



SMIC

2023년 11월 16일

BYD (002594 SZ, 01211 HK)

Build Your Dream, with BYD

### 전기차부터 배터리까지~, BYD can do Everything!

SOTP Method로 도출한 선전거래소 기준 목표주가 238.30위안, 투자의견 Buy를 제시한다. 전기차는 방향성이 확실한 예견된 미래이며, 배터리는 미래로 다가갈 속도를 정하는 핵심 부품이다. 전기차부터 배터리까지, 방대한 밸류체인을 내재화한 전 세계 유일한 기업, 바로 BYD다. 휴대폰 배터리 팔던 회사에서 전기차 연간 300만 대 파는 회사가 되기까지의 선택들로, 동사는 전기를 혼자 만들 수 있게 되었다.

### 투자포인트 - “지금 이 순간”, BYD를 봐야하는 이유

현재 전기차와 배터리에 대한 시장センチ먼트는 부정적이다. 하지만 위기 속에 기회가 있는 법, 악화된センチ먼트로부터 수혜를 받는 기업이 바로 BYD다. 본 보고서는 전기차와 배터리에 대한 의구심이 가득한 현 상황에서 Top-Pick은 BYD이며, 부정적 산업センチ먼트를 뚫어낼 기업이라 주장한다. 이를 증명하기 위해 전기차와 배터리 산업 각각에서 벌어지는 Paradigm Shift와 그 속에서 동사의 수혜를 확인하려한다.

### Point ① - “전기차 기업”, BYD를 봐야하는 이유

전기차 시장이 성장 단계의 초입을 지나온만큼, 이제는 시장의 성장만큼이나 점유율 싸움이 중요해졌다. 이는 가격인하 경쟁으로 이어졌고, 기업들의 마진 훼손으로 이어졌다. 이러한 패러다임 속에서 동사는 오히려 마진(P-C) 확대를 무기로 수출(Q) 확대를 준비하고 있다. 수직계열화로 조절이 가능한 C, 고부가가치 제품 출시로 상승할 P, 가성비 좋은 전기차에 대한 높은 수요로 올라갈 Q. 삼박자가 맞아 떨어진다.

### Point ② - “배터리 기업”, BYD를 봐야하는 이유

전기차 기업들이 가격을 인하하려면, 원가 비중이 제일 높은 배터리가 저렴해져야한다. 마진 훼손을 막기 위해 싸고 좋은 배터리를 찾던 완성차 업체들의 눈에 동사가 들어왔다. 가격은 NCM보다 저렴하지만 동사 블레이드 배터리 성능도 좋다. 실제로 많은 완성차 업체들이 동사의 LFP 배터리를 찾고 있다. 마침 동사도 외부 고객사에 대한 배터리 판매를 늘릴 생각이었다. “배터리 기업”으로서의 동사도 주목해야 한다.

연결손익계산서											
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	127,739	156,598	216,142	424,061	120,174	139,951	162,151	194,947	617,222	785,056	941,424
YoY(%)	-	22.6%	38.0%	96.2%	-	-	-	-	45.6%	27.2%	19.9%
매출원가	106,924	126,251	187,998	351,816	98,707	113,745	126,275	171,824	510,551	626,697	738,755
매출총이익	20,815	30,347	28,145	72,245	21,467	26,206	35,876	23,123	106,671	158,359	202,669
GPM(%)	16.3%	19.4%	13.0%	17.0%	17.9%	18.7%	22.1%	11.9%	17.3%	20.2%	21.5%
판매비와 관리비	15,677	18,997	22,818	50,990	16,496	19,643	23,802	17,801	78,917	106,110	126,598
영업이익	5,137	11,350	5,327	21,255	4,971	6,562	12,074	5,322	27,754	52,249	76,071
OPM(%)	4.0%	7.2%	2.5%	5.0%	4.1%	4.7%	7.4%	2.7%	4.5%	6.7%	8.1%
금융손익	(3,014)	(3,683)	(1,734)	1,553	158	1,204	313	(2,048)	(372)	(855)	(781)
기타손익	308	(784)	925	(1,729)	88	416	278	747	1,530	436	(30)
세전순이익	2,431	6,883	4,518	21,080	5,217	8,183	12,665	4,021	28,912	51,830	75,260
법인세비용	312	869	551	3,367	847	1,113	1,779	600	4,314	7,443	10,808
당기순이익	2,119	6,014	3,967	17,713	4,370	7,070	10,887	3,421	24,598	44,387	64,452
NPM(%)	1.7%	3.8%	1.8%	4.2%	3.6%	5.1%	6.7%	1.8%	4.0%	5.7%	6.8%

Rating

**BUY**

BYD - A Share

현재주가 : 238.30 위안

목표주가 : 331.70 위안

상승여력: 39%

BYD - H Share

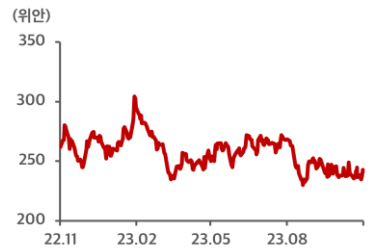
현재주가 : 252.10 HK\$

목표주가 : 355.75 HK\$

상승여력: 41%

### 12M 추가추이 (A Share)

시가총액 688 억 위안



### B/S data (TTM)

자산 총계 6,233 억 위안

부채 총계 4,822 억 위안

자본 총계 1,411 억 위안

### Earning data (TTM)

PER 23.97x

EPS 9.87 위안

ROE 23.7 %

### 주요 주주

Wang Chuanfu 17.64 %

Lu Xiangyang 13.54 %

Berkshire Hathaway 7.98 %

### SMIC 5 팀

팀장 47 기 나현식

팀원 47 기 류지혁

48 기 김한솔

48 기 심창헌

# CONTENTS

---

1. 산업 분석 - 전기차부터 배터리까지~	3
2. 기업 분석 - BYD can do Everything!	6
투자포인트 - “지금 이 순간”, BYD를 봐야 하는 이유	9
Point ① - 3. “전기차 기업”, BYD를 봐야 하는 이유	10
Point ② - 4. “배터리 기업”, BYD를 봐야하는 이유	19
5. Valuation - SOTP Method	25
6. Appendix	31

## 1. 산업분석 - 전기차부터 배터리까지~

### 1.1. 전기차 산업 톺아보기

전기차의 침투는  
예견된 미래이다

전세계 국가들의 탄소중립 정책과 전기차 보조금 지원으로 전기차는 침투율을 서서히 높여가고 있다. 전기차와 내연기관차의 근본적 차이는 **동력장치에서 출발**한다. 내연기관 차량은 '엔진'으로 불리는 동력장치가 연료를 태워 만든 열에너지를 통해 작동한다. 반면, 전기차에선 전기에너지를 사용하여 **배터리가 연료**, 전기모터가 동력장치의 역할을 한다. 그 차이는 두 가지 변화를 낳았다.

전기차 부품 수 ↓  
새로운 부품 주목

**첫째, 부품의 수가 획기적으로 줄었다.** 이는 내연기관차의 복잡한 엔진, 연료시스템을 배터리와 모터, 회로만으로 대체했기 때문이다. 내연기관차는 약 3만개의 부품을 필요로 하는 반면, 전기차는 50% 수준인 1만 5천여 개의 부품만을 탑재한다. **둘째, 새로운 부품이 주목받기 시작했다.** 전력을 저장, 관리, 조절하는 배터리와 전력반도체는 전기차의 핵심 부품으로 자리잡았다. 이들을 포함한 '파워트레인'의 원가 비중은 내연기관에서 18%였지만, 전기차에서는 51%로 증가했다.

전기차 도입 순서  
HEV - PHEV - BEV

전기차의 도입은 HEV - PHEV - BEV의 순서로 이뤄지고 있다. HEV(Hybrid Electric Vehicle)는 가솔린 엔진과 전기 모터 모두를 탑재하나 엔진의 의존도를 낮추는 수준이다. PHEV(Plug-in HEV)는 HEV와 동일한 구조이지만, 고전압 배터리의 용량이 더 커 외부 충전 장치를 갖는다는 점에서 HEV와 구분된다. BEV(Battery EV)는 배터리에 저장된 전기에너지로만 주행이 가능하여 순수 전기차로 불린다. 우리가 흔히 말하는 전기차는 PHEV와 BEV를 칭하며, HEV는 내연기관에 의존도가 높아 전기차로 분류하지 않는다.

전기차 전환 순서  
작은 차 → 큰 차

전기차로의 전환은 작고 가벼운 세단부터 해치백, SUV, 상용차의 순서로 이뤄지고 있다. 크기가 가장 작은 세단은 BEV로의 전환이 활발하게 일어나고 있으며, SUV에선 HEV, PHEV가 더 많은 점유율을 차지하고 있다. 상용차는 그보다 크기가 커 이제 개화 단계에 있다. 특히 화물 운송에 쓰이는 상용차 특성상 장거리 운행이 요구되어 전기차의 도입은 요원하다. 이러한 어려움에도 불구하고 동사는 모든 차종과 가격대에 있어 제품군을 보유하고 있는 유일한 전기차 업체이다.

전기차 경쟁력  
3가지

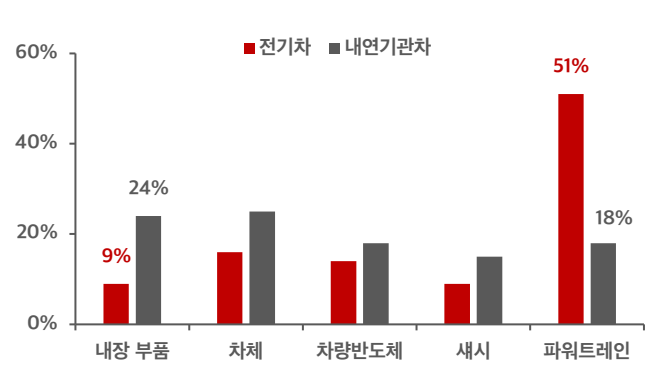
전기차의 경쟁력은 1회 충전 주행거리, 생산원가, 제로백이 결정한다. '제로백'은 정지 상태에서 100km/h에 도달하는데 걸리는 시간을 말한다. 전기차는 차체 무게, 배터리 가격에 따라 달라지는 주행거리, 제로백, 생산원가 사이의 균형점을 찾아야 하며, 주행거리는 500km, 제로백 3.5초 이하일 때 훌륭하다고 평가받는다. 기존에는 주행거리와 제로백이 전기차 성능을 가르는 가장 중요한 변수였지만, 시장이 초기 성장을 마무리함에 따라 이제 가격이 새로운 경쟁력이 되고 있다.

도표 1-1. 전기차 구분

	ICE	HEV	PHEV	BEV
Full Name	Internal Combustion Engine	Hybrid Electric Vehicle	Plug-in HEV	Battery Electric Vehicles
구동원	내연기관	내연기관+모터	내연기관+모터	모터
에너지원	화석연료	화석연료+전지	화석연료+전지	전지
배터리 용량 (kWh)	N/A	0.98~1.8	4~16	16~100
구조				

출처: SMIC 5팀

도표 1-2. 내연기관차 전기차 원가 비교



출처: Munro, SMIC 5팀

## 1.2. 배터리 산업 훑아보기

배터리 성능은 양극재가 결정

배터리는 **양극재, 음극재, 전해질, 분리막**으로 구성되어 있다. 작동 원리는 [도표 2-5]에서 확인할 수 있다. 양극재와 음극재는 양극, 음극으로 쓰이는 물질이며 전해질은 이온의 이동통로, 분리막은 양극과 음극을 분리하여 열화, 폭발을 막는데 쓰인다. **기능, 수급, 어느 것을 따져도 가장 중요한 것은 양극재다.** 양극재는 배터리의 핵심 성능인 에너지 저장 용량을 결정하며, 주재료인 리튬, 코발트가 매장량이 제한되어 있어 수급이 가장 까다롭기 때문이다.

NCM vs. LFP 장단점은 명확

이에 배터리의 종류도 양극재에 따라 분류된다. 양극재는 양이온, 전이금속, 산소로 이뤄지는데 전이금속의 차이로 종류가 나뉜다. 많이 쓰이는 것은 **NCM 배터리와 LFP 배터리로, 각각은 장단점이 명확히 갈린다.** 먼저, NCM 배터리는 전이금속으로 코발트와 니켈, 망간, 알루미늄 등의 금속으로 만든다. 에너지 밀도가 높지만, 비싼 가격이 흠이다. 다음으로 LFP 배터리는 인산철을 전이금속으로 사용한다. **LFP는 전이금속으로 철을 사용하기 때문에 가격이 저렴하며, 수명과 안정성 면에서도 성능이 좋다.** 다만, 에너지밀도가 낮아 배터리가 많이 탑재되어야 하는 단점이 있다.

경쟁력의 핵심은 에너지밀도, 가격

배터리의 경쟁력은 **에너지밀도와 가격**이 결정한다. 에너지밀도는 단위 부피당 지니는 에너지의 양으로, 쉽게 말해 에너지 효율을 나타낸다. **가격 경쟁력은 원재료, 소재, OEM 등 전후방 Vendor 사 확보가 중요하다.** 동사는 자국 업체를 위주로 공급망이 꾸려져 있으며, 리튬 광산, 양극재 업체에 지분투자를 통해 안정적인 공급망을 구축하였다. 현재 NCM 배터리는 가격 경쟁력을 확보하는 방향으로, LFP 배터리는 탑재량을 늘려 에너지밀도를 보완하는 방향으로 기술 발전이 이뤄진다. 이에 셀, 모듈, 팩의 포장에서 모듈을 제한 **Cell-To-Pack 포장**이 주목받고 있다.

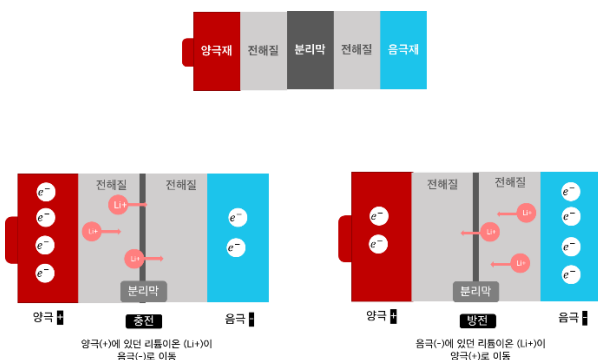
자본집약적산업  
→ 진입장벽 ↑

배터리 밸류체인은 원재료, 소재, 부품, 셀, OEM으로 이뤄진다. **배터리 산업은 기술집약적, 자본 집약적 산업**으로 장기간 축적된 공정관리 및 설계기술, 대규모 설비가 필요하다. 이에 밸류체인 각각의 업체가 세분화되어 있으며, **배터리 셀 업체를 필두로 배타적 공급체인이 구축**되어 있다. 신규 플레이어가 규모의 경제를 이루기까지 막대한 자금과 시간이 소요되어 시장 진입이 어렵다. 따라서, 현재 **상위 6개 업체가 전체 점유율의 약 77%를 차지하는 과점 시장**이 형성되어 있다.

셀 업체 Player 한중일의 독과점,

셀 제조업체는 국가, 주력 제품에 따라 나눌 수 있다. ① 한국의 삼성SDI, LG에너지솔루션, SK온은 삼원계 배터리를 주력으로 하지만, 최근 LFP 배터리 성능이 향상됨에 따라 설비 전환 중에 있다. ② 중국의 동사, CATL은 LFP 제품군에서 **가장 앞서 가고 있으며, 특히 동사는 LFP만을 주력 제품으로 앞세우고 있다.** ③ 일본의 '파나소닉'은 나머지 업체와 달리 LFP 전환을 고려하고 있지 않으며 삼원계 배터리 경쟁력에 몰두하여 동사와 정반대의 전략을 펼치고 있다.

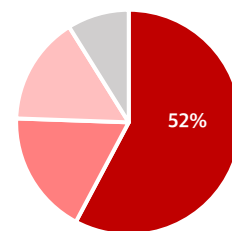
도표 1-3. 배터리 원리



출처: SMIC 5팀

도표 1-4. 배터리 원가비중

■ 양극재 ■ 분리막 ■ 음극재 ■ 전해질



출처: 언론 종합, SMIC 5팀

### 1.3 전기차 산업의 핵심, 배터리

전기차를 만나  
가파라진 성장폭

전기차의 성장은 곧 배터리의 성장으로 이어진다. 기존 배터리 산업의 성장을 이끌던 스마트폰에서 **전기차가 새로운 수요로 자리잡아 생산량은 가파르게 증가하고 있다.** 전기차의 배터리 탑재량은 휴대폰의 4,000~ 5,000배 수준으로 판매 대수를 고려해도 전기차는 **전례 없는 수준으로 배터리의 성장을 이끌고 있다.** 특히 전기차의 미래가 작은 차에서 큰 차로, 작은 배터리(HEV)에서 큰 배터리(BEV)로 나아가는 바, 배터리는 더 크고, 더 많아져야 한다. 이미 21년과 22년 146%, 52%로 성장한 배터리 탑재량은 **앞으로도 30% 이상의 성장률을 유지할 것이 확실시된다.**

전기차 경쟁력은  
배터리가 결정한다

전기차에서 배터리를 집중해야 하는 또 다른 이유는 **전기차의 경쟁력이 배터리의 성능에 달려있기 때문이다.** 전기차의 핵심 지표인 최고출력(제로백)과 주행거리는 각각 배터리의 최고전압과 충전용량이 결정한다. 배터리의 성능이 곧 전기차의 성능이라고 봐도 무방하다. 또한 배터리는 전기차 생산원가의 30~40%를 차지한다. 배터리의 비용 절감 효과가 가장 클 수 밖에 없다. **전기차 시장에서 가격이 새로운 경쟁력으로 꼽히는 가운데, 동사의 시장 점유율 확대의 원천이 저렴한 LFP 배터리였다**는 점은 전기차의 가격 경쟁에서 배터리의 중요성을 확인시켜준다.

대중화의 KEY는  
안전한 배터리

전기차 대중화의 KEY는 배터리 안전성이 될 것이다. 전기차 화재는 화학적 특성상 화재가 발생할 시 진화가 매우 어렵다. 이에 중국, 유럽 등 주요 전기차 시장이 안정기의 접어든 현재, **안전성이 대중화의 걸림돌이 되고 있다.** 배터리 업체는 파이 확장을 위해 성능, 가격에 더해 안전을 핵심 지표로 삼고 기술 개발에 힘쓰고 있다. 특히 기존 NCM을 주력으로 하던 업체들도 NCM이 높은 화재 가능성을 지닌 점을 감안해 **안전한 LFP 배터리로 새로운 투자를 본격화하고 있다.**

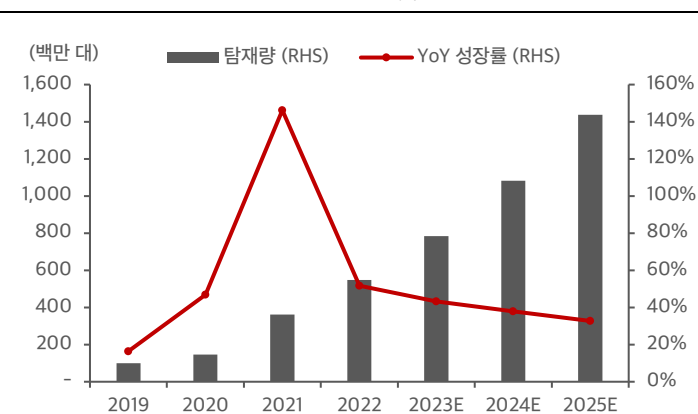
친환경정책 중심엔  
배터리가 있다

배터리의 중요성은 각국 정부의 친환경 정책에서도 돋보인다. 대표적인 것이 미국의 IRA, 유럽의 CRMA이다. 두 정책의 핵심은 리튬, 니켈, 코발트 등 배터리에 쓰이는 광물의 수입을 통제하는 것에 있다. 이에 배터리 업체의 안정적인 공급망 확보가 어려워지고 있으며, 전기차 업체 또한 원자재부터 배터리까지의 밸류체인을 모두 안정적으로 확보하는 것이 중요시되고 있다. 이런 상황에서 **동사와 같이 일찍이 수직계열화를 마친 기업의 강점이 더욱 부각되고 있다.**

완성차 업체의 꿈  
: 배터리 내재화

완성차업체 또한 배터리 내재화를 위해 뛰어들고 있다. 전기차 업체로 시작한 동사 뿐만 아니라, GM, 포드 등의 내연기관차 업체, 니오 등의 전기차 스타트업까지 가리지 않고 내재화를 서두르고 있다. 후술하겠지만, 이는 [도표 1-6]의 배터리 업체와 **합작 공장 설립 등의 형태로 이뤄지고 있음에도 전망이 밝지 않다.** 동사가 지금의 전기차 산업에서 더 빛날 수 있는 이유다.

도표 1-5. 전기차 배터리 수요 추이 및 전망



출처: Marklines, SMIC 5팀

도표 1-6. 전기차 밸류체인



출처: SMIC 5팀

## 2. 기업분석 - BYD can do Everything!

전기차, 배터리, 전력반도체까지 밸류체인 어디를 봐도 동사의 이름은 빠지지 않는다. 모든 밸류 체인의 수직계열화에 이르기까지 동사의 성장 과정을 살펴보고, 사업 부문별 제품 소개 및 재무 분석을 통해 동사가 내수시장 뿐만 아니라, 세계 무대로 나갈 준비를 마쳤음을 보이겠다.

### 2.1. Build Your Dream, BYD의 꿈은 글로벌 1위 전기차 기업

95년~03년  
배터리 내재화로  
성장스토리 시작

전기차로 잘 알려진 동사, 시작은 **배터리 기업**이었다. 동사가 설립된 95년, 중국 휴대폰 배터리 시장은 일본 업체가 점령하고 있었다. 중국 배터리 기업은 대량 자동 생산라인을 도입하여 도전했으나, 동사는 반자동 개인 제조설비를 고집해 **2년만에 일본 기업에 필적하는 배터리를 내놓았다**. 특히, 동사는 값싼 인건비를 활용해 생산원가를 경쟁 제품의 60%까지 낮췄다. **00년 동사는 세계 최대 핸드폰 배터리 생산업체**가 되었고, 기술적 우위를 바탕으로 전기차에 탑재되는 **차량용 배터리 개발**에도 투자를 아끼지 않았다. 배터리를 쟁취한 동사, **다음 목표는 전기차**였다. 이를 위해 동사는 02년 홍콩 증시에 상장, 확보한 자금으로 완성차업체 **“친환자동차”**를 인수했다.

04년~13년  
과감한 결단력으로  
전기차 사업 시작

시대의 흐름을 읽은 동사는 전기차 사업에 과감하게 뛰어들었다. 중국 자동차 시장의 개화기로 불리우는 03년, 점유율 대부분은 도요타, 포드 등 외국 완성차 업체의 몫이었다, 내연기관차에서 진입장벽을 이겨내기 위해서는 **새로운 패러다임, 전기차**가 필요했고, 동사가 **도전장을 내밀었다**. CEO 왕찬푸는 도산 위기의 ‘친환자동차’를 2억 7천만 위안(340억원)에 인수, 전기차 사업에 진출하였다. 상장 당시 동사 가치가 754억원이었음을 고려하면, **해당 인수는 회사의 명운을 건 도박**이었다. 하지만 5년간의 꾸준한 연구를 거쳐 **08년, 세계 최초 PHEV ‘F3DM’ 양산**에 성공했다.

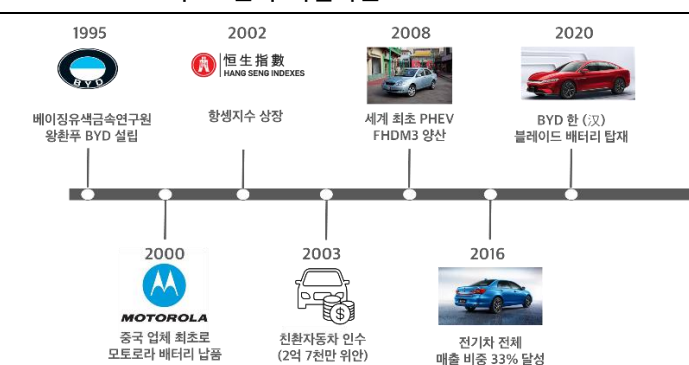
13년~23년  
차량용 반도체까지  
수직계열화의 완성

동사는 08년 버크셔 헤서웨이가 투자한 2억 3천만 달러로, **‘중웨이반도체’**를 인수하여 **차량용 반도체까지 내재화**의 범위를 넓혀나갔다. 전기차, 배터리, 반도체까지 내재화를 완성한 동사는 13년 3%에 불과했던 전기차 매출 비중을 **16년 33.5%까지** 늘려나갔다. 전기차 사업의 성장세는 배터리 사업까지 이어졌으며, **15년 동사는 세계 1위 배터리 생산업체**로 등극할 수 있었다.

23년~  
내수에서 벗어나  
이제는 해외로

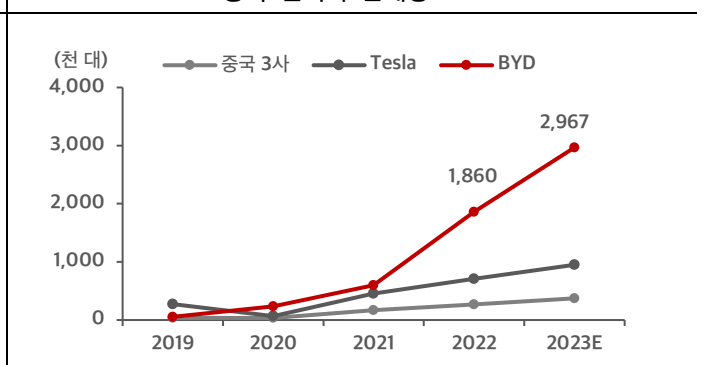
**20년 7월 동사는 전기차**가 내연기관차를 성능으로 압도할 수 있음을 증명했다. 열쇠는 기술력이었다. 동사가 출시한 ‘한(汉)’ 모델은 후술할 ‘블레이드 배터리’, ‘IGBT 반도체’가 최초로 탑재된 비기였으며, 주행거리, 가속, 출력 면에서 같은 가격대의 내연기관 차량을 압도했다. 22년 3월 동사는 증명된 기술력에 힘입어 **내연기관차 생산 중단을 선언**하고 **순수 전기차 업체**가 되었다. 갖은 무기를 갖춘 동사는 지난해 **유럽을 시작으로 올해 아시아, 남미 등으로 영역을 넓히고 있다**.

도표 2-1. BYD 주요 연혁 타임라인



출처: SMIC 5팀

도표 2-2. 20 - 23 중국 전기차 판매량



출처: CPCA, SMIC 5팀

## 2.2. 사업부문 및 제품군 소개

4개의 주요 자회사(자동차/배터리/반도체/전자부품)를 포함한 자회사 273개의 연결실체인 동사는 (1) 자동차 및 자동차 부품, (2) 배터리, (3) 전자부품 사업으로 매출이 분류된다. 각 사업부별로 어떠한 사업을 영위하고 있는지, 그리고 어떤 제품을 판매하고 있는지 차례대로 확인해보자!

### (1) 자동차 및 자동차부품 사업부문

자동차판  
대륙의 실수

동사의 대표 제품으로 '왕조'와 '오션' 시리즈가 있다. '왕조'는 '진', '송', '윈', 등 중국 역사 속 왕조에서 이름을 따와 스탠다드한 디자인이 특징이며, '오션'은 '돌핀' 등 바다 동물에서 따온 특유의 디자인이 특징이다. 두 브랜드 모두 가격대가 10만 위안(한화 1,800만 원)에서 25만 위안(한화 4,500만 원) 사이에 분포하며 가격 대비 성능이 강점이다. 동사가 22년 출시한 '썰'에서 그 진면목을 볼 수 있다. '썰'은 성능, 디자인 면에서 현대차의 '아이오닉6'가 비교 대상으로 꼽히는데, 다른 성능이 모두 유사한 반면 가격은 무려 1,000만원 이상 차이가 발생한다. 또한, 동사는 23년 최초의 1,000만원 대의 전기차 '시겔'을 양산하여 극강의 가격 경쟁 우위를 보여주고 있다.

프리미엄 라인업  
세계를 넘본다

동사는 새로운 브랜드를 내세워 고급전기차 시장으로도 진출하고 있다. 메르세데스-벤츠와의 합작사 '덴자'를 더불어 '양왕', '포물라 레오파드' 등 자회사 브랜드를 통해 기존 브랜드와 차별화된 차량을 생산한다. 가격대는 '양왕'이 100만 위안부터, 나머지는 30 - 40만 위안 수준으로 상술한 '왕조' 그리고 '오션과 겹치는 가격대가 전무하다. 성능도 가격만큼 꺾충 뛰었다. [도표. 2-2]에 기재했듯, 23년 출시한 양왕 'U8' 모델 성능은 현존하는 내연기관, 전기차를 통틀어 최고수준이다.

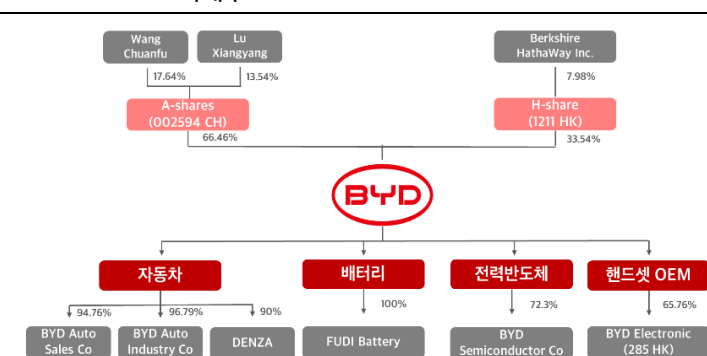
승용차를 넘어  
사용차량까지

트럭, 버스 등 상용차 시장에서도 동사가 돋보인다. 상용차는 차체의 하중이 높고 장거리 주행이 필요해 전기차로의 전환이 어렵다고 평가받는다. 그런 상용차 부문에서 동사의 23년 1, 2월 판매량이 전년 동기 대비 10배 이상 늘어났다. 동사는 이전에도 전기버스를 세계 70개 이상 국가에 납품 이력이 있으며, 23년엔 'T4K' 등 신형 픽업트럭 라인업을 내놨다. 동사는 기세를 몰아 올해부터 3년간 상용차 부문에 26조원을 투자하여 시장에 지각 변동을 일으키고 있다.

차량용 반도체와  
전장 부품 까지

동사 반도체 부문은 'BYD반도체'가 맡는다. 기존 자회사 3개의 합병으로 설립되어 BYD반도체의 연구개발을 통해 동사는 원자재 연구개발, 칩셋 설계, 웨이퍼 제조 등 IGBT 전체 공급체인을 수직계열화한 유일한 자동차 기업이 되었다. 반도체 외에도 전장 부품 전반을 담당한다. BYD반도체는 시장에서 가치를 인정받아 21년 분사와 동시에 ARM, SK, 세콰이아캐피탈 등의 세계적 기업으로부터 투자를 유치했다. 당시 5조원의 가치를 인정 받은 BYD 반도체는 가까운 시일 내 상장을 통해 외부 매출을 늘리기 위한 동사 전략의 첫 걸음이 될 것으로 전망된다.

도표 2-3. BYD 지배구조



출처: SMIC 5팀

도표 2-4. 동사 차량 브랜드 별 주요 차종

모델명	사진	특징	출시	가격
오션 시리즈 '시겔'		형태: 헤치백 1회 주행거리: 120km 최대출력: 55kW	23년 4월	6만 - 10만 위안 (780만 - 1,800만 원)
왕조 시리즈 '한'		형태: 중형 세단 1회 주행거리: 605km 최대출력: 380kW	20년 7월	23만 - 25만 위안 (4,140만 - 4,493만 원)
양왕 'U8'		형태: SUV 1회 주행거리: 1000km 최대출력: 880kW	23년 10월	109만 8천 위안 (1억 9,755만 원)
BYD 'e-BUS 12'		형태: 전기버스 1회 주행거리: 250km 최대출력: 350kW	10년 9월	200만 - 300만 위안 (3억6천만 - 5억4천만 원)

출처: 동사 IR, SMIC 5팀

## (2) 배터리 사업 부문: 수직계열화의 핵심

블레이드 배터리  
외부 고객에게도

동사 배터리 부문은 '푸디전자'가 맡고 있다. 주요 제품은 '블레이드 배터리'로, 모양이 칼날 (Blade) 길고 평평하여 셀을 팩에 바로 담는 CTP 방식 개발에 최적화되어있다. 같은 부피에 더 많은 배터리를 탑재할 수 있기에, **동사 차량의 주행거리는 삼원계 배터리 수준까지 늘어날 수 있었고**, 블레이드 배터리는 자사 차량을 넘어 테슬라의 '모델 Y', 벤츠 'CLA'에도 탑재되고 있다. 배터리 사업부를 19년 자회사로 분사한 것도 외부 고객 확보를 위한 전략의 일환으로 판단된다.

전기차만큼 핫한  
ESS 까지 확보

동사는 ESS 사업도 영위하고 있다. 22년 기준 ESS향 출하량은 14GWh로 전기차향 물량의 5% 수준이다. 하지만 ESS 시장은 **CAGR 16%**로 매년 성장할 전망이며, 공간상의 제약이 크지 않은 ESS는 전기차보다 에너지 밀도가 비교적 덜 중요하기 때문에, 같은 가격 대비 많이 구매할 수 있는 **LFP 배터리가 주로 쓰인다**. 또한 ESS는 **중국 정부의 육성 사업** 중 하나로 동사의 현재 가장 큰 고객사도 중국 정부이다. **중국에서 LFP 배터리 잘 만드는 동사의 수혜는 예정된 수준이다**.

## (3) 전자 사업 부문: ADAS, ESS로 방향성 조정

전자사업부는  
부활 시도 중

'BYD 전자'는 자동차, 배터리 사업부의 든든한 지원군이다. BYD전자는 시가총액은 약 8조 원으로 폭스콘에 이어 **세계 2위의 핸드셋 OEM 기업이다**. 00년대에는 동사 매출의 가장 큰 비중을 차지했으나, 핸드폰 산업이 성숙기에 접어들고 전기차와 연관성이 낮아 주목 받지 못했다. 그러던 BYD 전자가 이제는 **전기차향으로 소프트웨어 솔루션**을 통해서 매출처를 확대해나가려 한다.

## 2.3. 최근 성적표 한 번 확인해보자!

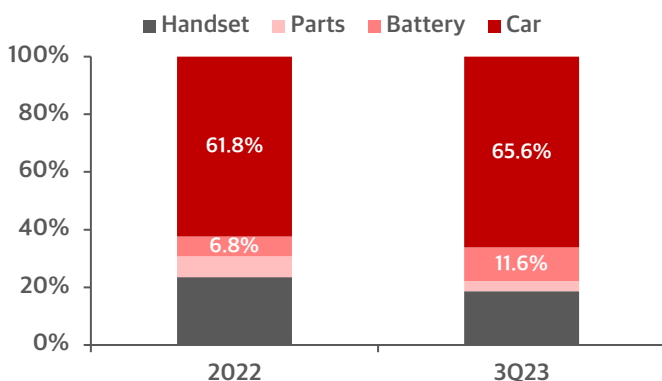
수출과 외부고객  
→ 매출 성장

크게 늘어난 자동차 사업부문의 3Q23 실적에서 동사의 **수출 확대가 성공적으로 진행되고** 있음을 확인할 수 있었다. 배터리 사업부문의 매출 비중 변화도 인상적이다. 전체 매출의 6.8%를 차지하던 배터리 사업부문의 올해 11.3%로 비중이 늘어났으며, 이는 **배터리 외부 고객사 확대가 발생하고** 있음을 방증한다. 동사가 발표한 **24년, 25년 해외 전기차 공장 건설 및 배터리 설비 증설 계획**을 고려하였을 때, 앞으로 이러한 탑라인 성장세는 계속 유지될 전망이다.

마진폭 확대  
→ 이익 성장

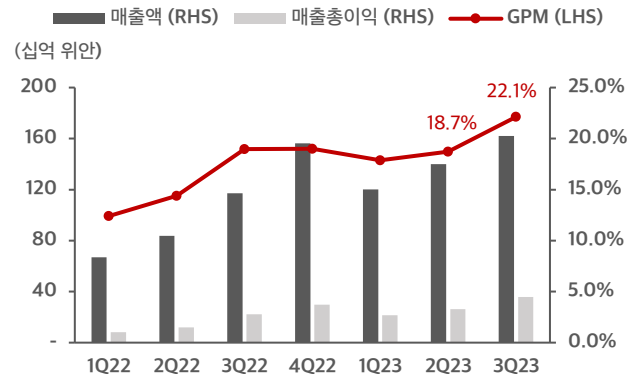
탑라인 성장과 더불어 동사의 가공할만한 마진폭 확대로 **바텀라인 성장**도 동시에 일어나고 있다. 3Q23 매출 1,621억 위안, 한화로 30조원을 달성함과 동시에, 미드싱글 수준에 머물던 **GPM은 22.1%**, **OPM은 7.4%로 증가**하였다. 다만, 동사 전자사업부가 하이 싱글 수준의 GPM을 유지한다는 점으로 미루어 보았을 때, 자동차 사업부의 **3Q23 개별 GPM은 약 25%로 추정**된다.

도표 2-5. 동사 매출 비중



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

도표 2-6. 동사 실적 추이



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

## 투자포인트 : “지금 이 순간”, BYD를 봐야하는 이유

전기차 시장에 불어온 한파	최근 전기차 산업 증시에는 <b>매서운 한파가 몰아치고 있다</b> . 전기차 대장주 테슬라를 비롯해 다수 전기차 기업이 일괄적인 주가 하락을 경험하고 있다. <b>동사도 예외는 아니다</b> . 흐름을 거스르지 못한 동사의 주가 역시 지난 2월 대비 약 22% 하락하며 지속적으로 하락하고 있다.
부정적 흐름을 뚫을 기업의 조건	부정적인 주가センチ먼트에도 불구하고, 전기차 산업의 필연적 성장을 부정할 수 있는 사람은 없다. 이에 전기차 산업의 부정적 흐름을 뚫고 나올 수 있는 기업을 찾아내기 위해서는, <b>흐름을 형성한 원인에 대해 파악하고 해당 원인을 가장 잘 다뤄낼 수 있는 기업을 발굴해야만 한다</b> . 본 보고서는 전기차 산업의 성장 흐름에 발생한 “변화”가 그 원인이며, <b>동사가 그 변화의 흐름에 가장 잘 올라탈 수 있는 기업이라 판단한다</b> .
전기차 산업 내 패러다임 변화	전기차 성장 흐름의 “변화”란 최근 <b>전기차 기업들에게 주어진 경쟁 패러다임의 변화</b> 를 의미한다. 전기차 산업의 폭발적 성장에 올라타 동반 수혜를 누리던 개별 기업들은, 이제 다소 느려진 속도로 커져가는 전기차 시장 파이 안에서 <b>치열한 점유율 경쟁에 돌입했다</b> . 점유율 경쟁은 곧 경쟁적 가격 인하로 이어지며, <b>가격 인하를 버텨내는 기업이 곧 점유율 경쟁의 승리자가 된다</b> .
배터리 산업에도 발생한 패러다임 변화	경쟁 패러다임의 변화가 촉발한 가격 인하 트렌드는 전기차 밸류 체인의 핵심, <b>배터리 산업 내 또 다른 패러다임 변화를 촉발했다</b> . 전기차의 가격 인하 경쟁은, 배터리 산업의 주인공을 기존의 NCM 양극재 배터리에서 <b>LFP 배터리로 교체</b> 하려 하고 있다. 그리고 동사는 두 가지 <b>패러다임 변화 모두를 당당히 정면에서 마주할 수 있는 유일한 기업</b> 이며, 산업 전체의 주가 하락으로 인해 씌워진 저평가의 프레임을 이겨내고 부정적センチ먼트를 뚫고 나올 준비를 마쳤다.

이에 본 투자포인트에서는 **지금 이 순간, BYD를 봐야하는 이유**를 두 가지 포인트로 구분한다.

**Point ①**에서는 수직 계열화를 통해 구축된 동사의 마진 확보 능력과 해외 진출을 통한 점유율 증대 가능성의 알아봄으로써, 치열한 가격 인하 경쟁 속, “**전기차 기업**” BYD를 봐야하는 이유에 대해 서술할 것이다.

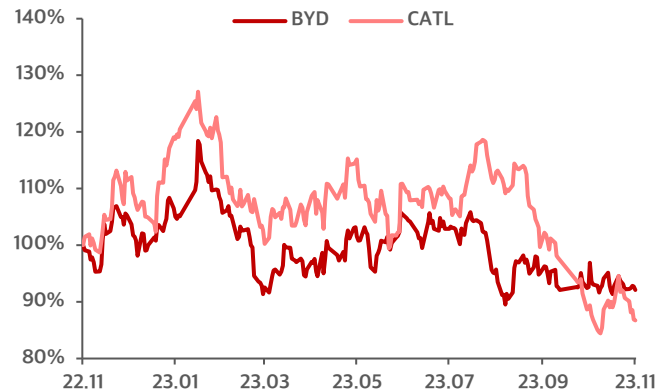
**Point ②**에서는 가격 인하 경쟁이 촉발한 LFP 배터리로의 전환 트렌드 속에서, 동사가 보유한 배터리 기술력과 동사를 기다리는 전방의 수요에 대해 알아봄으로써 “**배터리 기업**” BYD를 봐야하는 이유에 대해 서술할 것이다.

도표 3-1. 동사, Tesla 주가 추이



출처: Investing.com, SMIC 5팀

도표 3-2. 동사, CATL 주가 추이



출처: Tesla, SMIC 5팀

## Point ① - “전기차 기업”, BYD를 봐야하는 이유

최근 글로벌 전기차 시장의 변화 신호가 감지되고 있다. 산업의 폭발적 개화에 따른 기업들의 동반 수혜는 이제 끝이 나고, 시장은 진정한 옥석 가리기에 돌입했다. 이에 Point ①에서는 수직 계열화를 통한 동사의 마진(P-C) 확보 능력과, 해외 및 내수 시장에서의 점유율(Q) 확대 가능성을 규명함으로써 변화하는 시장 속, “전기차 기업” BYD에 주목해야하는 이유를 조명하고자 한다.

### 3.1 변화하는 전기차 시장, 중요한 건 “마진(P-C)”과 “점유율(Q)”

변곡점을 맞이한  
전기차 시장

폭발적 성장을 거듭해 온 전기차 시장은 최근 변곡점을 맞이하고 있다. 시장의 개화에 따른 침투율 증가가 점차 둔화되고, 본격적 대중화에 앞서 **비싼 가격대와 인프라 구축 지연 등으로 인한 과도기가 도래한 것이다.** 실제 24년 글로벌 전기차 판매량은 약 1,000만대 가량 수준으로 증가할 전망이지만 전년 대비 증가율은 +23%로, 22년의 +70% 대비 큰 폭의 감소가 예상된다.

동반성장은 이제 끝  
점유율 경쟁 시작

위 상황은 곧 시장 내 기업들 간 경쟁이 본격적으로 시작됨을 의미한다. 성장성에 의한 밸류에이션 프리미엄이 산업 내 모든 기업에게 부여되던 과거와 달리, 개별 기업의 펀더멘탈에 더 큰 가치가 부여되는 시장 환경이 조성되고 있다. 즉, 시장 규모 자체의 폭발적 성장에서 벗어나 이제 개별 기업에게는 **기형성된 시장 점유율을 조금이라도 더 확보해야만하는 과제**가 주어진 것이다.

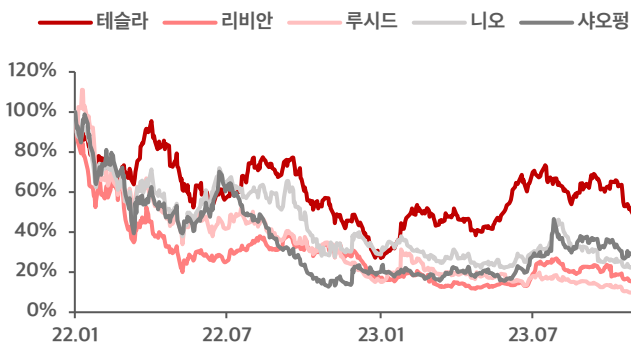
점유율 경쟁은  
가격 인하를 통해

이에 최근 전기차 시장에서는 **점유율 확보를 위한 강도 높은 가격 경쟁이 발생**하고 있다. 그 시작은 테슬라였다. 22년 10월부터 미국과 중국에서의 가격 인하를 시작한 테슬라는 1년 만에 모델 3의 가격을 약 17%, 모델 Y의 가격을 26% 가량 낮췄다. 테슬라의 공격적 움직임에 포드, GM 등 전통적 완성차 기업 역시 자사 전기차 제품의 가격 인하를 단행했으며 샤오펑, 니오 등 중국의 전기차 스타트업 역시 내수 시장에서의 점유율 방어를 위해 가격 인하 경쟁에 동참했다.

가격 인하 → 마진  
축소 →センチ 약화

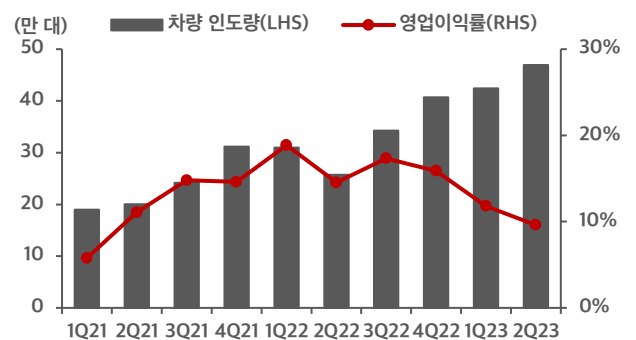
하지만, 공격적인 가격 인하 경쟁은 곧 **필연적인 마진 축소**로 이어졌다. 가장 먼저 경쟁에 뛰어난 테슬라는 차량 인도량의 증가에도 불구하고, 3Q23 전년 동기 대비 9.6%p 하락한 7.6%의 영업이익률을 기록했다. 잇따라 경쟁에 참여한 리비안, 포드, 니오 등의 기업 역시 1H23 십억 달러 이상의 영업이익 적자를 기록하며 마진 악화를 피해가지 못했다. 출혈을 감수하면서까지 시장 점유율 확보에 매달리는, 이른바 **전기차 시장판 “치킨 게임”의 피해**는 주요 기업들의 주가 하락에 고스란히 반영되며 **전기차 시장 전반에 걸친 부정적 Sentiment 형성**까지 영향을 미치고 있다.

도표 3-3. 주요 전기차 기업 주가 추이



출처: Investing.com, SMIC 5팀

도표 3-4. 테슬라 분기별 인도량 및 영업이익률 추이



출처: Tesla, SMIC 5팀

경쟁 우위를 위한  
두 가지 조건

결론적으로, 글로벌 전기차 경쟁구도의 승자가 되기 위한 조건은 크게 두 가지로 귀결된다. 첫째, **원가 경쟁력 및 마진 확보 능력**이다. 비단 전기차 뿐만 아니라 내연 기관 차량과의 경쟁을 위해 서라도 전기차의 가격 인하는 불가피하다. 이에 가격 하락의 압박을 이겨내고 **이익을 보전할 수 있는 마진 확보 능력**이 최우선으로 꼽힌다. 둘째, **시장 내 점유율 증대**다. 시장 파이의 폭발적 성장이 진행된 과거와 달리, 이제 전기차 시장에서는 존재하는 파이 내 경쟁이 중요해졌다. 이에 침투 여력이 남아있는 시장의 점유율 선점과 성숙 시장 내 안정적 점유율 확보가 동시에 진행되어야 한다. 그리고, 본 보고서는 **동사가 위 두 가지 조건을 모두 만족하는 기업**이라 판단한다.

### 3.2 두 마리 토끼를 모두 잡고 있는 BYD

수직 계열화를  
통해 마진 확보

먼저, 동사의 마진 확보 능력은 **제조 공정의 수직 계열화**를 통해 구현된다. 기업분석에서 상술했듯, 동사는 원재료, 배터리 및 반도체, 완성차 조립에 이르는 모든 공정을 자체적으로 진행한다. 수직 계열화를 통한 제조 공정 통합은 곧 제조 원가의 획기적 절감으로 이어지고, 이에 동사는 경쟁사 대비 압도적으로 높은 수준의 판매 마진을 확보했다. 판매 마진 확보는 곧 수익성 증진으로 연결돼 22.1%가 기록된 **동사의 3Q23 매출총이익률은 17.9%에 그친 테슬라를 앞장섰다.**

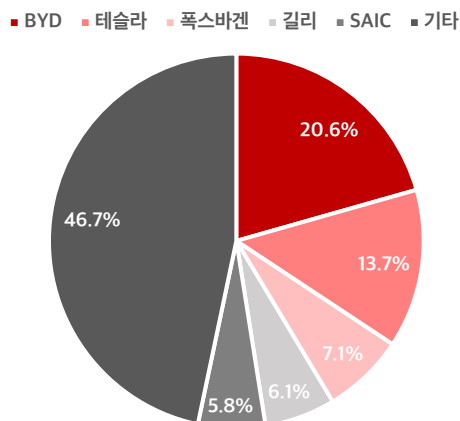
이미 점유율 1위  
달성한 동사

시장 점유율 확보 역시 공격적으로 진행되고 있다. 동사는 이미 **중국 내수 시장의 절대 강자로 자리매김했다.** 23년 9월 기준 중국 전기차 시장 내 동사의 점유율은 37.4%로, 2위 길리 자동차의 6.1% 대비 압도적인 체급을 자랑한다. **해외 시장으로의 진출 속도 역시 괄목할 만한 수준**이다. 22년 1월 불과 560대 가량에 불과했던 동사의 전기차 수출량은 22년 11월 10,000대를 돌파한 후 올해 10월에는 30,600대 수준까지 증가했다. 내수와 해외 시장의 동시 공략에 성공한 동사의 **글로벌 점유율 역시 3Q23 기준 20.6%까지 상승**, 테슬라를 넘어 당당히 1위에 등극했다.

지금 바로  
동사를 주목할 때

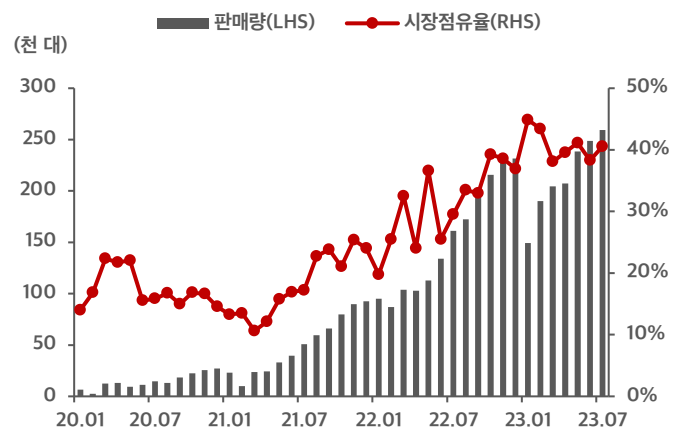
하지만, 동사의 광폭 질주는 지금부터 펼쳐진다. **24년 전기차 전체 판매 대수 400만대, 수출 물량 40만대를 목표로** 설정한 동사는 지금까지 형성해온 압도적 지위의 공고화를 노린다. 이에 지금부터는 수익성 확보에 혈안이 된 전기차 시장 속, **수직 계열화를 통해 구축된 동사의 마진 확보 능력의 우수함**을 조명해보고, 해외 수출 시장 활성화를 통한 **동사의 점유율 확대 가능성**을 정성적으로 확인해보고자 한다. Bulild Your Dream, 글로벌 1위 전기차 기업을 꿈꾸는 BYD를 주목할 시점은 바로 지금이다.

도표 3-5. 글로벌 전기차 시장 점유율(3Q23)



출처: SNE Research, SMIC 5팀

도표 3-6. 동사 판매량 및 중국 시장 내 점유율 추이



출처: CPCA, SMIC 5팀

### 3.3 수직 계열화를 통해 완성된 동사의 마진 확보 능력

#### (1) 전기차 마진 악화 속 부각되는 수직계열화의 중요성

완성차 업체의  
전기차 투자  
지속적 난항

최근 전기차 산업의 주요 이슈는 “일보 후퇴”이다. 전통적 완성차 업체인 포드, GM, 폭스바겐 등이 전기차 사업의 확장과 관련된 투자 계획을 잇따라 연기하거나 취소하고 있기 때문이다. 지난 10월 17일, GM이 24년 상반기 중 목표로 하던 전기차 40만대의 생산 계획을 무기한 연장한데 이어 27일, 포드가 SK온과 합작으로 건설 예정이었던 켄터키 전기차 공장 투자 계획을 연기한다고 발표했다. 폭스바겐 역시 11월 1일, 동유럽 기가팩토리의 건설 계획을 연기한다 밝혔다.

전기차 사업의  
수익성 악화

위 현상은 해당 완성차 업체들이 겪고 있는 전기차 사업의 부진과 관련이 깊다. 전기차 수요의 둔화도 일부 원인으로 작용하지만, 마진 확보의 실패가 보다 직접적인 원인이다. 이는 최근 발표된 포드의 전기차 사업부 실적에서 확인이 가능하다. 포드의 전기차 사업부인 ‘Model e’의 판매 대수와 매출액은 전년 동기 대비 각 44%, 26% 증가했다. 허나 수익에서는 전년 동기 대비 2억 2,000만 달러 증가한 13억 2,000만 달러의 EBIT 손실이 발생하였으며 이를 대당 손실로 계산할 경우, 전기차 1대 판매당 3만 6,000 달러의 손해가 발생했다.

성장 산업 내  
분업은 오히려 약점

전기차 사업의 수익성 부진은 결국 수직 계열화의 중요성으로 이어진다. 완성차 업체는 지금까지 부품별 스펙을 하청업체에게 알리고, 하청업체들이 해당 스펙을 달성할 수 있도록 경쟁시킴으로써 성능 확보와 비용 통제를 안정적으로 진행해왔다. 기술적 성숙도가 극에 달한 내연차량의 경우 위 방법이 매우 효과적이다. 다만 기술적 성숙도가 높지 않은 전기차의 경우 부품 업체에 대한 비용 관리가 용이하지 않을 뿐더러, 분업된 공정상 예상치 못한 비효율의 발생 가능성이 크다. 즉 전기차와 같이 성장하는 산업에서는 분업이 오히려 약점으로 작용하게 된다.

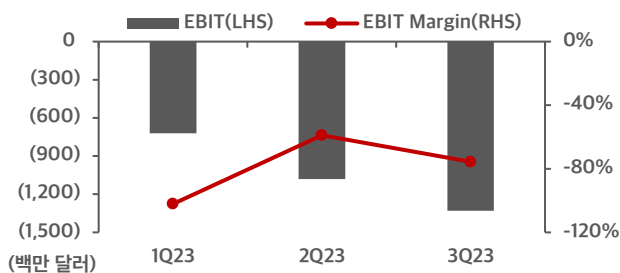
공정 분업의 단점.

공정 분업으로 인한 피해는 실제 사례에서 지속적으로 확인된다. GM은 지난 17~19년 생산된 전기차 “볼트” 약 6만 9천대 중 배터리 문제가 발생한 차량에 대한 리콜을 단행했다. 배터리 제작을 담당한 LG에너지솔루션과 모듈 패키징을 담당한 LG전자 간 배터리 스펙 이해 불일치로 인해 발생한 분리막 결함이 주원인이었다. 22년에는 전기차 배터리 공급난으로 인해 GM, 리비안, 루시드 등 업체들이 배터리 수급에 차질을 겪으며 생산 목표치를 대폭 하향 조정하기도 했다.

JV 합작을 통한  
시도, but 어려움.

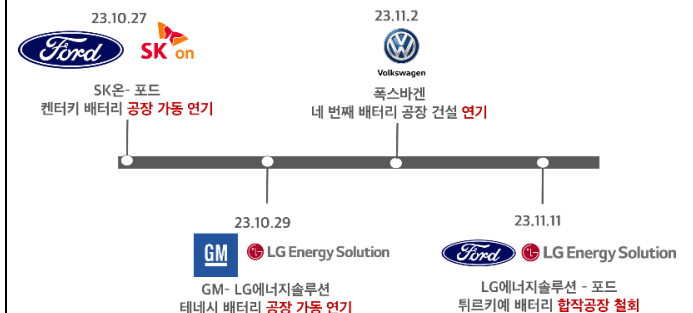
이에 완성차 업체들은 수직 계열화를 통한 공정 통합을 지속적으로 시도 중에 있다. 특히, GM, FORD 등의 완성차 업체는 배터리 셀 업체와 JV 설립을 통해 내재화를 시도해왔다. 올해 상반기까지 JV 설립 및 합작 공장 건설이 연이어 추진됐다. 그러나 전기차에서 규모의 경제를 이루지 못한 완성차 업체의 수익성이 악화되었고, [도표 3-6]에서 볼 수 있듯 배터리 공장 설립, 가동은 연달아 중단, 연기되고 있다. 수직계열화의 중요성과 실현 난이도가 동시에 강조되는 셈이다.

도표 3-7. 포드 전기차 사업부 EBIT 및 EBIT 마진 추이



출처: Ford, SMIC 5팀

도표 3-8. 완성차-배터리 JV 연기 및 취소 사례



출처: CPCA, SMIC 5팀

## (2) 글로벌 유일 100% 공정 통합 전기차 기업 BYD

전 세계 유일의  
전기차 공정 통합

위와 같은 수직 계열화 트렌드 속 가장 주목 받는 기업이 바로 동사이다. 동사는 전 세계에서 유일하게 전기차 제조에 필요한 3대 핵심 요소인 배터리, 모터 그리고 전자 제어 장치를 모두 자체적으로 생산하고 있다. 또한 배터리 원재료인 리튬의 자체 조달 능력을 보유했을 뿐 아니라 완성차의 조립까지 직접 진행하고 있어 그야말로 전기차 제조 공정 전체를 모두 스스로 해결한다. 압도적인 수직 계열화는 곧 제조 원가의 감소로 이어지며 절감된 원가는 가격 인하 트렌드 속에서도 마진 방어를 위한 강력한 무기로 작용한다.

수직 계열화의 꽃  
배터리 자체 생산

동사 수직 계열화의 꽃은 배터리 자체 생산이다. 전기차 생산에 혁신을 불러온 테슬라마저도 내부 생산과 외부 조달을 병행하고 있지만 동사는 100% 내부 조달을 통해 배터리를 공급받는다. 동사 산하 10개의 배터리 자회사가 결합돼 설립된 Findreams Battery가 동사 전기차 배터리 수급을 전량 담당한다. 23년 기준 동사의 배터리 생산량은 약 396GWh로 전 세계 2위를 차지하고 있으며 동사 차량을 넘어 테슬라, 니오 등 타 제조사에 공급되며 규모의 경제를 형성하고 있다.

자체 생산을 통해  
배터리 원가 감축

배터리 자체 생산은 곧 원가 감축의 일등 공신이 된다. 전기차 제조원가에서 배터리의 비중은 최대 45%에 달한다. 완성차 기업들이 타 부품보다 배터리 내재화에 가장 중점을 두는 이유도 배터리 원가 감축이 곧 완성차 원가 감축에 직결되기 때문이다. 동사가 1GWh 용량 배터리를 생산 시 소모되는 비용은 약 6천만 달러로 LG에너지솔루션과 SK온의 8,800만 달러 대비 생산 비용 측면에서 상당한 이점을 보유한다. 이에 동사의 배터리팩 원가는 1KWh당 92달러로 22년 전 세계 평균 원가인 142달러를 하회할 뿐 아니라 산업 내 “꿈의 원가”라 불리는 100달러보다도 낮다.

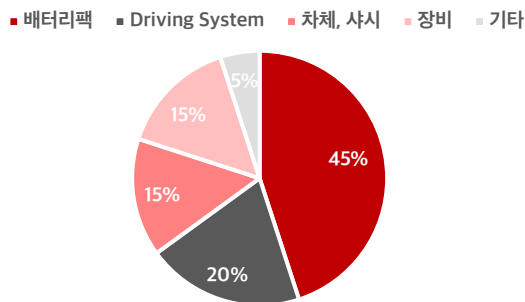
또 다른 주역,  
IGBT 자체 생산

동사 수직 계열화의 또 다른 주역은 전력반도체 IGBT이다. IGBT는 전기차 내 전류의 공급과 제어를 담당하는 핵심 부품으로 모터의 전류 제어가 핵심인 전기차에서는 IGBT가 차량의 전체 성능을 좌우한다. 원가 측면에서 역시 전기차 제조원가의 약 7~10%를 차지하며 배터리에 이어 두 번째로 높은 비중을 자랑한다. 이에 IGBT의 내재화는 곧 원가 절감과 에너지 효율로 직결된다.

IGBT 자체 생산  
비용 & 성능 확보

동사는 전기차 내 대부분의 IGBT 역시 내부 조달을 통해 공급받는다. 10년, 자체 개발 제품인 IGBT 1.0을 출시한데 이어 18년 IGBT 4.0, 21년 6.0 제품을 출시했다. 현재 동사의 IGBT 외부 조달 비중은 불과 약 10%로 일부 하이엔드 제품을 제외한 대부분의 차량에 동사의 IGBT가 탑재되고 있다. 배터리와 마찬가지로 IGBT 역시 타 기업 판매를 통한 규모의 경제를 형성하였으며 자체 IGBT 사용을 통해 15%의 전기차 출력 향상, 20% 이상의 에너지 소모 효과까지 확보했다.

도표 3-9. 전기차 원가 비중



출처: Research Gate, SMIC 5팀

도표 3-10. 동사 한 vs 테슬라 모델 3 스펙 비교

구분	테슬라 모델 3	BYD 한 EV3
외관		
배터리 에너지 밀도	145Wh/kg	140Wh/kg
최대 주행거리	445km	605km
제로백 (100km/h 가속시간)	5.6초	3.9초
충전 시간	고속 1시간 저속 10시간	충전량 30->80%까지 30분
판매가	27.2만 위안	23~24만 위안

출처: 각 사, SMIC 5팀

### 수직계열화 압도적 가성비 제품

위와 같은 수직계열화는 곧 동사 제품의 최대 강점인 “가성비”, 곧 고성능 대비 저가 제품의 생산을 가능케한다. 이는 동사와 테슬라의 주력 제품, 한EV와 모델3 간 비교에서 명확히 드러난다. 동사의 한EV는 최대 주행거리(한EV 605km, 모델3 445km), 제로백(한 EV 3.9초, 모델 3 5.6초) 등 주요 성능에서 모델 3 대비 우위를 점함에도 20% 가량 저렴한 가격을 자랑한다. 동사 제품의 가성비는 가격 인하 경쟁 속에서도 동사가 꾸준한 판매량을 확보할 수 있는 큰 원동력이다.

### (3) 압도적 마진 방어로 이어지는 수직 계열화 능력

#### 타사 대비 높은 대당 순이익

수직 계열화를 통해 동사는 경쟁 승리를 위한 첫번째 조건, “압도적 마진 방어 능력”을 구축했다. 우선, 공정 통합을 통한 원가 절감은 타 경쟁사 대비 높은, 판매 차량당 이익으로 이어진다. 실제 동사의 전기차 대당 순이익은 21년 4,171위안에서 22년~23년 각 8,972위안, 8,724위안 수준으로 증가했다. 같은 기간 동사의 내수 시장 내 주요 경쟁사인 상하이자동차그룹, 만리장성 자동차 등의 전기차 대당 순이익이 지속적으로 감소했음을 고려하면 동사의 선방은 더욱 눈에 띈다.

#### 힘들었던 시기 GPM 사수에 성공

기업 전체 차원의 마진 방어는 보다 놀라운 수준이다. 테슬라발 가격 인하 경쟁이 본격적으로 시작된 3Q22 이래 동사의 주요 경쟁사인 리오, 샤오핑은 모두 매출총이익률의 극적인 하락을 경험했다. 리오토의 경우 마진 사수에 성공했지만 리오토는 구매층이 탄탄한 고급 SUV만을 판매하기에 가격 인하에 적극적이지 않았다. 줄곧 20% 이상대의 매출총이익률을 기록하던 테슬라마저 지속적 하락을 겪던 상황 속에서 오로지 동사만이 마진 방어에 성공했다. 수직 계열화를 통한 동사의 이익 보전 능력이 가격 인하 경쟁 속에서 오히려 동사를 돋보이게 만든 것이다.

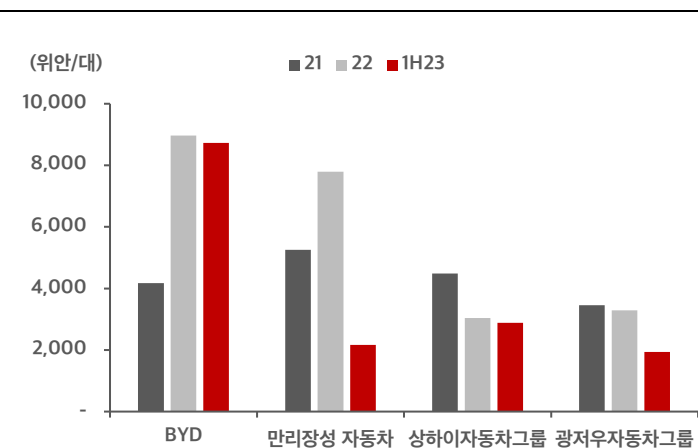
#### 누구도 못 따라할 이익 보전 능력

Peer대비 압도적인 이익 보전 능력은 앞으로도 동사만이 누릴 수 있는 해자일 것이다. 우선 동사가 수직계열화를 완성한 반도체, 배터리, 자동차 부품 모두 초기 비용이 큰 자본집약적인 산업이다. 동사도 중국 정부의 적극적인 지원과 시장이 과점화 되기 전 발빠른 인수합병으로 이러한 장벽을 뛰어넘었다. 하지만 이제 전기차 밸류체인의 핵심 산업들은 이미 과점화가 이루어져, 경쟁력 있는 기업의 인수가 어렵고 초기 성장 단계를 지난만큼 정부 지원도 예전보다 줄 것이다. 동사가 수직 계열화를 위해 “과거에 했던 것들”을 “지금은 할 수 없다는 것”이 해자가 지속될 가장 큰 이유다.

#### 마진 상승 본격적 으로 시동을 걸다

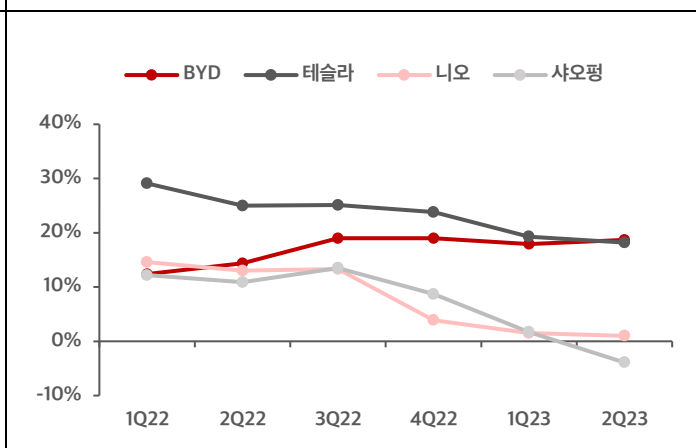
안정적인 비용 통제 능력을 보유한 동사의 다음 목표는 제품 가격의 다변화다. 경쟁적인 가격 인하 트렌드 속에서도 동사는 수직 계열화를 통해 타사 대비 저렴한 가격대의 제품군을 비용 압박 없이 구축하는데 성공했다. 이제 동사는 뛰어난 성능을 보유한 중고가 라인업으로의 제품 믹스 변화를 통해 마진 방어를 넘어 본격적 마진 상승을 목표로 한다.

도표 3-11. 연도별, 기업별 대당 순이익 추이



출처: 각 사, SMIC 5팀

도표 3-12. 동사 및 주요 경쟁사 분기별 GPM 추이



출처: 각 사, SMIC 5팀

## (4) 고가 제품군 출시를 통한 추가 마진 상승 여력

마진 상승을 위해  
신규 시장으로 진입

가격 인하 경쟁 속에서도 동사는 **안정적인 마진 방어에 성공했다**. 하지만 주요 격전지인 중저가 시장 내 경쟁은 **완화보다는 심화될 조짐**을 보인다. 테슬라가 24년 내 2만 5천달러 미만 가격의 보급형 차량, 모델 2의 출시를 앞두고 있으며 동사 역시 Han, Song Plus 등 기존 모델의 저가 버전 재출시를 통해 **저가 경쟁에 지속적으로 참여**하고 있다. 이에 동사의 Step-Up을 위해서는 경쟁 시장 속 마진 방어를 넘어 **획기적 마진 상승을 가능케 할 신규 시장의 개척**이 요구된다.

그 대상은  
중고가 SUV

동사가 선택한 시장은 **30만 위안 이상의 중고가 SUV 시장**이다. 벤츠, BMW 등 전통적 SUV 기업과 혼다, 토요타 등 일본 완성차 업체가 점유해온 중고가 SUV 시장은 전기차의 새로운 무대가 될 수 있는 곳이다. 내연기관 SUV와 유사한 가격에도 빠른 속도와 긴 주행거리를 보유한 **전기차에 대한 수요가 증가**하고 있기 때문이다. 실제 30만 위안 이상 중고가 SUV 전기차의 판매량은 20년 15만 6천대에서 22년 142만대까지 증가하며 빠른 속도의 침투율을 보이고 있다.

동사의 하이엔드  
브랜드 덴자

이에 동사 역시 **프리미엄 브랜드 덴자와 양왕을 통해 본격적 마진 상승**에 나선다. 우선 덴자는 동사가 벤츠와 합작으로 설립한 동사의 하이엔드 브랜드로 **35~50만 위안대의 SUV 덴자 9**이 주요 제품이다. 덴자 9은 중국 중고가 SUV 시장 내 경쟁 제품인 뷰익의 GL8, 토요타의 Sienna와 유사한 가격에도 주행거리, 최대속도 등 **주요 성능과 차량 크기 측면에서 이점**을 가진다.

마진 상승의  
주역 덴자

덴자는 **동사 마진 상승의 주 원동력**이다. 덴자의 평균 GPM은 약 30%로 동사 모든 브랜드의 평균인 21%를 **아득히 상회**한다. 제품 판매도 원활히 진행되어 22년 11월 3,451대에 불과했던 덴자 9의 판매량은 23년 9월 약 13,200대까지 증가했다. 이에 23년 중국 다목적 차량 시장 규모의 12.5%를 차지하며 GL8에 이은 2위에 등극했다. 덴자 9과 뒤이어 출시될 덴자 N7, N8 판매를 통한 **ASP 상승만으로도 동사 GPM은 25년 약 26.6% 수준으로의 상승**이 전망된다.

양왕은 마진의  
화룡점정

양왕은 마진 상승에 **방점을 찍어줄 브랜드**이다. 덴자를 넘어서는 럭셔리 브랜드로 23년 1월 출시된 양왕은 U8 제품 기준 108만 위안이라는, **압도적으로 높은 가격을 자랑**한다. 그럼에도 360도 회전 기능, 최대 1,200마력의 최고 출력 등 압도적 성능 우위를 바탕으로 **출시 첫날 약 30,000대 이상의 사전 계약을 확보**했다. 덴자의 30%를 넘어 약 48%의 GPM을 자랑하는 양왕의 제품 인도가 11월부터 본격화되면 동사의 마진 상승은 보다 공격적으로 진행될 것이다

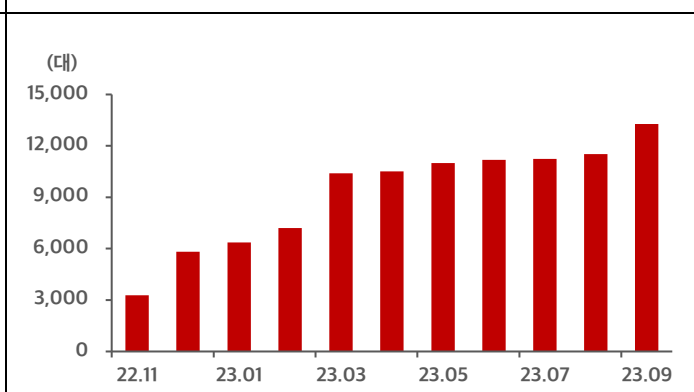
동사의 마진 확보 능력과 공격적인 마진 상승 여력은 충분히 확인됐다. 이제 동사에게는, 경쟁 승리를 위한 두 번째 조건, **"점유율 확대의 가능성"**이 필요하다. 이미 중국 내수 시장을 평정한 동사의 시선은 해외를 향한다. 이에 **주요 해외 시장별 동사 점유율의 확장 가능성**을 확인해보자.

도표 3-13. 덴자 9 주요 스펙 비교

구분	외관	길이*너비*높이(mm)	최대출력(kW)	최대속도(km/h)	평균 제로백(s)	가격(위안)
덴자 9		5,250*1,960*1,920	170	200	7.9	335.8~445.8
GL8		5,219*1,878*1,805	174	195	9.8	317.9~417.9
Sienna		5,165*1,995*1,765	139	180	8.2	309.8~411.8

출처: 각 사, SMIC 5팀

도표 3-14. 월별 덴자 9 판매량 추이



출처: BYD, SMIC 5팀

### 3.4 해외 시장 수출, BYD라면 가능하다

#### (1) 동사 수출의 제 1 타겟, 동남아시아.

전기차 잠재력이 높은 동남아 시장.

동남아시아 시장은 해외 진출 확대를 노리는 **동사의 주요 타겟 시장**이다. 동남아시아는 오랫동안 토요타, 혼다 등 일본 중심의 내연기관 차량이 지배해 온 시장이었다. 하지만 최근 아세안 지역 내 환경에 대한 관심 증가와 태국, 인도네시아, 베트남 등 **주요 정부의 정책적 전동화 의지 아래 전기차의 보급이 빠른 속도로** 이뤄지고 있다. 태국과 말레이시아의 전기차 보급률이 아직 7%, 4%에 머무는 점을 고려하면 **해외 전기차 업체의 침투 여력이 매우 높은 시장**으로 판단된다.

전기차 시장, 가격 경쟁력이 중요

동남아시아 전기차 시장 내 가장 중요한 경쟁 우위는 단연 **가격 경쟁력**이다. 태국(7,497달러), 인도네시아(4,332달러), 베트남(3,756달러) 등 동남아 국가의 1인당 gdp는 한국, 일본 등 **동아시아 국가에 비해 현저히 낮다**. 특히 인도네시아에서는 **전기차에 대해 사치세가 부과될 정도로** 아직까지 동남아 시장에서 전기차는 **가격에 대한 부담이 높은 제품**으로 여겨진다.

일본 뿐 아니라 테슬라도 이김.

동남아시아 전기차 시장 내 가장 뛰어난 가격 경쟁력을 보유한 기업이 바로 **동사**이다. 우선 그동안 동남아 완성차 시장을 지배해 온 **일본 기업과는 확연한 차이를 자랑한다**. 태국에서 판매되는 동사의 Atto3 모델의 가격은 약 3만 3천달러이지만 토요타의 bz4x, 닛산의 리프는 각 5만 달러, 4만 3천달러이다. 주요 경쟁사 **테슬라와의 가격 경쟁에서도 앞선다**. 테슬라 모델 Y의 태국 판매 가격은 195만 바트, 모델 3는 165만 바트이지만 동사 Atto 3는 109만 바트에 불과하다.

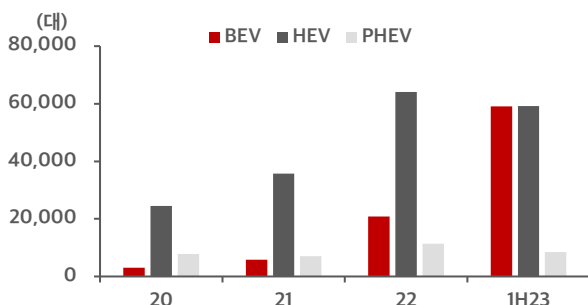
파트너십 좋아 일본 진출 그대로

동사의 또 다른 무기는 **현지 판매법인과**의 탄탄한 파트너십이다. 이에, 동남아 전기차 산업이 판매 채널을 원활히 확보하기 위해서는 **기형성돼있는 완성차 판매망의 활용이 필수적**이다. 동사는 태국에서 닛산과 60년대부터 협력해온 리버 오토모티브 사에 독점 딜러 판매권을 제공했으며 말레이시아(사임 다비), 인도네시아(바크리 앤 브라더스), 필리핀(아얄라 코퍼레이션) 등에서도 현지 법인과의 **파트너십 체결을 완료**한 상태다. 동사는 체결된 파트너십과 주력 모델 Atto3를 활용해 브랜드 인지도를 확립한 후, 현지의 협소한 도로 사정 상 **소형차를 선호하는 동남아 소비자의 특성**을 고려, Dolphin 모델로 침투율을 높여가겠다는 전략을 확립했다.

공장 건설 근시기에 바로 시작.

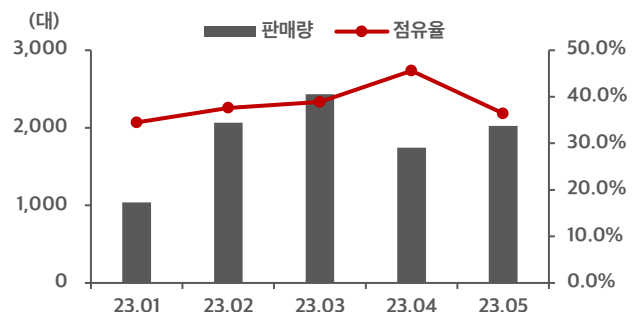
생산력 증진을 위한 **현지 공장 건설도 마무리 단계**에 접어들었다. 동사는 22년부터 약 6,800억 원을 투자해 **태국 라용에 생산 공장**을 건설했다. 연간 최대 15만 대의 생산이 가능한 태국 공장은 내년부터 가동을 시작해 증가하는 수요를 뒷받침할 예정이다. 특히 태국 정부가 현지 생산 차량에 대한 소비세를 8%에서 2%로 인하할 계획을 밝히며 현재 8%의 차량 소비세가 부과되어 있는 동사 Atto3 모델은 **현지 생산 개시 후 더욱 뛰어난 가격 경쟁력**을 갖출 전망이다.

도표 3-15. 태국 신재생 에너지 차량 등록 현황



출처: 태국 도로교통국, SMIC 5팀

도표 3-16. Atto3 태국 판매량 및 점유율 추이



출처: Sina, Weibo, SMIC 5팀

## (2) 진출하지 않고는 못 배기는 시장, 유럽

유럽도 반드시  
개척해야 할 시장

유럽 역시 동사의 주요 진출 목표이다. 22년 유럽 전기차 시장은 등록대수 기준 269.2만대 규모로 **중국에 이은 세계 2위의 시장**이다. 특히 유럽은 전 세계에서 가장 강도 높은 환경 정책으로 인해 전기차 산업의 성장이 빠른 속도로 이뤄지고 있다. **35년 이후 유럽 내 내연기관차 판매 금지가 법제화되면서 향후 10년 간 유럽 전기차 시장은 270만대에서 1,400만대 규모로의 성장**이 전망된다. 즉 전기차 사업 업체 입장에서 **유럽 시장은 놓쳐서는 안 될 시장**이라 할 수 있다.

유럽 시장에서도  
가격 경쟁력 중요

유럽 시장에서도 **가격은 가장 중요한 구매 요인**이다. 유럽 내 대부분의 국가는 전기차 보급률이 대개 5~60%에 달한다. 이는 곧 산업 성숙화에 따라 **주 소비층이 일반 대중으로 완전히 옮겨감**에 따라 가격의 중요성이 부각됨을 의미한다. 여기에 **유럽 소비자의 구매력이 러우 전쟁, 에너지 가격 상승으로 인해 대폭 낮아졌다**. 실제 유럽의 실질임금 상승률은 22년 말 기준 -6.97%이며 소매판매 증가율 역시 22년 6월 이후 지속적 감소세이다. 내연차 판매 금지를 대비해 전기차의 빠른 보급이 이뤄지고 있는 상황에서 **유럽 소비자들의 시선은 저가 제품으로 향할 수 밖에 없다**.

가격 경쟁력으로  
진입장벽 타파

이에 다시 한번 동사 제품의 **가격 경쟁력이 빛을 발할 전망이다**. 동사의 주력 수출 상품인 Atto3의 평균 가격은 약 43,800유로로 폭스바겐의 ID.3, BMW의 e드라이브 40, 테슬라의 Model 3 등에 비해 상대적으로 저렴하다. 동사가 압도적인 지위를 구축한 중국과 달리 유럽 전기차 시장은 **폭스바겐, 스텔란티스, BMW 3사가 10% 대의 점유율을 공유**하고 있다. 이에 3사 대비 구매 유인이 확실한 제품이 존재할 경우 **빠른 속도의 시장 침투가 가능하다**. 동사의 Atto3가 노르웨이에 출시된 직후 약 3개월 만에 전기차 판매량 1위를 차지한 사실이 이를 반증한다.

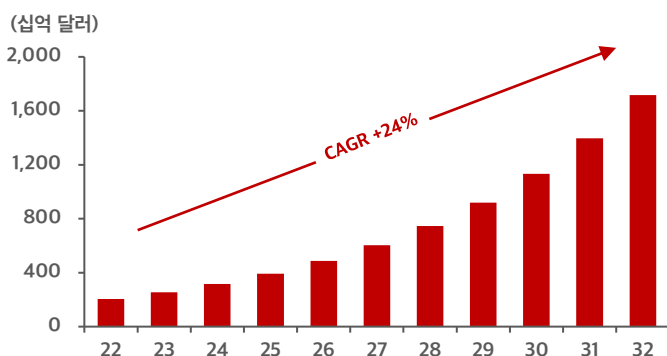
내수 대비 2배  
이상 비싼 수출가

더욱이 동사의 유럽 내 가격 경쟁력은 보다 강화될 가능성이 농후하다. 현재 동사가 유럽으로 수출하고 있는 모든 제품의 가격은 **중국 내수 가격 대비 최소 2배 이상 비싸게 형성**돼있다. 수입 완성차 제품에 부과되는 10%의 관세와 매출액 대비 약 3% 가량의 운송비 등이 반영됐기 때문이다. 이에, 해외 업체가 유럽 내에서 **원가 경쟁력을 갖추기 위해서는 현지 생산이 필수적**이다.

착실히 진행되고  
있는 현지화

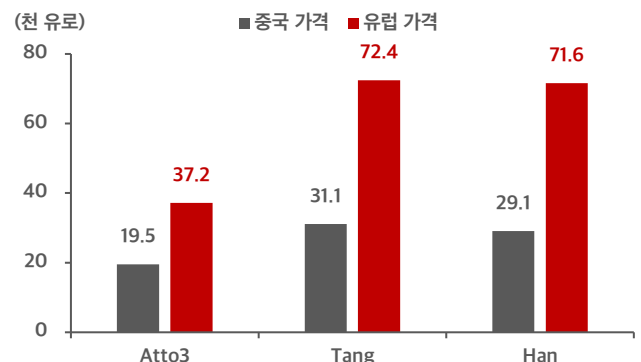
동사는 이미 유럽 수출 증가를 위한 대비를 착실하게 진행 중에 있다. 특히, 헝가리에 동사의 첫 **유럽 현지 공장 건설을 확정**지으며 본격적인 현지 진출에 나섰다. 또한, 동사는 22년 말, 수출 물량 증가에 따른 운송비 절감을 위해 **척당 약 7,700대의 자동차를 실을 수 있는 대형 자동차 운반선 8대를 발주**했다. 위와 같은 현지화 전략을 통해 유럽 내 동사 제품의 가격을 중국 내수 가격 수준으로 절감할 수 있다면 **유럽 내 동사 제품의 가격 경쟁력은 더욱 압도적일 것**으로 전망된다. 유럽으로의 수출이 활로를 뚫 경우 24년 40만대의 수출은 전혀 허황된 목표가 아니다.

도표 3-17. 유럽 전기차 시장 규모 추이



출처: Precedence Research, SMIC 5팀

도표 3-18. BYD 대표 모델 중국 vs 유럽 가격



출처: BYD, SMIC 5팀

## (3) 숨겨진 기회의 땅, 일본

일본 = 수입차 무덤  
& 전기차 부진국

해외 수출 확대를 위한 **동사의 숨겨진 기회의 땅은 일본 시장**이다. 지금까지 일본 자동차 시장은 이른바 ‘수입차의 무덤’이었다. 22년 기준 일본 자동차 시장 내 **수입차의 점유율은 불과 5%에 불과했다**. 전기차로의 전환 역시 **타 선진국 대비 미미한 수준**이다. 내연기관 및 하이브리드 차량이 전통적 강세를 보여온 국가답게 전기차로의 전환 속도가 매우 더뎠다. 실제 22년 기준 새롭게 판매된 승용차 중 **EV와 PHEV의 합산 비율은 3.1%에 불과하다**.

해외 업체의  
블루오션으로 부상

그런데 최근, 일본 전기차 시장이 **해외 업체들의 새로운 블루오션**으로 부상하고 있다. 일본 정부가 35년까지 승용차 신차 판매의 100%를 전동차로 전환하는 목표를 밝히며 일본의 전기차 전환에 속도가 붙고 있다. 반면 혼다, 토요타 등 내수 완성차 업체의 전기차 역량은 해외 업체 대비 매우 저조하다. 이에 **동사와 현대차를 포함한 다수 해외 업체들이 일본 시장에 진출**하고 있다. 명시적인 선도 기업이 없고, 해외 기업에 대한 거부감이 존재하는 일본의 특성 상, 시장 선점을 위해서는 결국 **가격과 성능 우위 뿐만 아니라 높은 브랜드 인지도**가 요구된다.

시장 선점  
가능성 high

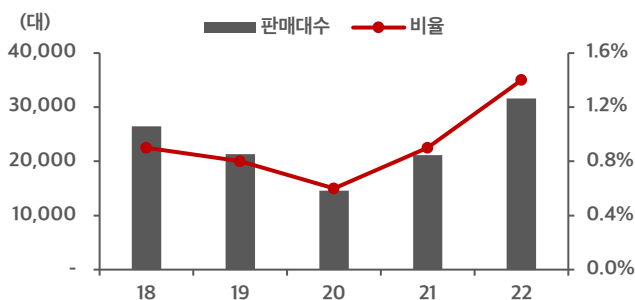
위 지점에서 동사는 이미 **경쟁사 대비 유리한 지위를 선점**했다. 현재 일본 내 주요 경쟁 제품은 현대의 아이오닉 5, 테슬라의 모델 Y 등이다. 동사의 주력 제품인 Atto3는 경쟁사 대비 소형의 크기에도 불구하고, **유사 수준의 항속 거리와 낮은 가격을 자랑**한다. 통행과 주차에 유리한 소형차를 선호하는 일본 소비자의 특성상, 동사의 저가 소형차가 자랑하는 가성비는 시장에 대한 충분한 공략 포인트로 작용한다. 동사보다 일본 진출이 1년 가량 빨랐던 아이오닉 5가 1Q23 162대의 판매에 그친 반면 동사는 진출 3개월 만에 **2배에 달하는 252대를 판매**한 사실이 이를 반증한다.

브랜드 인지도  
이상 無

동사는 브랜드 인지도 측면에서 역시 강점을 보유한다. 우선, 동사는 일본 내 **전기버스 시장의 70%를 점유**함으로써 일본 시장에 이미 이름을 널리 알린 브랜드다. 또한 현대, 테슬라 등이 전기차 사업에 통상적으로 사용되는 온라인 판매를 진행하는 것과 반대로 동사는 **오프라인 대리점을 구축**하고 **현지 딜러와의 계약을 통해 차량을 판매**하고 있다. 오프라인 판매를 통해 브랜드 인지도를 강화함과 동시에 딜러와의 계약 시 급속 충전기 자체 설치 조건을 포함시켜 인프라에 대한 투자 역시 병행하고 있다. 25년까지 일본 내 100개 대리점 설치를 목표로 하는 **동사이기에 일본 시장의 지배력은 점차 강화될 것**으로 전망된다.

지금까지 마진 확대(P-C)와 수출 확대(Q)를 목전에 두고 있는 동사가, **가격 경쟁이 형성한 EV 산업의 부정적인センチ멘트를 뚫어낼 유일무이한 기업임을 증명**하였다. EV의 핵심 부품인 배터리에도 동사에게 유리한 전방의 높은 파도가 다가오고 있다. “배터리 기업” BYD 왜 주목해야 할까?

도표 3-19. 연도별 일본 승용차 내 전기차 판매량 추이



출처: 일본자동차판매협회연합, SMIC 5팀

도표 3-20. 일본 주요 전기차 제품 스펙 비교

차종	Atto	Ariya	아이오닉5	모델 Y	Q4 40 e-tron	VW ID4
브랜드	BYD	닛산	현대	테슬라	아우디	폭스바겐
전장	4,455	4,595	4,635	4,751	4,590	4,585
차량 제원						
(mm)						
전폭	1,875	1,850	1,890	1,921	1,865	1,850
전고	1,615	1,655	1,645	1,624	1,630	1,640
축거	2,720	2,775	3,000	2,890	2,765	2,770
중량(kg)	1,750	1,920	1,870	1,930	2,100	1,950
최고 출력(kW)	150	160	125	220	150	125
최대 토크(N.M)	310	300	350	350	310	310
항속 거리(Km)	485	470	498	507	576	388
차량 가격(만엔)	440	539	479	643	599	499
항속거리/가격(Km/만엔)	1.1	0.87	1.04	0.79	0.96	0.78

출처: 각 사, SMIC 5팀

## Point ② : “배터리 기업”, BYD를 봐야하는 이유

앞선 Point ①에서 확인했듯, 전기차 산업 내 경쟁 우위는 **마진 확보(P-C)**와 **점유율 증대(Q)**를 통해 이뤄진다. 공격적 경쟁 인하 속 전기차의 가격 하락 트렌드를 뒷받침하기 위해선, **새로운 주인공 LFP 배터리**의 등장이 필요하다. 전기차 기업으로 줄곧 평가받아온만큼, LFP 배터리 업체로서의 동사에 주목해보자.

### 4.1. 미운오리 LFP 배터리, 시장의 주목을 받다

LFP 글로벌 시장  
침투 시작

글로벌 전기차 시장에서 LFP 배터리의 성장이 예상됨에 따라, LFP 배터리 업체로서의 동사에 주목할 필요가 있다. 그동안 LFP 배터리는 오직 중국 시장에서만 성장해왔다. 23년 기준 글로벌 전기차 신차에서 LFP 배터리가 탑재된 비중은 36%이지만, 이를 다시 지역별로 구분하면 **중국(60%)을 제외한 미국(9%)과 유럽(3%)**에서 LFP 배터리는 여전히 한자리수 침투율에 불과하다. IEA에 따르면 2030년까지 LFP배터리의 침투율을 최대 60%까지 제시한 바, 이제 중국 시장에 더해 미국과 유럽 시장에서도 본격적인 LFP 배터리의 침투가 시작될 것을 의미한다.

낮은 에너지밀도  
이유로 외면

글로벌 시장에서 LFP 배터리가 외면받은 이유는 무엇보다 낮은 에너지밀도에 있다. 삼원계라 불리는 NCM811 배터리(220~280Wh/kg)와 비교하면, LFP(160~200Wh/kg)의 낮은 에너지 밀도는 명확하다. 이는 다시 말해 부피/무게당 가지는 에너지가 작아 결국 **동일한 에너지를 내기 위해서는 더 많은 양의 배터리를 탑재**해야 한다는 문제가 있다. 글로벌 전기차 시장의 초기 성장 국면에서는 가격이 조금 비싸더라도 에너지밀도를 높여 주행거리 등의 성능이 우수한 NCM배터리의 채택이 주를 이루었다.

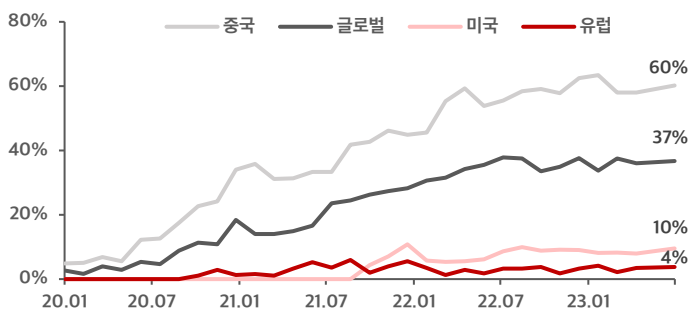
테슬라를 시작  
LFP 채용 증가

그러나 낮은 에너지밀도로 인해 LFP 배터리 탑재를 꺼리던 **전기차업체들은 가격인하에 대한 필요성**으로 NCM이 아닌 LFP 배터리의 채택을 늘리는 추세이다. LFP의 채택에 가장 적극적인 글로벌 기업은 최근 **가격경쟁을 주도한 테슬라**이다. 테슬라는 20년도부터 보급형 모델에 LFP 배터리의 채용을 늘리더니, 21년도부터는 보급형 모델인 스탠다드 레인지에는 LFP배터리만을 사용하겠다고 선언했다.

본격적인 LFP  
채용의 원년

전기차 시장의 선두주자인 **테슬라가 LFP 배터리의 탑재를 주도**하면서, 여타 글로벌 완성차 업체들 또한 LFP 배터리의 채택을 고려하고 있다. 특히 22년말 LFP 배터리 기술의 핵심특허가 만료되면서, 23년에는 Ford, VW, GM 등 주요 글로벌 OEM 업체들이 **본격적으로 LFP의 채택 전략**을 공식화했다. 이에 본 보고서는 2023년을 LFP 배터리가 더 이상 중국 시장만의 전유물이 아닌 **글로벌 시장에서 본격적으로 채용이 확대**되기 시작할 원년이라 판단한다.

도표 4-1. 글로벌 EV신차 대비 LFP 탑재 비중



출처: EV Volumes, SMIC 5팀

도표 4-2. 주요 OEM 업체들 LFP 채택 전략

OEM	LFP 전략 및 탑재차종
Tesla	마스터 플랜3 통해 LFP 배터리 확대 Model3, Y
VW	Guoxan으로부터 LFP 공급 계획 ID.2, ID.2X SUV, Skoda SUV 등
Ford	26년 양산, CATL과 LFP 배터리 생산 공장 건설 Mustang Mach-E, F-150
GM	LFP 미국 스타트업 미트라캠 805억원 투자 Bolt EV
현대차그룹	2025년 보급형 전기차 탑재 목표 2개년 프로젝트 시행 코나 일렉트릭, 니로EV, 레이EV, EV5
BMW	23년 LFP 배터리 셀 사용 발표 Neue Klasse
Stellantis	유럽출시 보급형 전기차 LFP 배터리 채택 예정 Citroen e-C3

출처: 언론종합, SMIC 5팀

## 4.2 우월한 가격 경쟁력, LFP 배터리

가격경쟁이 중요  
→ LFP배터리 채택

배터리 양극재 소재의 선택은 **결국 완성차 업체**가 좌우한다. 그리고 최근 완성차 업계의 선택은 **전기차의 가격을 낮추는 방향으로** 가고 있다. 전기차 시장의 초점이 **가격경쟁으로 이동함에 따라**, 글로벌 자동차 업체는 **LFP 배터리의 채택을 확대하는 것을** 고려하게 되었다.

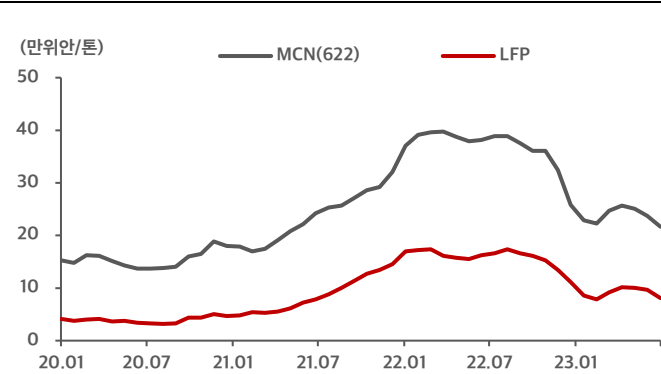
LFP 장점 ①  
저렴한 가격

LFP의 가장 큰 강점은 첫째, **저렴한 가격**에 있다. NCM 배터리의 양극재가 (수산화리튬+니켈+코발트+망간)으로 구성된다면, LFP는 (탄산리튬+인산+철)의 조합으로 이 중 **인산과 철은 지구상에서 가장 풍부한 물질** 중 하나이다. 원재료의 차이로 무게당 가격(\$/kg)차이가 발생하는데, 지난 3년간 광물가격의 변동에도 **LFP 양극재는 평균적으로 NCM(622) 양극재 가격의 40% 수준**이다.

kwh당  
환산해도 더 저렴

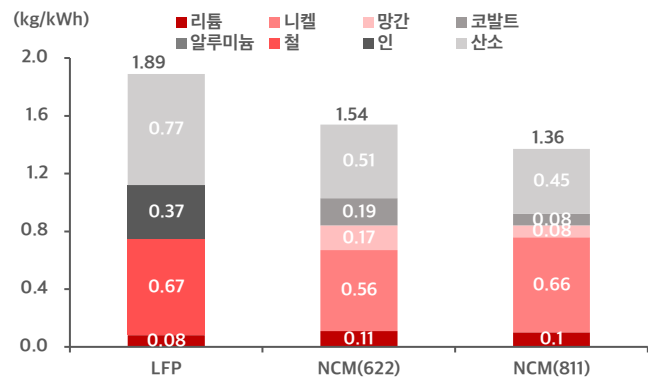
그러나 LFP의 낮은 에너지 밀도로 인해, NCM과 같은 에너지를 내기 위해서는 NCM(622)을 기준으로 **22%의 양극재가 더 투입**되어야 한다. 이를 고려하여 에너지밀도당 가격(\$/kwh)으로 환산하면 LFP양극재는 NCM양극재 대비 약 **50%**, LFP배터리는 NCM배터리 대비 약 **28%** 저렴하다.

도표 4-3. LFP, 삼원계 양극재 판가 비교



출처: WIND, SMIC 5팀

도표 4-4. LFP, 삼원계 양극재 kWh당 소요량

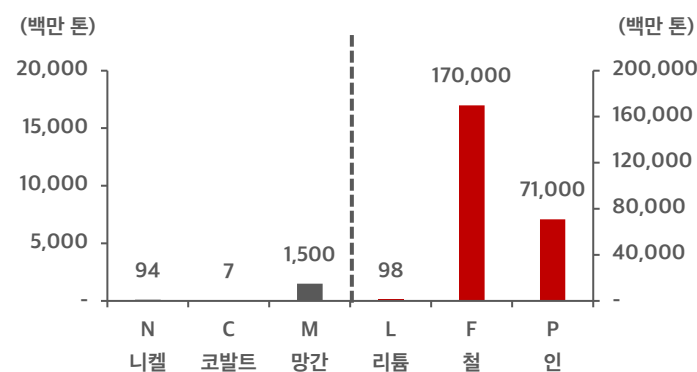


출처: BNEF(2022), SMIC 5팀

LFP 장점 ②  
안정적 조달 가능

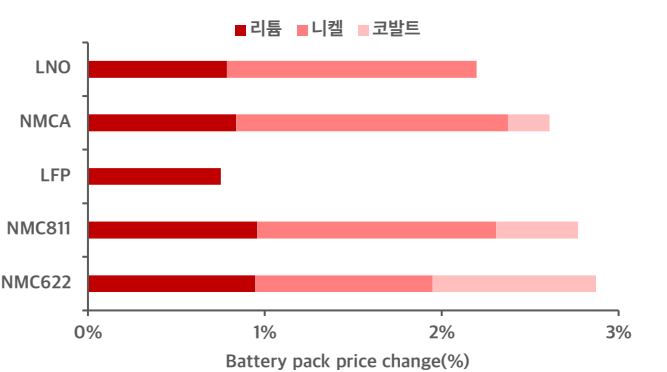
LFP 배터리의 또 하나의 강점은 **막대한 원재료 매장량**에 있다. LFP와 NCM 양극재의 가격차이는 **근본적으로 원재료 매장량의 차이**가 확인하기 때문이다. LFP 배터리의 **철과 인은 너무나 풍부**하다. 풍부한 원재료는 완성차와 배터리 기업의 입장에서 **LFP 소재를 안정적으로 조달**받을 수 있다는 뜻이기에 중요하다. NCM의 원재료 코발트와 니켈의 경우, 적은 매장량으로 인해 철과 인 대비 가격의 변동성이 크다. **양산체제를 구축하여 규모의 경제를 달성**해야 하는 완성차 업체에게 더 싸고, 변동성이 작아 안정적인 조달이 가능한 선택지인 LFP배터리 시장은 **점차 전방의 선택을 받으며 확대**될 것이다.

도표 4-5. NCM, LFP 원재료 매장량



출처: USGS, SMIC 5팀

도표 4-6. 원재료 가격변동(+10%)에 따른 배터리팩 가격변동



출처: IEA, SMIC 5팀

## 4.3. 성장을 가로막던 특허권의 만료

LFP 특허문제로  
비용지불

낮은 에너지밀도라는 한계와 더불어, 그동안 중국을 제외한 글로벌 시장에서 LFP 배터리가 성장하지 못했던 이유는 LFP 양극재의 핵심기술이 특허로 등록되어 있었기 때문이다. 97년 처음 개발된 이후 00년대 초반에 LFP 기술사용에 관련한 중요 특허들이 등록되면서, LFP의 제조, 판매를 위해서는 특허 사용에 대한 비용을 지불해야했다. 그러나 특허 사용료를 지불하면 저렴한 가격이라는 LFP 배터리의 가장 큰 장점이 사라지기에, LFP를 적극적으로 개발할 유인이 부재했다.

중국내에서만  
LFP 특허 무효화

그러나 중국내에서는 상황이 다르게 흘러갔다. 11년 중국 정부차원에서 해당 특허를 보유한 컨소시엄의 특허권을 인정하지 않으면서 LFP 핵심 기술을 둘러싼 특허권 분쟁이 발생했다. 이 특허권 분쟁은 결국 LFP 배터리가 중국 내에서 생산되고 사용되는 한 중국 제조업체에 특허 라이선스 비용을 청구하지 않기로 합의하면서 일단락되었다.

LFP특허권이 중국  
과 세계를 분리

특허를 보유한 컨소시엄이 중국 시장에서의 권리를 포기한 것에 대한 세부적인 정황을 파악할 수 없다. 다만, 중국 정부의 등에 업힌 중국기업들을 해외 시장으로 진출시키지 않고 중국 내수시장에 가둬놓는 수준에서 막는 것이 더 나았을 것이라는 판단에서 이와 같은 합의 결과가 나왔다고 짐작된다. 그리고 LFP 특허이슈는 지난 10여년간 정부의 막대한 보조금 정책과 함께 성장한 중국의 LFP 배터리 시장과 글로벌 시장을 분리하는 울타리 역할을 수행했다.

특허만료되면서  
중국 LFP 해외진  
출가능

22년말을 끝으로 LFP 기술의 가장 핵심이 되는 특허가 모든 국가에서 만료되면서, 이제 중국외의 국가에서도 비용부담 없이 LFP 기술에 대한 자유로운 접근이 가능해졌다. 이에 따라 동사와 CATL를 비롯한 중국 LFP 배터리 기업의 해외진출이 가능해졌고, 국내 기업을 비롯한 해외 기업들 역시 LFP 배터리의 개발에 특허비용을 고민할 필요가 없어졌다. 20년대에 접어들어 LFP에 관한 완성차 업체의 관심정도가 커진 이유 역시, 특허비용이 사라지며 생산비용의 절감이 가능해졌고, 비로소 LFP로부터의 수익성을 기대할 수 있어졌기 때문이다.

특허만료되면서  
중국 LFP 해외진  
출 본격화

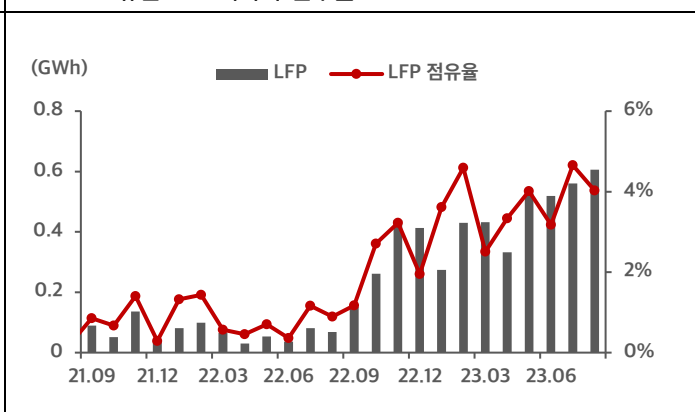
실제로 타국가보다 1년 가량 앞선 21년에 특허가 만료된 유럽시장에서는 특허가 만료되자마자 기다렸다는 듯이 CATL의 LFP 배터리를 탑재한 테슬라의 차량의 유럽수출이 시작됐다. 마찬가지로 비슷한 시기 동사도 자사의 LFP 배터리를 탑재한 전기차의 해외판매를 시작했다. 특허권이라는 울타리가 사라지면서 더 낮은 가격을 원하는 글로벌 전기차 시장의 수요를 향해 저가의 LFP로 무장한 중국기업의 해외진출이 본격적으로 시작되었다.

도표 4-7. LFP 특허 보유 컨소시엄 및 특허내용

LFP 핵심 특허 컨소시엄		
		
특허내용	특허만료	특허권자
LFP 활물질 조성	2017년	Goodenough 교수
LFP 탄소 코팅	2021년	몬트리온 대학교
LFP 코팅물질 합성	(유럽) 2021년 (미국) 2022년	HydroQuebec, CNRS

출처: SNE Research, SMIC 5팀

도표 4-8. 유럽 LFP 배터리 침투율



출처: SNE Research, SMIC 5팀

#### 4.4. LFP 배터리 큰 형님, 비야디

##### LFP 배터리 대장

전세계 LFP 배터리 생산량의 95%가 중국에서 생산될 정도로, 중국은 LFP 배터리 시장에서 압도적인 시장점유율을 차지하고 있다. 특허권이라는 울타리가 중국 기업들을 거대한 내수시장에 집중하도록 묶어 놓는동안, 중국의 LFP기업들은 정부의 보조금으로 몸집을 불리며 빠르게 규모의 경제를 달성했다. 그 중에서도 중국 LFP배터리 시장을 양분하는 CATL과 동사는, 사실상 전세계의 LFP 배터리에서도 CATL과 양강구도를 이루고 있다 보아도 무방하다. 경쟁사인 CATL의 경우, NCM 배터리를 핵심사업부로 고려하고 있기에, LFP 배터리로 역량을 집중할 수 있는 동사가 LFP 배터리의 대장주라 할 수 있다.

##### 구조기술을 통한 에너지 밀도개선

중국 정부의 지원 아래, 동사는 LFP 배터리의 근본적인 약점인 낮은 에너지밀도를 극복하기 위한 기술 경쟁력에서도 업계의 선두에 있다. LFP 양극재는 소재의 태생적인 한계로 에너지밀도를 제고할 수 없다는 한계에 부딪혔다. 이에 LFP의 성능향상은 구조상의 최적화를 통해 효율을 극대화하는 방향으로 발전해왔다. 즉 제한된 공간과 무게내에서 LFP 배터리를 얼마나 효율적으로 탑재할 수 있는 능력이 LFP 배터리의 구조기술의 핵심이다.

##### 블레이드배터리 + CTP 구조

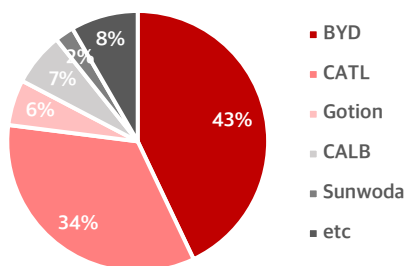
동사는 자체 개발한 블레이드 배터리에 CTP(Cell to Pack) 기술을 적용해 에너지밀도의 약점을 차량내 배터리 활용공간을 넓힘으로써 극복했다. 셀-모듈-팩으로 이어지는 기존 배터리의 구성에서 모듈을 생략하고 확보한 공간만큼 배터리셀을 더 탑재하여 부피/무게 당 에너지밀도를 개선했다. 블레이드배터리는 CTP기술 적용을 위해 최적화된 형태로 만든 배터리로, 배터리 팩에 최대한의 배터리 셀을 꽂아 넣을 수 있도록 얇고 긴 형태를 가진다. 블레이드배터리와 CTP구조를 통해 40%에 불과 했던 기존 배터리팩의 부피활용률을 60%까지 달성하였으며, 모듈을 포함한 배터리 시스템의 구성요소를 획기적으로 줄여 비용을 절감했다.

##### CTP를 넘어 CTB 구조까지

동사는 CTP 기술을 넘어, 22년 전기차 업계 최초로 배터리 모듈과 팩까지 생략한 CTB(Cell to Body) 기술을 동사의 차량 Seal에 양산적용하였다. CTB란 차체 바닥을 배터리셀의 덮개로 활용하는 구조로 배터리와 차량의 구조를 더욱 간소화하여 효율성을 높일 수 있다. CTB 기술은 차체를 재구성하고, 모듈과 팩의 보호없이 셀이 차체에 직접 통합되므로 셀에 대한 요구사항이 더욱 높을 수 밖에 없다. 현재 동사를 포함 CTP 기술을 출시한 업체는 CATL, LGES 뿐이며, 차량 기술에 속하는 CTC 솔루션을 출시한 업체는 Tesla, Leamotor뿐일 정도로 동사의 구조 기술상의 경쟁우위를 확인할 수 있다.

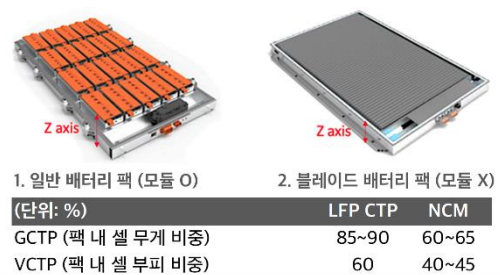
원가경쟁력과 기술경쟁력을 모두 갖춘 동사의 배터리에 남은 수순은 고객사 확보이다. 때마침 전방인 전기차의 경쟁이 심화되면서, 동사의 경쟁사이자 고객사인 완성차업체들은 더 저렴하고 효율적인 배터리를 원하고 있다. 지금까지 배터리 생산량의 대부분을 동사 전기차에 탑재해 내부물량으로 소화했다면, 이제 배터리의 본격적인 외부판매 물량과 함께 배터리업체로서의 면모가 드러날 때이다.

도표 4-9. LFP 배터리 제조사별 중국 내 M/S (2Q23)



출처: CABIA, SMIC 5팀

도표 4-10. CTP적용 LFP 배터리 vs NCM 배터리 비교



출처: PushEVs, SMIC 5팀

## 4.5. 고객사 확보 &amp; 가파른 성장세

동사를 찾는 고객사들의 발걸음

가성비 배터리를 찾아 동사의 문을 두드리는 **고객들이 더욱 많아**지고 있다. 특히 동사의 주력 제품인 **LFP 배터리의 본격적인 해외수출이** 가능해지며 다양한 글로벌 고객사들과의 계약이 이어지고 있다. 이미 블레이드배터리를 탑재하던 테슬라를 비롯하여, 언론에 발표된 자료만으로도 **글로벌 OEM 9개사와의 배터리 납품 계약이** 확인된다. 가격경쟁력이 중요해진 현재의 전기차 시장에서 완성차 업체들은 저렴한 LFP 배터리를 찾게되었고, 현재 LFP 시장에서 **동사만큼의 생산능력과 기술력을 가진 기업은 소수**이기에 고객사들의 발걸음은 계속해서 동사를 향할 것이다.

글로벌 판매량 YoY +540%

글로벌 시장에서 동사의 **경쟁우위는 남들과는 다른 실적으로** 증명되고 있다. 23년 1~9월, 중국시장을 제외한 글로벌 전기차용 배터리 판매가 YoY+54.9% 성장하는동안, 동사의 배터리 판매량은 YoY **+539.4%**로 시장 성장률을 아득히 상회했다. 이 지표가 의미를 가지는 것은 **중국 시장을 제외하고 산출한 데이터이기** 때문이다. 배터리사업부의 성장이 동사의 전기차 판매증가로 인한 내부물량의 증가만이 아닌, **실제로 해외 고객사로부터 매출성장이 이루어지고 있음**을 확인할 수 있다.

늘어나는 수요 & 공격적인 CAPA 증설

해외 고객사를 확보하며 22년 불과 0.4%의 M/S를 확보했던 동사는, 단숨에 1.8%의 M/S를 차지하며 내부물량을 제외하고도 글로벌 6위의 자리에 올라섰다. LFP 배터리의 글로벌 시장 침투는 이제 시작단계에 불과하기 때문에, LFP 배터리의 침투가 본격화됨에 따라 동사의 가파른 매출성장세는 지속될 것이다. 동사는 빠르게 증가하는 수요에 발맞춰 **공격적으로 CAPA를 확장**하며 고객사 확보에 자신감을 내비치고 있다. **20년 60GWh**였던 CAPA는 매해 빠르게 증가하여, 현재 진행중인 CAPA 증설이 완료되는 **24년에는 396GWh까지** 늘어난다. 5년간 무려 600%의 CAPA 증설이 이루어졌다.

공급과잉에 대한 시장의 우려

이러한 빠른 속도의 CAPA 증설에, 중국 시장 전반에서의 **과도한 CAPA 증설이 배터리 시장을 과잉공급의 상황으로 몰고갈 것**이라는 우려의 목소리가 존재한다. 실제로 중국자동차동력배터리산업 혁신연맹에 따르면 1H23 중국의 배터리 생산량은 293.6GWh인 반면 같은 기간 배터리의 설치용량은 152.1GWh에 불과해 **배터리 생산량의 절반 가까이가 재고로 발생**하였다.

동사에게는 영향 없을 것!

그러나 본 보고서는 현재 시장의 과잉공급우려가 지난 수년간 **중국 정부의 과도한 지원금**으로 인해 배터리기업들이 난립하며 시장을 왜곡하였을뿐, 동사를 비롯해 이미 안정적인 시장점유율을 확보한 Top-tier 배터리 기업에게 **미치는 영향은 미비할 것**이라 판단한다. 특히 동사가 타겟하는 글로벌 OEM 업체들의 경우 신뢰가 담보되지 않은 중국의 소규모 업체에 물량을 주문할 가능성이 현저히 낮기에, 과잉공급으로 인한 동사의 매출성장에 **제동이 걸릴 것을 우려할 필요는 없다**.

도표 4-11. 동사 글로벌 OEM 고객사 확보

고객사	출시(예정)	차종
테슬라	2020년 9월	모델3, 모델Y
포드	2021년 4월	SUV 에보스
링컨	2022년 3월	세단 Z, SUV 노틸러스 하이브리드
toyota	2023년 4월	Bz시리즈
KG모빌리티	2023년 9월	토레스
기아	2023년 11월	EV5
볼보	2023년 11월	EX30
아우디	2024년	Q6L e-tron
벤츠	2025년	CLA EV

출처: 각 사, SMIC 5팀

도표 4-12. 중국 배터리 셀 제조사 월별 판매량 (GWh)

순위	제조사명	3Q22 누적	3Q23 누적	성장률	22년 점유율	23년 점유율
1	LGES	42.9	64.1	49.2%	29.2%	28.1%
2	CATL	31.3	64	104.9%	21.2%	28.1%
3	Panasonic	25.2	33.6	33.2%	17.1%	14.7%
4	SK On	21.4	24.4	13.7%	14.6%	10.7%
5	삼성SDI	15.3	21.6	41.4%	10.4%	9.5%
6	BYD	0.6	4.1	539.4%	0.4%	1.8%
7	PPES	1.2	3.3	173.3%	0.8%	1.4%
8	Farasis	1.2	3	158.4%	0.8%	1.3%
9	AESC	3	2.7	-8.8%	2.0%	1.2%
10	PEVE	1.5	2	34.8%	1.0%	0.9%
	기타	3.6	5.3	47.1%	2.5%	2.3%
	합계	147.2	228	54.9%	100.0%	100.0%

출처: WIND, SMIC 5팀

## 4.6. 후발주자 위협, 걱정 없다.

향후 유력 경쟁자 국내배터리 3사	글로벌 시장으로 눈을 돌리면 향후 LFP 시장을 두고 <b>동사와 경쟁할 유력한 기업은 역시 국내 배터리업체</b> 이다. 지금까지 NCM 배터리에 집중해온 국내 배터리 3사이지만, 완성차 업체들이 LFP배터리의 채택을 공식화하고 시장의 성장성이 확실시됨에 따라 LFP 배터리의 개발에 착수했다.
LFP 후발주자 따라잡기 어려울것	본 보고서는 미국 시장을 제외하면 국내 <b>배터리 3사의 신규진입이 동사의 시장지위에 제한적인 영향을 미칠 것으로</b> 판단한다. 이미 오랜기간 양산체제를 구축하여 규모의 경제를 확보한 동사의 원가경쟁력을 <b>후발주자로서 국내 배터리사가 따라잡기란 매우 어려울 것으로</b> 예상된다. 현재 국내배터리사는 LFP배터리의 양산 목표시점을 26년으로 잡고 있는 바, LFP 시장의 성장이 본격화되어가는 현재 시점보다 2년 가량 늦게 시장에 진입한다. 그동안 LFP 배터리에서의 경쟁우위는 더욱 견고해질 것이다.
가격경쟁력의 핵심은 공급망 수직계열화	LFP 배터리의 경쟁력은 무엇보다 단연 <b>가격경쟁력</b> 에 있다. 그리고 가격경쟁력의 핵심은 <b>원재료와 소재 공급망의 수직계열화</b> 를 이루는 것이다. 현재 배터리 핵심광물의 채굴 및 정제된 분야에서 중국기업의 점유율이 매우 높고, 동사 역시 리튬 등 LFP 관련 광물자원의 확보를 위해 업스트림 단위에서부터 수직계열화를 이루어 강력한 가격경쟁력을 갖추었다. 이런 상황에서 시장에 신규 진입하게 될 <b>국내 배터리사가 동사보다 낮은 가격으로 LFP 원자재를 조달받을 가능성은 매우 낮다.</b>
후발주자 가격협 상에 불리한 구조	LFP 공급망 구축에는 <b>기존 NCM 배터리 공급망과는 다른 원자재</b> 조달이 필요하며, 조달단가를 낮추기 위해서는 대규모 물량의 주문과 이를 수용할 충분한 생산능력이 필요하다. <b>신규 진입자가 원자재 가격협상에 불리할 수 밖에 없는 구조</b> 이다. 심지어 소재에 대한 비용부담이 같더라도, 장기간 양산체제를 구축하여 장기간 배터리를 납품해온 동사 대비 <b>신규 기업이 가공비에서의 우위를 점하기도 어려운 상황</b> 이다. 동사가 가지는 가격경쟁력에서의 우위는 분명하다.
미국-유럽 친환경 정책법안이 변수	다만 미국과 유럽에서 각각 추진중인 <b>친환경정책법안이 큰 변수로 작용할</b> 것이다. 특히 배터리 공급망에서 중국을 배제하고자하는 <b>미국의 IRA(인플레이션감축법)</b> 로 인해 동사를 포함한 중국 기업의 <b>미국 시장진출에 대한 전망은 매우 부정적</b> 이다. 그러나 <b>유럽의 CRMA(핵심원자재법)</b> 의 분위기는 사뭇 다르다. 중국을 공급망에서 완전히 차단하기보다는 유럽의 역내 생산능력을 확대하고자 하는 것에 있어 중국기업에 대한 <b>직접적인 차별조항이 부재</b> 하다. 최근 <b>유럽 현지에 동사의 공장설립 계획이 확정</b> 되면서, 유럽시장으로의 본격적인 침투가 시작되었다. 유럽의 LFP 배터리 시장이 커짐에 따라, 동사가 누리는 선점효과의 크기도 커질 것이 기대된다.

도표 4-13. 동사 LFP 관련 광물자원 확보 현황

지역	시기	내용	비고
중국 시장자치구	2010년	중국 최대 리튬 염호 자부에 염호 개발에 18% 지분투자 염호출당스와 JV 설립	
중국 칭하이성	2017년	연간 3만톤 탄산리튬 생산라인 건설 계획	2023년 시험생산 중
중국 칭하이성	22년 3월	리튬 개발업체 칭산리튬의 지분 5%인수	
중국 칭하이성	22년 7월	탄산리튬 및 인산철 전구체 생산업체 안다테크의 지분 인수	
중국 장시성	22년 8월	이춘시의 리튬광산 개발권 확보	연간 10만톤 탄산리튬 생산능력 확보
아프리카	2022년	아프리카 내 6개의 리튬 광산 개발 관련 MOU 체결	공식 계약 관련 소식 미발표

출처: 언론종합, SMIC 5팀

도표 4-14. 국내 배터리 3사 대응전략

기업명	2021	2023
LG에너지솔루션	고객 주문에 한해 생산	적극적인 LFP 양산 투자
SK온	LFP 연구했으나 시장 보며 대응	전기차용 LFP 시제 품 출시
삼성SDI	NCM에 주력	LFP 배터리 개발 착수

출처: 언론종합, SMIC 5팀

## 5. Valuation - SOTP Method

### 5.1. 매출 추정

매출 Table											
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	127,739	156,598	216,142	424,061	120,174	139,951	162,151	194,947	617,222	785,056	941,424
YoY(%)	-	22.6%	38.0%	96.2%	-	-	-	-	45.6%	27.2%	19.9%
Automobile 부문	63,266	83,993	112,489	296,024	87,218	102,525	113,323	153,151	456,217	589,411	712,512
% of sales	49.5%	53.6%	52.0%	69.8%	72.6%	73.3%	69.9%	78.6%	73.9%	75.1%	75.7%
Battery 부문	10,506	12,088	16,471	28,667	8,536	10,545	18,738	11,655	49,474	66,756	85,772
% of sales	8.2%	7.7%	7.6%	6.8%	7.1%	7.5%	11.6%	6.0%	8.0%	8.5%	9.1%
Handset 부문	53,380	60,043	86,454	98,815	24,315	26,775	29,984	29,839	110,913	128,103	142,197
% of sales	41.8%	38.3%	40.0%	23.3%	20.2%	19.1%	18.5%	15.3%	18.0%	16.3%	15.1%
Others 부문	587	474	727	554	105	105	105	302	618	786	942
% of sales	0.5%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%

본 매출 추정은 (1) Automobile 부문, (2) Battery 부문, (3) Handset 부문으로 나누어 진행된다. 후술할 SOTP Method로 Valuation을 하려면 매출을 다음과 같이 분류하여 추정해야하며, (1) Automobile 부문 매출은 Point ①, (2) Battery 부문 매출은 Point ②의 논리를 각각 반영하였다.

#### (1) Automobile 부문

Automobile 부문 매출 추정											
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
Automobile 부문 매출	63,266	83,993	112,489	296,024	87,218	102,525	113,323	153,083	456,217	589,411	712,512
YoY(%)	-	32.8%	33.9%	163.2%	-	-	-	-	54.1%	29.2%	20.9%
자동차 판매 매출	54,576	54,651	99,877	261,963	81,892	96,265	106,404	143,778	428,339	561,036	683,643
% of Automobile sales	86.3%	65.1%	88.8%	88.5%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	95.2%	95.9%
내연차 매출	15,192	15,981	9,909	1,039	4	12	7	-	23	-	-
전기차 매출	39,385	38,671	89,969	260,924	81,888	96,253	106,397	143,778	428,316	561,036	683,643
Dynasty	21,550	23,327	70,588	215,375	54,373	58,946	67,857	72,650	253,826	327,385	400,571
Song	3,875	2,985	16,075	72,322	20,160	15,675	23,386	34,203	93,425	123,709	151,750
Han	-	7,631	22,850	53,017	7,410	10,892	12,849	17,865	49,017	70,981	95,612
Tang	6,899	3,950	9,512	33,675	6,576	7,213	6,745	6,118	26,651	31,982	36,779
Yuan	6,587	1,793	4,757	23,990	11,205	11,517	10,664	10,611	43,997	52,796	60,716
Qin	4,191	6,968	17,394	32,371	9,022	13,649	14,213	14,800	40,736	47,917	55,714
Ocean	5,350	1,709	6,054	36,865	15,872	23,923	25,832	56,552	122,179	154,900	178,918
Dolphin	-	-	2,661	18,653	6,704	8,700	9,274	9,811	34,555	38,011	39,911
Seagull	-	-	-	-	-	2,378	6,308	16,733	25,420	28,089	31,038
Seal	-	-	-	9,525	3,782	3,952	4,276	5,222	17,233	20,095	22,685
Destroyer	-	-	-	5,579	1,300	2,446	3,007	3,697	10,451	11,548	12,761
Frigate	-	-	-	274	3,841	5,490	2,483	2,483	14,297	14,297	14,297
E series	5,350	1,709	3,393	2,834	245	956	484	484	2,168	1,882	1,673
Denza	168	346	408	2,500	7,436	10,030	10,779	11,847	40,092	57,733	83,135
Formula Leopard	-	-	-	-	-	-	-	500	500	6,000	6,000
Yangwang	-	-	-	-	-	-	-	300	300	3,600	3,600
Bus	12,316	13,288	12,919	6,185	4,207	3,355	1,929	1,929	11,419	11,419	11,419
세금 및 정부 보조금	1,341	1,781	2,597	3,548	896	1,053	1,164	1,498	4,611	5,108	5,601
% of Automobile sales	2.1%	2.1%	2.3%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
부품 및 기타 매출	7,348	27,561	10,015	30,513	4,430	5,207	5,756	7,807	23,267	23,267	23,267
% of Automobile sales	11.6%	32.8%	8.9%	10.3%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	3.9%	3.3%

Automobile 부문에서 자동차 판매 매출의 경우, 차량 라인업별 매출의 판매량(Q)과 가격(P)을 구하여 P와 Q를 각각 추정하였다. 라인업별로 자세한 P, Q 추정 테이블은 [Appendix 7.1.]에 첨부하였다. 내연차는 올해 생산을 공식적으로 중단하였으므로 추후 매출이 발생하지 않는다고 추정하였다. 올해 하반기에 처음 출시되는 Formula Leopard와 Yangwang은 고가 라인업이다보니 가격이 당분간 유지될 것이라 추정하였으며, 판매량의 경우 동사가 남은 4분기 제시한 목표 판매량을 토대로 추후 Q까지 추정하였다. Bus는 수요 둔화를 감안하여 판매량을 Flat 처리하였다.

Dynasty와 Ocean은 동사가 주력하고 있는 중저가 제품 라인업이다. 수출이 본격화되는 제품 (Song/Han/Tang/Yuan/Dolphin/Seal/Denza)은 수출 국가의 전기차 침투율에 연동하여 Q를 추정하였으며, 수출 국가에서 10~20% 인상된 가격에 판매되고 있기 때문에, 이를 반영하여 P를 추정하였다. 내수에 한정된 제품은 중국 전기차 침투율이 둔화세를 맞이했다는 투자포인트 논리에 입각, 동사의 내수 점유율 변화에 연동하여 Q를 추정하였으며, 라인업내 BEV 비중이 PHEV 대비 늘어나고 있기 때문에, 이를 반영하여 P를 추정하였다. 세금 및 정부보조금은 전기차에 대한 정부 지원이 줄어들고 있음을 반영하였다. 세부 추정 테이블은 [Appendix 7.3.]에 첨부하였다.

## (2) Battery 부문

Battery 부문 매출 추정											
(단위: 백만 위안, GWh, 대)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
<b>Battery 부문 매출</b>	<b>10,506</b>	<b>12,088</b>	<b>16,471</b>	<b>28,667</b>	<b>8,536</b>	<b>10,545</b>	<b>18,738</b>	<b>14,088</b>	<b>49,474</b>	<b>66,756</b>	<b>85,772</b>
<i>YoY(%)</i>	-	15.1%	36.3%	74.0%	-	-	-	-	72.6%	34.9%	28.5%
차량 및 ESS 배터리	295	181	10,883	23,569	7,018	8,670	15,406	12,580	43,673	60,368	78,738
<i>% of Battery sales</i>	2.8%	1.5%	66.1%	82.2%	82.2%	82.2%	82.2%	89.3%	88.3%	90.4%	91.8%
차량 및 ESS 배터리 P	886	758	695	796	801	806	811	816	823	731	661
차량 및 ESS 배터리 Q	0.3	0.2	15.7	29.6	8.8	10.8	19.0	14.5	53.0	82.6	119.1
차량용 배터리 공급 (Q)	0.3	0.2	11.2	15.6	-	-	-	-	23.2	36.0	54.9
테슬라 배터리 수요	-	-	2.8	5.5	-	-	-	-	11.0	16.5	27.5
테슬라 중국 생산량	-	-	50,000	100,000	-	-	-	-	200,000	300,000	500,000
기아 배터리 수요	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.2	6.4
기아 중국 생산량	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50,000	100,000
토요타 배터리 수요	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.7	3.3
토요타 중국 생산량	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30,000	60,000
기타 배터리 수요	0.3	0.2	8.4	10.1	-	-	-	-	12.2	14.7	17.7
ESS 배터리 공급 (Q)	-	-	4.5	14.0	-	-	-	-	29.8	46.6	64.1
글로벌 ESS 수요	8.6	14.1	23.3	42.6	-	-	-	-	83.2	123.0	161.0
<i>동사 점유율 (%)</i>	-	-	19%	33%	-	-	-	-	36%	38%	40%
생활가전 배터리	9,423	11,523	4,519	4,119	1,030	1,030	1,030	1,030	4,119	4,119	4,119
<i>% of Battery sales</i>	89.7%	95.3%	27.4%	14.4%	12.1%	9.8%	5.5%	7.3%	8.3%	6.2%	4.8%
세금 및 정부보조금	29	21	26	48	14	17	30	28	99	134	172
<i>% of Battery sales</i>	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
기타	758	362	1,043	931	277	343	609	451	1,583	2,136	2,745
<i>% of Battery sales</i>	7.2%	3.0%	6.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
차량용+ESS 배터리 공급	0.3	0.2	15.7	29.6	8.8	10.8	19.0	14.5	53.0	82.6	119.1
외부 Power 배터리 CAPA	30.0	30.0	50.0	97.6	-	-	-	-	138.6	185.4	211.7

Battery 부문은 앞으로 성장세가 기대되는 차량 및 ESS 배터리를 중심으로 추정하였다. 동사 LFP 배터리가 도입된 테슬라, 도입 예정인 기업들(토요타/기아/테슬라/볼보/링컨/포드/KG모빌리티/벤츠/아우디) 중에서 도입이 제일 가시화된 토요타/기아의 중국 생산량을 토대로 동사 차량용 배터리 수요를 추정하였다. ESS 배터리의 수요는 글로벌 ESS 수요 전망치와 동사 점유율에 연동하여 추정하였다. 차량 및 ESS 배터리의 P는 원가 비중이 높은 리튬 가격 전망치에 연동하였다. 세금 및 정부보조금은 ESS 산업을 육성하고자하는 중국 정부의 강력한 정책 기조를 반영하였다.

## (3) Handset 부문

Handset 부문은 자회사(지분율 65.8%)인 BYD Electornic에서 발생하는 매출이다. 해당 자회사는 애플, 안드로이드 전자기기의 금형을 제작하며, 해당 기술로 자동차 부품도 생산한다. 자율주행 관련한 매출도 발생하고 있다. 동사 매출은 스마트폰 출하량에 움직인다. 따라서, 안드로이드 向 매출은 삼성과 화웨이 스마트폰 출하량 전망치에 연동하였고, 애플 向 매출은 아이폰 출하량 전망치에 연동하였다. 올해, 동사는 미국 전자제품 제조 기업 '자빌'의 중국 내 자회사를 약 3조 원에 인수하기도 하였다. 역성장이 우려되는 세트 수요 시장 내에서 이러한 인수&합병을 통한 점유율 확보는 긍정적인 시그널이 분명하다. 자세한 추정 논리는 [Appendix 7.5.]에 첨부하였다.

## 5.2. 비용 추정

비용 Table									
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
매출액	127,739	156,598	216,142	424,061	260,124	357,098	617,222	785,056	941,424
YoY(%)	-	22.6%	38.0%	96.2%	-	-	45.6%	27.2%	19.9%
매출원가	106,924	126,251	187,998	351,816	212,452	298,099	510,551	626,697	738,755
매출원가율(%)	83.7%	80.6%	87.0%	83.0%	81.7%	83.5%	82.7%	79.8%	78.5%
GPM(%)	16.3%	19.4%	13.0%	17.0%	18.3%	16.5%	17.3%	20.2%	21.5%
Automobile 부문	49,420	62,829	92,927	233,255	149,485	214,811	364,296	451,290	536,169
% of sales	38.7%	40.1%	43.0%	55.0%	57.5%	60.2%	59.0%	57.5%	57.0%
Battery 부문	8,548	9,651	14,505	25,244	16,178	26,548	42,726	58,590	77,225
% of sales	6.7%	6.2%	6.7%	6.0%	6.2%	7.4%	6.9%	7.5%	8.2%
Handset 부문	48,387	53,320	79,907	92,829	46,607	55,393	102,000	114,941	123,150
% of sales	37.9%	34.0%	37.0%	21.9%	17.9%	15.5%	16.5%	14.6%	13.1%
Others 부문	569	452	660	488	182	1,347	1,529	1,876	2,212
% of sales	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
판매비와 관리비	15,677	18,997	22,818	50,990	36,140	41,603	78,917	106,110	126,598
판매비율(%)	12.3%	12.1%	10.6%	12.0%	13.9%	11.7%	12.8%	13.5%	13.4%
OPM(%)	4.0%	7.2%	2.5%	5.0%	4.4%	4.9%	4.5%	6.7%	8.1%
직원보수	3,598	3,600	5,189	10,285	6,858	7,801	14,659	18,645	22,359
% of sales	2.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.6%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%
감가상각비	1,063	1,265	1,453	1,749	1,317	2,017	3,335	4,689	5,714
% of sales	0.8%	0.8%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
광고선전비	1,082	1,490	1,355	2,202	1,599	2,024	3,623	5,960	7,147
% of sales	0.8%	1.0%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%
A/S	695	813	1,229	6,514	4,476	5,575	10,051	12,783	15,330
% of sales	0.5%	0.5%	0.6%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
연구개발비	5,629	7,465	7,991	18,654	13,835	14,308	29,317	41,223	48,695
% of sales	4.4%	4.8%	3.7%	4.4%	5.3%	4.0%	4.7%	5.3%	5.2%
세금 및 대손상각비	1,561	2,154	3,035	7,267	4,648	5,844	10,493	13,346	16,004
% of sales	1.2%	1.4%	1.4%	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
기타	2,049	2,209	2,567	4,318	3,406	4,034	7,441	9,464	11,349
% of sales	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%

동사는 분기보고서에 비용의 세부계정을 제공하지 않으며, 사업보고서에는 매출원가의 세부계정이 아예 공개되어있지 않다. 따라서, 사측이 제시한 매출원가 비중을 토대로, (1) 부문별 매출원가를 분류한 후 각각 추정하였다. 판매비와 관리비에서는 (2) 연구개발비와 (3) 감가상각비를 중심으로 엄밀히 추정하였다. 세금 및 대손상각비 세부 추정 논리는 [Appendix 7.4.]에 첨부하였으며 금융손익, 기타손익, 법인세 추정 논리는 [Appendix 7.4.]와 [Appendix 7.4.]에 각각 첨부하였다.

## (1) 부문별 매출원가

사측에 따르면 매출원가에는 원재료비, 급여, 감가상각비 등이 포함된다. 계정별 금액이 공개되어 있지 않기에, 부문별 매출원가는 사업 특성상 비중이 클 원재료비를 중심으로 추정하였다.

## ① Automobile 부문 매출원가

Automobile 부문 매출원가 추정									
(단위: 백만 위안, 대)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
Automobile 매출원가	49,420	62,829	92,927	233,255	149,485	214,811	364,296	451,290	536,169
Automobile 판매량	226,215	192,663	598,390	1,796,242	1,215,603	1,811,315	3,026,918	3,475,286	3,811,200
Automobile 당 매출원가	0.22	0.33	0.16	0.13	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14
단위당 배터리 비용	0.09	0.13	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
LFP 배터리 가격	886	758	695	796	-	-	796	796	796
단위당 배터리외 비용	0.13	0.20	0.09	0.08	-	-	0.07	0.08	0.09

Automobile 부문 매출원가를 추정하기 위해, 매출 추정에서 구한 판매량으로 해당 매출원가를 우선 구하였다. 전기차에서 40%의 비중을 차지하는 배터리의 비용을 LFP 가격 전망치에 연동하여 추정하였다. 이를 통해 역산한 해당 매출원가를 판매량에 곱하여 매출원가를 추정하였다.

## ② Battery & Handset 부문 매출원가

Battery 부문 매출원가 추정									
(단위: 백만 위안, GWh)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
<b>Battery 매출원가</b>	<b>8,548</b>	<b>9,651</b>	<b>14,505</b>	<b>25,244</b>	<b>16,178</b>	<b>26,548</b>	<b>42,726</b>	<b>58,590</b>	<b>77,225</b>
Battery 판매량	-	-	15.65	29.62	19.53	33.51	53.04	82.61	119.05
Gwh 당 매출원가	-	-	927	852	-	-	806	709	649
단위당 리튬 비용	-	-	93	85	-	-	80	71	62
리튬 가격 (\$/톤)	4,618	3,945	19,277	52,946	-	-	49,869	43,934	38,706
리튬 외 단위당 비용	-	-	834.14	767.01	-	-	725.29	638.53	586.35

동사 주력 제품 LFP 배터리는 리튬, 인산, 철 및 광물 가격에 영향을 받는다. Gwh당 리튬 비용은 리튬 가격 전망치에 연동하였으며, 그 외 광물은 직전 년도의 하락세를 반영하여 추정하였다.

## (2) 연구개발비

연구개발비 추정									
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
<b>연구개발비</b>	<b>5,629</b>	<b>7,465</b>	<b>7,991</b>	<b>18,654</b>	<b>13,835</b>	<b>14,308</b>	<b>29,317</b>	<b>41,223</b>	<b>48,695</b>
직원보수	2,603	3,742	3,714	10,417	7,939	7,939	15,877	22,325	26,372
% of 연구개발비	46.2%	50.1%	46.5%	55.8%	57.4%	55.5%	54.2%	54.2%	54.2%
소모품비	1,798	2,348	2,639	5,198	3,425	3,425	8,024	11,283	13,328
% of 연구개발비	31.9%	31.5%	33.0%	27.9%	24.8%	23.9%	27.4%	27.4%	27.4%
감가상각비	668	704	602	834	695	1,056	1,751	2,462	2,908
% of 연구개발비	11.9%	9.4%	7.5%	4.5%	5.0%	7.4%	6.0%	6.0%	6.0%
기타 연구개발비	560	670	1,036	2,206	1,776	1,889	3,665	5,153	6,087
% of 연구개발비	9.9%	9.0%	13.0%	11.8%	12.8%	13.2%	12.5%	12.5%	12.5%

동사는 올해 해외 공장 건설과 함께 연구소도 늘리고 있다. 연구소가 생기면, 쓰이는 소모품과 고용되는 연구원이 늘기 때문에, 감가상각비의 % of 연구개발비를 토대로 타 계정도 추정하였다.

## (3) 감가상각비

감가상각비는 동사가 언론에 제시한 CapEx 계획을 유형자산별 취득 비중으로 안분하여 추정하였다. 사업부별 EBITDA를 구하기 위해, 감가상각비와 무형자산상각비를 매출원가와 판매비와 관리비의 사업부별 비중에 연동하여 안분하였다. 자세한 추정논리는 [Appendix 7.5.]에 첨부하였다.

## (4) 최종 연결손익계산서

연결손익계산서											
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>127,739</b>	<b>156,598</b>	<b>216,142</b>	<b>424,061</b>	<b>120,174</b>	<b>139,951</b>	<b>162,151</b>	<b>194,947</b>	<b>617,222</b>	<b>785,056</b>	<b>941,424</b>
YoY(%)	-	22.6%	38.0%	96.2%	-	-	-	-	45.6%	27.2%	19.9%
매출원가	106,924	126,251	187,998	351,816	98,707	113,745	126,275	171,824	510,551	626,697	738,755
매출총이익	20,815	30,347	28,145	72,245	21,467	26,206	35,876	23,123	106,671	158,359	202,669
GPM(%)	16.3%	19.4%	13.0%	17.0%	17.9%	18.7%	22.1%	11.9%	17.3%	20.2%	21.5%
판매비와 관리비	15,677	18,997	22,818	50,990	16,496	19,643	23,802	17,801	78,917	106,110	126,598
영업이익	5,137	11,350	5,327	21,255	4,971	6,562	12,074	5,322	27,754	52,249	76,071
OPM(%)	4.0%	7.2%	2.5%	5.0%	4.1%	4.7%	7.4%	2.7%	4.5%	6.7%	8.1%
금융손익	(3,014)	(3,683)	(1,734)	1,553	158	1,204	313	(2,048)	(372)	(855)	(781)
기타손익	308	(784)	925	(1,729)	88	416	278	747	1,530	436	(30)
세전순이익	2,431	6,883	4,518	21,080	5,217	8,183	12,665	4,021	28,912	51,830	75,260
법인세비용	312	869	551	3,367	847	1,113	1,779	600	4,314	7,443	10,808
당기순이익	2,119	6,014	3,967	17,713	4,370	7,070	10,887	3,421	24,598	44,387	64,452
NPM(%)	1.7%	3.8%	1.8%	4.2%	3.6%	5.1%	6.7%	1.8%	4.0%	5.7%	6.8%

### 5.3. Valuation - SOTP Method

#### (1) Why SOTP Method?

SOTP Method는 사업부 별로 상이한 Multiple을 부여, 다양한 사업부의 가치를 온전히 반영할 수 있는 방식이다. 동사는 “전기차에서 이차전지까지” 수직계열화된 유일한 자동차 기업이다. 광산 인수로 밸류체인은 깊어지고 있으며, 반도체/모터 생산 및 ADAS 개발로 넓어지고 있다. 태초에 동사를 있게 해준 세트 부품까지 여전히 매출의 상당 부분을 차지하고 있다. 성격이 다른 다양한 사업부가 연결 실체의 매출에 기여하는만큼 SOTP Method를 사용하기에 적합한 기업이다.

게다가 “전기차 기업” BYD를 봐야하는 이유(Point ①), “배터리 기업” BYD를 봐야하는 이유(Point ②)가 잘 버무려져 “왜 지금 BYD를 봐야하는지” 서술하는 투자포인트의 논리구조는 본 Valuation 구조도와 동일하다. 즉, 정성적인 투자포인트를 정량적으로 잘 나타낼 수 있는 것이 SOTP Method이다. 연결 실체 단의 동사를 평가하는 여타 기법과 다르게, 부진한 세트 부문이 성장성을 지닌 전기차나 배터리 부문의 가치를 훼손하지 않는 것도 SOTP Method를 정당화한다.

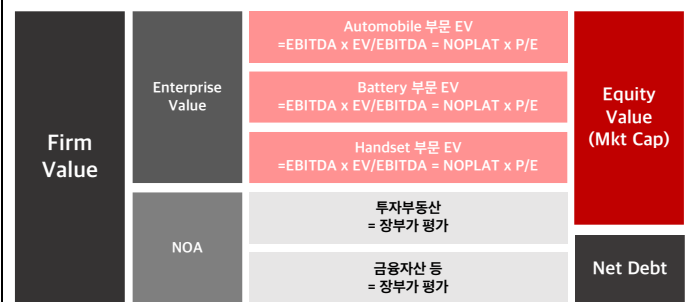
274개의 자회사로 구성된 동사는 별도 재무제표를 제공하지 않고, 모든 자회사의 매출을 동사 연결재무제표에 Automobile, Battery, Handset 세 가지 부문으로 나누어 명시한다. 따라서, 기존의 SOTP Method와 달리, 연결 실체를 동사가 규명한 세 가지 사업부로 나누는 작업이 선행되어야 한다. 비용 안분 과정은 [Appendix 7.7&7.9]에 첨부하였다. 또한 동사는 관계기업의 공정가치를 공시하지 않기에, 후술할 가치평가는 관계기업 지분투자를 반영하지 않은 보수적 추정이다.

도표 6-1. 본 보고서(투자포인트) 논리 구조도



출처: SMIC 5팀

도표 6-2. 본 보고서 SOTP Valuation 구조도



출처: SMIC 5팀

#### (2) Why EV/EBITDA Multiple?

본 보고서는 Target EV/EBITDA x EBITDA로 사업부별 기업가치를 산출한다. 이유는 다음과 같다. ① 투자포인트는 이제 시작된 가격인하 경쟁에서 동사가 마진을 방어하면서도 점유율을 차지해 나갈 주인공이라 주장한다. 현금창출능력을 반영한 수익성 지표인 EV/EBITDA가 이를 반영할 수 있는 멀티플이다. ② 또한, 순이익으로 Peer 비교가 진행된다면 영업활동으로 인한 동사의 이익 창출능력이 크게 왜곡될 것이다. 해외 진출을 위한 외형 성장과 자본집약적인 산업의 특성으로 비현금성 비용이 크게 발생하며, 전기차와 배터리에 대한 정부보조금으로 영업외손익의 변동성이 크기 때문이다. ③ 게다가 내수 시장을 벗어나 세계로 뻗어나가는 동사를, 글로벌 자동차 업체와 비교하려면 상이한 자본구조, 감가상각, 법인세의 영향에서 자유로운 EBITDA가 효과적이다.

다만, SOTP에서 EV/EBITDA를 사용하기 위해서는 OEV를 구성하는 자회사들의 D&A를 별도로 구할 수 있어야 한다. 비상장사의 재무제표를 공개하지 않는 중국 기업의 특성상, D&A를 안분하는 방식으로 추정할 수 밖에 없었다. 따라서, “재무제표가 공개되지 않는 사업부들”에 대해서 SOTP를 진행할 때 유용한 방법인, Target P/E x NOPLAT로도 사업부별 기업가치를 산출해보았다.

## (3) 최종 Valuation &amp; Target Price

Valuation - SOTP Method with EV/EBITDA						
(단위: 백만 위안)						
(A) 영업가치		EBITDA	EV/EBITDA	지분율	평가액	비고
Automobile 부문	BYD Auto Co. 등	83,950	11.3x	100.0%	948,640	12MF EV/EBITDA, Peer: 글로벌 자동차 업체
Battery 부문	푸디 전자 등	6,547	9.3x	100.0%	61,043	12MF EV/EBITDA, Peer: CATL
Handset 부문	BYD Electronics	9,574	8.7x	65.8%	54,773	12MF EV/EBITDA, Historical: 20년도
	합계				1,064,456	
(B) 비영업가치		장부가	할인율	평가액	비고	
기타비영업자산	투자부동산	24,813	50.0%	12,407	3Q23 연결기준 장부가	
	금융자산 등	10,612	50.0%	5,306	3Q23 연결기준 장부가	
	합계			17,713		
(C) 순차입금				118,358	3Q23 연결기준 장부가	
(D) 목표시가총액				963,810	(D) = (A) + (B) - (C)	
(E) 발행주식수 (백만 주)				2,906		
A-Share 목표주가 (위안)				<b>331.70</b>	(D)/(E)	
A-Share 현재주가 (위안)				238.30		
상승여력(%)				<b>39%</b>		
H-Share 목표주가(HK\$)				<b>355.75</b>	A-Share에 환율변동 및 H/A 프리미엄 부여	
H-Share 현재주가(HK\$)				252.10		
상승여력(%)				<b>41%</b>		

각 사업부문별 Target 멀티플 선정논리는 다음과 같다.

① Automobile 부문은 테슬라, 중국 전기차 업체, 전기차를 판매하는 전통 완성차 업체까지 포함한 Peer들의 12MF EV/EBITDA 평균치를 Target 멀티플로 선정하였다.

→ 안정적인 마진확보로, 내수에서 수출로 시장을 확대해나가며, 글로벌 경쟁사들과 어깨를 나란히 할 수 있는 기업으로 변모할 것이라는 Point ①의 Story를 기업 가치에 반영할 수 있다.

② 배터리 부문은 1위 기업인 CATL의 12MF EV/EBITDA를 Target 멀티플로 선정하였다.

→ 가격인하 경쟁으로 LFP 배터리 수요가 상승하는 흐름 속에서, 블레이드 LFP 배터리를 CATL처럼 외부 고객사에게도 판매할 것이라는 Point ②의 Story를 기업 가치에 반영할 수 있다.

③ Handset 부문은 BYD Electronic의 20년도 12MF EV/EBITDA를 Target 멀티플로 선정하였다.

→ 동사처럼 세트 금형 제작, 자동차 부품, 자율주행을 동시에 영위하는 Peer는 없으며, 코로나로 공장이 폐쇄되는 등 최악을 경험한 20년도는 세트 수요가 역성장하는 지금 시점과 유사하다.

동사는 선전거래소(A-Share)와 홍콩거래소(H-Share)에 중복상장 되어있다. A-Share 기준으로는 목표주가 238.30위안, 상승여력 39%, 투자 의견 BUY를 제시한다. 환율변동 및 H/A 프리미엄을 부여한 H-Share 기준으로는 목표주가 355.75HK\$와 상승여력 41%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

보조 Valuation - SOTP Method with PER						
(단위: 백만 원)						
(A) 영업가치		NOPLAT	PER	지분율	평가액	비고
Automobile 부문	BYD Auto Co. 등	44,128	21.7x	100.0%	957,574	12MF PER, Peer: 중국 전기차 업체
Battery 부문	푸디 전자 등	2,381	15.3x	100.0%	36,432	12MF PER, Peer: CATL
Handset 부문	BYD Electronics	1,843	17.6x	65.8%	21,325	12MF PER, Historical 20년도
	합계				1,015,330	
(B) 비영업가치					17,713	
(D) 순차입금					118,358	3Q23 연결기준 장부가
(E) 목표시가총액					914,685	(D) = (A) + (B) - (C)
(F) 발행주식수					2,906	

A-Share 목표주가 (위안)	314.80	H-Share 목표주가 (HK\$)	337.62
A-Share 현재주가 (위안)	238.30	H-Share 현재주가 (HK\$)	252.10
상승여력(%)	<b>32%</b>	상승여력(%)	<b>34%</b>

D&A는 반영하지만 영업외손익은 반영하지 않는 보조 SOTP Valuation도 진행하였다. NOPLAT에 곱해지는 Target P/E 선정 논리는 상술한 Target EV/EBITDA 선정 논리와 동일하다.

## 6. Appendix

### 6.1. A-Share 주가 추이



### 6.2. 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표	2020	2021	2022	2023	3Q23
<b>자산</b>	<b>195,642</b>	<b>201,017</b>	<b>295,780</b>	<b>493,861</b>	<b>623,283</b>
유동자산	106,967	111,605	166,110	240,804	275,133
현금및현금성자산	12,650	14,445	50,457	51,471	55,760
단기금융상품	34	0	5,606	20,627	10,612
매출채권	58,990	56,676	54,719	66,328	94,938
기타수취채권	1,561	1,051	1,411	1,910	2,572
재고자산	25,572	31,396	43,355	79,107	92,712
기타유동자산	8,159	8,037	10,562	21,360	18,540
비유동자산	88,675	89,412	129,670	253,057	348,150
유형자산	100,586	107,449	134,664	242,648	-
감가상각누계액	(39,737)	(45,807)	(51,592)	(63,008)	-
장기투자부동산	6,029	7,171	11,053	22,051	24,813
영업권	66	66	66	66	66
무형자산	12,650	11,804	17,105	23,223	31,648
장기매출채권	1,240	1,805	1,170	1,119	7,221
이연법인세자산	1,515	1,769	1,913	3,687	5,732
이연자산	5,879	4,953	2,682	2,141	1,507
기타비유동자산	446	203	12,609	21,130	24,053
<b>부채</b>	<b>133,040</b>	<b>136,563</b>	<b>191,536</b>	<b>372,471</b>	<b>482,217</b>
유동부채	108,029	106,431	171,304	333,345	419,277
매입채무	36,168	51,908	80,492	143,766	185,665
미지급금	4,830	6,490	6,677	14,111	13,675
단기차입금	45,330	16,401	10,204	5,153	10,098
유동성장기차입금	8,528	11,244	12,735	5,771	5,864
리스부채	219	169	248	694	6,355
이연법인세부채	260	564	863	2,097	-
선수금	4,504	8,193	14,934	35,517	38,113
기타유동부채	8,189	11,461	45,151	126,237	159,506
비유동부채	25,011	30,133	20,232	39,126	62,940
차입금	21,916	23,626	10,790	7,594	9,261
리스부채	549	843	1,415	2,617	3,239
선수금	2,232	2,269	4,481	17,473	-
이연법인세부채	103	393	610	2,019	2,734
기타비유동부채	211	3,001	2,936	9,424	47,706
<b>자본</b>	<b>62,601</b>	<b>64,454</b>	<b>104,244</b>	<b>121,390</b>	<b>141,067</b>
지배기업의 소유지분	56,762	56,874	95,070	111,029	129,856
자본금	2,728	2,728	2,911	2,911	2,911
자본잉여금	24,531	24,699	-	-	-
이익잉여금	25,156	28,905	31,465	47,782	65,824
자기주식	-	-	-	(1,810)	(1,267)
기타포괄손익누계액	4,348	543	60,694	62,146	62,387
비지배지분	5,839	7,580	9,175	10,361	11,211
<b>자본과부채총계</b>	<b>195,642</b>	<b>201,017</b>	<b>295,780</b>	<b>493,861</b>	<b>623,283</b>

연결현금흐름표	2019	2020	2021	2022	3Q23
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>14,741</b>	<b>45,393</b>	<b>65,467</b>	<b>140,838</b>	<b>15,889</b>
순이익	1,614	4,234	3,045	16,622	10,413
감가상각비 및 무형자산상각비	9,840	12,519	14,108	20,370	(18,125)
유형자산처분손실	100	376	113	876	-
투자자산처분손실	260	1	(156)	584	-
대손충당금 및 상각	477	1,149	467	1,064	-
매출채권의 변동	8,068	1,550	1,383	(17,547)	-
재고자산의 변동	284	(6,702)	(12,893)	(36,565)	-
매입채무의 변동	(9,983)	26,515	55,595	152,529	-
이연법인세의 변동	(90)	36	(2)	(569)	-
기타영업자산의 변동	-	78	121	394	-
기타영업활동으로 인한 현금유출	4,170	5,636	3,686	3,078	23,602
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(20,881)</b>	<b>(14,444)</b>	<b>(45,404)</b>	<b>(120,596)</b>	<b>(35,867)</b>
자본적지출	(20,627)	(11,774)	(37,344)	(97,457)	(35,030)
유형자산의 처분	413	259	826	268	141
금융자산의 취득	(6)	98	222	-	-
사업결합으로 인한 변동	(730)	(1,837)	(3,527)	(10,463)	(478)
기타투자활동으로 인한 현금유출	68	(1,190)	(5,582)	(12,944)	(501)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>6,610</b>	<b>(28,907)</b>	<b>16,063</b>	<b>(19,489)</b>	<b>(3,794)</b>
차입금의 차입	78,478	42,634	32,872	27,636	5,300
차입금의 상환	(68,599)	(67,124)	(49,879)	(44,049)	(5,033)
보통주의 발행	501	2,800	37,314	508	-
보통주의 환매	-	(3,300)	(1,100)	-	-
배당금의 지급	(4,238)	(3,631)	(2,433)	(1,553)	(3,593)
기타재무활동으로 인한 현금유출	469	(286)	(711)	(2,030)	(469)
현금및현금성자산의 환율변동효과	53	23	(44)	610	(190)
<b>현금및현금성자산의 순증감</b>	<b>523</b>	<b>2,064</b>	<b>36,081</b>	<b>1,363</b>	<b>(23,962)</b>
기초현금및현금성자산	11,151	11,674	13,738	49,820	79,228
기말현금및현금성자산	11,674	13,738	49,820	51,182	55,266

## 6.3. Automobile 부문 판매량 및 가격 추정

전기차 가격 및 판매량 추정											
(단위: 백만 위안, 대)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
<b>전기차 매출</b>	<b>39,385</b>	<b>38,671</b>	<b>89,969</b>	<b>260,924</b>	<b>81,888</b>	<b>96,253</b>	<b>106,397</b>	<b>143,778</b>	<b>428,316</b>	<b>561,036</b>	<b>683,643</b>
전기차 판매량 (Q)	226,215	192,663	598,390	1,796,242	538,195	677,408	791,910	1,019,405	3,026,918	3,475,286	3,811,200
전기차 ASP (P)	0.17	0.20	0.15	0.15	0.15	0.14	0.13	0.14	0.14	0.16	0.18
<b>Dynasty</b>	<b>21,550</b>	<b>23,327</b>	<b>70,588</b>	<b>215,375</b>	<b>54,373</b>	<b>58,946</b>	<b>67,857</b>	<b>72,650</b>	<b>253,826</b>	<b>327,385</b>	<b>400,571</b>
Dynasty 판매량 (Q)	163,240	153,543	511,858	1,492,117	398,352	449,555	509,887	506,440	1,864,234	2,098,538	2,316,339
Dynasty ASP (P)	0.13	0.15	0.14	0.14	0.14	0.13	0.13	0.14	0.14	0.16	0.17
Song	3,875	2,985	16,075	72,322	20,160	15,675	23,386	34,203	93,425	123,709	151,750
Song 판매량 (Q)	28,686	21,204	109,581	489,175	144,373	116,238	172,038	254,625	687,274	824,729	948,438
Song ASP (P)	0.14	0.14	0.15	0.15	0.14	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.16
Han	-	7,631	22,850	53,017	7,410	10,892	12,849	17,865	49,017	70,981	95,612
Han 판매량 (Q)	-	40,556	117,665	274,015	38,109	57,922	70,791	86,519	253,341	304,009	349,611
Han ASP (P)	-	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.18	0.18	0.19	0.23	0.27
Tang	6,899	3,950	9,512	33,675	6,576	7,213	6,745	6,118	26,651	31,982	36,779
Tang 판매량 (Q)	40,945	22,762	53,214	150,832	33,052	36,287	35,313	34,884	139,536	146,513	153,838
Tang ASP (P)	0.17	0.17	0.18	0.22	0.20	0.20	0.19	0.19	0.19	0.23	0.27
Yuan	6,587	1,793	4,757	23,990	11,205	11,517	10,664	10,611	43,997	52,796	60,716
Yuan 판매량 (Q)	60,811	16,074	41,402	229,020	97,243	108,910	96,974	96,974	400,101	420,106	441,111
Yuan ASP (P)	0.11	0.11	0.11	0.10	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.15	0.19
Qin	4,191	6,968	17,394	32,371	9,022	13,649	14,213	14,800	40,736	47,917	55,714
Qin 판매량 (Q)	32,798	52,947	189,996	349,075	85,575	130,198	134,771	139,505	383,983	403,182	423,341
Qin ASP (P)	0.13	0.13	0.09	0.09	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11	0.12	0.13
<b>Ocean</b>	<b>5,350</b>	<b>1,709</b>	<b>6,054</b>	<b>36,865</b>	<b>15,872</b>	<b>23,923</b>	<b>25,832</b>	<b>56,552</b>	<b>122,179</b>	<b>154,900</b>	<b>178,918</b>
Ocean 판매량 (Q)	50,733	24,310	71,711	288,032	111,522	191,947	244,299	470,393	1,018,161	1,191,539	1,277,987
Ocean ASP (P)	0.11	0.07	0.08	0.13	0.14	0.12	0.11	0.12	0.12	0.13	0.14
Dolphin	-	-	2,661	18,653	6,704	8,700	9,274	9,811	34,555	38,011	39,911
Dolphin 판매량 (Q)	-	-	29,598	205,417	70,567	92,281	97,622	103,272	363,742	400,116	420,122
Dolphin ASP (P)	-	-	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
Seagull	-	-	-	-	-	2,378	6,308	16,733	25,420	28,089	31,038
Seagull 판매량 (Q)	-	-	-	-	-	38,805	102,934	273,042	414,781	458,333	506,458
Seagull ASP (P)	-	-	-	-	-	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
Seal	-	-	-	9,525	3,782	3,952	4,276	5,222	17,233	20,095	22,685
Seal 판매량 (Q)	-	-	-	51,200	20,372	22,425	25,777	29,630	98,204	108,024	113,426
Seal ASP (P)	-	-	-	0.19	0.19	0.18	0.17	0.18	0.18	0.19	0.20
Destroyer	-	-	-	5,579	1,300	2,446	3,007	3,697	10,451	11,548	12,761
Destroyer 판매량 (Q)	-	-	-	62,162	13,847	26,059	32,036	39,384	111,326	123,015	135,932
Destroyer ASP (P)	-	-	-	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
Frigate	-	-	-	274	3,841	5,490	2,483	2,483	14,297	14,297	14,297
Frigate 판매량 (Q)	-	-	-	1,805	19,622	28,045	13,186	20,284	81,137	81,137	81,137
Frigate ASP (P)	-	-	-	0.15	0.20	0.20	0.19	0.19	0.18	0.18	0.18
E series	5,350	1,709	3,393	2,834	245	956	484	484	2,168	1,882	1,673
E series 판매량 (Q)	50,733	24,310	42,113	29,610	961	10,391	4,780	4,780	20,912	20,912	20,912
E series ASP (P)	0.11	0.07	0.08	0.10	0.25	0.09	0.10	0.10	0.10	0.09	0.08
<b>Denza</b>	<b>168</b>	<b>346</b>	<b>408</b>	<b>2,500</b>	<b>7,436</b>	<b>10,030</b>	<b>10,779</b>	<b>11,847</b>	<b>40,092</b>	<b>57,733</b>	<b>83,135</b>
Denza 판매량 (Q)	2,089	4,175	4,783	9,978	24,162	32,589	35,817	39,365	131,933	158,319	189,983
Denza ASP (P)	0.08	0.08	0.09	0.25	0.31	0.31	0.30	0.30	0.30	0.36	0.44
<b>Formula Leopard</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>6,000</b>	<b>6,000</b>
F.L. 판매량 (Q)	-	-	-	-	-	-	-	1,000	1,000	12,000	12,000
F.L. ASP (P)	-	-	-	-	-	-	-	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Yangwang</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>3,600</b>	<b>3,600</b>
Yangwang 판매량 (Q)	-	-	-	-	-	-	-	300	300	3,600	3,600
Yangwang ASP (P)	-	-	-	-	-	-	-	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Bus</b>	<b>12,316</b>	<b>13,288</b>	<b>12,919</b>	<b>6,185</b>	<b>4,207</b>	<b>3,355</b>	<b>1,929</b>	<b>1,929</b>	<b>11,419</b>	<b>11,419</b>	<b>11,419</b>
Bus 판매량 (Q)	10,153	10,635	10,038	6,115	4,159	3,317	1,907	1,907	11,290	11,290	11,290
Bus ASP (P)	1.21	1.25	1.29	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01

## 6.4. Automobile 부문 세금 및 정부보조금 추정

Automobile 부문 세금 및 정부 보조금 추정											
(단위: 백만 위안, 대)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
<b>세금 및 정부 보조금</b>	<b>1,341</b>	<b>1,781</b>	<b>2,597</b>	<b>3,548</b>	<b>896</b>	<b>1,053</b>	<b>1,164</b>	<b>1,498</b>	<b>4,611</b>	<b>5,108</b>	<b>5,601</b>
전기차 판매량	226,215	192,663	598,390	1,796,242	538,195	677,408	791,910	1,019,405	3,026,918	3,475,286	3,811,200
대당 세금 및 정부 보조금	0.006	0.009	0.004	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.002	0.001	0.001

## 6.5. Handset 부문 매출 및 매출원가 추정

Handset 부문 매출 추정						
(단위: 백만 위안, 백만 대)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Handset 부문 매출</b>	<b>60,043</b>	<b>86,454</b>	<b>98,815</b>	<b>110,913</b>	<b>128,103</b>	<b>142,197</b>
<b>YoY(%)</b>	<b>-</b>	<b>44.0%</b>	<b>14.3%</b>	<b>12.2%</b>	<b>15.5%</b>	<b>11.0%</b>
BYD Electronics	73,121	89,057	107,186	122,769	141,358	156,654
% of Handset sales	121.8%	103.0%	108.5%	87.7%	90.3%	91.8%
Apple	10,347	34,664	47,358	47,199	50,001	52,885
% of BYD Electronics	14.2%	38.9%	44.2%	38.4%	35.4%	33.8%
Apple 스마트폰 출하량	280	306	277	276	292	309
Android	38,372	36,968	34,851	33,287	33,852	34,428
% of BYD Electronics	52.5%	41.5%	32.5%	27.1%	23.9%	22.0%
Android 스마트폰 출하량	426	431	397	380	386	393
New Intelligent Product	9,476	12,445	15,207	25,896	35,297	42,606
% of BYD Electronics	13.0%	14.0%	14.2%	21.1%	25.0%	27.2%
Automotive System	1,817	3,770	9,263	15,774	21,501	25,952
% of BYD Electronics	2.5%	4.2%	8.6%	12.8%	15.2%	16.6%
Others	13,109	1,210	507	614	707	783
% of BYD Electronics	17.9%	1.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
연결조정 및 기타	(13,078)	(2,603)	(8,371)	(11,855)	(13,255)	(14,457)
% of Handset sales	-21.8%	-3.0%	-8.5%	-8.5%	-8.5%	-8.5%

> 연구개발비에 연동하여

> 동사의 자율주행차(ADAS) 관련 매출, 연구개발비에 연동하여

> 기술 발전에 따라 동사 차량 뿐만 아니라 외부차량에도 판매

> % of Sales에 연동하여 추정

> % of Sales에 연동하여 추정

Handset 부문 매출원가 추정									
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
<b>Handset 매출원가</b>	<b>48,387</b>	<b>53,320</b>	<b>79,907</b>	<b>92,829</b>	<b>46,607</b>	<b>55,393</b>	<b>102,000</b>	<b>114,941</b>	<b>123,150</b>
Handset 매출	53,380	60,043	86,454	98,815	51,090	59,823	110,913	128,103	142,197
연결조정 제외 매출	-	73,121	89,057	107,186	-	-	122,769	141,358	156,654
% of Handset 제품 Sales	90.6%	72.9%	89.7%	86.6%	-	-	83.1%	89.7%	86.6%

## 6.6. 영업외손익 및 법인세 추정

영업외손익 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
<b>영업외손익</b>	<b>(2,706)</b>	<b>(4,467)</b>	<b>(809)</b>	<b>(176)</b>	<b>1,867</b>	<b>(448)</b>	<b>1,158</b>	<b>(419)</b>	<b>(811)</b>
금융손익	(3,014)	(3,683)	(1,734)	1,553	1,362	(1,474)	(372)	(855)	(781)
기타손익	308	(784)	925	(1,729)	505	1,026	1,530	436	(30)

금융손익 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
<b>금융손익</b>	<b>(3,014)</b>	<b>(3,683)</b>	<b>(1,734)</b>	<b>1,553</b>	<b>1,362</b>	<b>(1,474)</b>	<b>(372)</b>	<b>(855)</b>	<b>(781)</b>
이자수익	354	215	632	1,830	1,168	1,101	1,081	1,331	1,353
이자비용	(3,673)	(3,177)	(1,915)	(1,316)	(977)	(1,029)	(1,080)	(1,812)	(1,760)
투자손익	(809)	(273)	(57)	(792)	592	(966)	(374)	(374)	(374)
외환차이	130	(806)	(533)	1,216	-	-	-	-	-
기타	983	357	140	615	580	(580)	-	-	-

이자부자산 유효이자율									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
기말 이자부자산	12,684	14,445	56,063	72,098	66,372	64,081	64,081	64,081	64,081
평균 이자부자산	-	13,565	35,254	64,081	69,235	65,226	64,081	64,081	64,081
<b>이자수익</b>	<b>354</b>	<b>215</b>	<b>632</b>	<b>1,830</b>	<b>1,168</b>	<b>1,101</b>	<b>1,081</b>	<b>1,331</b>	<b>1,353</b>
유효이자율(%)	2.8%	1.6%	1.8%	2.9%	1.7%	1.7%	1.7%	2.1%	2.1%

이자부부채 유효이자율									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
기말 이자부부채	75,994	51,439	33,978	19,212	31,578	34,876	34,876	34,876	34,876
평균 이자부부채	-	63,717	42,708	26,595	25,395	33,227	34,876	34,876	34,876
<b>이자비용</b>	<b>(3,673)</b>	<b>(3,177)</b>	<b>(1,915)</b>	<b>(1,316)</b>	<b>(977)</b>	<b>(1,029)</b>	<b>(1,080)</b>	<b>(1,812)</b>	<b>(1,760)</b>
유효이자율(%)	4.8%	6.2%	5.6%	6.9%	3.1%	3.1%	3.1%	5.2%	5.0%

기타손익 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
<b>기타손익</b>	<b>(308)</b>	<b>(784)</b>	<b>925</b>	<b>(1,729)</b>	<b>505</b>	<b>1,026</b>	<b>1,530</b>	<b>436</b>	<b>(30)</b>
유무형자산처분손익	(100)	(14)	77	(11)	76	-	76	-	-
정보보호조금	1,724	1,695	2,270	1,721	1,858	1,858	3,715	2,817	2,135
공정가치측정 손익	10	(51)	47	126	87	-	87	-	-
신용손실충당금	(477)	(952)	(388)	(990)	(611)	(91)	(702)	(735)	(520)
기타	(1,464)	(1,462)	(1,082)	(2,576)	(905)	(741)	(1,646)	(1,646)	(1,646)

법인세비용 추정											
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
<b>세전순이익</b>	<b>2,431</b>	<b>6,883</b>	<b>4,518</b>	<b>21,080</b>	<b>5,217</b>	<b>8,183</b>	<b>12,665</b>	<b>4,021</b>	<b>28,912</b>	<b>51,830</b>	<b>75,260</b>
<b>법인세비용</b>	<b>312</b>	<b>869</b>	<b>551</b>	<b>3,367</b>	<b>847</b>	<b>1,113</b>	<b>1,779</b>	<b>600</b>	<b>4,314</b>	<b>7,443</b>	<b>10,808</b>
유효법인세율(%)	12.8%	12.6%	12.2%	16.0%	16.2%	13.6%	14.9%	14.9%	14.9%	14.4%	14.4%

## 6.7. 감가상각비 및 무형자산상각비 추정 및 안분

감가상각비 - CapEx 반영 전										
(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
주택 및 건물 (40년)	1,084	1,084	1,084	1,084	1,084	1,084	1,084	1,084	1,084	1,084
기계 및 장비 (8년)	10,371	10,371	10,371	10,371	10,371	10,371	10,371	10,371	-	-
운송 도구 (4년)	323	323	323	323	323	-	-	-	-	-
사무실 및 기타장비 (5년)	2,011	2,011	2,011	2,011	2,011	-	-	-	-	-
보유 중인 자유토지	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>합계</b>	<b>13,790</b>	<b>13,790</b>	<b>13,790</b>	<b>13,790</b>	<b>13,790</b>	<b>11,456</b>	<b>11,456</b>	<b>11,456</b>	<b>1,084</b>	<b>1,084</b>

보유 중인 자유토지 주택 및 건물 대체 추정										
(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
기초	370	755	1,069	1,310	1,552	1,794	2,036	2,278	2,519	2,761
보유 중인 토지 취득	770	627	484	484	484	484	484	484	484	484
<b>주택 및 건물 대체</b>	<b>385</b>	<b>314</b>	<b>242</b>	<b>242</b>	<b>242</b>	<b>242</b>	<b>242</b>	<b>242</b>	<b>242</b>	<b>242</b>
기말	755	1,069	1,310	1,552	1,794	2,036	2,278	2,519	2,761	3,003

CapEx 추정										
(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
주택 및 건물 (40년)	6,086	4,953	3,821	3,821	3,821	3,821	3,821	3,821	3,821	3,821
기계 및 장비 (8년)	84,891	69,091	53,291	53,291	53,291	53,291	53,291	53,291	53,291	53,291
운송 도구 (4년)	2,815	2,291	1,767	1,767	1,767	1,767	1,767	1,767	1,767	1,767
사무실 및 기타장비 (5년)	12,895	10,495	8,095	8,095	8,095	8,095	8,095	8,095	8,095	8,095
보유 중인 자유토지	770	627	484	484	484	484	484	484	484	484
<b>합계</b>	<b>107,457</b>	<b>87,457</b>	<b>67,457</b>	<b>67,457</b>	<b>67,457</b>	<b>67,457</b>	<b>67,457</b>	<b>67,457</b>	<b>67,457</b>	<b>67,457</b>

감가상각비 - CapEx 반영 후										
(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
주택 및 건물 (40년)	1,246	1,378	1,479	1,581	1,683	1,784	1,886	1,987	2,089	2,190
기계 및 장비 (8년)	20,983	29,619	36,280	42,942	49,603	56,264	62,926	69,587	76,248	82,910
운송 도구 (4년)	1,027	1,468	1,648	2,090	2,090	1,767	1,767	1,767	1,767	1,767
사무실 및 기타장비 (5년)	4,590	6,689	8,308	7,348	6,868	4,857	4,857	4,857	4,857	4,857
보유 중인 자유토지	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>합계</b>	<b>27,846</b>	<b>39,154</b>	<b>47,716</b>	<b>53,961</b>	<b>60,244</b>	<b>64,672</b>	<b>71,435</b>	<b>78,198</b>	<b>83,979</b>	<b>90,740</b>

무형자산상각비 - CapEx 반영 전										
(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
토지사용권 (60년)	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310
산업재산권 및 고유기술 (6년)	1,526	1,526	1,526	-	-	-	-	-	-	-
비특허기술 및 소프트웨어 (3년)	219	219	219	-	-	-	-	-	-	-
<b>합계</b>	<b>2,055</b>	<b>2,055</b>	<b>2,055</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>310</b>

CapEx 추정										
(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
토지사용권 (60년)	5,955	5,955	5,955	5,955	5,955	5,955	5,955	5,955	5,955	5,955
산업재산권 및 고유기술 (6년)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
비특허기술 및 소프트웨어 (3년)	322	322	322	322	322	322	322	322	322	322
<b>합계</b>	<b>6,284</b>	<b>6,284</b>	<b>6,284</b>	<b>6,284</b>	<b>6,284</b>	<b>6,284</b>	<b>6,284</b>	<b>6,284</b>	<b>6,284</b>	<b>6,284</b>

무형자산상각비 - CapEx 반영 후										
(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
토지사용권 (60년)	409	509	608	707	806	906	1,005	1,104	1,203	1,303
산업재산권 및 고유기술 (6년)	1,936	2,037	2,137	712	812	913	1,012	1,111	1,211	1,310
비특허기술 및 소프트웨어 (3년)	2,263	2,470	2,678	1,034	1,135	1,235	1,334	1,433	1,533	1,632
<b>합계</b>	<b>4,608</b>	<b>4,801</b>	<b>5,101</b>	<b>2,131</b>	<b>2,431</b>	<b>2,731</b>	<b>3,029</b>	<b>3,327</b>	<b>3,624</b>	<b>3,922</b>

감가상각비 안분							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출원가	6,376	7,275	8,824	12,022	22,760	32,003	39,094
<i>안분비율 (%)</i>	<i>79%</i>	<i>79%</i>	<i>81%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>
판매비	1,063	1,265	1,453	1,749	3,335	4,689	5,714
<i>안분비율 (%)</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>
연구개발비	668	704	602	834	1,751	2,462	2,908
<i>안분비율 (%)</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>
<b>합계</b>	<b>8,107</b>	<b>9,245</b>	<b>10,880</b>	<b>14,605</b>	<b>27,846</b>	<b>39,154</b>	<b>47,716</b>

D&A 사업부별로 안분							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>연결실제 D&amp;A</b>	<b>9,626</b>	<b>12,349</b>	<b>13,835</b>	<b>19,786</b>	<b>32,454</b>	<b>43,955</b>	<b>52,817</b>
매출원가 D&A	7,570	9,718	11,221	16,287	26,527	35,928	43,273
<i>안분비율 (%)</i>	<i>79%</i>	<i>79%</i>	<i>81%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>
Automobile 부문 D&A	3,499	4,836	5,547	10,798	18,928	25,872	31,406
<i>% of 매출원가 D&amp;A</i>	<i>46%</i>	<i>50%</i>	<i>49%</i>	<i>66%</i>	<i>71%</i>	<i>72%</i>	<i>73%</i>
Battery 부문 D&A	605	743	866	1,169	2,220	3,359	4,523
<i>% of 매출원가 D&amp;A</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>
Handset 부문 D&A	3,426	4,104	4,770	4,297	5,300	6,589	7,214
<i>% of 매출원가 D&amp;A</i>	<i>45%</i>	<i>42%</i>	<i>43%</i>	<i>26%</i>	<i>20%</i>	<i>18%</i>	<i>17%</i>
판매비 및 연구개발비 D&A	2,056	2,631	2,614	3,499	5,927	8,028	9,544
<i>안분비율 (%)</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>	<i>19%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>
Automobile 부문 D&A	1,428	2,341	1,876	2,855	4,837	6,551	7,789
<i>% of 판매비 및 R&amp;D D&amp;A</i>	<i>69%</i>	<i>89%</i>	<i>72%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>
Battery 부문 D&A	204	225	176	178	301	407	484
<i>% of 판매비 및 R&amp;D D&amp;A</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>7%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
Handset 부문 D&A	423	64	538	363	615	833	990
<i>% of 판매비 및 R&amp;D D&amp;A</i>	<i>21%</i>	<i>2%</i>	<i>21%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
<b>총 Automobile 부문 D&amp;A</b>	<b>4,927</b>	<b>7,177</b>	<b>7,423</b>	<b>13,654</b>	<b>23,765</b>	<b>32,423</b>	<b>39,195</b>
<i>% of D&amp;A</i>	<i>51%</i>	<i>58%</i>	<i>54%</i>	<i>69%</i>	<i>73%</i>	<i>74%</i>	<i>74%</i>
<b>총 Battery 부문 D&amp;A</b>	<b>810</b>	<b>968</b>	<b>1,042</b>	<b>1,346</b>	<b>2,521</b>	<b>3,766</b>	<b>5,008</b>
<i>% of D&amp;A</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>
<b>총 Handset 부문 D&amp;A</b>	<b>3,849</b>	<b>4,168</b>	<b>5,307</b>	<b>4,660</b>	<b>5,915</b>	<b>7,422</b>	<b>8,204</b>
<i>% of D&amp;A</i>	<i>40%</i>	<i>34%</i>	<i>38%</i>	<i>24%</i>	<i>18%</i>	<i>17%</i>	<i>16%</i>

## 6.8. 세금 및 대손상각비 추정

세금 및 대손상각비 추정									
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
세금 및 대손상각비	1,561	2,154	3,035	7,267	4,648	5,844	10,493	13,346	16,004
판매세	823	908	1,536	4,221	2,621	3,552	6,172	7,851	9,414
% of 세금 및 대손상각비	52.7%	42.2%	50.6%	58.1%	56.4%	60.8%	58.8%	58.8%	58.8%
기타 세금	738	1,246	1,499	3,046	2,028	2,293	4,321	5,495	6,590
% of 세금 및 대손상각비	47.3%	57.8%	49.4%	41.9%	43.6%	39.2%	41.2%	41.2%	41.2%

## 6.9. 사업부별 판매비와 관리비 안분

사업부별 COGS & SGA 추정									
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	1H23	2H23E	2023E	2024E	2025E
매출액	127,739	156,598	216,142	424,061	260,124	357,098	617,222	785,056	941,424
YoY(%)	-	22.6%	38.0%	96.2%	-	-	45.6%	27.2%	19.9%
매출원가	106,924	126,251	187,998	351,816	212,452	298,099	510,551	626,697	738,755
매출원가율(%)	83.7%	80.6%	87.0%	83.0%	81.7%	83.5%	82.7%	79.8%	78.5%
GPM(%)	16.3%	19.4%	13.0%	17.0%	18.3%	16.5%	17.3%	20.2%	21.5%
Automobile 부문	49,420	62,829	92,927	233,255	149,485	214,811	364,296	451,290	536,169
% of 매출원가	46.2%	49.8%	49.4%	66.3%	70.4%	72.1%	71.4%	72.0%	72.6%
Battery 부문	8,548	9,651	14,505	25,244	16,178	26,548	42,726	58,590	77,225
% of 매출원가	8.0%	7.6%	7.7%	7.2%	7.6%	8.9%	8.4%	9.3%	10.5%
Handset 부문	48,387	53,320	79,907	92,829	46,607	55,393	102,000	114,941	123,150
% of 매출원가	45.3%	42.2%	42.5%	26.4%	21.9%	18.6%	20.0%	18.3%	16.7%
Others 부문	569	452	660	488	182	1,347	1,529	1,876	2,212
% of 매출원가	0.5%	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
판매비와 관리비	15,677	18,997	22,818	50,990	36,140	41,603	78,917	106,110	126,598
판매비율(%)	12.3%	12.1%	10.6%	12.0%	13.9%	11.7%	12.8%	13.5%	13.4%
OPM(%)	4.0%	7.2%	2.5%	5.0%	4.4%	4.9%	4.5%	6.7%	8.1%
Automobile 부문	10,891	16,907	16,375	41,611	27,714	36,688	64,402	86,594	103,313
% of 판매비와 관리비	69.5%	89.0%	71.8%	81.6%	76.7%	76.7%	81.6%	81.6%	81.6%
Battery 부문	1,559	1,627	1,534	2,588	2,738	1,267	4,006	5,386	6,426
% of 판매비와 관리비	9.9%	8.6%	6.7%	5.1%	7.6%	7.6%	5.1%	5.1%	5.1%
Handset 부문	3,228	463	4,695	5,291	4,625	3,564	8,189	11,011	13,137
% of 판매비와 관리비	20.6%	2.4%	20.6%	10.4%	12.8%	12.8%	10.4%	10.4%	10.4%
Others 부문	0	0	214	1,499	1,062	1,258	2,320	3,120	3,722
% of 판매비와 관리비	0.0%	0.0%	0.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%

## 6.10. 사업부별 별도손익계산서 및 EBITDA, NOPLAT 추정

Automobile 부문 손익계산서 및 EBITDA								Handset 부문 손익계산서 및 EBITDA							
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	63,266	83,993	112,489	296,024	456,217	589,411	712,512	매출액	53,380	60,043	86,454	98,815	110,913	128,103	142,197
YoY(%)	-	32.8%	33.9%	163.2%	54.1%	29.2%	20.9%	YoY(%)	-	12.5%	44.0%	14.3%	12.2%	15.5%	11.0%
매출원가	49,420	62,829	92,927	233,255	364,296	451,290	536,169	매출원가	48,387	53,320	79,907	92,829	102,000	114,941	123,150
매출총이익	13,845	21,164	19,563	62,770	91,921	138,121	176,343	매출총이익	4,993	6,723	6,548	5,986	8,913	13,162	19,047
GPM(%)	21.9%	25.2%	17.4%	21.2%	20.1%	23.4%	24.7%	GPM(%)	9.4%	11.2%	7.6%	6.1%	8.0%	10.3%	13.4%
판매비와 관리비	10,891	16,907	16,375	41,611	64,402	86,594	103,313	판매비와 관리비	3,228	463	4,695	5,291	8,189	11,011	13,137
영업이익(EBIT)	2,955	4,257	3,188	21,158	27,518	51,527	73,030	영업이익(EBIT)	1,765	6,261	1,853	695	724	2,151	5,911
OPM(%)	4.7%	5.1%	2.8%	7.1%	6.0%	8.7%	10.2%	OPM(%)	3.3%	10.4%	2.1%	0.7%	0.7%	1.7%	4.2%
D&A	4,927	7,177	7,423	13,654	23,765	32,423	39,195	D&A	3,849	4,168	5,307	4,660	5,915	7,422	8,204
EBITDA	7,882	11,435	10,611	34,812	51,283	83,950	112,225	EBITDA	5,615	10,429	7,160	5,356	6,639	9,574	14,115
EBITDA 마진(%)	12.5%	13.6%	9.4%	11.8%	11.2%	14.2%	15.8%	EBITDA 마진(%)	10.5%	17.4%	8.3%	5.4%	6.0%	7.5%	9.9%
NOPLAT	2,575	3,720	2,799	17,779	23,413	44,128	62,542	NOPLAT	1,539	5,471	1,627	584	616	1,843	5,062
1-우호법인세율(%)	87.2%	87.4%	87.8%	84.0%	85.1%	85.6%	85.6%	1-우호법인세율(%)	87.2%	87.4%	87.8%	84.0%	85.1%	85.6%	85.6%

Battery 부문 손익계산서 및 EBITDA							
(단위: 백만 위안)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,506	12,088	16,471	28,667	49,474	66,756	85,772
YoY(%)	-	15.1%	36.3%	74.0%	72.6%	34.9%	28.5%
매출원가	8,548	9,651	14,505	25,244	42,726	58,590	77,225
매출총이익	1,957	2,437	1,966	3,422	6,748	8,166	8,548
GPM(%)	18.6%	20.2%	11.9%	11.9%	13.6%	12.2%	10.0%
판매비와 관리비	1,559	1,627	1,534	2,588	4,006	5,386	6,426
영업이익(EBIT)	399	810	433	834	2,743	2,780	2,122
OPM(%)	3.8%	6.7%	2.6%	2.9%	5.5%	4.2%	2.5%
D&A	810	968	1,042	1,346	2,521	3,766	5,008
EBITDA	1,208	1,778	1,474	2,181	5,263	6,547	7,130
EBITDA 마진(%)	11.5%	14.7%	8.9%	7.6%	10.6%	9.8%	8.3%
NOPLAT	347	708	380	701	2,334	2,381	1,818
1-우호법인세율(%)	87.2%	87.4%	87.8%	84.0%	85.1%	85.6%	85.6%

## 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.