

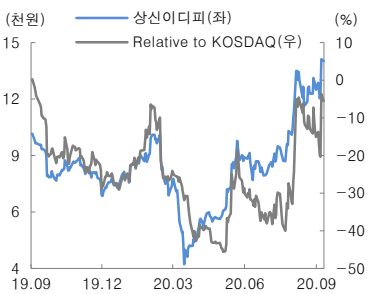
상신이디피
(091580)

한경래	kyungraehan@daishin.com
이새롬	saerom.lee@daishin.com
투자의견	BUY
6개월	22,000
목표주가	신규
현재주가	14,650
(20.09.15)	스몰캡

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	899.46
시가총액	191십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	14,650원 / 3,705원
120일 평균거래대금	79억원
외국인지분율	3.69%
주요주주	김일부 외 4 인 27.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.8	83.1	148.7	48.3
상대수익률	3.8	41.1	44.9	3.9



EV가 이끄는 양질의 성장

투자의견 매수, 목표주가 22,000원 신규 제시

- 투자의견 매수, 목표주가 22,000원 신규 제시. 목표주가는 2021년 예상 EPS 1,485원에 Target PER 15배 적용
- 고객사 배터리 양산 확대로 이차전지 부품 매출 성장 본격화
- 2020년 상반기 적자 지속하던 자동차 사업부 정리
- 이차전지 중심 사업부 재편으로 밸류레이션 리레이팅 필요

헝가리 법인 매출 발생, 전기차향 매출 본격화

- 헝가리 법인 고객사 전기차 배터리 양산 물량 대부분 담당하는 것으로 추정. 가동률 1Q20 48.9% → 2Q20 70.5% 빠르게 증가
- 2020년 하반기 배터리 양산 물량 확대됨에 따라 추가 라인 증설. 생산 라인 2개 → 3Q20 라인 3개 → 2021년초 4개 계획
- 2021년말 Capa 현재 대비 약 3배 수준 확대 예상
- 2020년 210억원에서 2021년 337억원으로 60% 고성장이 전망

확실한 펀더멘탈 개선으로 2021년 영업이익 +51% 전망

- 2Q20 과거 적자 지속했던 자동차 부품 사업부 정리
- 2Q20 영업이익률 14.5%로 분기 최대 이익률 기록
- 2021년 매출액 1,789억원(+23% YoY), 영업이익 271억원(+51% YoY) 기대
- 전기차, ESS 시장 성장 해외 법인 가동률 증가로 중대형 CAN 매출액 875억원(+44% YoY) 전망
- 수익성 좋은 중대형 CAN 매출 증가로 2021년 영업이익률 15.2%(+2.8%p YoY) 예상

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	150	141	145	179	219
영업이익	16	9	18	27	34
세전순이익	13	6	15	23	30
총당기순이익	8	5	12	19	26
지배지분순이익	8	5	12	19	26
EPS	692	380	972	1,526	2,021
PER	18.1	21.7	15.1	9.6	7.2
BPS	4,733	4,905	5,796	7,155	9,084
PBR	2.7	1.7	2.5	2.0	1.6
ROE	17.6	8.1	17.8	23.1	24.2

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

투자 의견 매수, 목표주가 22,000 원 신규 제시

투자 의견 매수, 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS 1,485원에 Target PER 15배 적용했다. 1) 글로벌 전기차, ESS 시장 동반 성장, 2) 고객사 내 높은 점유율을 바탕으로 확실한 성장성 확보, 3) 2020년 상반기 헝가리 법인 신규 매출로 전기차향 매출 본격화 등이 기대된다.

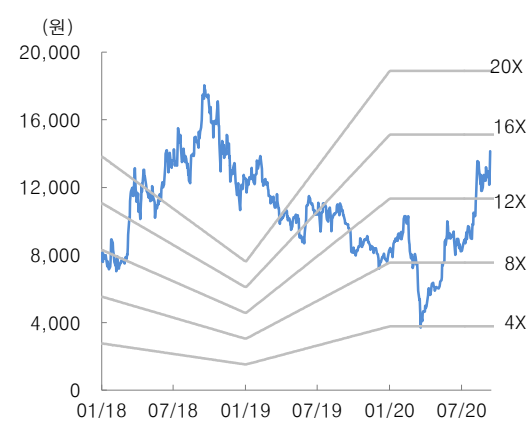
2020년 상반기 적자를 지속하던 자동차 부품 사업 정리하며 이차전지 부품 회사로 재정비했다. 전방 시장의 고성장에 따른 중장기 외형 성장 및 적자 사업부 정리에 따른 펀더멘탈 개선으로 2019년 이후 연평균(2019~2022F) 영업이익 증가율 59.1%의 높은 성장 이 예상됨에 따라 확실한 밸류에이션 리레이팅이 필요하다.

표 36. 상신이디피 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	1,485	2021년 예상 EPS
Target PER	15	
목표주가	22,000	
현재주가	14,650	
상승여력(%)	50.2	

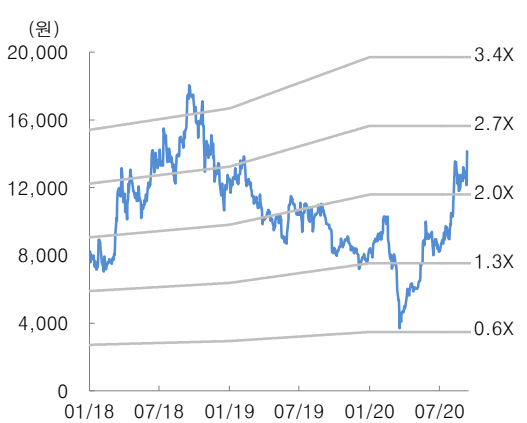
자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

그림 191. 12MF PER 밴드



자료: 상신이디피, Quantilise, 대신증권 Research Center

그림 192. 12MF PBR 밴드



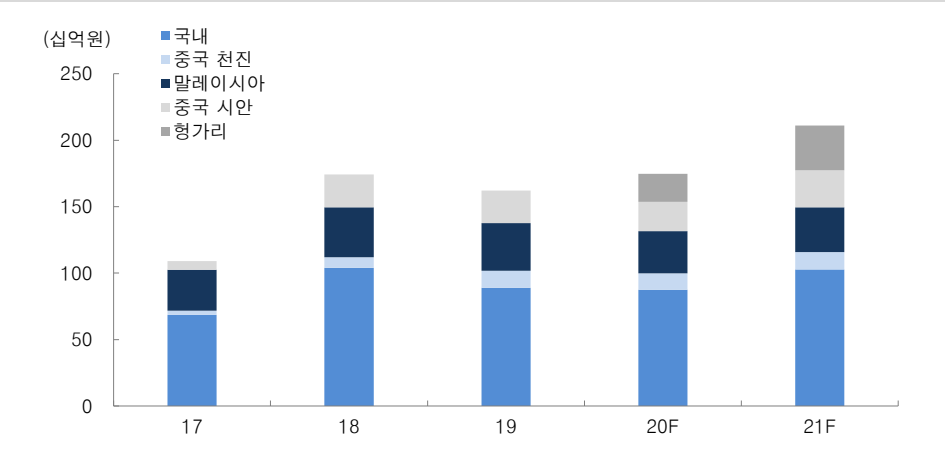
자료: 상신이디피, Quantilise, 대신증권 Research Center

이차전지 부품 전문 제조 업체

이차전지 부품인 원형, 각형 CAN, Cap Ass'y 등을 제조하고 있다. 2002년부터 일본에서 전량 수입했던 모바일용 각형, 원형 CAN, Ass'y의 국산화에 성공했고 중대형 CAN 까지 개발해 전기차용으로도 양산하고 있다.

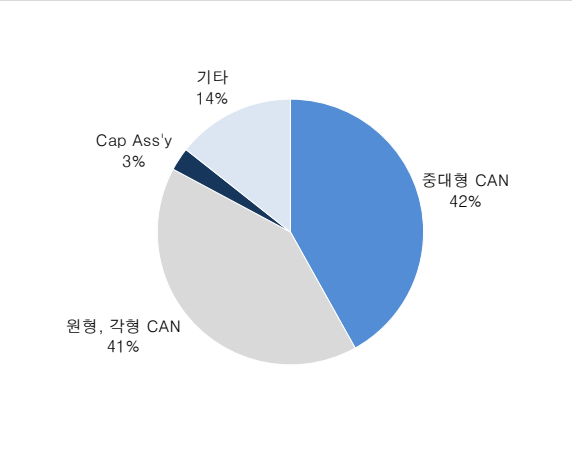
주요 고객사는 삼성SDI로 글로벌 공장에 원활할 공급을 위해 해외 법인 대신전자(중국 천진), 상신에너지(말레이시아), 상신하이텍(중국 시안), 상신행가리(헝가리)을 보유하고 있다. 이중 상신하이텍, 상신행가리는 중대형 CAN을 생산하고 있다. 2020년 예상 매출 비중은 중대형 CAN 42%, 원형, 각형 CAN 41%, Cap Ass'y 3%, 기타 14%다.

그림 193. 상신이디피 법인별 매출 추이 및 전망



자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

그림 194. 2020년 예상 제품별 매출 비중



자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

그림 195. 중대형 CAN



자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

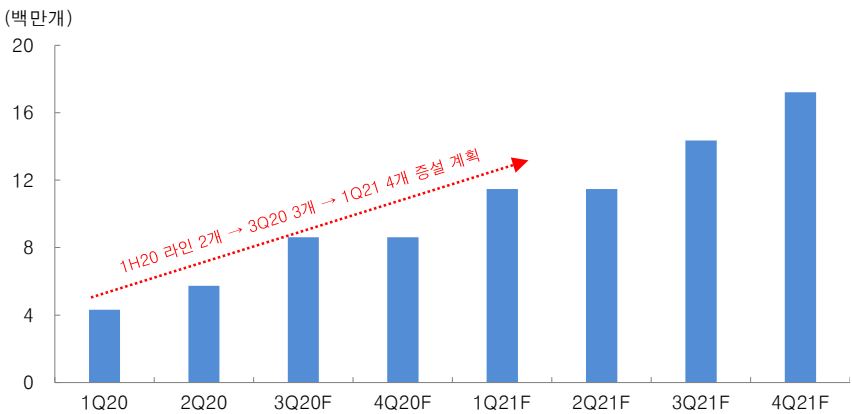
헝가리 법인 매출 발생, 전기차향 매출 본격화

2018년 4분기에 설립된 헝가리 법인은 2020년부터 중대형 CAN 신규 매출이 발생했다 (매출액 1Q20 18억원, 2Q20 40억원). 헝가리 법인은 전기차 배터리 양산에 대응하며 고객사 내 대부분의 물량을 담당하는 것으로 추정된다. 가동률이 1Q20 48.9%에서 2Q20 70.5%로 빠르게 생산량을 늘려가고 있다.

2020년 하반기 이후 배터리 양산 물량이 확대됨에 따라 라인 증설도 진행될 전망이다. 상반기 기준 생산 설비 2대(라인 2개)에서 3분기 라인 1개, 2021년 초에도 추가 1개 라인이 증설될 계획이다. 2분기 기준 헝가리 법인 생산 능력이 중대형 CAN 670만개/분기인 점을 고려하면 3분기에는 800만개/분기 이상으로 늘어나게 된다. 빠르게 가동률이 올라오는 상황에서 지속적인 Capa 확대로 하반기에도 높은 외형 성장 담보됐다.

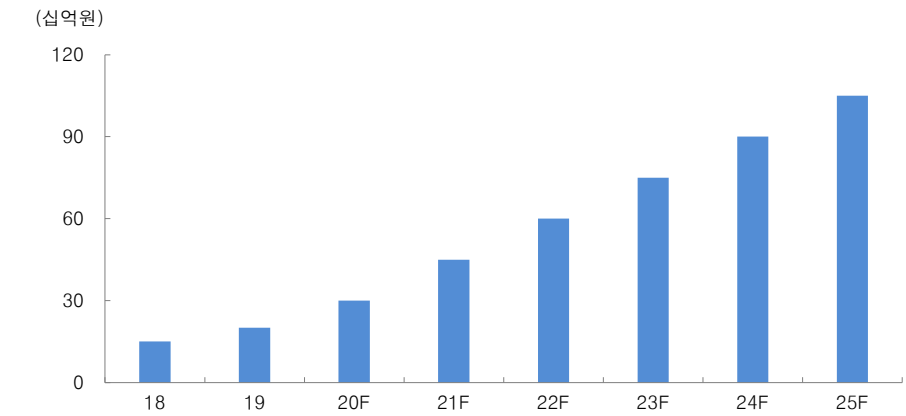
2021년 1분기에는 2020년 반기 대비 Capa를 2배 확대하게 된다. 2021년 고객사의 전기차 배터리 양산에 맞춰 2021년에도 신규 라인 증설은 지속될 예정이다. 2021년말에는 현재 Capa 대비 3배 가까운 수준으로 늘어날 것으로 추정된다. 헝가리 법인 매출액은 2020년 210억원에서 2021년 337억원으로 60% 고성장이 전망된다.

그림 196. 헝가리 법인 분기별 Capa 증설 전망



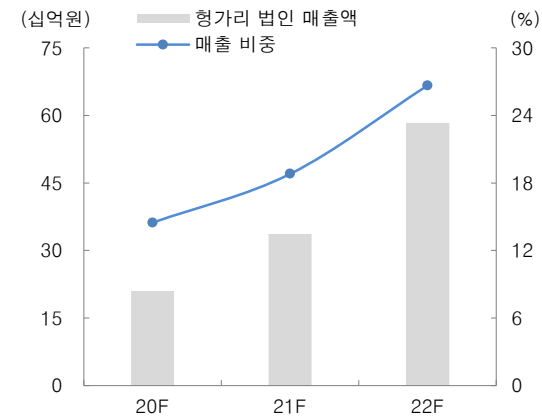
자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

그림 197. 삼성SDI의 이차전지 Capa 추이



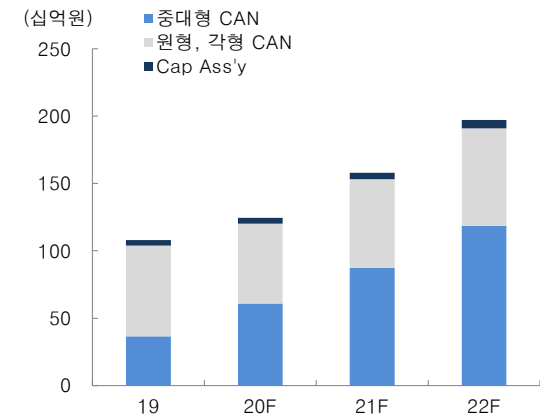
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

헝가리 법인 매출액 및 매출 비중 추이



자료: 상신이디피, Quantiwise, 대신증권 Research Center

제품별 매출액 추이



자료: 상신이디피, Quantiwise, 대신증권 Research Center

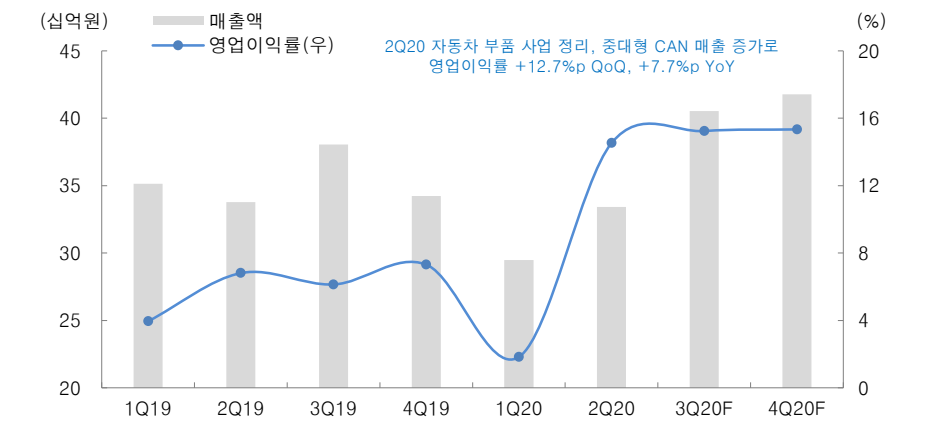
전방 시장 성장, 펀더멘털 개선으로 2021 년 영업이익 +51% 전망

2020년 2분기를 기점으로 실적 성장이 기대된다. 과거 적자를 지속(2016년 영업손실 20억, 2017년 11억원, 2018년 7억원, 2019년 6억원)했던 자동차 부품 사업부를 정리했다. 정리 효과로 2분기 매출원가율은 77.5%를 기록하며 -6.5%p YoY, -9.9%p QoQ로 개선됐다. 매출액 +21.3% QoQ 증가에도 판관비는 26억원으로 -16.2% QoQ 감소했다. 이에 따라 2분기 영업이익률은 14.5%로 분기 최대 이익률을 기록했다.

하반기에는 이차전지 부품 사업부 실적만 반영되며 펀더멘털 개선이 지속될 전망이다. 글로벌 전기차 및 ESS 시장의 동반 성장으로 헝가리를 비롯한 해외 법인의 가동률 동반 상승이 예상된다.

2021년 매출액 1,789억원(+23.2% YoY), 영업이익 271억원(+50.9% YoY)이 기대된다. 전기차, ESS 시장 성장에 따른 헝가리, 중국 시안, 국내 법인의 가동률 증가로 중대형 CAN 매출액 875억원(+43.7% YoY)이 전망된다. 원형, 각형 CAN에 비해 수익성 좋은 중대형 CAN 매출 증가로 2021년 영업이익률은 15.2%(+2.8%p YoY)의 높은 이익률이 가능할 전망이다.

그림 198. 상신이디피 분기별 영업 실적 추이 및 전망



자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

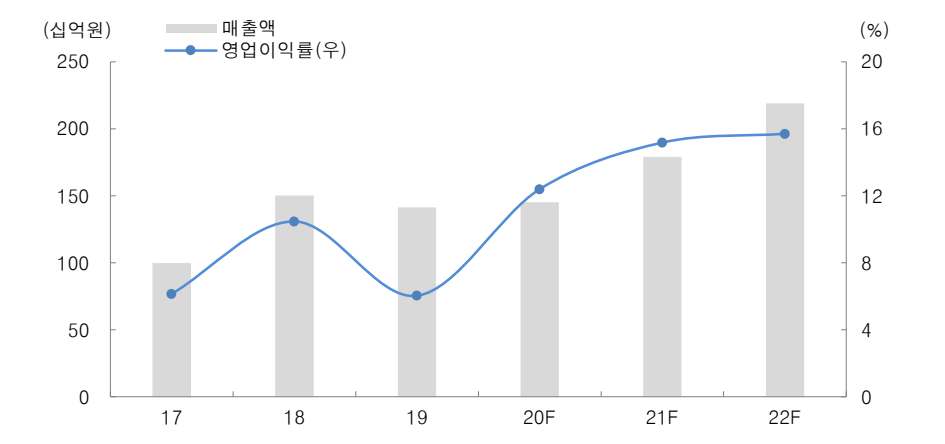
표 37. 상신이디피 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	35.1	33.8	38.1	34.2	29.5	33.4	40.5	41.8	141.2	145.2	178.9
중대형 각형 CAN	7.7	7.0	11.3	10.5	9.7	14.2	17.5	19.5	36.4	60.9	87.5
원형, 각형 CAN	17.5	18.3	16.4	15.5	12.1	14.9	15.6	16.8	67.6	59.4	65.7
Cap Ass'y	0.9	0.9	1.2	1.1	0.8	1.0	1.1	1.1	4.1	4.1	4.8
자동차 부품	2.5	2.9	2.7	2.9	2.1	-2.1	0.0	0.0	10.9	0.0	0.0
기타	14.0	11.0	17.4	11.5	12.7	11.9	13.4	12.3	53.9	50.3	53.0
내부거래	-7.4	-6.2	-10.9	-7.2	-8.0	-6.5	-7.0	-8.0	-31.7	-29.4	-32.0
YoY 증감률											
매출액	16.0	-12.4	-7.3	-15.0	-16.1	-1.0	6.5	22.1	-6.0	2.9	23.2
중대형 각형 CAN	66.2	0.5	44.3	-54.0	26.9	104.2	54.6	85.3	-13.7	67.1	43.7
원형, 각형 CAN	21.6	12.1	-9.2	-23.9	-30.6	-18.7	-4.6	8.5	-2.1	-12.1	10.5
Cap Ass'y	-15.8	-33.0	-18.9	-19.9	-8.8	11.6	-8.7	9.1	-22.3	0.5	17.6
자동차 부품	-11.0	-11.9	2.0	-3.3	-15.1	-	-	-	-6.4	-	-
기타	-11.2	-45.4	-32.9	-267.6	-25.2	-56.4	-30.8	-39.6	-1.7	-37.0	0.7
영업이익	1.4	2.3	2.3	2.5	0.5	4.9	6.2	6.4	8.5	18.0	27.1
당기순이익	1.7	1.8	1.6	-0.4	0.4	2.0	4.7	4.9	4.8	12.1	19.3
영업이익률	4.0	6.8	6.1	7.3	1.8	14.5	15.2	15.3	6.0	12.4	15.2
당기순이익률	4.9	5.4	4.3	-1.1	1.3	6.1	11.7	11.8	3.4	8.3	10.8

자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

그림 199. 상신이디피 연간 실적 추이 및 전망



자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

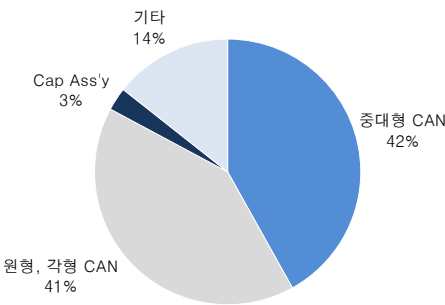
- 이차전지 부품 전문 제조 업체
- 주요 고객사는 삼성 SDI, 글로벌 공장에 원활할 공급을 위해 해외 법인 대신전자(중국 천진), 상신에너지(말레이시아), 상신하이텍(중국 시안), 상신헥가리(헝가리) 보유
- 20F 제품별 매출 비중: 중대형 CAN 42%, 원형/각형 CAN 41%, Cap Ass'y 3%, 기타 14%
- 자산 1,561억원, 부채 937억원, 자본 624억원 (2Q20 기준)
(발행주식수: 12,665,050 주/ 자기주식수: 350,000 주, 2Q20 기준)

주가 변동요인

- 헝가리 법인 capa 증설에 따른 외형 확대
- 이차전지 부품 사업부 실적 반영으로 펀더멘털 개선
- 글로벌 전기차, ESS 시장 동반 성장에 따른 리레이팅

자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

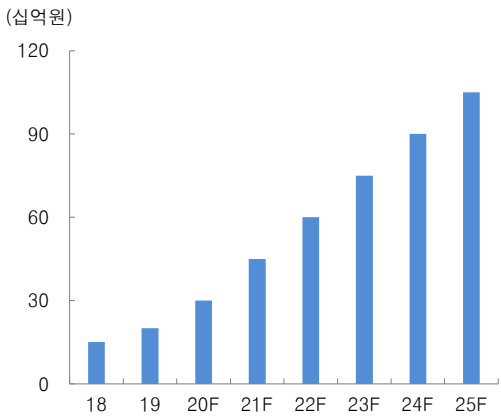
상신이디피 사업부문별 매출 비중



주: 2020년 예상 매출액 기준
자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

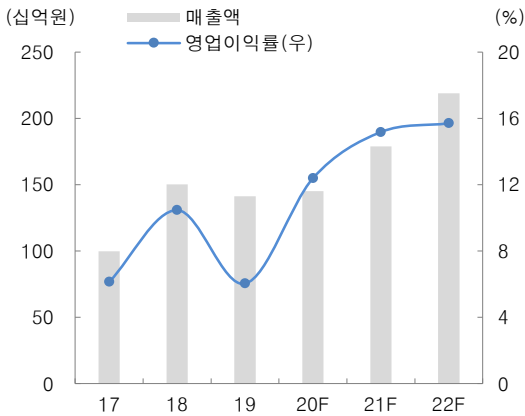
Earnings Driver

삼성 SDI의 이차전지 Capa 추이



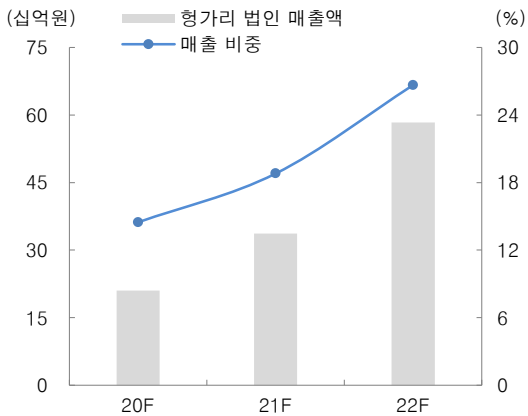
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

연간 매출액 및 영업이익률 추이



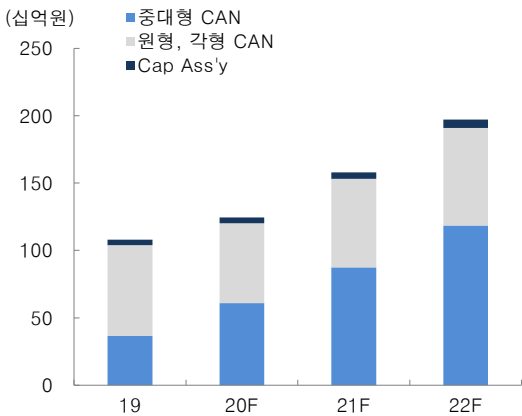
자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

헝가리 법인 매출액, 비중 전망



자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

주요 제품 매출액 추이 및 전망



자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	150	141	145	179	219
매출원가	123	118	115	138	169
매출총이익	27	23	30	41	50
판매비와관리비	12	14	12	13	16
영업이익	16	9	18	27	34
영업이익률	10.5	6.0	12.4	15.2	15.7
EBITDA	24	18	25	34	42
영업외손익	-3	-3	-3	-4	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	0	0	0
외환관련이익	3	3	1	1	1
금융비용	-2	-2	-3	-4	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	-2	0	-1	-1
법인세비용차감전순손익	13	6	15	23	30
법인세비용	-5	-1	-2	-4	-5
계속사업순손익	8	5	13	19	26
중단사업순손익	0	0	-1	0	0
당기순이익	8	5	12	19	26
당기순이익률	5.6	3.4	8.3	10.8	11.7
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	8	5	12	19	26
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	9	6	13	20	26
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	9	6	13	20	26

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	692	380	972	1,526	2,021
PER	18.1	21.7	15.1	9.6	7.2
BPS	4,733	4,905	5,796	7,155	9,084
PBR	2.7	1.7	2.5	2.0	1.6
EBITDAPS	1,983	1,455	1,941	2,634	3,207
EV/EBITDA	7.9	8.0	9.1	5.7	4.1
SPS	12,378	11,149	11,342	13,741	16,805
PSR	1.0	0.7	1.3	1.1	0.9
CFPS	2,142	1,643	1,707	2,362	2,955
DPS	70	50	50	50	50

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	50.4	-6.0	2.9	23.2	22.3
영업이익 증가율	156.3	-45.7	111.1	50.9	26.5
순이익 증가율	244.0	-42.6	151.3	59.8	32.4
수익성					
ROIC	11.7	6.9	14.5	22.5	27.7
ROA	12.8	5.9	11.4	16.1	19.0
ROE	17.6	8.1	17.8	23.1	24.2
안정성					
부채비율	148.5	138.4	127.1	80.6	63.5
순차입금비율	54.8	69.8	48.5	5.2	-15.2
이자보상배율	7.6	3.7	0.0	0.0	0.0

자료: 상신이디피, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	58	57	85	82	105
현금및현금성자산	25	26	35	49	72
매출채권 및 기타채권	14	13	30	13	13
재고자산	12	14	14	14	14
기타유동자산	7	5	6	6	6
비유동자산	85	91	84	86	89
유형자산	82	88	81	84	86
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	2	3	3	3	3
자산총계	143	148	169	168	193
유동부채	70	61	81	61	61
매입채무 및 기타채무	24	14	16	14	14
차입금	42	41	41	41	41
유동성채무	2	3	17	0	0
기타유동부채	2	4	7	7	7
비유동부채	16	25	14	14	14
차입금	16	17	13	13	13
전환증권	0	7	0	0	0
기타비유동부채	0	1	1	1	1
부채총계	85	86	94	75	75
자배지분	57	62	74	93	118
자본금	6	6	7	7	7
자본잉여금	25	25	25	25	25
이익잉여금	28	32	44	62	87
기타자본변동	-2	-1	-1	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	57	62	74	93	118
순차입금	31	43	36	5	-18

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	25	5	14	21	28
당기순이익	8	5	12	19	26
비현금항목의 가감	18	16	10	11	13
감가상각비	8	10	7	7	7
외환손익	0	0	-1	-1	-1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	4	5	6
자산부채의 증감	2	-11	-6	-6	-6
기타현금흐름	-3	-4	-2	-4	-5
투자활동 현금흐름	-31	-13	-16	-10	-10
투자자산	-1	1	0	0	0
유형자산	-28	-15	-15	-10	-10
기타	-2	1	-1	0	0
재무활동 현금흐름	19	12	9	-18	-1
단기차입금	2	3	0	0	0
사채	0	10	0	0	0
장기차입금	9	4	-4	0	0
유상증자	11	0	0	0	0
현금배당	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-3	-5	14	-17	0
현금의 증감	12	1	9	14	23
기초 현금	13	25	26	35	49
기말 현금	25	26	35	49	72
NOPLAT	10	7	15	23	29
FCF	-12	1	7	20	26