

SK COMPANY Analysis



Analyst
윤혁진

hjyoon2019@sksec.co.kr
02-3773-9025



R.A
김도현

do.kim@sksec.co.kr
02-3773-9994

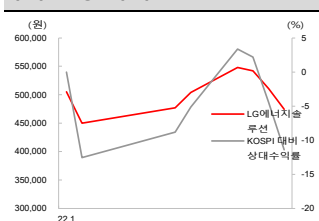
Company Data

자본금	1,000 억원
발행주식수	234,000 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,110,330 억원
주요주주	
LG화학	81.84%
우리사주조합	3.48%
외국인지분률	4.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/02/10)	474,500 원
KOSPI	2771.93 pt
52주 Beta	0.00
52주 최고가	548,000 원
52주 최저가	450,000 원
60일 평균 거래대금	21,660 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	N/A	N/A
6개월	N/A	N/A
12개월	N/A	N/A

LG 에너지솔루션 (373220/KS | 중립(하향) | T.P 430,000 원(유지))

올해는 성장하기 위한 발판이 되는 해

- 4Q21 실적 및 2022년 매출액 가이드는 당사 및 컨센서스 하회
- 2023년부터 고속성장이 예상되지만, 2022년의 생각보다 낮은 매출 성장과 낮은 수익성은 올해 내내 투자자에게 근심거리가 될 것으로 예상
- 전기차시장 성장과 인플레이션으로 배터리 소재 가격 상승하고 있어 셀 수익성 악화 우려
- 가장 고성장 할 미국 전기차 시장의 압도적인 1위 배터리 기업으로 장기 성장성 높음

2021년 4분기 실적 및 2022년 매출액 가이드는 컨센서스 하회

LG 에너지솔루션 4분기 실적은 매출액 4.44조원, 영업이익 757억원, 영업이익률 1.7%를 기록해, 당사 추정치 및 컨센서스를 하회했다. 차량용 반도체 수급 이슈에 따른 공급 차질, 각종 메탈 등 원재료 가격 인상, 리콜 물량 생산에 따른 기회비용 발생 등이 이익 하회 요인이 컸다. 또한 2022년 매출액 가이드를 19.2조원(+7.6%)으로 제시하며, 당사 기존 추정치였던 22.6조원을 하회한 상황이다. 여전히 고객사들의 반도체 수급 이슈가 매출 성장의 가장 큰 걸림돌이며, 얼티엄셀즈 1공장이 본격적으로 가동되는 2023년부터 매출 성장이 가팔라질 전망이다.

올해는 성장보다는 소재 가격 상승에 따른 원가 부담 예상

중국 전기차 판매량 급등으로 촉발된 2차전지 소재 가격 상승(리튬, 코발트, 니켈, 전해질 등)에 따라 셀 업체인 동사의 수익성 악화가 지속 중이다. LME 시세로 흐름을 파악할 수 있는 양극재의 주요 원재료는 판가에 전가가 가능하겠지만, 분리막, 전해액 등과 같은 제품들은 실시간 가격 전가가 힘들 것으로 판단된다. 2022년 영업이익률을 전년도 4.3%(일회성 제외시 5.1%)보다 낮은 4.0%로 추정한다. 반면에 CATL은 시장 기대치보다 높은 2021년 순이익 예상치를 최근 발표했으며, 2022년, 2023년 전망치가 상향되고 있다. CATL 실적은 중국 배터리 시장 점유율 50%에서 나오는 가격 전가력과 규모의 경제가 반영되고 있는 것으로 판단한다. 반면에 LGES는 아직 수익성에서 열위에 있어서 이제는 오히려 CATL보다 밸류에이션이 높은 상황이다(2022년 EV/EBITDA LGES 44.1배, CATL 30.4배). 시간이 지날수록 2023년 이후 성장성에 초점을 맞출 것으로 예상되지만, 금리 상승 국면인 올해 LGES의 낮은 수익성과 높은 밸류에이션은 고민거리다. 목표주가에 도달해 목표주가는 유지하고, 투자의견을 중립으로 하향한다.

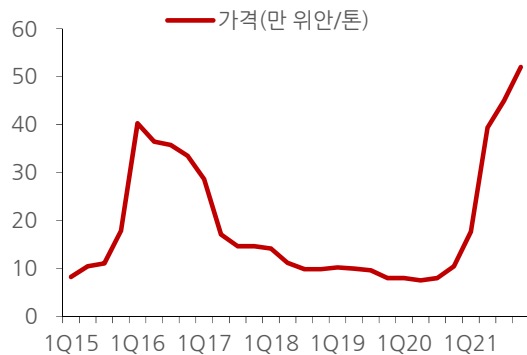
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	14,611	178,519	195,112	251,108
yoy	%		1,121.8	9.3	28.7
영업이익	억원	-4,752	7,685	7,736	14,716
yoy	%		흑전	0.7	90.2
EBITDA	억원	-3,596	22,259	25,260	32,081
세전이익	억원	-6,049	7,772	8,187	15,218
순이익(지배주주)	억원	-4,555	8,149	8,664	14,993
영업이익률%	%	-32.5	4.3	4.0	5.9
EBITDA%	%	-24.6	12.5	13.0	12.8
순이익률	%	-30.9	5.2	5.0	6.4
EPS(계속사업)	원	-2,306	2,926	2,721	5,426
PER	배			174.4	87.5
PBR	배			5.7	5.2
EV/EBITDA	배			44.1	35.0
ROE	%	-6.6	10.9	6.3	7.4
순차입금	억원	40,841	55,116	-12,246	-5,876
부채비율	%	163.6	166.3	75.7	76.6

2021년 중국 전기차 판매 급증(NEV 2021년 352만대, 2020년 134만대)과 환경 규제, 코로나19로 인한 생산 차질 등에 따라 배터리 소재 가격들이 급등한 상태다. 양극재의 주 원재료인 리튬, 니켈, 망간 가격은 최근 몇 년간 최고가를 넘은 상태며, 전해질(LiPF₆ 등) 가격 급등에 따라 2021년 상반기 적자를 기록하던 전해액 업체들도 지난 4분기 20% 내외의 가격인상을 실시했다. 양극박의 원재료인 알루미늄 가격은 사상 최고치를 훌쩍 뛰어 넘었으며, 음극박의 원재료인 구리가격도 작년 고점 수준까지 상승한 상태다.

LiPF₆ 가격 추이

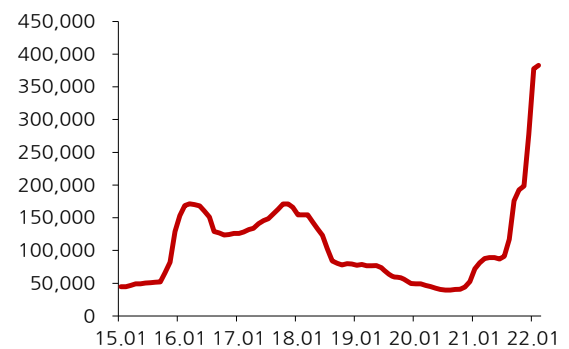
(단위: 만 위안/톤)



자료: 전지망, SK 증권

Li₂CO₃ 가격 추이

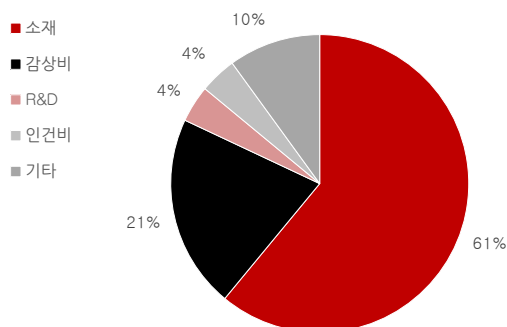
(단위: 위안/톤)



자료: bloomberg, SK 증권

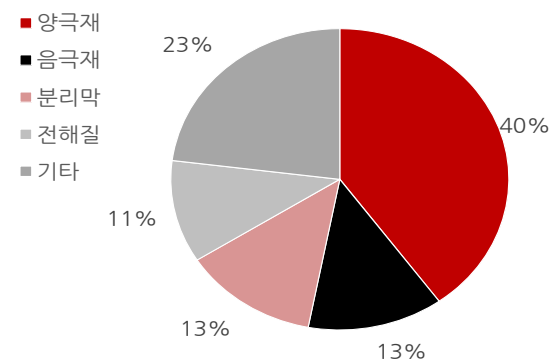
배터리 원가의 약 60% 내외가 소재 가격이며, 소재는 양극재 40%, 음극재 13%, 분리막 13%, 전해액 11% 등으로 이뤄져 있다. 따라서 양극재를 구성하는 리튬, 니켈, 코발트, 망간 가격의 상승, 전해액의 구성요소인 전해질, 첨가제, 용매 가격 상승이 셀 업체 입장에서는 수익성에 부담이 될 수 밖에 없다. 가장 원가 부담이 큰 리튬, 니켈, 코발트 같은 메탈은 대부분의 자동차 업체들과 분기 또는 반기 단위로 판가 전가하는 구조로 수주했을 것으로 추정돼, 가격 전가가 되고 있는 것으로 판단한다.

배터리 원가 구조



자료: SK 증권

원가 중 소재부문 구성

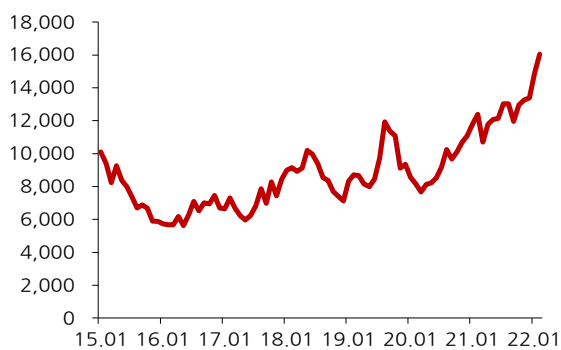


자료: SK 증권

차량용 반도체 공급 부족으로 배터리 생산량 증가가 원활치 못해, 이러한 원재료 가격 상승이 2021년 4분기부터 수익성에 부담을 주고 있는 상황으로 판단한다. 하반기 이후 차량용 반도체 공급 부족이 해소되면 본격적인 자동차용 배터리 판매증가가 이뤄지면서 원가 상승 요인을 상회하는 매출 증가가 이뤄지면 수익성도 개선될 것으로 기대한다.

니켈 가격 추이

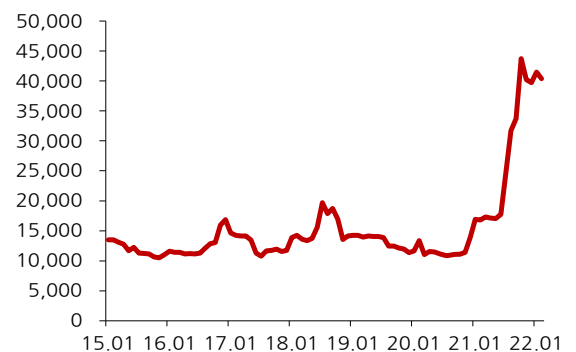
(단위: 달러/톤)



자료: LME, SK 증권

망간 가격 추이

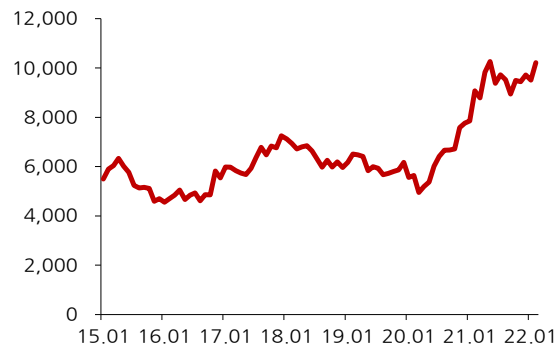
(단위: 위안/톤)



자료: bloomberg, SK 증권

구리 가격 추이

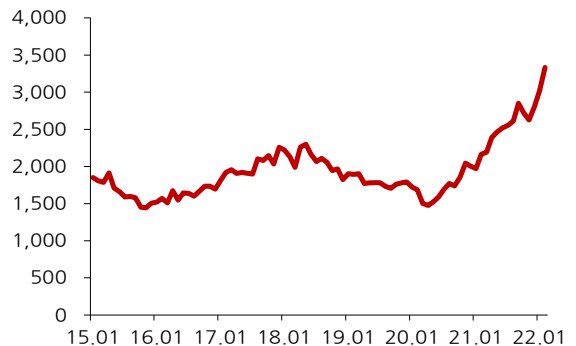
(단위: 달러/톤)



자료: LME, SK 증권

알루미늄 가격 추이

(단위: 달러/톤)



자료: LME, SK 증권

LGES 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2018년	2019년	2020년	2021년P	2022년E	2023년E	2024년E	2025년E
매출액	6,504	8,396	12,570	17,852	19,511	25,111	31,664	40,211
매출원가	5,363	7,292	10,568	13,918	16,428	21,093	26,634	34,070
판매비	985	1,634	2,292	3,165	2,309	2,546	2,789	2,918
영업이익	156	-529	-289	768	774	1,472	2,241	3,222
OPM	2.4%	-6.3%	-2.3%	4.3%	4.0%	5.9%	7.1%	8.0%
순이익	6	-428	-449	815	866	1,499	2,191	3,074

자료: LGES, SK 증권

CATL 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2018년	2019년	2020년	2021년E	2022년E	2023년E	2024년E	2025년E
매출액	5,567	8,608	9,460	21,597	38,553	56,132	67,517	81,350
매출원가	3,742	6,107	6,834	15,772	28,120	40,854	49,157	59,810
판매비	1,129	1,551	1,430	2,996	5,271	7,990	9,107	11,503
영업이익	696	951	1,197	2,829	5,162	7,287	9,253	10,037
OPM	12.5%	11.0%	12.6%	13.1%	13.4%	13.0%	13.7%	12.3%
순이익	637	857	1,050	2,314	4,149	6,016	7,642	9,519

자료: CATL, Bloomberg, SK 증권

주: 비교 편의를 위해 188 원/위안 환율 적용하여 위안화 기준 실적을 환산 / 2021 ~ 2025 년은 컨센서스 기준

LG 에너지솔루션(이하 LGES)의 전기차용 배터리 매출액 비중은 83%로 추정되며, 중국 CATL의 전기차용 배터리 매출액 비중은 78%로 추정된다. 양사 모두 EV용 배터리가 주 매출 품목으로 글로벌 완성차들의 주요 배터리 파트너(LGES는 폭스바겐, 테슬라, 볼보 등, CATL은 NIO, 스텔란티스, 상해자동차, Xipeng, Tesla 등)이며, 특히 글로벌 전기차 1위 기업인 Tesla에 CATL은 LFP 배터리를 LGES는 NCMA 배터리를 공급 중이다.

양사의 매출액을 비교해 보면 2021년 기준 LGES 17.8조원, CATL 21.6조원(188원/위안 적용)로 추정되며, CATL이 21% 더 높다. CATL의 2021년 Capa가 210GWh이고, LGES는 155GWh, LFP 대비 NCM 삼원계 배터리 가격이 높은 것을 고려하면 적정한 수준이다. 반면에 이익률 차이는 크게 차이가 난다. CATL이 2021년까지 10% 초중반의 안정적인 영업이익률을 유지하고 있는 것과 달리 LGES의 영업이익률은 2019년, 2020년 적자에서 2021년 흑자전환했지만, 한자리수 중반에 그치고 있다.

LGES, CATL 영업이익률 추이 및 전망

	2018년	2019년	2020년	2021년E	2022년E	2023년E	2024년E	2025년E
LGES	2.4%	-6.3%	-2.3%	4.3%	4.0%	5.9%	7.1%	8.0%
CATL	12.5%	11.0%	12.6%	13.1%	13.4%	13.0%	13.7%	12.3%

자료: LGES, CATL, Bloomberg, SK 증권

주: CATL 2021 ~ 2025 년 실적은 컨센서스 기준

CATL 의 상대적으로 높은 이익률은

- 중국내 시장 점유율 50%의 과점적 지위를 활용한 가격 전가력
- 높은 CAPEX 효율: 중국의 GWh 당 투자비는 약 540 억원 수준으로 LGES 의 800 억원 수준보다 낮음. 공장 부지, 설비 투자시 중국 정부의 정책 지원과 보조금 영향으로 판단
- 상대적으로 낮은 인건비
- 높은 가동률: CATL 의 가동률은 70~90%로 폴란드 공장 증설에 따른 낮은 가동률을 보인 LGES 의 60%대 보다 높음
- 원자재 조달의 이점 및 upstream 투자: 탄산리튬, 수산화리튬, 흑연 등 대부분의 배터리 소재는 중국에서 조달. CATL 의 탄산리튬, 니켈광구 투자 등 upstream 투자 우위
- 중국 전기차 시장의 고성장: 중국내 전기차 생산 기업 500 여개 등의 요인으로 판단된다.

반면에 LGES 는 배터리 화재 및 리콜에 따른 비용으로 2019 년 6,277 억원, 2020 년 9,267 억원, 2021 년 3 분기까지 1 조 3,528 억원의 판매보증 충당부채를 반영하며 영업 이익률의 큰 하락 요인으로 작용하고 있다. 반대로 라미네이션&스택킹 공정, Double Layer 코팅 공정 기술 통해 안전성을 개선해 판매보증 충당부채를 낮춰나가고, 폴란드 공장의 본격 가동으로 규모의 경제를 통한 원가 개선을 이뤄나간다면 지속적인 이익률 개선을 보일 것으로 전망한다.

최근 반영된 4 분기 실적과 2022 년 이후 전망치 변화를 고려하면, LGES 의 EV/EBITDA 밸류에이션이 CATL 과 대비해서 40% 이상 높은 수준인 상태다. 물론 2023 년부터 고성장할 미국 전기차 시장과 중국 NEV 보조금 폐지에 따른 중국 전기차 시장 성장 둔화를 반영한다면 LGES 의 상대적인 밸류에이션 프리미엄도 고려해야 할 것이다. 향후 LGES 가 매출증가와 수익성 강화로 높은 한 자리수까지 영업이익률을 상승시킨다면 이러한 지정학적 이점과 높은 성장성이 밸류에이션 프리미엄으로 작용할 것으로 전망한다.

LGES, CATL EV/EBITDA 비교

(단위: 배)

	2021년E	2022년E	2023년E	2024년E	2025년E
LGES	54.8	44.1	35.0	27.2	22.2
CATL	55.1	30.4	21.4	18.8	16.7

자료: LGES, CATL, Bloomberg, SK 증권

주: LGES 의 EV 는 전일종가 시총 111 조원 기준. CATL 2021 ~ 2025 년 실적은 컨센서스 기준

LGES, CATL CAPA, 매출액, 영업이익, 순이익 비교 Table (LGES / CATL)

	2018년	2019년	2020년	2021년E	2022년E	2023년E	2024년E	2025년E
Capa	233%	152%	110%	74%	64%	61%	60%	64%
Revenue	117%	98%	133%	83%	51%	45%	47%	49%
OP	22%	-56%	-24%	27%	15%	20%	24%	32%
NP	1%	NA	NA	35%	21%	25%	29%	32%

자료: LGES, CATL, Bloomberg, SK 증권

주: CATL 2021 ~ 2025 년 실적은 컨센서스 기준

LGES, CATL Valuation Table

(단위: 배)

	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
시총 / Capa (조원/GWh)					
LGES	0.72	0.54	0.42	0.34	0.26
CATL	1.08	0.71	0.53	0.42	0.34
시총 / 매출액					
LGES	6.22	5.69	4.42	3.51	2.76
CATL	10.52	5.89	4.05	3.36	2.79
시총 / 영업이익					
LGES	144.49	143.53	75.45	49.55	34.46
CATL	80.27	44.00	31.17	24.54	22.63

자료: LGES, CATL, Bloomberg, SK 증권

주: CATL 2021 ~ 2025 년 실적은 컨센서스 기준

중국에 대부분 배터리 공장이 있는 CATL 의 경우 규모의 경제와 높은 중국 전기차 시장 성장의 수혜를 봤지만, 해외 진출에는 LGES 에 비해 많이 뒤쳐져 있다. LGES 는 유럽, 중국, 미국, 인도네시아 등 다양한 지역으로 진출해 현지 자동차 업체들로 배터리를 공급 확대하고 있다. 향후 중국 전기차 시장의 정체와 미국 전기차 시장의 성장시 LGES 의 CATL 대비 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

LGES 연간 Capa 추이 및 전망

(단위: GWh / 연)

	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
LGES Total	35	70	120	155	205	262	322	422
한국	10	10	17	17	20	22	22	22
미국	5	5	5	5	20	50	95	160
유럽	10	40	70	70	85	100	100	100
기타	10	15	28	63	80	90	105	140

자료: LGES, SK 증권

CATL 연간 Capa 추이 및 전망

(단위: GWh / 연)

	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
CATL Total	15	46	109	210	320	430	540	660
중국	15	46	109	195	305	415	515	600
독일				15	15	15	25	60

자료: CATL, SK 증권

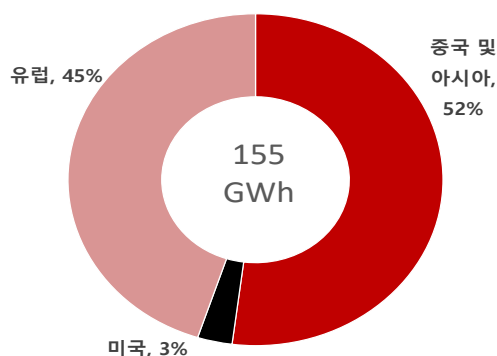
LG 에너지솔루션 미국 생산 Capacity

지역	규모 (GWh)	비고
엘티엠셀즈 1공장: 오키아오	40GWh	2022년 초 가동, 23억달러 투자
엘티엠셀즈 2공장: 테네시	40GWh	2023년 하반기 양산 계획, 23억달러 투자
엘티엠셀즈 3공장: 미시간	25GWh	기존 5GWh에서 20억달러 이상 투자해 증설, 2025년 가동 예상
스텔란티스 JV	40GWh	2024년 1분기 생산 목표
LGES 자체 배터리 공장	70GWh	2025년까지 5조원 투자 계획
2025년 미국 Capacity 합계	215GWh	

자료: 언론자료, SK 증권

LGES 지역별 Capa 비중(2021년)

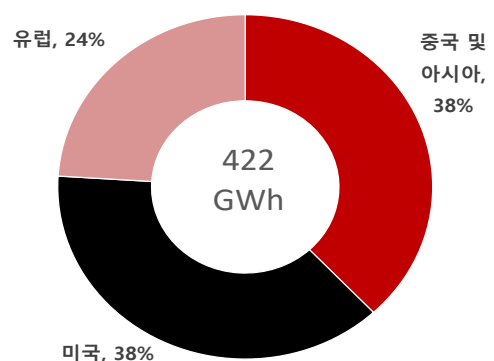
(단위: %)



자료: LG 에너지솔루션, SK 증권

LGES 지역별 Capa 비중(2025년)

(단위: %)



자료: LG 에너지솔루션, SK 증권

LGES와 CATL의 소재 내재화 또는 협력 및 지분투자

	LGES	CATL
Raw materials	2021년 10월 니켈/코발트 제련업체인 Greatpower Nickel & Cobalt Materials의 지분 4.8%를 양수하는 계약을 체결	장시성 이춘시 탄산리튬 생산설비 2조 5,800억원 투자
	호주 인피니티 리튬과 수산화리튬 공급 MOU 체결, 5년간 매년 1만톤 공급	캐나다 밀레니엄리튬 인수(3,800억원), 아르헨티나 살타주 소재 리튬광산 채굴권 확보
	Australian Mines와 2H24부터 6년간 니켈 71,000톤 공급계약 체결	콩고 Manono 리튬 프로젝트 투자, 지분 24% 2,800억원에 확보
	호주 QPM(니켈 코발트 제련기업) 120억원 지분투자(지분 7%), 2023년말부터 10년간 각각 7만톤, 7천톤 공급계약 체결	인도네시아 니켈 광구 투자
양극	LG화학 양극재 생산 중 (2021년 8만톤, 2026년 26만톤)	후베이 이창시 전구체 생산설비 투자 6조원 규모 (인산철 36만톤, 리튬 인산철 22만톤, 삼원 전구체 및 재료 18만톤, 산화 코발트 리튬 4만톤)
	LG화학 배터리 관련 소재 기술 및 양극재 CAPA 확대 투자, 향후 10년간 2조 7천억원 규모	2021년 LFP 양극재 공장 증설 3,300억원 투자, 2024년 완공 및 시험생산 계획
	LG화학 CNT 양극 도전재 2021년 1,700톤에서 2025년 5,000톤 증설 계획	Dynanonic (55%), BTR (15%) 등에서 LFP 양극재 공급, CATL 소재 (35%) 및 ShanShan (15%)에서 NCM양극재 공급
음극	포스케미칼 저팽창 음극재 공급 협력(얼티엄셀즈)	후베이 이창시 재생흑연 생산설비 투자 (재생흑연 연간 4만톤)
	실리콘 음극재 개발(대주전자재료), 실리콘 함량 7%이상	BTR(20%), ShanShan(15%), Kajin(35%) 등에서 음극재 공급
분리막	LG전자 CEM 사업부 인수, 분리막 사업 확장, 5,300억원 규모	2021년 11월 은첩고분(창신신소재)과 JV 설립, 총 투자규모 80억원안, 건식 및 습식 분리막 사업투자, 48제곱미터 연산
	도레이와 분리막 JV(헝가리) 설립, 총 1조원 규모, 50:50 지분율이고, 30개월 이후 LG화학 70%, 2028년 연산 8억제곱미터 계획	은첩고분(50%), CYG(30%) 등에서 분리막 공급
전해질	2025년까지 신저우방 전해액 공급계약, 3억 7천만달러 규모 (얼티엄셀즈)	영태과기 자회사 영태고신 지분 25%, 5억위안에 인수, LIPF6 등 생산 협력
Recycle	에코프로 재활용 사업 협력, CAPA 만오천톤 규모, 양극재 재활용 주력	자회사 Brunp와 6,800억원 공동투자, Ningbo Brunp CATL New Energy JV 설립
	얼티엄셀즈 Li-Cycle 폐배터리 재활용 계약(지분투자)	후베이 이창시 폐배터리 재활용 설비 (연간 30만톤)
기타	2020년 12월 솔루스첨단소재 유럽법인 유상증자 575억원 투자, 5년간 동박 공급	BASF 양극재 CAM 재활용 협력계약, 독일 공장 증설 계획
		단성진재생에너지재료과 배터리 알루미늄박 공급 계약 체결, 5년간 51만톤 공급 (2021~2025)

자료: 산업자료, SK 증권

LGES, CATL 신기술 개발 내역

LGES	CATL
실리콘 음극재 개발(대주전자재료) - 실리콘 함량 7%이상 적용 계획 - 2019년 포르쉐 타이칸 공급된 LGES 배터리에 실리콘 음극재 최초 적용 - 기존 Carbon계 음극재에 비해 에너지 밀도 10배 정도 - 충방전시 부피팽창 및 낮은 전기전도도 문제 존재 - 열 플라즈마 활용한 기상합성공정 적용, 고효율 실리콘복합산화물 양산 성공, 현재 프리미엄 모델 위주로 우선 적용될 것으로 예상	Sodium-ion battery(나트륨이온 배터리) - LFP 원가 1Wh 당 0.5 ~ 0.6 / Na+ 1Wh 당 0.2~0.3 위안 - Li+ 대신 지구상에 500배 풍부한 Na+ 사용 - Na+ 이온은 Li+ 보다 이온 직경이 크기 때문에 현재 Li+ 배터리에 사용되는 음극 소재 적용 불가 - 흑연화 카본 소재를 적용하여 음극 소재 문제 해결한 것으로 추정 - 원가는 훨씬 저렴하지만, Na+ 이온 특성상 Li+ 이온에 비해 고출력, 고용량 제한적
코발트 프리 양극재 개발 - 2025년까지 Ni 비율 95%이상 NMA 양극재 개발 계획 - 코발트를 제거함으로써 배터리 원가 절감에 기여할 것 - 코발트 프리 전 단계로 코발트 비중 1~2%까지 낮추는 것이 목표 - 코발트 프리 적용 시 1kW당 원가 100달러 이하 가능한 수준 - 코발트 대신 알루미늄 채용함으로써 구조적 안정성 확보하고 제조 가격 낮추는 기술	LFP CTP(Cell to Pack) - 배터리팩 원가 1kWh 당 100달러 수준, 주행거리 증가 - CTP 기술을 적용함으로써 전기차 원가 절감과 주행거리 증가 가능 - 2025년 LFP CTP 생산능력 60GWh 전망 - Tesla Model 3의 경우 LFP CTP 기준 428kg 배터리팩 탑재 추정, NCM811에 비해 15% 무게 증가 - 기본적으로 에너지밀도는 같지만 무게가 증가하며 전비 축소
상온 충전 전고체 배터리 기술 - 500회 충방전 후 전고체 배터리 잔존용량 80% 유지 - 마이크로 실리콘(5마이크로미터 내외) 적용, 나노 실리콘에 비해 원가 절감 달성 - 리튬이온배터리에 비해 에너지 밀도 40% 정도 향상 가능	NCA 배터리 개발 - LFP 주행거리 이슈 해결 위해 NCA 배터리 개발, 망간, 코발트 함량 줄여 폭발 위험 방지 - High - Ni 채용하여 배터리 생산원가 절감 - 고객사들의 주행거리 향상 요구 늘어나며 삼원계 배터리 연구개발 투자 확대중인 것으로 추정
	교체용 배터리 개발 - 교체형 차량용 배터리 사업 시작, EVOGO 브랜드 론칭 - 배터리 교환소 설비를 통해 미리 충전된 표준 배터리를 교환, 제공하는 서비스 - 교체용 배터리 1개의 에너지 밀도는 160Wh/kg 정도, 교체시간은 1분 정도 소요 - 10개 주요 도시에 배터리 교환소 설치 예정, EVOGO 표준 배터리 적용 차량만 서비스 가능

자료: 산업자료, SK 증권

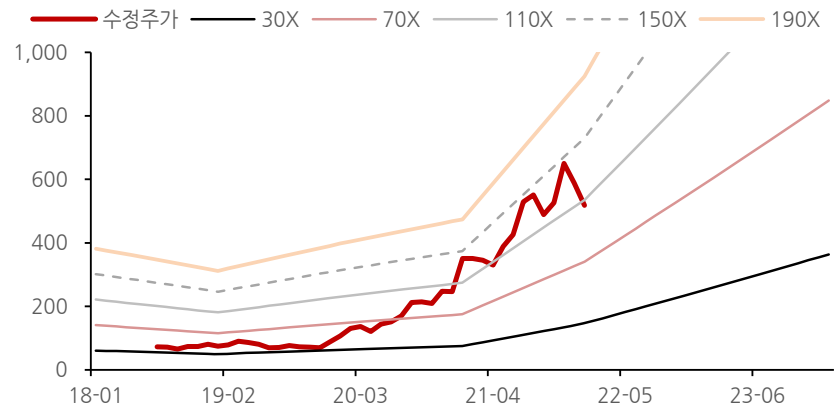
완성차 사업협력 현황

LGES	CATL
1H21기준 매출비중 VW 32%, Tesla 22%, Volvo 9% 등	1H21기준 매출비중 NIO 13%, Stellantis 13%, SAIC(상해자동차) 12%, Xpeng 7%, Tesla 6% 등
현대차 그룹, 인도네시아 배터리 합작공장 1.3조원 투자, 2023년 준공 및 2024년 가동예정, 10GWh/연	2019년 Tesla 협력, 중국 생산 전기차에 대해 CATL 배터리 탑재(~22.06.30)
GM, 얼티엄셀즈 기반으로 향후 GM 얼티엄 플랫폼에 사용될 배터리 공급예정, 2025년 135GWh/연, 미시간 공장 2곳 65억달러 투자 계획	2018년 BMW 40억유로 공급계약, 2019년 73억유로로 확대
얼티엄셀즈와 4공장 논의 중	
스텔란티스 미국 배터리 합작공장, 2024년 Capa 40GWh	2020년 NIO와 자산운용사 우한 웨이닝 설립, 배터리 리스, 충전, 유지보수 및 도소매 등 BaaS 업무 협력
Tesla 상하이공장에 배터리 공급	2021년 중국 전기차 스타트업 아이웨이즈 지분 인수(21.2%), U5, U6 모델 CATL의 CTP 삼원계 배터리 탑재
혼다와의 JV 논의 중	2021년 현대차 E-GMP 플랫폼 기반 전기차 배터리 공급계약 체결

자료: 산업자료, SK 증권

CATL P/E Band Chart

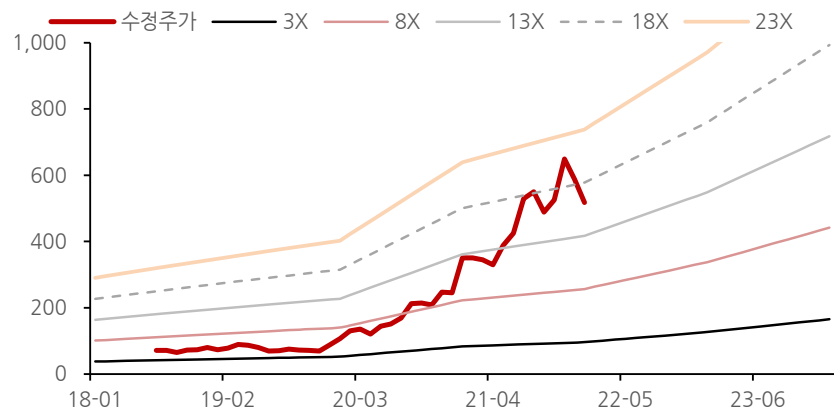
(단위 : 위안)



자료 : Bloomberg, SK 증권

CATL P/B Band Chart

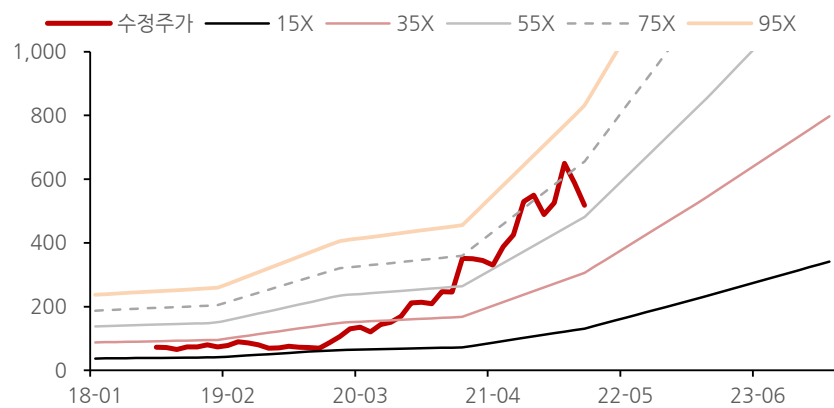
(단위 : 위안)



자료 : Bloomberg, SK 증권

CATL EV/EBITDA Band Chart

(단위 : 위안)



자료 : Bloomberg, SK 증권

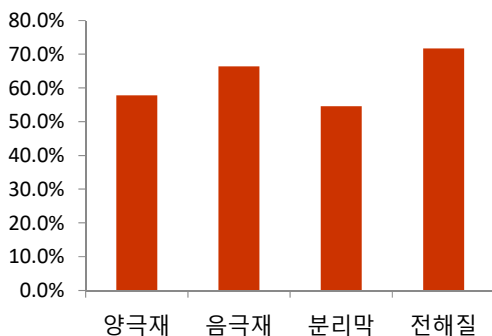
공급망의 안정성 중요

제도적인 규제와 해택에 추가해서 전기차 생산의 공급망 안정성도 미국의 입장에서 파트너로서 한국 배터리 업체들을 선택하는 가장 큰 이유이다. 조 바이든 미국 대통령은 미국의 공급망을 보호하고 미국 수출의 새로운 시장을 열기 위해 동맹국과 함께 작업할 것이라 밝히고 있다. 글로벌 자동차 회사들이 평균판매가격 1 달러 수준인 차량용 MCU가 없어서 몇천만원짜리 자동차 생산에 차질을 빚고 있는 것을 생각하면 공급망 안정성이 얼마나 중요한 문제인지 알 수 있다. 또한 최근까지도 코로나 19로 인해 글로벌 생산기지 곳곳에서 생산 차질이 있었던 것도 고려해야 할 것이다.

국내 배터리 업체의 대중국 수입의존도는 수산화리튬이 약 83%, 코발트 87%, 황산망간 99%, 흑연 88%이고, 양극활물질의 전단계인 전구체도 91%를 중국에서 수입하고 있는 상황이다. 수산화리튬은 하이니켈 양극활물질과 합성이 용이해서 코발트 함량을 줄이는 하이니켈 양극재를 만들 때 꼭 사용해야 하는 소재이며, 전구체는 양극활물질 개발과 원가에 중요한 영향을 미치는 원재료이다. 한국산업연합포럼에 따르면 코발트의 경우 콩고가 전 세계 채굴 중 78%를 차지하고 있으나 중국의 콩고 광산 장악 등으로 인해 채굴된 코발트의 72%는 중국에서 가공되고 있고, 호주·칠레 등에서 채굴되는 리튬도 61%는 중국에서 가공되고 있는 등 중국의 원료지배력이 높은 상황이다.

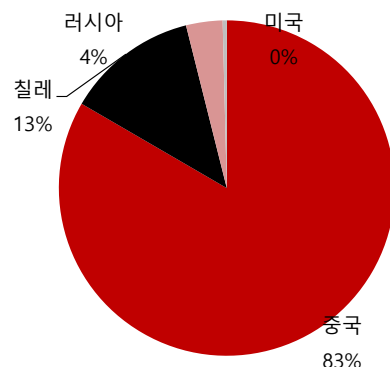
배터리 주요 소재 중국 점유율

(단위 : %)



자료 : SNE 리서치, SK 증권

수산화리튬 국가별 수입 의존도 현황



자료: KITA, SK 증권

만약 배터리 공장은 미국에 진출해 전기차용 배터리를 생산하고 있는데, 미중 갈등으로 인해 중국이 미국 공장에 중국 생산 점유율이 압도적으로 높은 수산화리튬, 황산망간, 흑연, 양극활물질 전구체 등의 공급을 중단한다면 당장 미국의 전기차 생산은 중단될 수 밖에 없을 것이다. 따라서 배터리 셀 공장뿐만 아니라 배터리 4대 소재(양극재, 음극재, 분리막, 전해액) 업체들의 미국 진출도 이어질 수밖에 없다고 생각한다.

미국 전기차 시장 고성장 전망

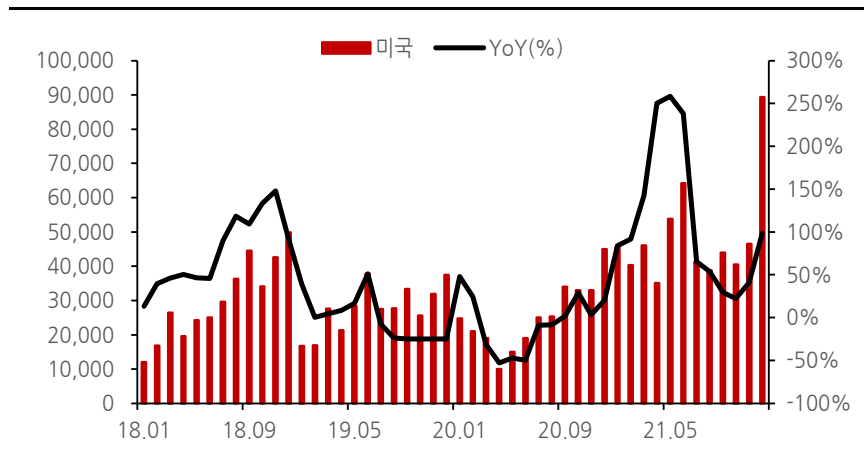
2021 년 미국의 전기차 판매량은 전년대비 + 69.5% 증가한 58.5 만대를 기록했다. 이 중 Tesla 의 모델 3, 모델 Y 등이 60.2%를 차지하며 대부분을 기록했으며, 지역적으로는 캘리포니아 주 판매 비중이 31.6%를 기록했다. 2021 년 글로벌 전기차 판매량이 644 만대 수준인 것에 비하면 미국의 비중은 10% 미만으로 아직 낮은 수준이다.

미국에서 전기차를 구매하면 연방정부 보조금 기본 7,500 달러를 지급받으며, 탑재된 배터리가 미국 생산 제품이라면 500 달러 추가 지급 받는다(출고가 승용 EV 55,000 달러, SUV 69,000 달러, 트럭 74,000 달러 초과일 경우 미지급). 여기에 추가적으로 민주당은 노조가 있는 미국내 공장에서 생산된 EV 에 대하여 추가 보조금 4,500 달러를 지급하는 법안을 발의(BBB, Build Back Better Act)했다. 민주당 법안이 통과될 경우 전기차 구매에 따른 보조금은 총 12,500 달러에 달하며, 특히 캘리포니아 주민의 경우 주 정부 보조금 2,000 달러까지 추가돼 전기차 구매에 적극적일 수 밖에 없을 것으로 판단한다.

만약 캘리포니아 주민이 GM 의 ‘Silverado’ 픽업트럭(기본형, 출고가 31,500 달러. 배터리는 Ultium Cells)을 구매한다면, 소득기준에 따라 일반 거주자는 10,000 달러, 저소득층은 12,500 달러의 보조금을 수취하게 되며, 민주당 법안이 통과된다면 일반 거주자는 14,500 달러, 저소득층은 17,000 달러의 보조금을 수취해, 각종 비용을 제하고 20,845 달러~23,345 달러에 구매가 가능한 것으로 계산된다.

미국 전기차 판매량

(단위: 대, %)



자료 : InsideEVs, SK 증권

미국에선 최근 과거 어느 때보다 많은 전기차 신차들이 출시되고 있다. 리비안 R1T, 포드 F150, GM의 Hummer EV, Silverado EV, 루시드 에어 등 전기차 신차들이 줄을 잇고 있다. 완성차 업체들의 전기차 신차 출시와 발 맞춰 미국 정부의 전기차 보조금이 확대될 예정이며(독일에선 2019년 11월 폭스바겐 ID3가 출시되는 시점에 전기차 구매 보조금 50% 상향), 배터리 공장도 맞춰서 증설되고 있다. 미국이 당분간 가장 고속 성장하는 전기차 시장이 될 것으로 전망하는 이유다.

Rivian R1T



자료 : Rivian, SK 증권

Ford F150EV



자료 : Ford, SK 증권

GM hummer EV



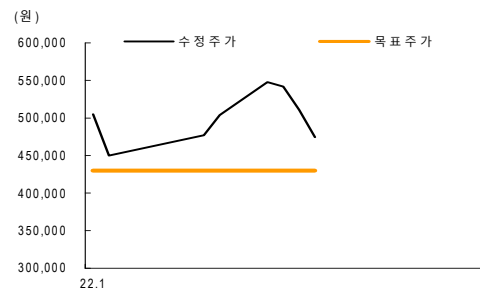
자료 : GM, SK 증권

GM Silverado EV



자료 : GM, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.11	중립	430,000원	6개월		
2022.01.27	매수	430,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 2 월 11 일 기준)

매수	93.91%	중립	6.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산		90,857	102,392	173,123	186,029
현금및현금성자산		14,931	21,733	89,095	82,724
매출채권및기타채권		31,313	37,489	40,973	52,733
재고자산		30,431	37,489	36,876	42,713
비유동자산		108,561	145,112	194,104	219,001
장기금융자산		605	1,956	1,956	1,956
유형자산		86,836	108,330	150,804	168,346
무형자산		3,258	3,959	3,663	3,444
자산총계		199,418	247,504	367,228	405,030
유동부채		68,892	95,475	96,903	111,131
단기금융부채		11,230	27,637	27,637	27,637
매입채무 및 기타채무		43,610	44,630	43,900	50,849
단기충당부채		9,964	17,852	19,511	25,111
비유동부채		54,872	59,089	61,332	64,523
장기금융부채		50,781	49,449	49,449	49,449
장기매입채무 및 기타채무		58	58	58	58
장기충당부채		2,426	7,103	8,897	11,451
부채총계		123,764	154,564	158,234	175,655
지배주주지분		68,796	80,432	194,584	213,064
자본금		1,000	1,000	1,170	1,170
자본잉여금		72,315	72,315	174,145	174,145
기타자본구성요소		0	0	0	0
자기주식		0	0	0	0
이익잉여금		-4,531	3,682	12,347	27,339
비지배주주지분		6,858	12,508	14,410	16,312
자본총계		75,654	92,940	208,994	229,376
부채외자본총계		199,418	247,504	367,228	405,030

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름		3,983	12,546	25,245	28,446
당기순이익(손실)		-6,049	10,228	9,664	15,993
비현금성항목등		8,256	27,322	17,892	18,385
유형자산감가상각비		1,106	13,847	16,756	16,650
무형자산감가상각비		50	727	769	715
기타		7,103	13,214	-636	-636
운전자본감소(증가)		1,776	-18,796	-1,493	-4,409
매출채권및기타채권의 감소(증가)		-1,104	1,463	-3,484	-11,759
재고자산감소(증가)		-2,070	-6,357	613	-5,837
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)		2,580	-1,470	-730	6,949
기타		2,370	-12,433	2,108	6,238
법인세납부		-1	-6,207	-819	-1,522
투자활동현금흐름		-8,821	-22,322	-59,686	-34,620
금융자산감소(증가)		0	-705	0	0
유형자산감소(증가)		-2,562	-33,307	-59,230	-34,192
무형자산감소(증가)		-41	-450	-473	-496
기타		-6,218	12,140	17	68
재무활동현금흐름		-2,086	15,562	101,803	-197
단기금융부채증가(감소)		0	3,000	0	0
장기금융부채증가(감소)		-2,025	9,201	0	0
자본의증가(감소)		0	0	102,000	0
배당금의 지급		0	0	0	0
기타		-61	3,361	-197	-197
현금의 증가(감소)		-7,069	6,801	67,362	-6,370
기초현금		22,000	14,931	21,733	89,095
기말현금		14,931	21,733	89,095	82,724
FCF		-11,416	-16,873	-36,709	-8,487

자료 : LG에너지솔루션, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액		14,611	178,519	195,112	251,108
매출원가		12,370	139,180	164,284	210,930
매출총이익		2,240	39,339	30,828	40,177
매출총이익률 (%)		15.3	22.0	15.8	16.0
판매비와관리비		6,993	31,654	23,092	25,461
영업이익		-4,752	7,685	7,736	14,716
영업이익률 (%)		-32.5	4.3	4.0	5.9
비영업손익		-1,296	87	451	502
순금융비용		71	142	180	129
외환관련손익		-1,070	-500	0	0
관계기업투자등 관련손익		12	34	-5	-5
세전계속사업이익		-6,049	7,772	8,187	15,218
세전계속사업이익률 (%)		-41.4	4.4	4.2	6.1
계속사업법인세		-1,473	769	819	1,522
계속사업이익		-4,575	7,003	7,368	13,697
중단사업이익		57	2,296	2,296	2,296
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익		-4,518	9,299	9,664	15,993
순이익률 (%)		-30.9	5.2	5.0	6.4
지배주주		-4,555	8,149	8,664	14,993
지배주주귀속 순이익률(%)		-31.18	4.56	4.44	5.97
비지배주주		37	1,150	1,000	1,000
총포괄이익		-4,696	13,688	14,054	20,382
지배주주		-4,678	11,636	12,152	18,480
비지배주주		-19	2,052	1,902	1,902
EBITDA		-3,596	22,259	25,260	32,081

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액		0.0	1,121.8	9.3	28.7
영업이익		0.0	흑전	0.7	90.2
세전계속사업이익		0.0	흑전	5.3	85.9
EBITDA		0.0	흑전	13.5	27.0
EPS(계속사업)		0.0	흑전	-7.0	99.4
수익성 (%)					
ROE		-6.6	10.9	6.3	7.4
ROA		-2.3	4.2	3.1	4.1
EBITDA마진		-24.6	12.5	13.0	12.8
안정성 (%)					
유동비율		131.9	107.2	178.7	167.4
부채비율		163.6	166.3	75.7	76.6
순차입금/자기자본		54.0	59.3	-5.9	-2.6
EBITDA/이자비용(배)		-45.5	140.7	128.5	163.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)		-2,306	2,926	2,721	5,426
BPS		34,398	40,216	83,156	91,053
CFPS		-1,700	11,361	11,192	13,828
주당 현금배당금		0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)		N/A	0.0	201.4	101.0
PER(최저)		N/A	0.0	165.4	82.9
PBR(최고)		0.0	0.0	6.6	6.0
PBR(최저)		0.0	0.0	5.4	4.9
PCR		0.0	0.0	42.4	34.3
EV/EBITDA(최고)		0.0	0.0	50.9	40.3
EV/EBITDA(최저)		0.0	0.0	41.8	33.2