

윤성에프앤씨 (372170)

FS Research

JEAN PARK 연구원

hjpark@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(12/19)	45,100원
상승여력	-

시가총액	3,599억원
총발행주식수	7,979,048주
60일 평균 거래량	531,510주
52주 고	54,700원
52주 저	39,250원
외인지분율	9.9%
신용비율	0.1%
자본금	7억원
액면가	100원

주요주주	지분율
박치영	57.8%
프리미어루미너스	10.1%

행사기간	미행사된 주식수
------	----------

주요 자회사	지분율
프라이믹스윤성(주)	45.0%
YUNSUNG Hungary	40.0%
YUNSUNG F&C Inc.	40.0%

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

본 게임은 내년부터

2차전지 믹싱장비/시스템 기업, 진입장벽 높다

2차전지 믹싱장비/시스템 제조 기업이다. 믹싱장비는 2차전지 생산공정에서 가장 앞단에서 원재료를 섞는 장비로[그림1] 진입장벽이 높은 편이다. 슬러리 상태에서 균질하게 대규모(1,200L~4,000L)로 믹싱할 수 있어야 하기 때문이다. 또한 경쟁사가 진입하기 쉽지 않은 구조이다. 2차전지의 다른 공정장비들은 IT 기반의 기업들이 축적된 기술과 자본력을 기반으로 신규 플레이어로 진입하고 있다. 특히 디스플레이 업계에서의 진입이 활발하다. 그러나 믹싱장비는 기존에 음식료와 제약업종에서 주로 사용하던 장비에서 기술개발이 이루어져 왔기 때문에 신규 플레이어가 생겨날 가능성이 적은 편이다. 전체 셀 투자금액에서 믹싱시스템(턴키기준) 비중이 7~10%로 적지 않음에도 현재 국내에서 3개사만이 생산 및 공급하고 있다는 것은 높은 진입장벽에 대한 방증이다. 동사는 2차전지향 공급 업력이 20년이며, 국내에서 유일하게 4,000L 규모의 믹싱장비를 생산하고 있어 경쟁력을 충분히 갖추고 있는 것으로 평가된다[그림2].

주요 고객사 내 높은 점유율 유지 전망

믹싱장비는 1) 메인장비만 공급하고 셀업체가 직접 설치하는 경우와 2) 턴키로 수주하여 프리(pre)믹싱장비, 메인믹싱장비, 탱커 등을 모두 공급하고 설치까지 이행하는 경우 이렇게 두 가지로 나눌 수 있다. 1)의 경우 전체 셀 투자 금액의 약 5~6%가 메인믹싱 장비 투자 금액인 것으로 추정되며, 2) 턴키 수주의 경우 7~10% 사이인 것으로 추정한다. 턴키 수주가 이익률이 더 높다.

국내 셀 메이커 3사 중 A사 내에서 점유율 60% 수준인 것으로 추정되며, B사와는 현재 거래하고 있지 않다. C사의 공정에는 동사가 턴키로 100% 공급하고 있다. C사 내에서 점유율 100% 유지는 향후에도 지속될 것으로 보이는데, 이는 공동특허로 기술을 공유하고 있기 때문이다. 셀 메이커들이 경쟁사와 벤더 공유를 선호하지 않기 때문에 A사와 B사의 경우 수주 여부는 장담할 수 없다. 그러나 대규모 투자를 이어가야 하는 셀 메이커들 입장에서 CAPA(현재 매출기준 연 4,000억원 규모 + 23년 안성 2공장 증설 예정 약 1,500억원)와 자본력에 여유가 있는 동사가 매력적인 선택지일 것으로 판단한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	893	1,289	759	2,028	4,392
영업이익	92	190	-46	269	626
영업이익률(%)	10.4	14.7	-6.1	13.1	14.2
세전이익	86	170	-27	266	636
지배주주순이익	68	135	-29	213	496
PER	-	-	-	16.9	7.3
PBR	-	-	-	2.7	1.9

자료: FS리서치, 텔레그램 - <https://t.me/FSResearch> 홈페이지 - <http://www.fsresearch.co.kr/>

주요 고객사들의 투자 확대 수혜로 실적 고성장 전망

22년 매출액은 2,028억원(+167%, 이하YoY), 영업이익 269억원(흑전), 순이익 213억원(흑전)을 전망한다. 동사의 22년 상반기 기준 매출액은 1,080억원, 영업이익은 147억원이었고 반기말 기준 수주잔고는 2,372억원[표1]이었는데 이 중 일부만 하반기 매출액으로 추정하였다. 이익 규모는 상장비용 등을 고려하여 보수적으로 추정하였다.

23년에 신규수주는 4,200억원에 달할 것으로 전망하는데, 이는 주요 고객사들이 미국 공장 착공을 앞두고 있기 때문이다. 국내 주요 셀 메이커들은 미국에 30~40GWh 규모의 공장을 연평균 1개 이상씩 건설하려는 계획을 가지고 있다 [표3]. 셀 10GWh당 투자금액은 약 1조원으로 알려져 있으므로 셀 기업들의 연간 CAPEX 금액은 약 3~4조원으로 볼 수 있다. 이는 공정개발이나 자동화 투자 등 추가되는 비용을 제외한 공장을 짓는데 필요한 비용만 반영한 것이다. A사의 내년 CAPEX 금액을 4조원으로 가정하고, 이중 메인믹싱장비 비중을 5%로 추정하면 A사의 총 메인믹싱장비 발주 금액은 약 2,000억원 규모이다. 이중 동사의 점유율을 50%로 가정하면 약 1,000억원 규모의 수주가 가능하다. C사의 경우 4조원의 투자와 턴키 수주 기준 비중 8%를 가정하면 약 3,200억원의 수주를 기대해 볼 수 있다.

23년 신규수주금액 4,200억원 중 약 70%를 인식하고, 22년도 수주잔고에서 이연되는 수주잔고 1,424억원은 100% 인식한다는 가정하에 23년 매출액은 4,392억원(+117%), 영업이익 626억원(+133%), 순이익은 496억원(+133%)를 전망한다. 현 시점 원/달러 환율 1,302.90원보다는 낮은 수준의 환율을 가정하였기 때문에 환율 상승 시 실적이 상향될 여지가 있다. 25년까지 주요 고객사들의 투자 계획이 확정되어 있기 때문에 최소한 25년까지는 실적 성장을 지속할 전망이다.

23년 예상 실적 기준 PER은 7.3배이다. 동사는 지난 11월 15일 코스닥시장에 상장하였는데 당시 비교대상 기업은 피엔티, 대보마그네틱, 엔시스였다. 참고로 피엔티의 23년 컨센서스 기준 예상 PER은 11.7배 수준이다.

최대 고객사 C사의 자금조달과 투자확정 여부가 주요 변수

리스크 요인은 C사의 매출 비중이 높다는 점이다. C사의 경우 최근 진행된 pre-IPO에서 자금조달이 목표금액에 미달한 바 있다. C사의 자금조달과 투자 확정 여부가 동사 주가의 중요한 변수이다.

상장 1개월(지난 12월 14일)과 3개월 기준으로 오버행 부담이 있다는 점도 단기 주가의 리스크 요인이다[표2].

그림1. 믹싱 공정

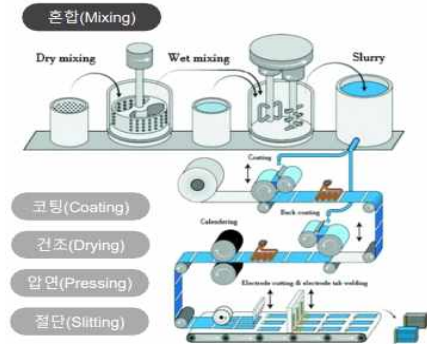


그림2. 믹싱시스템 개발 현황



자료: 윤성에프앤씨

자료: 윤성에프앤씨

표1. 수주잔고

단위: 억원

품목	수주시기	납품시기	수주총액	기납품액	수주잔고
믹싱시스템	21년 3월	22년 3월	232	107	125
믹싱시스템	21년 4월	22년 2월	400	273	127
믹싱시스템	21년 9월	22년 10월	123		123
믹싱시스템	21년 10월	22년 11월	1,160		1,160
믹싱시스템	22년 01월	22년 11월	500		500
믹싱시스템	22년 04월	22년 11월	51		51
믹싱시스템	기타 소계		987	700	287
			3,452	1,080	2,372

자료: 전자공시시스템

표2. 지분 현황

단위: %

	주수	비율	보호예수 기간
최대주주	4,610,786	57.8	2년 6개월
프리미어루미너스	803,839	10.1	1개월~3개월
우리사주조합	99,738	1.2	1년
전문투자자	80,000	1.0	1개월~ 6개월
기타 주주	2,384,685	29.9	
계	7,979,048	100.0	

자료: 전자공시시스템

주) 우리사주조합 중 보호예수가 없는 243,500주는 기타 주주에 포함

표3. 국내 셀 3사 투자 및 CAPA 가동 계획

단위: GWh

		2022년	2023년	2024년	2025년
LG에너지솔루션 (원통형 포함)	한국 오창	25	38	48	55
	중국 난징	85	110	130	130
	폴란드	70	70	70	90
	미시간	5	5	10	25
	얼티엄셀즈 1공장	10	30	40	40
	얼티엄셀즈 2공장			30	45
	얼티엄셀즈 3공장			15	50
	얼티엄셀즈 4공장				
	애리조나				
	스텔란티스 캐나다			45	45
	혼다 JV				40
	인도네시아				12
	계		195	253	388
증설분			58	135	144
SK온	한국 서산	5	5	5	5
	중국 창저우/후이저우	17	17	17	17
	중국 염성	37	52	67	67
	헝가리 이반차		18	30	30
	블루오벌SK 1공장			43	43
	블루오벌SK 2공장				43
	블루오벌SK 3공장				43
	조지아 1공장	10	10	10	10
	조지아 2공장		12	12	12
	터키 오토산				45
계		69	114	184	315
증설분			45	70	131
삼성SDI	스텔란티스 JV				23

자료: 각사, 보도자료 등 취합

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일 뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을 시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-