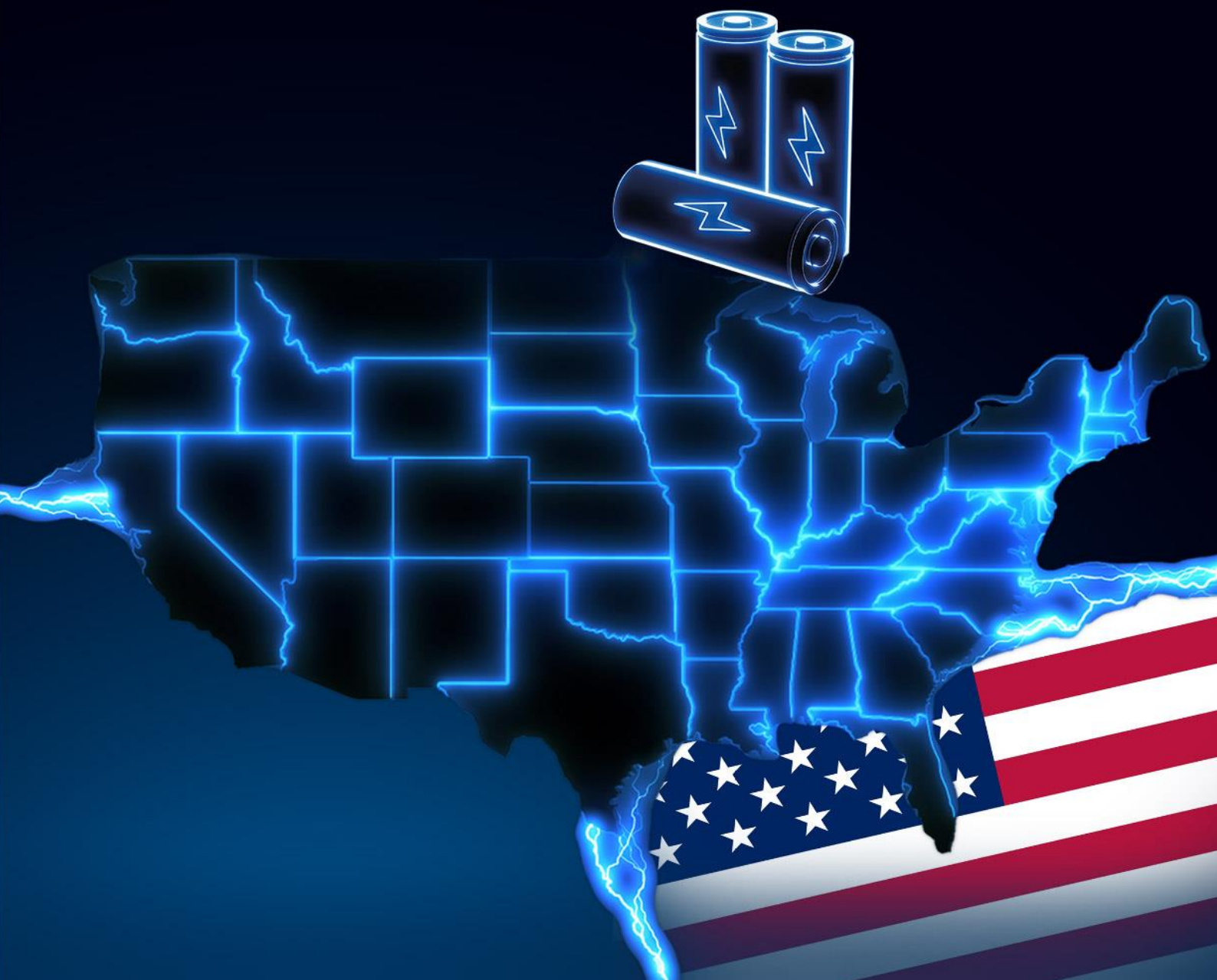


배터리 장비 (매수/Maintain) 미국 증설이 시작된다

박준서
park.junseo@miraeasset.com



CONTENTS

I. 산업 전망	3
미국 장비 Made in Korea	3
장비, 승자의 독식과 함께	4
K-장비의 시기가 왔다	7
II. 투자포인트	10
기술력 = 높은 마진	10
규모의 경제	11
III. Appendix	12
주요 배터리 업체 공급 계약 체결	12
국내 셀 3사 밸류체인	13
Top Picks 및 관심종목	14
윤성에프앤씨 (372170)	15
피엔티 (137400)	26
씨아이에스 (222080)	29
하나기술 (299030)	33
코원테크 (282880)	36
다이엔티 (079810)	39

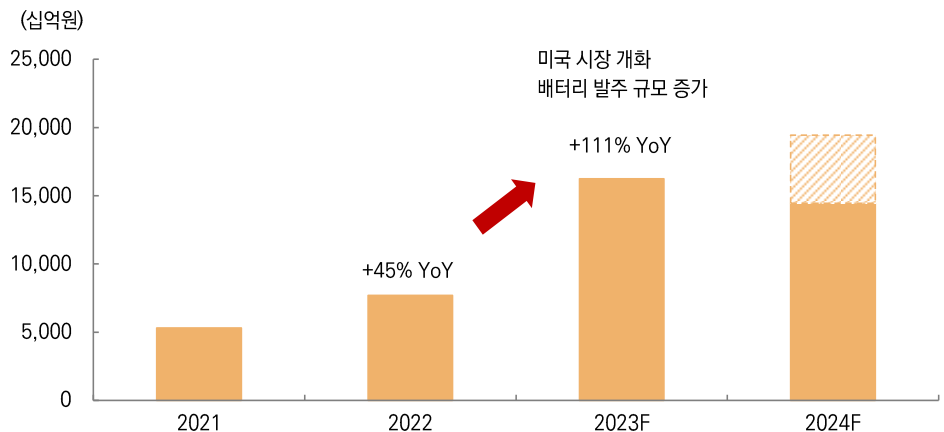
I. 산업 전망

미국 장비 Made in Korea

장비 슈퍼 사이클이 시작됐다. 올해 국내 셀 3사의 발주는 16.3조원 (+111% YoY)으로 전망한다. 2024년과 2025년의 생산 능력 구축을 위한 미국 대규모 발주를 시작하기 때문이다. SK온의 미국 켄터키와 테네시 향 장비 발주가 1월부터 시작되었고 LG엔솔도 미국 테네시 일부 물량부터 자체 미시건, GM3 미시건, 캐나다 스텔란티스 물량을 순차적으로 발주한다. 삼성SDI도 올해부터 스텔란티스 발주가 시작된다.

2023년 장비 발주 규모는 전체 325Gwh으로 추정된다. SK온 +144Gwh(+148% YoY), LG엔솔 +140Gwh(+126% YoY), 삼성SDI +36Gwh(+13% YoY)이다. 미국 증설 이외에도 헝가리와 중국 등 기존 사이트에서 추가적인 물량들이 지속적으로 증가할 것으로 판단한다. 2026년 추가 증설의 물량 발주는 2024년부터 시작되기에 향후 물량도 많이 존재한다

그림 1. 국내 셀 3사 증설 발주 규모 전망



주: Gwh 당 500억원으로 환산한 값
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 1. 2023년 국내 3사 장비 발주 스케줄 전망

기업	국가	지역	Gwh	2023년			
				1분기	2분기	3분기	4분기
LG엔솔	한국	오창	10				
	중국	난징	15				
	미국	자체 미시건	30				
	미국	미시건 (GM3)	40				
	캐나다	온타리오 (스텔란티스)	45				
SK온	미국	켄터키 (Ford)	43				
	미국	테네시 (Ford)	43				
	미국	켄터키 (Ford)	43				
	한국	서산	20				
삼성SDI	한국	서산	4				
	헝가리	괴드 2공장	8				
	캐나다	온타리오 (스텔란티스)	24				

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 장비 업체들의 수요는 확고하다. 국내 셀 3사의 글로벌 입지가 강화되고 있기 때문이다. 국내 셀 업체들에게 JV의 러브콜이 계속된다. IRA로 인해 중국 배터리 업체들의 진입도 제한적이다. 고금리 매크로 환경에서 배터리 수요와는 상반되게 신규 업체들의 진출이 굉장히 제약적이다. 따라서 한국 장비 업체들은 국내 전방 산업의 생산 능력 상향 조정에 수혜를 누릴 것이다.

2024~2026년에도 대규모 발주가 지속된다. 국내 셀 3사의 높은 글로벌 입지로 대규모 JV가 설립 될 것이기 때문이다. 합종연횡 [LGES-현대차, Ford 등], [SKON-현대차], [삼성SDI-GM, BMW] 이 지속적으로 기대된다. 2023년 비딩 중인 JV 물량은 2026년 생산 능력 상향 조정으로 이어질 것이다. 2024년부터 살아남은 유럽 신규 셀 업체들의 양산 라인 발주가 본격적으로 시작되며 예기치 않는 해외 업체들의 발주도 한국 업체의 수혜로 이어질 것이다.

장비, 승자의 독식과 함께

국내 배터리 장비업체들은 전방 산업의 수혜를 누릴 것이다. 생산 노하우를 보유한 국내 셀 3사 글로벌 입지는 강화되고 있기 때문이다. K-장비를 통해서 미국에서 배터리가 생산될 것이다. 이미 국내 셀 3사는 한국 장비 업체들과의 밸류체인을 구성했고 관계는 지속될 전망이다.

왜 신규 업체들이 살아남기 힘든가? 노하우와 생산 수율이 마진에 밀접한 비즈니스이다. 100개가 넘는 장비들을 동시 가동으로 생산 수율 90% 이상을 유지한다는 것은 어렵다. 라인 구축 이후 생산 수율을 80 ~ 90%까지 높이는게 통상적으로 2~3년이 소요된다. 이러한 수준에 미치지 못하면 배터리 셀 업체는 이윤을 창출하기 어렵다. LG엔솔은 스마트 팩토리를 도입해 노동집약도를 지금보다 75% 낮추고, 공장이 안정화되면 최종 수율을 +5%p 올려 90% 중후반까지 높이겠다는 계획을 발표했다. 국내 셀 3사는 선제적인 포지션에서 수혜를 누릴 것이다.

영국의 브리티시 볼트의 파산 신청도 기존 셀 업체들의 입지 강화를 시사한다. 유럽에서도 자체 배터리부터 리사이클링까지 ESG 생태계로 많은 신규 업체들이 생겨났었다. 하지만 유럽 신규 셀 업체들의 투자 지연이 된 이유는 생산 수율에 대한 의구심이다. 라인 구동을 해보지 않은 신규 업체들이 높은 수율로 배터리를 생산하는 시기는 늦어질 것이며 그에 따른 높은 마진 도달까지 제한적 이기 때문이다.

중국에서도 2015년부터 우호적인 보조금 정책 아래 전기차와 셀 관련 스타트업이 300개 이상 생겼으나 지금은 CATL와 BYD 등 주요 메이저 업체들만 생존했다.

그림 2. 국내 셀 3사 생산 능력 전망

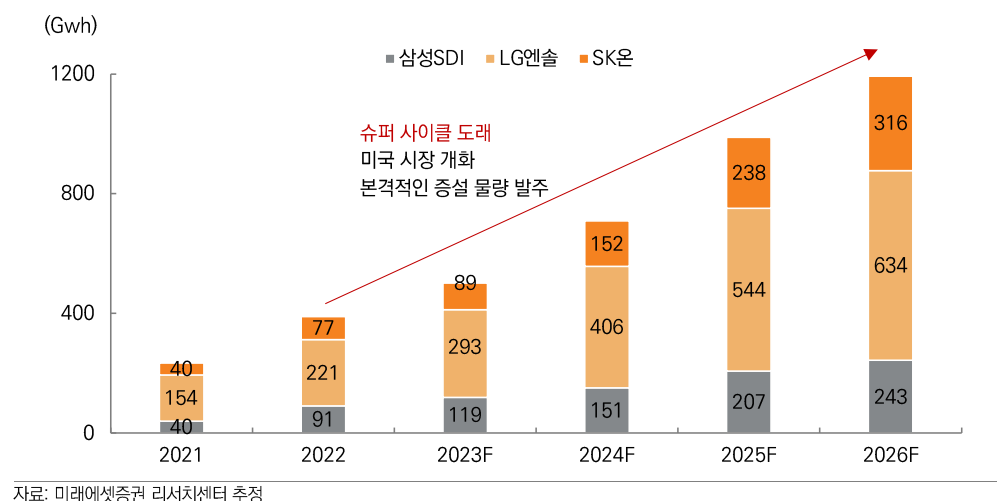


표 2. LG엔솔 생산능력 추정

(Gwh)

		2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
LG엔솔	전체 생산능력	154	221	293	406	544	634
	파우치	114	149	196	281	391	466
	한국	10	10	10	10	10	10
	중국	30	30	30	30	30	30
	폴란드	70	70	70	70	70	70
	미국 자체 미시간	4	4	4	34	34	34
	미국 오하이오 (GM1)		35	35	50	50	50
	미국 테네시 (GM2)			35	35	50	50
	미국 미시간 (GM3)				40	50	50
	튀르키예 양카라 (Ford, 코차)					40	40
	미국 오하이오 (혼다 JV)						40
	미국 조지아 (현대차 JV)						35
	캐나다 온타리오 (스텔란티스)					45	45
	인도네시아 카라양 (현대 JV)			12	12	12	12
	원통형	40	72	97	125	153	168
	한국	5	10	20	20	23	23
	중국	35	62	77	90	100	115
	폴란드				15	30	30

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 삼성SDI 생산능력 추정

(Gwh)

		2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
삼성SDI	전체 생산능력	40	91	119	151	207	243
	각형		51	59	91	107	123
	울산		9	9	9	9	9
	중국		10	10	10	10	10
	헝가리		32	40	48	56	64
	미국 (스텔란티스)				24	32	40
	원통형		40	60	60	100	120
	4680			4	4	44	64
	1685 & 2170 & 전동공구		35	51	51	51	51

자료: 미래에셋증권 리서치센터

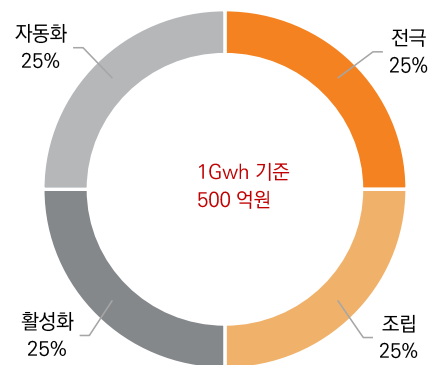
표 4. SK온 생산능력 추정

(Gwh)

		2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
SK온	전체 생산능력	40	77	89	152	238	316
	한국	5	5	5	25	25	25
	서산	5	5	5	25	25	25
	중국	28	45	45	58	58	58
	창저우	8	8	8	8	8	8
	해주	10	10	10	10	10	10
	연청	10	10	10	10	10	10
	연청2		17	17	30	30	30
	헝가리	8	17	17	47	47	47
	헝가리(1,2)	8	17	17	17	17	17
	헝가리(이반차)				30	30	30
	미국		10	22	22	108	186
	조지아(1,2)		10	22	22	22	22
	테네시 (포드 JV)					43	43
	켄터키 (포드 JV)					43	86
	현대차 JV						35

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Gwh 당 비중 및 가격. 배터리 라인 효율화로 Gwh 당 장비 금액은 줄어드는 추세



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 2023년 세부 공정별 발주 규모 전망

(십억원, %)

제품군	전극공정				조립 공정			활성화 공정			자동화 및 모듈		
전체 발주 규모	믹싱	코팅	프레스	슬리팅	N/S	N/W	TW/PK	포메이션	디개싱	IR/OCV 등	자동화	검사	모듈
	2,046	2,251	716	102	2,295	900	2,547	2,363	356	1,458	1,465	936	2,401
폴리머	믹싱	코팅	프레스	슬리팅	노칭	스태킹	TW/PK	포메이션	디개싱	IR/OCV 등	자동화	검사	모듈
	10	11	4	1	8	8	10	14	3	9	8	5	13
각형	믹싱	코팅	프레스	슬리팅	N&S		TW/PK	포메이션		IR/OCV 등	자동화	검사	모듈
	12	13	4	1	20		20	9		6	8	5	13
원통형	믹싱	코팅	프레스	슬리팅	N&W		TW/PK	포메이션		IR/OCV 등	자동화	검사	모듈
	12	13	4	1	20		20	9		6	8	5	13

주1: 전체 발주 규모 추정은 Gwh 당 폴리머 500억원, 원통형 450억원, 각형 550억원으로 추정. 폴리머, 각형 및 원통형 세부 공정에 대한 Capex는 당사 추정. LG엔솔 라미 공정은 N/S에 포함

주2: N/S: 노칭과 스태킹 공정, N&W: 노칭과 와인딩 공정, TW/PK: 탭웰딩 및 패키징 공정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

K-장비의 시기가 왔다

중국 장비 업체들과의 벌어진 Value 갭은 축소될 것으로 전망한다. 본격적인 미국의 증설 사이클은 한국 장비 업체들에게 직접적인 수혜이기 때문이다. 1) 미국 시장 개화로 높은 성장성, 2) 본격적인 매출 인식 궤도 진입이다. 중국 전체 평균 12M Fwd P/E는 19배이며 한국은 13배이다.

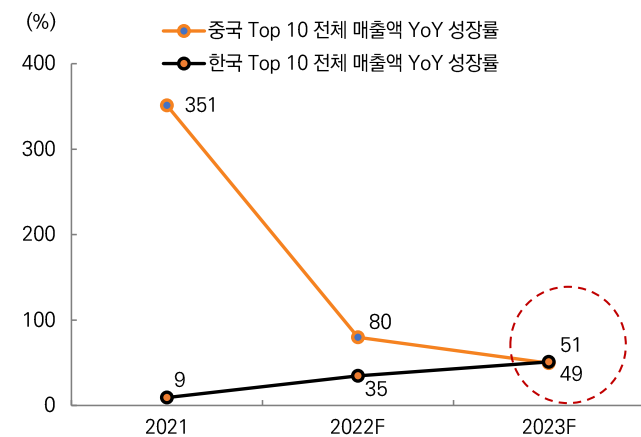
K-장비의 시기가 왔다. 1) 중국 장비 업체들은 IRA 등 지정학 리스크로 미국 시장에 진출이 제한적이며, 2) 2023년~2024년 한국 업체들의 성장성이 더 높은 것으로 추정되기 때문이다. 미국 시장의 개화가 한국 장비 업체들에게 직접적인 수혜이다.

국내 장비 업체들은 코로나로 인해 2021~2022년에는 제한적인 상황에서 셀 업체들의 가동률을 높이는 전략으로 공격적인 증설 물량을 받지 못했다. 반면 중국은 2019~2020년 자국 내에 증설 사이클과 장비 내재화가 이루어졌다. 따라서 중국 장비 업체들은 국내 장비 업체 대비 2021 ~ 2022년에는 높은 성장을 이루었다. 하지만 2023년과 2024년의 궤도는 달라질 것으로 판단한다.

그림 4. 한국 장비 업체 평균 12M Fwd PER vs 중국 장비 업체 12M Fwd PER

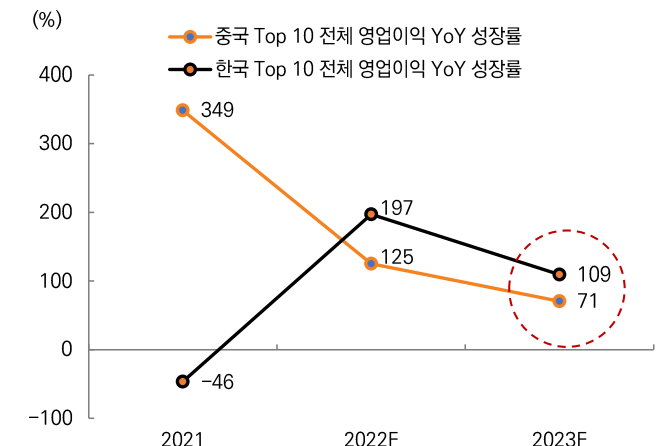


그림 5. Top 10 중국과 한국 장비 업체 전체 매출액 YoY 성장률 비교



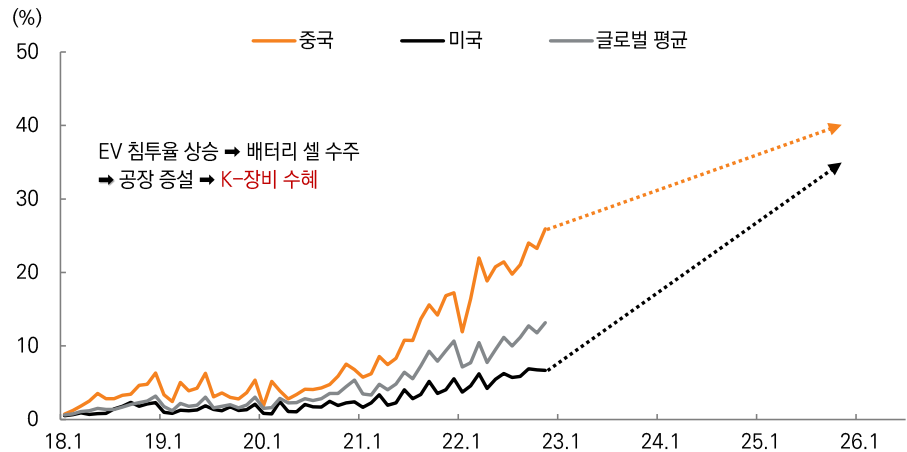
주: Quantwise, Refinitiv 컨센서스
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Top 10 중국과 한국 장비업체 전체 영업이익의 YoY 성장률 비교



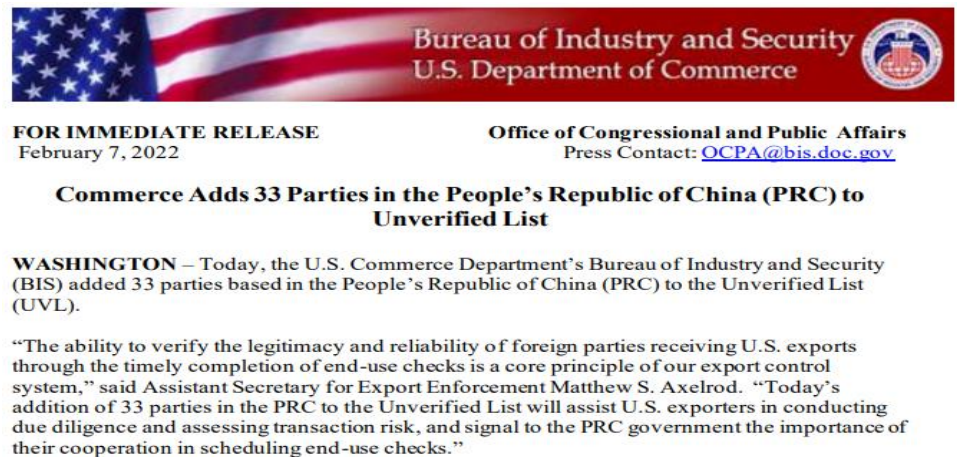
주: Quantwise, Refinitiv 컨센서스
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 전기차 침투율 비교: 향후 미국 전기자동차의 침투율이 가파를 것으로 전망



자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 미상무부, CATL 납품 업체 하이무싱 UVL(미등재 리스트)에 등재 → 한국 장비 업체들 수혜



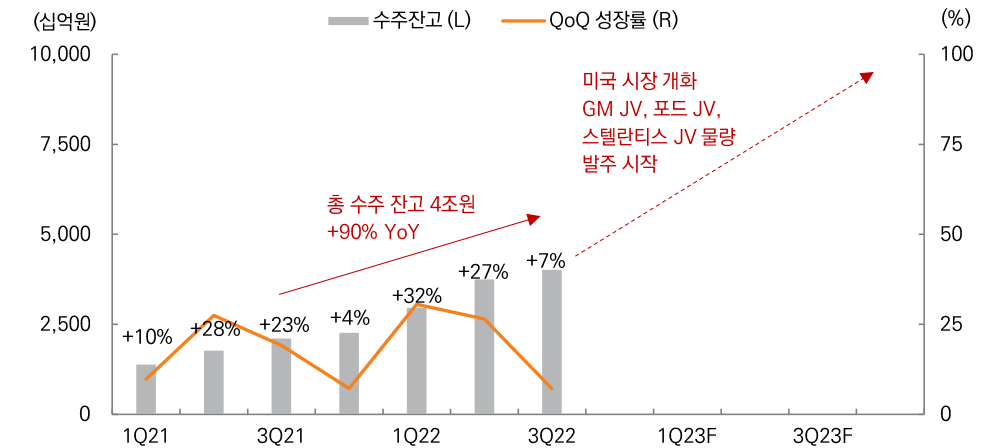
자료: Bureau of Industry and Security, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 버지니아 주, CATL-Ford 합작 공장 승인 거부. 영킨 주지사 안보 우려로 반대



자료: Virginia Mercury, 미래에셋증권 리서치센터

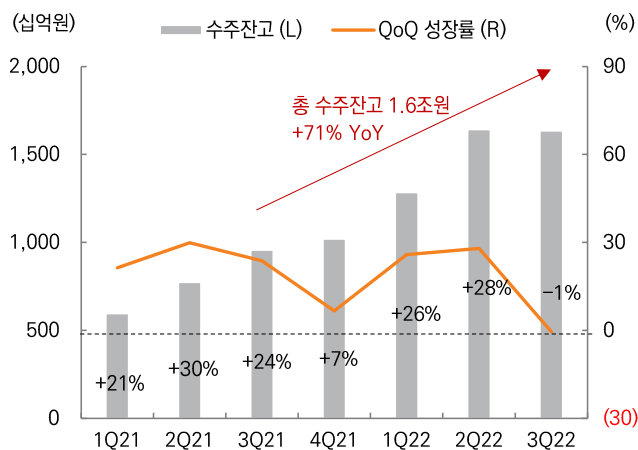
그림 10. 선행 지표: 주요 배터리 장비 업체 수주 잔고 합계 → 2024년까지 우상향 전망



주: 티에스아이, 피엔티, 씨아이에스, 필옵틱스, 엠플러스, 디이엔티, 유일에너지, SFA, 하나기술, 에이프로, 엔에스, 엔시스, 코원테크, 대보마 그네틱 2차전지 장비 수주 합계

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

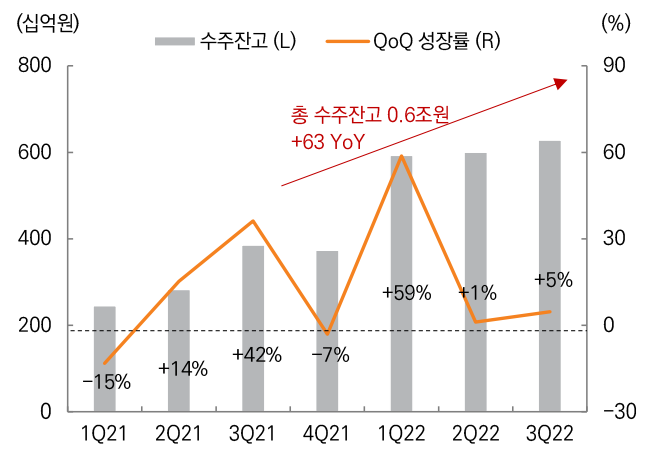
그림 11. 전극 공정 기업 잔고 추이



주: 티에스아이, 피엔티, 씨아이에스 2차전지 수주 합계

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

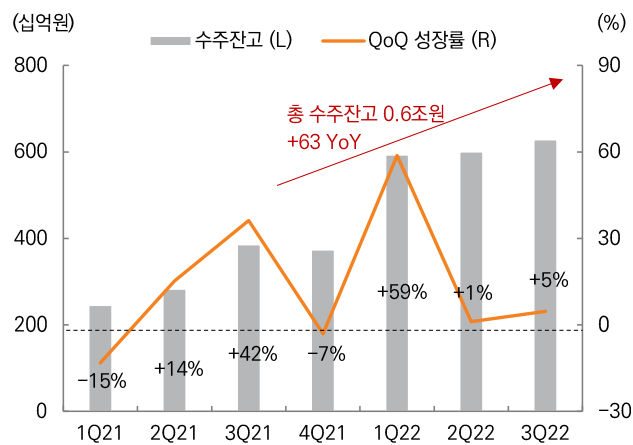
그림 12. 검사, 탈철 기업 수주 잔고 추이



주: 엠플러스, 유일에너지, 필옵틱스, 엔에스, 디이엔티 2차전지 수주 합계

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

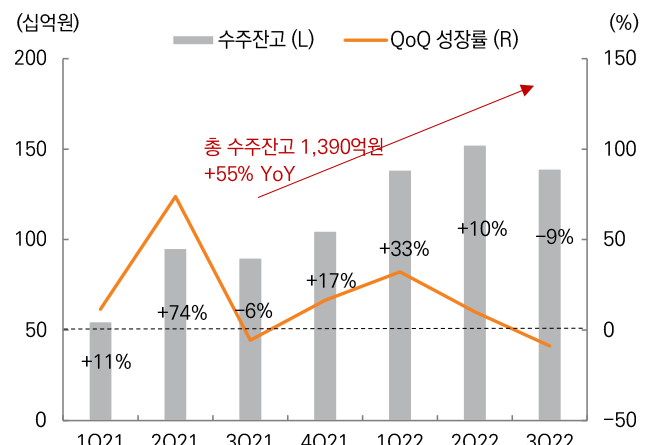
그림 13. 활성화 공정 기업 잔고 추이



주: 원익피앤이, 하나기술, 에이프로, 코원테크 2차전지 수주 합계

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 검사, 탈철 기업 수주 잔고 추이



주: 엔시스, 이노메트리, 대보마그네틱 2차전지 수주 합계

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

기술력 = 높은 마진

전극 공정과 조립 공정의 일부는 지속적인 기술적인 우위를 가져갈 것으로 판단한다. 1) 믹싱은 NCM 계열과 LFP 계열의 차이로 중국과 한국이 세분화되어 있어서 진입하기 어렵고 2) 코터는 생산 폭이 넓은 장폭을 생산하는 한국과 일본업체가 우위에 있다. 3) 양극 레이저 노칭과 같은 신규 개발은 3년정도의 기술적인 격차를 유지할 수 있다. 장비 업체들은 전방 산업에 종속되기 마련이나 기술력을 인정받으면 높은 마진을 가져갈 수 있다.

ASML(ASML US)이 장비 업계에서 높은 마진을 가져가는 것은 기술적인 우위가 있기 때문이다. 일부 배터리 장비 업체가 높은 마진을 유지 가능한 이유도 같은 맥락이다. 높은 기술력을 기반한 진입 장벽이 배터리 장비 업계에서도 존재한다.

100% 완전 자동화를 위한 자동화 공정도 우위를 가져갈 것으로 판단한다. 현재 이동형 80% 정도의 자동화가 이루어졌기에 100%에 도달하기 위해 분리막 자동 탑재 장비 등 지속적인 개발이 필요하기 때문이다. LG엔솔은 스마트 팩토리를 도입해 노동집약도를 지금보다 75% 낮추고, 공장이 안정화되면 최종 수율을 +5%p 올려 90% 중후반까지 높이겠다는 계획을 발표했다.

중국 업체와의 기술적 격차가 좁혀지고 있다. 차별화된 기술력을 보유하고 있는지가 중요하다. 활성화 공정의 경우, 중국 업체인 항커(688006 CH)는 작년에 국내 셀 업체 발주 물량을 많이 가져갔다. 항커는 활성화 공정을 주로 영위하고 있으며, 주요 제품 군은 Formation과 Pre-Formation 장비를 생산하고 있다. 활성화 공정은 충방전으로 SEI Layer를 형성하고 최적의 배터리 상태를 만드는 것이다.

표 6. 배터리 장비 기술적 방향성

공정	세부공정	현재 양산 기술	기술 개발 방향	진입 장벽	마진
전극	믹싱	4,000L 및 양극재 특수 믹서	연속성 믹서	높음	높음
	코터	두께 6um, 폭 1,400mm, 생산 속도 100m/min 습식 코터	건식 코터	높음	높음
	압연	1.3um 두께 제어, 100m/min	1.3um 이하의 두께 제어, ppm 개선	높음	높음
	슬리딩	7bur, 100m/min	Bur 최소화, ppm 개선	보통	낮음
조립	노칭	무지부 레이저 노칭 1,000mm/s	유지부 레이저 노칭	높음	높음
	스태킹	0.5~0.6 sec/sheet 프레스 노칭 & 스태킹 인라인	0.4~0.45 sec/sheet 레이저 노칭 & 스태킹 인라인	보통	보통
	TW&PKG	12~15ppm	ppm 개선 및 부피 최소화	낮음	낮음
활성화	포메이션	고온가압 포메이션	전원부 및 SW 개발	보통	보통
	X-ray 검사 장비	2D X-ray 장비	In-line 3D CT 비파괴 장비	보통	보통
자동화	자동화 물류 시스템	이동형 80% 자동화	스마트 팩토리 100% 전체 자동화	보통	보통

자료: 미래에셋증권 리서치센터

규모의 경제

생산 Capa와 인력이 갖추어진 장비 업체들의 수혜가 이어질 것으로 판단한다. 1) 국내 셀 3사 납품 레퍼런스를 가지고 있는 업체들이 타이트한 장비 사이클에서 많은 물량을 받을 것이며, 2) 해외 고객사에게는 여전히 턴키가 매력적이다.

해외 신규 셀 업체는 1) 3사 납품 레퍼런스를 지니고 2) 턴키로 납품해주는 업체를 선호한다. 라인 설계 및 세팅에 대한 노하우가 없기 때문이다. 해외 신규 업체들은 장비사에게 의존도가 높다. 따라서 국내 업체들은 국내 레퍼런스를 기반으로 턴키 역량을 확보하여 국내 업체 대비 비교적 높은 마진을 받을 수 있는 해외 업체들에게 많은 물량을 받을 것이다.

최근 장비 업체들 안에서 활발한 M&A가 이루어지고 있는 것도 그 이유이다. SFA가 1,723억원의 씨아이에스 지분 26%를 인수하면서 최대 주주로 등극하였다. SFA는 믹싱 제외 배터리 장비 전체 턴키를 확보할 역량을 갖추게 되었다. 원익피앤이도 엔에스를 인수하며 조립과 활성 공정 턴키 역량을 확보했다.

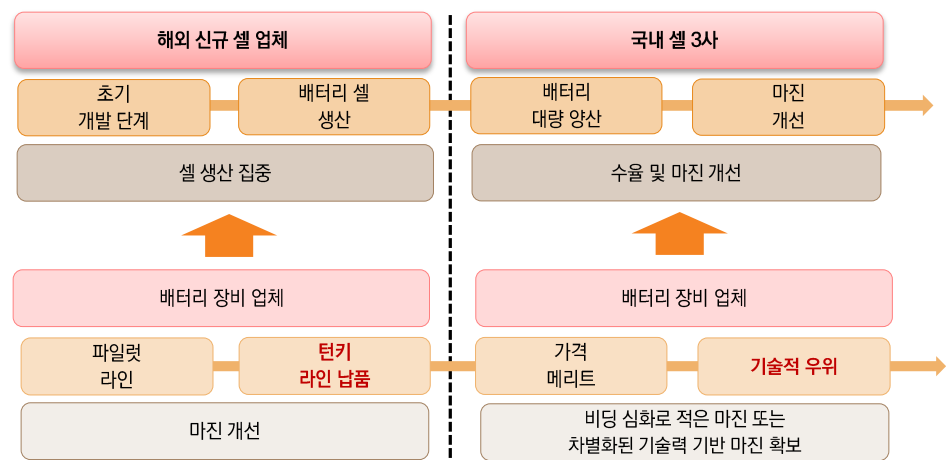
표 7. 주요 업체 매출액 대비 생산 능력

(억원)

기업	매출액 기준 연간 CAPA	비고
티에스아이	2,000 ~ 2,500	23년까지 3공장 여휴 부지로 최대 2,500억원 규모 확보
윤성에프앤씨	5,500	23년 말까지 완성 2공장 Ramp-up으로 최대 7,000억원 캐파 구축
피엔티	6,000	1조 규모 Capa 목표. 2024년까지 4공장 착공 계획
씨아이에스	3,000	기존 Capa 대비 6,000억 규모로 2배 이상 증설 계획
디이엔티	2,500	기존 700억원 수준에서 22년 말 증설 완료
디에이테크놀로지	1,800	
엠플러스	3,500	추가 물량은 임대 부지로 대응 가능
유일에너지테크	3,000	22년 하반기 2,300억원 규모 착공
필에너지	2,000	올해 4,000억 규모까지 2,000억원 추가 착공 계획
하나기술	7,000	매입을 통해 추가 3,500억 CAPA 확보
원익피앤이	3,800 ~ 4,000	
코원테크	4,500 ~ 5,000	최근 180억원 투자로 부지 매입

자료: 각 사, 미래셋증권 리서치센터

그림 15. 턴키 역량은 해외 신규 셀 업체에게는 필수 요건



자료: 미래셋증권 리서치센터

III. Appendix

주요 배터리 업체 공급 계약 체결

2022년 11월 - 1) LG엔솔 미국 GM2 테네시와 난징 발주, 2) 중국 로컬 업체, ACC 발주

2022년 12월 - 1) LG엔솔 미국 GM2 테네시와 난징 발주, 2) 유럽 업체, 3) 신규 미국 업체 발주

2023년 1월 - 1) SK온 Ford 1 켄터키, Ford2 테네시 발주, 2) LG엔솔 오창 발주

표 8. 2022년 11월 배터리 장비 공급 계약 체결

(억원)

기업	시작일	종료일	금액	고객사	사이트	제품	비고
하나기술	2022-11-02	2023-11-17	239	몰리	대만	원통형 조립 공정 턴키	
디에이테크놀로지	2022-11-07	2023-09-30	118	해외 배터리사	미국	노칭 장비	
디이엔티	2022-11-15	2023-02-01	114	LG엔솔	테네시	양극 레이저 노칭	
티에스아이	2022-11-15	2024-01-30	250	ACC		믹싱 턴키	
씨아이에스	2022-11-17	2024-07-31	143	국내 셀 업체		전극 공정 장비	
디이엔티	2022-11-23	2023-10-01	299	LG엔솔	테네시	양극 레이저 노칭	
하나기술	2022-11-22	2024-02-29	66	ACC		조립 공정 설비	
에이프로	2022-11-23	2023-10-01	1010	LG엔솔	테네시	활성화공정 턴키	
나인테크	2022-11-25	2025-12-30	138	LG엔솔	중국	라미&스태킹	
토텍	2022-11-17	2024-01-31	275	SK온	중국	자동화 장비	
디에스케이	2022-11-29	2024-07-19	74	LG엔솔	중국	라미&스태킹	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 9. 2022년 12월 배터리 장비 공급 계약 체결

(억원)

기업	시작일	종료일	금액	고객사	사이트	제품	비고
피엔티	2022-12-01	2023-06-15	406	로컬 메이저 업체	중국	전극 공정 장비	
피엔티	2022-12-01	2023-06-30	1218	로컬 메이저 업체	중국	전극 공정 장비	
디에이테크놀로지	2022-12-07	2023-06-24	126	LG엔솔	중국	조립 공정 장비	
디이엔티	2022-12-07	2023-06-30	24	LG엔솔	인도네시아	양극 레이저 노칭	
하나기술	2022-12-07	2023-06-24	137	LG엔솔	중국	원통형 조립 공정 장비	
티에스아이	2022-12-07	2024-12-29	217	LG엔솔	테네시	믹싱시스템	
씨아이에스	2022-12-07	2024-12-30	182	LG엔솔	테네시	전극 공정 장비	
에이프로	2022-12-08	2023-01-15	86	LG엔솔	중국	활성화공정	
에스엠코어	2022-12-22	2024-01-31	244	SK온	중국 옌청	물류 자동화	
유일에너지테크	2022-12-23	2024-01-10	100	유럽 로컬 업체	유럽	노칭 장비	
디에이테크놀로지	2022-12-23	2024-03-30	467	LG PRI(LG엔솔 향)	해외	Z스태킹	
이노메트리	2022-12-23	2024-08-31	105	노스볼트	해외	X-ray 검사장비	
코원테크	2022-12-26	2024-06-30	153	탐머티리얼(모로우 향)	해외	전공정 자동화 장비	
엔시스	2022-12-23	2023-11-30	60	미국 배터리 업체	미국	화성 공정 설비	
원익피앤이	2022-12-26	2024-01-31	680	국내 업체	유럽	포메이션 장비	
원준	2022-12-26	2023-03-31	198	SK머티리얼즈	한국	음극재 열처리 장비	
윤성애프앤씨	2022-12-26	2024-01-01	104	LG엔솔	중국	믹싱시스템	
코원테크	2022-12-27	2023-10-31	120	글로벌 대형기업	-	자동화 장비	
디에이테크놀로지	2022-12-27	2024-12-27	241	미공개	유럽	조립 공정 장비	
디이엔티	2022-12-27	2023-03-30	20	LG엔솔	오창	양극 레이저 파일럿 장비	
티에스아이	2022-12-29	2024-12-29	241	미공개	-	믹싱시스템	
피엔티	2022-12-30	2024-12-30	474	신규 업체	-	전극 공정 장비	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 10. 2023년 1월 배터리 장비 공급 계약 체결

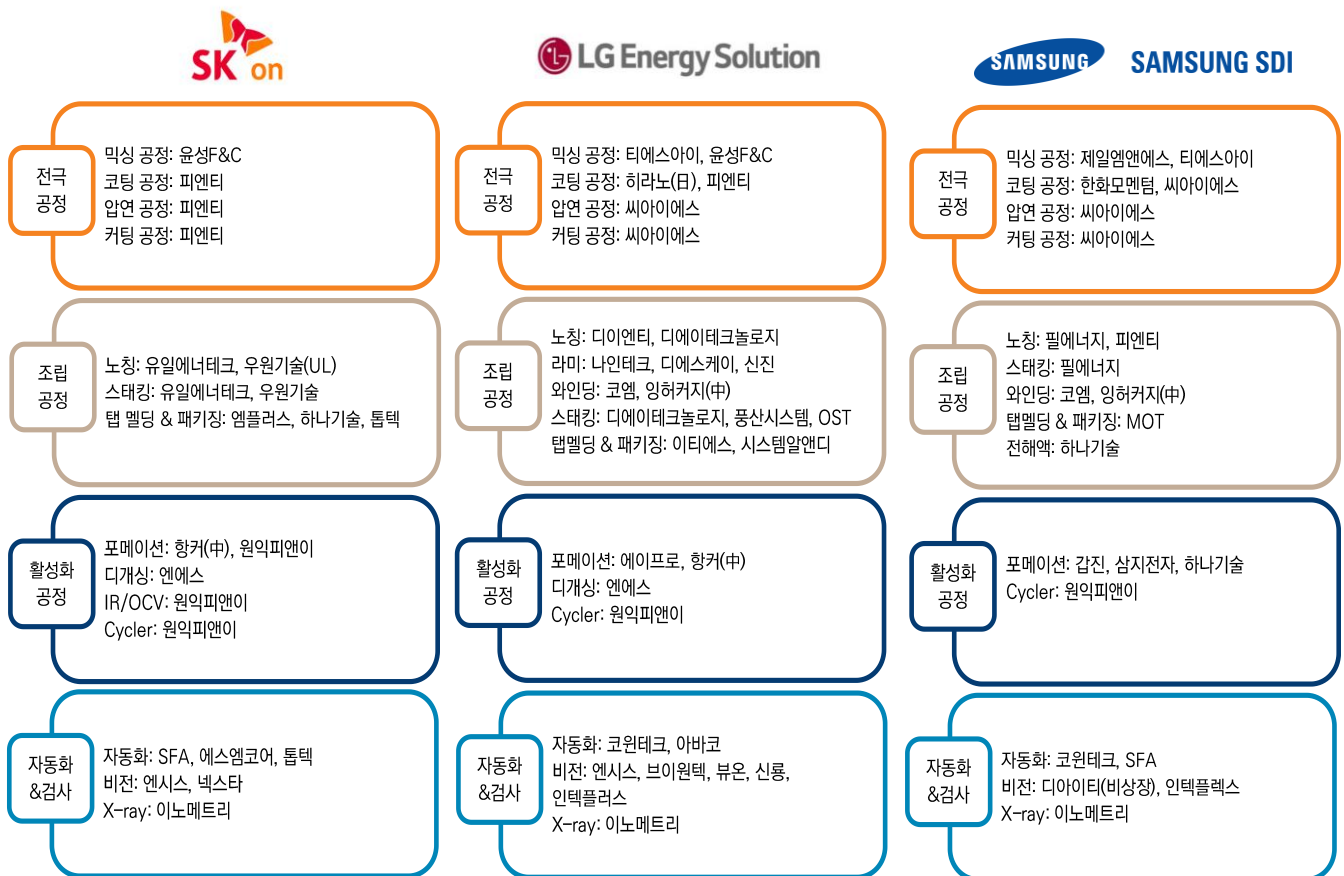
(억원)

기업	시작일	종료일	금액	고객사	사이트	제품	비고
디이엔티	2023-01-02	2023-06-30	67	LG디스플레이	베트남	디스플레이 제조 장비	
SFA	2023-01-03	2023-12-29	1421	Xiamen	중국	디스플레이 제조 장비	
필옵텍스	2023-01-06	2023-01-06	240	삼성디스플레이		디스플레이 제조 장비	
나인테크	2023-01-06	2024-12-30	112	LG엔솔	폴란드	L&S	
티에스아이	2023-01-10	2023-08-25	104	국내 고객사	해외	막상 시스템	
이노메트리	2023-01-18	2025-12-01	131	SK온	미국	X-ray 검사장비	
윤성애프앤씨	2023-01-18	2023-12-03	982	SK온	미국	막상시스템	
윤성애프앤씨	2023-01-18	2024-02-02	1106	SK온	미국	막상시스템	
피엔티	2023-01-18	2023-12-03	1088	SK온	미국	코터	
피엔티	2023-01-18	2024-02-02	1130	SK온	미국	코터	
에이프로	2023-01-19	2024-05-23	155	LG엔솔	오창	포메이션 장비	
툼텍	2023-01-20	2023-03-15	2820	SK온	미국	TW&PKG	
브이원텍	2023-01-24	2024-03-30	83	LG엔솔	인도네시아	2차전지 검사 장비	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 셀 3사 밸류체인

그림 16. 향후 발주도 밸류체인 안에서 이루어질 것으로 판단



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

윤성에프앤씨 (372170/매수) 다 섞어버리겠다

피엔티 (137400/매수) 대장의 면모

씨아이에스 (222080/매수) 전방 산업 수혜 지속

하나기술 (299030/매수) 성장 하나 기술한다

코원테크 (282880/매수) 질적 성장의 원년

디이엔티 (079810/매수) 22년은 기저. 대기만성형

윤성애프앤씨 (372170)

2023.1.31

다 석어버리겠다

매수
(신규)

목표가: 72,300원 ▲
상승여력: 57.9%

박준서 park.junseo@miraeeasset.com

투자 의견 및 밸류에이션

목표주가 72,300원. 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

- 23년 EPS 6,698원. 23년 Target P/E 10.8배(믹싱 경쟁사 23년 P/E) 적용해 산출
- 현재 주가는 23년 P/E 5.8배로 저평가라고 판단 (전국 공정 업체 대비 -52%, 국내 경쟁사 대비 -46%). 고객사의 발주 지연이 요인이었으나 발주 시작으로 해소 전망

투자 포인트

독보적인 기술 경쟁력

- 믹싱의 중요성 부각 ① 공정 CAPEX 내 비중 증가 (5%→11%), ② 배터리 셀 스펙은 균일한 슬러리에서 결정. High-nickel 계로 갈수록 균일하게 섞는 믹싱 시스템이 필요
- 업계 최초 4,000L 믹싱 시스템 발주. 경쟁사들(2,300L) 대비 생산 효율성 300% 개선
- 차세대 기술인 연속성 믹싱 양산급 파일럿 발주 완료. 올해 양산 라인 발주 시작될 전망

높은 진입 장벽

- 정형화되지 않은 배터리 스펙은 맞춤 식 설계 필요. NCM 계열 믹싱은 국내 3강 체제.
- 기존 레퍼런스를 가진 업체들의 독보적인 입지. NCM 계열 믹싱은 국내사들이 탭티어

배터리 증설 슈퍼 사이클 도래

- 국내 셀 3사 미국 시장 본격적인 발주와 신규 셀 업체들의 증설은 2023년부터 시작

실적 전망

23년 매출액 4,322억원(+208% YoY), 영업이익 650억원(흑전 YoY), OPM 14% 전망

- 23년 추정치는 주요 고객사의 중국, 헝가리 向 그리고 L사 중국 向 매출 인식 반영

24년 매출액 5,629억원(+27% YoY), 영업이익 798억원(+25% YoY), OPM 14% 전망

- 24년 추정치는 주요 고객사의 미국 켄터키, 테네시 向 믹싱 매출 인식 반영. L사의 북미 물량과 삼성SDI 물량 반영. 추가적인 해외 수주 건들도 기대

Key data



현재주가(23/1/30,원)	45,800	시가총액(십억원)	365
영업이익(21F,십억원)	-5	발행주식수(백만주)	8
Consensus 영업이익(21F,십억원)	-	유동주식비율(%)	37.8
EPS 성장률(21F,%)	-	외국인 보유비중(%)	7.8
P/E(21F,x)	-	베타(12M) 일간수익률	0.00
MKT P/E(21F,x)	-	52주 최저가(원)	39,850
KOSDAQ	738.62	52주 최고가(원)	51,200

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	0.0	0.0
상대주가	-5.1	0.0	0.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	55	119	129	76	234	443
영업이익 (십억원)	2	10	19	-5	32	64
영업이익률 (%)	3.6	8.4	14.7	-6.6	13.7	14.4
순이익 (십억원)	2	8	13	-3	27	53
EPS (원)	306	1,289	2,244	-466	4,073	6,698
ROE (%)	17.4	51.9	56.4	-9.5	28.9	29.9
P/E (배)	-	-	-	-	10.9	6.8
P/B (배)	-	-	-	-	2.3	1.8
배당수익률 (%)	-	-	-	-	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 윤성애프앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

I. 투자 의견 및 밸류에이션

목표주가 72,300원, 투자 의견 매수로 커버리지 개시

윤성에프앤씨의 목표주가를 72,300원으로 제시하고 투자 의견 ‘매수’로 커버리지를 개시한다. 23년 예상 EPS 6,698원에 Target P/E 10.8배를 적용하여 산출했다. Target P/E 10.8배는 믹싱 동종 업계에 있는 경쟁사의 23년 P/E 컨센서스이다.

동사의 현재 주가는 12M Fwd P/E 5.7배로 저평가라고 판단한다. 국내 경쟁사 업체 대비 -44%이며 국내 장비 경쟁사 대비 -56%이다. 그리고 글로벌 전극 공정 업체 대비 -69%이다.

저평가의 원인은 해소될 것으로 전망한다. 1) 고객사들의 미국 向 발주 시작, 2) 고객사 다변화가 기대된다. 지연되었던 SK온의 발주가 시작됐다. 모회사인 SK이노베이션의 2조원을 포함한 3조 3,000억원 규모의 유상증자를 하면서 미국 증설을 위한 자금이 마련되었다. 미국 증설 발주가 시작되고 있으며 본격적으로 동사의 많은 수주가 기대된다.

표 11. 윤성에프앤씨: Valuation Table

비고		
2023F EPS (원)	6,698	
Target P/E (x)	10.8	국내 경쟁사 23년 P/E
목표주가 (원)	72,300	
현재주가 (원)	45,800	
상승여력 (%)	57.9	

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 윤성에프앤씨 연간 매출액 추정

(십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	16.6	19.0	30.7	43.1	52.9	55.3	119.3	128.9	75.9	234.0	443.2	562.9
영업이익	-0.7	0.6	2.1	3.2	2.1	2.1	10.4	19.0	-4.6	32.5	64.1	79.8
세전이익	-0.9	0.4	2.0	3.0	1.7	2.3	9.8	17.0	-2.7	32.7	64.2	79.8
당기순이익	-0.9	0.4	1.6	2.4	1.2	1.8	7.7	13.5	-2.9	26.6	53.4	67.1
영업이익률	-4.2	3.2	6.8	7.4	4.0	3.8	8.7	14.7	-6.1	13.9	14.5	14.2
세전이익률	-5.4	2.1	6.5	7.0	3.2	4.2	8.2	13.2	-3.6	14.0	14.5	14.2
순이익률	-5.4	2.1	5.2	5.6	2.3	3.3	6.5	10.5	-3.8	11.4	12.0	11.9
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	-38.3	14.5	61.6	40.4	22.7	4.5	115.7	8.0	-41.1	208.3	89.4	27.0
영업이익	적전	흑전	250.0	52.4	-34.4	0.0	395.2	82.7	적전	흑전	97.2	24.5
세전이익	적전	흑전	400.0	50.0	-43.3	35.3	326.1	73.5	적전	흑전	96.3	24.3
당기순이익	적전	흑전	300.0	50.0	-50.0	50.0	327.8	75.3	적전	흑전	100.8	25.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 전극 공정 업체 Peer Table

(십억원, %, 배)

기업	티커	시가총액	매출액			영업이익			순이익			ROE			PER			PBR		
			21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
티에스아이	277880 KS	177	67	152	229	0	7	24	1	9	17	3.0	20.5	27.9	164.3	18.7	10.8	4.7	3.5	2.6
피엔티	137400 KS	1,003	378	378	455	619	54	73	103	53	70	84.6	34.8	33.2	27.9	12.5	14.1	11.8	3.5	3.9
씨아이에스	222080 KS	623	133	133	142	215	16	18	28	-25	12	20.0		9.8	14.4	-33.3	52.0	31.3	7.6	5.0
리드차이나	300450 CH	13,233	1,783	2,925	4,236	289	533	793	282	490	732	23.3	24.2	28.1	32.3	27.0	18.2	7.0	6.3	5.0
잉허커지	300457 CH	2,337	924	1,680	2,156	40	119	200	55	102	176	9.0	9.3	13.9	25.9	23.0	13.3	2.3	2.1	1.8
푸타이라이	603659 CH	14,003	1,598	2,913	4,016	359	671	921	311	570	758	24.7	25.0	24.2	30.7	24.4	16.7	6.1	5.8	4.6
히라노	6245 JP	333	393	403	444	41	33	43	32	25	31	6.4	7.2	-	15.7	13.3	10.5	1.0	-	-
도레이	3402 JP	12,254	23,157	24,642	25,901	1,045	1,259	1,410	875	940	1,047	5.7	6.8	7.2	15.5	13.1	11.8	0.8	0.8	0.8
평균												22.1	18.3	20.6	40.8	12.3	18.4	8.1	4.2	3.4

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 조립 공정 업체 Peer Table

(십억원, %, 배)

기업	티커	시가총액	매출액			영업이익			순이익			ROE			PER			PBR		
			21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
앰플러스	259630 KS	123	76	121	254	-14	-7	11	-8	-17	7	-14.6			-20.3	11.6		3.2		
필옵틱스	161580 KS	161	231	286	348	-11	15	25	-3	23		-3.3	26.1		-59.9	16.5	10.4	2.7	2.8	
유일에너지	340930 KS	181	29	53	92	-6	1	8	-2	8	7	-7.1	15.6	12.5	-89.1	24.1	26.8	4.6	3.5	3.1
디이엔티	079810 KS	162	42	60	114	1	2	21	1	2	21	3.5	7.7	53.5	115.7	76.4	7.9	4.0	5.7	3.3
성운주식	300648 CH	1,051	144	-	-	17	-	-	14	-	-	-1.1	-	-	-	-	-	5.6	-	-
연영격광	688518 CH	2,071	249	536	817	14	62	114	16	57	107	9.2	17.6	25.7	82.9	36.5	20.1	7.2	6.4	5.0
만츠	M5zGr	280	307	376	471	-48	2	19	-62	-1	13	-43.1	-	-	-	-	23.3	1.9	1.4	1.4
평균												-8.1	16.7	30.6	5.9	33.0	17.7	4.2	4.0	3.2

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 활성화 공정 업체 Peer Table

(십억원, %, 배)

기업	티커	시가총액	매출액			영업이익			순이익			ROE			PER			PBR		
			21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
하나기술	299030KS	424	113	119	297	-5	9	34	-3	9	29	-4.7	12.3	33.0	-157.2	48.9	14.7	6.5	5.6	4.0
코원테크	282880KS	246	106	216	283	7	15	28	7	16	28	6.8	12.3	19.4	43.6	29.5	15.7	2.3	2.1	1.8
원익피엔이	131390KS	-	176	203	257	15	24	33	19	22	29	14.8	14.4	18.0	19.3	21.9	17.7	3.1	3.3	2.8
에이프로	262260KS	179	62	98	170	-5	1	16	-1	2	12	-2.2	2.5	16.8	-215.6	123.0	14.7	4.7	2.8	2.2
한커	688006CH	3,696	441	756	1,179	51	120	220	42	112	202	12.5	18.3	25.6	53.9	33.2	15.7	6.3	5.4	4.4
리위안형	688499CH	2,611	414	822	1,337	40	94	172	38	90	160	13.8	18.7	26.4	50.5	29.6	16.5	6.5	5.8	4.4
사내극	300382CH	2,365	178	428	709	29	59	85	19	49	65	12.6	14.8	17.7	55.0	50.8	35.3	5.6	7.2	6.2
센후이기술	688155CH	795	196	408	687	13	21	81	12	38	58	-2.3	14.2	19.6	-	22.8	14.3	3.6	3.6	2.9
하이무싱	688559CH	2,339	353	712	1,236	21	65	138	19	65	138	17.9	18.7	30.0	43.5	35.6	16.8	7.0	6.9	4.9
한스레이저	002008CH	5,335	2,901	2,617	3,124	436	237	331	354	250	326	11.7	10.4	12.1	19.4	21.5	16.5	2.0	2.3	2.1
하이무싱	688559CH	2,339	353	712	1,236	21	65	138	19	65	138	17.9	18.7	30.0	43.5	35.6	16.8	7.0	6.9	4.9
콜리브리	002957CH	1,430	384	553	706	14	69	93	6	52	72	2.8	10.6	13.4	131.2	26.6	19.8	2.9	2.9	2.6
평균												8.5	13.8	21.8	7.9	39.9	17.9	4.8	4.6	3.6

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

저평가 해소 국면 돌입

윤성애프앤씨는 중국 업체들과의 Value 갭을 축소할 것이며, 2) 경쟁사와의 밸류가 축소될 것으로 판단한다. 동사의 현재 주요 고객사들은 국내 업체이며 고객사들의 미국 시장 개화로 동사의 수혜가 이루어 질것으로 판단하기 때문이다. 중국 장비 업체들은 IRA 등 지정학 리스크로 미국 시장에 진출이 제한적이다. 또한 중국 업체 대비 동사의 2023년 성장성이 더 높은 것으로 추정된다.

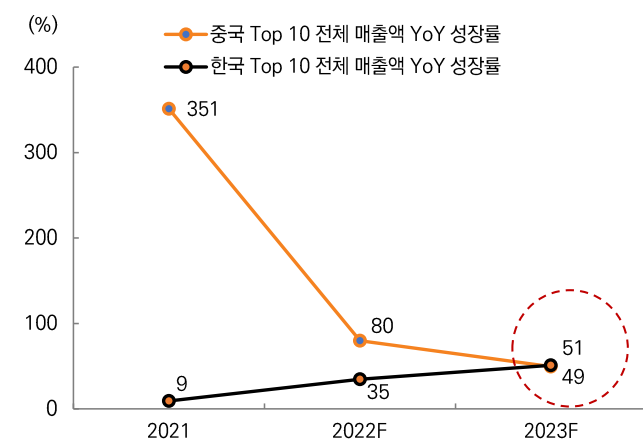
동사는 코로나로 인해 2021~2022년에는 제한적인 상황에서 셀 업체들의 가동률을 높이는 전략으로 공격적인 증설 물량을 받지 못했다. 반면 중국은 2019~2020년 자국 내에 증설 사이클과 장비 내재화가 이루어졌다. 따라서 중국 장비 업체들은 국내 장비 업체 대비 2021 ~ 2022년에는 높은 성장을 이루었다. 하지만 2023년과 2024년의 궤도는 달라질 것으로 판단한다.

그림 17. 한국 장비 업체 평균 12M Fwd PER vs 중국 장비 업체 12M Fwd PER



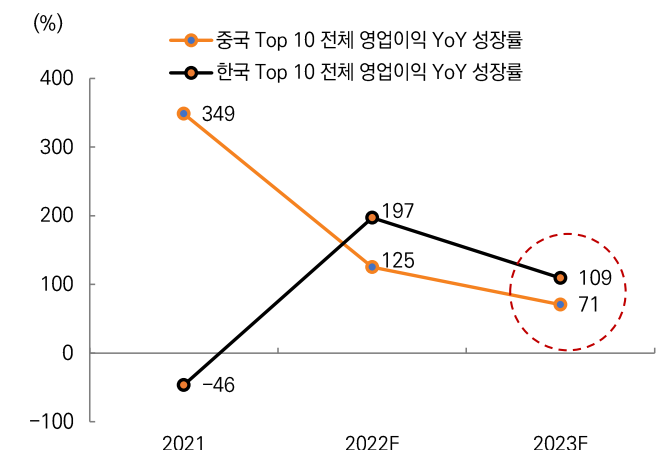
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. Top 10 중국과 한국 장비 업체 전체 매출액 YoY 성장률 비교



주: Quantwise, Refinitiv 컨센서스
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. Top 10 중국과 한국 장비업체 전체 영업이익 YoY 성장률 비교

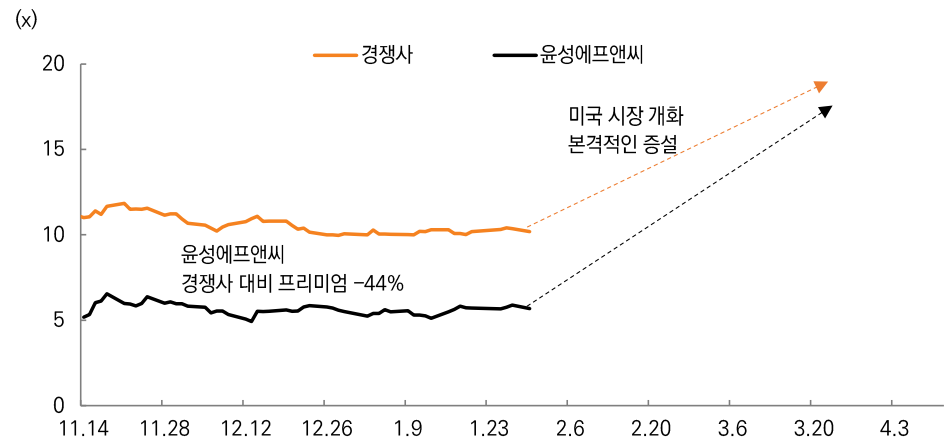


주: Quantwise, Refinitiv 컨센서스
자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내 고객사와의 벌어진 Value 갭도 축소할 것으로 전망한다. 경쟁사 대비 할인 요인은 없다고 판단하기 때문이다. 1) 기술적인 우위, 2) 규모의 경제가 오히려 프리미엄 요인이 될 것이다. 동사의 Batch 타입 용량은 4,000L(Vs. 주요 경쟁사 2,300L)이며 글로벌 Top-tier 기술력을 지녔다.

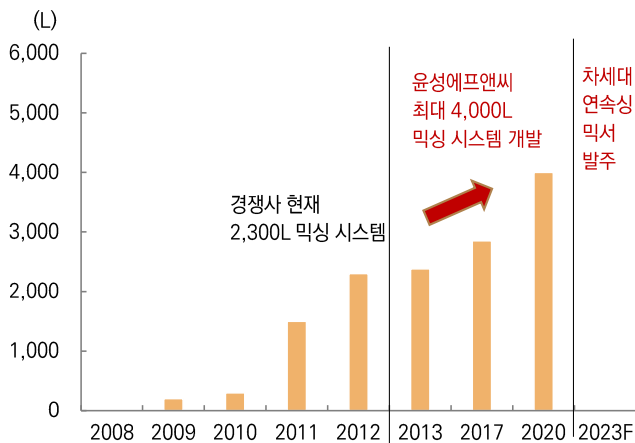
작년 말 IPO를 통해 900억원의 현금을 마련했다. 200억원이 시설 자금과 나머지 운전자본으로 사업 확장을 할 것으로 판단한다. 동사의 생산능력을 올해 말까지 매출액 대비 7,000억원(외주 인력 2,000억원 포함)까지 확대할 것이다. 이는 전방 산업의 성장에 따른 대규모 발주 준비이다.

그림 20. 윤성애프앤씨와 경쟁사의 12M Fwd P/E 비교



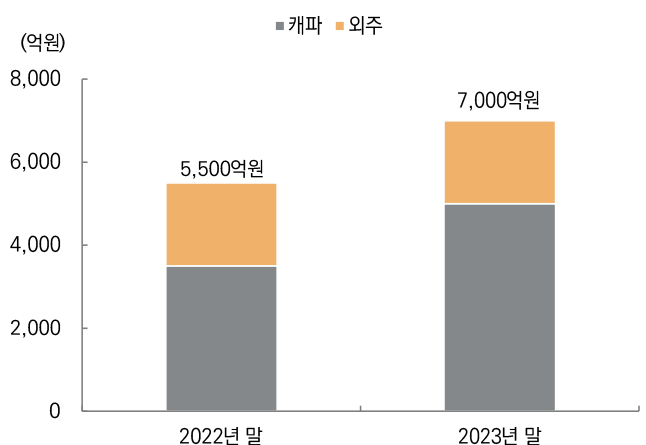
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 탭티어 믹싱 시스템 구축



자료: 윤성애프앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 윤성애프앤씨의 생산 능력 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

1. 독보적인 기술 경쟁력

믹싱의 중요성

전체 장비 CAPEX 안에서 믹싱 장비의 비중이 높아지고 있다. 기존 2019년 기준 CAPEX 안에서 믹싱의 비중은 5%였으나 현재는 11%까지 올라온 것으로 파악된다. 전체적인 장비 효율로 인해 Gwh 당 CAPEX 규모는 작아지고 있다. 하지만 중요도에 따라 CAPEX 안에서의 비중은 상이하 다. 고도화되고 있는 배터리는 균일한 믹싱부터 시작이기에 믹싱 시스템이 중요하다.

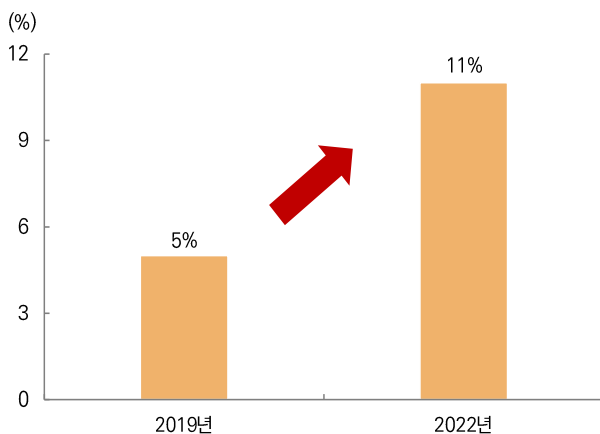
슬러리의 균질성이 배터리 성능을 정한다. 믹싱 프로세스에서 슬러리의 밀도 및 점도 제어가 잘 이루어져야 고성능 배터리가 생산되기 때문이다. 여러 셀로 이루어져 있는 배터리 팩은 가장 성능 낮은 배터리의 스펙에 맞춰지고 배터리의 성능은 집전체에 발라지는 양극 및 음극 슬러리의 균질성에 의해 결정된다. 따라서 밀도와 점도 제어를 할 수 있는 믹싱 프로세스가 중요하다.

동사는 점도 제어 슬러리 노하우를 가지고 있다. 슬러리 혼합 시 불필요한 교반은 시간이 지남에 따라 내부 구조를 악화시키고 열화시킨다. 최대 균질성과 입자의 분해 없이 성분의 완전한 혼합을 달성하는 것이 중요하다. 동사의 밀도 제어는 정확한 재료 조성 및 구성 분율이 가능하다.

고점도 슬러리는 코팅 공정에 문제를 일으키고 분산성이 좋지 않아 필름 균일성이 낮다. 코팅 두께와 층밀도의 균일성은 배터리의 수명(재충전 주기 시간)과 이온 전달 속도에 대한 제어를 보장해주는 것에 중요하다. 점도 제어도 코팅 두께와 최소 코팅 두께 편차를 달성하는 데 필수적이다.

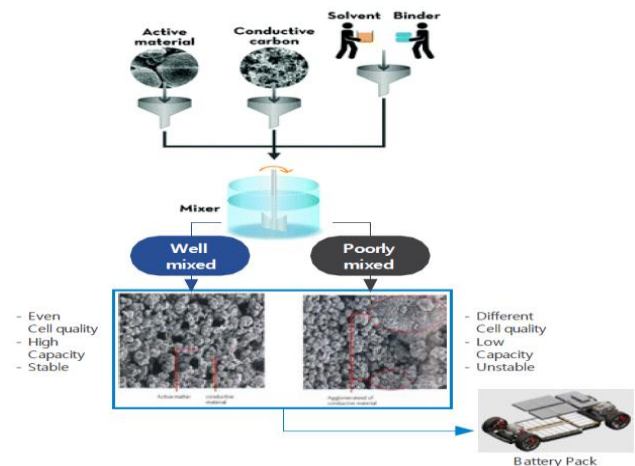
동사의 제어 기술은 중요하다. 제어가 되지 않으면 다양한 이온 전달 속도를 초래하여 예측할 수 없는 배터리 수명 시간 (및 예측할 수 없는 재충전 사이클 시간)을 초래한다. 1) 배터리 슬러리의 점도가 높을수록 방치 시 침강에 대한 내성이 더 두꺼운 전극 두께로 이어진다. 2) 점도가 높을수록 코팅 공정을 제어하기가 어려워져서 불규칙한 코팅 및 가변 층 밀도로 이어지기 때문이다

그림 23. 전체 장비 CAPEX 내에 비중 증가



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 믹싱의 중요성: 1) 셀 품질, 2) 높은 생산능력, 3) 안정성



자료: 윤성애프랜시스, 미래에셋증권 리서치센터

2. 높은 진입 장벽

섞어본 자의 여유

레퍼런스가 중요하다. 1) 시운전과 양산까지의 시간, 2) 비딩의 시점이 존재하기 때문이다. 장비의 Quality 테스트 이후 양산 채택까지의 기간이 적어도 1~2년은 걸릴 것으로 파악된다. 2) 파일럿 테스트 이후 양산 급 장비 발주까지 1~2년의 시간이 경과되기 때문이다. 전기차 OEM 업체와 셀 업체들의 비딩에서 이미 배터리 스펙이 결정된다. 미국 시장 개화로 인한 증설 사이클에서 장비가 대규모 공급되는 시기에는 레퍼런스가 존재하지 않는 업체에게 시험 물량을 주기는 굉장히 제한적인 상황이다. 따라서 현재 증설 사이클에서는 기존 공급사와 협업이 강화되는 시기이다.

이중 사업 군에서도 진입 장벽이 존재한다. 디스플레이나 반도체의 경우에는 믹싱 공정이 없기 때문에 믹싱 공정으로 진입하기가 제한적이다.

국내 믹싱 공정 선두자

업계 최초 4,000L 믹싱 시스템 발주를 했다. 기존 2,300L 믹싱 대비 믹싱 효율성이 300% 높은 수준으로 파악된다. 동사는 현재 Batch 타입에서 가장 기술력 있는 믹싱 시스템을 생산하고 있다. 배터리 셀 라인 생산(ppm 개선)이 빨라지고 있어 큰 믹서가 필수적이다.

차세대 기술인 연속성 믹서의 파일럿 라인 발주했다. 연속성 믹싱이란 기존 Batch보다 1) 공간 효율성, 2) 생산성 향상이 된다. 기존 Batch 타입은 높은 높이의 건물 설계를 필요로 하기에 공간적인 효율이 제한적이다. Batch 타입 믹싱의 경우에는 생산 이후 다음 물량의 생산하기에 준비하는 시간이 오래 걸린다. 따라서 연속적으로 슬러리를 생산할 수 있는 차세대 기술인 연속성 믹싱은 시장에서 선도적인 입지를 다질 것이다

게임 체인저인 건식 코터도 함께 국책과제로 개발 중이다. PTFE와 같은 250도 이상의 고열에 생산이 이루어지는 테프론 바인더가 아닌 70도 교온저반이 가능한 신소재로 생산하는 Dry Mixer를 개발 중이다.

표 16. 배터리 장비 기술적 방향성

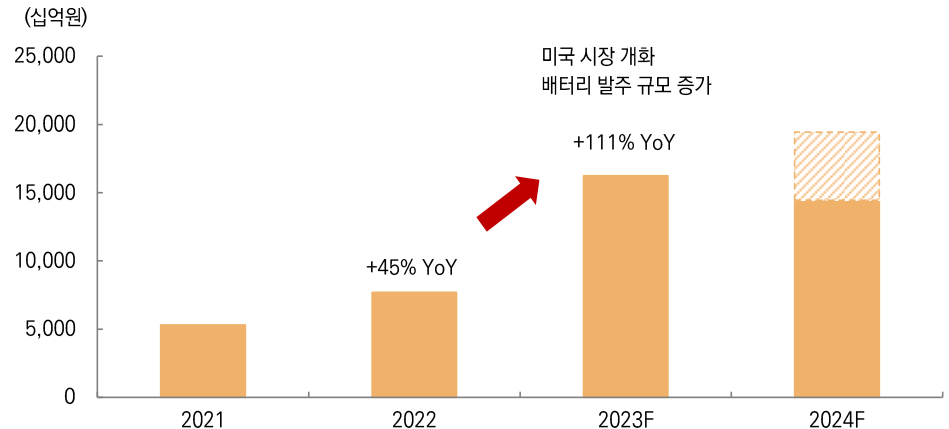
공정	세부공정	현재 양산 기술	기술 개발 방향	진입 장벽	마진
전극	믹싱	4,000L 및 양극재 특수 믹서	연속성 믹서	높음	높음
	코터	두께 6um, 폭 1,400mm, 생산 속도 100m/min 습식 코터	건식 코터	높음	높음
	압연	1.3um 두께 제어, 100m/min	1.3um 이하의 두께 제어, ppm 개선	높음	높음
	슬리팅	7bur, 100m/min	Bur 최소화, ppm 개선	보통	낮음
조립	노칭	무지부 레이저 노칭 1,000mm/s	유지부 레이저 노칭	높음	높음
	스태킹	0.5~0.6 sec/sheet 프레스 노칭 & 스태킹 인라인	0.4~0.45 sec/sheet 레이저 노칭 & 스태킹 인라인	보통	보통
	TW&PKG	12~15ppm	ppm 개선 및 부피 최소화	낮음	낮음
활성화	포메이션	고온가압 포메이션	전원부 및 SW 개발	보통	보통
	X-ray 검사 장비	2D X-ray 장비	In-line 3D CT 비파괴 장비	보통	보통
자동화	자동화 물류 시스템	이동형 80% 자동화	스마트 팩토리 100% 전체 자동화	보통	보통

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 배터리 증설 슈퍼 사이클 도래

2023년 발주 규모에서 미싱이 차지하는 비중은 11%으로 2조원 규모의 미싱 시스템 발주가 전망된다. 2023년 장비 발주 규모는 전체 333Gwh으로 추정되기 때문이다. SK온 +144Gwh(+148% YoY), LG엔솔 +140Gwh(+126% YoY), 삼성SDI +44Gwh(+38% YoY)이다. 미국 증설 이외에도 헝가리와 중국 등 기존 사이트에서 추가적인 물량들이 지속적으로 증가할 것으로 판단한다.

그림 25. 국내 셀 3사 증설 발주 규모 전망



주: Gwh 당 500억원으로 환산한 값
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 17. 2023년 국내 3사 장비 발주 스케줄 전망

기업	국가	지역	Gwh	2023년			
				1분기	2분기	3분기	4분기
LG엔솔	한국	오창	10				
	중국	난징	15				
	미국	자체 미시간	30				
	미국	미시건 (GM3)	40				
	캐나다	온타리오 (스텔란티스)	45				
SK온	미국	켄터키 (Ford)	43				
	미국	테네시 (Ford)	43				
	미국	켄터키 (Ford)	43				
	한국	서산	20				
삼성SDI	한국	서산	4				
	헝가리	괴드 2공장	16				
	캐나다	온타리오 (스텔란티스)	24				

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 18. 2023년 세부 공정별 발주 규모 전망

(십억원, %)

제품군	전극공정				조립 공정			활성화 공정			자동화 및 모듈		
전체 발주 규모	믹싱 2,046	코팅 2,251	프레스 716	슬리팅 102	N/S 2,295	N/W 900	TW/PK 2,547	포메이션 2,363	디개싱 356	IR/OCV 등 1,458	자동화 1,465	검사 936	모듈 2,401
폴리머 비중	10	11	4	1	노칭 8	스태킹 8	TW/PK 10	포메이션 14	디개싱 3	IR/OCV 등 9	자동화 8	검사 5	모듈 13
각형 비중	12	13	4	1	N&S 20		TW/PK 20	포메이션 9		IR/OCV 등 6	자동화 8	검사 5	모듈 13
원통형 비중	12	13	4	1	N&W 20		TW/PK 20	포메이션 9		IR/OCV 등 6	자동화 8	검사 5	모듈 13

주: 전체 발주 규모 추정은 Gwh 당 폴리머 500억원, 원통형 450억원, 각형 550억원으로 추정. 폴리머, 각형 및 원통형 세부 공정에 대한 Capex는 당사 추정. LG엔솔 라미 공정은 N/S에 포함
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

III. 기업 개요

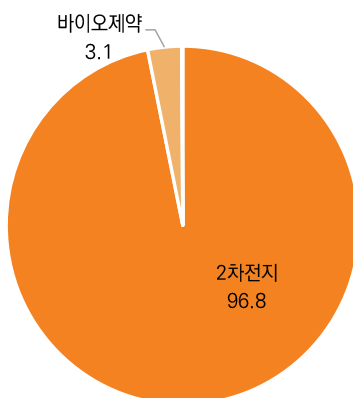
당사는 2차전지에 필요한 분체 또는 액체 형태의 원재료를 혼합하는 데 필요한 믹싱 장비와 그 시스템 판매를 주력사업으로 영위하고 있다. 이외에도 제약·바이오 및 식품제조 장비도 제조하고 있지만 매출액 비율이 10% 미만이며, 전기차, 에너지저장시스템(ESS), 스마트폰 등 2차전지의 수요 증가로 인해 2차전지 제조 등 설비 투자가 확대될 것으로 예상되어 당사는 2차전지 사업에 영업력을 집중하고 있다.

표 19. 주요 연혁

연도	월	주요 내용
1999	12	운성애프앤씨 설립
2004	10	벤처기업선정(경기지방중소기업청)
2011	05	ASME "U" Stamp 인증 획득
2011	06	CSEL(중국 압력용기 제작 인허가) 인증 획득
2012	09	KOSHA 18001 인증(한국산업안전보건공단)
2012	08	관계회사 프라임믹스운성 주식회사 설립
2014	01	특허증_인플레이스 세정 시스템 및 세정방법 (특허청)
2014	07	자체 RT Room 확보
2015	02	특허증_보냉기능을 갖는 유체 저장탱크의 제작설치 (특허청)
2016	12	특허증_하프코일 제조방법(특허청)
2018	03	특허증_2차전지용 믹서장치(특허청)
2018	05	특허증_2차전지용 슬러리 생산장치(특허청)
2018	05	특허증_고전단 분산장치(특허청)
2019	09	형가리 해외법인 설립
2020	12	대표이사 산업통상자원부장관 표창
2021	04	정부과제 선정: 중대형 배터리 연속식 슬러리 제조장치 개발
2021	08	정부과제 선정: 탄소중립형 고에너지밀도 배터리를 위한 소재/공정 혁신 솔루션개발
2022	04	미국 해외법인 설립
2022	05	한국산업기술진흥원 차세대 이차전지 상용화 지원센터 사업에 전고체전지 용 믹서 납품확정

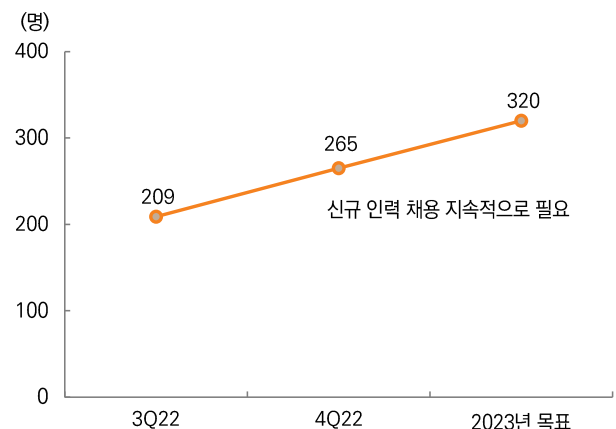
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 매출액 구성(2H22 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 인력 채용 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

동사의 제품 라인업

그림 28. PHS: 진공을 이용하여 분체를 이송하고 계량하는 시스템



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. Pre-Mixer: 바인더와 도전재를 전 단계에 혼합하는 장비



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 기존 PD-Mixer: 슬러리 제조를 위한 주요 믹서



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. Inno Mixer: 세계 최대급 믹서이며 기존 PD 대비 300% 효율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 고객사와 공동 개발된 UD Mixer는 기존 믹서보다 높은 생산성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 저장 Tank: 최종 슬러리를 보관하기 위한 제반 탱크



자료: 미래에셋증권 리서치센터

윤성애프랜씨 (372170)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	129	76	234	443
매출원가	105	63	193	368
매출총이익	24	13	41	75
판매비와관리비	5	17	8	12
조정영업이익	19	-5	32	64
영업이익	19	-5	32	64
비영업손익	-2	2	1	0
금융손익	0	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	1	0	0
세전계속사업손익	17	-3	33	64
계속사업법인세비용	3	0	6	11
계속사업이익	13	-3	27	53
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	13	-3	27	53
지배주주	13	-3	27	53
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	13	-3	27	53
지배주주	13	-3	27	53
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	20	-3	34	67
FCF	-17	-24	-2	1
EBITDA 마진율 (%)	15.5	-3.9	14.5	15.1
영업이익률 (%)	14.7	-6.6	13.7	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.1	-3.9	11.5	12.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	33	94	347	569
현금 및 현금성자산	9	1	96	109
매출채권 및 기타채권	15	26	78	148
재고자산	5	46	142	268
기타유동자산	4	21	31	44
비유동자산	52	54	57	63
관계기업투자등	1	1	4	8
유형자산	49	50	49	49
무형자산	0	0	0	0
자산총계	85	148	404	632
유동부채	35	99	234	403
매입채무 및 기타채무	16	41	127	240
단기금융부채	13	30	37	49
기타유동부채	6	28	70	114
비유동부채	21	17	17	23
장기금융부채	19	17	17	22
기타비유동부채	2	0	0	1
부채총계	56	116	252	426
지배주주지분	29	32	152	206
자본금	0	1	3	3
자본잉여금	0	7	98	98
이익잉여금	29	25	52	105
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	29	32	152	206

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	7	-21	-2	4
당기순이익	13	-3	27	53
비현금수익비용가감	6	9	8	14
유형자산감가상각비	1	2	2	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	5	7	6	11
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-22	-30	-51
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	7	-12	-48	-64
재고자산 감소(증가)	24	-41	-96	-126
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-22	24	78	103
법인세납부	-3	-4	-6	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	-2	-1	-4
유형자산처분(취득)	-24	-3	0	-3
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	0	-2	-2
기타투자활동	-2	1	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	22	16	101	17
장단기금융부채의 증가(감소)	24	15	8	17
자본의 증가(감소)	0	7	93	0
배당금의 지급	-1	-1	0	0
기타재무활동	-1	-5	0	0
현금의 증가	7	-7	95	13
기초현금	1	9	1	96
기말현금	9	1	96	109

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	-	-	10.9	6.8
P/CF (x)	-	-	8.5	5.4
P/B (x)	-	-	2.3	1.8
EV/EBITDA (x)	-	-	11.9	6.5
EPS (원)	2,244	-466	4,073	6,698
CFPS (원)	3,305	962	5,225	8,446
BPS (원)	4,874	5,158	19,076	25,773
DPS (원)	167	0	0	0
배당성향 (%)	7.4	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	8.0	-41.1	208.3	89.4
EBITDA증가율 (%)	74.8	-	-	97.2
조정영업이익증가율 (%)	83.0	-	-	97.3
EPS증가율 (%)	74.0	-	-	64.4
매출채권 회전율 (회)	3.8	4.1	4.9	4.3
재고자산 회전율 (회)	54.8	3.0	2.5	2.2
매입채무 회전율 (회)	4.2	2.4	2.5	2.2
ROA (%)	15.3	-2.5	9.6	10.3
ROE (%)	56.4	-9.5	28.9	29.9
ROIC (%)	42.3	-7.8	28.8	39.5
부채비율 (%)	190.9	357.3	165.4	207.1
유동비율 (%)	93.0	95.2	148.0	141.1
순차입금/자기자본 (%)	79.7	140.3	35.1	33.7
조정영업이익/금융비용 (x)	81.1	-7.7	42.4	67.4

자료: 윤성애프랜씨, 미래에셋증권 리서치센터

대장의 면모

매수
(유지)목표가: 76,500원
상승여력: 73.5%

박준서 park.junseo@miraeeasset.com

4Q22 Review

컨센서스 대비 높은 실적 기대

- 4분기 매출액 1,492억원(+14% YoY), 영업이익 232억원(+73% YoY). OPM 15.6%
- 컨센서스 대비 매출액 +18%, 영업이익 +12% 추정. 4Q22는 높은 환율 효과 기대
- 23년 매출액 6,883억원(+44% YoY), 영업이익 1,108억원(+46% YoY) 전망
- 2021년 전체 신규 수주액은 8,636억원. 1Q21부터 동사의 신규 수주액이 급증했으며 리드타임 2년으로 추정해도 1Q23부터는 본격적인 매출 인식이 이루어질 것으로 판단.
- 21년 초에 발주되었던 SK온의 헝가리와 염성 수주는 올해부터 매출 인식 시작.

배터리 슈퍼 사이클

미국 증설 물량 발주 본격화

- 1월 19일에 2,218억원 대규모 수주는 동사의 주요 고객사의 미국 向 발주가 시작된 것으로 전망. 규모로 보아 물량이 더 있으며 1H23에도 수주가 이루어질 것으로 판단.
- 해외 고객사들도 23년 증설 구간에 돌입. 동사의 전극 공정 장비는 탭티어 수준이며 글로벌 플레이어에 소수여서 지속적인 고객사 확장이 이루어질 것으로 판단.

R2R 동박 장비 수주도 본격화

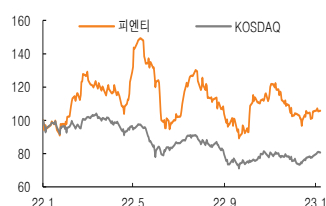
- 동박 장비도 본격적인 발주 시작. 동박 장비 1만톤 당 200~300억원의 동사의 R2R 장비 발주가 필요한 것으로 파악. 주요 고객사의 해외 증설로 매년 5만톤 발주 기대
- 명성티엔에스 올해 경영정상화. R2R 기반인 분리막 제조 장비까지도 시너지 기대

매수 의견 및 목표주가 유지

목표주가 76,500원, 매수 의견 유지

- 매출 인식 규모 증가와 수주 잔고가 동반 성장하는 구간에 진입. Top pick 유지

Key data



현재주가(23/1/30,원)	44,100	시가총액(십억원)	1,003
영업이익(21F,십억원)	54	발행주식수(백만주)	23
Consensus 영업이익(21F,십억원)	-	유동주식비율(%)	79.8
EPS 성장률(21F,%)	40.3	외국인 보유비중(%)	11.5
P/E(21F,x)	18.6	베타(12M) 일간수익률	1.27
MKT P/E(21F,x)	-	52주 최저가(원)	37,200
KOSDAQ	738.62	52주 최고가(원)	62,300

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	-3.8	11.4
상대주가	-6.4	4.6	31.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	257	321	390	378	478	688
영업이익 (십억원)	4	1	55	54	76	111
영업이익률 (%)	1.6	0.3	14.1	14.3	15.9	16.1
순이익 (십억원)	2	-2	36	53	79	100
EPS (원)	111	-113	1,679	2,355	3,487	4,382
ROE (%)	2.7	-2.6	33.6	33.5	35.2	31.9
P/E (배)	48.6	-	14.6	18.6	12.4	10.1
P/B (배)	1.2	1.6	4.0	5.2	3.7	2.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 피엔티, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 피엔티: 4Q22 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)

	신규 추정치	기존 추정치	변경률	변경 사유
매출액	149.2	136.6	9.2	1) 매출 인식 물량 소폭 증가로 추정
영업이익	23.2	20.6	12.6	
세전이익	26.1	23.0	13.5	
지배주주 순이익	22.2	17.8	24.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 피엔티: 연간 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	477.7	688.3	465.2	695.8	2.7	-1.1	1) 4분기 리드 타임 고려 23년 탑라인 소폭 하향 2) 커스터마이징 제품으로 마진은 높게 유지
영업이익	76.0	110.8	73.4	112.0	3.5	-1.1	
세전이익	95.2	120.7	95.3	113.1	-0.1	6.7	
지배주주 순이익	79.3	99.7	78.8	89.4	0.6	11.5	
영업이익률	15.9	16.1	15.8	16.1	0.1	0.0	
순이익률	19.9	17.5	20.5	16.3	-0.6	1.3	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

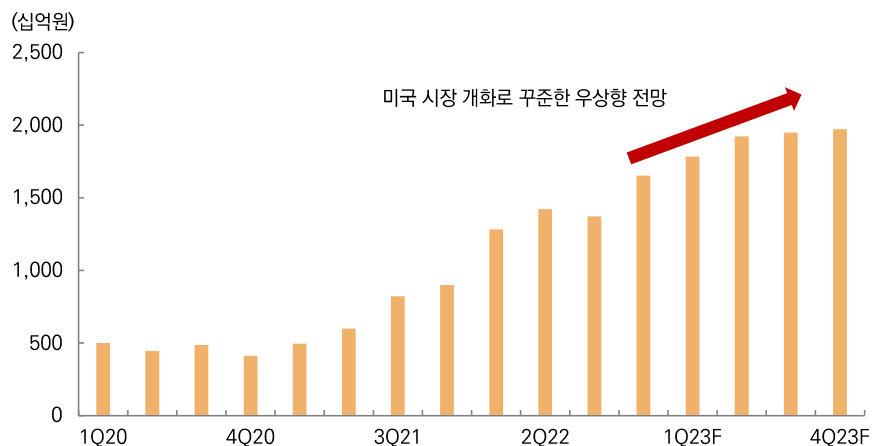
표 22. 피엔티: 분기별 매출 추정

(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	89.8	93.1	63.6	131.2	94.0	90.8	143.7	149.2	377.7	477.7	688.3
영업이익	7.0	19.0	15.0	13.5	12.6	22.5	17.6	23.2	54.4	76.0	110.8
세전이익	11.0	23.5	18.8	17.6	14.2	26.4	28.5	26.1	70.9	95.2	120.7
지배주주 순이익	8.6	18.4	14.7	11.8	10.8	21.7	24.6	22.2	53.5	79.3	99.7
영업이익률	7.8	20.4	23.6	10.3	13.4	24.8	12.3	15.6	14.4	15.9	16.1
세전이익률	12.2	25.2	29.6	13.4	15.1	29.1	19.8	17.5	18.8	19.9	17.5
순이익률	9.6	19.7	23.0	9.0	11.5	23.9	17.2	14.9	14.2	16.6	14.5
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-37.7	3.7	-31.7	106.3	-28.3	-3.4	58.2	3.8	-3.2	26.5	44.1
영업이익	-72.1	172.6	-21.1	-10.3	-6.2	78.6	-21.7	31.5	-1.6	39.6	45.9
세전이익	-23.5	114.4	-19.7	-6.6	-19.3	86.0	7.9	-8.4	62.0	34.4	26.7
지배주주 순이익	-29.8	113.3	-20.3	-19.4	-8.7	101.0	13.7	-10.1	50.3	48.3	25.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 2023년 매출과 영업이익 동반 성장하는 구간 진입



자료: 미래에셋증권 리서치센터

피엔티 (137400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	390	378	478	688
매출원가	316	294	364	520
매출총이익	74	84	114	168
판매비와관리비	18	29	38	58
조정영업이익	55	54	76	111
영업이익	55	54	76	111
비영업손익	-11	17	19	10
금융손익	-2	-1	-1	0
관계기업등 투자손익	0	0	-1	0
세전계속사업손익	44	71	95	121
계속사업법인세비용	9	18	16	22
계속사업이익	34	53	79	99
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	53	79	99
지배주주	36	53	79	100
비지배주주	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	34	54	80	99
지배주주	35	55	81	100
비지배주주	-1	-1	-1	-1
EBITDA	59	58	79	115
FCF	15	17	52	57
EBITDA 마진율 (%)	15.1	15.3	16.5	16.7
영업이익률 (%)	14.1	14.3	15.9	16.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.2	14.0	16.5	14.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	295	437	560	915
현금 및 현금성자산	15	31	96	251
매출채권 및 기타채권	49	61	69	100
재고자산	188	290	330	475
기타유동자산	43	55	65	89
비유동자산	140	139	165	166
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	83	102	138	139
무형자산	3	3	4	4
자산총계	435	576	725	1,082
유동부채	278	363	422	583
매입채무 및 기타채무	60	71	81	117
단기금융부채	28	25	38	30
기타유동부채	190	267	303	436
비유동부채	33	36	48	148
장기금융부채	32	35	47	147
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	311	399	470	732
지배주주지분	133	187	264	360
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	54	56	56	56
이익잉여금	72	124	200	296
비지배주주지분	-8	-9	-9	-10
자본총계	125	178	255	350

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	27	42	94	62
당기순이익	34	53	79	99
비현금수익비용가감	9	5	0	16
유형자산감가상각비	3	4	3	4
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	6	1	-3	12
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	-22	-23	30	-30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-10	-34	-30
재고자산 감소(증가)	85	-93	-38	-145
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-110	22	8	34
법인세납부	-3	-9	-26	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	-9	-24	-53	4
유형자산처분(취득)	-10	-25	-42	-5
무형자산감소(증가)	0	0	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	-1
기타투자활동	1	1	-10	10
재무활동으로 인한 현금흐름	-7	-2	20	88
장단기금융부채의 증가(감소)	-25	0	25	92
자본의 증가(감소)	20	1	0	0
배당금의 지급	0	-2	-3	-3
기타재무활동	-2	-1	-2	-1
현금의 증가	10	16	65	155
기초현금	4	15	31	96
기말현금	15	31	96	251

자료: 피엔티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	14.6	18.6	12.4	10.1
P/CF (x)	11.8	17.2	12.5	8.7
P/B (x)	4.0	5.2	3.7	2.8
EV/EBITDA (x)	9.9	17.5	12.0	7.9
EPS (원)	1,679	2,355	3,487	4,382
CFPS (원)	2,068	2,548	3,469	5,048
BPS (원)	6,087	8,380	11,787	16,023
DPS (원)	100	150	150	150
배당성향 (%)	6.4	6.3	4.2	3.4
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	21.4	-3.2	26.5	44.1
EBITDA증가율 (%)	1,082.8	-1.0	36.8	44.5
조정영업이익증가율 (%)	3,642.1	-1.6	39.6	45.9
EPS증가율 (%)	-	40.3	48.0	25.7
매출채권 회전율 (회)	8.5	6.9	7.4	8.2
재고자산 회전율 (회)	1.7	1.6	1.5	1.7
매입채무 회전율 (회)	2.9	4.8	5.0	5.5
ROA (%)	7.4	10.4	12.1	11.0
ROE (%)	33.6	33.5	35.2	31.9
ROIC (%)	34.1	28.8	31.9	39.5
부채비율 (%)	248.6	224.3	184.7	208.8
유동비율 (%)	106.3	120.5	132.5	156.9
순차입금/자기자본 (%)	35.0	15.5	-7.9	-24.0
조정영업이익/금융비용 (x)	30.9	38.3	34.0	23.5

전방 산업 수혜 지속

매수
(유지)목표가: 12,800원 ▼
상승여력: 27.0%

박준서 park.junseo@miraeeasset.com

4Q22 Preview

4분기 매출액과 영업이익 하향 조정

- 4Q22 매출액 684억(+193% QoQ), 영업이익 14억원 (흑전 QoQ) 전망
- 기존 4분기 매출액과 영업이익 각각 -9%, +26% 조정. 매출 지연과 환율 효과 반영
- 2023년 매출액 2,114억원(+43% YoY), 영업이익 244억원(+83% YoY) 전망
- 리드타임 1년 6개월을 감안하면 본격적인 매출 성장은 2H22부터 시작될 것으로 판단

투자포인트

국내 메이저 업체 向 높은 전극 공정 M/S 유지

- 동사의 LOI는 GM2 테네시 35Gwh, GM3 미시간 40Gwh, 자체 미시간 30Gwh. 향후 스탈란티스 40Gwh, 혼다 40Gwh, 튀르키예 30~45Gwh 추정
- 다른 고객사도 헝가리 및 캐나다에 본격적인 라인 발주가 올해 이루어질 것으로 추정

SFA에 피인수. 향후 대규모 턴키 역량에 대한 시너지 확보

- SFA가 씨아이에스 지분 26%(1,723억원)를 인수하면서 최대 주주 등극. SFA는 기존 2차전지에서 후공정과 자동화 공정 사업을 영위. CIS를 인수하면서 막싱 제외 소 공정 턴키 역량을 확보. 동사도 모회사와 함께 해외 신규 업체들의 발주를 받는 시너지 기대

투자의견

목표주가 하향 조정 및 매수 의견 유지

- 목표주가 12,800원(기존 17,400원)으로 하향 조정. 기존 23년 Target P/E 50배 적용. 올해 초부터 매각 이슈로 인해 주가는 높은 변동성을 겪었으나 해소 이후 안정적인 궤도에 안착
- 글로벌 전극 공정 업체 23년 평균 P/E 13.6배 대비 여전히 프리미엄 구간이나 동사의 자회사 CIS솔리드 전고체 장비와 소재 개발 기대와 건식 코터 양산 라인 개발의 가능성 이라고 판단하여 매수의견 유지

Key data



현재주가(23/1/30,원)	10,080	시가총액(십억원)	623
영업이익(21F,십억원)	16	발행주식수(백만주)	62
Consensus 영업이익(21F,십억원)	-	유동주식비율(%)	77.3
EPS 성장률(21F,%)	-	외국인 보유비중(%)	7.0
P/E(21F,x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.05
MKT P/E(21F,x)	-	52주 최저가(원)	9,000
KOSDAQ	738.62	52주 최고가(원)	17,350

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.0	-31.0	-31.9
상대주가	3.0	-24.9	-19.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	44	101	118	133	133	211
영업이익 (십억원)	-12	15	14	16	16	24
영업이익률 (%)	-27.3	14.9	11.9	12.0	12.0	11.4
순이익 (십억원)	-8	11	-4	-25	9	16
EPS (원)	-156	209	-78	-422	145	256
ROE (%)	-19.9	25.6	-7.7	-21.6	7.6	12.1
P/E (배)	-	12.6	-	-	62.0	39.4
P/B (배)	3.2	2.8	8.4	7.8	4.5	4.5
배당수익률 (%)	0.0	101	118	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 2019년과 2020년은 별도 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 씨아이에스, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 씨아이에스: 4Q22 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)

	신규 추정치	기존 추정치	변경률	변경 사유
매출액	68.4	74.9	-8.6	1) 매출은 지연되나 4Q22 환율 효과
영업이익	6.1	4.8	26.5	
세전이익	8.1	1.4	461.0	
지배주주 순이익	7.8	1.2	560.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 씨아이에스: 연간 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)

	변경후		변경전		변경률		변경 사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	147.8	211.4	154.3	211.4	-4.2	0.0	
영업이익	13.4	24.4	9.1	19.4	46.8	25.8	
세전이익	21.9	26.4	7.3	15.0	200.0	76.0	
지배주주 순이익	18.1	23.9	6.2	11.7	191.9	104.3	
영업이익률	9.0	11.5	5.9	9.2	3.1	2.4	
순이익률	14.8	12.5	4.7	7.1	10.1	5.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 씨아이에스: 분기별 매출 추정

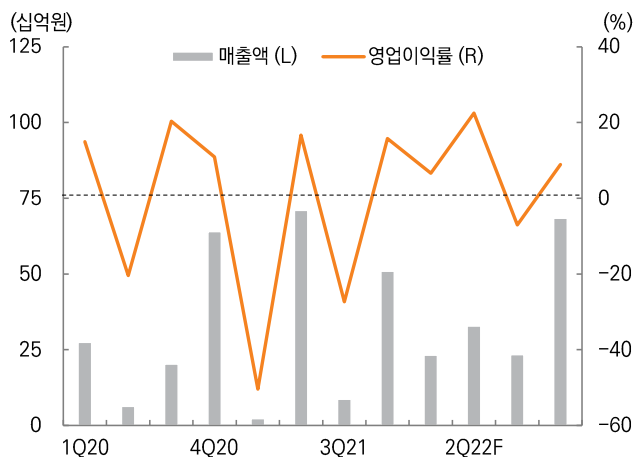
(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	2.2	71.0	8.6	50.9	23.2	32.8	23.4	68.4	132.7	147.8	211.4
영업이익	-1.1	11.8	-2.4	8.0	1.5	7.4	-1.6	6.1	16.3	13.4	24.4
세전이익	0.0	5.5	-2.5	-26.4	1.3	11.7	0.8	8.1	-23.4	21.9	26.4
지배주주 순이익	0.0	4.4	-2.0	-26.6	1.2	8.7	0.4	7.8	-24.2	18.1	23.9
영업이익률	-50.4	16.7	-27.3	15.7	6.6	22.5	-7.0	8.9	12.3	9.0	11.5
세전이익률	0.0	7.7	-29.0	-51.9	5.6	35.6	3.4	11.8	-17.6	14.8	12.5
순이익률	0.0	6.2	-23.2	-52.3	5.2	26.5	1.7	11.4	-18.2	12.2	11.3
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-96.5	3,069.1	-87.9	490.0	-54.3	41.3	-28.8	192.7	12.4	11.4	43.0
영업이익	적전	흑전	적전	흑전	-80.9	382.4	적전	흑전	17.5	-18.3	82.6
세전이익	흑전	흑전	적전	적지	흑전	800.0	-93.2	912.5	적지	흑전	20.5
지배주주 순이익	흑전	흑전	적전	적지	흑전	625.0	-95.4	1,850.0	적전	흑전	32.0

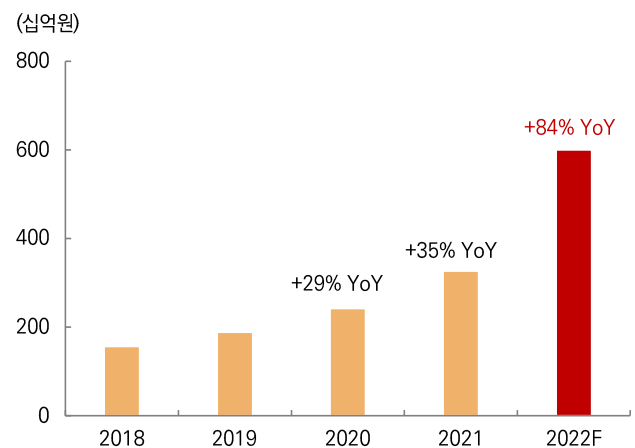
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 씨아이에스: 매출액 및 영업이익률 추이

그림 36. 씨아이에스: 수주 잔고 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 씨아이에스: Valuation Table

비고		
2023F EPS (원)	256	
Target P/E (x)	50.0	기존 Target P/E (건설 코터에 양산 장비에 대한 기대, 씨아이에스 전고체 장비 및 소재 개발 기대)
목표주가 (원)	12,800	
현재주가 (원)	10,080	
상승여력 (%)	27.0	

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 전극 공정 업체 Peer Table

(십억원, %, 배)

기업	티커	시가총액	매출액			영업이익			순이익			ROE			PER			PBR		
			21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
티에스아이	277880 KS	177	67	152	229	0	7	24	1	9	17	3.0	20.5	27.9	164.3	18.7	10.8	4.7	3.5	2.6
피엔티	137400 KS	1,003	378	378	455	619	54	73	103	53	70	84.6	34.8	33.2	27.9	12.5	14.1	11.8	3.5	3.9
리드치이나	300450 CH	13,233	1,783	2,925	4,236	289	533	793	282	490	732	23.3	24.2	28.1	32.3	27.0	18.2	7.0	6.3	5.0
잉허커지	300457 CH	2,337	924	1,680	2,156	40	119	200	55	102	176	9.0	9.3	13.9	25.9	23.0	13.3	2.3	2.1	1.8
푸타이라이	603659 CH	14,003	1,598	2,913	4,016	359	671	921	311	570	758	24.7	25.0	24.2	30.7	24.4	16.7	6.1	5.8	4.6
히라노	6245 JP	333	393	403	444	41	33	43	32	25	31	6.4	7.2	-	15.7	13.3	10.5	1.0	-	-
도레이	3402 JP	12,254	23,157	24,642	25,901	1,045	1,259	1,410	875	940	1,047	5.7	6.8	7.2	15.5	13.1	11.8	0.8	0.8	0.8
평균												22.1	18.3	20.6	40.8	12.3	13.6	8.1	4.2	3.4

자료: Quantivise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

씨아이에스 (222080)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	118	133	133	211
매출원가	97	102	102	145
매출총이익	21	31	31	66
판매비와관리비	7	14	14	42
조정영업이익	14	16	16	24
영업이익	14	16	16	24
비영업손익	-18	-40	-7	-5
금융손익	-1	-4	-8	-7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-4	-24	9	19
계속사업법인세비용	0	1	0	3
계속사업이익	-4	-25	9	16
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-4	-25	9	16
지배주주	-4	-25	9	16
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-4	-25	9	16
지배주주	-4	-25	9	16
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	15	17	17	25
FCF	27	-66	10	-9
EBITDA 마진율 (%)	12.7	12.8	12.8	11.8
영업이익률 (%)	11.9	12.0	12.0	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.4	-18.8	6.8	7.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	190	236	243	328
현금 및 현금성자산	74	63	70	52
매출채권 및 기타채권	4	13	13	21
재고자산	86	111	111	176
기타유동자산	26	49	49	79
비유동자산	44	83	82	83
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	37	72	71	70
무형자산	1	1	1	1
자산총계	234	319	325	411
유동부채	130	122	119	186
매입채무 및 기타채무	8	20	20	32
단기금융부채	10	8	5	5
기타유동부채	112	94	94	149
비유동부채	40	81	81	83
장기금융부채	38	78	78	78
기타비유동부채	2	3	3	5
부채총계	169	203	200	269
지배주주지분	64	114	123	139
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	38	110	110	110
이익잉여금	21	-4	5	20
비지배주주지분	0	2	2	2
자본총계	64	116	125	141

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	41	-31	10	-9
당기순이익	-4	-25	9	16
비현금수익비용가감	20	48	8	11
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	19	47	7	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	26	-52	0	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6	-9	0	-8
재고자산 감소(증가)	12	-25	0	-66
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	11	0	10
법인세납부	-1	-2	0	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	-14	-52	0	-8
유형자산처분(취득)	-14	-35	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-14	0	-8
기타투자활동	0	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	30	71	-3	0
장단기금융부채의 증가(감소)	28	86	-3	0
자본의 증가(감소)	19	116	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-17	-131	0	0
현금의 증가	55	-12	7	-17
기초현금	19	74	63	70
기말현금	74	63	70	52

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	-	-	62.0	39.4
P/CF (x)	34.5	35.5	32.4	23.0
P/B (x)	8.4	7.8	4.5	4.5
EV/EBITDA (x)	35.2	52.3	32.7	25.4
EPS (원)	-78	-422	145	256
CFPS (원)	273	405	278	438
BPS (원)	1,121	1,854	1,986	2,242
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	17.4	-	0.0	59.3
EBITDA증가율 (%)	-8.5	-	-0.2	46.5
조정영업이익증가율 (%)	-9.6	-	0.0	48.9
EPS증가율 (%)	-	-	-	76.3
매출채권 회전율 (회)	19.4	10.4	10.4	12.8
재고자산 회전율 (회)	1.3	1.2	1.2	1.5
매입채무 회전율 (회)	17.1	5.9	5.9	6.4
ROA (%)	-2.2	-7.7	2.8	4.3
ROE (%)	-7.7	-21.6	7.6	12.1
ROIC (%)	35.2	14.1	13.8	15.2
부채비율 (%)	262.8	174.6	159.9	191.0
유동비율 (%)	146.3	194.3	204.6	176.0
순차입금/자기자본 (%)	-41.6	8.8	0.4	7.7
조정영업이익/금융비용 (x)	13.0	4.0	2.1	3.1

자료: 씨아이에스, 미래에셋증권 리서치센터

성장 하나 기술한다

매수
(유지)목표가: 74,800원
상승여력: 31.9%

박준서 park.junseo@miraeeasset.com

4Q22 Preview
& 2023년 전망

22년은 기저. 23년은 어나더성장

- 4Q22 매출액 435억(+72% QoQ), 영업이익 21억원 (흑전 QoQ) 전망
- 기존 4분기 매출액 각각 +30% 하향, -34% 하향 조정. 해외 向 매출 인식 지연 요인
- 2022년 매출액 2,884억원(+% YoY), 영업이익 335억원(+% YoY) 전망
- 해외 비중 증가. 해외 고객사들의 매출 인식은 영업이익은 개선될 것으로 전망

투자포인트

2023년 신규 수주액 7,000억원 이상 전망

- 플레이어 올해 발주 시작. 추정 규모는 1조원 이상. 여러 번에 걸쳐 발주될 것으로 전망
- 최근 플레이어는 미국 진출까지 발표한 상황. 유럽 이후 추가적인 발주 모멘텀도 존재
- 턴키 역량 및 높은 Capa는 해외 고객사에게는 매력적. 신규 업체들의 거래가 늘어날 것
- 국내 셀 3사에게도 꾸준히 개별 장비 납품. 올해부터는 규모가 커질 것으로 예상

기술적 해자

- 코시티비 100% 지분 인수. 공정 제어 자동화 솔루션으로 MES 연동 소프트웨어 제공
향후 배터리 장비 HW와 SW를 접목시켜 고객사에게 제공함으로써 락인 효과가 기대
- UTG Glass 장비: 유럽 고객사와 테스트. 전장 쪽 장비의 수요가 증가할 것으로 판단
- 폐배터리 장비: 다양한 셀 폼팩터를 완전 방전시키는 기술 개발 및 양산 발주 완료.
폐배터리 성능 검사 장비와 함께 시장 확대 수혜가 가시화될 것으로 예상

매수 의견 및 목표주가 유지

목표주가 74,800원, 매수 의견 유지

- 수주 잔고의 높은 성장성. 글로벌 활성화 공정 23년 평균 P/E 18배 대비 저평가.

Key data



현재주가(23/1/30,원)	56,700	시가총액(십억원)	424
영업이익(21F,십억원)	-5	발행주식수(백만주)	7
Consensus 영업이익(21F,십억원)	-	유동주식비율(%)	65.8
EPS 성장률(21F,%)	-	외국인 보유비중(%)	0.8
P/E(21F,x)	-	베타(12M) 일간수익률	0.64
MKT P/E(21F,x)	-	52주 최저가(원)	50,100
KOSDAQ	738.62	52주 최고가(원)	79,700

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.8	1.6	-12.1
상대주가	-3.6	10.6	3.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	86	59	88	113	112	288
영업이익 (십억원)	5	6	-5	-5	7	31
영업이익률 (%)	5.8	10.2	-5.7	-4.4	6.3	10.8
순이익 (십억원)	3	4	-30	-3	8	28
EPS (원)	565	870	-5,724	-389	1,124	3,806
ROE (%)	36.1	36.6	-87.4	-4.7	11.5	31.0
P/E (배)	-	-	-	-	48.1	14.9
P/B (배)	-	-	9.6	5.5	5.2	4.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 하나기술, 미래에셋증권 리서치센터

표	28.	하나기술:	4Q22	실적	추정치	변경
(십억원, %, %p)						
	신규 추정치	기존 추정치	변경률	변경 사유		
매출액	43.5	86.8	-49.9	1) 해외 업체 向 매출 인식 지연		
영업이익	3.0	5.5	-46.2			
세전이익	4.0	5.4	-25.9			
지배주주 순이익	3.4	4.4	-22.7			

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 하나기술: 연간 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	112.1	288.4	171.9	308.6	-34.8	-6.5	1) 해외 업체 매출 지연 요인 2) 마진은 소폭 개선
영업이익	6.7	31.1	9.5	33.9	-29.1	-8.1	
세전이익	7.8	33.0	8.3	32.4	-6.0	1.9	
지배주주 순이익	8.4	28.0	6.1	26.7	37.7	4.9	
영업이익률	6.0	10.8	5.5	11.0	-0.5	0.2	
순이익률	7.0	11.4	4.8	10.5	-2.1	-0.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 하나기술: 분기별 매출 추정

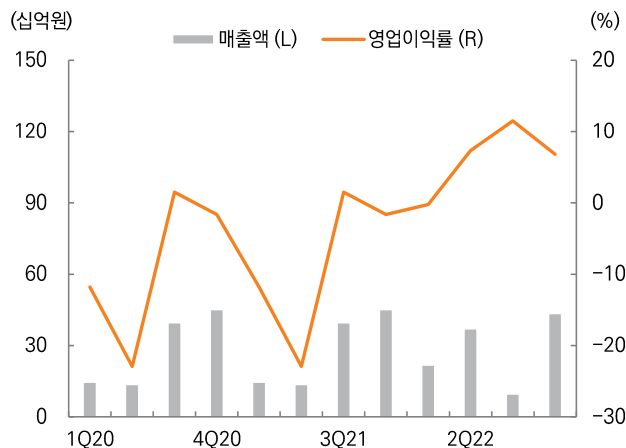
(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	14.7	13.6	39.6	45.1	21.8	37.1	9.7	43.5	14.7	13.6	39.6
영업이익	-1.7	-3.1	0.6	-0.7	-0.1	2.7	1.1	3.0	-1.7	-3.1	0.6
세전이익	-1.0	-3.2	1.2	-1.0	-0.1	1.3	2.6	4.0	-1.0	-3.2	1.2
지배주주 순이익	0.6	-3.0	1.0	-1.4	0.9	1.8	2.3	3.4	0.6	-3.0	1.0
영업이익률	-11.8	-22.9	1.5	-1.6	-0.2	7.3	11.5	6.8	-11.8	-22.9	1.5
세전이익률	-6.8	-23.5	3.0	-2.2	-0.5	3.5	26.9	9.2	-6.8	-23.5	3.0
순이익률	4.1	-22.0	2.5	-3.1	4.1	4.9	23.8	7.8	4.1	-22.0	2.5
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-67.5	-6.9	190.4	13.9	-51.6	69.7	-73.9	350.3	-67.5	-6.9	190.4
영업이익	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	-59.2	166.5	적지	적지	흑전
세전이익	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	100.0	53.8	적전	적지	흑전
지배주주 순이익	흑전	적전	흑전	적전	흑전	100.0	27.8	47.8	흑전	적전	흑전

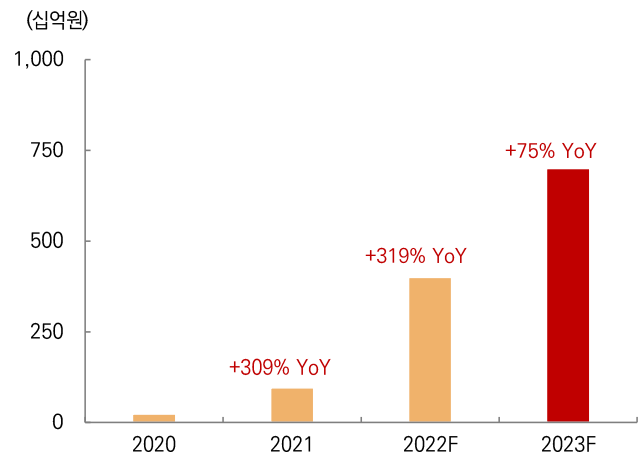
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 하나기술: 매출액 및 영업이익률 추이

그림 38. 하나기술: 수주 잔고 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

하나기술 (299030)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	88	113	112	288
매출원가	85	107	84	217
매출총이익	3	6	28	71
판매비와관리비	8	11	21	41
조정영업이익	-5	-5	7	31
영업이익	-5	-5	7	31
비영업손익	-27	1	1	2
금융손익	-1	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-32	-4	8	33
계속사업법인세비용	-2	-1	-1	5
계속사업이익	-30	-3	8	28
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-30	-3	8	28
지배주주	-30	-3	8	28
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-33	1	8	28
지배주주	-33	1	8	28
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-3	-3	9	33
FCF	-14	-25	-44	-22
EBITDA 마진율 (%)	-3.4	-2.7	8.0	11.5
영업이익률 (%)	-5.7	-4.4	6.3	10.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-34.1	-2.7	7.1	9.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	68	129	120	197
현금 및 현금성자산	34	61	54	26
매출채권 및 기타채권	6	32	31	79
재고자산	7	24	23	59
기타유동자산	21	12	12	33
비유동자산	51	60	117	120
관계기업투자등	1	2	2	5
유형자산	46	53	109	107
무형자산	1	2	2	2
자산총계	119	189	237	317
유동부채	47	73	80	131
매입채무 및 기타채무	9	21	20	51
단기금융부채	30	38	46	43
기타유동부채	8	14	14	37
비유동부채	19	48	80	80
장기금융부채	19	48	80	80
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	66	121	160	211
지배주주지분	53	68	78	106
자본금	2	4	4	4
자본잉여금	69	81	78	78
이익잉여금	-21	-23	-11	18
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	53	68	78	106

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	-12	-23	13	-22
당기순이익	-30	-3	8	28
비현금수익비용가감	29	3	3	5
유형자산감가상각비	1	1	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	28	2	1	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	-9	-22	3	-51
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-25	2	-48
재고자산 감소(증가)	9	-17	1	-36
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	11	0	27
법인세납부	0	0	-1	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	3	2	-58	0
유형자산처분(취득)	-2	-2	-57	0
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	5	0	0	-2
기타투자활동	0	5	-1	2
재무활동으로 인한 현금흐름	29	48	36	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	-14	36	40	-2
자본의 증가(감소)	69	13	-3	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-26	-1	-1	0
현금의 증가	20	27	-7	-27
기초현금	14	34	61	54
기말현금	34	61	54	26

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	-	-	48.1	14.9
P/CF (x)	-	-	36.4	12.7
P/B (x)	9.6	5.5	5.2	4.0
EV/EBITDA (x)	-	-	52.6	15.6
EPS (원)	-5,724	-389	1,124	3,806
CFPS (원)	-229	-47	1,487	4,466
BPS (원)	7,451	9,243	10,479	14,285
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	48.5	28.3	-0.8	157.3
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	268.7
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	365.7
EPS증가율 (%)	-	-	-	238.6
매출채권 회전율 (회)	16.5	6.0	3.6	5.2
재고자산 회전율 (회)	7.9	7.4	4.8	7.0
매입채무 회전율 (회)	8.9	8.3	4.7	6.9
ROA (%)	-27.6	-1.9	3.9	10.3
ROE (%)	-87.4	-4.7	11.5	31.0
ROIC (%)	-6.6	-4.5	5.0	15.2
부채비율 (%)	123.3	176.8	205.7	198.8
유동비율 (%)	145.2	176.7	150.5	150.5
순차입금/자기자본 (%)	28.4	36.3	92.3	91.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-3.8	-3.3	0.0	0.0

자료: 하나기술, 미래에셋증권 리서치센터

질적 성장의 원년

매수
(유지)목표가: 32,400원
상승여력: 32.2%

박준서 park.junseo@miraeeasset.com

4Q22 Preview
& 2023년 전망

4분기 매출액 및 영업이익 하향 조정. 내년은 질적 성장 기대

- 4Q22 매출액 402억(+7% YoY), 영업이익 6억원 (-83% YoY), OPM 2.4% 전망
- 일부 원자재 수급 문제에 따른 납기 일정 및 매출 인식 시점 지연 반영
- 23년 매출액 2,843억원 (+111% YoY), 영업이익 318억원(+238% YoY) 전망
- 수익성 회복에 초점. 기술력과 설계 노하우 기반 국내외 질적 성장이 기대

투자포인트

자동화 물류 시스템 수요 증가

- 자동화의 중요성 부각. LG엔솔은 스마트 팩토리를 도입해 노동집약도를 지금보다 75% 낮추고, 최종 수율을 +5%p 올려 90% 중후반까지 높이겠다는 계획을 발표
- 현재 이동식 80% → 이동식 100%까지 동사의 자동화 물류 시스템 수요 증가 전망
- 동사의 고객사는 미국 시장의 개화로 2023년 본격적인 발주가 시작될 것으로 기대
- 고부가 가치 자동화 시스템 발주로 질적 성장에 초점. 동사는 이동식 100%까지 끌어올리기 위한 대면적 자동화 물류 시스템에 노하우를 지니고 있음

자회사 탐머티리얼, 시스템 엔지니어링 사업과의 시너지

- 본격적인 해외 물량 수주 증가. 자회사의 시스템 엔지니어링 기반 영업 활동에 코원테크 자동화 설비 수주까지 이어지는 시너지 부각. 자회사는 공정 설계 서비스 사업 영위
- 코원테크는 갑진 지분을 8% 보유. 활성화 공정을 영위하고 있는 갑진과 컨소시엄 구성으로 향후 해외 쪽 수주 받을 물량 기대. 해외 비중 증가 시 마진 개선.

수주 잔고는 매년 상승

목표주가 32,700원 및 매수 의견 유지

- 매출액과 영업이익 동반 성장 구간. 자회사와 컨소시엄 기반 해외 쪽 수주 기대감 존재

Key data



현재주가(23/1/30,원)	24,500	시가총액(십억원)	239
영업이익(21F,십억원)	7	발행주식수(백만주)	10
Consensus 영업이익(21F,십억원)	-	유동주식비율(%)	73.4
EPS 성장률(21F,%)	119.2	외국인 보유비중(%)	2.2
P/E(21F,x)	54.5	베타(12M) 일간수익률	1.08
MKT P/E(21F,x)	-	52주 최저가(원)	22,341
KOSDAQ	738.62	52주 최고가(원)	31,784

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.5	-4.1	-14.5
상대주가	-2.0	4.3	1.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	0	91	45	106	195	284
영업이익 (십억원)	0	21	1	7	9	32
영업이익률 (%)	-	23.1	2.2	6.6	4.6	11.3
순이익 (십억원)	0	17	3	6	5	12
EPS (원)	0	1,973	254	556	471	1,197
ROE (%)	0.0	16.6	2.5	5.5	4.4	10.6
P/E (배)	-	11.8	87.8	54.5	48.9	20.5
P/B (배)	-	2.2	2.1	2.7	2.0	1.9
배당수익률 (%)	-	1.8	0.8	0.3	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코원테크, 미래에셋증권 리서치센터

표	31.	코원테크:	4Q22	실적	추정치	변경
(십억원, %, %p)						
	신규 추정치	기존 추정치	변경률	변경 사유		
매출액	40.5	68.3	-40.8	1) 일부 원자재 수급 문제에 따른 납기 일정 및 매출 인식 시점 지연 반영		
영업이익	2.5	5.3	-52.5			
세전이익	3.3	5.4	-38.7			
지배주주 순이익	1.0	2.7	-63.1			

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 코원테크: 연간 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)

	변경후		변경전		변경률		변경 사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	195.4	284.3	224.3	305.0	-12.9	-6.8	1) 실적 성장 기반 발주로 탑라인은 빠지나 전체적인 마진 개선
영업이익	9.4	31.8	16.6	26.5	-43.1	20.0	
세전이익	11.0	28.1	17.3	25.9	-36.4	8.6	
지배주주 순이익	5.0	12.0	9.0	15.2	-44.4	-20.9	
영업이익률	4.8	11.2	7.4	8.7	-2.6	2.5	
순이익률	5.6	9.9	7.7	8.5	-2.1	1.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

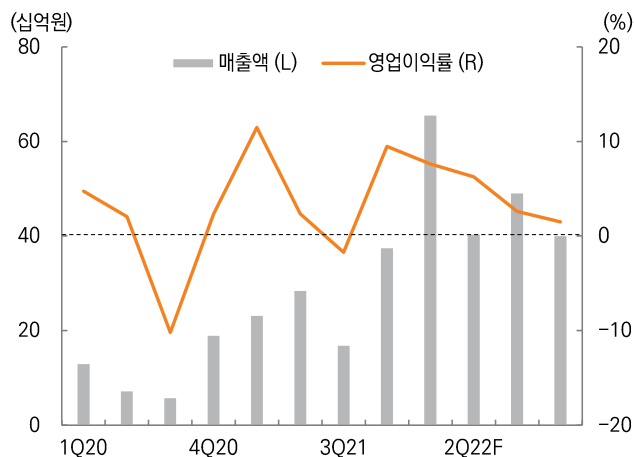
표 33. 코원테크: 분기별 매출 추정

(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	23.3	28.6	16.9	37.6	65.6	40.5	49.2	40.2	106.4	195.4	284.3
영업이익	2.7	0.7	-0.3	3.6	5.0	2.5	1.3	0.6	6.6	9.4	31.8
세전이익	3.6	1.0	1.9	2.0	5.5	3.3	2.0	0.2	8.5	11.0	28.1
지배주주 순이익	3.0	0.0	1.0	1.0	3.0	1.0	1.0	0.0	5.0	12.0	12.0
영업이익률	11.5	2.3	-1.7	9.5	7.6	6.3	2.6	1.5	6.2	4.8	11.2
세전이익률	15.5	3.5	11.2	5.3	8.4	8.2	4.1	0.5	8.0	5.6	9.9
순이익률	12.9	0.0	5.9	2.7	4.6	2.5	2.0	0.0	4.7	6.1	4.2
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	21.9	22.8	-40.7	122.0	74.6	-38.4	21.5	-18.3	134.5	83.7	45.5
영업이익	493.3	-74.9	적전	흑전	40.7	-49.5	-49.4	-52.9	966.1	42.5	237.9
세전이익	3,500.0	-72.2	90.0	5.3	175.0	-40.0	-39.4	-90.0	325.0	29.4	155.5
지배주주 순이익	흑전	흑전	흑전	0.0	200.0	-66.7	0.0	흑전	150.0	140.0	0.0

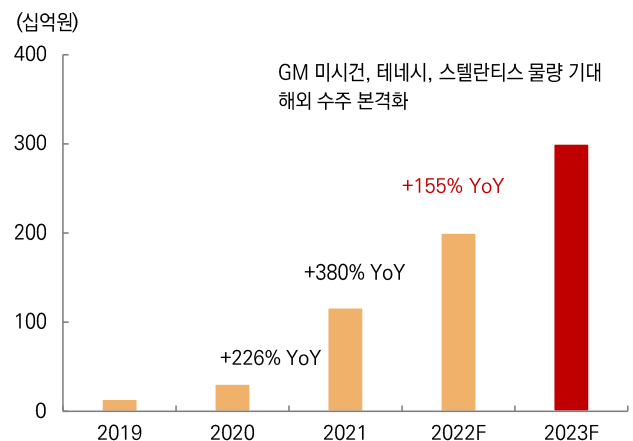
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 코원테크: 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 코원테크: 수주 잔고 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

코원테크 (282880)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	45	106	195	284
매출원가	36	87	166	235
매출총이익	9	19	29	49
판매비와관리비	9	13	21	17
조정영업이익	1	7	9	32
영업이익	1	7	9	32
비영업손익	1	1	2	-4
금융손익	1	0	-2	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	8	11	28
계속사업법인세비용	-1	1	2	4
계속사업이익	3	7	10	24
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	7	10	24
지배주주	3	6	5	12
비지배주주	0	2	5	12
총포괄이익	2	7	10	24
지배주주	2	6	5	12
비지배주주	0	2	5	12
EBITDA	1	9	12	35
FCF	-1	-10	-8	10
EBITDA 마진율 (%)	2.2	8.5	6.2	12.3
영업이익률 (%)	2.2	6.6	4.6	11.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.7	5.7	2.6	4.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	90	120	149	183
현금 및 현금성자산	19	42	44	42
매출채권 및 기타채권	17	35	38	55
재고자산	8	11	12	18
기타유동자산	46	32	55	68
비유동자산	38	66	90	89
관계기업투자등	0	2	3	4
유형자산	29	43	61	59
무형자산	1	16	16	15
자산총계	127	186	239	272
유동부채	28	54	68	78
매입채무 및 기타채무	4	8	9	13
단기금융부채	17	29	41	38
기타유동부채	7	17	18	27
비유동부채	0	14	44	44
장기금융부채	0	14	43	43
기타비유동부채	0	0	1	1
부채총계	28	68	111	122
지배주주지분	99	104	108	119
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	70	71	71	71
이익잉여금	32	35	39	50
비지배주주지분	0	14	19	32
자본총계	99	118	127	151

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	5	0	12	10
당기순이익	3	7	10	24
비현금수익비용가감	2	4	6	11
유형자산감가상각비	1	1	2	2
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	1	2	3	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	2	-12	-1	-18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	12	-16	2	-16
재고자산 감소(증가)	-10	-3	0	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4	9	-4	3
법인세납부	-2	0	0	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-12	2	-48	-7
유형자산처분(취득)	-5	-9	-20	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-16	17	-1	-6
기타투자활동	10	-6	-27	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	10	21	36	-3
장단기금융부채의 증가(감소)	17	26	41	-2
자본의 증가(감소)	0	1	0	0
배당금의 지급	-4	-2	-1	-1
기타재무활동	-3	-4	-4	0
현금의 증가	2	24	2	-1
기초현금	17	19	42	44
기말현금	19	42	44	42

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	87.8	54.5	48.9	20.5
P/CF (x)	51.5	26.4	15.3	7.0
P/B (x)	2.1	2.7	2.0	1.9
EV/EBITDA (x)	135.7	34.6	20.0	7.7
EPS (원)	254	556	471	1,197
CFPS (원)	432	1,150	1,506	3,482
BPS (원)	10,632	11,102	11,488	12,596
DPS (원)	184	94	94	94
배당성향 (%)	70.2	12.5	9.3	3.8
배당수익률 (%)	0.8	0.3	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	-50.2	134.5	83.8	45.5
EBITDA증가율 (%)	-93.4	511.7	42.4	183.1
조정영업이익증가율 (%)	-97.0	952.6	34.1	260.0
EPS증가율 (%)	-87.1	119.2	-15.4	154.3
매출채권 회전율 (회)	1.8	4.3	5.7	6.5
재고자산 회전율 (회)	11.2	11.1	16.8	19.2
매입채무 회전율 (회)	17.3	16.9	22.5	25.2
ROA (%)	2.1	4.7	4.5	9.5
ROE (%)	2.5	5.5	4.4	10.6
ROIC (%)	1.4	7.4	6.4	21.9
부채비율 (%)	28.0	57.7	87.5	80.7
유동비율 (%)	323.8	223.2	220.6	235.6
순차입금/자기자본 (%)	-25.7	-7.4	2.2	-1.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.5	12.1	3.5	9.5

자료: 코원테크, 미래에셋증권 리서치센터

22년은 기저. 대기만성형

매수
(유지)

목표가: 17,100원
상승여력: 69.0%

박준서 park.junseo@miraeeasset.com

투자 의견

목표주가 17,100원으로 매수 유지. 23년부터 ASP 올린 레이저 노칭 매출 인식 본격화

- 23년 예상 EPS 966원 (기존 대비 소폭 하향). 23년 매출액 +20%, 영업이익 -10%
- 기존 추정치 대비 노칭 물량 증가로 매출액 ↑, 저환율 영향으로 영업이익 소폭 ↓

4Q22 Preview 및 연간 추정

2022년은 기저. 디스플레이 향 대손 충당금과 GM1 오하이오 매출 인식 지연 반영

- 4분기 매출액 159억원(-46% QoQ), 영업이익 5억원(적전). OPM -2.4%
- GM1 물량 인식 지연과 중국 向 디스플레이 대손처리로 인한 영업적자 요인 반영
- 23년 매출액 1,442억원(+187% YoY), 영업이익 175억원(흑전 YoY), OPM 12.1%
- 24년 매출액 1,765억원(+24% YoY), 영업이익 239억원(+37% YoY), OPM 13.4%

투자포인트

합종연황: LGES-Ford JV 튀르키예 추가 물량 모멘텀 존재

- 동사의 레이저 노칭 추가 발주 물량 규모는 450~600억원 추정 (30~45Gwh 환산 시)
- 최근, Ford JV 유럽 파트너를 SK온에서 LG엔솔로 급선회. GM4 삼성SDI로 선회 영향
- 기존 물량 발주 + 추가 여력 존재
- 동사의 LOI는 GM2 테네시 35Gwh, GM3 미시간 40Gwh, 자체 미시간 30Gwh. 향후 스텔란티스 40Gwh, 혼다 40Gwh, 튀르키예 30~45Gwh 추정
- LG엔솔의 북미 추가 JV 설립 가능성에 동사는 26~27년까지 성장 가능할 전망
- 현재까지 GM2 테네시 35Gwh 발주 → 50Gwh까지 레이저 노칭 물량 추가 발주 기대
- GM1 22년 8월 가동 시작. 레이저 노칭 교체 수요도 23년 말부터 일부 발생 전망
- 주요 고객사는 중대형 전지 탑티어 공정 기술 보유. 셀 경쟁사들은 레이저 채택 가속

Key data



현재주가(23/1/30,원)	10,120	시가총액(십억원)	162
영업이익(22F,십억원)	-2	발행주식수(백만주)	16
Consensus 영업이익(22F,십억원)	2	유동주식비율(%)	72.8
EPS 성장률(22F,%)	12.6	외국인 보유비중(%)	2.3
P/E(22F,x)	143.7	베타(12M) 일간수익률	0.93
MKT P/E(22F,x)	11.6	52주 최저가(원)	5,440
KOSDAQ	738.62	52주 최고가(원)	11,550

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.5	33.7	73.6
상대주가	-2.9	45.5	105.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	30	23	42	50	144	179
영업이익 (십억원)	-6	-6	1	-2	17	24
영업이익률 (%)	-20.0	-26.1	2.4	-4.0	11.8	13.4
순이익 (십억원)	-7	-10	1	1	15	21
EPS (원)	-750	-716	59	67	966	1,311
ROE (%)	-40.0	-44.9	3.5	3.9	44.0	39.3
P/E (배)	-	-	78.0	143.7	10.5	7.7
P/B (배)	2.2	5.5	2.7	5.5	3.7	2.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 디이엔티, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 다이엔타: 4Q22 실적 추정치 변경 (십억원, %, %p)

	신규 추정치	기존 추정치	변경률	변경 사유
매출액	15.9	17.3	-8.2	1) 디스플레이 대손 상각으로 기존 대비 영업이익 하락
영업이익	0.3	1.1	-72.7	
세전이익	0.3	1.1	-72.7	
지배주주 순이익	0.3	0.9	-66.7	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 다이엔타: 연간 실적 추정치 변경 (십억원, %, %p)

	변경후		변경전		변경률		변경 사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	50.3	144.2	51.4	128.2	-2.1	12.5	1) 레이저 노칭 매출 인식 물량 증가. 2) 디스플레이 대손 상각으로 영업이익 적자 3) 환율에 따른 영업이익 23년 감소
영업이익	-1.6	17.5	-0.9	19.4	적지	-10.0	
세전이익	1.1	17.4	1.7	18.4	-35.3	-5.4	
지배주주 순이익	1.1	15.5	1.4	15.5	-21.4	0.0	
영업이익률	-3.3	12.1	-1.8	15.1	-1.5	-3.0	
순이익률	2.2	12.1	3.3	14.4	-1.1	-2.3	

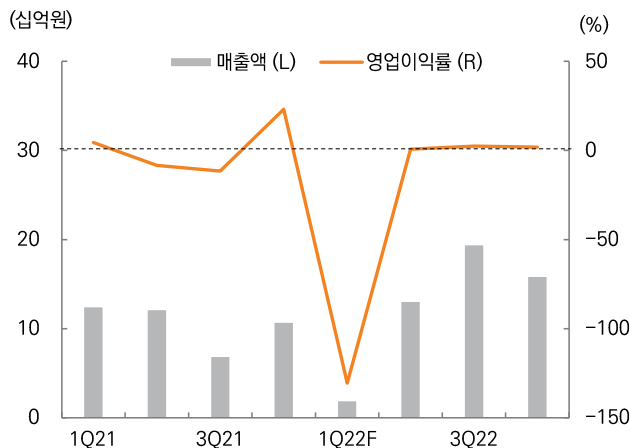
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 36. 다이엔타: 분기별 매출 추정 (십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	12.5	12.2	6.9	10.7	1.9	13.1	19.4	15.9	42.3	50.3	144.2
영업이익	0.6	-1.0	-0.8	2.5	-2.5	0.1	0.5	0.3	1.2	-1.6	17.5
세전이익	0.9	-1.7	-0.5	2.3	-1.0	0.5	1.2	0.3	0.9	1.1	17.4
당기순이익	0.9	-1.7	-0.5	2.3	-1.0	0.5	1.2	0.3	0.9	1.1	15.5
영업이익률	4.5	-8.5	-11.6	23.0	-130.6	0.8	2.5	1.9	2.8	-3.3	12.1
세전이익률	7.2	-14.0	-7.3	21.4	-51.8	3.8	6.2	1.9	2.1	2.2	12.1
순이익률	7.2	-14.0	-7.3	21.4	-51.8	3.8	6.2	1.9	2.1	2.2	10.7
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	347.3	-2.6	-43.3	55.7	-82.0	577.2	48.7	-18.3	83.6	19.1	186.6
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	380.0	-37.5	흑전	적전	흑전
세전이익	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	140.0	-75.0	흑전	22.2	1,481.8
당기순이익	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	140.0	-75.0	흑전	22.2	1,309.1

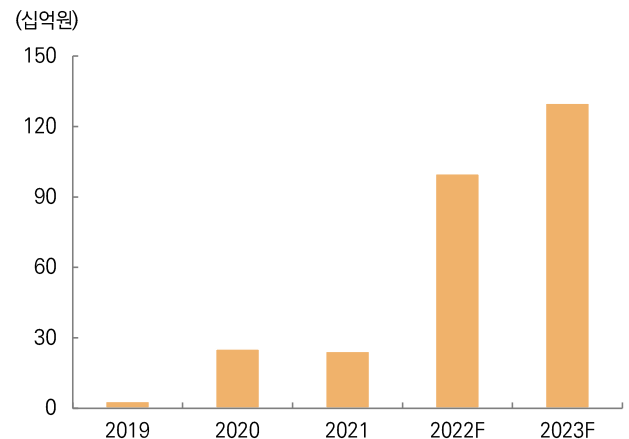
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 다이엔타: 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 다이엔타: 연간 신규 수주액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

다이엔티 (079810)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	42	50	144	179
매출원가	37	43	104	126
매출총이익	5	7	40	53
판매비와관리비	5	9	23	29
조정영업이익	1	-2	17	24
영업이익	1	-2	17	24
비영업손익	0	3	0	0
금융손익	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	1	17	24
계속사업법인세비용	0	0	2	3
계속사업이익	1	1	15	21
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1	1	15	21
지배주주	1	1	15	21
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1	1	15	21
지배주주	1	1	15	21
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2	0	19	25
FCF	-5	-5	-4	14
EBITDA 마진율 (%)	4.8	0.0	13.2	14.0
영업이익률 (%)	2.4	-4.0	11.8	13.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.4	2.0	10.4	11.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	30	54	110	146
현금 및 현금성자산	7	20	11	24
매출채권 및 기타채권	19	28	80	100
재고자산	0	1	2	2
기타유동자산	4	5	17	20
비유동자산	29	33	32	31
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	25	27	25	24
무형자산	1	0	0	0
자산총계	60	87	141	177
유동부채	23	44	81	95
매입채무 및 기타채무	5	7	21	26
단기금융부채	10	23	22	23
기타유동부채	8	14	38	46
비유동부채	10	16	18	18
장기금융부채	10	16	16	16
기타비유동부채	0	0	2	2
부채총계	34	60	98	113
지배주주지분	26	27	43	64
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	27	26	26	26
이익잉여금	-9	-8	7	28
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	26	27	43	64

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	-5	-2	-4	14
당기순이익	1	1	15	21
비현금수익비용가감	2	1	3	4
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1	0	2	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	-4	-21	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-8	-52	-19
재고자산 감소(증가)	4	0	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	3	12	4
법인세납부	0	0	-2	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	0	-4	-4	-2
유형자산처분(취득)	0	-2	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1	-1	-4	-2
기타투자활동	-1	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	14	-1	0
장단기금융부채의 증가(감소)	0	19	-1	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	-5	0	0
현금의 증가	-5	13	-9	13
기초현금	12	7	20	11
기말현금	7	20	11	24

예상 주당가치 및 valuation (요약)

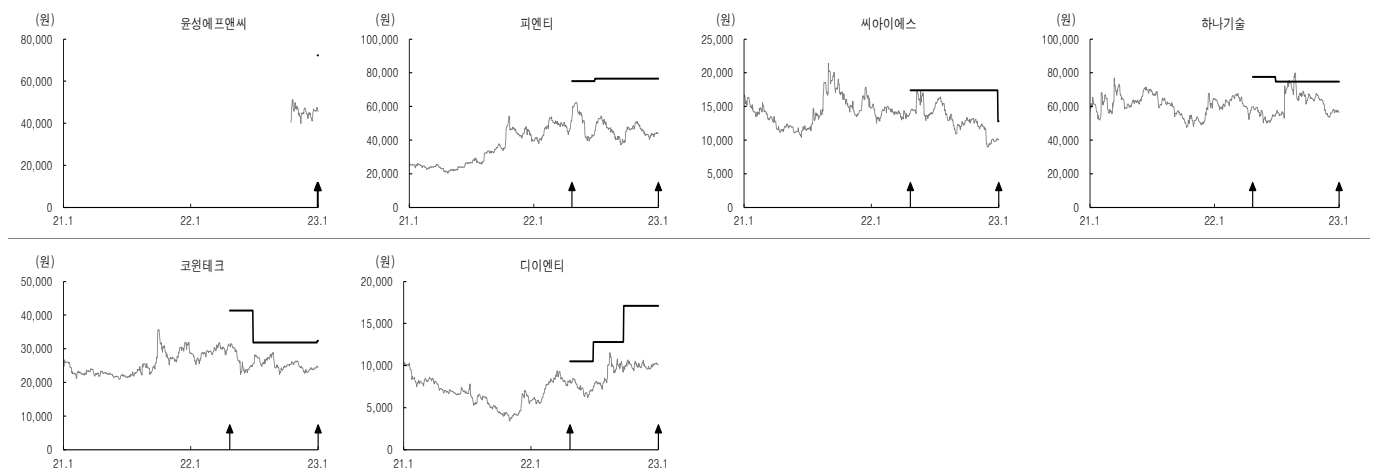
	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	78.0	143.7	10.5	7.7
P/CF (x)	28.5	76.6	8.6	6.4
P/B (x)	2.7	5.5	3.7	2.5
EV/EBITDA (x)	33.5	-	9.8	6.7
EPS (원)	59	67	966	1,311
CFPS (원)	162	125	1,175	1,573
BPS (원)	1,714	1,735	2,701	4,012
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	83.6	19.1	186.5	23.8
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	33.9
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	37.4
EPS증가율 (%)	-	12.6	1,347.5	35.7
매출채권 회전율 (회)	3.9	2.1	2.7	2.0
재고자산 회전율 (회)	15.3	87.2	108.3	80.8
매입채무 회전율 (회)	8.8	7.8	8.2	6.0
ROA (%)	1.6	1.4	13.5	13.2
ROE (%)	3.5	3.9	44.0	39.3
ROIC (%)	3.6	-3.5	29.0	29.5
부채비율 (%)	128.3	218.9	229.6	177.0
유동비율 (%)	129.9	124.7	135.5	154.0
순차입금/자기자본 (%)	41.6	61.7	49.9	10.9
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	0.0	0.0	0.0

자료: 다이엔티, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
윤성에프앤씨 (372170)					2022.05.23	매수	77,500	-29.62	-22.71
2023.01.29	매수	72,300	-	-	코원테크 (282880)				
피엔티 (137400)					2023.01.29	매수	32,400	-	-
2022.07.29	매수	76,500	-	-	2022.07.29	매수	31,832	-20.49	-9.48
2022.05.23	매수	75,000	-33.72	-16.93	2022.05.23	매수	41,372	-36.93	-23.65
씨아이에스 (222080)					다이엔티 (079810)				
2023.01.29	매수	12,800	-	-	2022.10.24	매수	17,100	-	-
2022.05.23	매수	17,400	-24.17	-0.29	2022.07.29	매수	12,800	-29.36	-9.77
하나기술 (299030)					2022.05.23	매수	10,500	-30.78	-19.43
2022.07.29	매수	74,800	-	-					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 윤성에프앤씨 의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 피엔티,씨아이에스 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.