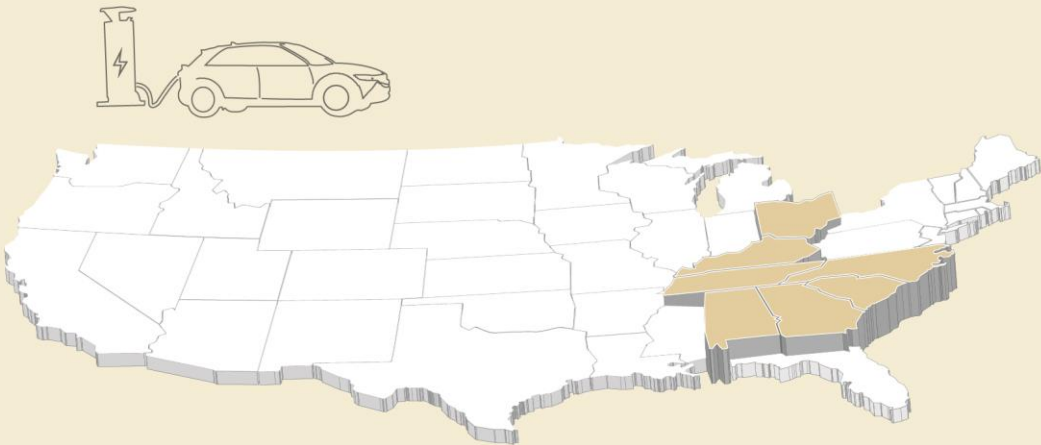




자동차 (Overweight) / 2차전지 (Overweight)

미국판 전기차 전쟁의 시작



유지웅

자동차 | jwyoo@daolsecurities.com

전혜영

그린인프라 • 2차전지 | yhy95@daolsecurities.com

남주신

연구원 | jushinnam@daolsecurities.com

CONTENTS

03 I. Summary & Focus Chart

06 II. 車化精(차화정)이후 최대 사이클 임박

- II-1. 2005년의 데자뷰, 일본 업체들의 경쟁력 둔화 vs 한국업체 위상 격상
- II-2. 미국 M/S 확대의 핵심, EV라인업 조기 투입 + 프리미엄 브랜드
- II-3. 미국 전기차 전용공장 증설의 의미

10 III. 자동차 부품업체 美 동반진출, 외형확대 본격화

- III-1. 현지진출 부품업체의 턴어라운드, 2022년부터 시작
- III-2. 알라바마-조지아 공장 벨트에 위치한 업체 주목 필요
- III-3. 현대차그룹의 EV핵심부품 이원화 국면 도래

22 IV. 배터리 업체들의 미국 진출도 본격화

- IV-1. 유럽 다음은 미국이다
- IV-2. 글로벌 셀 업체들의 미국 진출 계획
- IV-3. 배터리 시장 경쟁 심화 국면 속, 국내 셀업체 경쟁력 점검

31 V. 종목별 투자의견

- 32 현대차 (005380) _ Top Pick
- 36 만도 (204320)
- 40 화신 (010690)
- 43 SK이노베이션 (096770) _ Top Pick
- 46 삼성SDI (006400)
- 49 LG에너지솔루션 (373220)

I. Summary & Focus Chart

한국은 현대차그룹을 필두로 2000년대 초반에 이르러서는 글로벌 시장에서 경쟁이 가능한 수준의 자동차를 만드는데 성공한다. 이후 ‘현대차’라는 브랜드가 글로벌 시장에 본격적으로 알려지게 되는 국면이 찾아오는데, 바로 미국 진출이다. 당시 세계 최대 자동차 시장인 미국 알라바마주에 현지공장을 2006년부터 가동하기 시작한 현대차는 2009년 YF 쏘나타의 대대적인 성공으로 선진시장에서의 지위 격상과 더불어 가파른 기업가치 상승이 나타나게 된다.

COVID-19를 지나 전세계적으로 전기차의 확산이 가속화되는 가운데, 다시한번 미국 시장을 중심으로 한 현대차그룹 특유의 공격적인 전략이 현실화되고 있다. 2022년 하반기 들어 반도체 공급차질에서 어느정도 벗어날 것으로 예상되지만, 결국 전기차로 재편되고 있는 자동차 산업 내 주도권 확보가 그 어느때 보다도 중요한 과제가 되었다. 현대차그룹은 전기차 전용 플랫폼 양산을 대부분 업체보다 빠르게 시작했다. 이러한 선제 대응은 COVID-19를 지나며 전용 플랫폼에 기반한 전기차 양산능력 확보가 늦어진 대부분의 경쟁사들과 격차가 더욱 벌어진 것으로 보이며, 한동안 양산성에 있어 큰 차이를 보일 것으로 기대된다.

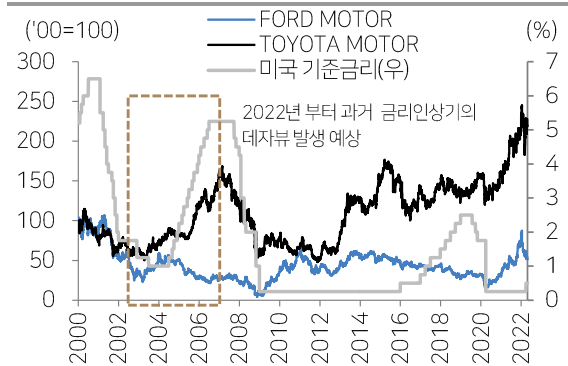
현대차그룹은 2023년부터는 전기차 양산능력이 연간 50만대를 돌파하게 되는데, 이 과정에서 가장 뚜렷한 추가 성장동력의 배경이 되는 부분이 바로 전기차 생산의 미국 현지화다. 전기차 시장은 그동안 유럽, 중국을 필두로 2021년 들어서는 5.6%라는 자동차 산업내 침투율로 발전되었는데, 유독 미국시장은 전기차 시장의 개화가 뒤쳐져 있다. 그러나 반대로 풀이하자면 향후 전기차 시장의 주도권은 미국시장내 지위 확보가 가장 중요하다고 볼 수 있다.

현대차그룹은 현재의 알라바마 및 조지아 공장 외에도 최근에 발표한 신규 전기차 전용공장 설립을 통해 약 15년전에 시험했던 큰 폭의 외형성장을 앞두고 있다. 이 과정에서 자동차 부품과 배터리 등 전기차 생산에 필요한 방대한 공급망의 현지화가 예상된다. 특히 핵심 부품사, 배터리 셀, 소재 업체들은 장기간 외형성장세가 보장됨에 따라 많은 관련 업체들의 기업가치 상승세가 뚜렷하게 나타날 전망이다.

국내 배터리 업체들은 최근 2년간 미국시장을 겨냥해 매우 공격적인 광폭 행보를 보여왔고, 2022년을 필두로 GM, Ford, Stellantis 등 미국 OEM들로 공급이 시작되며 그 결실을 맺을 시점이 도래했다. 특히 현대차그룹의 미국내 전기차 생산 계획의 현실화로 SK ON의 경우 Ford 이외에도 대량의 배터리 공급이 이뤄질 수 있는 파트너를 확보할 가능성이 높아졌다. 종합적으로 보면, 한국 전기차 산업 밸류체인인 업체들은 2022년 하반기 들어서며 실제 매출 발생이 가속화되며 기업가치 재평가 국면이 임박한 것으로 판단된다.

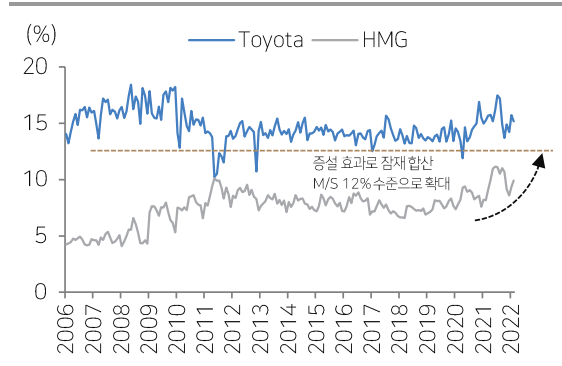
세부 업종별로는 자동차 업종내에서는 중단기 이익모멘텀이 가장 뚜렷한 현대차에 대해 최선호주 의견을 재강조 하며, 이차전지의 경우 완성차 업체향 매출 가시성이 가장 높은 SK이노베이션을 최선호주, 삼성SDI에 대해 차선호주 의견을 제시한다.

Focus Chart 1 인플레이션 + 新 파워트레인, 2005년과 동일한 설정, 다만 日→韓으로 주도권 변경



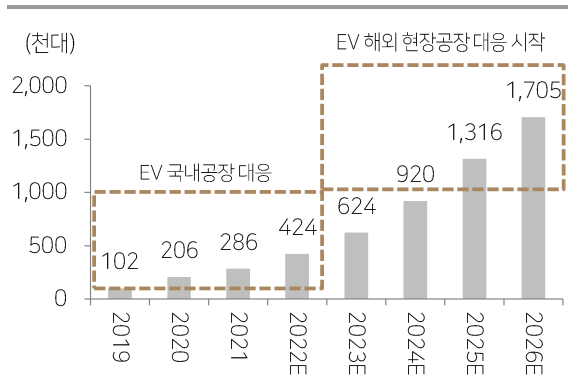
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 2 미국 M/S 확대 시작. EV, 제네시스가 합산 M/S 12% 도달의 핵심



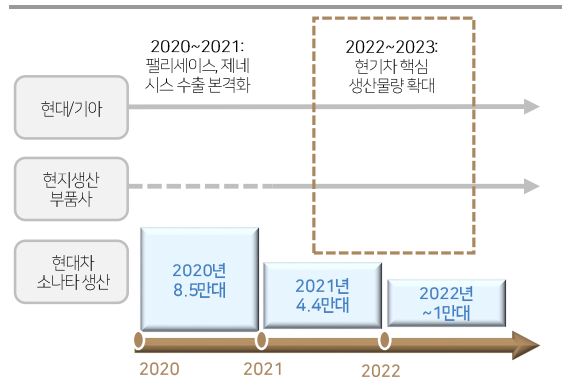
Source: Autonews, 다올투자증권

Focus Chart 3 미국 EV 생산능력 증설 시작 : 현대차 위주로 시작. 기아는 기존공장 활용



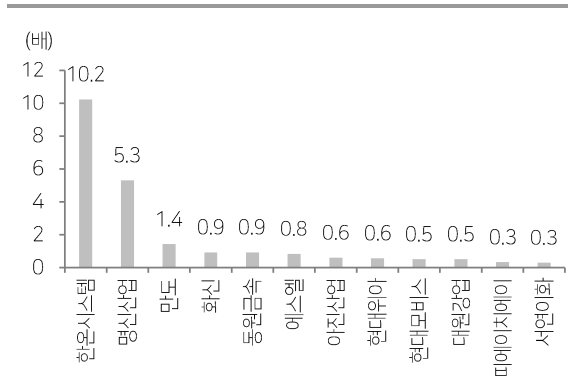
Source: 다올투자증권

Focus Chart 4 현대차그룹의 미국 턴어라운드는 현지생산 확대에 있어 1~2년 선행



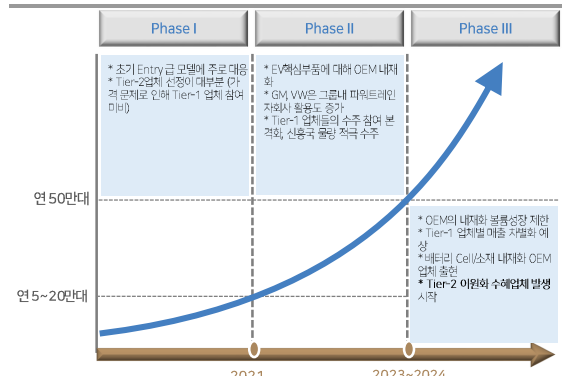
Source: 다올투자증권

Focus Chart 5 알라바마-조지아 동반진출한 부품 업체들의 저PBR 부각, 추가 재평가 기대



Source: Wisefn, 다올투자증권

Focus Chart 6 현대차그룹 EV 핵심부품 이원화 Timeline : 50만대를 넘어서며 경제성 확보



Source: 다올투자증권

Focus Chart 7 알라바마, 조지아주에 위치 현대-기아 현지공장 및 동반진출 업체 구조적 수혜 기대



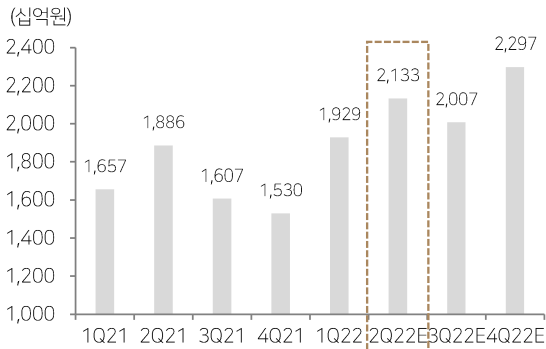
Source: 다올투자증권

Focus Chart 8 국내 셀업체 3사 미국 배터리 시장 진출 현황

증설 기간				가동 기간																					
공장			규모 (GWh)	전체 생산 규모	2021				2022				2023				2024				2025				
					1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
LG에너지솔루션																									
자체	미시간		5(+20)	156																					
	애리조나		11																						
합작	GM	오하이오	35																						
		테네시	35																						
		미시간	50																						
SK온																									
자체	조지아1		9.8	150.5																					
	조지아2		11.7																						
합작	포드	테네시	43																						
		켄터키	86																						
삼성SDI																									
합작	스텔란티스		미정																						

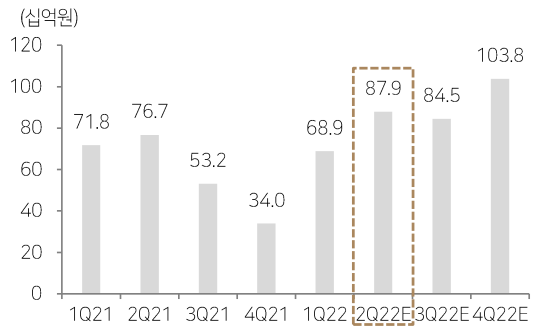
Source: 각 사, 다올투자증권

Focus Chart 9 현대차 영업이익 전망치



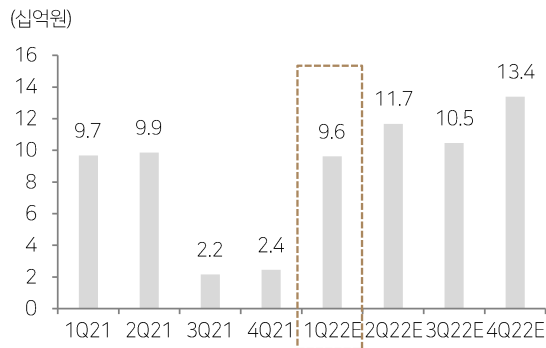
Source: 다올투자증권

Focus Chart 10 만도 영업이익 추정치



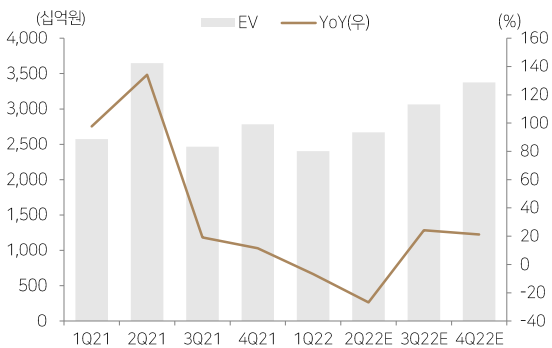
Source: 다올투자증권

Focus Chart 11 화신 영업이익 추정치



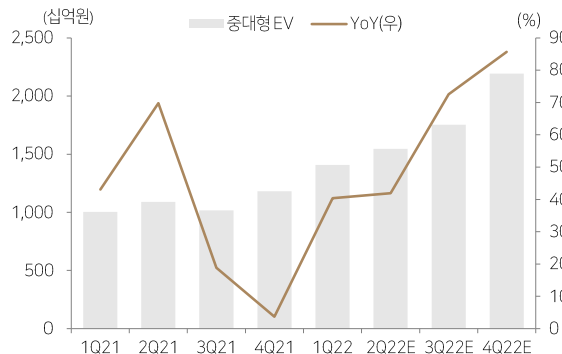
Source: 다올투자증권

Focus Chart 12 LGES 중대형EV 부문 매출액 추이



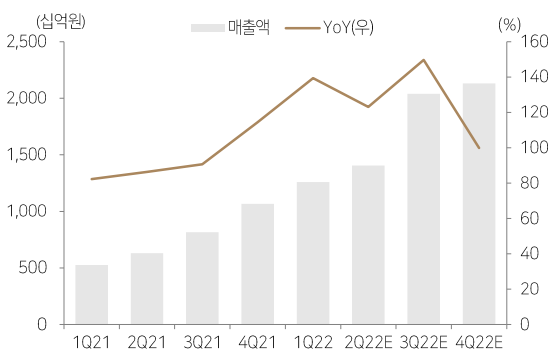
Source: 다올투자증권

Focus Chart 13 삼성SDI 중대형 EV 부문 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Focus Chart 14 SK ON 매출액 추이



Source: 다올투자증권

II. 車化精(차화정)이후 최대 사이클 임박

II-1. 2005년의 데자뷰, 일본 업체들의 경쟁력 둔화 vs 한국EV 위상 격상

인플레이션 시대에 부각될
수박에 없는 친환경차
선행투자 전략

2021년 하반기부터 글로벌 자산시장은 인플레이션이 부각되며 생산부터 소비까지 전 life-cycle에 걸쳐 영향을 받는 자동차 산업은 다방면에서 도전을 받게 되는 구조로 변화한다. 세계 최대 자동차 시장인 미국에서는 특히 2005년 인플레이션 cycle에서 연비효율이 높은 하이브리드 카를 앞세운 일본 업체들의 선전이 부각되며 미국 OEM들의 몰락으로 이어진 바가 있는데, 현재의 거시경제 상황은 그 당시와 유사점이 많다. 다만 전기차의 양산과 선행개발에 있어 현대차그룹은 당시 일본진영에 해당될 수 있다는 점에서 차이가 존재한다.

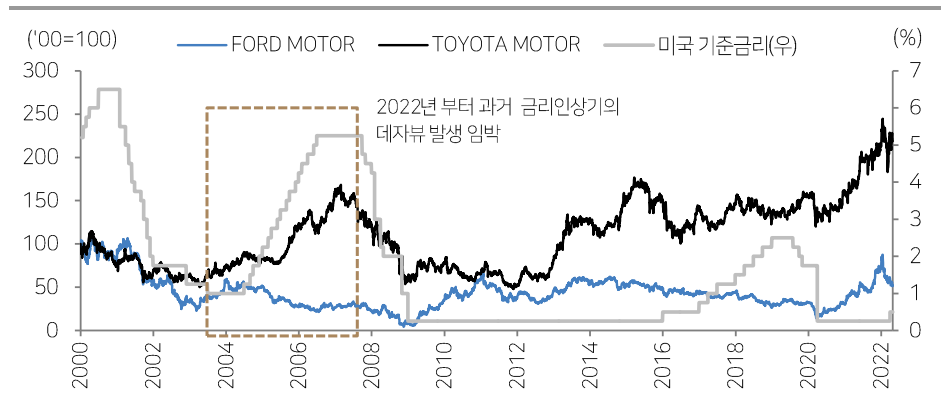
日OEM 3社は 너무 늦게
전기차 게임에 참여

일본 업체들은 적어도 미국시장에서는 전기차 투입이 거의 이뤄지지 않고 있거나, 미국 OEM들보다도 투자에 대한 타임라인이 느려 2005년 당시 보수적 성격의 미국 OEM들과 유사한 성격을 띄고 있다. 작년 상반기까지만 하더라도 HEV를 고수해 오며 EV에 대한 보수적 시각을 유지해 왔던 Toyota만 하더라도 그렇다. 반면 2022년 말 예정되어 있는 제네시스 GV70EV의 미국 투입은 일본 프리미엄 브랜드와의 격차를 단순히 확보할 수 있는 핵심 차종이다.

일본 업체들의 EV
판매목표는 현실성 부족

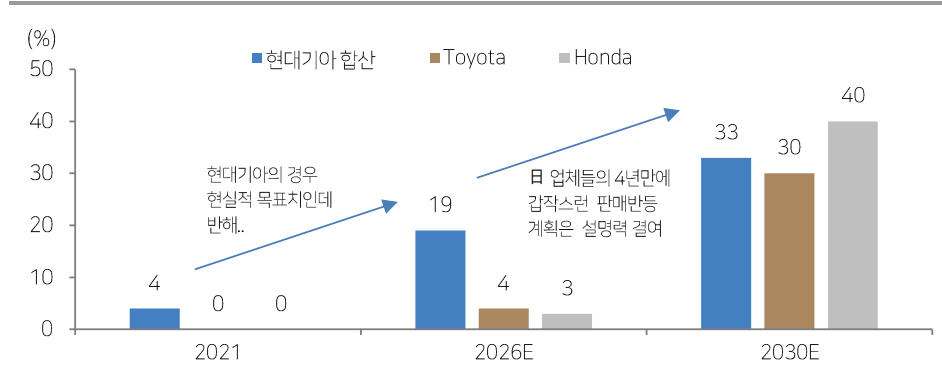
SK, LG등 대형전지 업체들을 활용해 전기차 생산계획을 2020년부터 공격적으로 구상해 왔던 GM, Ford와는 다르게 Toyota 등 일본 업체들은 최근에서야 EV 위주의 장기 전략을 발표한다. 다만 이미 전세계 시장내에 존재하는 배터리 소재의 절대량은 부족한 편이고, EV 특성상 양산 초기에 생산성 확보 자체가 상당히 긴 시간을 필요로 하는 점을 감안시 일본 업체 대부분이 제시한 장기 EV 판매 목표는 현실성이 부족하다. 일례로, Toyota와 Honda의 2024년까지 출시되는 전기차 라인업은 2개 차종에 불과해 2030년까지 EV 판매 Mix 30%를 확보하겠다는 전략과는 다소 거리감이 있다.

Fig. 1: 인플레이션 vs 新파워트레인: 2004~2008년에 Toyota의 HEV를 앞세운 미국시장 시장 점유율 확대, 2022년부터 현대차를 통한 데자뷰 발생 예상



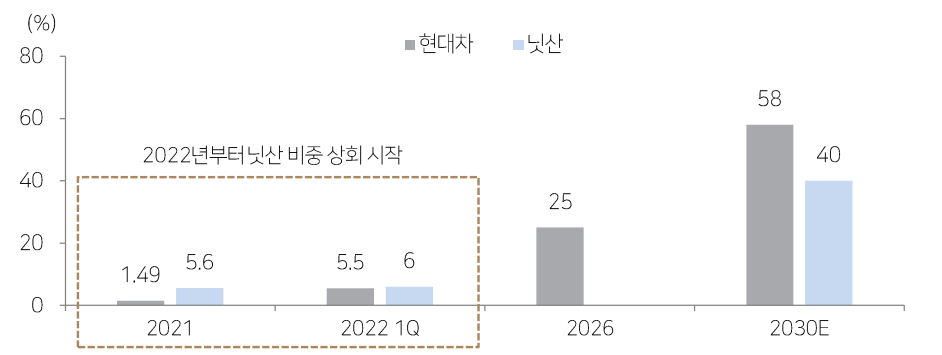
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 2: Toyota, Honda의 EV Mix Target: 日 3사는 너무 낮은 시점 게임에 참여 : 최근에 발표되고 있는 日업체들의 2030년 Target은 현실성 결여



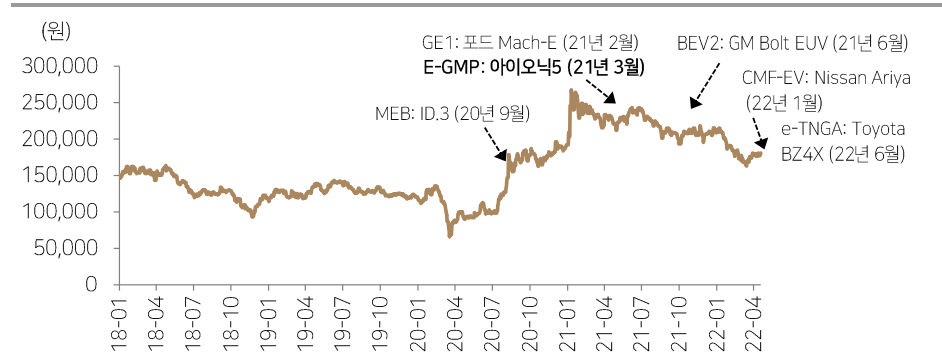
Source: 다올투자증권

Fig. 3: Nissan이 내세우고 있는 미국 EV Target 비중 40% vs 현대차 Target 비중 58%



Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 4: 현대차 주가 vs 주요 OEM별 전기차 전용 플랫폼 양산 시점: VW그룹과 비등한 수준의 양산 시점. 日 2사의 경우 2022년 들어서도 일부 양산 지연



Source: Wisefn, 다올투자증권

VW그룹도 2021년 초기 ID.3 양산 지속 연기:
일본 EV도 마찬가지로 현상

전기차를 출시함에 따라 대부분의 제조사들은 초기 대량의 품질 이슈를 겪게 되는데, 대표적으로 VW그룹의 ID.3가 2년전 출시를 앞두고 약 6개월 이상 생산일정이 지연되었다. 내연기관의 기존 시스템과는 전혀 다른 전장시스템 도입 과정에서 나타나는 현상으로, 일본 업체들의 최근 EV 생산에서도 같은 현상이 나타나고 있다. 특히 배터리 성능 제어 등 다양한 하드웨어 제어를 포함하게 되는 OTA(Over The Air, 무선업데이트)기능들이 도입되며 나타나는 bottleneck 현상으로 보인다. 닛산의 경우 공식적으로는 반도체 공급차질로 인한 생산 지연을 언급하고 있으나, 이미 COVID-19 이전에 전기차 전용 플랫폼의 architecture를 완성한 현대차그룹과는 부품조달 체계에 있어 차이가 있을 수 밖에 없다.

Fig. 5: 일본 진영의 대표 EV, Toyota e-TNGA 전기차 BZ4X, 2022년 총 미국판매 7천대로 제한



Source: Toyota, 다올투자증권

Fig. 6: 일본진영 EV 대표주자 닛산의 Ariya, 다시한번 출시시점 약 5개월 후인 2022년 11월로 연기



Source: Nissan, 다올투자증권

Fig. 7: 일본 업체들과의 핵심 EV별 경쟁구도 비교

구분	Toyota	Nissan	Honda	현대
모델명	bZ4X	Ariya	Prologue	아이오닉5
일본(자국)내 출시 시점	2022. 5	2022. 11	2024	2021.3
미국내 출시 시점	2022.4	2022.11	2024	2021.10
미국 현지생산여부	일본	일본	연간 70,000대	미정
가격(베이스 모델)	\$42,000	\$45,950	\$45,000	\$44,000
주행거리(EPA 기준)	252mile	285Mile	300mile	303mile
세그먼트	Midsize-CUV	Midsize-CUV	Midsize-CUV	Midsize-CUV
배터리셀 용량	71.4kWh	66kWh	100kWh	58kWh
현지 배터리 조달 형태	자체 조달(~25년)	AESC	Ultium	LG/SK

Source: 언론종합, 다올투자증권

II-2. 미국 M/S 확대의 핵심, EV 라인업 조기 투입 + 프리미엄 브랜드

미국 M/S 확대 가시성,
그 어느때 보다는 높다:
12%를 향해

현대차그룹의 미국시장내 M/S는 2011년 10% 기록 후 2021년 들어 다시 10%대를 넘어서기 시작한다. 쏘나타 등 내연기관 차량의 3세대 플랫폼 효과와 더불어 팰리세이드, 제네시스, HEV 파워트레인 등 복합적인 변수가 작용한 결과인데, 2023년 이후부터는 E-GMP 기반 전기차를 포함한 핵심 차종들의 현지생산 물량이 증가하며 11~12%대 시장점유율 확대가 예상된다. 현대차그룹은 현재 미국내 일정수준의 시장점유율을 갖춘 업체 중 전기차 전용 플랫폼 차량이 실제 양산에 들어간 몇 안되는 업체 중 하나다.

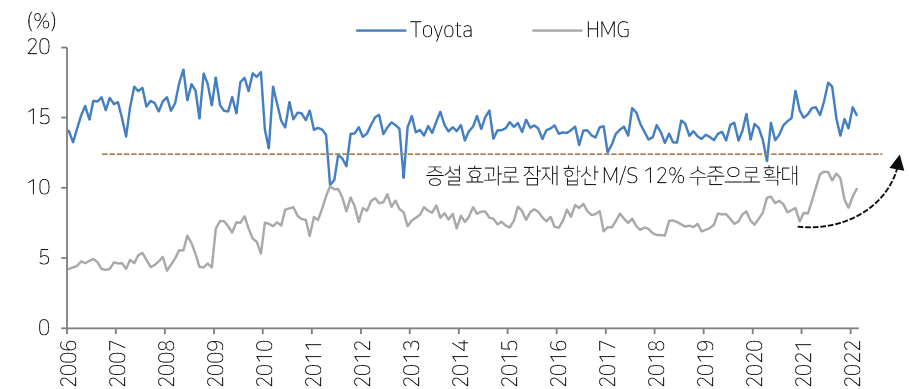
미국 3사 2022년
EV 판매 부진,
2023년부터 확대

현재 주식시장 일각에서 나타나고 있는 ‘반도체 공급차질 회복’에 따른 기존 대형 OEM들의 하반기 생산 급증에 대한 우려는 현실화되기 어렵다. 미국시장 내 50%에 달하는 M/S를 보유하고 있는 미국 빅3의 경우 특히나 EV 전환을 앞두고 있어 기존 내연기관 라인업들의 생산 급증은 나타나기 힘들다. 반면 EV 전환은 2022년 일부 출시 예정인 신차를 거쳐 2023년부터 신규 출시가 활성화 될 것으로 기대되고 있어 자동차 시장 전반적으로 EV 경쟁 구도가 선명해지는 단계에 진입할 전망이다. 한편 이중 프리미엄 브랜드의 경우 EV시장에서 그 존재감이 커지고 있어 2023년 시장 확대에 있어 핵심 변수라 할 수 있다.

프리미엄 브랜드가
중요한 이유: Toyota를
포함, 보조금 소진
브랜드 속출

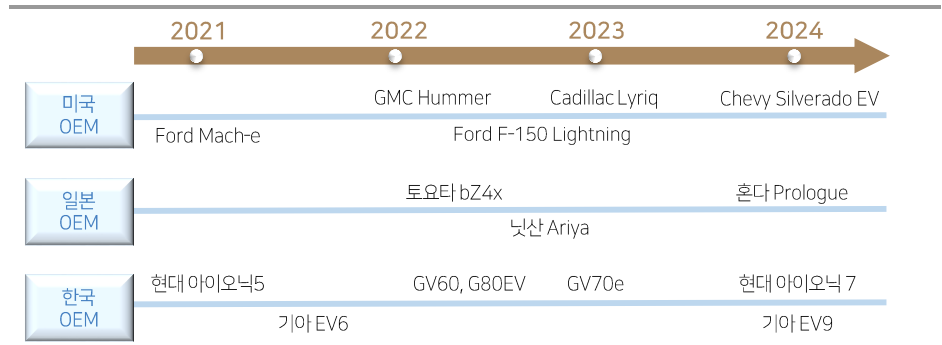
전기차시장 진출 가속화에 있어 프리미엄 브랜드의 보유 여부는 대체하기 힘든 장점으로 작용된다. 차량은 가격대가 낮을수록 보조금의 영향이 클 수밖에 없다. 특히 4만달러 전후의 가격대에서는 미국의 연방정부 보조금인 7,500달러의 지급 여부가 신차 구매의 의사결정에 있어 중요하나, 프리미엄 브랜드로 갈수록 이러한 현상이 적다. 즉, 일반 대중 브랜드에서는 큰 폭의 판매가격 상승을 시도하기 어려운 것이다. GM의 올해 EV 라인업 출시가 프리미엄 세그먼트에 집중되어 있는 이유도 결국 이미 Tax credit이 Bolt를 통해 소진되었기 때문이다. 최근에는 Toyota 역시 그 동안의 PHEV 판매로 인해 모든 Tax Credit이 소진된 것으로 나타나기 때문에 사실상 보조금에 영향이 적은 프리미엄 브랜드의 출시가 시급한 구조다.

Fig. 8: 현대차그룹과 Toyota의 미국 M/S 비교: 현대차의 경우 현지 증설을 통해 그룹사 기준 최대 12% 수준까지도 확대 기대. 핵심은 EV라인업 조기투입, 프리미엄 브랜드 보유 여부



Source: Autonews, 다올투자증권

Fig. 9: 미국 메이커별 EV라인업 투입시점 비교



Source: 다올투자증권

Fig. 10: 현대차/기아의 한국과 미국 신차 스케줄

현대차	지역	구분	2Q21	2H21	1H22	2H22	2023
	한국	현대				그랜저 FMC, 팰리 F/L	코나, 쏘나타, 싼타페
		제네시스		G90			GV90
		HEV/PHEV					
		BEV/FCEV	아이오닉 5	GV60, G80	GV70EV	아이오닉 6	아이오닉 7
	미국	현대	코나 F/L	싼타크루즈		팰리 F/L	
		친환경		아이오닉 5		싼타페 F/L	
		제네시스	GV70, G70 F/L		G80EV, GV60		GV70EV

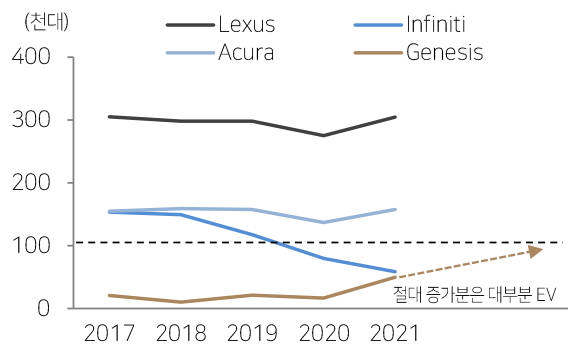
기아	지역	구분	2Q21	2H21	1H22	2H22	2023
	한국	승용	K3 F/L	K9 F/L		레이 FMC, K5 F/L	
		RV	스포티지		니로 FMC	소울 F/L, 셸토스 F/L	쏘렌토 F/L
		HEV/PHEV	K8, 스포티지		니로 FMC		
		BEV		EV6	니로 FMC EV		EV9
	미국	승용		K3 F/L			K5 F/L
		RV			스포티지 FMC	텔룰라이드 F/L	
		친환경			EV6		

Source: 다올투자증권

최근 제네시스의 독립
딜러망 구축은
현대차그룹의 최대
변곡점

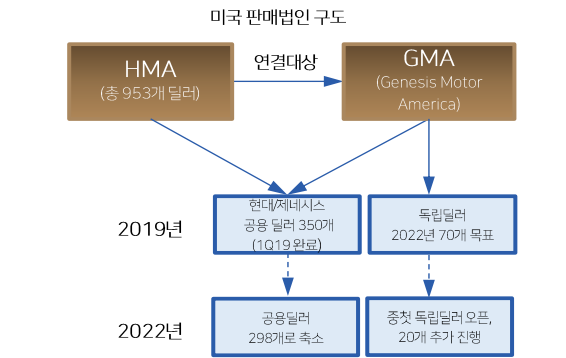
따라서 현대차그룹의 경우 역시 제네시스 브랜드의 전기차 출시가 전체 EV판매를 끌어올리는 데 있어 매우 중요한 변수로 작용할 전망이다. 제네시스 브랜드는 최근 첫 독립 딜러망을 구축했는데, 딜러의 영향력이 절대적인 미국 시장에서 프리미엄 브랜드 판매를 위한 전용딜러를 확보하게 되었다는 사실은 이미 일정 수준의 레벨로 올라왔음을 의미한다. 또한 결정적으로, 일본 업체들은 현재 EV 라인업을 프리미엄 브랜드에서는 이제 한창 개발을 시작하고 있는 단계에 불과해 제네시스 입장에서는 최근에서야 시작된 독립 딜러망 확대가 가속화 될 경우 현재의 보수적인 브랜드 판매 목표를 초과하며 빠르게 판매상승이 나타날 수도 있다. 현대차의 알라바마 공장에서는 12월 말 부터는 GV70EV 모델 생산이 예정되어 있는데, 일본 업체들의 프리미엄 브랜드와 비교시 최소 1~3년 가량 현지화가 앞서있다.

Fig. 11: 일본 진영의 대표 EV, Toyota e-TNGA 전기차 BZ4X, 2022년 총 미국판매 7천대로 제한



Source: 다올투자증권

Fig. 12: 일본진영 EV 대표주자 닛산의 Ariya, 다시한번 출시시점 약 5개월 후인 2022년 11월로 연기



Source: 다올투자증권

Fig. 13: 제네시스 판매량 추이 및 전망: 2023년까지 27.5만대로 상승 예상

(단위: 대)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
G70		4,389	28,216	28,960	16,246	19,937	15,000	18,000
미국		1,026	409	12,090	9,436	10,718	8,000	8,000
G80 (EV 포함)	61,021	56,914	44,937	29,087	60,645	65,566	70,000	72,000
미국	24,266	16,322	7,663	6,898	2,790	6,031	8,000	8,000
G90	26,153	17,286	12,236	19,738	12,284	7,212	13,000	15,000
미국	2,143	4,418	2,240	2,243	2,072	1,821	2,000	3,000
GV80					43,135	48,072	57,000	60,000
미국					1,517	20,316	23,000	25,000
GV70 (EV 포함)					98	70,145	70,000	80,000
미국					0	10,735	25,000	33,000
GV60						1,214	10,000	30,000
미국					0	0	3,000	10,000
총계	87,174	78,589	85,389	77,785	132,408	212,146	235,000	275,000
미국 제외 총계	60,765	56,823	75,077	56,554	116,593	162,525	166,000	188,000
미국 계	26,409	21,766	10,312	21,231	15,815	49,621	69,000	87,000

Source: 다올투자증권

II-3. 미국 전기차 전용 공장 증설의 의미

미국 전기차 전용공장
증설, 현대차그룹 양적
성장 Cycle 재개 의미

현대차는 지난 뉴욕 모터쇼 프레스 데이를 통해 미국내 전기차 전용 공장 증축 계획을 발표했다. 통상적으로 완성차 업체들이 하는 연 3~5만대 수준의 생산능력을 늘리는 수준이 아닌, 기존의 알라바마 공장에 해당되는 수준의 공장을 신규로 증설하는 계획이다. 현대차그룹은 현대차와 기아가 각각 미국에서 2005년, 2010년에 신규가동을 시작하며 양적성장을 본격화 했는데, 이후 선진국 기준으로는 시도되는 첫번째 양적성장 사이클이 될 것으로 예상된다.

2025년 현대/기아 미국
양산 capa 110만대
이상으로 상승

생산능력 기준으로는 현재 현대차와 기아가 각각 보유한 알라바마, 조지아 공장의 연간 생산능력은 40만대, 39만대 수준이다. 이를 통해 현대차그룹은 미국내 총 현지화율을 55~60%까지 끌어 올렸는데, 전기차 전용공장을 통해서 총 생산능력은 최소 110만대, 현지화율은 80% 이상 수준까지 증가하며 그동안 수출등 물류에서 발생하던 비용이 크게 감소할 전망이다. 한편 전기차 현지 공장 투자는 배터리셀의 소요량이 방대해 동반 현지투자가 요구되는데, SK, LG와 기존부터 사업 구도가 형성된 현대차그룹은 타 OEM집단에 비해 속도전을 펼칠 수 있는 구조다.

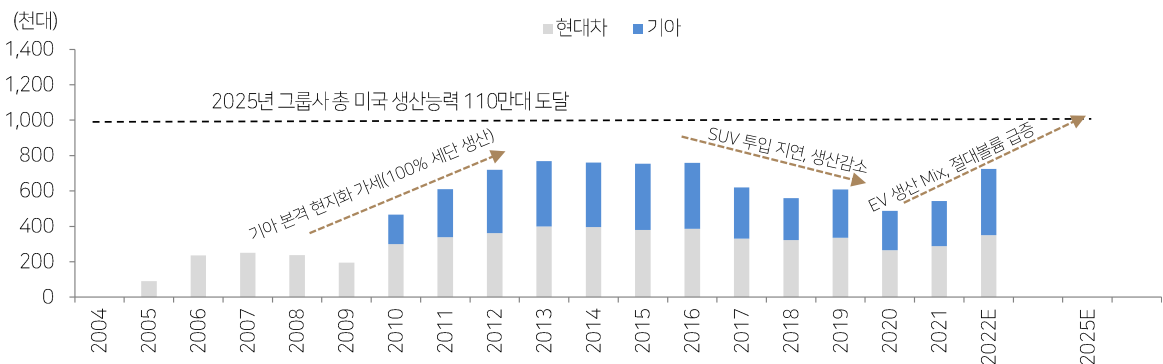
글로벌 EV판매 볼륨
증가 위해서는
미국/유럽/중국 등
3대시장 시장 확보가
핵심

EV판매 볼륨을 늘리는데 있어 필수조건은 미국/중국/유럽 등 3대 자동차 시장에서의 판매확보다. 현대차그룹은 중국을 제외한 유럽과 미국에서 EV판매 볼륨이 상당히 선두권에 위치하고 있다. 현지화가 요구되고 있는 미국의 경우 배터리 조달까지 동반현지화가 요구되고 있어 유럽과는 다르게 판매량 성장세는 굉장히 더디게 진행되어 왔다. 금번 미국내 생산능력 확보는 외산 업체들 중에서는 시도되고 있지 못한 규모의 투자로, 사실상 진입장벽을 갖추는 것과도 동일시 된다.

최근 미국내
EV현지생산을 발표한
일본 3사 대비 한국,
미국 업체가 공격적
스탠스 시사

한편 미국내에서는 현지화 요구 이행을 위해 VW, Toyota, Nissan이 최근 전기차 생산을 결정했다. 그러나 Toyota의 경우 실제 전기차 생산과 배터리 생산은 2024년, 2025년부터 이뤄질 것으로 전망되고 있고, Nissan의 경우 역시 현지생산 기일은 사실상 미정인 상태로 Ariya의 현지화가 발표됐다. Leaf로 전기차 시장 초기 선두업체로 나아간 Nissan의 경우 배터리는 AESC로부터의 공급이 예상되나, LG, SK와 같이 대형규모의 발주가 아니기 때문에 선발 전영인 미국/한국 업체들과의 격차가 좁혀지지 못하고 있는 상황이다.

Fig. 14: 미국 증설의 의미: 20년 만에 돌아온 미국 증설 Cycle, 가파른 외형성장 국면 진입



Source: 다올투자증권

Fig. 15: 현대차 글로벌 지역별 출하량

(천대)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
글로벌	4,735	4,943	4,937	4,861	4,496	4,611	4,486	3,692	3,870	4,180	4,472
한국	1,830	1,855	1,874	1,671	1,652	1,736	1,780	1,628	1,647	1,713	1,781
미국	399	396	380	387	330	322	336	266	289	350	406
체코	304	308	342	358	355	340	308	238	276	298	322
인도	633	613	642	663	675	710	691	520	635	679	734
중국	1,024	1,120	1,036	1,142	769	790	663	450	361	372	402

Source: 다올투자증권

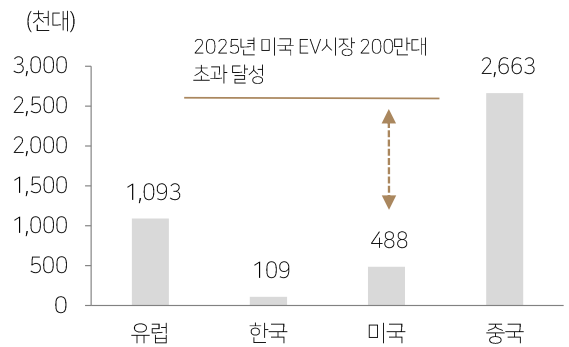
Fig. 16: 기아 글로벌 지역별 출하량

(천대)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
글로벌	2,827	3,041	3,052	3,019	2,690	2,723	2,699	2,420	2,579	2,785	2,980
한국	1,598	1,706	1,717	1,551	1,503	1,470	1,454	1,302	1,417	1,474	1,533
미국	370	365	374	372	291	238	273	222	255	375	389
슬로박	313	324	338	340	336	332	344	268	308	333	359
인도	547	646	618	650	360	371	283	243	152	157	161
중국							58	178	228	300	330

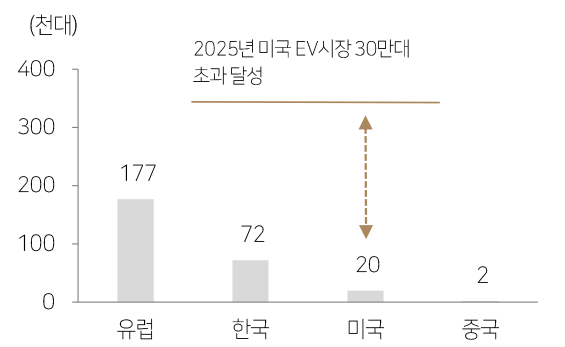
Source: 다올투자증권

Fig. 17: 2021년 글로벌 주요 시장 EV판매: 미국의 경우 개화 직전 수준, 25년까지 타지역 대비 증가율 우세

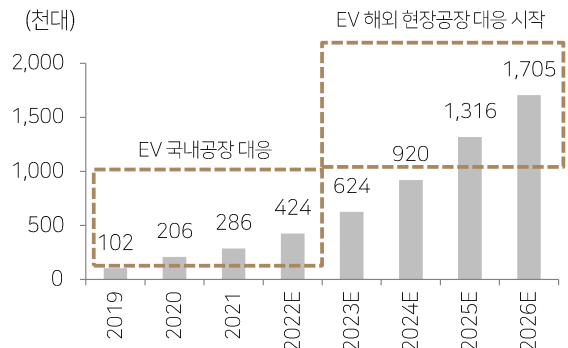


Source: Marklines, 다올투자증권

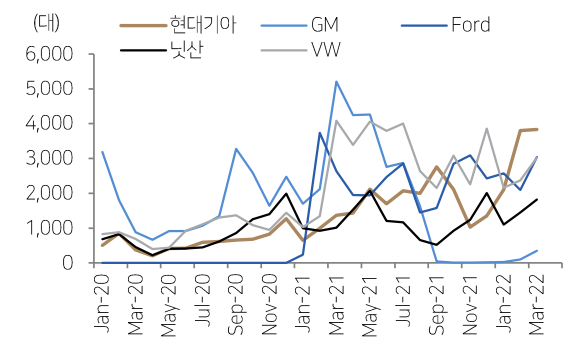
Fig. 18: 현대/기아 미국 EV판매: 2025년 현/기 합산 미국 EV판매 30만대 초과 예상



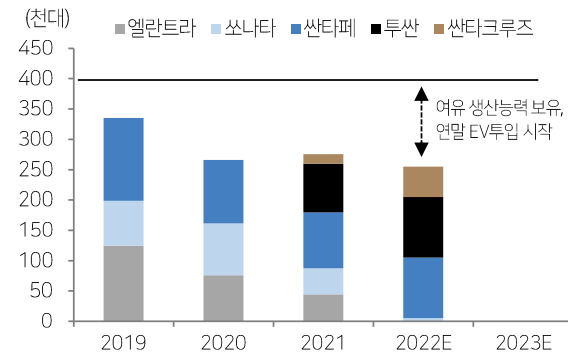
Source: 현대차, 기아, 다올투자증권

Fig. 19: 현대차그룹 글로벌 EV판매추이 및 전망

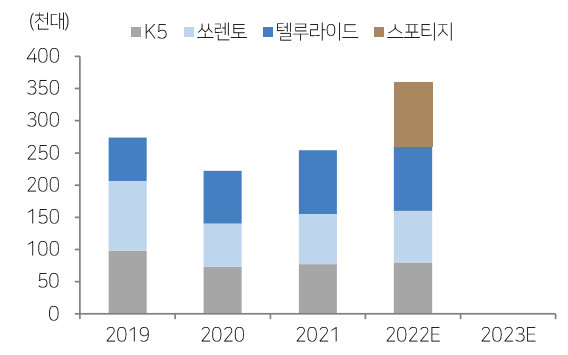
Source: 다올투자증권

Fig. 20: 주요 업체별 미국 EV판매

Source: Marklines, 다올투자증권

Fig. 21: 현대차 알라바마 공장 생산차종 및 연간 생산량

Source: 다올투자증권

Fig. 22: 기아 조지아공장 생산차종 및 연간 생산량

Source: 다올투자증권

III. 자동차 부품업체 美 동반진출, 외형확대 본격화

III-1. 현지진출 부품업체의 턴어라운드, 2022년부터 시작

美 현지 진출 동반
부품업체, 2021년까지는
완성차 현지생산 감소
영향

현대차그룹은 미국 전기차 전용공장이 가동되기 전인 2024년까지 의미있는 손익 턴어라운드가 나타날 전망이다. 이러한 흐름은 현대차그룹이 권역별 운영체제를 가동하고 3세대 플랫폼 차량을 적극 투입한 2019년부터 시작된 것으로 보이는데, 아직까지는 미국 현지공장의 가동률 증가로 이어지지 않았다. 때문에 현지의 동반진출 부품업체들의 경우 실제 의미있는 손익 턴어라운드는 아직 나타나지 않았다. 오히려 2H21의 경우 반도체 공급차질이 심화되며 1H21대비 생산량이 급격하게 감소한 경우가 대부분이다.

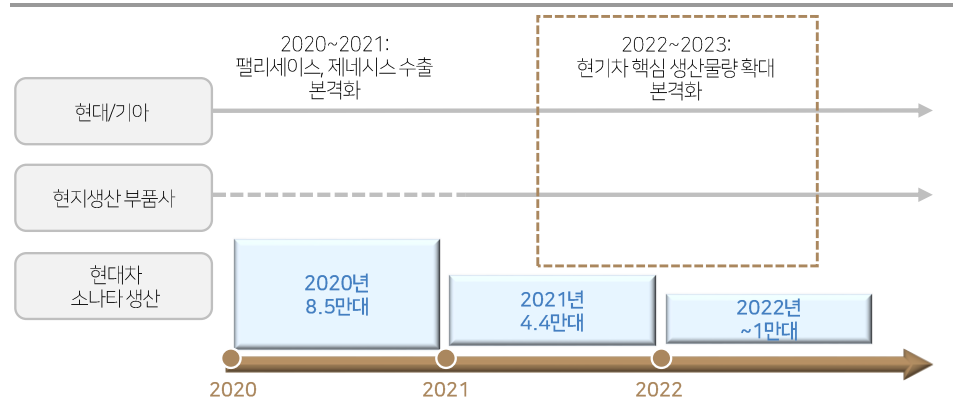
반면 2022년 턴어라운드
기조 뚜렷

반면 2022년의 경우, 이미 1Q22 실적 컨퍼런스를 통해서 생산회복세가 확인되고 있다. 2Q22에는 반도체 공급차질이 해소되고 있는 가운데 러시아향 반도체/부품의 미국내 사용 증가로 인해 3Q22부터는 완전한 3교대 가동도 예상되고 있다. 현대/기아 양사 모두 현재 가장 수요가 많은 세그먼트 중 하나인 CUV급 차량인 투싼, 스포티지가 최근 현지생산으로 전환된 상황으로 각각 연간 생산량은 전년 동기대비 YoY +21% 이상의 회복세를 보일 것으로 기대된다. 이 과정에서 부품업체들은 큰 폭의 이익 턴어라운드가 가능할 것이다.

완성차의 현지생산 차종
변경, 추가가 핵심

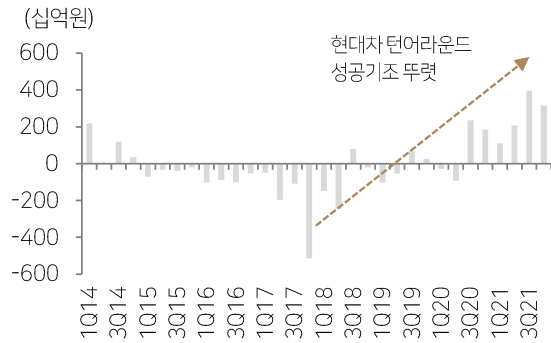
결국 부품업체 투자는 완성차 미국 현지생산량의 증가에 직결된다. 2021년을 저점으로 생산회복세는 2024년까지는 현재공장에서 증가세가 지속될 것으로 기대되며, 2025년 부터는 신공장 가동으로 인한 외형증가가 담보된다. 또한 이 과정에서 일부 부품업체들은 미국 또는 북미내 위치한 타OEM향 수주가 나타나며 외형성장에 대한 기대감이 극대화 될 수 있다. 에스엘, 만도 등 현지 R&D 및 생산능력을 갖춘 경우 전장제품 수요가 증가세에 있고, 전기차 특성상 배터리 하우징 관련 수요가 급증하고 있다. 특히 현대/기아향 공급분 외에 사시 수요가 크게 증가하고 있어 설비 현지화를 통한 이점을 누릴 수 있는 업체들이 다수 존재한다.

Fig. 23: 현대차그룹의 미국 턴어라운드는 현지생산 확대에 있어 1~2년 선행



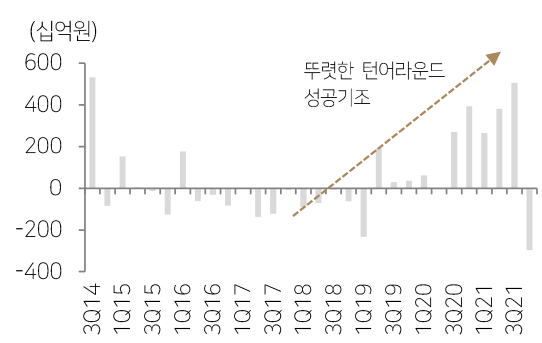
Source: 다올투자증권

Fig. 24: HMA(미국 현대차판매법인) 순이익
: 이미 턴어라운드 시작 중



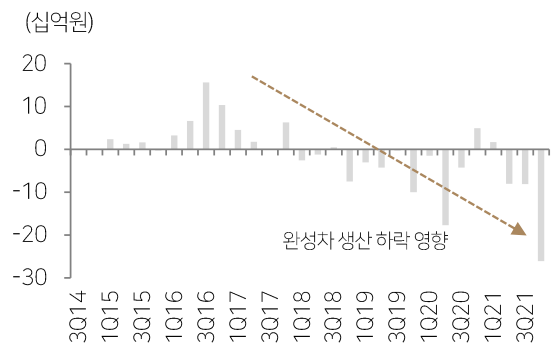
Source: 다올투자증권

Fig. 25: KMA(미국 기아판매법인) 순이익
: 역시 권역별 운영체제 전환 이후 반등세



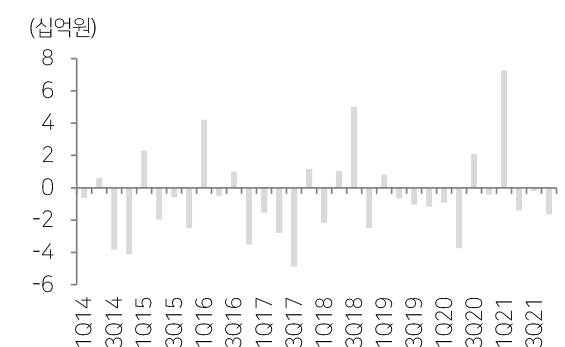
Source: 다올투자증권

Fig. 26: 에스엘 아메리카 순이익: 악화 지속



Source: 다올투자증권

Fig. 27: 화신 현지 순이익: 2020년 이후 부진흐름은
안정화, 2022년부터 회복세 기대



Source: 다올투자증권

III-2. 알라바마-조지아 공장 벨트에 위치한 업체 주목 필요

알라바마-조지아공장
벨트에 위치한 부품업체
기업가치 재평가 임박

현대/기아의 주요 협력사들은 현대차그룹이 2000년대 미국 현지생산 투자와 함께 동반 진출을 하게 된다. 외장 사시, 내장제, 램프 등의 대물에 속하는 부품들은 고정비 성격이 높아 현지 공급시스템을 갖출 필요가 있다. 특히 완성차 양사의 공장이 알라바마와 조지아주에 근접해 있어 부품 업체들은 하나의 거대한 산업벨트를 갖추고 있고 현대/기아에 대한 공급이 대부분의 매출을 차지하기 때문에 현대/기아의 가동률에 따라 외형이 직결된다.

샤시부품 계열의 옥석
가리기 시작

대표적으로 현지 동반진출해 있는 업체들로는 현대모비스, 한온시스템, 만도 등 대형업체에 이어 에스엘, 화신, 평화정공, 세종공업 등의 샤시 업체들이 있다. 이중 에스엘의 경우 미국에서는 현대모비스와 따로 경쟁하지 않고 완성차 물량을 독점공급하는 구도를 갖추고 있고, 만도의 경우 주물공장을 갖춘 채 전장부품을 대응하고 있어 같은 생산기술을 갖춘 현대모비스 대비 완성차에 대한 우수한 대응능력을 갖춘 것으로 평가받고 있다. 화신의 경우 리안 등과 경쟁구도에 있으나 완성차 수요의 50% 가량을 담당하고 있고, 전기차로 대응차종이 변경되도 오히려 대응물량이 증가가 예측되고 있다.

이후 조지아주에서
새롭게 열릴 모멘텀을
기대하며

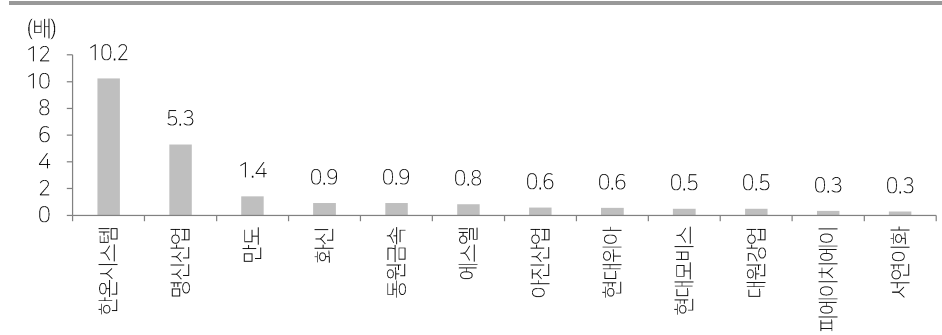
현대차의 새로운 전기차 전용공장의 설립지역으로는 조지아주가 유력할 것으로 예측되는데, 확정시 부품업체들 뿐만 아니라 배터리 업체들의 주가 재평가도 기대해 볼 수 있다. 현대차의 전기차 전용공장은 차량 조립공장 뿐만 아니라 배터리 JV 설립도 예상되고 있어 자체만으로도 소재와 배터리 팩/시스템/어셈블리에 대한 밸류체인이 요구되기 때문에 다양한 스펙트럼의 업체들의 부상이 기대된다. 이중 가장 큰 수혜는 물론 셀 생산업체 자체가 될 가능성이 크다.

Fig. 28: 알라바마, 조지아주에 위치 현대-기아 현지공장 및 동반진출 업체 구조적 수혜 기대



Source: 다움투자증권

Fig. 29: 미국 진출 주요 부품업체 P/B 배수: 대부분 절대저평가 구간이며, 구조적 외형확대 가능성에 따른 밸류에이션 메리트 보유(非 커버 기업은 '21년 기준)



Source: Wisefn, 다올투자증권

Fig. 30: 당사 커버리지 중 미국 노출도가 존재하는 부품업체: 만도, 화신 매출 확대 부각

(십억원, %, 배)

종목	투자의견	연도	매출액	영업이익	순이익	OPM	ROE	P/E	P/B
현대모비스	BUY	2021	41,702	2,040	2,352	4.9	6.9	10.2	0.7
		300,000원 2022E	47,890	2,482	2,874	5.2	7.8	6.8	0.5
현대위아	HOLD	2021	7,528	103	62	1.4	1.8	34.9	0.7
		70,000원 2022E	7,804	161	111	2.1	3.1	16.0	0.6
만도	BUY	2021	6,147	232	167	3.8	9.9	17.8	1.6
		70,000원 2022E	7,254	339	216	4.7	12.4	11.9	1.4
한온시스템	BUY	2021	7,351	326	309	4.4	13.9	23.3	13.0
		15,000원 2022E	7,770	478	341	6.2	14.6	17.6	10.1
에스엘	BUY	2021	3,001	111	96	3.7	6.6	15.6	1.0
		33,000원 2022E	3,225	147	124	4.6	8.0	10.2	0.8
화신	BUY	2021	1,237	24	24	2.0	9.0	11.9	1.0
		12,000원 2022E	1,429	45	37	3.2	12.2	8.3	1.0

Source: 다올투자증권

Fig. 31: 비 커버리지업체 중 미국 노출도가 존재하는 부품업체

(십억원, %, 배)

종목	시가총액	연도	매출액	영업이익	순이익	OPM	ROE	P/E	P/B
명신산업	1조 1,937억원	2020	809	66	(89)	8.2	(67.4)	N/A	10.9
		2021	1,108	57	45	5.1	18.9	34.8	5.3
대원강업	2,136억원	2020	861	5	(6)	0.6	(1.4)	N/A	0.5
		2021	862	(5)	(7)	(0.6)	(1.5)	N/A	0.5
피에이치에이	1,898억원	2020	949	14	8	1.5	1.4	24.3	0.3
		2021	928	7	38	0.7	6.1	5.6	0.3
서연이화	1,862억원	2020	1,962	49	(41)	2.5	(6.8)	N/A	0.3
		2021	2,180	66	26	3.0	4.2	7.3	0.3
아진산업	1,197억원	2020	441	15	(1)	3.3	(0.7)	N/A	0.6
		2021	479	14	2	2.9	1.2	51.3	0.6
동원금속	451억원	2020	387	53	(212)	1.4	(45.0)	N/A	0.9
		2021	408	49	47	1.2	12.7	7.4	0.9

Source: Wisefn, 다올투자증권

III-3. 현대차그룹의 EV핵심부품 이원화 국면 도래

2023년이면 그룹사
BEV물량 40만대 초과,
부품 이원화 가속화

완성차 업체들은 일반적으로 신규 부품에 대해서는 선행개발을 통해 레퍼런스가 이미 확보되어 있는 Tier-1 부품업체, 일반적으로 Bosch, Continental 등의 부품업체들을 선호한다. 그러나 전기차의 경우 대부분의 메이커들이 그동안 굉장히 보수적인 전략을 갖춰 왔기 때문에 초기물량 자체가 entry급 차종이 대부분이며, 핵심 부품의 경우에도 로컬소싱에 의존하는 경우가 많았다. 다만 이는 완전 초기상태의 현상일 뿐이며, 현대차 그룹의 경우 연간 EV판매량이 2021년 25만대에서 2023년에는 40만대를 훌쩍 넘어설 것으로 전망되고 있어 EV전용 부품들은 이원화 작업이 가속화 될 것으로 전망된다.

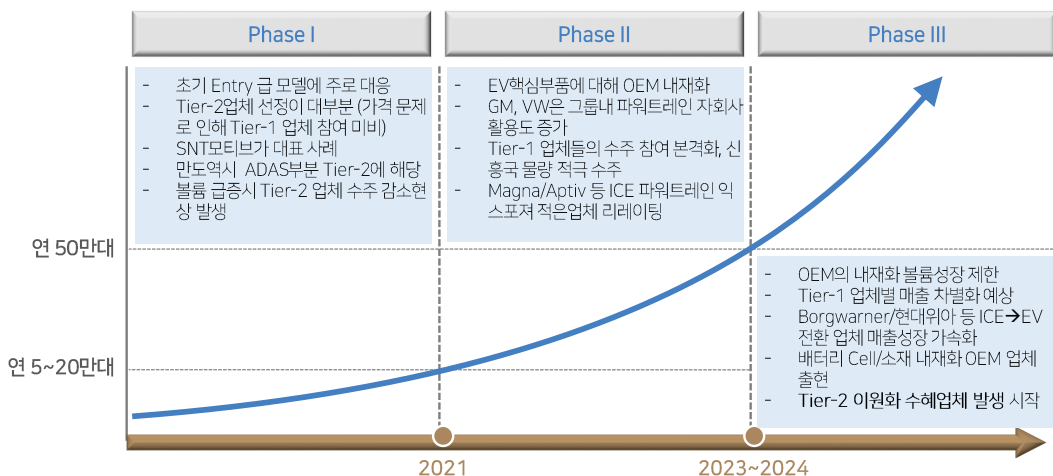
배터리 협력업체 수
증가는 필연

한편 현재 LG, SK로만 구분되어 있는 배터리셀의 경우 현대차그룹은 장기적으로 더욱 소싱 구조를 다변화할 가능성이 높다. 이 두개 업체 외에 자연스럽게 지목되는 업체는 삼성SDI인데, 장기적으로 볼 경우 협력 가능성은 얼마든지 열려 있을 것이다. 다만 2023~2025년의 타임라인만 봤을 때, 제품과 소재의 안정화가 여전히 초기단계에 있어 현대차그룹은 기협력관계에 있는 LG와 SK에 대한 의존도가 지속될 가능성이 높다는 판단이다.

결국 미국
현지부품업체들의 전동화
부품 공급 가능성

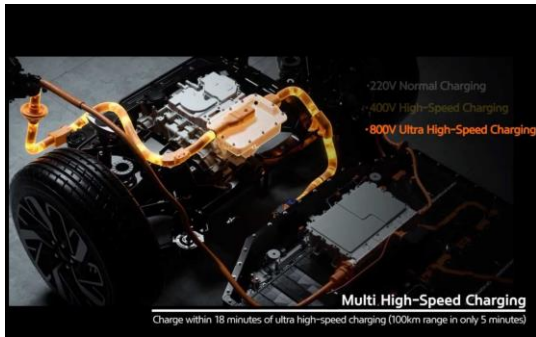
현재 현대차그룹에서 소요되는 전기차 전용부품은 대부분 현대모비스의 '전동화' 사업을 통해 현대차로 공급되는 경우가 대부분이다. 다만 부품의 범위가 광범위 하고 고전압 부품의 특성상 여전히 고도화될 여지가 많아 현대모비스의 '전동화' 사업은 향후 이원화 될 가능성이 많다. 특히 현재까지는 한국공장에서만 전기차가 생산되어 오는 구조였으나, 미국 생산을 시작으로 그룹 사내 전동화 부품 수급의 이원화가 본격화 될 것으로 예상된다. 헤드램프 전문업체인 에스엘의 경우 최근 기아 슬로박 공장으로 공급되는 전기차용 BMS 수주 또한 그동안 현대모비스에 독점 공급되던 물량의 이원화 경우에 해당되기도 한다.

Fig. 32: 자동차 업체의 부품 이원화 과정: 전기차 연간생산능력 50만대를 넘어가며 부품업체 다변화 추구



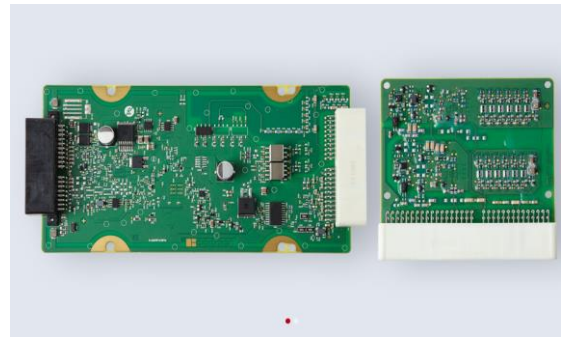
Source: 다올투자증권

Fig. 33: 인버터: 800볼트 시스템 개발은 장기적으로 이원화 과제. 현재는 독일 Vitesco사에 의존



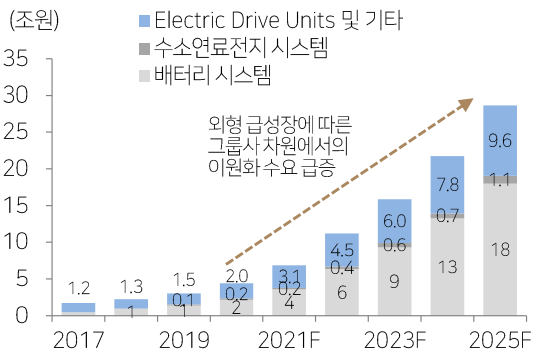
Source: 다올투자증권

Fig. 34: BMS: 케피코-현대모비스의 독점 공급체제에서 최근 에스엘로 이원화. 미국내 공급업체도 기대



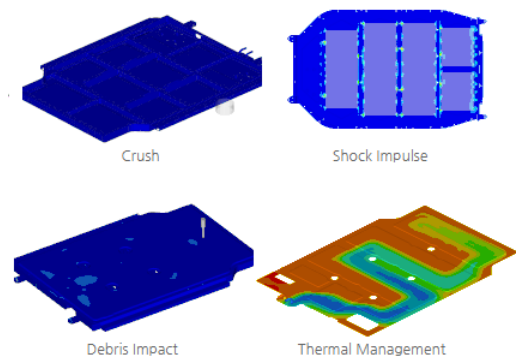
Source: 현대 케피코, 다올투자증권

Fig. 35: 현대모비스 전동화 사업부 매출: 고성장세 지속 불구, 전동화 부품 일부는 점진적으로 외주 업체로 확대



Source: 다올투자증권

Fig. 36: 배터리 케이스: 미국 진출한 부품업체들의 최대 외형성장 기회 중 하나



Source: 화신, 다올투자증권

IV. 배터리 업체들의 미국 진출도 본격화

IV-1. 유럽 다음은 미국이다

유럽 전기차 시장 확대로
배터리 시장 확대

유럽연합의 강력한 친환경 정책에 따라 유럽의 전기차 시장은 가파르게 성장했다. 시장 수요 대응을 위해 글로벌 배터리 업체들은 유럽 내 생산 공장을 마련하기 시작했고, 현재 유럽 내 38개 배터리 공장이 착공/건설 준비 중이다.

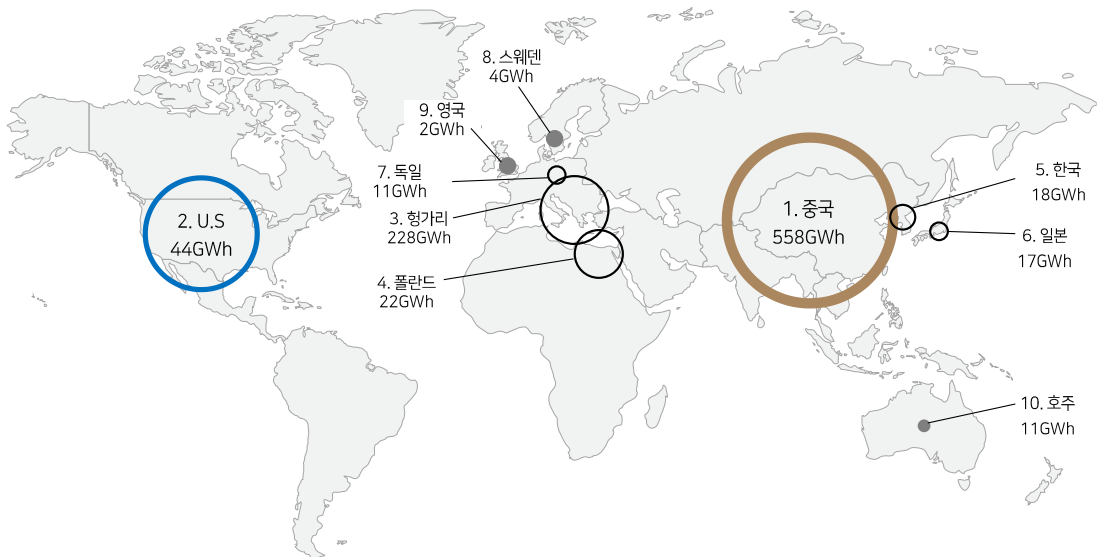
국내 셀업체 3사
유럽 내 CAPA는
2022년 기준
107.5GWh

2016년부터 유럽 증설에 집중하던 국내 셀 업체 3사는 현재 유럽 내 총 107.5GWh 규모의 CAPA를 확보했다. LG에너지솔루션은 폴란드에 68GWh 생산능력을 갖췄으며, 2025년까지 85GWh로 확장시키고 이 외 유럽 내 15GWh 규모의 신규 공장을 계획하고 있다. 삼성SDI는 현재 헝가리에 1공장(24GWh)을 가동 중이며, 2공장(13GWh)을 추가 건설 중으로 연말 완공 예정이다. 이후 2025년까지 유럽 내 CAPA를 약 60GWh까지 확대할 계획이다. SK ON은 2020년 헝가리 1공장(7.5GWh) 가동을 시작했으며, 2분기 2공장(9.8GWh) 가동 시작 예정이다. 3공장은 올해 1월 헝가리 이반차에(30GWh) 착공, 2024년부터 가동할 예정이다.

글로벌 셀업체들도
뒤따라 유럽 공장 건설

글로벌 경쟁사들도 뒤따라 배터리 공장 건설 계획을 발표했는데, 대표적으로 VW와 Northvolt가 독일에 공동으로 공장을 세우고 2024년부터 연간 16GWh를 생산할 예정이다. 또한, Northvolt는 스웨덴 공장 생산 능력도 2030년까지 150GWh(vs 2022E 60GWh) 확대할 계획도 있다. CATL도 2022년부터 독일에서 60GWh 규모의 배터리를 생산할 것으로 전망되며, Tesla도 베를린 기가팩토리에서 최대 100GWh의 배터리를 생산할 예정이다.

Fig. 37: 주요 국가별 배터리 생산능력 현황(2021)



Source: S&P Global Market Intelligence, 다올투자증권

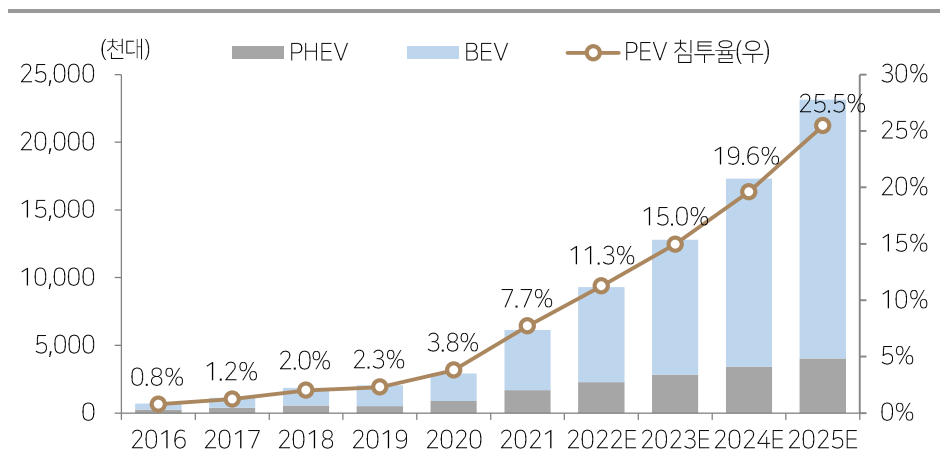
유럽 다음은 미국
미국은 전기차 침투율
2.8%로 아직 낮음

어느정도 유럽 증설이 마무리되어 가고 있는 현재, **배터리 업체들의 다음 타겟은 미국 시장이다**. 미국 내 현재 가동 중인 배터리 공장은 Tesla의 네바다 기가팩토리와 2월 가동 시작한 텍사스 기가팩토리 2개(44GWh)를 제외하고는 아직까지 전무한 상황이다. 2021년 기준 미국 전기차 침투율은 2.8%로 중국(8.3%), 유럽(7.9%) 대비 낮아 미국은 배터리 시장 성장이 더딘 시장이었기 때문이다.

2022년 하반기부터
미국 전기차 시장 확대
전망

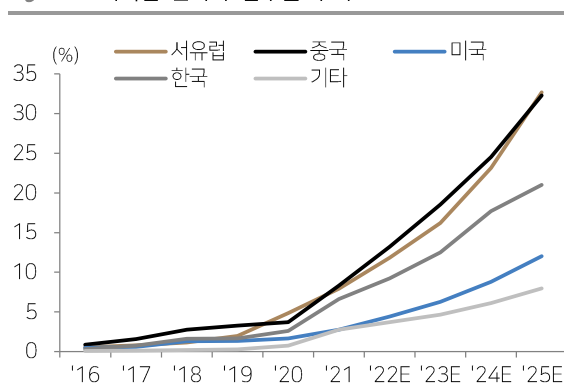
하지만 2022년 하반기부터 Ford, 현대차그룹 등 글로벌 완성차 업체들의 전기차 신차 출시로 미국에서도 본격적인 전기차 시장이 열릴 전망이다. Ford는 4월부터 F-150 Lightning 생산에 돌입했으며, GM은 현대차는 하반기에 GV70EV를 출시할 예정이다. Mercedes-Benz도 앨라배마주 배터리팩 공장 가동 시작으로 연내 EQS, EQE 모델 등을 생산, 출시할 계획이다. 또한 내년에는 기아 EV9 모델 출시도 앞두고 있어 2023년 미국 전기차 예상 판매량은 116.8만대(YoY +45.0%)로 전망한다.

Fig. 38: 글로벌 전기차 판매량 및 침투율 추이



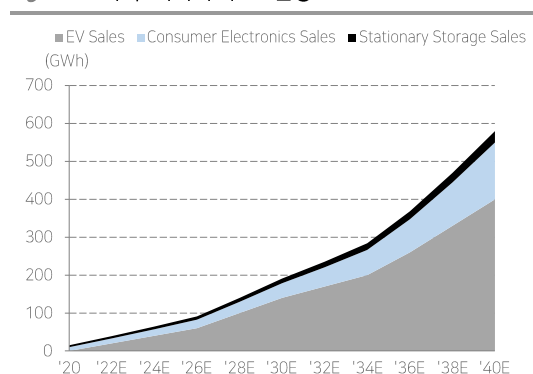
Source: Marklines, 다올투자증권

Fig. 39: 지역별 전기차 침투율 추이



Source: Marklines, 다올투자증권

Fig. 40: 미국 배터리 수요 전망



Source: DOE, 다올투자증권

IV-2. 글로벌 셀 업체들의 미국 진출 계획

완성차 업체와의 JV로
미국 공장 증설이 트렌드

국내 셀업체들의 미국 진출은 대부분 완성차 업체와의 JV를 통해 진행되고 있다. 배터리 업체들이 완성차 업체들과 JV를 통한 CAPA 증설을 진행하는 이유는, 대규모 증설을 위해서 각 업체들마다 연간 3~4조원 이상의 CAPEX 투자가 필요하기 때문이다. 완성차 업체와의 JV는 배터리 업체들의 현재 CAPEX 대비 EBITDA 현금창출이 단기적으로 부족한 상황에서 투자 자금 부담을 축소하고, 장기적으로 안정적인 고객사를 확보할 수 있다는 장점이 있다. 완성차 업체 입장에서 도 전기차 생산 공장 인근에 합작법인을 통한 배터리 공장을 인근에 확보함으로써 물류비용 최소화 및 주요 부품 현지화를 꾀할 수 있다.

LG에너지솔루션-GM
: 얼티엄셀즈

미국 진출 속도가 가장 빠른 LG에너지솔루션은 2019년 GM과 첫 합작공장 설립을 결정했으며, 올 하반기 얼티엄셀즈 1공장(오하이오주, 40GWh) 가동을 앞두고 있다. 이후 40GWh(테네시), 50GWh(미시간) 규모의 2,3 공장 건설도 확정하였으며 2023년, 2025년 각각 상업 운전에 돌입할 예정이다. 또한, GM에 따르면 연내 4공장 설립에 대한 논의도 진행될 것으로 전망된다. 2025년 3공장 완공 후 가동에 돌입하면 LG에너지솔루션이 얼티엄셀즈에서 생산하는 배터리 규모는 연산 130GWh이다. 전기차 한대 당 배터리 70kWh 탑재 가정 시 185만대 생산 가능한 규모이다. GM의 전기차 전환 로드맵에 따르면 2025년 30종 이상의 전기차를 생산할 계획으로 향후 배터리 추가 수주가 기대되며, 얼티엄셀즈 공장 증설 역력은 아직도 충분하다.

SK ON-Ford
: 블루오벌SK

SK ON은 Ford와 합작법인 블루오벌SK를 2021년 설립하고, 올해 2분기 합작 공장 착공 예정에 있다. 테네시(43GWh), 켄터키(86GWh) 공장은 각각 2025년, 2026년 가동될 계획으로 여기서 생산된 배터리는 매년 전기차 215만대에 탑재 가능하다. Ford는 2026년까지 연 200만대의 전기차를 생산할 계획으로 미국 Ford 공장의 배터리 납품은 전량 SK ON에서 담당하게 될 전망이다. 또한, 최근 현대차그룹이 미국 전기차 전용 공장 설립을 계획하며 SK ON과 JV를 통한 배터리 공장 건축도 논의되고 있는 것으로 알려졌다. 현대차JV까지 진행된다면 국내 3사 중 미국 내 CAPA가 가장 클 것으로 전망된다.

삼성SDI-스텔란티스
:조만간 공개될 예정

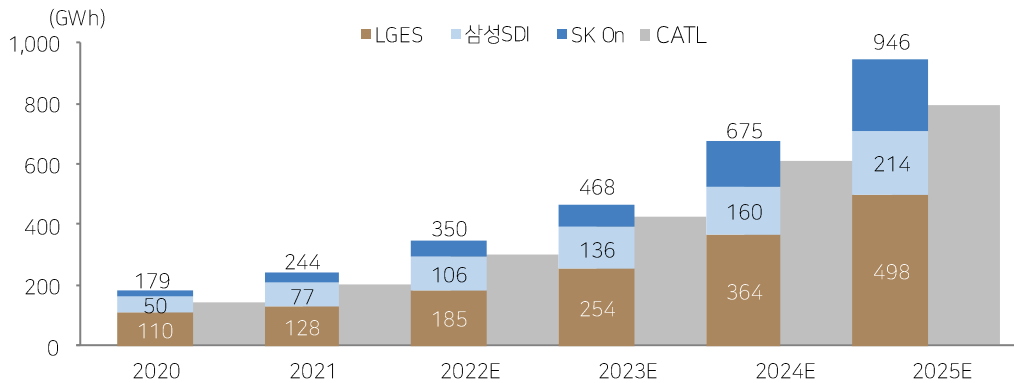
삼성SDI는 스텔란티스와 합작법인 설립을 진행 중이며, 2025년 상반기부터 미국에서 연산 23GWh 규모의 배터리를 생산할 예정이다. 회사에 따르면 부지 선정은 마무리 단계로 상반기 내 합작법인 설립 후 공개될 것으로 보인다.

독자 공장 설립도 추진 중

JV 공장 외에도 독자 공장 설립도 추진 중이다. LG에너지솔루션은 Tesla향 원통형 전지 수요 급증을 대비하여 애리조나주에 11GWh 규모의 원통형 배터리 신공장을 건설할 예정으로, 지난 4월 부지를 확보했으며 올 하반기 착공에 돌입해 2024년 하반기에 양산 시작할 계획이다. 또한, 기존 5GWh 규모의 홀랜드 공장은 2025년까지 25GWh로 증설할 계획이다.

SK ON은 조지아주에 단독 배터리 공장 1,2 공장을 두고 있는데, 1공장(9.8GWh)은 2019년 착공해 2021년 완공 후, 금년 1월 생산에 돌입했다. 11.7GWh 규모의 2공장은 3분기 완공 후 내년 부터 양산을 시작할 계획이다. 조지아 1공장에서 생산되는 배터리는 Ford와 Volkswagen으로 공급되며, 2공장도 Ford 향 납품 가능성이 높은 것으로 파악된다.

Fig. 41: 국내 셀업체 3사 전체 CAPA 전망



Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 42: 국내 셀업체 3사 미국 배터리 시장 진출 현황

증설 기간			가동 기간																						
공장			규모 (GWh)	전체 생산 규모	2021				2022				2023				2024				2025				
					1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
LG에너지솔루션				156																					
자체	미시간		5(+20)																						
	애리조나		11																						
합작	GM	오하이오	35																						
		테네시	35																						
		미시간	50																						
SK ON				150.5																					
자체	조지아1		9.8																						
	조지아2		11.7																						
합작	포드	테네시	43																						
		켄터키	86																						
삼성SDI				미정																					
합작	스텔란티스																								
					생산 일정 미정																				

Source: 각 사, 다올투자증권

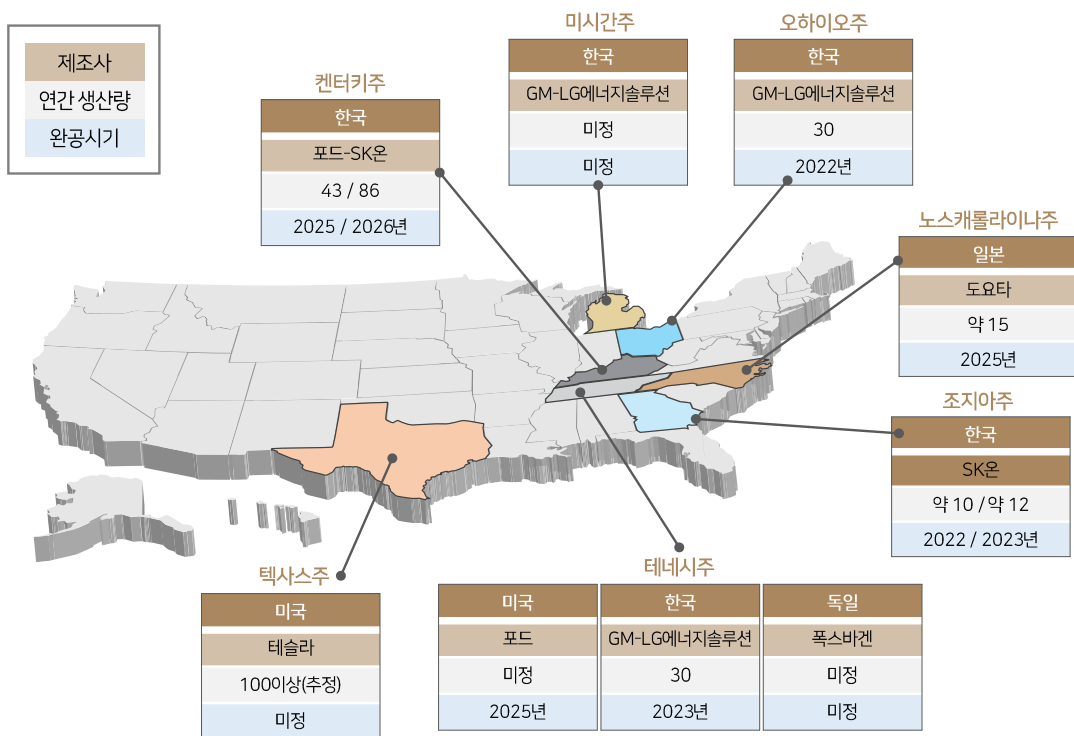
글로벌 경쟁사들도
미국 진출 진행 중

글로벌 배터리 업체들도 미국 진출에 한창인데, 대표적으로 Panasonic이 Tesla에 공급할 4680 배터리 생산 공장을 미국에 건설할 예정이다. 업계에 따르면 오클라호마주와 캔자스주가 유력한데, 테슬라의 텍사스 기가팩토리와 가깝다는 이점이 있으며, 각 주 의회에서는 Panasonic에 대규모 인센티브 제공을 제안한 상태이다. 참고로 Tesla의 또다른 배터리 공급사 CATL도 북미향 투자를 계획하고 있지만 공장 위치는 미국이 아닌 멕시코가 될 것으로 보인다. 독일 공장 외의 두번째 해외 공장이며, 규모는 80GWh로 알려져있다.

완성차 업체들도
뛰어난 배터리 생산

배터리 업체 뿐만 아니라 완성차 업체들도 미국 내 배터리 생산 기지를 확보하고자 노력하고 있다. Tesla는 2월부터 텍사스 기가팩토리에서 100GWh 이상 규모의 배터리 생산을 시작, Model Y에 탑재하고 있는 것으로 알려져있다. Volkswagen은 최근 테네시주 채터누가 생산 공장 옆에 제2공장과 배터리셀 생산시설을 짓는 방안을 검토중이라고 밝혔다. 이를 통해 Volkswagen의 미국 내 생산 능력을 최대 60만대 까지 확대할 계획이며, 배터리셀 공장의 경우 자체 생산 시설 혹은 배터리 업체와의 합작사 등 두 가지 옵션을 검토하고 있는 것으로 알려졌다. Toyota는 2025년 가동을 목표로 노스캐롤라이나 주에 연간 80만대 전기차에 공급할 수 있는 규모의 배터리 공장을 건설한다고 밝혔다. 또한 Mercedes-Benz는 중국 업체인 Envision AESC와 파트너십을 맺고, 미국 공장 건설 프로젝트를 공식화했다.

Fig. 43: 글로벌 완성차 및 셀 업체들의 주요 미국 공장 위치



Source: 각 사, 다올투자증권

IV-3. 배터리 시장 경쟁 심화 국면 속, 국내 셀업체 경쟁력 점검

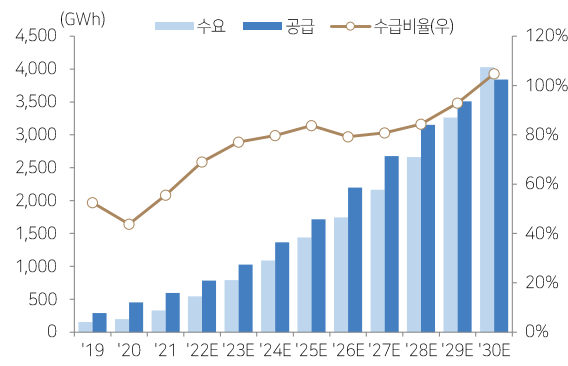
2025년 배터리 수요
현재 대비 4배 이상 증가
전망

완성차 업체들의 전기차 생산 속도가 빨라지며 Top 12 완성차 업체들의 2025년 배터리 수요는 806GWh로 전망되며, 배터리 시장 전체 수요는 1,438GWh로 2021년 330GWh 대비 4배 이상 증가할 것으로 보인다. 따라서 배터리 업체들은 2025년 이후 수요 충족을 위해 2022년부터 선제적으로 증설 진행 중으로, 중국 업체들의 대규모 증설을 통해 글로벌 전체 공급은 수요를 소폭 상회할 전망이다.

중국 제외 지역,
배터리 공급 부족

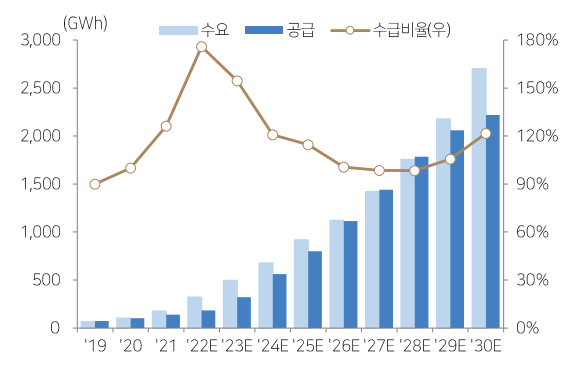
하지만, 중국을 제외한 수급 추이를 보면 상황이 다르다. 중국 내 수요를 빼면 2025년 배터리 수요는 917GWh로 전망되는데, 같은 해 공급 가능 물량은 800GWh로 100GWh 이상이 부족한 모습이다. 배터리 업체들의 현재 CAPA 증설 계획으로는 공급 부족 현상이 지속될 것으로 전망되어, 셀 업체들이 중국 외 지역에서의 추가 CAPA 증설을 지속적으로 발표할 것으로 예상된다.

Fig. 44: 글로벌 배터리 수급 추이



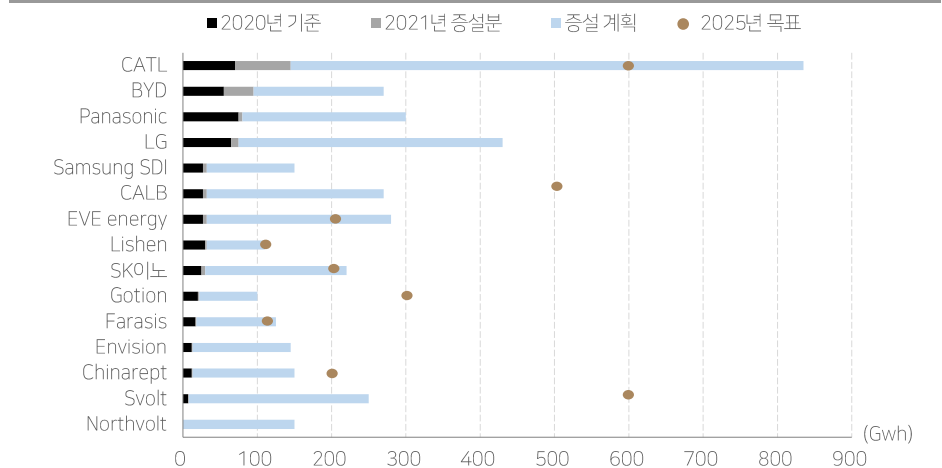
Source: SNE Research, 다올투자증권

Fig. 45: 중국 제외 글로벌 배터리 수급 추이



Source: SNE Research, 다올투자증권

Fig. 46: 글로벌 셀 업체 생산 CAPA 현황 및 목표



Source: 각 사, 다올투자증권

고객사에 따라
달라질 실적 성장세

셀 업체들의 공격적인 증설로 경쟁이 심화되는 가운데, 셀 업체들은 확보한 고객사에 따라 희비가 엇갈릴 것으로 전망한다. 1) 주요 완성차 업체들이 배터리 내재화에 대한 계획을 상이하게 가지고 있으며, 2) 자동차용 반도체 수급난이 지속되고 있는 가운데 완성차 업체별 전기차 생산 확대 계획에 따라 배터리 납품 규모 및 일정에 차이가 있기 때문이다.

1) 완성차 업체들의
배터리 내재화 전략 고려
필요

먼저, 배터리 내재화를 계획하고 있는 완성차 업체는 Volkswagen 그룹과 Ford 등이다. 반면, GM과 BMW는 배터리셀 자체 생산에 서두르지 않는 모습이다. Volkswagen 그룹의 경우 독일에서 자체 배터리 개발을 실시하고 있으며, 2025년부터 차세대 통합형 배터리셀 생산을 시작할 계획이다. 미국에서는 테네시주 채터누가 공장을 증설하며 배터리셀 생산 공장 건설도 검토 중인데, 자체 생산으로 진행할 지 JV설립을 통해 진행할 지는 아직 공개되지 않았다. 하지만, JV로 진행할 경우 가능성 높은 업체는 SK ON과 삼성SDI로 좁혀지고 있다. SK ON은 조지아주 공장에서 생산한 배터리를 폭스바겐 채터누가 공장에 납품하고 있으며, 삼성SDI도 폭스바겐의 배터리 공급사 중 한 곳이기 때문이다.

Ford도 2021년 배터리 자체 개발을 선언했고, 미시간주에 배터리 연구센터인 ‘포드 이온파크’를 건설하겠다고 밝혔다. 리튬이온 배터리 개발 및 양산 뿐만 아니라 전고체 배터리 개발도 진행할 계획이다. 하지만 Ford의 경우 SK ON과 129GWh 규모의 블루오벌SK JV 공장을 설립하며 합작 투자를 통해 배터리 양산에 나서는 모습이다. SK ON은 이미 이에 대한 수주를 받았기 때문에 Ford의 배터리 내재화에 따른 리스크는 제한적일 것으로 전망한다.

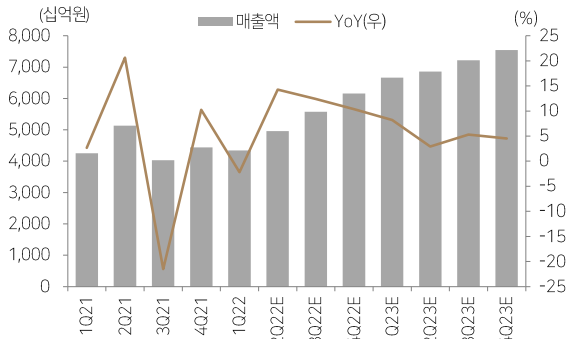
2) 전기차 생산량 확대
의지 : SK ON 강세 전망

또한, 자동차용 반도체 수급난이 지속되고 있는 가운데 내연기관차 생산을 축소하고 전기차로의 전환을 가속화하고 있는 현대차그룹, Ford, GM 등을 고객사로 두고 있는 업체들의 실적 차별화가 이루어질 것으로 전망한다. 물론 Tesla로 원통형 전지를 공급하고 있는 LG에너지솔루션의 전체 매출 성장률이 가장 높을 것으로 보이지만, 이를 제외한 중대형 전지 매출은 SK On이 2023년 9조 8,422억원(YoY +44.0%), 2024년 13조 2,294억원(YoY +34.4%)로 높은 성장률을 보일 것으로 예상된다.

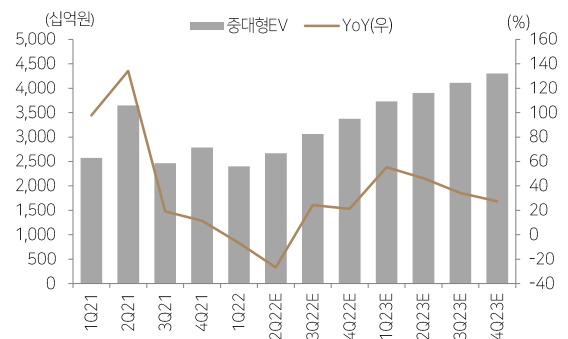
Fig. 47: 배터리 제조사별 고객사 현황

배터리 제조사	완성차 업체	
	JV	주요 고객사
CATL	SAIC, DongFeng, Geely, Faw, GAC	VW, Tesla, PSA, Daimler, BMW, HKMC, Honda
LGES	GM, HKMC, Stellantis, Renault(협의 중)	VW, Tesla, Volvo, FCA, Ford, Daimler, BMW
Panasonic	Tesla, Toyota	Honda
Samsung SDI	다수 업체와 협의 중(Stellantis, Rivian)	BWM, VW, Ford, Rivian
SK On	Ford, HKMC(협의 중)	HKMC, Daimler, VW
BYD	Toyota, Changan	BYD, HKMC
Northvolt	VW, Volvo	

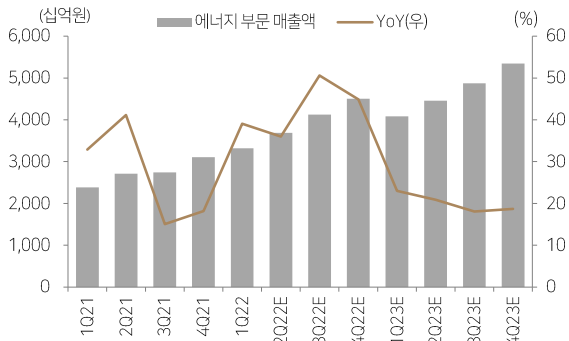
Source: SNE Research, 다올투자증권

Fig. 48: LGES 실적 추이 및 전망

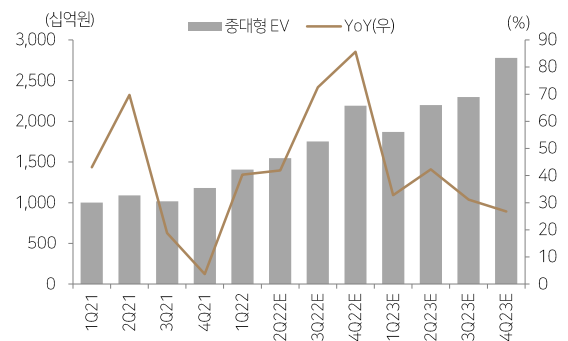
Source: LG에너지솔루션, 다음투자증권

Fig. 49: LGES 중대형전지 EV 부문 실적 추이 및 전망

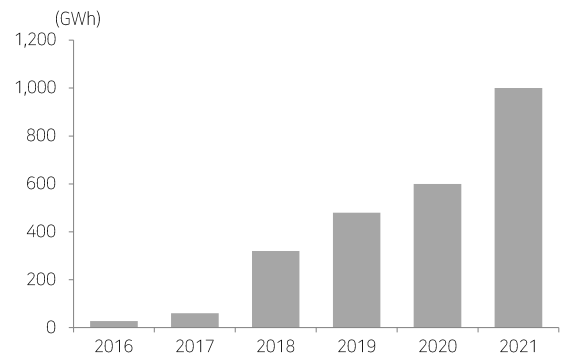
Source: LG에너지솔루션, 다음투자증권

Fig. 50: 삼성SDI 배터리 부문 실적 추이 및 전망

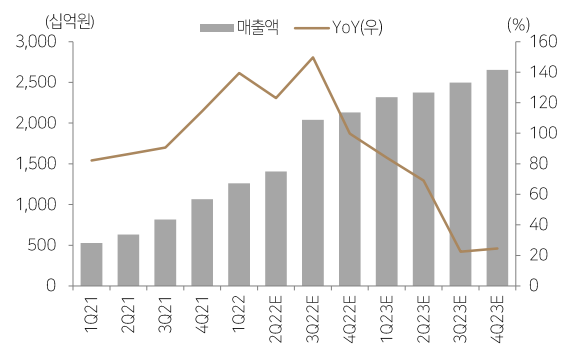
Source: 삼성SDI, 다음투자증권

Fig. 51: 삼성SDI 중대형전지 EV 부문 실적 추이 및 전망

Source: 삼성SDI, 다음투자증권

Fig. 52: SKON 배터리 누적 수주량

Source: SK이노베이션, 다음투자증권

Fig. 53: SKON 실적 추이 및 전망

Source: SK이노베이션, 다음투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다



V. 종목별 투자의견

현대차 (005380) _ Top Pick

만도 (204320)

화신 (010690)

SK이노베이션 (096770) _ Top Pick

삼성SDI (006400)

LG에너지솔루션 (373220)

현대차

(005380)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	260,000		유지
Earnings			

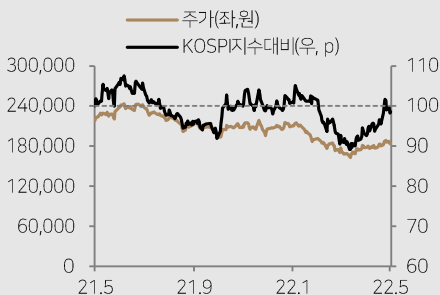
Stock Information

현재가 (5/6)	182,500원
예상 주가상승률	42.5%
시가총액	389,944억원
비중(KOSPI내)	1.85%
발행주식수	213,668천주
52주 최저가 / 최고가	163,000 - 243,500원
3개월 일평균거래대금	1,484억원
외국인 지분율	26.8%
주요주주지분율(%)	
현대모비스 (외 8인)	29.4
국민연금공단 (외 1인)	7.8
자사주 (외 1인)	7.0

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	9.0	5.4	4.7
PBR(배)	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	8.2	7.0	6.1
배당수익률(%)	2.4	3.0	3.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	1.4	(15.1)	(18.3)	(12.7)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	4.7	(4.2)	(1.5)	(1.5)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

미국 증설, 감출 수 없는 흥분

Issue

미국 턴어라운드 본격 및 전기차 전용공장 신설로 장기 성장동력 확대 가능성 점감

Pitch

현대차에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 260,000원 유지. Target P/E 7.3배 반영. 현대차 최대 해외 매출처인 미국시장의 턴어라운드는 2H21 반도체 공급차질 발생 이후 2022년에는 뚜렷하게 나타날 것으로 예상, 시장 컨센서스 상회 배경으로 작용 기대

Rationale

- 미국 알라바마 생산 급증추세가 4월에 확인된 점에 이어, 완성차 최대 실적 모멘텀으로 작용 기대 예상. 당사 예상 2022년 연간 영업이익은 8,430억원으로, 최근 상향된 시장 컨센서스인 8,160억원 대비 보다는 약 3% 이상의 upside 존재
- 2022년 미국 Ex-factory 볼륨은 35만대(YoY +21%) 예상되며, 총 예상 판매 증가율(YoY +6%)을 크게 상회할 것으로 추정. 즉, 2022년 동사 매출 증가의 결정변수로 판단
- 동사는 현재 미국내 약 40만대 생산체제를 알라바마주 공장에 2005년부터 가동을 통해 확보 중. 미국 총 현지판매는 71만대로, 현지화율은 57% 수준. 2H22 에는 GV70EV의 현지화를 통해 H/OEM 업체들 대비 경쟁우위 확보
- 발표된 전기차 전용 공장은 2023년 착공, 2025년 가동의 스케줄을 토대로 투자 집행 전망되며, 볼륨생산이 가능한 2026년 이후부터는 미국내 EV M/S는 +10%이상 형성 기대(vs 현재 총 M/S 5.6%)

Earnings Forecasts

(단위: 십억원%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	105,746	103,998	117,611	131,234	142,983	153,721	165,237
영업이익	3,606	2,395	6,679	8,438	9,764	11,452	13,201
EBITDA	7,437	6,580	11,235	13,283	14,930	16,909	18,954
순이익	3,186	1,925	5,693	8,387	9,511	10,937	12,367
순차입금	26,723	30,149	41,492	43,891	42,024	39,659	37,239
매출증가율	9.2	(1.7)	13.1	11.6	9.0	7.5	7.5
영업이익률	3.4	2.3	5.7	6.4	6.8	7.5	8.0
순이익률	3.0	1.9	4.8	6.4	6.7	7.1	7.5
EPS증가율	101.3	(52.2)	247.0	52.9	13.8	15.0	13.1
ROE	4.6	2.8	7.9	10.7	11.2	11.8	12.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 54: 현대차 목표주가 산정: 목표주가 260,000원 유지

구분	단위	금액	비고
수정 EPS	(원)	36,017	(지배주주순익-우선주 배당금)/유효주식수
지배주주순익	(십억원)	7,557	2022년 기준
우선주 배당금	(십억원)	321	2022년 기준
보통주 발행주식수	(천주)	213,668	
자기주식수	(천주)	12,766	
유효주식수	(천주)	200,902	
Target P/E	(배)	7.3	2013~2016 평균 P/E
목표주가	(원)	260,000	EPS x Target P/E
현재주가	(원)	182,500	
Upside	(%)	42.5	

Source: 다올투자증권

Fig. 55: 실적추정치 변경 전후

(십억원)

구분	변경후		변경전		차이(%)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	131,234	142,983	131,234	142,983	0.0	0.0
영업이익	8,438	9,764	8,438	9,764	0.0	0.0
영업이익률(%)	6.4	6.8	6.4	6.8		
지배주주 순이익	7,557	8,598	7,557	8,598	0.0	0.0

Source: 다올투자증권

Fig. 56: 현대차 실적추이 및 전망

(십억원, 백만원)

	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	28,867	31,027	30,299	33,023	32,869	35,043	117,611	131,234	142,983
자동차	22,578	25,191	24,075	26,773	26,277	28,799	92,152	104,484	116,613
금융	4,571	3,886	4,372	4,523	4,754	4,158	16,782	17,806	18,341
기타	1,718	1,950	1,852	1,727	1,838	2,087	6,686	7,504	8,029
자동차 ASP	27.2	29.2	28.5	28.8	27.5	27.5	26.1	27.7	28.6
A/S부품	81.9	80.9	80.9	81.1	81.6	80.5	81.4	81.0	81.0
판관비	3,627	4,399	3,844	4,029	4,043	4,521	15,251	16,436	17,336
판관비율(%)	12.6	14.2	12.7	12.2	12.3	12.9	13.0	12.5	12.1
영업이익	1,607	1,530	1,929	2,199	2,013	2,297	6,680	8,438	9,764
영업이익률(%)	5.6	4.9	6.4	6.7	6.1	6.6	5.7	6.4	6.8
영업외순익	330	-56	521	602	600	699	1,280	2,422	2,587
지분법이익	330	270	361	424	437	495	1,334	1,717	1,881
지배주주순이익	1,297	547	1,703	1,949	1,819	2,085	4,933	7,557	8,598
YoY(%)									
매출액	4.7	6.1	10.6	8.9	13.9	12.9	13.1	11.6	9.0
영업이익	흑전	21.9	16.5	16.6	25.3	50.2	179.0	26.3	15.7
당기순이익	흑전	-48.9	28.3	10.6	40.3	281.3	246.3	53.2	13.8

Source: 다올투자증권

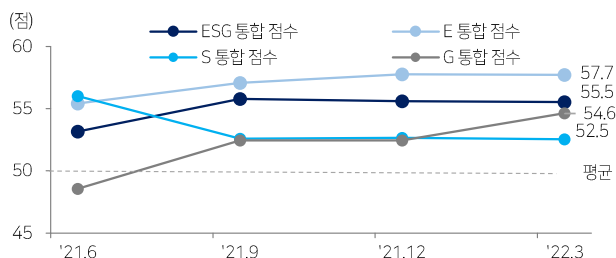


ESG 페이지



현대차 (005380) - 산업재

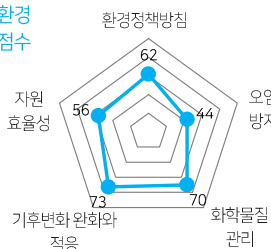
ESG 통합 점수 추이



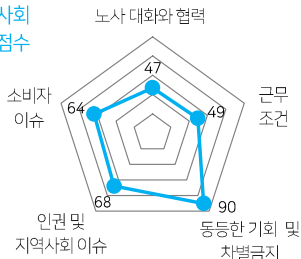
ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

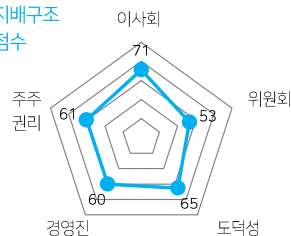
환경 점수



사회 점수

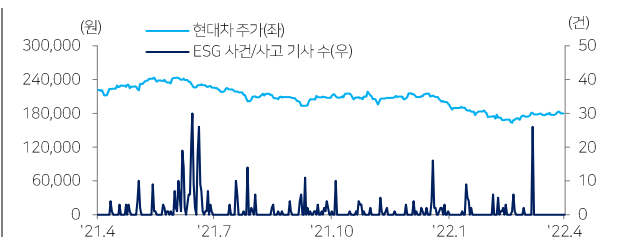


지배구조 점수



주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인할 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q21	0	18	1	19
3Q21	3	217	7	227
4Q21	0	73	6	79
1Q22	0	109	4	113

비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
현대차	55.5	57.7	52.5	54.6	10 / 71	9 / 71	22 / 71	9 / 71
기아	59.8	61.4	52.4	60.9	4 / 71	1 / 71	24 / 71	3 / 71
쌍용차	52.5	58.9	40.4	50.0	21 / 71	5 / 71	71 / 71	37 / 71

* ESG 정보는 지속가능발전소에서 제공합니다.

현대차 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	83,686.4	88,565.4	87,529.3	89,791.3	92,960.1
현금성자산	62,575.0	67,394.1	63,495.4	65,362.5	67,726.9
매출채권	7,279.4	7,336.9	8,382.0	8,836.2	9,493.8
재고자산	11,333.7	11,645.6	13,441.3	13,360.0	13,484.3
비유동자산	125,657.9	145,381.0	152,487.3	158,833.6	165,854.1
투자자산	85,888.1	103,991.0	108,213.4	112,607.3	117,179.6
유형자산	34,092.2	35,543.1	37,518.8	38,771.7	40,681.4
무형자산	5,677.6	5,847.0	6,755.2	7,454.5	7,993.1
자산총계	209,344.2	233,946.4	240,016.7	248,624.9	258,814.2
유동부채	59,459.5	64,236.8	64,857.5	65,912.7	67,379.0
매입채무	15,772.8	16,393.0	16,874.2	17,788.5	19,112.4
유동성이자부채	30,126.5	33,889.2	33,889.2	33,889.2	33,889.2
비유동부채	73,543.7	87,093.8	86,053.8	86,532.4	87,030.4
비유동이자부채	62,597.2	74,997.1	73,497.1	73,497.1	73,497.1
부채총계	133,003.2	151,330.6	150,911.2	152,445.1	154,409.4
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,190.1	4,070.3	4,070.3	4,070.3	4,070.3
이익잉여금	68,911.8	73,167.9	79,657.5	86,731.8	94,956.9
이전자본조정	(5,110.3)	(3,741.0)	(3,741.0)	(3,741.0)	(3,741.0)
자기주식	(1,700.6)	(1,968.4)	(1,968.4)	(1,968.4)	(1,968.4)
자본총계	76,341.0	82,615.8	89,105.4	96,179.8	104,404.8
투하자본	84,269.8	98,783.7	106,643.8	110,781.1	115,528.2
순차입금	30,148.6	41,492.2	43,890.9	42,023.8	39,659.4
ROA	1.0	2.6	3.5	3.9	4.3
ROE	2.8	7.9	10.7	11.2	11.8
ROIC	2.6	5.2	6.3	6.9	7.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	103,997.6	117,610.6	131,234.4	142,982.6	153,720.6
증가율 (Y-Y,%)	(1.7)	13.1	11.6	9.0	7.5
영업이익	2,394.7	6,678.9	8,438.3	9,764.2	11,452.5
증가율 (Y-Y,%)	(33.6)	178.9	26.3	15.7	17.3
EBITDA	6,580.0	11,234.7	13,282.8	14,930.4	16,909.4
영업외손익	(301.4)	1,280.6	2,422.1	2,587.1	2,750.9
순이익	70.6	72.5	236.7	275.0	319.9
외화관련손익	(405.0)	73.6	39.0	0.0	0.0
지분법손익	162.2	1,303.4	1,663.4	1,827.6	1,959.3
세전계속사업손익	2,093.3	7,959.6	10,860.4	12,351.3	14,203.4
지배지분이익	1,924.6	5,693.1	8,387.0	9,510.5	10,936.6
증가율 (Y-Y,%)	(39.6)	195.8	47.3	13.4	15.0
NOPLAT	2,201.7	4,777.1	6,516.5	7,518.4	8,818.4
(+) Dep	4,185.4	4,555.7	4,844.5	5,166.2	5,456.9
(-) 운전자본투자	(3,879.4)	(954.7)	2,242.0	(660.4)	(661.9)
(-) Capex	4,687.8	4,304.3	5,203.5	4,593.6	5,380.2
OpFCF	5,578.6	5,983.2	3,915.5	8,751.4	9,557.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.6	6.7	7.5	11.2	9.3
영업이익증가율(3Yr)	(19.4)	40.2	32.8	59.8	19.7
EBITDA증가율(3Yr)	(6.7)	22.0	21.3	31.4	14.6
순이익증가율(3Yr)	(24.9)	51.3	38.1	70.3	24.3
영업이익률(%)	2.3	5.7	6.4	6.8	7.5
EBITDA마진(%)	6.3	9.6	10.1	10.4	11.0
순이익률(%)	1.9	4.8	6.4	6.7	7.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	(409.8)	(1,402.7)	8,956.0	13,075.1	14,544.3
당기순이익	1,924.6	5,693.1	8,387.0	9,510.5	10,936.6
자산상각비	4,185.4	4,555.7	4,844.5	5,166.2	5,456.9
운전자본증감	(16,991.8)	(20,514.0)	(2,242.0)	660.4	661.9
매출채권감소(증가)	(130.5)	280.8	(1,045.1)	(454.2)	(657.6)
재고자산감소(증가)	(39.0)	177.2	(1,795.7)	81.4	(124.3)
매입채무증감(감소)	1,517.9	569.4	481.1	914.3	1,323.9
투자현금	(9,337.6)	(4,944.7)	(12,504.4)	(11,991.8)	(12,918.8)
단기투자자산감소	(2,511.1)	1,790.7	(2,216.9)	(2,306.9)	(2,400.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	635.1	757.6	845.8
설비투자	(4,687.8)	(4,304.3)	(5,203.5)	(4,593.6)	(5,380.2)
유무형자산감소	(1,563.8)	(1,423.7)	(2,524.9)	(2,524.9)	(2,524.9)
재무현금	11,352.5	8,780.7	(2,567.4)	(1,523.2)	(1,661.6)
차입금증가	12,551.1	10,707.2	(1,500.0)	0.0	0.0
자본증가	(893.8)	(785.5)	(1,067.4)	(1,523.2)	(1,661.6)
배당금지급	893.8	785.5	1,067.4	1,523.2	1,661.6
현금 증감	1,180.2	2,933.4	(6,115.7)	(439.9)	(36.1)
총현금흐름(Gross CF)	18,732.9	21,470.7	11,198.1	12,414.7	13,882.3
(-) 운전자본증감(감소)	(3,879.4)	(954.7)	2,242.0	(660.4)	(661.9)
(-) 설비투자	4,687.8	4,304.3	5,203.5	4,593.6	5,380.2
(+) 자산매각	(1,563.8)	(1,423.7)	(2,524.9)	(2,524.9)	(2,524.9)
Free Cash Flow	(7,596.4)	(3,988.1)	(3,548.3)	1,083.3	1,625.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	(635.1)	(757.6)	(845.8)
잉여현금	(7,596.4)	(3,988.1)	(2,913.2)	1,840.9	2,471.3

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	6,667	23,131	33,739	38,461	44,346
BPS	230,387	249,655	269,809	292,828	320,583
DPS	3,000	5,000	5,500	6,000	6,500
Multiples(x,%)					
PER	28.8	9.0	5.4	4.7	4.1
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	11.7	8.2	7.0	6.1	5.2
배당수익률	1.6	2.4	3.0	3.3	3.6
PCR	2.8	2.7	4.5	4.1	3.6
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	174.2	183.2	169.4	158.5	147.9
Net debt/Equity	39.5	50.2	49.3	43.7	38.0
Net debt/EBITDA	458.2	369.3	330.4	281.5	234.5
유동비율	140.7	137.9	135.0	136.2	138.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	36.2	36.6	38.3	38.4	38.5
현금+투자자산(%)	63.8	63.4	61.7	61.6	61.5
자본구조					
차입금(%)	54.8	56.9	54.7	52.8	50.7
자기자본(%)	45.2	43.1	45.3	47.2	49.3

만도

(204320)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	70,000		유지

Earnings

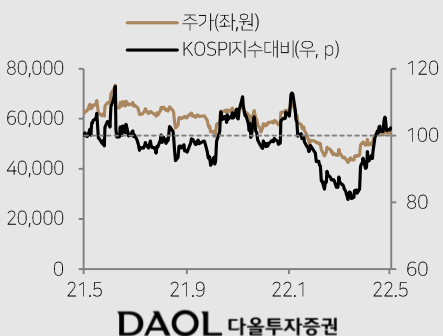
Stock Information

현재가 (5/6)	54,600원
예상 주가상승률	28.2%
시가총액	25,639억원
비중(KOSPI내)	0.12%
발행주식수	46,957천주
52주 최저가 / 최고가	42,550 - 73,400원
3개월 일평균거래대금	222억원
외국인 지분율	19.0%
주요주주지분율(%)	
한라홀딩스 (외 5인)	30.3
국민연금공단 (외 1인)	10.6
Matthews International	
Capital Management LLC (외 1인)	5.1

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	17.8	11.9	9.3
PBR(배)	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	7.6	5.9	5.2
배당수익률(%)	1.3	1.8	2.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	5.4	(15.0)	(13.3)	(13.9)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	8.7	(4.0)	3.5	(2.7)

Price Trend



2Q22는 미국이 중요하다

Issue

완성차의 미국 외형확대에 따른 기업가치 상승 배경 점검

Pitch

만도에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 70,000원 지속 유지. 목표주가는 Target P/E 15x 적용한 수준. 완성차 반도체 공급완화, 현대차의 전기차 전용 공장 증설에 따른 동반 주가 모멘텀 기대. 부품업체 Top Pick 의견 지속

Rationale

- 완성차의 2022년 미국 합산 Ex-Factory 볼륨이 YoY +33%, 현지 3대 고객사인 GM의 생산볼륨 역시 YoY +30% 수준으로 예상됨에 따라 동사는 2022년 하반기로 갈수록 매출상승의 핵심배경으로 작용 예상
- 1Q22실적 전후까지 주가상승의 핵심 Trigger로 작용해 왔던 글로벌 EV고객사향 매출액은 QoQ flat 기조, 2Q22부터는 미국의 매출상승세가 가장 부각될 것(YoY +58%)
- 동사는 미국내 알라바마, 조지아1, 조지아2공장을 보유한 구조로, 조지아2공장의 경우 주물공장으로 2014년부터 가동 시작. 다만 2015~2020 대부분 매출상승 지연으로 수직계열화 효과 발생지연
- 2022년 동사 북미 매출액 규모는 1.58조원(YoY +38%)로 예상되며, 전사 매출성장세(YoY +18%)를 크게 상회할 것으로 추정
- 한편 동사는 북미 ADAS현지화 투자 시작, 2023년 양산 가능 판단. 1)현대차그룹의 미국내 생산라인업 상향조정(제네시스 등) 2)미국 현지 OEM향 신규 수주 가능성 대폭 상향

Earnings Forecasts

(단위: 십억원%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	5,982	5,564	6,147	7,254	7,925	8,668	9,489
영업이익	219	89	232	345	399	448	507
EBITDA	519	394	559	684	735	788	853
순이익	118	14	179	248	290	331	382
순차입금	1,346	1,122	1,286	1,417	1,278	1,152	1,015
매출증가율	5.6	(7.0)	10.5	18.0	9.3	9.4	9.5
영업이익률	3.7	1.6	3.8	4.8	5.0	5.2	5.3
순이익률	2.0	0.2	2.9	3.4	3.7	3.8	4.0
EPS증가율	4.6	(94.8)	2,787.0	29.0	27.4	14.2	15.2
ROE	8.1	0.9	9.9	12.7	14.2	14.5	14.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 57: 만도 목표주가 산정: 목표주가 7만원 유지

구분	단위	금액	비고
지배주주 순이익	(십억원)	215.6	2022년 기준
EPS	(원)	4,592	2022년 기준
Target P/E	(배)	15.0	역사적 평균 P/E 상단, 글로벌 부품 Peer 평균 20% 할증
목표시가총액	(십억원)	3,235	
목표주가	(원)	70,000	
현재주가	(원)	54,600	
Upside	(%)	28.2	

Source: 다올투자증권

Fig. 58: 실적추정치 변경 전후

(십억원)

구분	변경후		변경전		차이(%)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	7,254	7,925	7,254	7,925	0.0	0.0
영업이익	345.1	398.5	345.1	398.5	0.0	0.0
영업이익률(%)	4.7	5.0	4.7	5.0		
지배주주 순이익	216	275	216	275	0.0	0.0

Source: 다올투자증권

Fig. 59: 만도 실적추이 및 전망

(십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,501	1,488	1,436	1,722	1,688	1,781	1,807	1,978	6,147	7,254	7,925
한국	828	681	590	701	654	676	637	743	2,800	2,710	2,926
중국	350	357	523	523	424	441	520	602	1,752	1,987	2,163
북미	308	255	277	301	364	405	402	406	1,141	1,577	1,761
기타	249	202	212	206	247	259	248	226	869	980	1,075
매출원가율(%)	85.4	84.3	85.3	87.0	85.6	85.1	85.5	84.8	85.6	85.2	85.3
판관비	146.8	156.8	158.5	189.5	153.7	178.1	177.1	197.8	652	696	764
판관비율(%)	9.8	10.5	11.0	11.0	9.3	10.0	9.8	10.0	10.6	9.8	9.6
영업이익	71.8	76.7	53.2	34.0	68.9	87.9	84.5	103.8	235.7	345.1	398.5
영업이익률(%)	4.8	5.2	3.7	2.0	4.1	4.9	4.7	5.2	3.8	4.8	5.0
당기순이익	52.2	80.4	26.0	20.0	33.2	61.6	59.8	74.9	178.6	229.5	290.0
지배주주지분 순익	49.1	78.3	22.7	17.1	29.7	58.4	56.6	70.9	167.1	215.6	274.6
YoY(%)											
매출액 계	14.6	46.8	-4.4	-0.9	12.4	19.7	25.8	14.8	10.5	18.0	9.3
영업이익	288.1	적전	-18.9	-57.7	-4.0	14.6	58.8	205.4	166.0	46.4	15.5
지배주주지분 순익	489.2	적전	-38.5	-76.5	-39.5	-25.4	149.8	314.7	흑전	29.0	27.4

Source: 다올투자증권

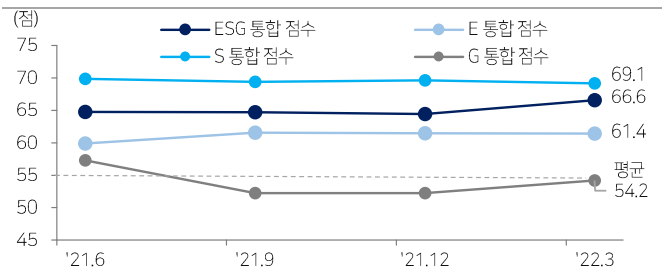


ESG 페이지



만도 (204320) - 산업재

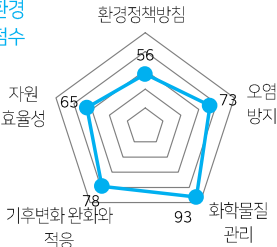
ESG 통합 점수 추이



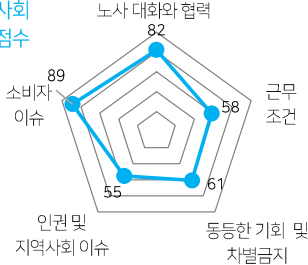
ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

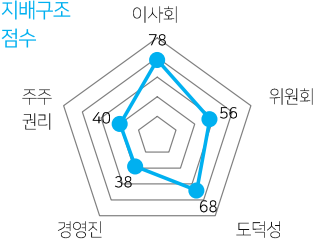
환경 점수



사회 점수



지배구조 점수



주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q21	0	0	0	0
3Q21	0	0	0	0
4Q21	0	0	0	0
1Q22	0	0	0	0

비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
만도	66.6	61.4	69.1	54.2	1 / 71	2 / 71	1 / 71	11 / 71
에스엘	49.6	47.6	50.5	51.0	33 / 71	27 / 71	29 / 71	32 / 71

* ESG 정보는 지속가능발전소에서 제공합니다.

만도 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,407.0	2,944.3	3,047.2	3,191.4	3,239.3
현금성자산	588.6	879.6	748.7	687.0	513.5
매출채권	1,354.0	1,376.1	1,519.3	1,663.6	1,818.8
재고자산	322.6	544.1	633.3	693.4	758.1
비유동자산	2,531.3	2,760.1	2,733.5	2,743.6	2,788.9
투자자산	366.7	453.2	471.6	490.7	510.6
유형자산	2,039.4	2,193.0	2,141.2	2,127.6	2,150.1
무형자산	125.2	113.9	120.8	125.3	128.2
자산총계	4,938.3	5,704.4	5,780.7	5,935.0	6,028.3
유동부채	2,031.6	2,129.6	2,223.9	2,346.9	2,379.1
매입채무	1,260.9	1,179.7	1,271.7	1,392.4	1,522.4
유동성이자부채	618.7	724.8	724.8	724.8	624.8
비유동부채	1,197.2	1,530.5	1,533.9	1,337.5	1,141.1
비유동이자부채	1,092.2	1,440.6	1,440.6	1,240.6	1,040.6
부채총계	3,228.8	3,660.1	3,757.8	3,684.3	3,520.3
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	603.1	603.1	603.1	603.1
이익잉여금	722.3	915.5	1,093.5	1,321.2	1,578.6
자본조정	67.0	189.6	189.6	189.6	189.6
자기주식	(5.2)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
자본총계	1,709.6	2,044.0	2,023.0	2,250.6	2,508.0
투하자본	2,749.4	3,236.5	3,342.2	3,427.6	3,554.3
순차입금	1,122.4	1,285.9	1,416.8	1,278.4	1,151.9
ROA	0.3	3.4	4.3	5.0	5.5
ROE	0.9	9.9	12.7	14.2	14.5
ROIC	2.3	6.1	8.0	9.1	9.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,563.5	6,147.4	7,253.7	7,925.1	8,668.1
증가율 (Y-Y,%)	(7.0)	10.5	18.0	9.3	9.4
영업이익	88.7	232.3	345.1	398.5	448.0
증가율 (Y-Y,%)	(59.4)	161.9	48.6	15.5	12.4
EBITDA	394.5	559.1	683.7	735.4	788.0
영업외손익	(83.5)	(4.2)	(19.4)	(21.9)	(17.8)
순이자수익	(37.8)	(42.5)	(32.7)	(26.9)	(23.4)
외화관련손익	(19.5)	16.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.3	10.2	2.3	5.1	5.6
세전계속사업손익	5.2	228.1	325.7	376.6	430.2
당기순이익	13.9	178.6	247.6	290.0	331.3
지배기업당기순이익	5.8	167.1	215.6	274.6	313.7
증가율 (Y-Y,%)	(88.3)	1,188.6	38.6	17.1	14.2
NOPLAT	64.3	181.9	262.3	306.9	344.9
(+) Dep	305.8	326.8	338.5	336.9	340.1
(-) 운전자본투자	(141.1)	254.4	139.5	82.8	89.2
(-) Capex	177.6	207.3	231.5	265.7	303.4
OpFCF	333.6	47.0	229.8	295.2	292.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(0.7)	2.8	6.6	12.5	12.1
영업이익증가율(3Yr)	2.0	5.6	16.5	65.0	24.5
EBITDA증가율(3Yr)	6.3	6.0	9.6	23.1	12.1
순이익증가율(3Yr)	(8.8)	16.5	27.9	175.6	22.9
영업이익률(%)	1.6	3.8	4.8	5.0	5.2
EBITDA마진(%)	7.1	9.1	9.4	9.3	9.1
순이익률(%)	0.2	2.9	3.4	3.7	3.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	430.0	420.7	216.4	527.2	562.6
당기순이익	5.2	228.1	229.5	290.0	331.3
자산상각비	305.8	326.8	338.5	336.9	340.1
운전자본증감	52.4	(132.1)	(139.5)	(82.8)	(89.2)
매출채권감소(증가)	(9.5)	20.1	(143.2)	(144.2)	(155.3)
재고자산감소(증가)	14.2	(158.5)	(89.2)	(60.1)	(64.7)
매입채무증감(감소)	104.3	(61.9)	92.0	120.7	130.0
투자현금	(144.4)	(384.7)	(310.9)	(343.1)	(381.0)
단기투자자산감소	0.0	(7.5)	(1.1)	(1.2)	(1.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.5)	1.1	1.5
설비투자	(177.6)	(207.3)	(231.5)	(265.7)	(303.4)
유무형자산감소	1.2	5.2	(62.1)	(62.1)	(62.1)
재무현금	71.4	229.0	(37.6)	(247.0)	(356.3)
차입금증가	113.2	237.8	0.0	(200.0)	(300.0)
자본증가	(41.3)	0.0	(37.6)	(47.0)	(56.3)
배당금지급	41.3	0.0	37.6	47.0	56.3
현금 증감	356.1	290.8	(132.0)	(62.8)	(174.7)
총현금흐름(Gross CF)	447.3	645.3	356.0	610.0	651.8
(-) 운전자본증가(감소)	(141.1)	254.4	139.5	82.8	89.2
(-) 설비투자	177.6	207.3	231.5	265.7	303.4
(+) 자산매각	1.2	5.2	(62.1)	(62.1)	(62.1)
Free Cash Flow	355.3	128.6	(94.4)	184.2	181.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.5	(1.1)	(1.5)
잉여현금	355.3	128.6	(96.0)	185.3	183.1

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	123	3,559	4,592	5,849	6,681
BPS	32,205	39,193	38,597	43,351	48,770
DPS	0	800	1,000	1,200	1,300
Multiples(x,%)					
PER	476.9	17.8	11.9	9.3	8.2
PBR	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/ EBITDA	9.8	7.6	5.8	5.2	4.7
배당수익률	0.0	1.3	1.8	2.2	2.4
PCR	6.2	4.6	7.2	4.2	3.9
PSR	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
재무건전성(%)					
부채비율	188.9	179.1	185.8	163.7	140.4
Net debt/Equity	65.7	62.9	70.0	56.8	45.9
Net debt/EBITDA	284.5	230.0	207.2	173.8	146.2
유동비율	118.5	138.3	137.0	136.0	136.2
이자보상배율	2.3	5.5	10.6	14.8	19.2
이자비용/매출액	0.8	0.8	0.6	0.5	0.4
자산구조					
투하자본(%)	74.2	70.8	73.3	74.4	77.6
현금+투자자산(%)	25.8	29.2	26.7	25.6	22.4
자본구조					
차입금(%)	50.0	51.4	51.7	46.6	39.9
자기자본(%)	50.0	48.6	48.3	53.4	60.1

화신

(010690)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	12,000		유지
Earnings			

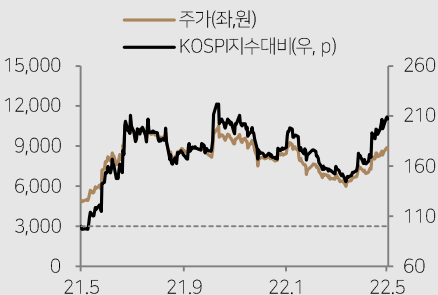
Stock Information

현재가 (5/6)	8,420원
예상 주가상승률	42.5%
시가총액	2,940억원
비중(KOSPI내)	0.01%
발행주식수	34,920천주
52주 최저가 / 최고가	4,830 - 10,950원
3개월 일평균거래대금	39억원
외국인 지분율	1.7%
주요주주지분율(%)	
글로벌오토트레이딩 (외 1인)	50.4
자사주 (외 1인)	5.7
삼성액티브자산운용 (외 1인)	5.0

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	11.9	8.0	7.5
PBR(배)	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.5	6.0	5.4
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	16.8	(12.3)	72.2	1.2
KOSPI 대비 상대수익률(%)	20.1	(1.4)	89.0	12.4

Price Trend



DAOL 다올투자증권

부탁해요 화신 아메리카

Issue

현대차의 미국 사업 강화기조에 따른 투자의견 재점검

Pitch

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12,000원 유지. Target P/E 12배 유지하며, 외형성장 모멘텀이 동사의 핵심 투자의견임을 재 강조. 당사 중 소형 부품업체 커버리지 업체중 최선호

Rationale

- 동사의 경우 글로벌 사업장 위치는 중국, 미국, 인도, 브라질로 국한되어 있어 최근의 거시경제 불확실성이 커진 유럽/러시아 등으로 인한 매출감소 가능성은 제한되는 구조
- 동사는 미국 알라바마에 현지생산구조를 갖추고 있으며, 현대/기아를 모두 대응하는 구조. 미국 매출액 비중은 2021년 기준 26%에 달하고 있어 2022년 동사 총 외형성장의 핵심 배경으로 작용
- 현대/기아의 2022년 합산 Ex-Factory 볼륨은 72.5만대(YoY +33%)를 기록할 것으로 전망되고 있으며, 동사의 미국 법인인 화신 아메리카의 경우 역시 YoY +25%에 달하는 외형성장세 기대
- 한편 동사는 지난해부터 집중적으로 배터리 케이스 수주를 위한 완성차와의 협력관계 형성 중. 미국의 경우 대규모의 배터리 케이스 양산이 가능한 협력사 자체가 상당히 제한적이며 동사의 경우 이에 해당, 대규모 수주가 임박했을 가능성이 높은 것으로 판단
- 또한 장기적으로 미국에 기 진출한 국내 배터리 업체들과의 독자적 협력구도하에 타OEM향 배터리 케이스 수주도 가능할 것으로 기대되고 있어 성장성에 대한 밸류에이션 re-rating 기대

Earnings Forecasts

(단위: 십억원%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,164	1,086	1,237	1,429	1,550	1,676	1,813
영업이익	2	(11)	24	45	54	59	70
EBITDA	58	45	81	107	118	125	138
순이익	7	(54)	24	37	39	40	48
순차입금	277	283	322	345	343	344	341
매출증가율	8.2	(6.8)	13.9	15.6	8.5	8.1	8.2
영업이익률	0.2	(1.0)	2.0	3.2	3.5	3.5	3.8
순이익률	0.6	(5.0)	2.0	2.6	2.5	2.4	2.7
EPS증가율	흑전	적전	흑전	51.2	6.2	2.0	20.5
ROE	2.2	(19.5)	9.0	12.2	11.6	10.7	11.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 60: 화신 목표주가 산정: Target P/E 12배 반영, 목표주가 12,000원 유지

구분	단위	금액	비고
지배주주지분 순이익	십억원	36.9	2022년 기준
EPS	원	1,056	2022년 기준
Target P/E	배	12	
목표 시가총액	십억원	443	2022년 순이익*Target P/E
목표가격	원	12,000	2022년 EPS*Target P/E
현재가격	원	8,420	
상승여력	%	42.5	

Source: 다올투자증권

Fig. 61: 실적추정치 변경 전후

(십억원)

구분	변경후		변경전		차이(%p)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,429	1,550	1,416	1,535	1.0	1.0
영업이익	45.2	54.4	44.7	53.9	1.0	1.0
영업이익률(%)	3.2	3.5	3.2	3.5		
지배주주 순이익	36.9	39.2	36.5	38.8	1.0	1.1

Source: 다올투자증권

Fig. 62: 화신 실적추이 및 전망: 2022년 영업이익 452억원(YoY +87%) 예상

(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	341	296	277	322	343.8	365	338	383	1,237	1,429	1,550
본사	209	176	158	182	205	213	194	216	725	829	899
화신인도	60	50	63	55	62	66	68	71	228	267	296
북경화신	11	16	11	18	10	15	10	17	57	52	54
화신아메리카	96	76	67	87	97	102	95	114	326	408	444
화신브라질	29	32	28	31	29	33	31	33	120	126	131
단순합계	406	351	326	373	404	429	397	450	1,455	1,682	1,824
매출원가	309	269	257	300	313	331	307	346	1,135	1,297	1,402
매출원가율	91	91	93	93	91	91	91	91	92	90.7	90
판관비	22	17	18	20	21	23	21	23	77	88	94
판관비율	6.6	5.6	6.6	6.2	6.2	6.2	6.1	6.0	6.3	6.1	6.1
영업이익	9.7	9.9	2.2	2.4	9.6	11.7	10.5	13.4	24.2	45.2	54.4
영업이익률	2.8	3.3	0.8	0.8	2.8	3.2	3.1	3.5	2.0	3.2	3.5
당기순이익	6.9	17.3	2.6	-2.4	12.4	8.8	7.0	8.7	24.4	36.9	39.2
YoY											
매출액	31	80	-11	-8	0.8	23.4	21.8	18.8	13.9	15.6	8.5
영업이익	흑전	흑전	-70.1	-82	-0.5	18.4	383.2	446.9	-314	87	20.5
당기순이익	흑전	흑전	흑전	적전	80.3	-49.4	174.4	흑전	흑전	51	6.2

Source: 다올투자증권

화신 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	408.9	429.2	462.9	500.3	534.1
현금성자산	79.0	78.2	54.6	56.5	56.0
매출채권	177.4	179.7	203.5	221.7	239.3
재고자산	143.9	158.4	191.7	208.9	225.4
비유동자산	413.7	441.5	452.5	467.6	486.7
투자자산	54.2	63.6	66.2	68.9	71.7
유형자산	356.7	374.9	382.8	394.9	410.8
무형자산	2.9	3.0	3.4	3.8	4.2
자산총계	822.7	870.8	915.3	967.9	1,020.8
유동부채	448.2	463.0	476.9	492.3	507.2
매입채무	165.3	156.5	170.2	185.4	200.2
유동성이자부채	258.5	288.6	288.6	288.6	288.6
비유동부채	118.8	119.3	119.7	120.0	120.4
비유동이자부채	103.9	111.1	111.1	111.1	111.1
부채총계	567.0	582.3	596.5	612.3	627.5
자본금	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
자본잉여금	4.9	7.7	7.7	7.7	7.7
이익잉여금	241.1	267.4	302.0	338.9	376.5
자본조정	(7.8)	(4.1)	(8.4)	(8.4)	(8.4)
자기주식	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
자본총계	255.7	288.4	318.8	355.6	393.3
투하자본	527.5	593.4	646.7	680.9	718.2
순차입금	283.4	321.5	345.2	343.2	343.7
ROA	(6.7)	2.9	4.1	4.2	4.0
ROE	(19.5)	9.0	12.2	11.6	10.7
ROIC	(1.5)	3.3	5.6	6.4	6.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,085.5	1,236.6	1,429.4	1,550.2	1,676.3
증가율 (Y-Y,%)	(6.8)	13.9	15.6	8.5	8.1
영업이익	(11.3)	24.2	45.2	54.4	59.2
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	87.0	20.5	8.7
EBITDA	45.1	81.5	107.0	118.0	125.2
영업외손익	(47.7)	7.4	2.6	(4.0)	(7.9)
순이자수익	(12.1)	(11.0)	(11.7)	(11.4)	(11.2)
외화관련손익	(48.6)	21.1	10.3	4.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(58.9)	31.5	47.8	50.4	51.3
당기순이익	(54.2)	24.4	36.9	39.2	40.0
지배기업당기순이익	(54.2)	24.4	36.9	39.2	39.9
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	51.5	6.2	2.0
NOPLAT	(8.2)	18.7	34.9	42.3	46.1
(+) Dep	56.4	57.3	61.9	63.6	66.0
(-) 운전자본투자	(12.6)	36.4	43.4	20.1	19.4
(-) Capex	71.0	60.1	69.5	75.4	81.5
OpFCF	(10.2)	(20.5)	(16.1)	10.5	11.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.6	4.8	7.1	12.6	10.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	185.5	n/a	34.8
EBITDA증가율(3Yr)	11.3	34.5	22.9	37.8	15.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	77.3	n/a	17.9
영업이익률(%)	(1.0)	2.0	3.2	3.5	3.5
EBITDA마진(%)	4.2	6.6	7.5	7.6	7.5
순이익률(%)	(5.0)	2.0	2.6	2.5	2.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	39.6	38.0	51.5	83.0	86.9
당기순이익	(54.2)	24.4	36.9	39.2	40.0
자산상각비	56.4	57.3	61.9	63.6	66.0
운전자본증감	0.8	(52.4)	(43.4)	(20.1)	(19.4)
매출채권감소(증가)	(38.1)	21.5	(23.8)	(18.2)	(17.6)
재고자산감소(증가)	(32.6)	(4.8)	(33.3)	(17.2)	(16.6)
매입채무증가(감소)	63.4	(44.6)	13.7	15.2	14.7
투자현금	(55.5)	(67.0)	(72.8)	(78.8)	(85.0)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	35.5	(2.8)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
설비투자	(71.0)	(60.1)	(69.5)	(75.4)	(81.5)
유무형자산감소	26.1	5.5	(0.7)	(0.7)	(0.7)
재무현금	28.4	22.6	(2.3)	(2.3)	(2.3)
차입금증가	30.1	24.3	0.0	0.0	0.0
자본증가	(1.6)	(1.6)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
배당금지급	(1.6)	(1.6)	2.3	2.3	2.3
현금 증감	6.4	(0.2)	(23.6)	1.9	(0.5)
총현금흐름(Gross CF)	51.5	103.5	94.8	103.1	106.3
(-) 운전자본증가(감소)	(12.6)	36.4	43.4	20.1	19.4
(-) 설비투자	71.0	60.1	69.5	75.4	81.5
(+) 자산매각	26.1	5.5	(0.7)	(0.7)	(0.7)
Free Cash Flow	(3.2)	(16.0)	(21.3)	4.2	1.8
(-) 기타투자	(35.5)	2.8	0.7	0.7	0.7
잉여현금	32.3	(18.9)	(22.0)	3.5	1.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	(1,553)	698	1,056	1,121	1,143
BPS	7,238	8,173	9,030	10,075	11,142
DPS	50	70	70	70	70
Multiples(x,%)					
PER	n/a	11.9	8.0	7.5	7.4
PBR	0.5	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/ EBITDA	8.9	7.5	6.0	5.4	5.1
배당수익률	1.5	0.8	0.8	0.8	0.8
PCR	2.3	2.8	3.1	2.9	2.8
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성(%)					
부채비율	221.8	201.9	187.1	172.2	159.6
Net debt/Equity	110.8	111.5	108.3	96.5	87.4
Net debt/EBITDA	627.7	394.7	322.5	290.8	274.5
유동비율	91.3	92.7	97.1	101.6	105.3
이자보상배율	n/a	2.2	3.9	4.8	5.3
이자비용/매출액	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	79.8	80.7	84.3	84.5	84.9
현금+투자자산(%)	20.2	19.3	15.7	15.5	15.1
자본구조					
차입금(%)	58.6	58.1	55.6	52.9	50.4
자기자본(%)	41.4	41.9	44.4	47.1	49.6

자료: 다올투자증권

SK이노베이션

(096770)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	280,000		신규
Earnings			

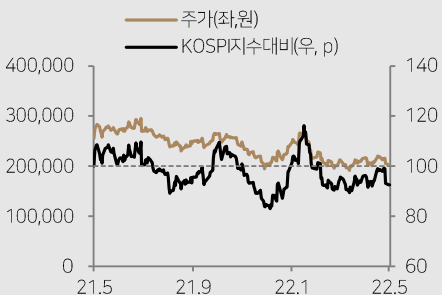
Stock Information

현재가 (5/6)	202,500원
예상 주가상승률	38.3%
시가총액	187,243억원
비중(KOSPI내)	0.89%
발행주식수	92,466천주
52주 최저가 / 최고가	191,500 - 295,500원
3개월 일평균거래대금	834억원
외국인 지분율	24.0%
주요주주지분율(%)	
SK (외 12인)	33.8
자사주 (외 1인)	9.5
국민연금공단 (외 1인)	8.3

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	72.4	10.3	12.3
PBR(배)	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	9.9	5.1	5.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(3.6)	(13.3)	(28.1)	(15.1)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(0.3)	(2.3)	(11.3)	(3.9)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

든든한 고객사로 안정적인 매출 시현 전망

Issue

주요 셀 업체들의 미국 진출 본격화에 따른 기업 경쟁력 점검

Pitch

SK이노베이션에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 28만원으로 커버리지 개시. 원자재 가격 상승으로 연내 배터리 부문 흑자 전환 가능성 축소되며 최근 주가 하락하였으나, 현재 주가는 석유 부문 가치만 반영되어 있는 수준으로 밸류에이션 매력 존재(2022E PER 10.3x). 하반기 미국 전기차 시장 확대로 Ford와 현대차 등 주 고객사들의 배터리 수요 증가로 수혜 기대. 셀 업체 Top Pick 제시

Rationale

- 당사는 현재 미국 조지아에 자체 배터리 공장(9.8GWh)을 보유, 1Q22에 양산 개시. 11.7GWh 규모의 2공장은 2Q23 양산 돌입할 예정. 미국 공장들의 가동 본격화로 고정비 부담 축소 전망
- 주요 고객사인 현대차, 미국 알라바마 공장에서 GV70EV 생산을 발표. 조지아 공장 추가 수주 기대. 또한 미국에서 내년 출시 예정인 기아의 EV9 배터리 공급사로 동사가 선정되며 미국 추가 증설 전망
- 2022E 배터리 부문 매출액 6조 8,360억원(YoY +124.9%) 예상. 전기차 생산에 공격적인 Ford와 현대차의 미국 공장향 물량 확대로 반도체 수급난에도 차별적인 매출 성장률 시현할 전망
- 한편 연간 6조원 규모의 CAPEX 투자를 위한 자금은 SK ON의 Pre IPO, 완성차 업체와의 JV를 통한 출자, 현지 정부로부터의 인센티브 등으로 확보 가능할 것으로 전망. 향후 배터리 사업의 실적 개선으로 영업현금흐름을 통해서도 조달 가능할 것으로 전망, 자금 확보에 대한 우려는 제한적으로 판단

Earnings Forecasts

(단위: 십억원%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	49,307	34,550	46,843	71,575	75,258	78,799	85,151
영업이익	1,114	(2,420)	1,754	4,710	3,864	3,979	4,692
EBITDA	2,322	(1,053)	3,268	6,513	5,987	6,348	7,261
순이익	66	(2,147)	501	2,995	2,510	2,732	3,324
순차입금	7,666	9,781	10,004	14,330	16,734	18,170	19,237
매출증가율	(9.1)	(29.9)	35.6	52.8	5.1	4.7	8.1
영업이익률	2.3	(7.0)	3.7	6.6	5.1	5.0	5.5
순이익률	0.1	(6.2)	1.1	4.2	3.3	3.5	3.9
EPS증가율	적전	적지	흑전	497.9	(16.2)	8.8	21.7
ROE	0.4	(13.4)	3.1	17.2	13.7	13.7	15.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 63: SK이노베이션 목표주가 산정: 목표주가 28만원 제시

(십억원)	2022E (배터리, 배터리소재 2024E)			비고
영업가치	EBITDA	Multiple	적정가치	
석유	4,348	4.1	17,825	국내 정유사 평균 22E EV/EBITDA 적용
화학	583	4.4	2,567	국내 화학사 평균 22E EV/EBITDA 적용
윤활유	906	4.1	3,715	국내 정유사 평균 22E EV/EBITDA 적용
E&P	732	4.5	3,293	글로벌 E&P 평균 22E EV/EBITDA 적용
배터리	1,052	20.5	6,902	삼성 SDI 목표주가의 implied EV/EBITDA 멀티플 20.5배 적용 후 지분율 80%, 할인율 60% 적용
배터리 소재			2,631	SKIET 시가총액(5/6 기준) 지분율 61% 적용, 50% 할인
소계			36,934	
비영업가치	장부가(4Q21)	할인율	적정가치	
관계기업투자	4,332	30%	3,033	
순차입금			14,330	2022E 기준
우선주 시가총액			159	5/6 증가 기준
보통주 기준 기업가치			25,478	
보통주 유통주식수(천주)			92,466	자사주 제외
적정주가(원)			280,000	
현재가(원)			202,500	5/6 증가
Upside(%)			38.3%	

Source: 다올투자증권

Fig. 64: SK이노베이션 부문별 실적추이 및 전망

(십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	9,239.8	11,119.6	12,300.5	13,721.3	16,261.5	17,581.0	18,597.4	19,134.8	46,381.2	71,574.6	75,257.8
YoY	-16.4%	54.4%	46.1%	78.7%	76.0%	58.1%	51.2%	39.5%	35.1%	54.3%	5.1%
QoQ	20.3%	20.3%	10.6%	11.6%	18.5%	8.1%	5.8%	2.9%			
석유	5,876.5	7,246.6	7,876.0	8,598.0	10,642.7	11,394.3	11,622.2	11,854.7	29,597.1	45,513.9	45,419.3
화학	2,062.2	2,344.0	2,562.8	2,574.3	2,806.0	3,134.3	3,278.3	3,463.9	9,543.3	12,682.6	13,635.8
윤활유	636.2	762.8	912.2	1,039.7	1,042.9	1,097.3	1,074.5	1,052.1	3,350.9	4,266.8	3,931.2
배터리	526.3	630.2	816.8	1,066.5	1,259.9	1,405.9	2,039.1	2,131.1	3,039.8	6,836.0	9,842.2
배터리 소재	93.3	95.9	83.4	71.2	67.9	86.0	111.3	152.0	265.7	504.9	549.0
석유개발	24.7	19.8	193.0	346.9	420.2	441.2	450.0	459.0	584.4	1,770.4	1,758.6
영업이익	502.5	506.5	618.5	-47.4	1,649.1	1,117.5	953.1	990.1	1,580.1	4,709.8	3,864.4
YoY	흑전	흑전	흑전	적지	228.2%	120.6%	54.1%	흑전	흑전	198.1%	-18.0%
QoQ	흑전	0.8%	22.1%	적전	흑전	-32.2%	-14.7%	3.9%			
석유	416.1	233.1	290.6	221.8	1,506.7	991.3	759.5	639.3	1,161.6	3,896.8	2,287.6
화학	118.3	167.9	84.4	-209.0	31.2	11.6	65.5	78.2	161.6	186.6	264.6
윤활유	137.1	226.5	329.3	268.0	211.6	210.7	200.7	193.0	960.9	816.0	555.3
배터리	-176.7	-97.9	-98.7	-309.8	-273.4	-269.9	-195.8	-61.8	-683.1	-800.9	166.3
배터리 소재	31.7	41.4	40.1	-32.2	-3.1	0.9	22.3	38.0	81.0	58.1	198.2
석유개발	11.3	3.6	16.4	111.9	198.2	195.0	123.0	125.5	143.2	641.7	480.7
%OPM	5.4%	4.6%	5.0%	-0.3%	10.1%	6.4%	5.1%	5.2%	3.4%	6.6%	5.1%
석유	7.1%	3.2%	3.7%	2.6%	14.2%	8.7%	6.5%	5.4%	3.9%	8.6%	5.0%
화학	5.7%	7.2%	3.3%	-8.1%	1.1%	0.4%	2.0%	2.3%	1.7%	1.5%	1.9%
윤활유	21.5%	29.7%	36.1%	25.8%	20.3%	19.2%	18.7%	18.3%	28.7%	19.1%	14.1%
배터리	-33.6%	-15.5%	-12.1%	-29.0%	-21.7%	-19.2%	-9.6%	-2.9%	-22.5%	-11.7%	1.7%
배터리 소재	34.0%	43.2%	48.1%	-45.2%	-4.6%	1.1%	20.0%	25.0%	23.6%	13.9%	34.0%
석유개발	45.7%	18.2%	8.5%	32.3%	47.2%	44.2%	27.3%	27.3%	24.5%	36.2%	27.3%
당기순이익	-368.1	203.2	511.0	154.9	1,032.9	811.2	534.4	616.8	501.0	2,995.4	2,510.0
%NPM	-4.0%	1.8%	4.2%	1.1%	6.4%	4.6%	2.9%	3.2%	1.1%	4.2%	3.3%

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	13,295.1	21,481.7	22,384.4	22,912.8	24,521.6
현금성자산	5,024.9	7,484.3	5,209.7	5,551.2	6,665.6
매출채권	3,040.4	5,130.3	6,710.3	6,783.7	6,984.8
재고자산	3,878.4	7,849.1	9,436.3	9,539.5	9,822.4
비유동자산	25,203.1	28,075.8	32,868.7	36,802.2	39,874.6
투자자산	6,101.0	6,818.9	7,095.7	7,383.8	7,683.7
유형자산	17,878.2	19,350.0	23,851.7	27,481.3	30,236.4
무형자산	1,223.9	1,906.9	1,921.2	1,937.1	1,954.6
자산총계	38,498.1	49,557.4	55,253.1	59,715.1	64,396.3
유동부채	11,014.8	14,512.4	18,574.8	19,385.1	20,454.9
매입채무	7,380.6	11,324.1	14,678.7	14,839.2	15,279.3
유동성이자부채	3,264.6	2,716.1	3,419.1	4,064.1	4,689.1
비유동부채	12,024.8	15,411.8	16,783.4	18,909.0	20,859.6
비유동이자부채	11,541.5	14,772.3	16,120.3	18,221.3	20,146.3
부채총계	23,039.7	29,924.2	35,358.2	38,294.1	41,314.5
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,941.9	7,697.6	7,697.6	7,697.6	7,697.6
이익잉여금	9,891.3	10,211.2	12,032.3	13,558.4	15,219.2
자본조정	(1,761.8)	(1,054.0)	(2,613.4)	(2,613.4)	(2,613.4)
자기주식	(1,634.1)	(1,559.4)	(1,559.4)	(1,559.4)	(1,559.4)
자본총계	15,458.5	19,633.2	19,894.9	21,421.0	23,081.8
투하자본	21,072.8	24,975.5	29,373.6	33,107.1	35,998.5
순차입금	9,781.2	10,004.1	14,329.7	16,734.1	18,169.7
ROA	(5.5)	1.1	5.7	4.4	4.4
ROE	(13.4)	3.1	17.2	13.7	13.7
ROIC	(8.1)	4.2	13.0	9.3	8.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	34,549.9	46,842.9	71,574.6	75,257.8	78,799.1
증가율 (Y-Y,%)	(29.9)	35.6	52.8	5.1	4.7
영업이익	(2,420.3)	1,754.2	4,709.8	3,864.4	3,979.0
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	168.5	(18.0)	3.0
EBITDA	(1,053.3)	3,267.9	6,513.0	5,987.1	6,348.2
영업외손익	(113.1)	(847.7)	(716.0)	(517.7)	(336.9)
순이자소득	(285.3)	(329.5)	(331.7)	(381.1)	(441.0)
외화관련손익	47.6	(181.9)	(221.0)	(24.0)	(43.0)
지분법손익	84.0	613.2	327.1	382.7	447.7
세전계속사업손익	(2,758.4)	831.0	3,993.8	3,346.6	3,642.1
당기순이익	(2,146.7)	501.0	2,995.4	2,510.0	2,731.6
지배기업당기순이익	(2,172.8)	304.6	1,821.2	1,526.1	1,660.8
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	497.9	(16.2)	8.8
NOPLAT	(1,754.7)	965.3	3,532.4	2,898.3	2,984.2
(+) Dep	1,367.0	1,513.7	1,803.1	2,122.7	2,369.2
(-) 운전자본투자	(4,260.0)	1,681.0	(182.0)	21.6	49.6
(-) Capex	3,763.1	3,187.7	6,197.8	5,644.3	5,015.5
OpFCF	109.2	(2,389.7)	(680.3)	(644.9)	288.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(9.2)	(4.8)	13.2	29.6	18.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(5.9)	61.7	n/a	31.4
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	2.6	41.0	n/a	24.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	(33.4)	257.1	n/a	76.0
영업이익률(%)	(7.0)	3.7	6.6	5.1	5.0
EBITDA마진(%)	(3.0)	7.0	9.1	8.0	8.1
순이익률(%)	(6.2)	1.1	4.2	3.3	3.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	2,850.8	(483.0)	1,943.4	3,269.1	3,558.3
당기순이익	(2,146.7)	501.0	2,995.4	2,510.0	2,731.6
자산상각비	1,367.0	1,513.7	1,803.1	2,122.7	2,369.2
운전자본증감	4,272.1	(2,585.5)	182.0	(21.6)	(49.6)
매출채권감소(증가)	1,816.7	(1,881.0)	(1,580.0)	(73.4)	(201.2)
재고자산감소(증가)	2,634.8	(4,126.3)	(1,587.2)	(103.2)	(282.9)
매입채무증가(감소)	(2,679.2)	1,549.8	3,354.6	160.5	440.0
투자현금	(4,128.7)	(4,123.2)	(6,433.8)	(5,845.1)	(5,172.4)
단기투자자산감소	(35.4)	2.4	(164.9)	(171.6)	(178.5)
장기투자증권감소	191.6	296.6	137.9	185.7	242.7
설비투자	(3,763.1)	(3,187.7)	(6,197.8)	(5,644.3)	(5,015.5)
유무형자산감소	(107.7)	824.7	(121.4)	(123.8)	(126.3)
재무현금	2,144.7	5,029.7	2,050.9	2,746.0	2,550.0
차입금증가	2,438.1	1,593.2	2,051.0	2,746.0	2,550.0
자본증가	(645.5)	(25.2)	(0.1)	0.0	0.0
배당금지급	(149.3)	(25.2)	0.1	0.0	0.0
현금 증감	744.7	483.2	(2,439.5)	170.0	935.9
총현금흐름(Gross CF)	(1,004.0)	2,513.5	1,761.4	3,290.7	3,607.9
(-) 운전자본증가(감소)	(4,260.0)	1,681.0	(182.0)	21.6	49.6
(-) 설비투자	3,763.1	3,187.7	6,197.8	5,644.3	5,015.5
(+) 자산매각	(107.7)	824.7	(121.4)	(123.8)	(126.3)
Free Cash Flow	(860.6)	(4,195.2)	(4,490.4)	(2,576.0)	(1,614.1)
(-) 기타투자	(191.6)	(296.6)	(137.9)	(185.7)	(242.7)
일여현금	(669.0)	(3,898.6)	(4,352.6)	(2,390.3)	(1,371.4)

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	(23,498)	3,294	19,696	16,504	17,961
BPS	142,093	164,505	167,145	183,259	200,795
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	72.4	10.3	12.3	11.3
PBR	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	n/a	9.9	5.1	5.9	5.8
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	8.9	10.8	5.8	5.3
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2
재무건전성(%)					
부채비율	149.0	152.4	177.7	178.8	179.0
Net debt/Equity	63.3	51.0	72.0	78.1	78.7
Net debt/EBITDA	n/a	306.1	220.0	279.5	286.2
유동비율	120.7	148.0	120.5	118.2	119.9
이자보상배율	n/a	5.3	14.2	10.1	9.0
이자비용/매출액	1.0	0.8	0.6	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	65.4	63.6	70.5	71.9	71.5
현금+투자자산(%)	34.6	36.4	29.5	28.1	28.5
자본구조					
차입금(%)	48.9	47.1	49.5	51.0	51.8
자기자본(%)	51.1	52.9	50.5	49.0	48.2

삼성SDI

(006400)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	820,000		유지
Earnings			유지

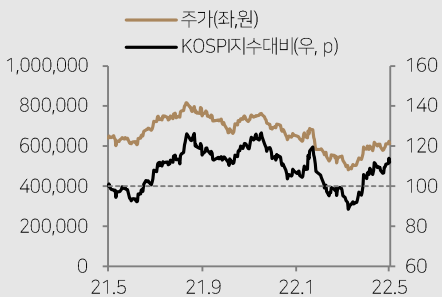
Stock Information

현재가 (5/6)	617,000원
예상 주가상승률	32.9%
시가총액	424,277억원
비중(KOSPI내)	2.01%
발행주식수	68,765천주
52주 최저가 / 최고가	481,000 - 817,000원
3개월 일평균거래대금	1,723억원
외국인 지분율	43.4%
주요주주지분율(%)	
삼성전자 (외 6인)	20.5
국민연금공단 (외 1인)	8.5
BlackRock Fund Advisors (외 14인)	5.0

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	38.5	25.1	22.3
PBR(배)	3.3	2.8	2.5
EV/EBITDA(배)	20.6	14.2	11.9
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	3.2	(18.3)	(3.9)	(5.8)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	6.5	(7.3)	12.9	5.4

Price Trend



DAOL 다올투자증권

느리지만 같은 방향으로 걷는 중

Issue

주요 셀 업체들의 미국 진출 본격화에 따른 기업 경쟁력 점검

Pitch

삼성SDI에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 82만원 유지. 목표주가는 2022E PER 25.1x 수준으로 경쟁 업체 대비 밸류에이션 매력 부각 구간 지속될 것. 스텔란티스 JV 외 추가 미국 진출 가능성 및 자동차용 반도체 공급 완화 등 주가 상승 모멘텀도 존재. 셀 업체 내 차선호주로 제시

Rationale

- 경쟁사 대비 더딘 증설 발표가 동사의 밸류에이션 할인의 주된 요인이었으나, 2Q 내 발표될 것으로 예상되는 스텔란티스와의 JV 설립을 시작으로 타 완성차 업체들과의 JV 설립 및 공장 건설에 대한 논의가 이어지며 멀티플 확장 시도할 것으로 예상
- 동사는 미국 진출에 대하여 자체 공장 설립보다는 JV 설립을 통한 진출에 무게를 두고 있음. 최근 미국 내 전기차 전용 공장 설립을 발표한 폭스바겐 그룹과 현대차 그룹이 각각 전용 배터리 공장을 필요로 하는 만큼 아직 미국 내 협력사가 없는 동사와 JV 설립, 대규모 수주를 바탕으로 미국 진출 가능성 높다고 판단
- 2Q22E 매출액 4조 4,268억원(YoY +32.8%, QoQ +9.3%), 영업이익 3,933억원(YoY +33.5%, QoQ +22.0%) 예상. 고객사의 수요 증가 및 수익성 높은 Gen5 제품 위주로 믹스 개선됨에 따라 견조한 실적 성장세 이어갈 전망

Earnings Forecasts

(단위: 십억원%)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	10,097	11,295	13,553	18,666	21,667	24,917	28,654
영업이익	462	671	1,068	1,750	2,085	2,572	2,711
EBITDA	1,318	1,755	2,320	3,212	3,755	4,438	4,849
순이익	402	631	1,250	1,812	2,038	2,606	2,683
순차입금	2,303	2,268	2,160	2,712	1,896	2,547	1,933
매출증가율	10.3	11.9	20.0	37.7	16.1	15.0	15.0
영업이익률	4.6	5.9	7.9	9.4	9.6	10.3	9.5
순이익률	4.0	5.6	9.2	9.7	9.4	10.5	9.4
EPS증가율	(49.1)	61.2	103.5	44.6	12.5	27.9	3.0
ROE	3.3	5.0	9.0	11.8	12.1	13.7	12.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 65: 삼성SDI 목표주가 산정: 목표주가 82만원 유지

(십억원)

2022E EBITDA Multiple				적정가치
A. 영업가치				55,185.3
전자재료	793.8	7.0		5,556.3
에너지솔루션	2,418.6	20.5		49,629.0
B. 자산가치				4,057.8
상장주식(2022.04.28 기준)	시가총액	지분율	자산가치	
에스원	2,583.9	11.0%	284.2	
호텔신라	3,190.9	0.1%	3.2	640.1
삼성엔지니어링	5,174.4	11.7%	605.4	
삼성중공업	5,412.0	0.4%	21.6	
비상장주식	장부가	지분율	자산가치	
삼성디스플레이	44,562.0	15.2%	6,773.4	3,417.7
삼성경제연구소 등			62.0	
C. 순차입금 (2022E)				2,712
D. 기업가치(A+B-C)				56,532
주식수				68,764,530
적정주가(원)				822,103
목표주가(원)				820,000

Source: 다올투자증권

Fig. 66: 삼성SDI 실적추이 및 전망

(십억원)

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
주요 부문별 매출액												
Total		2,962.6	3,333.4	3,439.5	3,815.7	4,049.4	4,426.8	4,913.3	5,276.5	13,551.2	18,665.9	21,666.9
전자재료	소계	576.2	622.5	699.0	708.7	730.4	739.3	786.5	774.2	2,606.4	3,030.5	2,909.2
에너지 솔루션	소계	2,386.4	2,710.9	2,740.5	3,107.0	3,319.0	3,687.4	4,126.8	4,502.3	10,944.8	15,635.5	18,757.6
	소형	1,080.9	1,175.9	1,360.5	1,335.8	1,481.6	1,698.4	1,926.0	1,864.6	4,953.1	6,970.6	7,873.0
	중대형	1,305.5	1,535.0	1,380.0	1,771.2	1,837.4	1,989.0	2,200.8	2,637.6	5,991.7	8,664.9	10,884.7
	EV	1,002.8	1,089.8	1,016.3	1,181.0	1,407.6	1,546.4	1,753.7	2,192.5	4,289.9	6,900.1	9,149.0
	ESS	302.8	445.1	363.8	590.0	429.6	442.6	447.0	444.9	1,701.7	1,764.1	1,735.4
영업이익												
Total		133.2	294.7	373.4	265.7	322.3	393.3	492.8	541.9	1,066.9	1,750.3	2,085.5
전자재료	소계	86.3	126.1	171.6	145.5	157.3	159.4	170.9	178.6	529.5	666.1	628.7
에너지 솔루션	소계	46.9	168.6	201.8	120.2	165.0	233.9	321.9	363.4	537.5	1,084.2	1,456.7
	소형	86.5	137.9	197.3	102.5	133.3	169.8	211.9	205.1	524.1	720.1	851.5
	중대형	-39.6	30.7	4.6	17.7	31.7	64.1	110.0	158.2	13.3	364.0	605.3
	EV	-23.1	21.8	20.1	-11.8	14.8	46.4	87.7	131.6	7.0	280.4	501.1
	ESS	-16.6	8.9	-15.5	29.5	16.9	17.7	22.3	26.7	6.3	83.6	104.1
영업이익률												
Total		4.5%	8.8%	10.9%	7.0%	8.0%	8.9%	10.0%	10.3%	7.9%	9.4%	9.6%
전자재료	소계	15.0%	20.3%	24.5%	20.5%	21.5%	21.6%	21.7%	23.1%	20.3%	22.0%	21.6%
에너지 솔루션	소계	2.0%	6.2%	7.4%	3.9%	5.0%	6.3%	7.8%	8.1%	4.9%	6.9%	7.8%
	소형	8.0%	11.7%	14.5%	7.7%	9.0%	10.0%	11.0%	11.0%	11%	10%	11%
	중대형	-3.0%	2.0%	0.3%	1.0%	1.7%	3.2%	5.0%	6.0%	0.2%	4.2%	5.6%
	EV	-2.3%	2.0%	2.0%	-1.0%	1.1%	3.0%	5.0%	6.0%	0.2%	4.1%	5.5%
	ESS	-5.5%	2.0%	-4.3%	5.0%	3.9%	4.0%	5.0%	6.0%	0.4%	4.7%	6.0%
EBITDA												
Total		428.5	603.9	687.8	599.0	667.9	752.0	864.4	928.1	2,319.1	3,212.3	3,754.6
전자재료		121.1	161.2	198.9	172.5	189.5	191.2	202.2	210.9	653.6	793.8	747.5
에너지 솔루션		307.3	442.7	488.9	426.5	478.4	560.8	662.2	717.2	1,665.5	2,418.6	3,007.1

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,657.4	7,444.9	8,446.5	10,599.8	11,384.7
현금성자산	1,720.3	2,508.7	1,778.3	2,936.0	2,624.3
매출채권	1,761.4	2,077.8	2,841.8	3,289.7	3,783.1
재고자산	1,810.8	2,487.3	3,451.6	3,995.6	4,594.9
비유동자산	15,876.8	18,388.3	19,422.6	20,176.2	22,894.6
투자자산	8,955.2	9,953.4	10,357.5	10,778.1	11,215.7
유형자산	6,128.1	7,636.0	8,337.3	8,740.3	11,081.6
무형자산	793.6	798.9	727.7	657.9	597.2
자산총계	21,534.2	25,833.2	27,869.1	30,776.1	34,279.2
유동부채	4,983.6	6,461.3	7,145.5	7,800.0	8,859.4
매입채무	1,785.2	3,252.6	4,109.0	4,756.6	5,470.1
유동성이자부채	2,480.1	2,529.4	2,350.4	2,350.4	2,689.4
비유동부채	3,191.7	4,175.2	4,247.9	4,665.6	4,744.4
비유동이자부채	1,507.9	2,139.5	2,139.5	2,481.5	2,481.5
부채총계	8,175.3	10,636.5	11,393.5	12,465.6	13,603.8
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,002.0	5,002.0	5,002.0	5,002.0	5,002.0
이익잉여금	7,418.1	8,516.5	10,140.5	11,975.4	14,340.4
자본조성	200.8	829.1	484.0	484.0	484.0
자기주식	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)	(345.1)
자본총계	13,358.9	15,196.7	16,475.6	18,310.5	20,675.5
투하자본	7,202.0	7,938.7	9,386.7	10,007.8	12,609.5
순차입금	2,267.7	2,160.1	2,711.6	1,895.9	2,546.6
ROA	3.0	5.3	6.7	6.9	8.0
ROE	5.0	9.0	11.8	12.1	13.7
ROIC	7.4	10.6	15.3	16.1	17.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	11,294.8	13,553.2	18,665.9	21,666.9	24,916.9
증가율 (Y-Y,%)	11.9	20.0	37.7	16.1	15.0
영업이익	671.3	1,067.6	1,750.4	2,085.4	2,571.7
증가율 (Y-Y,%)	45.3	59.0	64.0	19.1	23.3
EBITDA	1,754.8	2,319.7	3,212.4	3,754.6	4,438.4
영업외손익	132.1	595.8	635.6	631.4	902.5
순이자수익	(44.9)	(32.6)	(21.4)	(10.8)	(6.8)
외화관련손익	11.2	15.7	41.9	22.0	41.0
지분법손익	0.0	0.0	580.1	584.8	832.6
세전계속사업손익	803.4	1,663.3	2,386.0	2,716.8	3,474.2
당기순이익	631.0	1,250.4	1,811.8	2,037.6	2,605.6
지배기업당기순이익	574.7	1,169.8	1,691.0	1,901.8	2,431.9
증가율 (Y-Y,%)	56.8	98.2	44.9	12.5	27.9
NOPLAT	527.2	802.5	1,329.1	1,564.1	1,928.7
(+) Dep	1,083.5	1,252.2	1,462.0	1,669.1	1,866.7
(-) 운전자본투자	(482.6)	(429.3)	868.8	341.1	376.2
(-) Capex	1,728.3	2,254.7	2,089.9	2,000.0	4,145.2
OpFCF	365.0	229.3	(167.6)	892.1	(725.9)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	21.2	14.0	22.7	24.3	22.5
영업이익증가율(3Yr)	79.1	14.3	55.9	45.9	34.1
EBITDA증가율(3Yr)	44.9	21.4	34.6	28.9	24.1
순이익증가율(3Yr)	(0.6)	18.8	65.1	47.8	27.7
영업이익률(%)	5.9	7.9	9.4	9.6	10.3
EBITDA마진(%)	15.5	17.1	17.2	17.3	17.8
순이익률 (%)	5.6	9.2	9.7	9.4	10.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	1,948.8	2,176.0	1,431.7	2,720.6	3,168.7
당기순이익	631.0	1,250.4	1,811.8	2,037.6	2,605.6
자산상각비	1,083.5	1,252.2	1,462.0	1,669.1	1,866.7
운전자본증감	391.5	(24.6)	(868.8)	(341.1)	(376.2)
매출채권감소(증가)	196.7	(283.2)	(764.1)	(447.9)	(493.5)
재고자산감소(증가)	293.3	0.6	(964.3)	(544.0)	(599.3)
매입채무증가(감소)	296.9	310.1	856.4	647.6	713.5
투자현금	(1,778.4)	(1,949.5)	(1,923.6)	(1,845.7)	(3,760.5)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(7.4)	(7.7)	(8.0)
장기투자증권감소	(29.0)	(23.3)	197.7	186.9	418.5
설비투자	(1,728.3)	(2,254.7)	(2,089.9)	(2,000.0)	(4,145.2)
유무형자산감소	11.2	10.1	(2.2)	(2.2)	(2.2)
재무현금	240.6	582.7	(245.9)	275.1	272.1
차입금증가	309.6	623.9	(179.0)	342.0	339.0
자본증가	(69.2)	(69.3)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
배당금지급	(69.2)	(69.3)	66.9	66.9	66.9
현금 증감	389.7	779.7	(737.9)	1,150.0	(319.8)
총현금흐름(Gross CF)	1,714.0	2,438.1	2,300.5	3,061.8	3,544.8
(-) 운전자본증가(감소)	(482.6)	(429.3)	868.8	341.1	376.2
(-) 설비투자	1,728.3	2,254.7	2,089.9	2,000.0	4,145.2
(+) 자산매각	11.2	10.1	(2.2)	(2.2)	(2.2)
Free Cash Flow	327.1	464.0	(491.9)	874.9	(591.9)
(-) 기타투자	29.0	23.3	(197.7)	(186.9)	(418.5)
잉여현금	298.1	440.7	(294.2)	1,061.8	(173.4)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	8,358	17,012	24,569	27,634	35,344
BPS	173,112	197,569	216,751	243,813	278,277
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiples(x,%)					
PER	75.1	38.5	25.1	22.3	17.5
PBR	3.6	3.3	2.8	2.5	2.2
EV/ EBITDA	26.2	20.6	14.2	11.9	10.2
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	25.8	18.9	18.9	14.2	12.3
PSR	3.9	3.4	2.3	2.0	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	61.2	70.0	69.2	68.1	65.8
Net debt/Equity	17.0	14.2	16.5	10.4	12.3
Net debt/EBITDA	129.2	93.1	84.4	50.5	57.4
유동비율	113.5	115.2	118.2	135.9	128.5
이자보상배율	15.0	32.7	81.7	192.2	376.1
이자비용/매출액	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2
자산구조					
투하자본(%)	40.3	38.9	43.6	42.2	47.7
현금+투자자산(%)	59.7	61.1	56.4	57.8	52.3
자본구조					
차입금(%)	23.0	23.5	21.4	20.9	20.0
자기자본(%)	77.0	76.5	78.6	79.1	80.0

자료: 다올투자증권

LG에너지솔루션

(373220)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	560,000	580,000	하향

Earnings

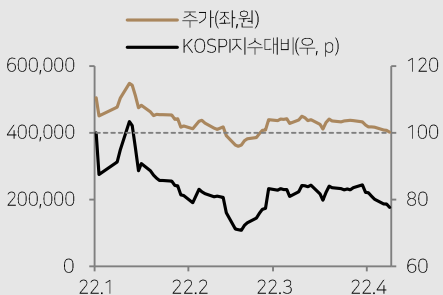
Stock Information

현재가 (5/6)	401,500원
예상 주가상승률	39.5%
시가총액	939,510억원
비중(KOSPI내)	4.46%
발행주식수	234,000천주
52주 최저가 / 최고가	359,500 - 548,000원
3개월 일평균거래대금	3,323억원
외국인 지분율	3.1%
주요주주지분율(%)	
LG화학 (외 2인)	81.8
엘지에너지솔루션우리사주 (외 1인)	3.5
홍우명 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	n/a	110.5	76.7
PBR(배)	n/a	5.1	4.8
EV/EBITDA(배)	2.6	28.1	19.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(9.7)	n/a	n/a	n/a
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(6.4)	n/a	n/a	n/a

Price Trend



DAOL 다올투자증권

GM과 함께 미국 내 영역 확대 중

Issue

주요 셀 업체들의 미국 진출 본격화에 따른 기업 경쟁력 점검

Pitch

- Target EV/EBITDA를 기존 2020~2021 CATL 평균 Multiple에서 2021~2022E 39.2x로 변경함에 따라 LG에너지솔루션에 대한 목표주가를 56만원으로 하향. 투자의견은 BUY 유지
- GM과의 얼티엄셀즈 1공장 가동 시작되는 하반기부터 EV 부문 실적 기여도 확대 기대되며, 선제적인 미국 내 CAPA 증설로 중장기 안정적인 실적 성장 전망

Rationale

- 동사는 2019년 GM과 합작 법인을 설립 후 2020년 미국 오하이오 주에 연산 40GWh 규모의 배터리 공장 건설에 돌입, 올 하반기 상업 가동을 앞두고 있음. Tesla Gigafactory를 제외하면 미국 내 첫번째 대규모 배터리셀 생산 시설
- GM과의 합작법인인 얼티엄셀즈는 테네시주에 2공장(40GWh), 미시간주에 3공장(50GWh)을 착공, 건설 중이며 각각 2023년, 2025년 상업 운전에 돌입할 계획. GM에 따르면 연내 4공장 증설 계획도 발표될 예정. 선제적인 CAPA 증설로 미국 전기차 시장 확대에 대응 가능할 것으로 기대하며, 중장기 실적 성장 동력이 될 전망
- 동사는 이 외에도 미시간주에 자체 공장(5GWh)을 보유하고 있으며, 2025년까지 생산 능력을 25GWh로 확대할 계획(ESS 증설 10GWh 포함). 또한 애리조나주에 원통형 전지 공장도 건설할 계획

Earnings Forecasts

(단위: 십억원%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,461	17,852	21,039	28,284	35,900	44,305	50,897
영업이익	(475)	768	1,262	1,881	2,689	3,841	4,800
EBITDA	(360)	2,220	3,310	4,861	6,583	8,632	10,484
순이익	(452)	930	1,054	1,531	2,171	3,067	3,815
순차입금	4,084	5,664	(958)	1,849	3,815	4,141	2,636
매출증가율	적지	1,121.8	17.9	34.4	26.9	23.4	14.9
영업이익률	(32.5)	4.3	6.0	6.6	7.5	8.7	9.4
순이익률	(30.9)	5.2	5.0	5.4	6.0	6.9	7.5
EPS증가율	적전	흑전	(8.3)	44.0	41.8	41.3	24.4
ROE	n/a	12.5	7.8	7.8	10.3	13.2	14.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 67: LG에너지솔루션 목표주가 산정: Target EV/EBITDA 37.2x배 반영, 목표주가 53만원으로 하향

(십억원)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	17,851.9	21,038.9	28,284.4	35,899.8	44,305.1
YoY(%)	44.3%	17.9%	34.4%	26.9%	23.4%
소형	5,258.2	8,230.1	10,382.4	12,197.5	15,764.0
EV	11,471.8	11,510.1	16,048.3	21,264.8	25,731.4
ESS	1,121.9	1,298.7	1,853.8	2,437.5	2,809.7
영업이익	768.5	1,262.3	1,880.7	2,688.6	3,841.3
YoY(%)	흑전	64.3%	49.0%	43.0%	42.9%
OPM(%)	4.3%	6.0%	6.6%	7.5%	8.7%
감가상각비	1,451.8	2,055.6	2,989.5	3,906.0	4,803.3
EBITDA	2,220.2	3,310.2	4,860.6	6,583.2	8,631.6
순차입금	5,663.9	(958.1)	1,849.2	3,815.1	4,140.7
Target EV/EBITDA	39.2 2021~2022E CATL 평균 EV/EBITDA				
적정 EV	129,761.7				
적정 시가총액	130,719.8				
적정 주당가치(원)	558,632				
목표주가	560,000				

Source: 다올투자증권

Fig. 68: LG에너지솔루션 실적추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	4,254.1	5,131.0	4,027.4	4,439.4	4,342.0	4,961.6	5,577.9	6,157.4	17,851.9	21,038.9	28,284.4
EV	2,574.9	3,647.3	2,465.8	2,783.9	2,401.8	2,669.5	3,063.9	3,375.0	11,471.8	11,510.1	16,048.3
ESS	340.3	290.1	245.4	246.1	248.1	331.8	328.5	390.3	1,121.9	1,298.7	1,853.8
소형	1,339.0	1,193.6	1,316.2	1,409.3	1,692.1	1,960.3	2,185.5	2,392.2	5,258.2	8,230.1	10,382.4
YoY	88.2%	81.8%	28.1%	7.1%	2.1%	-3.3%	38.5%	38.7%	44.3%	17.9%	34.4%
EV	97.7%	134.2%	19.1%	11.5%	-6.7%	-26.8%	24.3%	21.2%	54.5%	0.3%	39.4%
ESS	50.6%	-26.5%	67.3%	-22.9%	-27.1%	14.4%	33.8%	58.6%	3.3%	15.8%	42.7%
소형	82.8%	37.0%	41.9%	6.2%	26.4%	64.2%	66.0%	69.7%	36.3%	56.5%	26.2%
영업이익	341.2	724.3	(372.8)	75.7	259.0	270.3	333.5	399.4	768.5	1,262.3	1,880.7
OPM(%)	8.0%	14.1%	-9.3%	1.7%	6.0%	5.4%	6.0%	6.5%	4.3%	6.0%	6.6%
YoY(%)	흑전	365.8%	적전	흑전	-24.1%	-62.7%	흑전	427.4%	흑전	64.3%	흑전
세전이익	300.6	837.8	(463.0)	101.8	259.5	329.3	349.7	423.9	777.2	1,362.5	2,041.2
YoY(%)					-13.7%	-60.7%	-175.5%	316.2%		75.3%	49.8%
순이익	433.6	630.3	(205.8)	71.8	226.5	247.0	262.3	317.9	929.9	1,053.7	1,530.9
YoY(%)					-47.8%	-60.8%	-227.4%	342.7%		13.3%	45.3%
지배주주지분	371.0	612.8	(233.4)	42.1	181.2	197.6	209.8	254.3	792.5	843.0	1,224.7

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	9,085.7	9,535.8	16,603.4	15,506.7	15,923.8
현금성자산	2,117.0	1,305.4	7,556.1	4,551.9	2,428.4
매출채권	3,150.2	3,728.2	4,048.7	4,961.4	6,177.9
재고자산	3,043.1	3,895.8	4,386.1	5,374.8	6,692.8
비유동자산	10,856.1	14,228.3	19,375.5	23,072.0	26,313.8
투자자산	1,846.7	2,722.2	2,832.7	2,947.7	3,067.4
유형자산	8,683.6	11,050.8	16,079.8	19,651.7	22,762.4
무형자산	325.8	455.4	463.0	472.6	484.0
자산총계	19,941.8	23,764.1	35,978.9	38,578.7	42,237.6
유동부채	6,889.2	9,474.0	10,986.8	12,527.4	14,574.4
매입채무	4,526.7	5,251.5	6,744.0	8,264.3	10,290.7
유동성이자부채	1,123.0	2,203.4	2,203.4	2,203.4	2,203.4
비유동부채	5,487.2	5,547.7	5,206.7	5,041.2	4,916.3
비유동이자부채	5,078.1	4,765.9	4,394.7	4,197.7	4,040.1
부채총계	12,376.4	15,021.8	16,193.5	17,568.6	19,490.8
자본금	100.0	100.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	7,231.5	7,122.4	17,305.4	17,305.4	17,305.4
이익잉여금	(453.1)	337.6	1,180.6	2,405.3	4,142.0
자본조정	1.2	406.1	406.1	406.1	406.1
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	7,565.4	8,742.4	19,785.4	21,010.1	22,746.8
투하자본	11,601.1	13,986.9	18,390.9	22,405.1	26,089.3
순차입금	4,084.1	5,663.9	(958.1)	1,849.2	3,815.1
ROA	na	4.3	3.5	4.1	5.4
ROE	na	12.5	7.8	7.8	10.3
ROIC	na	5.4	6.0	6.9	8.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,461.1	17,851.9	21,038.9	28,284.4	35,899.8
증가율 (Y-Y,%)	적지	1,121.8	17.9	34.4	26.9
영업이익	(475.2)	768.5	1,262.3	1,880.7	2,688.6
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	64.3	49.0	43.0
EBITDA	(359.6)	2,220.2	3,310.2	4,860.6	6,583.2
영업외손익	(129.6)	31.8	100.2	160.5	206.0
순이자소득	(7.1)	(45.2)	(35.5)	(24.5)	(16.2)
외화관련손익	49.6	427.6	251.5	261.7	262.5
지분법손익	0.0	3.8	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(604.9)	777.2	1,362.5	2,041.2	2,894.6
당기순이익	(451.8)	929.9	1,053.7	1,530.9	2,171.0
지배기업당기순이익	(455.5)	792.5	843.0	1,224.7	1,736.8
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	13.3	45.3	41.8
NOPLAT	(344.5)	692.8	976.2	1,410.5	2,016.5
(+) Dep	115.6	1,451.8	2,048.0	2,979.9	3,894.6
(-) 운전자본투자	1,202.5	(242.7)	(695.9)	366.9	493.6
(-) Capex	260.3	3,462.9	7,000.0	6,473.4	6,925.1
OpFCF	(1,691.7)	(1,075.6)	(3,279.9)	(2,449.8)	(1,507.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	168.5	26.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	51.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	43.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	32.7
영업이익률(%)	(32.5)	4.3	6.0	6.6	7.5
EBITDA마진(%)	(24.6)	12.4	15.7	17.2	18.3
순이익률(%)	(30.9)	5.2	5.0	5.4	6.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	395.4	978.6	3,617.1	3,869.2	5,170.5
당기순이익	0.0	0.0	1,053.7	1,530.9	2,171.0
자산상각비	115.6	1,451.8	2,048.0	2,979.9	3,894.6
운전자본증감	177.6	(2,407.4)	695.9	(366.9)	(493.6)
매출채권감소(증가)	(110.4)	139.0	(320.5)	(912.7)	(1,216.5)
재고자산감소(증가)	(207.0)	(920.4)	(490.3)	(988.7)	(1,317.9)
매입채무증가(감소)	258.0	(567.5)	1,492.6	1,520.3	2,026.4
투자현금	(884.8)	(2,178.1)	(7,196.1)	(6,677.4)	(7,137.4)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.9)	(1.0)	(1.0)
장기투자자산감소	0.0	(180.8)	(17.0)	(17.7)	(18.4)
설비투자	(260.3)	(3,462.9)	(7,000.0)	(6,473.4)	(6,925.1)
유무형자산감소	0.0	5.6	(84.6)	(88.0)	(91.6)
재무현금	(203.0)	882.8	9,828.7	(197.0)	(157.6)
차입금증가	(202.5)	556.3	(371.3)	(197.0)	(157.6)
자본증가	0.0	(262.5)	10,200.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(706.9)	(210.3)	6,249.8	(3,005.2)	(2,124.5)
총현금흐름(Gross CF)	816.7	2,931.0	2,921.2	4,236.1	5,664.1
(-) 운전자본증가(감소)	1,202.5	(242.7)	(695.9)	366.9	493.6
(-) 설비투자	260.3	3,462.9	7,000.0	6,473.4	6,925.1
(+) 자산매각	0.0	5.6	(84.6)	(88.0)	(91.6)
Free Cash Flow	109.5	(1,654.5)	(3,579.0)	(2,808.2)	(1,966.9)
(-) 기타투자	0.0	180.8	17.0	17.7	18.4
잉여현금	109.5	(1,835.3)	(3,596.0)	(2,825.9)	(1,985.3)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	(2,278)	3,963	3,635	5,234	7,422
BPS	32,769	37,554	79,257	84,450	91,823
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	110.5	76.7	54.1
PBR	n/a	n/a	5.1	4.8	4.4
EV/ EBITDA	n/a	2.6	28.1	19.7	14.9
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	31.9	22.2	16.6
PSR	n/a	n/a	4.4	3.3	2.6
재무건전성 (%)					
부채비율	163.6	171.8	81.8	83.6	85.7
Net debt/Equity	54.0	64.8	n/a	8.8	16.8
Net debt/EBITDA	n/a	255.1	n/a	38.0	58.0
유동비율	131.9	100.7	151.1	123.8	109.3
이자보상배율	n/a	17.0	35.6	76.6	166.0
이자비용/매출액	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1
자산구조					
투하자본(%)	74.5	77.6	63.9	74.9	82.6
현금+투자자산(%)	25.5	22.4	36.1	25.1	17.4
자본구조					
차입금(%)	45.0	44.4	25.0	23.4	21.5
자기자본(%)	55.0	55.6	75.0	76.6	78.5

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 90.7% HOLD : 8.7% SELL : 0.6%

투자등급 관련사항

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표 수익률을 의미

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50% 이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상~+50% 미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5% 이상 ~ +15% 미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5% 미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 목표가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

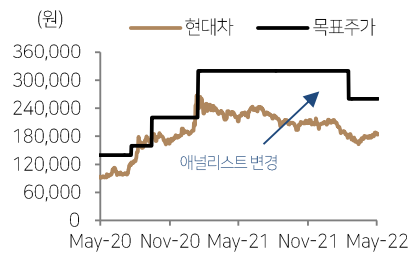
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

현대차 (005380)



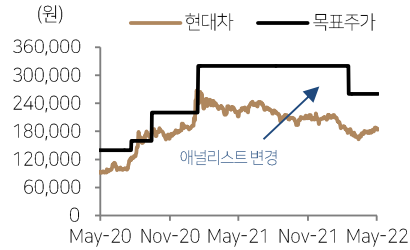
일자 투자의견 목표주가	커버리지 개시	2017.10.16 BUY 200,000원	2018.04.27 BUY 180,000원	2018.10.26 BUY 150,000원	2019.04.25 BUY 160,000원	2019.07.08 BUY 175,000원
일자 투자의견 목표주가	2020.01.20 BUY 160,000원	2020.04.13 BUY 140,000원	2020.07.24 BUY 160,000원	2020.09.17 BUY 220,000원	2021.01.18 BUY 320,000원	애널리스트 변경
일자 투자의견 목표주가	2022.02.21 BUY 260,000원					
일자 투자의견 목표주가						

일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2020.04.13	140,000원	100,533원	124,500원	-28.19	-11.07
2020.07.24	160,000원	157,878원	180,000원	-1.33	12.5
2020.09.16	220,000원	186,698원	267,500원	-15.14	21.59
2021.01.18	320,000원	222,357원	264,500원	-30.51	-17.34
2022.02.21	260,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2022년 5월 6일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

기아 (000270)



일자	커버리지	2017.10.16	2018.10.29	2019.01.28	2019.04.26	2019.04.26
투자의견	개시	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY
목표주가		40,000원	37,000원	37,000원	43,000원	52,000원
일자		2019.07.08	2020.01.22	2020.04.13	2020.07.24	2020.10.15
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		50,000원	38,000원	44,000원	60,000원	65,000원
일자		2021.01.18	2021.07.22	애널리스트 변경	2022.02.21	
투자의견		BUY	BUY		BUY	
목표주가		115,000원	120,000원		100,000원	

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2020.04.13	38,000원	32,342원	38,000원	-14.89	0
2020.07.24	44,000원	43,986원	50,900원	-0.03	15.68
2020.10.15	60,000원	46,806원	48,900원	-21.99	-18.5
2020.10.27	65,000원	60,521원	73,800원	-6.89	13.54
2021.01.18	82,000원	86,800원	93,300원	5.85	13.78
2021.01.28	115,000원	85,174원	101,500원	-25.94	-11.74
2021.07.23	120,000원	83,216원	88,100원	-30.65	-26.58
2022.02.21	100,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2022년 5월 6일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

화신 (010690)



일자	커버리지	2022.04.25
투자의견	개시	BUY
목표주가		12,000원
일자		
투자의견		
목표주가		
일자		
투자의견		
목표주가		

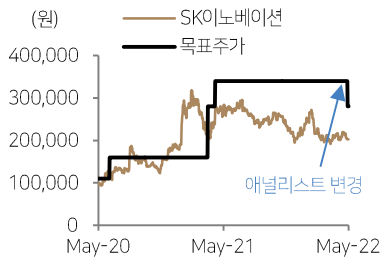
목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.04.25	12,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2022년 5월 6일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

SK이노베이션(096770)

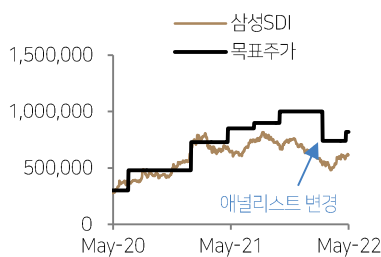


일자	2020.06.08	2021.03.22	2021.04.12	애널리스트	2022.05.09
투자의견	BUY	BUY	BUY	변경	BUY
목표주가	160,000원	280,000원	340,000원		280,000원

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2020.06.08	160,000원	181,647원	317,500원	13.53	98.44
2021.03.22	280,000원	222,167원	243,500원	-20.65	-13.04
2021.04.12	340,000원	243,581원	295,500원	-28.36	-13.09
2022.05.09	280,000원	-	-	-	-

삼성SDI(006400)

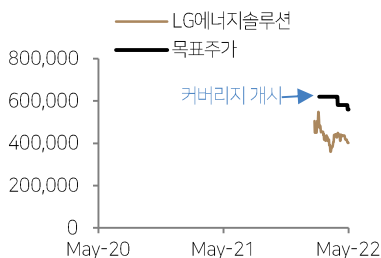


일자	2020.06.24	2020.10.28	2021.01.04	2021.04.28	2021.07.19	2021.10.06
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	480,000원	480,000원	730,000원	850,000원	900,000원	1,000,000원
일자	2022.02.16	2022.04.29				
투자의견	변경	BUY	BUY			
목표주가	740,000원	820,000원				

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2020.06.24	480,000원	421,741원	488,000	-12.14	1.67
2020.10.28	480,000원	529,144원	628,000	10.24	30.83
2021.01.04	730,000원	704,962원	805,000	-3.43	10.27
2021.04.28	850,000원	664,929원	750,000	-21.77	-11.76
2021.07.19	900,000원	756,788원	817,000	-15.91	-9.22
2021.10.06	1,000,000원	681,281원	763,000	-31.87	-23.7
2022.02.16	740,000원	555,200원	620,000	-24.97	-16.22
2022.04.18	820,000원	-	-	-	-

LG에너지솔루션(373220)



일자	커버리지	2022.02.16	2022.04.06
투자의견	개사	BUY	BUY
목표주가		620,000원	580,000원

목표주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.16	620,000원	419,333원	455,500원	-32.37	-26.53
2022.04.06	580,000원	427,071원	444,500원	-26.37	-23.36
2022.05.09	560,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2022년 5월 6일)

** 괴리율 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장 상무
김현
hyunkim@daolsecurities.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolsecurities.com

Tech
김양재
yj.kim@daolsecurities.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolsecurities.com

그린인프라 · 2차전지
전혜영
yhhy95@daolsecurities.com

자동차
유지웅
jwyoo@daolsecurities.com

화장품 · 의류 · 유통
배송이
songi0703@daolsecurities.com

의료기기
박종현
alex.park@daolsecurities.com

은행 · 지주
김한이
haneykim@daolsecurities.com

인터넷 · 미디어
김진우
jinwoo.kim@daolsecurities.com

게임 · 엔터
김하정
hajkim@daolsecurities.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolsecurities.com

계량분석
김경훈
aimhgy2027@daolsecurities.com

채권분석
허정인
jeongin@daolsecurities.com

시황분석
송주연
songjy02@daolsecurities.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2022.02.07	최광식	방위산업 : K-방산, 지구를 지켜라
2022.02.16	전혜영	2차전지 : 그린플레이션, 지금까지는 시작에 불과하다
2022.02.21	유지웅	자동차 : 이제, 달릴 준비가 되었습니다
2022.02.28	김진우	인터넷 : 위기의 한국 인터넷, 역발상
2022.03.14	김하정	게임 : P2E 가 게임의 전부는 아니잖아요
2022.03.15	박종현	의료기기 : 마스크 벗기 전, 시술 어디까지 받았니?
2022.04.04	김양재	Tech : 2분기에 어떤 일들이 벌어질까?
2022.04.11	최광식	조선 : 백로그 너머
2022.04.13	이지수	제약·바이오 : 바이오 투자를 위한 세 가지 처방전
2022.04.18	전혜영	그린인프라 : 에너지 독립 운동
2022.04.27	배송이	유통 : 신강의 경쟁사는 압현이 아니다



www.daolsecurities.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시 기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.