

## Strategy Idea



## ▲ 투자전략

Analyst 이진우

02. 6454-4890

jinwoo.lee@meritz.co.kr

## 판가 인하(+원가 절감)의 역설

- ✓ 기술 확산기 '판가(ASP) 인하'는 대중화 가속화의 촉매. 산업은 경쟁의 본격화 의미
- ✓ 바뀐 국면에 따른 적정한 평가 잣대도 고민해 볼 필요: 매출이 아닌 '매출총이익', 'EBITDA'
- ✓ 2차전지 & 소재 기업 쏠림. '숫자'를 확인할 시간

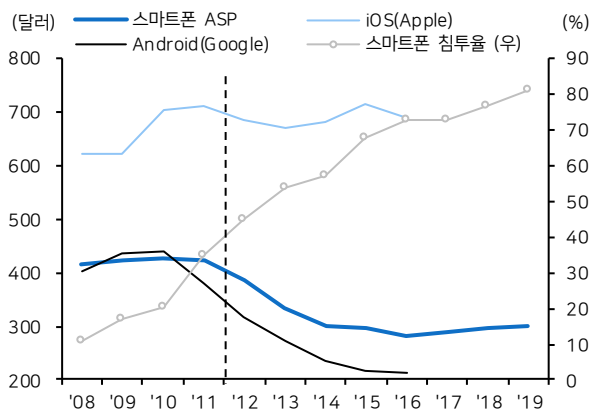
### 판가 인하의 역설

판가 인하의 함의: 대중화와 경쟁의 본격화

새로운 기술의 대중화는 산업 전반을 변화시킨다. 전기차, AI도 그 중심에 있다. 상업화가 본격화되고 있는 전기차, AI 산업의 장기 경로를 의심하지 않는 이유다. 문제는 개별기업이다. 내연기관 자동차, PC, 스마트폰의 대중화의 역사를 보면, 그 과정은 매끄럽지 않은 않다. 변곡점들이 있다는 얘기다.

'판가(판매가격) 인하'가 단적인 예이다. 소비자에게는 가격하락이 더 없이 좋은 기회이지만, 기업에게는 경쟁의 시작을 의미하기 때문이다. 그래서 판가 인하는 대중화 속도를 가속화 시키는 반면, 기업에게는 생존의 문제로 다가온다. 판가 인하 국면에서 경쟁 기업들의 주가가 부침이 심한 배경이다. 우리에게 익숙한 스마트폰의 경우도 2012년 이후 판가 인하에 따른 경쟁 심화가 본격화 됐다.

그림1 스마트폰 침투율과 ASP: 판가 인하 후 침투 가속화



자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 판가 인하 후 삼성전자와 애플의 주가: 혼전



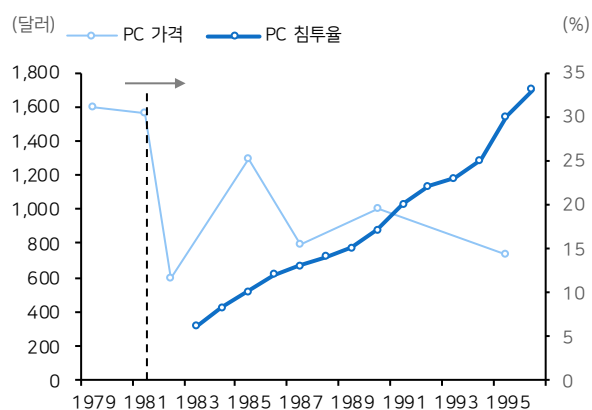
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 경쟁 시기 주가는 변동성 심화

해당 국면에서는 '생존'과 '시장 지배력'이 중요하기에 경쟁기업의 주가는 엇갈린 행보를 보인다. 2012~2016년에는 점유율 변화에 따른 삼성전자와 애플의 주가 차별화를 놓고 Long/Short 전략이 등장했을 정도였다.

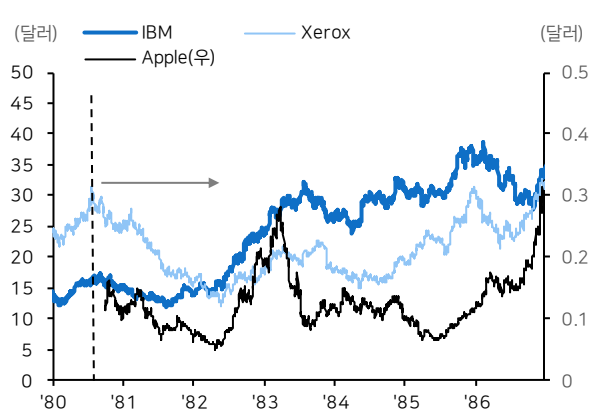
더 먼 과거인 PC의 시대로 돌아가 봐도 마찬가지다. 1981년 PC 가격의 하락이 시작됐고, PC의 대중화는 빨라졌다. 하지만 경쟁 기업이었던 IBM, 애플, Xerox의 주가는 혼전이었다. 결과적으로 PC 시장의 대중화는 IBM의 승리로 종료됐지만, IBM 주가 역시 부침은 컸다.

그림3 PC 침투율과 ASP: 평가 인하 후 침투 가속화는 동일



주: PC 가격은 당시 기본 모델 가격  
자료: Comin and Hobjin(2004), 메리츠증권 리서치센터

그림4 평가 인하 후 주요 업체 주가 동반 부진. 차별적 회복

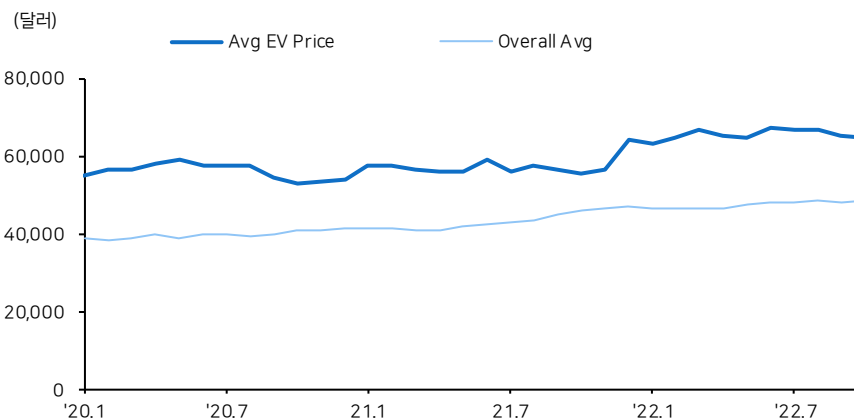


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 테슬라궤 경쟁은 시작되나?

지금의 전기차 시장은 어떨까? 테슬라의 판매가격 인하 등 원가절감을 통한 판매량 확대가 화두다. 시장 선점을 위한 대중화 전략으로 풀이된다. 전기차 생산 업체 전반으로 가격 인하가 시작된 것은 아니지만 선두 업체의 전략적 선택(First Mover Advantage)이라면, 향후 후발 주자들의 고민은 커질 수 밖에 없다. 가격 인하 전략에 동참하거나, 포지셔닝 차별화 전략을 가져갈 지 선택해야 한다.

그림5 내연기관 포함(Overall) 차량 가격과 EV 차량 가격 추이



자료: Caredge, 메리츠증권 리서치센터

## 경쟁은 '시간'의 문제일 것

하지만 테슬라의 기술적 우위를 인정하더라도 전기차 시장 내 '경쟁'은 시기의 문제일 수 있다. 주가는 보는 관점도 마찬가지다. 전기차 시장이 커지고 판매량이 증가하는 것은 자연스러운 수준이지만, 그 안에서의 경쟁이 존재한다면 시장의 반응은 변덕스러울 수 있을 듯 하다. 과거처럼 판매량 자체에만 집중하지는 않을 것이라는 의미다.

## 달라진 기술 확산 국면, 달라진 다른 평가 잣대도 필요

주가는 무엇을 기준으로 삼아야 할까? 이제는 이익률과 투자를 같이 고려할 때

시장의 심리를 측정할 수는 없다. 그럼에도 우리는 기업의 성장 혹은 산업의 성장에 따른 평가 잣대, 기준점은 있어야 한다. 성장 산업의 '적정'을 규정짓기는 어렵지만 어떤 지표가 가장 현실적인지는 인지해야 하기 때문이다. 주가를 믿음에 의존할 수는 없지 않은가.

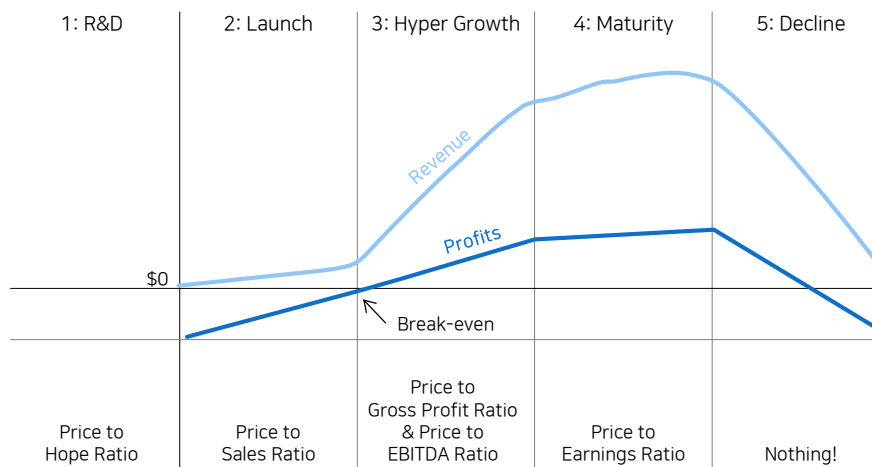
초기: PSR

성장 산업에서 기업의 극초반기에는 매출도 이익도 없기에 '기대감' 중심으로 주가는 움직인다(Price to hope ratio?). 하지만 일단 매출이 발생하기 시작하면 Price to Sales ratio (PSR)를 보는 것이 일반적이다. 여전히 적자를 보고 있지만 매출이 빠르게 커지기 시작한 국면에서 적합하기 때문이다.

경쟁기: EBITDA, Gross Profit 중요

기업이 성장이 본격화되는 시기에는 매출 팽창과 더불어 현금흐름이 개선되고, 본격적으로 이익이 성장하기 시작한다. 대규모 투자(Capex)를 동행하는 경우 Price to EBITDA(Earnings before interest, tax, depreciation, and amortization)를, 경쟁이 본격화될 때는 Price to Gross Profit(매출 총이익: 원가경쟁력 측면)이 핵심지표가 될 수 있다. 지금처럼 투자와 이익이 빠르게 성장하는 전기차 산업 관련 기업에 적합할 수 있다. 참고로 EV/EBITDA가 아닌 Price to EBITDA를 보는 이유는 '부채' 수준을 고려하지 않은 온전한 주가 수준만을 고려하기 위함이다.

그림6 기업의 성장 곡선에 따른 적정 밸류에이션 지표



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요 밸류에이션 지표 도해

Market Capitalization (Share price x total shares outstanding)	Income Statement:	Valuation Metric:
Market Cap Divided by →	Revenue / Sales =	Price-to-Sales (P/S) ratio
	- Cost of Goods Sold	
Market Cap Divided by →	Gross Profit =	Price-to-Gross Profit ratio
	- Operating Expenses Before Depreciation & Amortization	
Market Cap Divided by →	EBITDA =	Price-to-EBITDA ratio
	- Depreciation & Amortization	
Market Cap Divided by →	Operation Income =	Price-to-EBIT ratio
	- Interest Expense	
	Pre-Tax Income	
	- Income Tax	
Market Cap Divided by →	Net Income =	Price-to-Earnings (P/E) ratio
Market Cap Divided by →	Free Cash Flow =	Price-to-Free-Cash-Flow (P/FCF) ratio

자료: 메리츠증권 리서치센터

산업이 성숙기에 접어들면, 우리에게 친숙한 Price to Earnings ratio(PER)지표를 보면 된다. 안정적인 이익이 창출되기 때문이다. 반대로 산업 후퇴기에는 PER 지표의 효용성도 떨어진다. 디스카운트 되거나 생존 가치에 방점을 준 지표들이 쓰일 뿐이다. 만년 저평가 기업들의 디스카운트 이유다.

## 과거 성장주들의 밸류에이션은 어땠을까? 초기, 경쟁기, 성숙기

### 과거 성장주들의 밸류에이션은?

과거 성장산업들의 대표기업들의 산업의 성장에 따른 밸류에이션 변화는 어땠을까? 초창기의 아마존, 애플, IBM은 2020~2021년 성장주처럼 밸류에이션에 절대적인 기준은 없었다. 극단적인 밸류에이션 팽창은 지금과 크게 다르지 않았기 때문이다. 예를 들어 아마존의 경우 산업의 태동기이자, IT버블의 한 복판이었던 1999년에는 PSR이 41.6배까지, 애플은 2007년 PSR 7배까지 상승한 적이 있다. 적정가치를 찾기 힘든 시기이기 때문이다.

반면 침투율 10~20%에는 경쟁심화(ex. 판가 인하)와 투자가 병행되는 시기인데, Price to Gross Profit Ratio와 Price to EBITDA Ratio는 하향 안정화 되는 모습이다. 애플의 경우 PSR은 큰 변화가 없었지만 Price to Gross Profit Ratio는 침투율 0~10%때 보다 10~20%국면에서 평균 12.3배에서 8.6배로 안정화 됐고, Price to EBITDA Ratio 역시 같은 기간 평균 25배에서 10.3배로 하락했다. 이익의 팽창은 지속되지만 그에 따른 주가 반영 강도는 덜 하다는 뜻이다. 아마존 역시 절대 숫자의 차이는 있지만 침투 초기 국면보다 밸류에이션은 하향 안정화 되고 있다.

그런 측면에서 현재 테슬라의 밸류에이션 수준을 보면, Price to Gross Profit Ratio는 30배, Price to EBITDA Ratio는 36배로, 과거 비슷한 침투율을 보였던 애플, 아마존 보다 '이익률(경쟁우위)'은 높게, 현금흐름은 아마존과 유사하게 투영하고 있는 듯 하다.

표1 산업 성장에 따른 대표기업들의 밸류에이션 변화

	개발기			도입기(평가인하도)			성장기			성숙기		
침투율	0~10%			10~20%			20~60%			60~80%		
PC	Min	Max	Median	Min	Max	Median	Min	Max	Median	Min	Max	Median
PSR	1.0	2.0	1.5	0.8	1.9	1.1	0.4	2.8	1.2	1.0	2.4	1.6
Price to GP	1.6	3.3	2.5	1.5	3.5	2.0	1.0	7.8	3.0	2.2	4.9	3.8
Price to EBITDA	2.9	6.7	4.7	3.4	10.8	5.8	2.7	19.4	7.0	4.7	10.9	8.2
PE ratio	7.6	14.5	11.0	9.2	20.5	15.6	8.7	60.5	17.7	8.2	21.3	13.7
Price to FCF	13.9	643.2	31.0	13.7	344.3	67.2	3.5	64.3	21.7	6.6	15.9	12.4
PB ratio	1.7	3.4	2.5	1.3	2.9	1.8	1.1	12.1	4.7	3.6	13.2	5.6
스마트폰	Min	Max	Median	Min	Max	Median	Min	Max	Median	Min	Max	Median
PSR	0.6	7.1	3.7	2.1	4.5	3.5	2.6	4.5	3.4	5.2	8.2	6.7
Price to GP	2.3	21.5	12.3	5.8	11.5	8.6	6.4	11.5	8.7	12.1	21.4	16.1
Price to EBITDA	8.2	55.8	25.0	8.7	15.2	10.3	7.3	15.2	10.5	15.8	28.6	20.6
PE ratio	6.4	110.7	34.8	12.6	22.8	14.8	11.3	21.1	15.3	20.7	39.1	26.7
Price to FCF	6.9	61.1	26.2	9.1	20.9	12.0	8.6	17.8	12.4	18.5	31.3	24.7
PB ratio	1.2	13.6	7.7	4.0	7.2	5.7	4.0	7.1	5.9	29.4	44.3	33.4
E-Commerce	Min	Max	Median	Min	Max	Median						
PSR	1.2	41.6	2.3	1.7	4.6	3.6						
Price to GP	5.4	18.4	8.9	4.0	11.4	8.9						
Price to EBITDA	19.9	77.6	37.4	14.3	33.0	26.1						
PE ratio	35.5	2776.4	91.9	64.4	91.6	77.4						
Price to FCF	22.9	468.4	50.7	46.2	64.5	56.6						
PB ratio	10.6	74.9	23.0	6.3	22.4	18.2						
전기차(Tesla)	Min	Max	현재									
PSR	1.5	26.6	7.7									
Price to GP	7.9	276.8	30.0									
Price to EBITDA	15.6	719.1	36.0									
PE ratio	28.4	1184.9	49.8									
Price to FCF	25.5	455.0	82.7									
PB ratio	5.6	156.1	15.6									

주: PC는 IBM, 스마트폰은 애플, E-Commerce는 아마존  
 자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 2차전지 & 소재기업 쏠림: '숫자'를 확인할 시간

2차전지 및 소재 기업 쏠림: 과열  
해소가 필요

국내로 돌아와 보면, 2차전지 및 소재기업들의 쏠림이 진행 중이다. 필자는 2차전지 관련 기업의 성장성에는 의심은 없지만 주가 쏠림이 올해 내내 장기화되지는 않을 것으로 본다. 올해, 내년에 걸쳐 실적 턴어라운드 기업들의 많아지기 때문이다.

관건은 주가 레벨이다. 이들 기업의 공통점은 '투자'를 기반으로 한 성장하는 기업이라는 점이다. 당장 버는 돈 보다 투자가 더 많다. 그렇기에 밸류에이션 측면에서는 Price to EBITDA Ratio도 참고 지표가 될 수 있을 듯 하다. 결론적으로 2차전지 및 소재 기업간 밸류에이션 편차가 크고(10배~50배), 일부 기업의 경우 테슬라 보다 고평가 되어 있는 기업도 있다. 컨센서스에 기반한 밸류에이션(향후 실적미반영)이라는 한계가 있을 수 있지만, 쏠림에 대한 해소가 필요할 듯 하다.

표2 2차전지 및 소재 기업 Capex, Earning, Valuation

코드	종목명	CAPEX(십억원)			EBIT(십억원)			EBITDA(십억원)			Price to EBITDA(배)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
A373220	LG에너지솔루션	3,463	6,629	8,352	822	1,427	2,198	2,274	3,356	4,928	n/a	31.9	26.9
A006400	삼성SDI	2,255	2,579	3,341	1,708	1,876	2,201	2,961	3,297	3,951	16.4	12.5	13.8
A096770	SK이노베이션	3,188	5,607	7,453	1,170	5,226	2,859	2,684	7,149	5,185	8.7	2.5	3.2
A051910	LG화학	5,774	8,121	9,317	5,026	3,334	3,415	7,867	6,817	7,365	7.5	6.1	7.1
A003670	포스코케미칼	552	688	1,135	138	226	349	219	321	533	52.4	35.6	37.9
A247540	에코프로비엠	236	414	972	119	409	603	162	479	758	39.4	20.4	26.5
A066970	엘앤에프	179	323	432	-114	313	411	-93	350	480	n/a	21.9	18.4
A011790	SKC	322	979	1,229	497	314	178	706	543	430	8.0	9.1	10.1
A020150	일진머티리얼즈	209	n/a	n/a	81	105	154	124	n/a	n/a	31.0	n/a	n/a
A278280	천보	53	135	135	56	60	94	72	81	126	31.6	31.2	20.9
A121600	나노신소재	4	10	34	8	18	24	11	22	30	36.9	37.8	53.7

주: 2022년, 2023년 시가총액은 연평균 기준. 2023년은 3월 7일 시가총액 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

과거 국내 기업 중 비교할 대상이 있을까? '수주'라는 공통분모로만 본다면, 2004~2010년 조선 및 기자재(ex. 피팅)기업을 꼽을 수 있다. 산업의 규모, 그리고 성장의 구조적 차이는 감안해야겠지만, 주가의 Proxy는 '신조선가', 즉 판가였다. 전기차 산업의 볼륨뿐만 아니라 향후 2차전지 및 원재료 가격에 대한 민감도가 중요하다는 의미일 듯 하다.

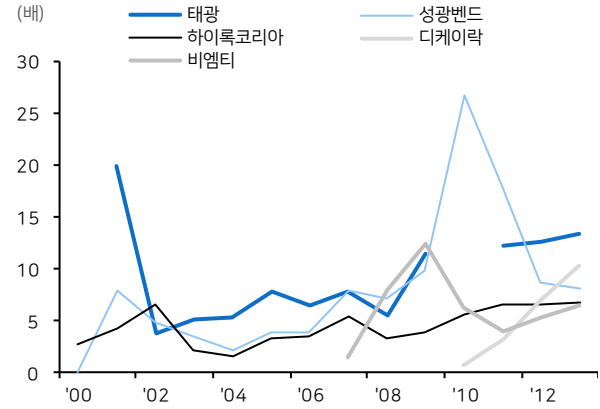
밸류에이션은 당시 조선 '기자재(ex. 피팅)' 업체의 수준을 상회하는 수준이다. 피팅 5개사의 Price to EBITDA Ratio는 10~25배 수준임을 본다면 현재 2차전지 및 소재 업체들의 밸류에이션은 이 보다는 더 높은 프리미엄을 받고 있다. 앞으로의 속제는 밸류에이션을 정당화하는 '숫자'가 증명하거나, 쏠림의 완화가 필요하다. 쉬어야 길게 가는 법이다.

그림8 신조선가 및 조선 및 피팅 기업 주가 추이



주: 피팅3사는 태광, 성광벤드, 하이록코리아  
 조선3사는 한국조선해양, POSCO홀딩스, 현대두산인프라코어  
 각 사 2001년 1월말 종가 대비 변동률의 평균으로 구함  
 자료: Clarksons, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 피팅 5개사 연도별 Price to EBITDA



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.