

2020.01.05.

정유/화학



정유/화학
전우제

02) 739-5933

wchun@heungkuksec.co.kr

R.A.
강석오

02) 6742-3518

sokang

배터리 3사, 추가 상승 가능한 이유 (LG화학, SK이노베이션, 삼성SDI)

I. 1/4일, 배터리 3사 주가 DoD +7~22% 상승

▶ 상승 원인: 1) 현대차의 E-GMP 3차 공급사 후보 선정

- 2021년(1차) SK이노베이션, 2022년(2차) LG화학/CATL에 이어,
- 2023년(3차) 공급사 후보로 삼성SDI와 SK이노베이션이 선정, 공동 공급할 가능성이 높다고 보도됨
=> 삼성SDI(↑↑)와 SK이노베이션(↑)에 호재이며, 특히 삼성SDI는 현대차그룹과의 EV 첫 사례로 의미가 크다는 판단

▶ 상승 원인: 2) CATL과 Tesla의 상승세 지속

- CATL/Tesla의 상승세 지속 및 한국 휴장(12/31일)에도 양사 모두 주가 상승한 점이 긍정적
- CATL은 1/4일에도 주가 +15.1% 상승하며 배터리 3사 주가 견인
=> 배터리 3사(↑) 모두에 수혜

▶ 상승 원인: 3) 11월 배터리 출하량 발표

- CATL 출하량 급증으로, LG화학은 2위를 기록했으나, 11월 출하량은 YoY +252%로 CATL(YoY +40.2%)을 크게 앞서
- SK이노베이션(YoY +371%, 5위)이 삼성SDI(YoY +71%)를 9월부터 앞서기 시작. 중국 비중 차이인 것으로 추정
=> SK이노베이션(↑↑) > LG화학(↑) > 삼성SDI(↗) 순으로 출하량 늘어나고 있음.
=> 특히, SK이노베이션의 경우, 2021년부터 현대차 E-GMP 1차 공급 시작되어 판매량 증가에 부각될 것

II. 주가 연동성은: 해외 주가와 실적 개선세

- 종합적으로는 SK이노베이션(DoD +22%)이 가장 수혜였음. 3가지 모두 최수혜이며, 당장 1Q21부터 현대차 E-GMP 1차 공급이 시작되며 매출 증가가 예상되기 때문. 550GWh의 수주잔고 및 2020/21년 Capa 확대에 근거, SK이노베이션의 2021년 배터리사업 매출액(3.5조원 이상)은 2배 이상 성장할 전망. YoY 주가 상승폭이 +27%에 그쳤다는 점도 삼성SDI(YoY +166%)와 LG화학(YoY +160%) 대비 매력적이었음. 삼성SDI(DoD +7%)는 3차 공급은 2023년부터로 당장 실적과 연동되지 않으며, LG화학(DoD +8%)은 현대차의 E-GMP 3차 후보 탈락에도 출하량 증가 및 해외 Peer 주가 상승에 주가 강세를 시현

III. 배터리 업체 밸류에이션에 대한 생각

- 배터리 산업은 아직 이익/주가 변동성이 높은 초기 단계이며, 업체들간 성장/증설 속도가 다르기 때문에 EV/EBIDTA 방식으로 Valuation을 측정하는 것은 현재로서는 적합하지 않다고 생각함. 오히려 이익/산업이 안정화될 2023/25년 목표 배터리 Capa를 기준으로 배터리 가치를 선정하는 것이 직관적이며, 일별로 Tracking 가능해 주가와 연동성이 높음 (P.2 참고)
- 1/4일 CATL 시총(158.1조원) 기준, 업체별 배터리가치는 LG화학 128조원, SK이노베이션 42조원, 삼성SDI 35조원이며, LG화학/SK이노베이션에 SOTP 후 할인 미적용한 목표주가는 최대 198만원(Upside +122%), 37만원(Upside +107%) 가능

배터리 업체 밸류에이션에 대한 생각

국내 주식시장에서는 대부분 배터리 업체들의 가치 평가를 EBITDA x 배수 방식으로 결정한다.

하지만, 배터리 산업은 이익/주가 변동이 높은 초기 단계로, EV(주가)/EBITDA(이익) 방식으로 Valuation을 측정하는 것은 적합하지 않다. 업체별 감가상각 + 영업이익 추정치도 제각각이며, 무엇보다 업체들의 연간(분기별) 증설 속도가 폭발적이고, 일정하지 않아 분모와 분자가 매시간 변하게 된다. 특정 시점의 EBITDA를 토대로 EV/EBITDA 배수를 적용하는 것은 효율적이지 못한 억지 Valuation이다.

주식투자 관점에서 가장 합리적인 방법은: 1위 업체인 CATL의 EV를 2023년 목표 Capa(GWh)로 나눈 후 국내 업체들에게 적용, 국가적 Discount를 적용하는 것이라 판단한다. 주식투자 관점에서는 성장/기술격차가 안정화될 2023년(혹은 2025년)의 목표 Capa를 기준으로 배터리 가치를 선정하는 것이 직관적이고, 일별로 Tracking 가능하며, 주가와 연동성이 높기 때문이다. 또한, 이 방식은 분모를 수개월간 고정 시켜 줄 수 있어 편리하다는 장점이 있다.

Discount를 적용하는 이유는 CATL은 가장 빠르게 성장하는 중국 시장의 점유율 우위를 가질 수밖에 없으며, 보조금 등을 이유로 국내 배터리 업체들 대비 10%p 이상의 마진율을 확보하고 있기 때문이다. 한국업체들이 받게 되는 일정 수준의 Discount는 1) 중국 보조금이 모두 제거되고, 2) 유사한 글로벌 M/S, 3) 이익률이 형성될 때까지는 줄어들 것이나, 존재할 것이다.

Discount는 50%를 적용했다. 1) 향후 국내 배터리 업체들의 OPM이 5~10% 수준으로 상승/안정화될 경우, CATL 대비 이익률이 최소 50% 수준까지는 상승할 것이기 때문이다. 2) 또한, 실제 2020년의 수익률을 계산해보면 LG화학(YoY +160%)와 삼성SDI(YoY +166%)이 CATL(YoY +230%)의 70% 수준이다. 시작점별 차이는 있겠지만, 이미 시장에서는 30%의 Discount만 적용하고 있었던 것으로, Discount는 이미 해소되고 있었음을 방증한다.

$$\frac{\text{배터리 사업부}(EV)}{\text{'23 목표 Capa}} = \frac{CATL(EV)}{CATL\ Capa('23)} \times \text{Discount}$$

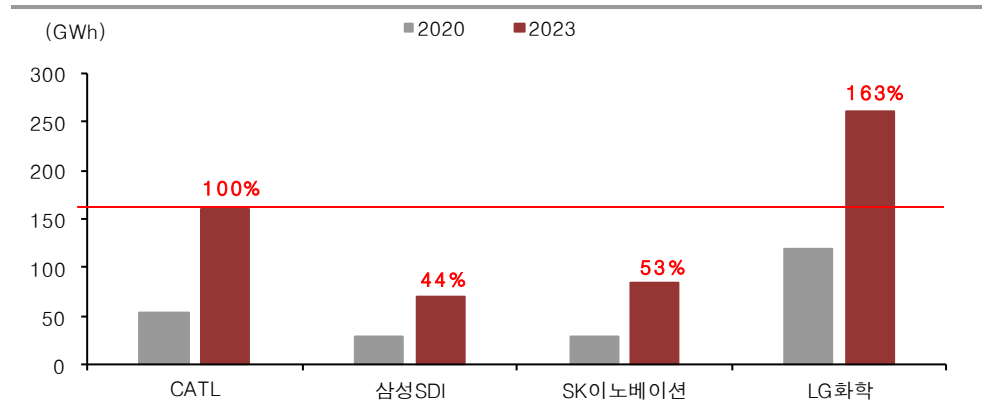
* 계산하기 쉽게, CATL은 3Q20부터 순현금 전환되어 CATL EV = 시가총액 적용 가능

* [LG화학] 차화정 이상의 상승이 가능한 이유(+Quant 접근) 보고서 참고(2020.06.23.)

2023년 목표 배터리
 Capa는 CATL 대비:

삼성SDI 44%
 SK이노베이션 53%
 LG화학 163%

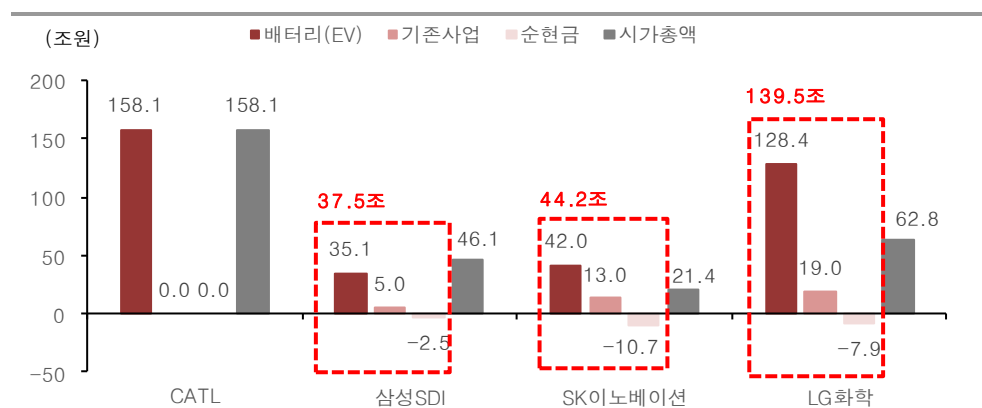
그림 1 CATL 대비, 국내 업체들의 배터리 Capa
 (%)는 2023년 CATL 대비 생산 능력



자료: 흥국증권 리서치센터

SOTP 할인 미적용 시,
 LG화학 목표주가 198
 만원, SK이노베이션
 36.8만원 가능

그림 2 CATL 기준, 상대적인 배터리 사업부 가치(EV), 순차입금, 현재 시가총액



자료: 흥국증권 리서치센터

2020년, CATL 대비
 삼성SDI/LG화학의 상
 승폭 Discount는 30%
 에 불과

시작점별 차이가 있을
 수 있지만, Valuation에
 서도 30%만 할인해도
 된다는 뜻으로 해석됨

그림 3 CATL, LG화학, 삼성SDI, SK이노베이션 주가



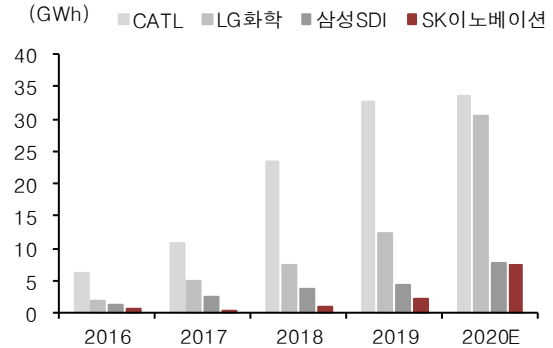
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 4 현대차 E-GMP 배터리 공급사. 1/3일, 3차 후보 발표



자료: 흥국증권 리서치센터, 매일경제

그림 5 배터리 출하량 발표 (연간)



자료: 흥국증권 리서치센터, SNE리서치

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
	Hold(중립): -15% ~15%		NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
	Sell(매도): -15% 이하		UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2020년 12월 31일 기준)

Buy (93.8%)	Hold (06.2%)	Sell (00.0%)
-------------	--------------	--------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 병행 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.