

티에스아이 (277880)

신석환

seokhwan.shin@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

15,000

유지

현재주가

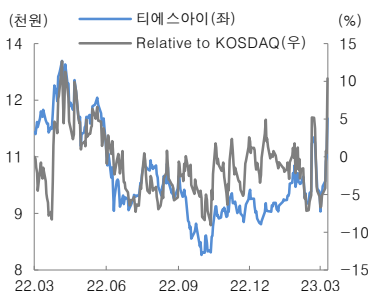
11,850

(23.03.23)

스몰캡업종

| | |
|-------------|------------------|
| KOSDAQ | 812.19 |
| 시가총액 | 225십억원 |
| 시가총액비중 | 0.07% |
| 자본금(보통주) | 10십억원 |
| 52주 최고/최저 | 13,500원 / 7,930원 |
| 120일 평균거래대금 | 27억원 |
| 외국인지분율 | 2.40% |
| 주요주주 | 인디에너지자산운용 41.18% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | 22.2 | 32.0 | 23.7 | -0.8 |
| 상대수익률 | 17.8 | 12.3 | 11.1 | 13.6 |



믹싱장비의 본격적인 성장이 시작된다

- 수주잔고는 22년말 2,549억원으로 전년대비 1,546억원 증가 기록
- 고객사 장비 발주 타임라인에 따라 23년도 신규 수주액 3,000억원 이상 추정
- 작년 수주의 대부분이 상반기 매출로 인식(1H23 매출액 1,755억원 전망)

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 15,000원 유지

목표주가는 2023년 EPS 978원에 목표 P/E 15.7배(국내 2차전지 장비업체 평균 P/E)를 적용하여 산출. 동사는 2차전지 믹싱시스템(턴키)을 배터리사에 공급. 믹싱시스템은 전극공정에 해당하는 장비로 기술적 난이도가 높으며, 국내외 고객사의 대규모 발주가 예정되어 있어 추가적인 수주/실적 업사이드 존재

높은 믹싱장비 기술력과 늘어나는 수주잔고

수주잔고는 21년 말 1,003억원 → 22년 말 2,549억원으로 큰 폭의 성장 시현. 동사의 장비 리드타임(9~12개월)과 주요 고객사의 공장 가동 시점 감안 시, 23년에 대부분 매출로 인식될 전망. 특히 22년 수주잔고 물량 대부분이 23년 상반기내 매출로 반영(1H23 매출액 1,755억원 vs. 22년 매출액 1,488억원)

주요 고객사는 LG에너지솔루션, 삼성SDI, ACC이며, 매출의 대부분이 LG에너지솔루션에서 발생. 23년 신규 수주는 국내외 고객사의 대규모 발주 타임라인에 따라 3,000억원 이상으로 추정. 또한 전고체 배터리/수소연료전지 믹싱장비 기술 개발을 통해 중장기적 성장 모멘텀 확보

올해부터 실적 레벨이 달라진다

2023년 매출액 2,916억원(yoy +96%), 영업이익 280억원(yoy +468%), 영업이익률 9.6%(yoy +6.6%p)로 큰 폭의 성장 전망. 실적 성장 배경은 1) 국내 주요 고객사향 대규모 수주 확보, 2) 글로벌 고객사의 추가 양산 수주 예정, 3) 수익성이 담보된 수주를 통한 이익률 개선으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 61 | 46 | 67 | 149 | 292 |
| 영업이익 | 6 | -1 | 0 | 5 | 28 |
| 세전순이익 | -11 | -2 | 0 | 4 | 25 |
| 총당기순이익 | -12 | -2 | 1 | 3 | 19 |
| 지배지분순이익 | -12 | -2 | 1 | 3 | 19 |
| EPS | -1,708 | -192 | 63 | 142 | 978 |
| PER | -10.0 | -61.8 | 165.1 | 62.5 | 12.1 |
| BPS | 3,131 | 4,003 | 2,193 | 2,331 | 2,805 |
| PBR | 5.4 | 3.0 | 4.7 | 3.8 | 4.2 |
| ROE | -77.3 | -5.3 | 3.0 | 6.3 | 35.0 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

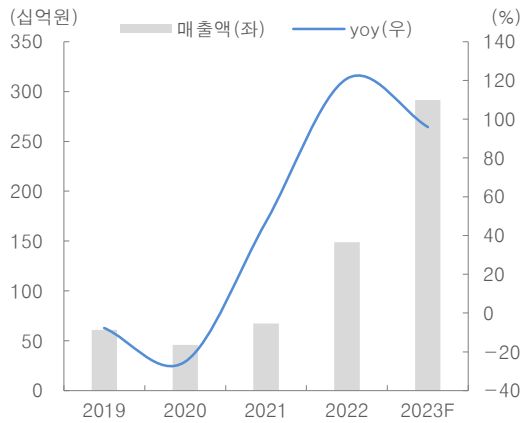
표 1. 티에스아이 실적 Table

(단위: 십억원)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23F | 2Q23F | 3Q23F | 4Q23F | 2021 | 2022 | 2023F |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 46.1 | 40.8 | 22.1 | 39.8 | 93.5 | 82.0 | 49.3 | 66.9 | 67.3 | 148.8 | 291.6 |
| 믹싱시스템 | 43.9 | 36.8 | 9.2 | 34.7 | 88.5 | 75.2 | 42.5 | 61.5 | 52.1 | 124.7 | 267.7 |
| 믹싱제작품 | 0.9 | 1.7 | 1.4 | 0.5 | 0.9 | 1.8 | 1.5 | 0.5 | 10.0 | 4.6 | 4.8 |
| 공사 및 기타 | 1.3 | 2.3 | 11.4 | 4.5 | 4.1 | 4.9 | 5.3 | 4.8 | 5.3 | 19.6 | 19.1 |
| 영업이익 | 3.8 | 0.1 | -2.2 | 3.2 | 8.9 | 7.5 | 4.5 | 7.0 | -0.1 | 4.9 | 28.0 |
| 영업이익률 | 8.3% | 0.2% | -9.8% | 8.0% | 9.5% | 9.2% | 9.1% | 10.5% | -0.2% | 3.3% | 9.6% |
| 당기순이익 | 1.3 | 4.4 | 2.2 | -4.8 | 4.7 | 4.8 | 3.8 | 5.6 | 1.2 | 3.1 | 19.0 |
| 당기순이익률 | 3% | 11% | 10% | -12% | 5% | 6% | 8% | 8% | 2% | 2% | 6% |
| 매출비중 | | | | | | | | | | | |
| 믹싱시스템 | 95% | 90% | 42% | 87% | 95% | 92% | 86% | 92% | 77% | 84% | 92% |
| 믹싱제작품 | 2% | 4% | 6% | 1% | 1% | 2% | 3% | 1% | 15% | 3% | 2% |
| 공사 및 기타 | 3% | 6% | 52% | 11% | 4% | 6% | 11% | 7% | 8% | 13% | 7% |
| 증감률(YoY, %) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 442.8 | 318.8 | 13.2 | 34.5 | 102.9 | 100.7 | 123.4 | 68.0 | 47.2 | 121.0 | 96.0 |
| 영업이익 | 흑전 | 흑전 | 적지 | 57.3 | 132.2 | 8,389.5 | 흑전 | 121.4 | 적지 | 흑전 | 467.8 |
| 당기순이익 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | -149.4 | 251.6 | 10.3 | 69.1 | 흑전 | 흑전 | 170.5 | 506.5 |
| 증감률(QoQ, %) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 56% | -11% | -46% | 80% | 135.0 | -12.4 | -39.8 | 35.5 | | | |
| 영업이익 | 90% | -98% | -2529% | 흑전 | 180.2 | -15.1 | -39.8 | 54.7 | | | |
| 당기순이익 | -86% | 224% | -49% | -316% | 흑전 | 1.8 | -21.7 | 47.9 | | | |

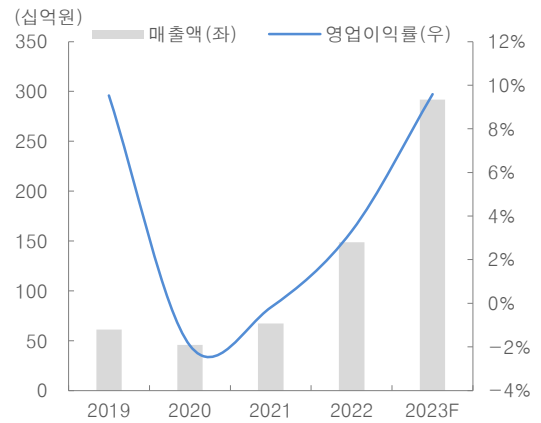
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 매출 및 증감률 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 매출액, 영업이익률 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 2. 티에스아이 Valuation Table

(단위: 원, 배, 십억원)

| | 2023F |
|------------------|---------------|
| 당기순이익(십억원) | 19.0 |
| 유통주식수(천주) | 19,527 |
| EPS(원) | 978 |
| Target P/E | 15.7 |
| 적정 시가총액(십억원) | 296.6 |
| 현재 시가총액(십억원) | 224.8 |
| 적정주가(원) | 15,189 |
| 목표주가(원) | 15,000 |
| 현재주가(원) | 11,850 |
| 현재 P/E | 12.2 |
| Upside Potential | 27% |

주1: 2023년 목표 P/E 는 국내 장비업체 평균 P/E 15.7배 적용

주2: 유통주식수는 3/27일 추가상장 물량으로 반영

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 티에스아이 수주공시 내역

(단위: 억원)

| 품목 | 계약일 | | 고객사 | 지역 | 금액 |
|-----------------|------------|------------|-----------|-------|--------------|
| | 시작 | 종료 | | | |
| 2차전지 막싱시스템 | 2022.06.24 | 2023.02.28 | - | - | 50 |
| | 2022.02.24 | 2023.04.30 | - | 폴란드 | 78.9 |
| | 2022.03.11 | 2023.04.30 | - | - | 47.0 |
| | 2022.03.21 | 2022.08.31 | 삼성 SDI | 헝가리 | 56.0 |
| | 2022.03.04 | 2025.03.03 | Verkor SA | 프랑스 | 85.7 |
| | 2022.04.01 | 2023.09.30 | 알제이씨홀딩스 | 미국 | 53.1 |
| | 2022.04.18 | 2024.06.30 | - | - | 208.4 |
| | 2022.04.22 | 2023.06.26 | ACC | 프랑스 | 173.6 |
| | 2022.06.04 | 2024.01.01 | - | - | 258.7 |
| | 2022.06.20 | 2023.07.15 | 알제이씨홀딩스 | 노르웨이 | 92.8 |
| | 2022.07.29 | 2024.01.30 | - | - | 205.0 |
| | 2022.10.11 | 2023.10.30 | - | - | 281.6 |
| | 2022.10.31 | 2024.10.15 | - | - | 331.0 |
| | 2022.11.15 | 2024.01.30 | ACC | 프랑스 | 250.3 |
| | 2022.12.07 | 2024.12.29 | - | - | 217.5 |
| | 2022.12.29 | 2024.12.29 | - | - | 241.0 |
| 2023.01.10 | 2023.08.25 | - | - | 103.6 | |
| 합산 수주 금액 | | | | | 2,734 |

주: 합산수주 금액은 2022년, 2023년도 발표된 수주 공시 내역 합산

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

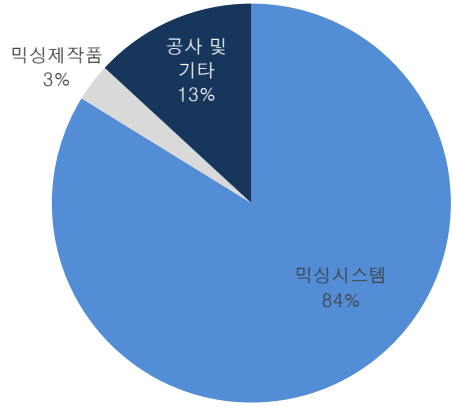
- 2차전지 전극공정내 믹싱장비 전문 업체
- 매출은 1) 믹싱 시스템, 2) 믹싱 저작용, 3) 공사 및 기타로 구성 주요 매출액은 믹싱 시스템에서 발생
- 자산 2,329억원 부채 1,878억원, 자본 451억원(2022년 12월 기준) (발행주식 수: 18,643,352 / 자기주식수: -)

주가 변동요인

- 국내 고객사 북미 캐파 증설에 따른 믹싱장비 수주
- 글로벌 고객사 양산 제품 수주

자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

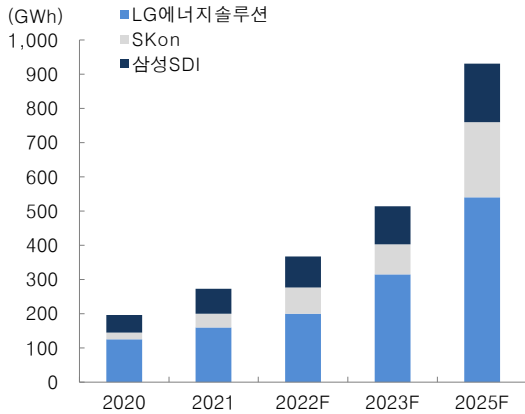
매출 비중



주: 매출액은 2022년 연간 기준
자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

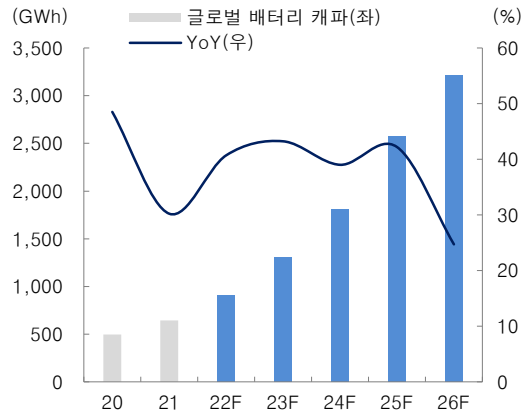
Earnings Driver

국내 배터리사 캐파



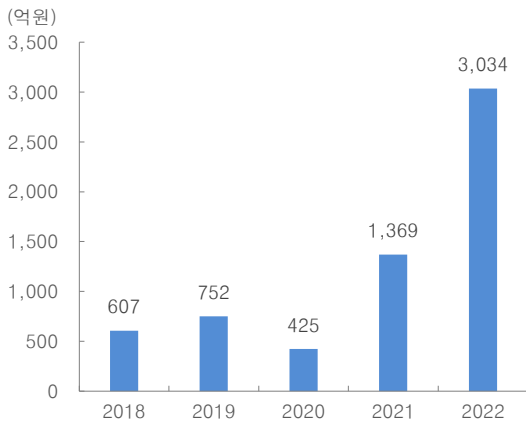
주: LG에너지솔루션 SKon, 삼성 SDI 합산 캐파
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

글로벌 배터리 캐파 전망



자료: SNE Research, 대신증권 Research Center

티에스아이 신규 수주 추이



자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

고객사 현황

연도별 주요 고객(End-User기준)

| | 2018 | 2021 | 2020 | 2021 | 2022 3Q |
|------------|-------|-------|--------|----------|----------|
| 1위 | 삼성SDI | LG화학 | LG화학 | LG에너지솔루션 | LG에너지솔루션 |
| 2위 | LG화학 | 삼성SDI | 삼성SDI | 삼성SDI | 삼성SDI |
| 3위 | BYD | 中化国际 | SK 에너지 | QCC | Vinfast |
| 상위3개사 매출비중 | 97% | 85% | 93% | 94% | 91% |

자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F |
| 매출액 | 61 | 46 | 67 | 149 | 292 |
| 매출원가 | 49 | 40 | 59 | 134 | 245 |
| 매출총이익 | 12 | 5 | 8 | 15 | 46 |
| 판매비와관리비 | 6 | 6 | 8 | 10 | 18 |
| 영업이익 | 6 | -1 | 0 | 5 | 28 |
| 영업외수익 | 9.6 | -1.9 | -0.2 | 3.3 | 9.6 |
| EBITDA | 6 | 0 | 1 | 7 | 31 |
| 영업외손익 | -16 | -1 | 1 | -1 | -3 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 0 | 0 | 1 | 7 | 2 |
| 외환관련이익 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 |
| 금융비용 | 16 | 0 | 2 | -8 | -2 |
| 외환관련손실 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -33 | -1 | -2 | 0 | -2 |
| 법인세비용차감전순이익 | -11 | -2 | 0 | 4 | 25 |
| 법인세비용 | 2 | 0 | -1 | -1 | -6 |
| 계속사업순이익 | -12 | -2 | 1 | 3 | 19 |
| 중단사업순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -12 | -2 | 1 | 3 | 19 |
| 당기순이익 | -19.8 | -3.5 | 1.7 | 1.8 | 6.5 |
| 비자비분손이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자비분손이익 | -12 | -2 | 1 | 3 | 19 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 포괄순이익 | -12 | -2 | 1 | 3 | 19 |
| 비자비분포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자비분포괄이익 | -12 | -2 | 1 | 3 | 19 |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배 %) | | | | |
|--------------|-------------|-------|-------|-------|--------|
| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F |
| EPS | -1,708 | -192 | 63 | 142 | 978 |
| PER | -10.0 | -61.8 | 165.1 | 62.5 | 12.1 |
| BPS | 3,131 | 4,003 | 2,193 | 2,331 | 2,805 |
| PBR | 5.4 | 3.0 | 4.7 | 3.8 | 4.2 |
| EBITDAPS | 892 | -24 | 35 | 401 | 1,324 |
| EV/EBITDA | 21.2 | NA | 362.1 | 31.1 | 8.1 |
| SPS | 4,203 | 2,699 | 3,632 | 8,001 | 12,572 |
| PSR | 2.0 | 2.2 | 2.9 | 1.1 | 0.9 |
| CFPS | 471 | 29 | 146 | 298 | 1,184 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| 재무비율 | (단위: 원 배 %) | | | | |
|----------|-------------|--------|--------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F |
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증/감 | -7.6 | -25.0 | 47.2 | 121.0 | 96.0 |
| 영업이익 증/감 | 14.9 | -115.1 | -85.5 | 흑전 | 467.8 |
| 순이익 증/감 | -667.2 | -86.7 | -171.6 | 129.2 | 615.8 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 43.7 | -3.2 | -0.7 | 4.3 | 21.8 |
| ROA | 13.0 | -1.4 | -0.1 | 3.3 | 13.1 |
| ROE | -77.3 | -5.3 | 3.0 | 6.3 | 35.0 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 123.8 | 81.6 | 204.4 | 312.1 | 281.9 |
| 순차입금비율 | 7.6 | -7.6 | 109.3 | 152.1 | 38.1 |
| 이자보상비율 | 12.8 | -3.8 | -0.1 | 0.0 | 0.0 |

자료: 티에스이 | 대신증권 Research Center

| 재무상태표 | (단위: 십억원) | | | | |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F |
| 유동자산 | 38 | 48 | 92 | 128 | 196 |
| 현금및현금성자산 | 8 | 15 | 4 | 9 | 77 |
| 매출채권 및 기타채권 | 7 | 4 | 24 | 25 | 27 |
| 재고자산 | 17 | 17 | 44 | 80 | 79 |
| 기타유동자산 | 6 | 12 | 21 | 13 | 13 |
| 비유동자산 | 17 | 20 | 32 | 51 | 53 |
| 유형자산 | 16 | 18 | 27 | 46 | 49 |
| 관계기업투자지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동자산 | 1 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 자산총계 | 55 | 68 | 124 | 179 | 249 |
| 유동부채 | 24 | 24 | 39 | 70 | 97 |
| 매입채무 및 기타채무 | 7 | 4 | 16 | 33 | 44 |
| 차입금 | 4 | 6 | 4 | 10 | 16 |
| 유동상채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 13 | 13 | 19 | 27 | 38 |
| 비유동부채 | 7 | 7 | 44 | 65 | 86 |
| 차입금 | 6 | 6 | 10 | 32 | 53 |
| 잔존증권 | 0 | 0 | 27 | 27 | 27 |
| 기타비유동부채 | 1 | 1 | 7 | 7 | 7 |
| 부채총계 | 30 | 30 | 83 | 136 | 184 |
| 자비분 | 24 | 37 | 41 | 43 | 65 |
| 자본금 | 4 | 5 | 9 | 9 | 12 |
| 자본잉여금 | 32 | 45 | 21 | 21 | 21 |
| 이익잉여금 | -13 | -14 | 9 | 12 | 31 |
| 기타자비분 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 비자비분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 24 | 37 | 41 | 43 | 65 |
| 순차입금 | 2 | -3 | 45 | 66 | 28 |

| 현금흐름표 | (단위: 십억원) | | | | |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F |
| 영업활동 현금흐름 | 1 | -5 | -36 | -21 | 27 |
| 당기순이익 | -12 | -2 | 1 | 3 | 19 |
| 비현금항목의 기입 | 19 | 2 | 2 | 3 | 9 |
| 감가상각비 | 0 | 1 | 1 | 3 | 3 |
| 외환손익 | 0 | 1 | -1 | -1 | -1 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 18 | 1 | 2 | 1 | 7 |
| 자산부채의 증감 | -4 | -5 | -39 | -25 | 6 |
| 기타현금흐름 | -2 | 0 | 0 | -1 | -6 |
| 투자활동 현금흐름 | -7 | -4 | -11 | -22 | -5 |
| 투자자산 | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 |
| 유형자산 | -9 | -3 | -10 | -22 | -5 |
| 기타 | 2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동 현금흐름 | 10 | 17 | 37 | 47 | 49 |
| 단기차입금 | 2 | 3 | -2 | 6 | 6 |
| 사채 | 0 | 0 | 34 | 17 | 17 |
| 장기차입금 | 5 | 0 | 5 | 4 | 4 |
| 유상증자 | 30 | 14 | -20 | 0 | 3 |
| 현금배당 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -27 | 0 | 20 | 20 | 20 |
| 현금의 증감 | 4 | 7 | -11 | 5 | 68 |
| 기초 현금 | 4 | 8 | 15 | 4 | 9 |
| 기말 현금 | 8 | 15 | 4 | 9 | 77 |
| NOPLAT | 7 | -1 | 0 | 4 | 21 |
| FCF | -2 | -4 | -9 | -16 | 19 |

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:신석환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

티에스아이(277880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

| 제시일자 | 23.03.24 | 22.12.07 |
|-------------|----------|----------|
| 투자의견 | Buy | Buy |
| 목표주가 | 15,000 | 15,000 |
| 과다율(평균%) | | (35.29) |
| 과다율(최대/최소%) | | (21.00) |

| 제시일자 | 23.03.24 | 22.12.07 |
|-------------|----------|----------|
| 투자의견 | Buy | Buy |
| 목표주가 | 15,000 | 15,000 |
| 과다율(평균%) | | (35.29) |
| 과다율(최대/최소%) | | (21.00) |

| 제시일자 | 23.03.24 | 22.12.07 |
|-------------|----------|----------|
| 투자의견 | Buy | Buy |
| 목표주가 | 15,000 | 15,000 |
| 과다율(평균%) | | (35.29) |
| 과다율(최대/최소%) | | (21.00) |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230321)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 92.0% | 7.0% | 0.0% |

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상