

이젠 봐야 하는 기업

2023F EPS 3,271원에 PER 5.35x를 적용한 17,500원을 목표주가로 제시한다. 동사는 휴대폰 케이스 업체, 핸드셋 피크아웃이라는 어제의 어둠 속에서도 꾸준히 배터리 역량을 강화하였고, 조용히 거대한 체질개선의 파도를 몰고 오고 있다. 마침 더 거대한 해일이 닥쳐왔으니, 동사를 주목하지 않을 이유가 없다.

전자담배는 예열 완료 🌋

청바지와 말보로, 그 중 말보로의 시대가 저물고 있다. 마침 수익성도 좋으니, 신사업의 광야에 던져진 전방사들은 사업확장을 위해 사활을 걸고 있다. PMI의 러브콜을 받을 정도로 성능과 인기를 입증한 릴 시리즈는 전세계에서 말 그대로 '불티나게' 팔리고 있고, KT&G의 해외 실적 수혜를 온전히 입으며 사상 첫 매출 1조를 눈 앞에 두고 있다. 처음으로 주연 배우가 된 동사, 작은 소용이 샷건이 되어 총성을 울릴 차례다.

E | 제 S | 록게 S | 작해

에너지 대란과 전력망 문제로 인해 하늘 무서운 줄 모르고 치솟는 전기가격. 암울한 에너지 위기에 빠진 우리를 환히 비추기 위해 태양광이 떠오르기 시작했고, 번덕이 심한 태양광을 달래줄 가정용 ESS는 필수불가결한 요소가 되었다. UL9540A 인증제를 가정용 ESS 중에서 세계 최초로 통과할 만큼 배터리팩의 달인인 동사, LG 전자와 손잡고 기회의 땅을 깊게 침투할 것이다.

손익계산서 (단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1H22	2022E	2023E
매출액	602,202	585,717	451,808	729,025	625,659	763,549	557,070	1,164,976	1,337,623
YoY (%)		-2.7%	-22.9%	61.4%	-14.2%	22.0%	89.8%	52.6%	14.8%
매출원가	539,070	532,242	410,474	646,403	564,703	678,511	478,462	1,020,422	1,137,886
매출총이익	63,132	53,475	41,334	82,622	60,956	85,039	78,608	144,554	199,737
GPM (%)	10.5%	9.1%	9.1%	11.3%	9.7%	11.1%	14.1%	12.4%	14.9%
판매비와관리비	43,896	47,999	40,083	46,344	45,998	50,835	31,983	68,802	77,919
영업이익	19,236	5,476	1,251	36,278	14,958	34,203	46,624	75,751	121,819
OPM (%)	3.2%	0.9%	0.3%	5.0%	2.4%	4.5%	8.4%	6.5%	9.1%
영업외손익	-3,980	-6,511	-12,283	-11,621	-28,159	594	-1,207	-5,006	-7,694
법인세비용차감전순이익	15,256	-1,035	-11,032	24,656	-13,201	34,797	45,417	70,746	114,125
법인세비용	1,674	1,774	1,107	9,041	2,768	850	5,897	9,186	14,818
계속영업순이익	13,582	-2,809	-12,139	15,615	-15,969	33,947	39,520	61,560	99,307
중단영업순이익	0	-2,201	-948	-3,512	-30	-18	0	0	0
당기순이익	13,582	-5,010	-13,087	12,103	-15,999	33,929	39,520	61,560	99,307
NPM (%)	2.3%	-0.9%	-2.9%	1.7%	-2.6%	4.4%	7.1%	5.3%	7.4%

Rating

Buy

목표주가: 17,500 원
현재주가: 12,250 원
상승여력: 43%

12M 추가추이

시가총액 3,098 억 원



B/S data (2021)

자산 총계 5,293 억원
부채 총계 3,137 억원
자본 총계 2,156 억원

Earning data

PER (2023F) 3.71x
EPS (2021A) 1,277 원
EPS (2023F) 3,271 원

주요 주주

이세용 외 11인 38.66%
정호원 5.64%
한국증권금융 5.05%

SMIC 4 팀

- 팀장 45 기 김용혁
- 팀원 45 기 정재완
- 46 기 김종원
- 46 기 박재현
- 46 기 정진호

CONTENTS

1. 준비된 숨은 강자, 이랜텍 - 기업분석	03
2. 전자담배는 예열 완료 - 투자포인트 1	06
3. E 제 S 록게 S 작해 - 투자포인트 2	16
4. 매출추정	24
5. Valuation - Peer PER Valuation	26
Appendix	31

준비된 숨은 강자, 이랜텍 - 기업분석

현재 시장은 한 치 앞도 내다볼 수 없는 안개 속에 있다. 이에 거대한 불확실성 앞에 놓인 투자자들은, 미래를 선명하게 그리지 못하는 기업에는 박한 평가를 내리고 있는 실정이다. 그럼에도 숨은 진주는 항상 존재한다. 꾸준히 본업에 충실하면서도 조용히 새로운 시장을 탐색한 기업들이야말로 깜깜한 어둠 속 한 줄기 빛이다.

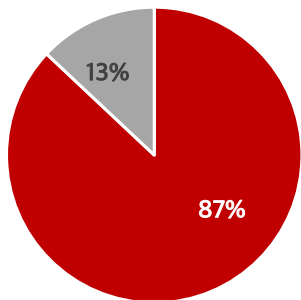
본 보고서는 바로 이 점에 주목하여 동사를 조명하고자 한다. 40여 년 동안 배터리 팩 생산에 여념이 없던 동사. '전자담배 기기'와 '가정용 ESS'라는 두 발의 총성을 하늘에 울리며 체질 개선을 향한 질주를 시작했기 때문이다.

1.1. 어제의 이랜텍: 삼성전자 바라기

우리.. 무슨 사이야?
삼성 ♥ 이랜텍

동사는 1982년 설립 이래 휴대폰용 케이스, 충전기, 배터리팩 등의 전자부품을 생산하여 고객사에 납품하는 제조업체로, 1980년대부터 삼성전자의 1차 협력사 모임인 '협성회'에 가입한 이래 삼성그룹의 충실한 오른팔로 사업을 영위해왔다. 긴 시간이 흐른 '20년에도 삼성전자, 삼성SDI향 매출 비중의 합이 87%에 육박했다'는 사실은 두 기업의 끈끈한 관계를 방증한다.

그림 1-1. '20년 삼성향 매출 비중 (단위: %)



■ 삼성전자/삼성SDI향 ■ 기타향

출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 1-2. 과거 동사의 주력 상품: 소형 배터리팩과 휴대폰용 케이스



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

배터리팩과 휴대폰
케이스가 업어키운 동사

동사가 가장 오랫동안 갈고 닦은 '배터리팩'은 리튬이온 셀에 과충방전 방지, 과전류차단 등의 기능을 지닌 PMC(Protection Circuit Board) 회로를 자체 부착해 만든 부품이다. 과거 캠코더용 배터리팩을 가장 먼저 개발하고 난 후 휴대폰용과 노트북용으로 확장했으며, 이 둘은 동사 배터리팩 매출의 70% 이상을 차지하게 되었다. 반면 전사 매출의 가장 큰 파이를 차지했던 부분은 휴대폰용 케이스 매출이다.

스마트폰 피크아웃
동사도 피크아웃?

위 두 가지 사실을 종합하면 고객사인 '삼성전자의 휴대폰 판매 실적'이 동사의 실적을 결정한다고 봐도 무방하다. 문제는 휴대폰 케이스의 수익성인데, 외부 케이스에 도장, 증착 등의 2차 공정을 거쳐 삼성전자에 납품하는 구조여서 큰 마진을 남기기가 어렵다. 또한, 삼성전자가 '24년부터 인도를 스마트폰 최대 생산 거점으로 삼는 상황 속 동사가 인도 해외법인에서 협력사 중 가장 많은 휴대폰 케이스를 납품하고 있음에도 불구하고, 스마트폰 시장의 성장 주기와 궤를 같이하다 보니 스마트폰 시장의 피크아웃 우려에서도 자유로울 수 없었다.

동사를 향한 3가지 우려의 시선

상술한 점들 때문에 시장은 동사에게 아래의 3가지 우려를 표하며 낮은 멀티플을 부여하였고, 이는 곧 과거 동사의 주가 상방을 가로막는 단단한 천장이 되었다.

- 1) 전사 매출의 50% 이상을 차지했던 스마트폰 시장이 성숙기에 접어들면서 구조적인 Top-Line 성장을 보이기 어려울 것이다.
- 2) 고객사의 요구에 따라 생산만 담당하는 OEM 생산업체로 CR 우려가 상시 존재할 것이다.
- 3) 이로 인해 로우 싱글 OPM을 면치 못하고 있을 것이다.

1.2. 오늘의 이랜텍: 신성장 동력을 찾아 홀로서기

부지런한 노력과 이랜텍

그러나 동사가 다른 기업들과 차별화되는 지점은 위 3가지 우려를 씻어내기 위해 다분히 노력해왔다는 점이다. 보잘 것 없는 하청업체로 시장에 비취질 수 있으나, 동사는 한 번씩 크게 레벨업을 시도해왔다. 핵심 역량인 배터리팩 제조 기술을 다방면으로 확장시켜 새로운 시장에 끊임없이 문을 두드리고 있고, 그 성과를 자신 있게 시장에 선보이고 있다.

첫 번째 신호탄, E-Mobility 사업

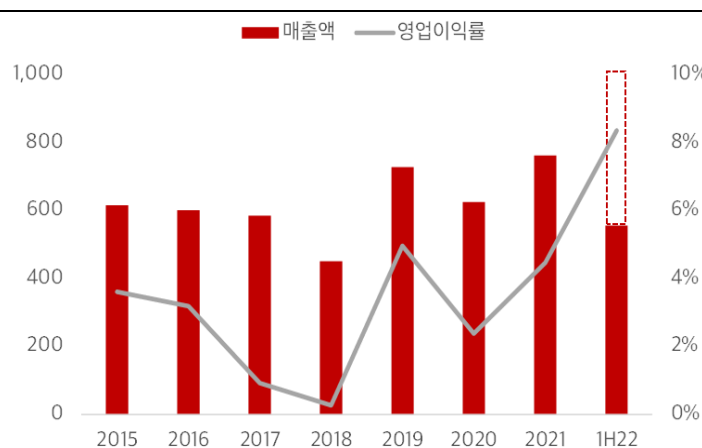
구조적 혁신을 이루려는 노력의 첫 번째 신호탄은 '19년에 쏘아 올려졌다. E-오토바이용 배터리팩을 생산하기 위해 인도에 설비 투자를 단행해, LG화학과 함께 글로벌 오토바이 시장 1위인 Honda 납품에 성공한 것이다. 특히 인도의 오토바이 시장은 2,000만대 수준으로 세계 1위인 점을 고려할 시 해당 사업의 성장성에 대해서는 의심의 여지가 없으며, 이를 시작으로 E-Mobility 사업을 크게 확대할 것이라는 원대한 꿈을 그리고 있다.

그러나 동사 역사상 가장 큰 파도는 바로 지금 밀려들어 오고 있다.

역사상 가장 큰 파도 전자담배 기기 가정용 ESS

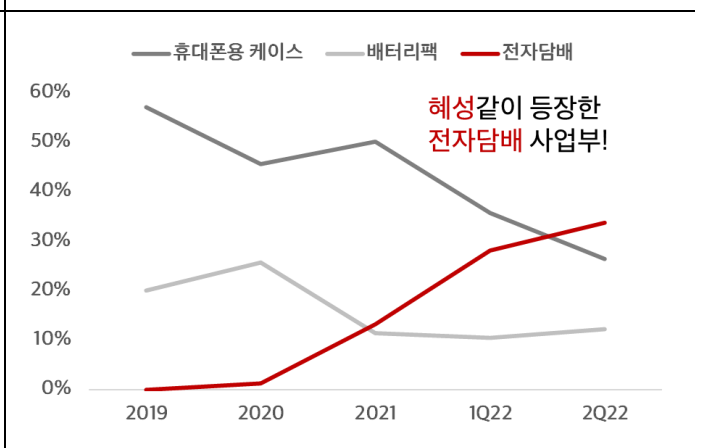
그리고 1) 전자담배 기기 사업과 2) 가정용 ESS 사업이 동사가 파도를 가를 추진 모터를 달아주고 있다. 투자포인트에서 후술하겠지만, 두 사업의 공통점은 지속적으로 성장하기 시작한 신성장 산업이라는 점과 ODM 업체로서 직접 제품을 개발하고 생산에 나선 곳이라는 점이다.

그림 1-3. 동사 매출액 및 영업이익률 추이 (단위: 십 억원, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 1-4. 주요 사업부 매출 비중 추이 (단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

**전사 매출 1조
OPM 개선의 주인공
전자담배 기기**

동사는 KT&G 전자담배 기기 사업에 벤더사로 참여하기 시작한지 2년여 만에 3,700억원 규모의 대량 수주를 받았으며, '22년 2분기에는 전사 매출의 33.8%까지 끌어올려 휴대폰용 케이스 매출을 앞질렀다. 해당 사업부가 견인하는 모멘텀을 통해 올해 전사 매출은 역사상 최초로 1조 원의 매출액을 기록할 것으로 예상되며, 기존 사업부보다 마진이 좋아 '22년 2분기 OPM은 7.5%까지 상승했다. 투자포인트에서 후술하겠지만 KT&G의 전자담배 수출이 이제 막 본격화되었기 때문에 앞으로 더 성장할 일만 남았다.

**다음 주자는
ESS, ESS입니다~**

바톤을 이어받은 주인공은 가정용 ESS다. 가정용 ESS(Residential Energy Storage System)란, 가정의 지붕에 설치된 태양광 패널을 통해 낮에 생산한 전력을 저장해 놓는 에너지 저장 시스템이다. 태양광 발전의 불연속성과 각 가정의 에너지 자립을 위한 대안으로 태양광 패널의 발전에 뒤따라 최근 부상하고 있는 속칭 '보조배터리'이다. 동사는 셀 업체들로부터 배터리팩을 가져와 이를 RESS로 만들기 위한 모든 소프트웨어/하드웨어적 개발을 한다. 이런 과정을 거쳐 올해 9월부터 LG전자와 손잡고 미국 시장에 뛰어들었다.

미국의 전력망 문제와 신재생 에너지의 확대, 그리고 이를 가속화하는 IRA 법안까지. 가정용 ESS가 침투할 수 있는 미국 시장의 Room은 무궁무진하다. 동사는 ESS 안전 인증제인 UL9540A에 대해서 가정용 ESS 최초로 통과한 기업으로 기술적 해자를 지니고 있다. LG전자와 함께 손잡고 미국 가정용 ESS 시장을 공격적으로 침투하며 Top-Line의 성장을 이끌어 나갈 것이다.

- 1) *전방 수요를 전자담배, 신재생 에너지 시장이라는 신성장 산업으로 탈바꿈하여 구조적인 Top-Line 성장을 보여줄 수 있을 것이다.*
- 2) *자체적으로 기술을 개발하여 생산하는 ODM 생산업체로 지위 상승을 이루어 내 협상력이 존재할 수 있을 것이다.*
- 3) *이로 인해 비약적인 OPM 개선을 이룰 수 있을 것이다.*

전자담배는 예열 완료 - 투자포인트 1

동사는 휴대폰용 Case와 배터리 팩을 생산하는 그저 그런 'OEM 부품업체'라는 꼬리표를 달고 살아왔다. 피크아웃 우려의 그림자가 드리운 전방 산업과 낮은 전사 OPM은 동사의 주가를 긴 터널 속으로 집어넣었고, 동사는 돌파구로 전자담배기기 사업을 발굴해냈다. 본 장에서는 동사가 전자담배라는 구조적인 성장을 앞둔 전방 수요를 오롯이 만끽하여, Top-line과 Bottom-line의 성장을 동시에 거머쥘 수 있는 한 발의 탄환이 생겼음을 보이고자 한다.

2.1. 전자담배 산업: 기세 좋게 타오르다!

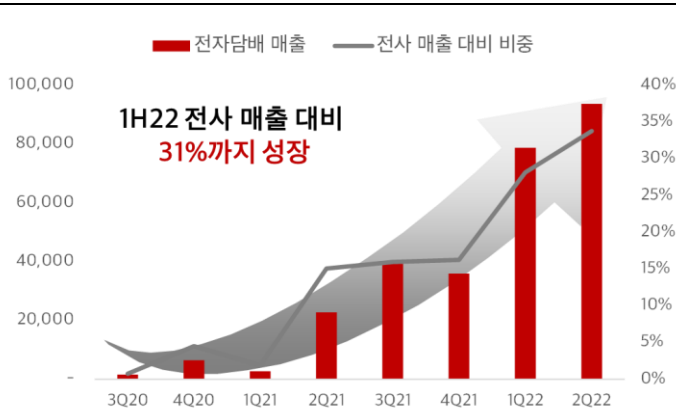
전자담배, 동사에
날개를 달아줘요!

동사는 오랜 배터리 제작 업력을 바탕으로 '20년 3분기 KT&G의 '릴 솔리드 2.0'의 벤더사로써 전자담배 시장에 호기롭게 출사표를 던졌다. 첫 해 매출은 80억원 수준으로 시작은 미약했으나 '22년 상반기에만 1,724억원을 기록하며 지수적 성장세를 입증한 바, 2년이라는 짧은 시간 내에 전사 매출의 31%를 책임지는 **효자 상품**으로 자리매김했다. 이뿐만이 아니다. 기존 OEM 방식으로 수주를 받아오던 동사는 전자담배 사업에서 최초로 ODM 방식을 맡으며 지한 단계 지위가 승격되었다. 이는 곧 기존 고객사에 대한 **협상력**의 향상으로 이어졌고, '20년 1분기 2.2%에 머물던 전사 OPM을 '22년 2분기에 7.5%까지 쏘아 올렸다.

전자담배 = 담배
산업의 게임 체인저

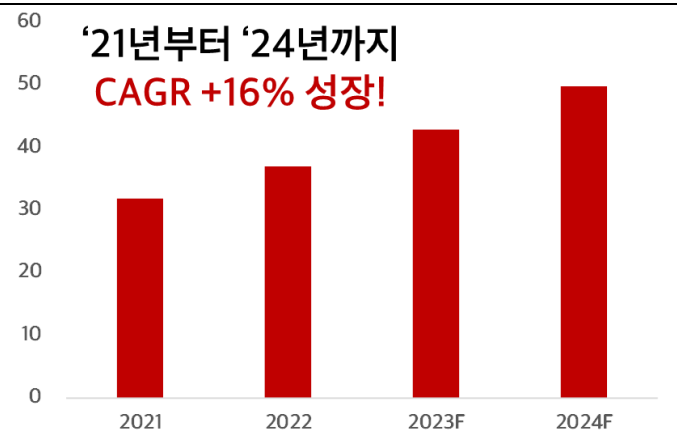
혹자는 이 괄목할 만한 숫자를 보고도 담배 산업이 사양산업이 아니냐며 반문할 수 있다. 그러나 '담배' 앞에 '전자'라는 두 글자만 붙으면 판도는 90도 바뀐다. 여기에 '퀵련형'이 붙으면 한 번 더 90도 바뀌어, 180도 뒤바뀌게 된다. 퀵련형 전자담배의 시장 규모는 매년 16% 이상의 고속 성장세를 보이고 있는데, 전통적인 담배산업의 성장률이 2.4%인 것을 감안하면 8배 이상의 성장세를 기대할 수 있는 미래 먹거리이다.

그림 2-1. 동사 분기별 전자담배 매출 추이 (단위: 백 만원, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-2. 퀵련형 전자담배 시장 전망 (단위: 조 원)



출처: Euromonitor, SMIC 4팀

2.2. 퀵련형 전자담배 훈풍을 부채질하는 담배제조사

유해성과 냄새 저감을 향한 소비자의 선호, 각국 정부의 전자담배 금연대체재 지정 등의 정책적 지원으로 인해 수요자 측에서 퀵련형 전자담배의 트렌드가 유효한 것은 자명하다. 그러

나 본 보고서는 **꺠련형 전자담배 시장의 폭발적 성장세의 핵심은 사실 ‘공급자’의 경제적 유인에 있음**을 주장하고자 한다. 담배제조사의 입장에서 전자담배는 고수익성을 담보하는 미래인데, 이는 세금과 생산단가 모두에서 **본질적으로 유리한 비용구조**를 지니고 있기 때문이다.

1) 세금도 낮은데

꺠련형 전자담배 사업의 매출은 1) 담뱃잎이 포함된 ‘스틱’과 2) ‘전자담배기기’ 매출로 나뉘는데, **전자담배용 스틱에 대해 부과되는 세금이 연초담배보다 낮아** 제조사에게 유리하다. 가령, 국내의 경우 연초담배 한 갑당 3,323.4원이 과세되고, 꺠련형 전자담배에 대해서는 3,004.4원이 과세되어 10%를 넘는 차이를 보인다.

2) 생산단가까지 낮네?

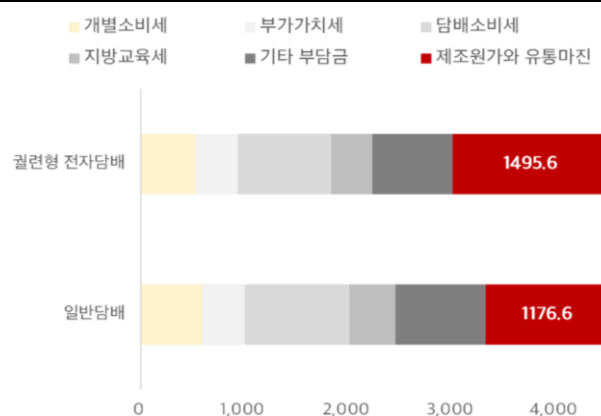
여기에 생산단가 등을 추가적으로 고려하면 더 높은 마진을 가져온다. 꺠련형 전자담배 스틱은 연초담배보다 짧기 때문에 한 개비당 투입되는 원재료가 적기 마련이다. 글로벌 1위 담배제조사 **필립 모리스(PMI)**는 전자담배 스틱의 이익률이 연초담배 대비 **2.4배**라고 밝혔다.

주요 Player들 꺠련형 전자담배 시장 입장!

신발끈을 묶고 뿔 준비를 시작한 담배제조사

상술한 바와 같이 꺠련형 전자담배 시장은 높은 마진을 캐낼 수 있는 금광으로 부각되었고, 담배제조사들은 일확천금의 꿈을 품고 시장에 뛰어들고 있다. 일례로 PMI는 ‘21년 전체 R&D 비용의 99%, 마케팅비용의 73%를 전자담배 부문에 투자하며 이 시장에 모든 걸 베풀기 시작했고, ‘25년까지 총 100개국에 전자담배를 선보여 전사 이익 기여도의 50%까지 확대할 것이라는 청사진을 그렸다. 한 술 더 떠 ‘30년에는 120년이 넘는 전통을 자랑한 Marlboro의 영국 판매를 포기하겠다는 파격 선언을 했다. 스마트폰 전환에 실패한 제2의 노키아가 되지 않기 위해 계급장을 떼고, 새로운 시장에서, 처음부터 다시 시작하겠다는 것이다.

그림 2-3. 국내 담배 제품 부과 제세부담금 (단위: 원)



출처: 행정안전부, SMIC 4팀

그림 2-4. 필립모리스(PMI) 전자담배 사업부 현황 (단위: %)

PMI 전자담배 사업 현황 (단위: %)						
(단위: %)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
R&D 투자비 비중	72%	74%	92%	98%	99%	99%
마케팅비 비중	15%	39%	60%	71%	76%	73%
조정 순이익 기여도	2.7%	12.7%	13.8%	18.7%	23.8%	29.1%
출하량 비중	0.9%	4.4%	5.1%	7.6%	10.4%	12.8%

지속적으로 **확장중인**
PMI 전자담배 사업부!

출처: PMI IR, SMIC 4팀

KT&G 국내 시장 정복 완료

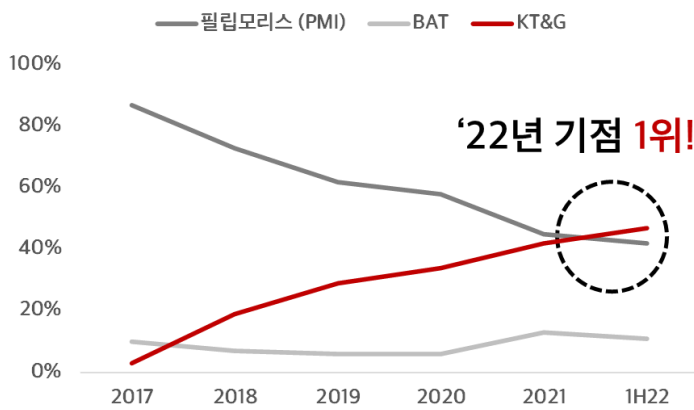
자세히 후술하겠지만, 동사의 전방 고객인 KT&G도 꺠련형 전자담배 시장을 선점하기 위해 발 바빠 뛰어가고 있다. KT&G는 ‘17년부터 릴 시리즈와 전용 스틱들을 공격적으로 출시하고 있으며, 2조 원까지 성장한 국내 시장에서 **47%를 점유하며 1위 사업자로** 군림하게 되었다.

아직 배가 고프 KT&G, 해외 정조준!

이에 안주하지 않고 KT&G는 해외 시장으로 발을 넓혀 2년여만에 31개국에 성공적으로 안착했다. 특이한 점은 경쟁사인 PMI와 협약을 맺어 ‘IQOS iii’이라는 이름으로 제품을 출시했다는 점인데, 경쟁사인 PMI가 KT&G의 제품을 직접 나서서 판매해준다는 것은 릴 시리즈의 위력

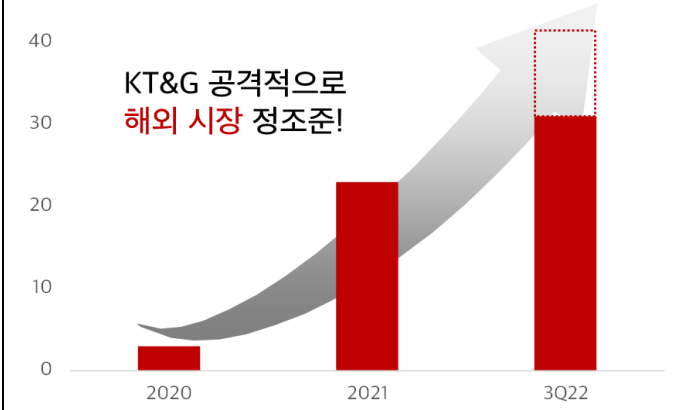
을 보여주는 대목이다. 사측에 문의한 결과, **현재 수출 물량의 거의 대부분이 동사가 주력으로 생산하는 릴 솔리드 2.0**이라는 것을 확인할 수 있었다. 시장 침투기에는 초도 물량의 확보가 중요한 만큼 전방 고객사의 공격적 해외 시장 개척은 동사의 전자담배 사업부 성장 모멘텀에 불을 지피는 요인이 될 것이다.

그림 2-5. KT&G 국내 궐련형 전자담배 M/S 추이 (단위: %)



출처: KT&G IR, Euromonitor, SMIC 4팀

그림 2-6. KT&G 진출 국가수 추이



출처: KT&G IR, SMIC 4팀

2.3. 담배제조사曰 “저기, ‘불’ 좀 주실래요?”

새로운 경쟁력 in New ERA 전자담배 기기!

기존의 담배제조사들은 연초담배만 잘 만들면 충분했지만, **이제는 전자담배 기기까지 잘 만들어야** 한다. 아무리 스틱을 잘 만들더라도 전자담배 기기의 성능을 결정하는 연무량, 목넘김 등이 좋지 않으면 시장에서 소외되기 때문이다. 나아가 각 사의 전자담배 기기 규격에 맞는 전용 스틱을 생산해서 판매하기 때문에, 좋은 전자담배 기기로 **소비자의 Lock-In 효과**까지 엿볼 수 있다.

누구보다 빠르게 남들보다 다르게!

이러한 고마진 사업을 최대한 누리기 위해서 담배제조사들은 1) **최대한 빠르게**, 2) **고성능의 전자담배 기기를 출시하여 시장을 선점**해야만 한다. 출시 속도가 중요한 것은 PMI보다 4개월 늦게 기기를 출시한 KT&G가 국내 M/S가 3%에서 1위를 차지하기까지 무려 5년이 소요되었다는 사실에서 입증된다. 그렇다고 내부 자원을 활용하여 생산하는 것도 쉽지 않은 것이, BAT는 자회사 Nicoventures를 통해 개발한 ‘GLO’가 성능 이슈로 낮은 시장 점유율을 보이는 헤어 나오지 못하고 있다.

전자담배 기기 ODM 선택이 아닌 필수

상술한 2가지 이유로 인해 PMI, KT&G 등 대부분의 담배제조사들은 **원천기술 개발역량을 보유한 기업들에게 손을 벌려 외주를 주기** 시작했고, 그 수혜를 입은 ODM 업체 중 하나가 동사이다. 라이터를 만들어본 적도 없는 담배제조사가 기술력이 핵심인 전자담배 기기를 하루 아침에 만들어 낼 수는 없었을 것이다. 하물며 기술력을 보유하고 있는 부품사들도 전자담배 기기 개발에 대략 **2년여의 시간이 소요**되는데, 노하우도 없는 담배제조사들이 직접 기기를 개발하고 생산하려면 더 오랜 시간을 투자해야 하며 리스크도 높다.

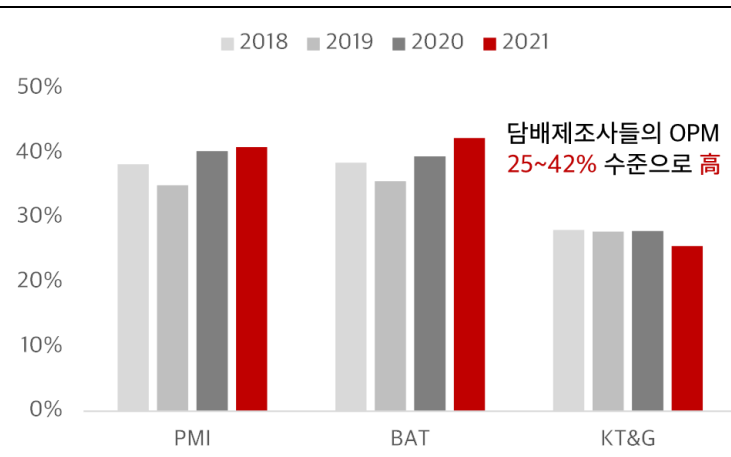
담배제조사는 나가 있어

더불어 담배제조사들의 영업이익률은 25~42%로 매우 높기 때문에, OPM이 하이 싱글 내외 수준인 **전자담배 기기 생산에 직접 뛰어들 경제적 유인도 없다**. 오히려 기존의 본업이라고 할 수 있는 스틱 개발, 마케팅, 판매채널 확보, 로비 등에 주력하는 것이 우월전략이다.

그림 2-7. PMI, BAT, KT&G의 영업이익률 추이

(단위: %)

그림 2-8. 동사 생산 제품: KT&G 릴 솔리드 2.0



출처: 각사 사업보고서, SMIC 4팀



출처: 동사 홈페이지, SMIC 4팀

2.3. 앞으로도 '릴 신화'는 이어진다

솔리드 2.0 원틀에 대한 걱정? 되려 기대해도 좋다.

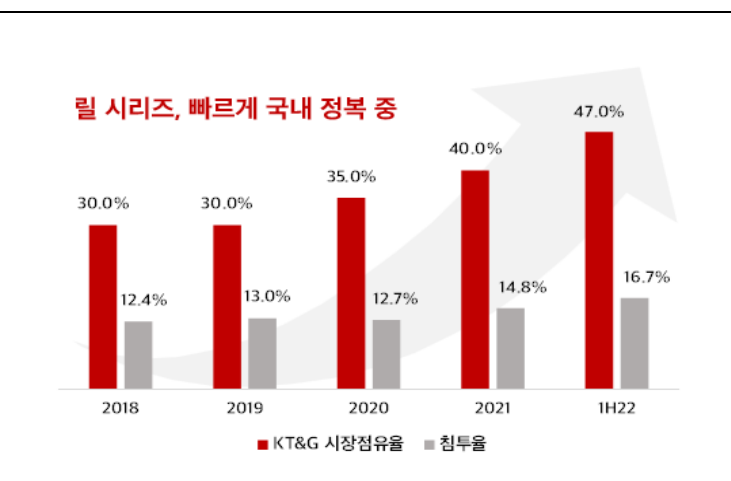
거대한 시대적 파도와 함께 찬란히 깨어난 동사의 전자담배기기, 최근 이 신사업이 동사를 송두리째 바꿔가고 있음에도 일부 투자자들은 한 가지 우려를 쉽게 지우지 못하고 있다. 바로 현재 동사의 실적이 단기적으로 사라질 일회성 폭족이 되지 않을까 하는 우려이다. 이는 동사가 납품 중인 전자담배기기가 “릴 솔리드 2.0” 한 종류이기 때문이다.

그러나 현재 동사의 전방인 KT&G가 맞이한 판매량 증폭과 특히 앞으로 동사에게 쏟아질 거대한 해외 모멘텀을 보았을 때, 동사는 단순히 여러 전자담배기기 벤더 중 하나가 아닌, ‘릴 신화’의 주인공이다. 본 장에서는 동사와 그 전방인 KT&G에서 일으키고 있는 ‘릴 신화’의 내막을 자세히 밝히면서, 동사 신사업에 대한 우려가 다시 기대로 이어져야 할 이유를 설명하고자 한다.

Point ① 아니, 왜 자꾸 전담이 잘 되는데!

그림 2-9. 국내 전자담배 침투율과 KT&G 시장점유율

그림 2-10. 필립모리스 유통망으로 판매되는 수출용 제품



출처: KT&G, SMIC 4팀



출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

릴 시리즈, 국내 접수 완료.

국내외로
전방 주문폭주 중!

먼저 동사의 전방 KT&G는 현재 ‘릴(lil)’ 시리즈를 앞세워 판매 실적을 빠르게 키워가고 있다. KT&G는 스틱을 포함한 전체 전자담배 시장 내 ‘17년 점유율 2%에서 5년 만에 47% 수준까지 가파르게 성장하였고, 이엠텍과 동사 등을 앞세워 ‘릴 하이브리드’, ‘릴 솔리드’ 시리즈로 대박을 터뜨리며 국내 시장을 장악하였다. 특히 릴 시리즈 디바이스 누적 판매량은 지난해까지 국내에서만 400만대를 넘어서며 ‘22년 1분기 기준 전자담배 디바이스 시장 점유율 88%를 돌파하며 그 위용을 뽐냈다.

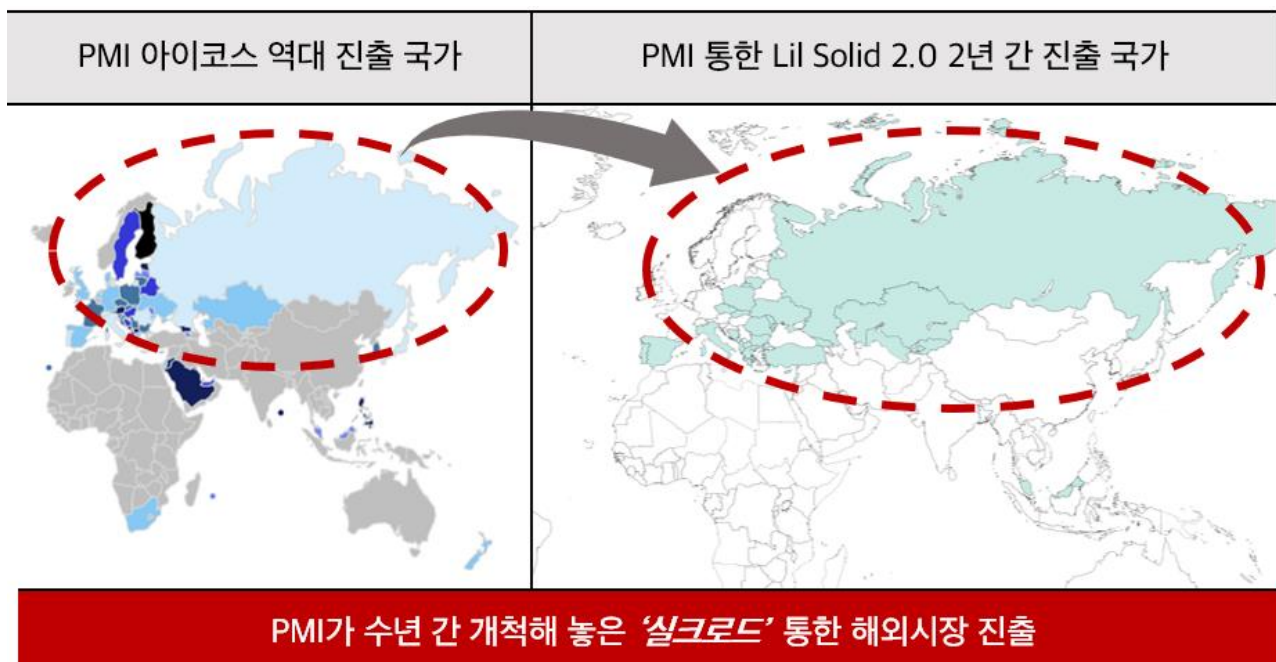
릴 해외실적 실제로 까 보니, 대박이다.

해외 진출과 함께
KT&G 전자담배
2배 이상 성장

앞으로도 동사에게 디바이스 주문이 계속 쏟아질 가장 핵심적 동인은 전방인 KT&G의 공격적인 해외 확장이다. 후술하겠지만, KT&G 해외 실적의 수혜는 동사에 온전히 쏟아지기 때문이다. 국내시장 장악 후 KT&G는 lil 브랜드를 해외로 빠르게 나아가고 있으며, 이와 함께 ‘21년 보고된 전자담배 사업 전체 매출액은 5,040억 원으로 ‘20년 대비 2배 이상 증가하였다. (‘20년 2,792억 → ‘21년 5,040억)

KT&G는 ‘20년 말보로의 회사, 글로벌 담배기업인 PMI(필립모리스 인터내셔널)과 판매 계약을 체결하였고, PMI가 직접 유통을 맡아 ‘IQOS lil’이라는 상표로 전 세계로 빠르게 판매량을 늘려가고 있다. 당시 러시아, 우크라이나, 일본 3개국에서 시작된 해외 사업은 기하급수적으로 확장되어 앞서 언급했듯 ‘21년 말 23, 현재는 31개국에까지 수출되고 있다.

그림 2-11. 5년 전 아이코스의 역사를 그대로 따라가는 릴



출처: PMI IR, SMIC 4팀

특히 릴은 ‘15년부터 PMI의 아이코스 제품이 ‘15년부터 전 세계로 시장 확대한 로드맵을 그대로 따라가고 있다. 릴이 신규 진출하여 판매되는 지역이 5년 전 아이코스가 공략한

시장과 매우 유사하기 때문이다. PMI가 이뤄낸 아이코스의 Heritage를 PMI의 유통망을 그대로 따라가는 릴에서도 이어질 것으로 기대되는 이유다.

아이코스의 실크로드,
그대로 따라가는 릴

해외 사업은 전적으로 KT&G와 PMI 간 판매 계약으로만 이루어지기 때문에 해외 전자담배 판매실적이 별도로 공개되지 않는다. 물론 해외 진출과 함께 급성장한 전자담배 사업 실적이 이미 KT&G의 해외 사업의 성공을 뒷받침하지만, 본 보고서에서는 동사가 앞으로 기대할 수혜를 정량적으로 보이기 위해 직접 지난 2년간 전방 해외 전자담배 매출을 추정해 보았다.

그림 2-12. KT&G 해외 전자담배 실적 추정

KT&G NGP 사업부 (전자담배기 및 스틱) 매출 현황 및 추정			
(단위: 억 원)	2020	2021	1H22
전자담배 매출	2,792	5,040	3,023
국내 추정매출	2,044	2,761	1,697
a) 국내 궐련형 전자담배 총 판매량 (억 갑)	3.8	4.4	2.6
b) 궐련형 전자담배 ASP	1,494	1,494	1,494
담배 소매 판매액 (원)	4,500	4,500	4,500
궐련형 전자담배 판매가 대비 제세부담금 비율 (%)	66.8%	66.8%	66.8%
c) KT&G 궐련형 전자담배 시장점유율 (%)	36%	42%	44%
해외 추정매출	748	2,279	1,326
해외진출국	3	23	30

= 2,281 X (5,040/3,802)

'21년 실제치와
역산치 차이만큼
조정

KT&G NGP 사업부 (전자담배기 및 스틱) 매출 역산		
(단위: 억 원)	2021	1H22
전자담배 매출 역산치 : a-b-c	3,802	2,281
a) KT&G 전체 담배사업매출	31,322	17,694
b) 국내 일반담배	19,645	10,460
c) 해외 일반담배	7,874	4,953

출처: SMIC 4팀

연간 발행되는 '20년~'21년 ESG 보고서에 KT&G 전자담배 사업 실적이 공개되기 때문에 '20~'21년 전자담배 전체 매출은 그 수치를 사용했으나, '22년 상반기 실적은 공개되지 않았기 때문에 그림 [2-12.]처럼 반기보고서의 수치로 역산 후 '21년 실제치와 역산치 간 오차만큼 그 수치를 조정했다.

반기보고서에 공시된 KT&G 전체 담배 사업부 실적과 해외 및 국내 일반 담배 실적을 토대로 '22년 상반기 일반 담배를 제외한 전자담배 사업부 매출액을 역산하였고, 이 역산치를 '21년 역산치와 '21년 실제 실적 간 차이를 바탕으로 조정해주었다. 이러한 차이는 기기와 부속품 판매 과정, 그리고 PMI의 해외 영업과정에서 발생하는 오차일 것으로 예상하나 자세한 원인은 사업 현황이 공개되지 않는 관계로 찾을 수 없었다.

해외 실적,
직접 알아보기

국내 궐련형 전자담배 침투율과 KT&G 시장점유율을 바탕으로 국내 추정 매출을 추정하고, 이를 위의 전체 매출에서 국내 추정 매출을 차감하여 최종적으로 KT&G 릴 시리즈 해외 매출을 산출했다.

추정 결과, [그림 2-12.]에 하이라이트된 바와 같이 '21년 KT&G 해외 전자담배 판매실적은 '20년 대비 3배 이상 성장한 것으로 보이며 해외 진출국 확대 추세에 따라 더 가파르게 성장할 것으로 보인다. 올해도 지금 추세가 계속된다면 동사의 디바이스 판매량 또한 빠르게

자 봤지?
이 수혜는 동사에게!

증가할 것으로 보이며, 특히 디바이스의 평균 교체주기는 약 1년인 만큼 이미 확보한 판매량에 비례한 재판매 수혜까지 기대할 수 있다. 추정 결과, 압도적으로 증가한 KT&G의 판매량이 구체적으로 동사에게 현재, 그리고 앞으로 얼마나 큰 수혜로 이어질지 짐작할 수 있다.

Point ② 글로벌 lil, 세계가 나를 주목해

이때 KT&G 전자담배 해외 사업확장의 주인공은 바로 동사의 '릴 솔리드 2.0'제품이다. PMI의 사업보고서에서 릴 시리즈 판매현황을 살펴보면, 릴 하이브리드 등 여러 모델들 중 루마니아, 우크라이나, 일본을 제외하고 모든 국가에서 동사가 생산하는 릴 솔리드 2.0만이 독점적으로 판매되고 있다. 이는 동사의 제품을 자세히 뜯어보면 그 이유를 바로 이해할 수 있다.

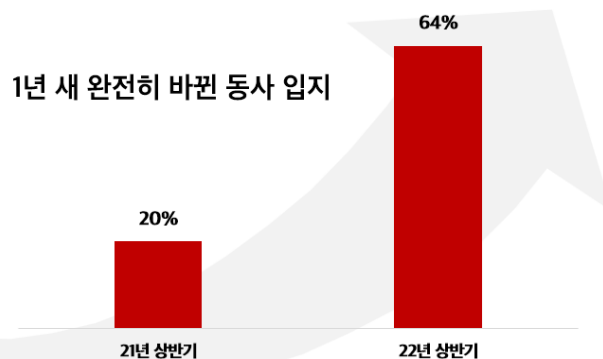
그림 2-13. 릴 시리즈 제품군별 해외진출 현황

릴이 진출한 31개국 중 경쟁제품이 포진된 곳은 단 3개국

LIL SOLID/HYBRID: Retail Selling Prices (July 1, 2022)				LIL SOLID/HYBRID: Retail Selling Prices (cont.) (July 1, 2022)				
Market	Currency	LIL SOLID	STU Pack Price	Market	Currency	LIL SOLID	STU Pack Price	
ALBANIA	ALL	2,300	280.0	ALBANIA	ALL	2,300	280.0	
ARMENIA	AMD	1,999	250.0	ARMENIA	AMD	1,999	250.0	
BOSNIA-HERZ	BAM	450	5.67	BOSNIA-HERZ	BAM	450	5.67	
BULGARIA	BGN	500	5.20	BULGARIA	BGN	500	5.20	
CYPRUS	EUR	210	3.50	CYPRUS	EUR	210	3.50	
CZECH-REPUBLIC	CZK	690.0	99.0	CZECH-REPUBLIC	CZK	690.0	99.0	
GREECE	EUR	210	3.50	GREECE	EUR	210	3.50	
HUNGARY	EUR	360	4.50	HUNGARY	EUR	360	4.50	
JAPAN	JPY	1,980	100	800	JAPAN	JPY	1,980	100
KAZAKHSTAN	KZT	8,500	440.0	KAZAKHSTAN	KZT	8,500	440.0	
KIRGIZSTAN	KGS	2,000	100.0	KIRGIZSTAN	KGS	2,000	100.0	
LIBANON	LBP	750,000	24,750	LIBANON	LBP	750,000	24,750	

출처: PMI IR, SMIC 4팀

그림 2-14. KT&G 內 동사 벤더비중 변화



출처: 각 사, SMIC 4팀

동사는 필립 모리스와 KT&G의 유일한 오작교

필립 모리스와
KT&G의 연결고리
동사!

PMI와 KT&G의 판매계약, 어딘가 이상하지 않은가? 앞서 말한 것처럼 기존의 블록버스터를 버리고 완전히 새롭게 짜인 경쟁의 장에서, PMI가 경쟁사인 KT&G의 해외 확장을 도와줄 것이라는 내용은 겉으로 보기에 쉽게 끄덕일 수 없는 대목이다. 그러나, 크게 2가지 이유에서 PMI는 KT&G의 릴 제품을 기꺼이 시장에 풀어줄 경제적 유인이 있고, 그 연결고리의 핵심에는 동사의 릴 솔리드 2.0이 있다.

유통망을 쥔 PMI가
가장 총애하는
릴 솔리드 2.0

먼저, 포트폴리오의 다각화이다. 국내 시장에서 이미 입증된 기술력과 경쟁력을 가진 릴 제품을 해외 소비자들 'KT&G'라는 브랜드로 만나는 것과 'IQOS'라는 PMI 브랜드로 만나는 것은 차원이 다르다. 전자는 완전한 경쟁자로 도전을 받는 것이지만, 후자는 내막을 잘 모르는 소비자들에게 자신의 브랜드의 또 다른 라인으로 브랜드 가치를 지키고 계약에서 발생하는 수수료까지 수취가 가능한 옵션이기 때문이다.

스틱까지 팔 수 있어!
호환성 최강
솔리드 2.0

이에 더해 PMI는 릴 제품 중 동사의 릴 솔리드 2.0을 주력으로 내세울 경우, PMI는 자사 브랜드인 HEETS 스틱까지 묶어 팔 수 있다는 더욱 막강한 유인까지 얻어갈 수 있다. 다른 릴 시리즈 제품과 달리, 릴 솔리드 2.0만이 가진 무기는 "호환성"이다. 다른 제품과 달리 릴

솔리드 2.0 제품은 HEETS 스틱을 꺼서 흡연이 가능하기 때문에, 자사 브랜드와 담배 판매량을 지켜갈 수 있게 된다. 이 두 가지 유인이 더해져 PMI는 해외 시장에서 솔리드 2.0을 더 많은 시장에서 강력하게 밀고 있는 것이고, 릴 해외 사업이 곧 동사일 수밖에 없는 것이다. KT&G IR에 따르면 해외 판매 물량은 대부분 이랜텍 제품이 차지하고 있고, 동사의 자신감은 괜히 나온 것이 아니다.

Point ③ 감당이 안될 정도로 빠르게 팔리는 III

정말,
불티나게 팔린다.

한편, 이러한 국내외 판매량 급증을 반증하듯 전방재고 또한 빠르게 소진되고 있다. KT&G가 '저장품'이라는 항목으로 관리 중인 디바이스 재고가 소진되는 속도를 보면 동사에게 앞으로도 주문이 쏟아질 것이다. 재고소진속도를 직접 알아보기 위해 [그림 2-16]과 같이 KT&G의 '저장품' 분기별 기말 재고현황을 팔린 재고의 양과 비교해보았다. 판매실적과 비례하는 디바이스 매출원가 ('저장품' 기초, 기말 재고자산과 당기매입액에서 역산)를 산출하였고, 이 매출원가 대비 디바이스 기말재고액을 통해 재고확보 현황을 분석하였다.

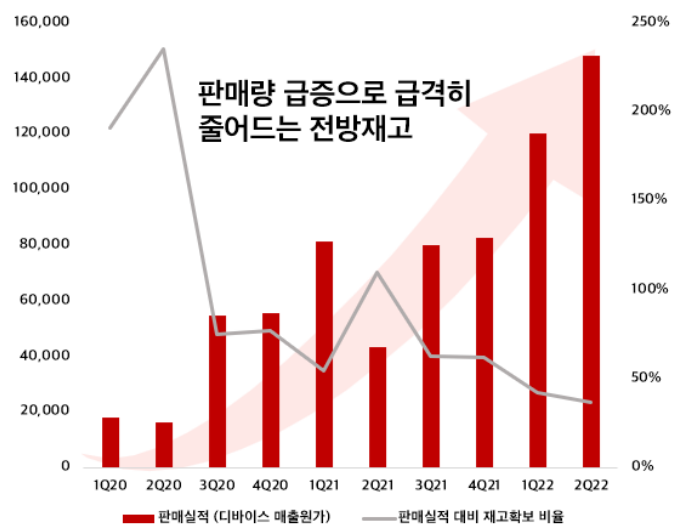
연초 동사에 동사 연간 매출 약 60%에 달하는 3,700억 원 규모 디바이스 주문이 이루어졌음에도 불구하고, '22년 2분기 기준 판매량 대비 기말재고는 약 36%로 더욱 빠르게 줄어들었다. 이 수치는 현재 전방인 KT&G가 1달 치 판매량을 감당할 수 있는 재고 정도만을 보유하고 있는 것으로 해석되며 최근 판매 추세를 보았을 때 그 소진속도가 더욱 가속화될 것으로 보인다.

그림 2-15. 올해 초 공시된 거대 공급계약 내용

단일판매 · 공급계약체결		전자담배 디바이스 공급
1. 판매 · 공급계약 내용	조건부 계약여부	미해당
	확정 계약금액	369,286,131,737
2. 계약내역	조건부 계약금액	-
	계약금액 총액(원)	369,286,131,737
	최근 매출액(원)	625,658,633,654
	매출액 대비(%)	59.02
3. 계약상대방		주식회사 케이티앤지
-최근 매출액(원)		5,301,617,653,949
-주요사업		담배 제조 및 판매업
-회사와의 관계		-

그림 2-16. KT&G 전자담배기기 재고 현황

(단위: 백만 원)



출처: 전자정보공시시스템, SMIC 4팀

출처: 각 사, SMIC 4팀

사업 확장을 위해 충분한 디바이스 재고 확보는 필수적!

이러한 재고소진은 현재 KT&G가 릴의 판매속도를 맞추기 위해 동사를 비롯한 KT&G의 벤더사들에 대한 주문량 증가로 이어질 수밖에 없고, 특히 KT&G 입장에서 이 디바이스 물량을 안정적으로 확보하는 것은 매우 중요하다.

사업성공을 위해
디바이스 재고확보는
Key!

앞서 설명했듯 꺾련형 전자담배를 소비하기 위해서는 불을 피우기 위한 라이터, 즉 디바이스가 꼭 필요하다. 때문에 전방에서 **전용 스틱 판매량을 빠르게 늘리기** 위해서는 **디바이스의 안정적인 재고 확보가 필수**이며, 디바이스 공급 부족은 전자담배 사업의 확장의 병목이 될 수 있는 매우 큰 위험요인이다. 담배회사 입장에서 디바이스를 안정적으로 공급해줄 벤더가 꼭 필요한 이유다.

대량 주문이 밀려 들어올 수밖에 없다.

공격적인 해외 진출과 빠르게 밀려드는 소비자들의 구입 증가 속도를 감당하기 위해, 전방 KT&G는 앞으로도 동사를 포함한 모든 벤더사들에게 디바이스 주문량을 늘릴 수밖에 없는 상황이다. 이는 특히 동사에게 거대 모멘텀으로 이어지고 있다.

초거대 계약,
앞으로 더 들어온다.

동사 IR에 따르면 올해 전체 계약물량의 약 80%가 매출로 인식될 것으로 예상하고 있으나, 업계에서는 90% 이상이 계약물량에서 연내 소진될 것으로 보고 있다. 본 보고서에서 밝힌 소진속도를 보았을 때 **현재 계약물량은 훨씬 더 빠르게 소진될 가능성이 높으며**, 그만큼 동사에게 추가 주문이 들어올 가능성은 매우 농후하다. 동사에게 대량 주문이 앞으로도 계속 이어질 수밖에 없는 것이다.

Point ④ 너, 나 없으면 안 될 걸? 동사의 벤더 지위가 견고한 이유

다 드루와 드루와~
지위를 지킬
2개의 진입장벽!

전방 KT&G의 수혜를 온전히 입을 동사의 벤더 지위는 앞으로도 견고해 보인다. 먼저, 동사와 같이 벤더로 등록되어 있는 경쟁사 **이오텍의 움직임이** 심상치 않고, 동사와 경쟁선상에 서기 위해 현재 혹은 잠재적 벤더들은 두 가지 장벽을 뛰어넘어야 하기 때문이다.

그림 2-17. 이오텍이 생산 중인 글로 신제품



출처: 이오텍, SMIC 4팀

그림 2-18. 국립전파연구원 '21~'22년 공식인증 현황

상호	기자재 명칭	모델명	날짜	현황 및 사용처
주식회사 틱스	전자담배	CQS-COOKIE	2022.09.21.	차이코스 저가 브랜드
(주)파트론	담배가열기	A-MONO-11	2022.07.08.	KT&G 벤더
(주)파트론	담배가열기	A-MONO-P11	2022.07.01.	KT&G 벤더
주식회사 제이엠스퀘	담배가열기	vaporplusV2	2022.06.10.	차이코스 저가 브랜드
주식회사 아이티엠반!	담배가열기	H-MONO-V11	2022.04.20.	KT&G 벤더
유한회사 몬스터즈	전자담배	CHIQU-Nine	2022.01.26.	차이코스 저가 브랜드
(주)파트론	담배가열기	H-MONO-21	2022.01.21.	KT&G 벤더
주식회사 바이퍼	전자담배	cqs-change	2022.01.13.	차이코스 저가 브랜드
(주)인터마인즈	스마트 담배 선반	smart cigarette ver	2022.01.07.	담배 디스플레이 진
유한회사 몬스터즈	전자담배	CHIQU-wave	2021.12.10.	차이코스 저가 브랜드
주식회사 제이엠스퀘	담배가열기	vaporplus	2021.08.03.	차이코스 저가 브랜드
주식회사 델키	가열기(전자담배)	TC-100	2021.07.02.	액상형 전자담배
주식회사 오지구	일회용전자담배	Mezzrow ORIGIN	2021.03.24.	액상형 전자담배
엠에스리테일	전자담배	KROMA-MG	2021.03.03.	액상형 전자담배
주식회사 아이스타	담배 지급 박스	invending	2021.02.07.	담배 홀더

출처: 국립전파연구원 및 언론사종합, SMIC 4팀

가장 큰 라이벌, 이오텍의 움직임이 심상치 않다.

KT&G 벤더 내 가장 큰 라이벌은 가장 장기간 동안 KT&G의 벤더 지위를 유지해온 **이오텍**이다. 이오텍은 지난 5년간 릴 하이브리드 시리즈의 **1차 벤더로서 하이브리드 실적**을 전담하였고, 동사 제품이 대박을 터뜨리기 전까지 KT&G 내 가장 큰 벤더였다. 그러나 최근

<p>이랜텍, 신뢰는 끝나고 소송은 시작됐다</p>	<p>KT&G의 믿음직한 옵션이었던 라이벌 이랜텍의 입지가 흔들리기 시작했다. 지난 6월 KT&G는 자신의 ODM 업체에 특허 소송을 제기하는 이례적인 일이 벌어졌고, 이랜텍 벤더 입지에 지각변동이 일어날 수 있는 상황이 초래되었다. 소송의 승패를 떠나, 디바이스의 안정적 공급 확보와 치열한 전방사 경쟁 상황 상 벤더의 신뢰는 어떤 경쟁력보다 중요하기 때문에 앞으로 KT&G향 물량을 기존처럼 유지할 수 있을지는 불투명하다.</p>
<p>4강 → 3강 체제의 KT&G 벤더!</p>	<p>작년 말부터 이랜텍은 글로의 신형 모델 ‘글로 프로 슬림’ 벤더로 새로운 고객사의 주문을 받기 시작하였고, 그동안 KT&G는 신형 하이브리드 모델 생산을 이랜텍이 아닌 파트론에 맡기는 움직임을 보였다. KT&G 벤더 4강 체제가 3강 체제로 좁혀지고 있는 것이다.</p>
<p>신규 경쟁사? 쉽지 않을걸...</p>	<p><i>산 넘어 더 큰 산, 장단기적으로 대체재는 나타나기 어렵다.</i> 특히 장단기적 관점에서 동사를 대체할 수 있는 새로운 벤더사는 쉽게 등장하기 어렵다. 단기적으로는 기존 벤더사 외에 KT&G의 물량을 받아낼 잠재업체가 보이지 않고, 동사는 장기적으로 타 벤더사가 진입하기 어려운 더 큰 진입장벽까지 보유하고 있기 때문이다.</p>
<p>KT&G 가 믿고 맡길 기술력의 업체가 없다.</p>	<p>먼저 단기적으로 전자담배기기 사업이 가시화되기 위해서는 국립전파연구원에 전자담배로 등록되어야 한다. [그림 2-18]과 같이 현재 등록된 전자담배기기 생산 업체 중 동사와 같은 KT&G 벤더를 제외하면, 모두 ‘차이코스’라는 저가 브랜드에 제품을 공급 중이거나 직접 생산 중인 업체다. 이미 기술력과 안전성을 보장받은 기존 벤더의 CAPA가 충분한 KT&G가 이들에게 ODM을 맡길 가능성은 희박해 보인다.</p>
<p>PMI의 해외 유통망 승인 받는 번거로움 은 굶이!</p>	<p>장기적으로 보았을 때에도 기존 KT&G의 벤더사인 파트론, 아이티엠반도체 등이 생산하는 제품들이 해외에서 판매되기 위해서는 결국 해외 유통을 전담하는 PMI의 승인을 받고 직접 그 시장에 판매가 이루어져야 한다.</p>
<p>특히 견고한 동사의 해외사업 장벽</p>	<p>현재 릴 시리즈의 해외 사업은 릴 솔리드 시리즈를 중심으로 이루어지는 점, 특히 PMI 입장에서 솔리드 시리즈를 선호할 수밖에 없는 전방상황을 고려할 때 당분간 그 두 가지 벽을 넘어 동사를 위협할 경쟁사는 나타나기 어려워 보인다. 쏟아지는 전방의 수혜와 이를 독점할 강력한 장벽, 동사의 전자담배 사업을 앞으로도 더 기대할 수 있는 이유다.</p>

E | 제 S H 롭게 S | 작해 - 투자포인트 2

보여줄게
완전히 달라진 나

동사의 최근 움직임이 심상치 않다. 지금껏 주력 사업이었던 휴대폰 case 사업이 아닌 **신사업에 막대한 자금을 투자함**으로써 '사양 산업'이자 **경기침체에 따른 모바일 시장 둔화**라는 딱지표를 떼고 새롭게 태어날 준비를 마쳤기 때문이다. 작년 8월 착공에 들어간 **850억원 Capa**의 동탄 2공장은 어느새 2Q22부터 **가동**되고 있으며, 완공이 채 끝나기도 전에 같은 규모의 **라인 증설**을 결정하여 **올해말 완공 예정**이다. 동사가 이렇게 빠르고, 자신 있게 신규 투자를 늘릴 수 있었던 이유는 무엇일까?

LG전자 Home 8
독점 공급
자신감 Level Up

바로 9월 21일 출시된 **LG 전자의 가정용 ESS 'Home 8'을 독점 공급**하기 때문이다. 갑작스럽게 포착된 가정용 ESS 관련 기류, 느낌이 좋다. ESS향 매출 올해 700억, 내년 1000억+α, '24년 2000억원을 IR 자료에 명시한 동사. 도대체 동사가 내비치는 **자신감의 내막**에는 어떠한 배경이 있을까?

이에 본 장에서는 아래의 사안들을 차례로 규명함으로써 **성장하는 ESS 산업의 수혜**를 동사가 누릴 수 밖에 없으며, 이를 기반으로 전자담배에 이은 또 한번의 **체질개선**을 꾀할 수 있음을 증명하고자 한다.

- a. **전력망 문제와 급등하는 전기 가격**에 고통받는 미국의 상황을 살피고
- b. 이를 해소하기 위해 왜 '태양광'과 '가정용 ESS'인지 확인하며
- c. IRA를 발판으로 이들에 대한 수요가 급등함으로써 폭발적으로 성장하는 시장을
- d. 왜 '동사'가 온전히 그 수혜를 누릴 수 있는지를 보임으로써 **리레이팅 필요성**을 *알아보자*.

3.1. 에너지, 급구합니다.

러시아의 에너지 무기화
→에너지 가격 급등!

그야말로 **에너지 대란**이다. 침략에 책임을 묻는 서방 제재에 러시아가 **에너지 무기화**로 맞불을 놓자, 전세계적으로 **에너지 가격이 급등**했다. 전 세계 **천연가스**와 **원유 생산량 2위**인 러시아가 밸브를 잠갔고, 러시아로부터 **천연가스 40%, 원유 27%**를 의존하던 EU는 비상이 걸렸다. [그림 3-1]가 시사하듯 전기 발전의 원료인 천연 가스와 원유 가격이 폭등함에 따라, **가정과 산업을 가리지 않고 전기 요금은 고공행진**했다.

그림 3-1. 국가별 에너지 가격 급등에 따른 영향

국가별 에너지 의존도와 가격 상승	
국가	비고
EU	러시아 천연가스 의존도 40%, 석유 27% → 러시아 파이프라인 PNG 공급량 축소에 가장 큰 타격
영국	10월부터 전기, 가스 요금 상한 80% 상승, 작년 대비 3배
독일	러시아 천연 가스 의존도 55%, Mwh당 85유로에서 850유로로 10배 상승
프랑스	Mwh당 85유로에서 1000유로로 11.8배 상승

에너지 가격
급등!

출처: 동사 IR, SMIC 4팀

'22 7월 전기요금
전년 대비 15% 상승
최다 상승폭!

미국도 예외는 아니었다. 전력 발전량의 **44.2%**를 천연가스로 생산하는 미국이었기에, 러-우

전쟁에 따른 천연가스 가격 상승에 속수무책으로 당했다. '22년 7월 평균 전기 요금은 1년 전보다 15% 뛰어 2006년 이후 **최다 상승폭**을 기록했고, **전국 평균 주거용 전기 요금**마저도 10년만에 가장 큰 **증가율인 8%**에 다다랐다. 그 결과, 가구들의 체납액은 '20년 대비 2배 수준으로 증가한 160억 달러를 기록할 정도로 높은 전기료는 사회적 문제로 대두됐다.

잡았다 요놈! 전력망의 노후화

사실 **전력과 관련된 논란**은 전기 '가격'뿐만 아니라 미국에서 **고질적으로 발생**하던 문제였다. 바로 전력망의 **노후화**에 따른 불안정한 전력 공급이다. 현재 미국 송배전망의 **30%**가 수명인 **30~40년**이 경과됐으며, **70% 이상은 25년**이 지났다. 미국 최대 전력 도매시장인 PJM은 당사 전력 설비의 66%가 공급된지 40년 이상이 됐다고 밝힐 정도다. 그 결과, 현재 미국의 **송배전 손실률은 6.6%**로 4.0%인 한국에 비해 높은 편이며, 전력 품질 저하 문제로 **매년 1,500억 달러의 경제적 손실**을 감수하고 있다. 그렇다면, 왜 미국의 전력망은 노후화됐을까?

그림 3-2. 미국 주별 전기료 상승률

(단위: %)

그림 3-3. 미국 대표 그리드 회사 AEP 전력망 노후화

미국 주별 전기료 상승분		2월 기준 13개 주가 10% 이상 상승!	AEP의 교체 필요한 전력망 자산 비중	
국가	전기료 상승률		단위: (million \$)	
하와이	17.9%		기대수명(년)	70
코네티컷	16.7%		기대 수명 초과 자산	6,107
플로리다	14.9%		10년 내 기대수명 초과할 자산	4,513
뉴욕	14.9%		10년 동안 총 교체 필요한 자산	10,620
일리노이	14.5%		전체 자산 中 비중	30%

출처: 미에너지부, SMIC 4팀

출처: AEP(미국 재생에너지위원회), SMIC 4팀

노후화의 이유 : 민간 소유!

그 답은 **전력설비의 소유권**에 있다. 현재 미국은 **민간에서 전력 설비를 소유**하고 있기 때문에, **투자비 회수가 어렵다**는 이유로 교체할 유인이 매우 적다. 이를 방증하듯, 1975년 이후 송전망에 대한 투자는 평균적으로 매년 1억 1,700만 달러씩 감소했다.

노후화도 서러운데 이상 기후까지 발생

엎친데 덮친격, 전력 설비의 노후화는 미국이 가뭄, 홍수, 혹한 등의 **이상기후**가 자주 일어난다는 점에서 더욱 심각한 문제로 다가온다. 유럽과 달리 미국의 배전 및 송전선(이하 그리드)은 대부분 지하에 묻히지 않고 **머리 위에 건설되어 강풍 및 기후 변화에 매우 취약**하기 때문이다. 그 결과, 실제로 '00년에는 24개 미만으로 발생하던 이상기후로 인한 대규모 정전은 '20년에 180개에 육박했으며, 미국 정전의 96%는 이상 기후에서 비롯될 정도이다.

정리하자면, 미국은 1) 러-우발 전기 가격 급등으로 **에너지 자립 필요성**을 절감했고, 2) 이 참에 **고질병인 에너지 공급 문제**를 해결하려 했다. 그렇다면 미국이 강구한 해결책은 무엇일까?

3.2. Red Sun! 난 태양만 바라봐~

해결책은 Renewable Energy! IRA로 든든하게 밀어줄게!

정답은 **신재생에너지**다. 이는 8월 16일 통과된 **IRA**을 파헤쳐보면 **유추**할 수 있다. \$3,740(481조원)가 탈탄소, 풍력, 태양광, 배터리 등의 재생에너지에 투자될만큼, 미국은 자국에서 안정적으로 컨트롤할 수 있는 재생에너지를 택했다.

진짜 주인공은 나야 나! 태양광 짱짱맨

하지만 이중 유독 태양광 섹터가 돋보인다. 주요 골자는 '24년에 폐지될 예정이었던 태양광의 ITC를 32년까지 30%로 확대한다는 내용이다. 그러나 이런 절대적인 규모보다도 **풍력 발전에 비하여 상대적으로 많은 공제에** 눈을 기울일 필요가 있다. [그림 3-4]에서 확인할 수 있듯, 제조자들이 받는 공제인 MPTC에서 태양광 에너지의 규모가 풍력에너지를 압도한다.

태양광만 ITC & PTC 모두 O!K! 10% 추가 공제도 O!K!

이뿐만 아니다. 태양광은 투자비에 대한 세액공제인 ITC와 전력 생산에 비해 미래에 받는 PTC 모두의 대상이기에, 둘 중 유리한 쪽을 택할 수 있다. 반면에 육상풍력은 ITC에서 제외됐다. 또한, **해상 풍력**은 에너지 부족 지역에 설치 시 주어지는 10% 추가 공제 대상에서 제외된다. 예컨대, 추가 공제 대상의 태양광 업체는 \$26/Mwh에서 \$28.6.Mwh로 10% 증가한 PTC와 30%에서 40%로 33% 증가한 ITC 중 유리한 쪽을 선택하면 된다. 결국 태양광이 해상, 육상 풍력보다 더 파격적인 세액 공제 조건을 받은 셈이다.

그림 3-4. IRA내 태양광과 풍력 MPTC 차이 (단위: 별도 표기)

그림 3-5. 에너지원별 세액공제 변화

MPTC(Manufacturing Production Tax Credit)			
태양광 에너지		>>	풍력에너지
셀	4cent/w	블레이드	2cent/w
웨이퍼	\$12/m ²	나셀	5cent/w
폴리실리콘	\$3/kg	타워	3cent/w
Polymeric Backsheet	40cent/m ²	고정식 플랫폼	2cent/w
모듈	7cent/w	부유식 플랫폼	4cent/w

에너지원별 세액공제 변화		
에너지원	ITC	PTC
태양광	기존 존재	신규 적용
육상풍력	적용 제외	기존 존재
해상풍력	기존 존재	기존 존재

출처: IRA 원문, SMIC 4팀

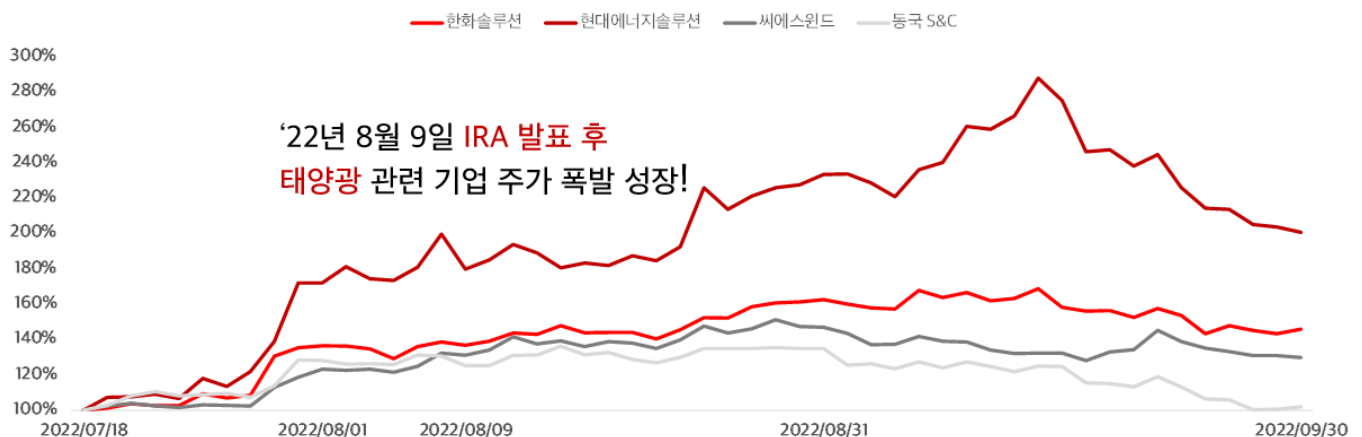
출처: 미국 의회, SMIC 4팀

진짜 주인공 태양광 시장은 알고 있었다!

시장 역시 IRA의 Exposure가 풍력보다는 태양광쪽에 더 크다는 점을 반영한 모습이다. 아래 표가 시사하듯, 태양광 관련 주식들은 풍력관련주에 비해 주가 상승폭이 뚜렷히 크다. 한화솔루션은 조지아 공장에서 1,190억원/년의 MPC를 받을 수 있다는 기대감으로 PER 9.2배에서 13배로 꺾충 뛰었고, 현대에너지솔루션은 태양광 모듈 판매액이 전사 매출의 90%를 차지해 IRA 대표 수혜주라는 논리로 주가가 고점 기준 61% 급등했다. 반면에 씨에스윈드, 동국 S&C 등은 이에 비해 시장의 반응이 미지근했다.

그림 3-6. 풍력과 태양광 관련주 주가 반응 비교

(단위: %)



출처: SMIC 4팀

3.3. 아아, 종착역은 RESS입니다.

불안정한 전력 공급
공극적인 해결책
: 태양광 짝공 RESS

그렇다면 도대체 왜 미국 정부는 태양광을 내놓고 밀어주는 것일까? 사실 직관적으로는 전기 가격의 폭등을 빨리 해결하기 위해 완공까지 3년이 걸리는 풍력보다는 1년만 소요되는 태양광이 더 끌림은 자명하다. 하지만 본 절에서는 가정용 태양광이 가정용 ESS(이하 RESS)와 시너지가 크다는 점에 주목하여 불안정한 전력 공급의 **공극적인 해결책이 RESS**임을 제시하고자 한다. 논의의 순서는 다음과 같다.

1. 확대되는 신재생 에너지 속 송배전의 노후화 문제는 더 큰 문제로 대두되며
2. 그렇기에 송배전이 불필요한 '가정용'이 Key라는 점에서 태양광이 풍력보다 용이하며
3. 태양광의 성장은 곧 RESS의 성장임을 보이하고자 한다

태양 + 풍력
2.3% → 11.9%
IRA로 본격화 예정!

태양광과 풍력에서의 발전은 '10년 2.3%에서 '21년 11.9%까지 나날이 증가하였으며, '22년 IRA를 기점으로 큰 기울기는 더욱 가파라질 예정이다. 하지만 이렇게 태양광/풍력 발전이 증가하는 추세 속에서 전력망의 노후화는 신재생의 '간헐성' 때문에 더욱 큰 위협으로 다가온다.

신재생 에너지 '간헐성'
+ 그리드 = 전력 차단!

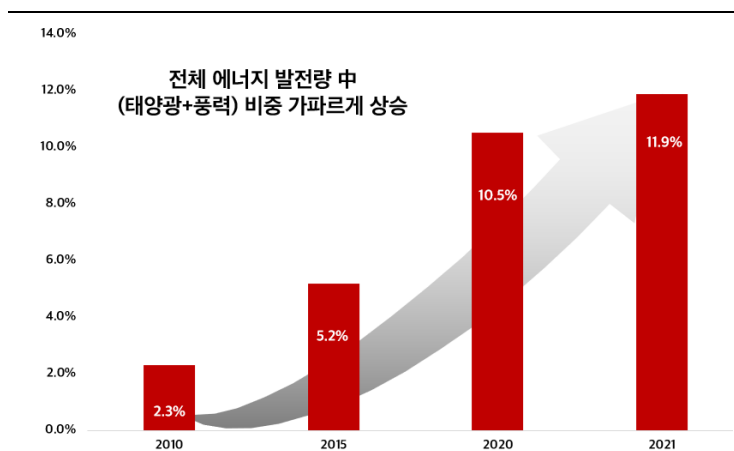
신재생에너지는 기후에 따라 발전량이 달라지기 때문에 생산량이 불규칙적이다. 안정적인 전력의 공급이 본질인 발전에서 생산량을 통제하기 어렵다는 자체만으로도 신재생에너지는 만능해결책은 아니다. 그러나 더 큰 문제는 이 '불규칙성'이 그리드를 만났을 때다. 불규칙적인 생산량은 발전소에서 공급되는 전력의 양과 소비되는 양이 균형을 이뤄야 하는 그리드의 안정적인 전력 흐름을 깨기 때문이다. 따라서 전력이 부족하거나 과잉공급되면 안전을 위해 그리드가 차단되고, 이에 따라 정전이 일어날 확률이 커진다.

간헐성 + 노후화 그리드
= 대참사!

설상가상으로, 그리드의 노후화는 이 문제를 더욱 증폭시킨다. 실제로 미국은 이 문제를 인지해 풍력 발전기를 설치할 때 효율이 떨어지더라도 대용량이 아닌 작은 발전기를 사용할 정도다. 그리드가 정상 작동해서 과잉공급 시 자동으로 차단되면 정전 사태로 끝나겠지만, 노후화된 전력망에서는 과잉공급시 그리드가 폭발하는 대참사가 일어날 수 있다.

그림 3-7. 태양광 풍력 발전 증가 비율

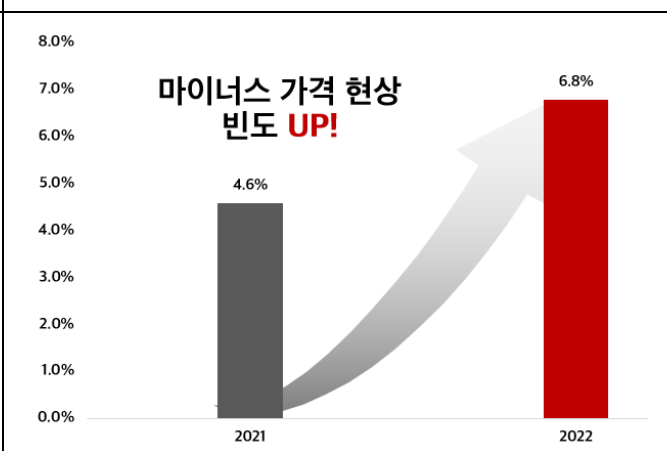
(단위: %)



출처: EIA(미국에너지 관리청), SMIC 4팀

그림 3-8. 마이너스 가격 현상의 증가

(단위: %)



출처: EIA(미국에너지 관리청), SMIC 4팀

신재생 에너지
과잉 전력 생산
→ 마이너스 가격

이런 부작용을 방증하듯, 재생에너지의 비중이 높아짐에 따라 에너지 가격이 마이너스로 떨어지는 현상이 비일비재해지고 있다. 발전한 주체가 돈을 내면서 전기를 파는 이 아이러니한 현상은, **과잉으로 생산한 전력을 배송하지 않는다면 그리드가 폭발할 수 있기** 때문에 발생한다. 실제로 8월 기준 **6.8% 동안 가격이 zero 아래로 떨어졌는데**, 이는 4.6%였던 작년에 비해 무려 1.5배나 뛴 수치다.

그리드 전량
교체 불가능!
8만 마일 육박

혹자는 그리드를 전량 교체하면 되는 문제가 아니냐는 물음을 던질 수 있지만, 이마저도 **쉽지 않다**. 미국은 전력 배전 산업이 자유경쟁체제로 **민간 기업들이 운영**하기에, 그리드를 교체할 경제적인 유인이 매우 적으며, 수명을 한참 지난 50년 이상의 그리드만 **교체하더라도 전체의 25%, 8만 마일의 그리드를 바꿔야 하는 셈이다**. 재생에너지 발전소가 계속해서 만들어짐에 따라 **신규 그리드 비용도 막대한 지금**, 현실적으로 이들을 교체하는 건 불가능하다.

정답의 Key!
그리드가 없는
'가정용' '태양광'

결국 이 모든 문제의 **실마리는 그리드에서 자유로운 '가정용'**이다. 가정에서 직접 발전한 전기를 사용한다면 부실한 그리드에서부터 파생되는 문제를 짚어질 필요가 없기 때문이다. 이렇듯 **가정용이 궁극적인 해결책**이라는 점에서, 소형화가 무의미한 **풍력용보다는 태양광**에 더 많은 혜택이 주어짐이 납득된다.

3.4. 간헐성을 지속성으로! LEVEL UP, 가정용 ESS

IRA 신규 스카우트
ESS~ 그만큼
크고 소동해

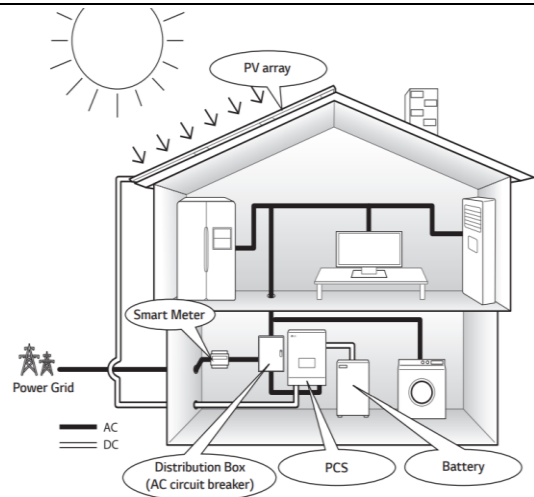
그리고 지금 여기, IRA에 신규 추가된 항목이 있다. 전술한 **태양광은 기존에 존재하던 세액공제를 복원하여 연장**하는 형태였다면, ESS는 구매 시 30% 세액공제를 제공하는 내용을 **새롭게 법제화될 정도로 그 중요성을 인정**받았다. 이는 에너지 저장 장치인 ESS를 가정에 잘 구비한다면, 전술한 **신재생에너지의 간헐성을 해결**할 수 있기 때문이다.

그림 3-9. LG전자의 Home 8



출처: LG전자, SMIC 4팀

그림 3-10. RESS와 태양광



출처: LGES RESU 설명서, SMIC 4팀

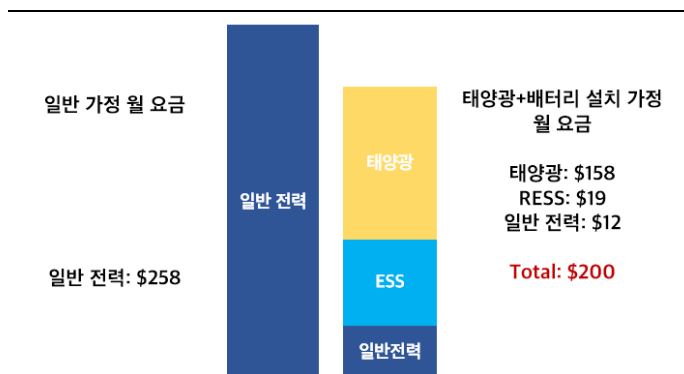
태양광 확대
→ 잉여 Energy
저장 필요성 확대

특히나 IRA에서 가장 큰 수혜를 받는 태양광이 더욱 널리 보급됨에 따라 RESS를 구비할 동기는 더욱 커진다. RESS를 통해 남는 에너지를 저장하여, 발전량의 불규칙성을 보완하고 전기료가 높은 시간 때 태양광으로 충전한 RESS를 사용할 수 있기 때문이다. 이를 가리키듯 이론적으로도 **태양광 1GW당 ESS 2.8GWh의 설치가 필요하다**.

매년 \$696
아끼는데도 안 써?

예시를 통해 RESS를 구비한 가구가 가질 **경제적인 유인**을 살펴보자. RESS가 부재한 캘리포니아 서부 가구는 평균적으로 \$258를 매달 전기료로 지출했지만, 태양광 패널과 RESS를 갖춘 가구는 리스로 포함 \$200를 지불했다. 즉, 1년에 \$696이라는 거금을 아낄 수 있다.

그림 3-11. 태양광 User vs 미User 전기료 비교 (단위: \$)



출처: Sunrun California, SMIC 4팀

그림 3-12. 미국 소비자들의 RESS 미설치 이유 (단위: %)

가정용 ESS 설치를 망설이는 이유 (단위: %)	
아직 잘 몰라서	5.2
너무 비싸서	45.8
필요하지 않아서	9.3
전기요금 절약이 유의미하지 않아서	10.4
기타	21.8
모른다	7.2

출처: itron, 2019 SGIP Energy Storage, SMIC 4팀

IRA 30% 지원!
구입 비용도 OK
독일처럼 ESS 확대

그러나 가장 큰 걸림돌은 **구입 비용**이다. 지금까지 RESS 구매를 망설인 가장 큰 이유인 높은 가격은 IRA를 통해 RESS 구매 금액의 30%가 공제 되기 때문에, IRA를 기점으로 RESS의 보급률은 더욱 빠르게 증가할 예정이다. 이는 선례인 독일의 사례를 통해 확인할 수 있다. 독일은 가정용 ESS 투자금의 30%를 보조금으로 지원하고, 작년부터는 태양광 발전용량 30KW를 초과하지 않는 가정에 대해서는 각종 세금을 면제해줬다. 그 결과, 지난해 독일에 설치된 ESS 중 93%인 1,347KWh가 가정용 ESS로 나타날 정도로 보조금의 힘은 위대했다.

먹거리가 넘쳐나는
RESS 시장!
LG 전자와 동사도 Join

정리하자면, 가정용 ESS 업체들이 먹거리가 넘쳐나는 미국 시장에 신규 진출함은 당연한 수순이고, LG전자 역시 이에 편승했다. 그리고 지금 여기, 동사가 LG전자 ESS의 배터리팩 설계부터 제조까지 독자적으로 맡게 되었다. 가전계의 큰 손 LG전자가 미국 진출을 위해 선택한 동사, 눈이 안 갈 수가 없다.

3.5. 그리고 여기, 동사가 있다.

성공 요건
① 속력 ② 안전성

그렇다면 왜 LG전자는 단독 ODM공급 업체로 동사를 선택할 수밖에 없었던 것일까? 이는 가정용 ESS 시장에서 성공하기 위한 두 가지 요인인 1) 속력과 2) 안전성 측면에서 바라보자.

폭발하는 수요 속
속력이 중요!

먼저, 동사는 다양한 업계에서의 배터리팩 레퍼런스를 바탕으로 가파르게 증가한 RESS의 수요를 재빠르게 흡수할 수 있다. 최근 선발주자인 가정용 태양광 패널이 견조하게 성장함에 따라, 잉여 에너지를 저장할 수 있는 RESS에 대한 수요도 증가 중이다. 특히 기존에 소비자들 RESS 설치를 망설이게 한 원인인 가격도 IRA로 30% 보조받으면서, 병목이 해소됐다. 그리고 이 수혜를 누리기 위해선 배터리팩을, 빠르게 만들 수 있는 '속력'이 중요하다.

삼성전자, Honda도
킹성한 배터리팩
신속! 안전! 저입니다

그리고 동사는 그 누구보다 빨리 달릴 준비가 됐다. 스마트폰이 태동하기 전인 '02년부터 현재까지 삼성전자의 모바일, 노트북, 청소기에 내장되는 배터리팩을 전담생산하였다. 업력을 인정받아 '20년부터는 세계 1위 모터바이크 업체 Honda도 동사에게 e-mobility에 내장되는 배터리팩 공급을 맡겼다. 다방면에서 배터리팩을 다룬 노하우를 고려하면, 동사만큼 LG전자

와 **빠르고 안전하게** RESS를 ODM으로 양산할 수 있는 업체는 없을 것이다.

**‘속력’ + 안전성
= ‘속도’**

그러나 무작정 빠르다고 좋을쏘냐. 동사는 가장 **안전한 배터리**를 만듦으로써 ‘속력’을 올바른 방향으로 나아가는 ‘속도’로 바꾸어주며 LG전자의 선택이 틀리지 않았음을 증명했다. 바로 UL9540A를 **‘세계최초’**로, **‘단번에’** 거머쥐었기 때문이다.

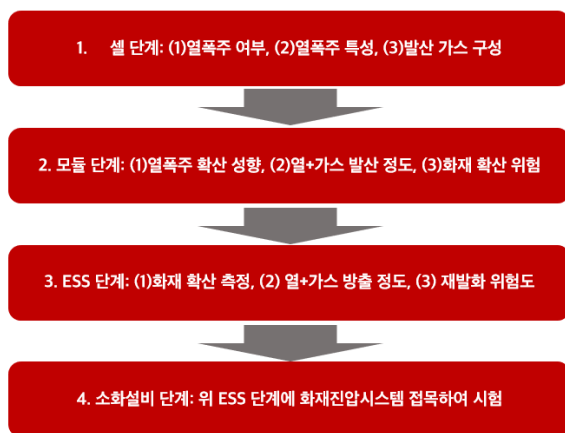
**UL9540A
세계 최초!
원샷 원킬!**

안전성은 배터리팩에 있어 가장 중시되는 요소다. 한번 터지면 기업에 대한 **신뢰도가 저하**되는 것은 물론, **대규모 리콜**에 따라 막대한 비용이 발생하기 때문이다. 실제로 북미 시장에서 ‘21년 **23%의 시장점유율**을 자랑하던 **LG에너지솔루션**마저 ‘21년 4월 배터리팩에서 화재가 나며 ‘17년 3월부터 ‘18년 9월까지 생산한 배터리팩과 RESU(LGES RESS)을 **전량 리콜**했다. 실제로 대당 **\$8,000**달러를 호가하는 RESU는 호주에서만 **7,200대**를 리콜한 대목에서 한번의 화재가 기업에 얼마나 큰 경제적인 출혈을 유발하는지를 유추할 수 있다.

**안전성 검사의
최종 BOSS
UL9540A**

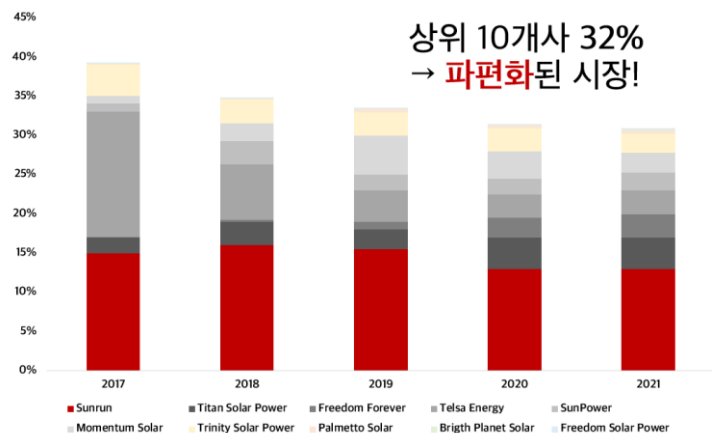
그리고 UL9540A는 이 **안전성 검사의 끝판왕**이다. UL에서 제안한 열폭주에 의한 화재 안전 테스트로써, 시스템의 각 부분부터 전체까지 단계적으로 모든 화재 가능성을 엄밀히 시험하는 방법이다. 현존하는 인증 중 안전성을 가장 담보하는 만큼, 북미에서 ESS를 판매하려는 업체들이 이를 벤치마크로 설정함은 자명하다. 그럼에도 현재까지 시장의 강자인 테슬라, **삼성 SDI도 UL9540A만을 취득했을 뿐, 동사만이 유일하게 UL9540A의 시험을 통과**했다.

그림 3-13. UL9540A 시험 과정



출처: UL 홈페이지, SMIC 4팀

그림 3-14. 태양광 상위 10개 업체 점유율 비중 (단위: %)



출처: woodmackenzie, SMIC 4팀

**설치사업자들의
설렘 Point!**

동사 제품의 **안전성**은 실질적인 수요를 담당하는 **설치사업자들에게 큰 메리트**로 작용한다. 소비자의 직접 설치가 어려워 **B2B 형태로 설치사업자를 통해 공급**되는 ESS시장은 1위 업체인 Sunrun(12%)를 제외하고 **상위 9개사가 23%**일 정도로 **매우 파편화**되어 있다. 따라서 한번이라도 **화재가 나면**, 레퍼런스가 중요한 업계 특성상 새로운 브랜드를 모색하기도, 실추된 위상을 **복구하기도 어렵다**. 요컨대, 파편화되어 있는 시장 속 한번의 실수로 경쟁자들에게 자리를 내줄 수 있기에, 설치사업자들에게 **안전성은 RESS의 가장 중요한 요소**다..

**벌써 85% 가동률 +
공격적 증설 계획 +
다변화 우려 x!**

결론적으로 LG전자와 설치업자 입장에서 동사는 최고의 선택이다. 이를 증명하듯, 동사의 가동률은 완공된 이후 한분기도 안되어 85%에 육박했고, 곧바로 **같은 규모의 라인을 11월까지**

추가 증설할 계획을 갖췄다. 혹자는 LG전자가 벤더 다변화할 가능성을 우려하겠지만, LG전자와 동사의 ODM공급 계약이 '배타적'이라는 사실은 LG전자의 RESS 시장 진출과 성장에 동사가 동행한다는 것을 여실히 드러낸다.

3.6. 선생님, 질문 있습니다~ 침투 여력은요?

지금까지는 전방이 왜 동사를 불가항력적으로 선택할 수밖에 없는지를 서술했다. 논의를 한 단계 더 심화하여, 동사의 제품이 얼마나 팔릴지를 침투 가능한 Room을 분석하여 정량적으로 보여보자. 이를 위해 아래 [그림 3-16]과 같은 논리를 구성해보았다.

그림 3-15. 동사의 가정용 ESS 침투 여력

가정용 ESS 침투 여력 (단위: 별도 표기)		가정용 ESS 침투 여력 (단위: 별도 표기)	
美 가정 태양광 발전량 (kWh)	47,710,000,000	Target 가능 잉여전력용량(kWh)	9,473,343,026
차감: 美 가계 전력 사용량 中 태양광 발전량	37,360,656,974	÷ (사용빈도 x 동사 제품 용량) (kWh)	1,200
= 美 가계 전력 소비량 (kWh)	1,473,357,270,000	= 전체 시장 Target 가능 대수	7,894,453
x 가정용 태양광 패널 침투율	3.4%	x LG에너지솔루션 초기 시장 점유율	7%
x 태양광 자급률	75%	= LG전자 제품 예상 수요 대수	552,612
= 가정 내 태양광 발전 잉여 전력량(kWh)	10,349,343,026		
차감: 경쟁사 RESS 연간 총 사용 전력 용량	876,000,000		
= 경쟁사 RESS Full-Capacity(kWh)	7,300,000		
x RESS 사용 빈도(회)	120		
= Target 가능 잉여전력용량(kWh)	9,473,343,026		

동사 22년 CAPA 7.2만 대,
23년 CAPA 14.4만 대 예상

출처: Sunrun, 미국 에너지 관리청, IRA, SMIC 4팀

- 가정내 태양광 발전 잉여 전력량은 모든 RESS 회사들이 Targeting할 수 있는 시장 규모다. 이를 추정하기 위한 태양광 자급률은 75%를 사용했다. 이는 IRA 내 ITC가 매달 사용한 전력의 75% 이상이 태양광에서 발전한 경우, 그 비율 (75%~100%) x 30%를 보조해준다는 내용에서 착안, 보수적인 추정을 위해 세제혜택의 하한선인 75%를 적용했다.
- 동사가 침투할 수 있는 Room을 의미하는 Target 가능 잉여전력용량을 추산하기 위해 위 수치에서 경쟁사들의 RESS 연간 총 사용 전력 용량을 계산하였다. 상위 10개사들이 시장을 과점한다는 점에서, 10개사들의 Capa를 조사하여 반영해주었다. RESS 사용 빈도는 보수적인 추정치를 위해 3일에 한번씩 RESS를 사용한다고 가정하였다.
- 동사의 예상 점유율은 LG에너지솔루션의 북미 진출 당시의 초기 점유율인 7%를 사용했다. 이는 1) 당사 LGES 제품과 달리 동사 제품은 전력을 효율적으로 관리해주는 BMS(Battery Management System)를 탑재하고 타 가전제품과 Think Q로 연동된다는 점, 2) RESS에서 유일하게 UL9540A를 취득하여 안전성이 독보적이라는 점, 3) '22년 기준 시장점유율 2위인 LGES이 리콜 사태로 '23년 하반기까지는 판매가 불가능해 침투 시장이 더 크다는 점 등을 감안하면, 이는 충분히 보수적이라고 판단했다.

결론적으로 동사가 아무리 보수적으로 추정해도 침투할 수 있는 Room은 동사의 '22년 Capa 7.2만대(850억원)과 '23년 Capa 14.4만대(1700억원)를 채우고 남는다. 동사가 연이어 공격적인 증설 계획을 집행하고, 심지어 '23년 하반기에는 새로운 공장을 지을 계획을 확정했다는 자신감은 위 논리 속에서 나오지 않았을까?

매출 추정

매출추정								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	1H22	2022E	2023E
매출액	585,717	451,808	729,025	625,659	763,549	557,068	1,164,976	1,337,623
전자담배	0	0	0	8,040	101,142	172,426	332,358	399,893
매출 비중(%)				1.3%	13.2%	31.0%	28.5%	29.9%
전자담배 ASP (원) : $b \cdot c \cdot (1+a)$				-	41,698	41,698	39,196	36,844
a) 판가 하락률 (%)				-	-	-	-6%	-6%
b) KT&G '21년 기기 판매대수 (백만 개)				-	3.79	-	-	-
c) KT&G 內 동사 기기 점유율 (%)				-	64%	-	-	-
동사 판매대수 (백만 개) : $b \cdot c \cdot (1+d)$				-	2.43	-	8.48	10.85
d) 판매대수 성장률 (%)				-	-	-	-	28%
아이코스 '18 판매대수 증가율 (%)				-	-	-	-	41%
활인: 릴-아이코스 시장침투율 차이 (%)				-	-	-	-	32%
배터리팩	160,251	110,824	146,164	160,879	87,134	63,355	175,231	298,599
1) 가정용 ESS	0	0	0	0	0	0	48,167	153,000
매출 비중(%)							4.1%	11.4%
a) Full Capa(백만 원)							85,000	170,000
b)가동 개월수							8	12
c) 가동률							85%	90%
2) 휴대용 배터리팩	72,784	13,795	29,257	49,052	38,645	11,800	23,079	23,253
매출 비중(%)	12.4%	3.1%	4.0%	7.8%	5.1%	2.1%	2.0%	1.7%
a) 삼성전자 스마트폰 출하량 (백만 대)	318	292	295	267	272	136	266	268
b) 출하량 대비 배터리팩 매출 (원)	229	47	99	184	142	87	87	87
3) E-Mobility ('21.3Q부터 반영)	0	0	0	0	7,868	8,743	18,361	36,722
매출 비중(%)					1.0%	1.6%	1.6%	2.7%
4) 노트북용 배터리팩	81,285	69,675	73,405	75,767	5,239	834	1,668	1,668
매출 비중(%)	13.9%	15.4%	10.1%	12.1%	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%
5) 기타 배터리팩	6,182	27,354	43,502	36,060	35,382	41,978	83,956	83,956
매출 비중(%)	1.1%	6.1%	6.0%	5.8%	4.6%	7.5%	7.2%	6.3%
휴대폰 부품 (케이스, 충전기 등)	296,835	286,795	498,310	339,405	444,057	198,117	411,047	392,792
매출 비중(%)	50.7%	63.5%	68.4%	54.2%	58.2%	35.6%	35.3%	29.4%
기타	128,631	54,189	84,551	117,335	131,216	123,170	246,340	246,340
매출 비중(%)	22.0%	12.0%	11.6%	18.8%	17.2%	22.1%	21.1%	18.4%

1) 전자담배 매출

'22년 전자담배 매출액은 상술했듯 릴 시리즈 판매량 급증과 계약 조건을 감안해 연초에 체결한 3700억원 공급계약의 90%를 소진할 것으로 예측했다. 이후 '23년 전자담배 매출액은 계약 가이드선의 부재로 P X Q 논리를 적용했다. 먼저 판매가격 추정은 '21년 ASP를 역산 후 b) 작년 KT&G 릴 시리즈 기기 판매 수량에 c) 동사 벤더 비중을 곱해 '21년 동사 기기판매수량을 구하고, 전자담배 사업부 매출액에서 이를 나눠 '21년 ASP를 역산했다.

해외 확장과정에서 판매가격이 낮은 국가로의 진입과 재구매 유도를 위한 프로모션 등으로 앞으로 국내외 솔리드 2.0평균 판매가는 하락할 것으로 판단, '22년 1분기~3분기 6개월 간 릴 솔리드 2.0 제품의 국내외 평균 판매가가 약 3% 하락한 것을 고려하여 향후 ASP가 매년 6%씩 하락한다고 가정하였다. 판매가 하락에 대한 구체적인 내용은 Appendix에 기입해 놓았다.

판매대수는 '22년 추정 실적에서 역산한 동사 기기판매대수에 앞서 서술한 바와 같이 릴의 현재 해외확장과 가장 유사한 흐름을 보이는 아이코스의 '18년 판매대수 성장률을 적용했다. 다만 '18년 당시 궤련형 전자담배 시장이 지금보다 훨씬 빠르게 성장하던 개화기임을

감안하여, 5년 전 전세계 전자담배 시장침투율(12.5%)과 올해 침투율 (19%)차이를 할인해 성장률을 적용했다. 이를 통해 전자담배 사업부 최종 매출액을 산출했다.

2) 가정용 (RESS 매출)

‘22년은 동사 Capa의 1라인이 5월에 완공됐고, 2라인은 11월말에 증설된다는 점에서 8개월치 만큼을 850억원 Capa에 곱해주었다. ‘23년은 [그림 3-16]의 논리를 통해 LG전자 제품 수요 대수가 동사 Full Capa의 4배에 달하지만, 보수적인 추정을 위해 90% 가동률을 이용했다.

위 방법을 사용한 이유는 다음과 같다. RESS의 가격과 구체적인 수량 모두 NDA(Non Disclosure Agreement)로, P와 Q의 역산이 불가능했다. 나아가 RESS의 매출이 3Q22부터 인식되기에 과거 데이터를 활용할 수 없다는 어려움이 있었다. 따라서 본 보고서는 유일한 단서인 동사의 Capa를 매출 추정에 이용하기 위해 [그림 3-16]과 같이 침투할 수 있는 Room과 그 속의 침투율을 구했을 때 동사의 Full capa를 훨씬 능가함을 보였다. 그 결과, ‘23년에 동사는 Full Capa를 소화할 수 있음에도 보수적 추정을 위해 가동률 90%를 곱해주었다.

혹자는 추정치가 공격적인지 의아해할 수 있다. 그러나 동사가 1) 최근 연속해서 공격적인 증설을 해왔고, 2) IR측이 내년 초 새로운 RESS 공장 건설을 확정했다는 점에서 현재 Capa를 충분히 소화할 수 있음을 확신했다. 또한, 3) LG전자 RESS가 미국뿐만 아니라 유럽에도 진출함을 간과할 수 없다. 유럽 역시 REPowerEU를 통해 ‘25년까지 현재 태양광 발전용량의 2배를 증설한다는 점에서 RESS를 향한 수요가 폭발적으로 증가한 미국의 시나리오가 데칼코마니처럼 적용된다. 따라서 앞서 보인 미국에서의 Room과 더불어 유럽시장에서의 강력한 drive는 동사가 ODM 제품을 ‘만드는 족족’ 팔릴 수밖에 없음을 강력하게 입증해준다.

3) 그 외 배터리팩과 기타 매출

휴대폰용 배터리팩 매출은 삼성전자 스마트폰 출하량을 기준으로 계산하였다. 전체 출하량 대비 동사 매출의 비중이 감소 추세에 있는 이유는 해당 공장의 CAPA를 신사업부에 투입했기 때문이라고 판단하였고, ‘22년 상반기 수치를 그대로 유지했다.

E-Mobility 배터리팩은 인도 신규 법인 EPI에서 생산하여 Honda에 납품하는 제품으로, ‘21년 3분기부터 양산을 시작했다. 사업 초기 단계로 합리적인 추정이 어렵기에, 작년과 올해 분기의 평균을 내서 ‘22년 하반기 매출을 추정했다. 사측에 의하면 1개 라인당 200-250억의 매출이 발생하고, 근시일 내 추가 증설을 고려한다는 점을 감안해 ‘23년 매출을 추정하였다.

노트북용 배터리팩은 전방 산업의 악화로 축소되고 있는 사업부문으로, 올해 급격히 감소한 추세를 반영해 상반기 매출을 flat 처리했다. 휴대폰 케이스는 삼성전자에 납품하는 인도 ‘라이페이코리아’와 베트남 법인을 구분했다. 삼성전자는 작년 ‘무선사업부 해외 생산거점 개편안’ 속 베트남의 의존도를 줄이고, 인도 CAPA를 점차 확대하겠다는 점을 반영, 삼성전자의 CAPA 변동률을 동사의 생산기지 매출에 연동하여 휴대폰 케이스 매출을 계산했다.

Valuation - Peer PER Valuation

5.1. 매출원가 & 판관비 추정

매출원가 추정											
(단위:백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	1H22	2022E	2023E
매출	602,202	585,717	451,808	729,025	625,659	763,549	279,735	277,334	557,070	1,164,976	1,337,623
매출원가	539,070	532,242	410,474	646,403	564,703	678,511	239,202	239,259	478,462	1,020,422	1,137,886
매출원가율	89.5%	90.9%	90.9%	88.7%	90.3%	88.9%	85.5%	86.3%	85.9%	87.6%	85.1%
GPM (%)	10.5%	9.1%	9.1%	11.3%	9.7%	11.1%	14.5%	13.7%	14.1%	12.4%	14.9%
원재료비 (*)	413,296	392,673	269,065	423,623	363,411	420,222	154,410	133,726	288,136	621,857	682,546
% of sales	68.6%	67.0%	59.6%	58.1%	58.1%	55.0%	55.2%	48.2%	51.7%	53.4%	51.03%
인건비	37,593	47,934	55,154	62,176	56,413	68,156	19,954	22,327	42,281	98,083	112,618
% of sales	9.1%	8.2%	12.2%	8.5%	9.0%	8.9%	7.1%	8.1%	7.6%	8.4%	8.4%
유무형자산 상각비	16,401	16,251	19,101	21,476	19,329	22,628	5,459	6,459	11,918	23,873	25,118
% of sales	2.7%	2.8%	4.2%	2.9%	3.1%	3.0%	2.0%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%
+YoY	-	-149	2,849	2,376	-2,147	3,298	-	-	-	1,245	1,594
세금과공과	별도 공시 X						38	39	77	매출 대비 비중	
운반비							2,049	2,486	4,536	6.7% 일괄 적용	
지급수수료							1,158	499	1,656		
외주가공비 (*)							15,377	15,377	30,753	78,053	89,621
기타비용	71,781	75,383	67,155	139,128	125,550	167,506	40,758	58,346	99,104	198,556	227,982
% of sales	12%	13%	15%	19%	20%	22%	15%	21%	18%	17%	17%
판매비와관리비	43,896	47,999	40,083	46,344	45,998	50,835	14,766	17,217	31,983	68,802	77,919
판관비율	7.3%	8.2%	8.9%	6.4%	7.4%	6.7%	5.3%	6.2%	5.7%	5.9%	5.8%
OPM (%)	3.2%	0.9%	0.3%	5.0%	2.4%	4.5%	9.2%	7.5%	8.4%	6.5%	9.1%
급여	14,071	15,351	11,834	13,870	14,247	14,588	3,944	4,219	8,163	16,326	18,065
직원 수	318	289	254	281	295	316	324	356	356	-	-
% of sales	2.3%	2.6%	2.6%	1.9%	2.3%	1.9%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
퇴직급여	832	890	1,074	1,081	924	793	397	208	605	1,132	1,253
% of 급여	5.9%	5.8%	9.1%	7.8%	6.5%	5.4%	10.1%	4.9%	7.4%	6.9%	6.9%
복리후생비	3,338	3,948	3,395	4,325	3,296	3,922	686	669	1,355	3,930	4,349
% of 급여	23.7%	25.7%	28.7%	31.2%	23.1%	26.9%	17.4%	15.9%	16.6%	24.1%	24.1%
세금과공과	3,373	2,604	3,009	1,526	2,589	2,108	671	632	1,303	2,535	2,535
% of sales	0.6%	0.4%	0.7%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
운반비	6,097	6,508	5,030	5,322	4,130	3,275	945	2,694	3,639	7,289	8,369
% of sales	1.0%	1.1%	1.1%	0.7%	0.7%	0.4%	0.3%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%
지급수수료	3,475	3,507	609	351	2,791	4,570	1,204	1,125	2,329	4,717	5,416
% of sales	0.6%	0.6%	0.1%	0.0%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
대손상각비	147	669	820	1,453	383	151	162	65	227	604	604
% of sales	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
감가상각비	454	514	612	1,326	1,074	1,605	464	367	831	1,663	2,193
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
경상개발비	5,468	6,670	5,272	7,826	10,526	14,275	4,591	5,293	9,885	20,684	23,749
% of sales	0.9%	1.1%	1.2%	1.1%	1.7%	1.9%	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
무형자산상각비	427	368	252	221	243	285	63	70	133	328	371
% of sales	0.07%	0.06%	0.06%	0.03%	0.04%	0.04%	0.02%	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%
기타	6,215	6,972	8,176	9,042	5,794	5,263	1,638	1,875	3,513	9,593	11,015
% of sales	1.0%	1.2%	1.8%	1.2%	0.9%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%

(*) 회계법인의 변경으로 [외주가공비]가 사업보고서 상에는 2Q22에 전분기 대비 2배 이상 늘어난 것으로 회계처리됨. 과거 계정과목들과 맞추주기 위해 이 효과를 '원재료비' 항목에 녹여줌

(1) 매출원가 추정

동사의 비용 계정 중 가장 큰 금액적 중요성을 보이는 것은 원재료비이다. 동사는 OEM 및 ODM 사업자로서 원재료인 Cell 및 IC를 매입해와 설계·조립하기 때문에 원재료비 비중이

대단히 큰 특징이 있다. 매출대비 비중이 과거 60% 후반 수준에서 지속적 우하향 추세에 있는 것을 확인 가능한데, 본 보고서의 투자 논리상 전자담배 및 ESS 등의 고마진 제품의 매출 비 상승으로 이러한 추세가 유지될 것으로 추정하였다. 실제로 전자담배 및 ESS의 OPM은 10%를 소폭 상회하는 수준으로 파악되어 전사 이익에 기여하는 바가 커, 무리한 추정이 아니라고 판단된다.

전자담배 공헌 매출총이익 (단위: 백만 원)	"전자담배 마진 기여도 대"			
	2019	2020	2021	1H22
매출	729,025	625,659	763,549	557,070
전자담배 매출	-	8,040	101,142	172,426
전자담배 외 매출	-	617,619	662,407	384,644
[가정] 전자담배 OPM	-	11%	11%	11%
과거 평균 판관비율 (전자담배 매출 발생 이전)	-	7.7%	7.7%	7.7%
<i>(* 기존 공장에 라인만 증설하여 생산 가능하므로 판관비는 비슷한 수준 투입되리라 예상 가능</i>				
전자담배 추정 GPM	-	18.7%	18.7%	18.7%
전자담배 공헌 매출총이익	-	1,502	18,892	32,206
전사 매출총이익	82,622	60,956	85,039	78,608
전자담배 매출 비중	-	1.3%	13.2%	31.0%
전자담배 매출총이익 비중	-	2.5%	22.2%	41.0%

이외 유무형자산 상각비를 제외한 원가 계정은 변동비적 성격을 띠므로 탑라인에 연동하여 추정해주었다. 유무형자산 상각비는 동사가 유형자산의 기초기말 총장부가액을 별도 공시하지 않고, 신뢰할만한 전사 Capa 자료가 부재하여 YoY 처리해주었다.

(2) 판매비와관리비 추정

판관비단에서 가장 큰 중요성을 보이는 계정은 **급여**이다. 동사는 올 상반기 가장 큰 규모의 신규채용을 실시하였는데, EMS 및 ESS 관련 인력(8인), 말레이시아/인도 법인 관련 인력(4인) 등 신사업 관련 인력이 다수 포함되어 있다. 본래 고정비 성격으로 작동하여 탑라인 대비 비중을 하향 추정하는 것이 옳으나, 신사업 확장 속도를 높일 가능성을 고려하여 보수적으로 현재 비중대로 늘어남을 가정하였다.

이외 판관비 계정은 변동비/고정비를 분리하여 추정해주었다.

5.2. 영업외손익 추정

영업외손익에서 합리적 추정이 어려운 계정과목들은 올 상반기 기발생분을 제외하고 모두 0 처리해주었다 (순액처리시 연도별 평균이 0이 되는 계정 다수 존재). 또한 그 발생분이 연도 별로 크게 상이하지 않은 계정들은 average flat 처리하였다.

이자비용과 이자수익은 각각 연도별 이자발생부부채, 상각후원가측정 금융자산 추이를 고려하여 유효이자율을 산출, 과거와 비슷한 수준으로 유지될 것이라고 가정하고 보수적으로 추정하였다. 가령, 상각후원가측정 금융자산은 과거평균을, 이자발생부부채는 YoY 증분을 더하여 적용해주었다.

영업외손익 추정								
(단위: 백만원)	2017	2018	2019	2020	2021	1H22	2022E	2023E
매출액	585,717	451,808	729,025	625,659	763,549	557,070	1,164,976	1,337,623
영업외손익	-6,511	-12,283	-11,621	-28,159	594	-1,207	-5,006	-7,694
금융수익	13,909	20,491	17,716	13,947	18,332	24,993	25,693	1,585
이자수익	1,086	1,850	1,448	1,611	1,952	886	1,585	1,585
상각후원가측정 금융자산	151,092	204,562	161,014	151,092	204,562	199,358	174,465	174,465
유효이자율	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	0.4%	0.9%	0.9%
당기손익측정금융자산 평가이익	0	13	0	307	513	419	419	0
당기손익측정금융자산 처분이익	0	28	0	186	5	0	0	0
외환차익	8,495	8,131	12,307	9,689	11,223	13,277	13,277	0
외화환산이익	4,328	10,469	3,960	2,154	4,640	10,411	10,411	0
금융비용	29,886	27,440	20,698	27,784	16,211	23,468	29,143	8,590
이자비용	6,230	7,884	8,959	6,322	4,594	2,063	7,738	8,590
이자발생부부채	267,575	272,184	252,005	243,944	305,877	324,794	343,710	381,543
유효이자율	2.3%	2.9%	3.6%	2.6%	1.5%	0.6%	2.3%	2.3%
당기손익측정금융자산 평가손실	0	2,106	785	710	2,035	0	0	0
당기손익측정금융자산 처분손실	0	179	0	0	0	0	0	0
외환차손	11,796	9,024	7,316	12,113	6,804	11,032	11,032	0
외화환산손실	11,860	8,247	3,639	8,639	2,777	10,372	10,372	0
기타수익	16,840	10,491	2,891	4,365	6,052	2,544	4,710	4,593
유형자산처분이익	171	1,242	203	283	157	117	117	0
무형자산처분이익	0	0	0	24	0	0	0	0
지분법이익	2,484	978	559	586	1,371	725	1,196	1,196
관계기업투자주식처분이익	0	3,753	0	124	588	0	0	0
기타의대손충당금환입	73	0	0	296	0	0	0	0
임대료	473	522	607	510	531	295	531	531
기타	13,639	3,996	1,522	2,543	3,404	1,407	2,866	2,866
기타비용	7,525	15,874	14,844	18,697	7,583	5,277	6,265	5,282
유형자산 처분손실	100	1,586	946	5,498	2,627	220	220	0
관계기업투자 처분손실	0	3,836	352	0	0	0	0	0
무형자산 처분손실	0	0	0	1	2	0	0	0
무형자산 손상차손	0	0	0	114	1	0	0	0
기타의대손상각비	1,859	1,435	8,392	2,494	39	33	39	39
재고자산폐기손실	0	5,492	2,557	6,493	1,189	211	1,189	1,189
기부금	6	20	21	30	24	17	20	20
기타	5,560	3,504	2,577	4,066	3,701	4,796	4,796	4,034

5.3 법인세비용 추정

법인세비용 추정								
(단위: 백만원)	2017	2018	2019	2020	2021	1H22	2022E	2023E
매출액	585,717	451,808	729,025	625,659	763,549	557,070	1,164,976	1,337,623
법인세비용차감순전이익	-1,035	-11,032	24,656	-13,201	34,797	45,417	70,746	114,125
법인세비용	1,774	1,107	9,041	2,768	850	5,897	9,186	14,818
유효법인세율	-171.4%	-10.0%	36.7%	-21.0%	2.4%	13.0%	13.0%	13.0%

과거 적자로 인해 유효법인세가 정상 산출되지 않아 1H22 값을 일괄 적용하였다.

5.4 최종 손익계산서

손익계산서									
(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1H22	2022E	2023E
매출액	602,202	585,717	451,808	729,025	625,659	763,549	557,070	1,164,976	1,337,623
YoY (%)		-2.7%	-22.9%	61.4%	-14.2%	22.0%	89.8%	52.6%	14.8%
매출원가	539,070	532,242	410,474	646,403	564,703	678,511	478,462	1,020,422	1,137,886
매출총이익	63,132	53,475	41,334	82,622	60,956	85,039	78,608	144,554	199,737
GPM (%)	10.5%	9.1%	9.1%	11.3%	9.7%	11.1%	14.1%	12.4%	14.9%
판매비와관리비	43,896	47,999	40,083	46,344	45,998	50,835	31,983	68,802	77,919
영업이익	19,236	5,476	1,251	36,278	14,958	34,203	46,624	75,751	121,819
OPM (%)	3.2%	0.9%	0.3%	5.0%	2.4%	4.5%	8.4%	6.5%	9.1%
영업외손익	-3,980	-6,511	-12,283	-11,621	-28,159	594	-1,207	-5,006	-7,694
법인세비용차감순이익	15,256	-1,035	-11,032	24,656	-13,201	34,797	45,417	70,746	114,125
법인세비용	1,674	1,774	1,107	9,041	2,768	850	5,897	9,186	14,818
계속영업손익	13,582	-2,809	-12,139	15,615	-15,969	33,947	39,520	61,560	99,307
중단영업손익	0	-2,201	-948	-3,512	-30	-18	0	0	0
당기순손익	13,582	-5,010	-13,087	12,103	-15,999	33,929	39,520	61,560	99,307
NPM (%)	2.3%	-0.9%	-2.9%	1.7%	-2.6%	4.4%	7.1%	5.3%	7.4%

5.5. Valuation - Peer PER Method

Target Multiple: 5.35x

본 보고서는 동사의 Valuation을 위해 Peer PER Method를 사용하며, 동사와의 오랜 비교대상 기업인 이엠텍을 peer로 선정하였다. 구체적인 논의에 앞서, 보고서의 투자 논리를 복기함으로써 아이디어에 부합하는 Valuation 지표를 알아보도록 하겠다.

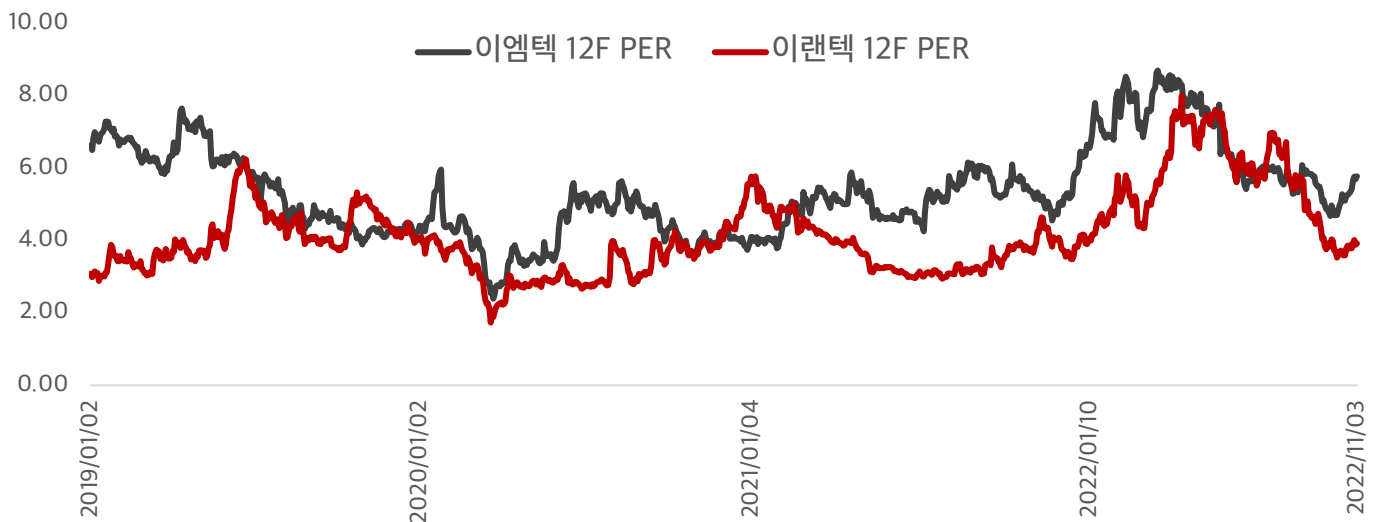
(1) 메인 아이디어 - 뒤바뀐 본업; 기초체력의 Level-up을 반영해야 할 필요

동사는 과거 저부가가치 사양 산업인 IT 어셈블리 산업군의 player였다. 제한적인 탐라인 상방과 낮은 마진율에 기인한 이익변동성, 그리고 제품군의 혼잡성이라는 단점을 지녀왔다. 그러나 여기에 근본적으로 두 가지의 변화가 일어나게 된다. 1) 전자담배와 ESS 등 구조적 성장 산업에 진입함과 동시에, 2) ODM 업체로 탈바꿈하여 증익 청사진을 주도적으로 그려나갈 수 있는 기업으로 변모하게 된 것이다. 이에 따라 탐라인 확장성과 더불어 영업마진의 개선 기대를 통해 근본적으로 Level-up 기업으로 진화하게 되었다.

(2) 이엠텍과의 Valuation Gap - 후발주자 + Sole Vendor 할인

때문에 유사한 내러티브를 가진 이엠텍과의 Valuation Gap 또한 축소될 여지가 다분해졌다. 이엠텍은 기존 음향부품·기기를 주력으로 생산하다가 '17년 전자담배 ODM 사업을 시작하며 전사매출의 35%(19년)→50%(21년)까지 매출비가 올라면서 전자담배 업체로서의 정체성을 확고히 하게 되었다. 나아가 글로벌 담배업체 BAT向으로 매출이 발생하기 시작하면서 지역확장까지 이뤄내며 '전자담배 대장주'로 군림하게 된다.

이와 같은 이유에서 '후발주자'이자 '솔벤더'인 동사는 평균적으로 이엠텍보다 할인된 PER 멀티플로 거래되어 왔다. 현재 시장 컨센서스 기준 이엠텍의 12F PER은 약 5.78x, 동사의 12F PER은 3.98x이다.



(3) Valuation Gap 축소 - 매출비 변화에 따른 '본업 교체'

그러나 본 보고서의 투자 논리상 고마진 사업(전자담배+ESS ODM)이 저마진의 본업을 대체하는 원년에 놓인 동사에게, 이러한 Valuation Gap은 다소 비합리적으로 보이며 그 근거는 아래와 같다:

1. 2년 늦은 전자담배 시장진입과 다변화되지 않은 고객사는 더 이상 동사의 할인 근거가 되지 못한다. 시장의 후발진입은 기술적 장벽을 마주한다는 점과 차기 모델 수주 비딩에서 열등하다는 통념으로 할인의 근거가 되어왔다. 그러나 KT&G와 위태로운 관계를 유지하고 있는 이랜텍에 대비해 동사는 전자담배 기기 매입액 기준 1위 M/S 지위(64%)를 차지하게 되며 절대액 기준 이랜텍보다 높은 전자담배 매출액을 선보였다. 요컨대 이랜텍 할증요인, 또는 동사의 할인요인은 더 이상 전자담배 부문에서 유효하지 않다.
2. 고객사 다변화는, CR 압박에서 비교적 자유로울 것이라는 점과 해외 판로 개척으로 인한 탑라인 성장을 기대할 수 있다는 점에서 우위에 있다. 그러나 투자포인트1에서 상술했듯 현재 해외판매는 동사가 메인벤더인 킬 솔리드 2.0이 이랜텍이 생산하는 모든 제품보다 우세하며, 담배 제조업체 입장에서 고마진 제품인 '스틱'을 선점하기 위해 빠른 시장 침투가 요구되어 안정적 벤더에게 CR을 구태여 단행해 관계를 악화시킬 유인이 대단히 적다.
3. 마지막으로 상기된 할인 요인 해소 논리의 시의성을 불어넣을 것은 **매출비 변화에 따른 '본업 교체'**이다. 본업인 휴대폰 Case 매출비가 2Q22 26%까지 떨어지면서 오히려 전자담배가 단일 사업부 기준 가장 큰 매출비를 갖게 되었다. 여기에 고마진 사업부인 ESS ODM이 가세하며 **전사 매출의 40% 이상**이 고부가가치 + 低 이익변동성 사업으로 탈바꿈하게 되었다. 이에 따라 전사 OPM 또한 이랜텍과 비슷한 수준의 High-single에 다다르게 될 것으로 기대되어, 탑라인의 질이 level-up해 나가게 되었다.

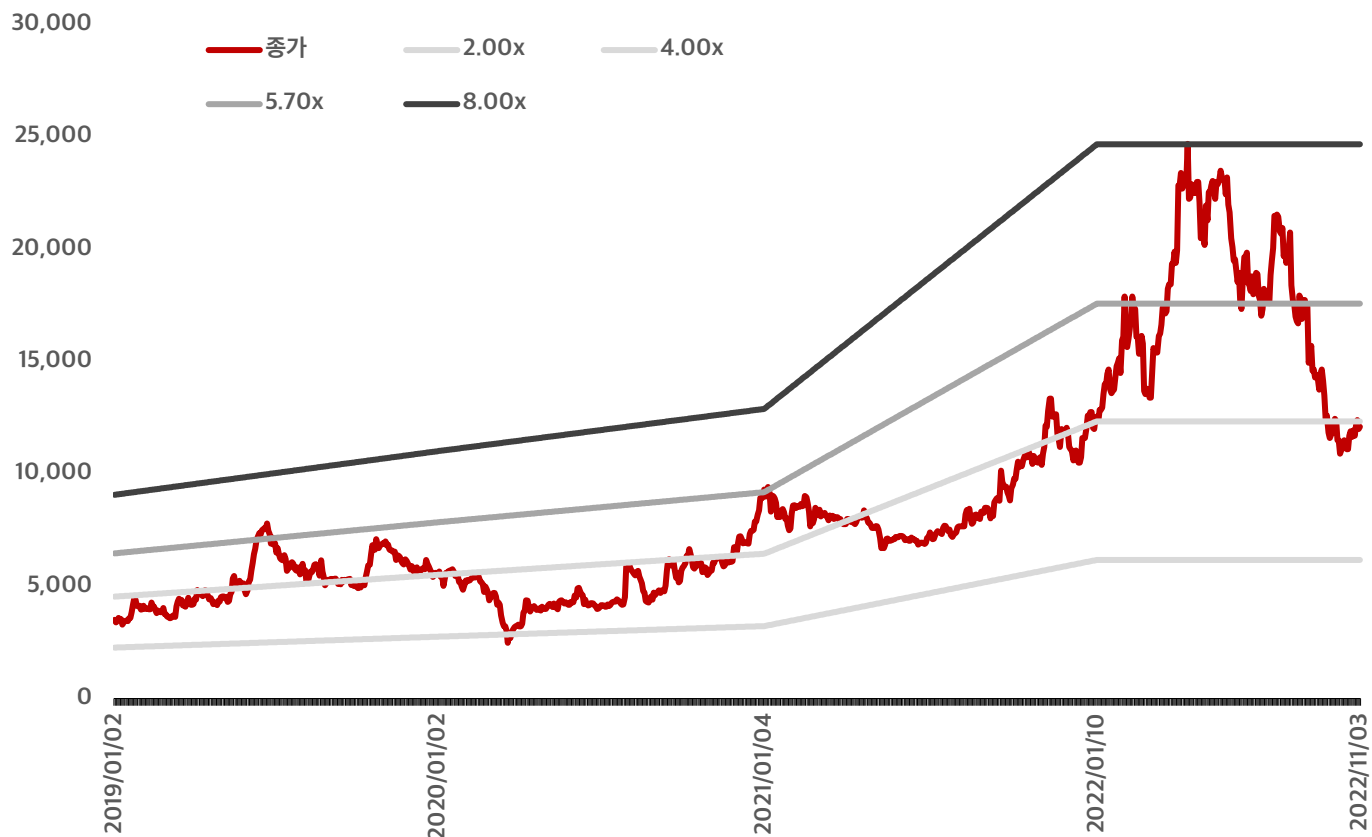
때문에 이랜텍이 전자담배 ODM사로 인정받아왔던 Valuation을 동사에게 부여하는 것은 더 이상 무리한추정이 아님을 주장한다. 이에 최근 4개년간 누렸던 12F PER의 평균치 5.35x를 변화하는 동사의 Target Multiple로 제시한다.

Valuation - PER Method (2023F)	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	93,795
희석주식수 (단위: 주)	28,671,044
2023E EPS (단위: 원)	3,271
Target PER	5.35x
목표주가 (단위: 원)	17,500
현재주가 (단위: 원)	12,250
상승여력	43%

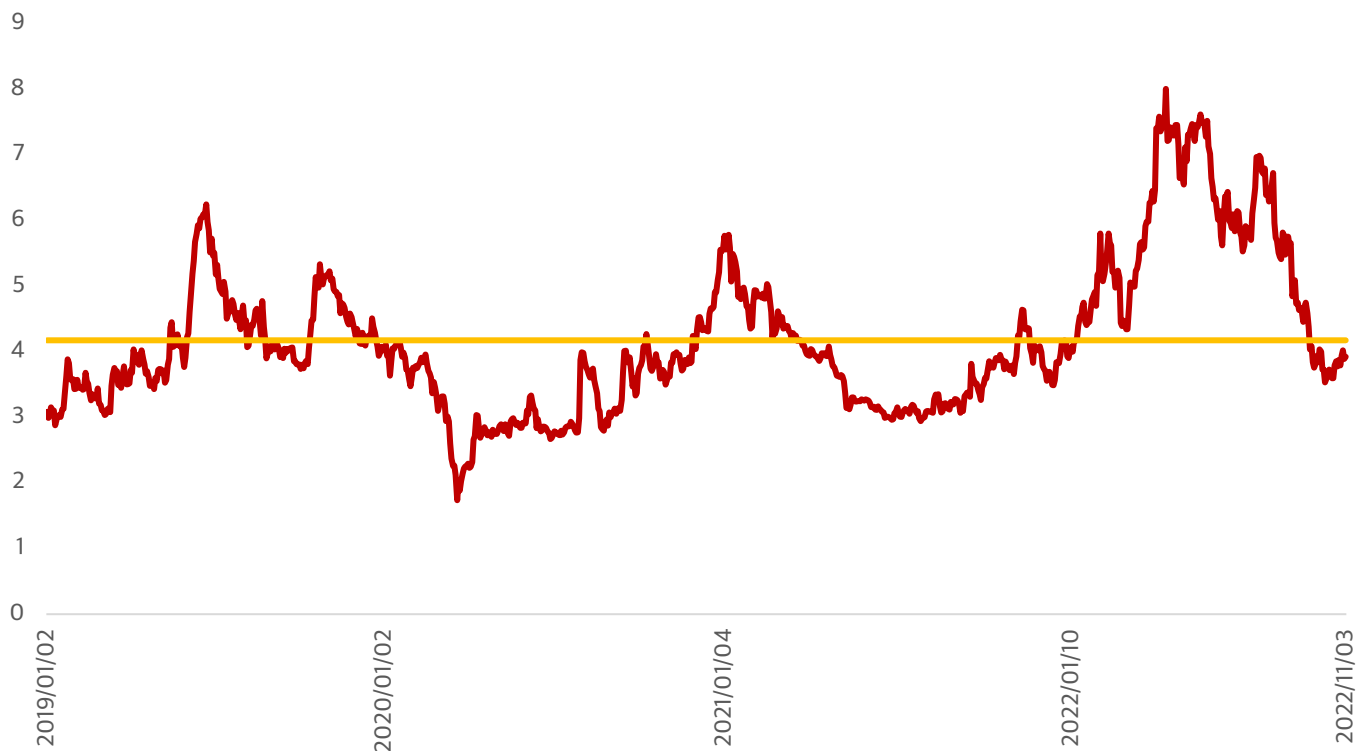
상기 논의를 종합한 최종 Valuation으로 2023F 희석EPS 3,271에 Target Multiple 5.35x를 적용한 목표주가 17,500원, 상승여력 43%, 투자의견 Buy를 제시한다.

Appendix

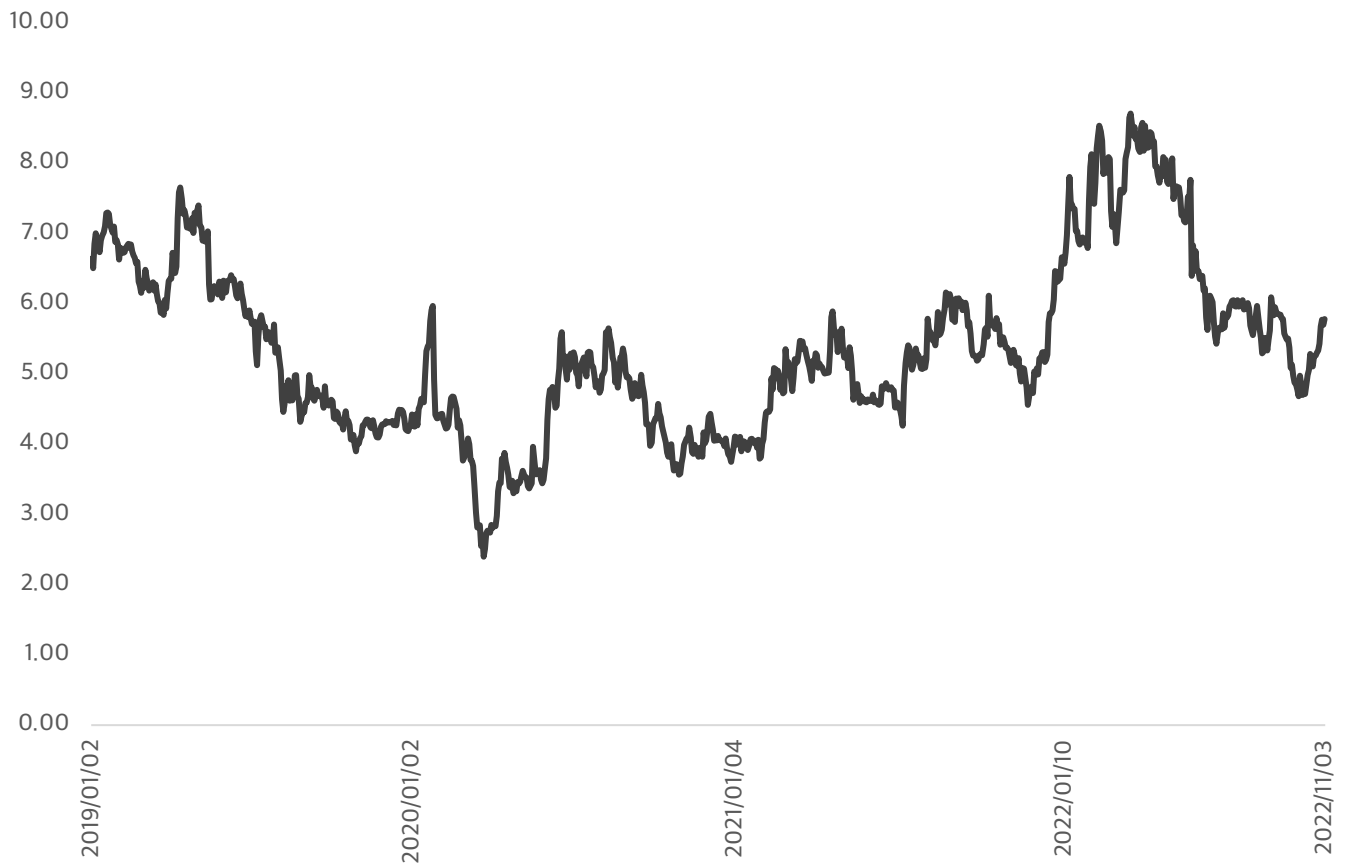
6.1. 동사 12F PER 밴드 (출처: Kisvalue)



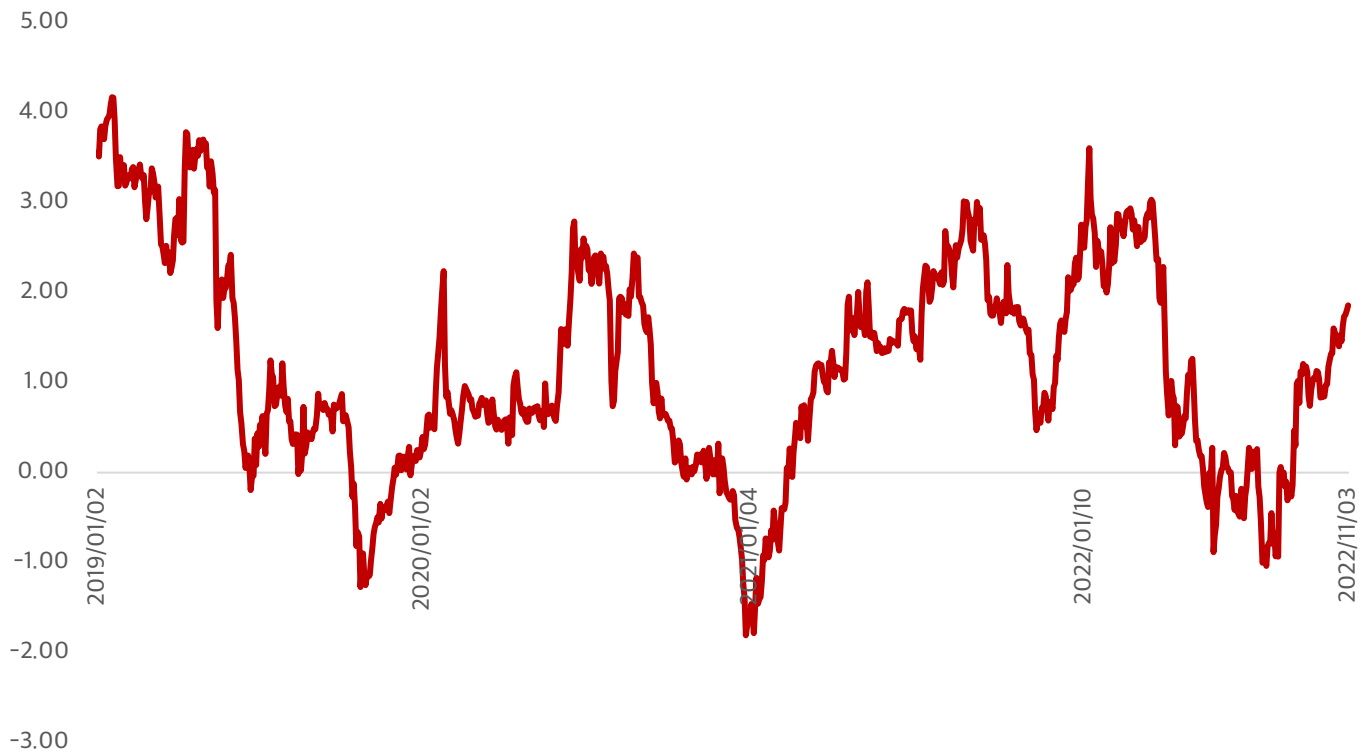
6.2. 동사 4개년 평균 12F PER 밴드: 4.17x (출처: Kisvalue)



6.3. 이엠텍 12F PER 추이 (출처: Kisvalue)



6.4. 이엠텍-이랜텍 12F PER 차이 (출처: Kisvalue)



6.5. 동사 연결재무상태표

연결재무상태표 (단위: 백만 원)	2019	2020	2021
자산			
유동자산	224,826	210,352	322,980
현금및현금성자산	41,616	54,852	63,008
매출채권	75,007	58,755	97,741
단기금융상품	15,193	10,934	13,819
단기대여금	3,526	2,240	1,725
단기미수금	21,675	20,632	22,793
단기미수수익	1,191	743	1,463
단기선급금	1,313	2,829	1,358
단기선급비용	2,722	2,747	9,951
재고자산	61,747	56,572	111,122
당기법인세자산	837	49	0
비유동자산	195,640	184,967	206,304
장기금융상품	397	500	604
비유동 당기손익-공정가치 의무 측정 금융자산	7,430	6,806	5,436
관계기업에 대한 투자자산	6,315	6,799	8,543
유형자산	162,356	154,164	172,984
영업권	1,998	1,998	1,998
영업권 이외의 무형자산	5,387	4,753	4,924
장기임차보증금	2,411	2,437	3,409
장기선급비용	3,182	1,666	1,247
이연법인세자산	6,165	5,843	7,160
자산총계	420,466	395,319	529,284
부채			
유동부채	217,330	225,749	289,121
단기매입채무	74,600	76,655	127,616
단기차입금	130,306	127,644	134,647
단기미지급금	6,725	10,237	15,365
단기선수금	543	663	760
단기예수금	526	1,275	941
단기미지급비용	990	1,317	1,496
미지급배당금			
유동성장기차입금			818
유동성전환사채		3,598	
유동리스부채	3,085	3,331	3,999
당기법인세부채	553	1,029	3,481
비유동부채	38,604	23,494	24,571
장기차입금	16,960	11,874	15,343
전환사채	8,820		
장기임대보증금	2,833	2,802	2,802
비유동리스부채	7,686	6,486	3,793
퇴직급여부채	515	1,506	1,835
이연법인세부채	799	543	649
기타비유동부채	991	283	149
부채총계	255,934	249,243	313,693
자본			
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	164,532	146,075	215,591
자본금	10,993	12,019	14,555
보통주자본금	10,993	12,019	12,646
우선주자본금			1,909
자본잉여금	60,548	66,135	97,423
주식발행초과금	56,374	62,788	95,622
기타자본잉여금	4,174	3,346	1,801
기타자본구성요소		-1,738	-1,515
자기주식		-1,738	-1,515
기타포괄손익누계액	-12,866	-16,668	-12,072
이익잉여금(결손금)	105,857	86,328	117,201
비지배지분			
자본총계	164,532	146,075	215,591
자본과부채총계	420,466	395,319	529,284

6.5. 동사 연결현금흐름표

연결현금흐름표			
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	47,078	51,371	10,648
당기순이익(손실)	12,103	-15,999	33,929
당기순이익조정을 위한 가감	55,510	51,842	31,693
영업활동으로인한자산·부채의변동	-11,601	24,236	-52,410
이자수취(영업)	1,059	2,059	1,232
이자지급(영업)	-7,385	-4,984	-4,236
법인세납부(환급)	-2,608	-5,782	441
투자활동현금흐름	-19,616	-22,961	-37,220
단기금융상품의 처분	3,400	7,659	3,400
단기대여금및수취채권의 처분	919	243	734
장기대여금및수취채권의 처분	0	0	0
배당금수취	0	252	252
비유동매도가능금융자산의 처분	355	431	580
관계기업에 대한 투자자산의 처분	0	0	0
유형자산의 처분	4,953	3,319	9,066
무형자산의 처분	0	186	1
임차보증금의 감소	0	4	3
기타장기채무의 증가	0	0	0
단기금융상품의 취득	-6,995	-3,400	-6,285
단기대여금및수취채권의 취득	-81	-2,401	0
장기금융상품의 취득	-104	-104	-104
비유동매도가능금융자산의 취득	-146	-24	-727
관계기업에 대한 투자자산의 취득	0	0	0
유형자산의 취득	-21,121	-28,702	-42,694
무형자산의 취득	-606	-361	-471
임차보증금의 증가	-142	-30	-975
기타장기채무의 감소	-50	-31	0
재무활동현금흐름	-14,722	-14,171	34,866
단기차입금의 증가	75,193	144,425	118,710
장기차입금의 증가	15,959	0	6,000
정부보조금의 수취	0	0	105
전환사채의 증가	11,875	0	0
전환권/신주인수권 행사로 인한 현금유입	3,436	0	0
주식의 발행	0	0	30,000
단기차입금의 상환	-99,396	-144,773	-113,620
장기차입금의 상환	-17,977	-5,913	-439
금융리스부채의 지급	-3,811	-3,962	-4,425
정부보조금의 상환	0	0	0
자기주식의 취득	0	-2,199	0
배당금지급	0	-1,738	-1,176
전환사채의 감소		-11	0
신주발행비 지급			-288
환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증가(감소)	12,740	14,240	8,295
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	± ±	-1,003	-139
현금및현금성자산의순증가(감소)	12,875	13,236	8,156
기초현금및현금성자산	28,740	41,616	54,852
기말현금및현금성자산	41,616	54,852	63,008

5.5. '22년 릴 해외 판매가격 국가별 현황 (출처: Philip Morris International)

'22년 1분기 릴 해외 판매가격 국가별 현황			
국가	현지 평가 (원)	국가	현지 평가 (원)
국제 평균평가	38,709		
알바니아	29,425	말레이시아	29,585
아르메니아	36,096	몬테네그로	34,703
보스니아-헤르체고비나	35,421	몰도바	29,406
불가리아	35,480	마케도니아	28,113
키프로스	40,242	폴란드	14,493
체코	39,192	포르투갈	26,353
그리스	40,223	러시아	45,511
이탈리아	54,093	세르비아	23,660
카자흐스탄	25,925	슬로바키아	40,223
한국	88,000	북키프로스	34,214
키르기스스탄	33,880	우크라이나	23,067
레바논	70,500	우즈베키스탄	32,500

'22년 3분기 릴 해외 판매가격 국가별 현황			
국가	현지 평가 (원)	국가	현지 평가 (원)
국제 평균평가	37,418	리투아니아	26,353
알바니아	23,540	말레이시아	29,585
아르메니아	36,096	몬테네그로	34,703
보스니아-헤르체고비나	28,337	몰도바	29,406
불가리아	35,480	마케도니아	28,113
키프로스	40,242	폴란드	14,493
체코	27,832	포르투갈	26,353
그리스	40,223	러시아	45,511
이탈리아	54,093	세르비아	23,660
카자흐스탄	25,925	슬로바키아	26,353
한국	88,000	북키프로스	38,024
키르기스스탄	33,880	우크라이나	23,067
레바논	75,200	우즈베키스탄	32,500

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.