

CATL Contemporary Amperex Technology Co. (300750 CH)

상승 모멘텀은 아직 충분하다

매수
(신규)

목표가: CNY 570.00
상승여력: 27.5%

박용대 yongdai.park@miraeasset.com

투자 의견

목표가 CNY 570, 투자 의견 매수

- DCF 밸류에이션 기반 목표주가 선정. 현 주가 대비 27.5% 상승 여력
- 21/22년 P/E 120x/86x에 거래 중. 한국 배터리 3사 평균 P/E 39x/27x 대비 고평가
- 당연한 프리미엄. 1) 순수 배터리 업체, 2) 전기차 생태계 구축(배터리 소재, 장비, 충전 인프라, 자율주행차 등), 3) 높은 수익성, 4) 공격적 증설, 5) 중국 내 굳건한 입지 등
- 주가 상승 촉매제로는 1) 빠르게 높아지는 전기차 침투율, 2) 글로벌(중국 제외) 배터리 M/S 확대, 3) 신기술 개발, 4) 애플카용 배터리 공급 여부 등이 있음

투자 포인트

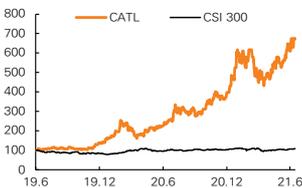
중국을 넘어, 글로벌 시장으로

- 글로벌(중국 제외) 배터리 시장에서 신형 강자로 급부상 중
 - 빠르게 확대 중인 M/S. 19년 0.4%, 20년 6.5%, 1Q21 9.9%(vs. 1Q20 5.5%)
 - 향후 M/S도 높아질 전망. 1) 중국산 테슬라 차량(모델3, 모델Y(검토 중))의 유럽 수출 확대, 2) 독일 공장 가동 개시(현지 완성차업체, 테슬라(베를린 기가팩토리)와의 협력)
- 다변화된 고객 포트폴리오. 1) 소수 OEM에 의존하지 않아 매출 구조가 안정적, 2) 향후 M/S 확대가 기대되는 OEM(테슬라, 니오, 리오토, 샤오펑 등)을 고객으로 확보
- 중국 배터리 시장 내 독점적 지위(M/S 50%) 지속 가능. 원가 경쟁력, 기술력과 품질, 대량 생산능력 등을 바탕으로 중국 전기차 시장의 성장 속 수혜를 받을 전망
 - 중국 전기차 침투율 20년 6% → 25/30년 20%/40% 전망. 지난 5월에 10% 도달
- 압도적인 원가 경쟁력. 1) 높은 Capex 효율, 2) 낮은 인건비, 3) 규모의 경제와 공급망 관리에 따른 비용 절감, 4) 높은 가동률 등으로 가능

Risks

- 1) 배터리 품질 이슈, 2) 독일 공장 가동 시기 연기, 3) 예상 대비 낮은 전기차 침투율

yonKey data



현재주가 (06/22/21, CNY)	450.23	시가총액 (십억CNY)	1,048.8
거래소	Shenzhen	시가총액 (조원)	183.84
EPS 성장률 (21F,x)	51.4	유통주식수 (백만주)	860.2
P/E (21F,x)	119.2	52주 최저가 (CNY)	163.52
MKT P/E (21F,x)	15.8	52주 최고가 (CNY)	457.84
배당수익률 (%)	0.1		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.9	43.5	172.9
상대주가	13.7	23.0	94.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (백만CNY)	29,611	45,788	50,319	91,582	133,550	177,662
영업이익 (백만CNY)	4,110	5,722	6,289	10,701	15,431	19,679
영업이익률 (%)	13.9	12.5	12.5	11.7	11.6	11.1
순이익 (백만CNY)	3,387	4,560	5,583	8,624	12,243	15,493
EPS (CNY)	1.64	2.09	2.49	3.78	5.26	6.52
ROE (%)	11.0	11.8	10.0	11.5	14.0	15.0
P/E (배)	44.8	50.8	140.8	119.2	85.6	69.0
P/B (배)	4.3	5.5	11.4	12.8	11.1	9.5

자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

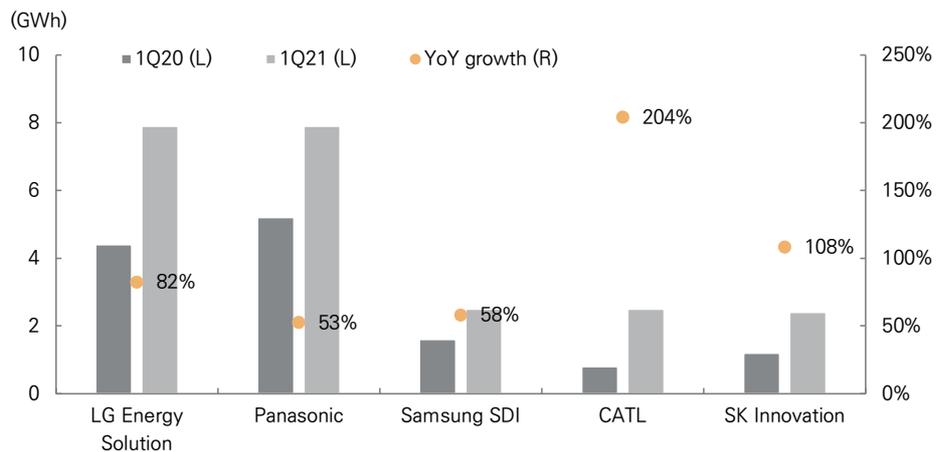
I. 투자포인트

1. 중국을 넘어, 글로벌 시장으로

내수 시장을 중심으로 성장해온 CATL이 글로벌 시장(중국 제외)의 신형 강자로 급부상하고 있다 [그림1-2]. 테슬라 모델3(상하이 생산), 푸조 e-2008, 오펔 코르사 등의 판매량이 급증했기 때문이다. 향후 독일 공장이 가동됨에 따라 해외매출 비중(특히 유럽)이 점차 확대될 전망이다.

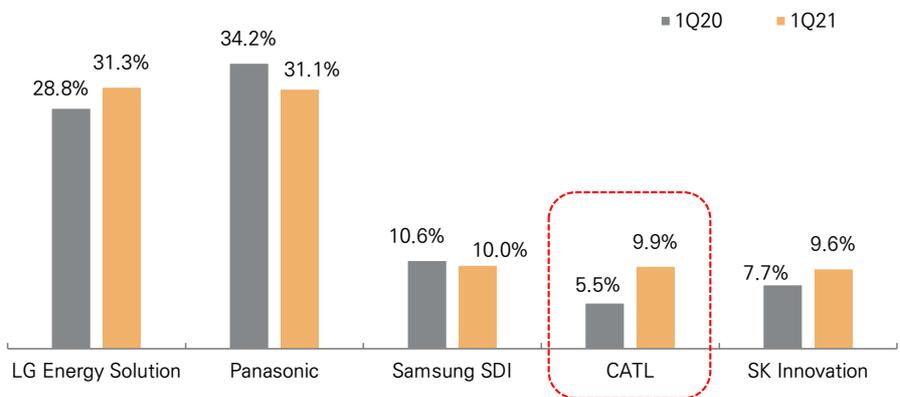
CATL은 18억유로(약2.5조원)을 투자해 독일에 생산 거점을 세우고 있다. 향후 증가할 유럽 내 전기차 배터리 수요에 대응키 위해서다. 올해 말부터 본격 가동에 들어가 연간 14GWh의 배터리를 생산하고, 2025년에는 연간 100GWh까지 증설할 계획이다. 독일은 완성차 업체들의 본 고장이기 때문에, CATL의 공장은 한국계 배터리 업체들의 폴란드나 헝가리 공장보다 위치적으로 유리하다.

그림 1. 글로벌(중국 제외) 전기차 배터리 사용량, YoY 성장률



자료: 언론자료, SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌(중국 제외) 전기차 배터리 시장 점유율 (배터리 사용량 기준)

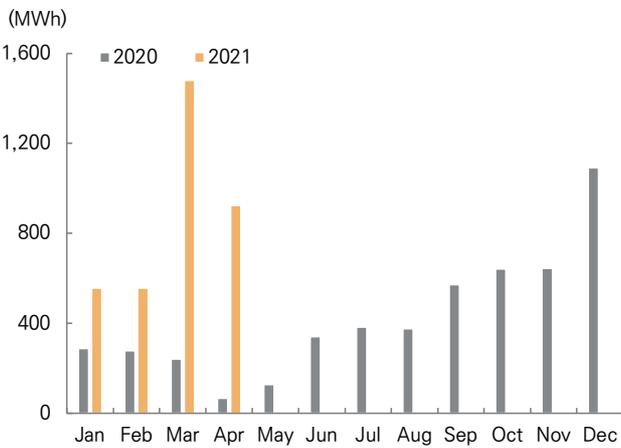


자료: 언론자료, SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

CATL은 이미 독일의 완성차 업체들과 활발히 협력 중이다. 2018년 7월 BMW와 40억유로 공급 계약을 맺었는데, 2019년 11월 73억유로로 규모를 확대했다. 작년 8월에는 다임러(벤츠의 모회사)와 전략적 파트너십을 체결했다. CATL이 배터리 셀을 공급하면 다임러의 슈투트가르트 공장에서 배터리 완제품으로 만들어 벤츠 전기차에 탑재하게 된다. ‘각형 배터리를 표준으로 쓴다’고 발표했던 폭스바겐의 주문량 증가도 기대된다.

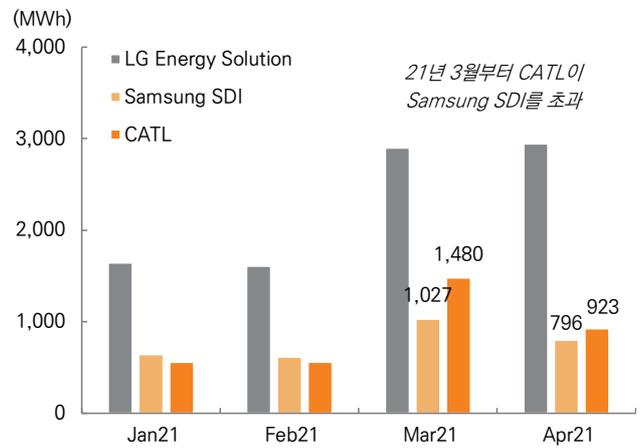
테슬라도 CATL의 해외 매출 증가에 중요하다. 중국산 테슬라 모델3의 수출 증가는 지속될 것이며, 업계에 따르면 3Q21부터는 모델Y 일부 물량의 유럽 수출도 검토되고 있다고 알려졌다. 또한 테슬라의 베를린 기가팩토리(CATL 공장으로부터 약 320km 거리)에서 생산할 전기차에 CATL 배터리가 탑재될 것으로 예상된다.

그림 3. CATL 배터리가 점차 더 많은 유럽 전기차에 탑재되고 있음



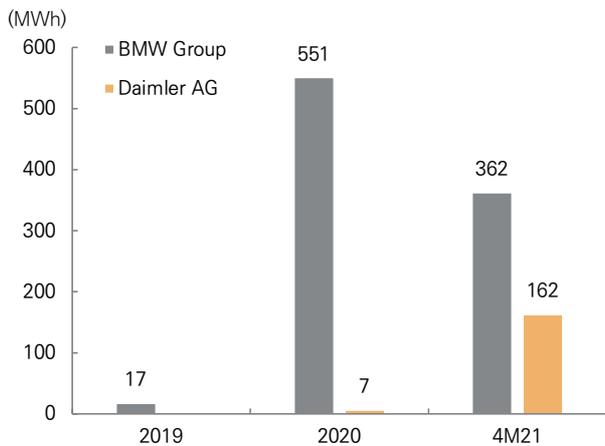
자료: EV-volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지난 3월부터 유럽 전기차 시장에서 CATL이 삼성SDI를 초과하기 시작 (배터리 사용량 기준)



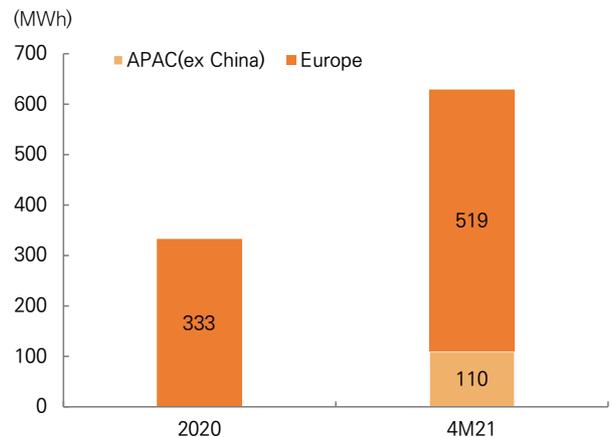
자료: EV-volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 유럽에서 판매되는 BMW, 다임러 차량에 CATL 배터리가 갈수록 많이 탑재되고 있음



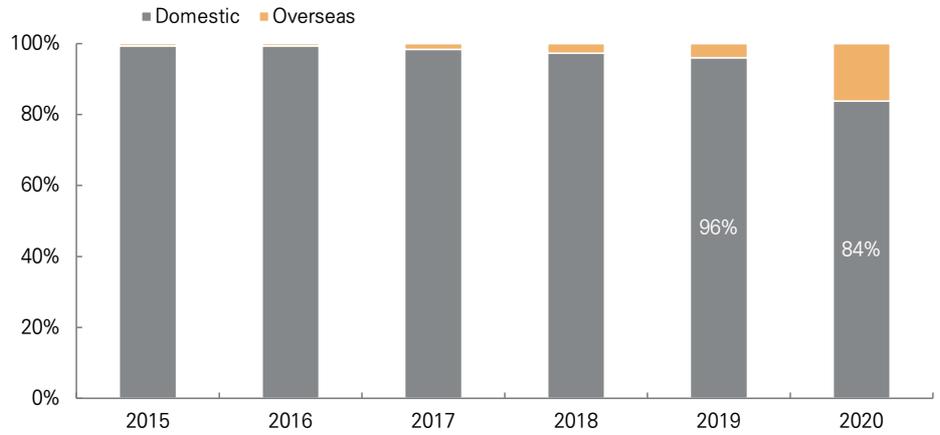
자료: EV-volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 테슬라 차량(상하이 생산)에 탑재된 CATL 배터리 사용량 추이



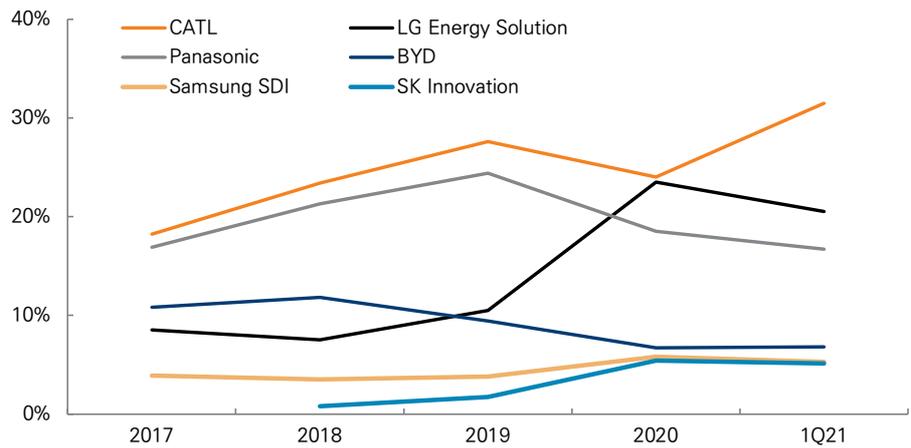
자료: EV-volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CATL의 해외 매출 비중 추이



자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 글로벌 전기차 배터리 M/S 추이



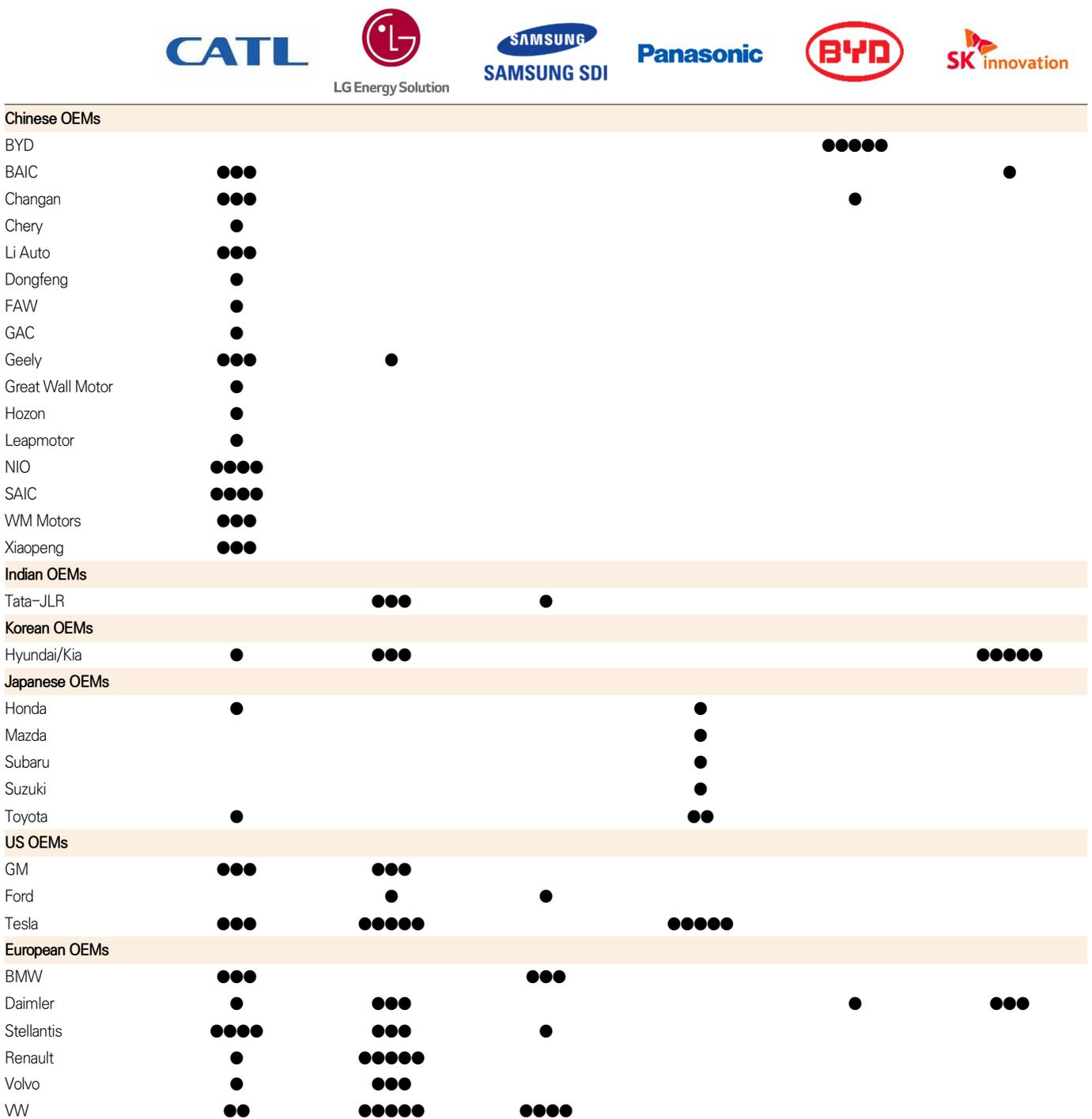
자료: 언론자료, SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

2. 다변화된 고객 포트폴리오

CATL은 글로벌 배터리 업체 중 가장 다변화된 고객 포트폴리오를 자랑한다. 소수의 OEM업체에 의존적이지 않아 가장 안정적인 매출 구조를 가졌다[표1-2].

특히 중국 시장에서는 판매량 상위 차종 대부분에 CATL 배터리가 들어간다. 향후 M/S 상승이 기대되는 OEM업체(테슬라, 니오, 리오토, 샤오핑 등)에게 배터리를 공급하는 점도 긍정적이다. 또한 연내 독일 공장의 본격 가동과 함께 유럽 OEM업체와의 협력도 기대된다.

표 1. 글로벌 배터리 업체별 고객사 분포 현황(2020년)



자료: EV-volumes, 미래에셋증권 리서치센터

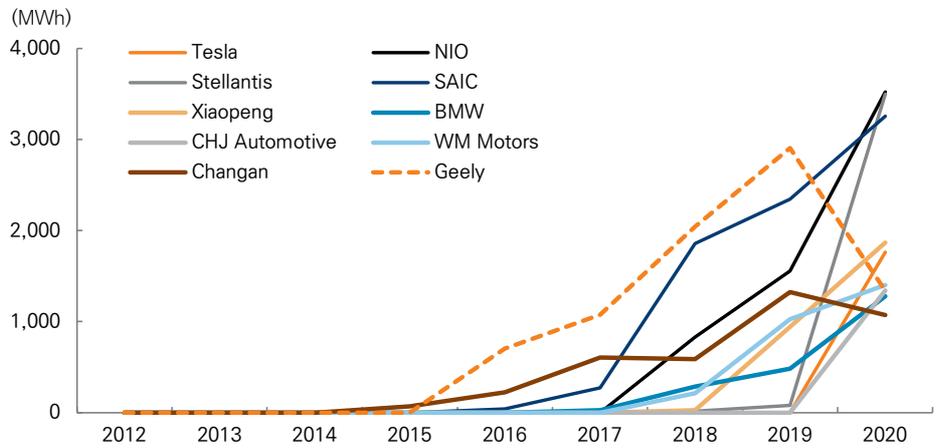
주: 2020년 탑재된 배터리 용량 기준, ● 500MWh 미만, ●● 500 ~ 1,000MWh, ●●● 1,000 ~ 3,000MWh, ●●●● 3,000 ~ 5,000MWh, ●●●●● 5,000MWh 초과

표 2. 글로벌 배터리 업체의 상위 5개 고객사 비중(배터리 탑재량 기준)

	CATL		LG Energy Solution		SAMSUNG SAMSUNG SDI		Panasonic		BYD		SK innovation	
1	NIO	13%	VW	32%	VW	54%	Tesla	95%	BYD	99%	Hyundai	80%
2	Stellantis	13%	Tesla	22%	BMW	34%	Toyota	2%	Daimler AG	1%	Daimler	19%
3	SAIC	12%	Volvo	9%	Ford	4%	Mazda	1%	Changan	0%	BAIC	1%
4	Xiaopeng	7%	R-N-M	8%	Stellantis	4%	Honda	1%				
5	Tesla	6%	Daimler	8%	Tata-JLR	3%	Suzuki	0%				
Top 5		50%		79%		98%		100%		100%		100%

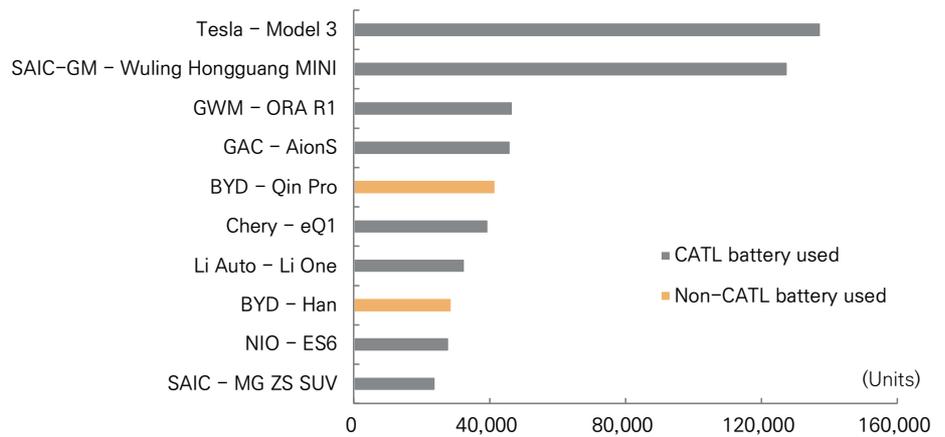
자료: EV-volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. CATL의 상위 10개 고객사에 공급된 배터리 용량 추이



자료: EV-volumes, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 중국 판매량 상위 10개 차종 중 8개가 CATL 배터리 탑재 (2020)



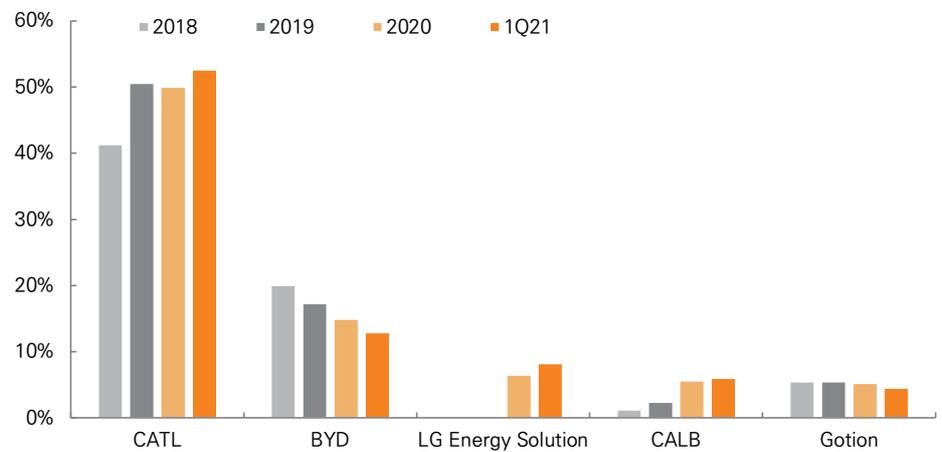
자료: EV-Volumes, 미래에셋증권 리서치센터

3. 굳건한 중국 내 입지

중국 전기차 배터리 시장 내 CATL의 입지는 굳건하다. 2020년 중국 내 CATL의 M/S는 50%를 기록했는데, 1Q21말 기준에도 동일한 수준이 유지됐다. 이러한 지배력은 원가 경쟁력, 기술력과 품질, 대량 생산능력, 공고한 협력관계 등으로 인해 향후에도 지속될 것이다.

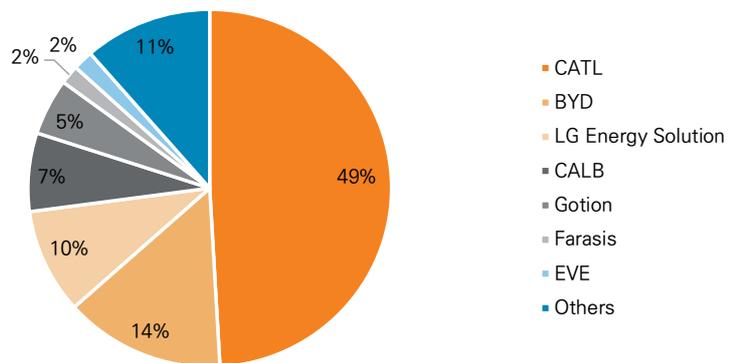
중국 전기차 시장의 성장 속도가 중요하다. 우리는 중국 NEV 판매량(승용차)은 2025년까지 매년 30% 늘어날 것으로 전망한다. 2020년 기준 NEV 침투율은 6%인데, 2025년과 2030년에 각각 20%, 40%까지 상승할 전망이다. 최근 월별 침투율을 보면 상승 속도가 더 빨라지고 있는데, 5월 침투율은 10%를 기록했다.

그림 11. 중국 전기차 배터리 M/S 추이 (2018-1Q21)



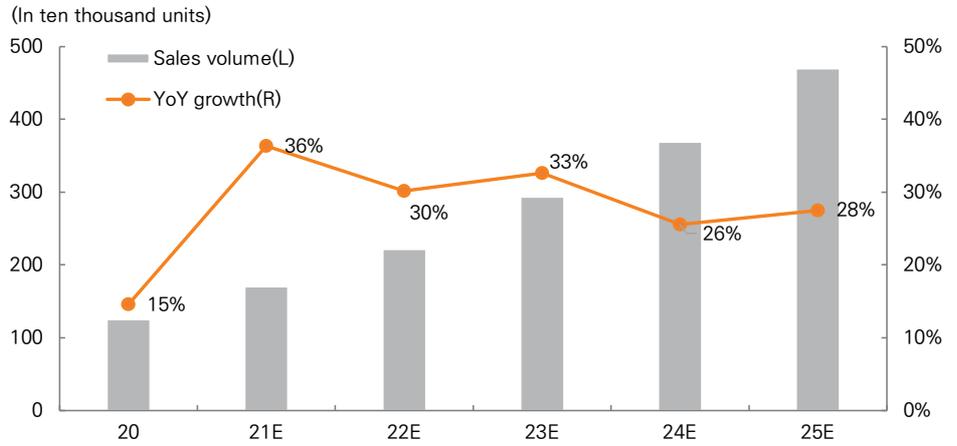
자료: CAAM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 중국 전기차 배터리 M/S 현황 (5M21)



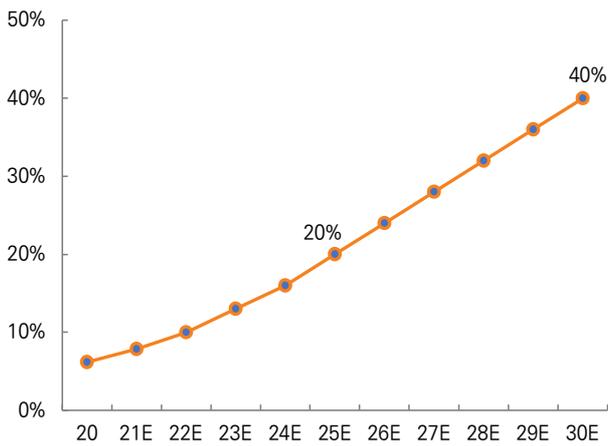
자료: CAAM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 중국 NEV 판매량, YoY 성장률 전망



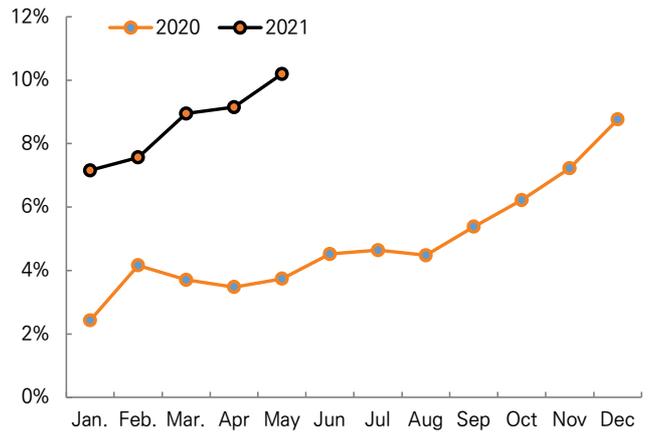
자료: CAAM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 14. 중국 NEV 침투율 전망



자료: CAAM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 15. 중국 월별 NEV 침투율 추이



자료: CAAM, 미래에셋증권 리서치센터

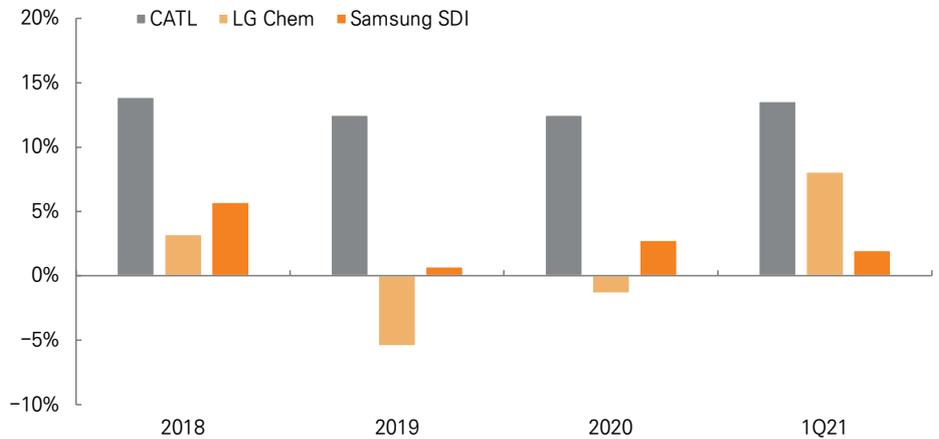
4. 원가 경쟁력

CATL은 경쟁 업체 대비 영업이익률이 높다. 1) 높은 Capex 효율, 2) 낮은 인건비, 3) 규모의 경제, 공급망 관리에 따른 비용 절감 노력, 4) 높은 가동률 등으로 인해 원가 경쟁력을 갖게 됐다.

Capex 효율이 높다. BNEF에 따르면, 중국의 생산능력 capex는 GWh당 4천5백만달러 수준이다. 이는 미국, 독일, 일본과 한국 대비 낮다. 공장부지 매입, 설비 투자에 있어 중국 정부의 정책 지원과 보조금 등으로 인해 비용을 절감할 수 있기 때문으로 추정한다. GWh당 Capex가 적게 들면, 고정자산(PP&E)의 장부 가액도 적어지고 감가상각비가 적어져 수익성에 긍정적이다.

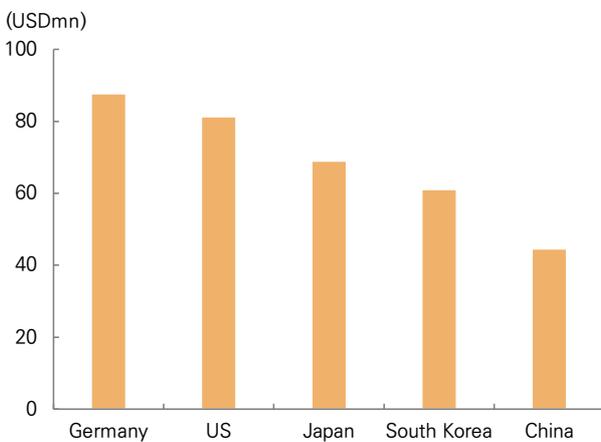
낮은 인건비도 중요하다. 최근 10년간 중국 인건비가 빠른 상승을 보이고 있지만, 여전히 경쟁사들의 설비가 있는 국가들의 인건비보다 저렴하다.

그림 16. CATL과 주요 경쟁사 OPM 추이(2018-1Q21)



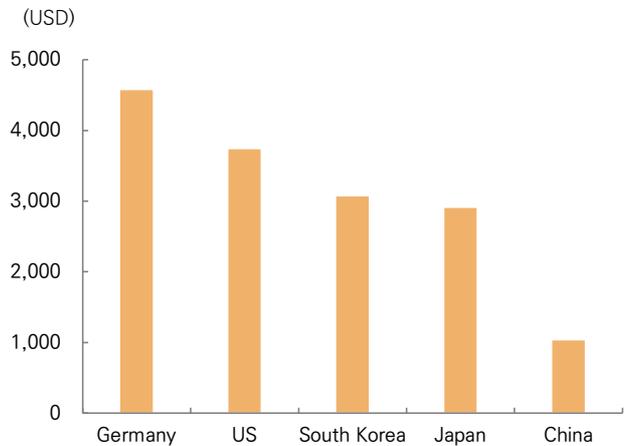
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
 주: LG Chem은 전지 사업부문, Samsung SDI는 에너지솔루션(소형전지, 중·대형전지) 부문 기준
 CATL은 전체 사업 기준. 참고로 Power Battery System 부문의 GPM은 18년 34%, 19년 28%, 20년 27%

그림 17. 중국과 주요 국가의 Capex/GWh 비교



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 중국과 주요 국가의 자동차업 종사자 인건비 비교



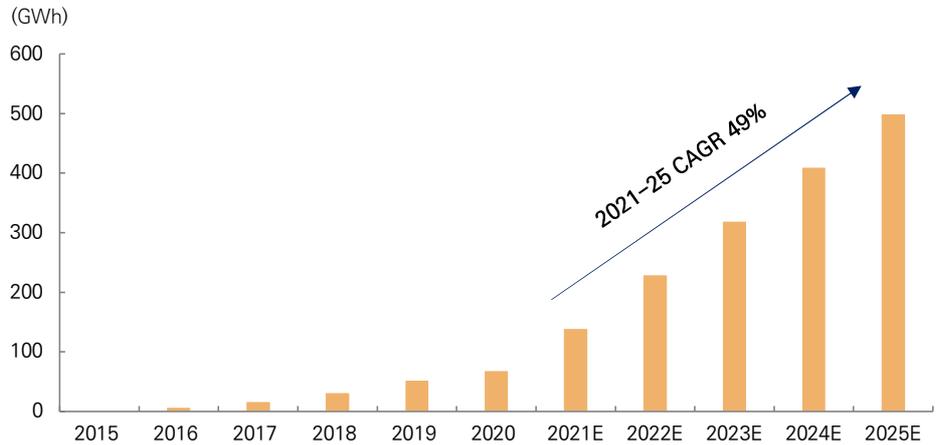
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 2018년 평균 월급

규모의 경제 효과도 있다. 대량 생산에 돌입함에 따라 CATL의 가격 교섭력이 강해졌다. 로컬 공급자로부터 더 저렴한 가격으로 소재·부품을 조달 받을 수 있게 됐다. CATL은 2025년까지 생산능력을 500GWh로 확대해 나갈 계획인데, 배터리 업체 중 가장 공격적이다.

또한 배터리 공급망에 적극 관여하며 비용을 최소화시키고 있다. 배터리 생산 비용의 80% 이상이 업스트림과 미드스트림에서 나온다. 업스트림에서 지분 투자, 장기 구매계약 등을 통해 리튬, 니켈, 코발트의 채굴/처리에 직접 참여하는 반면, 미드스트림에서는 자회사 공장을 설립해 양극재 개발에도 힘을 쏟고 있다.

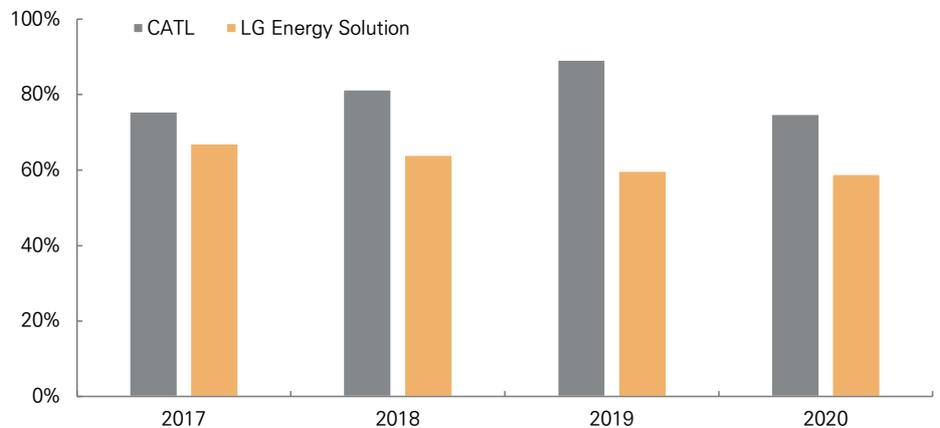
경쟁 업체 대비 가동률이 높다. 최근 4년간 CATL의 가동률은 70-90%를 기록한 반면, LG에너지솔루션의 가동률은 60% 내외를 기록했다. 가동률이 향상되면 제품 단위당 고정비를 낮출 수 있어 수익성은 좋아진다. SK이노베이션과 삼성SDI의 가동률은 80-90%에 이르지만, 생산능력 규모가 CATL 대비 현저히 작아 비교대상이 될 수 없다.

그림 19. CATL - 배터리 생산능력 전망



자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. CATL과 LG에너지솔루션의 가동률 비교



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

II. 실적 전망

표 3. 연간 실적 전망 및 주요 지표

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
(CNYmn)						
EV battery pack						
Sales volume (GWh)	21	40	44	90	140	195
YoY (%)	79%	90%	10%	103%	55%	39%
ASP (CNY/KWh)	1,157	959	887	860	835	810
YoY (%)	-18%	-17%	-7%	-3%	-3%	-3%
ESS battery pack						
Sales volume (GWh)	0	1	2	5	7	10
YoY (%)	1200%	446%	237%	99%	55%	39%
ASP (CNY/KWh)	1,458	859	813	789	765	742
YoY (%)	-11%	-41%	-5%	-3%	-3%	-3%
Revenue	29,611	45,788	50,319	91,582	133,550	177,662
Power Battery System	24,515	38,584	39,426	77,811	116,703	157,499
Lithium Battery Materials	3,861	4,305	3,429	3,943	4,535	5,215
Energy Storage System	189	610	1,943	3,755	5,631	7,600
Others	1,046	2,289	5,521	6,073	6,681	7,349
Cost of sales	(19,902)	(32,483)	(36,349)	(66,902)	(97,732)	(131,792)
Power Battery System	(16,155)	(27,605)	(28,956)	(57,580)	(86,361)	(118,124)
Lithium Battery Materials	(2,971)	(3,255)	(2,728)	(3,155)	(3,628)	(4,172)
Energy Storage System	(153)	(379)	(1,243)	(2,402)	(3,602)	(4,940)
Others	(623)	(1,244)	(3,423)	(3,765)	(4,141)	(4,555)
Gross profit	9,709	13,305	13,970	24,681	35,818	45,871
Power Battery System	8,360	10,979	10,470	20,231	30,343	39,375
Lithium Battery Materials	890	1,050	701	789	907	1,043
Energy Storage System	36	231	700	1,353	2,029	2,660
Others	423	1,045	2,099	2,308	2,539	2,793
Other operating income	508	646	1,136	2,067	3,015	4,011
Operating expenses	(6,107)	(8,229)	(8,817)	(16,047)	(23,401)	(30,203)
Selling & marketing	(1,379)	(2,157)	(2,217)	(4,034)	(5,883)	(7,827)
General & administrative	(1,312)	(1,486)	(1,328)	(2,418)	(3,525)	(4,690)
Research & development	(1,991)	(2,992)	(3,569)	(6,496)	(9,473)	(12,602)
Operating profit (EBIT)	4,110	5,722	6,289	10,701	15,431	19,679
EBITDA	6,331	9,974	11,001	17,111	24,780	32,115
Non-operating income (loss)	349	698	573	573	573	573
Profit before tax (Adjusted)	4,460	6,421	6,862	11,274	16,005	20,252
Profit before tax (GAAP)	4,205	5,761	6,983	11,274	16,005	20,252
Income tax expense	(469)	(748)	(879)	(1,691)	(2,401)	(3,038)
Profit after tax	3,736	5,013	6,104	9,583	13,604	17,214
Minority interests	349	452	521	958	1,360	1,721
Net profit (Adjusted)	3,591	5,123	5,516	8,624	12,243	15,493
Net profit (GAAP)	3,387	4,560	5,583	8,624	12,243	15,493

자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 실적 전망 및 주요 지표

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
YoY growth						
Revenue	48%	55%	10%	82%	46%	33%
Power Battery System	47%	57%	2%	97%	50%	35%
Lithium Battery Materials	56%	12%	-20%	15%	15%	15%
Energy Storage System	1052%	222%	219%	93%	50%	35%
Others	23%	119%	141%	10%	10%	10%
Gross profit	34%	37%	5%	77%	45%	28%
EBIT	14%	39%	10%	70%	44%	28%
Profit before tax	15%	44%	7%	64%	42%	27%
Net profit	-13%	35%	22%	54%	42%	27%
Key metric						
Gross margin	33%	29%	28%	27%	27%	26%
Power Battery System	34%	28%	27%	26%	26%	25%
Lithium Battery Materials	23%	24%	20%	20%	20%	20%
Energy Storage System	19%	38%	36%	36%	36%	35%
Others	40%	46%	38%	38%	38%	38%
COGS/Revenue	67%	71%	72%	73%	73%	74%
OP. expense/Revenue	21%	18%	18%	18%	18%	17%
Research and development	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Selling & marketing	5%	5%	4%	4%	4%	4%
General & administrative	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Other operating expense	5%	3%	3%	3%	3%	3%
OP margin	14%	12%	12%	12%	12%	11%
PBT margin	14%	13%	14%	12%	12%	11%
Tax rate	11%	12%	13%	15%	15%	15%
NP margin	12%	11%	11%	9%	9%	9%

자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

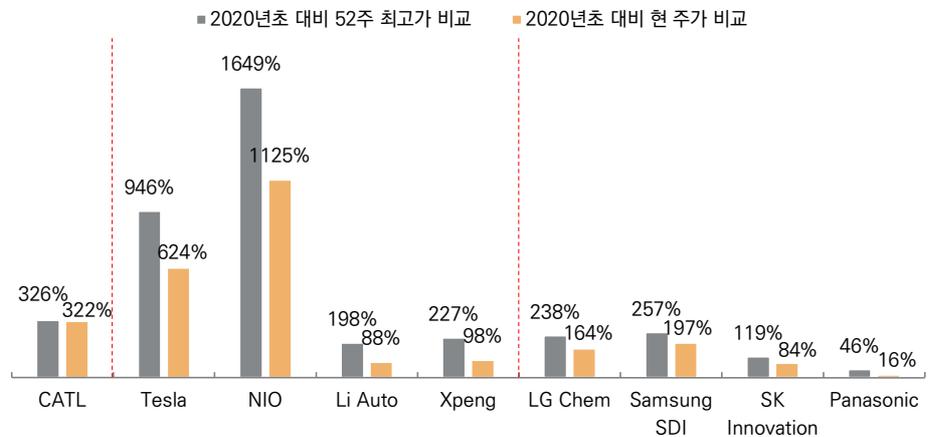
III. 주가 및 벨류에이션

2020년 이후 대부분의 전기차 및 배터리 종목들은 폭발적 주가 상승을 경험했다. 전세계 각국 정부로부터 전기차 산업 육성 정책이 나왔고, 테슬라의 판매 호조, 상하이 공장 가동 개시, 흑자전환 등 긍정적 뉴스들이 좋은 분위기를 지속시켰다. 또한 신흥 전기차 업체의 등장, 전통 OEM업체들의 전기차 모델 출시 계획 등도 ‘전기차로의 전환’이 일시적 유행이 아님을 입증해줬다.

CATL은 전기차 배터리를 가장 저렴하게 잘 만드는 업체로 각광받았다. 성능과 안전성 측면에서도 뒤쳐지지 않았다. 전세계에서 가장 규모가 큰 중국 전기차 시장은 미래가 더 기대되는데, 로컬 업체인 CATL의 압도적 지배력은 향후에도 지속될 전망이다. 내수를 뛰어넘어 해외 시장 진출도 박차를 가하고 있고, 유럽 시장에서 한국/일본계 배터리 업체들을 위협하고 있다.

단기간 내 급상승한 주가가 부담스러울 수 있다. 하지만 ‘전기차로의 전환’은 메가트렌드(10년 혹은 그 이상의 기간 동안의 중요한 방향성)이기 때문에 성장성은 무한하다. 따라서 ‘과도한 상승’이었다고 선불리 단정할 수 없다. 한편 동종 업계의 타 종목들도 CATL과 비슷한 흐름을 보여줬다[그림21]. CATL의 현 주가는 작년 초 대비 322% 상승했는데, 상승률이 전기차 업체인 테슬라와 니오 대비 낮았던 반면, 배터리 경쟁 업체 대비해서는 높았다.

그림 21. 전기차 및 배터리 종목들의 폭발적 주가 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

우리는 CATL에 대한 투자의견 매수와 DCF(Discounted Cash Flow) 밸류에이션을 적용한 목표 주가 CNY 570을 제시한다. 현재 주가 대비 27.5%의 상승 여력이 있다고 판단한다.

향후 주가는 1) 빠르게 높아지는 EV 침투율, 2) 글로벌(중국 제외) 배터리 M/S 확대, 3) 신기술 개발, 4) 애플카용 배터리 공급 여부 등에 따라 추가적 상승이 가능하다.

현 주가는 2021/22년 P/E 120x/86x에 거래 중이다. 한국계 배터리 3사 평균 P/E 39x/27x 대비 고평가다. 하지만 CATL을 위 3사와 비교하기엔 애매한 측면이 있다. CATL은 순수 배터리 업체에 가까운 반면, 3사는 배터리 외 사업부문(할인 요소로 작용) 비중이 큰 편이다. 게다가 CATL은 세계 최고 수준의 전기차 생태계 구축(배터리 소재, 장비, 충전 인프라, 자율주행차 등), 높은 수익성, 공격적 증설, 중국 내 굳건한 입지 등 할증 받을 수 있는 요소들이 많다.

표 5. DCF Valuation

	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Terminal
Revenues	50,319	91,582	133,550	177,662	218,410	257,496	320,988	379,188	435,100	485,681	534,833	558,900
Tax effected EBIT	5,541	9,822	13,740	17,278	22,006	23,423	29,813	35,053	40,049	44,517	48,918	39,123
+ Depreciation & Amortization	4,712	6,411	9,349	12,436	15,289	18,025	16,049	18,959	21,755	24,284	26,742	27,945
- CAPEX	(13,302)	(12,822)	(13,355)	(17,766)	(19,657)	(23,175)	(25,679)	(26,543)	(17,404)	(19,427)	(21,393)	(16,767)
+ NWC	5,930	(1,393)	(5,786)	(6,525)	(5,000)	(5,250)	(5,513)	(5,788)	(6,078)	(6,381)	(6,700)	(5,000)
FCF	2,881	2,018	3,948	5,423	12,638	13,023	14,670	21,681	38,322	42,992	47,566	45,301
Discount factor		0.94	0.87	0.82	0.76	0.71	0.67	0.63	0.58	0.55	0.51	
PV of FCF		2,158	4,515	6,633	16,530	18,216	21,945	34,682	65,558	78,653	93,060	
Sum of PV		341,950										

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. DCF Valuation Assumptions

WACC		Perpetual growth method	(CNYmn)
CAPM	8.6%	NPV of FCF 2021-2030F	341,950
Risk free rate	2.5%	NPV of Terminal value	948,274
Risk premium	6.0%	Enterprise value	1,290,223
Beta	1.02	- Net Debt	-15,623
		- Minority interest	5,808
Cost of debt	4.5%	Equity value	1,300,038
Weight of debt	35.0%	Shares outstanding (mn)	2,283
Tax rate	15.0%	Equity value per share (CNY)	569.37
Cost of equity	8.6%		
Weight of equity	65.0%	Target price	570.00
WACC	6.9%	Current price	447.05
Terminal growth rate	4.5%	Upside potential	27.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. Peer valuation

Company	Ticker	Price (LC)	Market Cap. (US \$mn)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		EPS Growth		Dividend yield	
				21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
Chinese OEMs													
BYD	1211 HK	223.2	96,746	107.1	79.2	7.3	6.7	7.7	8.8	5.3	35.2	0.1	0.1
Great Wall Motors	2333 HK	23.8	50,965	22.0	16.9	2.9	2.6	13.5	15.9	64.1	30.3	2.1	2.7
SAIC	600104 CH	22.1	39,885	10.3	9.0	0.9	0.8	8.8	9.3	13.7	13.5	3.6	4.1
Geely	175 HK	25.0	31,553	23.7	18.8	2.9	2.6	12.5	14.1	16.4	25.7	1.2	1.5
Chongqing Changan (A)	000625 CH	24.1	17,781	27.6	22.9	2.3	2.1	8.1	8.6	15.3	20.6	1.2	1.4
Chongqing Changan (B)	200625 CH	7.5	17,781	7.2	6.0	0.6	0.5	8.1	8.6	15.3	20.6	4.4	5.9
Guangzhou Automobile Group	2238 HK	7.1	16,995	7.7	6.1	0.7	0.6	9.1	10.4	19.0	24.9	4.2	5.2
Dongfeng Motor	489 HK	7.1	7,889	4.3	4.0	0.4	0.3	8.5	8.5	24.8	7.5	6.6	7.6
Brilliance China Auto	1114 HK	7.3	4,743	3.8	3.5	0.7	0.6	22.0	20.4	18.9	9.2	4.7	5.6
BAIC	1958 HK	3.0	3,045	6.2	4.9	0.4	0.3	6.2	7.5	12.6	26.9	5.2	6.4
Anhui Jianghuai Auto	600418 CH	9.8	2,851	25.5	21.8	1.3	1.3	3.3	4.1	8.5	16.7	1.0	1.1
NEV startups													
Tesla	TSLA US	620.8	598,064	138.3	95.5	22.4	17.5	17.7	19.5	94.2	44.8	0.0	0.0
NIO	NIO US	46.5	76,207	-	-	12.2	13.1	-14.7	-0.5	(27.7)	(91.4)	0.0	0.0
Xiaopeng	XPEV US	43.6	35,012	-	-	7.7	8.1	-10.6	-6.1	(0.7)	(33.8)	0.0	0.0
Li Auto	LI US	30.1	27,239	-	313.9	6.0	7.2	-1.8	1.7	(31.5)	(216.3)	0.0	0.0
Auto & related components													
Fuyao Glass	3606 HK	53.4	22,362	28.2	23.1	4.7	4.1	16.8	18.2	51.0	22.3	2.2	2.6
Huayu Automotive Systems	600741 CH	25.5	12,409	11.7	10.2	1.4	1.3	12.2	12.7	33.8	15.0	3.6	4.9
Zhejiang Sanhua Intelligence	002050 CH	21.1	11,689	38.3	30.9	6.7	5.9	17.5	18.8	27.9	24.0	1.2	1.5
Ningbo Tuopu Group	601689 CH	41.5	7,060	37.1	29.5	4.6	4.0	13.1	13.9	92.4	25.9	1.2	1.4
Mint Group	425 HK	33.6	5,018	17.8	14.0	2.0	1.8	11.8	13.5	40.3	27.5	2.2	2.8
Nexteer Automotive Group	1316 HK	11.1	3,586	15.0	11.6	1.7	1.5	12.2	13.7	111.1	29.5	1.4	1.7
Ningbo Joyson Electronic	600699 CH	19.4	4,106	26.8	17.5	1.7	1.6	6.4	8.1	222.2	53.1	1.0	1.3
Wuhu Token Science	300088 CH	8.2	3,125	15.8	13.3	2.5	2.2	16.3	17.1	15.8	19.2	2.8	3.3
Jonhson Electric Holdings	179 HK	20.3	2,363	8.7	7.6	1.0	0.9	12.1	12.8	23.5	14.3	3.3	3.7
Ningbo Xusheng Auto Tech.	603305 CH	34.9	2,412	32.4	23.3	4.3	3.8	13.9	16.7	40.5	38.9	0.9	1.2
Batteries													
CATL	300750 CH	450.2	162,007	119.2	85.6	12.8	11.1	11.5	14.0	51.4	39.2	0.1	0.1
LG Chem	051910 KS	842,000	52,387	19.9	21.0	3.0	2.7	16.7	13.6	124.7	(5.0)	1.3	1.3
Samsung SDI	006400 KS	683,000	41,394	43.7	33.7	3.4	3.1	8.0	9.5	78.1	29.8	0.1	0.2
Panasonic	6752 JP	1,255.0	27,864	13.1	11.1	1.1	1.0	9.0	9.9	41.5	17.8	2.3	2.6
SK Innovation	096770 KS	276,000	22,493	53.6	24.8	1.6	1.5	3.7	6.7	(122.8)	116.3	0.6	1.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 기업소개

CATL은 2011년에 설립된 중국 배터리 제조업체 및 기술회사로 푸젠성에 본사를 두고 있다. 전기 자동차 및 에너지저장시스템(ESS)용 리튬 이온배터리 및 배터리 관리 시스템(BMS)을 전문으로 생산한다. 현재 대부분(84%)의 매출이 중국에서 발생하고 있다.

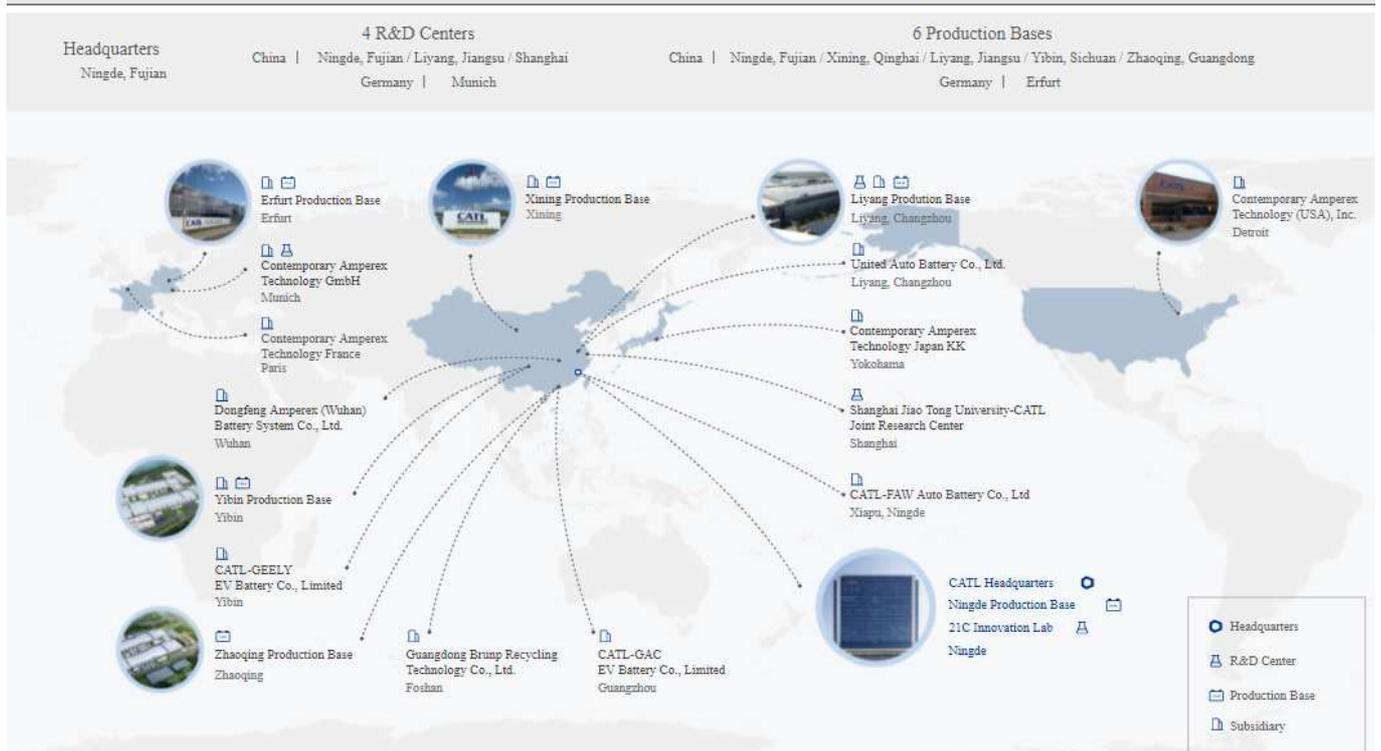
CATL의 연간 배터리 판매량은 2020년기준 46.8GWh이다. Power Battery System부문이 전체 매출의 78%, 전체 매출총이익의 75%를 차지한다. ESS부문은 전체 매출의 4%를 차지한다. 한편 리튬이온배터리의 재활용을 통해 리튬을 생산하는 Lithium Battery Materials부문(매출의 7%)도 운영 중이다. NB Meishan Ruiting Investment가 최대주주로 CATL 지분의 24.5%를 보유중이다.

표 8. CATL 연혁

연도	주요 이벤트
2011	CATL 설립
2012	독일 BMW와 전략적 제휴 체결
2013	리튬인산철(LFP) 배터리 대량 생산 위한 칭하이 공장 설립
2014	독일에 첫번째 해외자회사 설립
2016	차세대 EV, 스마트그리드 연구개발 착수
2017	미국, 프랑스, 캐나다, 일본에 자회사 설립, 상하이자동차 그룹(SAIC)과 합작법인 설립
2018	중국 선전 증권거래소 상장, 중국 광저우 자동차그룹, 동평자동차와 합작법인 설립
2019	중국 지리자동차, 디자자동차 그룹과 합작법인 설립, 독일에 첫 해외 공장 착공
2021	현대차와 E-GMP 플랫폼 기반 차세대 전기차 배터리 공급 계약 체결

자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. CATL의 글로벌 진출 현황



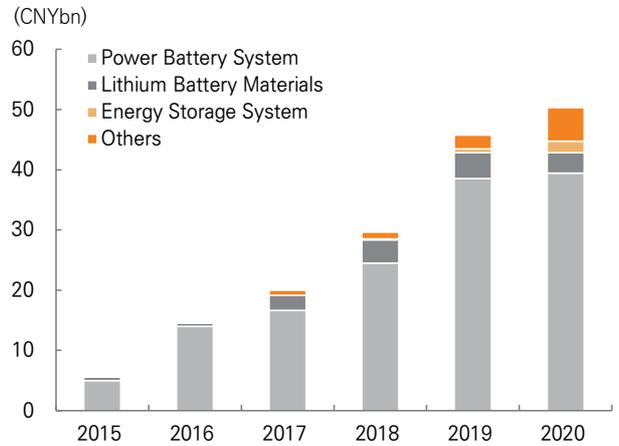
자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. CATL 전기차 생태계

업종	합작·투자·제휴
전기차	NIO, 바이튼, 아이웨이즈
자율주행	인셉티오 테크놀로지(자율주행 트럭)
자원개발	호주 필바라미네랄(리튬), 캐나다 북미리튬/니켈·네오리튬, 중국 뤼양완찬무예의 공고 구리·코발트 광산, 위에신 인텔리전트(무인채굴)
장비	우시리드(세계 1위 배터리 장비 업체), BACN(충전 인프라, 설비), 원라이충(중국 최대 제3자 전기차충전 서비스 플랫폼)
정보기술(IT)	화웨이, 신마이 반도체
모빌리티	상하이 천정(공유 자전거), SAIC 모빌리티
물류	싱가포르 GLP

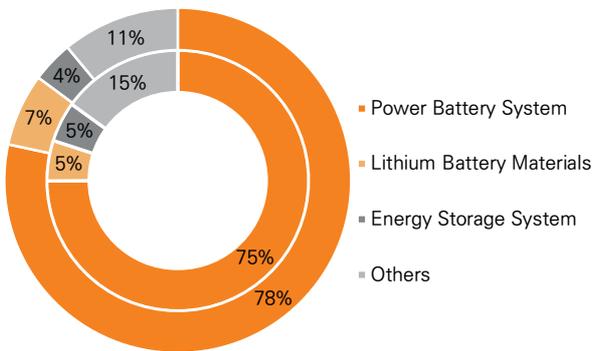
자료: 언론자료, 차이나머니 네트워크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 매출액 추이



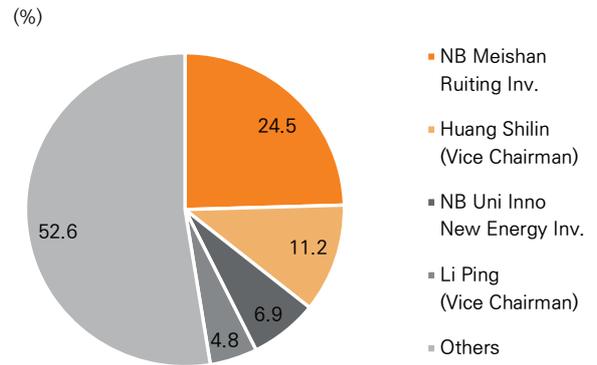
자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 사업부문별 매출액(Outer), 매출총이익(Inner) 비중



자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 주주 구성



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

CATL (300750 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(CNYmn)	2020	2021F	2022F	2023F
Revenue	50,319	91,582	133,550	177,662
Cost of sales	-36,349	-66,902	-97,732	-131,792
Gross profit	13,970	24,681	35,818	45,871
Other operating income	1,136	2,067	3,015	4,011
Operating expenses	-8,817	-16,047	-23,401	-30,203
Operating profit (EBIT)	6,289	10,701	15,431	19,679
EBITDA	11,001	17,111	24,780	32,115
Non-operating income, net	573	573	573	573
Pretax profit(Adjusted)	6,862	11,274	16,005	20,252
Pretax profit(GAAP)	6,983	11,274	16,005	20,252
Income tax	-879	-1,691	-2,401	-3,038
Profit after tax	6,104	9,583	13,604	17,214
Minority interest	521	958	1,360	1,721
Net profit(Adjusted)	5,516	8,624	12,243	15,493
Net profit(GAAP)	5,583	8,624	12,243	15,493
Revenue growth	9.9%	82.0%	45.8%	33.0%
Gross profit growth	5.0%	76.7%	45.1%	28.1%
EBIT growth	9.9%	70.1%	44.2%	27.5%
Net profit growth	22.4%	54.5%	42.0%	26.5%
EPS growth	19.3%	51.4%	39.2%	24.1%
Gross margin	27.8%	26.9%	26.8%	25.8%
EBIT margin	12.5%	11.7%	11.6%	11.1%
Net profit margin	11.0%	9.4%	9.2%	8.7%

예상 현금흐름표 (요약)

(CNYmn)	2020	2021F	2022F	2023F
Net profit	5,583	8,624	12,243	15,493
Depreciation & amortization	4,712	6,411	9,349	12,436
Non-cash items	1,820	0	0	0
Changes in working capital	5,930	-1,393	-5,786	-6,525
Cash from Operating Activities	18,046	13,642	15,806	21,404
Capital expenditures	-13,302	-12,822	-13,355	-17,766
Others	-1,774	0	0	0
Cash from Investing Activities	-15,077	-12,822	-13,355	-17,766
Dividend paid	-483	-862	-1,224	-1,549
Debt raised	4,707	3,000	3,000	3,000
Equity raised	19,613	0	0	0
Others	14,002	0	0	0
Cash from Financing Activities	37,840	2,138	1,776	1,451
Effect of forex rate changes	-577	-	-	-
Net change in cash	40,232	2,958	4,226	5,089
Beginning cash	23,200	63,432	66,390	70,616
Ending cash	63,432	66,390	70,616	75,705

자료: CATL, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(CNYmn)	2020	2021F	2022F	2023F
Current Assets	112,865	130,659	153,756	182,152
Cash and cash equivalents	63,432	66,390	70,616	75,705
Accounts & notes receivable	21,252	28,793	41,497	45,878
Inventories	13,225	19,678	23,047	34,567
Other ST assets	14,956	15,799	18,596	26,002
Non-Current Assets	43,753	50,652	59,605	70,613
Property, plant & equipment	27,676	32,040	37,703	44,667
LT investment & receivables	2,369	2,369	2,369	2,369
Other non-current assets	13,708	18,612	21,902	25,947
Total Assets	156,618	181,311	213,361	252,765
Current Liabilities	54,977	70,510	82,974	98,298
Accounts payables	15,635	28,235	38,522	47,899
ST bank and other borrowings	23,321	27,021	31,797	37,670
Other ST liabilities	16,022	15,254	12,654	12,729
Non-current liabilities	32,447	30,219	35,560	42,128
LT bank & other borrowings	20,494	23,746	27,944	33,104
Other LT liabilities	11,952	6,472	7,616	9,023
Total liabilities	87,424	100,728	118,534	140,425
Shareholder's equities	64,207	74,775	87,992	104,243
Minority interests	4,987	5,808	6,835	8,097
Total equities	69,195	80,583	94,827	112,340

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E(x)	140.8	119.2	85.6	69.0
P/B(x)	11.4	12.8	11.1	9.5
EV/Sales(x)	15.8	11.3	7.8	5.9
EPS(CNY)	2.49	3.78	5.26	6.52
BVPS (CNY)	30.91	35.29	40.72	47.29
DPS(CNY)	0.2	0.4	0.5	0.7
Payout ratio(%)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Dividend yield(%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
ROAA	4.3%	5.1%	6.2%	6.6%
ROAE	10.0%	11.5%	14.0%	15.0%
Current ratio (x)	2.1	1.9	1.9	1.9
Quick ratio (x)	1.8	1.6	1.6	1.5
Net debt/equity	-33.1%	-19.4%	-11.5%	-4.4%
Net debt/EBITDA(x)	-2.1	-0.9	-0.4	-0.2

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.