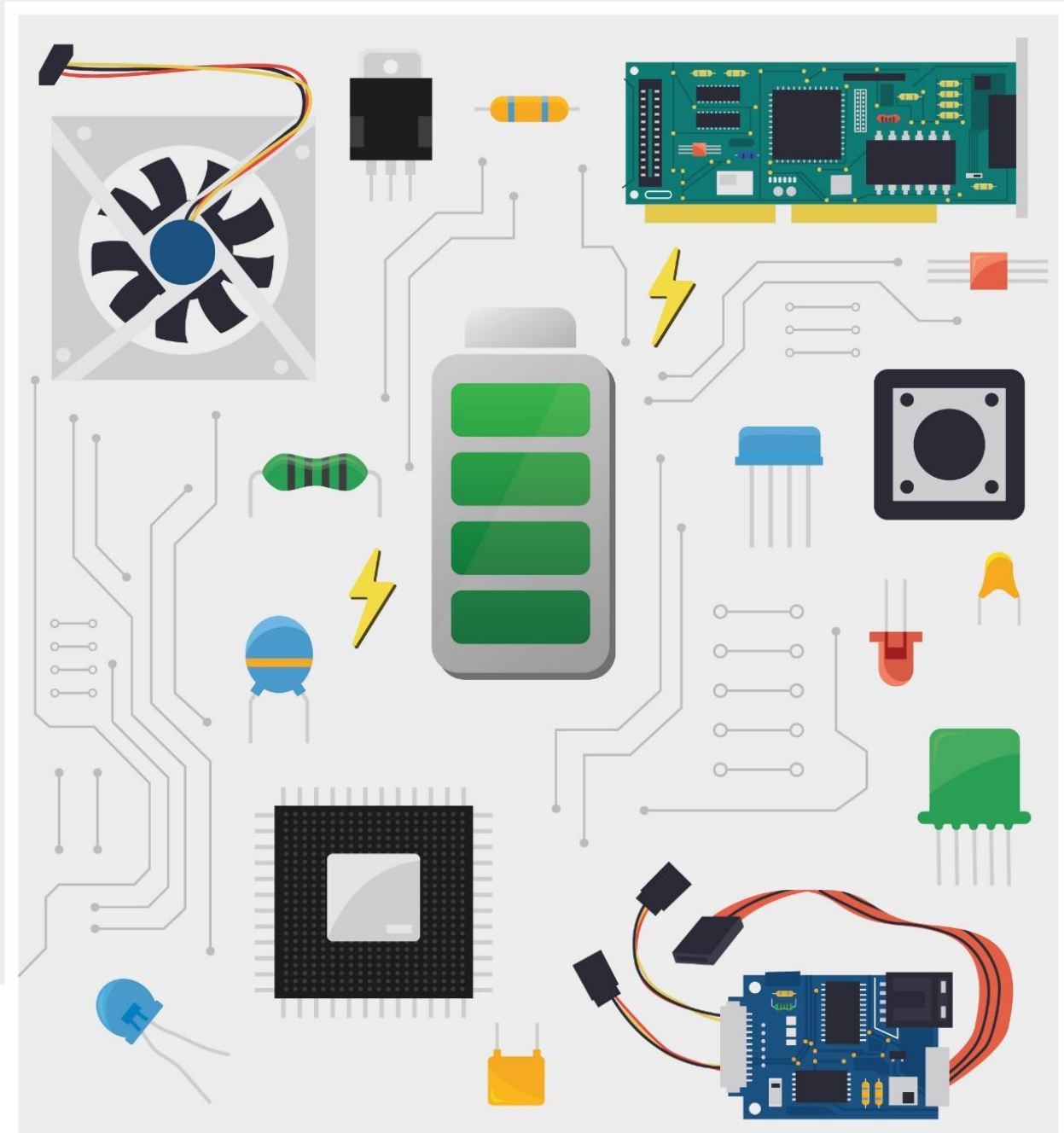


2차전지(비중확대)

배터리 패러다임의 변화(feat. IT 탐방왕이 바라본 2차전지)



- IT부품과의 비교를 통한 2차전지의 벨류에이션 & 기업가치 합당성 판별
- IT에서도 경험해보지 못한 공급자 우위 상황 → 앞으로의 변화는?
- 공급자 우위의 근거: 극단적인 네 가지 동향 (부족, 계약, 가격, 지원금)
- “메모리반도체 산업에 서버가 있다면, 배터리 산업에는 ESS가 있다”

IT부품/전기전자/2차전지. 박형우, 3773-9035



Analyst
박형우

hyungwoo@sksec.co.kr
02-3773-9035

2 차전지 (비중확대)

배터리 패러다임의 변화 (feat. IT 탐방왕이 바라본 2 차전지)

IT 부품과의 비교를 통한 2 차전지의 밸류에이션 & 기업가치 합당성 판별

IT에서도 경험해보지 못한 공급자 우위 상황 → 앞으로의 변화는?

공급자 우위의 근거: 극단적인 네 가지 동향 (부족, 계약, 가격, 지원금)

“메모리반도체 산업에 서버가 있었다면, 배터리 산업에는 ESS 가 있다”

IT 부품에 대한 투자 가치관 변화

IT 부품 애널리스트로 투자 모멘텀을 ① 고객사 요청, ② 기술변화, ③ 수급 불균형 세 가지로 분류해왔다. 그러나 2차전지 산업을 IT 부품 사례들과 비교해본 후 의견이 달라졌다. 지난 10 년간 초호황을 누렸던 기업들의 공통점은 기술력이 아닌 수요와 공급의 불균형에 따른 ‘공급자 우위’ 환경에 있었다.

2 차전지도 결국 IT 부품이다: IT와 비교 시, 상대 매력도 하

2 차전지 산업의 (PER) 밸류에이션 부담은 명확하다. 현재 주가 레벨의 합당성을 판별하기 위해 타 IT 제품군과 배터리를 비교했다. 멀티플, 경쟁강도, 진입장벽, 사업성, 투자효율 등에서 배터리 사업은 열위다. 과거 평균 영업이익률도 2%로 IT 중 최저 수준이다. 2차전지 산업의 성격과 기술력만으로 현재 주가를 설명하긴 어렵다.

전례 없는 ‘공급자 우위’ 강도

현재의 2 차전지 산업은 전통적인 IT 하드웨어에서 경험한 적 없는 강도의 공급자 우위 시장이다. ① 고객사들은 공급부족을 우려한다. 이미 일부 ESS 제품은 부족하다. ② JV(Joint Venture)와 장기공급계약 뉴스가 속출한다. ③ 우호적인 가격 계약 동향들이 감지된다. ④ 미국의 자국투자 유인책(AMPC)가 파격적이다. 과거 공급자 우위 환경에서 IT 부품들은 가격과 영업이익률이 상승했음을 기억해야 한다.

메모리 산업에는 서버 있었다면, 배터리 산업에는 ESS 가 있다

ESS는 전기차 전력 공급 안정화, 친환경, 에너지 안보의 핵심 인프라다. 동시에 배터리 공급부족을 심화시킬 요인이다. 이미 글로벌 시장규모는 전망치를 상회하기 시작했다. ① 자동차 산업의 온실가스 배출 비중은 25%에 불과하다. 에너지를 비롯한 다른 산업에서 탈탄소화가 필요하다. ② 전기차 확산의 걸림돌 중 한가지는 충전인프라다. 전기차를 움직이는 ESS 로 (V2G) 활용하면 된다. ③ 미국의 NEM 3.0 정책은 ESS 산업 성장의 티핑포인트가 될 것이다. ESS의 잠재력을 주목한다.

2 차전지 투자전략: 후발주자의 실적 레버리지 효과

밸류에이션 부담이 크다. 2차전지 산업도 IT처럼 옥석가리기가 필요하다. ① 셀은 상대적으로 PER 로 설명이 가능하다. ② 확정된 계약이 많지 않은 제품/기업군이 향후 수주 시 모멘텀 강도가 더 클 것이다. ③ 각 제품별로 후발주자의 실적레버리지 효과를 주목한다. SK 온이 수출 안정에 성공할 경우 가장 가파른 실적 반등이 기대된다.

Contents

| | | |
|---|------------------------|----|
| 1 | Key Chart | 3 |
| 2 | IT 부품으로 바라본 배터리 산업 | 11 |
| 3 | 전례 없는 '공급자 우위' 강도 | 32 |
| 4 | 전기차보다 더 큰 잠재력을 보유한 ESS | 44 |
| 5 | 한국 2차전지 산업의 세 가지 위험요소 | 61 |
| 6 | 기업분석 | 67 |

LG 에너지솔루션 (A373220 / 매수)

삼성 SDI (A006400 / 매수)

포스코퓨처엠 (A003670 / 매수)

코스모신소재 (A005070 / 매수)

SK 아이이테크놀로지 (A361610 / 매수)

솔루스첨단소재 (A336370 / 매수)

SKC (A011790 / 매수)

SK 온 (비상장)

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

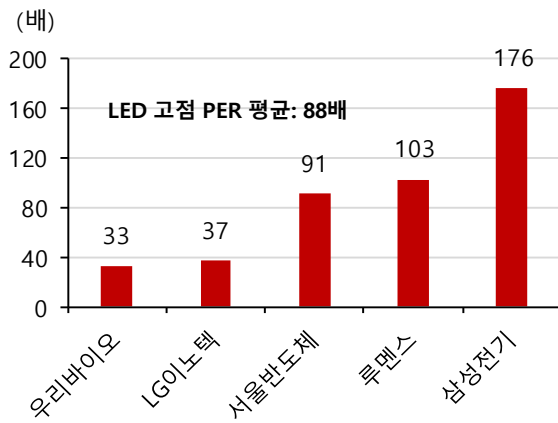
| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 92.90% | 중립 | 7.10% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

Key Chart



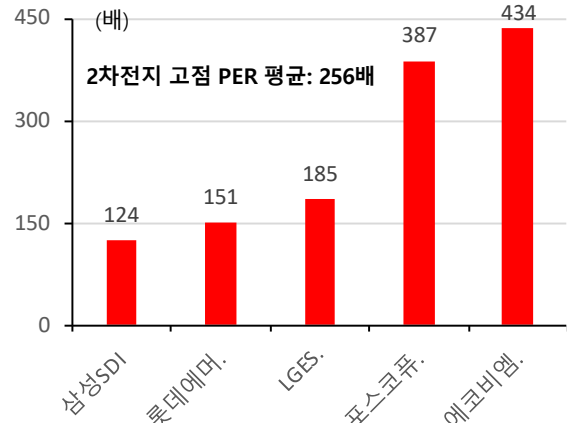
1. Key Chart

LED 모넨텀, Trailing PER 고점 (2009~2010 년)



자료: QuantiWise, SK 증권

2차전지 모넨텀, Trailing PER 고점 (2022 년~현재)



자료: QuantiWise, SK 증권

커버리지 7 개사 2030 년 주요 실적 및 PER 전망 (5/19 종가 기준)

| | | (단위) | 22 | 23F | 24F | 25F | 26F | 27F | 28F | 29F | 30F |
|-----------|-------|------|------|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| LG 에너지솔루션 | 매출성장률 | % | 43% | 47% | 29% | 31% | 18% | 13% | 9% | 4% | 3% |
| | OPM | % | 5% | 7% | 7% | 8% | 8% | 9% | 10% | 10% | 10% |
| | PER | 배 | - | 75 | 54 | 39 | 28 | 22 | 20 | 18 | 17 |
| 삼성 SDI | 매출성장률 | % | 48% | 19% | 7% | 33% | 33% | 22% | 14% | 12% | 11% |
| | OPM | % | 9% | 9% | 9% | 10% | 10% | 10% | 10% | 11% | 11% |
| | PER | 배 | - | 24 | 22 | 17 | 13 | 10 | 9 | 7 | 7 |
| SK 온 | 매출성장률 | % | 151% | 93% | 42% | 53% | 35% | 14% | 8% | 5% | 5% |
| | OPM | % | -14% | -5% | 3% | 6% | 8% | 9% | 10% | 10% | 10% |
| | PER | 배 | - | -13 | 70 | 17 | 10 | 7 | 7 | 6 | 6 |
| 포스코퓨처엠 | 매출성장률 | % | 66% | 57% | 54% | 50% | 30% | 12% | 8% | 7% | 7% |
| | OPM | % | 5% | 5% | 7% | 8% | 9% | 9% | 10% | 10% | 10% |
| | PER | 배 | - | 106 | 60 | 36 | 25 | 20 | 18 | 16 | 15 |
| 코스모신소재 | 매출성장률 | % | 59% | 68% | 45% | 70% | 42% | 28% | 18% | 12% | 10% |
| | OPM | % | 7% | 4% | 6% | 7% | 7% | 8% | 8% | 9% | 9% |
| | PER | 배 | - | 199 | 93 | 49 | 35 | 26 | 21 | 17 | 15 |
| 솔루스첨단소재 | 매출성장률 | % | 21% | 19% | 24% | 29% | 36% | 48% | 20% | 7% | 4% |
| | OPM | % | -10% | -7% | 6% | 6% | 7% | 7% | 8% | 9% | 10% |
| | PER | 배 | - | - | 329 | 164 | 52 | 29 | 23 | 19 | 16 |
| SKIET | 매출성장률 | % | -3% | 28% | 106% | 37% | 6% | 9% | 10% | 13% | 4% |
| | OPM | % | -9% | 1% | 10% | 13% | 14% | 14% | 15% | 15% | 16% |
| | PER | 배 | - | 52 | 50 | 30 | 25 | 22 | 20 | 17 | 16 |

자료: SK 증권 추정

시장개화 후 연차별 출하량 성장률 : 스마트폰 vs 전기차



자료: 언론자료, SA, SK 증권 추정

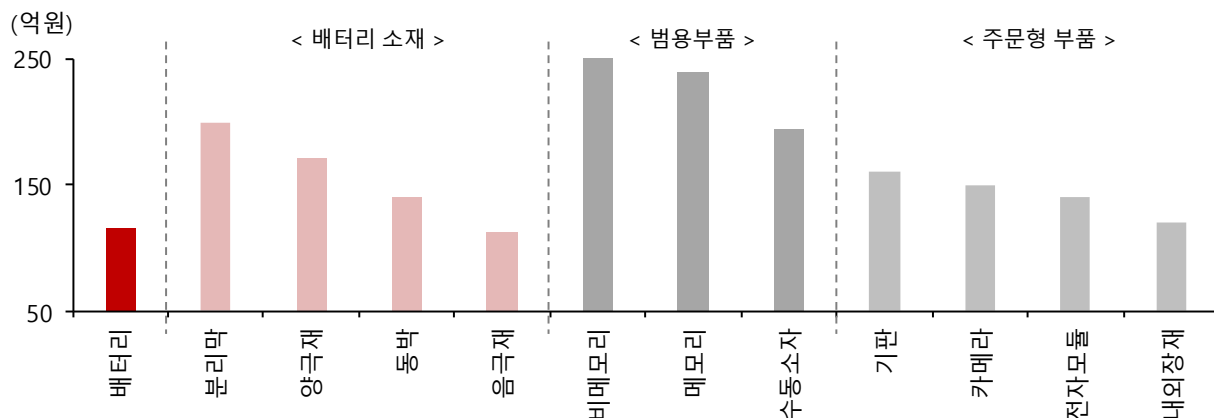
IT 제품별 과거 14년 평균 OPM

(단위: %)

| 기업명 | 고마진 | | | 중마진 | | | 저마진 | | |
|--------|---------|---------|----------|-----------|-----------|----|--------|----------|--------|
| | SK 하이닉스 | 삼성전자 무선 | 삼성 디스플레이 | 삼성전기 MLCC | LG 전자 H&A | 대덕 | LG 이노텍 | LG 전자 HE | 삼성 SDI |
| 제품군 | 메모리 | 스마트폰 | 디스플레이 | MLCC | 가전 | 기판 | 카메라 | TV | 배터리 |
| 평균 OPM | 18 | 12 | 10 | 8 | 6 | 6 | 4 | 4 | 2 |

자료: Quantwise, SK 증권

IT 제품별 투자효율 : CAPEX 1,000억원당 발생 가능 '영업이익'



자료: SK 증권 추정

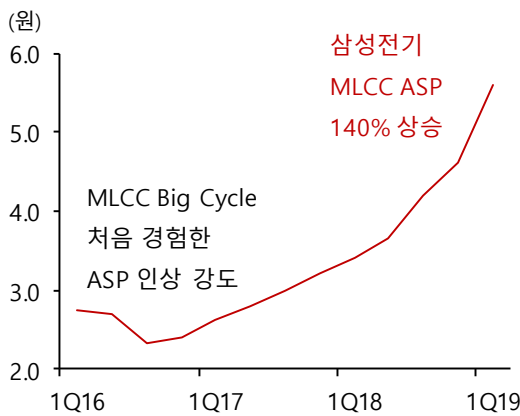
주: 생산/검사/유틸리티 설비 투자 기준. 토지/공장은 제외

범용부품 vs 주문형부품

| 범용부품 | VS | 주문형 부품 |
|--------------------|---------|------------------|
| 다변화 | 고객사 | 특정 기업 |
| 다변화 | 어플리케이션 | 수요자가 지정 |
| 공급사 | 제품개발 주도 | 수요자가 지정 |
| 공급부족 상황 한정, 공급사 우위 | 협상력 | 대부분의 경우, 수요자 우위 |
| 변동 | 공급단가 | 고정 |
| 시장 가격 | 가격 협상 | 정기 진행 & 단가인하(CR) |

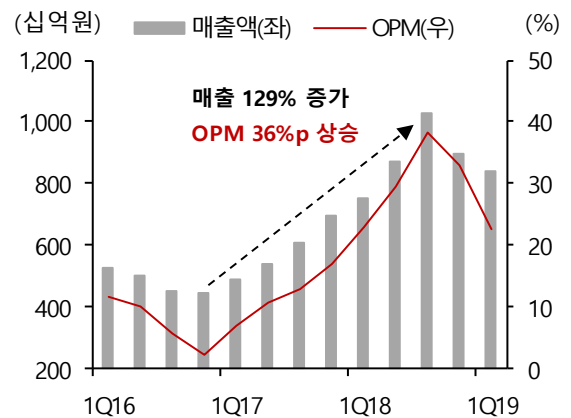
자료: SK 증권

삼성전기 MLCC ASP : 가격 상승 사이클 (17~18년)



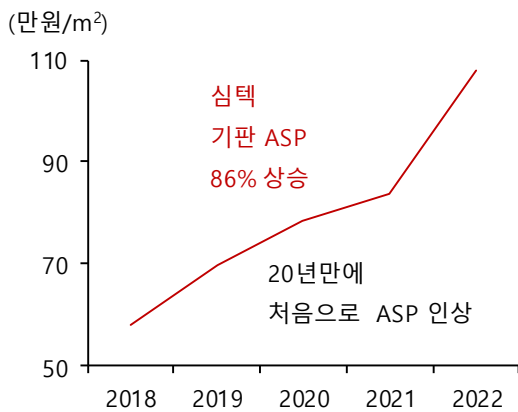
자료: Dart, SK 증권 추정

삼성전기 : 매출액 & 영업이익률



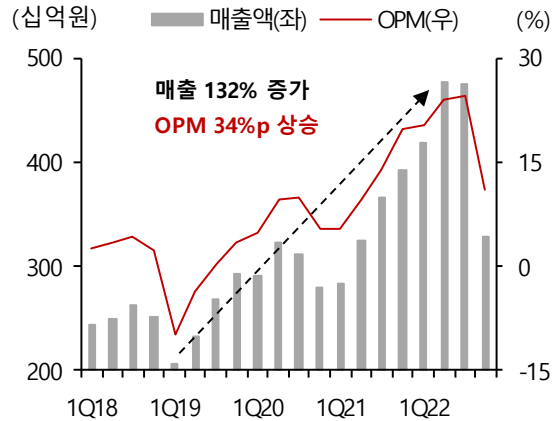
자료: Quantwise, SK 증권

심텍 기판 ASP : 가격 상승 사이클 (18~22년)



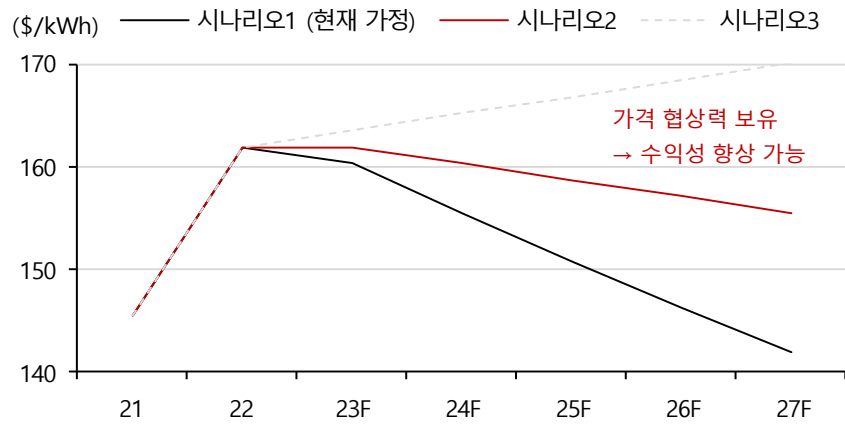
자료: Dart, SK 증권

심텍 : 매출액 & 영업이익률



자료: QuantiWise, SK 증권

시나리오별 배터리 공급단가 전망



자료: SK 증권 추정 / 주: EV 90% & ESS 10%, 셀 25% & 모듈 75% 기준

공급단가 상승에 따른 2차전지 생산업체들의 2030년 실적 및 PER 전망

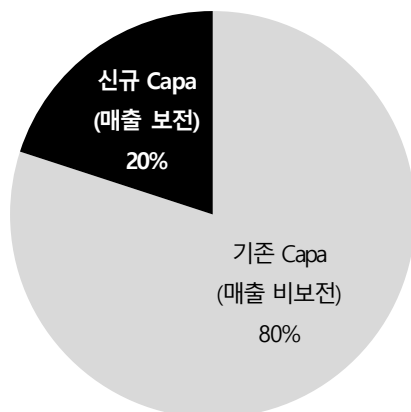
(단위: 십억원)

| 단가 상승 가정 | LG 에너지솔루션 | | | | 삼성 SDI | | | | SK온 | | | |
|----------|-----------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 기존 가정 | 2% | 4% | 6% | 기존 가정 | 2% | 4% | 6% | 기존 가정 | 2% | 4% | 6% |
| 매출액 | 97,222 | 99,167 | 101,111 | 103,056 | 78,476 | 80,045 | 81,615 | 83,184 | 58,153 | 59,316 | 60,479 | 61,642 |
| 영업이익 | 9,853 | 11,041 | 12,269 | 13,535 | 8,637 | 9,610 | 10,615 | 11,651 | 5,900 | 6,611 | 7,346 | 8,103 |
| 영업이익률 | 10% | 11% | 12% | 13% | 11% | 12% | 13% | 14% | 10% | 11% | 12% | 13% |
| 지배 순이익 | 7,389 | 8,281 | 9,202 | 10,152 | 7,342 | 8,649 | 9,554 | 10,486 | 4,425 | 4,959 | 5,509 | 6,078 |
| PER (배) | 17 | 16 | 14 | 13 | 7 | 6 | 5 | 5 | 6 | 5 | 5 | 4 |

자료: SK 증권

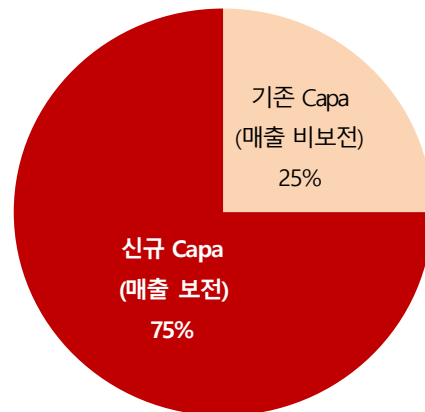
주: AMPC 미반영 기준

증설 사례 : 반도체 패키징기관 비율



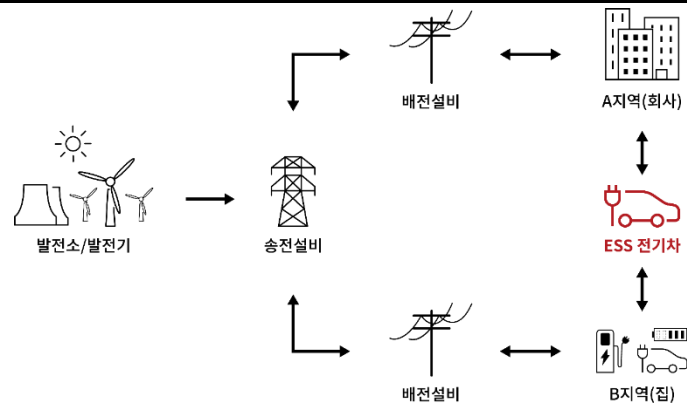
자료: SK 증권

증설 사례 : 2차전지 비율



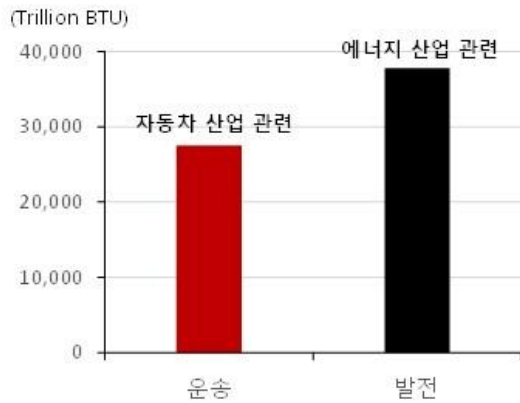
자료: SK 증권

전기차는 움직이는 ESS



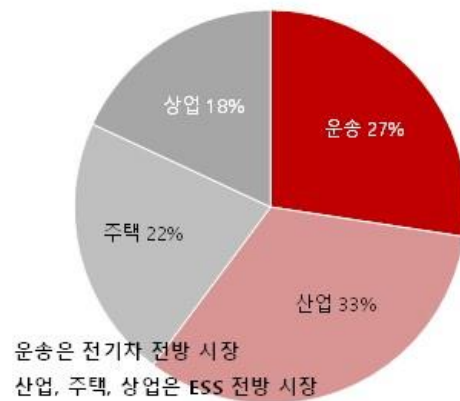
자료: Researchgate, 언론자료, SK 증권

미국 산업별 에너지 소비량



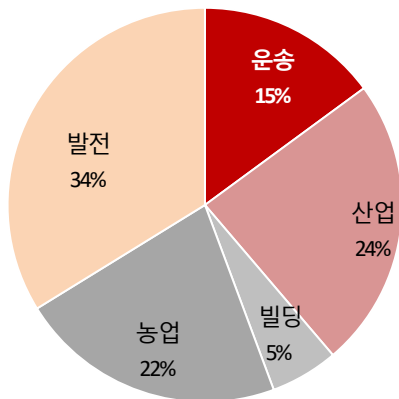
자료: US EIA, SK 증권

미국 산업별 에너지 소비량



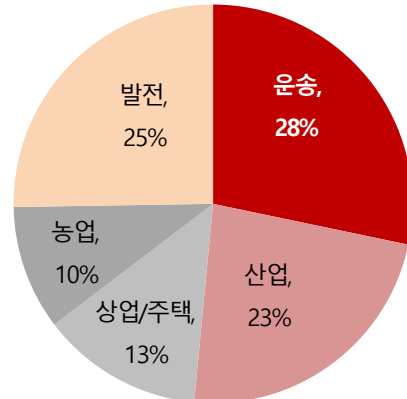
자료: US EIA, SK 증권

글로벌, 섹터별 온실가스 배출 비중 (2020년)



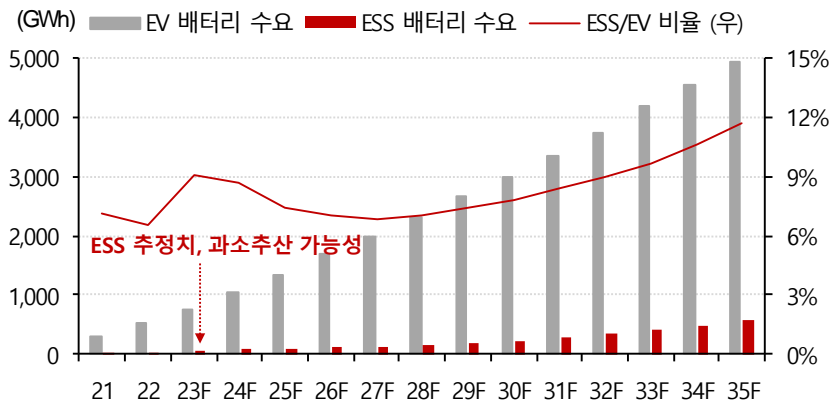
자료: IPCC, SK 증권

미국, 섹터별 온실가스 배출 비중(2021년)



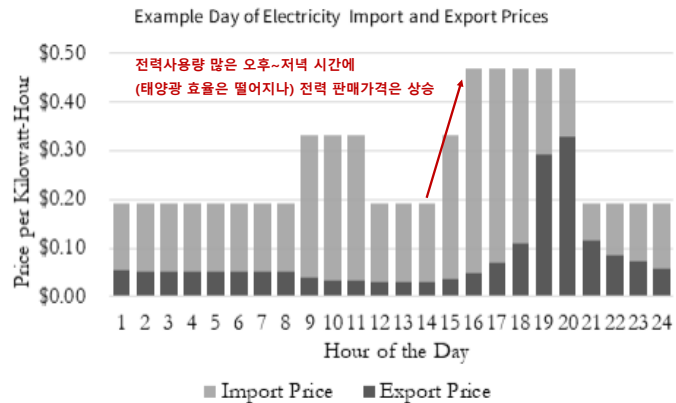
자료: US EIA, SK 증권

배터리 수요: ESS vs EV



자료: 산업자료, SK 증권 추정

NEM 3.0 전기료 예시 (사용가 & 판매가)



자료: 미국 캘리포니아주 PUBLIC UTILITIES COMMISSION, SK 증권

'ESS 용 & 전기차용' 배터리 수급 전망

| | 단위 | 23F | 24F | 25F | 26F | 27F | 28F | 29F | 30F | 31F | 32F | 33F | 34F | 35F |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EV 출하량 (중국 제외) | 만대 | 545 | 648 | 791 | 1,029 | 1,216 | 1,456 | 1,704 | 1,937 | 2,174 | 2,478 | 2,771 | 3,104 | 3,444 |
| 배터리 평균 탑재량 | kWh | 55 | 60 | 65 | 70 | 72 | 74 | 76 | 77 | 78 | 79 | 80 | 80 | 80 |
| 수요: EV 배터리 | GWh | 300 | 389 | 514 | 720 | 875 | 1,078 | 1,295 | 1,492 | 1,696 | 1,957 | 2,217 | 2,483 | 2,756 |
| 중분: ESS 배터리(주택) | GWh | 10 | 26 | 64 | 128 | 186 | 198 | 250 | 262 | 320 | 384 | 384 | 448 | 512 |
| 중분: ESS 배터리(산업) | GWh | 45 | 97 | 244 | 487 | 706 | 755 | 950 | 999 | 1,218 | 1,462 | 1,462 | 1,705 | 1,949 |
| 수요: ESS 배터리 | GWh | 55 | 123 | 308 | 615 | 892 | 954 | 1,200 | 1,261 | 1,538 | 1,846 | 1,846 | 2,153 | 2,461 |
| 수요: EV+ESS 배터리 | GWh | 355 | 512 | 822 | 1,335 | 1,768 | 2,031 | 2,495 | 2,753 | 3,234 | 3,803 | 4,062 | 4,637 | 5,216 |
| LG 에너지솔루션 | GWh | 196 | 257 | 345 | 390 | 430 | 455 | 470 | 485 | 500 | 515 | 530 | 546 | 562 |
| SK 온 | GWh | 89 | 152 | 224 | 274 | 311 | 331 | 361 | 386 | 405 | 425 | 447 | 469 | 492 |
| 삼성 SDI | GWh | 68 | 80 | 123 | 197 | 233 | 255 | 287 | 319 | 341 | 365 | 390 | 418 | 447 |
| 공급: 한국 3사 | | 255 | 353 | 500 | 622 | 703 | 752 | 807 | 859 | 900 | 943 | 988 | 1,035 | 1,085 |
| 수급 (+ 과잉, - 부족) | | 7 | -6 | -76 | -313 | -534 | -670 | -939 | -1,068 | -1,364 | -1,719 | -1,856 | -2,211 | -2,567 |

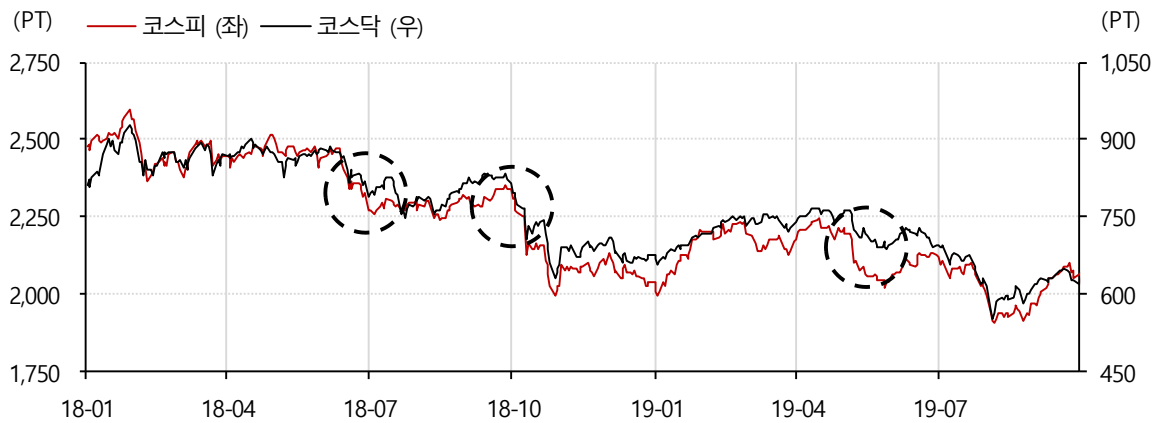
자료: SK 증권 추정 / 주: 중국 수요 제외

미중분쟁에 따른 한국 IT 산업 분류 : 수혜 제품 vs 피해 제품

| 수혜 제품 | 미중분쟁 | 피해 제품 |
|--------------|------|-------------|
| 2차전지 | | 메모리 반도체 |
| 스마트폰 (삼성체인) | | 스마트폰 (애플체인) |
| 카메라 | | 수동소자 (MLCC) |
| 메인보드 | | 반도체 기판 |
| 디스플레이 (OLED) | | 장비 |
| TV | | 중국 밸류체인 |

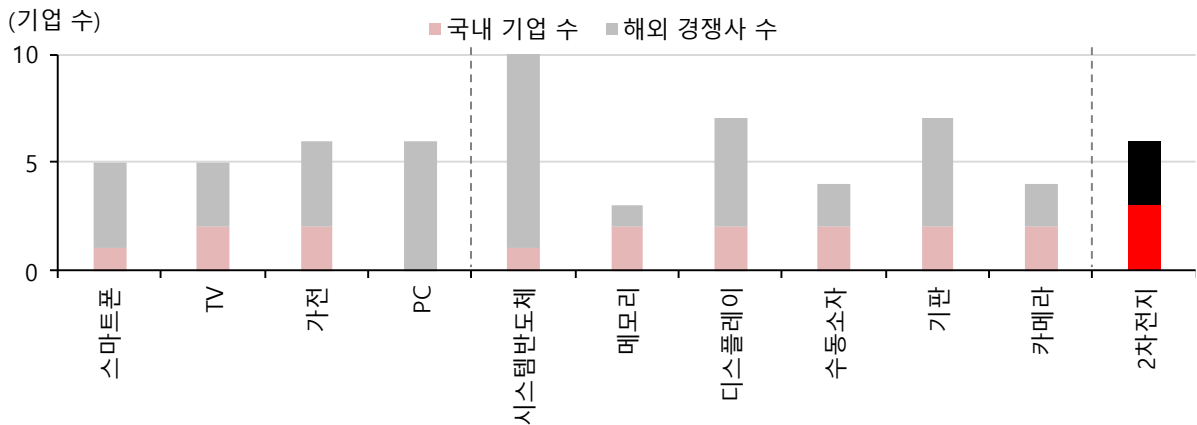
자료: SK 증권

과거 미중분쟁 당시 주가 사례



자료: Quantwise, SK 증권

IT 제품별 경쟁강도



자료: SK 증권 추산

IT 부품으로 바라본 배터리 산업

2. IT 부품으로 바라본 배터리 산업

2차전지는 지난 3년간 한국
주식시장의 주도주. 대내외적
모멘텀이 다수 반영된 현 주가

배터리도 IT 부품이다. 2차전지를 테마주가 아닌 IT 하드웨어 산업으로 평가하고 분석하고자 한다. 2차전지 주가는 하드웨어에서는 경험하기 어려운 밸류에이션 레벨로 상승했다. 전기차 시장의 성장률과 미중분쟁으로 인한 공급구조 변화 수혜 때문이다. 2차전지도 IT의 범주에서 비교하고 해석해야 한다. 현재의 주가 수준이 합당한지 부품 기업 관점에서 밸류에이션, 성장률, 전방 산업, 기술난이도, 경쟁구도, 진입장벽, 수익성, 투자효율의 관점에서 분석했다.

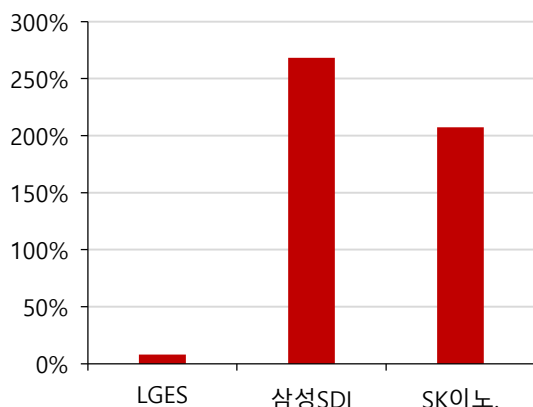
(1) 현 주가의 밸류에이션 부담

2차전지 주가는 지난 3년간 (코로나 저점 이후) 가파르게 상승했다. 같은 기간 코스피와 코스닥 시장을 압도하며 명실상부한 한국 주식시장의 주도주 역할을 수행했다.

지난 3년간 한국 주식시장에서 투자자들의 가장 큰 관심을 받았던 산업이다. 배터리 기업들의 주가는 각각 약 200~250% 상승했고, 소재사들도 각각 약 150~3,500% 올랐다. 소재 중에서도 대규모 수주를 기반으로 성장성을 인정받은 양극재 기업들의 주가 상승폭이 가장 컸다.

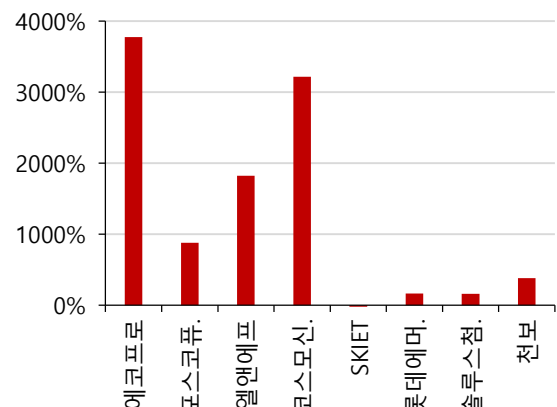
2차전지 기업들의 실적 전망과 주가에는 이미 대내외적 모멘텀이 다수 반영됐다. ① 전세계적 친환경 정책, ② 미중분쟁에 따른 공급계약 발생, ③ 전기차 배터리 시장의 급성장, ④ JV와 장기공급 계약 등이다.

한국 배터리 셀 3사 주가 상승률



자료: QuantWise, SK 증권 / 주: LG 에너지솔루션은 상장 이후

한국 배터리 소재사 주가 상승률



자료: QuantWise, SK 증권 / 주: SKIET는 상장 이후

**IT 소부장의 통상적 PER은
10~15 배. 반면, 2차전지의 현재
멀티플은 20~70 배 수준**

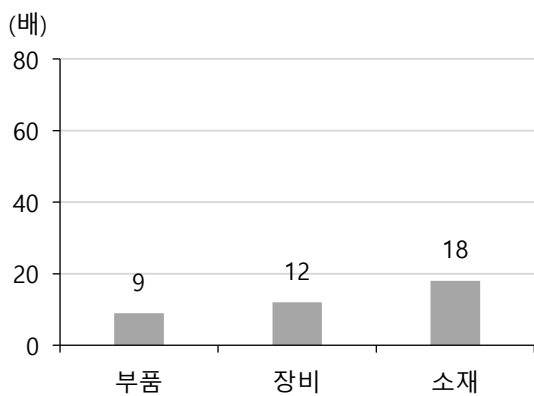
현 주가 (기업가치)는 과대 계상된 것일 수 있다는 부담이 존재한다.

현 주가의 적정성을 PER(Price to Earning Ratio, 시가총액/순이익)로 살펴보고자 한다. 2차전지 섹터에서는 기업들의 목표주가 산출 도구로 EV/EBITDA, SOTP 등이 활용된다. 그러나 2차전지도 결국 성장 사이클의 IT 부품이다. IT 섹터에서 현 주가 레벨을 고민하기에는 PER 이 가장 직관적인 밸류에이션라 생각한다.

통상적으로 IT 기업들은 10~15 배의 PER 을 부여받는다. (물론 매출 성장률과 EPS 성장률에 따라 다르다.) IT 부품사는 PER 9 배, 장비사는 12 배, 소재사는 18 배가 적정 밸류에이션 멀티플이라고 통용된다.

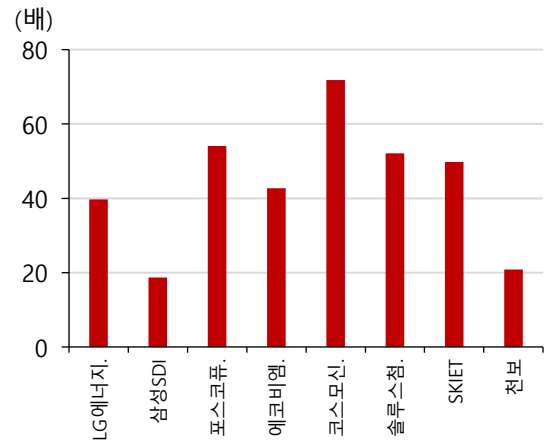
반면, 최근의 배터리 기업들은 중장기 성장성과 뉴스 모멘텀들을 근거로 훨씬 높은 밸류에이션을 적용 받았다. LG 에너지솔루션과 삼성 SDI 의 현재 주가는 24F PER 기준 각각 40 배, 19 배다. 비상장 기업인 SK 온은 적자 기업(23년 매출 15 조원 예상)임에도 지난 3 월 기업가치를 25 조원으로 (기타주식 및 신주 포함 기준) 평가받으며 유상증자로 자본을 조달했다. 소재사들은 24F PER 이 20~70 배에 달한다. 특히 양극재 기업들 다수는 40 배를 상회한다. ‘OPM 또는 ROE 10% 기업들의 적정 PER 은 10 배’라는 고정 관념을 가지고 있는 필자 입장에서는 납득하기 어렵다.

IT 섹터의 통상적인 PER



자료: SK 증권 의견

배터리 주요 기업의 24F PER



자료: QuantiWise, SK 증권

PER로 설명이 가능한 건 셀 업체 일부 (27년 실적 기준), 소재들은 30년 순이익으로도 15~20배

물론 전기전자 섹터의 IT 기업들과는 이익 성장률이 다르다. 향후 7년간 (23~30년) CAGR 20~30%로 고성장이 예상된다. 이를 고려해 PER을 살펴보자.

중장기 실적을 현재주가와 비교해 PER을 산출했다. 아래 페이지의 테이블은 당사 커버리지인 7개의 2차전지 기업들이다. 기업들의 30년 중장기 영업이익률은 10% 수준으로 가정한다. SKIET만 과거 수익성 추이를 고려해 15%를 상회한다고 추정했다. 배터리 기업들은 AMPC를 반영하지 않았다.

지금까지 증설 계획이 미진하고, 실적이 부진했던 기업들은 단기 실적 개선폭이 상대적으로 크기에 밸류에이션 하락속도가 더 빠르다. ① SK 온과 삼성 SDI는 27년 전후를 기점으로 PER이 10배 미만으로 하락한다. AMPC를 반영할 경우, 배터리셀 제조사들의 멀티플은 더 낮아진다. ② 반면 소재주들의 현재 기업가치는 23F PER이 100배를 상회하고, 2030년 순이익으로도 15~20배 수준이다. 향후 5~10년간 고성장이 유력한 점을 고려해도 (PER 기준) 현재 주가는 고평가 구간이다. ③ 국내 기업들의 PER은 중국, 일본의 경쟁사들과 비교해봐도 높다. ④ 현재 주가 레벨에서 추가 상승여력을 정당화시키기 위해서는 지금보다 더 큰 대규모 수주가 확보되거나 수익성 상승이 필요하다.

커버리지 7개사 2030년 주요 실적 및 PER 전망 (5/19 종가 기준)

| | | (단위) | 22 | 23F | 24F | 25F | 26F | 27F | 28F | 29F | 30F |
|----------|--------|------|------|------|-------|------|-----|-----|-----|-----|-----|
| LG에너지솔루션 | 매출성장률 | % | 43% | 47% | 29% | 31% | 18% | 13% | 9% | 4% | 3% |
| | OP 성장률 | % | 58% | 102% | 39% | 40% | 30% | 24% | 14% | 7% | 5% |
| | OPM | % | 5% | 7% | 7% | 8% | 8% | 9% | 10% | 10% | 10% |
| | PER | 배 | - | 75 | 54 | 39 | 28 | 22 | 20 | 18 | 17 |
| 삼성 SDI | 매출성장률 | % | 48% | 19% | 7% | 33% | 33% | 22% | 14% | 12% | 11% |
| | OP 성장률 | % | 69% | 14% | 18% | 38% | 33% | 25% | 17% | 16% | 14% |
| | OPM | % | 9% | 9% | 9% | 10% | 10% | 10% | 10% | 11% | 11% |
| | PER | 배 | - | 24 | 22 | 17 | 13 | 10 | 9 | 7 | 7 |
| SK온 | 매출성장률 | % | 151% | 93% | 42% | 53% | 35% | 14% | 8% | 5% | 5% |
| | OP 성장률 | % | 56% | -31% | -174% | 272% | 76% | 27% | 10% | 9% | 7% |
| | OPM | % | -14% | -5% | 3% | 6% | 8% | 9% | 10% | 10% | 10% |
| | PER | 배 | - | -13 | 70 | 17 | 10 | 7 | 7 | 6 | 6 |
| 포스코퓨처엠 | 매출성장률 | % | 66% | 57% | 54% | 50% | 30% | 12% | 8% | 7% | 7% |
| | OP 성장률 | % | 36% | 69% | 104% | 66% | 41% | 19% | 14% | 10% | 9% |
| | OPM | % | 5% | 5% | 7% | 8% | 9% | 9% | 10% | 10% | 10% |
| | PER | 배 | - | 106 | 60 | 36 | 25 | 20 | 18 | 16 | 15 |
| 코스모신소재 | 매출성장률 | % | 59% | 68% | 45% | 70% | 42% | 28% | 18% | 12% | 10% |
| | OP 성장률 | % | 49% | 3% | 114% | 88% | 52% | 37% | 25% | 19% | 16% |
| | OPM | % | 7% | 4% | 6% | 7% | 7% | 8% | 8% | 9% | 9% |
| | PER | 배 | - | 199 | 93 | 49 | 35 | 26 | 21 | 17 | 15 |
| 솔루스첨단소재 | 매출성장률 | % | 21% | 19% | 24% | 29% | 36% | 48% | 20% | 7% | 4% |
| | OP 성장률 | % | 적전 | 적지 | 흑전 | 44% | 50% | 52% | 31% | 19% | 16% |
| | OPM | % | -10% | -7% | 6% | 6% | 7% | 7% | 8% | 9% | 10% |
| | PER | 배 | - | - | 329 | 164 | 52 | 29 | 23 | 19 | 16 |
| SKIET | 매출성장률 | % | -3% | 28% | 106% | 37% | 6% | 9% | 10% | 13% | 4% |
| | OP 성장률 | % | 적전 | 흑전 | 1733% | 70% | 13% | 14% | 14% | 16% | 7% |
| | OPM | % | -9% | 1% | 10% | 13% | 14% | 14% | 15% | 15% | 16% |
| | PER | 배 | - | 52 | 50 | 30 | 25 | 22 | 20 | 17 | 16 |

자료: SK 증권 추정

글로벌 배터리 Peer Valuation Table

(단위: 백만 USD)

| | 회사명 | 시가 총액 | 2023E | | | | | 2024E | | | | |
|-------------|-------------|----------|-------|-----|---------------|-------|----------|-------|-----|---------------|-------|----------|
| | | | PER | PBR | EV/ EBITDA | OP | 부채 비율 | PER | PBR | EV/ EBITDA | OP | 부채 비율 |
| 배터리 | LGES. | 97,387 | 63 | 6 | 26 | 2,172 | 39 | 40 | 5 | 17 | 3,619 | 39 |
| | 삼성 SDI | 36,188 | 23 | 3 | 14 | 1,571 | 30 | 19 | 2 | 11 | 2,037 | 30 |
| | SK 이노베이션 | 12,381 | 14 | 1 | 8 | 1,849 | 117 | 8 | 1 | 6 | 2,616 | 117 |
| | CATL | 144,225 | 20 | 5 | 15 | 7,417 | 128 | 16 | 4 | 12 | 9,642 | 128 |
| | BYD | 101,309 | 29 | 6 | 12 | 4,978 | 21 | 21 | 4 | 9 | 6,759 | 21 |
| | Panasonic | 26,074 | 17 | 1 | 7 | 2,132 | 38 | 12 | 1 | 6 | 2,844 | 38 |
| | Guoxuan | 7,181 | 40 | 2 | 24 | 186 | 122 | 26 | 2 | 17 | 294 | 122 |
| | EVE | 19,839 | 23 | 4 | 22 | 908 | 92 | 16 | 3 | 15 | 1,357 | 92 |
| Sunwoda | 4,378 | 14 | 2 | 9 | 321 | 95 | 10 | 1 | 6 | 477 | 95 | |
| 양극재 | 에코프로 | 10,680 | 37 | 8 | 12 | 697 | 64 | 28 | 6 | 9 | 942 | 64 |
| | 에코프로비엠 | 16,702 | 59 | 13 | 33 | 436 | 64 | 43 | 10 | 23 | 604 | 64 |
| | 포스코퓨처엠 | 18,164 | 92 | 9 | 53 | 241 | 56 | 56 | 8 | 32 | 423 | 56 |
| | 엘앤에프 | 6,436 | 32 | 6 | 22 | 272 | 71 | 18 | 4 | 13 | 464 | 71 |
| | 코스모신소재 | 4,049 | - | - | - | - | 44 | - | - | - | - | 44 |
| | Ronbay | 4,026 | 15 | 3 | 13 | 312 | 151 | 11 | 2 | 8 | 410 | 151 |
| | 간평리튬 | 18,231 | 9 | 2 | 8 | 2,384 | 31 | 9 | 2 | 9 | 2,342 | 31 |
| | 거린메이 | 5,003 | 16 | 2 | 11 | 422 | 88 | 11 | 2 | 8 | 578 | 88 |
| | 화유코발트 | 11,676 | 11 | 2 | 8 | 1,656 | 155 | 8 | 2 | 7 | 2,186 | 155 |
| Umicore | 7,698 | 15 | 2 | 8 | 784 | 66 | 15 | 2 | 8 | 775 | 66 | |
| 알루미늄 음극 | 삼아알미늄 | 800 | - | - | - | - | 73 | - | - | - | - | 73 |
| | DI 동일 | 395 | 11 | 1 | 10 | 36 | 39 | 9 | 1 | 9 | 43 | 39 |
| 도전재 | 나노신소재 | 1,051 | 87 | 7 | 46 | 19 | 4 | 48 | 6 | 28 | 32 | 4 |
| 음극재 | 포스코퓨처엠 | 18,164 | 92 | 9 | 53 | 241 | 56 | 56 | 8 | 32 | 423 | 56 |
| | 대주전자재료 | 1,004 | 251 | 11 | 53 | 12 | 153 | 57 | 9 | 22 | 35 | 153 |
| | BTR | - | - | - | - | 396 | 57 | - | - | - | 521 | 57 |
| | ShanShan | 5,070 | 11 | 1 | 9 | 610 | 49 | 9 | 1 | 8 | 752 | 49 |
| 동박 | SKC | 2,670 | 137 | 2 | 17 | 101 | 148 | 19 | 2 | 9 | 277 | 148 |
| | 롯데에머. | 1,933 | 32 | 2 | 13 | 89 | 12 | 20 | 2 | 9 | 137 | 12 |
| | 솔루스첨단. | 991 | - | 3 | 34 | -9 | 39 | 37 | 2 | 13 | 54 | 39 |
| | Nuode | 1,811 | 23 | 2 | 13 | 101 | 63 | 17 | 2 | 11 | 130 | 63 |
| 분리막 | SKIET | 4,429 | 171 | 3 | 29 | 29 | 47 | 45 | 3 | 16 | 130 | 47 |
| | WCP | 1,192 | 24 | 2 | 11 | 55 | 9 | 19 | 1 | 8 | 80 | 9 |
| | 창신신소재 | 13,230 | 17 | 4 | 13 | 1,029 | 83 | 13 | 3 | 10 | 1,371 | 83 |
| | Toray | 8,902 | 16 | 1 | 9 | 791 | 58 | 14 | 1 | 8 | 871 | 58 |
| | Asahi Kasei | 9,621 | 18 | 1 | 8 | 940 | 57 | 12 | 1 | 7 | 1,101 | 57 |
| | W-scope | 452 | 21 | 1 | 7 | 55 | 16 | 10 | 1 | 4 | 114 | 16 |
| | 센젠시니어 | 3,221 | 19 | 2 | 12 | 198 | 41 | 14 | 2 | 8 | 280 | 41 |
| 전해액 /전해질 | 엔켄 | 828 | - | - | - | - | 38 | - | - | - | - | 38 |
| | 솔브레인 | 1,346 | 10 | 2 | 6 | 166 | 0 | 9 | 2 | 5 | 189 | 0 |
| | 동화기업 | 724 | 105 | 1 | 25 | 7 | 94 | 28 | 1 | 12 | 56 | 94 |
| | 천보 | 1,398 | 44 | 5 | 24 | 40 | 87 | 21 | 4 | 12 | 96 | 87 |
| | 캠트로스 | 272 | 22 | 2 | 9 | 23 | 175 | 16 | 2 | 8 | 32 | 175 |
| | Tinci | 12,289 | 17 | 5 | 13 | 878 | 39 | 14 | 4 | 11 | 1,090 | 39 |
| Capchem | 5,189 | 22 | 4 | 17 | 280 | 52 | 17 | 3 | 13 | 364 | 52 | |

자료: Bloomberg, SK 증권

(2) 과거 IT 호황 또는 기술변화 제품군의 밸류에이션

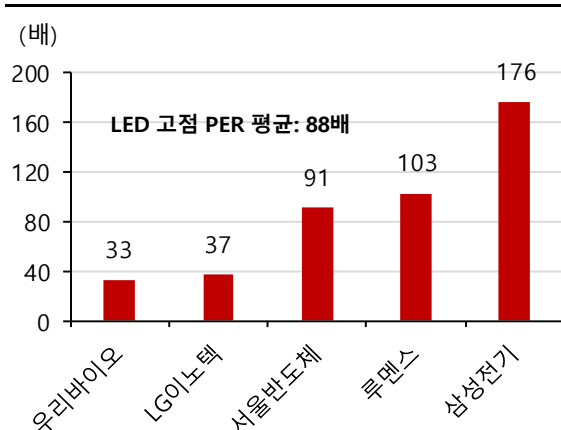
2 차전지는 과거 10여년간의 IT 모멘텀 사례들과 비교해봐도 가장 고평가 받고있는 산업군

과거 초호황에 돌입했던 산업군과 밸류에이션 멀티플을 비교해보자.

통상적인 IT 소부장과 2 차전지 섹터의 밸류에이션 비교는 불가능하다. 그렇기에 과거 IT 섹터에서 부각됐던 기술변화 기업군의 'Trailing PER 고점'을 정리했다. 당시 IT 산업뿐 아니라 주식 시장을 주도했다고 평가되는 모멘텀들은 LED, OLED, 3D NAND, MLCC, 폴더블, 반도체기판, AR/VR 이다.

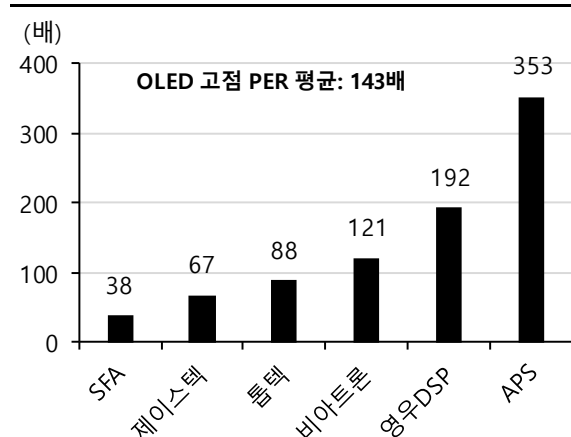
LED 는 기대가 컸으나 중화권 경쟁사들의 진입으로 가격 하락에 따라 부진했다. OLED 와 3D NAND, 수동소자, 기판은 기술변화 또는 공급 제약 이슈로 시장 규모 확장에 성공한 부품들이다. 폴더블과 AR/VR 은 스마트폰 이후 IT 산업 성장을 이끌 신규 어플리케이션으로 기대되는 디바이스다.

LED 모멘텀, Trailing PER 고점 (2009~2010 년)



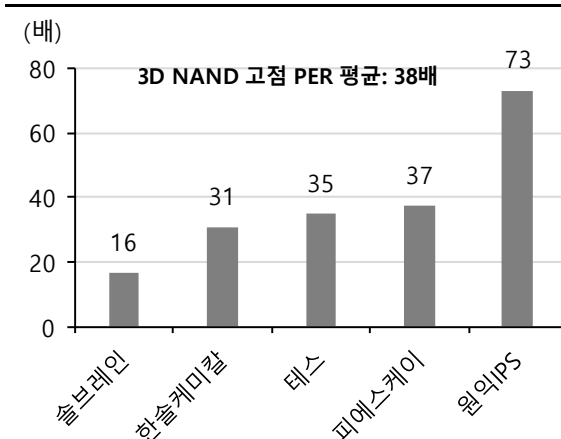
자료: QuantiWise, SK 증권

OLED 모멘텀, Trailing PER 고점 (2015~2017 년)



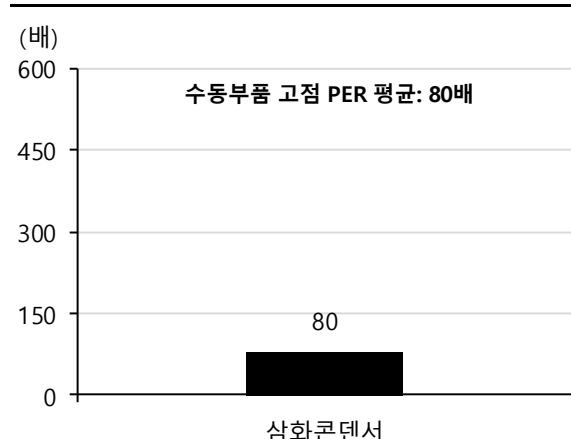
자료: QuantiWise, SK 증권

3D NAND 모멘텀, Trailing PER 고점 (2016~2017 년)



자료: QuantiWise, SK 증권

수동소자(MLCC) 모멘텀, Trailing PER 고점 (2017~2018 년)



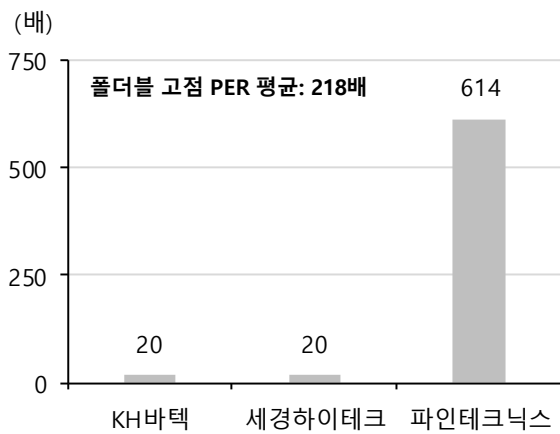
자료: QuantiWise, SK 증권

① Trailing PER 고점의 평균이 가장 높았던 기술변화 모멘텀은 OLED(143 배)와 폴더블 (218 배)이다. 그러나 이는 특정 기업의 고평가 때문이다. 대다수 기업들의 PER 은 해당 평균을 크게 하회했다.

② 그 외 모멘텀 기업군의 평균 밸류에이션 멀티플은 약 40~80 배다. LED 88 배, 3D NAND 38 배, 수동부품(MLCC) 80 배, 기관 39 배, AR/VR 76 배였다.

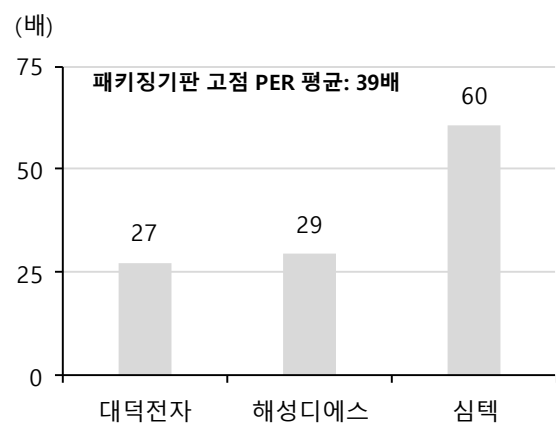
③ 2 차전지의 Trailing PER 평균은 256 배다. 일부 기업군이 아닌 대부분의 기업이 100 배를 상회한다. 기업별로는 124~434 배다. 과거 IT 호황 또는 기술변화 모멘텀들과 비교해도 절대적으로, 상대적으로 고평가 받고 있다.

폴더블 모멘텀, Trailing PER 고점 (2019년~현재)



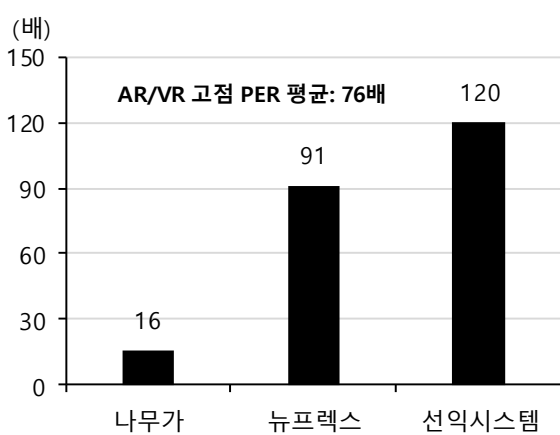
자료: QuantiWise, SK 증권

패키징기판 모멘텀, Trailing PER 고점 (2019~2022년)



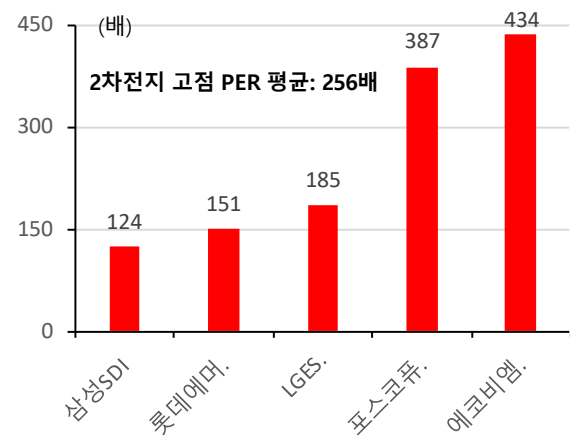
자료: QuantiWise, SK 증권

AR/VR 모멘텀, Trailing PER 고점 (2021년~현재)



자료: QuantiWise, SK 증권

2차전지 모멘텀, Trailing PER 고점 (2022년~현재)



자료: QuantiWise, SK 증권

(3) 전방산업 비교 : 스마트폰 vs 전기차

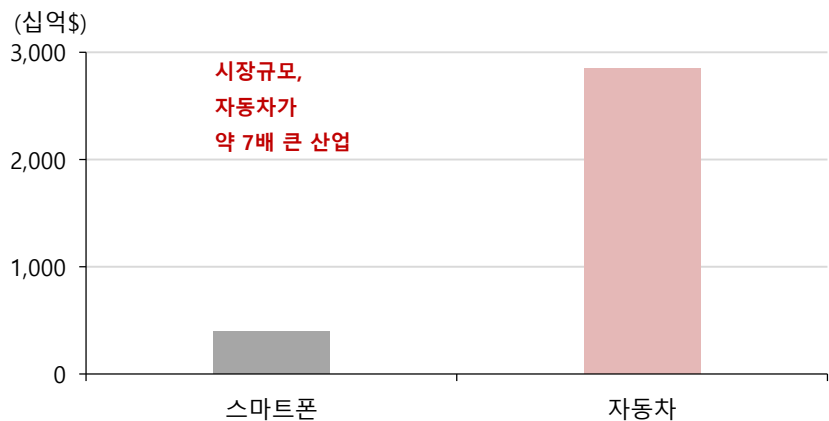
전기차의 전방인 자동차 산업은
스마트폰보다 약 7 배 큰 시장.
높은 성장 잠재력의 배경

시장 성장률과 침투율 분석

실적 모멘텀의 출발점은 전방 산업의 성장률이다. IT 에서 전기차와 같이 산업 패러다임을 바꾼 디바이스는 스마트폰이다. 스마트폰은 2007 년 아이폰 공개 후 2010 년부터 본격적으로 성장해 2015 년에 성숙기에 진입했다. 이후 성장률은 하락했으나 지금까지도 IT 부품 산업 내 가장 높은 수요 비중을 차지한다.

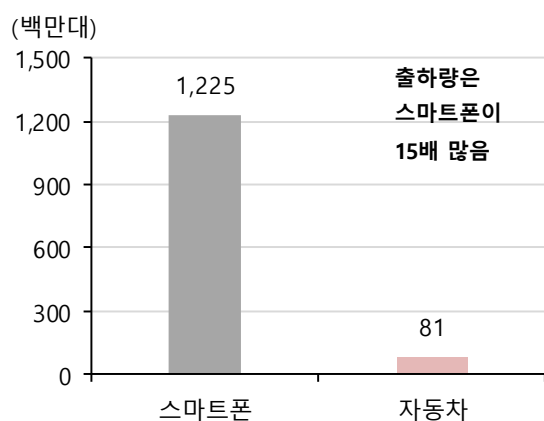
스마트폰의 연간 시장규모는 492 조원이다. 출하량은 12.3 억대, ASP 는 321 달러다. 자동차 시장규모는 3,555 조원이고 출하량은 8,100 만대, ASP 는 35,000 달러로 추산된다. 자동차는 IT 산업 수요의 중심인 스마트폰보다 7 배 큰 시장이다. 2 차전지의 성장 잠재력이 기존 IT 부품들보다 큰 배경이다.

시장규모 비교 (2022 년) : 스마트폰 vs 자동차



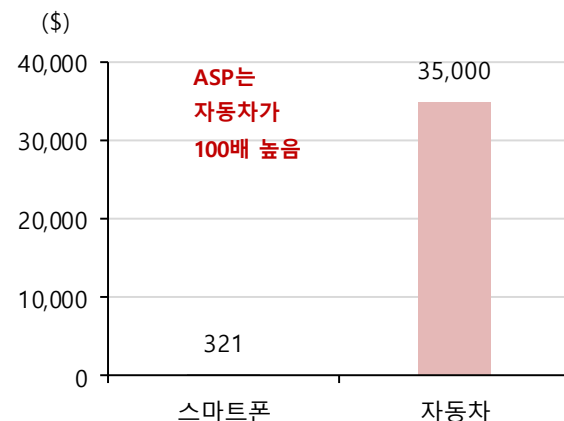
자료: SA, SK 증권 추정

출하량 비교 (2022 년) : 스마트폰 vs 자동차



자료: SA, SK 증권 추정

가격 비교 (2022 년) : 스마트폰 vs 자동차

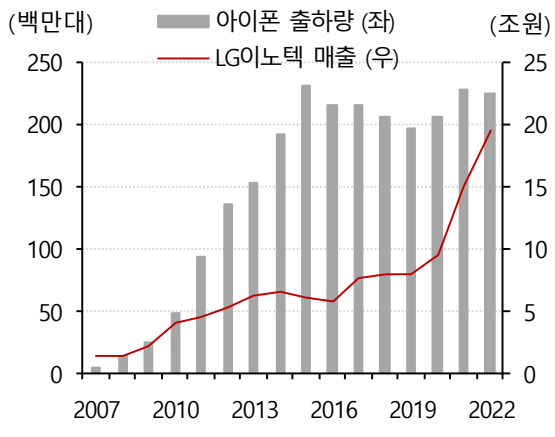


자료: SA, SK 증권 추정

과거, 스마트폰의 시장 개화와 함께 관련 기업들의 실적 개선이 동반됐었다. 기업들의 중장기 매출도 전기차 시장성장률과 연동될 것이다.

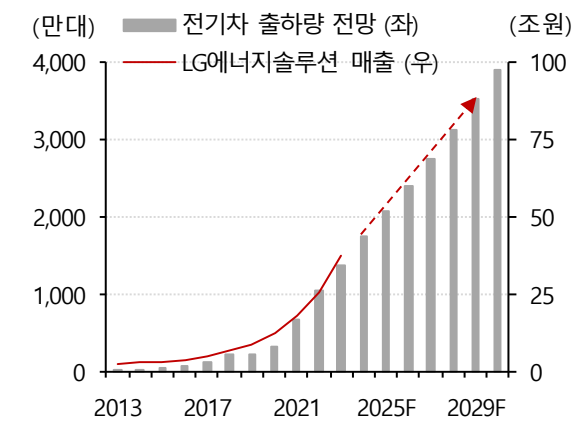
2010 년(스마트폰 산업 시장 개화 시기)에서 2022 년까지 아이폰 출하량은 373% 증가 했다. 같은 기간동안 LG 이노텍의 매출도 377% 성장했다. 전기차 시장은 2030 년에 2021 년 (전기차 산업 시장 개화 시기) 대비 481% 증가할 것으로 예상된다. 같은 가정을 적용할 경우 LG 에너지솔루션의 2030 년 매출은 104 조원에 달할 수 있다. 실제 SK 증권 IT 팀의 2030 년 LG 에너지솔루션 매출 추정치는 97 조원이다. 삼성 SDI, SK 온의 2030 년 매출액은 각각 78 조원, 58 조원으로 전망한다.

애플 아이폰 출하량 vs LG 이노텍 매출 추이



자료: SA, Quantwise, SK 증권

글로벌 전기차 출하량 vs LG 에너지솔루션 매출 전망



자료: 언론자료, Quantwise, SK 증권 추정

국내 배터리 3사 중장기 매출 전망

(단위: 십억원)

| | 21 | 22 | 23F | 24F | 25F | 26F | 27F | 28F | 29F | 30F | 21~30F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| LG 에너지솔루션 | 17,852 | 25,599 | 37,688 | 48,438 | 63,244 | 74,381 | 83,748 | 91,031 | 94,530 | 97,222 | 445% |
| 매출성장률 | 0% | 43% | 47% | 29% | 31% | 18% | 13% | 9% | 4% | 3% | |
| 삼성 SDI | 13,553 | 20,124 | 23,957 | 25,627 | 34,139 | 45,518 | 55,643 | 63,281 | 70,922 | 78,476 | 479% |
| 매출성장률 | 0% | 48% | 19% | 7% | 33% | 33% | 22% | 14% | 12% | 11% | |
| SK 온 | 3,037 | 7,618 | 14,685 | 20,799 | 31,833 | 42,891 | 48,957 | 52,726 | 55,588 | 58,153 | 1815% |
| 매출성장률 | 0% | 151% | 93% | 42% | 53% | 35% | 14% | 8% | 5% | 5% | |

자료: SK 증권 추정

< 시장 개화 → 성숙기 진입 >

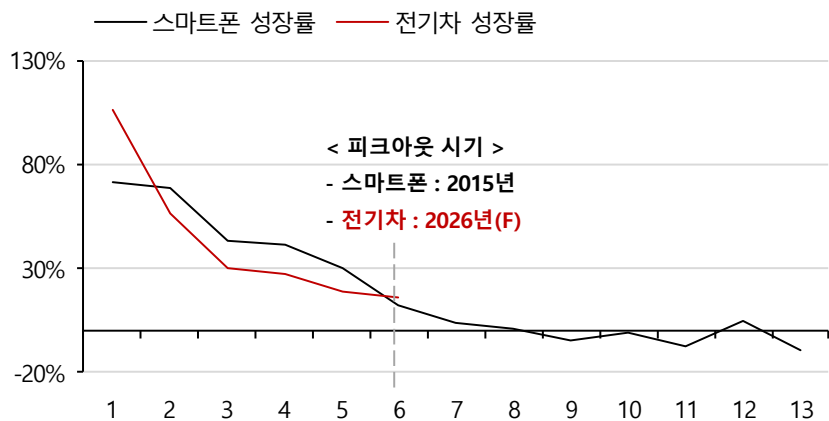
- 스마트폰: 10 → 15 년

- 전기차: 21 → 27 년 (예상)

스마트폰 산업은 2010 년에 개화해 2015 년 전후에 성숙기에 진입했다고 분석된다. 전기차 출하량의 성장률 곡선도 스마트폰과 유사하다. 전기차는 시장 개화는 2021 년이었다고 생각한다. 그리고 모바일 산업과 동일한 조건으로 성장률 10% 중반대 진입을 성숙기 진입이라 가정한다면 이는 2026~2027 년으로 전망된다. 2 차전지 산업은 전방 전기차 산업의 성장 사이클을 고려하면 아직 시장 포화(Saturation)을 논하기에는 이르다고 생각한다.

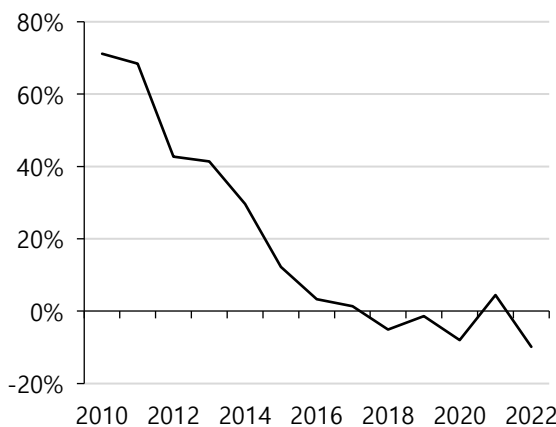
칩투율 측면에서 배터리 기업들의 실적과 주가의 고점을 논하기는 더 어렵다. 한국의 IT 부품 대장주라 일컫는 삼성전기의 주가 하락은 스마트폰 칩투율이 50% 돌파한 순간이다. 현재 전기차 칩투율은 자동차 시장 내 15%에 불과하다. 칩투율 50% 달성은 2032 년으로 가정한다.

시장개화 후 연차별 출하량 성장률 : 스마트폰 vs 전기차



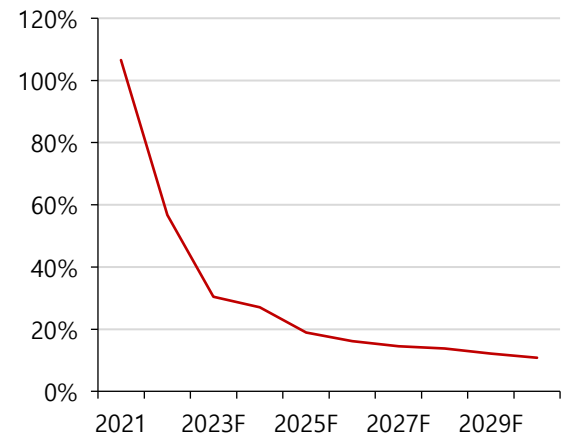
자료: 언론자료, SA, SK 증권 추정

스마트폰 출하량 성장률 추이



자료: SA, SK 증권

전기차 출하량 성장률 전망



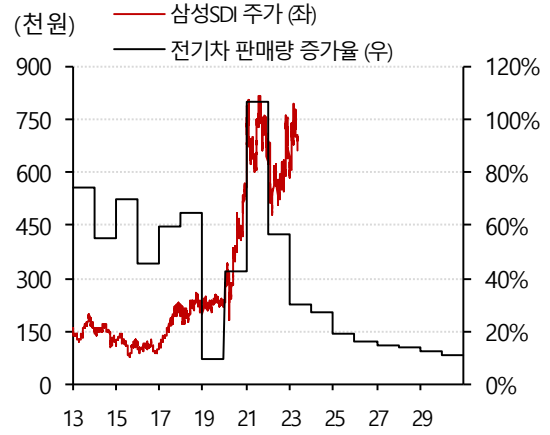
자료: 언론자료, SK 증권 추정

삼성 스마트폰 성장률과 삼성전기 주가 비교



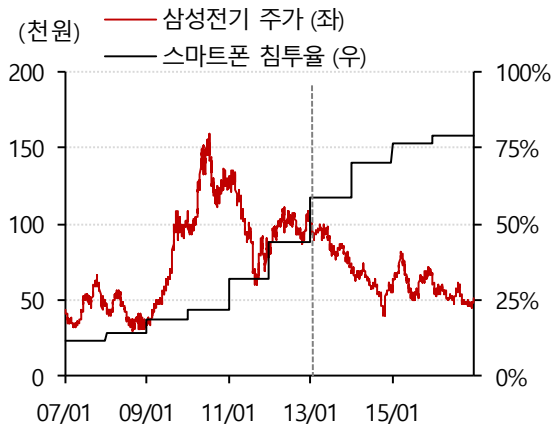
자료: SA, SK 증권

전기차 성장률과 삼성 SDI 주가 비교



자료: 언론자료, SK 증권 추정

스마트폰 침투율과 삼성전기 주가 비교



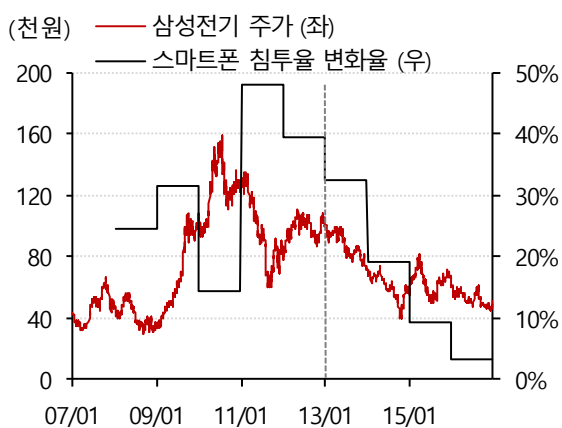
자료: SA, SK 증권

전기차 침투율과 삼성 SDI 주가 비교



자료: 언론자료, SK 증권 추정

삼성 스마트폰 침투율 변화율과 삼성전기 주가 비교



자료: SA, SK 증권

전기차 침투율 변화율과 삼성 SDI 주가 비교



자료: 언론자료, SK 증권 추정

중국 배터리 기업들과의 주가 비교

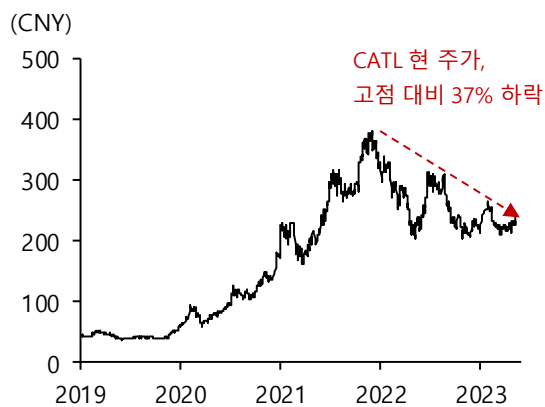
중국 2차전지 기업들의 주가는 이미 급락. 한국 기업들은 최근까지 상대적으로 견조

중국 2차전지 업체들은 한국 기업들에 한 발 앞서 주가가 급락했다. 배터리 제조사인 CATL과 BYD의 주가는 고점 대비 각각 37%, 26% 하락했고, 소재사인 간펑리튬, 화유코발트, 창신신소재, Tinci 등은 고점 대비 각각 44~66% 하락했다.

중국 경쟁사들의 주가와 밸류에이션 멀티플 하락은 실적 성장을 둔화와 전망 모멘텀 약화 때문으로 해석한다.

- ① 중국 배터리 관련주들의 실적 증가는 지속되고 있다. 그러나 일부 기업들은 영업 이익률이 하락했다. 성장의 기울기가 전년 대비 완만해지고 있다.
- ② 미국 전기차 시장 진출이 호락호락하지 않다. 미중분쟁이 심화되며 미국 내 고객사들은 중국 대신 한국 서플라이체인에서 대안을 찾고 있다. 중국 업체들은 직접 진출이 불가능하기에 기술 협약 등 대안 방안을 검토 중이다. 과거 IT 산업 내 중국 부품사들은 자국 지방정부의 지원을 받아 한국 대비 가격의 우위를 확보했었다. 그러나 현재 미국 배터리 산업에서는 한국 기업들이 IRA 보조금(AMPC)을 바탕으로 중국 대비 우위를 만들고 있다.

CATL 주가추이 : 중국 배터리 기업



자료: Bloomberg, SK 증권

BYD 주가추이 : 중국 전기차/배터리 기업



자료: Bloomberg, SK 증권

간평리튬 주가추이 : 중국 양극재 기업



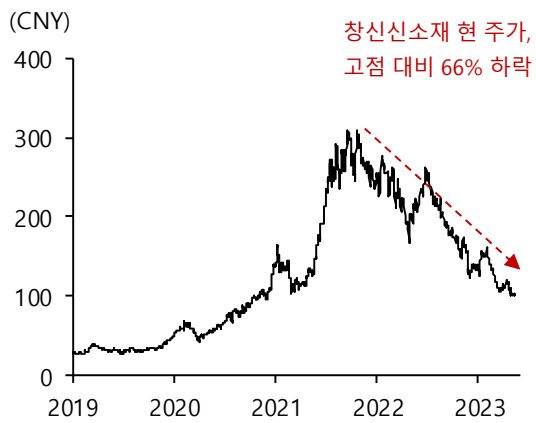
자료: Bloomberg, SK 증권

화유코발트 주가추이 : 중국 양극재 기업



자료: Bloomberg, SK 증권

창신신소재 주가추이 : 중국 분리막 기업



자료: Bloomberg, SK 증권

Tinci 주가추이 : 중국 전해액/전해질 기업



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 배터리 업체들과의 비교

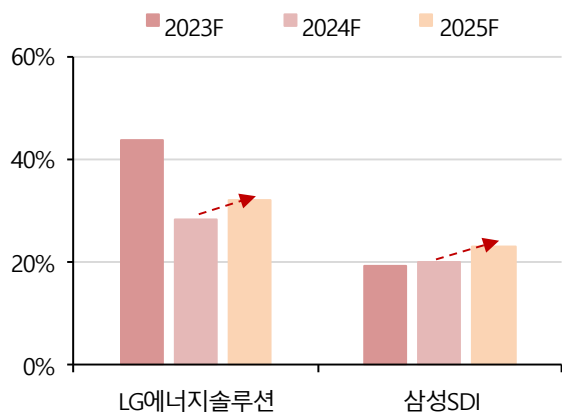
**한국 2차전지와 중국의 차별화
포인트: 24 & 25년의 매출
성장률과 방향성**

한국의 배터리 제조사들과 소재사들은 중국과는 성장률의 방향성이 차별화된다.

- ① 중국 경쟁사들의 자국 전기차 산업은 이미 빠른 침투율 상승과 급성장으로 미래 성장여력이 낮아지고 있다. 반면, 한국 기업들은 주력시장이 미국이다. 향후 미국의 전기차 판매량 증가율은 중국을 압도할 것이다.
- ② 중국 경쟁사들은 미중분쟁으로 글로벌 완성차(고객사) 내 입지가 줄었다. 한국 배터리 산업에 반사수혜가 명확하다.

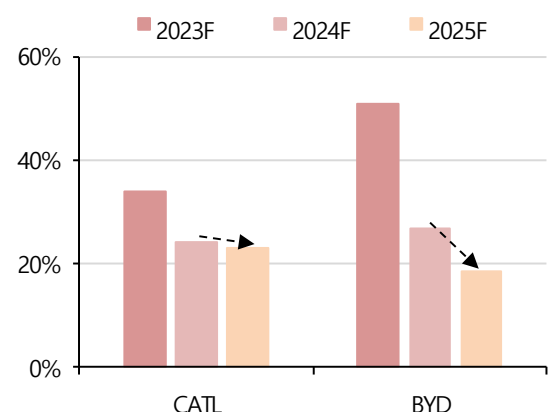
실제 한국의 배터리 셀(Cell)과 소재 업체들은 모두 25년 대비 24년 대비 성장률의 상승이 예상된다. 미국 고객사들과의 JV를 바탕으로 한 증설효과 때문이다. 반면 중국의 경쟁사들은 성장세는 이어지나 강도는 약해질 전망이다.

한국 배터리 셀 업체 매출 성장률



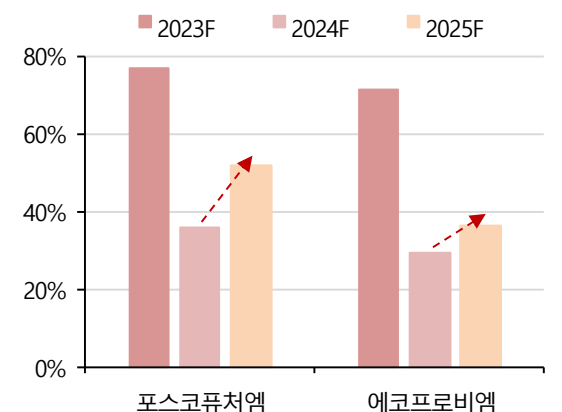
자료: Quantivise, SK 증권

중국 배터리 셀 업체 매출 성장률



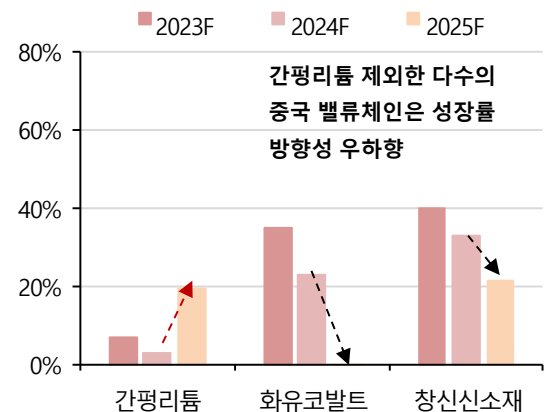
자료: Bloomberg, SK 증권

한국 배터리 소재 업체 매출 성장률



자료: Quantivise, SK 증권

중국 배터리 소재 업체 매출 성장률



자료: Bloomberg, SK 증권

(4) IT 와 비교

2 차전지는 제품의 기술 난이도가 수동소자, 모듈, 전자부품들보다는 높지만 반도체, 디스플레이 등보다는 어렵지 않은 IT 부품이라 인식된다. 진입장벽, 경쟁강도, 수익성, 투자효율 등의 차이 때문이다. 2 차전지와 다른 IT 하드웨어 제품들의 특성과 영업환경을 비교해 높은 밸류에이션이 합당한지 고민할 필요가 있다.

수익성

2 차전지의 영업이익률은 IT 제품군 (세트 & 부품) 중 과거 14년간 가장 저조

수익성은 기술 난이도와 희소성(수요공급 상황)을 증명하는 가장 직관적 수치다. 2 차전지는 상대적으로 영업이익률이 높지 않은 부품군이다. 업황과 공급단가의 변화에서 큰 폭의 수익성 향상을 기록한 경험이 없다. 주문형부품의 특성이다. 배터리 기업(삼성 SDI)의 과거 14년 기준 평균 영업이익률은 2%다. 이는 IT 기업들 중 카메라, TV 등과 함께 가장 저조한 수준이다. 2016년의 일시적 대규모 적자 사례를 제외해도 여전히 IT 중에서는 저마진 제품군에 속한다.

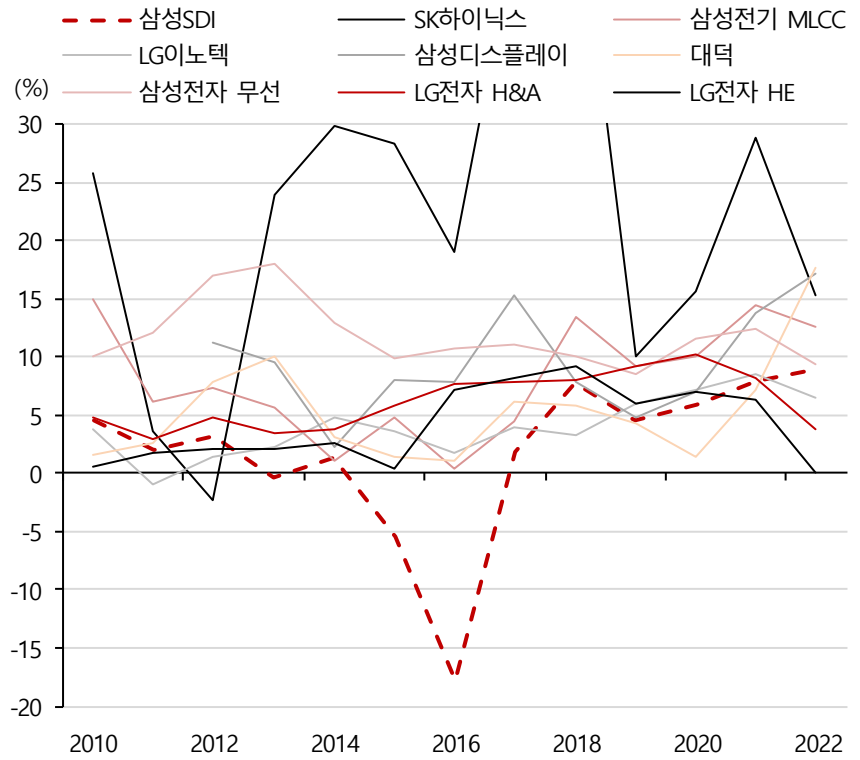
과거 14년 평균 OPM

(단위: %)

| 기업명 | 고마진 | | | 중마진 | | | 저마진 | | |
|--------|---------|---------|----------|-----------|-----------|----|--------|----------|--------|
| | SK 하이닉스 | 삼성전자 무선 | 삼성 디스플레이 | 삼성전기 MLCC | LG 전자 H&A | 대덕 | LG 이노텍 | LG 전자 HE | 삼성 SDI |
| 제품군 | 메모리 | 스마트폰 | 디스플레이 | MLCC | 가전 | 기판 | 카메라 | TV | 배터리 |
| 평균 OPM | 18 | 12 | 10 | 8 | 6 | 6 | 4 | 4 | 2 |

자료: Quantwise, SK 증권

주요 IT 제품별 수익성(영업이익률) 비교



자료: QuantiWise, DART, SK 증권 추정

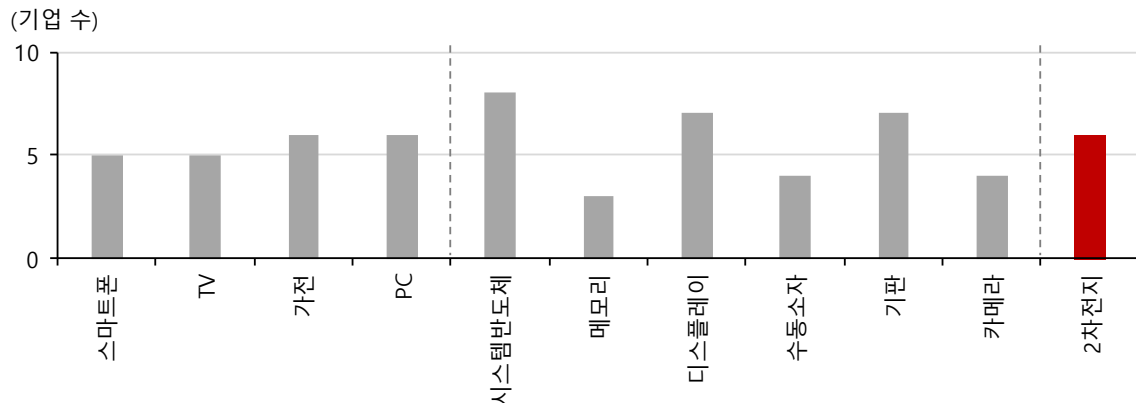
경쟁강도

2차전지는 IT 중 경쟁강도가 높은 축에 속함.
중국, 일본 기업들과 경쟁 중

2차전지 산업은 경쟁강도가 높은 편에 속한다. 한국, 중국, 일본에 다수의 경쟁사가 존재하고, 국내업체들이 기술적 측면에서 해외 경쟁사들을 압도한다고 말하기도 어렵다. 유럽의 신흥 업체들도 사업화를 도모한다. 자동차 업체들도 배터리 조달을 우려하며 JV, 기술이전 등을 통해 직접 사업을 영위하는 방안을 검토 중이다.

2차전지 내 주요 기업 수는 6개다. (LG 에너지솔루션, 삼성 SDI, SK 온, CATL, BYD, 파나소닉) 다른 IT 제품군 대비 많은 편이다. 중국이 우려 요소다. 특히, 중국 배터리 소재 경쟁사들의 숫자는 한국을 압도한다. 과거 한국의 디스플레이, 카메라, 스마트폰, TV 기업들은 모두 중국과 경쟁하며 고전했다. 향후 미중분쟁이 완화된다면 지방정부의 지원을 받는 중국 기업과의 가격 전면전이 불가피하다.

IT 산업별 주요 기업 (Major Player)의 수



자료: SK 증권 / 주: 각 산업 내 주요 업체 선정은 SK IT 팀 애널리스트들의 주관적 판단

IT 제품별 주요 경쟁국

| | | | | | | | | | | | | |
|-----|--|------|----|----|----|--------|-----|-------|------|----|-----|------|
| 경쟁국 | | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | | | | |
| | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | | ✓ | | | ✓ | ✓ |
| | | | | ✓ | | ✓ | | | | | | |
| | | | | | ✓ | ✓ | | | ✓ | ✓ | | |
| | | | | | | ✓ | | | ✓ | ✓ | | |
| | | 스마트폰 | TV | 가전 | PC | 시스템반도체 | 메모리 | 디스플레이 | 수동소자 | 기판 | 카메라 | 2차전지 |

자료: SK 증권 / 주: 각 산업 내 주요 업체 선정은 SK IT 팀 애널리스트들의 주관적 판단

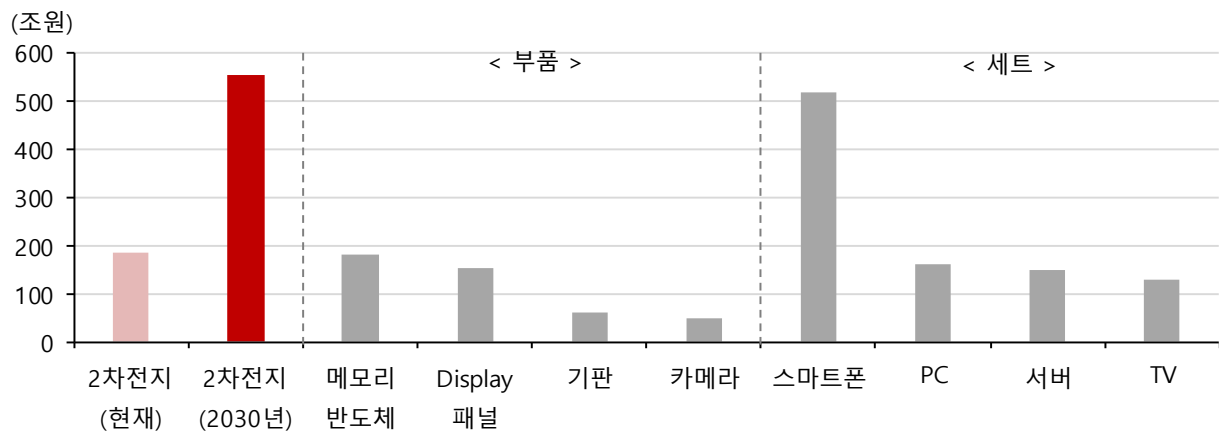
제품별 시장규모

2차전지 산업은 IT 하드웨어 산업 중 가장 큰 시장규모로 성장할 전망이다.

시장규모는 이미 IT 부품군
중에서는 가장 큼. 2030년에는
전체 IT에서도 최대 수준 전망

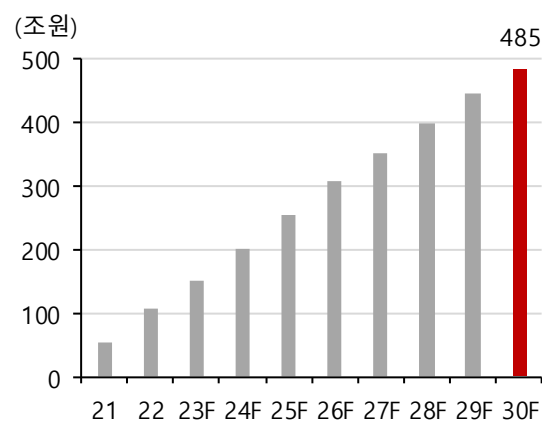
현재 2차전지 시장 규모는 185 조원으로 이미 한국 기업들이 영위하는 대부분의 부품 산업(메모리, 디스플레이, 기판, 카메라 등)을 상회한다. 향후에는 500 조원을 넘어서며 IT 산업 수요의 중심축인 스마트폰을 넘어설 것으로 전망한다. 2차전지 산업은 궁극적으로 IT 기기와 자동차 시장 외에도 에너지 시장으로 매출 확대가 전망된다. 현재의 전망에는 ESS 산업의 업사이드를 크게 반영하지 않았다.

IT 제품별 시장규모



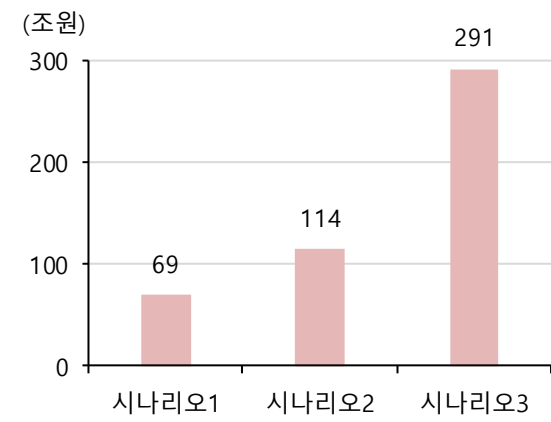
자료: SK 증권 추정

전기차용 2차전지 시장규모 전망



자료: SK 증권 추정

ESS 용 2차전지 '2030년' 시장규모 전망 (시나리오별)



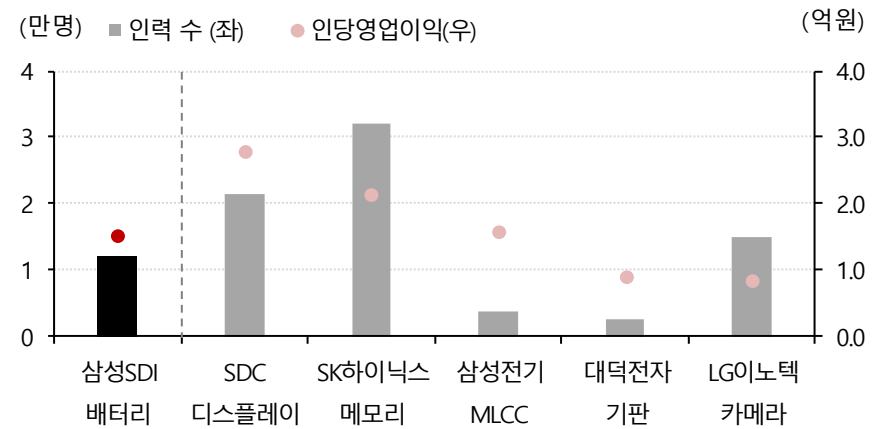
자료: SK 증권 추정

인당 이익 창출 규모는 타 IT 대비
중간 수준. 그러나 연구개발비
비중 대비 영업이익률은 낮은 편

인력수 & 연구개발비

임직원 수와 영업이익을 비교할 시, 배터리는 (삼성 SDI 의 경우) 인당 약 1.5 억원의 영
업이익을 창출한다. 메모리, 디스플레이, MLCC 보다는 낮으나 기판, 카메라 등 보다는
높다. 인당 창출 매출액은 약 17 억원으로 모든 부품군에서 가장 높으나 수익성이 저조
해 인당 창출 영업이익 규모는 상대적으로 낮다.

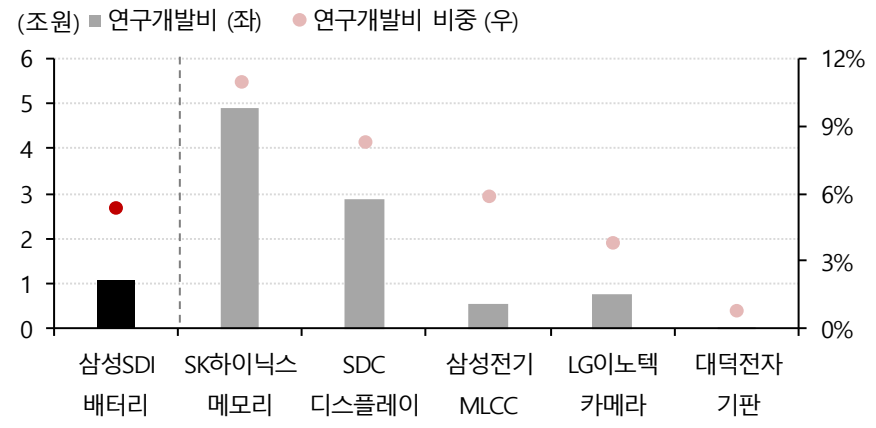
주요 IT 제품별 인력 수 & 인당 영업이익 창출 규모 비교



자료: Dart, SK 증권 / 주: 위 결과는 2022 년 각 산업별 업황에 따라 상이한 조건에서의 수치일 수 있음

배터리는 (삼성 SDI 의 경우) 매출의 약 5%를 연구개발비로 지출한다. 이는 메모리와
디스플레이 대비 낮고, MLCC 와 유사하며, 카메라와 기판 보다는 높은 수준이다. 연구
개발비 비중과 경쟁 제품군의 수익성을 고려한다면 배터리의 적정 영업이익률은 최소
7~9% 이상으로 상승해야 한다.

주요 IT 제품별 연구개발비 비교



자료: Dart, SK 증권 / 주: 위 결과는 2022 년 각 산업별 업황에 따라 상이한 조건에서의 수치일 수 있음

투자효율 : CAPEX 1,000 억원 당 창출 가능 매출액 & 영업이익

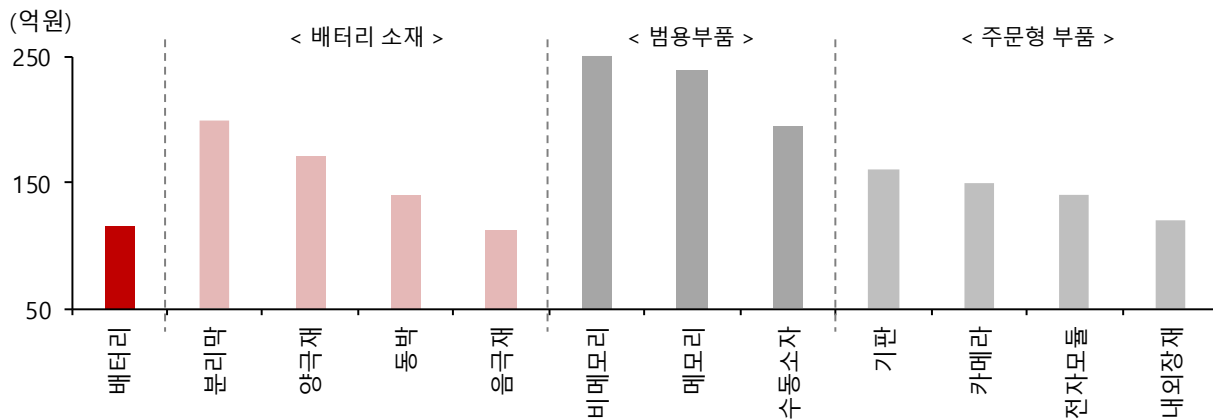
투자효율은 사업의 제조 진입장벽과 투자-생산 효율성을 보여주는 지표다.

투자효율은 IT 제품군 중 가장 낮은편. 이는 저조한 수익성 영향. 향후 수익성 상승 시 개선 기대

투자효율을 고려하기 위해서는 일반적으로 ROIC 를 WACC 와 비교한다. 그러나 재무제표를 기반으로 한 ROIC 산출 방식은 특정 사업의 투자효율을 분석하기에 직관적이지 않다. 대형 기업들은 한 가지 이상의 사업 부문들을 가지고 있기 때문이다. 더 직관적인 분석을 위해 동일하게 CAPEX 1,000 억원 집행 시 발생가능한 연간 매출액과 영업이익을 산출해 비교했다.

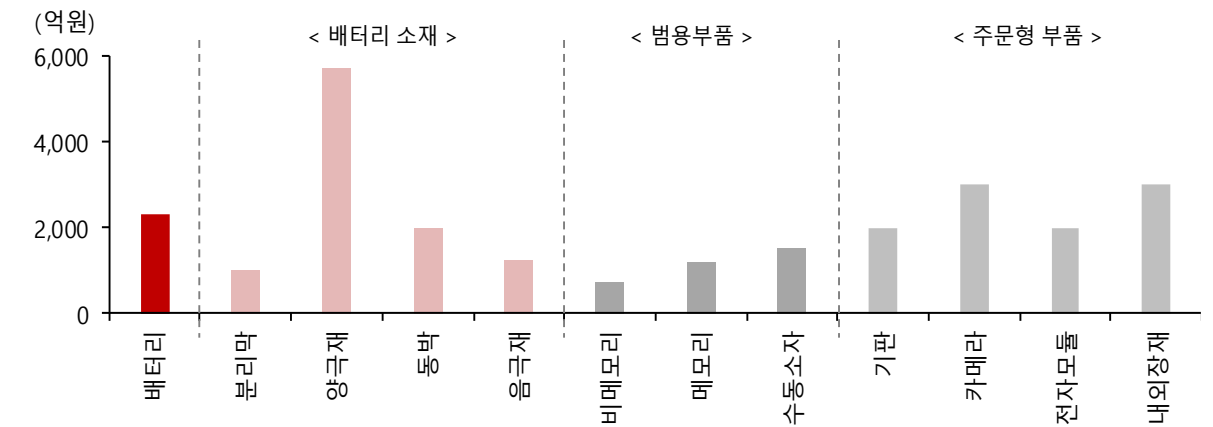
배터리 산업은 투자효율이 IT 제품군 중 낮은 편이다. 특히, 셀과 음극재가 더 낮고, 상대적으로 분리막, 양극재 등이 견조하다. 다만, 미래에 현재의 예상대로 2 차전지 호황이 펼쳐진다면 수익성 향상으로 투자효율이 높아질 수 있다.

IT 제품별 투자효율 : CAPEX 1,000 억원당 발생 가능 '영업이익'



자료: SK 증권 추정 / 주: 생산/검사/유틸리티 설비 투자 기준. 토지/공장은 제외

IT 제품별 투자효율 : CAPEX 1,000 억원당 발생 가능 '매출액'



자료: SK 증권 추정 / 주: 생산/검사/유틸리티 설비 투자 기준. 토지/공장은 제외

전례 없는 ‘공급자 우위’의 산업

3. 전례 없는 '공급자 우위' 강도

2 차전지는 현재 IT 산업에서 경험한 적 없는 공급자 우위 시장이다. 과거 공급자 우위 환경에서 IT 부품은 가격이 상승하고 영업이익률이 향상됐다.

(1) 공급자 우위의 근거: 극단적인 네 가지 동향

- 공급부족 / JV 와 장기공급 / 우호적인 가격 계약 / AMPC 세액공제

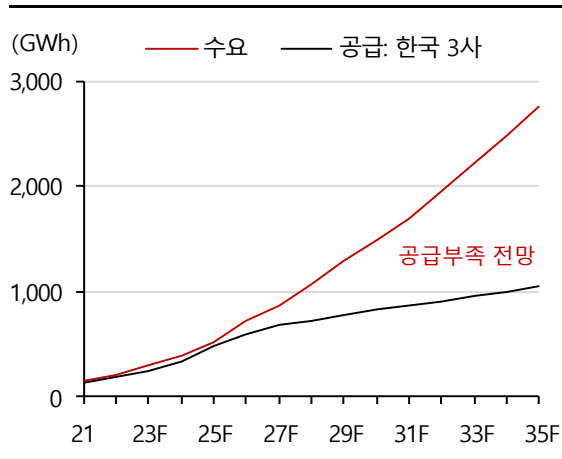
중장기 공급부족 지속 & 이미 ESS 일부 제품은 부족 현상

일부 ESS OEM 과 솔루션 기업들은 연초에 배터리 조달 실패해 생산 차질 발생

일각에서는 2~3 년 내 2 차전지의 공급과잉 가능성을 주장한다. 그러나 SK 증권 IT 팀의 추산으로는 오히려 2029 년부터 (중장기 관점에서) 공급부족이 심화될 수 있다. 자동차 기업들과 셀 공급사들은 미래의 공급부족 해소를 위해 향후에도 지속적인 수주 계약을 알릴 것이다. 물론 친환경 정책이 지속되고, 미중분쟁이 완화되지 않는다는 전제가 필요하다.

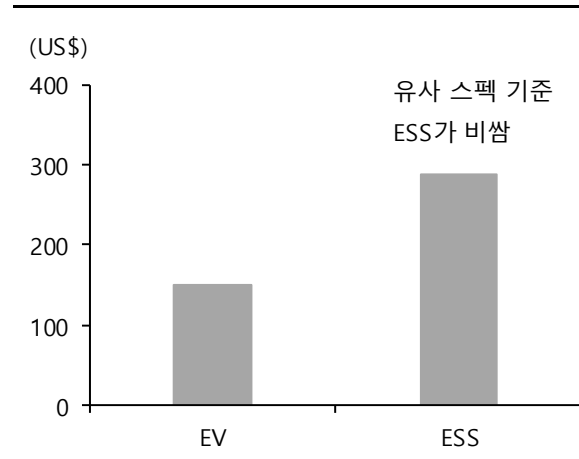
이미 일부 배터리는 조달에 차질이 발생했다. 국내 특정 IT OEM 기업은 글로벌 초대형 에너지 기업의 ESS 를 외주 생산한다. 그러나 올해 초에는 배터리를 충분히 확보하지 못해 요구량 생산공급에 실패했다. 국내 중소 ESS 솔루션 기업들 일부도 배터리를 확보하지 못하고 있다. 특정 솔루션 업체에서는 샘플 테스트 일정 차질 동향도 감지된다. ESS 용 배터리의 가격은 전기차용 보다 유사 스펙 기준으로 50~100% 비싸다. 그러나 셀 제조사들은 대형 고객사들을 선제적으로 대응하기에 일부 업체들은 배터리 조달에 어려움을 겪고 있다.

2023 년 전기차 배터리 수급 전망



자료: SK 증권 추정 / 주: 수요는 '중국 외 지역'의 70%

kWh 당 배터리 가격: EV vs ESS (모듈 기준)



자료: SK 증권 추정

현재 2차전지 기업들의 JV 일부는 증설되는 Capa를 장기공급계약으로 보장 받음

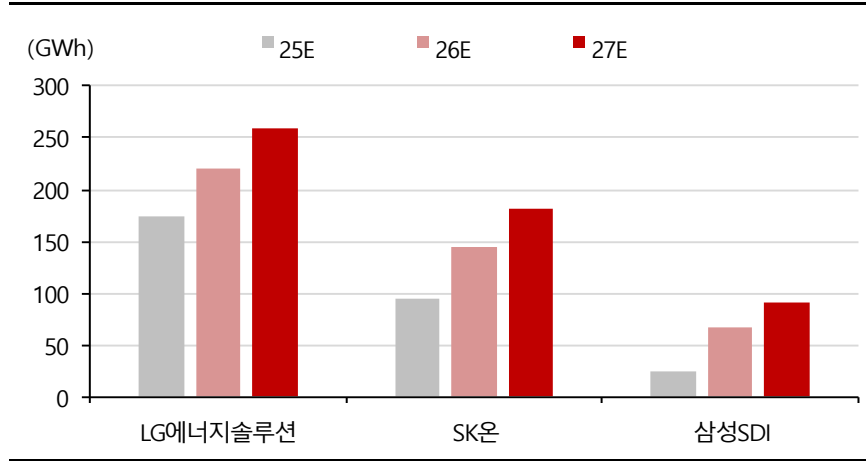
JV(Joint Venture)와 장기공급계약

국내 2차전지 기업들은 고객사들과 JV 형태로 투자를 늘리고 있다.

고객사들이 부품사와 JV 를 진행하는 경우는 통상적으로 두 가지다. 부품사가 투자 여력이 없는 경우 또는 수익성을 제한하는 경우다. 대신 고객사와 부품사는 불황(다운사이클)에서 고통을 분담한다. 그런데 국내 2차전지 기업들의 JV 는 이례적이다. 증설되는 Capa 의 상당부분이 장기공급계약으로 공급 안정성을 보장받는다.

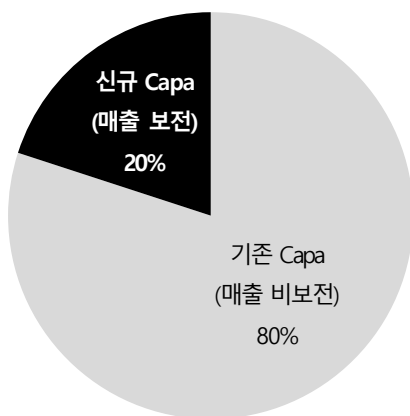
IT 에서 장기공급계약 사례는 많지 않다. 유사한 사례는 2019~2022 년의 반도체 패키징기판 Big Cycle 이다. 다만 기판 기업들은 신규 증설되는 Capa 가 기존 대비 10~50% 에 불과했다. 반면, 2차전지 기업들은 향후 5년간 현재 대비 각각 100~300% 규모의 증설을 계획 중이다. 보전 안 될(기존) 캐파 대비 매출액이 보장되는 (향후 증설) 캐파의 비율이 패키징기판보다 높다.

국내 배터리 3사, 북미 (JV 포함) Capa 전망



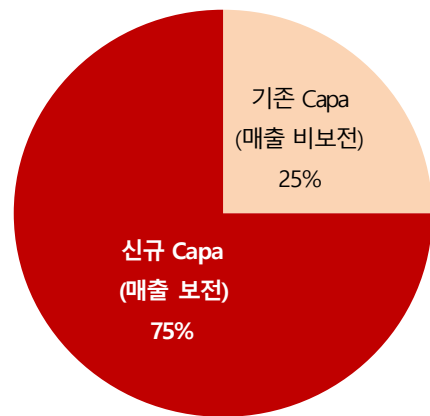
자료: SK 증권 추정

증설 사례 : 반도체 패키징기판 비율



자료: SK 증권

증설 사례 : 2차전지 비율



자료: SK 증권

국내 배터리 기업, 장기공급계약 테이블

| 국내 기업 | 상대기업 (고객사) | 법인명 | 지역 | 금액 | 캐파 | 지분율 | 가동목표일 |
|--------|---------------|-----------------|-------------|----------|----------------------|-----|-------------|
| LGES | GM | 얼티엄셀즈 | 1 공장(오하이오) | 23 억 달러 | 연 45GWh | 50% | 양산 중 |
| | GM | 얼티엄셀즈 | 2 공장(테네시) | 20 억 달러 | 연 50GWh | | 2023 년 하반기 |
| | GM | 얼티엄셀즈 | 3 공장(미시간) | 3.62 조원 | 연 50GWh | | 2025 년 |
| | GM | 얼티엄셀즈 | 4 공장(검토중) | - | | | |
| | 혼다 | L-H Battery | 오하이오 | 44 억달러 | 연 40GWh | 51% | 2025 년 말 |
| | 스텔란티스 | NextStar Energy | 캐나다 온타리오 | 50 억달러 | 연 45GWh | | 2025 년 1 분기 |
| | 현대차 | HU 그린파워 | 인도네시아 | 15.5 억달러 | 연 10GWh(향후 30GWh) | 50% | 2024 년 상반기 |
| SK 온 | 포드 | Blueoval | 1 공장(켄터키) | 10.2 조원 | 43GWh | 50% | 2025 년 상반기 |
| | | | 2 공장(켄터키) | | 43GWh | | 2025 년 하반기 |
| | | | 3 공장(테네시) | | 43GWh | | 2025 년 1 분기 |
| | 현대차 | 미정? | 조지아주 | 6.5 조원 | 35GWh | 50% | 2025 년 하반기 |
| 삼성 SDI | 스텔란티스 | 스타플러스 | 인디애나 | 25 억달러 | 연 23GWh | 51% | 2025 년 |
| | GM(합의 단계) | - | 미국 | 30 억달러 | 연 30GWh | 50% | 2026 년 |
| 포스코퓨처엠 | 화유코발트 | 절강포화(양극재) | 중국 저장성 | - | 5000 톤 (향후 35,000 톤) | 41% | 가동 중 |
| | | 절강화포(전구체) | 중국 저장성 | - | | 30% | 가동 중 |
| | GM | Ultium CAM | 캐나다 퀘벡주 | 4 억달러 | 하이니켈양극재 연 3 만톤 | 85% | 25 년 3 월 |
| 에코프로비엠 | 삼성 SDI | 에코프로이엠 | CAM6 공장(포항) | 1800 억원 | 하이니켈양극재 연 3.6 만톤 | 60% | 가동 중 |
| | | | CAM7 공장(포항) | 2520 억원 | 하이니켈양극재 연 5.4 만톤 | | 가동 중 |

자료: Dart, 언론자료, SK 증권

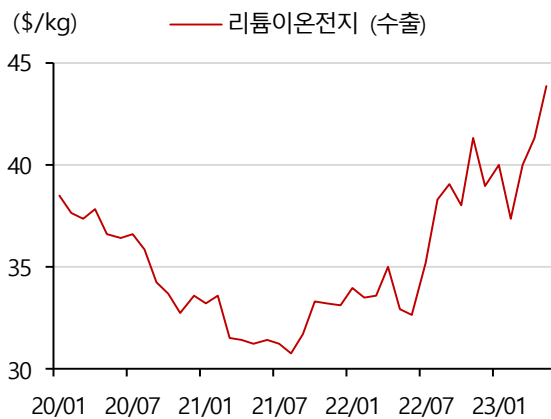
우호적인 가격 계약 동향

**광물 시세 평가 연동 계약 등은
공급사가 아닌 고객사로
불확실성이 전가되는 구조**

일각에서는 광물 시세 하락에 따른 소재와 배터리의 평가(ASP) 하락을 우려한다. 그러나 광물, 소재, 배터리 평가 연동 계약은 오히려 공급자 우위의 명확한 반증이다. 불확실성이 공급사가 아닌 고객사로 전가되는 다수의 동향이 감지된다.

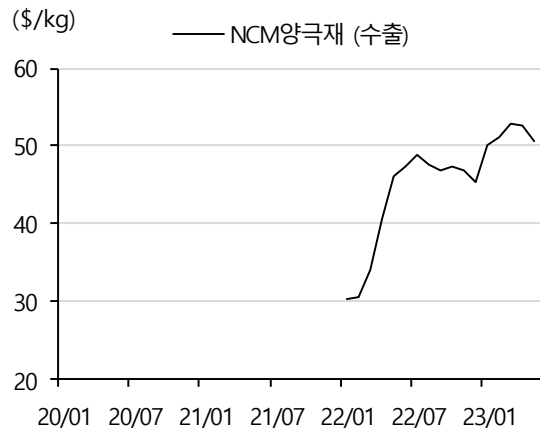
① 2021년부터 소재 업체들은 배터리셀 업체들과, 셀 업체는 자동차 고객사들과 광물(Metal) 시세와 평가(공급단가, ASP) 연동 계약을 맺기 시작했다. 원자재 가격 변동성에 따른 리스크 관리의 일환이다. 해당 계약의 허용은 수요자(고객사)가 불확실성을 안게 되는 것이다. IT 산업에서는 통상적으로 수요자들이 불확실성을 공급사로 전가하고, 공급사의 손실이 커졌을 때 일시적으로 수익을 보전한다. 이례적인 계약 구조다. 이 밖에도 ② 결제 기준 시점 조정, ③ 광물 사급 공급구조 제안, ④ 가격 인하 저항, ⑤ 고수익성 수주 비중 확대는 모두 공급자 우위의 근거다.

리튬이온전지 가격 추이



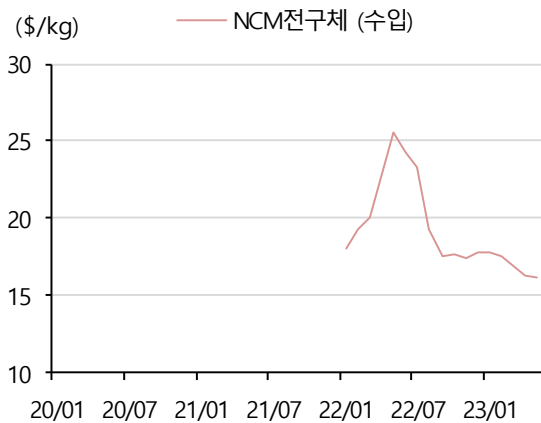
자료: TRASS, SK 증권

NCM 양극재 가격 추이



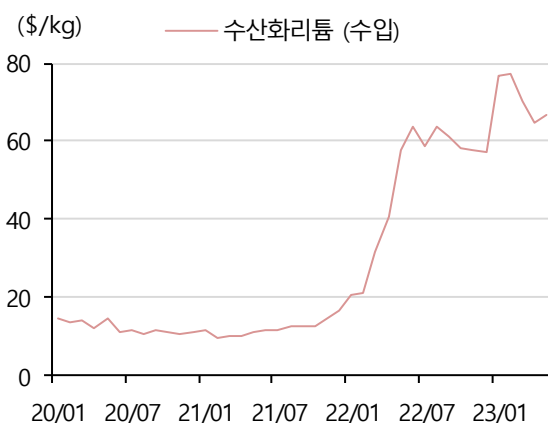
자료: TRASS, SK 증권

NCM 전구체 가격 추이



자료: TRASS, SK 증권

수산화리튬 가격 추이



자료: TRASS, SK 증권

AMPC 세액공제 (미국의 배터리 자국투자 유인책)

미국은 인플레이션 감축법(IRA)을 통해 중국 외 배터리 기업들의 자국 내 생산 지원을 강조하고 있다. 배터리 셀 1kWh 당 35 달러의 AMPC 세액공제를, 모듈 형태일 경우 10 달러가 추가된 45 달러를 지급한다.

미국은 과거 가전 산업에서 관세 등의 규제를 통해 자국 내 해외 기업의 투자를 유도했다. 반면, 배터리에서는 지원책을 통한 투자 유치를 발표했다. 향후 수백조원에 달할 배터리 시장의 성장성과 수요에서 창출될 사회적 가치를 고려한 지원책이다. 미국은 반도체와 함께 배터리를 전략물자로 여기고 있다. AMPC 외에도 미국과 미국의 자동차 제조사들이 국내 배터리 공급사들의 투자자본확보 방안을 돕고 있는 다수의 동향이 확인된다. 현재 전기차와 배터리 시장의 구도를 주목한다. IT 산업에서 이러한 형태의 공급자 우위는 처음 보는 사례다.

IRA/AMPC 정책 요약

IRA 정책 Update

지난 3/31 발표된 IRA 세부지침에는 EV보조금 관련 일부 내용 포함되었으나, Tax Credit 등은 추후 발표 예정

| 정책 | 주요내용 | New 3/31 업데이트 사항 | 추후 확인 필요 사항 |
|----------------------------------|---|------------------|-------------------------------|
| EV 배터리 보조금 부품 (\$3,750) | <p>배터리 부품의 50% 이상을 북미 지역(미국, 캐나다, 멕시코) 내 생산 및 조립 필요</p> <p>부품 범위 양극재, 분리막, 전해액, 셀, 모듈 포함</p> <p>수취 요건</p> <ul style="list-style-type: none"> - 총족 비중 '23년 50%, '24년/25년 60% → '29년 100% (매년 10% 상향) - 우려 국가(FEOC) 생산 부품 포함 시, '24년부터 보조금 수취 불가능 | | 우려 국가의 정의 |
| 핵심 광물 (\$3,750) | <p>핵심광물의 40% 이상을 미국 또는 FTA 체결국 + ^{New}일본 내 추출 혹은 가공 필요</p> <p>핵심광물 범위 양극재, 음극재, 리튬, 니켈, 코발트, 망간, 알루미늄, 흑연 등</p> <p>수취 요건</p> <ul style="list-style-type: none"> - 적격핵심광물 총족 비중 '23년 40% → '27년 80% (매년 10% 상향) - 미국+ FTA 체결국+일본에서 부가가치 50% 이상 발생 시, 적격핵심광물로 인정 - ^{New}단, '25년 이후 부가가치 달성 조건 상향 가능성 언급 - 우려 국가 채굴/가공 광물 포함 시, '25년부터 보조금 수취 불가능 | | 대상 국가 추가 여부 |
| Tax Credit | <p>미국 내 배터리 생산 및 판매 필요</p> <p>수취 요건</p> <ul style="list-style-type: none"> - 미국 내 생산 & 판매 완료 제품에 한해, 배터리 생산기업에 세액공제 혜택 지급 - 셀 \$35/kWh, 모듈 \$10/kWh | | 예산 한도 여부, 수취 방법 등 세부 제반 사항 |

자료: LG 에너지솔루션 1Q23 IR 자료, SK 증권

(2) IT 부품의 사례

범용부품 vs 주문형부품

부품은 크게 범용과 주문형으로 구분된다.

대표적인 범용부품은 메모리와 MLCC. 과거 주문형 부품 일부도 공급자 우위도 가격 변동 경험

범용부품은 특정 고객사에 종속되지 않고, 어플리케이션이 다변화 돼 있다. 공급사(부품사)가 제품 개발을 주도해 모델과 라인업을 구성한다. 이러한 성격으로 공급부족이 발생할 경우 협상력의 우위를 부품사가 점하며, 수급 상황에 따라 공급단가(ASP)가 상승하고 하락한다.

주문형 부품은 특정 고객사의 벤더로 묶여 있다. 어플리케이션과 제품군도 수요자가 지정한다. 제품개발의 주도권이 고객사에 있으며, 생산 전반에서도 고객사의 지시를 받는다. 가격 협상력도 대부분의 경우 고객사가 가지고 있다. 공급단가는 고객사와 분기 또는 연간 정기적 계약을 통해 결정된다. 공급단가는 상승이 어렵지만 수요가 부진한 환경에서는 단가인하(CR, Cost Reduction)를 요구받는다. 2 차전지는 주문형 부품이다.

10 여년 간 필자는 주문형 부품은 기술 변화 또는 고객사의 수익보전을 제외하면 공급 단가의 구조적 상승은 불가능하다고 생각했다. 그러나 예외적인 경우가 발생한다. 공급 부족 (수요>공급) 업황에서는 공급자 우위의 상황이 만들어진다. 공급자 우위 환경인 주문형 부품은 범용부품화 됐다. 고객사가 다변화되고, 가격 인상이 용이됐다. 가격의 상승은 수익성의 향상과 이익의 증가로 연결됐다. 최근에는 반도체 기판, MLB 메인보드 등에서 이와 같은 동향이 확인됐다.

범용부품 vs 주문형부품

| 범용부품 | VS | 주문형 부품 |
|--------------------|---------|------------------|
| 다변화 | 고객사 | 특정 기업 |
| 다변화 | 어플리케이션 | 수요자가 지정 |
| 공급사 | 제품개발 주도 | 수요자가 지정 |
| 공급부족 상황 한정, 공급사 우위 | 협상력 | 대부분의 경우, 수요자 우위 |
| 변동 | 공급단가 | 고정 |
| 시장 가격 | 가격 협상 | 정기 진행 & 단가인하(CR) |

자료: SK 증권

IT 하드웨어 산업에서의 공급자 우위 사례

공급자 우위 환경에서 부품의 공급단가(가격, ASP) 상승 사례를 살펴보자.

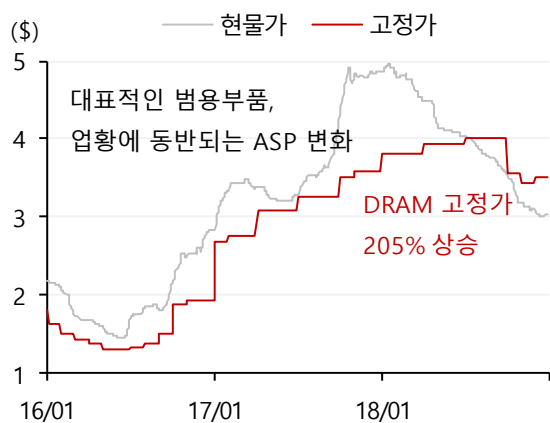
<공급자 우위 대표 사례>

- 메모리
- MLCC
- 패키징기판
- MLB

① 메모리는 대표적인 범용부품이다. DRAM의 가격은 2017년 전후에 서버수요를 기반으로 205% 상승했다. 당시 SK 하이닉스는 (1Q16 → 3Q18) 매출액이 212% 증가하고, 영업이익률은 41%p 향상된 57% 기록했다. IT 부품은 Q(출하량)의 증가 보다 ASP의 상승이 나타날 때 더 높은 수익성과 실적을 구가한다.

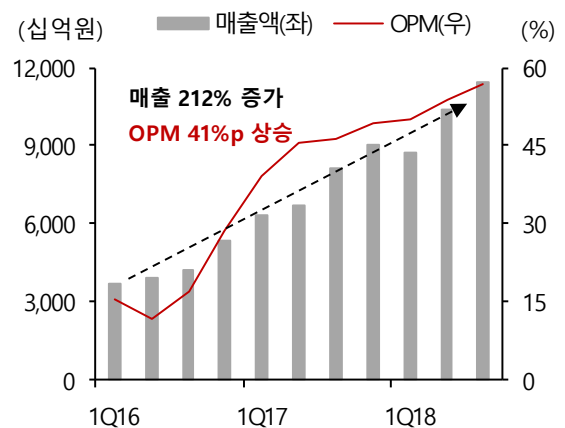
② MLCC는 이전까지 메모리와 같은 가격 변화를 보여준 사례가 없었다. 상대적으로 설비투자 규모가 큰 부품이기에 매출이 늘었을 때 고정비 커버 효과가 발생하며 수익성 개선폭이 타 부품대비 견조한 수준이었다. 그러나 2017~2018년 MLCC Big Cycle에서는 가격이 140% 올랐다. 당시 (4Q16 → 3Q18) 매출액은 129% 증가했고 영업이익률은 2%에서 38%로 36%p 상승했다.

메모리(DRAM) 현물가 & 고정가 : 가격상승 사이클 (16~18년)



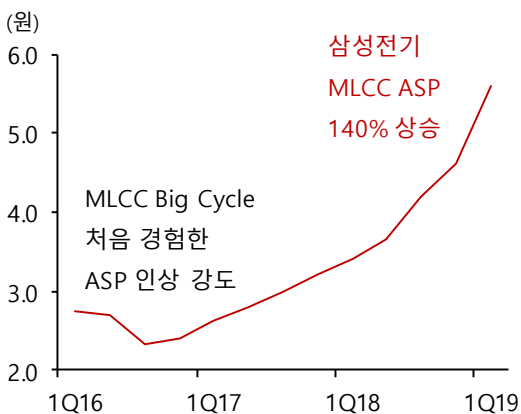
자료: DRAMeXchange, SK 증권

SK 하이닉스 : 매출액 & 영업이익률



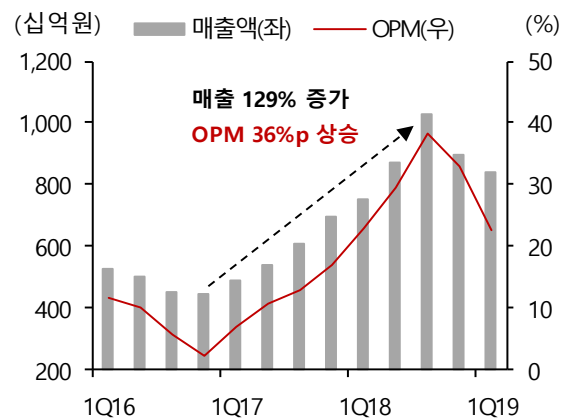
자료: Quantwise, SK 증권

삼성전기 MLCC ASP : 가격 상승 사이클 (17~18년)



자료: Dart, SK 증권 추정

삼성전기 : 매출액 & 영업이익률

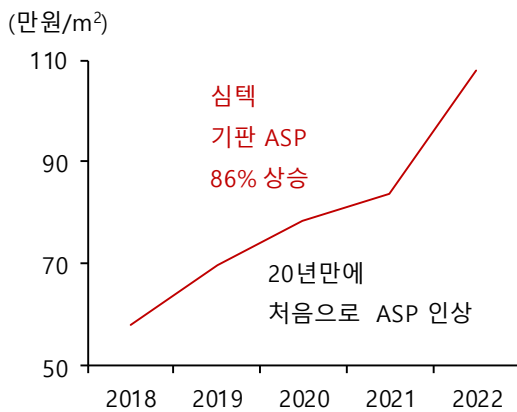


자료: Quantwise, SK 증권

③ 패키징기판은 반도체 고객사에 종속되는 주문형 부품이다. 기판산업에서는 제품믹스 개선이나 정기적 가격 협상에 따른 판가 리셋으로 인한 블렌디드 ASP의 상승은 가능하다. 하지만 기존 제품군의 가격 상승은 없었다. 그러나 2020년 처음으로 가격 인상이 시작됐다. 부품사들의 극단적인 투자 축소와 고부가 반도체의 출현으로 극심한 공급부족이 발생했기 때문이다. 당시 (1Q19 → 2Q22) 정상 마진 5~8% 제품군인 심택의 기판 영업이익률은 -10%에서 24%로 34%p 개선됐다.

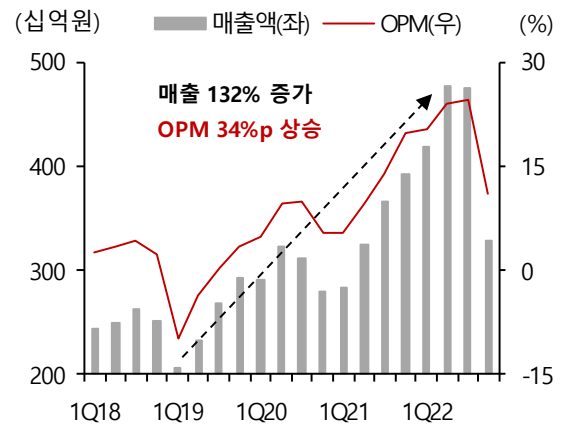
④ 패키징 기판 다음으로는 MLB의 공급단가 인상과 수익성 상승이 확인됐다. 고상양화와 미중분쟁의 반사수혜로 공급자 우위시장으로 바뀌었기 때문이다. 이수페타시스 MLB의 영업이익률도 20%로 크게 개선돼 호황을 누리고 있다.

심택 기판 ASP : 가격 상승 사이클 (18~22년)



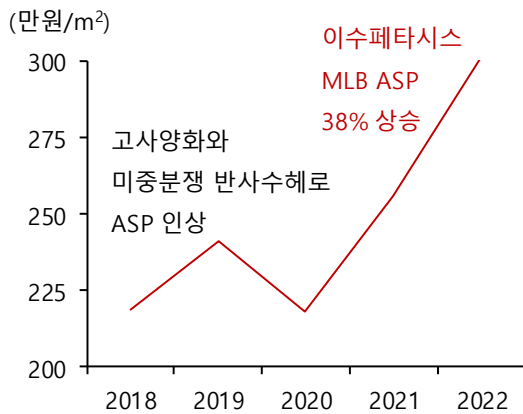
자료: Dart, SK 증권

심택 : 매출액 & 영업이익률



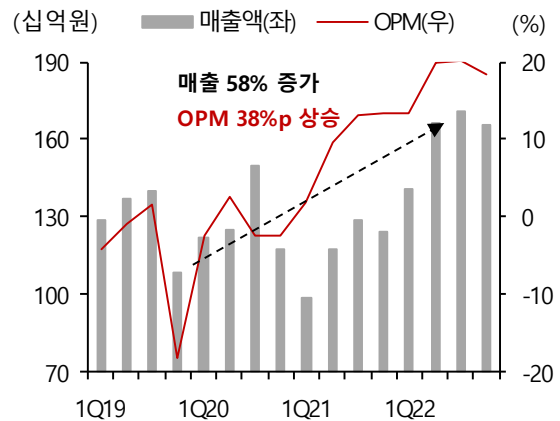
자료: QuantiWise, SK 증권

이수페타시스 메인보드 ASP : 가격 상승 사이클 (20~22년)



자료: Dart, SK 증권

이수페타시스 : 매출액 & 영업이익률



자료: Quantwise, SK 증권

(3) 공급자 우위 → 우호적인 '공급단가 & 수익성'

과거 공급자 우위는 공급단가와 수익성 상승을 유발. 2차전지도 업황 변화 주목 요구됨

배터리도 IT 부품이다. 현재의 공급자 우위가 지속된다면 우호적인 공급단가와 수익성을 누릴 것이다.

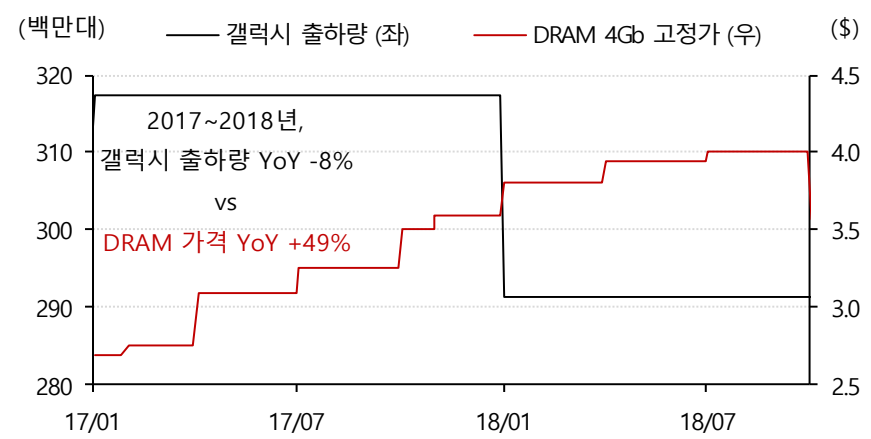
부품 가격의 가장 큰 변수는 ① 기술 진입장벽과 ② 수요 공급 상황이다. 배터리의 기술 난이도는 타 IT 하드웨어 대비 월등히 높다고 평가하기 않는다. 경쟁사도 많다. 그러나 수급 상황을 주목하자. 미중분쟁으로 중국 경쟁사들의 미국 진출길이 막혔다. 공급 제약 효과다. 친환경 정책으로 배터리 수요는 폭증했다. 현재 2차전지 산업의 수급 균형은 과거 어떤 IT 부품들에서보다 더 뒤떨어 있다. (공급부족)

공급자 우위 환경에서는 고객사의 부진에도 공급단가 상승

극단적인 사례로 수요자(고객사)들은 공급자(부품사)가 우위 환경에서 자신의 매출이 감소하고 수익성이 하락에도 부품의 가격 상승을 용인한다.

2017~2018년 IT 산업은 서버 수요의 폭증과 스마트폰 업체들 간의 경쟁심화에 따른 부품 업그레이드로 호황을 누렸다. 삼성전자의 스마트폰만 중국 경쟁사들에 점유율을 내주며 출하량이 줄고, 영업이익도 감소했다. 일반적으로 IT와 모바일 수요, DRAM의 가격하락은 연동된다. 그러나 당시에는 서버 수요 증가로 DRAM 공급자들이 시장을 주도했고 가격은 지속적으로 상승했다. 삼성전자는 자사의 연간 출하량이 2,000만대 이상 감소하는 상황에서 어쩔 수 없이 DRAM 가격 상승을 용인했다. (DRAM 시장 내 모바일과 서버 비중은 각각 35%, 40% 수준)

삼성전자 갤럭시 출하량 vs DRAM 가격 (2017~2018년)



자료: SA, DRAMeXchange, SK 증권

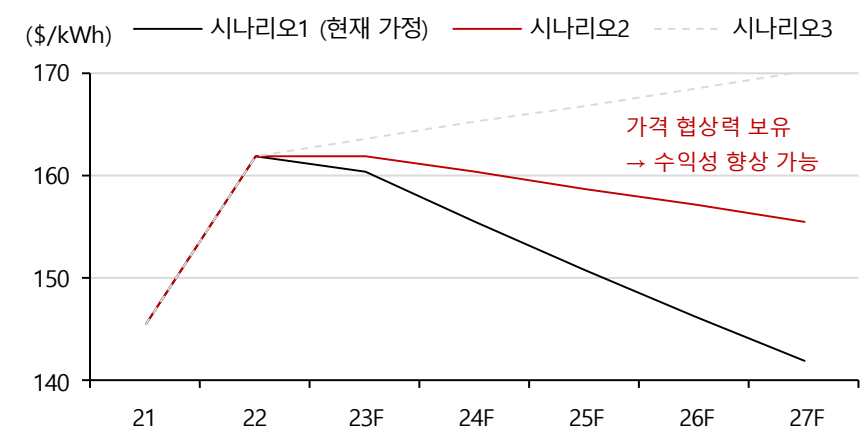
배터리 산업은 광물 시세 연동 계약으로 판가 변화 어려움. 수익성이 최대 주안점

배터리 시장, 가격 상승은 불가? → 수익성 개선은 가능

배터리는 구조적으로 공급단가의 상승이 어렵다. 대부분의 고객사들과 공급사들은 ‘광물 시세와 배터리 판가 연동’ 계약을 체결했기 때문이다. 현 시점에서 향후 수개월간 광물 가격은 하락세가 지속될 전망이다. 중국에서의 전기차 출하량 성장률 둔화와 단기 공급 증대 때문으로 풀이된다. 소재와 배터리의 가격도 동반 하락할 것이다. 그러나 광물 시세 연동 계약은 공급자에 유리한 구조다. 공급자가 불확실성을 피하고 수요자가 전담하게 된다. 공급사의 수익성을 보전하는 계약이다.

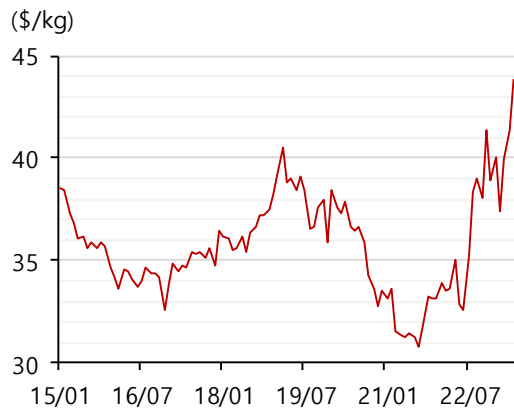
배터리 공급자들의 우위가 유지된다고 가정하면 가격이 오르지 못해도 기존 예상됐던 하락 경로보다 양호하고, 수익성은 유리한 방향으로 흘러갈 것이다. 반대로는 향후 수익성 향상이 확인된다면 공급자 우위가 지속되고 있다는 근거로 볼 수 있다. 영업이익률은 현재 2차전지 산업에서 주목해야 하는 가장 중요한 투자지표다.

시나리오별 배터리 공급단가 전망



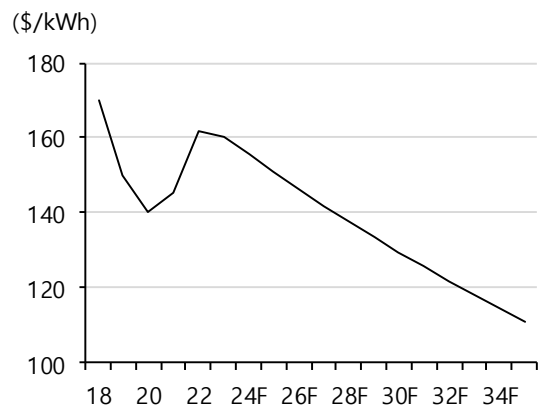
자료: SK 증권 추정 / 주: EV 90% & ESS 10%, 셀 25% & 모듈 75% 기준

리튬이온전지 ASP 추이



자료: TRASS, SK 증권

배터리 ASP 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정 / 주: EV 90% & ESS 10%, 셀 25% & 모듈 75% 기준

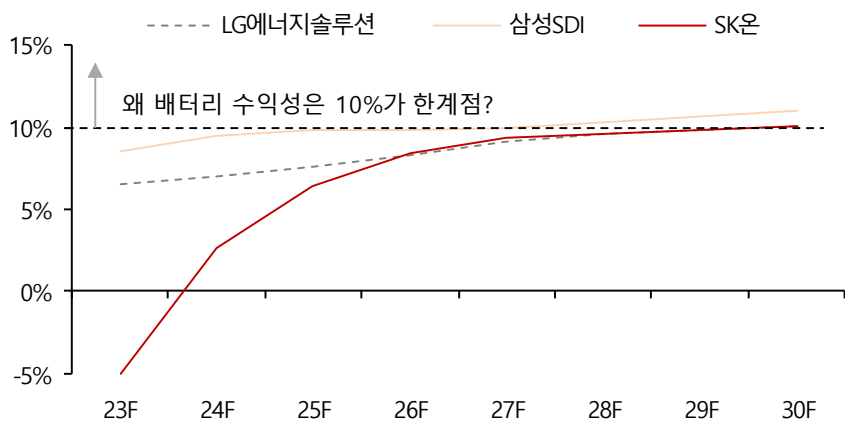
(4) 2 차전지 기업, 시나리오별 2030년 실적 추정

한국 배터리 서플라이체인,
30년 영업이익률 7~10% 전망.
공급자 우위 환경 지속된다면?

현재 자본시장은 2030년에도 배터리 기업들의 영업이익률을 7~10%로 추정한다. 그러나 이미 2 차전지 3사와 고객사들 사이에 이를 상회하는 장기공급계약 동향이 다수 확인된다.

2030년의 배터리 가격이 기존 가정 대비 2%, 4%, 또는 6% 높다고 가정해보았다. 과거 IT 부품사들은 가격 상승효과로 매출이 2% 증가할 경우, 영업이익률은 매출 증가분의 절반인 1%p 상승했다. 2 차전지 3사의 영업이익률도 2030년에 당사 리서치의 기존 전망치인 10%를 상회할 수 있다고 산출해보았다. 이 경우, 실적 개선 효과와 맞물려 PER도 하락한다.

국내 배터리 3사 영업이익률 전망 (AMPC 제외 기준)



자료: SK증권 추정 / 주: AMPC 미반영 기준

공급단가 상승에 따른 2 차전지 생산업체들의 2030년 실적 및 PER 전망

(단위: 십억원)

| | LG 에너지솔루션 | | | | 삼성SDI | | | | SK온 | | | |
|---------|-----------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 기존 가정 | 2% | 4% | 6% | 기존 가정 | 2% | 4% | 6% | 기존 가정 | 2% | 4% | 6% |
| 매출액 | 97,222 | 99,167 | 101,111 | 103,056 | 78,476 | 80,045 | 81,615 | 83,184 | 58,153 | 59,316 | 60,479 | 61,642 |
| 영업이익 | 9,853 | 11,041 | 12,269 | 13,535 | 8,637 | 9,610 | 10,615 | 11,651 | 5,900 | 6,611 | 7,346 | 8,103 |
| 영업이익률 | 10% | 11% | 12% | 13% | 11% | 12% | 13% | 14% | 10% | 11% | 12% | 13% |
| 지배 순이익 | 7,389 | 8,281 | 9,202 | 10,152 | 7,342 | 8,649 | 9,554 | 10,486 | 4,425 | 4,959 | 5,509 | 6,078 |
| PER (배) | 17 | 16 | 14 | 13 | 7 | 6 | 5 | 5 | 6 | 5 | 5 | 4 |

자료: SK증권

주: AMPC 미반영 기준

전기차보다 더 큰 잠재력을 보유한 ESS

4. 전기차보다 더 큰 잠재력을 보유한 ESS

2차전지는 사용처별로 분류 할 수 있다. 대표적으로 IT 용(스마트폰, 전동공구), 전기차 용, 그리고 ESS 용 배터리다. 메모리반도체에 서버가 있었던듯이, 배터리에 ESS가 있다.

ESS는 전력부족 해소의 핵심 인프라. 신재생에너지, 송배전망, 충전인프라 등 모든 곳에 존재

ESS 시장의 잠재력을 주목한다. 전력 부족 때문이다. 친환경과 전기차 보급 확대 정책으로 전기가 부족하다. 이를 해결하기 위한 대안으로 ① 신재생에너지 확대와 ② 송배전망, ③ 충전 인프라 확충이 대두되고 있다. 이 모든 시스템은 ESS와 연계될 것이다. 전력부족의 대안은 ESS가 될 것이다. 신재생 에너지와 스마트 그리드의 핵심 인프라다.

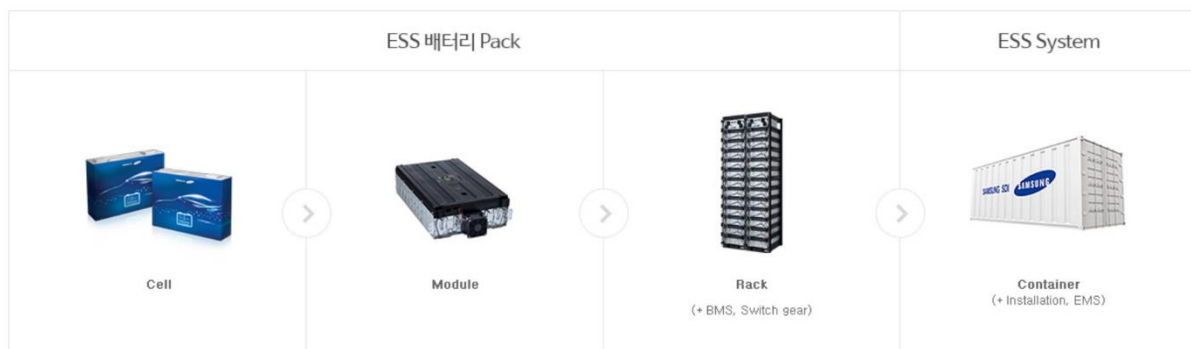
ESS는 전기차 이상으로 커질 수 있는 산업이다. ① ESS는 전기차 시장의 전력 수급 불균형을 해소시킬 열쇠다. ② 에너지 산업에서 탄소중립을 실현하기 위한 신재생에너지의 송전/충전 인프라다. ③ 국가 간의 갈등으로 에너지 안보가 대두된 상황에서 중요한 역할을 할 ESS를 주목해야 한다.

(1) ESS란?

에너지저장장치(Energy Storage System)의 약자다. 발전됐으나 사용되지 못한 잉여 전력을 저장 후 필요할 때 공급해주는 대용량 배터리다.

ESS의 장점은 다음과 같다. ① ESS는 신재생에너지 산업이 팽창하며 이와 연계해 수요가 늘고 있다. 생산이 불규칙한 풍력, 태양광, 수력으로 발전된 전기를 저장한다. 신재생에너지의 간헐성 극복을 위해 필수적이다. 최근 신재생 확대로 불거진 전력 과잉 생산 문제도 예방할 수 있다. ② 정전이나 전기가 부족한 상황에서 안정적으로 전력을 공급해줄 수 있다. ③ 최근 해외에서는 전기료가 싼 시간에 전력을 저장했다가 비싼 시간에 되파는 시스템이 확대되고 있다.

ESS 배터리 시스템



자료: 삼성 SDI, SK 증권

ESS 효과

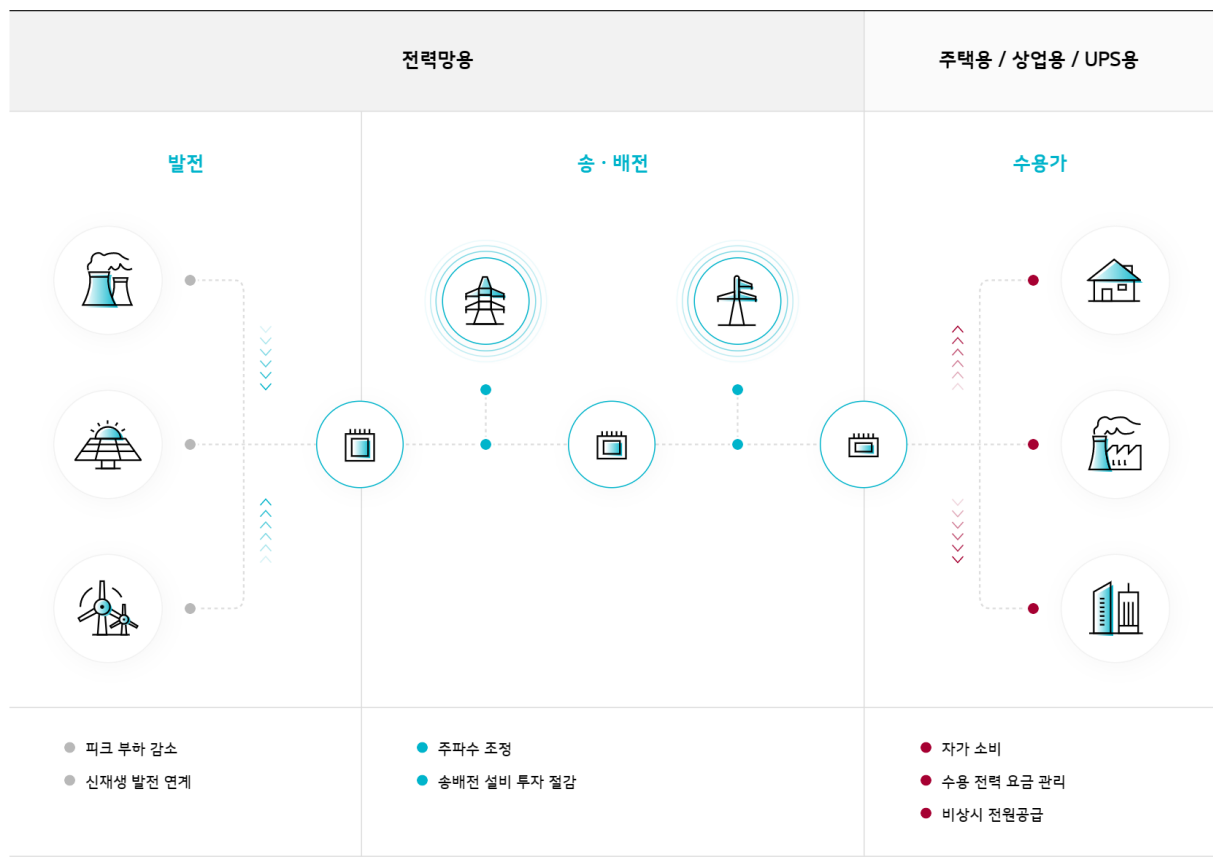
- 발전측면: 잉여 전력 관리
- 전력망 : 송배전 효율화
- 수요자 : 전기료 절감
- 사업자 : 차익 실현

발전장치(발전소, 발전기)에서 생산된 전기는 송전과 배전망을 거쳐 수요자들에게 전달된다. 그러나 전기의 사용량은 계절별로, 시간대별로, 지역별로 다르다. 발전 가능하나 사용하지 못하고 없어져 버리는 전기(에너지)가 생긴다. 전력 사용의 효율성을 높이기 위해 이를 저장했다가 후에 이용할 수 있도록 관리해주는 시스템이 필요하다.

① 발전 측면에서는 잉여 전력을 저장했다가 부족할 때 공급해 전력 공급과잉과 부족의 관리가 가능하다. ② 전력망에서는 전기가 필요한 또는 부족한 지역으로의 송배전을 위한 인프라 추가 투자가 줄어든다. 전기차를 ESS 로 활용(V2G)하면 된다. ③ 수요자들은 더 낮은 가격에 전기를 쓸 수 있다. 전기료는 시간대, 계절에 따라 다르다. ④ 사업자들은 전기료가 낮을 때 저장해 두었다가 비쌀 때 팔아 수익(Arbitrage)을 창출이 가능해진다.

실생활(주택)과 산업 전반(빌딩, 공장), 그리고 전력인프라(발전소) 등 전기가 있는 모든 곳에 ESS가 설치될 것이다.

ESS 활용처 (발전 → 송전망/배전망 → 산업용/상업용/가정용)

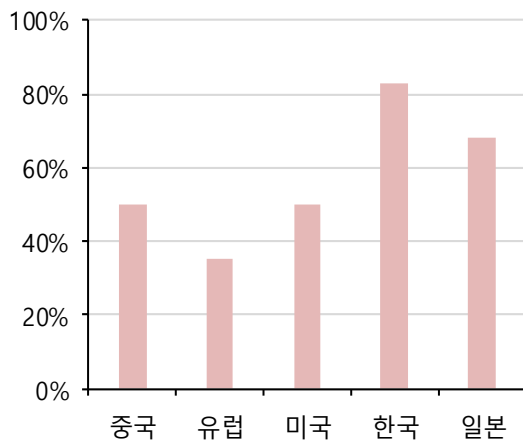


자료: LG 에너지솔루션, SK 증권

(2) 2030년 전기차 보급률 50%는 불가능

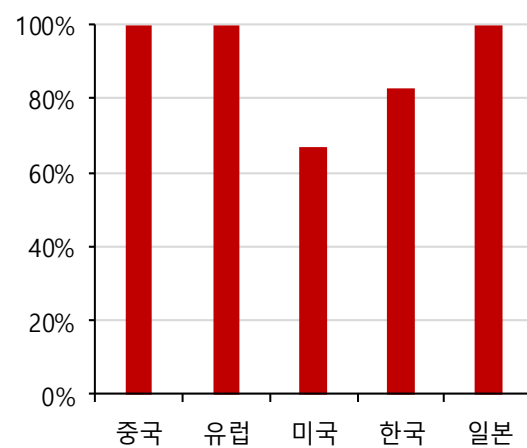
2030년 판매될 전기차는 3,895만대로 전체 판매되는 자동차의 41%를 차지할 것으로 전망된다. 글로벌 각국의 전기차 보급률 정책 목표는 평균 50%를 상회한다. 당사 전망 대비 더 공격적이다. 고성장 할 시장임에는 의심의 여지가 없다. 그러나 걸림돌이 존재한다. 배터리 공급과 전기차 충전 인프라가 부족하다. 전기차 시장 개화를 위해서는 친환경 의지 외에도 부품의 공급과 충전소/충전기의 확충이 요구된다.

글로벌 5개국 친환경 자동차 보급 정책 목표 (2030년)



자료: 언론자료, SK증권

글로벌 5개국 친환경 자동차 보급 정책 목표 (2035년)



자료: 언론자료, SK증권

일각에서는 배터리 공급과잉 우려. 그러나 추가 증설 없이는 28년부터 공급부족 심화 예상

2030 년에도 배터리는 부족

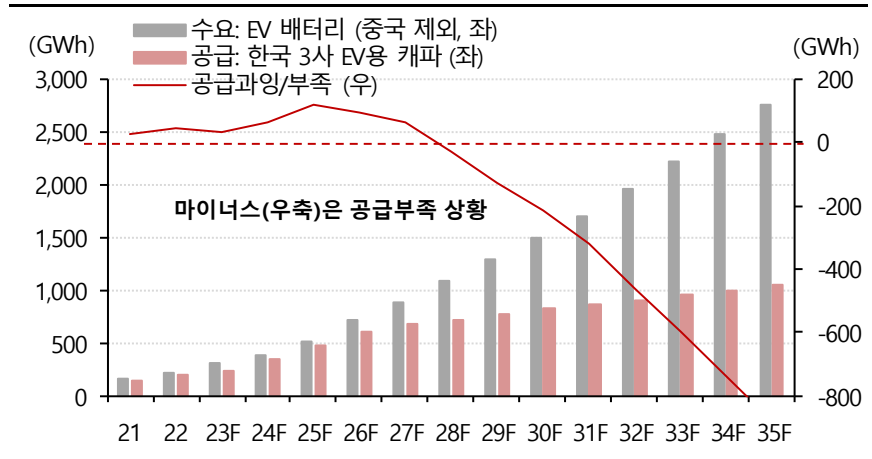
2 차전지는 전기차 제조에 가장 중요한 부품이다. 전기차 원가의 30~50%를 차지한다. 자동차 제조사들은 공급부족을 우려해 서플라이체인 확보에 안달이다. 국내 배터리 3사는 다수의 고객사들과 대규모 증설을 논의 중이나 2030년 이후에도 지속적인 증설이 필요하다.

전기차용 2차전지의 증장기 수급을 추산했다. 몇 가지 조건을 전제로 했다.

- ① 국내 배터리 업체들은 중국 전기차 수요에 대응하지 않음
- ② 중국을 제외한 글로벌 전기차 배터리 수요의 70%를 국내 기업들이 공급
- ③ 2030년 전기차 침투율은 50%대가 아닌 41%로 보수적으로 가정
- ③ 2차전지 생산 수율과 가동률은 각각 90%

연간 전기차 배터리 수요는 2022년 525GWh에서 2030년에는 2,999GWh로 전망된다. (전기차 3,895만대 가정) 대규모 배터리 증설이 요구되는 배경이다. 그러나 미중분쟁에 따라 중국 배터리 기업들의 공급이 제한되고 국내 기업들에 기회가 찾아왔다. 현재 국내 배터리 3사는 고객들과의 생산 협약을 바탕으로 26년 전후의 투자 계획까지 구체화했다.

중국 외 지역 EV용 배터리 수급 전망



자료: SK증권 추정

LG 에너지솔루션, SK 온, 삼성 SDI 는 전기차용 배터리 캐파를 26년까지 22년 대비 각각 207%, 208%, 193% 증설할 계획이다. 이후에도 지속적으로 늘려 30년까지는 22년 대비 286%, 334%, 494% 증설이 전망된다. 그러나 이러한 계획에도 국내 배터리 업체들이 대응 가능한 전기차 고객사들의 수요는 28년까지다. 이후의 안정적인 공급을 위해서는 대규모 추가 투자가 필요하다. 증설이 지속되는 환경에서 전사의 수율과 가동률을 90%를 유지하는 것은 불가능하다. 실제로는 공급 부족이 더 심각할 것이다.

당사의 전기차 침투율 전망치는 보수적이다. 당사의 가정은 25년 25% → 30년 41% → 35년 65%다. 자본시장의 눈높이는 25년 26% → 30년 50% → 35년 80%다. 현재의 친환경 정책기조가 지속된다면 30년 이후에도 전기차 시장 성장률은 가파를 전망이다. 각국의 친환경 자동차 보급 계획을 충족시키기 위해서는 갈 길이 멀다.

전기차 고객사들은 안정적인 배터리 조달과 중장기 공급 불확실성을 고려해서 배터리 셀 업체들에게 JV 및 장기공급계약을 지속적으로 요구하고 있다. 한국 공급사들의 적극적인 대응 없이는 전기차 시장의 성장이 불가능하다.

‘전기차용’ 배터리 수급 전망

| 단위 | | 23F | 24F | 25F | 26F | 27F | 28F | 29F | 30F | 31F | 32F | 33F | 34F | 35F |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 글로벌 EV 출하량 | 만대 | 1,370 | 1,740 | 2,070 | 2,405 | 2,755 | 3,135 | 3,515 | 3,895 | 4,275 | 4,750 | 5,225 | 5,700 | 6,175 |
| 유럽 | 만대 | 319 | 362 | 449 | 535 | 633 | 733 | 801 | 864 | 913 | 986 | 1,064 | 1,125 | 1,170 |
| 북미 | 만대 | 160 | 205 | 230 | 329 | 404 | 497 | 598 | 728 | 791 | 900 | 989 | 1,063 | 1,145 |
| 기타 | 만대 | 66 | 82 | 112 | 165 | 179 | 227 | 305 | 345 | 470 | 592 | 718 | 917 | 1,129 |
| EV 출하량 (중국 제외) | 만대 | 545 | 648 | 791 | 1,029 | 1,216 | 1,456 | 1,704 | 1,937 | 2,174 | 2,478 | 2,771 | 3,104 | 3,444 |
| 배터리 평균 탑재량 | kWh | 55 | 60 | 65 | 70 | 72 | 74 | 76 | 77 | 78 | 79 | 80 | 80 | 80 |
| 수요: EV 배터리 (중국 외) | GWh | 300 | 389 | 514 | 720 | 875 | 1,078 | 1,295 | 1,492 | 1,696 | 1,957 | 2,217 | 2,483 | 2,756 |
| LG 에너지솔루션 | GWh | 185 | 245 | 327 | 372 | 412 | 437 | 452 | 467 | 481 | 495 | 510 | 526 | 541 |
| SK 온 | GWh | 89 | 152 | 224 | 274 | 311 | 331 | 361 | 386 | 405 | 425 | 447 | 469 | 492 |
| 삼성 SDI | GWh | 59 | 69 | 109 | 181 | 215 | 235 | 265 | 295 | 316 | 338 | 362 | 387 | 414 |
| 공급: 한국 EV용 캐파 | | 240 | 337 | 477 | 598 | 678 | 725 | 779 | 829 | 868 | 909 | 953 | 998 | 1,046 |
| 수급 (+ 과잉, - 부족) | | 30 | 64 | 117 | 93 | 65 | -30 | -128 | -215 | -319 | -461 | -599 | -740 | -883 |

자료: SK 증권 추정

주: 중국 외 EV용 배터리 수요의 70%를 한국 3사가 대응하는 것으로 가정, 공급사 수율, 가동률 각각 90% 가정

전기차를 충전할 인프라는 더 큰 문제

현재의 충전인프라에서는 전기차 시장 개화는 불가능. 전기도, 송전망도, 충전기도 모두 부족

전기차 생산분의 배터리 수요를 조달한다 해도 더 큰 장벽이 존재한다. 전기의 공급이 EV의 전기 수요를 감당하지 못할 것이다. 충전인프라 부족이 전기차 대중화의 가장 큰 걸림돌이다. 그리드(Grid, 전력망) 확충이 필연적이다.

전기차 충전에 필요한 인프라 환경이 열악하다. 인구가 밀집된 환경에서는 충전 인프라가 더 부족하다. 그러나 인프라를 확충할 수 없는 배경이 있다. 일반적으로 우리가 거주하는 주택의 경우 한 가구당 3kW의 계약전력이 형성되어 있다. 최근 일반 가정에서도 전기수요가 많아지면서 계약전력 규모가 커지는 경우도 있지만 일반적으로는 5~7kW 수준을 넘지 않는다. 산업용 계약전력도 300kW 미만이다.

전기차 충전기는 완속 기준 3~7kW, 급속 기준 150kW, 초급속 기준 300kW다. 만약 1,000세대가 함께 거주하는 아파트에서 모두가 전기차를 이용한다고 가정했을 때, 모든 주차공간에 완속 충전기를 설치한 뒤 동시에 퇴근 후 전기차 충전을 하게 된다면 매일 저녁 정전이 발생할 것이다. 이를 충분히 뒷받침하기 위해서는 전기차 수요가 늘어나는 만큼 전기차 충전기도 늘어나야 한다.

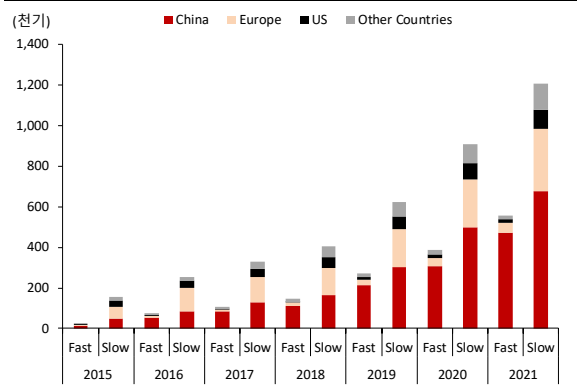
국내 수도권 변전소의 경우 송전 여유전력을 확보하고 있는 곳은 없다. 이미 건물을 지을 때 전력 사용량을 예상하여 기간망을 구축했다. 전기차 침투율이 낮은 현재는 여유전력을 통해 충전을 감당하고 있지만 이대로는 전력 부족 사태가 발생할 것이다.

전기차 확산을 위한 전기도, 송전망도, 충전기도 부족하다.

전기차 충전 = 여유전력 확보 싸움

자료: 한국전력, SK증권

글로벌 공공 충전기 구축 현황



자료: IEA, SK증권

(3) ESS 는 전기차 산업을 뒷받침할 전력망 핵심 인프라

ESS 는 전기차로 부족해질 전력을 충당하기 위한 해결책인 동시에 전력 유연성을 위한 필수품이다.

< ESS 가 해결 방안 >

전력 부족

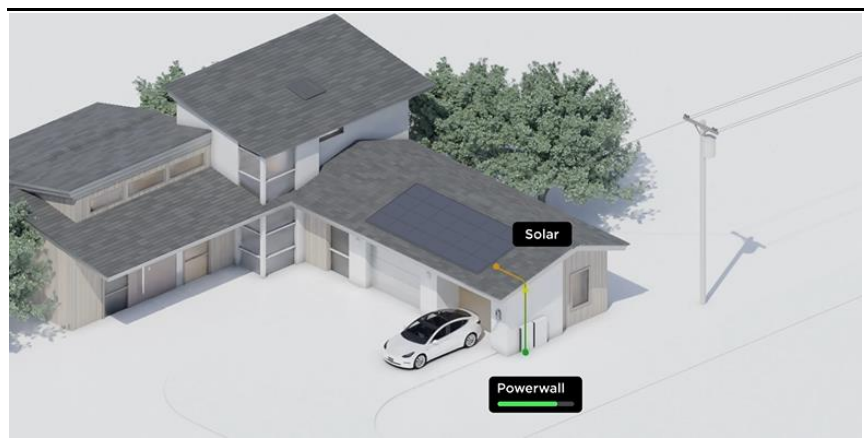
→ 자가/자체발전 구축

→ ESS 필요

전기가 부족하다 → 신재생 자가/자체발전 구축 → ESS 시장 개화

전기차 충전을 위한 국가적 투자가 어렵다면 신재생 중심의 선별적(주택, 빌딩 기반) 발전 인프라 확충이 대안이 된다. 다만, 태양광, 풍력 발전은 상황에 따라 생산이 불규칙하다. 이를 보완하기 위해 송전망 투자에는 ESS 설치가 동반되어야 한다. 이미 플루언스에너지, 테슬라에너지 등을 필두로 글로벌 에너지, 자동차, IT 기업들은 가정용/산업용 ESS 솔루션을 출시 중이다. 향후 자가/자체 발전 시장의 팽창과 함께 ESS 배터리 수요가 증가할 것이다.

테슬라, Powerwall 구조도 (자가발전 : 태양광지붕 + ESS)



자료: Tesla, SK 증권

테슬라, Powerwall ESS (13.5kWh, 최대전력 7kW)



자료: Tesla, SK 증권

LG 전자, PCS (Power Conditioning System)



자료: LG 전자, SK 증권

전기차는 움직이는 ESS (V2G)

전기차를 움직이는 ESS 로 활용

- ESS: 남는 전기를 저장
- 전기차: 지역간의 이동 가능

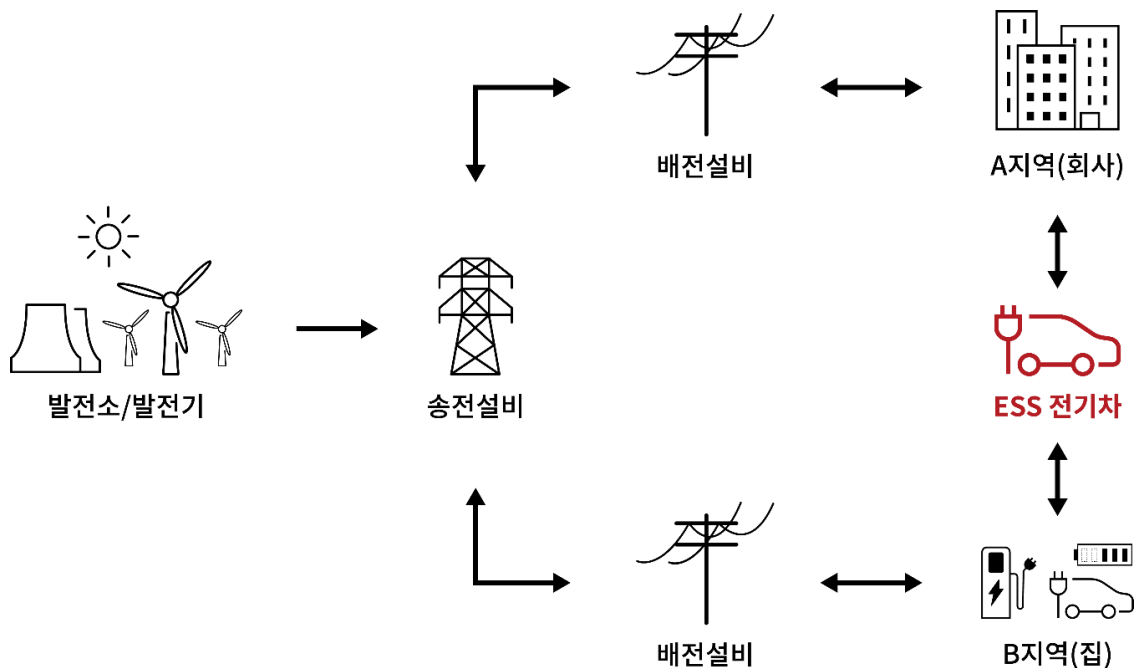
전기차를 ESS 로 사용하면 된다. 전력부족을 해결하고 전력 수급 불균형에 따른 전기료의 가격 변동도 최소화 시킬 수 있다.

자가/자체 발전 인프라를 구축하는 것보다 더 효율적인 방안은 전기를 (시간대별로, 지역별로) 여유 있는 환경에서 부족한 환경으로 옮겨오는 것이다. 전력 사용량이 낮은 낮 시간의 전기를 저녁 시간대로 가져오고, 전기가 남는 지역에서 부족한 곳으로 가져와야 한다. 송전망 투자를 단행하면 해결되나 비용이 적지 않다.

더 효율적인 해결법이 있다. 전기차가 움직이는 ESS 의 역할을 수행한다면 송전망 및 충전인프라 부족 문제가 해결된다. ESS 는 남는 전기를 저장하는 역할을 한다. 전기차는 이동이 가능하다. 전기차를 ESS 로 쓴다면, 낮 시간대 남는 전기를 저장해서 저녁 시간대 부족한 지역으로 옮길 수 있다.

개인 소비자(운전자)들은 수익 창출이 가능하기에 움직이는 ESS 로의 활용을 환영할 것이다. 출근 후 오전 시간에 회사에서 낮은 가격에 충전하고, 저녁 시간에 주택단지에서 비싼 가격에 전기를 팔면 된다. ① 개인들의 이윤 추구하고 ② 버려지는 잉여 발전 전력 효율화, ③ 전력 전달 인프라 부족이 모두 충족된다.

전기차는 움직이는 ESS



자료: Researchgate, 언론자료, SK 증권

V2G의 장점

- 사용자: 차익거래 가능
- 전력망: 신재생의 간헐성 해결
- 전기차 시장: 전력 부족 해결

V2G(Vehicle to Grid)는 전기차를 전력망과 연결해 ESS 로 활용하는 기술이다. 전기료가 싼 시간대 또는 지역에서 남는 전력을 충전 후 전기료가 비싼 환경에서 되판다. 전력 사용이 적은 환경에서 충전하고, 전력 사용이 많은 환경에서 저장된 전력을 송전해 수익을 얻을 수 있다.

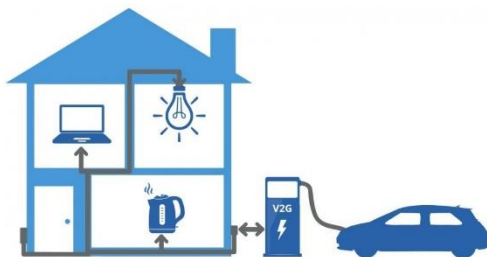
글로벌 전기차 기업들은 전기차 배터리를 ESS 로 활용해 가정(V2H, Vehicle to Home) 과 건물(V2B, Vehicle to Building), 또 다른 전기차(V2V, Vehicle to Vehicle)에 공급하는 진일보한 V2G 시스템을 개발하고 있다.

국내에서는 전력 판매가 허용되지 않는다. 중앙전력망인 한국전력만이 전기를 팔 수 있는 권한을 가지고 있다. 반면, 미국, 호주 등에서는 전력판매가 허용된다. 민간기업과 개인들도 전기를 생산 또는 충전해 판매/재판매 할 수 있다.

V2G 에는 다수의 이점이 존재한다. ① 전기차 사용자(소비자)입장에서는 수익을 창출 할 수 있다. 전력 가격에 따른 차익거래(Arbitrage)다. 전기차 유지비용과 전기료가 절감된다. ② 전력망 입장에서는 먼 거리의 발전소에서 전력을 전달받는데 따른 송전 손실을 줄인다. 태양광 등 발전량은 넘치나 생산 불균형으로 송전 인프라가 부족한 곳에서는 전기차에 전력이 저장된다. ③ 전기차 시장 측면에서는 전기가 부족한 시간대 또는 지역에서도 충전이 가능해진다. 주택 또는 업무 단지 내 전기가 부족한 상황에 다른 전기차나 가정으로부터 저장된 전기를 구매해 충전한다.

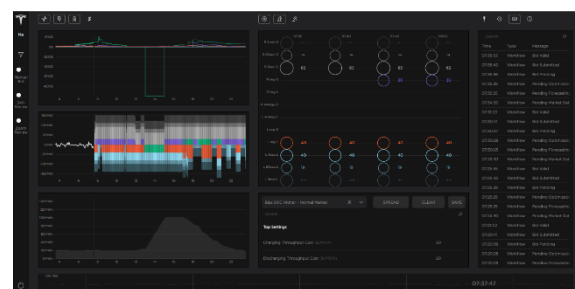
이와 같은 전기의 충전과 방전은 사용자가 직접 명령을 내릴 필요가 없다. 예로 테슬라의 Autobidder 는 태양광패널과 ESS 를 활용해 효율적으로 전기를 발전하고, 저장하고, 매매하는 전력 관리 소프트웨어다. Autobidder 는 가격, 부하, 발전, 날씨 등을 실시간으로 확인하고 예측해 전기를 사고 판다. 자체 알고리즘(인공지능)을 통해 사용자의 지시 없이 자동으로 관리되고 매매하는 시스템이다.

V2G 구상안



자료: greensciences, SK 증권

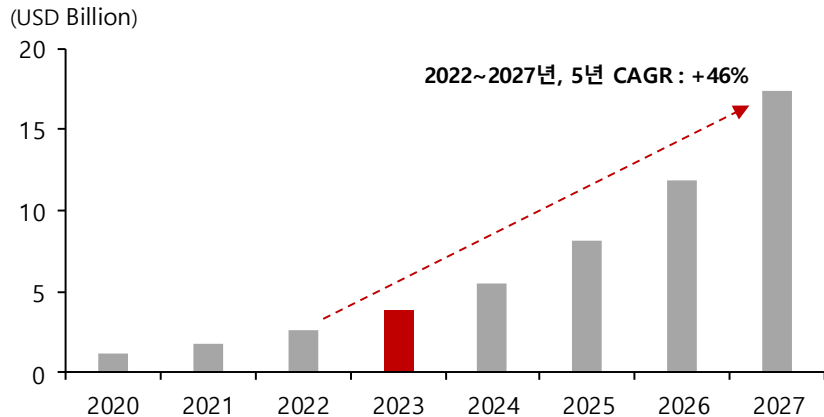
테슬라, Autobidder의 UI



자료: 테슬라, SK 증권

V2G 시장 규모는 22년 25억달러에서 27년 170억 달러로, 연평균 46%의 고속 성장이 예상된다. 그러나 모든 전기차가 움직이는 ESS로 활용된다는 가정은 반영되지 않았다. V2G 시장이 열릴 경우 CAGR 전망치는 대폭 상향 조정돼야 한다.

V2G 시장 규모 전망 : CAGR +46%

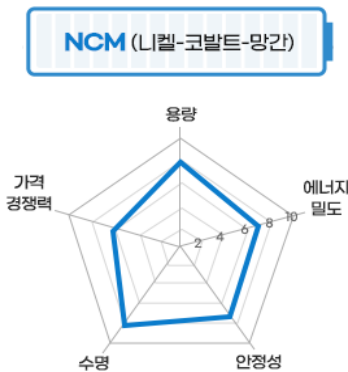


자료: Precedenceresearch, 언론자료, SK 증권

ESS 보급화의 장벽은 배터리 성능. 전기차는 출력이 중요하나 ESS는 안정성과 수명을 요구

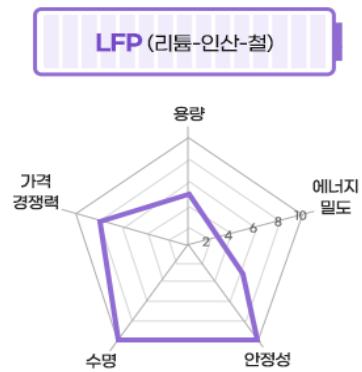
극복해야 할 장벽도 있다. ① 전기차용 배터리에서 요구하는 성능의 우선순위는 출력이 다. ESS에서는 수명과 안전성이 더 중요하다. 상대적으로 에너지밀도는 떨어지지만 생산원가가 저렴한 LFP가 선호되는 이유다. ② 출력과 수명, 안전성을 모두 만족하기 위해서는 더 많은 비용(원가)을 배터리에 지출해야 한다. 하나의 배터리로 전기차와 ESS 기능 모두를 수행하기 위해서는 V2G로 창출 가능한 부가가치가 확장되거나 배터리 가격(공급단가)이 낮아져야 할 것이다. ③ 화재 예방을 위한 사용환경 관리와 안전대책 마련에도 비용 투입이 요구된다. 그러나 더 가혹한 조건의 전기차도 보편화에 성공했음을 주목한다.

NCM 배터리 (높은 에너지밀도가 강점)



자료: 포스코뉴스룸, SK 증권

LFP 배터리 (수명과 안정성이 강점)



자료: 포스코뉴스룸, SK 증권

(4) ESS 시장 성장의 근거

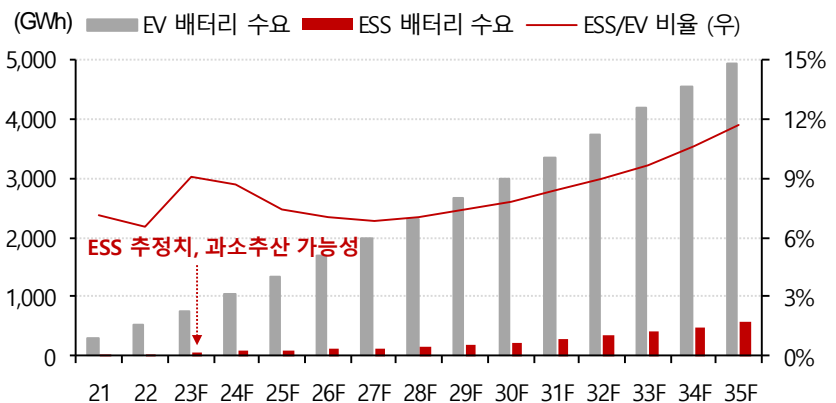
ESS 시장전망치는 과소 추산.
 지난해 주요 배터리 업체들의
 출하량은 당초 예상 대폭 상회

과소 추산된 ESS 시장 전망치

ESS 시장은 과소 추산됐다. 시장의 성장률 전망치가 보수적이다. 전기차와 ESS 용 배터리 수요는 향후 8년간(22~30년) 각각 CAGR +25%, +27%로 예상되고 있다. 현재 추정에서 ESS 시장규모는 전기차용 대비 7~9%에 불과하다.

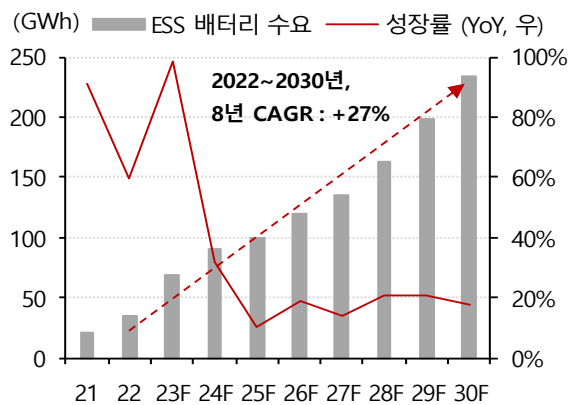
당초 22년 ESS 배터리 시장 규모는 50GWh 미만으로 전망됐다. 그러나 중국 언론에 따르면 CATL의 22년 ESS 출하량만 47GWh다. 그리고 삼성 SDI와 LG 에너지솔루션의 지난해 ESS 매출은 각각 2.1조원, 1.8조원을 기록했다. 이를 역산하면 두 기업의 ESS 출하량은 약 15GWh다. (ESS 배터리의 ASP는 전기차보다 높다.) 현재 두 회사의 점유율을 고려하면 지난해 실제 시장규모는 100GWh에 육박했음이 자명하다. 예상보다 시장 성장이 훨씬 크고 빠르다. 중국의 태양광에너지 보급영향으로 분석된다. 올해는 서구권에서의 수요 본격화를 기대한다.

배터리 수요: ESS vs EV



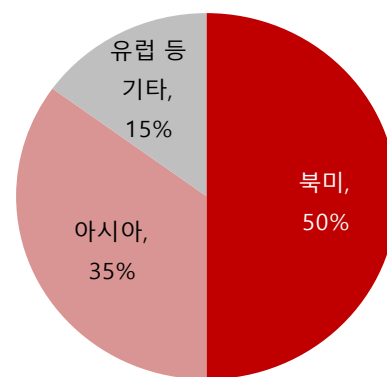
자료: 산업자료, SK증권 추정

글로벌 ESS 시장 규모 전망



자료: 산업자료, SK증권

글로벌 ESS 지역별 수요 비중 (2023년)



자료: 산업자료, SK증권

배터리 산업에서 ESS는
궁극적으로 전기 를 압도할 수
있는 성장 잠재력 보유

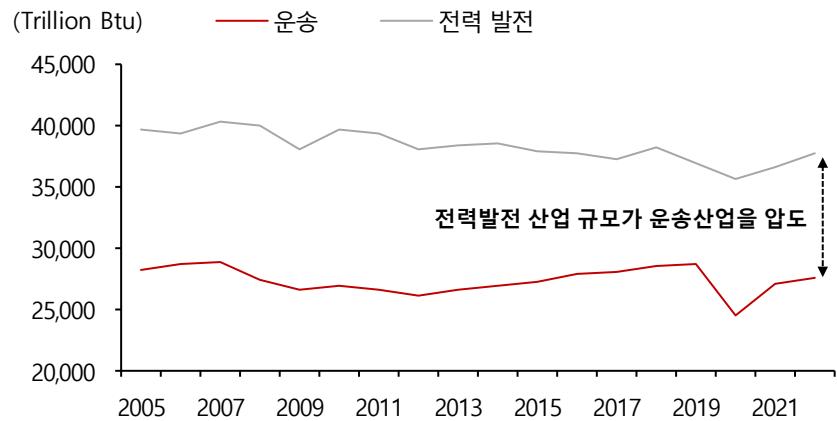
자동차를 대체하는 EV, 전력/에너지를 대체하는 ESS

궁극적인 ESS 배터리 시장규모는 전기차 배터리 시장을 압도할 수 있다. 전기차의 전방인 운송 산업의 에너지 시장규모는 전체의 4분의 1에 불과하기 때문이다.

22년 미국 산업별 에너지 소비를 살펴보면, 운송(물류, 교통, 자가용) 산업의 연간에너지 소비는 27,534 조 Btu 다. 전체 산업 내 비중은 27% 다. 나머지 73%는 산업, 주택, 상업에서 소비된다. 또한 공급자의 위치에 있는 발전 산업 규모만 해도 운송보다 크다. 전력발전 산업의 에너지 규모는 37,807 조 Btu 다.

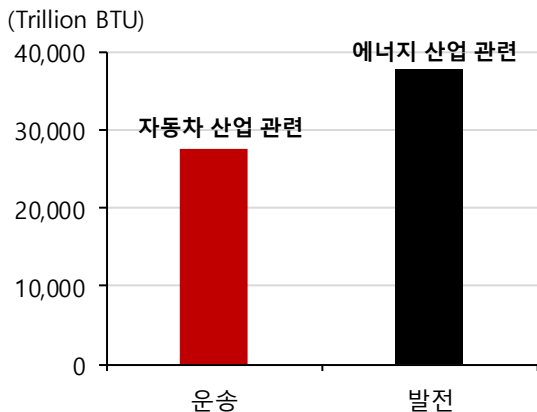
ESS는 주택, 상업, 산업 및 전력발전 산업 모두에서 활용성이 크다.

미국 산업별 에너지 소비량 : 운송 산업 vs 전력 산업



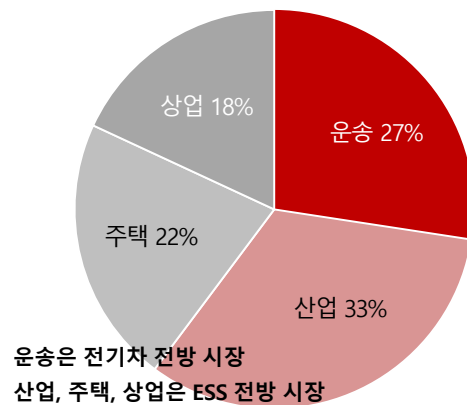
자료: US EIA, SK 증권
주: 1Btu (영미권 사용 단위) 는 약 252 cal

미국 산업별 에너지 소비량



자료: US EIA, SK 증권

미국 산업별 에너지 소비량



자료: US EIA, SK 증권

ESS 는 글로벌 탈탄소 전환을 위한 필수품

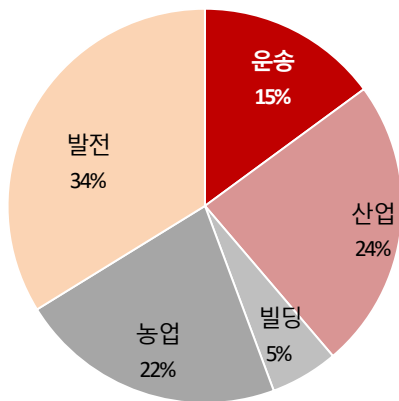
자동차를 100% 친환경화 시켜도
온실가스/탄소 배출 감소 효과는
제한적. 시장규모 비중 때문

전세계적으로 에너지를 가장 많이 배출하는 산업도 발전/에너지 산업이다.

운송산업의 온실가스 배출 비중은 글로벌과 미국 기준 각각 15%, 28%를 차지한다. 산업, 상업, 주택, 농업, 발전 섹터의 온실가스 배출량이 훨씬 크다. 탄소중립을 위해서는 전기차를 넘어 제조업과 일상생활 전반에서 친환경 노력이 필요하다. 각 국가의 친환경 정책은 전기차를 시작으로 그 외의 산업에서 본격화 될 것이다.

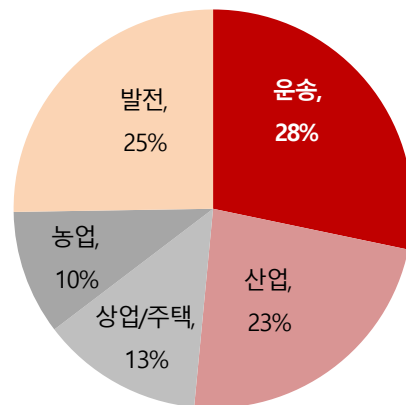
ESS 의 전방 시장은 결코 전기차보다 작지 않을 것이다. 현재는 내연기관 자동차를 대체하는 전기차가 배터리 산업의 성장을 견인하고 있다. 하지만 미래에는 기존의 발전 산업을 대체할 신재생에너지의 인프라인 ESS 가 또 다른 성장동력이 될 수 있다. 전기차 배터리가 운송 산업 에너지의 인프라라면 ESS 는 운송 외 모든 산업의 인프라다. 운송 산업을 전방으로 하는 전기차용 배터리 시장보다 ESS용 배터리의 잠재력이 더 크다고 판단된다.

글로벌, 섹터별 온실가스 배출 비중 (2020 년)



자료: IPCC, SK 증권

미국, 섹터별 온실가스 배출 비중(2021 년)



자료: US EIA, SK 증권

(5) ESS 로 배터리 쇼티지 심화 전망 (가정)

티핑포인트: NEM 3.0

NEM 3.0 의 의미

- 전기를 Peak-time 에 팔아라
- ESS 를 설치하면 가능하다

미국 캘리포니아에서는 2023 년 4 월부터 NEM(Net Energy Metering, 순에너지계량) 3.0 정책이 시행됐다. NEM 은 태양광 패널 보유자들이 전력망 운영자(유틸리티 기업)에게 태양광으로 생산한 전기를 팔 수 있는 시스템이다. (한국은 개인과 민간의 전력 판매/재판매가 금지되고, 미국 등 일부 국가에서는 가능하다.)

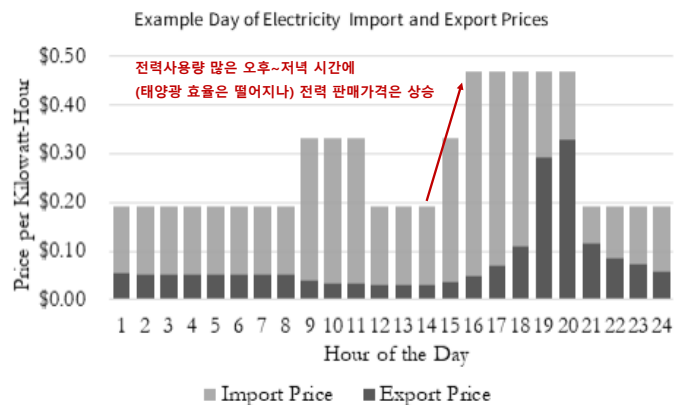
이번 NEM 3.0 에서는 전기의 판매가격이 기존 kW 당 평균 0.3 달러에서 평균 0.08 달러로 약 75% 낮아졌다. 그러나 전기 판매가격(Export Price)의 변동폭이 커졌다. 평균 판매가격은 기존보다 낮아졌으나 전력 사용량이 많은 시간(Peak-time)에는 기존보다 높은 가격에 판매가 가능하다. 이와 함께 9 억달러 규모의 ESS 보조금도 조성됐다. 새로운 정책의 유/불리는 다음과 같다.

- ① ESS 를 설치하지 않은 태양광 패널을 사용 업체 및 가정에는 불리할 수 있다.
- ② 태양광 패널과 ESS 모두 보유한 경우에는 전기를 저장했다가 전기료가 높아지는 Peak-time 에 팔면 되니 더 유리한 수 있다.
- ③ ESS 만 보유한 경우에도 Peak-time 에 비싼 가격으로 팔면 된다.

지난 2 년 동안 신재생 관련 친환경 모멘텀이 태양광에 집중됐었다면, 캘리포니아의 NEM 3.0 은 ESS 산업으로 온기가 확장될 수 있는 계기라 생각한다.

미국, 유럽, 호주 등은 우리나라보다 전기료가 2~3 배 높다. 전기를 싼 가격에 충전해서 비쌀 때 사용하고자 하는 의지가 더 클 것이다. 전력망도 중앙전력망(예: 한국의 한국전력)이 아니기에 전기 판매가 가능하다. 해당 국가들에서는 ESS 보급률 상승이 예상 대비 빠르다. 최근 6 개월 전과 비교해도 가속화가 체감된다. 중국, 미국, 유럽, 호주를 집중으로 변화가 나타나고 있다. 에너지, 태양광 기업들은 배터리 주문을 늘리고 있으며, ESS 배터리는 이미 공급부족 상황이다.

NEM 3.0 전기료 예시 (사용가 & 판매가)



자료: 미국 캘리포니아주 PUBLIC UTILITIES COMMISSION, SK 증권

ESS 시장규모에 대한 고민

ESS 신규 시장 가능성
1. 전기차 충전용 ESS
2. 주택용/상업용 ESS

ESS 의 개화 시점과 보급 속도는 불분명하다. 그러나 전방의 성장성이 크다는 사실은 자명하다. 중장기 배터리 공급부족은 심화될 것이다. ESS 를 고려한 배터리 수요에 대한 새로운 전망들이 필요하다.

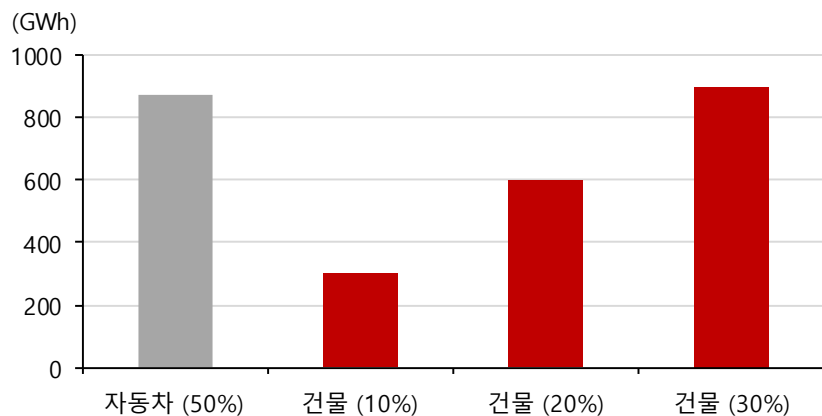
- 시나리오 1. (한국) 전기차 충전용 ESS 배터리 시장

전기차의 보급이 현재의 속도로 지속된다면 2~3 년 내 현재의 송전 시스템으로는 대응이 불가능하다. 한국 일반 주택의 경우 한 가구 당 계약전력은 3~7kW 수준이다. 전기차 완속 충전 속도인 5kW 와 급속충전 속도인 150kW 를 사용하기에는 턱없이 부족하다. 대대적인 전력 송/배전망 인프라 확대가 필요하다. 또는 각 가구마다 ESS 를 설치하는 방향이 대안이 될 수 있다. 주택용으로 100 만 가구에 가정용 10kWh ESS 솔루션의 설치를 가정하면 해당 10GWh 신규 수요가 창출된다. 한국 전체 가구 수인 2,100 만호의 ESS 를 가정할 경우 210GWh 다.

- 시나리오 2. (한국) 전기차 vs 건물용 ESS 시장 규모 비교

전기차 보급과 함께 건물용(빌딩, 아파트, 상가) ESS 시장 개화도 예상된다. 한국에서는 2,500 만대의 자동차가 운용되고 있다. 대당 평균 배터리 채용량을 70kWh 로 가정한다. 그리고 300 만채의 상업/공업/문교사회용 건물이 있다. 건물용 ESS 의 용량은 1,000kWh 수준이다. (빌딩에는 훨씬 큰 용량이 필요) 미래에 50%의 자동차가 전기차로 대체되고 건물의 20%에 ESS 가 설치된다고 가정하면, 각각 875GWh, 600GWh 의 배터리가 필요하다. ESS 시장은 전기차용 배터리 못지 않은 잠재력을 가지고 있다. 단기적으로는 성장률에서 전기차를 압도하고, 중장기로는 절대 금액도 커질 수 있다.

한국 중장기 배터리 수요 '가정': 전기차 vs 건물용 ESS



자료: SK 증권 추정
 주: 괄호 안은 침투율

‘전기차 + ESS’ 배터리 수급 모델 (SK 증권 추정)

배터리 수급전망:

ESS 시장 개화시 전기차 수요와

맞물려 24년부터 쇼티지 심화

배터리 수급모델에 기존 전기차에 ESS 수요를 추가해 새롭게 추산해보았다.

23년 상반기에도 ESS 배터리 부족은 여러 사례를 통해 파악된다. ① 한 국내 OEM 부품사는 글로벌 선두권 에너지 업체에 ESS 를 공급한다. 올해 초에는 배터리를 조달에 실패해 고객사의 요구 수량을 대응하지 못했다. ② 일부 국내 중소형 ESS 솔루션 기업 들은 연구개발용 배터리조차 구하지 못해 샘플 테스트에서 난항을 겪고 있다. ESS 개화 초기 단계인 현재에도 이미 쇼티지 상황이다.

일각에서는 2025년부터 전기차 배터리의 공급과잉을 주장한다. 한국 업체들의 대규모 증설 계획에 기반한 의견이다. 원활한 증설과 수출 향상이 조기화 된다면 가능한 전망이다. 그러나 신규 캐퍼들은 대부분 JV 와 장기공급계약으로 각각의 전기차 고객사들에 묶여 있다. ESS 시장 성장이 가시화되는 시점에는 오히려 배터리 공급부족 상황이 심화 될 것이다. LG 에너지솔루션이 미국 애리조나에 3조원 규모의 ESS 공장을 건설하는 등 기업들의 고민이 이어지고 있지만, 전기차에 비하면 미미하다. ESS 시장 성장을 대응할 수 있는 공급 여유는 제한적이다. 전기차 다음의 2차전지 성장 모멘텀으로 ESS를 주목한다. 메모리 산업에는 스마트폰 이후 서버가 있었다. 배터리 산업에는 전기차 이후 ESS가 성장동력으로 기다리고 있다.

‘ESS 용 & 전기차용’ 배터리 수급 전망

| | 단위 | 23F | 24F | 25F | 26F | 27F | 28F | 29F | 30F | 31F | 32F | 33F | 34F | 35F |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EV 출하량 (중국제외) | 만대 | 545 | 648 | 791 | 1,029 | 1,216 | 1,456 | 1,704 | 1,937 | 2,174 | 2,478 | 2,771 | 3,104 | 3,444 |
| 배터리 평균 탑재량 | kWh | 55 | 60 | 65 | 70 | 72 | 74 | 76 | 77 | 78 | 79 | 80 | 80 | 80 |
| 수요: EV 배터리 | GWh | 300 | 389 | 514 | 720 | 875 | 1,078 | 1,295 | 1,492 | 1,696 | 1,957 | 2,217 | 2,483 | 2,756 |
| 미국과 유럽 가구수 | 만호 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 | 32,000 |
| ESS 평균 사용량 | kWh | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 침투율 | % | 1% | 1% | 2% | 4% | 7% | 10% | 14% | 18% | 23% | 29% | 35% | 42% | 50% |
| 수요 | GWh | 38 | 64 | 128 | 256 | 442 | 640 | 890 | 1,152 | 1,472 | 1,856 | 2,240 | 2,688 | 3,200 |
| 증분: ESS 배터리(주택) | GWh | 10 | 26 | 64 | 128 | 186 | 198 | 250 | 262 | 320 | 384 | 384 | 448 | 512 |
| 미국과 유럽 건물수 | 만채 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 | 1,218 |
| ESS 평균 사용량 | kWh | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 침투율 | % | 1% | 1% | 2% | 4% | 7% | 10% | 14% | 18% | 23% | 29% | 35% | 42% | 50% |
| 수요 | GWh | 146 | 244 | 487 | 974 | 1,681 | 2,436 | 3,386 | 4,385 | 5,603 | 7,064 | 8,526 | 10,231 | 12,180 |
| 증분: ESS 배터리(산업) | GWh | 45 | 97 | 244 | 487 | 706 | 755 | 950 | 999 | 1,218 | 1,462 | 1,462 | 1,705 | 1,949 |
| 수요: ESS 배터리 | GWh | 55 | 123 | 308 | 615 | 892 | 954 | 1,200 | 1,261 | 1,538 | 1,846 | 1,846 | 2,153 | 2,461 |
| 수요: EV+ESS 배터리 | GWh | 355 | 512 | 822 | 1,335 | 1,768 | 2,031 | 2,495 | 2,753 | 3,234 | 3,803 | 4,062 | 4,637 | 5,216 |
| LG 에너지솔루션 | GWh | 196 | 257 | 345 | 390 | 430 | 455 | 470 | 485 | 500 | 515 | 530 | 546 | 562 |
| SK 온 | GWh | 89 | 152 | 224 | 274 | 311 | 331 | 361 | 386 | 405 | 425 | 447 | 469 | 492 |
| 삼성 SDI | GWh | 68 | 80 | 123 | 197 | 233 | 255 | 287 | 319 | 341 | 365 | 390 | 418 | 447 |
| 공급: 한국 3사 | | 255 | 353 | 500 | 622 | 703 | 752 | 807 | 859 | 900 | 943 | 988 | 1,035 | 1,085 |
| 수급 (+ 과잉, - 부족) | | 7 | -6 | -76 | -313 | -534 | -670 | -939 | -1,068 | -1,364 | -1,719 | -1,856 | -2,211 | -2,567 |

자료: SK 증권 추정
주: 중국 수요 제외

한국 2차전지 산업의 세 가지 위험요소

5. 한국 2차전지 산업의 세 가지 위험요소

(1) 세 개의 한국 2차전지 제조사

경쟁구도 관점에서 한국 2차전지 산업의 리스크는 국내 업체들 간의 경쟁 심화다.

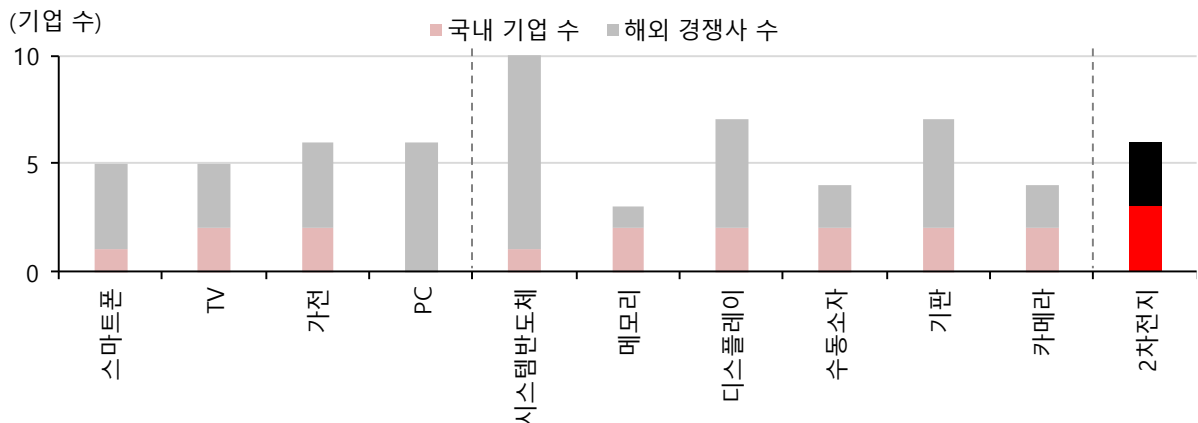
2차전지의 첫번째 위험요소는
근면한 한국 기업들이
산업 내 다수 존재한다는 것

- ① 일본, 미국, 유럽의 IT 기업들은 수익성 낮은 제품, 분야에 대한 사업의지가 낮다.
- ② 대만 기업들은 반도체와 세트 고객사들의 외주 생산/가공 담당에 집중한다. ③ 중국 기업들은 생산 품질에 의심을 받는다. 그러나 중국 지방정부의 직간접 보조금들로 훨씬 낮은 ASP 에 생산, 공급, 판매가 가능하다. ④ 한국의 IT 기업들은 가장 근면한 동시에 혁신적이라 평가한다. 고객사의 문의에 신속하게 대응하고, 극단적인 단가인하(CR) 요구도 마다하지 않는다. 위기 상황에서는 자사의 적자발생과 성장동력 상실에도 고객사의 성공을 위해 고통분담을 감내한다.

이러한 한국 기업들의 특성이 언제나 좋은 결과로 이어진 건 아니다. 과거 가전과 TV 산업에서는 LG 전자와 삼성전자가 경쟁하고 마케팅 비용을 늘렸기에 수익성이 하락했다. 디스플레이에서는 LG 디스플레이와 삼성디스플레이가 LCD 에서 격전을 치르다가 중국 업체들에게 대부분의 점유율을 뺏겼다. 현재는 유사한 구도가 소/중/대형 OLED 에서 반복되고 있다. 스마트폰에서는 지나고 보면 삼성전자와 LG 전자의 경쟁자는 서로가 아니었다. 삼성은 애플에 프리미엄 시장 대부분을 내줬고, LG 스마트폰은 중국산으로 대체돼 사라졌다.

국내 기업들은 위 대다수 산업에서 중국에 따라 잡히고, 점유율이 하락했으며, 이익 규모가 감소했다. 한국 기업들이 경쟁하는 부품과 세트 산업에서의 매출 성장과 수익성 향상은 녹록지 않다.

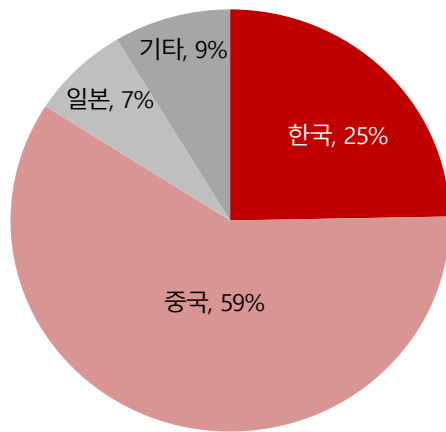
IT 제품별 경쟁강도



자료: SK 증권 추산

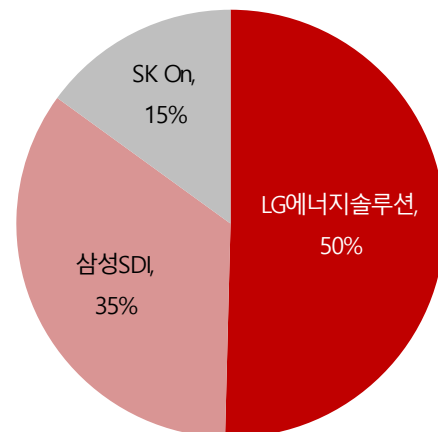
2 차전지 산업에는 한국의 대형 그룹사에 속하는 기업이 세 곳이다. 과거 IT 산업보다 더 치열할 수 있다. 2 차전지는 현재의 넘치는 수요에 경쟁이 심화되고 있다고 말하긴 어렵다. 그러나 이미 한국 업체들은 고객사의 요구에 맞추어 설비투자를 폭발적으로 늘리고 Capa 를 확장 중이다. 공급과잉을 방지하기 위한 고민이 필요하다. 향후 전기차 판매량과 ESS 설치량 전망치는 낮아질 수 있다. 그러나 증설해 놓은 Capa 는 없어지지 않는다. 과거에도 IT 경쟁사들은 서로의 생산능력과 미래의 수요를 예측하지 못했다. 2 차전지 내 한국 기업들간 경쟁이 중국에 가서는 산업의 공급과잉을 유발할 수 있다. 이 경우에 공급자 우위 시장은 수요자(고객사) 우위로 역전될 것이다.

시장점유율 : 2 차전지 (2022 년 기준)



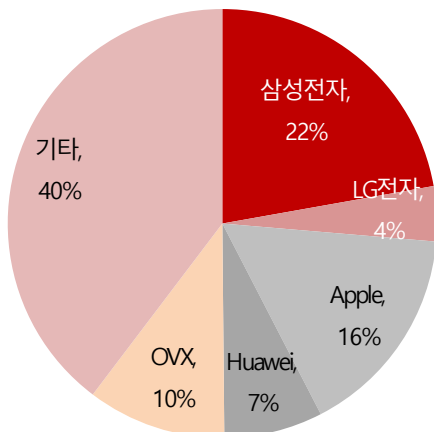
자료: 언론자료, SK 증권 추정

시장점유율 : 2 차전지 (국내 업체, 2022 년 기준)



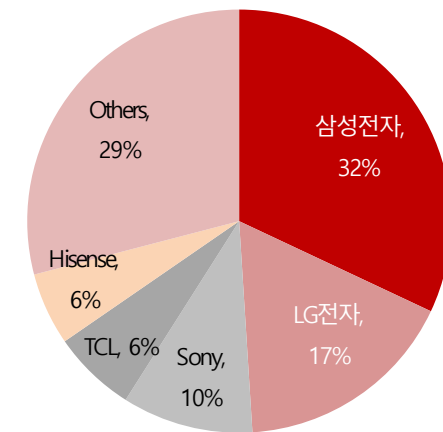
자료: 언론자료, SK 증권 추정

시장점유율 : 스마트폰 (2015 년 기준)



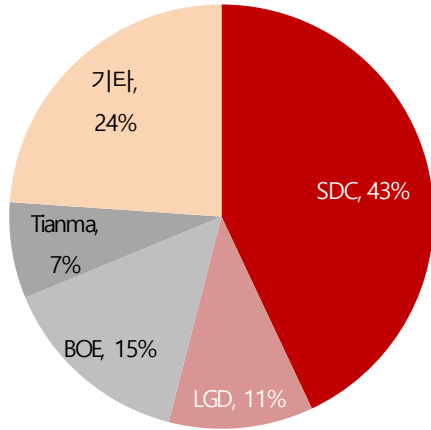
자료: 언론자료, SK 증권 추정

시장점유율 : TV (2019 년 기준)



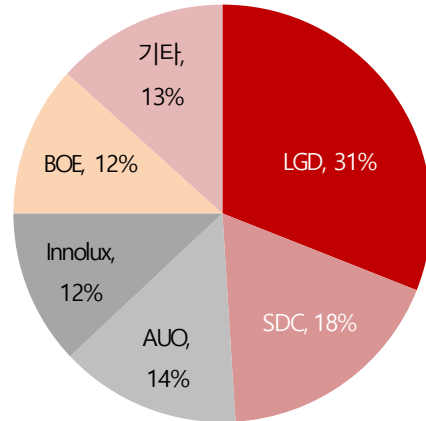
자료: 언론자료, SK 증권 추정

시장점유율 : 모바일 OLED (2022년 금액 기준)



자료: 언론자료, SK 증권 추정

시장점유율 : LCD (2016년 금액 기준)



자료: 언론자료, SK 증권 추정 / 주: 대형 패널 기준

(2) 공급자 우위는 미중분쟁의 산물

2차전지의 두번째 위험요소는 현재의 공급자 우위가 국제정세와 정책명령에서 시작됐다는 것

2차전지 공급자 우위 시장의 근간은 미중분쟁이다. 2018년 시작된 미국 정부의 중국 기업과 산업 규제는 한국 IT 산업에 호재로 작용했다.

향후 미중분쟁이 심화될 경우, 글로벌 교역 규모는 줄 수 있다. 그러나 2차전지 및 중국과의 직접 경쟁 제품군은 반사 수혜가 예상된다. 미국, 유럽, 일본의 기업들은 중국의 부품 대신 한국 공급사들과 협력관계를 확대한다. 주가 측면에는 미중분쟁이 불확실성으로 작용할 수 있다. 2018년에도 미중분쟁 초기에는 수혜주와 피해주가 분별되지 못하고 모두 하락했다. 이후 수혜주들만 선별적으로 주가가 반등했다.

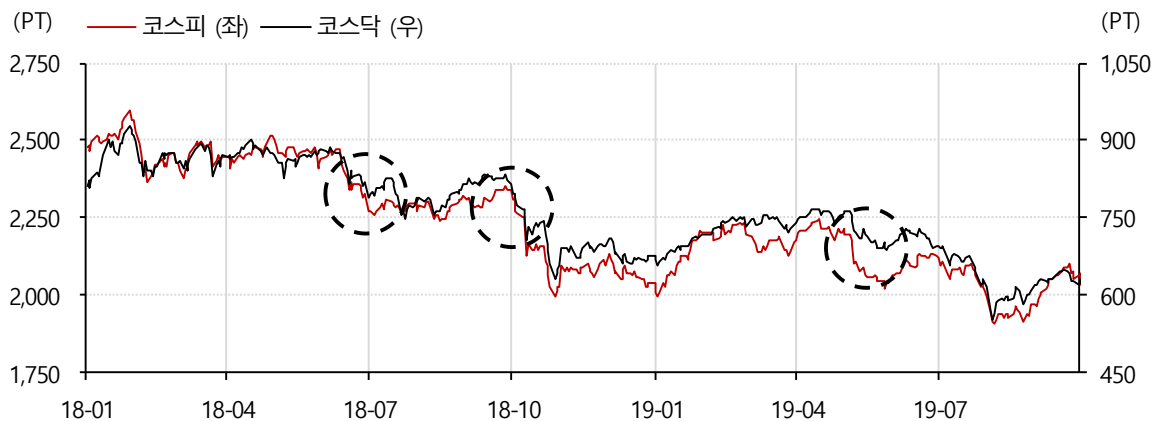
가까운 시기에 미중분쟁이 완화될 것이라고 보기는 쉽지 않다. 그러나 2차전지 산업의 가장 민감한 변수임을 기억해야 한다.

미중분쟁에 따른 한국 IT 산업 분류 : 수혜 제품 vs 피해 제품

| 수혜 제품 | 미중분쟁 | 피해 제품 |
|--------------|------|-------------|
| 2차전지 | | 메모리 반도체 |
| 스마트폰 (삼성체인) | | 스마트폰 (애플체인) |
| 카메라 | | 수동소자 (MLCC) |
| 메인보드 | | 반도체 기판 |
| 디스플레이 (OLED) | | 장비 |
| TV | | 중국 밸류체인 |

자료: SK 증권

과거 미중분쟁 당시 주가 사례



자료: Quantwise, SK 증권

2차전지의 세번째 위험요소는
결국 거시적 환경이 IT와
전기차의 소비를 결정한다는 것

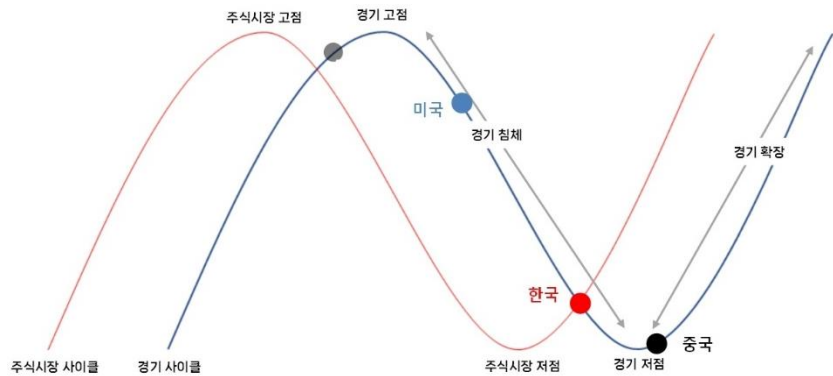
(3) 거시적 환경

거시적 환경이 IT 및 전기차 소비 수요와 정책 방향성을 결정할 것이다.

현재 2차전지 수요의 폭증은 친환경정책과 에너지안보 상황의 변화 때문이다. 각 국은 더 큰 경제 위기 상황이 닥치기 전까지는 현재의 방향성을 유지할 것이다. 정책과 상황이 변하기 전까지는 현재의 수요 전망이 유효하다.

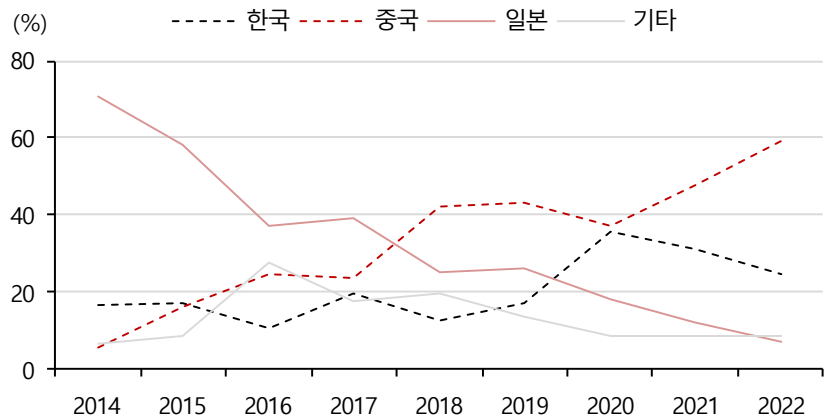
예상보다 경기침체의 폭이 깊거나 경기하강 속도가 빠르 수 있다. 이 경우 친환경과, 에너지안보, 미중분쟁 등 거시적 판도가 달라질 수 있다. 수요가 위축되면 신기술 채택이 지연된다. IT 업황과 주가는 반도체와 MLCC 사이클, 아이폰 X와 패키징기판 모멘텀 모두에서 거시적 환경 변화와 맞물려 침체기가 시작됐었다. 2차전지 산업에서도 매크로 변수들을 주목한다.

거시 경기 및 주식시장 사이클: 현재 시점



자료: SK 증권 자산전략팀 자료

국가별 2차전지 시장점유율 추이



자료: 언론자료, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
박형우

hyungwou@sk.com
02-3773-9035

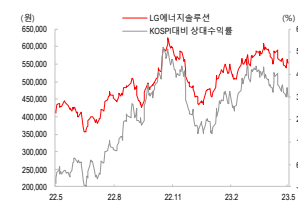
Company Data

| | |
|----------|-------------|
| 자본금 | 117 십억원 |
| 발행주식수 | 23,400 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 129,168 십억원 |
| 주요주주 | |
| LG화학(외1) | 81.84% |
| 국민연금공단 | 5.01% |
| 외국인지분율 | 5.35% |
| 배당수익률 | 0.0% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(23/05/19) | 552,000 원 |
| KOSPI | 2,537.79 pt |
| 52주 Beta | 1.5 |
| 52주 최고가 | 624,000 원 |
| 52주 최저가 | 356,000 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 190 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|--------|
| 1개월 | -5.2% | -3.8% |
| 6개월 | -7.7% | -11.1% |
| 12개월 | 32.9% | 35.7% |

LG 에너지솔루션 (373220/KS | 매수(신규) | T.P 680,000 원(신규))

글로벌 2 차전지 대장주

2023년: 국내 1 위 업체로 규모의 경제 효과 극대화

ESS 매출: 전기차에 가려졌지만 가파르게 성장 중

JV와 장기공급, 가격 계약 협상 우위에 따른 업황과 실적 개선

목표주가 680,000 원, 투자이견 매수로 커버리지 개시

2023년: 국내 1 위 업체로 규모의 경제 효과 극대화

2023년 매출액은 38 조원(+47% YOY), 영업이익은 3.3 조원(+175% YoY)으로 전망한다. 연초 예상을 상회하는 전망이다. 기대보다 전기차용 배터리 수요가 빠르게 늘고 있고, AMPC 반영 시점이 앞당겨졌다. 연간 Capa 는 지난해 197GWh 에서 올해 말까지 296GWh 로 늘릴 계획이다. 중국, 미국, 폴란드 등 해외 각지에서 동시다발적으로 증설 중이다. 국내 2 차전지 제조사 중 가장 큰 생산능력을 가지고 있다. 신규 공장 조기 정상화와 생산성 관리에 성공할 경우 실적 개선 효과가 가장 두드러질 것이다.

ESS 매출: 전기차에 가려졌지만 가파르게 성장 중

분기별 ESS 매출액은 1Q22 2,000 억원 → 3Q22 5,500 억원 → 1Q23 7,000 억원으로 늘고 있다. 전기차용 배터리와 함께 성장이 동반된다. 미국에 별도의 ESS 공장을 준비 중이다. 글로벌 신재생에너지 고객사들과의 협업도 늘고 있다.

목표주가 680,000 원, 투자이견 매수로 커버리지 개시

25년 EPS에 글로벌 PEER 평균 PER 인 33 배를 적용해 산출했다. 목표주가는 23E PER 93 배, 25E 47 배, 30E 22 배 수준이다. 광물 시세 연동 계약으로 올해 중순부터는 배터리 가격 하락이 예상된다. 그러나 공급자 우위 업황을 고려하면 후호적인 수익성 환경이 지속될 것이다. JV 와 장기공급, 가격 계약 협상 우위, 국가 차원의 보조금은 전통적인 IT 에서는 경험해보지 못한 사례들이다. 밸류에이션 부담은 존재한다. 그러나 주가 변동성이 발생하는 구간에서 저점과 반등 논리에 대해 고민이 필요한 산업 내 1 등 기업이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 1,461 | 17,852 | 25,599 | 37,688 | 48,438 | 63,244 |
| yoy | % | 0.0 | 1,121.8 | 43.4 | 47.2 | 28.5 | 30.6 |
| 영업이익 | 십억원 | -475 | 768 | 1,214 | 3,232 | 5,111 | 7,492 |
| yoy | % | 0.0 | -261.7 | 57.9 | 166.3 | 58.1 | 46.6 |
| EBITDA | 십억원 | -360 | 2,220 | 3,056 | 5,618 | 8,347 | 11,438 |
| 세전이익 | 십억원 | -605 | 777 | 995 | 3,281 | 4,795 | 7,035 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -456 | 793 | 767 | 2,263 | 3,289 | 4,825 |
| 영업이익률% | % | -32.5 | 4.3 | 4.7 | 8.6 | 10.6 | 11.8 |
| EBITDA% | % | -24.6 | 12.4 | 11.9 | 14.9 | 17.2 | 18.1 |
| EPS(계속사업) | 원 | -2,306 | 2,817 | 3,279 | 9,673 | 14,054 | 20,620 |
| PER | 배 | 0.0 | 0.0 | 132.8 | 57.1 | 39.3 | 26.8 |
| PBR | 배 | 0.0 | 0.0 | 5.4 | 6.0 | 5.2 | 4.4 |
| EV/EBITDA | 배 | -13.3 | 2.9 | 34.7 | 24.9 | 17.4 | 13.0 |
| 배당수익률 | % | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROE | % | -6.6 | 10.7 | 5.7 | 11.3 | 14.3 | 17.8 |
| 순차입금 | 십억원 | 4,084 | 5,664 | 2,167 | 7,933 | 12,929 | 16,189 |
| 부채비율 | % | 163.6 | 171.8 | 86.0 | 92.5 | 103.5 | 112.6 |

1. 투자포인트

동사의 투자포인트는 다음과 같다.

<투자포인트>

- ① 선제적 수주 확보
- ② 규모의 경제 효과
- ③ ESS 가 추가 성장 동력

① 미중분쟁의 반사수혜로 대규모 시장 열린 가운데, 선제적 수주 확보

국내 3 사 중 가장 공격적으로 수주 경쟁에 뛰어 들었다. 그 결과로 국내외 다수의 전기차 고객사들과 계약에 성공했다. 향후에는 일본 자동차 업체들로 전방 시장의 확대가 예상된다. 실리콘음극재, 하이망간양극재, 전고체 배터리 등 다수의 신기술을 강조하지만 가장 중요한 건 LFP 다. 개발 완료까지는 좀 더 시간이 필요하나 성공시, 향후 중국 업체들로부터 점유율을 가져와 시장 지배력을 키울 수 있는 핵심 제품군이다. 고객사향 LFP 준비 동향을 주목한다.

② 국내 1 위 업체로 향후 물량증가에 따른 규모의 경제 효과 예상

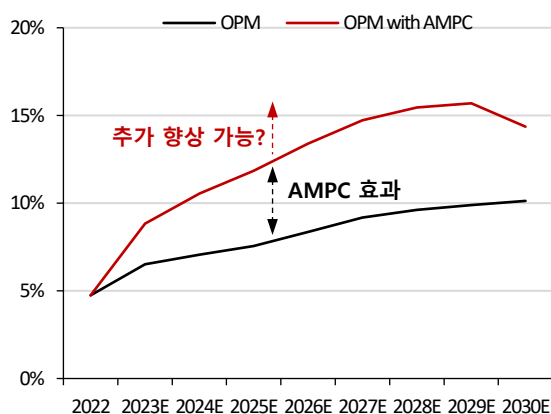
→ 수익성 향상 (AMPC / 협상력 우위 / 고정비 커버 효과)

높은 점유율은 더 큰 AMPC 수혜를 의미한다. 공급자 우위 시장에서 더 우호적인 계약을 체결할 수 있는 원동력이기도 하다. 출하량(매출) 증가 환경에서는 고정비 절감 효과도 기대된다.

③ 현재 Capa 증설이 미미한 ESS 가 향후 추가 성장동력으로 작용 예상

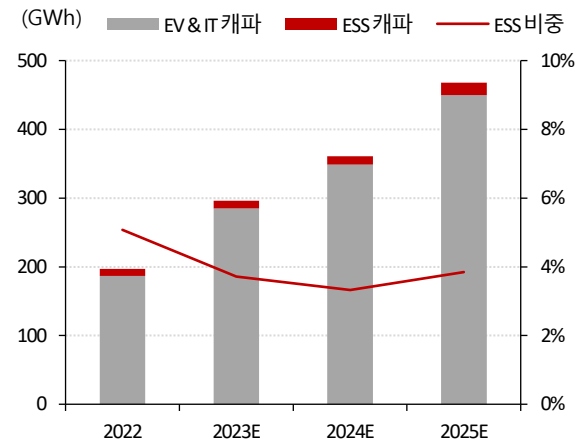
현재 증설 계획으로는 2025 년 기준 전사 Capa 내 ESS 비중이 5%에도 못 미친다. 기존 전기차용 배터리 라인에서 혼용 생산이 가능하나, ESS 시장이 개화될 경우 배터리 쇼티지는 심화될 수 있다. ESS 는 평균 공급단가도 전기차용보다 높다. 아직 전망치와 주가에 반영되지 않은 성장동력이라 판단한다.

LG 에너지솔루션 영업이익률 전망



자료: SK 증권 추정

LG 에너지솔루션 생산능력(Capa) 전망 : EV&IT vs ESS



자료: SK 증권 추정

향후 주가의 핵심 변수

- 수익성 향상 속도
- ESS 수요
- 미중분쟁 판도 변화

2. 밸류에이션

목표주가는 25년 EPS에 글로벌 PEER 평균 PER인 33배를 적용해 산출했다. 배터리는 IT 기업이다. 주가를 가장 직관적으로 이해할 수 있는 밸류에이션 지표는 호황에서는 PER, 불황에서는 PBR이다. 전통적인 IT 기업들과 비교 시, 멀티플이 상대적으로 높다. 그러나 전례 없던 업황이라는 생각에 중장기 이익으로 목표주가를 산정했다.

현 주가는 23F PER 75배, 25F 39배, 30F 17배 수준이다. 주가에는 전기차 보급 정책 모멘텀, 수요 대응 목적의 JV 조성과 대규모 증설 계획, AMPC에 따른 수익성 개선 효과 등이 상당부분 기대치로 반영됐다. 향후 전고점 이상의 주가 상승이 가능하다면 그 모멘텀이 될 수 있는 변수는

- ① 현재의 공급자 우위 환경에 따른 수익성 추가 개선
- ② 친환경 정책 강화와 ESS로 인한 전방 시장 확대
- ③ 미중분쟁 심화 등이다.

LG에너지솔루션 목표주가 밸류에이션 분석

| | 2025E | 비고 |
|---------|-----------|----------------------------|
| 목표주가 | 680,000 원 | |
| 25E EPS | 20,620 원 | 2025년 순이익 기준 |
| 목표 PER | 33 배 | 글로벌 2차전지 셀 제조사 Peer 평균 PER |
| 주당가치 | 680,460 원 | |

자료: SK증권

EPS 테이블

| | 단위 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (지배) | 원 | -2,259 | 3,963 | 3,279 | 9,673 | 14,054 | 20,620 |
| EPS Growth | % | N/A | 흑전 | -17 | 195 | 45 | 47 |
| PER (End) | 배 | - | - | 188.74 | 56.45 | 38.85 | 26.48 |
| PER (High) | 배 | - | - | 105.62 | 38.77 | 26.68 | 18.19 |
| PER (Low) | 배 | - | - | 137.39 | 49.71 | 34.21 | 23.32 |
| PER (Avg) | 배 | - | - | 3,333 | 10,859 | 15,778 | 23,149 |

자료: SK증권

BPS 테이블

| | 단위 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| BPS (지배) | 원 | 34,398 | 39,831 | 80,052 | 91,501 | 105,555 | 126,175 |
| ROE | % | -7 | 11 | 6 | 11 | 14 | 18 |
| PBR (End) | 배 | - | - | 5.4 | 6.0 | 5.2 | 4.4 |
| PBR (High) | 배 | - | - | 7.9 | 6.7 | 5.8 | 4.9 |
| PBR (Low) | 배 | - | - | 4.4 | 4.6 | 4.0 | 3.3 |
| PBR (Avg) | 배 | - | - | 5.7 | 5.9 | 5.1 | 4.3 |

자료: SK증권

EV/EBITDA 테이블

| | 단위 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBITDAPS | 원 | -1,798 | 11,101 | 13,062 | 24,010 | 35,673 | 48,881 |
| EV/EBITDA (End) | 배 | - | - | 34.66 | 24.87 | 17.38 | 13.02 |
| EV/EBITDA (High) | 배 | - | - | 49.09 | 27.28 | 19.01 | 14.21 |
| EV/EBITDA (Low) | 배 | - | - | 28.57 | 19.93 | 14.06 | 10.60 |
| EV/EBITDA (Avg) | 배 | - | - | 36.37 | 24.36 | 17.04 | 12.77 |

자료: SK 증권

글로벌 배터리 Peer Valuation Table

(단위: 백만 USD)

| | 회사명 | 시가 총액 | 2023E | | | | | 2024E | | | | |
|-------------|-------------|----------|-------|-----|---------------|-------|----------|-------|-----|---------------|-------|----------|
| | | | PER | PBR | EV/ EBITDA | OP | 부채 비율 | PER | PBR | EV/ EBITDA | OP | 부채 비율 |
| 배터리 | LGES. | 97,387 | 63 | 6 | 26 | 2,172 | 39 | 40 | 5 | 17 | 3,619 | 39 |
| | 삼성 SDI | 36,188 | 23 | 3 | 14 | 1,571 | 30 | 19 | 2 | 11 | 2,037 | 30 |
| | SK 이노베이션 | 12,381 | 14 | 1 | 8 | 1,849 | 117 | 8 | 1 | 6 | 2,616 | 117 |
| | CATL | 144,225 | 20 | 5 | 15 | 7,417 | 128 | 16 | 4 | 12 | 9,642 | 128 |
| | BYD | 101,309 | 29 | 6 | 12 | 4,978 | 21 | 21 | 4 | 9 | 6,759 | 21 |
| | Panasonic | 26,074 | 17 | 1 | 7 | 2,132 | 38 | 12 | 1 | 6 | 2,844 | 38 |
| | Guoxuan | 7,181 | 40 | 2 | 24 | 186 | 122 | 26 | 2 | 17 | 294 | 122 |
| | EVE | 19,839 | 23 | 4 | 22 | 908 | 92 | 16 | 3 | 15 | 1,357 | 92 |
| Sunwoda | 4,378 | 14 | 2 | 9 | 321 | 95 | 10 | 1 | 6 | 477 | 95 | |
| 양극재 | 에코프로 | 10,680 | 37 | 8 | 12 | 697 | 64 | 28 | 6 | 9 | 942 | 64 |
| | 에코프로비엠 | 16,702 | 59 | 13 | 33 | 436 | 64 | 43 | 10 | 23 | 604 | 64 |
| | 포스코퓨처엠 | 18,164 | 92 | 9 | 53 | 241 | 56 | 56 | 8 | 32 | 423 | 56 |
| | 엘앤에프 | 6,436 | 32 | 6 | 22 | 272 | 71 | 18 | 4 | 13 | 464 | 71 |
| | 코스모신소재 | 4,049 | - | - | - | - | 44 | - | - | - | - | 44 |
| | Ronbay | 4,026 | 15 | 3 | 13 | 312 | 151 | 11 | 2 | 8 | 410 | 151 |
| | 간평리튬 | 18,231 | 9 | 2 | 8 | 2,384 | 31 | 9 | 2 | 9 | 2,342 | 31 |
| | 거린메이 | 5,003 | 16 | 2 | 11 | 422 | 88 | 11 | 2 | 8 | 578 | 88 |
| | 화유코발트 | 11,676 | 11 | 2 | 8 | 1,656 | 155 | 8 | 2 | 7 | 2,186 | 155 |
| Umicore | 7,698 | 15 | 2 | 8 | 784 | 66 | 15 | 2 | 8 | 775 | 66 | |
| 알루미늄 늄박 | 삼아알미늄 | 800 | - | - | - | - | 73 | - | - | - | - | 73 |
| | DI 동일 | 395 | 11 | 1 | 10 | 36 | 39 | 9 | 1 | 9 | 43 | 39 |
| 도전재 | 나노신소재 | 1,051 | 87 | 7 | 46 | 19 | 4 | 48 | 6 | 28 | 32 | 4 |
| 음극재 | 포스코퓨처엠 | 18,164 | 92 | 9 | 53 | 241 | 56 | 56 | 8 | 32 | 423 | 56 |
| | 대주전자재료 | 1,004 | 251 | 11 | 53 | 12 | 153 | 57 | 9 | 22 | 35 | 153 |
| | BTR | - | - | - | - | 396 | 57 | - | - | - | 521 | 57 |
| | ShanShan | 5,070 | 11 | 1 | 9 | 610 | 49 | 9 | 1 | 8 | 752 | 49 |
| 동박 | SKC | 2,670 | 137 | 2 | 17 | 101 | 148 | 19 | 2 | 9 | 277 | 148 |
| | 롯데에머. | 1,933 | 32 | 2 | 13 | 89 | 12 | 20 | 2 | 9 | 137 | 12 |
| | 솔루스첨단. | 991 | - | 3 | 34 | -9 | 39 | 37 | 2 | 13 | 54 | 39 |
| | Nuode | 1,811 | 23 | 2 | 13 | 101 | 63 | 17 | 2 | 11 | 130 | 63 |
| 분리막 | SKIET | 4,429 | 171 | 3 | 29 | 29 | 47 | 45 | 3 | 16 | 130 | 47 |
| | WCP | 1,192 | 24 | 2 | 11 | 55 | 9 | 19 | 1 | 8 | 80 | 9 |
| | 창신신소재 | 13,230 | 17 | 4 | 13 | 1,029 | 83 | 13 | 3 | 10 | 1,371 | 83 |
| | Toray | 8,902 | 16 | 1 | 9 | 791 | 58 | 14 | 1 | 8 | 871 | 58 |
| | Asahi Kasei | 9,621 | 18 | 1 | 8 | 940 | 57 | 12 | 1 | 7 | 1,101 | 57 |
| | W-scope | 452 | 21 | 1 | 7 | 55 | 16 | 10 | 1 | 4 | 114 | 16 |
| | 센젠시니어 | 3,221 | 19 | 2 | 12 | 198 | 41 | 14 | 2 | 8 | 280 | 41 |
| 전해액 /전해질 | 엔캠 | 828 | - | - | - | - | 38 | - | - | - | - | 38 |
| | 솔브레인 | 1,346 | 10 | 2 | 6 | 166 | 0 | 9 | 2 | 5 | 189 | 0 |
| | 동화기업 | 724 | 105 | 1 | 25 | 7 | 94 | 28 | 1 | 12 | 56 | 94 |
| | 천보 | 1,398 | 44 | 5 | 24 | 40 | 87 | 21 | 4 | 12 | 96 | 87 |
| | 켄트로스 | 272 | 22 | 2 | 9 | 23 | 175 | 16 | 2 | 8 | 32 | 175 |
| | Tinci | 12,289 | 17 | 5 | 13 | 878 | 39 | 14 | 4 | 11 | 1,090 | 39 |
| Capchem | 5,189 | 22 | 4 | 17 | 280 | 52 | 17 | 3 | 13 | 364 | 52 | |

자료: Bloomberg, SK 증권

3. 실적전망 및 업황

미래 실적 모멘텀

- 출하량 증가 본격화
- 일본 고객사들에서의 기회
- LFP 개발 성공 여부

2분기 영업이익은 8,085 억원(+313% YoY)으로 전망한다. AMPC 에 따른 이익 증분은 2,017 억원으로 추산했다. 메탈 가격 하락에 이어 소재도 가격 하락이 시작했다. 배터리 업체들도 전기차 고객사들과 광물 시세 연동 판가 계약을 맺었다. 올해 중순부터는 배터리 공급단가의 하락이 나타날 것이다. 그러나 하락폭은 우려 대비 제한적이라 생각한다. 과거와 같은 일반적인 단가 압박(CR)이 불가능한 업황이다. 고부가 비중이 상승하며, 블렌디드 ASP 방향성도 긍정적이다. 하반기의 실적도 견조한 흐름이 예상된다.

2023 년과 2024 년 영업이익은 각각 3.3 조원(+175% YoY), 5.1 조원(+53% YoY)로 추산한다. 글로벌 각지에서 동시다발적으로 캐파를 늘리고 있다. 향후에는 일본 전기차 업체들과의 기회도 확대될 수 있다. 일각에서는 중국업체들의 점유율 상승을 우려한다. 유럽 또는 우회적으로 미국 배터리 시장에 진입 시도가 확인되기 때문이다. 그러나 국내 업체들의 LFP 배터리 개발이 성공할 경우 오히려 중국 업체들의 점유율을 가져올 수 있다고 생각한다. 지난 3 년 간 메인보드, 카메라, 디스플레이 산업의 사례를 참고하면 미중분쟁이 지속되는 환경에서 중국 업체들의 미국 시장 침투는 쉽지 않았다.

LG 에너지솔루션, 부문별 실적

(단위: 억원)

| 부문별 실적 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 43,423 | 50,706 | 76,482 | 85,375 | 87,471 | 89,367 | 96,044 | 103,994 | 178,519 | 255,986 | 376,877 | 484,384 |
| EV | 23,883 | 26,450 | 43,467 | 55,494 | 55,981 | 56,866 | 61,463 | 67,755 | 118,985 | 149,294 | 242,066 | 325,235 |
| ESS | 2,171 | 4,008 | 5,736 | 6,403 | 6,998 | 7,226 | 7,516 | 7,805 | 10,385 | 18,319 | 29,544 | 32,307 |
| 소형 | 17,369 | 20,247 | 27,279 | 23,478 | 24,492 | 25,275 | 27,065 | 28,435 | 49,147 | 88,373 | 105,267 | 126,842 |
| 기타 및 조정 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | | |
| 매출비중 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| EV | 55% | 52% | 57% | 65% | 64% | 64% | 64% | 65% | 67% | 58% | 64% | 67% |
| ESS | 5% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 6% | 7% | 8% | 7% |
| 소형 | 40% | 40% | 36% | 28% | 28% | 28% | 28% | 27% | 28% | 35% | 28% | 26% |
| 매출 성장률 (YoY) | 2% | -1% | 90% | 92% | 101% | 76% | 26% | 22% | 44% | 43% | 47% | 29% |
| EV | -18% | -31% | 74% | 108% | 134% | 115% | 41% | 22% | 50% | 25% | 62% | 34% |
| ESS | -31% | 40% | 159% | 196% | 222% | 80% | 31% | 22% | -2% | 76% | 61% | 9% |
| 소형 | 70% | 96% | 109% | 51% | 41% | 25% | -1% | 21% | 46% | 80% | 19% | 20% |
| 영업이익 | 2,589 | 1,956 | 5,219 | 2,374 | 5,329 | 6,069 | 6,422 | 6,737 | 7,685 | 12,137 | 24,556 | 34,235 |
| EV | 633 | 307 | 1,747 | 1,947 | 3,233 | 3,469 | 3,824 | 4,300 | 6,960 | 4,634 | 14,826 | 21,561 |
| ESS | -155 | -145 | 0 | -864 | 14 | 72 | 113 | 78 | -4,657 | -1,164 | 277 | 982 |
| 소형 | 2,112 | 1,795 | 3,471 | 1,291 | 2,082 | 2,528 | 2,485 | 2,359 | 5,379 | 8,669 | 9,453 | 11,692 |
| 영업이익 with AMPC | - | - | - | - | 6,332 | 8,085 | 8,965 | 9,946 | - | - | 33,327 | 51,110 |
| AMPC | - | - | - | - | 1,003 | 2,017 | 2,543 | 3,209 | - | - | 8,771 | 16,875 |
| OPM | 6.0% | 3.9% | 6.8% | 2.8% | 6.1% | 6.8% | 6.7% | 6.5% | 4.3% | 4.7% | 6.5% | 7.1% |
| EV | 2.6% | 1.2% | 4.0% | 3.5% | 5.8% | 6.1% | 6.2% | 6.3% | 5.8% | 3.1% | 6.1% | 6.6% |
| ESS | -7.1% | -3.6% | 0.0% | -13.5% | 0.2% | 1.0% | 1.5% | 1.0% | -44.8% | -6.4% | 0.9% | 3.0% |
| 소형 | 12.2% | 8.9% | 12.7% | 5.5% | 8.5% | 10.0% | 9.2% | 8.3% | 10.9% | 9.8% | 9.0% | 9.2% |
| with AMPC | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 7.2% | 9.0% | 9.3% | 9.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

자료: SK 증권 / 주: 레포트 포괄손익계산서 영업이익과의 차이는 1Q23 AMPC 반영 때문

4. 기업개요

LG 에너지솔루션, 투자포인트

| 항목 | 리스트 | 내용 |
|--------|-----|--|
| 핵심 경쟁력 | | 다양한 고객사, 다양한 제품군 |
| 투자포인트 | 1 | 미중분쟁의 반사수혜로 대규모 수주 선제적 확보 |
| | 2 | 국내 1위 업체로 물량 증가에 따른 규모의 경제 효과 → 수익성 향상 |
| | 3 | LFP 공급 통한 점유율 상승 가능성 (개발 중) |
| 리스크 | 1 | 대규모 증설과 생산 증분에 따른 자본(투자&운전) 부담 |
| | 2 | 각지에서의 동시다발적 신규공장 설립/증축에 따른 이슈 발생 |
| | 3 | 현 주가에서의 밸류에이션(PER) 부담 |

자료: SK 증권

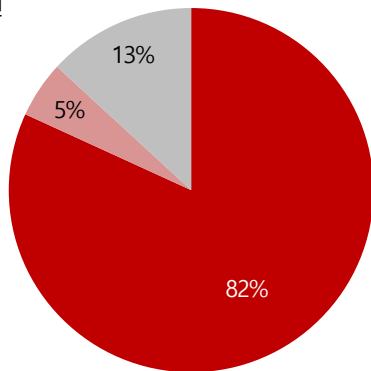
LG 에너지솔루션, 주요 재무제표 및 투자지표

| | 분기 | | | | | 연 | | | |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 20 | 21 | 22 | 23E |
| 현금및현금성자산(억원) | 51,613 | 19,835 | 21,895 | 59,380 | 47,805 | 14,931 | 12,829 | 59,380 | 36,091 |
| 순차입금(억원) | -28,631 | -7,428 | 19,209 | 21,713 | 34,547 | 41,079 | 56,637 | 21,713 | 65,401 |
| 유동비율(%) | 189 | 178 | 166 | 164 | 154 | 132 | 101 | 164 | 0 |
| 자기자본비율(%) | 56 | 55 | 53 | 54 | 54 | 38 | 37 | 54 | 0 |
| 부채비율(%) | 80 | 83 | 88 | 86 | 85 | 164 | 172 | 86 | 0 |
| 차입금비율(%) | 38 | 37 | 39 | 39 | 37 | 82 | 80 | 39 | 79 |
| 순차입금비율(%) | -15 | -4 | 9 | 11 | 16 | 54 | 65 | 11 | 29 |

자료: Quantwise, SK 증권

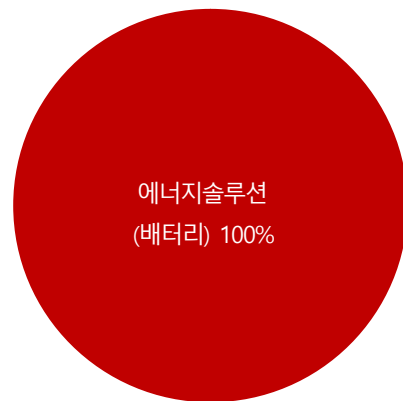
LG 에너지솔루션, 주주현황

- LG화학 외 1인
- 국민연금
- 기타



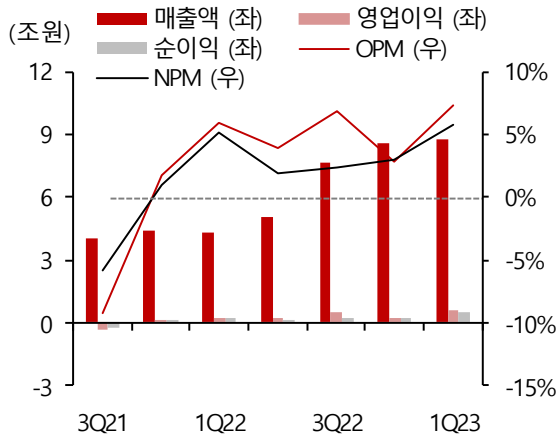
자료: Dart, SK 증권

LG 에너지솔루션, 사업부문별 매출액 비중



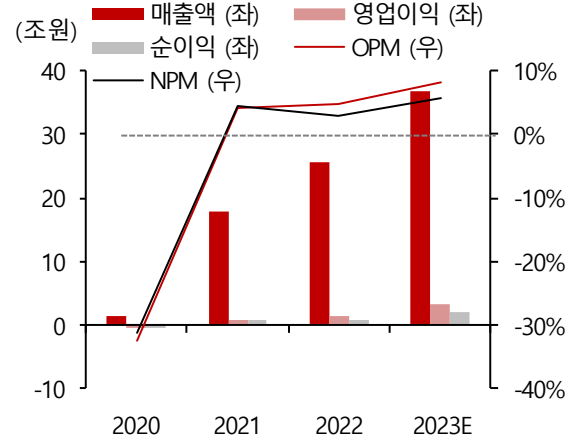
자료: Dart, SK 증권

LG 에너지솔루션, 분기실적 추이



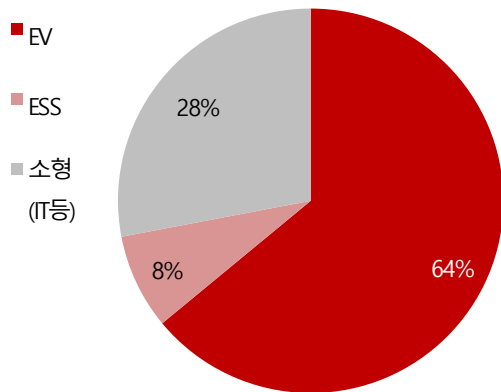
자료: Quantwise, SK 증권

LG 에너지솔루션, 연간실적 추이



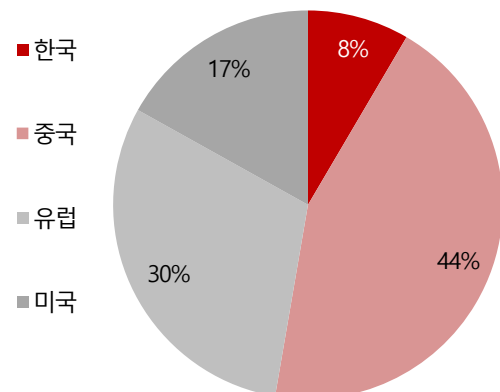
자료: Quantwise, SK 증권

LG 에너지솔루션, 어플리케이션별 매출 비중(2023년)



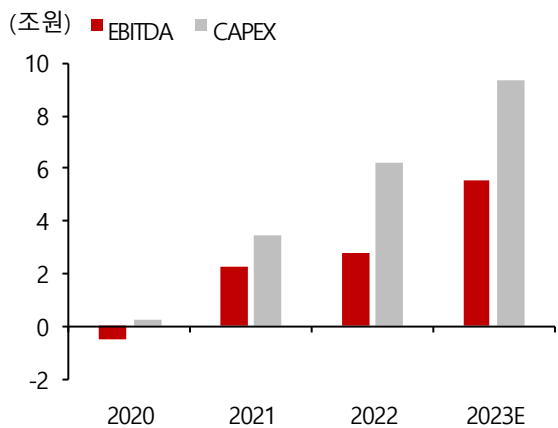
자료: SK 증권

LG 에너지솔루션, 지역별 캐파 비중(2023년 연말 예상)



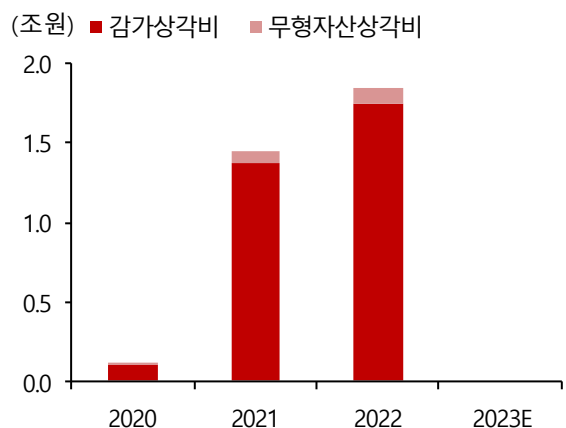
자료: Dart, SK 증권

LG 에너지솔루션, EBITDA vs CAPEX 추이



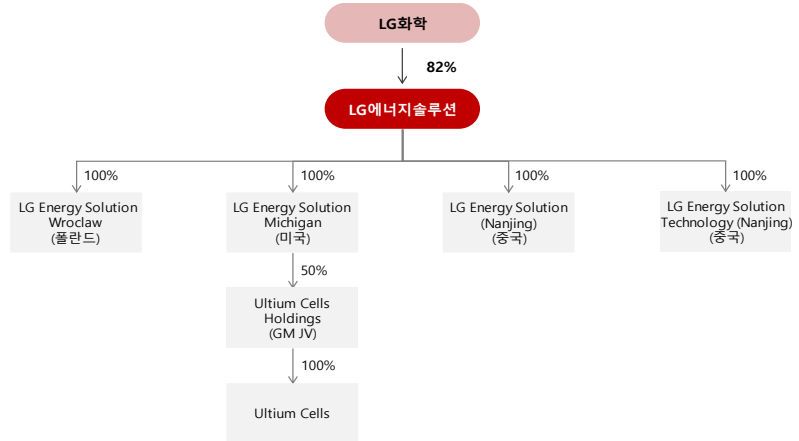
자료: Quantwise, SK 증권

LG 에너지솔루션, 유무형상각비 추이



자료: Quantwise, SK 증권

기업 지배구조도



자료: Dart, SK 증권

연결대상/지분법대상 관계기업

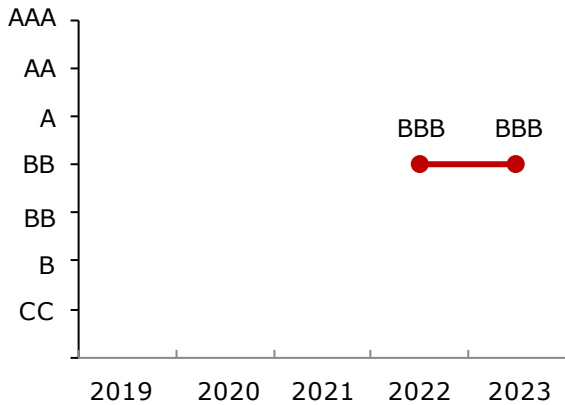
(단위 : 억원)

| 대상 | 회사명 | 지분율 (%) | 소재지 | 매출액 | 순이익 | 자산 |
|-----|---|---------|-------|---------|-------|--------|
| 연결 | LG Energy Solution (Nanjing) Co., Ltd. | 100 | 중국 | 83,285 | 6,373 | 54,870 |
| 연결 | LG Energy Solution Michigan Inc. | 100 | 미국 | 24,579 | 278 | 35,738 |
| 연결 | LG Energy Solution Battery (Nanjing) Co., Ltd. | 100 | 중국 | 17,741 | 703 | 9,727 |
| 연결 | LG Energy Solution Wrocław sp. z o.o. | 100 | 폴란드 | 107,678 | 4,382 | 98,451 |
| 연결 | LG Energy Solution Australia Pty Ltd. | 100 | 호주 | 253 | 2 | 129 |
| 연결 | LG Energy Solution Technology (Nanjing) Co., Ltd. | 100 | 중국 | 27,432 | 1,846 | 21,701 |
| 연결 | Ultium Cells Holdings LLC | 50 | 미국 | 1,070 | 256 | 52,557 |
| 연결 | Ultium Cells LLC | 50 | 미국 | 1,070 | 256 | 52,557 |
| 연결 | LG Energy Solution Europe GmbH | 100 | 독일 | 2,802 | 70 | 2,527 |
| 연결 | LG Energy Solution (Taiwan) Ltd. | 100 | 대만 | 54 | 4 | 35 |
| 연결 | (주)아름누리 | 100 | 한국 | 85 | 2 | 33 |
| 연결 | LG Energy Solution Fund I LLC | 100 | 미국 | - | -15 | 222 |
| 연결 | LG Energy Solution Vertech Inc. | 100 | 미국 | 602 | -239 | 895 |
| 연결 | ES America LLC | 100 | 미국 | - | -10 | 1,073 |
| 연결 | Baterías De Castilla, S.L. | 100 | 스페인 | - | - | 0 |
| 지분법 | VINFAST LITHIUM BATTERY PACK LLC | 35 | 베트남 | 111 | -38 | 133 |
| 지분법 | Jiangxi VL Battery Co.,Ltd | 34 | 중국 | 27 | -199 | 823 |
| 지분법 | PT. HLI Green power | 50 | 인도네시아 | - | -109 | 6,679 |

자료: Dart, SK 증권

ESG 하이라이트

LG 에너지솔루션 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| LG 에너지솔루션 종합 | BBB | N/A | N/A |
| 환경(Environment) | 44.7 | N/A | N/A |
| 사회(Social) | 49.7 | N/A | N/A |
| 지배구조(Governance) | 55.0 | N/A | N/A |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 삼성 SDI | A | A- | N/A |
| SK 이노베이션 | AA | A- | N/A |
| 에코프로비엠 | AA | N/A | 40.5 |
| 포스코퓨처엠 | A | A- | N/A |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 LG 에너지솔루션 ESG 평가

원재료 소싱부터 배터리 생산과 폐배터리의 재활용까지 자사는 물론 밸류체인 전방위적 탈탄소화를 목표하고 있다.

자료: SK 증권

LG 에너지솔루션 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|-----|-------|---------------|-------------|
| N/A | N/A | N/A | N/A |

자료: KRX, SK 증권

LG 에너지솔루션 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|------------|-------------------|--|
| 2022.07.24 | 환경 (Environment) | "원자재 재활용 규제 비현실적"...K 배터리 3 사, EU 에 공동대응 |
| 2022.06.06 | 기타 | "R&D 해야 하는데"...배터리업계 인력 부족에 신음 |
| 2022.06.06 | 기타 | "배터리 기술 빼돌렸다"... 대기업 임직원 35명 검찰 송치 |
| 2022.05.02 | 사회 (Social) | ESS 화재 '배터리 결함' 결론에...LG 에너지솔루션 조치 완료. |
| 2022.04.06 | 사회 (Social) | 美 NHTSA, LG 에너지솔루션 배터리 리콜 조사 착수 |
| 2022.01.23 | 지배구조 (Governance) | 대기업 쟁개기 상장 유행... 모기업 추가 하락에 동학개미 불만 확산 |

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 9,536 | 18,804 | 18,073 | 21,268 | 29,024 |
| 현금및현금성자산 | 1,283 | 5,938 | 2,543 | 1,036 | 2,629 |
| 매출채권 및 기타채권 | 3,728 | 5,234 | 6,375 | 8,315 | 10,856 |
| 재고자산 | 3,896 | 6,996 | 8,521 | 11,113 | 14,510 |
| 비유동자산 | 14,228 | 19,495 | 28,184 | 35,135 | 41,435 |
| 장기금융자산 | 256 | 706 | 853 | 965 | 1,111 |
| 유형자산 | 11,051 | 15,331 | 23,402 | 30,261 | 36,396 |
| 무형자산 | 455 | 642 | 613 | 518 | 437 |
| 자산총계 | 23,764 | 38,299 | 46,257 | 56,404 | 70,459 |
| 유동부채 | 9,474 | 11,445 | 14,806 | 19,570 | 26,120 |
| 단기금융부채 | 2,203 | 2,871 | 4,306 | 6,459 | 9,688 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,178 | 3,842 | 8,731 | 10,906 | 13,655 |
| 단기충당부채 | 1,527 | 968 | 1,179 | 1,538 | 2,008 |
| 비유동부채 | 5,548 | 6,261 | 7,424 | 9,115 | 11,203 |
| 장기금융부채 | 4,766 | 5,243 | 6,197 | 7,532 | 9,156 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 37 | 60 | 61 | 61 | 61 |
| 장기충당부채 | 581 | 519 | 632 | 824 | 1,076 |
| 부채총계 | 15,022 | 17,706 | 22,230 | 28,685 | 37,323 |
| 지배주주지분 | 7,966 | 18,732 | 21,411 | 24,700 | 29,525 |
| 자본금 | 100 | 117 | 117 | 117 | 117 |
| 자본잉여금 | 7,122 | 17,165 | 17,165 | 17,165 | 17,165 |
| 기타자본구성요소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 338 | 1,155 | 3,419 | 6,707 | 11,532 |
| 비지배주주지분 | 776 | 1,862 | 2,616 | 3,019 | 3,611 |
| 자본총계 | 8,742 | 20,594 | 24,027 | 27,719 | 33,135 |
| 부채외자본총계 | 23,764 | 38,299 | 46,257 | 56,404 | 70,459 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름 | -22 | -1,601 | 3,808 | 5,367 | 7,214 |
| 당기순이익(손실) | 930 | 780 | 2,541 | 3,692 | 5,417 |
| 비현금성항목등 | 2,844 | 2,765 | 3,345 | 4,720 | 6,095 |
| 유형자산감가상각비 | 1,379 | 1,745 | 2,273 | 3,141 | 3,865 |
| 무형자산상각비 | 73 | 97 | 113 | 96 | 81 |
| 기타 | 1,392 | 922 | 959 | 1,484 | 2,149 |
| 운전자본감소(증가) | -2,320 | -4,021 | -713 | -1,565 | -2,153 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 139 | -2,130 | -714 | -1,939 | -2,542 |
| 재고자산의감소(증가) | -833 | -3,139 | -1,286 | -2,592 | -3,397 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -568 | 1,841 | 2,028 | 2,175 | 2,749 |
| 기타 | -1,058 | -593 | -741 | 791 | 1,036 |
| 법인세납부 | -546 | -345 | -660 | -1,103 | -1,618 |
| 투자활동현금흐름 | -2,159 | -6,113 | -10,438 | -10,191 | -10,250 |
| 금융자산의감소(증가) | -116 | -140 | -28 | 0 | 0 |
| 유형자산의감소(증가) | -3,404 | -6,200 | -10,121 | -10,000 | -10,000 |
| 무형자산의감소(증가) | -54 | -79 | -85 | 0 | 0 |
| 기타 | 1,415 | 306 | -204 | -191 | -250 |
| 재무활동현금흐름 | 2,158 | 3,467 | 3,033 | 3,488 | 4,853 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 0 | 0 | 1,155 | 2,153 | 3,229 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 1,640 | 2,548 | 1,523 | 1,335 | 1,623 |
| 자본의증가(감소) | -109 | 10,059 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 627 | -9,140 | 355 | -0 | -0 |
| 현금의 증가(감소) | -210 | 4,655 | -3,395 | -1,507 | 1,592 |
| 기초현금 | 1,493 | 1,283 | 5,938 | 2,543 | 1,036 |
| 기말현금 | 1,283 | 5,938 | 2,543 | 1,036 | 2,629 |
| FCF | -3,426 | -7,801 | -6,313 | -4,633 | -2,786 |

자료 : LG에너지솔루션, SK증권

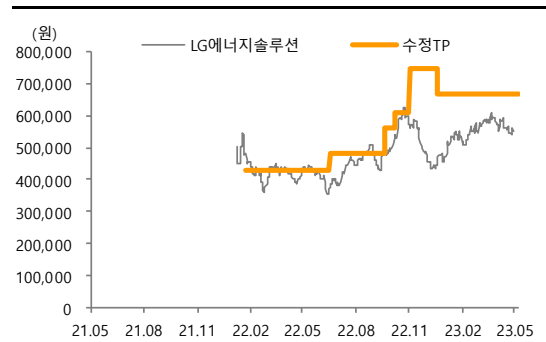
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 17,852 | 25,599 | 37,688 | 48,438 | 63,244 |
| 매출원가 | 13,953 | 21,308 | 30,947 | 39,116 | 50,507 |
| 매출총이익 | 3,899 | 4,291 | 6,741 | 9,322 | 12,737 |
| 매출총이익률(%) | 21.8 | 16.8 | 17.9 | 19.2 | 20.1 |
| 판매비와 관리비 | 3,130 | 3,077 | 3,509 | 4,211 | 5,245 |
| 영업이익 | 768 | 1,214 | 3,232 | 5,111 | 7,492 |
| 영업이익률(%) | 4.3 | 4.7 | 8.6 | 10.6 | 11.8 |
| 비영업손익 | 9 | -218 | 49 | -316 | -457 |
| 순금융손익 | -45 | 39 | -167 | -377 | -527 |
| 외환관련손익 | -49 | -179 | 93 | -4 | -4 |
| 관계기업등 투자손익 | -12 | -37 | -35 | -36 | -35 |
| 세전계속사업이익 | 777 | 995 | 3,281 | 4,795 | 7,035 |
| 세전계속사업이익률(%) | 4.4 | 3.9 | 8.7 | 9.9 | 11.1 |
| 계속사업법인세 | 77 | 215 | 740 | 1,103 | 1,618 |
| 계속사업이익 | 701 | 780 | 2,541 | 3,692 | 5,417 |
| 중단사업이익 | 229 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 46 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 930 | 780 | 2,541 | 3,692 | 5,417 |
| 순이익률(%) | 5.2 | 3.0 | 6.7 | 7.6 | 8.6 |
| 지배주주 | 793 | 767 | 2,263 | 3,289 | 4,825 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 4.4 | 3.0 | 6.0 | 6.8 | 7.6 |
| 비지배주주 | 137 | 13 | 278 | 403 | 592 |
| 총포괄이익 | 1,438 | 752 | 3,025 | 3,692 | 5,417 |
| 지배주주 | 1,196 | 707 | 2,650 | 3,235 | 4,746 |
| 비지배주주 | 243 | 45 | 375 | 457 | 671 |
| EBITDA | 2,220 | 3,056 | 5,618 | 8,347 | 11,438 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 1,121.8 | 43.4 | 47.2 | 28.5 | 30.6 |
| 영업이익 | 흑전 | 57.9 | 166.3 | 58.1 | 46.6 |
| 세전계속사업이익 | 흑전 | 28.1 | 229.7 | 46.1 | 46.7 |
| EBITDA | 흑전 | 37.7 | 83.8 | 48.6 | 37.0 |
| EPS | 흑전 | 16.4 | 195.0 | 45.3 | 46.7 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 4.3 | 2.5 | 6.0 | 7.2 | 8.5 |
| ROE | 10.7 | 5.7 | 11.3 | 14.3 | 17.8 |
| EBITDA마진 | 12.4 | 11.9 | 14.9 | 17.2 | 18.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 100.7 | 164.3 | 122.1 | 108.7 | 111.1 |
| 부채비율 | 171.8 | 86.0 | 92.5 | 103.5 | 112.6 |
| 순차입금/자기자본 | 64.8 | 10.5 | 33.0 | 46.6 | 48.9 |
| EBITDA/이자비용(배) | 33.1 | 26.9 | 17.4 | 19.4 | 19.7 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 2,817 | 3,279 | 9,673 | 14,054 | 20,620 |
| BPS | 39,831 | 80,052 | 91,501 | 105,555 | 126,175 |
| CFPS | 11,221 | 11,154 | 19,869 | 27,885 | 37,483 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 0.0 | 132.8 | 57.1 | 39.3 | 26.8 |
| PBR | 0.0 | 5.4 | 6.0 | 5.2 | 4.4 |
| PCR | 0.0 | 39.0 | 27.8 | 19.8 | 14.7 |
| EV/EBITDA | 2.9 | 34.7 | 24.9 | 17.4 | 13.0 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|--------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2023.05.23 | 매수 | 680,000원 | 6개월 | | |
| 2023.05.01 | 담당자 변경 | | | | |
| 2023.01.10 | 매수 | 670,000원 | 6개월 | -18.36% | -8.96% |
| 2022.11.22 | 매수 | 750,000원 | 6개월 | -32.87% | -21.73% |
| 2022.10.27 | 매수 | 610,000원 | 6개월 | -4.11% | 2.30% |
| 2022.10.11 | 매수 | 560,000원 | 6개월 | -11.30% | -5.54% |
| 2022.07.07 | 매수 | 480,000원 | 6개월 | -7.24% | 6.46% |
| 2022.02.11 | 중립 | 430,000원 | 6개월 | -2.79% | -17.21% |



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 92.90% | 중립 | 7.10% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

SK COMPANY Analysis



Analyst
박형우

hyungwou@sk.co.kr
02-3773-9035

Company Data

| | |
|----------|------------|
| 자본금 | 357 십억원 |
| 발행주식수 | 6,876 만주 |
| 자사주 | 273 만주 |
| 액면가 | 5,000 원 |
| 시가총액 | 47,998 십억원 |
| 주요주주 | |
| 삼성전자(외5) | 20.53% |
| 국민연금공단 | 8.54% |
| 외국인지분율 | 49.27% |
| 배당수익률 | 0.1% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(23/05/19) | 698,000 원 |
| KOSPI | 2,537.79 pt |
| 52주 Beta | 1.26 |
| 52주 최고가 | 793,000 원 |
| 52주 최저가 | 506,000 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 193 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|-------|
| 1개월 | -7.9% | -6.6% |
| 6개월 | -0.4% | -4.1% |
| 12개월 | 18.1% | 20.6% |

삼성 SDI (006400/KS | 매수(신규편입) | T.P 887,000 원(신규편입))

국내 ESS 1 위 기업

2023년: 뒤늦게 수주 경쟁 참전? → 미래 성장 잠재력 가장 큰 기업

국내 ESS 1 위 사업자 : 고밀도 삼원계 ESS의 강자

지금까지의 낮은 성장률이 미래에는 기저효과로 작용 가능

목표주가 887,000 원, 투자 의견 매수로 커버리지 개시

2023년: 뒤늦은 수주 경쟁 참전? → 가장 큰 미래 성장 잠재력 보유

23년 매출액은 24 조원(+19% YOY), 영업이익은 2.1 조원(+14% YoY)로 전망한다. 24년 영업이익은 2.4 조원(+18% YoY)로 추산한다. AMPC 반영 전이기에 성장률의 기울기가 동종 업계 내 피어돌 대비 상대적으로 완만하다. 그러나 25년부터는 경쟁사들의 성장세를 따라잡는다. 증설 효과가 본격화되고, AMPC의 실적 기여가 시작되기 때문이다. 아직 배터리 조달처를 구하지 못한 전기차 고객사들과의 협력 여력이 크다. 성장 잠재력이 가장 큰 셀 업체다. 경우에 따라서 26년 이후의 성장률은 가장 높을 수 있다.

국내 ESS 1 위 사업자

ESS 매출은 20년 1.3 조원 → 21년 1.5 조원 → 22년 2.1 조원으로 경쟁사를 압도하고 있다. 23년에도 2.8 조원으로 전년대비 30% 증가가 예상된다. 전기차 배터리 수요에 뒤지지 않는 성장세다. 삼성 SDI는 삼원계 ESS 시장의 전통적인 강자다. 22년 중국에 이어 23년부터 서구권에서 ESS 성장이 본격화된다면 수혜 효과가 가장 클 기업이다.

목표주가 887,000 원, 투자 의견 매수로 커버리지 개시

28년 EPS 80,666 원과 부품사 통상적 PER에 10%를 할증한 (중장기 성장성 고려) 11배를 적용해 산출했다. 목표주가는 23E PER 31 배, 25E 21 배, 30E 8 배다. 경쟁사 대비 낮은 멀티플을 부여받고 있다. 보수적인 수주 영업활동과 투자계획으로 전기차 모멘텀과 AMPC 효과에 대한 전망치가 낮기 때문이다. 그러나 지금까지의 낮은 성장률이 미래에는 기저효과로 작용한다. 추가 수주 및 JV 조성 동향을 주목해야 한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 11,295 | 13,553 | 20,124 | 23,957 | 25,627 | 34,139 |
| yoy | % | 11.9 | 20.0 | 48.5 | 19.0 | 7.0 | 33.2 |
| 영업이익 | 십억원 | 671 | 1,068 | 1,808 | 2,062 | 2,434 | 3,356 |
| yoy | % | 45.3 | 59.0 | 69.4 | 14.1 | 18.0 | 37.8 |
| EBITDA | 십억원 | 1,755 | 2,320 | 3,271 | 3,885 | 4,809 | 6,594 |
| 세전이익 | 십억원 | 803 | 1,663 | 2,652 | 2,672 | 2,993 | 3,946 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 575 | 1,170 | 1,952 | 1,977 | 2,180 | 2,873 |
| 영업이익률% | % | 5.9 | 7.9 | 9.0 | 8.6 | 9.5 | 9.8 |
| EBITDA% | % | 15.5 | 17.1 | 16.3 | 16.2 | 18.8 | 19.3 |
| EPS(계속사업) | 원 | 8,166 | 16,621 | 27,736 | 28,084 | 30,970 | 40,824 |
| PER | 배 | 76.9 | 39.4 | 21.3 | 24.9 | 22.5 | 17.1 |
| PBR | 배 | 3.3 | 3.1 | 2.5 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 배 | 26.4 | 20.8 | 13.4 | 13.5 | 11.2 | 8.6 |
| 배당수익률 | % | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| ROE | % | 4.5 | 8.5 | 12.5 | 11.2 | 11.0 | 12.9 |
| 순차입금 | 십억원 | 2,268 | 2,159 | 2,038 | 2,975 | 4,375 | 7,288 |
| 부채비율 | % | 61.2 | 70.0 | 75.7 | 72.5 | 69.0 | 85.4 |

1. 투자포인트

<투자포인트>

- ① 증설 및 투자 여유
- ② 자본과 사업 안정성
- ③ 국내 ESS 1위 업체

동사의 투자포인트는 다음과 같다.

① 향후 증설 잠재력이 가장 큰 배터리 기업이다.

국내 3사 중 유일하게 전기차 배터리 수주 경쟁에서 보수적인 행보를 보였다. 그 결과 경쟁사들 대비 단기 성장률이 낮아졌고, AMPC 반영 시점이 뒤로 밀렸다. 그러나 중장기 관점에서는 아직 배터리 조달처를 구하지 못한 전기차 고객사들과의 협력 여력이 가장 크다. 신규 고객사와의 계약 및 투자가 확정될 경우 2025년부터 성장률이 높아지며 향후 전망치가 크게 달라질 것이다.

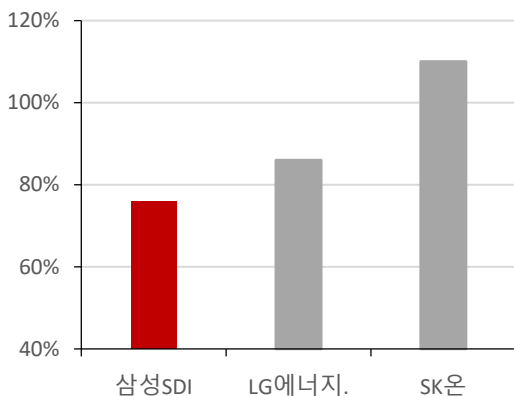
② 대형 그룹사를 기반으로 한 자본 안정성과 사업 안정성

2차전지 산업 내 고객사들은 JV와 장기공급계약으로 성장을 담보하고 있다. 그러나 이러한 성장을 누리기 위해서는 선제적으로 대규모 투자자본이 필요하다. 또한 매출 성장 시기에는 운전자본의 확충도 요구된다. 삼성 SDI는 국내 3사 중 가장 건전한 재무구조를 보유하고 있다. 또한 그룹사를 기반으로 자본과 사업구조가 안정적이라 평가된다.

③ 국내 ESS 1위 사업자

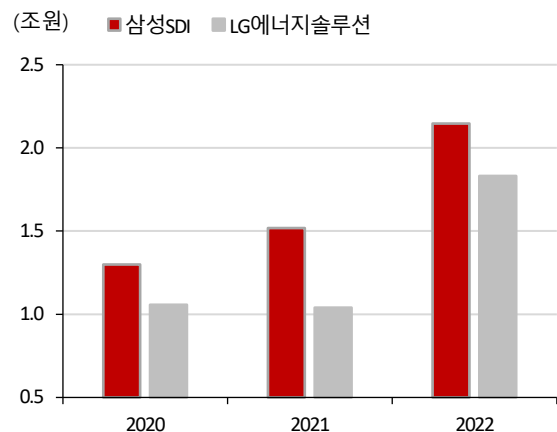
ESS 매출은 20년 1.3조원 → 21년 1.5조원 → 22년 2.1조원으로 국내 경쟁사들을 압도한다. 23년에도 2.8조원으로 전년대비 30% 증가가 예상된다. 전기차 배터리의 성장률에 뒤지지 않는 증가세다. 삼성 SDI는 삼원계 ESS 시장의 전통적 강자인 동시에 국내 경쟁사처럼 LFP 제품 개발에 매진한다. 양산화에 성공할 경우 향후 중국 점유율을 가져올 수 있는 요인이다. 적극적인 시장 공략이 요구된다. 경쟁사는 전기차에 이어 ESS 산업에서도 공격적인 수주 확보로 동사의 ESS 시장지배력을 빠르게 뒤쫓고 있다.

배터리 3사 부채비율 비교 (2022년 기준)



자료: SK 증권 추정

ESS 매출 비교 : 삼성 SDI vs LG 에너지솔루션



자료: SK 증권 추정

2. 밸류에이션

향후 주가의 핵심 변수

- 신규 JV 또는 장기공급계약
- ESS 시장 개화 여부
- 미중분쟁 판도 변화

목표주가는 28년 EPS 80,666 원과 부품사 통상적 PER에 10%를 할증한 (중장기 성장성 고려) 11 배를 적용해 산출했다. 배터리는 IT 다. IT 기업의 주가를 가장 쉽게 이해할 수 있는 밸류에이션은 호황에서는 PER, 불황에서는 PBR 이라 생각한다. EV/EBITDA 대비 더 직관적이라는 판단에서 PER 가치평가모형으로 목표주가를 산정했다.

현 주가는 23E PER 24 배, 25E 17 배, 30E 7 배다. LG 에너지솔루션 대비 낮은 멀티플을 부여받고 있다. 보수적인 수주 영업활동과 투자계획으로 전기차 모멘텀과 AMPC 효과에 대한 기대치가 상대적으로 부족하기 때문이다. 그러나 지금까지의 낮은 성장률이 미래에는 기저효과로 작용할 수 있다. 향후 수주 및 추가 JV 조성이 가시화될 경우 25년 부터의 실적 성장률은 국내 3사 중 가장 높아진다. 향후 경쟁사의 멀티플을 추격할 수 있는 요소들은 다음과 같다고 생각한다.

- ① 전기차 고객사와의 JV 또는 장기공급계약 확대
- ② ESS 시장 개화 : 동사는 국내 배터리 3사 중 ESS 1위 기업
- ③ 미중분쟁 심화

삼성 SDI 목표주가 밸류에이션 분석

| | 2028E | 비고 |
|---------|-----------|--------------------------------------|
| 목표주가 | 887,000 원 | |
| 28E EPS | 80,666 원 | 2028년 순이익 기준 |
| 목표 PER | 11 배 | 부품사 통상적 PER 10 배에 중장기 성장성 고려해 10% 할증 |
| 주당가치 | 887,326 원 | |

자료: SK증권

EPS 테이블

| | 단위 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (지배) | 원 | 765 | 3,117 | 9,338 | 9,962 | 5,066 | 8,166 | 16,621 | 27,736 | 28,084 | 30,970 | 40,824 |
| EPS Growth | % | 흑전 | 307 | 200 | 7 | -49 | 61 | 104 | 67 | 1 | 10 | 32 |
| PER (End) | 배 | 149.0 | 35.0 | 21.9 | 22.0 | 46.6 | 76.9 | 39.4 | 21.3 | 24.9 | 22.5 | 17.1 |
| PER (High) | 배 | 190.8 | 39.9 | 25.1 | 26.4 | 50.5 | 77.2 | 49.8 | 28.2 | 28.5 | 25.9 | 19.6 |
| PER (Low) | 배 | 98.8 | 28.0 | 10.9 | 16.9 | 38.3 | 22.0 | 36.1 | 16.7 | 20.4 | 18.5 | 14.1 |
| PER (Avg) | 배 | 150.8 | 33.2 | 17.9 | 21.4 | 45.5 | 46.8 | 42.6 | 21.7 | 25.0 | 22.6 | 17.2 |

자료: SK 증권

BPS 테이블

| | 단위 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| BPS (지배) | 원 | 156,614 | 155,915 | 164,848 | 174,463 | 180,017 | 189,291 | 213,823 | 239,134 | 271,339 | 301,330 | 341,174 |
| ROE | % | 0 | 2 | 6 | 6 | 3 | 5 | 8 | 13 | 11 | 11 | 13 |
| PBR (End) | 배 | 0.7 | 0.7 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 3.3 | 3.1 | 2.5 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| PBR (High) | 배 | 0.9 | 0.8 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 3.3 | 3.9 | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 2.3 |
| PBR (Low) | 배 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 2.8 | 1.9 | 2.1 | 1.9 | 1.7 |
| PBR (Avg) | 배 | 0.7 | 0.7 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 2.0 | 3.3 | 2.5 | 2.6 | 2.3 | 2.1 |

자료: SK 증권

EV/EBITDA 테이블

| | 단위 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|----------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBITDAPS | 원 | 5,626 | -6,697 | 8,195 | 18,431 | 18,729 | 24,933 | 32,959 | 46,480 | 55,199 | 68,322 | 93,687 |
| EV/EBITDA (End) | 배 | 20.4 | N/A | 25.2 | 13.2 | 14.4 | 26.4 | 20.8 | 13.4 | 13.5 | 11.2 | 8.6 |
| EV/EBITDA (High) | 배 | 25.8 | N/A | 28.6 | 15.4 | 15.4 | 26.4 | 25.7 | 17.0 | 15.2 | 12.6 | 9.6 |
| EV/EBITDA (Low) | 배 | 13.8 | N/A | 13.3 | 10.6 | 12.6 | 8.8 | 19.3 | 11.1 | 11.4 | 9.5 | 7.4 |
| EV/EBITDA (Avg) | 배 | 20.6 | N/A | 20.7 | 12.9 | 14.1 | 16.7 | 22.4 | 13.6 | 13.5 | 11.3 | 8.7 |

자료: SK 증권

글로벌 배터리 Peer Valuation Table

(단위: 백만 USD)

| | 회사명 | 시가 총액 | 2023E | | | | | 2024E | | | | |
|-------------|-------------|----------|-------|-----|---------------|-------|----------|-------|-----|---------------|-------|----------|
| | | | PER | PBR | EV/ EBITDA | OP | 부채 비율 | PER | PBR | EV/ EBITDA | OP | 부채 비율 |
| 배터리 | LGES. | 97,387 | 63 | 6 | 26 | 2,172 | 39 | 40 | 5 | 17 | 3,619 | 39 |
| | 삼성 SDI | 36,188 | 23 | 3 | 14 | 1,571 | 30 | 19 | 2 | 11 | 2,037 | 30 |
| | SK 이노베이션 | 12,381 | 14 | 1 | 8 | 1,849 | 117 | 8 | 1 | 6 | 2,616 | 117 |
| | CATL | 144,225 | 20 | 5 | 15 | 7,417 | 128 | 16 | 4 | 12 | 9,642 | 128 |
| | BYD | 101,309 | 29 | 6 | 12 | 4,978 | 21 | 21 | 4 | 9 | 6,759 | 21 |
| | Panasonic | 26,074 | 17 | 1 | 7 | 2,132 | 38 | 12 | 1 | 6 | 2,844 | 38 |
| | Guoxuan | 7,181 | 40 | 2 | 24 | 186 | 122 | 26 | 2 | 17 | 294 | 122 |
| | EVE | 19,839 | 23 | 4 | 22 | 908 | 92 | 16 | 3 | 15 | 1,357 | 92 |
| Sunwoda | 4,378 | 14 | 2 | 9 | 321 | 95 | 10 | 1 | 6 | 477 | 95 | |
| 양극재 | 에코프로 | 10,680 | 37 | 8 | 12 | 697 | 64 | 28 | 6 | 9 | 942 | 64 |
| | 에코프로비엠 | 16,702 | 59 | 13 | 33 | 436 | 64 | 43 | 10 | 23 | 604 | 64 |
| | 포스코퓨처엠 | 18,164 | 92 | 9 | 53 | 241 | 56 | 56 | 8 | 32 | 423 | 56 |
| | 엘앤에프 | 6,436 | 32 | 6 | 22 | 272 | 71 | 18 | 4 | 13 | 464 | 71 |
| | 코스모신소재 | 4,049 | - | - | - | - | 44 | - | - | - | - | 44 |
| | Ronbay | 4,026 | 15 | 3 | 13 | 312 | 151 | 11 | 2 | 8 | 410 | 151 |
| | 간평리튬 | 18,231 | 9 | 2 | 8 | 2,384 | 31 | 9 | 2 | 9 | 2,342 | 31 |
| | 거린메이 | 5,003 | 16 | 2 | 11 | 422 | 88 | 11 | 2 | 8 | 578 | 88 |
| | 화유코발트 | 11,676 | 11 | 2 | 8 | 1,656 | 155 | 8 | 2 | 7 | 2,186 | 155 |
| Umicore | 7,698 | 15 | 2 | 8 | 784 | 66 | 15 | 2 | 8 | 775 | 66 | |
| 알루미늄 납 | 삼아알미늄 | 800 | - | - | - | - | 73 | - | - | - | - | 73 |
| | DI 동일 | 395 | 11 | 1 | 10 | 36 | 39 | 9 | 1 | 9 | 43 | 39 |
| 도전재 | 나노신소재 | 1,051 | 87 | 7 | 46 | 19 | 4 | 48 | 6 | 28 | 32 | 4 |
| 음극재 | 포스코퓨처엠 | 18,164 | 92 | 9 | 53 | 241 | 56 | 56 | 8 | 32 | 423 | 56 |
| | 대주전자재료 | 1,004 | 251 | 11 | 53 | 12 | 153 | 57 | 9 | 22 | 35 | 153 |
| | BTR | - | - | - | - | 396 | 57 | - | - | - | 521 | 57 |
| | ShanShan | 5,070 | 11 | 1 | 9 | 610 | 49 | 9 | 1 | 8 | 752 | 49 |
| 동박 | SKC | 2,670 | 137 | 2 | 17 | 101 | 148 | 19 | 2 | 9 | 277 | 148 |
| | 롯데에머. | 1,933 | 32 | 2 | 13 | 89 | 12 | 20 | 2 | 9 | 137 | 12 |
| | 솔루스첨단. | 991 | - | 3 | 34 | -9 | 39 | 37 | 2 | 13 | 54 | 39 |
| | Nuode | 1,811 | 23 | 2 | 13 | 101 | 63 | 17 | 2 | 11 | 130 | 63 |
| 분리막 | SKIET | 4,429 | 171 | 3 | 29 | 29 | 47 | 45 | 3 | 16 | 130 | 47 |
| | WCP | 1,192 | 24 | 2 | 11 | 55 | 9 | 19 | 1 | 8 | 80 | 9 |
| | 창신신소재 | 13,230 | 17 | 4 | 13 | 1,029 | 83 | 13 | 3 | 10 | 1,371 | 83 |
| | Toray | 8,902 | 16 | 1 | 9 | 791 | 58 | 14 | 1 | 8 | 871 | 58 |
| | Asahi Kasei | 9,621 | 18 | 1 | 8 | 940 | 57 | 12 | 1 | 7 | 1,101 | 57 |
| | W-scope | 452 | 21 | 1 | 7 | 55 | 16 | 10 | 1 | 4 | 114 | 16 |
| | 센젠시니어 | 3,221 | 19 | 2 | 12 | 198 | 41 | 14 | 2 | 8 | 280 | 41 |
| 전해액 /전해질 | 엔캠 | 828 | - | - | - | - | 38 | - | - | - | - | 38 |
| | 솔브레인 | 1,346 | 10 | 2 | 6 | 166 | 0 | 9 | 2 | 5 | 189 | 0 |
| | 동화기업 | 724 | 105 | 1 | 25 | 7 | 94 | 28 | 1 | 12 | 56 | 94 |
| | 천보 | 1,398 | 44 | 5 | 24 | 40 | 87 | 21 | 4 | 12 | 96 | 87 |
| | 켄트로스 | 272 | 22 | 2 | 9 | 23 | 175 | 16 | 2 | 8 | 32 | 175 |
| | Tinci | 12,289 | 17 | 5 | 13 | 878 | 39 | 14 | 4 | 11 | 1,090 | 39 |
| Capchem | 5,189 | 22 | 4 | 17 | 280 | 52 | 17 | 3 | 13 | 364 | 52 | |

자료: Bloomberg, SK 증권

3. 실적전망 및 업황

미래 실적 모멘텀

- ESS 반등과 배터리 수요
- AMPC 효과는 25년부터
- LFP 개발 성공 여부

2Q23 영업이익은 4,964억원(+16% YoY)으로 전망한다. 국내 두 경쟁사들과는 달리 아직 AMPC에 따른 이익 증분이 없다. (2025년부터 발생 예상) 그러나 AMPC가 없어도 실적 개선이 예상된다. ESS 제품군이 비수기를 지나 반등을 시작한다. 전기차용과 IT 용 수요도 모두 견조하다. 전자재료는 전방 IT 세트와 반도체 수요 부진으로 2분기에도 반등이 미미할 수 있다. 그러나 배터리 부문의 매출 성장세가 돋보이며 실적 흐름에 영향은 제한적이다.

23년과 24년 영업이익은 각각 2.1조원(+14% YoY), 2.4조원(+18% YoY)로 추산한다. AMPC 반영 전이기에 성장률의 기울기가 동종 업계 내 피어들 대비 상대적으로 완만하다. 25년부터는 경쟁사들과 성장세를 따라잡는다. 증설 효과가 본격화되고, AMPC의 실적 기여가 시작되기 때문이다. ESS 시장 개화가 나타날 경우 개선폭은 더 가팔라질 수 있다.

삼성 SDI, 부문별 실적

(단위 : 억원)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 40,494 | 47,408 | 53,680 | 59,659 | 53,548 | 57,939 | 61,657 | 66,428 | 135,532 | 201,241 | 239,572 | 256,271 |
| 에너지솔루션 | 33,190 | 40,716 | 48,340 | 53,416 | 47,978 | 52,251 | 56,264 | 60,497 | 109,469 | 175,662 | 216,991 | 232,560 |
| 중대형 | 17,773 | 22,952 | 26,621 | 32,247 | 29,267 | 32,384 | 34,869 | 37,574 | 60,149 | 99,592 | 134,095 | 132,120 |
| EV | 13,949 | 17,970 | 21,243 | 24,957 | 23,270 | 25,576 | 27,622 | 29,668 | 44,959 | 78,118 | 106,134 | 108,784 |
| ESS | 3,824 | 4,982 | 5,378 | 7,290 | 5,997 | 6,809 | 7,248 | 7,907 | 15,189 | 21,473 | 27,960 | 23,337 |
| 소형 | 15,418 | 17,764 | 21,720 | 21,169 | 18,712 | 19,866 | 21,395 | 22,923 | 49,320 | 76,071 | 82,896 | 100,440 |
| 전자재료 | 7,304 | 6,692 | 5,339 | 6,243 | 5,570 | 5,688 | 5,393 | 5,931 | 26,063 | 25,578 | 22,582 | 23,711 |
| 매출비중 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 에너지솔루션 | 82% | 86% | 90% | 90% | 90% | 90% | 91% | 91% | 81% | 87% | 91% | 91% |
| 중대형 | 44% | 48% | 50% | 54% | 55% | 56% | 57% | 57% | 44% | 49% | 56% | 52% |
| EV | 34% | 38% | 40% | 42% | 43% | 44% | 45% | 45% | 33% | 39% | 44% | 42% |
| ESS | 9% | 11% | 10% | 12% | 11% | 12% | 12% | 12% | 11% | 11% | 12% | 9% |
| 소형 | 38% | 37% | 40% | 35% | 35% | 34% | 35% | 35% | 36% | 38% | 35% | 39% |
| 전자재료 | 18% | 14% | 10% | 10% | 10% | 10% | 9% | 9% | 19% | 13% | 9% | 9% |
| 매출 성장률, YoY (%) | 37% | 42% | 56% | 56% | 32% | 22% | 15% | 11% | 20% | 48% | 19% | 7% |
| 에너지솔루션 | 39% | 50% | 76% | 72% | 45% | 28% | 16% | 13% | 25% | 60% | 24% | 7% |
| 중대형 | 33% | 48% | 88% | 89% | 65% | 41% | 31% | 17% | 28% | 66% | 35% | -1% |
| EV | 34% | 57% | 97% | 102% | 67% | 42% | 30% | 19% | 33% | 74% | 36% | 2% |
| ESS | 31% | 21% | 59% | 54% | 57% | 37% | 35% | 8% | 17% | 41% | 30% | -17% |
| 소형 | 46% | 54% | 64% | 52% | 21% | 12% | -1% | 8% | 22% | 54% | 9% | 21% |
| 전자재료 | 27% | 8% | -24% | -12% | -24% | -15% | 1% | -5% | 2% | -2% | -12% | 5% |
| 영업이익 | 3,223 | 4,290 | 5,659 | 4,908 | 3,754 | 4,964 | 6,407 | 5,498 | 10,676 | 18,080 | 20,623 | 24,344 |
| 에너지솔루션 | 1,650 | 2,449 | 4,848 | 3,591 | 3,163 | 4,282 | 5,706 | 4,786 | 5,376 | 12,538 | 17,936 | 20,615 |
| 중대형 | 194 | 565 | 2,231 | 1,577 | 1,853 | 2,097 | 3,138 | 2,521 | 38 | 4,567 | 9,609 | 10,148 |
| EV | 100 | 350 | 1,645 | 1,256 | 1,629 | 1,688 | 2,486 | 1,928 | 11 | 3,352 | 7,731 | 8,468 |
| ESS | 94 | 215 | 586 | 320 | 224 | 409 | 652 | 593 | 27 | 1,215 | 1,878 | 1,681 |
| 소형 | 1,455 | 1,884 | 2,617 | 2,015 | 1,310 | 2,185 | 2,567 | 2,265 | 5,338 | 7,971 | 8,327 | 10,466 |
| 전자재료 | 1,573 | 1,841 | 811 | 1,317 | 591 | 683 | 701 | 712 | 5,300 | 5,542 | 2,686 | 3,730 |
| 영업이익 with AMPC | 3,223 | 4,290 | 5,659 | 4,908 | 3,754 | 4,964 | 6,407 | 5,498 | 10,676 | 18,080 | 20,623 | 24,344 |
| AMPC | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업이익률 | 8% | 9% | 11% | 8% | 7% | 9% | 10% | 8% | 8% | 9% | 9% | 9% |
| 에너지솔루션 | 5% | 6% | 10% | 7% | 7% | 8% | 10% | 8% | 5% | 7% | 8% | 9% |
| 중대형 | 1% | 2% | 8% | 5% | 6% | 6% | 9% | 7% | 0% | 5% | 7% | 8% |
| EV | 1% | 2% | 8% | 5% | 7% | 7% | 9% | 7% | 0% | 4% | 7% | 8% |
| ESS | 2% | 4% | 11% | 4% | 4% | 6% | 9% | 8% | 0% | 6% | 7% | 7% |
| 소형 | 9% | 11% | 12% | 10% | 7% | 11% | 12% | 10% | 11% | 10% | 10% | 10% |
| 전자재료 | 22% | 28% | 15% | 21% | 11% | 12% | 13% | 12% | 20% | 22% | 12% | 16% |

자료: SK 증권

4. 기업개요

투자포인트

| 항목 | 리스트 | 내용 |
|--------|-----|-----------------------------------|
| 핵심 경쟁력 | | 우량한 재무구조 바탕의 사업 안정성 |
| 투자포인트 | 1 | 향후 증설 잠재력 가장 큰 배터리 기업 |
| | 2 | 대형 그룹사들을 기반으로 한 자본과 사업 안정성 |
| | 3 | 국내 ESS 1위 기업 |
| 리스크 | 1 | LG 에너지솔루션, SK 온대비 늦어진 수주 확보 |
| | 2 | 전기차 시장 침투율 더뎠을 경우 신규 고객사 확보 차질 가능 |
| | 3 | 북미 Capa 규모의 차이로 상대적으로 작은 AMPC 효과 |

자료: SK 증권

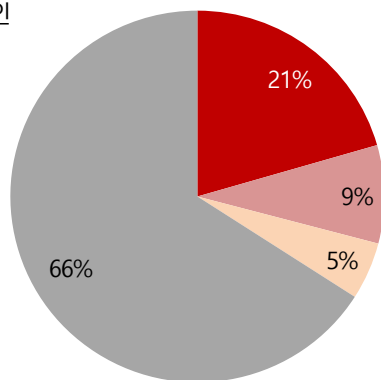
삼성 SDI, 주요 재무제표 및 투자지표

| | 분기 | | | | | 연 | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 20 | 21 | 22 | 23E |
| 현금및현금성자산(억원) | 22,322 | 24,840 | 32,011 | 26,143 | 28,685 | 15,460 | 23,257 | 26,143 | 22,291 |
| 순차입금(억원) | 22,075 | 22,770 | 22,968 | 21,230 | 24,636 | 22,906 | 22,231 | 21,230 | 26,975 |
| 유동비율(%) | 120 | 125 | 125 | 121 | 118 | 114 | 115 | 121 | - |
| 자기자본비율(%) | 58 | 56 | 56 | 57 | 56 | 62 | 59 | 57 | - |
| 부채비율(%) | 72 | 80 | 80 | 76 | 80 | 61 | 70 | 76 | - |
| 차입금비율(%) | 29 | 30 | 33 | 30 | 35 | 30 | 31 | 30 | 61 |
| 순차입금비율(%) | 14 | 14 | 14 | 12 | 14 | 17 | 15 | 12 | 14 |

자료: Quantwise, SK 증권

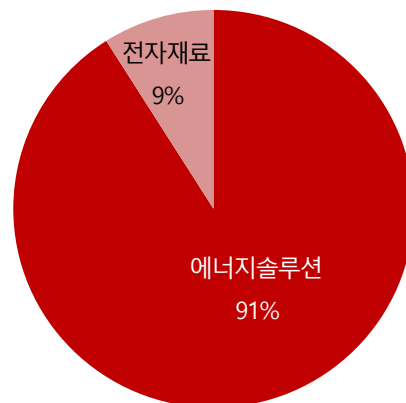
삼성 SDI, 주주현황

- 삼성전자외 5인
- 국민연금
- BlackRock
- 기타



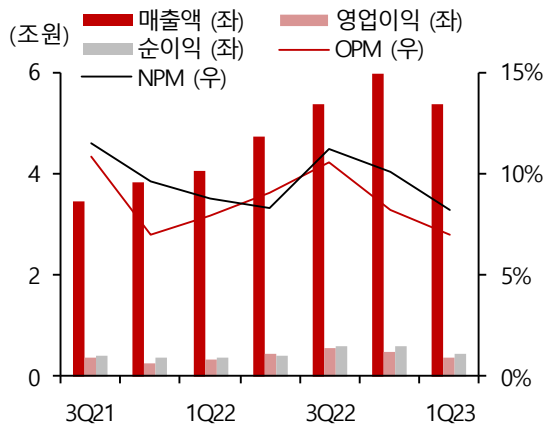
자료 : Dart, SK 증권

삼성 SDI, 사업부문별 매출액 비중



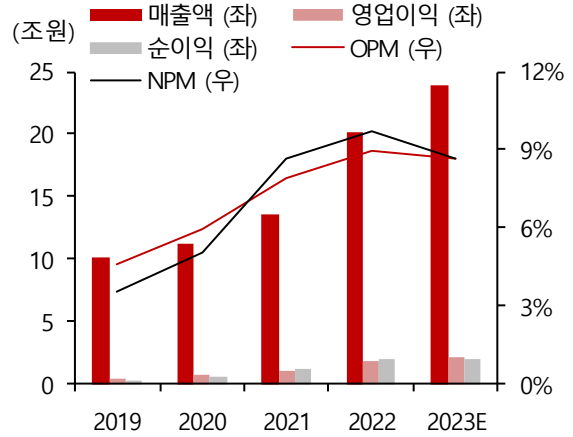
자료 : Dart, SK 증권

삼성 SDI, 분기실적 추이



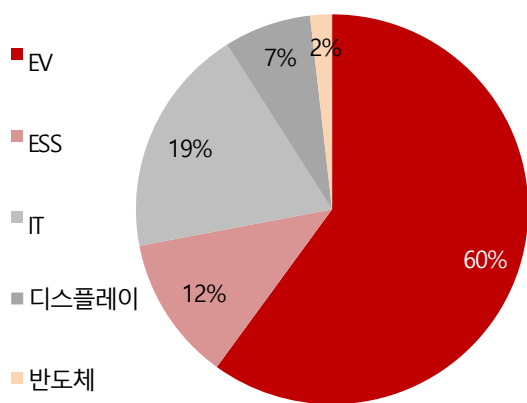
자료 : Quantwise, SK 증권

삼성 SDI, 연간실적 추이



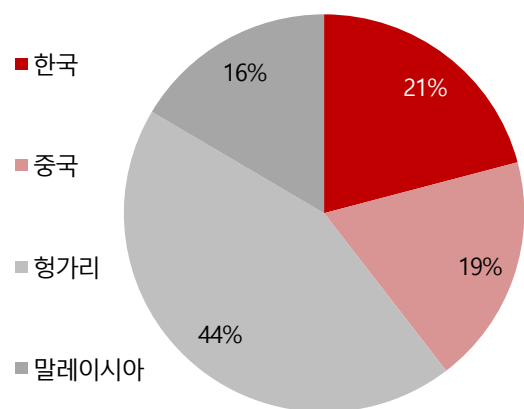
자료 : Quantwise, SK 증권

삼성 SDI, 어플리케이션별 매출 비중(2023년)



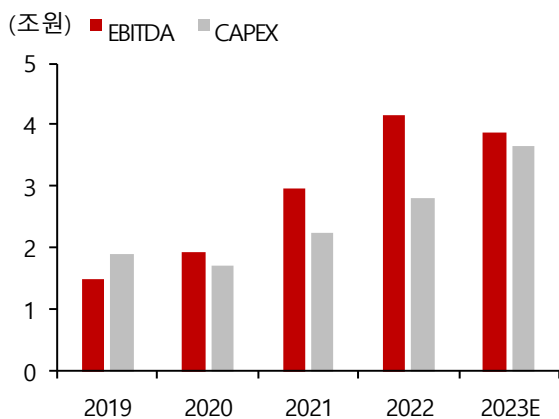
자료 : SK 증권

삼성 SDI, 지역별 캐파 비중(2023년 연말 예상)



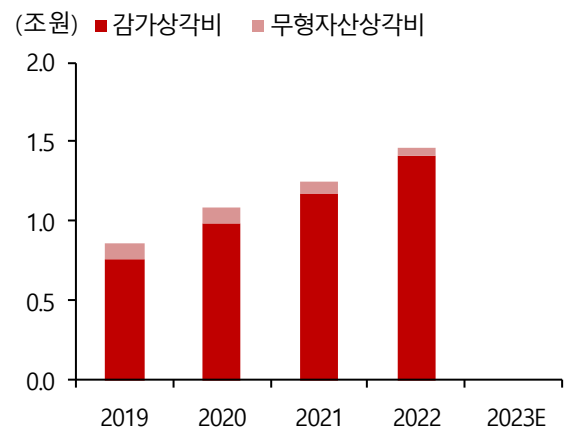
자료 : SK 증권

삼성 SDI, EBITDA vs CAPEX 추이



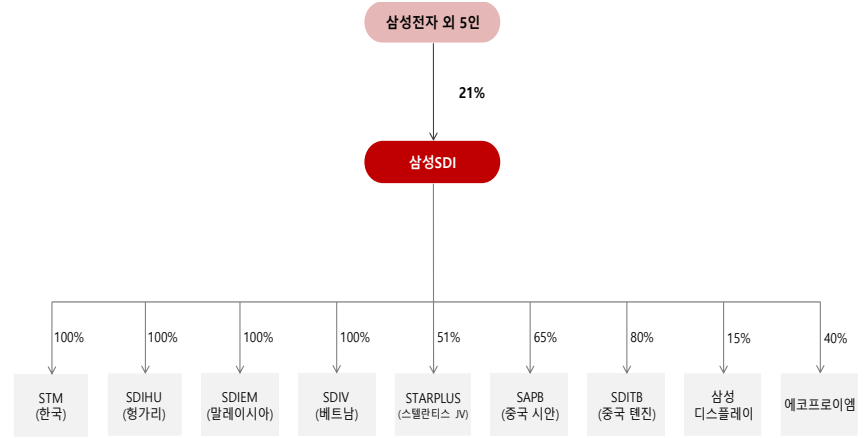
자료 : Quantwise, SK 증권

삼성 SDI, 유무형상각비 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

기업 지배구조도



자료: Dart, SK 증권

연결대상/지분법대상 관계기업

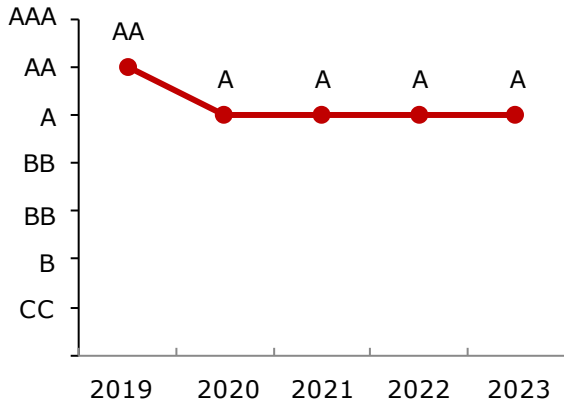
(단위 : 억원)

| 대상 | 회사명 | 지분율 (%) | 소재지 | 매출액 | 순이익 | 자산 |
|-----|----------|---------|-------|---------|--------|---------|
| 연결 | STM | 100 | 한국 | 10,115 | 384 | 6,006 |
| 연결 | SVIC24 | 99 | 한국 | - | -127 | 189 |
| 연결 | SVIC15 | 99 | 한국 | - | 18 | 234 |
| 연결 | SVIC49 | 99 | 한국 | - | -416 | 468 |
| 연결 | SDIJ | 100 | 일본 | 781 | 7 | 89 |
| 연결 | SDIA | 92 | 미국 | 8,814 | 274 | 2,473 |
| 연결 | STARPLUS | 51 | 미국 | - | 0 | 3,878 |
| 연결 | NOVALED | 50 | 독일 | 1,923 | 918 | 6,791 |
| 연결 | SDIHU | 100 | 헝가리 | 53,792 | 413 | 69,908 |
| 연결 | SDIEU | 100 | 독일 | 412 | 45 | 232 |
| 연결 | SDIBS | 100 | 오스트리아 | 1,831 | 107 | 2,852 |
| 연결 | SDIV | 100 | 베트남 | 14,799 | 528 | 5,080 |
| 연결 | SDIEM | 100 | 말레이시아 | 12,357 | 505 | 10,263 |
| 연결 | SDII | 100 | 인도 | 56 | 36 | 176 |
| 연결 | SDIW | 100 | 중국 | 11,134 | 370 | 6,810 |
| 연결 | TSDI | 78 | 중국 | 6,914 | 167 | 7,697 |
| 연결 | SDIHK | 98 | 홍콩 | 21 | 210 | 7,710 |
| 연결 | SDIC | 100 | 중국 | 268 | 36 | 154 |
| 연결 | SAPB | 65 | 중국 | 13,290 | 799 | 8,197 |
| 연결 | SDITB | 80 | 중국 | 22,911 | 537 | 14,027 |
| 지분법 | 삼성디스플레이 | 15 | 한국 | 342,983 | 66,145 | 651,531 |
| 지분법 | 삼성글로벌리서치 | 30 | 한국 | 2,287 | 2 | 1,788 |
| 지분법 | IKT | 41 | 미국 | - | -70 | 223 |
| 지분법 | 에스디플렉스 | 50 | 한국 | 205 | 33 | 280 |
| 지분법 | 에코프로이엠 | 40 | 한국 | 20,054 | 1,017 | 11,636 |
| 지분법 | 필에너지 | 20 | 한국 | 1,897 | 77 | 1,498 |
| 지분법 | 이차전지성장펀드 | 33 | 한국 | 0 | 0 | 80 |

자료: Dart, SK 증권

ESG 하이라이트

삼성 SDI 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---------------------------|------------|------------|-------------|
| 삼성 SDI 종합 등급 | A | A- | N/A |
| 환경(Environment) | 56.7 | B+ | N/A |
| 사회(Social) | 43.9 | A- | N/A |
| 지배구조(Governance) | 60.1 | A | N/A |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| LG 에너지솔루션 | BBB | N/A | N/A |
| SK 이노베이션 | AA | A- | N/A |
| 에코프로비엠 | AA | N/A | 40.5 |
| 포스코퓨처엠 | A | A- | N/A |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 삼성 SDI ESG 평가

이사회 산하에 지속가능경영위원회를 신설하고 CEO가 주관하는 지속가능경영협의회를 운영하는 등 지속가능경영 추진 체계를 강화. 중장기 ESG 추진 체계 강화 중

자료: SK 증권

삼성 SDI ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|-----|-------|---------------|-------------|
| N/A | N/A | N/A | N/A |

자료: KRX, SK 증권

삼성 SDI ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|------------|-------------------|--|
| 2023.04.13 | 사회 (Social) | 삼성 SDI 천안사업장 감전사고, 하도급업체 사건 축소 의혹 |
| 2023.02.06 | 사회 (Social) | "육아휴직했다고 불이익"...성과 평가제도에 부정적인 삼성 직원들 |
| 2022.11.15 | 사회 (Social) | 삼성 SDI, 산재 배터리 공장 직원에 위자료 문다 |
| 2022.10.25 | 사회 (Social) | 삼성 SDI 천안사업장 노조 "공장 내 CCTV 근로자 감시용으로 사용" |
| 2022.08.19 | 지배구조 (Governance) | 검찰, 급식 몰아주기 최윤호 삼성 SDI 사장 소환 |
| 2022.05.02 | 사회 (Social) | ESS 화재 '배터리 결함' 결론에... 삼성 "원인규명 안돼" |

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 7,445 | 9,652 | 9,772 | 9,179 | 10,887 |
| 현금및현금성자산 | 2,326 | 2,614 | 2,174 | 1,171 | 1,414 |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,078 | 2,735 | 3,046 | 3,210 | 3,761 |
| 재고자산 | 2,487 | 3,205 | 3,568 | 3,761 | 4,325 |
| 비유동자산 | 18,388 | 20,606 | 24,087 | 27,764 | 35,148 |
| 장기금융자산 | 1,671 | 1,431 | 1,703 | 1,716 | 1,806 |
| 유형자산 | 7,636 | 8,965 | 11,075 | 14,245 | 18,040 |
| 무형자산 | 799 | 815 | 784 | 740 | 707 |
| 자산총계 | 25,833 | 30,258 | 33,859 | 36,943 | 46,035 |
| 유동부채 | 6,461 | 8,007 | 8,847 | 9,315 | 12,940 |
| 단기금융부채 | 2,529 | 2,879 | 3,206 | 3,379 | 5,068 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,585 | 3,447 | 4,741 | 4,997 | 6,680 |
| 단기충당부채 | 297 | 332 | 369 | 389 | 520 |
| 비유동부채 | 4,175 | 5,033 | 5,387 | 5,767 | 8,265 |
| 장기금융부채 | 2,139 | 2,341 | 2,576 | 2,833 | 4,525 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 244 | 653 | 542 | 542 | 542 |
| 장기충당부채 | 55 | 51 | 57 | 60 | 80 |
| 부채총계 | 10,636 | 13,040 | 14,235 | 15,082 | 21,205 |
| 지배주주지분 | 14,704 | 16,486 | 18,752 | 20,863 | 23,668 |
| 자본금 | 357 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 자본잉여금 | 5,002 | 5,002 | 5,002 | 5,002 | 5,002 |
| 기타자본구성요소 | -345 | -345 | -345 | -345 | -345 |
| 자기주식 | -345 | -345 | -345 | -345 | -345 |
| 이익잉여금 | 8,516 | 10,468 | 12,376 | 14,487 | 17,291 |
| 비지배주주지분 | 492 | 732 | 872 | 998 | 1,163 |
| 자본총계 | 15,197 | 17,218 | 19,625 | 21,861 | 24,830 |
| 부채외자본총계 | 25,833 | 30,258 | 33,859 | 36,943 | 46,035 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 영업활동현금흐름 | 2,196 | 2,676 | 3,606 | 4,739 | 7,903 |
| 당기순이익(손실) | 1,250 | 2,039 | 2,090 | 2,305 | 3,038 |
| 비현금성항목등 | 1,188 | 1,284 | 2,346 | 3,253 | 4,435 |
| 유형자산감가상각비 | 1,173 | 1,408 | 1,762 | 2,330 | 3,205 |
| 무형자산상각비 | 79 | 55 | 61 | 45 | 33 |
| 기타 | -64 | -180 | 523 | 878 | 1,197 |
| 운전자본감소(증가) | -25 | -369 | -174 | 60 | 1,627 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -283 | -673 | -72 | -164 | -551 |
| 재고자산의감소(증가) | 1 | -678 | -317 | -193 | -564 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 310 | 851 | 273 | 256 | 1,683 |
| 기타 | -52 | 131 | -57 | 161 | 1,059 |
| 법인세납부 | -218 | -279 | -527 | -688 | -908 |
| 투자활동현금흐름 | -1,921 | -2,900 | -4,538 | -6,085 | -10,847 |
| 금융자산의감소(증가) | 0 | 0 | 467 | -34 | -224 |
| 유형자산의감소(증가) | -2,244 | -2,789 | -3,475 | -5,500 | -7,000 |
| 무형자산의감소(증가) | -1 | -3 | -30 | 0 | 0 |
| 기타 | 324 | -108 | -1,500 | -551 | -3,623 |
| 재무활동현금흐름 | 712 | 358 | 288 | 362 | 3,312 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 343 | -269 | 168 | 173 | 1,689 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 487 | 777 | 158 | 258 | 1,692 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -69 | -69 | 0 | -69 | -69 |
| 기타 | -49 | -81 | -38 | -0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 780 | 289 | -440 | -1,003 | 243 |
| 기초현금 | 1,546 | 2,326 | 2,614 | 2,174 | 1,171 |
| 기말현금 | 2,326 | 2,614 | 2,174 | 1,171 | 1,414 |
| FCF | -48 | -113 | 131 | -761 | 903 |

자료 : 삼성SDI, SK증권 추정

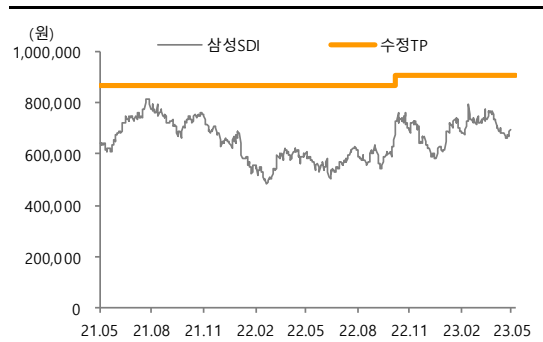
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 13,553 | 20,124 | 23,957 | 25,627 | 34,139 |
| 매출원가 | 10,476 | 15,903 | 19,097 | 20,236 | 26,359 |
| 매출총이익 | 3,078 | 4,221 | 4,860 | 5,391 | 7,780 |
| 매출총이익률(%) | 22.7 | 21.0 | 20.3 | 21.0 | 22.8 |
| 판매비와 관리비 | 2,010 | 2,413 | 2,798 | 2,957 | 4,424 |
| 영업이익 | 1,068 | 1,808 | 2,062 | 2,434 | 3,356 |
| 영업이익률(%) | 7.9 | 9.0 | 8.6 | 9.5 | 9.8 |
| 비영업손익 | 596 | 844 | 610 | 559 | 590 |
| 순금융손익 | -45 | -47 | -164 | -190 | -290 |
| 외환관련손익 | 16 | -42 | 13 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 530 | 1,040 | 758 | 853 | 972 |
| 세전계속사업이익 | 1,663 | 2,652 | 2,672 | 2,993 | 3,946 |
| 세전계속사업이익률(%) | 12.3 | 13.2 | 11.2 | 11.7 | 11.6 |
| 계속사업법인세 | 413 | 613 | 582 | 688 | 908 |
| 계속사업이익 | 1,250 | 2,039 | 2,090 | 2,305 | 3,038 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 1,250 | 2,039 | 2,090 | 2,305 | 3,038 |
| 순이익률(%) | 9.2 | 10.1 | 8.7 | 9.0 | 8.9 |
| 지배주주 | 1,170 | 1,952 | 1,977 | 2,180 | 2,873 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 8.6 | 9.7 | 8.3 | 8.5 | 8.4 |
| 비지배주주 | 81 | 87 | 114 | 125 | 165 |
| 총포괄이익 | 1,880 | 1,899 | 2,476 | 2,305 | 3,038 |
| 지배주주 | 1,794 | 1,848 | 2,324 | 2,163 | 2,851 |
| 비지배주주 | 86 | 51 | 152 | 142 | 187 |
| EBITDA | 2,320 | 3,271 | 3,885 | 4,809 | 6,594 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 20.0 | 48.5 | 19.0 | 7.0 | 33.2 |
| 영업이익 | 59.0 | 69.4 | 14.1 | 18.0 | 37.8 |
| 세전계속사업이익 | 107.0 | 59.5 | 0.8 | 12.0 | 31.8 |
| EBITDA | 32.2 | 41.0 | 18.8 | 23.8 | 37.1 |
| EPS | 103.5 | 66.9 | 1.3 | 10.3 | 31.8 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 5.3 | 7.3 | 6.5 | 6.5 | 7.3 |
| ROE | 8.5 | 12.5 | 11.2 | 11.0 | 12.9 |
| EBITDA마진 | 17.1 | 16.3 | 16.2 | 18.8 | 19.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 115.2 | 120.5 | 110.5 | 98.5 | 84.1 |
| 부채비율 | 70.0 | 75.7 | 72.5 | 69.0 | 85.4 |
| 순차입금/자기자본 | 14.2 | 11.8 | 15.2 | 20.0 | 29.4 |
| EBITDA/이자비용(배) | 40.6 | 36.3 | 18.0 | 21.0 | 20.5 |
| 배당성향 | 5.7 | 3.5 | 3.5 | 3.2 | 2.4 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 16,621 | 27,736 | 28,084 | 30,970 | 40,824 |
| BPS | 213,823 | 239,134 | 271,339 | 301,330 | 341,174 |
| CFPS | 34,412 | 48,527 | 53,982 | 64,704 | 86,833 |
| 주당 현금배당금 | 1,000 | 1,030 | 1,030 | 1,030 | 1,030 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 39.4 | 21.3 | 24.9 | 22.5 | 17.1 |
| PBR | 3.1 | 2.5 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| PCR | 19.0 | 12.2 | 12.9 | 10.8 | 8.0 |
| EV/EBITDA | 20.8 | 13.4 | 13.5 | 11.2 | 8.6 |
| 배당수익률 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|--------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2023.05.23 | 매수 | 887,000원 | 6개월 | | |
| 2023.05.01 | 담당자 변경 | | | | |
| 2022.10.27 | 매수 | 910,000원 | 6개월 | -23.23% | -12.86% |
| 2021.01.11 | 매수 | 870,000원 | 6개월 | -25.29% | -6.09% |



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 92.90% | 중립 | 7.10% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

SK COMPANY Analysis



Analyst
박형우

hyungwoo@sksec.co.kr
02-3773-9035

Company Data

| | |
|------------|------------|
| 자본금 | 39 십억원 |
| 발행주식수 | 7,746 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 24,091 십억원 |
| 주요주주 | |
| 포스코홀딩스(외4) | 62.54% |
| 국민연금공단 | 5.57% |
| 외국인지분율 | 6.92% |
| 배당수익률 | 0.1% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(23/05/19) | 311,000 원 |
| KOSPI | 2,537.79 pt |
| 52주 Beta | 1.84 |
| 52주 최고가 | 414,000 원 |
| 52주 최저가 | 103,000 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 426 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -24.9% | -23.8% |
| 6개월 | 38.8% | 33.7% |
| 12개월 | 142.0% | 147.2% |

포스코퓨처엠 (003670/KS | 매수(신규) | T.P 410,000 원(신규))

대한민국 대표 종합 배터리 소재사

2023년 평가: '광물 시세 연동 계약 vs '믹스 개선 효과'

좋은 IT 기업의 조건 : 제품 다각화 & 고객사 다변화

그룹사와 협력해 광물-가공-소재생산 일원화 생산 구축 가능

목표주가 410,000 원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

2023년 평가: '광물 시세 연동 계약 vs '믹스 개선 효과'

2Q23 영업이익은 637 억원(+15%, 이하 YoY)로 전망된다. 광물 가격의 하락으로 양극재의 가격도 하락이 전망된다. 그러나 공급단가 하락 우려는 고가 제품 비중 상승에 따른 믹스개선 효과로 극복될 수 있다. 전분기에 발생했던 일회성 비용도 사라지며 영업이익률의 반등이 본격화된다. 23년과 24년 영업이익은 각각 2,799 억원(+69%), 5,718 억원(+104%)으로 예상된다. 대규모 수주와 증설보다 인상적인 동향은 공급사(동사)에 유리한 방향으로의 공급 계약 구조 변화와 수익성 향상이다.

좋은 IT 기업의 조건 : 제품 다각화 & 고객사 다변화

양극재와 음극재를 모두 제조한다. 전구체 내재화 비중 확대를 위해 노력 중이다. 중장기적으로는 그룹사의 메탈 가공 역량을 기반으로 광물-가공-소재생산 일원화 생산 구축이 가능하다. 또한 삼성 SDI와 LG 에너지솔루션 양사로 대규모 공급을 준비 중이다. 공급 측면에서는 제품 다각화가 본격화되고 있고, 수요단에서는 고객사가 다변화된다. 안정적인 사업구조의 기틀을 마련했다고 평가된다.

목표주가 410,000 원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

26년 EPS에 2차전지 제조사 평균 PER 33 배를 반영해 산출했다. 목표주가는 23E PER 139 배, 30E 19 배 수준이다. 절대적인 주가와 밸류에이션 레벨은 고평가 구간에 위치하고 있다. 그러나 공급자 우위 환경이 지속된다면 미래의 공급단가와 수익성 구조가 예상보다 높을 수 있다. 또한 대규모 설비투자과 매출 급증에 따른 운전자본 확충이 필요하다. 향후 주가의 핵심 변수는 수익성 흐름과 Capa 투자/자본조달 동향이라 생각한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 1,566 | 1,990 | 3,302 | 5,187 | 7,965 | 11,950 |
| yoy | % | 5.6 | 27.0 | 66.0 | 57.1 | 53.6 | 50.0 |
| 영업이익 | 십억원 | 60 | 122 | 166 | 280 | 572 | 948 |
| yoy | % | -32.9 | 101.9 | 36.3 | 68.8 | 104.2 | 65.7 |
| EBITDA | 십억원 | 125 | 203 | 258 | 457 | 952 | 1,545 |
| 세전이익 | 십억원 | 35 | 146 | 134 | 304 | 539 | 889 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 30 | 134 | 118 | 228 | 403 | 666 |
| 영업이익률% | % | 3.8 | 6.1 | 5.0 | 5.4 | 7.2 | 7.9 |
| EBITDA% | % | 8.0 | 10.2 | 7.8 | 8.8 | 12.0 | 12.9 |
| EPS(계속사업) | 원 | 461 | 1,732 | 1,527 | 2,950 | 5,209 | 8,594 |
| PER | 배 | 225.7 | 83.1 | 117.9 | 105.4 | 59.7 | 36.2 |
| PBR | 배 | 6.7 | 4.7 | 5.6 | 9.0 | 7.9 | 6.5 |
| EV/EBITDA | 배 | 55.3 | 54.0 | 57.3 | 57.7 | 30.0 | 19.5 |
| 배당수익률 | % | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| ROE | % | 3.0 | 7.9 | 4.9 | 8.9 | 14.1 | 19.7 |
| 순차입금 | 십억원 | 530 | -257 | 672 | 2,075 | 4,221 | 5,720 |
| 부채비율 | % | 104.0 | 60.9 | 75.0 | 128.9 | 215.0 | 255.3 |

밸류에이션 및 실적전망

포스코퓨처엠 목표주가 밸류에이션 분석

| | 2026E | 비고 |
|---------|-----------|----------------------------|
| 목표주가 | 410,000 원 | |
| 26E EPS | 12,406 원 | 2026년 순이익 기준 |
| 목표 PER | 33 배 | 글로벌 2차전지 셀 제조사 Peer 평균 PER |
| 주당가치 | 409,398 원 | |

자료: SK 증권

포스코퓨처엠, 부문별 실적

(단위: 억원)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 6,646 | 8,032 | 10,533 | 7,808 | 11,352 | 12,050 | 13,671 | 14,793 | 19,895 | 33,019 | 51,866 | 79,647 |
| 에너지사업부 | 3,171 | 4,642 | 7,166 | 4,404 | 7,799 | 8,606 | 10,249 | 11,336 | 8,518 | 19,383 | 37,989 | 65,548 |
| 양극재 | 2,722 | 4,177 | 6,482 | 3,839 | 7,122 | 8,042 | 9,705 | 10,840 | 6,781 | 17,220 | 35,709 | 62,421 |
| 음극재 | 449 | 465 | 684 | 565 | 677 | 563 | 544 | 496 | 1,737 | 2,163 | 2,280 | 3,127 |
| 기초소재 | 3,475 | 3,390 | 3,367 | 3,404 | 3,553 | 3,444 | 3,422 | 3,457 | 11,378 | 13,636 | 13,877 | 14,098 |
| 내화물 | 1,423 | 1,394 | 1,198 | 1,502 | 1,443 | 1,408 | 1,210 | 1,517 | 4,374 | 5,517 | 5,578 | 5,633 |
| 라임케미칼 | 2,052 | 1,996 | 2,169 | 1,903 | 2,110 | 2,036 | 2,212 | 1,941 | 6,504 | 8,120 | 8,299 | 8,465 |
| YoY, 매출액 | 42% | 67% | 109% | 45% | 71% | 50% | 30% | 89% | 27% | 66% | 57% | 54% |
| 에너지사업부 | 53% | 121% | 234% | 100% | 146% | 85% | 43% | 157% | 60% | 128% | 96% | 73% |
| 양극재 | 76% | 149% | 277% | 109% | 162% | 93% | 50% | 182% | 93% | 154% | 107% | 75% |
| 음극재 | -14% | 9% | 60% | 56% | 51% | 21% | -20% | -12% | -4% | 24% | 5% | 37% |
| 기초소재 | 33% | 26% | 16% | 7% | 2% | 2% | 2% | 2% | 10% | 20% | 2% | 2% |
| 내화물 | 31% | 35% | 14% | 25% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 26% | 1% | 1% |
| 라임케미칼 | 48% | 30% | 26% | 2% | 3% | 2% | 2% | 2% | 17% | 25% | 2% | 2% |
| 매출비중 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 에너지사업부 | 48% | 58% | 68% | 56% | 69% | 71% | 75% | 77% | 43% | 59% | 73% | 82% |
| 양극재 | 41% | 52% | 62% | 49% | 63% | 67% | 71% | 73% | 34% | 52% | 69% | 78% |
| 음극재 | 7% | 6% | 6% | 7% | 6% | 5% | 4% | 3% | 9% | 7% | 4% | 4% |
| 기초소재 | 52% | 42% | 32% | 44% | 31% | 29% | 25% | 23% | 57% | 41% | 27% | 18% |
| 내화물 | 21% | 17% | 11% | 19% | 13% | 12% | 9% | 10% | 22% | 17% | 11% | 7% |
| 라임케미칼 | 31% | 25% | 21% | 24% | 19% | 17% | 16% | 13% | 33% | 25% | 16% | 11% |
| 영업이익 | 255 | 552 | 818 | 33 | 203 | 637 | 1,003 | 956 | 1,217 | 1,659 | 2,800 | 5,718 |
| 에너지사업부 | 134 | 403 | 778 | 191 | 167 | 534 | 901 | 887 | 388 | 1,506 | 2,489 | 5,049 |
| 양극재 | 112 | 378 | 724 | 188 | 194 | 523 | 873 | 867 | 206 | 1,402 | 2,457 | 4,846 |
| 음극재 | 22 | 25 | 54 | 3 | -27 | 11 | 27 | 20 | 182 | 104 | 31 | 203 |
| 기초소재 | 122 | 149 | 40 | -158 | 36 | 103 | 103 | 69 | 828 | 153 | 311 | 668 |
| 영업이익률 | 4% | 7% | 8% | 0% | 2% | 5% | 7% | 6% | 6% | 5% | 5% | 7% |
| 에너지사업부 | 4% | 9% | 11% | 4% | 2% | 6% | 9% | 8% | 5% | 8% | 7% | 8% |
| 양극재 | 4% | 9% | 11% | 5% | 3% | 7% | 9% | 8% | 3% | 8% | 7% | 8% |
| 음극재 | 5% | 5% | 8% | 1% | -4% | 2% | 5% | 4% | 10% | 5% | 1% | 6% |
| 기초소재 | 4% | 4% | 1% | -5% | 1% | 3% | 3% | 2% | 7% | 1% | 2% | 5% |

자료: SK 증권 추정

기업개요

투자포인트

| 항목 | 리스트 | 내용 |
|--------|-----|--|
| 핵심 경쟁력 | | 국내 대표 종합 배터리 소재사 |
| 투자포인트 | 1 | 한국 대표하는 양극재 & 음극재 기업 |
| | 2 | 그룹사 역량 기반으로 광물-가공-원소재 일원화 생산 구축 가능 |
| | 3 | 안정적인 고객사 포트폴리오 |
| 리스크 | 1 | 동시다발적 증설에 따른 초기 생산 정상화 불확실성 |
| | 2 | 자본조달 필요 (대규모 설비투자 & 매출 급증에 따른 운전자본 확충) |

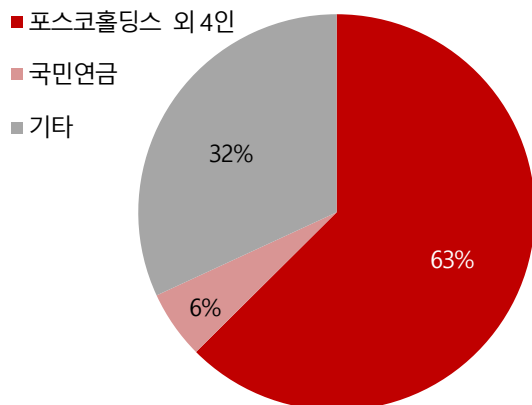
자료: SK 증권

포스코퓨처엠, 주요 재무제표 및 투자지표

| | 분기 | | | | | 연 | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 20 | 21 | 22 | 23E |
| 현금및현금성자산(억원) | 604 | 1,764 | 3,319 | 2,814 | 3,022 | 1,217 | 723 | 2,814 | 3,554 |
| 순차입금(억원) | 2,383 | 4,356 | 4,986 | 6,686 | 12,956 | 5,304 | -2,491 | 6,686 | 19,494 |
| 유동비율(%) | 304 | 223 | 208 | 211 | 220 | 367 | 328 | 211 | - |
| 자기자본비율(%) | 62 | 56 | 56 | 57 | 50 | 49 | 62 | 57 | - |
| 부채비율(%) | 61 | 78 | 79 | 75 | 101 | 104 | 61 | 75 | - |
| 차입금비율(%) | 48 | 60 | 63 | 56 | 74 | 82 | 45 | 56 | 108 |
| 순차입금비율(%) | 10 | 17 | 18 | 25 | 48 | 52 | -10 | 25 | 63 |

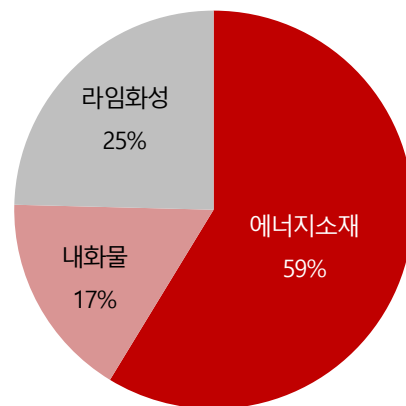
자료: Quantwise, SK 증권

포스코퓨처엠, 주주현황



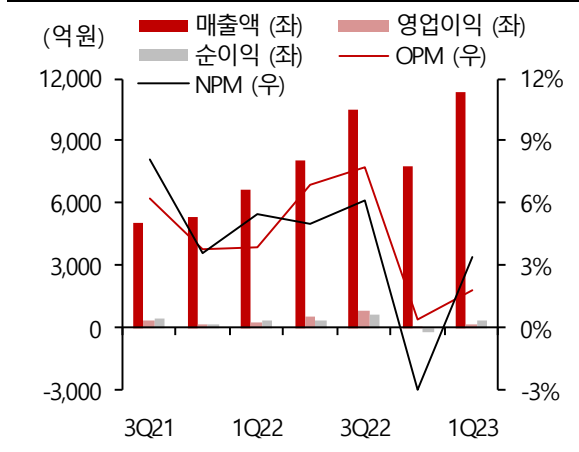
자료: Dart, SK 증권

포스코퓨처엠, 사업부문별 매출액 비중



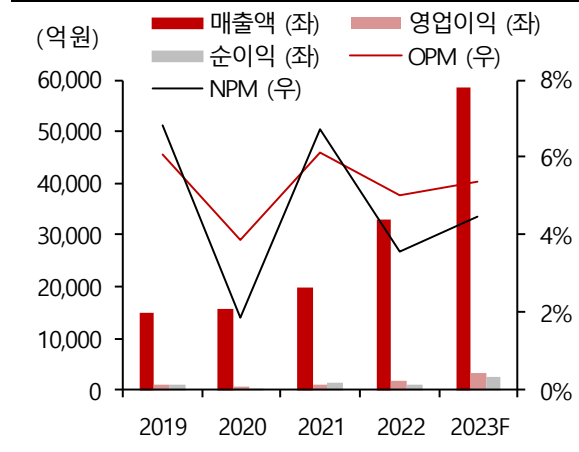
자료: Dart, SK 증권

포스코퓨처엠, 분기실적 추이



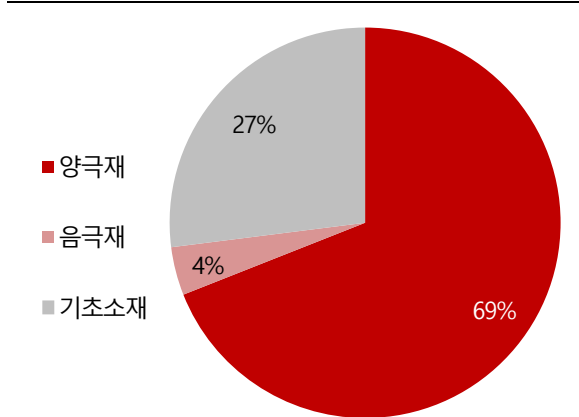
자료 : Quantwise, SK 증권

포스코퓨처엠, 연간실적 추이



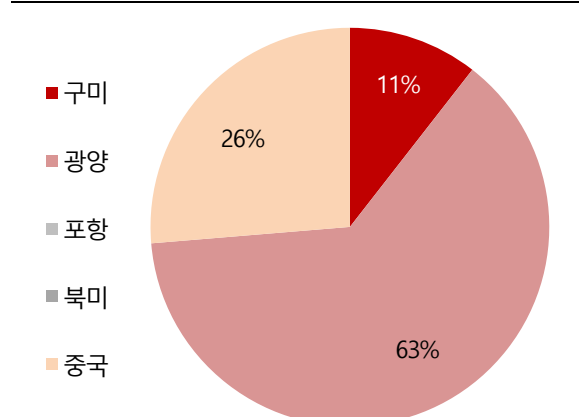
자료 : Quantwise, SK 증권

포스코퓨처엠, 제품별 매출 비중(2023년)



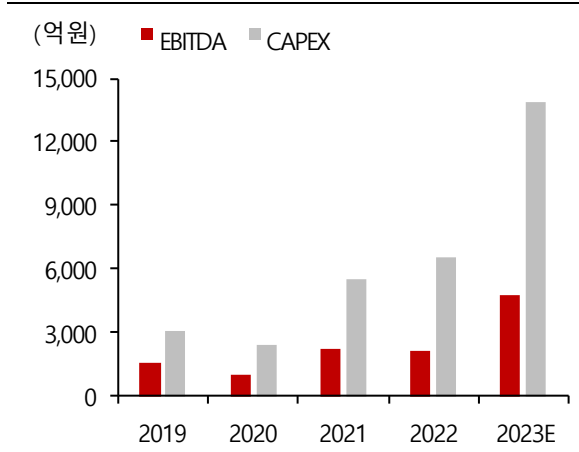
자료 : SK 증권

포스코퓨처엠, 양극재 지역별 캐파 비중(2023년 연말 예상)



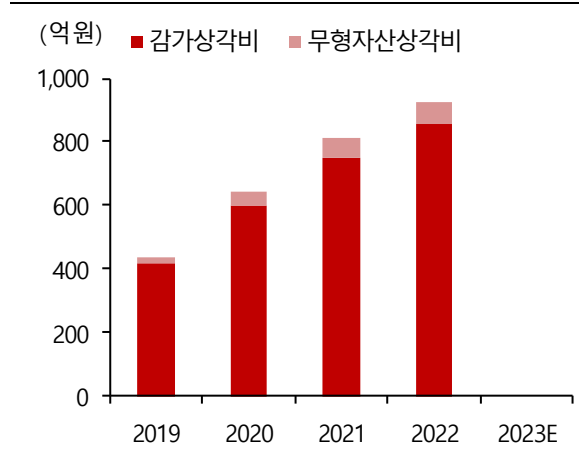
자료 : SK 증권

포스코퓨처엠, EBITDA vs CAPEX 추이



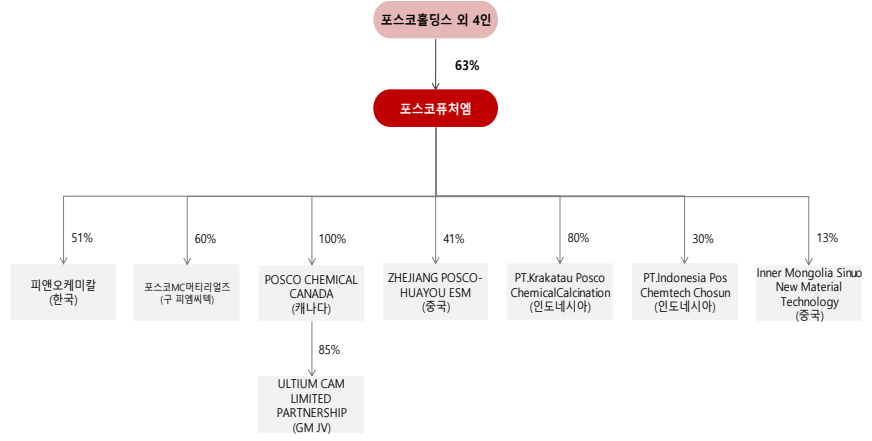
자료 : Quantwise, SK 증권

포스코퓨처엠, 유무형상각비 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

기업 지배구조도



자료: Dart, SK 증권

연결대상/지분법대상 관계기업

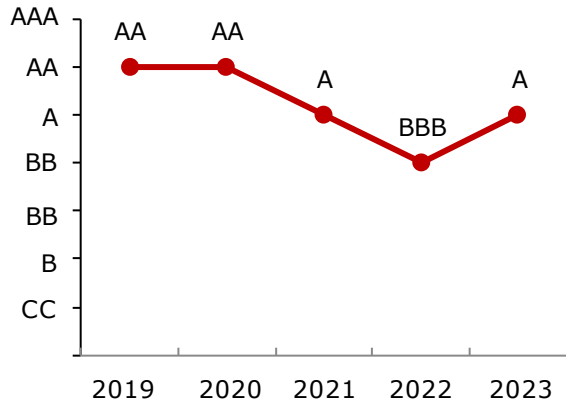
(단위: 억원)

| 대상 | 회사명 | 지분율(%) | 소재지 | 매출액 | 순이익 | 자산 |
|-----|--|--------|-------|-------|------|-------|
| 연결 | PT.Krakatau Posco Chemical Calcination | 80 | 인도네시아 | 313 | 40 | 463 |
| 연결 | Zhangjiagang Pohang Refractories | 51 | 중국 | 168 | 3 | 51 |
| 연결 | (주)피앤오케이미칼 | 51 | 한국 | 131 | -151 | 1,843 |
| 연결 | ZHEJIANG POSCO-HUAYOU ESM(절강포화) | 41 | 중국 | 2,128 | 175 | 2,303 |
| 연결 | POSCO CHEMICAL CANADA INC. | 100 | 캐나다 | - | 1 | 817 |
| 연결 | ULTIUM CAM GP INC. | 85 | 캐나다 | - | - | - |
| 연결 | ULTIUM CAM LIMITED PARTNERSHIP | 85 | 캐나다 | - | -5 | 450 |
| 지분법 | PT.Indonesia Pos Chemtech Chosun Ref | 30 | 인도네시아 | 587 | 23 | 411 |
| 지분법 | PT.Krakatau Pos-chem Dong-suh Chemical | 19 | 인도네시아 | - | - | - |
| 지분법 | (주)포스그린 | 19 | 한국 | - | - | - |
| 지분법 | Qingdao ZhongShuo New Energy Technology | 13 | 중국 | - | - | - |
| 지분법 | Inner Mongolia Sinuo New Material Technology | 13 | 중국 | 1,253 | 153 | 2,296 |
| 지분법 | (주)씨알이노테크 | 19 | 한국 | - | - | - |
| 지분법 | Zhejiang Huayou-Posco ESM(절강화유) | 30 | 중국 | 425 | -35 | 3,057 |
| 지분법 | (주)포스코엠씨머티리얼즈 | 60 | 한국 | 2,522 | 276 | 4,476 |

자료: Dart, SK 증권

ESG 하이라이트

포스코퓨처엠 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|------------------|---------|-----------|-----------|
| 포스코퓨처엠 종합 등급 | A | A- | N/A |
| 환경(Environment) | 42.7 | A | N/A |
| 사회(Social) | 51.9 | A | N/A |
| 지배구조(Governance) | 51.7 | B+ | N/A |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| LG 에너지솔루션 | BBB | N/A | N/A |
| SK 이노베이션 | AA | A- | N/A |
| 에코프로비엠 | AA | N/A | 40.5 |
| 코스모신소재 | A | N/A | N/A |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 포스코퓨처엠 ESG 평가

‘더불어 함께 발전하는 기업시민’이라는 경영이념을 바탕으로 친환경 리더십 주도, 지속가능한 사회공동체조성, 지배구조 선진화를 통한 리얼밸류 실현을 위해 노력 중이다.

자료: SK 증권

포스코퓨처엠 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|------------|-------|------------|----------|
| 2023.04.27 | 녹색채권 | 100,000 | 3.957 |
| 2023.04.27 | 녹색채권 | 200,000 | 3.838 |
| 2023.02.23 | 녹색채권 | 250,000 | 4.007 |
| 2023.02.23 | 녹색채권 | 150,000 | 4.361 |
| 2022.04.14 | 녹색채권 | 100,000 | 3.722 |
| 2022.04.14 | 녹색채권 | 200,000 | 3.587 |

자료: KRX, SK 증권

포스코퓨처엠 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|------------|-------------|---|
| 2023.04.17 | 사회 (Social) | 포스코퓨처엠, 일부 직원에게만 자사주 비밀리 지급... 발설 금지 요구 |
| 2022.11.07 | 사회 (Social) | 협력사에 임원 꺾고 경영 간섭 포스코케미칼 제재 |
| 2022.06.20 | 사회 (Social) | 일방적으로 거래 끊어 협력사 손실 입힌 포스코케미칼 제재 |
| 2021.03.22 | 사회 (Social) | 포스코케미칼, 하청업체 직원 사망사고 관련 임원간부 징징계 |

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 유동자산 | 2,084 | 2,038 | 2,384 | 3,444 | 4,650 |
| 현금및현금성자산 | 72 | 281 | 315 | 1,010 | 1,764 |
| 매출채권 및 기타채권 | 241 | 292 | 583 | 701 | 845 |
| 재고자산 | 441 | 870 | 1,044 | 1,253 | 1,504 |
| 비유동자산 | 1,838 | 2,600 | 4,242 | 6,909 | 9,377 |
| 장기금융자산 | 15 | 37 | 67 | 101 | 154 |
| 유형자산 | 1,459 | 2,098 | 3,672 | 6,298 | 8,704 |
| 무형자산 | 34 | 31 | 27 | 21 | 17 |
| 자산총계 | 3,922 | 4,637 | 6,626 | 10,353 | 14,027 |
| 유동부채 | 635 | 966 | 1,675 | 2,701 | 3,688 |
| 단기금융부채 | 268 | 483 | 789 | 1,365 | 1,659 |
| 매입채무 및 기타채무 | 311 | 398 | 862 | 1,307 | 1,992 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 849 | 1,021 | 2,055 | 4,364 | 6,392 |
| 장기금융부채 | 836 | 1,010 | 2,035 | 4,335 | 6,346 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 1,484 | 1,987 | 3,731 | 7,066 | 10,079 |
| 지배주주지분 | 2,389 | 2,471 | 2,676 | 3,056 | 3,699 |
| 자본금 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 자본잉여금 | 1,453 | 1,455 | 1,456 | 1,456 | 1,456 |
| 기타자본구성요소 | 0 | -17 | -26 | -26 | -26 |
| 자기주식 | 0 | -7 | -7 | -7 | -7 |
| 이익잉여금 | 898 | 1,003 | 1,204 | 1,585 | 2,227 |
| 비지배주주지분 | 49 | 180 | 219 | 230 | 249 |
| 자본총계 | 2,438 | 2,651 | 2,895 | 3,287 | 3,948 |
| 부채와자본총계 | 3,922 | 4,637 | 6,626 | 10,353 | 14,027 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 93 | -97 | 336 | 928 | 1,596 |
| 당기순이익(손실) | 134 | 122 | 235 | 415 | 684 |
| 비현금성항목등 | 101 | 177 | 227 | 550 | 873 |
| 유형자산감가상각비 | 75 | 86 | 170 | 375 | 593 |
| 무형자산상각비 | 6 | 6 | 7 | 6 | 4 |
| 기타 | 20 | 85 | 50 | 170 | 276 |
| 운전자본감소(증가) | -142 | -365 | -42 | 133 | 314 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 41 | -31 | -287 | -119 | -143 |
| 재고자산의감소(증가) | -254 | -403 | -164 | -209 | -251 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 109 | 81 | 397 | 445 | 685 |
| 기타 | -38 | -12 | 13 | 15 | 23 |
| 법인세납부 | 0 | -31 | -68 | -124 | -204 |
| 투자활동현금흐름 | -1,657 | -10 | -1,692 | -3,082 | -3,119 |
| 금융자산의감소(증가) | -1,092 | 723 | 150 | -35 | -53 |
| 유형자산의감소(증가) | -552 | -659 | -1,758 | -3,000 | -3,000 |
| 무형자산의감소(증가) | -10 | -7 | -3 | 0 | 0 |
| 기타 | -4 | -67 | -80 | -47 | -66 |
| 재무활동현금흐름 | 225 | 668 | 1,348 | 2,852 | 2,283 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 0 | -130 | 312 | 576 | 294 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 252 | 829 | 1,041 | 2,299 | 2,012 |
| 자본의증가(감소) | 1,267 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -18 | -23 | 0 | -23 | -23 |
| 기타 | -1,275 | -9 | -5 | -0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | -49 | 209 | 34 | 695 | 754 |
| 기초현금 | 122 | 72 | 281 | 315 | 1,010 |
| 기말현금 | 72 | 281 | 315 | 1,010 | 1,764 |
| FCF | -458 | -757 | -1,422 | -2,072 | -1,404 |

자료 : 포스코퓨처엠, SK증권

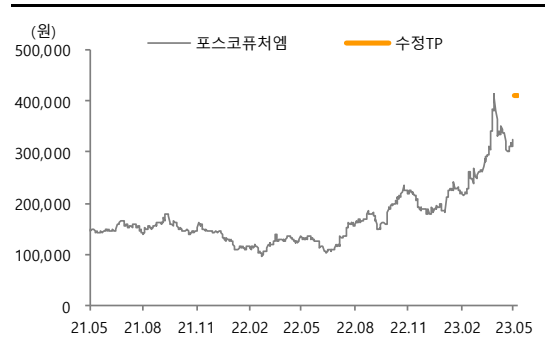
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 1,990 | 3,302 | 5,187 | 7,965 | 11,950 |
| 매출원가 | 1,751 | 2,967 | 4,709 | 7,054 | 10,560 |
| 매출총이익 | 238 | 335 | 477 | 911 | 1,391 |
| 매출총이익률(%) | 12.0 | 10.1 | 9.2 | 11.4 | 11.6 |
| 판매비와 관리비 | 116 | 169 | 197 | 339 | 443 |
| 영업이익 | 122 | 166 | 280 | 572 | 948 |
| 영업이익률(%) | 6.1 | 5.0 | 5.4 | 7.2 | 7.9 |
| 비영업손익 | 24 | -32 | 24 | -33 | -59 |
| 순금융손익 | 8 | 8 | -19 | -46 | -71 |
| 외환관련손익 | 0 | -13 | -9 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 17 | 21 | 12 | 13 | 14 |
| 세전계속사업이익 | 146 | 134 | 304 | 539 | 889 |
| 세전계속사업이익률(%) | 7.3 | 4.1 | 5.9 | 6.8 | 7.4 |
| 계속사업법인세 | 12 | 12 | 69 | 124 | 204 |
| 계속사업이익 | 134 | 122 | 235 | 415 | 684 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 134 | 122 | 235 | 415 | 684 |
| 순이익률(%) | 6.7 | 3.7 | 4.5 | 5.2 | 5.7 |
| 지배주주 | 134 | 118 | 228 | 403 | 666 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 6.7 | 3.6 | 4.4 | 5.1 | 5.6 |
| 비지배주주 | -0 | 4 | 6 | 11 | 18 |
| 총포괄이익 | 141 | 118 | 249 | 415 | 684 |
| 지배주주 | 140 | 120 | 214 | 356 | 587 |
| 비지배주주 | 0 | -3 | 35 | 59 | 97 |
| EBITDA | 203 | 258 | 457 | 952 | 1,545 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 27.0 | 66.0 | 57.1 | 53.6 | 50.0 |
| 영업이익 | 101.9 | 36.3 | 68.8 | 104.2 | 65.7 |
| 세전계속사업이익 | 320.3 | -8.3 | 126.7 | 77.4 | 65.0 |
| EBITDA | 62.7 | 27.3 | 77.1 | 108.3 | 62.3 |
| EPS | 275.9 | -11.8 | 93.2 | 76.6 | 65.0 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 4.5 | 2.8 | 4.2 | 4.9 | 5.6 |
| ROE | 7.9 | 4.9 | 8.9 | 14.1 | 19.7 |
| EBITDA마진 | 10.2 | 7.8 | 8.8 | 12.0 | 12.9 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 328.4 | 211.0 | 142.3 | 127.5 | 126.1 |
| 부채비율 | 60.9 | 75.0 | 128.9 | 215.0 | 255.3 |
| 순차입금/자기자본 | -10.5 | 25.3 | 71.7 | 128.4 | 144.9 |
| EBITDA/이자비용(배) | 22.0 | 22.3 | 15.5 | 16.4 | 17.7 |
| 배당성향 | 17.3 | 19.6 | 10.2 | 5.8 | 3.5 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,732 | 1,527 | 2,950 | 5,209 | 8,594 |
| BPS | 30,845 | 31,992 | 34,637 | 39,546 | 47,840 |
| CFPS | 2,780 | 2,718 | 5,238 | 10,122 | 16,311 |
| 주당 현금배당금 | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 83.1 | 117.9 | 105.4 | 59.7 | 36.2 |
| PBR | 4.7 | 5.6 | 9.0 | 7.9 | 6.5 |
| PCR | 51.8 | 66.2 | 59.4 | 30.7 | 19.1 |
| EV/EBITDA | 54.0 | 57.3 | 57.7 | 30.0 | 19.5 |
| 배당수익률 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|----------|--------------|--------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2023.05.23 | 매수 | 410,000원 | 6개월 | | |



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 92.90% | 중립 | 7.10% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

SK COMPANY Analysis



Analyst
박형우

hyungwou@sk.com.kr
02-3773-9035

Company Data

| | |
|-------|-----------|
| 자본금 | 31 십억원 |
| 발행주식수 | 3,065 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 1,000 원 |
| 시가총액 | 5,370 십억원 |

주요주주

| | |
|-----------|--------|
| 코스모화학(외7) | 29.26% |
| 국민연금공단 | 7.17% |
| 외국인지분율 | 8.24% |
| 배당수익률 | 0.0% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(23/05/19) | 175,200 원 |
| KOSPI | 2,537.79 pt |
| 52주 Beta | 1.23 |
| 52주 최고가 | 193,100 원 |
| 52주 최저가 | 45,200 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 155 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -2.8% | -1.3% |
| 6개월 | 188.2% | 177.6% |
| 12개월 | 224.4% | 231.4% |

코스모신소재 (005070/KS | 매수(신규) | T.P 225,000 원(신규))

실적 성장률은 후발업체가 가장 높다

2023년: 양극재 수요 증가 & 기능성 필름 주문 회복

중장기 증설 계획: 현재, 2 만톤 → 미래, 15~20 만톤 계획

고정비 규모가 작은 회사가 경험할 가파른 실적 개선 가능성 주목

목표주가 225,000 원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

2023년: 양극재 수요 증가 & 기능성 필름 주문 회복

2Q23 영업이익은 87 억원(-20%, 이하 YoY)로 전망된다. 전분기 대비 소폭의 수익성 향상을 기대한다. 경쟁사들과 비교해서 외형이 작아 상대적으로 크게 체감되지 않으나 전년대비로는 실적 개선세가 가장 가파른 배터리 소재사 중 한 곳이다. MLCC 용 공정 소재인 기능성필름도 주문 회복 동향이 감지된다. 23년, 24년, 25년 영업이익은 각각 335 억원(+3%), 718 억원(+114%), 1,348 억원(+88%)로 예상된다. 국내 배터리 3사 모두를 고객사로 납품 확대를 준비하고 있다.

중장기 증설 계획: 현재 2 만톤 → 미래 15~20 만톤

공급 확대를 위해 대규모 증설을 준비 중이다. 충주에 여유 부지를 보유하고 있어 경쟁사들 대비 동일 캐파당 투자 필요 금액은 절반 수준이다. 양극재 Capa 는 현재 2 만톤 → 24년, 3 만톤 → 25년 6.5 만톤 → 26년 10 만톤 확보를 계획 중이다. 중장기적으로는 15~20 만톤까지의 증설을 고려하고 있다. 증설과 생산성 안정에 성공한다면 국내 소재 업체들 중에서 높은 실적 성장률이 기대된다.

목표주가 225,000 원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

27년 EPS 에 글로벌 2 차전지 제조사 평균 PER 33 배를 반영해 산출했다. 목표주가는 23E PER 255 배, 25E 63 배, 30E 19 배다. 향후 대규모 Capa 증설에 필요할 투자자본 마련은 부담이다. 그러나 산업의 성장 사이클에서는 고정비 규모가 작은 회사일수록 가파른 실적 개선을 경험한다. 후발 주자의 성장률과 실적 레버리지 효과를 주목한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 204 | 306 | 486 | 815 | 1,179 | 2,002 |
| yoy | % | -16.3 | 49.8 | 58.7 | 67.8 | 44.7 | 69.7 |
| 영업이익 | 십억원 | 12 | 22 | 32 | 34 | 72 | 135 |
| yoy | % | -443.5 | 75.2 | 49.0 | 3.2 | 114.3 | 87.7 |
| EBITDA | 십억원 | 23 | 35 | 48 | 54 | 104 | 182 |
| 세전이익 | 십억원 | 8 | 22 | 36 | 34 | 74 | 139 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 12 | 18 | 28 | 27 | 58 | 110 |
| 영업이익률% | % | 6.1 | 7.1 | 6.7 | 4.1 | 6.1 | 6.7 |
| EBITDA% | % | 11.5 | 11.4 | 10.0 | 6.6 | 8.8 | 9.1 |
| EPS(계속사업) | 원 | 401 | 598 | 904 | 887 | 1,908 | 3,591 |
| PER | 배 | 49.0 | 77.1 | 57.3 | 197.6 | 91.8 | 48.8 |
| PBR | 배 | 3.2 | 6.8 | 6.3 | 19.3 | 15.9 | 12.0 |
| EV/EBITDA | 배 | 26.9 | 41.6 | 34.2 | 102.9 | 53.7 | 30.7 |
| 배당수익률 | % | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROE | % | 7.2 | 9.4 | 12.1 | 10.3 | 19.0 | 28.1 |
| 순차입금 | 십억원 | 56 | 59 | 68 | 145 | 207 | 213 |
| 부채비율 | % | 104.9 | 69.6 | 79.7 | 124.1 | 150.8 | 177.9 |

밸류에이션 및 실적전망

코스모신소재 목표주가 밸류에이션 분석

| | 2027E | 비고 |
|---------|-----------|----------------------------|
| 목표주가 | 225,000 원 | |
| 27E EPS | 6,819 원 | 2027년 순이익 기준 |
| 목표 PER | 33 배 | 글로벌 2차전지 셀 제조사 Peer 평균 PER |
| 주당가치 | 225,027 원 | |

자료: SK 증권

코스모신소재, 부문별 실적

(단위: 억원)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|---------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 매출액 | 907 | 1,193 | 1,338 | 1,418 | 1,905 | 2,018 | 2,084 | 2,142 | 4,856 | 8,150 | 11,792 |
| 양극활물질 | 481 | 810 | 1,083 | 1,237 | 1,637 | 1,709 | 1,720 | 1,724 | 3,611 | 6,790 | 9,729 |
| 기능성필름 | 371 | 326 | 200 | 112 | 203 | 248 | 304 | 356 | 1,010 | 1,112 | 1,816 |
| 토너 | 54 | 57 | 55 | 69 | 65 | 61 | 60 | 62 | 235 | 248 | 247 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| YoY, 매출액 (%) | 14 | 39 | 74 | 123 | 110 | 69 | 56 | 51 | 59 | 68 | 45 |
| 양극활물질 (%) | 6 | 64 | 169 | 383 | 240 | 111 | 59 | 39 | 125 | 88 | 43 |
| 기능성필름 (%) | 30 | 3 | -36 | -65 | -45 | -24 | 52 | 217 | -19 | 10 | 63 |
| 토너 (%) | 3 | 8 | 1 | 26 | 20 | 6 | 11 | -10 | 10 | 5 | 0 |
| QoQ, 매출액 (%) | 43 | 32 | 12 | 6 | 34 | 6 | 3 | 3 | - | - | - |
| 양극활물질 (%) | 88 | 68 | 34 | 14 | 32 | 4 | 1 | 0 | - | - | - |
| 기능성필름 (%) | 14 | -12 | -38 | -44 | 81 | 22 | 22 | 17 | - | - | - |
| 토너 (%) | 0 | 6 | -5 | 26 | -6 | -6 | 0 | 2 | - | - | - |
| 매출비중 (%) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 양극활물질 (%) | 53 | 68 | 81 | 87 | 86 | 85 | 83 | 80 | 74 | 83 | 83 |
| 기능성필름 (%) | 41 | 27 | 15 | 8 | 11 | 12 | 15 | 17 | 21 | 14 | 15 |
| 토너 (%) | 6 | 5 | 4 | 5 | 3 | 3 | 3 | 3 | 5 | 3 | 2 |
| 영업이익 | 83 | 108 | 108 | 25 | 65 | 87 | 106 | 77 | 325 | 335 | 718 |
| 양극활물질 | 38 | 73 | 87 | 37 | 65 | 85 | 103 | 69 | 235 | 323 | 593 |
| 기능성필름 | 39 | 29 | 16 | -18 | -7 | -5 | -3 | 4 | 67 | -12 | 102 |
| 토너 | 5 | 6 | 5 | 5 | 6 | 6 | 6 | 5 | 22 | 24 | 23 |
| OPM (%) | 9 | 9 | 8 | 2 | 3 | 4 | 5 | 4 | 7 | 4 | 6 |
| 양극활물질 (%) | 8 | 9 | 8 | 3 | 4 | 5 | 6 | 4 | 7 | 5 | 6 |
| 기능성필름 (%) | 11 | 9 | 8 | -16 | -4 | -2 | -1 | 1 | 7 | -1 | 6 |
| 토너 (%) | 10 | 10 | 10 | 8 | 10 | 10 | 10 | 8 | 9 | 10 | 9 |

자료: SK 증권 추정

기업개요

투자포인트

| 항목 | 리스트 | 내용 |
|--------|-----|---------------------------------------|
| 핵심 경쟁력 | | 실적 성장률은 후발업자가 가장 높을 수 있음 |
| 투자포인트 | 1 | 배터리 업체 중 가장 큰 실적 레버리지 효과 |
| | 2 | 과거, 매출처 확보 우려 → 현재, 배터리 3사 모두 고객사로 확보 |
| 리스크 | 1 | 광물 조달처 및 신규 제품군 초기 제조안정성 구축 필요 |
| | 2 | 현 주가에서의 밸류에이션 부담 |
| | 3 | 향후 대규모 Capa 증설에 필요할 투자자본 부담 |

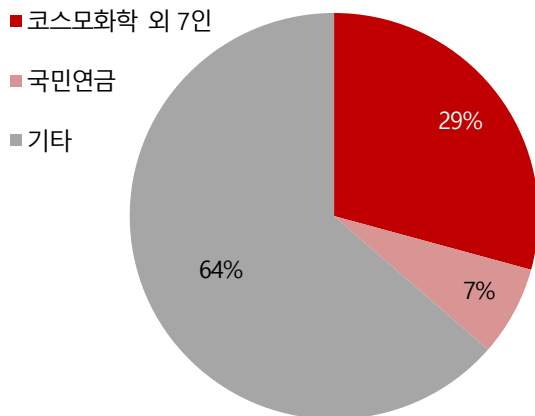
자료: SK 증권

코스모신소재, 주요 재무제표 및 투자지표

| | 분기 | | | | | 연 | | | |
|--------------|------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 20 | 21 | 22 | 23E |
| 현금및현금성자산(억원) | 233 | 70 | 442 | 341 | 532 | 224 | 200 | 341 | - |
| 순차입금(억원) | 783 | 1,127 | 530 | 681 | 552 | 614 | 655 | 681 | - |
| 유동비율(%) | 154 | 145 | 153 | 139 | 121 | 104 | 145 | 139 | - |
| 자기자본비율(%) | 54 | 56 | 58 | 56 | 47 | 49 | 59 | 56 | - |
| 부채비율(%) | 87 | 80 | 73 | 80 | 114 | 105 | 70 | 80 | - |
| 차입금비율(%) | 47 | 50 | 39 | 44 | 51 | 47 | 43 | 44 | - |
| 순차입금비율(%) | 37 | 47 | 21 | 27 | 22 | 35 | 32 | 27 | - |

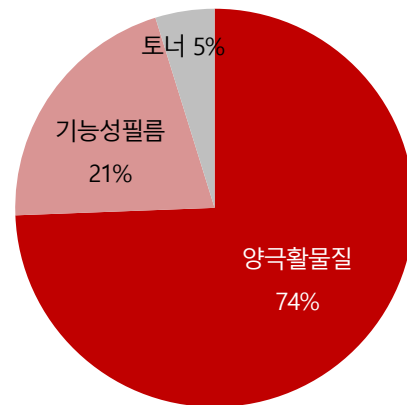
자료: Quantwise, SK 증권

코스모신소재, 주주현황



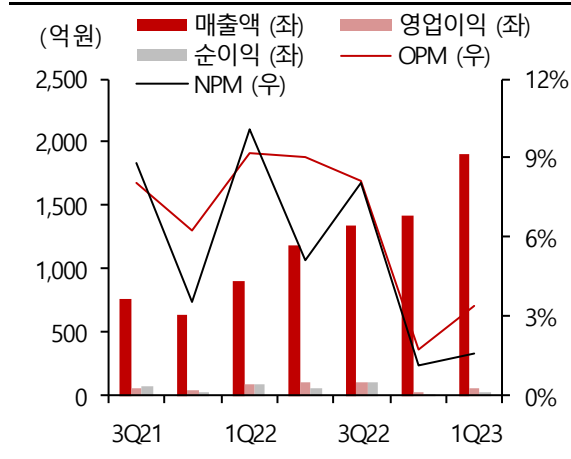
자료: Dart, SK 증권

코스모신소재, 사업부문별 매출액 비중



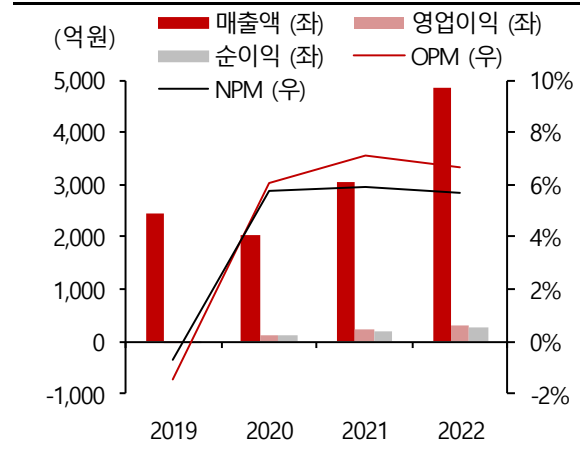
자료: Dart, SK 증권

코스모신소재, 분기실적 추이



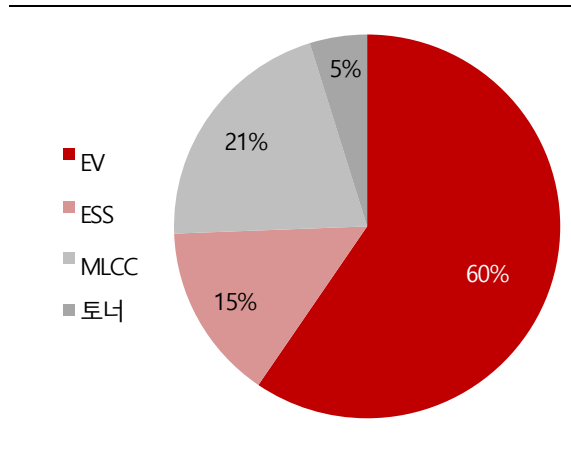
자료: Quantwise, SK 증권

코스모신소재, 연간실적 추이



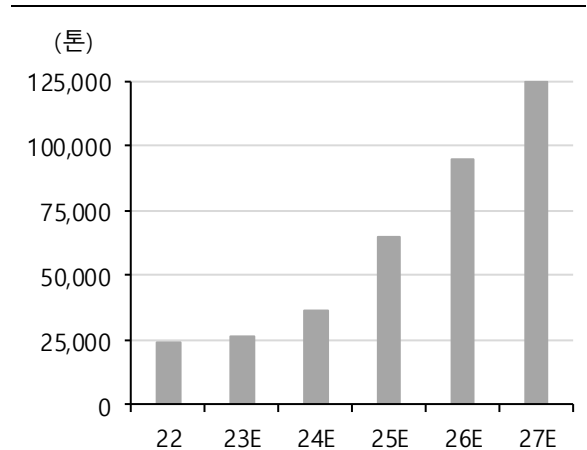
자료: Quantwise, SK 증권

코스모신소재, 어플리케이션별 매출 비중(2023년)



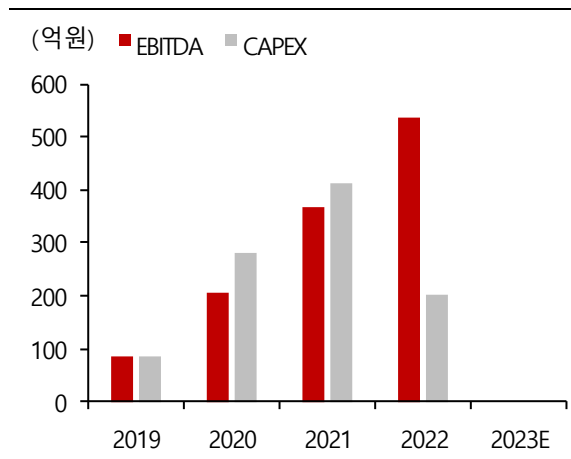
자료: Quantwise, SK 증권

코스모신소재, Capa 전망



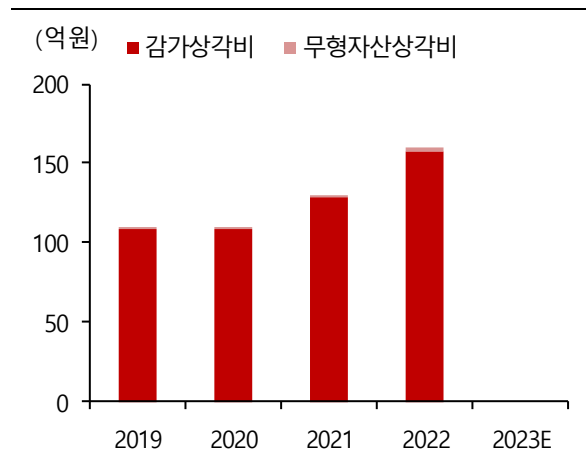
자료: Quantwise, SK 증권

코스모신소재, EBITDA vs CAPEX 추이



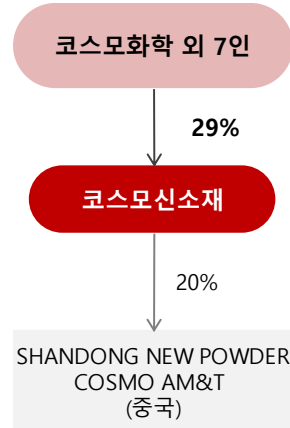
자료: Quantwise, SK 증권

코스모신소재, 유무형상각비 추이



자료: Quantwise, SK 증권

기업 지배구조도



자료: Dart, SK 증권

연결대상/지분법대상 관계기업

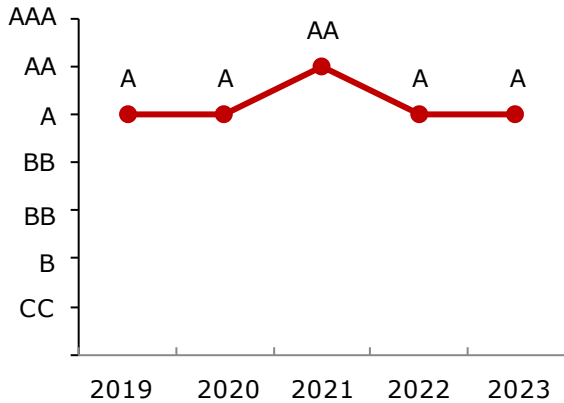
(단위: 억원)

| 대상 | 회사명 | 지분율 (%) | 소재지 | 매출액 | 순이익 | 자산 |
|-----|--------------------------------|---------|-----|-----|-----|-----|
| 지분법 | SHANDONG NEW POWDER COSMO AM&T | 20 | 중국 | 453 | 3 | 430 |

자료: Dart, SK 증권

ESG 하이라이트

코스모신소재 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---------------------------|------------|------------|-------------|
| 코스모신소재 종합 등급 | A | N/A | N/A |
| 환경(Environment) | 52.5 | N/A | N/A |
| 사회(Social) | 45.5 | N/A | N/A |
| 지배구조(Governance) | 54.0 | N/A | N/A |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| LG 에너지솔루션 | BBB | N/A | N/A |
| SK 이노베이션 | AA | A- | N/A |
| 에코프로비엠 | AA | N/A | 40.5 |
| 포스코퓨처엠 | A | A- | N/A |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 코스모신소재 ESG 평가

'세계에서 제일 깨끗한 명품공장'을 만들겠다는 비전과 '친환경소재 기업을 통한 사업다각화'를 목표를 가지고 있다. 친환경 정책을 통해 공장 환경개선과 신기술 접목을 통한 '탄소중립 2050' 정책에 부응하는 에너지절약형 시스템 구축을 위해 노력 중이다.

자료: SK 증권

코스모신소재 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|-----|-------|---------------|-------------|
| N/A | N/A | N/A | N/A |

자료: KRX, SK 증권

코스모신소재 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|-----|-------|-----|
| N/A | N/A | N/A |

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 119 | 209 | 299 | 407 | 658 |
| 현금및현금성자산 | 20 | 34 | 43 | 63 | 173 |
| 매출채권 및 기타채권 | 32 | 118 | 146 | 184 | 242 |
| 재고자산 | 49 | 48 | 63 | 94 | 142 |
| 비유동자산 | 229 | 242 | 325 | 439 | 584 |
| 장기금융자산 | 2 | 2 | 2 | 4 | 7 |
| 유형자산 | 223 | 233 | 311 | 419 | 552 |
| 무형자산 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 |
| 자산총계 | 348 | 451 | 624 | 845 | 1,242 |
| 유동부채 | 82 | 151 | 295 | 445 | 705 |
| 단기금융부채 | 45 | 76 | 185 | 271 | 397 |
| 매입채무 및 기타채무 | 30 | 64 | 106 | 168 | 299 |
| 단기충당부채 | 1 | 1 | 2 | 3 | 5 |
| 비유동부채 | 61 | 49 | 51 | 63 | 90 |
| 장기금융부채 | 44 | 34 | 28 | 28 | 28 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 부채총계 | 143 | 200 | 346 | 508 | 795 |
| 지배주주지분 | 205 | 251 | 278 | 337 | 447 |
| 자본금 | 30 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 자본잉여금 | 121 | 135 | 135 | 135 | 135 |
| 기타자본구성요소 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 자기주식 | -0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 28 | 58 | 86 | 144 | 254 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 205 | 251 | 278 | 337 | 447 |
| 부채외자본총계 | 348 | 451 | 624 | 845 | 1,242 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 4 | -33 | 42 | 98 | 214 |
| 당기순이익(손실) | 18 | 28 | 27 | 58 | 110 |
| 비현금성항목등 | 19 | 23 | 34 | 56 | 87 |
| 유형자산감가상각비 | 13 | 16 | 20 | 32 | 47 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 6 | 7 | 14 | 24 | 40 |
| 운전자본감소(증가) | -14 | -54 | -3 | 7 | 57 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 12 | -81 | -35 | -38 | -57 |
| 재고자산의감소(증가) | -18 | -8 | -8 | -31 | -47 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -13 | 31 | 35 | 62 | 131 |
| 기타 | 5 | 4 | 5 | 14 | 30 |
| 법인세납부 | -1 | -2 | -9 | -16 | -29 |
| 투자활동현금흐름 | -43 | -19 | -118 | -150 | -202 |
| 금융자산의감소(증가) | -4 | 3 | -16 | -5 | -9 |
| 유형자산의감소(증가) | -41 | -20 | -98 | -140 | -180 |
| 무형자산의감소(증가) | 0 | -0 | -1 | 0 | 0 |
| 기타 | 2 | -2 | -3 | -6 | -12 |
| 재무활동현금흐름 | 14 | 31 | 101 | 86 | 126 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -14 | 21 | 102 | 86 | 126 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 29 | 13 | -0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 15 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -16 | -17 | -1 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | -2 | 14 | 9 | 20 | 110 |
| 기초현금 | 22 | 20 | 34 | 43 | 63 |
| 기말현금 | 20 | 34 | 43 | 63 | 173 |
| FCF | -37 | -54 | -57 | -42 | 34 |

자료 : 코스모신소재, SK증권

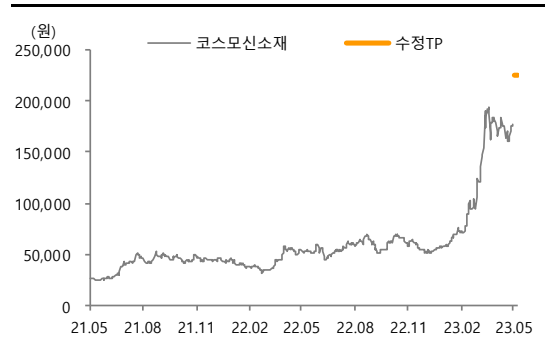
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 306 | 486 | 815 | 1,179 | 2,002 |
| 매출원가 | 266 | 431 | 745 | 1,039 | 1,759 |
| 매출총이익 | 40 | 55 | 70 | 140 | 242 |
| 매출총이익률(%) | 13.1 | 11.2 | 8.5 | 11.9 | 12.1 |
| 판매비와 관리비 | 18 | 22 | 36 | 69 | 107 |
| 영업이익 | 22 | 32 | 34 | 72 | 135 |
| 영업이익률(%) | 7.1 | 6.7 | 4.1 | 6.1 | 6.7 |
| 비영업손익 | 1 | 3 | 1 | 2 | 5 |
| 순금융손익 | -1 | -2 | -5 | -9 | -11 |
| 외환관련손익 | 1 | 3 | -2 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | -0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 22 | 36 | 34 | 74 | 139 |
| 세전계속사업이익률(%) | 7.3 | 7.3 | 4.2 | 6.3 | 7.0 |
| 계속사업법인세 | 4 | 8 | 7 | 16 | 29 |
| 계속사업이익 | 18 | 28 | 27 | 58 | 110 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 18 | 28 | 27 | 58 | 110 |
| 순이익률(%) | 5.9 | 5.7 | 3.3 | 5.0 | 5.5 |
| 지배주주 | 18 | 28 | 27 | 58 | 110 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 5.9 | 5.7 | 3.3 | 5.0 | 5.5 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 18 | 31 | 27 | 58 | 110 |
| 지배주주 | 18 | 31 | 27 | 58 | 110 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 35 | 48 | 54 | 104 | 182 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 49.8 | 58.7 | 67.8 | 44.7 | 69.7 |
| 영업이익 | 75.2 | 49.0 | 3.2 | 114.3 | 87.7 |
| 세전계속사업이익 | 178.2 | 58.8 | -3.3 | 115.3 | 88.3 |
| EBITDA | 48.5 | 39.0 | 10.8 | 93.6 | 75.2 |
| EPS | 49.1 | 51.1 | -1.9 | 115.2 | 88.3 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 5.1 | 6.9 | 5.1 | 8.0 | 10.5 |
| ROE | 9.4 | 12.1 | 10.3 | 19.0 | 28.1 |
| EBITDA마진 | 11.4 | 10.0 | 6.6 | 8.8 | 9.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 144.8 | 138.5 | 101.5 | 91.4 | 93.4 |
| 부채비율 | 69.6 | 79.7 | 124.1 | 150.8 | 177.9 |
| 순차입금/자기자본 | 28.7 | 27.1 | 52.2 | 61.4 | 47.7 |
| EBITDA/이자비용(배) | 17.1 | 16.8 | 8.0 | 10.3 | 12.7 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 598 | 904 | 887 | 1,908 | 3,591 |
| BPS | 6,835 | 8,202 | 9,085 | 10,992 | 14,584 |
| CFPS | 1,032 | 1,424 | 1,543 | 2,952 | 5,127 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 77.1 | 57.3 | 197.6 | 91.8 | 48.8 |
| PBR | 6.8 | 6.3 | 19.3 | 15.9 | 12.0 |
| PCR | 44.7 | 36.4 | 113.5 | 59.4 | 34.2 |
| EV/EBITDA | 41.6 | 34.2 | 102.9 | 53.7 | 30.7 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|----------|--------------|--------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.05.23 | 매수 | 225,000원 | 6개월 | | |



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 92.90% | 중립 | 7.10% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

SK COMPANY Analysis



Analyst
박형우

hyungwoo@sk.com.kr
02-3773-9035

Company Data

| | |
|-------|-----------|
| 자본금 | 71 십억원 |
| 발행주식수 | 7,130 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 1,000 원 |
| 시가총액 | 5,875 십억원 |

주요주주

| | |
|-------------|--------|
| SK이노베이션(외4) | 61.20% |
| 국민연금공단 | 5.01% |
| 외국인지분율 | 6.99% |
| 배당수익률 | 0.0% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(23/05/19) | 82,400 원 |
| KOSPI | 2,537.79 pt |
| 52주 Beta | 2.15 |
| 52주 최고가 | 126,000 원 |
| 52주 최저가 | 48,050 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 62 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -9.0% | -7.6% |
| 6개월 | 33.5% | 28.6% |
| 12개월 | -31.0% | -29.6% |

SK 아이이테크놀로지 (361610/KS | 매수(신규) | T.P 107,000 원(신규))

15년 경력의 한국 분리막 대표 기업

2023년: 분리막, 저점 확인 & 반등 시작

증장기 증설 계획 : 현재 15억 m² → 미래 40억 m²

분리막은 미래에 다른 소재들 대비 더 높은 성장률로 부각될 것

목표주가 107,000 원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

2023년: 분리막, 저점 확인 & 반등 시작

2Q23 영업손익은 -19 억원(적자지속, 이하 YoY)로 전망된다. 지난 분기에 흑자전환에 성공한 분리막은 소폭이나마 수익성 개선이 (OPM, 1Q23 1.3% → 2Q 2.0%) 지속될 전망이다. 폴더블용 특수 필름 사업은 개발비용으로 적자가 지속된다.

23년과 24년 영업이익은 각각 87 억원(흑자전환), 1,598 억원(+1,733%)으로 예상된다. 올해 중순 이후 메인터넌스 투자 이후 점진적인 실적 개선이 시작될 것으로 기대한다. 특수 필름의 사업화는 이번 실적 추정에서는 가정하지 않았다.

증장기 증설 계획 : 현재 15억 m² → 미래 40억 m²

공급 확대를 위해 대규모 증설을 준비 중이다. 분리막 Capa 는 22년 15억 m² → 23년 19억 m² → 24년 27억 m² → 25년 40억 m² 확보를 계획 중이다. 증장기적으로는 추가 증설이 유력하다. 위 투자 계획에는 현재 다수의 고객사들과 논의 중인 장기공급계약을 위한 Capa가 반영돼 있지 않다. 양극재 산업에 이어 분리막 산업도 고객사들의 장기 공급계약 요청이 늘고 있다. 공급자 우위 시장의 반증이다.

목표주가 107,000 원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

26년 EPS 에 글로벌 2 차전지 제조사 평균 PER 33 배를 반영해 산출했다. 목표주가는 23E PER 68 배, 25E 38 배, 30E 20 배다. 배터리 소재 중 분리막 성장 사이클은 아직 시작되지 않았다. 양극재에 비해 현지화 수요도 후순위다. 역설적으로 분리막은 다른 소재들 대비 미래에 더 높은 성장률로 부각될 수 있다. 동사는 국내외 경쟁사들 대비 더 높은 수율을 유지하고 있다. 성장 사이클에서 생산력 우위로 작용할 것이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|-------|--------|--------|---------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 469 | 604 | 586 | 748 | 1,541 | 2,108 |
| yoy | % | 78.4 | 28.7 | -3.0 | 27.7 | 106.0 | 36.8 |
| 영업이익 | 십억원 | 125 | 89 | -52 | 9 | 160 | 271 |
| yoy | % | 55.4 | -28.8 | -158.6 | -116.7 | 1,733.4 | 69.8 |
| EBITDA | 십억원 | 197 | 207 | 104 | 198 | 402 | 569 |
| 세전이익 | 십억원 | 129 | 112 | -35 | 13 | 148 | 252 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 88 | 95 | -30 | 12 | 117 | 199 |
| 영업이익률% | % | 26.7 | 14.8 | -8.9 | 1.2 | 10.4 | 12.9 |
| EBITDA% | % | 41.9 | 34.3 | 17.7 | 26.4 | 26.1 | 27.0 |
| EPS(계속사업) | 원 | 1,405 | 1,337 | -416 | 168 | 1,644 | 2,788 |
| PER | 배 | 0.0 | 125.6 | -127.3 | 491.5 | 50.1 | 29.6 |
| PBR | 배 | 0.0 | 5.4 | 1.7 | 2.7 | 2.6 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 배 | 0.8 | 56.9 | 41.0 | 34.3 | 17.2 | 12.7 |
| 배당수익률 | % | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROE | % | 11.0 | 5.6 | -1.4 | 0.5 | 5.2 | 8.3 |
| 순차입금 | 십억원 | 151 | -212 | 475 | 895 | 1,025 | 1,363 |
| 부채비율 | % | 64.8 | 43.7 | 60.8 | 77.5 | 101.5 | 110.9 |

밸류에이션 및 실적전망

SK 아이이테크놀로지 목표주가 밸류에이션 분석

| | 2026E | 비고 |
|---------|-----------|----------------------------|
| 목표주가 | 107,000 원 | |
| 26E EPS | 3,240 원 | 2026년 순이익 기준 |
| 목표 PER | 33 배 | 글로벌 2차전지 셀 제조사 Peer 평균 PER |
| 주당가치 | 106,920 원 | |

자료: SK 증권

SK 아이이테크놀로지, 부문별 실적

(단위: 억원)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 매출액 | 1,342 | 1,389 | 1,353 | 1,774 | 1,430 | 1,720 | 1,860 | 2,470 | 6,038 | 5,858 | 7,480 | 15,411 |
| LiBS 사업 | 1,342 | 1,389 | 1,345 | 1,771 | 1,428 | 1,719 | 1,854 | 2,467 | 5,995 | 5,847 | 7,468 | 15,398 |
| 신규 사업 | 1 | 1 | 6 | 3 | 2 | 1 | 6 | 3 | 4 | 11 | 13 | 13 |
| YoY, 매출액 | -4% | -10% | -11% | 13% | 7% | 24% | 38% | 39% | 29% | -3% | 28% | 106% |
| LiBS 사업 | -3% | -11% | -12% | 15% | 6% | 24% | 38% | 39% | 28% | -2% | 28% | 106% |
| 신규 사업 | 0% | 0% | 500% | 200% | 100% | 5% | 5% | 5% | -85% | 175% | 14% | 5% |
| QoQ, 매출액 | -15% | 3% | -3% | 31% | -19% | 20% | 8% | 33% | - | - | - | - |
| LiBS 사업 | -13% | 4% | -3% | 32% | -19% | 20% | 8% | 33% | - | - | - | - |
| 신규 사업 | 0% | 0% | 500% | -50% | -33% | -48% | 500% | -50% | - | - | - | - |
| 매출비중 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| LiBS 사업 | 100% | 100% | 99% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 99% | 100% | 100% | 100% |
| 신규 사업 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 영업이익 | -76 | -124 | -220 | -103 | -37 | -19 | 22 | 121 | 892 | -523 | 87 | 1,598 |
| LiBS 사업 | 13 | -2 | -137 | -52 | 18 | 34 | 74 | 173 | 1,264 | -178 | 299 | 1,801 |
| 신규 사업 | -89 | -122 | -83 | -51 | -55 | -53 | -52 | -52 | -370 | -345 | -212 | -203 |
| OPM | -6% | -9% | -16% | -6% | -3% | -1% | 1% | 5% | 15% | -9% | 1% | 10% |
| LiBS 사업 | 1% | 0% | -10% | -3% | 1% | 2% | 4% | 7% | 21% | -3% | 4% | 12% |
| 신규 사업 | -8900% | -12200% | -1383% | -1700% | -2750% | -5048% | -833% | -1649% | -9250% | -3136% | -1699% | -1544% |

자료: SK 증권 추정

기업개요

투자포인트

| 항목 | 리스트 | 내용 |
|--------|-----|---|
| 핵심 경쟁력 | | 15년 경력의 국내 분리막 대표 기업 |
| 투자포인트 | 1 | 아직 시작되지 않은 분리막 사이클. 향후 배터리 소재 중에서 더 부각될 것 |
| | 2 | 양극재에 이어 분리막도 장기공급 계약 시작 동향 |
| | 3 | 국내외 경쟁사들 대비 높은 수율 (생산력 우수) |
| 리스크 | 1 | 양극재에 비해 후순위인 현지화 수요 |
| | 2 | 현재의 밸류에이션 부담 |

자료: SK 증권

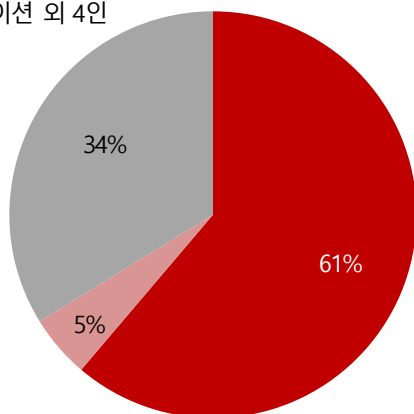
SK 아이이테크놀로지, 주요 재무제표 및 투자지표

| | 분기 | | | | | 연 | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|-------|-------|
| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 20 | 21 | 22 | 23E |
| 현금및현금성자산(억원) | 4,284 | 1,959 | 5,884 | 4,627 | - | 2,082 | 2,357 | 4,627 | 3,967 |
| 순차입금(억원) | -793 | 1,061 | 3,513 | 4,824 | - | 1,508 | -2,050 | 4,824 | 9,357 |
| 유동비율(%) | 212 | 177 | 171 | 189 | 92 | 208 | 247 | 189 | - |
| 자기자본비율(%) | 68 | 68 | 60 | 62 | 64 | 61 | 70 | 62 | - |
| 부채비율(%) | 46 | 48 | 68 | 61 | 57 | 65 | 44 | 61 | - |
| 차입금비율(%) | 36 | 37 | 53 | 47 | - | 43 | 35 | 47 | 73 |
| 순차입금비율(%) | -4 | 5 | 16 | 22 | - | 12 | -9 | 22 | 43 |

자료: Quantwise, SK 증권

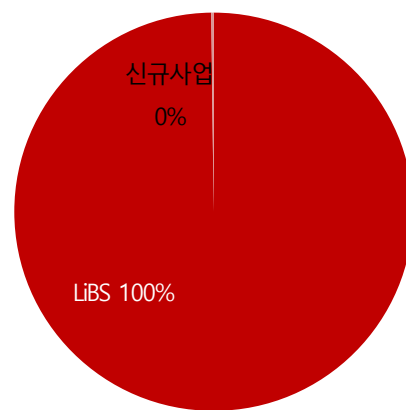
SK 아이이테크놀로지, 주주현황

- SK이노베이션 외 4인
- 국민연금
- 기타



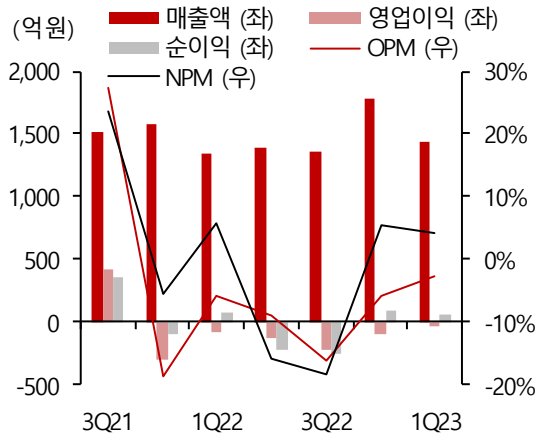
자료: Dart, SK 증권

SK 아이이테크놀로지, 사업부문별 매출액 비중



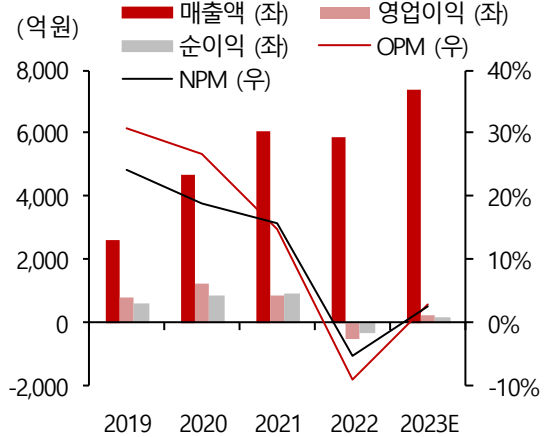
자료: Dart, SK 증권

SK 아이이테크놀로지, 분기실적 추이



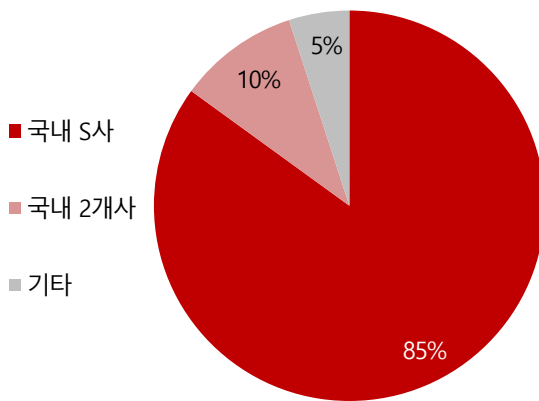
자료 : Quantwise, SK 증권

SK 아이이테크놀로지, 연간실적 추이



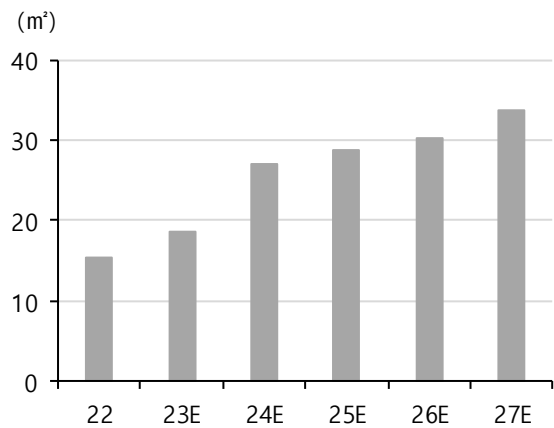
자료 : Quantwise, SK 증권

SK 아이이테크놀로지, 고객사별 매출 비중(2023년)



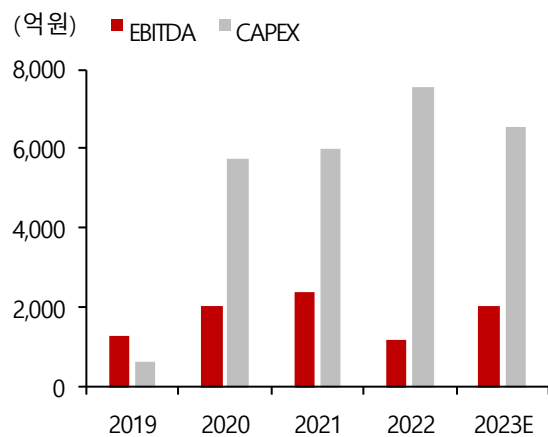
자료 : SK 증권

SK 아이이테크놀로지, 분리막 Capa 전망



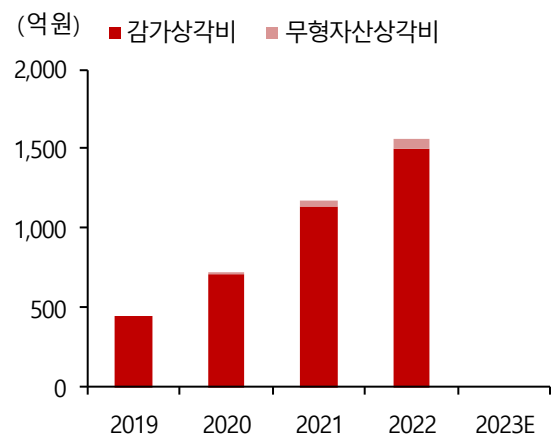
자료 : SK 증권

SK 아이이테크놀로지, EBITDA vs CAPEX 추이



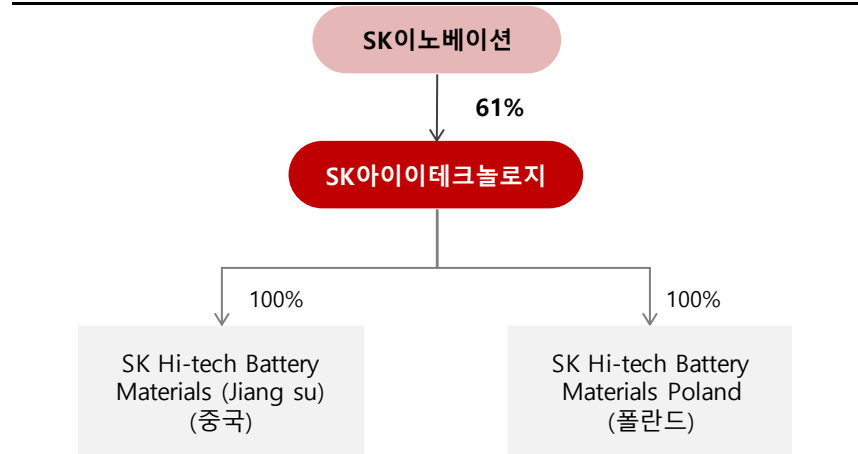
자료 : Quantwise, SK 증권

SK 아이이테크놀로지, 유무형상각비 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

기업 지배구조도



자료: Dart, SK 증권

연결대상/지분법대상 관계기업

(단위: 억원)

| 대상 | 회사명 | 지분율 (%) | 소재지 | 매출액 | 순이익 | 자산 |
|----|---|---------|-----|-------|-----|--------|
| 연결 | SK hi-tech battery materials (Jiang su) | 100 | 중국 | 3,072 | 658 | 8,703 |
| 연결 | SK hi-tech battery materials Poland | 100 | 폴란드 | 1,392 | 121 | 17,701 |

자료: Dart, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,239 | 853 | 721 | 960 | 1,039 |
| 현금및현금성자산 | 236 | 463 | 301 | 446 | 444 |
| 매출채권 및 기타채권 | 123 | 139 | 169 | 216 | 256 |
| 재고자산 | 92 | 113 | 135 | 162 | 195 |
| 비유동자산 | 1,945 | 2,644 | 3,161 | 3,683 | 4,239 |
| 장기금융자산 | 18 | 10 | 15 | 28 | 32 |
| 유형자산 | 1,886 | 2,561 | 3,076 | 3,587 | 4,141 |
| 무형자산 | 17 | 12 | 8 | 5 | 3 |
| 자산총계 | 3,185 | 3,497 | 3,882 | 4,643 | 5,278 |
| 유동부채 | 501 | 452 | 638 | 1,052 | 1,211 |
| 단기금융부채 | 307 | 163 | 239 | 290 | 353 |
| 매입채무 및 기타채무 | 104 | 183 | 380 | 734 | 829 |
| 단기충당부채 | 0 | 1 | 2 | 4 | 4 |
| 비유동부채 | 467 | 870 | 1,058 | 1,288 | 1,565 |
| 장기금융부채 | 466 | 869 | 1,056 | 1,283 | 1,560 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 968 | 1,323 | 1,696 | 2,339 | 2,775 |
| 지배주주지분 | 2,216 | 2,175 | 2,187 | 2,304 | 2,503 |
| 자본금 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 |
| 자본잉여금 | 1,897 | 1,897 | 1,897 | 1,897 | 1,897 |
| 기타자본구성요소 | -8 | -7 | -7 | -7 | -7 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 247 | 217 | 229 | 346 | 545 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 2,216 | 2,175 | 2,187 | 2,304 | 2,503 |
| 부채외자본총계 | 3,185 | 3,497 | 3,882 | 4,643 | 5,278 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 120 | 29 | 258 | 650 | 520 |
| 당기순이익(손실) | 95 | -30 | 12 | 117 | 199 |
| 비현금성항목등 | 132 | 152 | 196 | 283 | 362 |
| 유형자산감가상각비 | 114 | 150 | 185 | 239 | 296 |
| 무형자산상각비 | 4 | 5 | 4 | 3 | 2 |
| 기타 | 15 | -4 | 8 | 41 | 64 |
| 운전자본감소(증가) | -51 | -69 | 57 | 291 | 24 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -36 | -26 | -30 | -47 | -41 |
| 재고자산의감소(증가) | -58 | -19 | -23 | -27 | -32 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 15 | 14 | 107 | 354 | 94 |
| 기타 | 28 | -38 | 3 | 10 | 3 |
| 법인세납부 | -57 | -26 | -1 | -31 | -53 |
| 투자활동현금흐름 | -1,184 | -61 | -710 | -768 | -858 |
| 금융자산의감소(증가) | -597 | 668 | -4 | -4 | -4 |
| 유형자산의감소(증가) | -599 | -752 | -700 | -750 | -850 |
| 무형자산의감소(증가) | -4 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 16 | 24 | -6 | -14 | -4 |
| 재무활동현금흐름 | 207 | 418 | 263 | 279 | 339 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -7 | 25 | 76 | 51 | 63 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 233 | 424 | 187 | 228 | 277 |
| 자본의증가(감소) | 887 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -906 | -31 | 0 | -0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 27 | 227 | -161 | 145 | -3 |
| 기초현금 | 208 | 236 | 463 | 301 | 446 |
| 기말현금 | 236 | 463 | 301 | 446 | 444 |
| FCF | -479 | -723 | -442 | -100 | -330 |

자료 : SK아이이테크놀로지,

포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 604 | 586 | 748 | 1,541 | 2,108 |
| 매출원가 | 412 | 529 | 666 | 1,342 | 1,826 |
| 매출총이익 | 192 | 57 | 82 | 199 | 282 |
| 매출총이익률(%) | 31.8 | 9.7 | 10.9 | 12.9 | 13.4 |
| 판매비와 관리비 | 103 | 109 | 73 | 39 | 11 |
| 영업이익 | 89 | -52 | 9 | 160 | 271 |
| 영업이익률(%) | 14.8 | -8.9 | 1.2 | 10.4 | 12.9 |
| 비영업손익 | 22 | 18 | 5 | -11 | -20 |
| 순금융손익 | -8 | 2 | -6 | -10 | -11 |
| 외환관련손익 | 20 | -15 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 112 | -35 | 13 | 148 | 252 |
| 세전계속사업이익률(%) | 18.5 | -5.9 | 1.8 | 9.6 | 11.9 |
| 계속사업법인세 | 16 | -5 | 1 | 31 | 53 |
| 계속사업이익 | 95 | -30 | 12 | 117 | 199 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 95 | -30 | 12 | 117 | 199 |
| 순이익률(%) | 15.8 | -5.1 | 1.6 | 7.6 | 9.4 |
| 지배주주 | 95 | -30 | 12 | 117 | 199 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 15.8 | -5.1 | 1.6 | 7.6 | 9.4 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 121 | -42 | 12 | 117 | 199 |
| 지배주주 | 121 | -42 | 12 | 117 | 199 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 207 | 104 | 198 | 402 | 569 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 28.7 | -3.0 | 27.7 | 106.0 | 36.8 |
| 영업이익 | -28.8 | 적전 | 흑전 | 1,733.4 | 69.8 |
| 세전계속사업이익 | -13.6 | 적전 | 흑전 | 1,017.1 | 69.6 |
| EBITDA | 5.2 | -49.9 | 90.6 | 103.4 | 41.6 |
| EPS | -4.8 | 적전 | 흑전 | 880.6 | 69.6 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 3.7 | -0.9 | 0.3 | 2.7 | 4.0 |
| ROE | 5.6 | -1.4 | 0.5 | 5.2 | 8.3 |
| EBITDA마진 | 34.3 | 17.7 | 26.4 | 26.1 | 27.0 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 247.4 | 188.6 | 113.1 | 91.3 | 85.9 |
| 부채비율 | 43.7 | 60.8 | 77.5 | 101.5 | 110.9 |
| 순차입금/자기자본 | -9.6 | 21.8 | 40.9 | 44.5 | 54.5 |
| EBITDA/이자비용(배) | 13.1 | 5.0 | 8.7 | 14.3 | 16.7 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,337 | -416 | 168 | 1,644 | 2,788 |
| BPS | 31,084 | 30,501 | 30,669 | 32,313 | 35,101 |
| CFPS | 2,988 | 1,771 | 2,816 | 5,038 | 6,965 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 125.6 | -127.3 | 491.5 | 50.1 | 29.6 |
| PBR | 5.4 | 1.7 | 2.7 | 2.6 | 2.3 |
| PCR | 56.2 | 29.9 | 29.3 | 16.4 | 11.8 |
| EV/EBITDA | 56.9 | 41.0 | 34.3 | 17.2 | 12.7 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 | 과리율 | |
|------------|------|----------|------|--------|-------------|
| | | | 대상시점 | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2023.05.23 | 매수 | 107,000원 | 6개월 | | |



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 92.90% | 중립 | 7.10% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

SK COMPANY Analysis



Analyst
박형우

hyungwoo@sksec.co.kr
02-3773-9035

Company Data

| | |
|----------------|-----------|
| 자본금 | 5 십억원 |
| 발행주식수 | 3,511 만주 |
| 자사주 | 1 만주 |
| 액면가 | 100 원 |
| 시가총액 | 1,315 십억원 |
| 주요주주 | |
| 스카이라이프(주) | 53.27% |
| 트래디지인베스트먼트(외1) | |
| 국민연금공단 | 6.22% |
| 외국인지분율 | 5.99% |
| 배당수익률 | 0.3% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(23/05/19) | 37,450 원 |
| KOSPI | 2,537.79 pt |
| 52주 Beta | 1.7 |
| 52주 최고가 | 67,600 원 |
| 52주 최저가 | 28,250 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 14 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -18.1% | -16.8% |
| 6개월 | -5.2% | -8.7% |
| 12개월 | -44.6% | -43.4% |

솔루스첨단소재 (336370/KS | 매수(신규) | T.P 48,000 원(신규))

현지화: 해외 진출 교두보 확보

분기 흑자전환은 4Q23. 연간으로는 2024년

중장기 증설 계획 : 현재 1.5 만톤 → 미래 15 만톤

24 년의 핵심변수는 전력비 정상화와 신규 Capa 안정화

목표주가 48,000 원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

분기 흑자전환은 4Q23. 연간으로는 2024년

2 분기 영업손익은 -132 억원(적자지속, 이하 YoY)로 전망된다. 동박은 전방 기관의 저점 확인으로 흑자전환이 예상되고, 전지박은 적자 축소가 예상된다. 당초 예상과 비교해서는 수익성 개선이 더디다. 전력비의 하락이 지연되고 있기 때문이다.

23 년과 24 년 영업이익은 각각 -365 억원(적자지속), 388 억원(흑자전환)으로 예상된다. 분기 흑자전환 시점은 4Q23 으로 가정한다. 24 년 실적 개선 흐름의 핵심변수는 전력비 정상화와 헝가리, 캐나다에서 증설되는 Capa 의 안정화 여부다.

중장기 증설 계획 : 현재 1.5 만톤 → 미래 15 만톤

대규모 증설을 준비 중이다. 헝가리와 캐나다 공장을 교두보로 유럽과 북미 고객사들로 공급 계획이다. 이미 부지 및 공장에 필요한 투자는 지출을 완료했다. 향후 Capa 증설에 필요한 투자자본 마련 부담은 상대적으로 작다. 동사는 전지박(록셈부르크 동박 제외) Capa 로 현재 1.5 만톤 → 24 년 5 만톤 → 25 년 8.6 만톤 → 중장기적으로 15 만톤 확보를 목표로 하고 있다. 증설이 가시화되는 24 년부터 급격한 실적 개선이 전망된다.

목표주가 48,000 원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

27년 EPS 에 과거 저점 PER 36 배를 반영해 산출했다. 목표주가는 24E PER 421 배, 25E 211 배, 30E 21 배다. 동사는 동박/전지박 사업 자회사에 대해 상대적으로 낮은 지배력을 가지고 있다. (지분율 54%) 그러나 주력제품인 전지박 Capa 는 향후 5 년간 10 배 규모로 성장이 기대된다. 국내 배터리 소재 서플라이체인에서 매출 성장률이 가장 높은 기업 중 한 곳이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|--------|-------|----------|-------|--------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 290 | 380 | 461 | 547 | 679 | 873 |
| yoy | % | 314.5 | 31.1 | 21.3 | 18.5 | 24.2 | 28.6 |
| 영업이익 | 십억원 | 30 | 5 | -45 | -37 | 39 | 56 |
| yoy | % | 198.5 | -83.5 | -1,003.5 | -19.2 | -206.2 | 44.1 |
| EBITDA | 십억원 | 50 | 41 | 3 | 38 | 136 | 175 |
| 세전이익 | 십억원 | -2 | 4 | -37 | -56 | 9 | 18 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -11 | 12 | -11 | -24 | 4 | 8 |
| 영업이익률% | % | 10.5 | 1.3 | -9.8 | -6.7 | 5.7 | 6.4 |
| EBITDA% | % | 17.3 | 10.7 | 0.6 | 7.0 | 20.1 | 20.0 |
| EPS(계속사업) | 원 | -269 | 351 | -175 | -527 | 84 | 166 |
| PER | 배 | -177.8 | 245.4 | -171.2 | -71.1 | 444.5 | 225.7 |
| PBR | 배 | 6.7 | 11.7 | 2.5 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 배 | 36.5 | 83.7 | 685.9 | 59.6 | 18.2 | 15.2 |
| 배당수익률 | % | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| ROE | % | -5.1 | 4.0 | -2.7 | -4.4 | 0.7 | 1.4 |
| 순차입금 | 십억원 | -50 | 229 | 256 | 505 | 716 | 883 |
| 부채비율 | % | 71.7 | 93.7 | 59.1 | 93.4 | 126.2 | 159.6 |

밸류에이션 및 실적전망

솔루스첨단소재 목표주가 밸류에이션 분석

| | 2027E | 비고 |
|---------|----------|-------------------|
| 목표주가 | 48,000 원 | |
| 27E EPS | 1,339 원 | 2027년 순이익 기준 |
| 목표 PER | 36 배 | 과거 저점 PER (2019년) |
| 주당가치 | 48,224 원 | |

자료: SK 증권

솔루스첨단소재, 부문별 실적

(단위: 억원)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 1,236 | 1,229 | 1,056 | 1,091 | 1,128 | 1,276 | 1,493 | 1,569 | 4,612 | 5,466 | 6,788 |
| 동박 & 전지박 부문 | 819 | 806 | 685 | 621 | 854 | 996 | 1,184 | 1,215 | 2,931 | 4,249 | 5,483 |
| 동박 | 518 | 485 | 403 | 399 | 452 | 471 | 571 | 581 | 1,805 | 2,075 | 2,392 |
| 전지박 | 301 | 321 | 282 | 222 | 402 | 526 | 613 | 634 | 1,126 | 2,174 | 3,091 |
| 첨단소재 부문 | 310 | 295 | 309 | 337 | 274 | 280 | 309 | 354 | 1,251 | 1,217 | 1,305 |
| 바이오사업 부문 | 107 | 128 | 61 | 133 | 0 | 0 | 0 | 0 | 429 | - | - |
| YoY, 매출액 (%) | 39 | 33 | 1 | 15 | -9 | 4 | 41 | 44 | 21 | 19 | 24 |
| 동박 & 전지박 부문 (%) | 41 | 38 | 1 | 8 | 4 | 24 | 73 | 96 | 21 | 45 | 29 |
| 동박 (%) | -4 | -6 | -23 | -13 | -13 | -3 | 42 | 46 | 0 | 0 | 0 |
| 전지박 (%) | 600 | 372 | 88 | 90 | 34 | 64 | 117 | 186 | 0 | 0 | 0 |
| 첨단소재 부문 (%) | 1 | -13 | -16 | -12 | -12 | -5 | 0 | 5 | -11 | -3 | 7 |
| 바이오사업 부문 (%) | 0 | 0 | 0 | 0 | -100 | -100 | 0 | 0 | - | - | - |
| 매출비중 (%) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 동박 & 전지박 부문 (%) | 66 | 66 | 65 | 57 | 76 | 78 | 79 | 77 | 64 | 78 | 81 |
| 동박 (%) | 42 | 39 | 38 | 37 | 40 | 37 | 38 | 37 | 39 | 38 | 35 |
| 전지박 (%) | 24 | 26 | 27 | 20 | 36 | 41 | 41 | 40 | 24 | 40 | 46 |
| 첨단소재 부문 (%) | 25 | 24 | 29 | 31 | 24 | 22 | 21 | 23 | 27 | 22 | 19 |
| 바이오사업 부문 (%) | 9 | 10 | 6 | 12 | 0 | 0 | 0 | 0 | 9 | - | - |
| 영업이익 | -24 | -76 | -196 | -156 | -190 | -132 | -65 | 22 | -452 | -365 | 388 |
| 동박 & 전지박 부문 | -109 | -170 | -266 | -297 | -220 | -166 | -111 | -49 | -842 | -546 | 62 |
| 첨단소재 부문 | 80 | 78 | 87 | 128 | 30 | 34 | 46 | 71 | 373 | 181 | 326 |
| 바이오사업 부문 | 4 | 17 | -17 | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 | 17 | - | - |
| OPM (%) | -2 | -6 | -19 | -14 | -17 | -10 | -4 | 1 | -10 | -7 | 6 |
| 동박 & 전지박 부문 (%) | -13 | -21 | -39 | -48 | -26 | -17 | -9 | -4 | -29 | -13 | 1 |
| 첨단소재 부문 (%) | 26 | 26 | 28 | 38 | 11 | 12 | 15 | 20 | 30 | 15 | 25 |
| 바이오사업 부문 (%) | 4 | 13 | -28 | 10 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | - | - |

자료: SK 증권 추정

기업개요

투자포인트

| 항목 | 리스트 | 내용 |
|--------|-----|--------------------------------------|
| 핵심 경쟁력 | | 해외 진출 기반을 이미 닦아 놓은 배터리 등박 기업 |
| 투자포인트 | 1 | 현지화: 국내 경쟁사들 대비 먼저 유럽과 캐나다에 진출 기반 설립 |
| | 2 | 24년부터 본격적으로 증설 시작 |
| | 3 | 후발 주자의 실적 레버리지 효과 (4Q23 흑자전환 예상) |
| 리스크 | 1 | 해외 공장의 전력비 부담/불확실성 |
| | 2 | (지금까지는) 상대적으로 적은 매출처 |
| | 3 | 상대적으로 낮은 등박/전지박 사업 지배력 (지분율 54%) |

자료: SK 증권

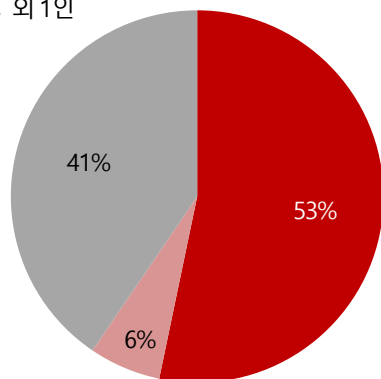
솔루스첨단소재, 주요 재무제표 및 투자지표

| | 분기 | | | | | 연 | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 20 | 21 | 22 | 23E |
| 현금및현금성자산(억원) | 1,034 | 3,822 | 2,490 | 1,628 | 904 | 3,056 | 1,396 | 1,628 | 1,090 |
| 순차입금(억원) | 3,688 | 227 | 1,493 | 1,939 | 3,120 | -504 | 1,655 | 1,939 | 5,828 |
| 유동비율(%) | 99 | 188 | 190 | 120 | 88 | 269 | 135 | 120 | - |
| 자기자본비율(%) | 44 | 61 | 64 | 63 | 59 | 58 | 52 | 63 | - |
| 부채비율(%) | 129 | 64 | 57 | 59 | 68 | 72 | 94 | 59 | - |
| 차입금비율(%) | 91 | 42 | 38 | 39 | 44 | 52 | 58 | 39 | 73 |
| 순차입금비율(%) | 71 | 2 | 14 | 21 | 34 | -10 | 32 | 21 | 61 |

자료: Quantwise, SK 증권

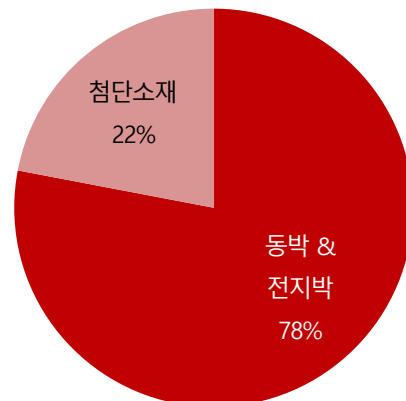
솔루스첨단소재, 주주현황

- 스카이라이프 외 1인
- 국민연금
- 기타



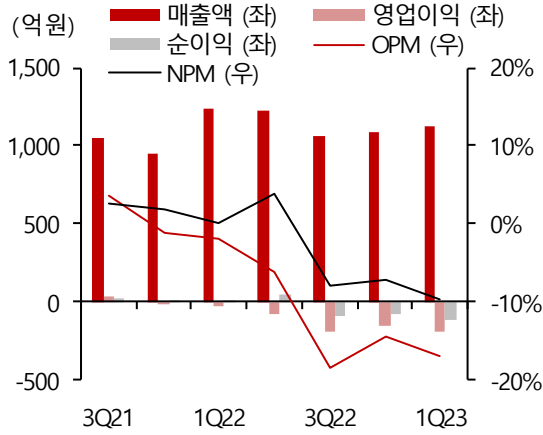
자료 : Dart, SK 증권

솔루스첨단소재, 사업부문별 매출액 비중



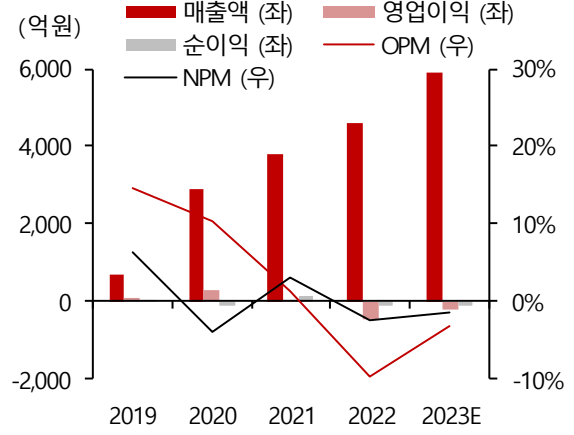
자료 : Dart, SK 증권

솔루스첨단소재, 분기실적 추이



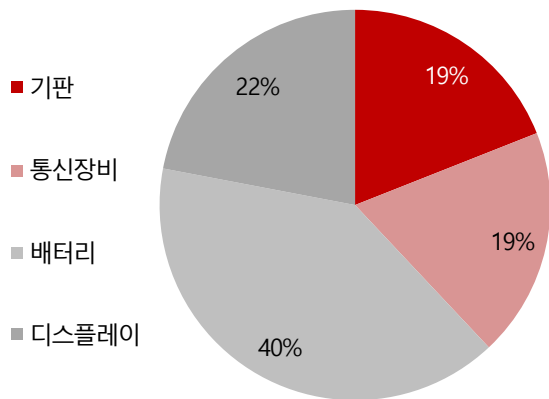
자료 : Quantwise, SK 증권

솔루스첨단소재, 연간실적 추이



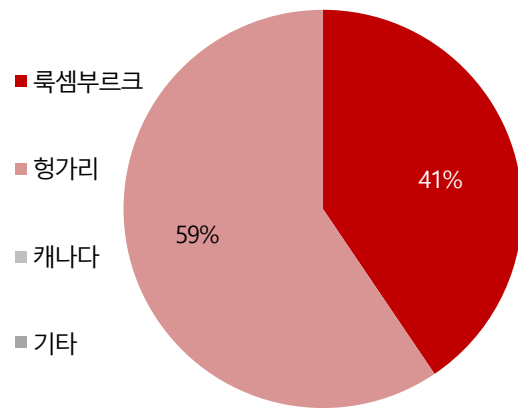
자료 : Quantwise, SK 증권

솔루스첨단소재, 어플리케이션별 매출 비중(2023년)



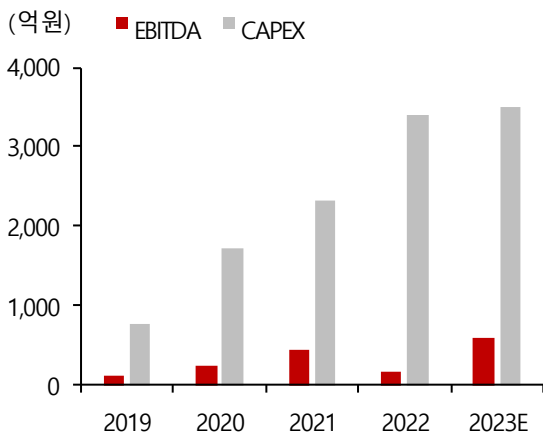
자료 : SK 증권

솔루스첨단소재, 지역별 캐파 비중(2023년 연말 예상)



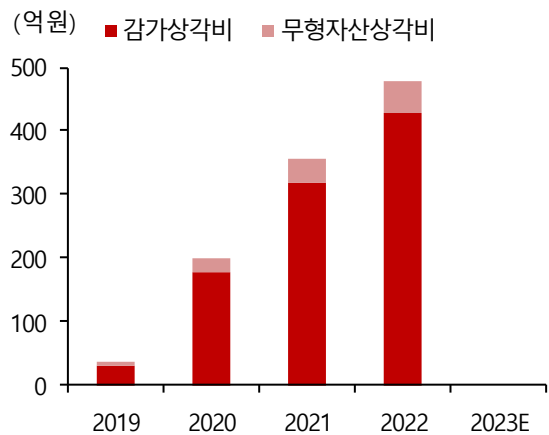
자료 : SK 증권

솔루스첨단소재, EBITDA vs CAPEX 추이



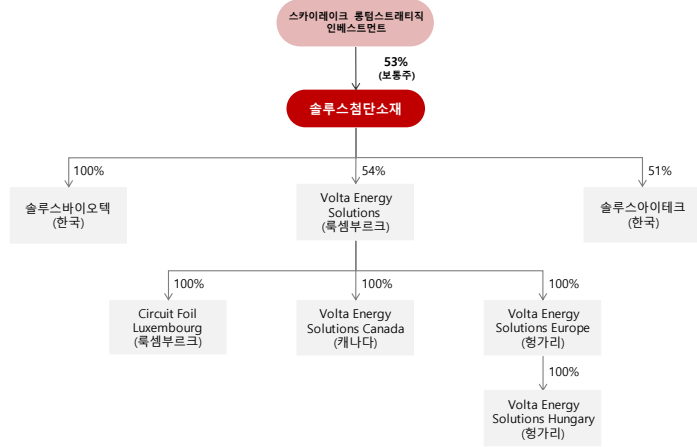
자료: Quantwise, SK 증권

솔루스첨단소재, 유무형상각비 추이



자료: Quantwise, SK 증권

기업 지배구조도



자료: Dart, SK 증권

연결대상/지분법대상 관계기업

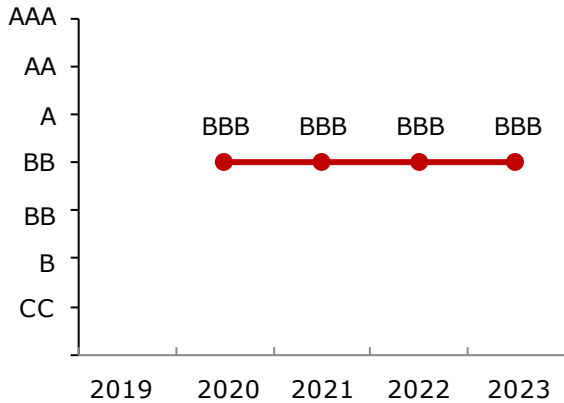
(단위: 억원)

| 대상 | 회사명 | 지분율 (%) | 소재지 | 매출액 | 순이익 | 자산 |
|----|--|---------|-------|-------|------|--------|
| 연결 | Volta Energy Solutions S.a.r.l | 54.31 | 룩셈부르크 | - | 21 | 10,641 |
| 연결 | Circuit Foil Luxembourg S.a.r.l | 100 | 룩셈부르크 | 1,785 | -40 | 2,758 |
| 연결 | Circuit Foil Asia Pacific (Zhangjiagang) | 100 | 중국 | 181 | 3 | 73 |
| 연결 | Circuit Foil Asia Pacific (Hong Kong) | 100 | 중국 | 787 | 6 | 277 |
| 연결 | Circuit Foil Trading Inc. | 100 | 미국 | 111 | 2 | 20 |
| 연결 | Volta Energy Solutions Europe Kft. | 100 | 헝가리 | 1,127 | -9 | 7,413 |
| 연결 | Volta Energy Solutions Hungary Kft. | 100 | 헝가리 | 1,028 | -844 | 8,180 |
| 연결 | 솔루스고신재료 창수 유한공사 | 100 | 중국 | 80 | -33 | 244 |
| 연결 | 솔루스바이오텍 주식회사 | 100 | 한국 | 429 | 11 | 474 |
| 연결 | Volta Energy Solutions Canada Inc. | 100 | 캐나다 | - | -25 | 1,916 |
| 연결 | 솔루스아이테크 주식회사 | 51 | 한국 | - | 0 | 30 |

자료: Dart, SK 증권

ESG 하이라이트

솔루션첨단소재 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---------------------------|------------|------------|-------------|
| 솔루션첨단소재 종합 등급 | BBB | N/A | N/A |
| 환경(Environment) | 13.8 | N/A | N/A |
| 사회(Social) | 45.1 | N/A | N/A |
| 지배구조(Governance) | 56.2 | N/A | N/A |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| LG 에너지솔루션 | BBB | N/A | N/A |
| SK 이노베이션 | AA | A- | N/A |
| 에코프로비엠 | AA | N/A | 40.5 |
| 포스코퓨처엠 | A | A- | N/A |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 솔루션첨단소재 ESG 평가

환경측면 식별, 위험성평가, EHS 기술개발 등을 통한 환경오염방지에 노력을 기울이고, 위험성 감소를 위해 지속적으로 EHS 개선을 추진하고 있다.

자료: SK 증권

솔루션첨단소재 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|-----|-------|---------------|-------------|
| N/A | N/A | N/A | N/A |

자료: KRX, SK 증권

솔루션첨단소재 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|-----|-------|-----|
| N/A | N/A | N/A |

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 394 | 508 | 493 | 580 | 709 |
| 현금및현금성자산 | 140 | 163 | 136 | 190 | 279 |
| 매출채권 및 기타채권 | 84 | 98 | 110 | 123 | 137 |
| 재고자산 | 140 | 172 | 190 | 208 | 229 |
| 비유동자산 | 617 | 953 | 1,231 | 1,445 | 1,644 |
| 장기금융자산 | 0 | 5 | 7 | 8 | 11 |
| 유형자산 | 535 | 865 | 1,135 | 1,351 | 1,550 |
| 무형자산 | 20 | 21 | 16 | 12 | 10 |
| 자산총계 | 1,012 | 1,461 | 1,724 | 2,025 | 2,353 |
| 유동부채 | 293 | 422 | 764 | 947 | 1,224 |
| 단기금융부채 | 180 | 302 | 577 | 729 | 947 |
| 매입채무 및 기타채무 | 85 | 80 | 148 | 177 | 230 |
| 단기충당부채 | 1 | 3 | 5 | 6 | 8 |
| 비유동부채 | 197 | 121 | 69 | 183 | 222 |
| 장기금융부채 | 189 | 118 | 66 | 179 | 217 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 5 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 장기충당부채 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 부채총계 | 489 | 543 | 833 | 1,130 | 1,446 |
| 지배주주지분 | 302 | 545 | 542 | 542 | 546 |
| 자본금 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 295 | 524 | 524 | 524 | 524 |
| 기타자본구성요소 | -25 | -12 | -12 | -12 | -12 |
| 자기주식 | -0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 5 | -11 | -31 | -31 | -27 |
| 비지배주주지분 | 220 | 373 | 350 | 353 | 361 |
| 자본총계 | 522 | 918 | 891 | 895 | 907 |
| 부채와자본총계 | 1,012 | 1,461 | 1,724 | 2,025 | 2,353 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | -39 | -92 | 22 | 106 | 157 |
| 당기순이익(손실) | 0 | -47 | -47 | 7 | 15 |
| 비현금성항목등 | 53 | 53 | 86 | 128 | 159 |
| 유형자산감가상각비 | 32 | 43 | 70 | 94 | 116 |
| 무형자산상각비 | 4 | 5 | 4 | 3 | 3 |
| 기타 | 17 | 5 | 11 | 30 | 40 |
| 운전자본감소(증가) | -83 | -96 | -9 | 1 | 24 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -20 | -10 | -24 | -12 | -15 |
| 재고자산의감소(증가) | -66 | -37 | -23 | -19 | -21 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 24 | -24 | 28 | 29 | 53 |
| 기타 | -20 | -25 | 10 | 3 | 6 |
| 법인세납부 | -10 | -2 | 7 | -2 | -3 |
| 투자활동현금흐름 | -233 | -342 | -329 | -312 | -318 |
| 금융자산의감소(증가) | 0 | -3 | 2 | -0 | -1 |
| 유형자산의감소(증가) | -231 | -340 | -327 | -310 | -315 |
| 무형자산의감소(증가) | -3 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 2 | 4 | -5 | -1 | -2 |
| 재무활동현금흐름 | 261 | 409 | 381 | 261 | 254 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 0 | 0 | 162 | 152 | 219 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 209 | 243 | 225 | 113 | 39 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 229 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -0 | -4 | 0 | -4 | -4 |
| 기타 | 53 | -59 | -6 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | -166 | 23 | -27 | 54 | 89 |
| 기초현금 | 306 | 140 | 163 | 136 | 190 |
| 기말현금 | 140 | 163 | 136 | 190 | 279 |
| FCF | -270 | -432 | -305 | -204 | -158 |

자료 : 솔루스첨단소재, SK증권

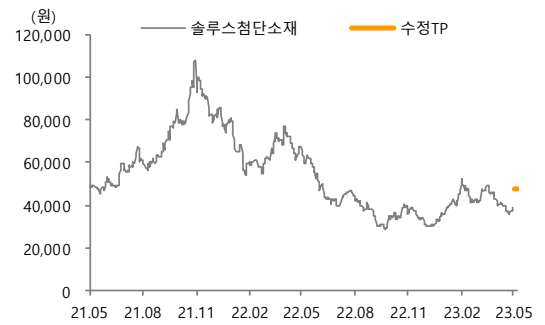
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 380 | 461 | 547 | 679 | 873 |
| 매출원가 | 303 | 416 | 486 | 540 | 693 |
| 매출총이익 | 78 | 45 | 61 | 138 | 180 |
| 매출총이익률(%) | 20.4 | 9.8 | 11.1 | 20.4 | 20.6 |
| 판매비와 관리비 | 73 | 91 | 97 | 100 | 124 |
| 영업이익 | 5 | -45 | -37 | 39 | 56 |
| 영업이익률(%) | 1.3 | -9.8 | -6.7 | 5.7 | 6.4 |
| 비영업손익 | -1 | 8 | -20 | -30 | -38 |
| 순금융손익 | -5 | -7 | -18 | -29 | -37 |
| 외환관련손익 | 10 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 4 | -37 | -56 | 9 | 18 |
| 세전계속사업이익률(%) | 0.9 | -8.0 | -10.3 | 1.3 | 2.1 |
| 계속사업법인세 | 1 | 7 | -9 | 2 | 3 |
| 계속사업이익 | 3 | -44 | -47 | 7 | 15 |
| 중단사업이익 | -3 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 0 | -47 | -47 | 7 | 15 |
| 순이익률(%) | 0.0 | -10.2 | -8.6 | 1.1 | 1.7 |
| 지배주주 | 12 | -11 | -24 | 4 | 8 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 3.1 | -2.5 | -4.4 | 0.6 | 0.9 |
| 비지배주주 | -12 | -36 | -23 | 4 | 7 |
| 총포괄이익 | 39 | -20 | -23 | 7 | 15 |
| 지배주주 | 36 | 5 | -56 | 18 | 36 |
| 비지배주주 | 3 | -25 | 33 | -11 | -21 |
| EBITDA | 41 | 3 | 38 | 136 | 175 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|-------|--------|---------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 31.1 | 21.3 | 18.5 | 24.2 | 28.6 |
| 영업이익 | -83.5 | 적전 | 적지 | 흑전 | 44.1 |
| 세전계속사업이익 | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 96.3 |
| EBITDA | -19.2 | -93.6 | 1,375.2 | 258.2 | 28.1 |
| EPS | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 96.9 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 0.0 | -3.8 | -2.9 | 0.4 | 0.7 |
| ROE | 4.0 | -2.7 | -4.4 | 0.7 | 1.4 |
| EBITDA마진 | 10.7 | 0.6 | 7.0 | 20.1 | 20.0 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 134.8 | 120.3 | 64.6 | 61.3 | 57.9 |
| 부채비율 | 93.7 | 59.1 | 93.4 | 126.2 | 159.6 |
| 순차입금/자기자본 | 43.9 | 27.9 | 56.6 | 79.9 | 97.4 |
| EBITDA/이자비용(배) | 8.5 | 0.3 | 1.7 | 4.3 | 4.0 |
| 배당성향 | 33.4 | -40.1 | -14.6 | 91.7 | 46.5 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 351 | -175 | -527 | 84 | 166 |
| BPS | 7,355 | 11,999 | 11,916 | 11,923 | 12,011 |
| CFPS | 1,154 | 802 | 1,112 | 2,228 | 2,777 |
| 주당 현금배당금 | 96 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 245.4 | -171.2 | -71.1 | 444.5 | 225.7 |
| PBR | 11.7 | 2.5 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| PCR | 74.6 | 37.4 | 33.7 | 16.8 | 13.5 |
| EV/EBITDA | 83.7 | 685.9 | 59.6 | 18.2 | 15.2 |
| 배당수익률 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------------|--------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.05.23 | 매수 | 48,000원 | 6개월 | | |



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 92.90% | 중립 | 7.10% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도현

do.kim@sksec.co.kr

3773-9994

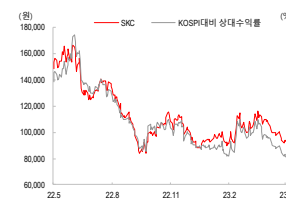
Company Data

| | |
|--------|-----------|
| 자본금 | 189 십억원 |
| 발행주식수 | 3,787 만주 |
| 자사주 | 34 만주 |
| 액면가 | 5,000 원 |
| 시가총액 | 3,639 십억원 |
| 주요주주 | |
| SK(외6) | 40.92% |
| 자사주 | 10.20% |
| 외국인지분율 | 12.06% |
| 배당수익률 | 1.2% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(23/05/19) | 96,100 원 |
| KOSPI | 2,557.08 pt |
| 52주 Beta | 1.59 |
| 52주 최고가 | 166,500 원 |
| 52주 최저가 | 83,900 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 41 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -14.1% | -12.9% |
| 6개월 | -13.8% | -17.0% |
| 12개월 | -38.9% | -37.6% |

SKC (011790/KS | 매수(신규) | T.P 135,000 원(신규))

아픔의 시간은 곧 추억이 될 것이다

- 1H23 업황 부진과 저점 구간을 지나 하반기 실적 성장에 주목해야 할 시점
- 2Q23 매출액 7,447 억원, 영업이익 -3 억원으로 BEP 수준 영업적자 지속 전망
- 화학 업황 부진, 동박 수익성 저하는 2Q23 에도 지속될 것으로 예상되나, 동박사업의 수익성 개선 바탕으로 3Q23 부터 본격적인 실적 개선 전망
- 23 년 동박 매출액 +28.5% YoY, 24 년 +46.8%로 예상, 높은 성장률 지속할 것

1H23 저점을 지나 하반기부터 개선될 실적, 투자이견 '매수' 제시

SKC 투자이견 '매수', 목표주가 135,000 원으로 커버리지를 개시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산정했다. 올해 화학업종의 전반적인 부진은 하반기까지 지속될 것으로 예상되며, 동박사업 역시 국내 전력비 증가에 따른 수익성 악화가 지속될 것으로 전망된다. 하지만, 1Q23 부진했던 동박 출하량은 3 월이후 개선되고 있는 것으로 파악되며, 2Q23 출하량의 점진적 회복에 따라 실적 성장이 예상된다. 또한, 3Q23 말레이시아 공장의 램프업에 따라 수익성 제고가 가능할 전망이며, 24 년 동박사업의 본격적인 실적 가시화가 가능할 것이라는 판단이다.

2Q23 BEP 수준 영업적자 지속 3Q23 부터 실적 개선 가시화 전망

SKC 의 2Q23 매출액은 7,447 억원(+11.3% QoQ, -30.8% YoY), 영업이익 -3 억원(적자 지속 QoQ, 적자전환 YoY)으로 BEP 수준의 영업적자를 지속할 것으로 전망한다. 동박사업 실적은 소폭 개선되었으나, 화학 및 반도체 업황부진에 따라 흑자전환은 어려울 것이라는 판단이다. 하지만, 3Q23 부터 본격적인 실적 개선이 가시화될 것으로 전망되며, 23 년 연간 예상실적은 매출액 3.0 조원(-19.9% YoY), 영업이익 291 억원(-86.8% YoY)이 예상된다.

향후 실적 성장과 신사업 모멘텀이 부각될 것

23 년 비우호적인 업황에 따라 22 년대비 -86.7% YoY 의 감익이 예상되나, 1H23 저점을 지나고 있다는 판단이다. 3Q23 부터 동박사업 수익성 개선이 가능할 전망이며, 연말 화학 업황 턴어라운드까지 고려한다면, 저점의 끝에 다다랐다는 판단이다. 실적 성장에 따른 모멘텀과 아직 가시화되지 않은 실리콘 음극재와 유리기판 등 신사업 모멘텀 또한 남아 있는 시점이다. 투자이견 '매수' 제시한다.

영업실적 및 투자지표

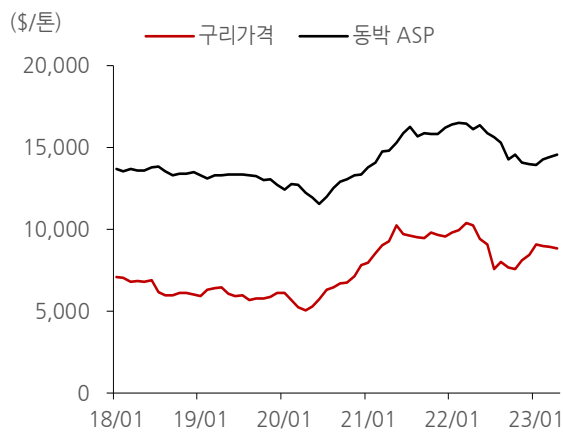
| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 2,466 | 2,264 | 3,139 | 3,042 | 3,657 | 4,320 |
| yoy | % | 4.4 | -8.2 | 38.6 | -3.1 | 20.2 | 18.1 |
| 영업이익 | 십억원 | 202 | 401 | 220 | 29 | 274 | 400 |
| yoy | % | 44.6 | 98.7 | -45.1 | -86.8 | 841.4 | 45.8 |
| EBITDA | 십억원 | 398 | 611 | 473 | 302 | 632 | 838 |
| 세전이익 | 십억원 | 232 | 393 | 159 | 62 | 297 | 423 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 37 | 221 | -68 | 44 | 181 | 247 |
| 영업이익률% | % | 8.2 | 17.7 | 7.0 | 1.0 | 7.5 | 9.3 |
| EBITDA% | % | 16.1 | 27.0 | 15.1 | 9.9 | 17.3 | 19.4 |
| EPS(계속사업) | 원 | 2,996 | 3,852 | 3,289 | 1,154 | 4,783 | 6,517 |
| PER | 배 | 31.4 | 45.3 | 26.9 | 81.0 | 19.5 | 14.3 |
| PBR | 배 | 1.9 | 3.2 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 배 | 14.6 | 14.8 | 12.1 | 23.2 | 12.5 | 10.4 |
| 배당수익률 | % | 1.1 | 0.6 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| ROE | % | 2.2 | 11.6 | -3.7 | 2.5 | 10.0 | 12.5 |
| 순차입금 | 십억원 | 2,159 | 2,162 | 1,844 | 2,926 | 3,803 | 4,580 |
| 부채비율 | % | 182.3 | 170.8 | 185.2 | 216.3 | 245.2 | 264.6 |

1. 투자포인트: 동박은 1H23 이 저점, 지속 성장 예상

1Q23 고객사 재고고정, 전방산업 판매량 부진, SK 온 미국 공장 저율 가동 등에 따른 동박 출하량 부진은 2Q23 점진적으로 정상화될 전망이다. 또한, 3Q23 말레이시아 공장 상업가동 개시 및 램프업에 따른 동박사업 수익성 개선이 가능할 전망이다. 22년 하반기부터 국내 산업용 전력비 인상에 따라 국내 사이트 수익성이 악화된 시점에서 상대적으로 수익성 높은 말레이시아 공장 가동에 따른 동박사업 수익성 제고가 가능할 것으로 판단되기 때문이다. 말레이시아 공장의 경우 인건비, 전력비 등 부담이 국내 사이트에 비해 상대적으로 적어 국내 사이트에 비해 4 배이상의 OPM 을 달성 가능할 것으로 예상된다. 2H24 상업가동 예정된 폴란드 공장의 경우에도 고정 REC 가격을 계약에 반영해 수익성 개선에 기여할 수 있을 것으로 예상된다.

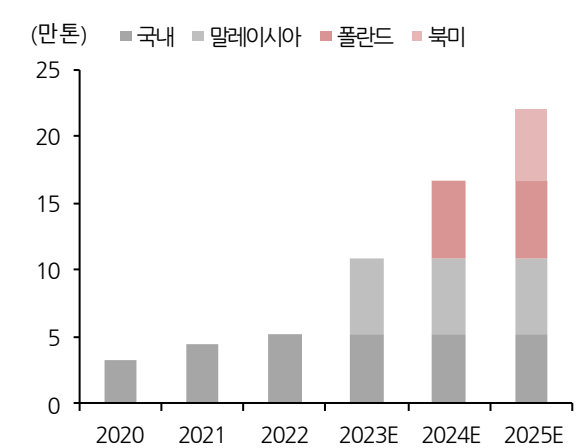
23년 SKC 의 동박 Capa 는 3Q23 말레이시아 공장 증설 완료에 따라 10.9 만톤까지 증가할 것으로 예상된다. 2H24 폴란드 공장 5.5 만톤의 신규가동과 2H25 북미 사이트 신규 증설에 따라 25년 연간 Capa 는 21.9 만톤까지 성장할 전망이다. 이에 따라 SKC 의 동박 매출액은 23년 +28.5% YoY, 24년 +46.8%, 25년 +31.7%로 지속적인 성장을 달성할 것으로 예상되며, 해외사이트의 램프업 및 안정화가 완료됨에 따라 24년 OPM 은 10.6%로 23년 5.6%대비 수익성이 큰 폭으로 개선될 전망이다. 1H23 동박사업 저점 구간을 지나 2H23 턴어라운드, 24년 실적 가시화에 따라 추가적인 모멘텀이 부각될 수 있을 것이라는 판단이다.

구리 가격 및 동박 ASP 추정치 추이



자료: Trass, Bloomberg, SK 증권

SKC 동박 Capa 추이 및 전망



자료: SKC, SK 증권

2. 밸류에이션: 2H23 실적 개선에 따른 모멘텀 유효

SKC에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 135,000 원을 제시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산정했으며, 영업가치 화학 3,785 억원, 2차전지 소재 6.9 조원, 반도체 소재 5,303 억원 등을 반영했다. 동박사업의 경우 실적이 가시화되는 24년 EBITDA를 영업가치 추정에 사용했다.

올해 화학업종의 전반적인 부진은 하반기까지 지속될 것으로 예상되며, SK 넥실리스 역시 국내 전력비 증가에 따른 수익성 악화가 지속될 것으로 전망된다. 하지만, 연초 고객사 재고조정 등으로 1Q23 부진했던 동박 출하량은 3월 이후 개선되고 있는 것으로 파악되며, 2Q23 출하량의 점진적 회복에 따라 실적 성장이 예상된다. 또한, 하반기 국내 대비 수익성 높은 말레이시아 공장의 램프업에 따라 연간 동박 OPM 5.6%를 기록할 전망이며, 작년 3분기부터 꾸준히 하락했던 동박사업의 수익성 개선이 가능할 것으로 판단된다. 비우호적인 업황에 따라 2Q23까지 영업적자 지속하겠으나, 3Q23부터 동박 사업을 중심으로 한 이익 회복에 따른 모멘텀이, 연말부터 화학 업황의 점진적 회복에 따른 추가적인 모멘텀이 예상된다.

SOTP Valuation Table

| | 12MF EBITDA | Target Multiple | 영업가치 | 비고 |
|----------------------|-------------|-----------------|---------|----------------------------------|
| 화학 | 91.2 | 8.1 | 378.5 | 석유화학 Peer 평균 / SK PIC 지분율 51% 적용 |
| 반도체 소재 | 50.9 | 10.4 | 530.3 | 반도체 전공정 Peer 평균 적용 |
| 2차전지 소재 | 355.9 | 19.3 | 6,883.9 | 24E EBITDA 적용 / 2차전지 소재 Peer 평균 |
| 적정 영업가치 (십억원) | | 7,793 | | |
| 투자자산 (십억원) | | 232 | | 장부가치 30% 할인 |
| 순차입금 (십억원) | | 2,926 | | 23년 추정치 적용 |
| 적정 시가총액 (십억원) | | 5,099 | | |
| 발행주식수 (천주) | | 37,868 | | |
| 적정 주가 (원) | | 134,655 | | |
| T.P (원) | | 135,000 | | |
| Upside | | 40.4% | | |

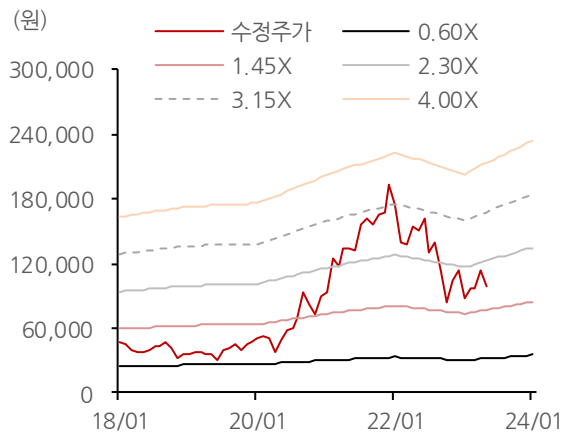
자료: SKC, SK 증권

Historical Valuation Table

| | | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PER | 최대 | 15.7 | 32.3 | 106.6 | 35.7 | - | 106.0 | 25.6 |
| | 최소 | 9.7 | 18.8 | 28.2 | 16.1 | - | 73.5 | 17.7 |
| | 평균 | 12.5 | 25.2 | 68.0 | 25.6 | - | 87.0 | 21.0 |
| PBR | 최대 | 1.2 | 1.2 | 2.1 | 3.8 | 3.3 | 2.3 | 2.2 |
| | 최소 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| | 평균 | 0.9 | 0.9 | 1.3 | 2.7 | 2.5 | 1.9 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 최대 | 10.1 | 13.0 | 14.8 | 16.4 | 18.6 | 26.0 | 13.8 |
| | 최소 | 8.1 | 10.3 | 8.3 | 10.2 | 11.7 | 22.4 | 12.1 |
| | 평균 | 9.1 | 11.6 | 12.0 | 13.3 | 15.4 | 24.0 | 12.9 |

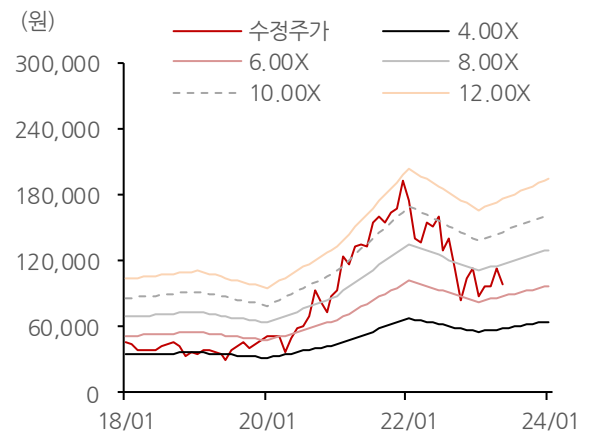
자료: FnGuide, SK 증권

SKC PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

SKC EV/EBITDA Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

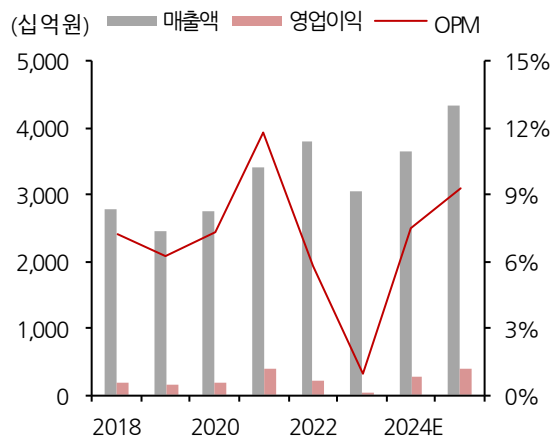
3. 실적 추정 및 업황: 2Q23 BEP 수준 영업적자 지속

SKC의 2Q23 매출액은 7,447억원(+11.3% QoQ, -30.8% YoY), 영업이익 -3억원(적자지속 QoQ, 적자전환 YoY)으로 BEP 수준의 영업적자를 지속할 것으로 전망한다. 23년 연간 예상실적은 매출액 3.0조원(-19.9% YoY), 영업이익 291억원(-86.8% YoY)이 예상된다.

1) 화학: 2Q23 매출액 4,150억원(+5.5% QoQ, 이하 QoQ), OPM -0.3%로 적자를 지속할 것으로 예상된다. 화학 업황부진은 2Q23 지속될 것으로 예상됨에 따라 흑자전환은 어려울 것이라는 판단이다. 5월 SM 가격은 1Q23 대비 -6.0%, 스프레드 -12.1% 하락했고, PG 가격은 최근 개선 중인 상황이나, 스프레드의 큰 회복은 부진한 상황이다. 화학부문 실적은 업황 턴어라운드 시점인 4Q23 본격적인 회복이 예상되며, 23년 연간 매출액 1.6조원(-4.1% YoY), 영업이익 101억원(-92.8% YoY)이 예상된다.

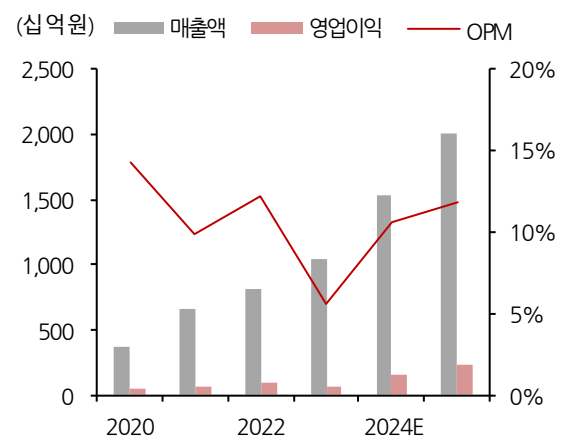
2) 동박: 2Q23 매출액 2,430억원(+34.7%), OPM 3.4%로 1Q23 대비 실적 개선 달성이 가능할 것으로 예상된다. 1Q23 고객사 재고조정 및 SK온 미국공장 저율가동에 따른 출하량 감소 해소되며 2Q23 출하량 확대 전망되지만, 국내 사이트의 전력비 부담 증가 등에 따라 단기적인 수익성 개선은 어려울 것으로 예상된다. 본격적인 실적 성장 시점은 말레이시아 공장이 가동되는 2H23부터 가능할 것으로 예상되며, 23년 연간 매출액 1.0조원(+28.5% YoY), 영업이익 587억원(-40.5% YoY)이 전망된다.

SKC 실적 추이 및 전망



자료: SKC, SK증권

SKC 동박 실적 추이 및 전망



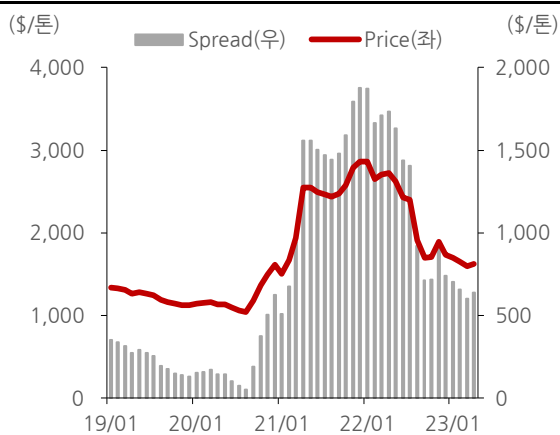
자료: SKC, SK증권

SKC 실적추정 Table

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 (십억원) | 1,121 | 1,076 | 835 | 764 | 669 | 745 | 789 | 839 | 3,795 | 3,042 | 3,657 |
| YoY (%) | 50.6% | 30.3% | -6.0% | -18.6% | -40.3% | -30.8% | -5.5% | 9.9% | 11.8% | -19.9% | 20.2% |
| QoQ (%) | 19.6% | -4.1% | -22.4% | -8.5% | -12.4% | 11.3% | 5.9% | 6.4% | - | - | - |
| 화학 | 435 | 412 | 427 | 430 | 393 | 415 | 412 | 415 | 1,705 | 1,635 | 1,669 |
| 반도체 소재 | 133 | 135 | 186 | 143 | 88 | 82 | 81 | 92 | 598 | 342 | 432 |
| 산업소재 (중단) | 335 | 321 | - | - | - | - | - | - | 657 | - | - |
| 2차전지 소재 | 213 | 200 | 215 | 183 | 180 | 243 | 290 | 327 | 810 | 1,041 | 1,528 |
| 영업이익 (십억원) | 106 | 102 | 36 | -24 | -22 | -0 | 8 | 44 | 220 | 29 | 274 |
| YoY (%) | 60.7% | -9.5% | -68.7% | 적전 | 적전 | 적전 | -78.8% | 흑전 | -45.1% | -86.8% | 841.4% |
| QoQ (%) | -0.7% | -3.8% | -64.7% | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 469.4% | - | - | - |
| 화학 | 86 | 70 | 13 | -27 | -6 | -1 | -2 | 20 | 141 | 10 | 146 |
| 반도체 소재 | 5 | 6 | 7 | 11 | 8 | 7 | 7 | 8 | 29 | 30 | 37 |
| 산업소재 (중단) | 28 | 15 | - | - | - | - | - | - | 43 | - | - |
| 2차전지 소재 | 25 | 30 | 32 | 12 | 0 | 8 | 19 | 31 | 99 | 59 | 162 |
| 영업이익률 (%) | 9.5% | 9.5% | 4.3% | -3.2% | -3.2% | -0.0% | 1.0% | 5.2% | 5.8% | 1.0% | 7.5% |
| 화학 | 19.8% | 16.9% | 2.9% | -6.3% | -1.5% | -0.3% | -0.5% | 4.7% | 8.3% | 0.6% | 8.8% |
| 반도체 소재 | 3.7% | 4.7% | 3.8% | 7.4% | 9.0% | 8.0% | 8.7% | 8.9% | 4.8% | 8.7% | 8.6% |
| 산업소재 (중단) | 8.3% | 4.7% | - | - | - | - | - | - | 6.5% | - | - |
| 2차전지 소재 | 11.6% | 14.8% | 15.0% | 6.6% | 0.2% | 3.4% | 6.5% | 9.6% | 12.2% | 5.6% | 10.6% |

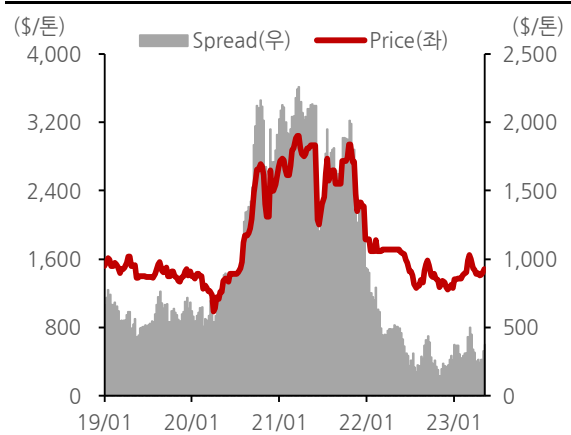
자료: SKC, SK 증권

PG 가격 및 스프레드(PG-PO) 추이



자료: Trass, Ciscem, SK 증권

PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,820 | 2,526 | 2,162 | 2,358 | 2,716 |
| 현금및현금성자산 | 722 | 1,098 | 634 | 586 | 590 |
| 매출채권 및 기타채권 | 486 | 416 | 491 | 569 | 684 |
| 재고자산 | 515 | 553 | 606 | 703 | 844 |
| 비유동자산 | 4,360 | 3,867 | 4,960 | 5,954 | 6,892 |
| 장기금융자산 | 5 | 62 | 66 | 75 | 88 |
| 유형자산 | 2,486 | 1,979 | 3,043 | 4,019 | 4,915 |
| 무형자산 | 1,282 | 1,524 | 1,487 | 1,452 | 1,420 |
| 자산총계 | 6,180 | 6,393 | 7,122 | 8,312 | 9,608 |
| 유동부채 | 1,720 | 1,871 | 2,056 | 2,383 | 2,858 |
| 단기금융부채 | 1,018 | 1,315 | 1,445 | 1,676 | 2,011 |
| 매입채무 및 기타채무 | 438 | 442 | 592 | 687 | 825 |
| 단기충당부채 | 0 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 비유동부채 | 2,178 | 2,280 | 2,815 | 3,521 | 4,115 |
| 장기금융부채 | 1,877 | 1,999 | 2,523 | 3,186 | 3,727 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 43 | 66 | 54 | 60 | 57 |
| 장기충당부채 | 15 | 17 | 19 | 22 | 26 |
| 부채총계 | 3,898 | 4,151 | 4,871 | 5,904 | 6,973 |
| 지배주주지분 | 2,001 | 1,725 | 1,732 | 1,876 | 2,085 |
| 자본금 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 |
| 자본잉여금 | 349 | 364 | 364 | 364 | 364 |
| 기타자본구성요소 | -88 | -285 | -285 | -285 | -285 |
| 자기주식 | -58 | -255 | -255 | -255 | -255 |
| 이익잉여금 | 1,544 | 1,451 | 1,457 | 1,601 | 1,810 |
| 비지배주주지분 | 281 | 516 | 520 | 533 | 550 |
| 자본총계 | 2,282 | 2,242 | 2,251 | 2,408 | 2,635 |
| 부채외자본총계 | 6,180 | 6,393 | 7,122 | 8,312 | 9,608 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------|-------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 352 | -38 | 266 | 513 | 650 |
| 당기순이익(손실) | 342 | -25 | 47 | 194 | 265 |
| 비현금성항목등 | 346 | 511 | 248 | 428 | 567 |
| 유형자산감가상각비 | 178 | 209 | 236 | 323 | 405 |
| 무형자산상각비 | 31 | 43 | 37 | 35 | 33 |
| 기타 | 137 | 258 | -25 | 70 | 130 |
| 운전자본감소(증가) | -198 | -371 | -53 | -41 | -60 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -55 | 51 | -75 | -78 | -114 |
| 재고자산의감소(증가) | -180 | -222 | -53 | -97 | -141 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 40 | -79 | 53 | 95 | 138 |
| 기타 | -2 | -121 | 22 | 40 | 58 |
| 법인세납부 | -138 | -153 | -15 | -102 | -159 |
| 투자활동현금흐름 | -253 | -227 | -1,363 | -1,374 | -1,428 |
| 금융자산의감소(증가) | -8 | 3 | -37 | -65 | -95 |
| 유형자산의감소(증가) | -328 | -621 | -1,300 | -1,300 | -1,300 |
| 무형자산의감소(증가) | 50 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 33 | 407 | -27 | -8 | -33 |
| 재무활동현금흐름 | 109 | 650 | 580 | 809 | 790 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -387 | -608 | 130 | 231 | 336 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 634 | 1,503 | 525 | 662 | 541 |
| 자본의증가(감소) | 11 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -60 | -113 | -37 | -37 | -37 |
| 기타 | -89 | -147 | -38 | -46 | -50 |
| 현금의 증가(감소) | 294 | 376 | -464 | -49 | 4 |
| 기초현금 | 429 | 722 | 1,098 | 634 | 586 |
| 기말현금 | 722 | 1,098 | 634 | 586 | 590 |
| FCF | 24 | -659 | -1,034 | -787 | -650 |

자료 : SKC, SK증권 추정

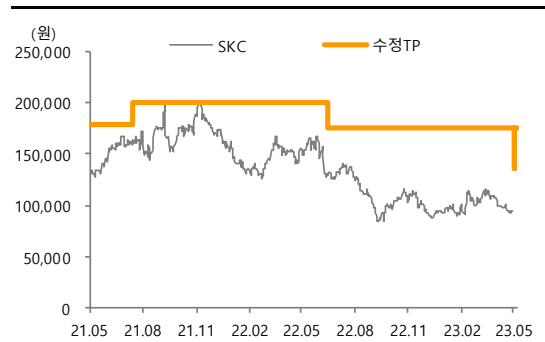
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,264 | 3,139 | 3,042 | 3,657 | 4,320 |
| 매출원가 | 1,670 | 2,639 | 2,701 | 3,012 | 3,428 |
| 매출총이익 | 594 | 500 | 341 | 644 | 892 |
| 매출총이익률(%) | 26.3 | 15.9 | 11.2 | 17.6 | 20.7 |
| 판매비와 관리비 | 193 | 280 | 312 | 370 | 492 |
| 영업이익 | 401 | 220 | 29 | 274 | 400 |
| 영업이익률(%) | 17.7 | 7.0 | 1.0 | 7.5 | 9.3 |
| 비영업손익 | -8 | -61 | 33 | 22 | 23 |
| 순금융손익 | -57 | -93 | 1 | -12 | -13 |
| 외환관련손익 | 9 | -3 | -8 | -11 | -8 |
| 관계기업등 투자손익 | -6 | -74 | 40 | 45 | 45 |
| 세전계속사업이익 | 393 | 159 | 62 | 297 | 423 |
| 세전계속사업이익률(%) | 17.4 | 5.1 | 2.0 | 8.1 | 9.8 |
| 계속사업법인세 | 126 | -9 | 15 | 102 | 159 |
| 계속사업이익 | 267 | 168 | 47 | 194 | 265 |
| 중단사업이익 | 75 | -193 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 342 | -25 | 47 | 194 | 265 |
| 순이익률(%) | 15.1 | -0.8 | 1.5 | 5.3 | 6.1 |
| 지배주주 | 221 | -68 | 44 | 181 | 247 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 9.8 | -2.2 | 1.4 | 5.0 | 5.7 |
| 비지배주주 | 121 | 44 | 3 | 13 | 18 |
| 총포괄이익 | 366 | 0 | 47 | 194 | 265 |
| 지배주주 | 243 | -55 | 46 | 190 | 259 |
| 비지배주주 | 123 | 55 | 1 | 4 | 6 |
| EBITDA | 611 | 473 | 302 | 632 | 838 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | -8.2 | 38.6 | -3.1 | 20.2 | 18.1 |
| 영업이익 | 98.7 | -45.1 | -86.8 | 841.4 | 45.8 |
| 세전계속사업이익 | 69.3 | -59.5 | -61.0 | 377.9 | 42.8 |
| EBITDA | 53.5 | -22.6 | -36.1 | 109.3 | 32.5 |
| EPS | 28.6 | -14.6 | -64.9 | 314.6 | 36.2 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 5.9 | -0.4 | 0.7 | 2.5 | 3.0 |
| ROE | 11.6 | -3.7 | 2.5 | 10.0 | 12.5 |
| EBITDA마진 | 27.0 | 15.1 | 9.9 | 17.3 | 19.4 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 105.8 | 135.0 | 105.2 | 98.9 | 95.0 |
| 부채비율 | 170.8 | 185.2 | 216.3 | 245.2 | 264.6 |
| 순차입금/자기자본 | 94.7 | 82.2 | 130.0 | 157.9 | 173.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 10.2 | 4.1 | 8.0 | 13.6 | 16.8 |
| 배당성향 | 17.9 | -54.7 | 85.6 | 20.7 | 15.2 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 3,852 | 3,289 | 1,154 | 4,783 | 6,517 |
| BPS | 54,385 | 52,311 | 52,478 | 56,274 | 61,803 |
| CFPS | 11,358 | 4,868 | 8,361 | 14,233 | 18,070 |
| 주당 현금배당금 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 45.3 | 26.9 | 81.0 | 19.5 | 14.3 |
| PBR | 3.2 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.5 |
| PCR | 15.4 | 18.2 | 11.2 | 6.6 | 5.2 |
| EV/EBITDA | 14.8 | 12.1 | 23.2 | 12.5 | 10.4 |
| 배당수익률 | 0.6 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2023.05.23 | 매수 | 135,000원 | 6개월 | | |
| 2023.05.23 | 담당자변경 | | | | |
| 2022.07.06 | 매수 | 175,000원 | 6개월 | -39.19% | -19.71% |
| 2021.08.05 | 매수 | 200,000원 | 6개월 | -20.66% | -0.25% |
| 2021.04.05 | 매수 | 179,000원 | 6개월 | -18.81% | -6.15% |



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 92.90% | 중립 | 7.10% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

SK COMPANY Analysis



Analyst
박형우

hyungwou@sk.com.kr
02-3773-9035

Company Data

| | |
|---------|-----------|
| 발행주식수 | 45,135 만주 |
| 주요주주 | |
| SK이노베이션 | 95.24% |

SK 온 (비상장)

실적 레버리지 효과 극대화 구간

2023~2025년: 국내 배터리 3사 중 가장 가파른 실적 성장

2025년 이후에는 수익성 향상 효과

적정 시가총액 34.5조원 제시 (1차 목표)

적정 시가총액은 향후 수출 또는 수익성 향상이 확인되는 구간에 상향 계획

2023~2025년: 국내 배터리 3사 중 가장 가파른 실적 성장

23년의 매출성장률은 93% 다. 24년과 25년에도 각각 42%, 53%로 고성장이 지속된다. LG 에너지솔루션과 삼성 SDI에 비해 후발주자로 뒤늦게 시장에 진입했다. 그러나 이는 기저효과로 작용한다. 향후 3년간 경쟁사들을 압도하는 실적 개선세가 유력하다. 최근 수개 분기 연속 100% 대 매출 성장을 구가하고 있다. 적자로 성장 모멘텀이 가려져 있다. 하지만 흑자전환 시점에는 가장 돋보일 것이다.

2025년 이후에는 수익성 향상 효과

23년과 24년, 25년의 영업이익은 각각 -1,170억원(적자지속), 1.6조원(흑자전환), 3.9조원(+151% YoY)으로 추산한다. AMPC 반영을 고려했다. 가파른 실적 개선세로 보이지만 AMPC를 제외하면 영업이익률은 25년에도 6%대로 경쟁사들(8% 내외) 대비 저조할 것으로 예상된다. 그러나 역설적으로 25년 이후에는 수익성 향상 여력이 가장 크다. 수출 이슈만 해결된다면, 실적으로 기업가치 설명이 가능한 2차전지 기업이다.

적정 시가총액 34.5조원 제시 (1차 목표)

적정 시가총액은 34.5조원이라 추산된다. 27년 순이익에 PER 10배를 반영해 산출했다. 동사는 올해 초 25.2조원(신주, 기타주식 포함)의 기업가치로 자본을 조달했다. 25.2조원 기준 PER은 24E 70배, 25E 17배, 26E 10배, 30E 6배에 불과하다. 2차전지 중 몇 안 되는 PER로 가치평가가 가능한 기업이다. 적정 시가총액은 향후 수출 향상이 확인되는 구간에 지속적으로 상향 계획이다. 2차전지 섹터 내 가장 돋보인다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|--------|--------|----------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 1,064 | 7,618 | 14,685 | 20,799 | 31,833 |
| yoy | % | - | 616.0 | 92.8 | 41.6 | 53.1 |
| 영업이익 | 십억원 | -314 | -1,073 | -117 | 1,554 | 3,902 |
| yoy | % | - | 241.9 | -89.1 | -1,425.1 | 151.1 |
| EBITDA | 십억원 | -245 | -667 | 557 | 2,743 | 5,523 |
| 세전이익 | 십억원 | -320 | -1,193 | -307 | 1,285 | 3,490 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -247 | -1,076 | -301 | 1,010 | 2,744 |
| 영업이익률% | % | -29.5 | -14.1 | -0.8 | 7.5 | 12.3 |
| EBITDA% | % | -23.0 | -8.8 | 3.8 | 13.2 | 17.3 |
| EPS(계속사업) | 원 | -385 | -1,676 | - | - | - |
| PER | 배 | - | - | - | - | - |
| PBR | 배 | 3.6 | 2.9 | - | - | - |
| EV/EBITDA | 배 | - | - | 48.4 | 11.7 | 6.2 |
| 배당수익률 | % | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROE | % | -6.3 | -24.8 | -5.6 | 15.5 | 32.7 |
| 순차입금 | 십억원 | 2,914 | 7,249 | 13,309 | 18,389 | 20,570 |
| 부채비율 | % | 166.9 | 258.1 | 293.1 | 341.6 | 330.4 |

1. 투자포인트

동사의 투자포인트는 다음과 같다.

① 2023~2025 년, 가파른 실적 성장 예상

23 년의 매출성장률은 93%에 달할 전망이다. 24 년과 25 년도 각각 42%, 53%를 고성장이 지속된다. LG 에너지솔루션과 삼성 SDI 에 비해 후발주자로 뒤늦게 시장에 진입했다. 그러나 이는 기저효과로 작용한다. 향후 3 년간 경쟁사들을 압도하는 실적 개선세가 기대된다. 최근 수개 분기 연속 100% 대 매출 성장을 구가하고 있다. 적자로 성장 모멘텀이 가려져 있지만 흑자전환 시점에 가장 돋보이는 배터리 기업으로 변모할 것이다.

② AMPC 효과 극대화

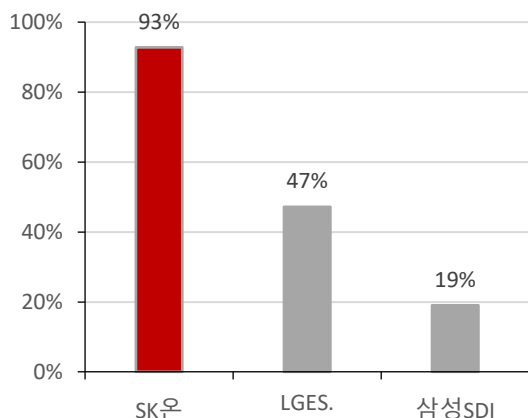
22 까지는 적자를 기록했다. 3Q23 부터는 흑자전환이 예상된다. 현재의 실적 개선흐름에서는 AMPC 를 제외해도 24 년부터 연간 흑자전환이 가능하다. AMPC 를 포함한 영업이익은 24 년과 25 년 각각 1.5 조원, 3.9 조원으로 전망된다. 올해 초 25.2 조원의 기업가치로 자본조달을 진행했었다. 적정 기업가치는 25.2 조원보다는 훨씬 크다고 판단한다. (SK 증권 IT 팀 의견)

③ 국내 3 위 사업자? 25 년에는 2 위 탈환, 35 년에는 1 위 탈환 가능

25 년 영업이익은 3.9 조원으로 예상된다. (AMPC 반영, OPM 6% 가정) 아직 갈 길이 멀다. 그러나 현재 약점으로 지목되는 수율(생산성) 안정화만 성공한다면 국내 경쟁사 중 한 곳을 제치고 2 위 업체로 발돋움할 가능성도 존재한다.

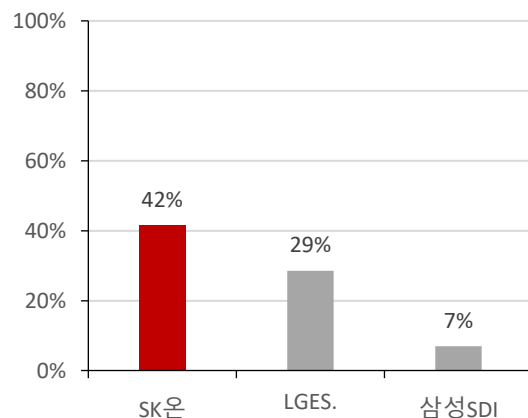
최근 LFP 배터리 시제품을 공개한 바 있다. NCM 배터리에서는 경쟁사 대비 양산 안정성과 경험, 수율에서 뒤쳐진다. 그러나 LFP 는 국내 업체들 모두 초행길이다. 경쟁사들도 고전 중이다. 중국의 대안은 NCM 보다는 LFP 다. 동사가 2035 년에 국내 1 위 배터리 기업이 되기 위해서는 LFP 배터리가 답안이라 생각한다.

국내 배터리 3 사, 2023 년 매출 성장률



자료: SK 증권 추정

국내 배터리 3 사, 2024 년 매출 성장률



자료: SK 증권 추정

2. 밸류에이션

적정 시가총액은 34.5 조원이라 추산된다. 27 년 순이익에 PER 10 배를 반영해 산출했다. 동사는 올해 초 25.2 조원의 기업가치로 자분을 조달했다. 25.2 조원 기준 PER 은 24E 70 배, 25E 17 배, 26E10 배, 30E 6 배 수준이다. 국내 배터리 산업에서 몇 없는 PER 로 가치평가가 가능한 기업이다.

SK 증권 IT 팀이 제시한 적정 시가총액은 26E 14 배, 27E 7 배 수준이다. 아직 신규 라인에서 생산 정상화를 이루지 못하고 있으나, 수율 개선이 확인되는 순간 실적과 저평가 모멘텀이 부각될 것이다. IT 기업들의 사례를 돌이켜 보면 신규 아이템 개발은 쉽지 않다. 그러나 수율 개선은 시간이 해결해준 경험이 더 많다. 2 차전지 산업내 최선호주로 제시한다. (현재 당사 리서치 정유/화학 애널리스트도 SK 온의 모회사인 SK 이노베이션을 담당 섹터 내 최선호주로 추천 중)

향후 밸류에이션 멀티플을 향상시킬 수 있는 모멘텀은 다음과 같다.

- ① 수율 향상 : 현재 배터리 3사 중 수율이 가장 저조하다. 향상 여력이 크다
- ② OPM 정상화 : 국내 3사 중 유일하게 적자를 기록 중이다.
- ③ 추가 고객사와의 JV 또는 장기공급계약 : 다다익선

SK 온 목표 시가총액 밸류에이션 분석

| | 2027E | 비고 |
|---------|------------|----------------|
| 목표 시가총액 | 345,000 억원 | |
| 27E 순이익 | 34,490 억원 | 2027 년 순이익 기준 |
| 목표 PER | 10 배 | 부품사 통상적 PER 적용 |
| 시가총액 가치 | 344,900 억원 | |

자료: SK 증권

글로벌 배터리 Peer Valuation Table

(단위: 백만 USD)

| | 회사명 | 시가 총액 | 2023E | | | | | 2024E | | | | |
|-------------|-------------|----------|-------|-----|---------------|-------|----------|-------|-----|---------------|-------|----------|
| | | | PER | PBR | EV/ EBITDA | OP | 부채 비율 | PER | PBR | EV/ EBITDA | OP | 부채 비율 |
| 배터리 | LGES. | 97,387 | 63 | 6 | 26 | 2,172 | 39 | 40 | 5 | 17 | 3,619 | 39 |
| | 삼성 SDI | 36,188 | 23 | 3 | 14 | 1,571 | 30 | 19 | 2 | 11 | 2,037 | 30 |
| | SK 이노베이션 | 12,381 | 14 | 1 | 8 | 1,849 | 117 | 8 | 1 | 6 | 2,616 | 117 |
| | CATL | 144,225 | 20 | 5 | 15 | 7,417 | 128 | 16 | 4 | 12 | 9,642 | 128 |
| | BYD | 101,309 | 29 | 6 | 12 | 4,978 | 21 | 21 | 4 | 9 | 6,759 | 21 |
| | Panasonic | 26,074 | 17 | 1 | 7 | 2,132 | 38 | 12 | 1 | 6 | 2,844 | 38 |
| | Guoxuan | 7,181 | 40 | 2 | 24 | 186 | 122 | 26 | 2 | 17 | 294 | 122 |
| | EVE | 19,839 | 23 | 4 | 22 | 908 | 92 | 16 | 3 | 15 | 1,357 | 92 |
| Sunwoda | 4,378 | 14 | 2 | 9 | 321 | 95 | 10 | 1 | 6 | 477 | 95 | |
| 양극재 | 에코프로 | 10,680 | 37 | 8 | 12 | 697 | 64 | 28 | 6 | 9 | 942 | 64 |
| | 에코프로비엠 | 16,702 | 59 | 13 | 33 | 436 | 64 | 43 | 10 | 23 | 604 | 64 |
| | 포스코퓨처엠 | 18,164 | 92 | 9 | 53 | 241 | 56 | 56 | 8 | 32 | 423 | 56 |
| | 엘앤에프 | 6,436 | 32 | 6 | 22 | 272 | 71 | 18 | 4 | 13 | 464 | 71 |
| | 코스모신소재 | 4,049 | - | - | - | - | 44 | - | - | - | - | 44 |
| | Ronbay | 4,026 | 15 | 3 | 13 | 312 | 151 | 11 | 2 | 8 | 410 | 151 |
| | 간평리튬 | 18,231 | 9 | 2 | 8 | 2,384 | 31 | 9 | 2 | 9 | 2,342 | 31 |
| | 거린메이 | 5,003 | 16 | 2 | 11 | 422 | 88 | 11 | 2 | 8 | 578 | 88 |
| | 화유코발트 | 11,676 | 11 | 2 | 8 | 1,656 | 155 | 8 | 2 | 7 | 2,186 | 155 |
| Umicore | 7,698 | 15 | 2 | 8 | 784 | 66 | 15 | 2 | 8 | 775 | 66 | |
| 알루미늄 늄박 | 삼아알미늄 | 800 | - | - | - | - | 73 | - | - | - | - | 73 |
| | DI 동일 | 395 | 11 | 1 | 10 | 36 | 39 | 9 | 1 | 9 | 43 | 39 |
| 도전재 | 나노신소재 | 1,051 | 87 | 7 | 46 | 19 | 4 | 48 | 6 | 28 | 32 | 4 |
| 음극재 | 포스코퓨처엠 | 18,164 | 92 | 9 | 53 | 241 | 56 | 56 | 8 | 32 | 423 | 56 |
| | 대주전자재료 | 1,004 | 251 | 11 | 53 | 12 | 153 | 57 | 9 | 22 | 35 | 153 |
| | BTR | - | - | - | - | 396 | 57 | - | - | - | 521 | 57 |
| 동박 | ShanShan | 5,070 | 11 | 1 | 9 | 610 | 49 | 9 | 1 | 8 | 752 | 49 |
| | SKC | 2,670 | 137 | 2 | 17 | 101 | 148 | 19 | 2 | 9 | 277 | 148 |
| | 롯데에머. | 1,933 | 32 | 2 | 13 | 89 | 12 | 20 | 2 | 9 | 137 | 12 |
| | 솔루스첨단. | 991 | - | 3 | 34 | -9 | 39 | 37 | 2 | 13 | 54 | 39 |
| 분리막 | Nuode | 1,811 | 23 | 2 | 13 | 101 | 63 | 17 | 2 | 11 | 130 | 63 |
| | SKIET | 4,429 | 171 | 3 | 29 | 29 | 47 | 45 | 3 | 16 | 130 | 47 |
| | WCP | 1,192 | 24 | 2 | 11 | 55 | 9 | 19 | 1 | 8 | 80 | 9 |
| | 창신신소재 | 13,230 | 17 | 4 | 13 | 1,029 | 83 | 13 | 3 | 10 | 1,371 | 83 |
| | Toray | 8,902 | 16 | 1 | 9 | 791 | 58 | 14 | 1 | 8 | 871 | 58 |
| | Asahi Kasei | 9,621 | 18 | 1 | 8 | 940 | 57 | 12 | 1 | 7 | 1,101 | 57 |
| | W-scope | 452 | 21 | 1 | 7 | 55 | 16 | 10 | 1 | 4 | 114 | 16 |
| 센젠시니어 | 3,221 | 19 | 2 | 12 | 198 | 41 | 14 | 2 | 8 | 280 | 41 | |
| 전해액 /전해질 | 엔캠 | 828 | - | - | - | - | 38 | - | - | - | - | 38 |
| | 솔브레인 | 1,346 | 10 | 2 | 6 | 166 | 0 | 9 | 2 | 5 | 189 | 0 |
| | 동화기업 | 724 | 105 | 1 | 25 | 7 | 94 | 28 | 1 | 12 | 56 | 94 |
| | 천보 | 1,398 | 44 | 5 | 24 | 40 | 87 | 21 | 4 | 12 | 96 | 87 |
| | 켄트로스 | 272 | 22 | 2 | 9 | 23 | 175 | 16 | 2 | 8 | 32 | 175 |
| | Tinci | 12,289 | 17 | 5 | 13 | 878 | 39 | 14 | 4 | 11 | 1,090 | 39 |
| Capchem | 5,189 | 22 | 4 | 17 | 280 | 52 | 17 | 3 | 13 | 364 | 52 | |

자료: Bloomberg, SK 증권

3. 실적전망 및 업황

2Q23 영업손익은 -2,089 억원(적자지속)으로 전망한다. 다만, 적자 규모는 AMPC 반영을 이번 분기부터 시작할 경우 -197 억원 줄어 들 수 있다. 흑자전환이 멀지 않았다.

23 년과 24 년, 25 년의 영업이익은 각각 -1,170 억원(적자지속), 1.6 조원(흑자전환), 3.9 조원(+151% YoY)으로 추산한다. AMPC 반영을 고려했다. 가파른 실적 개선세로 보이지만 AMPC를 제외하면 영업이익률은 25 년에도 6%대로 경쟁사들에 못 미친다. (경쟁사들의 OPM 은 8% 내외 예상) 그러나 역설적으로 25 년 이후에는 SK 온의 수익성 향상 여력이 가장 크다.

SK 온, 부문별 실적

(단위: 억원, GWh)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Revenue | 12,623 | 12,856 | 21,942 | 28,757 | 33,053 | 35,241 | 37,444 | 41,115 | 76,178 | 146,853 | 207,988 |
| QoQ % of Change | 19% | 2% | 71% | 31% | 15% | 7% | 6% | 10% | - | - | - |
| YoY % of Change | 140% | 104% | 169% | 170% | 162% | 174% | 71% | 43% | 151% | 93% | 42% |
| COGS | 13,168 | 13,731 | 20,186 | 29,052 | 32,526 | 33,929 | 34,543 | 38,238 | 76,138 | 139,236 | 184,471 |
| portion of COGS | 104% | 107% | 92% | 101% | 98% | 96% | 92% | 93% | 100% | 95% | 89% |
| D&A | 691 | 820 | 982 | 1,021 | 1,456 | 1,684 | 1,967 | 2,057 | 3,514 | 7,163 | 10,967 |
| 원재료 및 기타 | 9,895 | 13,584 | 20,327 | 28,960 | 31,070 | 32,246 | 32,576 | 36,181 | 72,766 | 132,073 | 173,504 |
| Gross Profit | -545 | -875 | 1,756 | -296 | 527 | 1,312 | 2,901 | 2,877 | 40 | 7,617 | 23,517 |
| GPM (%) | -4% | -7% | 8% | -1% | 2% | 4% | 8% | 7% | 0% | 5% | 11% |
| SG & A | 2,189 | 2,392 | 3,102 | 3,085 | 3,974 | 3,401 | 3,741 | 3,928 | 10,767 | 15,044 | 18,003 |
| portion of SG & A | 17% | 19% | 14% | 11% | 12% | 10% | 10% | 10% | 14% | 10% | 9% |
| QoQ % of Change | -12% | 9% | 30% | -1% | 29% | -14% | 10% | 5% | - | - | - |
| 영업이익 | -2,734 | -3,267 | -1,346 | -3,380 | -3,447 | -2,089 | -840 | -1,051 | -10,727 | -7,427 | 5,514 |
| OPM (%) | -21.7% | -25.4% | -6.1% | -11.8% | -10.4% | -5.9% | -2.2% | -2.6% | -14.1% | -5.1% | 2.7% |
| QoQ % of Change | -13% | 20% | -59% | 151% | 2% | -39% | -60% | 25% | - | - | - |
| YoY % of Change | 55% | 234% | 36% | 8% | 26% | -36% | -38% | -69% | 56% | -31% | -174% |
| 영업이익 with AMPC | 0 | 0 | 0 | 0 | -3,447 | -197 | 1,270 | 1,204 | | -1,170 | 15,537 |
| AMPC | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,892 | 2,110 | 2,255 | | 6,257 | 10,024 |
| EBITDA | -1,933 | -2,336 | -199 | -2,201 | -1,793 | -176 | 1,370 | 1,260 | -6,669 | 662 | 17,627 |
| EBITDAM (%) | -15% | -18% | -1% | -8% | -5% | 0% | 4% | 3% | -9% | 0% | 8% |
| 지역별, 공장별 캐파 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
| 전체 캐파 | | | | | | | | | 88.8 | 88.8 | 151.8 |
| 한국 | | | | | | | | | 4.8 | 4.8 | 4.8 |
| 유럽 | | | | | | | | | 17.5 | 17.5 | 47.5 |
| 중국 | | | | | | | | | 44.5 | 44.5 | 77.5 |
| 미국 | | | | | | | | | 22.0 | 22.0 | 22.0 |

자료: SK 증권

4. 기업개요

투자포인트

| 항목 | 리스트 | 내용 |
|--------|-----|--|
| 핵심 경쟁력 | | 국내 배터리 3사 중 가장 돋보이는 실적 레버리지 효과 |
| 투자포인트 | 1 | 2023~2025년, 가장 가파른 실적 반등 구간 |
| | 2 | AMPC 효과 가장 극대화되는 기업 : 2Q23 또는 3Q 흑자전환 |
| | 3 | 국내 3위 사업자임에도 공격적, 선제적 수주 활동으로 성장 기반 구축 |
| 리스크 | 1 | 생산 수율 확보, Peer 들 수준의 제조 경쟁력 확보 |
| | 2 | 자본 확충 필요 (투자자본 & 운전자본) |
| | 3 | 중국-유럽 JV |

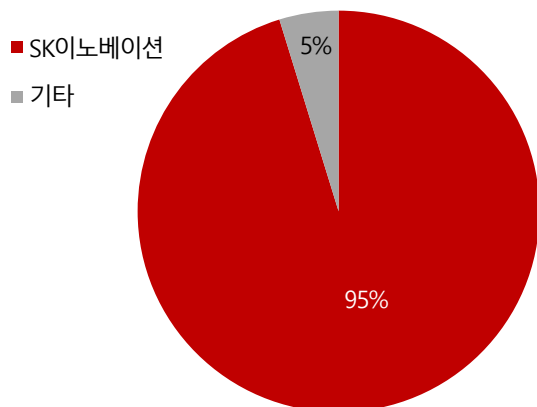
자료: SK 증권

SK 은, 주요 재무제표 및 투자지표

| | 분기 | | | | | 연 | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|----|--------|--------|-----|
| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 20 | 21 | 22 | 23E |
| 현금및현금성자산(억원) | 13,787 | 27,491 | 19,396 | 34,667 | 33,325 | - | 11,644 | 34,667 | - |
| 순차입금(억원) | 37,694 | 51,183 | 75,401 | 72,801 | 86,426 | - | 29,046 | 72,801 | - |
| 유동비율(%) | 118 | 85 | 72 | 90 | 92 | - | 147 | 90 | - |
| 자기자본비율(%) | 34 | 25 | 25 | 28 | 32 | - | 37 | 28 | - |
| 부채비율(%) | 197 | 300 | 293 | 258 | 212 | - | 167 | 258 | - |
| 차입금비율(%) | 137 | 217 | 209 | 182 | 153 | - | 110 | 182 | - |
| 순차입금비율(%) | 95 | 130 | 158 | 123 | 109 | - | 71 | 123 | - |

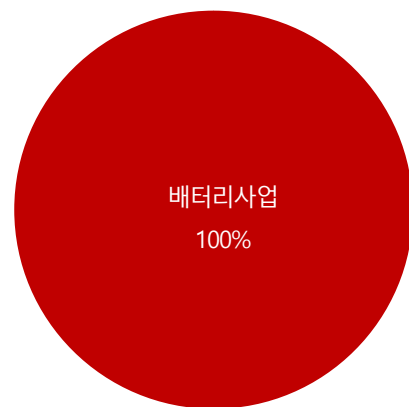
자료: Quantwise, SK 증권

SK 은, 주주현황



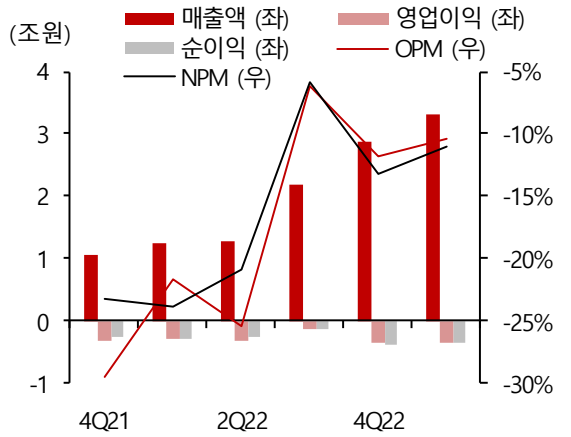
자료 : Dart, SK 증권

SK 은, 사업부문별 매출액 비중



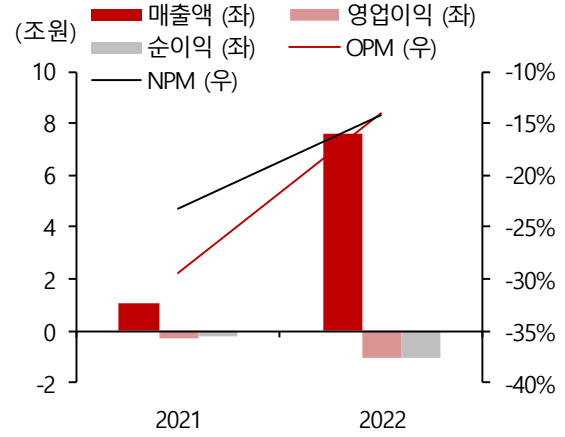
자료 : Dart, SK 증권

SK 온, 분기실적 추이



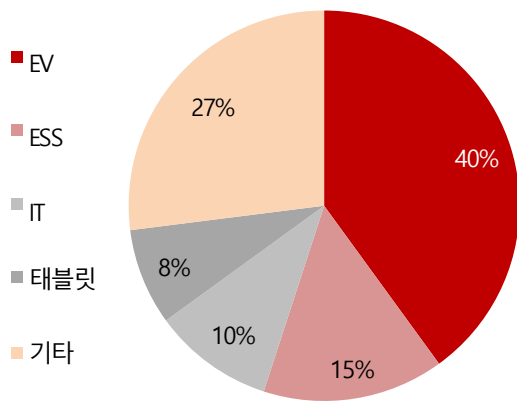
자료 : Quantwise, SK 증권

SK 온, 연간실적 추이



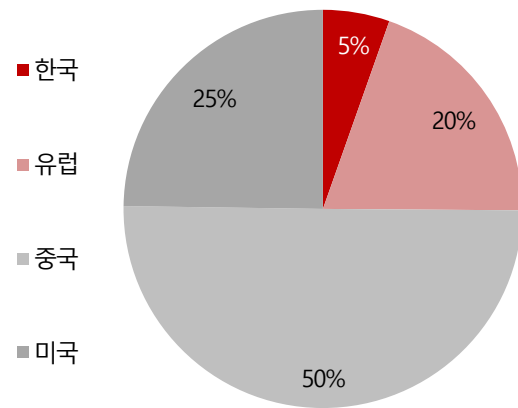
자료 : Quantwise, SK 증권

SK 온, 어플리케이션별 매출 비중(2023년)



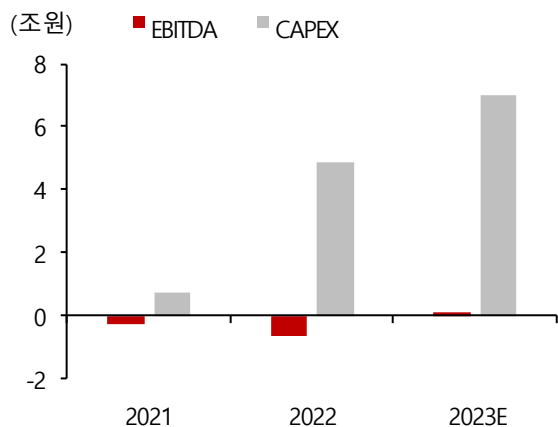
자료 : SK 증권

SK 온, 지역별 캐파 비중(2023년)



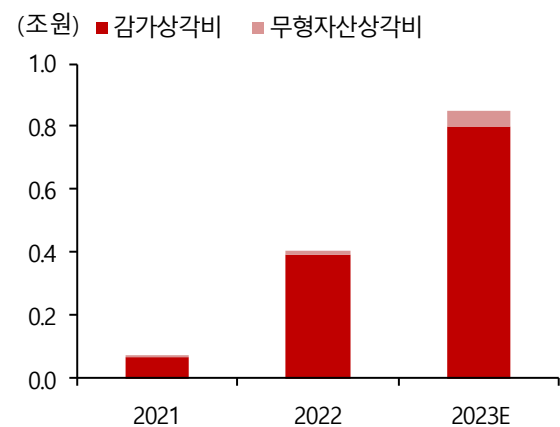
자료 : SK 증권

SK 온, EBITDA vs CAPEX 추이



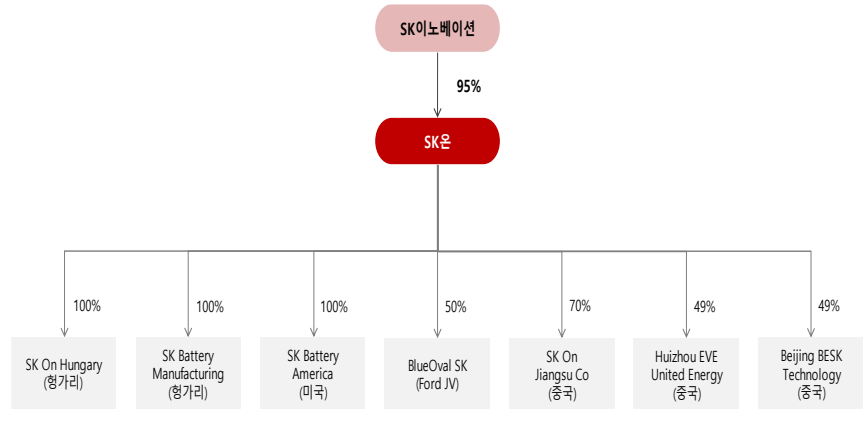
자료 : Quantwise, SK 증권

SK 온, 무형자산각비 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

기업 지배구조도



자료: Dart, SK 증권

연결대상/지분법대상 관계기업

(단위: 억원)

| 대상 | 회사명 | 지분율 (%) | 소재지 | 매출액 | 순이익 | 자산 |
|-----|--|---------|------|--------|--------|--------|
| 연결 | 에스케이모바일에너지(주) | 100 | 대한민국 | 660 | -5 | 376 |
| 연결 | Yancheng Yandu District M Energy Consulting | 100 | 중국 | 45 | 9 | 51 |
| 연결 | Mobile Energy Battery America, LLC. | 100 | 미국 | 155 | 3 | 16 |
| 연결 | SK On Hungary Kft. | 100 | 헝가리 | 12,423 | 188 | 46,345 |
| 연결 | SK Battery America, Inc. | 100 | 미국 | 9,624 | -4,609 | 56,108 |
| 연결 | SK Battery Manufacturing Kft. | 100 | 헝가리 | 4,430 | -3,193 | 21,373 |
| 연결 | SK On Jiangsu Co, Ltd. | 70 | 중국 | 20,976 | 614 | 26,937 |
| 연결 | SK On Yancheng Co, Ltd. | 100 | 중국 | 3 | -1 | 3,426 |
| 연결 | 행복믿음(주) | 100 | 대한민국 | 16 | 0 | 12 |
| 연결 | SK On (Shanghai) Co., Ltd. | 100 | 중국 | 2,332 | 12 | 2,212 |
| 연결 | SK On Certification Center (Jiangsu) Co., Ltd. | 100 | 중국 | 109 | 19 | 377 |
| 연결 | BlueOval SK, LLC | 50 | 미국 | - | -96 | 21,774 |
| 지분법 | Huizhou EVE United Energy Co, Ltd. | 49 | 중국 | 17,127 | 803 | 15,436 |
| 지분법 | Blue Park Smart Energy (Beijing) Technology | 13.3 | 중국 | 289 | -200 | 793 |
| 지분법 | Changzhou BTR New Material Technology | 25.83 | 중국 | 4,802 | -49 | 6,672 |
| 지분법 | 이차전지성장일반사모투자신탁 | 33.33 | 대한민국 | 0 | 0 | 88 |
| 지분법 | Beijing BESK Technology Co., Ltd. | 49 | 중국 | 8,277 | 87 | 9,308 |

자료: Dart, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 4,020 | 8,871 | 10,847 | 12,775 | 17,035 |
| 현금및현금성자산 | 1,164 | 3,467 | 3,525 | 2,970 | 3,731 |
| 매출채권 및 기타채권 | 608 | 1,531 | 2,153 | 3,020 | 4,305 |
| 재고자산 | 1,593 | 3,536 | 4,597 | 5,975 | 7,768 |
| 비유동자산 | 6,946 | 12,389 | 20,543 | 26,861 | 33,155 |
| 장기금융자산 | 14 | 85 | 120 | 165 | 247 |
| 유형자산 | 5,773 | 10,857 | 18,605 | 24,429 | 29,819 |
| 무형자산 | 45 | 70 | 64 | 51 | 40 |
| 자산총계 | 10,966 | 21,260 | 31,391 | 39,635 | 50,190 |
| 유동부채 | 2,743 | 9,851 | 17,090 | 23,896 | 31,130 |
| 단기금융부채 | 566 | 5,708 | 11,184 | 15,536 | 18,345 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,742 | 3,646 | 5,801 | 8,217 | 12,576 |
| 단기충당부채 | 0 | 35 | 50 | 71 | 109 |
| 비유동부채 | 4,115 | 5,473 | 6,315 | 6,765 | 7,398 |
| 장기금융부채 | 3,983 | 5,112 | 5,799 | 6,034 | 6,279 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 122 | 175 | 251 | 355 | 543 |
| 부채총계 | 6,858 | 15,324 | 23,406 | 30,661 | 38,528 |
| 지배주주지분 | 3,931 | 4,760 | 6,003 | 7,013 | 9,757 |
| 자본금 | 200 | 217 | 229 | 229 | 229 |
| 자본잉여금 | 3,961 | 5,737 | 7,100 | 7,100 | 7,100 |
| 기타자본구성요소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | -248 | -1,322 | -1,626 | -616 | 2,128 |
| 비지배주주지분 | 178 | 1,176 | 1,983 | 1,962 | 1,905 |
| 자본총계 | 4,108 | 5,936 | 7,985 | 8,975 | 11,662 |
| 부채외자본총계 | 10,966 | 21,260 | 31,391 | 39,635 | 50,190 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | -898 | -1,942 | 777 | 2,600 | 6,045 |
| 당기순이익(손실) | -242 | -1,064 | -295 | 989 | 2,687 |
| 비현금성항목등 | 132 | 697 | 948 | 1,953 | 2,980 |
| 유형자산감가상각비 | 66 | 390 | 657 | 1,176 | 1,610 |
| 무형자산상각비 | 3 | 16 | 17 | 14 | 11 |
| 기타 | 63 | 291 | 274 | 763 | 1,359 |
| 운전자본감소(증가) | -787 | -1,557 | 366 | 421 | 1,736 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -155 | -964 | -558 | -868 | -1,285 |
| 재고자산의감소(증가) | -398 | -2,229 | -958 | -1,379 | -1,793 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -269 | 1,595 | 1,617 | 2,416 | 4,359 |
| 기타 | 35 | 41 | 265 | 252 | 455 |
| 법인세납부 | -1 | -18 | -35 | -295 | -803 |
| 투자활동현금흐름 | -1,218 | -4,567 | -8,501 | -7,569 | -8,027 |
| 금융자산의감소(증가) | -470 | 406 | -44 | -62 | -112 |
| 유형자산의감소(증가) | -756 | -4,862 | -8,253 | -7,000 | -7,000 |
| 무형자산의감소(증가) | -2 | -9 | -11 | 0 | 0 |
| 기타 | 10 | -102 | -193 | -507 | -915 |
| 재무활동현금흐름 | 219 | 7,018 | 5,779 | 4,588 | 3,054 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 114 | 4,472 | 4,973 | 4,352 | 2,809 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 109 | 1,706 | 921 | 235 | 245 |
| 자본의증가(감소) | 4,161 | 1,793 | 1,376 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -4,165 | -953 | -1,491 | 1 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | -1,904 | 2,302 | 58 | -554 | 760 |
| 기초현금 | 3,069 | 1,164 | 3,467 | 3,525 | 2,970 |
| 기말현금 | 1,164 | 3,467 | 3,525 | 2,970 | 3,731 |
| FCF | -1,654 | -6,804 | -7,476 | -4,400 | -955 |

자료 : SK온, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,064 | 7,618 | 14,685 | 20,799 | 31,833 |
| 매출원가 | 1,129 | 7,614 | 13,889 | 18,447 | 27,491 |
| 매출총이익 | -65 | 4 | 796 | 2,352 | 4,342 |
| 매출총이익률(%) | -6.1 | 0.1 | 5.4 | 11.3 | 13.6 |
| 판매비와 관리비 | 249 | 1,077 | 913 | 798 | 440 |
| 영업이익 | -314 | -1,073 | -117 | 1,554 | 3,902 |
| 영업이익률(%) | -29.5 | -14.1 | -0.8 | 7.5 | 12.3 |
| 비영업손익 | -7 | -121 | -190 | -269 | -412 |
| 순금융손익 | -18 | -137 | -270 | -468 | -557 |
| 외환관련손익 | -8 | 52 | -53 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 6 | 7 | 83 | 73 | 72 |
| 세전계속사업이익 | -320 | -1,193 | -307 | 1,285 | 3,490 |
| 세전계속사업이익률(%) | -30.1 | -15.7 | -2.1 | 6.2 | 11.0 |
| 계속사업법인세 | -78 | -129 | -12 | 295 | 803 |
| 계속사업이익 | -242 | -1,064 | -295 | 989 | 2,687 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -242 | -1,064 | -295 | 989 | 2,687 |
| 순이익률(%) | -22.8 | -14.0 | -2.0 | 4.8 | 8.4 |
| 지배주주 | -247 | -1,076 | -301 | 1,010 | 2,744 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | -23.2 | -14.1 | -2.1 | 4.9 | 8.6 |
| 비지배주주 | 5 | 12 | 6 | -21 | -57 |
| 총포괄이익 | -206 | -1,012 | -88 | 989 | 2,687 |
| 지배주주 | -214 | -963 | -116 | 1,301 | 3,535 |
| 비지배주주 | 9 | -48 | 28 | -312 | -847 |
| EBITDA | -245 | -667 | 557 | 2,743 | 5,523 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | N/A | 616.0 | 92.8 | 41.6 | 53.1 |
| 영업이익 | N/A | 적지 | 적지 | 흑전 | 151.1 |
| 세전계속사업이익 | N/A | 적지 | 적지 | 흑전 | 171.7 |
| EBITDA | N/A | 적지 | 흑전 | 392.6 | 101.3 |
| EPS | N/A | 적지 | N/A | N/A | N/A |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | -2.2 | -6.6 | -1.1 | 2.8 | 6.0 |
| ROE | -6.3 | -24.8 | -5.6 | 15.5 | 32.7 |
| EBITDA마진 | -23.0 | -8.8 | 3.8 | 13.2 | 17.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 146.6 | 90.1 | 63.5 | 53.5 | 54.7 |
| 부채비율 | 166.9 | 258.1 | 293.1 | 341.6 | 330.4 |
| 순차입금/자기자본 | 70.9 | 122.1 | 166.7 | 204.9 | 176.4 |
| EBITDA/이자비용(배) | -10.1 | -3.5 | 1.2 | 4.5 | 7.2 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | -385 | -1,676 | N/A | N/A | N/A |
| BPS | 6,123 | 7,415 | N/A | N/A | N/A |
| CFPS | -278 | -1,044 | N/A | N/A | N/A |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| PBR | 3.6 | 2.9 | N/A | N/A | N/A |
| PCR | -79.5 | -20.9 | N/A | N/A | N/A |
| EV/EBITDA | N/A | N/A | 48.4 | 11.7 | 6.2 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|----|------|------|--------------|--------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| | | | | | |

Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 92.90% | 중립 | 7.10% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|