파워로직스(047310)

Analyst

이우리 02) 2009-7082

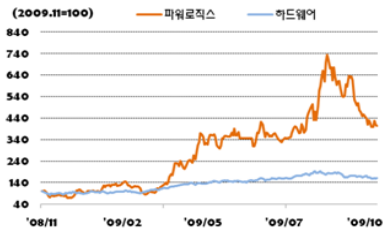
wrlee@leading.co.kr

BMS부문 성장동력 꿈틀

2009년 11월 13일

적정주가	**14,700원**
현재가(11/12)	**9,170원**
투자의견	**매수(Initiation)**
상장주수	19,491 (천주)
자본금	68 (억원)
액면가	500 (원)
시가총액	1,787 (억원)
외국인지분	2.65 (%)
52주 최고가	16,850 (원)
52주 최저가	1,550 (원)
거래량(60일 평균)	1,740,404 (주)
거래대금(60일 평균)	217.32 (억원)
KOSDAQ	482.70 (pt)
주가수익률	
1개월	-36.98 (%)
12개월	298.70 (%)

산업 / 파워로직스 상대주가 추이



□ 소형 2차전지 보호회로(PCM) 세계점유율 1위 업체

동사는 소형 2차전지 보호회로(PCM) 세계 시장점유율 1위 업체이다. 본사 및 해외공장을 합쳐 연 5억 3천만개의 생산능력을 보유하고 있으며 전세계 PCM의 28%를 공급하고 있다. 주요 제품군으로 PCM, SM(Smart Module), CM(Camera Module), AMOLED가 있으며 올해 상반기 기준 매출 비중은 PCM 49%, SM 17%, CM 25%, AMOLED 6%이다. 주요 고객사로 삼성전자, 노키아 등의 글로벌 메이저 휴대폰 업체, 2차 전지 셀메이커인 삼성SDI, LG화학, 역신전자, BYD 등이 있다. 노트북용 보호회로에서는 레노버, 델, HP, 삼성전자, LG전자 등이 있다.

□ 리스크요인 제거 및 BMS사업 부문 활성화

탑엔지니어링 피인수를 통해 2007년 이후로 지속적으로 제기되었던 경영권 불안 요인이 제거되었다. 향후 증자 자금으로 BMS 사업부문의 신규라인 투자 외 차입금 상환을 우선적으로 시행하여 재무구조를 개선하겠다는 의지를 보여주고 있다. 더불어 향후 적자 부문 계열사의 지분 정리 및 환관리를 통해 비경상손실을 축소하려는 계획이다. 특히 신성장동력으로 꼽히는 BMS사업 부문에서의 선진입(2000년) 후 한전 및 도로공사에 UPS용 BMS 납품, 전기자동차 전문업체 CT&T에 EV용 BMS납품, SK에너지와 HEV용 BMS 개발완료 및 시제품 납품을 시작하는 등의 성과를 보이고 있다. 내년 하반기에 신규 생산라인 완공 후 BMS 매출 본격화가 기대된다.

□ 적정주가 14,700원, '매수' 의견 제시

파워로직스의 목표주가를 14,700원(Forward EPS 898원, PER 16.4배)으로 제시한다. 국내 유일 경쟁업체인 N社의 평균 PER 36.2배, current PER 66배 수준과의 현격한 차이를 감안하여 과거 4개년 평균 PER 중 주가가 최고점이었을 때의 PER 13.7배에 20% 할증한 16.4배를 적용하였다. 보통 3분기 실적이 peak이지만 올해 3사분기에 환율영향으로 이익이 매우 저조한 수준이다. 하지만 환율안정화 및 원가절감노력으로 내년부터는 정상적인 이익수준을 회복할 수 있을 것으로 기대된다. 내년 BMS사업부문 생산라인의 투자가 마무리되어 본격적인 매출이 발생할 경우 소형 IT기기 PCM, CM사업의 한계를 뛰어넘을 수 있을 것으로 판단된다.

[도표] 파워로직스 – 영업실적 및 투자지표 요약

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2006									
2007	1,517	-36	-145	-162	-1,246	NR	-	1.0	-18.0
2008	2,323	190	-387	-379	-2,894	NR	19.6	2.2	-58.2
2009E	3,000	200	110	100	513	18.0	-	1.5	12.2
2010E	4,000	280	260	250	1,283	7.2	-	1.5	30.5

자료 : 파워로직스, 리딩투자증권 리서치센터

▪ 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
▪ 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
▪ 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

소형 2차전지 보호회로(PCM) 세계점유율 1위 업체

소형 2차전지 보호회로 세계 MS 1위 업체

동사는 소형 2차전지 보호회로(PCM: Protection Circuit Module)의 세계 시장 점유율 1위 업체로서 본사 및 해외공장을 합쳐 연 5억 3천만개의 생산능력을 보유하고 있으며 전세계 PCM의 28%를 공급하고 있다. 주요 제품군은 PCM, SM(Smart Module), CM(Camera Module), AMOLED가 있으며 올해 상반기 기준 매출 비중은 PCM 49%, SM 17%, CM 25%, AMOLED 6%이다. 주요 고객사로 삼성전자, 노키아 등의 글로벌 메이저 휴대폰 업체, 2차 전지 셀 셀메이커인 삼성SDI, LG화학, 역신전자, BYD 등이 있다. 노트북용 보호회로에서는 레노버, 델, HP, 삼성전자, LG전자 등이 있다. 1999년 본격적으로 2차전지 보호회로 사업을 시작한 이래로 단가인하 압력(SM의 경우 매년 10~15%) 및 원자재 가격 상승과 같은 영업환경을 극복하기 위해 생산능력 확충 및 해외 생산기지를 확대해 규모의 경제를 이루었다. 2004년 하반기부터 PCM 사업 이외에 SM, CM사업, BMS사업 등의 신규사업으로 사업을 다각화하였다. 특히 동사의 성장동력으로 인식되는 BMS의 경우 현재 개발을 완료하고 국내외 셀 제조사 및 완성차업체와 실사 테스트를 진행 중에 있다. 향후 HEV/EV의 상용화와 더불어 그 성장속도가 가속화될 전망이다.

핵심 부품 수직 계열화를 통해 원가 경쟁력 확보

PCM은 리튬이온 2차전지의 과충전, 과방전 등을 차단 제어함으로써 전지의 안전성을 향상시키기 위한 전자회로 부품으로서 모바일 IT기기인 휴대폰, PDA, 노트북, 캠코더, 휴대용 게임기 등에 사용되는 배터리의 폭발을 방지하고 모바일 IT기기의 성능향상을 위해 2차 전지에 채용되는 필수 부품이다. SM(Smart Module)은 휴대용 전자제품의 배터리 잔량을 시간단위로 수치화한 데이터를 제공하며 주로 노트북이나 캠코더에 apply된다. 동사는 PCM의 주요부품인 POC(One Chip) 및 PCB 등을 자회사인 아이템반도체와 쏠텍을 통해 공급받고 있어 경쟁업체 대비 원가경쟁력을 확보하고 있다. 또한 PCM, SM의 불량률을 검사하는 Test장비를 자체 제작하는 기술을 통해 지속적인 원가절감을 이루어 OPM 10% 이상 유지 목표로 꾸준히 노력하고 있다.

리스크 요인 제거

탑엔지니어링 피인수를 통한 경영권 안정

지난 30일 탑엔지니어링이 파워로직스 유상신주 141만주 취득(지분율 20.7%)을 통해 최대주주로 등극함으로써 2007년부터 지속적으로 동사의 꼬리표로 따라다니던 경영권 불안 요인이 해소되었다고 보여진다. 탑엔지니어링의 장비기술과 안정적인 재무구조는 동사의 중대형 BMS사업을 추진함에 있어서 큰 도움이 될 수 있을 것으로 전망된다. 탑엔지니어링의 시스템 개발능력으로 생산장비 효율화를 통해 원가절감 및 생산성 향상을 이룰 수 있다는 점도 긍정적이다. 무엇보다도 경영권 불안 탓에 저평가되었던 주가 수준을 회복시킬 수 있는 factor로서 시너지 요인으로 판단된다.

차입금 상환을 통한 재무구조 개선과 BMS부문 투자

동사의 차입금 규모는 1,000~1,100억원대 수준으로 그 중 엔화 차입금이 50.5억엔, 달러 차입금 1,400만불 정도이다. 유상증자를 통해 환입된 자금으로 차입금을 상환(11/4일 136억원, 11/6일 20억원 차입금 상환)하고 나머지 금액은 BMS사업을 위한 신규 생산라인 투자(150억원) 및 PCM/SM 라인 업그레이드 및 운영자금으로 쓰일 예정이다. 장기차입금은 약 400~500억원 수준으로 2013년 상환 만기까지 지속적인 상환을 통해 부채비율을 100% 이하로 개선하겠다는 계획이다.

신성장동력인 BMS사업 부문

BMS사업

리튬 셀의 수명과 에너지 효율을 안전하게 극대화하기 위해서는 몇 가지 정교한 전자부품이 필요하다. BMS(Battery Management System)는 배터리의 상태를 모니터링하여 최적의 조건에서 사용할 수 있도록 배터리 시스템을 자동 관리하고, 배터리 교체시기 예측 및 문제 배터리를 사전 발견하는 관리 시스템이다. 기존 소형 IT기기 등에 장착되던 리튬 이온 2차 전지의 중대형화 기술이 발전하면서 HEV/EV용 자동차 산업의 폭발적인 성장과 함께 HEV/EV용 배터리 및 배터리 관련 부품의 성장도 가속화될 전망이다. 동사의 BMS는 Over/Under Voltage, Over Current, Over Temperature 등에서 배터리를 보호하는 기능과 제어기술, 충·방전 제어 및 다양한 System Interface(CAN, RS232 등)을 제공한다. 이와 같은 BMS는 전기자전거(7S, 10S), 전기스쿠터(13S, 14S), NEV & LSV(Neighborhood Electric Vehicle & Low Speed Vehicle; 20S)와 더 나아가 HEV/EV(40S~88S), HEV/EV Bus(176S), UPS(Uninterruptible Power Supply, 192V, 240V) 등에 적용된다.

SK에너지에 시제품 납품 등 BMS사업 부문에서의 가시적 성과

동사는 SKE와 리튬 이온 전지 88cell HEV용 BMS 개발을 완료하고 7월부터 시제품 납품을 시작했다. 현재 국내 HEV/EV 및 셀 메이커와 부품업체의 경우 삼성SDI는 자회사인 SB리모티브를 통해, LG화학은 LG이노텍을 통해, 현대차의 경우 현대모비스를 통해 HEV/EV용 부품을 공급받고 있는 실정이다. 이러한 상황으로 봤을 때 동사와 SKE와의 협력은 의미 있다고 볼 수 있다. 동사는 한전과 도로공사에 UPS용 BMS 납품, 09년 국내 전기 자동차 기업인 CT&T로의 EV용 BMS 납품 등과 같은 가시적인 성과를 통해 BMS사업 부문에서 조금씩 수익성을 확보하고 있다. 또한 유상증자 자금 환입액 중 150억원을 투자해 내년 하반기에 생산 라인을 구축할 예정이다.

매출 추정 및 Valuation

환율영향으로 3Q 영업이익 저조

동사의 09년 3사분기 예상 매출액은 전년동기 대비 16% 상승한 915억원, 영업이익은 전년동기 대비 80% 하락한 20억원 수준에 머무를 것으로 추정된다. 3사분기의 저조한 영업이익은 엔화 환율 상승 영향에서 비롯되었다. 지분법 평가 손실(PLA: 투자주식평가손 및 재고감액, 쏠텍 24억원: 상반기 영업적자 및 엔화 차입금 평가손 반영)로 순이익에 마이너스 요인이 되었다. 하지만 환율안정화 및 원가절감 노력으로 내년부터는 정상적인 이익 수준을 회복할 수 있을 것으로 기대된다.

09년 예상 매출액 3,000억원(+29.1%, y/y), 영업이익 200억원(5.2%, y/y)

동사는 추후에 손익구조 개선을 위해 관계사 지분 정리 계획을 가지고 있으며 수출 비중 75% 이상으로 매출의 70%가 외화매출(달러) 비중이고, 70~80%를 차지하고 있는 원부자재 매입시 모두 엔화로 결제하여 환율 변동에 민감하게 반응하는 사업구조상 환헷징을 통한 이익 보전을 해 나갈 계획이다. 2009년 예상 실적은 매출액 3,000억원(+29.1%, y/y), 영업이익 200억원(+5.2%, y/y) 수준으로 예상된다. 2010년도 실적은 매출액 4,000억원, 영업이익 280~300억원(OPM 7~8%)정도로 추정된다(2010년 예상 환율 1,100원 적용).

[표1] 파워로직스 예상 실적

	2008	1Q09	2Q09	3Q09(E)	4Q09(E)	2009E	2010E
매출액(억원)	2,323	602	818	915	665	3,000	4,000
y/y	53.2%	50.8%	54.0%	16.0%	10.4%	29.0%	33.3%
영업이익(억원)	190	64	73	20	43	200	280~300
y/y	흑전	505.4%	175.3%	-80.0%	-20.3%	5.0%	47.4%~57.9%
OPM(%)	8.2%	10.6%	8.9%	2.2%	6.5%	6.7%	7~8%
순이익(억원)	-38	19	45	10	26	100	250

자료: 파워로직스, 리딩투자증권 리서치센터

[표2] 파워로직스 Valuation

항목		비고
2009F EPS(원)	513	가중치 1개월
2010F EPS(원)	1,283	가중치 11개월
Forward EPS(원)	898	①
적용 PER(배)	16.4	②
적정주가(원)	14,763	①x②

자료: 리딩투자증권 리서치센터

파워로직스 적정주가 14,700원으로 '매수' 의견 제시

파워로직스의 목표주가를 14,700원(Forward EPS 898원, PER 16.4배)으로 제시한다. 국내 유일 경쟁업체인 N社의 평균 PER 36.2배, current PER 66배 수준과의 현격한 차이를 감안하여 과거 4개년 평균 PER 중 주가가 최고점이었을 때의 PER 13.7배에 20% 할증한 16.4배를 적용하였다. 보통 3분기 실적이 peak이지만 올해 3Q에는 엔화환율 영향으로 영업이익이 대폭 줄어들었다. 지분법 손실 반영 등으로 순이익 또한 저조한 수준이지만, 환율안정화 및 원가절감 노력 등으로 내년부터는 정상적인 이익수준을 회복할 수 있을 것으로 기대된다. 내년 BMS사업부문 생산라인의 투자가 마무리되어 본격적인 매출이 발생할 경우 소형 IT기기 PCM, CM의 한계를 뛰어넘을 수 있을 것으로 판단된다. 기존 PCM부문의 세계 Top 시장점유율과 기술경쟁력을 확보하였고 넷북이나 휴대폰 시장의 성장이 꾸준한 점도 긍정적이다. 09년 6월말 외환은행과 체결한 선물환 거래 관련 소송 및 이자비용 부담, 차입규모 과다는 리스크 요인으로 평가되지만 탑엔지니어링 피인수를 통한 경영권 안정 및 재무구조 개선 의지로 주가에 프리미엄을 줄 수 있는 여지가 충분하다.

투자의견 및 목표주가 변경

일자	의견	적정주가	일자	의견	적정주가
09.11.13	매수	14,700원			

▪ 기업 분석 투자등급(향후 6개월 기준)
STRONG BUY (적극매수): 시장지수대비 +20% 이상 수익률 기대
BUY (매수): 시장지수대비 +10% ~ +20% 수익률 기대
HOLD (보유): 시장지수대비 -10% ~ +10% 수익률 기대
SELL (매도): 시장지수대비 -10% 이하 수익률 기대

▪ 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 이우리)
▪ 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
▪ 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다