

KOSDAQ | 전자와전기제품

원준 (382840)

글로벌 양극재 투자의 수혜주

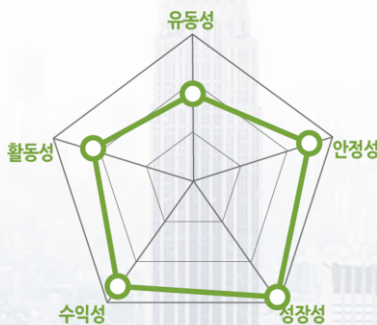
체크포인트

- 원준은 2차전지 소재 및 MLCC 소재 등 다양한 IT용 첨단소재 생산에 필요한 열처리 공정용 장비를 전문적으로 제조. 당사는 대부분의 양극재 제조사에 열처리 장비 공급 이력을 보유하고 있으며, 포스코퓨처엠을 주 고객사로 확보. 포스코퓨처엠은 포항에 2차전지 소재공장과 함께 GM과 JV를 설립하여 북미 지역에서 양극재 및 전구체 생산공장을 구축 중. 이에 따른 당사 장비 수주 증가 전망
- 동사의 2022년 실적은 매출액 1,432억원(YoY +130.6%), 영업이익 109억원(YoY -11.8%)을 기록. 2021년 대규모 수주분이 매출로 인식되며 전년대비 큰 폭의 매출 성장을 기록했으나, 2022년 원자재(스테인리스) 가격 상승이 이익률 하락으로 이어짐. 1분기말 기준 수주잔고는 1,538억원으로 약 1,200억원이 올해 반영되며 2023년 실적은 매출액 1,500억원(YoY +4.7%), 영업이익 140억원(YoY +28.1%) 전망
- 동사의 2023년 예상 EPS 기준 PER은 27.7배로 시장대비 높은 수준. 다소 높아 보이는 Valuation에 대한 고민은 올해 신규수주와 하반기 원가율 하락폭에 따라 바뀔 것. 고객사 신규 공장 투자에 따라 포항과 북미 지역에서 양극재 소성로 수주 가능성이 높으며, 이는 2024년 실적에 반영. 또한 이익률 하락의 주범인 2021년 수주물량의 매출 반영이 마무리될 경우, 당사 영업이익률도 10%대로 회복할 것으로 예상

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

원준 (382840)

Analyst 김재윤 jy.kim@kirs.or.kr
RA 손현정 sssson@kirs.or.kr

KOSDAQ
전자와 전기제품

2차전지 양극재 수요 증가에 따른 장비 수주 증가

원준은 2차전지 소재 및 MLCC 소재 등 다양한 IT용 첨단소재 생산에 필요한 열처리 공정용 장비를 전문적으로 제조. 열처리 공정은 원재료에 열과 가스로 화학반응을 일으켜 활물질을 제조하는 공정으로 열과 가스에 대한 정밀한 제어가 필요. 당사는 대부분의 양극재 제조사에 열처리 장비 공급 이력을 보유하고 있으며, 포스코퓨처엠을 주 고객사로 확보. 포스코퓨처엠은 포항에 2차전지 소재공장과 함께 GM과 JV를 설립하여 북미 지역에서 양극재 및 전구체 생산공장을 구축 중. 이에 따른 당사 장비 수주 증가 전망

기술발전에 따른 시장 확대 기대

당사는 양극재, 음극재, MLCC 등 다양한 소재에 대한 열처리 장비 라인업을 보유 중. 특히, 음극재 열처리 장비의 경우 전통적인 인조흑연 음극재에서 신소재 실리콘 음극재 열처리 장비 양산까지 성공. 글로벌 실리콘계 음극재 시장은 2022년 4,000t에서 2030년 20만 규모로 성장이 전망. 또한 당사는 2020년 독일 Eisenmann을 인수하며 초고온 열처리 기술을 확보, 전고체배터리 파일럿 열처리 장비 수출에 성공. 전고체배터리는 고체 전해질을 사용하는 2차전지로 에너지 밀도가 높고 폭발 위험이 낮은 미래 기술

2023년 이익률 턴어라운드 기대

당사의 2022년 실적은 매출액 1,432억원(YoY +130.6%), 영업이익 109억원(YoY -11.8%)을 기록. 2021년 대규모 수주분이 매출로 인식되며 전년대비 큰 폭의 매출 성장을 기록했으나, 2022년 원자재(스테인리스) 가격 상승이 이익률 하락으로 이어짐. 2023년 1분기는 매출액 306억원(YoY -31.6%), 영업이익 42억원(YoY -43.1%)으로 전년동기대비 부진. 1분기말 기준 수주잔고는 1,538억원으로 약 1,200억원이 올해 반영되며 2023년 실적은 매출액 1,500억원(YoY +4.7%), 영업이익 140억원(YoY +28.1%) 전망

Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(억원)	621	1,432	1,500	2,300	2,700
YoY(%)	-3.0	130.6	4.7	53.3	17.4
영업이익(억원)	123	109	140	230	302
OP 마진(%)	19.9	7.6	9.3	10.0	11.2
지배주주순이익(억원)	67	152	128	210	269
EPS(원)	525	1,008	844	1,377	1,759
YoY(%)	42.9	91.9	-16.3	63.3	27.7
PER(배)	64.0	16.4	27.7	17.0	13.3
PSR(배)	6.9	1.7	2.4	1.6	1.3
EV/EBIDA(배)	34.6	17.9	20.6	12.5	9.3
PBR(배)	5.3	2.2	2.9	2.6	2.2
ROE(%)	11.0	14.6	11.0	16.2	18.0
배당수익률(%)	0.0	1.2	0.9	1.1	1.3

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (6/19)	23,350원
52주 최고가	45,672원
52주 최저가	16,500원
KOSDAQ (6/19)	888.61p
자본금	15억원
시가총액	3,566억원
액면가	100원
발행주식수	15백만주
일평균 거래량 (60일)	54만주
일평균 거래액 (60일)	151억원
외국인지분율	0.69%
주요주주	강속자 외 2인 40.07%
	타임이버헬릭스신기술투자조합 6.78%

Price & Relative Performance



Stock Data

추가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	18.2	-48.8
상대주가	-1.3	-4.6	-54.0

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROIC' 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



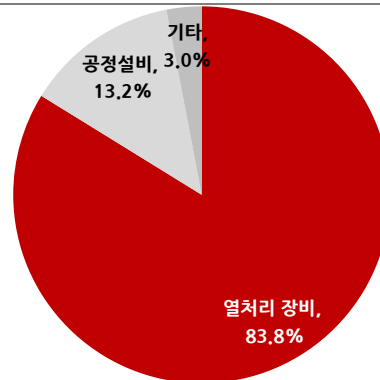
기업 개요

1 사업영역 및 연혁

원준 매출 비중
 열처리 장비 83.8%,
 공정설비 13.2%,
 기타 3.0%

2008년에 설립된 원준은 2차전지 소재 생산에 필요한 열처리 솔루션을 제공하는 기업이다. 1) 2차전지 양극재, 음극재 생산을 위한 열처리 소성로 장비 제조와 2) 공정설비 엔지니어링 사업을 주로 영위하고 있으며, 고객사로 포스코퓨처엠, LG화학, 에코프로비엠, SK머티리얼즈그룹 등을 보유하고 있다. 주요 제품은 RHK(Roller Hearth Kiln)와 PK(Pusher Kiln) 등 열처리 소성로와 EPC(Engineering, Procurement, Construction)이다. 열처리 소성로는 원재료를 열과 가스로 반응시켜 원하는 양극재 및 음극재 등을 생산하는 핵심 공정 장비, EPC는 소재 생산 공정에 대한 설계, 제작, 구매, 시공, 시운전 서비스를 일괄로 제공하는 솔루션이다. 동사는 2020년 독일 기업 Eisenman Thermal Solution을 인수하여 초고열처리 장비 기술을 갖추고 있으며, 이를 기반으로 전고체 전지, 탄소섬유, 리사이클링 등 신사업 확장을 계획 중이다. 2023년 1분기 연결기준 매출 비중은 1) 열처리 장비 83.8%, 2) 공정설비 13.2%, 3) 기타 3.0%, 내수 91.8%, 수출 8.2% 차지한다.

사업부문별 매출 비중



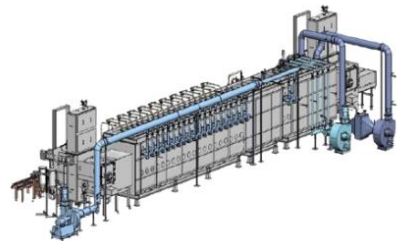
자료: 원준, 한국IR협회의 기업리서치센터

RHK (Roller Hearth Kiln)



자료: 원준, 한국IR협회의 기업리서치센터

PK (Pusher Kiln)



자료: 원준, 한국IR협회의 기업리서치센터

연혁



자료: 원준, 한국IR협회의 기업리서치센터

원준은 2008년 설립과 동시에 포스코 협력업체로 등록되며 소재 소성로 초기 사업을 구축했다. 2009년 리튬 2차 전지 양극재 및 음극재 테스트용 가스분위기 소성로인 RHK(Roller Hearth Kiln) 개발에 성공했으며, 2010년에는 국내 최초로 MLCC(Multi-Layered Ceramic Capacitor) 소성용 RHK를 개발하였다.

2011년 기업부설연구소 설립과 함께 본격적으로 2차전지 시장에 진입하였다. 2014년 포스코와 LG화학의 양극재 소성로 공급자로 선정되었으며, 이 후 LG화학 소성로 공급에 이어, 양극재 공정 설비 엔지니어링 및 시공을 담당 하였다. 2015년에는 탄소섬유 양산용 탄화 및 활성화 Hybrid Furnace 개발 및 공급을 시작하였고, 2016년에는 에 코프로비엠에 양극재 RHK 소성로를 공급하며 고객사 다각화에 성공하였다.

2018년에는 (주)포스코케미칼 중국법인의 양극재 소성로 및 공정 엔지니어링(EPC) 공급자로 선정되면서, 이후 2019년 중국 조인트벤처를 설립하였다. 2020년에는 독일법인 설립과 함께 125년 업력의 독일 Eisenman Thermal Solution을 인수하여 초고열처리 장비 기술을 내재화했다. 이 기술을 기반으로 실리온 음극재 생산 라인에 들어가는 PK장비를 공급하기 시작했으며, 2021년 SK머티리얼그룹14의 실리온음극재 생산 공정 턴키 수주에 성공하였다. 이러한 성장세에 힘입어, 동사는 2021년 10월 코스닥 시장에 상장했으며, 2022년 매출액은 1,432억원(YoY +130.6%)으로 사상 최대를 기록했다.

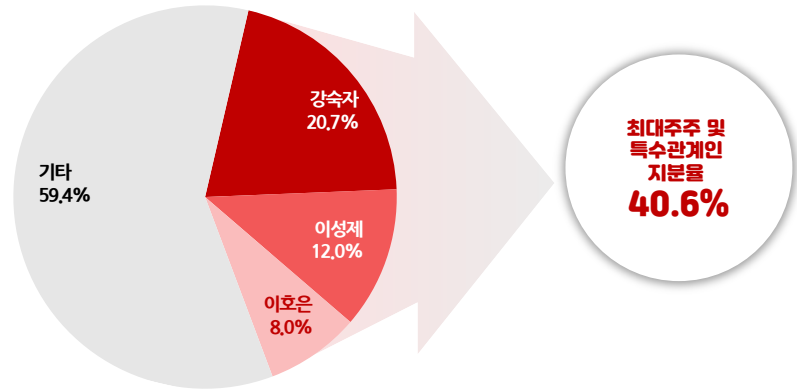
2 주주구성과 종속기업

**최대주주 및 특수관계인
지분을 40.6%
(대표이사 강숙자 20.7%)**

2023년 1분기 기준 원준의 최대주주 및 특수관계인의 지분율은 40.6%로, 강숙자 대표이사(최대주주, 지분율 20.7%), 이성제(최대주주의 자녀, 지분율 12.0%), 이호은(최대주주의 배우자, 8.0%) 등이 포함되어있다. 자기주식 수는 82,300주로, 전체 발행주식의 0.05%에 해당한다.

원준의 연결대상 종속기업은 네모리서치, 오제이인타내셔널이 있으며, 지분율은 모두 100%이다. 네모리서치는 부동산 임대, 오제이인타내셔널은 투자 사업을 영위하나, 매출 규모가 미미하다.

주주구성



자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터



산업 현황

1 2차전지 소재 산업

국내 RHK 소성로 시장은
동사와 노리다케,
한화/모멘텀 등을 포함한
4개 회사가 경쟁

2차전지 소재는 4대 소재로 불리는 양극재, 음극재, 전해질, 분리막이 가장 큰 비중을 차지한다. 이 중 양극재와 음극재가 각각 전체 재료비의 40%와 10%의 비중으로 가장 크다. 동사는 이러한 양극재와 음극재 소성공정(열처리) 장비를 제조하여 글로벌 주요 2차전지 소재기업에 공급 중이다.

배터리 재료비 중 가장 높은 비율을 차지하는 양극재는 리튬의 공급원으로 2차전지의 충/방전 시 양극재의 결정 격자로부터 리튬을 방출 및 흡수하여, 전지 내에 전기에너지를 저장 및 방출을 가능하게 한다. 리튬을 많이 포함한 양극재를 사용할수록 용량이 커지게 되고, 음극재와 양극재의 전위차가 클수록 전압이 커진다.

최근 국내외 양극재 업체들의 대규모 투자가 진행되고 있는 만큼, 동사 매출의 대부분이 양극재 열처리 장비에서 발생하고 있다. 양극재 생산 공정은 ①원료 준비, ②원료 혼합, ③열처리(소성), ④분쇄, ⑤코팅 열처리, ⑥분급, ⑦탈철, ⑧포장으로 구성된다.

동사는 열처리(소성) 공정 장비에 대한 원천기술을 보유하고 있으며, 해당 공정 장비를 직접 제조하고 있다. 또한 위와 같은 양극재 전체 생산 공정을 설계하고 각 공정별로 필요한 장비를 제작 및 구매하여 고객사의 생산 공장에 시공 후 시운전까지의 전체 공정에 대한 EPC 턴키 솔루션도 제공하고 있다.

양극재 열처리 공정의 필수 장비인 RHK(Roller Hearth Kiln) 소성로는 일본 노리다케(Noritake)가 국내 시장 대부분을 점유하고 있었으나, 2009년 동사가 국산화에 성공하며 2014년 POSCO와 LG화학에 RHK 소성로를 공급하며 국내 점유율 1위로 올라서게 되었다.


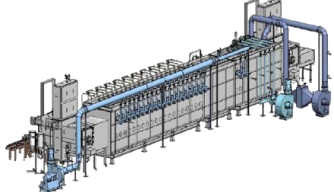
현재 국내 RHK 소성로 시장은 동사와 노리다케, 한화/모멘텀 등을 포함한 4개 회사가 경쟁 중에 있다. 글로벌 시장은 일본 노리다케가 선도하고 있으며, 동사가 그 뒤를 따라가고 있는 상황이다. 한화/모멘텀은 노리다케 장비에 대한 기술을 받아 라이선스 생산 중이다.

또한 동사는 국내 양극재, 음극재 소재 열처리 장비 생산 기업 중 해외 거점을 보유한 유일한 기업으로 독일, 중국, 미국, 폴란드의 관계사들을 통해 해외 고객사 및 국내 고객사의 해외 진출에도 참여할 수 있는 인프라를 구축하고 있다.

동사는 RHK 소성로 외에도 PK 소성로에 대한 기술도 보유 중이다. 2020년 독일 Eisenmann Thermal Solutions(ETS)를 인수하며 3,000°C에 이르는 초고온 연속식 장비 기술을 확보했다. 이러한 ETS의 PK 소성로 기술을 통해 동사는 탄소계 음극재 시장 진출에 성공했다.

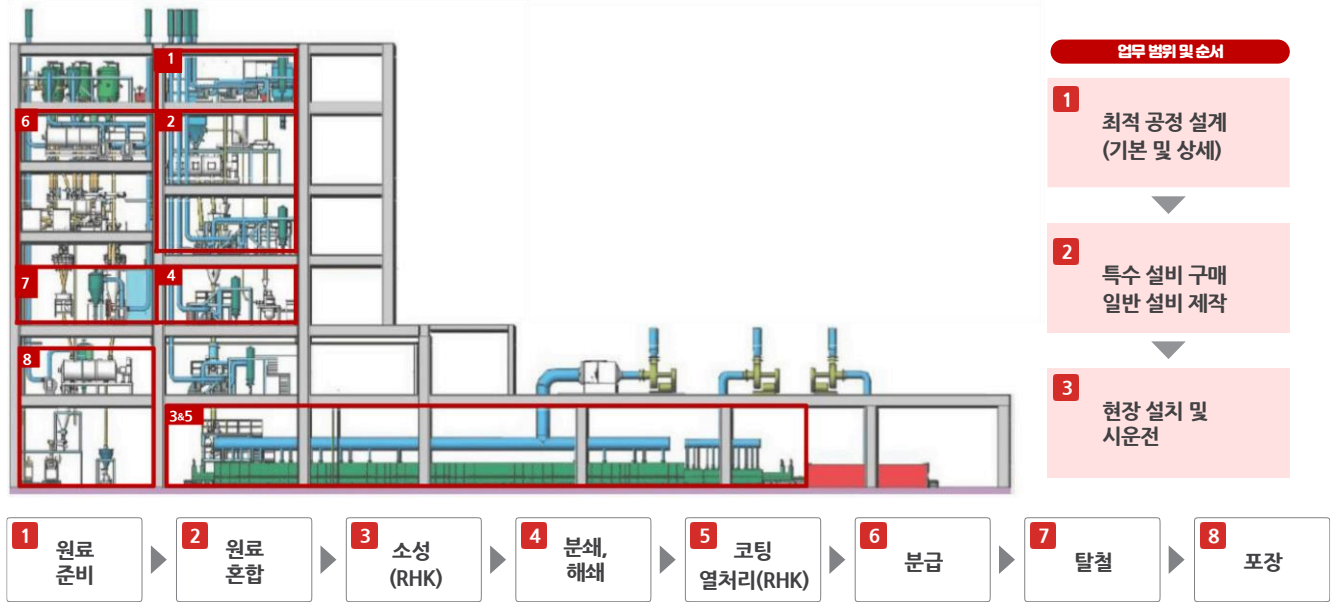
양극재 시장과 달리 음극재 시장은 중소기업의 많은 경쟁사가 난립하고 있으나, 동사는 신기술인 실리콘음극재 열처리 장비를 업계 최초로 공급하며 국내 음극재 장비 시장 선점에도 성공했다.

RHK 및 PK 소성로 비교

RHK (Roller Hearth Kiln)	PK (Pusher Kiln)
	
특징 <ul style="list-style-type: none"> 800 ~ 1200°C 정밀한 온도 분포(±5°C)와 높은 수준의 가스분위기(>10ppm) 제어를 통한 고품질 소재 생산조건 충족 로 전체 구동 부하를 분산시켜 안정적인 연속생산에 유리 	특징 <ul style="list-style-type: none"> 초고온 (~ 2400°C)과 높은 수준의 가스분위기(>10ppm) 제어를 통한 고품질 소재 대량 생산조건 충족 일반적 PK는 RHK에 비해 온도 정밀도가 낮아 2차전지 소재 생산에 사용되지 않았으나, 당사는 동일 수준(±5°C)의 온도 정밀도와 기밀성을 확보하여 적용범위 확대 가능
Application <ul style="list-style-type: none"> 2차전지 양극재 열처리 MLCC(적층세라믹콘덴서) 전고체전지 열처리 	Application <ul style="list-style-type: none"> 2차전지 음극재(탄소계, 실리콘계) 열처리 2차전지 양극재 열처리 Fuel Cell(연료전지) 열처리

자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터

양극재 생산 일반 공정도



자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터

RHK 경쟁사 별 경쟁력 비교

구분	원준	일본 A사	국내 A사	국내 B사
납품실적	●	●	●	●
설계 기술력	●	●	●	●
제작 능력	●	●	●	●
자재 조달	●	●	●	●
R&D	●	●	●	●
사후관리	●	●	●	●
인지도	●	●	●	●
확장성	●	●	●	●

자료: 원준, 한국R협의회 기업리서치센터

주: 해당 경쟁력 평가표는 원준 자체 평가 자료



투자포인트

포스코퓨처엠 신규 공장 착공은 장비 수주 증가로 이어질 것

1 2차전지 양극재 수요 증가에 따른 장비 수주 증가

원준은 2차전지 소재(양극재, 음극재) 및 MLCC 소재 등 다양한 IT용 첨단소재 생산에 필요한 열처리 공정용 장비를 전문적으로 제조하는 열처리 공정 전문 기업이다. 동사는 열처리 장비를 제공하는 ①소성로 사업과 2차전지 소재 제조 공정을 설계, 시공, 시운전하는 ②공정설비 엔지니어링 사업(EPC)을 영위 중이다.

열처리 공정은 원재료에 열과 가스로 화학반응을 일으켜 활물질을 제조하는 공정으로 열과 가스에 대한 정밀한 제어가 필요하다. 특히, 동사는 원천기술을 바탕으로 RHK(Roller Hearth Kiln)와 PK(Pusher Kiln) 두가지 맞춤형 고성능 소성로(Furnace)를 보유 중에 있어, 양극재, 음극재, MLCC에서부터 Fuel Cell, 전고체까지 아우르는 라인업을 확보했다.

현재 동사는 포스코퓨처엠, 에코프로, LG화학 등 대부분의 양극재 제조사에 열처리 장비 공급 이력을 보유하고 있으며, 포스코퓨처엠을 주 고객사로 확보 중이다. 글로벌 선도업체인 일본 노리다케와 직접적으로 경쟁하고 있으며 국내 시장 점유율은 50% 수준에 육박한다.

주 고객사인 포스코퓨처엠은 포스코그룹의 2차전지 투자 전략에 맞춰 대규모 2차전지 소재 공장 구축을 시작했다. 포스코퓨처엠은 2023년 초 삼성SDI와 10년간 40조원 규모의 양극재 공급계약을 체결하였으며, 4월에는 LG 에너지솔루션과 7년간 30조원 규모의 양극재 공급계약을 체결했다. 현재 포스코퓨처엠의 양극재 수주액은 92조 원에 달하는 수준으로 파악된다.

포스코퓨처엠은 대규모 수주물량 공급을 위해 포항에 연생산량 3만 규모의 NCA 양극재 전용 공장을 구축하며, 총 3,920억원이 투입될 예정이다. 작년 착공한 NCMA 양극재 공장까지 합치면 포항에서만 총 6만의 양극재 생산이 가능하게 된다.

또한 포스코퓨처엠은 GM과 합작법인 얼티엄캠을 설립하여 북미 지역에서 양극재 및 전구체 생산공장을 구축 중이다. 얼티엄캠은 2025년~2032년 약 8조원 규모의 양극재를 LG에너지솔루션과 GM의 배터리 합작법인 얼티엄 셀즈에 공급할 예정이다.

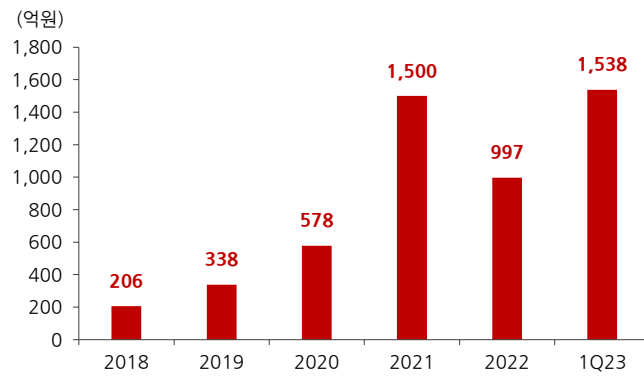
포스코퓨처엠은 동사의 가장 큰 고객사인 만큼, 신규 소재 공장 착공은 동사 장비 수주 증가로 이어질 전망이다. 특히, 고객사 대량 수주를 대비하여 증설(연 5,000억원)도 완료한 상황으로 고객사 투자확대에 따른 수혜는 지속될 것으로 기대한다.

포스코퓨처엠 이차전지 소재 주요 수주 현황

계약일	고객사	제품	수주금액	계약기간
22.05	얼티엄셀스	NCMA 양극재	8 조원	2025~2033 년
22.07	얼티엄셀스	NCMA 양극재	13.9 조원	2023~2025 년
22.12	얼티엄셀스	인조흑연 음극재	0.9 조원	2023~2028 년
23.01	삼성 SDI	NCA 양극재	40 조원	2023~2032 년
23.04	LG 에너지솔루션	NCM-NCMA 양극재	30.3 조원	2023~2029 년

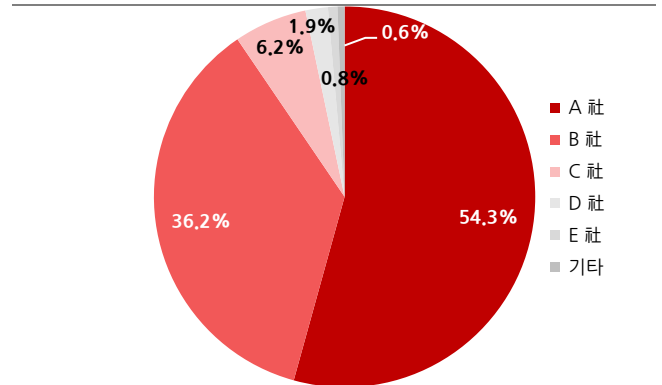
자료: 포스코퓨처엠, 한국IR협의회 기업리서치센터

원준 수주잔고 추이



자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 매출처 별 매출액 비중



자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 기술발전에 따른 시장 확대 기대

실리콘 음극재 열처리 양산용 장비를 업계 최초로 공급

동사는 온도 정밀도가 높고 높은 수준의 가스분위기($<10\text{ppm}$) 제어가 가능한 RHK 소성로에서부터 초고온($<2,400^{\circ}\text{C}$) 제어가 가능한 PK 소성로에 대한 원천기술을 확보하고 있어 양극재, 음극재, MLCC 등 다양한 소재에 대한 열처리 장비 라인업을 보유 중이다.

특히, 동사는 음극재 열처리 장비 시장에서 전통적인 인조흑연 음극재 뿐 아니라 신소재 실리콘 음극재 열처리 장비 양산까지 성공하며 신규 시장을 확보했다.

음극재는 2차전지 충전 시, 리튬이온을 받아들이고 저장하는 역할을 하며 전통적으로 흑연 등의 탄소 물질이 가장 많이 사용된다. 현재 음극재 소재로는 인조흑연이 주를 이루고 있으며 저렴한 가격과 높은 안정성이 장점이다.

반면, 실리콘은 흑연에 비해 에너지 밀도가 높고 충/방전 속도가 빨라, 음극재에 실리콘을 첨가하는 방향으로 음극재 소재기술이 발전 중이다. 흑연은 탄소원자 6개당 리튬이온 1개를 저장할 수 있으나, 실리콘은 실리콘 원자 1개당 리튬 이온 4.4개를 저장할 수 있다. 즉, 실리콘은 에너지밀도를 획기적으로 향상시킬 수 있어 전기차 주행거리 상승과 충전속도 향상에 유리하다.

다만, 실리콘은 리튬이온과 반응 중 부피가 팽창하는 성질로 인한 안정성에 대한 단점이 있다. 이를 극복하기 위해 다양한 방법(SiC, SiOx)들이 동원되고 있으며 현재 실리콘 함량 5% 수준의 실리콘 음극재가 상용화 되어 고사양 차량에 적용되고 있다.

글로벌 실리콘계 음극재 시장은 2022년 4,000t에서 2030년 20만 규모로 성장이 전망되며, SK머티리얼즈, 포스코실리콘솔루션, 한솔케미칼, 대주전자재료, SKC 등 많은 기업들이 실리콘 음극재 투자에 나서고 있다. 동사는 실리콘 음극재 열처리 양산용 장비를 업계 최초로 공급에 성공한 만큼, 해당 시장에서도 추가 수주가 기대된다.

또한 동사는 2020년 독일 Eisenmann을 인수하며 초고온 열처리 기술을 확보하며 2021년 미국 퀀텀스케이프(QuantumScape)에 전고체배터리 파일럿 열처리 장비 수출에도 성공했다.

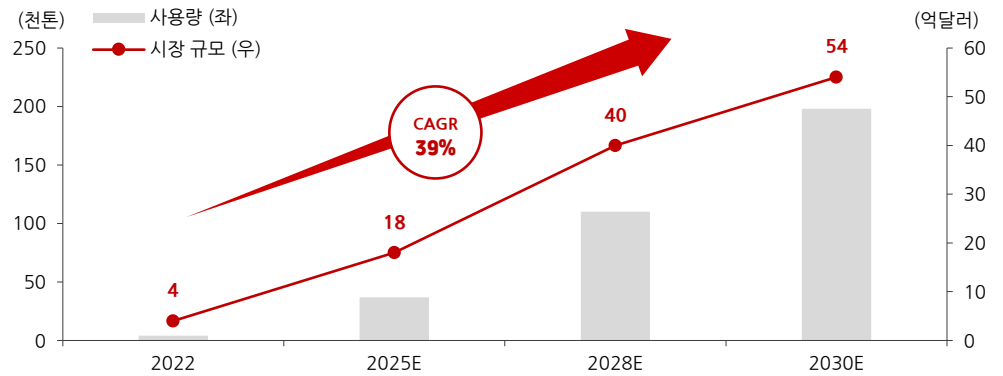
전고체배터리는 고체 전해질을 사용하는 2차전지로 에너지 밀도가 높고 폭발 위험이 낮은 꿈의 배터리이다. 삼성 SDI를 비롯한 국내 배터리 3사는 2026년 이후 상용화를 목표로 전고체 배터리를 개발 중에 있으며, 전고체 배터리 시장 개화 시 동사의 수혜가 전망된다.

음극재 소재에 따른 배터리 특성



자료: 포스코그룹, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 실리콘음극재 시장전망



자료: SNE Report, 한국IR협의회 기업리서치센터

리튬이온 배터리와 전고체 배터리 비교

구분	리튬이온 배터리	전고체 배터리
양극재	고체(리튬, 니켈, 망간, 코발트 등)	고체(리튬, 니켈, 망간, 코발트 등)
음극재	고체(흑연, 실리콘 등)	고체(리튬금속, 흑연, 실리콘)
전해질	액체	고체(황화물, 산화물, 폴리머)
분리막	고체 필름	불필요

자료: 포스코그룹, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 2023년 이익률 턴어라운드 기대

2023년 신규수주 큰 폭 증가 기대

동사의 2022년 실적은 매출액 1,432억원(YoY +130.6%), 영업이익 109억원(YoY -11.8%)을 기록했다. 2021년 대규모 수주분이 매출로 인식되며 전년대비 큰 폭의 매출 성장을 기록했으나, 매출원가율이 크게 증가하며 영업이익은 전년대비 큰 폭 감소했다.

매출원가율 상승은 2022년 투입된 원자재(스테인리스)가격 상승에 기인한다. 통상적으로 동사 장비는 수주 후, 제조에 7~8개월정도가 소요되며 설치/시운전에 3~6개월이 소요된다. 매출로는 장비 인도기준 시점에 70~80%가 인식되며, 나머지 부분은 설치/시운전 기간에 진행률로 반영된다.

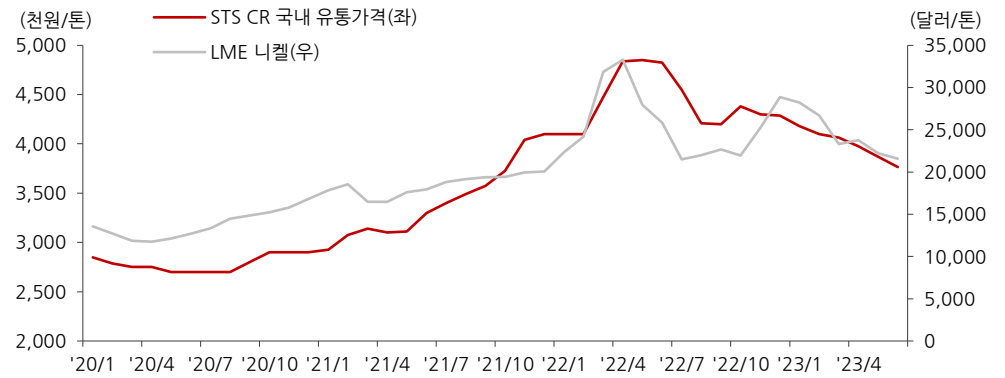
2021년 수주분에 대한 제작 시기가 2022년으로 다소 연기됨에 따라 원자재 가격 상승분이 수주에 반영되지 못하였으며, 이는 동사 원가율 상승으로 이어진 것이다. 해당 이슈는 올 연말까지 반영될 것으로 예상되나, 2023년 신규수주분에 대해서는 원가 하락분이 반영된 수치로 4분기부터는 이익률 회복이 가능할 것으로 예상된다.

2023년 1분기는 매출액 306억원(YoY -31.6%), 영업이익 42억원(YoY -43.1%)으로 전년동기대비 부진한 실적을 보였으나, 1분기말 기준 수주잔고 1,538억원 중 약 1,200억원이 올해 반영되며 연간 실적 성장은 가능할 것으로 기대한다.

해당 수주분이 반영될 경우, 2023년 실적은 매출액 1,500억원(YoY +4.7%), 영업이익 140억원(YoY +28.1%) 달성 가능성이 가능할 것으로 전망한다. 또한 동사의 주고객사 포스코퓨처엠의 2차전지 소재 공장 투자가 지속되는 만큼, 2023년 신규수주도 큰 폭 증가가 기대된다.

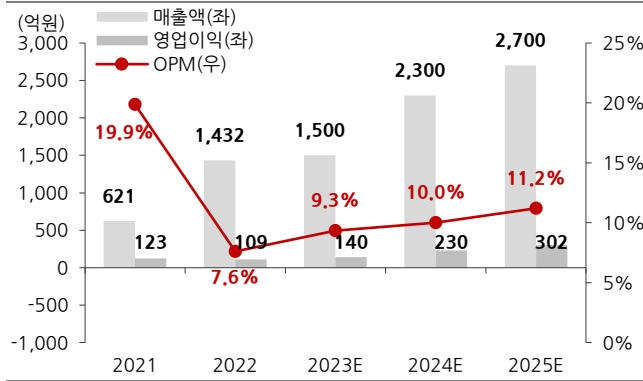
올해는 국내 고객사 외 해외 고객사 향 수주도 가능하다. 2020년 인수한 독일 Eisenmann을 통해 유럽 현지 영업을 진행 중이며, 동사가 보유한 글로벌 탑 2차전지 소재기업에 대한 레퍼런스는 해외 수주 증가 가능성을 높이는 요인이다.

스테인리스 가격 추이



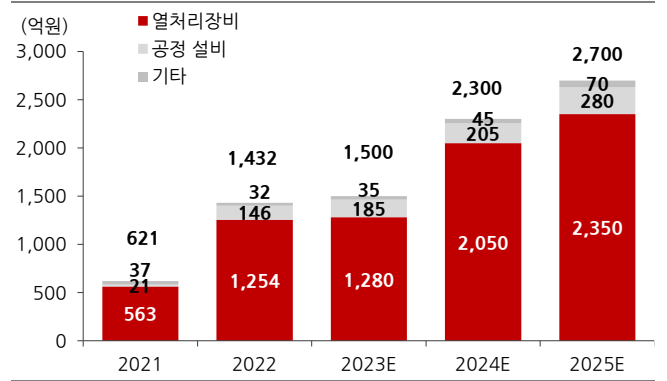
자료: 업계자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 실적 추이



자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터

부문별 매출액 추이



자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터

원준 실적 전망

(단위: 억원, %)

	2021	2022	YoY	2023E	2024E	2025E
매출액	621	1,432	130.6	1,500	2,300	2,700
열처리장비	563	1,254	122.7	1,280	2,050	2,350
공정 설비	21	146	597.0	185	205	280
기타	37	32	-14.7	35	45	70
영업이익	123	109	-11.8	140	230	302
OPM	19.9	7.6		9.3	10.0	11.2

자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터



Valuation

1 Valuation에 대한 고민이 깊어지는 시기

양극재 소성장비 시장에서의
높은 경쟁력은
동사 Valuation 프리미엄으로
이어질 가능성

동사의 2023년 예상 EPS 기준 PER은 27.7배, PBR은 2.9배로 코스닥 평균 PER 23.2배, PBR 2.6배 대비 높은 수준이며, 동종업체 평균 PER 24.7배, PBR 3.7배 대비해서는 PER은 높고 PBR은 낮은 수준이다. 시장대비 높은 Valuation을 받고 있는 2차전지 Peer임을 고려하더라도 다소 높은 Valuation으로 판단한다.

올해는 2022년에 이어 원재료(스테인리스) 가격 상승에 따른 이익률 하락이 이어지는 해다. 추가 또한 작년 말 대비 41.5% 상승하며 2023년 Valuation은 2022년의 PER 16.4배, PBR 2.2배 대비 높아져 Valuation에 대한 고민이 필요하다.

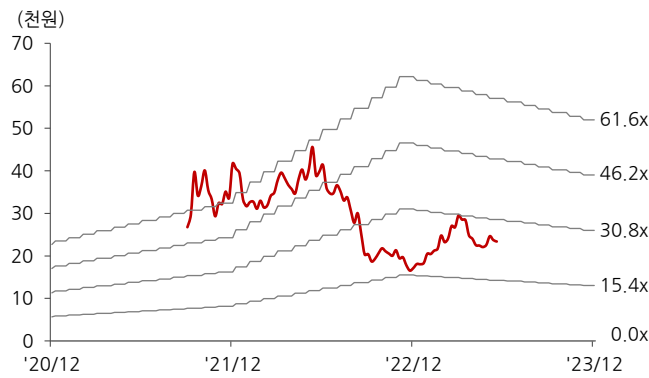
그러나 다소 높아 보이는 동사 Valuation에 대한 고민은 올해 신규수주와 하반기 원가를 하락폭에 따라 바뀔 수 있다. 올해는 포스코퓨처엠의 신규 소재 공장 투자에 따라 포항과 북미 지역에서 양극재 소성로 수주 가능성이 높으며, 이는 2024년 실적에 반영될 것으로 판단한다.

현재 동사 이익률 하락의 주범인 2021년 수주물량의 매출 반영이 올해 마무리될 경우, 동사 2024년 영업이익률도 10%대로 회복할 것으로 예상된다. 2024년은 수주증가와 이익률 회복이 동시에 진행되며 예상 EPS 기준 PER 17.0배로 Valuation에 대한 매력ity가 돋보이는 시기가 될 것으로 기대한다.

또한 경쟁사가 제한된 시장에서 동사가 가진 양극재 소성장비에 대한 경쟁력은 동종업체 대비 프리미엄을 받을 수 있는 부분이다. 동사는 국내 양극재 시장에서 50% 이상의 점유율을 확보하고 있으며, 글로벌 선도업체인 일본 노리다케와 경쟁이 가능한 유일한 기업이다.

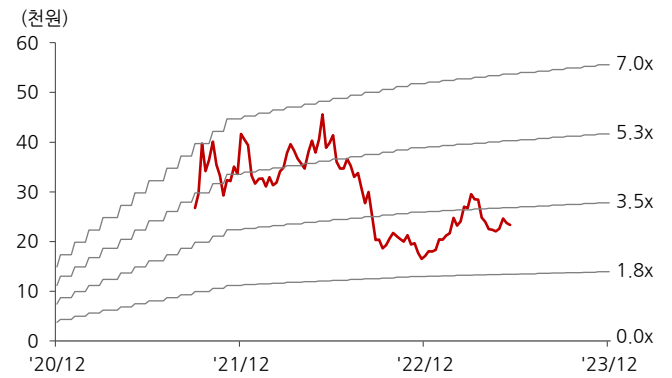
2014년부터 주요 2차전지 소재업체에 대한 레퍼런스를 다수 확보한 만큼, 양극재 소성장비 시장에서의 높은 경쟁력은 동사 Valuation 프리미엄으로 이어질 가능성이 높다.

12m fw PER Band



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

12m fw PBR Band



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 경쟁사 밸류에이션

기업명	시총 (억원)	매출액(억원)		영업이익(억원)		P/E(배)		P/B(배)		ROE(%)	
		22	23E	22	23E	22	23E	22	23E	22	23E
운성에프앤씨	14,873	2,103	N/A	321	N/A	11.8	N/A	2.6	N/A	29.1	N/A
피엔티	12,781	4,178	6,174	778	1,017	16.4	16.4	4.0	3.4	29.1	26.1
씨아이에스	9,307	1,594	1,785	78	213	47.4	45.5	4.1	4.5	9.0	11.1
하나기술	5,336	1,139	2,208	112	263	268.2	25.5	5.4	5.6	2.1	25.9
원익피앤이	4,071	2,888	3,637	40	291	42.0	17.8	3.0	2.7	2.3	16.7
코원테크	3,667	2,012	3,545	148	454	46.7	16.5	1.8	2.4	4.3	16.3
원준	3,566	1,432	1,500	109	140	16.4	27.7	2.2	2.9	14.6	11.0
티에스아이	2,863	1,488	2,753	49	253	52.6	23.4	3.7	4.1	7.3	21.8
평균						62.7	24.7	3.4	3.7		

자료: Quantwise, 컨센서스 기준, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

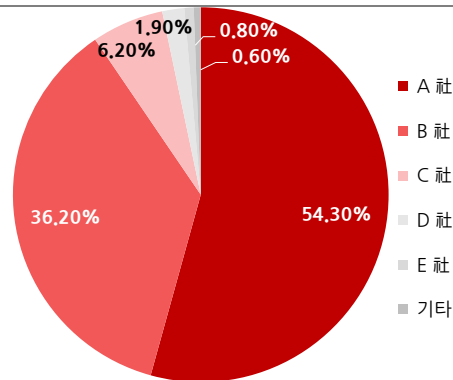
1 매출처 편중에 따른 위험

양극재 기업 매출 편중,
향후 사업 다각화 지켜볼 필요

원준의 열처리 장비는 소수의 거래처 주문 생산방식으로 제작되며, 특정 매출처에 대한 매출의 집중도가 높다. 동사 2023년 1분기 매출액 기준 포스코퓨처엠의 비중이 50% 이상으로 추정된다. 특히 동사 주력 제품인 소성로는 대형장비로, 특정 시기에 적극적으로 증설을 진행하는 고객사가 높은 비중을 차지한다. 이에 주요 매출처에 대한 점유율 하락이 발생할 경우 동사 영업실적에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

이러한 매출 의존도는 2차전지 value chain 상의 특성에 의한 것으로, 매출처가 양극재 생산업체에 국한되어 있기 때문이다. 동사는 매출 구조 개선을 위해 2020년 독일 관계회사 ONEJOON GmbH를 통해 Eisenmann Thermal Solutions를 인수하여 음극재, 탄소섬유 및 연료전지 등의 신규 분야로 확대하고 있다. 따라서 중장기적으로 양극재에 국한된 매출 구조가 지속적으로 개선될 가능성을 지켜볼 필요가 있다.

주요 매출처 현황

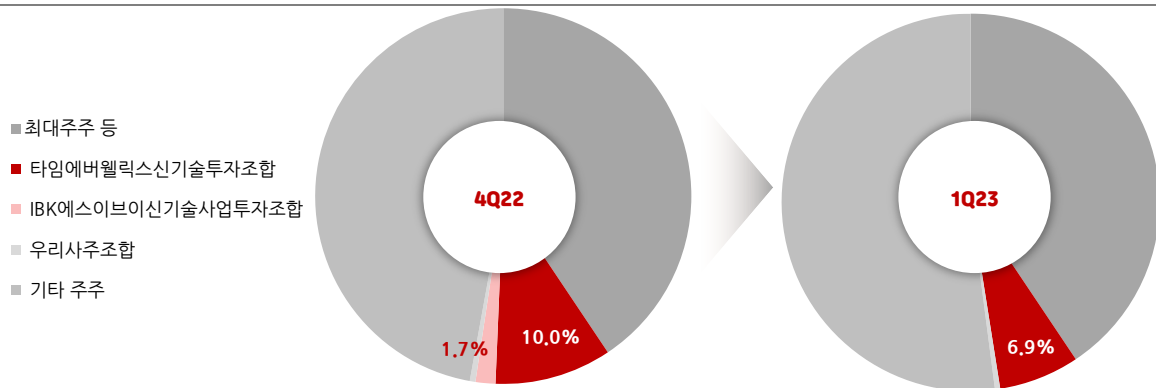


자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 오버행 부담은 감소

동사는 2021년 상장 이후 아직 해소되지 않은 타임에버웰릭스신기술투자조합의 지분 6.9%(1,035,500주) 규모의 오버행 물량이 남아있다. 그러나 이는 상장 초(총 투자조합 지분 40%)와 2022년 4분기(총 투자조합 지분 11.8%: 타임에버웰릭스신기술투자조합 10.0%, IBK에스이브이신기술사업투자조합 1.7%)대비 현저하게 줄어든 수준으로, 오버행 부담은 다소 감소했다고 판단한다.

투자조합 지분 변동



자료: 원준, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	621	1,432	1,500	2,300	2,700
증가율(%)	-3.0	130.6	4.7	53.3	17.4
매출원가	455	1,257	1,268	1,902	2,187
매출원가율(%)	73.3	87.8	84.5	82.7	81.0
매출총이익	166	175	233	398	513
매출이익률(%)	26.7	12.2	15.5	17.3	19.0
판매관리비	42	66	93	168	211
판매비율(%)	6.8	4.6	6.2	7.3	7.8
EBITDA	129	117	151	245	323
EBITDA 이익률(%)	20.7	8.2	10.1	10.7	12.0
증가율(%)	9,136.9	-8.8	28.8	62.4	31.8
영업이익	123	109	140	230	302
영업이익률(%)	19.9	7.6	9.3	10.0	11.2
증가율(%)	흑전	-11.8	28.1	64.8	31.4
영업외손익	-33	15	15	22	17
금융수익	8	65	22	26	23
금융비용	40	14	7	5	6
기타영업외손익	-1	-36	0	0	0
종속/관계기업관련손익	-3	59	10	18	25
세전계속사업이익	87	182	165	270	344
증가율(%)	62.7	108.4	-9.8	63.9	27.7
법인세비용	20	31	36	59	76
계속사업이익	67	152	128	210	269
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	67	152	128	210	269
당기순이익률(%)	10.8	10.6	8.6	9.1	10.0
증가율(%)	52.0	126.3	-15.5	63.9	27.7
지배주주지분 순이익	67	152	128	210	269

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	-84	-91	119	287	232
당기순이익	67	152	128	210	269
유형자산 상각비	5	8	11	15	21
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
외환손익	1	6	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-160	-189	-11	79	-33
기타	3	-68	-10	-18	-26
투자활동으로인한현금흐름	-429	143	-27	-271	-173
투자자산의 감소(증가)	0	0	-7	-179	-73
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-4	-14	-40	-65
기타	-427	147	-6	-52	-35
재무활동으로인한현금흐름	536	-3	-35	-41	-43
차입금의 증가(감소)	-100	0	-5	-10	-5
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	636	0	0	0	0
배당금	0	0	-30	-30	-38
기타	0	-3	0	-1	0
기타현금흐름	2	-5	0	0	0
현금의증가(감소)	26	44	57	-25	16
기초현금	237	263	307	364	339
기말현금	263	307	364	339	355

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,125	1,066	1,159	1,320	1,506
현금성자산	263	307	364	339	355
단기투자자산	429	142	149	201	236
매출채권	14	18	19	29	34
재고자산	104	284	298	372	437
기타유동자산	315	314	329	378	444
비유동자산	338	508	527	748	890
유형자산	115	125	128	153	198
무형자산	8	25	24	23	22
투자자산	205	352	369	566	664
기타비유동자산	10	6	6	6	6
자산총계	1,464	1,573	1,685	2,068	2,396
유동부채	419	409	428	652	764
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	56	204	214	328	385
기타유동부채	363	205	214	324	379
비유동부채	84	50	45	31	24
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	50	43	38	23	16
기타비유동부채	34	7	7	8	8
부채총계	502	459	473	683	788
지배주주지분	961	1,114	1,212	1,385	1,608
자본금	5	15	15	15	15
자본잉여금	635	625	625	625	625
자본조정 등	-3	-3	-3	-3	-3
기타포괄이익누계액	3	5	5	5	5
이익잉여금	321	473	571	743	966
자본총계	961	1,114	1,212	1,385	1,608

주요투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
P/E(배)	64.0	16.4	27.7	17.0	13.3
P/B(배)	5.3	2.2	2.9	2.6	2.2
P/S(배)	6.9	1.7	2.4	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	34.6	17.9	20.6	12.5	9.3
배당수익률(%)	0.0	1.2	0.9	1.1	1.3
EPS(원)	525	1,008	844	1,377	1,759
BPS(원)	6,382	7,400	7,939	9,068	10,529
SPS(원)	4,862	9,508	9,861	15,061	17,680
DPS(원)	0	200	200	250	300
수익성(%)					
ROE	11.0	14.6	11.0	16.2	18.0
ROA	6.3	10.0	7.9	11.2	12.0
ROIC	172.4	38.4	28.7	50.5	65.6
안정성(%)					
유동비율	268.7	260.6	270.7	202.3	197.1
부채비율	52.3	41.2	39.0	49.3	49.0
순차입금비율	-63.1	-34.5	-37.4	-35.4	-34.0
이자보상배율	46.6	86.5	133.2	249.7	380.4
활동성(%)					
총자산회전율	0.6	0.9	0.9	1.2	1.2
매출채권회전율	64.3	88.6	80.4	95.1	84.8
재고자산회전율	9.1	7.4	5.2	6.9	6.7

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.