



# 제이오 (418550)

공장 탐방: 고객사 & 전방 시장 확대에 주목

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

## Not Rated

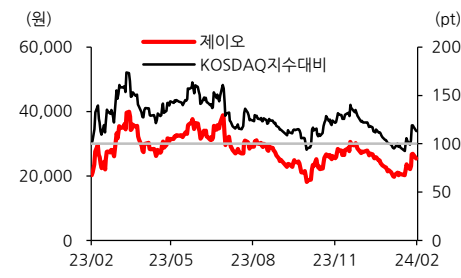
현재 주가(2/27)	26,500원
상승여력	-
시가총액	8,365억원
발행주식수	31,566천주
52 주 최고가 / 최저가	39,900 / 18,120원
90 일 일평균 거래대금	85.83억원
외국인 지분율	1.2%
주주 구성	
강득주 (외 7 인)	39.5%
자사주 (외 1 인)	7.0%
김길래 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.7	-2.9	-12.5	24.8
상대수익률(KOSDAQ)	13.1	-9.3	-9.0	13.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021	2022
매출액	45	47	79	68
영업이익	2	1	-4	-2
EBITDA	3	2	-2	0
지배주주순이익	2	1	-15	-6
EPS	108	25	-628	-209
순차입금	15	9	14	-4
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	4.5	3.8	-5.5	38.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	12.6	2.5	-54.0	-13.3

### 주가 추이



제이오는 2월 27일 2 공장 투어를 진행했습니다. 동사는 CNT 기술력을 기반으로 높은 단일 고객사 의존도가 다변화되고 있습니다. 국내외 배터리 업체향 신규 진입 및 LFP 배터리까지 전방 시장 확대가 기대됩니다. 기존 목표 캐파(5,000 톤) 대비 대규모 증설이 필요할 것으로 예상합니다.

### 높은 CNT 기술/가격 경쟁력

제이오는 플랜트 및 CNT 제조 업체로 핵심 성장 동력은 CNT 사업이다. 2023년 고객사 비중은 SKon 85%, CATL 14%로 추정된다. MWCNT와 TWCNT를 주력으로 생산하고 있으며, 하이니켈/LFP/실리콘음극재 등 기술 변화로 인해 CNT 수요는 가파르게 증가하고 있다. 배터리 성능 향상 및 기술 변화에 따른 배터리 전도성 하락 문제를 보완하기 위해 CNT 도전재는 필수이기 때문이다. 기술/가격 경쟁력도 높다. 1) 국내외 여러 경쟁 업체가 있음에도, 중국/일본 배터리 업체로부터 TWCNT 요청이 늘어나고 있고, 2) 경쟁사 대비 CAPEX 효율도 높아 감가비 등 고정비가 높은 산업에서도 수익성을 견조하게 유지할 것으로 예상된다.

### 고객사/전방시장 확대에 따른 캐파 증설 필요

동사의 2025년 말 목표 캐파(5,000톤)는 기존 고객향 수요만 반영한 수치로 추정된다. 그러나, 신규 일본/국내 고객사 등으로 24년 말/25년 중순부터 매출이 발생할 것으로 예상되며, LFP 시장향 TWCNT 요구도 늘어나고 있다. CATL은 2023년 센싱 배터리를 공개하며, 전도성 낮은 LFP임에도 4C rate의 충전속도를 구현했다 하여 세간을 놀라게 했다. 양극재에 높은 성능의 CNT 도전재를 적용한 것으로 추정되며, 동사는 중국 LFP 배터리까지 전방 시장이 확대될 수 있다. 기존 목표 대비 대규모 추가 증설이 필요하다. 이에 따라 3공장 증설 부지/시점을 재검토 중이며, 올해 안에 개정된 목표치를 발표할 것으로 기대된다.

### 단기 리스크보다 중장기 업사이드에 주목

동사는 높은 SKon향 의존도로 인해 단기 실적 변동성이 커졌고, 이에 따라 기존 캐파/매출 계획도 1년가량 연기됐다. 이를 반영한 동사의 25년 PER은 29배(NOPLAT 기준) 수준으로 추정된다. 한편, SKon의 정상화, 신규 고객사 진입, LFP 시장 확대 등을 고려한 24~27년 매출 증가율은 CAGR +71%로 전망하며, 기존 계획보다 가파른 성장이 예상된다. 단기 불확실성보다 중장기 성장성에 주목할 필요가 있다.

[표1] 제이오 실적 추이 및 전망(4Q23 부문별 매출액은 한화추정치 기준)

(단위: 백만 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2021	2022	2023P
매출액	17,427	15,300	15,388	19,542	22,611	29,989	30,348	31,553	78,703	67,655	114,500
플랜트	15,833	13,013	12,207	15,263	17,667	24,598	21,805	23,033	75,412	56,315	87,103
CNT 도전재	1,594	2,287	3,180	4,279	4,944	5,391	8,544	8,519	3,255	11,340	27,398
영업이익	(1,959)	(831)	(590)	1,116	3,326	1,919	4,826	1,958	(3,935)	(2,265)	12,029
영업이익률	-11.2%	-5.4%	-3.8%	5.7%	14.7%	6.4%	15.9%	6.2%	-5.0%	-3.3%	10.5%

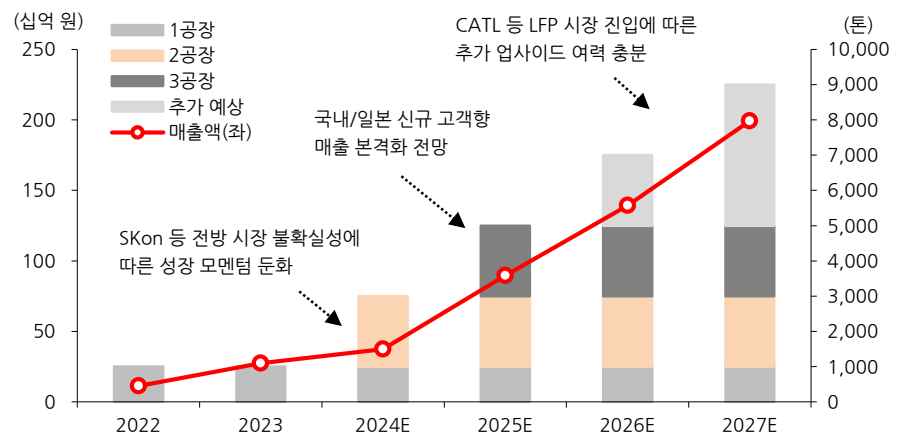
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 제이오의 설비 투자 현황

공장	연간 생산능력	주요 제품	주요 고객	비고
안산 1 공장	1,000톤	6A/10B	SKon/CATL/Northvolt	2022년 말 준공
1 차	1,000톤	10BS	국내 신규 고객	2024년 상반기 준공
안산 2 공장	1,000톤	10B/10BS	일본고객/국내 신규 고객	진행 중
2 차	1,000톤	10B/10BS	일본 고객 등	진행 중
기타	-	3A	-	-
3 공장	-	-	-	2024년 결정

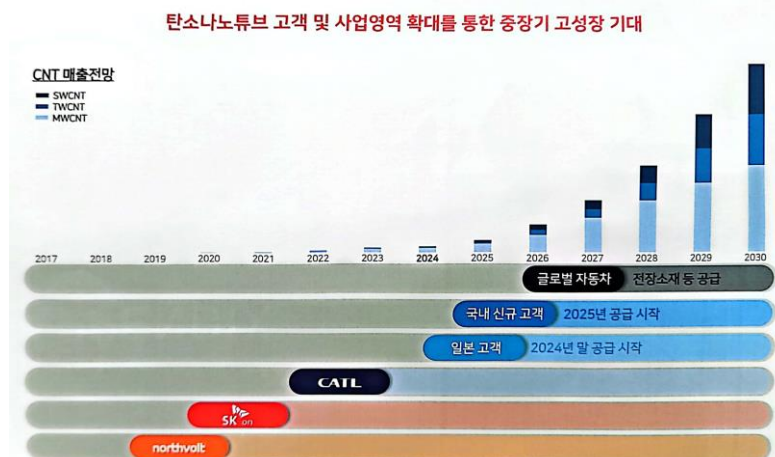
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 제이오 CNT 캐파 및 매출 전망(한화 추정치)



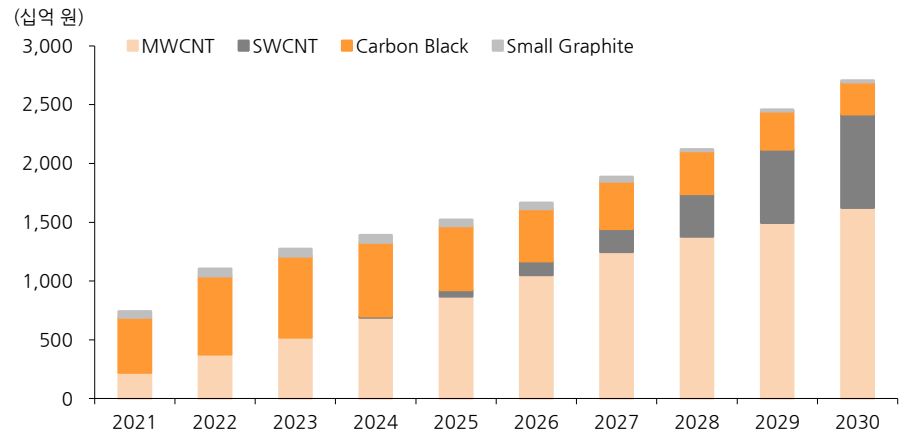
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 고객사/전방시장 확대를 통한 성장 로드맵



자료: 제이오, 한화투자증권 리서치센터

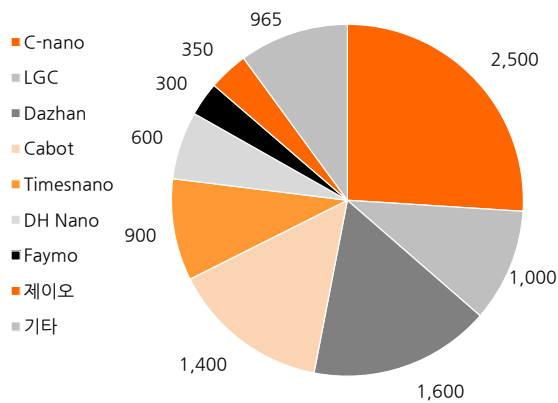
[그림3] 글로벌 CNT 시장 규모 전망



자료: SNE 리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 2022년 MWCNT 기업별 캐파 비교

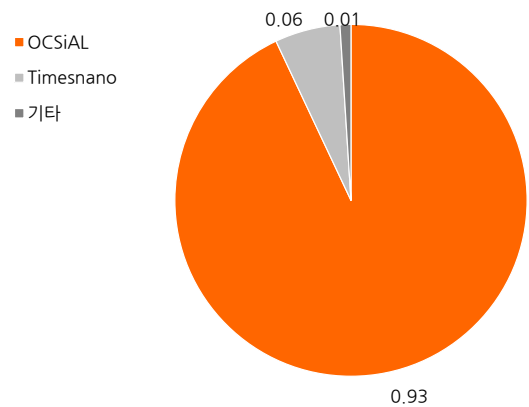
(단위: 톤)



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 2022년 SWCNT 기업별 캐파 비교

(단위: 톤)



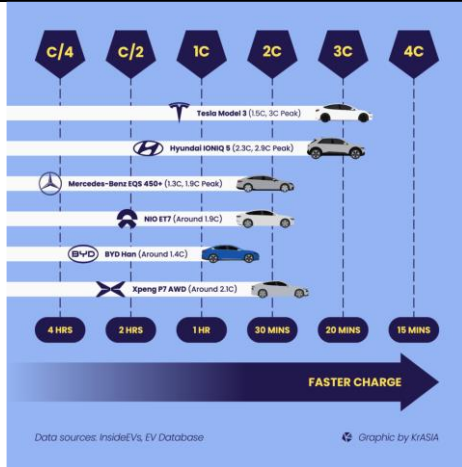
자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 도전재 밸류체인

도전재 종류	공급사	주요 고객사
카본블랙	Cabot	SDI/SKon
	Denka	파나소닉 등 일본, LGES/SDI/SKon
	Imerys	CATL 등 중국, LGES/SDI/SKon
	Lion	SDI
MWCNT	C-Nano	CATL/Guoxuan 등 중국
	LG Chem	LGES(In-house)
	제이오	SKon/CATL/Northvolt
	SUSN(Cabot 자회사)	Guoxuan 등 중국
	Dazhan	중국 기업 다수
	Timesnano	중국 기업 다수
	DH Nano	SDI/BYD 등 중국 기업 다수
	Faymo	중국 기업 다수
SWCNT	OCSiAL	LGES 등 Top-tier 배터리 업체

자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] LFP로 4C 충전속도 구현했다는 CATL 센싱 배터리



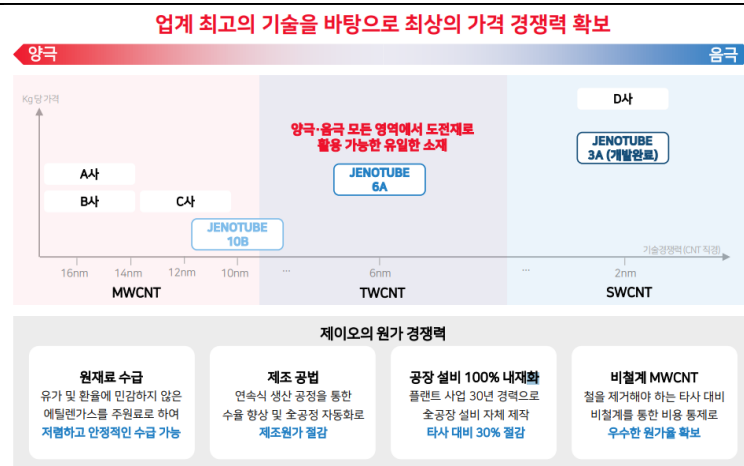
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] CATL 센싱 배터리 등 양극재에 CNT 적용 추정



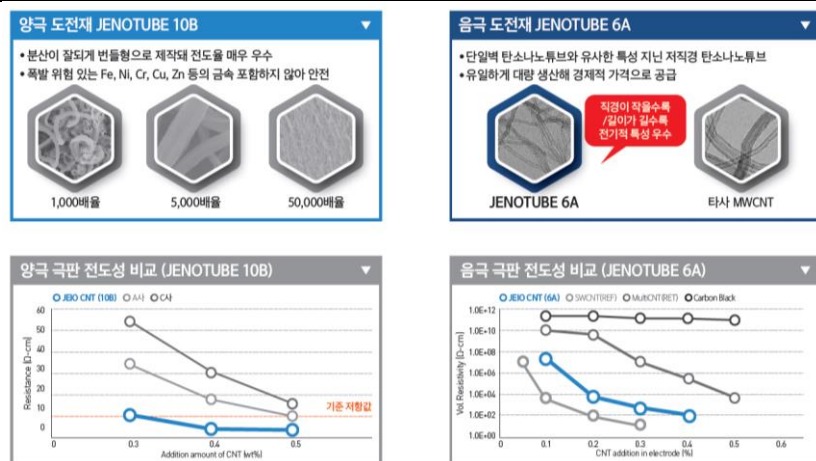
자료: CATL, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 제이오 CNT: 성능/가격 측면 경쟁력 확보



자료: 제이오, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 경쟁사 대비 작은 직경 및 균질한 형상으로 우수한 성능 구현



자료: 제이오, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	31	45	47	79	68
매출총이익	4	4	2	0	3
영업이익	2	2	1	-4	-2
EBITDA	3	3	2	-2	0
순이자손익	-1	-1	0	-1	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	2	1	-15	-7
당기순이익	1	2	1	-15	-6
지배주주순이익	1	2	1	-15	-6
증가율(%)					
매출액	1.9	45.7	4.5	67.0	-14.0
영업이익	흑전	41.5	-56.9	적전	적지
EBITDA	흑전	17.0	-28.2	적전	적지
순이익	흑전	59.9	-76.6	적전	적지
이익률(%)					
매출총이익률	12.5	8.1	4.5	0.3	5.0
영업이익률	5.0	4.9	2.0	-5.0	-3.3
EBITDA 이익률	9.4	7.5	5.2	-3.1	-0.2
세전이익률	3.4	3.3	1.3	-19.2	-10.6
순이익률	4.7	5.2	1.2	-18.6	-8.4

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금흐름	-1	3	-1	0	3
당기순이익	1	2	1	-15	-6
자산상각비	1	1	1	1	2
운전자본증감	-4	0	-4	0	1
매출채권 감소(증가)	-2	-1	-5	-4	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-1	0
매입채무 증가(감소)	-2	1	1	2	-2
투자현금흐름	-4	0	-11	-4	-28
유형자산처분(취득)	0	4	-4	-8	-17
무형자산 감소(증가)	-4	-3	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-5	0	-10
재무현금흐름	5	-4	13	36	-1
차입금의 증가(감소)	2	-5	1	1	-1
자본의 증가(감소)	0	-1	11	26	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	3	4	2	0	4
(-)운전자본증가(감소)	3	-1	4	1	-5
(-)설비투자	0	3	4	8	17
(+)자산매각	-4	5	-2	0	0
Free Cash Flow	-5	6	-7	-8	-9
(-)기타투자	0	2	0	-4	4
잉여현금	-5	3	-7	-4	-13
NOPLAT	1	2	1	-3	-2
(+) Dep	1	1	1	1	2
(-)운전자본투자	3	-1	4	1	-5
(-)Capex	0	3	4	8	17
OpFCF	-1	0	-5	-10	-12

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	12	12	24	57	35
현금성자산	2	1	8	35	19
매출채권	9	10	15	9	10
재고자산	1	1	0	1	1
비유동자산	36	27	27	31	50
투자자산	1	0	1	0	3
유형자산	29	25	27	30	47
무형자산	6	2	0	0	0
자산총계	48	40	51	88	85
유동부채	21	18	16	21	11
매입채무	4	5	6	9	8
유동성이자부채	16	13	9	9	1
비유동부채	7	4	8	40	15
비유동이자부채	5	4	8	40	15
부채총계	28	22	24	61	26
자본금	2	2	2	2	3
자본잉여금	1	1	12	25	60
이익잉여금	6	8	7	0	-6
자본조정	11	6	6	0	2
자기주식	0	-1	-1	-1	-1
자본총계	20	17	27	27	59

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022
주당지표					
EPS	67	108	25	-628	-209
BPS	45,514	39,969	54,645	49,534	2,159
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	131	169	100	3	139
ROA(%)	3.5	5.4	1.2	-21.0	-6.6
ROE(%)	9.3	12.6	2.5	-54.0	-13.3
ROIC(%)	3.2	4.4	2.4	-7.5	-3.5
Multiples(x, %)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	6.8	4.5	3.8	-5.5	38.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	141.1	128.6	89.3	225.0	44.1
Net debt/Equity	99.4	87.9	34.5	50.1	-6.7
Net debt/EBITDA	679.9	451.3	383.3	-546.9	3,822.0
유동비율	58.8	67.6	150.1	273.9	309.2
이자보상배율(배)	2.4	3.9	2.3	n/a	n/a
자산구조(%)					
투자자본	93.5	95.5	80.9	53.3	71.3
현금+투자자산	6.5	4.5	19.1	46.7	28.7
자본구조(%)					
차입금	52.0	48.6	38.9	64.2	20.5
자기자본	48.0	51.4	61.1	35.8	79.5

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 02월 28일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%