

## FS Research

JEAN PARK 연구원

hjpark@fsresearch.net

투자 의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(2/24)	17,690원
상승여력	-

시가총액	2,411억원
총발행주식수	13,628,219주
60일 평균 거래량	216,411주
52주 고	20,550원
52주 저	12,800원
외인지분율	3.8%
신용비율	4.7%
자본금	69억원
액면가	500원

주요주주	지분율
김일부	14.9
특수관계인	13.2

행사기간	미행사된 주식수
------	----------

주요 자회사	지분율
대신전자	100%
상신에너지텍	100%
상신하이텍	100%
상신헝가리	100%

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

## 시간의 문제일 뿐

### 2차전지용 CAN 생산

2차전지용 CAN을 생산하는 기업이다. 매출의 대부분(약 90%)이 주 고객사인 삼성SDI로부터 발생하고 있다. 제품별 매출비중은 22년 3분기 누적기준으로 중대형 CAN이 39.6%, 원형 CAN이 46.7%, 기타 11.6%, 상품 2.1%이며, 고객사 내 점유율은 중대형 CAN은 약 50%(나머지 50%는 신흥에스이씨, 중국 기업 등), 원형 CAN은 약 80% 수준으로 추정된다.

### 주 고객사 증설 규모와 실적 연동

동사의 실적은 결국 삼성SDI의 2차전지 증설과 연동된다고 볼 수 있다. 고객사 증설 규모에 따른 매출 성장 규모를 동사가 밝히고 있지 않으나 과거 데이터로 역산함으로써 대략적인 추정은 가능하다. 22년 고객사가 헝가리(중대형 각형만 생산)에서 약 12GWH 규모로 증설한 것으로 추정하는데, 동사의 헝가리법인 중대형CAN 매출은 21년 285억원에서 22년 3분기 누적 469억원으로 증가하였다. 22년 결산 감사보고서 제출 전이므로 잠정실적 기준으로 추정해 보았을 때 22년 연간은 660억원(+375억원YoY) 수준일 것으로 보인다. 12GWH = 약 375억원이라면 고객사가 중대형 각형 1GWH 생산을 증가시킬 시에 연간 약 60억원의 CAN이 필요하다는 추정이 가능하며, 동사가 50% 수준의 점유율을 차지하고 있기 때문에 동사의 매출증가분은 연간 약 30억원 수준으로 추정할 수 있다. 물론 이는 고객사 내 비중이 유지될 경우를 가정한 것이다.

원형의 경우 2170규격에 공급하고 있는데, 현재 고객사가 말레이시아에 1.7조원을 들여 증설 중에 있다. 25년 완공 목표이며 46파이 규격이 생산될 것으로 알려져 있는데, 24년부터 일부 라인이 2170규격으로 생산을 시작할 것으로 보여 동사의 매출(자회사 상신에너지텍, 말레이시아법인) 또한 증가할 것으로 보인다. 46파이 생산 시 동사의 생산 비중은 아직 알 수 없으나 현재 2170규격에서는 동사 비중이 높다. 고객사의 말레이시아 생산 규모는 현재 10GWH 수준으로 추정되며, 25년까지 증설할 규모는 10GWH~15GWH 인 것으로 알려져 있다.

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	1,303	1,517	1,975	2,908	3,390
영업이익	91	195	197	328	407
영업이익률(%)	7.0	12.9	10.0	11.3	12.0
세전이익	70	121	230	301	387
지배주주순이익	48	86	175	245	329
PER	21.7	21.2	12.2	8.3	7.3
PBR	1.7	2.5	2.1	1.6	1.5

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

## 25년도 급격한 실적 성장 전망

23년도 실적은 3,390억원(+16.5%이하YoY), 407억원(+24.0%), 329억원(+33.5%)을 전망한다. 24년도에도 말레이시아 일부 라인 가동, 헝가리 증설 지속 등으로 성장을 지속할 것으로 보인다. 25년에는 급격한 실적 성장을 전망하는데, 고객사의 말레이시아 46파이 생산과 미국 스텔란티스 JV 가동이 시작되기 때문이다. 고객사의 현재 시점 예정된 북미 투자는 스텔란티스 JV 23GWH(향후 33GWH까지 증설) 뿐이지만, 고객사의 실적 컨콜에서 언급된 것처럼 향후에 북미투자는 추가될 가능성이 높다. 고객사의 추가 투자 결정 시 25년 실적 기준 동사의 밸류에이션은 급격하게 낮아질 것이다.

표1. 지역별 매출

단위: 억원

	지역	제품	22년 3분기 누적
상신이디피	한국	원형	324
		중대형	206
		기타	382
대신전자	중국 천진	원형	370
		기타	32
상신에너지	말레이시아	원형	315
		기타	40
상신하이텍	중국 서안	중대형	182
		기타	24
상신헝가리	헝가리	중대형	469
		기타	41
		내부거래	-223
		계	2,163

자료: 전자공시시스템

## ▶ 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.
-