

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

372170 · 배터리 장비

윤성에프앤씨

변곡점에 서서

Not Rated

목표주가

-

상승여력

-

현재주가(23/12/27)

106,800원

KOSDAQ	859.79	시가총액(십억원)	852	발행주식수(백만주)	8	외국인 보유비중(%)	3.4
--------	--------	-----------	-----	------------	---	-------------	-----

Report summary

실적 추정: 역대 최고 분기 달성 전망

4Q23 매출액 1,494억원 (+84% YoY), 영업이익 202억원 (+140% YoY)로 역대 최고 분기 매출액을 달성할 것으로 판단한다. 동사의 주요 고객사의 중국 및 유럽 향 22년 기 수주된 매출 인식 규모가 크기 때문이다. 2024년 매출액 3,485억원 (+16% YoY), 영업이익 383억원 (+27% YoY), OPM 11%로 전망한다. 고객사의 BOSK 향 매출 인식이 가시화되고 현대차 JV 일부 물량 또한 매출 인식이 될 것으로 추정하여 산출했다. 다만, 주요 고객사의 일부 프로젝트 지연 및 무산으로 기존 추정치 대비 -38%, -52% 하향조정했다.

투자포인트

기대되는 기술력은 1) 연속식 믹서와, 2) 차세대 건식 코터의 개발이다. 연속성 믹서는 기존 Batch 타입 보다 1) 공간 효율성 4배 ↑, 2) 생산성 향상이 된다. 고객사에게 CAPEX 비중을 줄여줄 것으로 판단한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.8	-37.8	132.2
상대주가	-4.1	-36.8	90.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액 (십억원)	55	119	129	76	210
영업이익 (십억원)	2	10	19	-5	32
영업이익률 (%)	3.6	8.4	14.7	-6.6	15.2
순이익 (십억원)	2	8	13	-3	25
EPS (원)	306	1,289	2,244	-466	3,787
ROE (%)	17.4	51.9	56.4	-9.5	29.1
P/E (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	11.7
P/B (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6
배당수익률 (%)	-	-	-	-	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 윤성에프앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview: 주요 고객사의 중국 향 대규모 매출 인식 전망

매출액 1,494억원 (+84% YoY), 영업이익 202억원 (+140% YoY)

올해 4분기는 최고 분기 매출액을 달성할 것으로 판단한다. 동사의 주요 고객사의 중국 및 유럽 향 22년 기 수주된 매출 인식 규모가 크기 때문이다. 다만, 기존 추정치 대비 매출액을 하향 조정한 이유는 주요 고객사의 일부 프로젝트 지연에 대한 반영이다.

2024년 매출액 3,485억원 (+16% YoY), 영업이익 383억원 (+27% YoY), OPM 11%로 전망한다. 주요 고객사의 BOSK 향 매출 인식이 가시화되고 현대차 JV 일부 물량 또한 매출 인식이 될 것으로 추정하여 산출했다.

표 1. 윤성에프앤씨: 4Q23 및 연간 실적 추정

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	71.2	36.8	20.9	81.4	86.0	35.0	29.4	149.4	210.3	299.7	348.5
영업이익	10.3	4.4	9.0	8.4	6.7	0.6	-2.6	20.2	32.1	30.1	38.3
세전이익	10.0	7.5	12.3	0.1	11.6	-1.8	1.5	17.8	30.0	32.1	38.4
당기순이익	7.9	5.8	9.5	1.5	9.2	-0.9	0.7	14.6	24.8	26.1	31.7
영업이익률	3.0	11.9	43.0	10.3	7.8	1.7	-9.0	13.5	15.3	10.0	11.0
세전이익률	14.1	20.4	58.8	0.2	13.5	-5.1	5.1	11.9	14.2	10.7	11.0
순이익률	11.2	15.9	45.4	1.0	10.7	-2.6	2.5	9.8	11.8	8.7	9.1
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-	-48.3	-43.2	289.8	5.6	-59.3	-16.1	408.8	177.1	42.5	16.3
영업이익	-	-57.6	105.8	-6.4	-20.6	-90.9	적전	흑전	흑전	-6.2	27.3
세전이익	-	-25.3	63.9	-98.9	8,449.1	적전	흑전	1,084.1	흑전	7.0	19.6
당기순이익	-	-26.5	62.5	-84.1	508.3	적전	흑전	1,908.2	흑전	5.5	21.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 윤성에프앤씨: 연간 실적 추정

(십억원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변경률		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	299.7	348.5	443.2	562.9	-32.4	-38.1	- 일부 대형 프로젝트 매출 인식 지연 - 25년 기대됐던 터키 향 프로젝트 무산
영업이익	30.1	38.3	64.1	79.8	-53.0	-52.0	
세전이익	29.0	38.4	64.2	79.8	-54.8	-51.9	
지배주주 순이익	23.6	31.7	53.4	67.1	-55.8	-52.7	
영업이익률	10.0	11.0	14.5	14.2	-4.4	-3.2	
세전이익률	9.7	11.0	14.5	14.2	-4.8	-3.2	
순이익률	7.9	9.1	12.0	11.9	-4.2	-2.8	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

기술적인 해자

동사의 기대되는 2가지 기술력은 1) 연속식 믹서와, 2) 차세대 건식 코터의 개발이다. 동사는 하반기에 주요 고객사에게 차세대 기술인 연속식 믹서의 파일럿 라인 발주를 완료한 것으로 추정한다. 연속식 믹서는 기존 Batch 타입 보다 1) 공간 효율성 4배 ↑, 2) 생산성 향상이 된다. 기존 Batch 타입(8m 이상)은 높은 높이의 건물 설계를 필요로 하기에 셀 업체에게 공장 CAPEX 비용 부담이 가중되나 연속식 믹서는 공장 설계 단계에서부터 고객사에게 CAPEX 부담을 줄여준다.

연속식 믹서는 생산성 향상에 도움이 된다. Batch 타입 믹싱의 경우, 한번 슬러리 생산 이후 다음 물량의 생산에 준비하는 시간이 대략 1~2주 이상 걸린다. 하지만 연속식 믹서는 Takt Time이 짧으며 연속적으로 슬러리를 생산할 수 있다. 장비에 케미컬적인 마모에 대한 우려가 존재하나 마모되는 파트를 정형화시켜서 빠르게 교체하는 방식으로 구상 중인 것으로 파악된다.

동사는 차세대 건식 코터 개발도 진행 중이다. 건식의 경우, 집전체(동박, 알박)에 양극 활물질을 액체 상태로 만들지 않고 고체 상태로 바로 캐스팅한다. 이에 필요한 것은 PTFE와 같은 특수 바인더가 사용될 것으로 판단하는데, 특수 바인더는 슬러리의 균질성 확보와 동시에 높은 고온에서 쉼의 기술력을 요구될 것으로 판단되며 동사의 개발 및 상용화 여부에 따라 추가적인 성장 여력도 기대된다.

표 3. 연구 현황

연구과제명	연구기관	연구결과 및 기대효과
중대형 배터리 전극용 35LPM급 연속식 슬러리 믹싱 시스템 및 in-line 품질 측정 기술 개발	윤성에프앤씨 국립경상대학교 외	- 21년 1차년도 과제 수행 결과 1.5 LPM(분당 생산량)급의 슬러리를 생산하는 믹싱 시스템 개발에 성공 - 올해 양산급인 35LPM 규모의 시스템을 개발
탄소중립형 고에너지밀도 배터리를 위한 소재/공정 혁신 융합 솔루션 개발	한국에너지기술연구원 윤성에프앤씨 외	- 전극 제조 장치 개발 진행 - 21년 1차 년도 개발 결과, 건식 전극 제조 용 믹서 및 압출기 시제품 실험 용 전극 제조 준비
진공 분체 이송 시스템	당사 연구소	- 이차전지 교반을 위해 필요한 활물질(분체)을 빠르고 정확하게 이송하기 위한 시스템으로 진공 이송 기능을 이용하여 정확하고 대량 이송이 가능한 활물질 계량 시스템을 개발
2300L 4축 PD 믹서	당사 연구소	- 니딩 날개(Kneading) 2개, 분산날개 2개로 이루어진 2,300L 급 공자전 PD 믹서로 자체적으로 개발하였으며, 국내 최초로 개발된 2300L급 PD믹서
이차전지 전극 슬러리 제조 용 3날개 고속 공자전 교반기	당사 연구소 외	- 니딩(Kneading)과 분산을 한 장비에서 실시하는 기존 PD 믹서 방식 대신, Kneading 전용기를 이용하여 믹싱을 하기 위한 장비 - 니딩(Kneading)은 믹싱 중 동력을 많이 소모하므로 장비가 진동 및 파손, 마모가 심할 수 있기 때문에 전용 장비 개발이 까다로우나 고객사와 공동개발을 하였으며, 개발 결과 기존 PD믹서 생산량의 3배에 달하는 교반 성능을 보여줍니다.
용융 리튬 믹서	당사 연구소	- 국방관련기관의 의뢰를 받아서 개발한 장비 - 리튬을 400도 정도로 가열해서 녹인 후, 철 파우더를 교반하여 냉각시켜 디스크 형태로 만든 다음 적층하여 전지로 생산

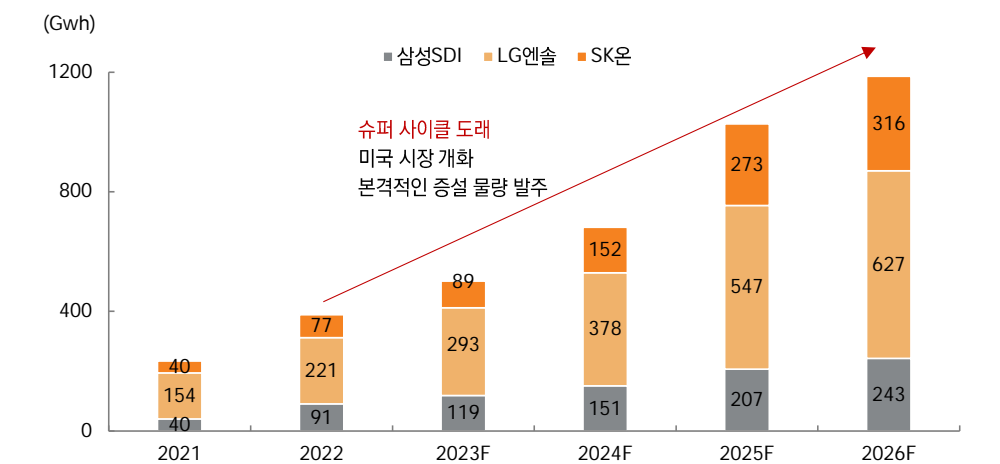
자료: 윤성에프앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

리스크 요인

주요 고객사의 증설 속도 지연

동사의 주요 고객사의 증설 스케줄이 지연되고 있는 것으로 파악된다. 고객사의 증설 스케줄의 중에 북미 현대차 JV(35Gwh)의 증설은 예정대로 진행될 것으로 판단되나 BlueOval 3(43Gwh)은 현재 27년까지 지연될 것으로 추정된다. 다만, 긍정적인 사실은 최근 해외 향 수주로 동사의 고객사에 대한 편중된 리스크의 완화되는 기조가 이어질 것으로 판단한다.

그림 1. 국내 셀 3사 생산 능력 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. SK온 생산 능력 전망

(십억원)

		2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	비고
SK온	전체 생산능력	40	77	89	152	273	316	
	한국	5	5	5	25	25	25	
	서산	5	5	5	25	25	25	
	중국	28	45	45	58	58	58	
	창저우	8	8	8	8	8	8	
	해주	10	10	10	10	10	10	
	옌청	10	10	10	10	10	10	
	옌청2		17	17	30	30	30	
	헝가리	8	17	17	47	47	47	
	헝가리(1,2)	8	17	17	17	17	17	
	헝가리(이반차)				30	30	30	
	미국		10	22	22	143	186	
	조지아(1,2)		10	22	22	22	22	
	테네시 (포드 JV)					43	43	25년 가동
	켄터키 (포드 JV)					43	86	BOSK3 증설 지연 가능성 존재
	조지아 (현대차 JV)					35	35	25년 가동

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

윤성에프앤씨 (372170)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	119	129	76	210
매출원가	104	105	63	157
매출총이익	15	24	13	53
판매비와관리비	5	5	17	21
조정영업이익	10	19	-5	32
영업이익	10	19	-5	32
비영업손익	0	-2	2	-2
금융손익	0	0	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	1	0
세전계속사업손익	10	17	-3	30
계속사업법인세비용	2	3	0	5
계속사업이익	8	13	-3	25
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	8	13	-3	25
지배주주	8	13	-3	25
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	0	13	-3	25
지배주주	0	13	-3	25
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	11	20	-3	34
FCF	5	-17	-24	-16
EBITDA 마진율 (%)	9.2	15.5	-3.9	16.2
영업이익률 (%)	8.4	14.7	-6.6	15.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.7	10.1	-3.9	11.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
영업활동으로 인한 현금흐름	14	7	-21	-8
당기순이익	8	13	-3	25
비현금수익비용가감	2	6	9	11
유형자산감가상각비	1	1	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1	5	7	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	4	-10	-22	-42
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-45	7	-12	-28
재고자산 감소(증가)	0	24	-41	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	29	-22	24	20
법인세납부	0	-3	-4	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-11	-22	-2	-19
유형자산처분(취득)	-9	-24	-3	-8
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	4	0	-11
기타투자활동	0	-2	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-3	22	16	76
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	24	15	-5
자본의 증가(감소)	0	0	7	81
배당금의 지급	-1	-1	-1	0
기타재무활동	0	-1	-5	0
현금의 증가	1	7	-7	48
기초현금	1	1	9	1
기말현금	1	9	1	50

자료: 윤성에프앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
유동자산	60	33	94	216
현금 및 현금성자산	1	9	1	50
매출채권 및 기타채권	54	15	26	55
재고자산	0	5	46	61
기타유동자산	5	4	21	50
비유동자산	31	52	54	61
관계기업투자등	1	1	1	2
유형자산	27	49	50	56
무형자산	0	0	0	1
자산총계	91	85	148	278
유동부채	68	35	99	123
매입채무 및 기타채무	41	16	41	61
단기금융부채	4	13	30	25
기타유동부채	23	6	28	37
비유동부채	4	21	17	17
장기금융부채	4	19	17	17
기타비유동부채	0	2	0	0
부채총계	73	56	116	140
지배주주지분	19	29	32	138
자본금	0	0	1	1
자본잉여금	0	0	7	87
이익잉여금	16	29	25	50
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	19	29	32	138

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021	2022
P/E (x)	0.0	0.0	0.0	11.7
P/CF (x)	0.0	0.0	0.0	8.0
P/B (x)	0.0	0.0	0.0	2.6
EV/EBITDA (x)	0.4	1.2	-16.2	9.8
EPS (원)	1,289	2,244	-466	3,787
CFPS (원)	1,655	3,305	962	5,526
BPS (원)	3,088	4,874	5,158	17,264
DPS (원)	24,999	16,667	0	150
배당성향 (%)	19.4	7.4	0.0	4.8
배당수익률 (%)	-	-	-	0.3
매출액증가율 (%)	115.8	8.0	-41.1	177.1
EBITDA증가율 (%)	244.0	74.8	-	-
조정영업이익증가율 (%)	384.0	83.0	-	-
EPS증가율 (%)	321.4	74.0	-	-
매출채권 회전율 (회)	3.8	3.8	4.1	5.7
재고자산 회전율 (회)	4,159.8	54.8	3.0	3.9
매입채무 회전율 (회)	4.7	4.2	2.4	3.4
ROA (%)	12.4	15.3	-2.5	11.6
ROE (%)	51.9	56.4	-9.5	29.1
ROIC (%)	44.1	42.1	-7.8	27.3
부채비율 (%)	391.4	190.9	357.3	101.5
유동비율 (%)	88.1	93.0	95.2	176.3
순차입금/자기자본 (%)	23.9	79.7	140.3	-12.9
조정영업이익/금융비용 (x)	27.3	81.1	-7.7	20.4

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.