

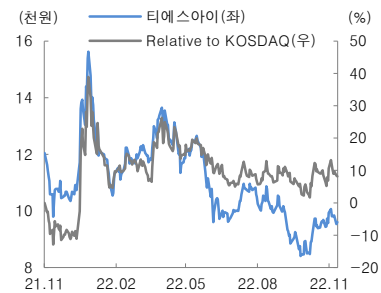
티에스아이
(277880)

신석환 seokhwan.shin@daisin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규
6개월 목표주가 15,000
신규
현재주가 8,880
(22.12.06)
스몰캡업종

KOSDAQ	719.44
시가총액	168십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	15,600원 / 7,930원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	0.33%
주요주주	표인식 외 9 인 43.92%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	-6.9	-26.3	-13.6
상대수익률	-4.9	-2.1	-10.4	17.7



믹싱시스템으로 고공행진

투자의견 ‘매수’, 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가 15,000원은 2023년 EPS 925원에 목표 P/E 16.4배(글로벌 장비업체 평균 P/E)를 적용하여 산출. 3분기 말 수주잔고가 시가총액 대비 높고 대규모 수주 모멘텀 및 고객사 다각화 성공을 감안하면 추가 상승 여력 존재. 2023년 매출액은 2,268억원(+46.5% yoy), 영업이익은 218억원(+361% yoy)로 최대 실적 기록 전망. 턴키 수주와 글로벌 고객사 확대는 실적 개선에 기여할 전망

2차전지 믹싱장비 생산 기업

- 2차전지 활물질을 혼합하여 양극판/음극판을 생산하는 전극공정 내 믹싱 장비 전문 기업. 2022년 연간 매출액의 88%가 믹싱 장비에서 발생
- 주요 고객사는 LG에너지솔루션, 삼성SDI, ACC 등 이며, LG에너지솔루션의 믹싱장비 주요 공급업체. 현재 CAPA(생산능력)는 1,200억원 규모 이나 12월에 가동 예정인 평택공장 추가로 2,200억원까지 확보 예정

믹싱장비 턴키로 늘어나는 수주잔고

- 수주잔고는 2021년 말 1,369억원 → 3Q22기준 1,967억원으로 큰 폭의 증가 기록. 2021년 주요 고객사향 턴키 수주를 처음으로 받았으며, 이후 믹싱장비 수주 또한 턴키로 받을 가능성이 높음. 올해 믹싱시스템 매출액은 1,311억원(+152% yoy)을 기록. 턴키 수주가 늘어나며 실적 성장을 견인
- 글로벌 고객사 확보와 믹싱장비 기술개발은 수주와 실적 개선에 긍정적으로 작용. 유럽 배터리에 파일럿 장비를 공급하고 있으며, 2022년 초 ACC향 양산 제품 수주 시작

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	46	67	155	227	306
영업이익	-1	0	5	22	31
세전순이익	-2	0	15	23	29
총당기순이익	-2	1	11	17	22
지배지분순이익	-2	1	11	17	22
EPS	-96	63	587	925	1,169
PER	NA	165.1	15.7	9.9	7.9
BPS	2,189	2,193	2,776	3,693	4,862
PBR	2.7	4.7	3.3	2.5	1.9
ROE	-5.3	3.0	23.7	28.6	27.3

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

I. 투자포인트

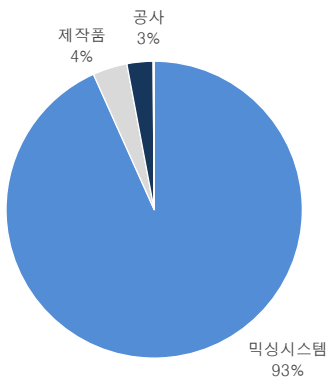
높은 믹싱장비 기술력과 턴키 통한 매출 성장

믹싱장비 턴키 형태 수주 증가

티에스아이는 믹싱공정 토탈 솔루션을 제공한다. 전체 매출액에서 믹싱시스템 비중이 확대되고 있다. 믹싱시스템은 1) 분체공급, 2) 선분산, 3) 메인믹싱, 4) 슬러리 저장 및 이송으로 구성되며 각 공정은 배관연결, 전기 제어, 고객MES 연동까지 포함된다. 주요 장비는 PD믹서(300L/h)와 코로나믹서(600L/h)이며, PD믹서대비 믹싱 효율성이 4배 높은 코넥스믹서(1,200L/h)까지 기술개발을 완료하며 제품 포트폴리오를 다양화하였다.

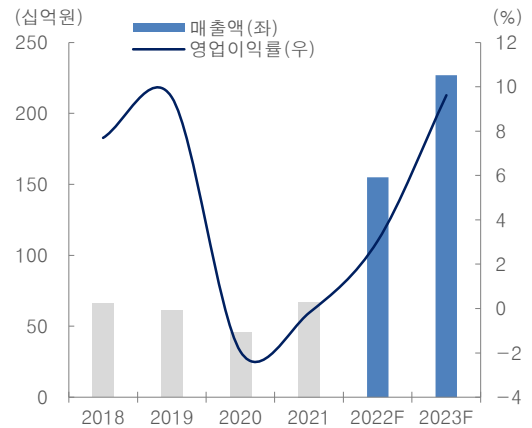
과거 개별 믹싱장비 공급 → 믹싱시스템(턴키)로 공급이 확대된 것으로 추정된다. 턴키 수주는 개별 장비대비 수익성이 높다. 2020년 믹싱시스템과 믹싱 제작품 매출 비중은 각각 65%, 19%를 기록, 2022년에는 믹싱시스템 85%, 믹싱 제작품 3% 수준을 기록할 전망이다. LG에너지솔루션과 삼성SDI를 국내 주요 고객사로 확보, 향후 북미향 투자는 턴키로 수주할 가능성이 높다.

그림 106. 매출처별 수주잔고 현황



자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

그림 107. 매출액, 영업이익률 추이 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 108. 메인 믹싱 장비



자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

그림 109. 차세대 믹싱 장비



자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

북미향 수주 증가
유럽향 양산 기대

공격적인 캐파 증설에 따른 수혜는 지속

2022 년 3 분기 말 수주잔고는 1,967 억원으로 이미 2021 년 수주잔고(1,369 억원)를 넘어섰다. 2022 년 얼티엄셀즈의 GM 2 공장(테네시)관련 수주액은 총 1,000 억원 규모로 판단, 2025 년 가동 예정인 GM 3 공장(미시간)의 장비 발주도 2023 년부터 이어질 전망이다. 또한 LGES 의 오창, 폴란드, 난징 공장 / 삼성 SDI 헝가리 공장에도 장비를 납품한 이력을 보유하여 주요 고객사 북미 투자에 따른 추가 수주가 기대된다.

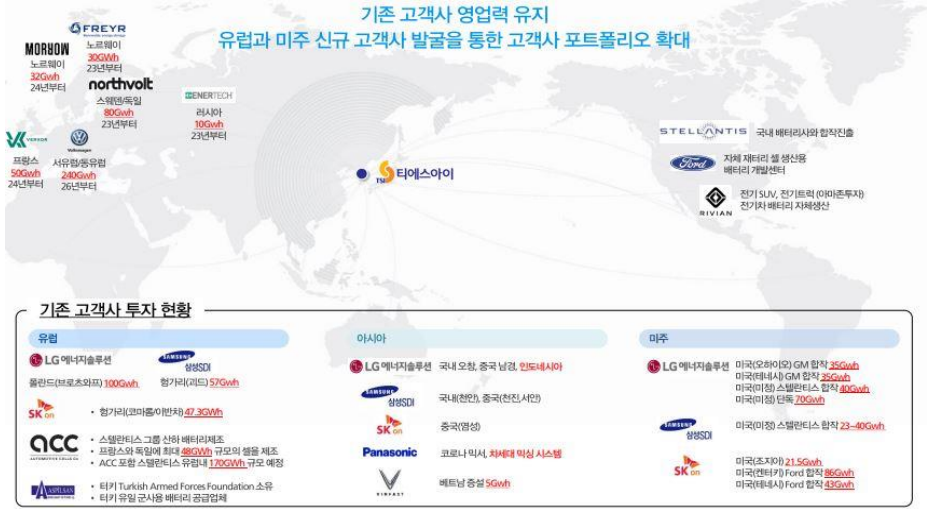
수주잔고 기준 글로벌 배터리사가 차지하는 비중은 33% 수준이다(3Q22 기준). 높은 기술력과 20년 이상 국내 고객사와의 레퍼런스를 바탕으로 글로벌 고객사 포트폴리오를 확보하였다. Morrow(덴마크), ACC(프랑스), Verkor(프랑스) 등에 파일럿 장비를 납품하고 있으며 양산으로 이어질 가능성이 크다. 글로벌 고객사(Morrow, ACC, Verkor)의 2030년 합산 캐파는 213GWh 이상이다. 특히 2023년 하반기 13.4GWh 가동 목표인 ACC관련 수주의 일부(174억원)를 올해 초, 나머지 수주분(250억)이 11/16일에 공시되었다. 2023년 이후 기타 유럽 배터리사들의 양산 제품 수주도 발생할 예정이다.

표 26. 티에스아이 수주공시 내역 (단위: 억원)

품목	계약일		고객사	지역	금액
	시작	종료			
2차전지 막싱시스템	2020.07.07	2022.11.30	—	프랑스	76.6
	2021.04.08	2023.03.30	A 사	중국 남경	55.6
	2021.04.10	2023.04.30	—	폴란드	80.7
	2021.05.28	2023.04.30	—	폴란드	568.7
	2022.06.24	2022.12.30	—	—	50.0
	2021.09.01	2023.01.23	VINFAST	베트남	110.5
	2021.09.16	2023.03.31	—	—	—
	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	42.6
	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
합산 수주 금액					2,055.6

주: 합산 수주 금액은 2022년 공시된 수주 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 110. 글로벌 고객사 현황



자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

II. 기업개요

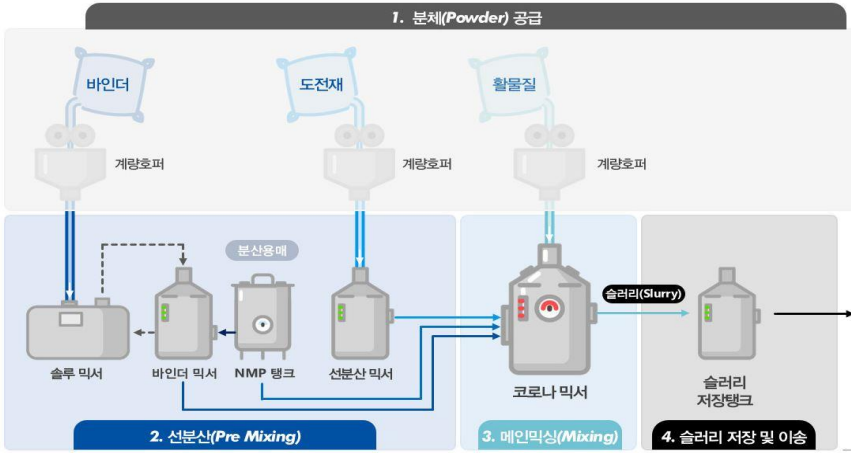
2차전지 믹싱장비
전문업체

티에스아이는 2차전지 전공정에서 믹싱장비 및 시스템 전문 기업이다. 믹싱장비는 2차전지 전공정에서 가장 앞단에 해당하는 장비로서 배터리 소재(활물질)를 혼합하여 양극판/음극판을 생산한다. 대부분의 매출액이 믹싱 시스템에서 발생(2022년 상반기 기준 93%), 신사업으로는 전고체 배터리/수소연료전지 믹싱장비를 개발하며 사업영역을 다각화하고 있다.

국내 배터리 3사에 모두 믹싱장비 납품 이력 보유, 현재 주요 고객사는 LG에너지솔루션, 삼성SDI이다. 글로벌 배터리 업체향 파일럿 장비를 이미 공급하였으며 향후 양산시점이 도래하면 추가적인 실적 성장이 이루어질 전망이다.

신규 수주잔고는 국내 고객사의 복미 투자 본격화 및 글로벌 고객사의 공격적인 캐파 투자에 따라 2021년 1,369억원(yoy +222%) → 2022년 2,000억원(yoy + 46%)으로 예상된다. 동사의 현재 캐파는 올해 연말 가동되는 팅택 공장까지 약 2,200억원이며, 2024년 가동 목표인 천안 공장(2,000억원)까지 총 4,200억원 수준으로 증가할 예정이다.

그림 111. 믹싱 시스템 양극 공정 도식화



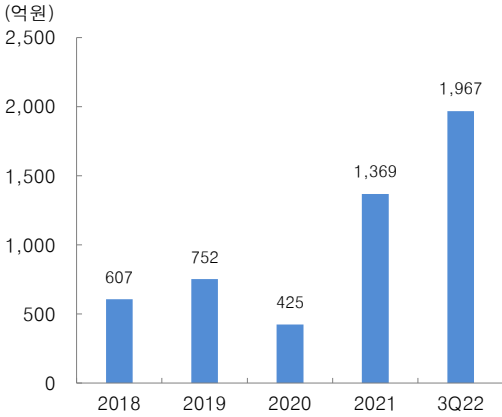
자료: 티에스아이 대신증권 Research Center

그림 112. 주요고객사 현황

연도별 주요 고객(End-User기준)					
	2018	2019	2020	2021	2022 3Q
1위	삼성SDI	LG화학	LG화학	LG에너지솔루션	LG에너지솔루션
2위	LG화학	삼성SDI	삼성SDI	삼성SDI	삼성SDI
3위	PINNACLE TECHNOLOGY	中化国际	SK이노베이션	QCC	Vinfast
상위3개사 매출비중	97%	85%	93%	94%	91%

자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

그림 113. 수주잔고 추이



자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

III. 실적 전망 및 밸류에이션

2022년 흑자전환
2023년 수익성 증가

2022년 연결기준 매출은 1,549억원으로 +130.1%(yoy), 영업이익은 47억원(흑자전환, yoy)으로 추정한다. 처음으로 턴키 형태로 수주하였던 2021년도 폴란드향 수주의 매출 인식, 글로벌 고객사향 제품 양산 공급, 턴키 수주를 통한 수익성 개선 영향이다. 2023년 매출은 2,268억원(yoy + 46.5%), 영업이익 218억원(yoy + 360.5%)를 기록할 전망이다. 올해 3분기까지 신규 수주액은 2,055억원을 기록, 동사의 장비 리드타임(9~11개월)과 주요 고객사의 배터리 공장 가동시점을 감안하면 2023년~2024년 매출 인식으로 이어질 가능성이 높다.

영업이익률은 2022년 3.1% 전망, 2023년 영업이익률은 9.6%(yoy +6.5%p)로 수익성 개선을 예상한다. 국내 주요 고객사향 믹싱장비 턴키 수주, 글로벌 고객사향 양산 공급 기대, 고기술력 믹싱장비 납품 효과가 긍정적으로 작용하기 때문이다.

2023년 국내 배터리사의 대규모 발주 사이클 진입, 동사는 고객사 포트폴리오 확대에 성공하였다. 고객사 다변화 성공과 믹싱장비의 높은 진입장벽으로 실적의 지속적인 성장세는 2023년, 2024년에도 가능할 것으로 판단한다.

표 27. 티에스아이 실적 Table (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	8.5	9.8	19.5	29.6	46.1	40.8	22.1	45.9	67.3	154.9	226.8
믹싱시스템	4.4	5.7	14.3	27.6	43.9	36.8	9.2	41.2	52.1	131.1	195.3
믹싱제작용	2.9	3.2	3.1	0.7	0.9	1.7	1.4	1.1	10.0	5.2	7.8
공사 및 기타	1.2	0.8	2.0	1.2	1.3	2.3	11.4	3.6	5.3	18.6	23.7
영업이익	-0.6	-1.2	-0.3	2.0	3.8	0.1	-2.2	3.0	-0.1	4.7	21.8
영업이익률	-7.6%	-12.5%	-1.4%	6.8%	8.3%	0.2%	-9.8%	6.5%	-0.2%	3.1%	9.6%
세전이익	0.0	-1.3	-10.4	12.2	1.7	5.7	3.1	5.1	0.4	14.9	23.0
세전이익률	0%	-14%	-53%	41%	4%	14%	14%	11%	1%	10%	10%
당기순이익	-0.2	-0.3	-8.1	9.8	1.3	4.4	2.2	3.7	1.2	10.9	17.2
당기순이익률	-3%	-3%	-42%	33%	3%	11%	10%	8%	2%	7%	8%
매출비중(%)											
믹싱시스템	52%	59%	73%	93%	95%	90%	42%	90%	77%	85%	86%
믹싱제작용	34%	33%	16%	2%	2%	4%	6%	2%	15%	3%	3%
공사 및 기타	14%	8%	10%	4%	3%	6%	52%	8%	8%	12%	10%
증감률(YoY)											
매출액	5.3%	-47.8%	118.6%	194.2%	442.8	318.8	13.2	55.2	47.2%	130.1%	46.5
영업이익	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	적지	48.0	적지	흑전	360.5
세전이익	-102.4%	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-58.6	흑전	3,277.9%	54.8
당기순이익	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-62.3	흑전	845.0%	57.9
증감률(QoQ)											
매출액	-16%	15%	100%	52%	56%	-11%	-46%	108%			
영업이익	적지	적지	적지	흑전	90%	-98%	적전	흑전			
세전이익	흑전	적전	적지	흑전	-86%	236%	-46%	64%			
당기순이익	적지	적지	적지	흑전	-86%	224%	-49%	65%			

자료: 대신증권 Research Center

2023년 흑자전환
기대

티에스아이의 6개월 목표주가는 15,000원(2023년 주당순이익 x 목표 P/E 16.4배 적용)으로 제시한다. 목표 P/E는 2023년 글로벌 장비업체 평균 P/E(16.4배)를 적용하였다. 티에스아이 시가총액은 1,700억원(12/02 기준)은 2023년 P/E 9.9배로 Peer Group대비 낮은 수준이다. 전극공정은 2차전지 제조공정내 투자비중과 수익성이 높다. 또한 동사는 주요 고객사의 믹싱장비 주요 공급업체이며 글로벌 고객사 확보까지 이루어져 추가 성장 여력도 충분히 존재한다.

수주잔고는 1,967억원(3Q22 기준)으로 현재 시가총액 대비 높다. 국내 믹싱장비 경쟁사의 2022년 반기 기준 수주잔고는 2,372억원으로 유사한 수준이며, 경쟁사와의 차이점은 주요 고객사로 판단한다. 국내 믹싱장비 동종 업체 IPO 당시 2023년 P/E는 21.1배 적용, 2023년 목표 P/E 16.4배는 보수적으로 판단한다.

표 28. 티에스아이 Valuation Table (단위: 원, 배, 십억원)

	2022F	2023F
지배주주 순이익(십억원)	10.9	17.2
유통주식수(천주)	18,643	18,643
EPS(원)	585	925
Target P/E	16.4	16.4
적정 시가총액(십억원)	178.9	282.5
현재 시가총액(십억원)	170.0	170.0
적정주가(원)		15,153
목표주가(원)		15,000
현재주가(원)		9,120
현재 P/E		9.9
Upside Potential		64%

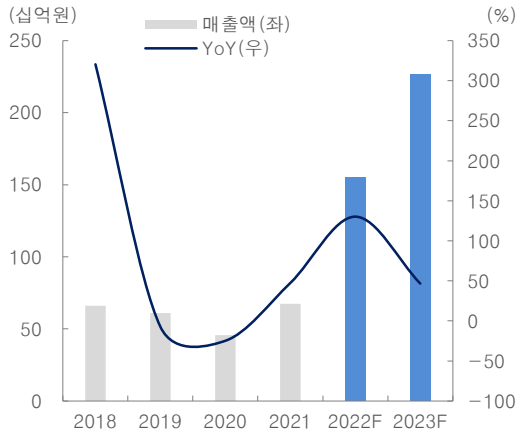
주: 2023년 목표 P/E는 글로벌 장비업체 평균 P/E 16.4배 적용
자료: 대신증권 Research Center

표 29. 글로벌 Peer Group Valuation (단위: 십억달러, 배)

	시가총액	2022F P/E	2023F P/E
Wuxi Lead	9.6	25.2	16.8
Hangke Tech	2.7	30.9	14.5
Yinghe Tech	1.9	23.0	13.1
Putai	0.5	25.4	16.9
Hirano Tech	11.3	N/A	13.2
Manz	0.3	N/A	23.9
평균	0.2	26.1	16.4

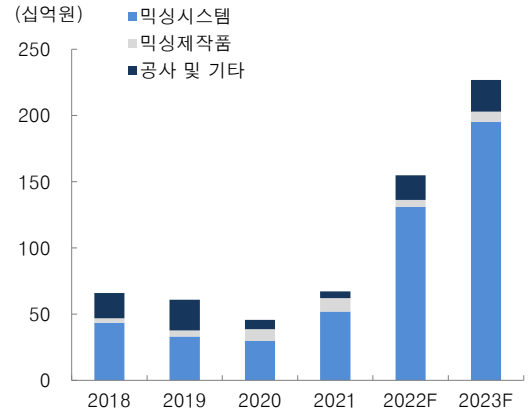
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 114. 매출 및 증감률 전망



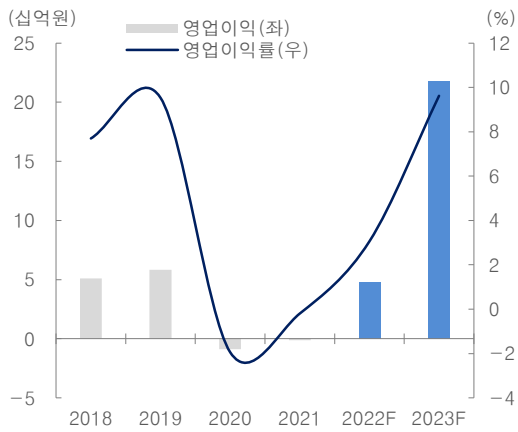
자료: 대신증권 Research Center

그림 115. 매출 비중 추이



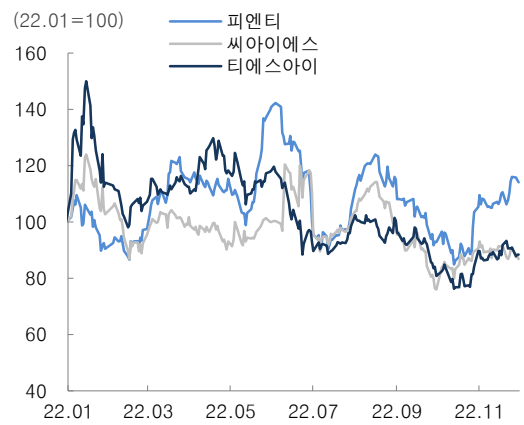
자료: 대신증권 Research Center

그림 116. 영업이익, 영업이익률 추이 전망



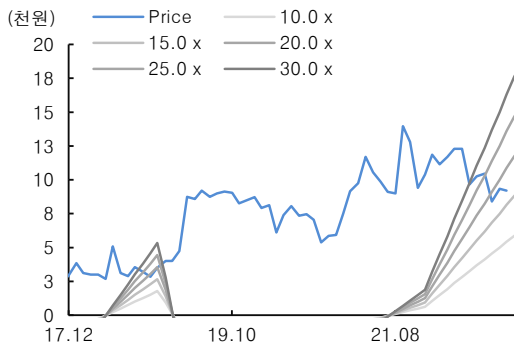
자료: 대신증권 Research Center

그림 117. 전극공정 기업 주가 추이



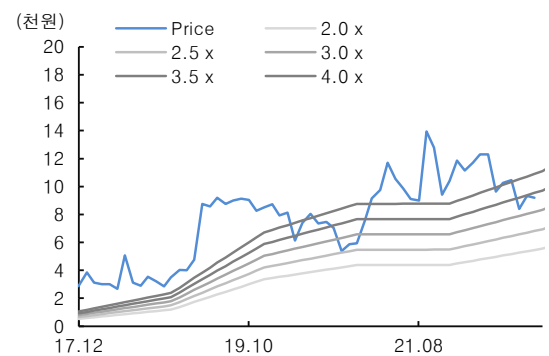
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 118. P/E 밴드차트 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 119. P/B 밴드차트 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

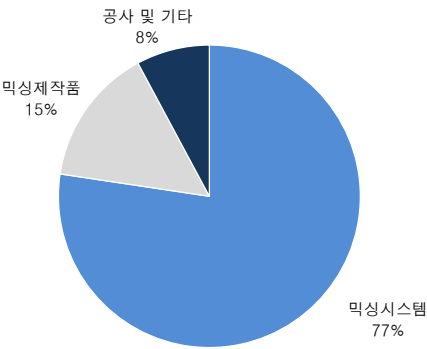
- 2차전지 전극공정내 막상장비 전문 업체
- 매출은 1) 막상 시스템, 2) 막상 제작용, 3) 공사 및 기타로 구성. 주요 매출액은 막상 시스템에서 발생
- 자산 1,975억원, 부채 1,472억원, 자본 503억원(2022년 09월 기준)
(발행주식 수: 18,643,352 / 자기주식수: -)

주가 변동요인

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

자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

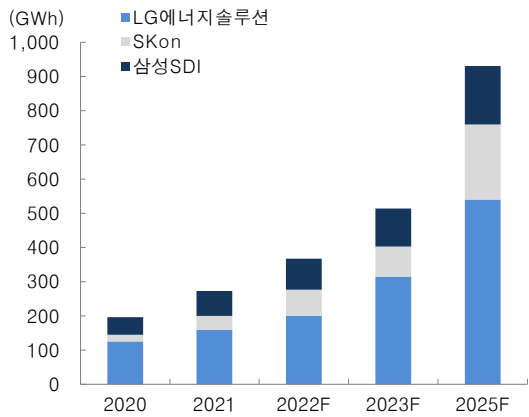
매출 비중



주: 매출액은 2021년 연간 기준
자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

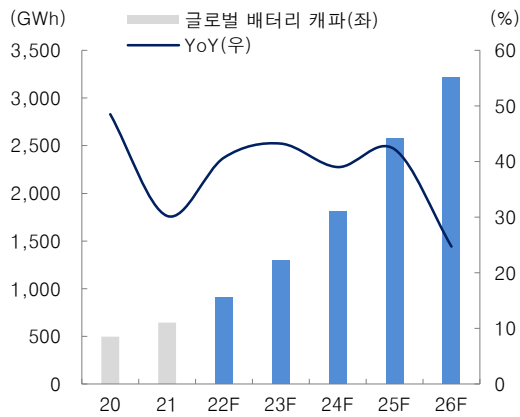
Earnings Driver

국내 배터리사 캐파



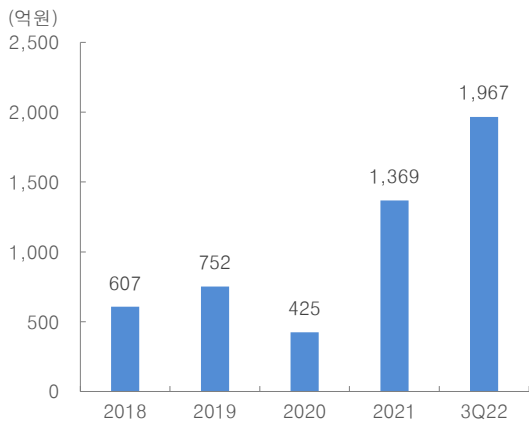
주: LG에너지솔루션, SKon, 삼성 SDI 합산 캐파
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

글로벌 배터리 캐파 전망



자료: SNE Research, 대신증권 Research Center

티에스아이 수주 잔고 추이



자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

고객사 현황

연도별 주요 고객(End-User기준)					
	2018	2019	2020	2021	2022 3Q
1위	삼성SDI	LG화학	LG화학	LG에너지솔루션	LG에너지솔루션
2위	LG화학	삼성SDI	삼성SDI	삼성SDI	삼성SDI
3위	BYD	中化国际	SK이노베이션	NCC	Vinfast
상위3개사 매출비중	97%	85%	93%	94%	91%

자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	46	67	155	227	306
매출원가	40	59	138	186	249
매출총이익	5	8	17	40	57
판매비와관리비	6	8	12	19	26
영업이익	-1	0	5	22	31
영업이익률	-1.9	-0.2	3.1	9.6	10.0
EBITDA	0	1	6	24	33
영업외손익	-1	1	10	1	-2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	7	4	2
외환관련이익	1	2	1	1	1
금융비용	0	-2	-8	-6	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	2	11	4	0
법인세비용차감전순손익	-2	0	15	23	29
법인세비용	0	1	-4	-6	-7
계속사업순손익	-2	1	11	17	22
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2	1	11	17	22
당기순이익률	-3.5	1.7	7.0	7.6	7.1
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-2	1	11	17	22
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-2	1	11	17	22
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-2	1	11	17	22

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-96	63	587	925	1,169
PER	NA	165.1	15.7	9.9	7.9
BPS	2,189	2,193	2,776	3,693	4,862
PBR	2.7	4.7	3.3	2.5	1.9
EBITDAPS	-12	35	336	1,267	1,749
EV/EBITDA	NA	362.1	34.6	9.6	6.7
SPS	2,699	3,632	8,329	12,167	16,425
PSR	2.2	2.9	1.1	0.7	0.6
CFPS	29	146	852	1,301	1,612
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	-25.0	47.2	130.1	46.5	35.0
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	360.5	40.3
순이익 증가율	적지	흑전	845.0	57.9	26.4
수익성					
ROIC	-3.2	-0.7	4.3	15.1	18.0
ROA	-1.4	-0.1	3.2	11.0	11.8
ROE	-5.3	3.0	23.7	28.6	27.3
안정성					
부채비율	81.6	204.4	230.8	227.0	224.6
순차입금비율	-7.6	109.3	88.9	83.4	53.8
이자보상배율	-3.8	-0.1	0.0	0.0	0.0

자료: 티에스아이, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	48	92	131	182	250
현금및현금성자산	15	4	25	26	48
매출채권 및 기타채권	4	24	41	59	79
재고자산	17	44	59	91	116
기타유동자산	12	21	6	6	6
비유동자산	20	32	40	43	45
유형자산	18	27	35	39	41
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	2	5	5	5	5
자산총계	68	124	171	226	295
유동부채	24	39	53	75	108
매입채무 및 기타채무	4	16	21	34	54
차입금	6	4	2	1	1
유동성채무	0	0	3	3	3
기타유동부채	13	19	27	37	53
비유동부채	7	44	66	81	96
차입금	6	10	32	47	62
전환증권	0	27	27	27	27
기타비유동부채	1	7	7	7	7
부채총계	30	83	119	157	204
자배지분	37	41	52	69	91
자본금	5	9	9	9	9
자본잉여금	45	21	21	21	21
이익잉여금	-14	9	20	37	59
기타지분변동	2	2	2	2	2
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	37	41	52	69	91
순차입금	-3	45	46	58	49

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-5	-36	-20	-23	-8
당기순이익	-2	1	11	17	22
비현금항목의 가감	2	2	5	7	8
감가상각비	1	1	2	2	2
외환손익	1	-1	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1	2	4	6	7
자산부채의 증감	-5	-39	-32	-42	-32
기타현금흐름	0	0	-4	-6	-7
투자활동 현금흐름	-4	-11	-10	-5	-4
투자자산	-1	-1	0	0	0
유형자산	-3	-10	-10	-5	-4
기타	-1	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	17	37	42	33	33
단기차입금	3	-2	-2	-2	-2
사채	0	34	17	10	10
장기차입금	0	5	5	5	5
유상증자	14	-20	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	20	22	20	20
현금의 증감	7	-11	21	2	22
기초 현금	8	15	4	25	26
기말 현금	15	4	25	26	48
NOPLAT	-1	0	3	16	23
FCF	-4	-9	-5	13	21