

삼영 003720

탐방노트: 쇼티지 + 전장화가 진행중인 캐파시터 필름

● 전기전자/IT부품장비
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

[회사개요]

삼영은 1958년 설립된 대한민국 1호 화학기업으로 필름형 박막 콘덴서(전류안정화장치, 축전기) 소재인 캐파시터 필름의 국내 유일 개발 및 생산 기업. 캐파시터 필름은 회로에 흐르는 전류를 일시적으로 저장하는 역할과 노이즈를 걸러주는 역할을 하는 전자부품으로 현재 글로벌 캐파시터 필름 시장은 상위 소수 기업이 독과점 중. 이 중 동사의 시장 점유율은 약 10%로 글로벌 3위 수준(1위 도레이(일), 2위 왕자제지(일본)).

[투자 포인트]

1) 쇼티지가 발생한 캐파시터 필름, 올라가는 단가: 캐파시터 필름은 전기차에 들어가는 인버터에 탑재되기 시작하면서 쇼티지가 발생. 이는 글로벌 1위 기업인 도레이가 늘어나는 수요+수율 이슈로 생산라인을 전부 전기차 필름용으로 전환했기 때문(전기차에는 2.3 μ m~3.5 μ m의 얇은 캐파시터 필름이 사용되는데 얇은 필름을 생산할수록 수율 문제로 생산량이 감소). 현재 전기차에 들어가는 캐파시터 필름은 도레이가 90% 이상, 나머지를 왕자제지가 대응 중. 쇼티지 발생에 따라 캐파시터 필름단가는 '21년 4,321원/kg에서 1Q23 기준 5,844원/kg로 상승(그림6). 같은 기간 동사의 캐파시터 필름 매출액(그림5)은 같은 CAPA로 연평균 30% 이상 성장('21년 314.4억 → '22년 406.2억 → 1Q23 119.3억원)을 기록 중. 캐파시터 필름의 쇼티지는 단기간 내 해소되기 어려울 전망. 이는 1) 전기차용 캐파시터 필름 수요가 계속 증가하고 있으며 2) 캐파시터 필름 생산 장비 대응 가능 업체의 부족으로 리드 타임이 3년 이상으로 증가했기 때문. 이에 따라 당사는 향후 캐파시터 필름단가의 지속 상승을 예상

2) 전장용 공급 시작과 지속될 증설: 전장용으로 동사는 2019년부터 국책과제를 통해 전기차용 2.3 μ m이하 캐파시터 필름 개발을 완료. 현재는 국내 완성차 업체향 쉘 테스트가 통과한 상황으로 2024년 하이브리드 모델을 시작으로 점진적인 모델 확산을 기대. 이에 더해 유럽 완성차 업체향 2차 테스트가 진행 중. 예정대로 쉘 테스트 통과 시 유럽 완성차 BEV향으로도 연내 공급 시작이 가능할 전망. 기술적으로는 한국자동차연구원의 개발 의뢰로 초박막(2.0 μ m 이하) 필름 개발과 양산화 체계 구축을 진행 중.

동사는 2021년 6월 270억원 규모의 친환경 전기차용 초박막 캐파시터 필름 투자를 발표. 해당 라인은 올해 4월 증설이 완료, 수율이슈로 본격 양산이 지연되었으나 7월말~8월초 내 본가동이 시작될 예정. 동사는 기존에 보유한 3개의 생산라인으로 월 550t의 캐파시터 필름을 생산. 이번 신규라인으로 하반기부터 총 950t 규모의 캐파시터 필름 생산(월400t 추가)이 가능할 전망. 또한 업계 전반적인 쇼티지가 심화와 동사의 본격적인 전장 진입을 고려했을 때 초과 수요를 대응하기 위해 동사의 추가 증설 가능성도 존재

3) 적자사업부 중단 + 자회사 턱어라운드: 동사는 작년 CPP필름, PE랩, 우유팩 사업부에서 약 60억원의 적자가 발생. 이는 1) CPP필름이나 랩의 경우 투자를 진행하지 않아 보유하고 있는 기계의 노후화로 타업체의 신라인 대비 경쟁력이 떨어지고 2) 원재료 가격이 많이 올랐기 때문. 동사는 해당 사업부의 가동 중단을 결정. 이에 따라 CPP필름은 작년 연말, PE랩의 경우 2Q23부터 가동을 중단. 우유팩사업부도 하반기 내 중단 예정. 또한 동사의 주요 자회사인 삼영중공업의 경우 지속적인 적자사업부였으나 작년말 단가 인상에 성공해 1Q23 기준 실적 턱어라운드(영업이익 4억원)에 성공. 적자사업부의 정리와 자회사의 실적 턱어라운드로 올해부터는 캐패시터 필름을 통한 안정적인 실적 성장이 가능할 전망

[실적 전망 및 결론]

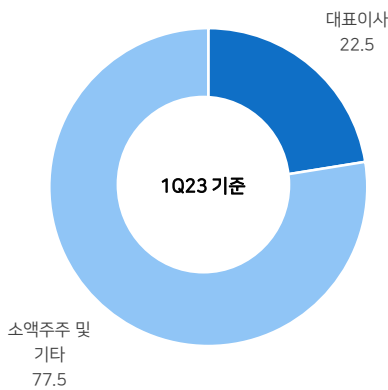
2023년은 적자사업부 중단 및 하반기 신규라인 가동을 통한 안정적인 실적 성장 예상. 이에 더해 동사의 본격적인 질적+양적 성장은 2024년부터 시작될 전망. 이는 1) 본격적인 전기차량 공급 확대(2024년 기준 캐패시터 필름 내 18% 추정)와 함께 2) 전기차용 필름단가가 일반용 대비 3~5배 높기 때문에 유의미한 믹스 개선 효과가 기대되기 때문. 일반용도 지속적인 쏠티지로 인해 지속적인 단가 상승 가능성이 존재. 현재도 동사 기준 캐패시터 필름이 고마진 사업이라는 점에서, 캐패시터 필름의 공급 확대와 함께 전사 실적의 동반 성장이 가능할 전망. 동사 현 주가는 당사 추정치 기준 2024년 PER 8.8배에 거래 중으로 실적 성장을 통한 밸류에이션 리레이팅도 가능할 전망. 사업체질 변화와 향후 성장성을 감안한 재평가가 필요한 시점

표1 삼영 실적 전망 (메리츠 추정)

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	133.3	147.8	161.8	179.7
YoY (%)	13.3	10.9	9.5	11.0
영업이익	2.6	1.0	9.1	18.9
YoY (%)	97.0	-60.0	771.4	108.2
영업이익률 (%)	2.0	0.7	5.6	10.5
지배주주순이익	3.5	2.7	8.0	17.3

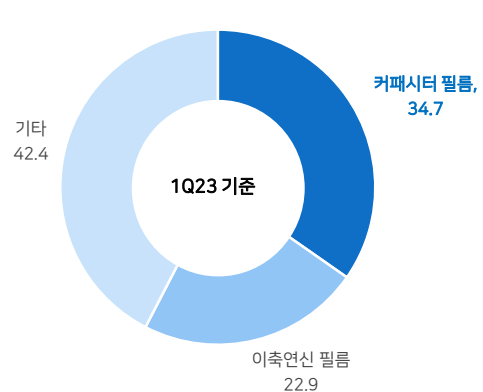
자료: 삼영, 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼영 주주 구성(1Q23 기준)



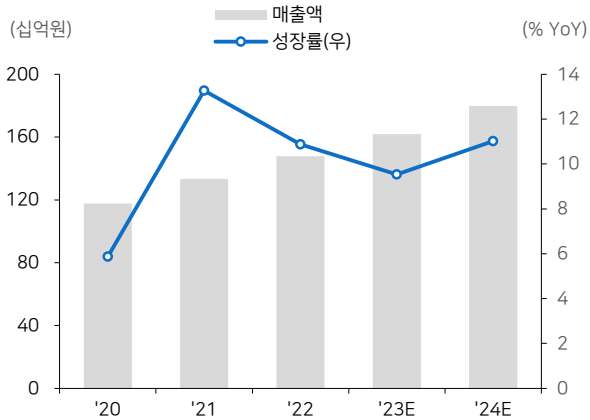
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼영 매출 비중(1Q23 기준)



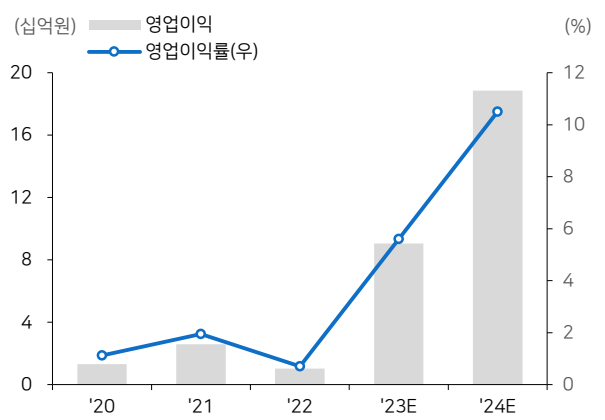
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼영 매출액 추이 및 전망



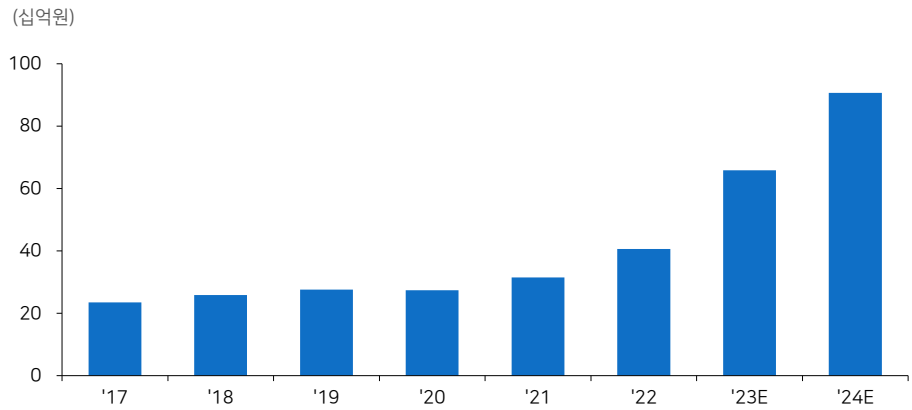
자료: 삼영, 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼영 영업이익의 추이 및 전망



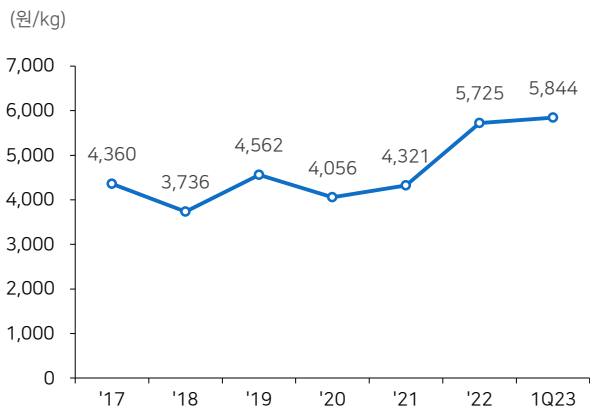
자료: 삼영, 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼영 캐파시터 필름 매출액 추이 및 전망



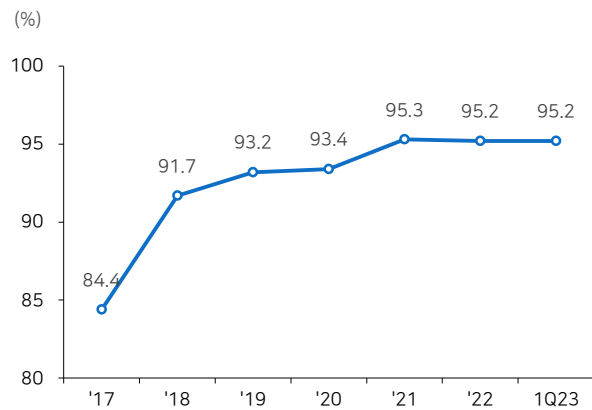
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림6 캐파시터 필름 단가 추이



자료: 삼영, 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼영 캐파시터 필름 가동률 추이



자료: 삼영, 메리츠증권 리서치센터

구분	내용
투자목적	친환경 전기차용 초박막 캐패시터필름 생산라인 투자
투자금액(원)	27,000,000,000원
자기자본대비(%)	59.2
투자 시작일	2021. 6. 29
투자 종료일	2023. 4. 30

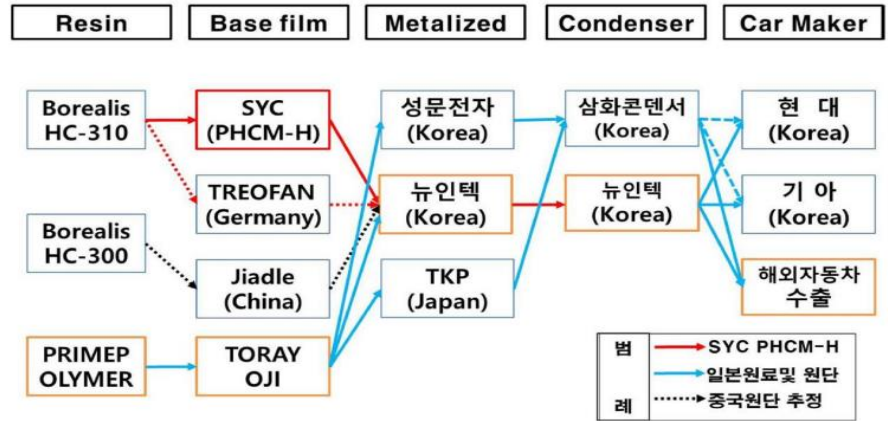
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림8 도레이의 전기차용 초박막 캐패시터 필름



자료: Toray

그림9 캐패시터 필름 유통 경로



자료: 삼영

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 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 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.