

# 전지에 전지를 무는 이야기

당신이 궁금해하는 모든 것



천지엔 천지를 무는 이야기

당신이 궁금해하는 모든 것



# CONTENTS

<b>I. 대중국 제재 무산 가능성 없다</b>	<b>06</b>
뒤늦은 미국, 정책으로 밀어붙이다	06
에너지 패권 전쟁, 유럽도 뛰어들다	08
셀 기업 별, IRA Credit 규모 어느 정도 될까?	11
지금은 국내 배터리 기업 전성시대	15
진정한 '탈중국'을 위한 투자들	21
<b>II. 2023년 EV 성장 둔화? 배터리?</b>	<b>24</b>
2023년에도 EV 배터리 성장은 계속된다	26
배터리 셀, 리스크 포인트 점검	27
<b>III. 눈여겨보아야 할 배터리 기술?</b>	<b>30</b>
[기술I.] 실리콘 음극재 적용 확대 중	30
[기술II.] 2023년 SWCNT 적용 확대 본격화	34
[기술III.] LFP 배터리 채택률 확대 가능성은 열어두자	36
<b>[투자포인트] 셀: 외형성장+밸류, 소재: 기술+외형성장</b>	<b>38</b>
[셀] 최선호주: 삼성SDI, 차선호주: LG에너지솔루션	39
[소재] 최선호주: 나노신소재, 차선호주: 포스코케미칼, 에코프로비엠	40

천사엔 천사를 무는 이야기

당신이 궁금해하는 모든 것

# 2차전지

## 2차전지



이안나

02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
LG 에너지솔루션	BUY (I)	718,000 (I)
삼성 SDI	BUY (I)	892,000 (I)
포스코케미칼	BUY (I)	265,000 (I)
에코프로비엠	BUY (I)	158,000 (I)
엘앤에프	BUY (I)	294,000 (I)
대주전자재료	Not Rated (I)	0 (I)
나노신소재	BUY (I)	109,000 (I)
천보	BUY (I)	292,000 (I)

## 전지에 전지를 무는 이야기

### 대중국 제재, 무산 가능성 없다

미국은 대중국 제재의 일환으로 2023년 IRA 시행 발표를 통해 국내 배터리 기업들의 현지 공장 설립을 유도하고 있다. IRA 법안의 모호한 기준 때문에 무산 가능성도 제기되고 있으나 에너지 패권 싸움이라는 점에서 오히려 더 강력해질 것으로 보인다. 시장에서는 2023년 IRA 시행 시, 배터리 셀 기업들의 이익률 상승에 관심이 높아져 있으나 비용 상승 고려 시, 상쇄되는 수준이다. 이에 미국 시장 장악을 통한 외형성장에 주목해야 한다. 또한 높아진 국내 배터리 셀, 소재 기업들의 평가 협상력에 관심을 집중해야 한다.

### 2023년 EV 성장 둔화? 배터리는?

차량용 반도체 수급난에 이어 러시아-우크라이나 전쟁까지 2023년 글로벌 EV 생산량 감소에 대한 우려가 높아지고 있다. 외형에 대한 고민뿐 아니라 유럽 전력 가격 상승으로 인해 유럽 현지 공장이 있는 배터리 셀 기업 중심 감익 가능성까지 논의되고 있다. 다만, 배터리 셀은 공급 부족으로 EV 기업들의 물량 확보 노력으로 인해 2023년에도 외형성장이 기대된다. 또한 유럽 전력비 상승을 가정하더라도 배터리 셀 기업들의 수익성에 미치는 영향은 극히 적다. 이에 지금은 국내 배터리 기업들에 대한 성장이 집중되는 시기로 우려는 잠시 접어두자

### 눈 여겨 보아야 할 배터리 기술은?

적용 초기 단계로 외형 성장 폭이 크며, 기술 진입 장벽이 높은 소재는 이제 '실리콘 음극재'와 도전재인 'SWCNT'가 남아있다. 최근 양극재 기술의 한계로 음극재를 통해 에너지밀도를 높이고자 실리콘 음극재 적용이 활발해지고 있다. 진입장벽이 높고 초기 시장인 만큼 글로벌 양산 기업은 3곳뿐이다. 이에 2023년부터 실리콘 음극재 적용 차종 확대 시, 3 기업 중심 수혜가 기대된다. 실리콘 음극재 적용 확대에 따라 외형성장을 같이할 소재는 'SWCNT'다. 특히, MWCNT 농도가 높아짐에 따라 SWCNT의 양극 도전재 적용도 시작되고 있다. 이에 양극, 음극 도전재 소재 변화 본격화로 관련 기업의 수혜가 두드러질 것으로 기대된다.

### [투자포인트] 셀: 외형성장+밸류, 소재: 기술+외형성장

주요국의 대중국 제재로 인해 국내 배터리 셀 및 소재 기업의 수주가 빠르게 확대되고 있다. 국내 셀 기업 중에서는 LG에너지솔루션이 수주 속도가 가장 가파르다. 다만, 이를 반영하여 밸류가 높게 형성되어 있다. 삼성SDI는 LG에너지솔루션 대비 70% 할인된 가격으로 거래되고 있으며 완성차 수주 관련 모멘텀이 2023년에 이어질 것으로 보인다. 이에 밸류+수익성+모멘텀 고려 시, **최선희주주 '삼성SDI'**, **차선희주주 'LG에너지솔루션'**을 제시한다. 소재 기업은 양극재 중심 수주 확대가 이어질 것으로 보인다. 다만, 양극재 기업들의 높은 밸류로 기술 프리미엄+외형성장이 기대되는 CNT 도전재에 주목할 필요가 있다. 이에 소재 기업 **최선희주주 '나노신소재'**, **차선희주주 '포스코케미칼'**, **'에코프로비엠'**을 제시한다.

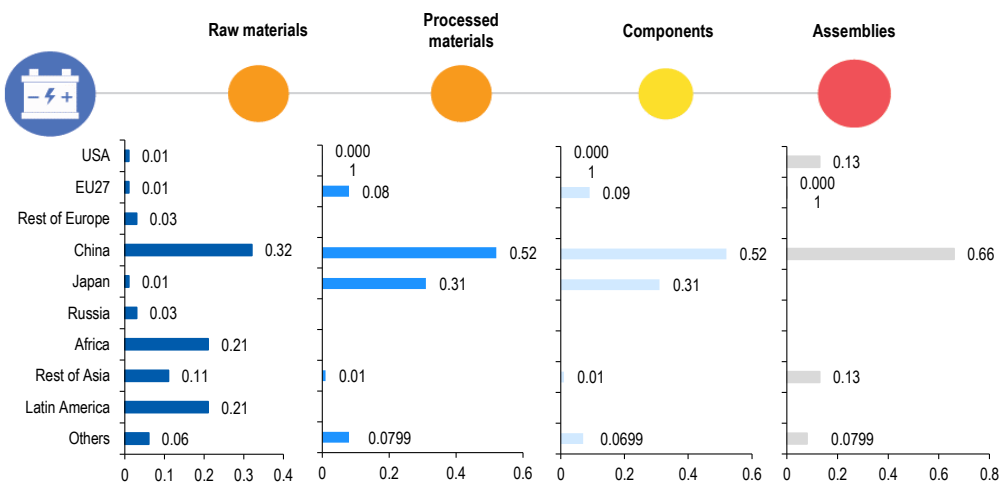
## I. 대중국 제재, 무산 가능성 없다

2021년, 미국 BBBA 법안에 이어 IRA까지 등장하면서 '에너지 전환'이 가속화되고 있다. '에너지 전환'은 기본적으로 화석연료 및 원자력 기반의 유한성 에너지에서 지속 가능한 재생에너지로의 전환을 의미한다. 이 개념은 독일 외코연구소(Öko-Institut)에서 처음 등장했으며, 크게 4가지 요인으로 그 필요성을 설명했다. 첫째, 원전으로부터 벗어나 위험을 예방하자는 차원이다. 둘째, 화석연료 연소를 통한 에너지원이 가져오는 온실가스 배출로부터 기후를 보호하자는 것이다. 셋째, 유한한 자원에서 벗어나야 에너지 시스템의 경제성을 확보할 수 있다는 것이다. 넷째, 현지에서 생산되는 재생에너지를 활용하여, 수입의존도를 낮추자는 것이다. 그러나 아이러니하게도 에너지 전환 가속화의 결과는 희소금속 쟁탈전이다. 즉, 유한하고, 수입의존도 높은 또 다른 자원의 쟁탈전이 시작된 것이다.

### 뒤늦은 미국, 정책으로 밀어붙이다

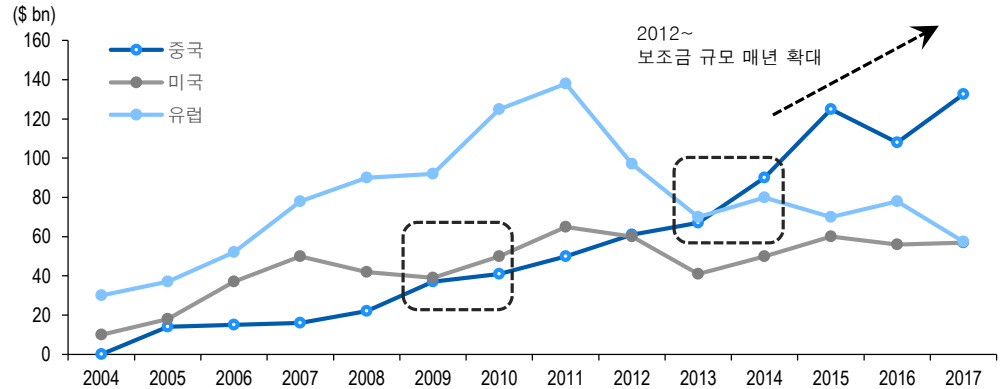
그동안 미국의 자원 전쟁은 화석연료 중심이었다. 약 40년간 지속되었던 소련과 미국의 석유, 가스 공급망 쟁탈전은 1991년 12월, 소련의 붕괴로 일단락 되었다. 이 후 미국은 대러 장기 경제제재, 2007년 본격화된 셰일가스 혁명 등을 통해 석유, 가스 중심 에너지 패권을 장악하게 된다. 이렇게 화석연료 중심 경쟁구도가 종반에 접어들 때 즈음, 에너지 전환에 대한 논의가 학계를 넘어 정치권까지 확산되기 시작한다. 2010년, IPCC, EU 등 재생에너지를 통한 에너지 전환 시나리오 등장과 더불어, 국가별 전략이 구체화되기 시작했다. 이 때, 가장 큰 변화를 보인 국가는 '중국'이었다. 당시 중국은 강력한 재생에너지 정책을 통해 2009년 재생에너지 생산 및 투자 규모에서 미국을 추월해 세계 1위를 기록하게 된다. 이 때부터, 중국은 희토류 뿐 아니라 리튬, 코발트 등 재생에너지 핵심 금속들에 대해 광산, 가공, 소재 개발까지 관련 산업에 대한 기반을 구축해 나갔다.

[그림 1] 리튬이온배터리 supply chain 지역별 생산 비중



자료: EU(2020b), 유안타증권 리서치센터

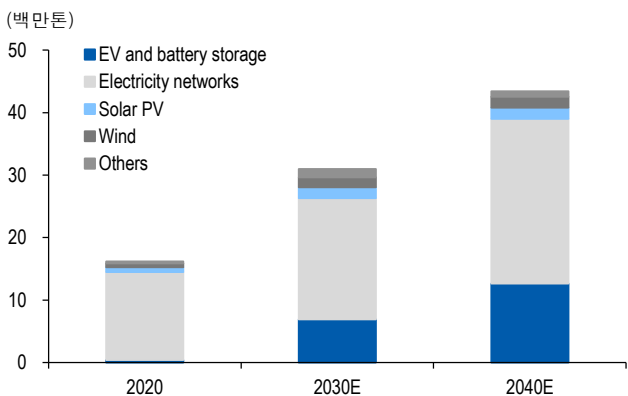
[그림 2] 주요국 재생에너지 투자 규모 (2004~2017)



자료: BNEF, 유안타증권 리서치센터

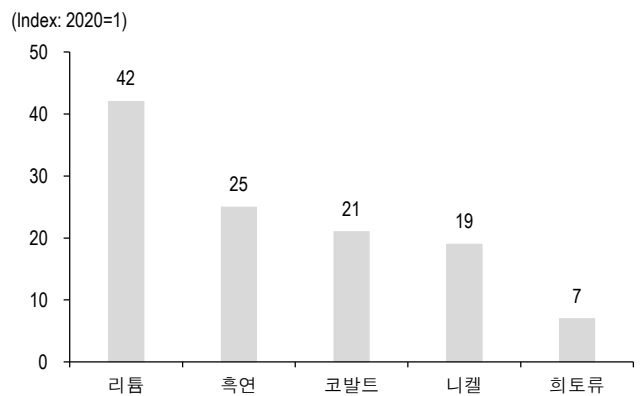
2021년 5월 IEA(International Energy Agency) 특별보고서<sup>1</sup>에 따르면, 지구 온난화 1.5°C 제한을 위해서는 글로벌 광물 수요가 2040년까지 6배 이상 증가할 것임을 이야기하고 있다. 특히, EV 배터리, ESS에 사용되는 광물 수요는 2040년까지 30배 이상 증가할 것이라고 밝혔다. 그 중에서도 핵심 광물의 투입량 및 가치 증가가 두드러질 것이며, 리튬은 2040년까지 약 42배, 흑연, 코발트, 니켈은 20~25배 수요가 증가할 것으로 예측했다. 2021~2030년까지 연평균 성장률 27% 이상이 기대되는 전기차 시장에서의 핵심 광물, 가공, 소재에 대한 공급망은 중국이 장악하고 있고, 뒤늦게 미국이 재편에 나선 상황이다. 이에 미국은 강력한 공급망 정책으로 재편을 시도하고 있고, 그 일환으로 등장한 IRA가 2023년부터 시행될 예정이다. IRA 법안에 명시된 조건들의 모호함으로 인해 정책 지연 또는 무산 가능성 등도 제기되고 있다. 그러나 새로운 에너지 전환 시대에 누가 경제 패권을 가져가느냐의 문제이기 때문에 세부안 조정으로 인한 지연 가능성은 있으나 무산 가능성은 없다는 판단이다.

[그림 3] 부문별 2020년 대비 2040년 광물 수요 전망<sup>2</sup>



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 2020년 대비 2040년 수요 성장



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

<sup>1</sup> '청정에너지 전환에서 광물의 중요한 역할' (The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions)

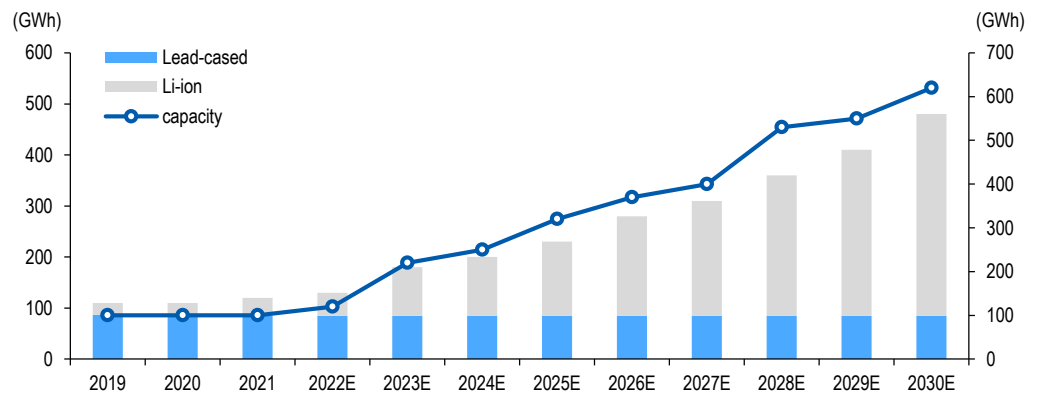
<sup>2</sup> 철강, 알루미늄 제외 모든 광물 포함



## 에너지 패권 전쟁, 유럽도 뛰어든다

에너지 패권 전쟁인 만큼 미국뿐 아니라 EU도 중국 제재에 나섰다. 2022년 09월 14일 EU도 미국 IRA와 유사한 RMA(Raw Materials Act) 도입 계획을 발표했다. 그리고 2023년 1분기에 법안 초안이 공개될 예정이다. EU는 2017년부터 본격적인 자국 배터리 산업 육성 정책을 마련해왔다. 2017년 10월, EU는 한국, 중국 등으로부터의 높은 의존도에서 벗어나 산업 경쟁력을 키우기 위해 EU Battery Alliance를 결성했다. 이는 배터리 관련 모든 밸류체인에 투자를 확대하여 EU 내 공장 건설을 유도, 궁극적으로는 자국 내 배터리 기업 육성을 목표로 하는 것이다. EU Battery Alliance에는 2022년 상반기 기준, 700여개 기업, 연구소, 단체가 가입한 상태이며, IPCEI<sup>3</sup> 프로젝트에 2회 선정되어, 1차('19.12)는 32억 유로, 2차('21.02)는 29억 유로 투자를 승인했다. EU Battery Alliance 목표 중 하나는 2025년부터 유럽 리튬 수요 80%를 EU 역내에서 공급<sup>4</sup>하는 것이다. 이에 2020년에는 'European Raw Materials Alliance'를 출범시켜 희토류 및 핵심 원자재 부문에 대한 지속적인 자금 조달을 보장하고 있다. 이 외에도 'European Battery Academy' 설립을 통해 유럽 내 배터리 인력 부족에 선제적으로 대응하고자 하며, EU 집행위로부터 천만 유로를 지원받은 상태다. 이처럼 배터리 산업 육성을 위한 정부 차원 정책이 이어지고 있으며, 그 결과 빠르게 유럽 내 배터리 밸류체인 공장이 확대되었다. 여기에 2022년 탈중국 공급망을 위한 RMA 도입 예고까지 높은 환경규제를 앞세워, 중국 제재 및 자국 배터리 기업 보호 정책을 지속하고 있다.

[그림 5] EU 배터리 수요·공급 추이 및 전망



자료: Avicenne Energy, 유안타증권 리서치센터

[표 1] EU 선정 핵심 광물자원 목록

안티모니	하프늄	인	바라이트	중희토류	경희토류
베릴륨	스칸듐	실리콘 금속	비스무트	인듐	탄탈럼
붕산염	마그네슘	텅스텐	코발트	천연흑연	바나듐
원료탄	천연고무	형석	니오븀	갈륨	백금족 원소
게르마늄	인광석	보크사이트	리튬	티타늄	스티론튬

주: 색칠된 광종은 2017년 대비 2020년에 신규 선정된 것

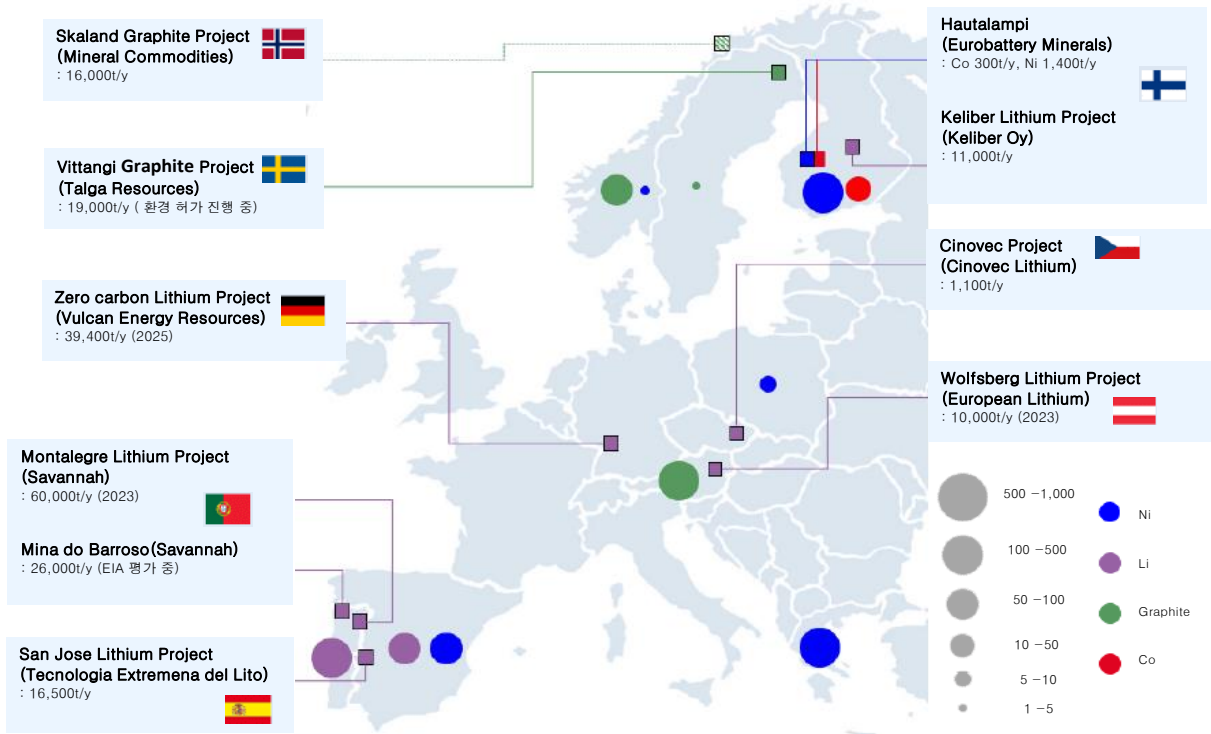
자료: European Commission, 유안타증권 리서치센터

<sup>3</sup> Important Project of Common EU Interest: 미래 핵심산업 프로젝트 선별하여 보조금 지급하는 프로그램

<sup>4</sup> 출처: European Commission

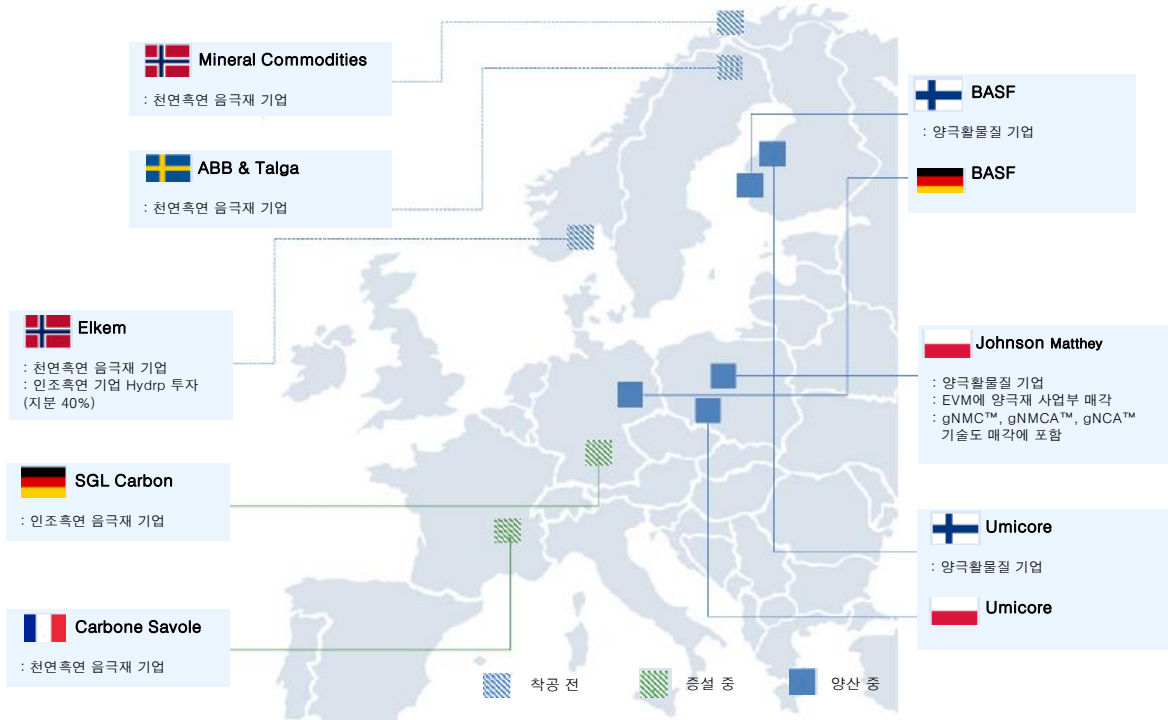


[그림 6] 유럽 내 핵심 원재료 관련 기업



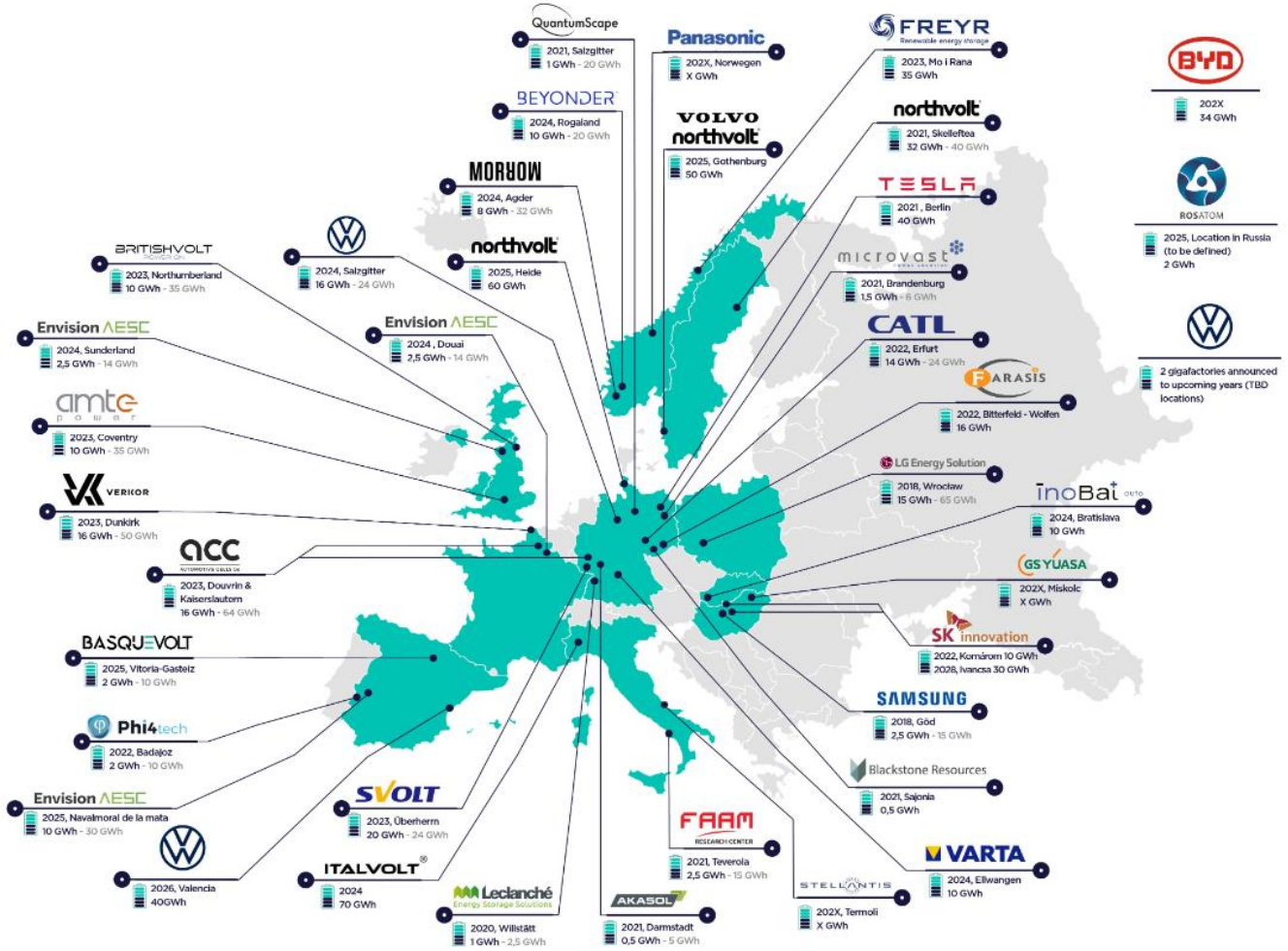
자료: IFRI, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 유럽 내 양/음극 활물질 관련 기업



자료: IFRI, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 유럽 내 기가팩토리 공장 현황 및 계획(~2025)



자료: CICenergyGUNE

## 셀 기업 별, IRA Credit 규모 어느 정도 될까?

아직 IRA 법안에 명시된 조건들이 모호해 배터리 소재 기업의 경우, 2023년 상반기 세무 안이 확정된 후 혜택 규모를 파악할 수 있다. 배터리 셀 기업들도 세무 법안에 따라 달라지겠지만 보조금 기준이 KWh 당 정액 기준이기 때문에 그 규모를 예상해볼 수 있다.

우선, IRA 법안을 살펴보자. IRA 청정에너지 안보 관련 법안 중 EV와 배터리 관련 부문만 살펴보면, EV는 북미 내 생산된 전기차에 한해 원자재 및 부품 기준 충족 시, 연간 1대 신차 기준 최대 \$7,500 보조금이 지급된다. 그리고 원자재, 부품 조건 충족 시, 각각 \$3,750가 지급되며, 우려 국가 즉, 중국, 러시아 등에서 조달한 부품이 포함되어 있으면 보조금 대상에서 배제된다. 배터리 관련 법안은 전극활물질(양극재, 음극재, 전해액, 전해질 등)은 생산비용의 10%, 배터리 셀은 \$35/KWh, 모듈은 \$10/KWh, 핵심 소재 및 광물은 생산비용의 10%를 세금 공제 형태로 지원한다. 그리고 이 보조금은 타 기업에 양도가 가능하다.

**[표 2]** IRA 청정에너지 안보 관련 법안 - EV 관련

구분	내용
조건 충족 시, 친환경차 연간 1대 신차 기준 최대 \$7,500	
전기차 신차 조건	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 북미 생산 전기차 대상</li> <li>· 중고차 최대 \$4,000</li> <li>· 법안 발효 직후 적용 ~ 2032년까지</li> <li>· OEM 당 보조금 한도 20만대 기준 철폐</li> </ul>
원자재 비중 조건 (\$3,750)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 미국 및 미국과 FTA 체결국 채굴 · 제련한 원자재주), 북미 재활용</li> <li>· 2025년부터 우려외국집단 조달 광물 포함 시, 보조금 배제</li> <li>· 2024년 이전 40% → 2027년 80% → 2029년 100%</li> </ul>
부품 비중 조건 (\$3,750)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 북미에서 조립 및 제조</li> <li>· 2024년부터 우려외국집단 조달 부품 포함 시, 보조금 배제</li> <li>· 2024년 이전 50% → 2029년 100%</li> </ul>

주: (순도= 질량 기준) 코발트- 황산코발트 전환 또는 최저 순도 99.6% 정제, 흑연 - 최저 순도 99.9% 정제, 리튬 - 탄산리튬, 수산화리튬 환원 또는 최저 순도 99.9% 정제, 망간 - 황산망간 환원 또는 최저 순도 99.7% 정제, 니켈 - 황산니켈 환원 또는 최저 순도 99% 정제 등

자료: Congress.gov, 유안타증권 리서치센터

**[표 3]** IRA 청정에너지 안보 관련 법안 - EV 배터리 관련

구분	내용
전극활물질(양극재, 음극재, 첨가제, 전해액, 전해질 등)	생산비용의 10%
배터리 셀	\$35/KWh
배터리 모듈	\$10/KWh
핵심 소재 광물	생산비용의 10%

주: 미국 내 친환경 제조 시설 투자 및 운영 시, 세액 공제 형태 비용 지원, Credit 거래도 가능

자료: Congress.gov, 유안타증권 리서치센터

지금부터 살펴볼 배터리 셀의 경우에는 \$35/KWh 세액공제 형태지만, 타 기업 양도가 가능하기 때문에 보조금 거래로 가정, 영업이익에 반영되는 방식으로 추정했다.

### LG 에너지솔루션 보조금 규모 추정

2023년 기준, 미국 내 공장이 있는 국내 셀 기업은 'LG에너지솔루션'과 'SK온'이다. LG에너지솔루션은 2023년 기준 미국 내 미시간주에 있는 단독 공장 5GWh, GM과의 합작법인 울티엄셀즈(Ultium cells) 1공장(오하이오주) 40GWh, 2공장(테네시주) 45GWh로 총 100GWh 생산능력을 갖추게 된다. 울티엄셀즈(Ultium cells) 1공장(오하이오주) 40GWh는 2022년 9월부터 가동이 시작되었고, 2공장(테네시주) 45GWh는 2023년 하반기 가동을 목표로 하고 있다. 울티엄셀즈 2공장의 경우, 하반기에 가동률 20% 미만일 가능성이 높기 때문에 2023년 기준 총 생산능력 100GWh에 대한 가동률은 최대 40%까지만 가정한다. [표4]을 통해 관련 추정을 살펴보면, LG에너지솔루션은 최소 가동률 20%, 원달러 환율(당사 추정 기준) 1,277원, Credit 외부 판매 가정 시, 영업이익에 약 9,000억원이 추가, Credit 적용 영업이익률은 약 9%가 된다. 이는 Credit 적용 전 영업이익률 약 6% 대비 2%p 상승한 수준이다. 가동률 최대 40% 적용 시에는 영업이익률 약 11% 수준으로 기존 대비 4%p가 상승하게 된다. 당사는 2025년까지 미국 내 셀 공장 생산능력을 250GWh까지 확대할 계획이기 때문에 매년 보조금 증가로 인한 영업이익 증가 폭은 클 것으로 기대된다.

[표 4] LG 에너지솔루션, IRA 보조금 추정

구분	단위	2023E			2024E		
미국(미시간, 오하이오, 테네시)	GWh	100			125		
LGES own(미시간)	GWh	5			20		
GM JV	GWh	95			105		
가동률 가정	%	20%	30%	40%	20%	30%	40%
총 출하량	GWh	20	30	40	25	38	50
KWh 당 \$35 적용	억달러	7.0	10.5	14.0	8.8	13.1	17.5
원달러 환율 (당사 추정)	원	1,277	1,277	1,277	1,250	1,250	1,250
원화 변환	조원	0.9	1.3	1.8	1.1	1.6	2.2
2023E 매출액	조원	41.0	41.0	41.0	49.2	49.2	49.2
2023E 영업이익	조원	2.6	2.6	2.6	3.2	3.2	3.2
<b>2023E OPM</b>	<b>%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
Credit 외부 판매 가정, 영업이익에 반영	조원	3.5	3.9	4.4	4.3	4.8	5.4
<b>Credit 적용 OPM</b>	<b>%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>
기존 대비 차이	%p	2%p	3%p	4%p	2%p	3%p	4%p
Credit 50% 만 적용	억달러	0.4	0.7	0.9	0.5	0.8	1.1
2023E 영업이익	조원	2.6	2.6	2.6	3.2	3.2	3.2
Credit 외부 판매 가정, 영업이익에 반영	조원	3.0	3.3	3.5	3.7	4.0	4.3
<b>Credit 50% 적용 OPM</b>	<b>%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>
기존 대비 차이	%p	1%p	2%p	2%p	1%p	2%p	2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

## SK은 보조금 규모 추정

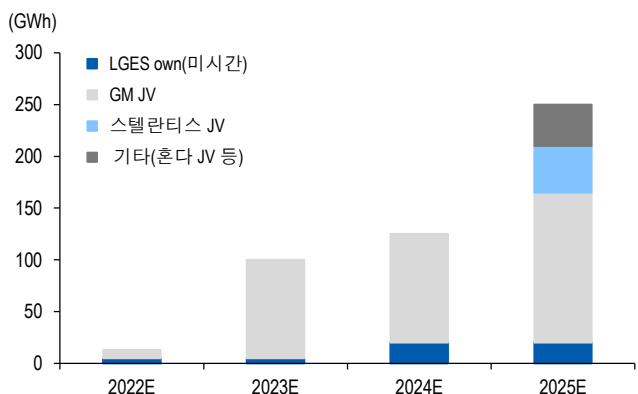
SK은은 2023년 기준 미국 내 조지아주에 있는 단독 공장 21.5GWh(1, 2공장 합산)의 생산능력을 갖추게 된다. 조지아주 1공장은 2022년 상반기 가동을 시작했으며, 2공장은 2023년 가동이 예정되어 있다. SK은은 최소 가동률 20%, 원달러 환율(당사 추정 기준) 1,277원, Credit 외부 판매 가정 시, 영업이익에 약 2,000억원이 추가, Credit 적용에도 불구하고, 2023년에도 영업적자는 지속될 것으로 예상된다. 가동률 최대 40% 적용 시에도 영업이익에 약 4,000억원이 추가되나, 흑전은 어려울 것으로 보인다.

[표 5] SK은, IRA 보조금 추정

구분	단위	2023E			2024E		
미국	GWh	22			22		
Georgia	GWh	22			22		
가동률	%	20%	30%	40%	20%	30%	40%
총 출하량	GWh	4	7	9	4	7	9
KWh 당 \$35 적용	억달러	1.5	2.3	3.1	1.5	2.3	3.1
원달러 환율 (당사 추정)	원	1,277	1,277	1,277	1,250	1,250	1,250
원화 변환	조원	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4
2023E 매출액	조원	10.4	10.4	10.4	13.9	13.9	13.9
2023E 영업이익	조원	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
<b>2023E OPM</b>	<b>%</b>	<b>-5%</b>	<b>-5%</b>	<b>-5%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Credit 외부 판매 가정, 영업이익에 반영	조원	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.3	0.4
<b>Credit 적용 OPM</b>	<b>%</b>	<b>-3%</b>	<b>-2%</b>	<b>-1%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>
기존 대비 차이	%p	2%p	3%p	4%p	1%p	2%p	3%p
Credit 50% 만 적용	억달러	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
2023E 영업이익	조원	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
Credit 외부 판매 가정, 영업이익에 반영	조원	-0.4	-0.4	-0.3	0.1	0.2	0.2
<b>Credit 50% 적용 OPM</b>	<b>%</b>	<b>-4%</b>	<b>-4%</b>	<b>-3%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>
기존 대비 차이	%p	1%p	1%p	2%p	1%p	1%p	1%p

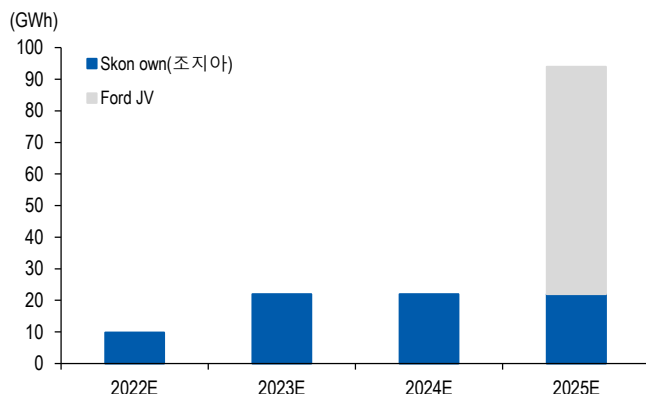
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] LG에너지솔루션 북미 공장 증설 현황 및 계획



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] SK은 북미 공장 증설 현황 및 계획

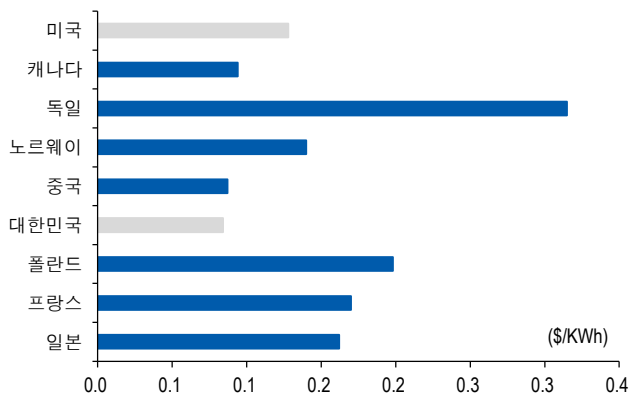


자료: 유안타증권 리서치센터

### 보조금보다는 외형 성장에 주목

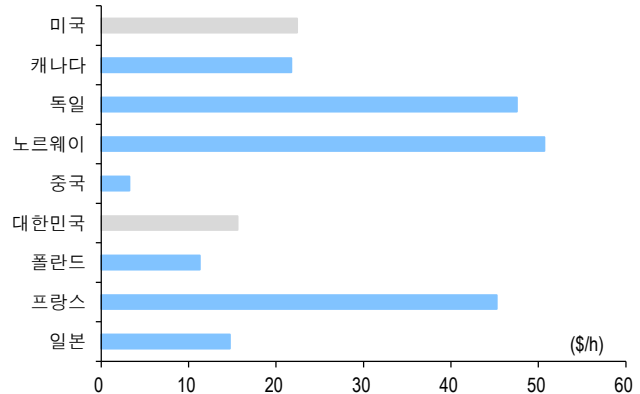
앞서 추정한 배터리 셀 기업 보조금으로 인한 영업이익률 영향은 미국 내 생산시설 운영 시, 비용 상승분이 반영되지 않았다. 토지, 건설 비용, 전력비, 인건비 등 지역별 차이로 생산 비용을 고려해야하는데, 토지, 건설 비용은 인센티브 혜택으로 지역별로 동일하다고 가정할 수 있으나, 인건비는 지역별 생산단가의 차이를 가져온다. 또한 인력 숙련도에 따라 공장 수율 정상화까지의 기간도 차이가 나게 된다. 2022년 상반기 기준 KWh 당 산업용 전기요금을 비교해보면, 미국은 \$0.13/KWh, 한국은 \$0.08/KWh 로 50% 이상 차이가 난다. 인건비 역시 2022년 10월 기준, 미국 제조업 임금은 시간당 \$22.4로 한국의 \$15.6 대비 약44% 높은 수준이다. 전체 셀 생산 비용으로 비교 시, 미국에서 제조했을 때, 한국 대비 약7% 생산비가 높다. 다만, 중국 제외 글로벌 셀 기업 수가 제한적이기 때문에 완성차 기업들이 배터리 생산비 상승에 대한 일부를 떠안을 가능성이 높다. 이를 고려하면 미국 내 생산시설 운영으로 인한 영업이익률 상승 기대보다는 높아진 생산비를 상쇄하는 정도로 예상해야 한다. 따라서 보조금 영향보다는 국내 셀 기업들의 미국 내 점유율 확대를 통한 외형 성장에 주목해야 한다.

[그림 11] 국가별 전기요금 현황 (2022년 상반기 기준)



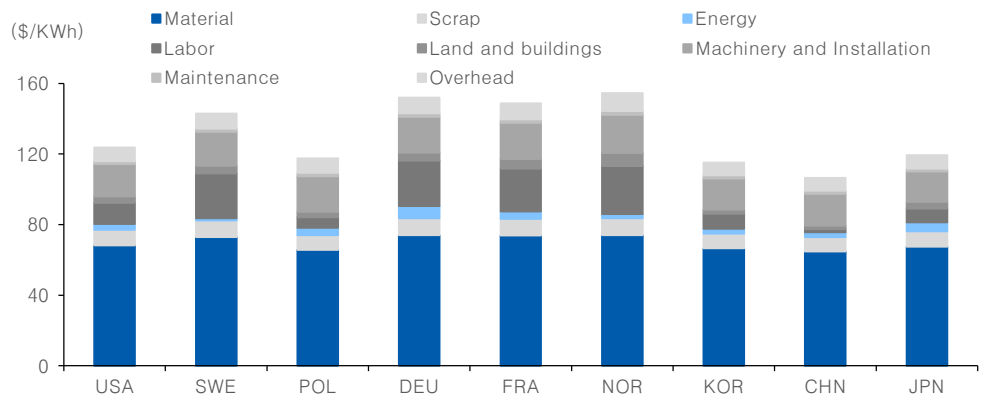
자료: Globalpetrolprices, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 국가별 제조업 시간당 임금 현황(2022년 10월 기준)



자료: Trading economics, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] NCM111(각형) 기준 배터리 셀 비용 분석 국가별 모델링



자료: MDPI, 유안타증권 리서치센터



## 지금은 국내 배터리 기업 전성시대

적어도 2025년까지 국내 배터리 셀 및 소재 기업들의 외형성장은 극대화될 것으로 예상된다. 2025년을 기준으로 언급한 이유는 1) 신규 배터리 기업들의 양산 확대 가능성, 2) 완성차 기업들의 내재화 가능성 등을 고려했기 때문이다. 미국은 IRA 법안을 발표하면서 리튬이온배터리에 대한 장단기 5대 목표를 제시했다. 미국은 2025년까지 배터리 핵심 원료, 소재, 셀 등 기술력 있는 동맹국과의 협력을 통해 공급망 확충 및 자국내 기업, 인력 육성에 대한 투자 확대를 발표했다. 그 이후에는 이미 공급업체 다원화 예상 하에 정책 목표를 설립했으며, 주로 차세대 배터리 관련 R&D에 치중할 것으로 보인다. 유럽은 미국보다 빠르게 Battery Alliance를 결성, 자국내 배터리 기업에 대한 투자를 확대하고 있다.

[표 6] 미국, 리튬이온배터리에 대한 장단기 5대 목표

5대 목표	단기 (2025)	장기 (2030)
1. 원재료 확보, 상업 및 국방 애플리케이션 위한 핵심 광물 대안 발견	<ul style="list-style-type: none"> <li>배터리 핵심 원료 공급처 신뢰성을 위한 파트너 및 동맹국 협력</li> <li>R&amp;D, 채굴 지원 등 배터리 핵심 광물(Li, Ni, Co)에 대한 미국 생산능력 확대</li> <li>핵심 원자재에 대한 국내외 공급 확립 위한 정책 개발</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Co, Ni 제거 LiBs 개발 지원</li> <li>배터리 순환 경제 핵심 구성요소로 재활용 재료 포함</li> </ul>
2. 미국 내 가공 기반 성장 지원	<ul style="list-style-type: none"> <li>배터리 소재 가공 성장을 위한 인센티브 제공</li> <li>저/무 Co 활물질 생산 및 규모 확대 위한 혁신 지원</li> <li>비용 절감(생산단가 \$60/KWh)을 위해 개선된 공정 개발</li> <li>파트너 및 동맹국 협력 통한 가공 재료 공급망 다각화 지원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Co 제, Ni 제로 활물질 생산 및 규모 확대 위한 재료 가공 혁신 개발 지원</li> </ul>
3. 미국 전극, 셀, 팩 4. 제조 부문 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>셀 조립 속도 높이고, 처리 시간 단축 등 비용 절감 위한 셀 설계 개발 촉진</li> <li>신기술, 제조기술의 규모 확대 및 상용화 촉진 위한 자원 투입</li> <li>국방, 전기차 및 그리드 애플리케이션 위한 배터리 규격 표준 개발</li> <li>미국 지원 위한 연방 정책 프레임워크 개발</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>다원화된 공급업체와의 핵심 방위 배터리 수요 충족</li> <li>차세대 팩 재료, 구성요소, 디자인 혁신 등을 통해 팩 제조비용 50% 절감</li> </ul>
5. 폐배터리 및 핵심 광물 재활용에 대한 미국내 경쟁력 있는 가치사슬 구축	<ul style="list-style-type: none"> <li>2차 사용 재활용 용이성 위한 배터리 팩 설계 개발</li> <li>비용 절감을 위한 재활용 LiBs 재료 수집, 분류, 운반 및 처리방법 수립</li> <li>Co, Ni, Li, 흑연 등 핵심 소재 회수를 제고</li> <li>재료 공급망 재도입 위한 가공 기술 개발</li> <li>리튬이온배터리 수집, 재사용, 재활용 촉진 위한 연방 재활용 정책 수립</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>가전제품, 전기차, 그리드 스토리지 배터리의 90% 재활용 달성 위한 인센티브 제공</li> <li>셀 제조 시, 재활용 자재 사용 의무화하는 정책 개발</li> </ul>
6. 연구 개발, STEM 교육, 인력개발을 통한 미국 배터리 기술 리더십 유지 및 발전	<ul style="list-style-type: none"> <li>Co 제로 양극재료 및 전극 조성물 개발 위한 연구 지원</li> <li>기술 이전 위한 파트너십 개발 및 사전 애플리케이션 테스트 프로토콜 표준화</li> <li>리튬 기반 배터리 기술, 구성에 대한 정부 차원 표준화 착수</li> <li>연구 보안, 지적권 보호 전략 및 국제 동맹국 참여 위한 계획 수립</li> <li>산업 파트너와 협력하여 인력 수요 파악 후, Co 제로 양극재료 및 전극 조성물 개발 연구 지원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>상용화 된 수입품보다 우수한 성능의 제로 Co, Ni 양극재료 개발</li> <li>생산비용 \$60/KWh 미만 Co 제로, Ni 제로 실현하는 배터리 기술 및 대규모 생산 가능 연구개발 가속화</li> </ul>

자료: FCAB, 유안타증권 리서치센터



최근 유럽 대표적인 배터리 기업 노스볼트(Northvolt)는 2022년부터 셀레프테오(Skellefteå)에 위치한 '노스볼트Ett' 공장에서 연간 60GWh 규모로 양산이 시작되었다. 이어 브리티시볼트(Britishvolt·영국), ACC(Automotive Cell Company·프랑스), 이탈볼트(Italvolt·이탈리아) 등도 양산을 서두르고 있다. 다만, 이미 양산 중인 노스볼트는 수율 문제부터 독일 부지 인허가 지연, 브리티시볼트(Britishvolt·영국), 이탈볼트(Italvolt·이탈리아) 등은 투자금 확보에 어려움이 있다. 또한 본격적으로 양산을 시작한다 하더라도 수익성을 확보하려면 양산 시작일부터 적어도 3년 이상은 걸릴 것으로 예상된다. 미국은 유럽보다도 후발주자이기 때문에 자국내 기업을 키우기 위해서는 더 많은 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 보조금 혜택 등을 통해 유럽, 미국 자국내 기업들이 빠르게 생산능력을 확대 하더라도 저조한 수익성으로 인한 자금난 우려로 완성차 기업들은 국내 배터리 기업 공급망을 최우선시 할 수 밖에 없다.

**[표기]** 유럽 신규 배터리 기업 증설 계획

기업명	내용
ACC(프랑스)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· e PSA-Opel(전기차)+ Total-Saft(고성능 배터리 R&amp;D) 합작투자기업(2020년 설립)</li> <li>· 2023년 하반기, NCM811(각형) Douvrin(프랑스) 연8GWh 규모 양산 시작</li> <li>· 2030년 연120GWh 양산 목표</li> </ul>
BRITISHVOLT(영국)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 2019.12.31 설립</li> <li>· 자기자본: IPO, Reverse Takeover 통한 주식상장, 사모투자 유치</li> <li>· 타인자본: 부채 및 정부지원</li> <li>· 2024년까지 Northumberland 지역에 38GWh 규모 양산 목표</li> <li>· 2023년~2027년 연간 30만개 리튬 이온 배터리 생산 계획</li> </ul>
Italvolt(이탈리아)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 2021년 이탈리아 북부 토리노 근교 배터리 생산시설 설립 진행</li> <li>· 2024년 초기 용량 45GWh로 최대 70GWh 양산 목표</li> </ul>
InoBat Auto(슬로바키아)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· EV 배터리 R&amp;D, 리튬이온배터리 제조기업</li> <li>· 2024년부터 10GWh 공장 계획</li> <li>· 622 및 811 배터리 셀 성능 검토 중이며 셀 위탁 제조사로 대만 GUS 테크놀로지 선정</li> </ul>

자료: 언론 취합, 유안타증권 리서치센터

완성차 기업들도 내재화를 통해 셀 생태계를 장악하려는 움직임이 계속되고 있다. 완성차 기업들은 전기차 전용 플랫폼을 통해 배터리 규격화를 시도하고 있으며, 배터리 셀 기업과의 JV, 배터리 소재와의 직접 JV 등 셀 내재화를 위한 준비가 지속되고 있다. 다만, 배터리 진입장벽으로 인해 완성차 기업들의 셀 내재화도 빠른 시일 내에 이루어지기는 어렵다. 완성차 내재화 움직임은 GM의 배터리 관련 투자를 눈 여겨 보아야 한다. 완성차 기업 중에서는 테슬라를 제외하고 GM이 셀 내재화를 위한 준비가 활발하게 이루어지고 있다. 동사는 LG에너지솔루션 중심 셀 JV 뿐 아니라 포스코케미칼 등 소재 기업에 대한 직접 JV가 한창이다. 또한 2025년까지 배터리 내재화를 위한 생산공장 건설, 자율주행, 전동화 부문 등에 대한 투자를 확대할 것이라고 밝혔다. 따라서 GM의 투자가 성공적으로 이루어진다면 다른 완성차 기업들의 내재화 속도도 빨라질 것으로 예상된다.

[표 8] 완성차 전기차 전용 플랫폼 및 배터리 JV 현황

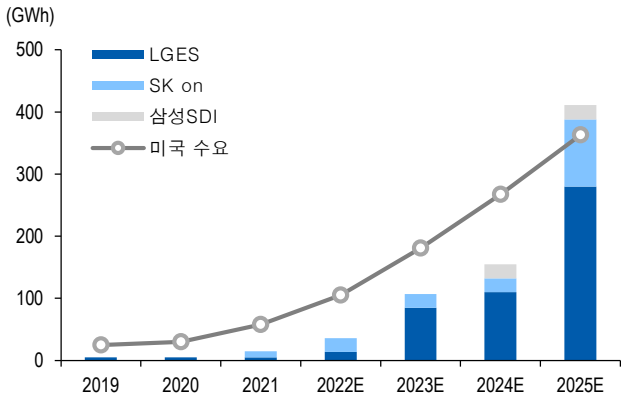
완성차 업체	EV 플랫폼 명	적용되는 차량	배터리 공급 파트너	배터리 JV
테슬라	ModelS, X, 3, Y	ModelS, X, 3, Y	파나소닉, LGES, CATL	파나소닉
GM	BEV2, BEV3(Ultium)	볼트 EV, 볼트 EUV	LGES, CATL, China	LGES
폭스바겐	MEB	ID.3, ID.4,	LGES, 삼성 SDI, CATL, SK 온	노스볼트, 귀쉬안
	MLB evo	e-Tron		
	J1	e-Tron GT		
	PPE	아우디, 포르쉐 타이칸 등		
현대차그룹	E-GMP	아이오닉5, EV6	LGES, SK 온, CATL	LGES
메르세데스-벤츠	EVA2	EQE, EQS	LGES, SK 온, CATL	-
스텔란티스	CMP, eVMP	DS3 크로스백 E-텐스	CATL, LGES, 삼성 SDI	LGES, 삼성 SDI, SaFT
도요타	e-TNGA	bZ4X 콘셉트카	파나소닉, CATL, CALB	파나소닉
볼보	SEA	Zeekr 001, XC20, Lynk&Co Zero Concept	CATL, LGES China Local	CATL

자료: 언론 취합, 유안타증권 리서치센터

신규 배터리 기업들의 진입이 쉽지 않고 탈중국 공급망이 주요국 정책 추세이기 때문에 완성차 기업들은 국내 배터리 셀 기업과의 JV를 통해 물량 확보에 나섰다. 중국 공급망을 제외하고 배터리를 안정적으로 공급받기 위해서는 결국 국내 배터리 3사에 수주가 몰릴 수 밖에 없다. 2022년 수주 모멘텀이 가장 강했던 지역은 단연 미국이었다. SNE Research에 따르면, 2025년 미국 EV 배터리 수요는 363GWh로 예상된다. 2022년 11월까지 발표된 글로벌 배터리 셀 기업들의 미국 내 Capacity 계획은 2025년 기준 411GWh로 2024년까지는 여전히 공급이 타이트한 상황이다. 파나소닉이 미국 내 생산능력을 현 수준의 3배로 확대하겠다고 발표했기 때문에 이를 합쳐도 2024년 기준 공급은 272GWh(2024년 기준 수요 267GWh)에 그친다. 따라서 2023년에도 국내 배터리 셀 기업 중심 수주 모멘텀은 계속될 것으로 기대된다.

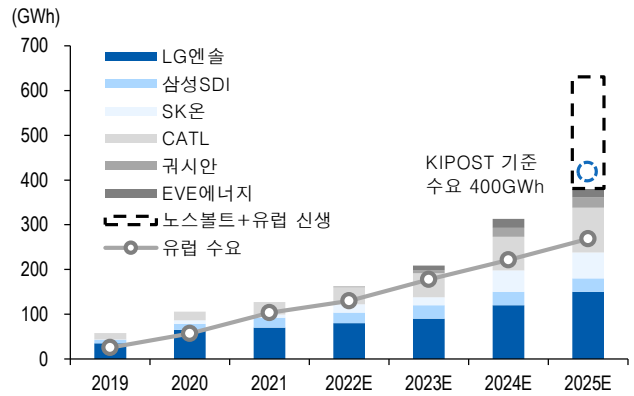
유럽은 아직 탈중국 공급망에 대한 정책이 본격화되지 않았기 때문에 한국, 중국 기업들 중심으로 생산능력이 빠르게 확장되어 있다. 여기에 노스볼트 등 자국 배터리 육성 정책의 일환으로 신규 진입 기업들의 증설 발표가 이어지고 있다. 이에 2025년까지 유럽 내 공급은 충분하다. SNE Research에 따르면, 2025년 유럽 EV 배터리 수요는 273GWh가 예상된다. 다만, 주요국 중에 가장 친환경 정책이 강하기 때문에 예상보다 수요가 더 클 것으로 보인다. EV 배터리 관련 산업 리서치 기업 중 가장 높게 유럽 수요를 측정한 KIPOST 기준으로는 400GWh다. 이를 감안해도 2025년 유럽 내 계획되어 있는 생산능력은 국내 3사 238GWh, CATL 100GWh, 귀시안 23GWh, EVE에너지 20GWh에 노스볼트 170GWh, 그 외 유럽 신생 기업 80GWh 등 공급은 충분한 상태다. 그러나 유럽에서도 2023년 RMA 정책 초안 발표를 시작으로 탈중국 공급망에 대한 움직임이 시작될 것으로 보인다. 또한 2035년 내연기관 신차 판매 금지 법안을 확정하면서 기존 추정보다도 가파른 수요 성장이 예상된다. 최근에는 완성차 기업들이 안정적인 배터리 공급망을 위해 5년 이상의 장기공급계약을 맺고 있어 유럽 내 추가 수주에 대한 기대감도 여전히 하다는 판단이다.

[그림 14] 미국 EV 배터리 수요 및 국내 셀 3사 capacity plan 현황



자료: SNE Research, 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 유럽 EV 배터리 수요 및 국내 셀 3사 capacity plan 현황



자료: SNE Research, KPOST, 각 사, 유안타증권 리서치센터

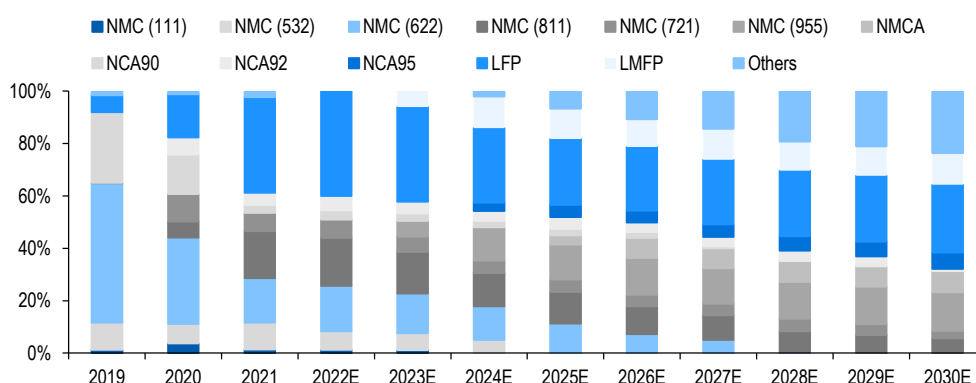
그렇다면 배터리 소재 기업들 상황은 어떨까? 완성차 기업들은 배터리 셀 기업 중 탈중국 소재 공급망에 대한 설계가 잘 되어 있는 기업에 우선적으로 수주를 줄 가능성이 높다. 따라서 배터리 셀 기업들은 생산 비중이 높고 중국 제외 플레이어가 한정되어 있으며 증설 규모도 제한적인 국내 양극재 기업들에 대한 수주를 먼저 확대해나갔다.

국내 대표적인 양극재 기업은 에코프로비엠, 엘앤에프, 포스코케미칼 등이 있는데 High-Ni 즉, Ni 80% 이상 생산 가능한 기업은 에코프로비엠, 엘앤에프 밖에 없으며, Ni 60-70%는 포스코케미칼에 한정 되어있다. 배터리 셀 기업 입장에서는 중국과 벨기에 유미코아 등에 비중이 높았던 Ni 60%대 양극재에 대한 공급계약이 가장 시급할 것이다. 이에 포스코케미칼의 경우 LG에너지 솔루션에만 고객사가 한정되어 있었으나, 현재 다른 배터리 셀 기업까지 협력을 요구해오는 상황이다. 셀 기업뿐 아니라 완성차 기업들과의 협제도 잇따르고 있다. 2021년 12월, GM과의 JV를 통한 캐나다 합작공장 설립을 발표했다. 이 곳에서는 High-Ni NCMA N8x 생산을 계획하고 있으며 2024년에 연3만톤 규모로 양산이 시작될 것으로 보인다. GM 외에도 글로벌 완성차 기업 3곳과 협의 중에 있다. 사실 탈중국 공급망 중심으로 이 상황을 살펴보면 미국 내 공장을 가지고 있고, 앞으로 설립할 계획이 있는 완성차 기업들에 대한 계약은 앞으로도 이어질 수 밖에 없다. 특히, 포스코케미칼의 양극재는 주로 Ni 60% 양극재로 셀 내 비중이 큰 제품을 생산하고 있어 그 수혜가 클 것으로 보고 있다. Ni 80% 이상 High-Ni 양극재 생산 중인 기업의 경우, 중국 공급망과 많이 겹치지 않기 때문에 기존 셀 고객사의 미국 증설 계획에 맞추어 수주가 이어질 것으로 보인다. 여기에 완성차 기업들의 직접 JV에 대한 관심이 높아진 만큼 이들과의 협력도 기대해볼 수 있다.

양극재 기업들 역시, 미국 IRA 정책에 대응하기 위해서는 북미 공장에 대한 고민을 하지 않을 수 없다. 지금까지 캐나다에 먼저 진출한 기업은 포스코케미칼 한 곳뿐이며 2022년 8월 연 3만톤 착공을 시작으로 2024년 하반기부터 양산할 계획이다. 에코프로비엠도 SK온-포드 합작사

양극재 공급향으로 캐나다 퀘벡주에 공장 부지를 확정했다. 착공은 2023년 하반기로 SK온-포드, 에코프로비엠이 1조원 규모의 LOI를 체결했다. 상업통상자원부에서는 엘앤에프의 기술 유출을 우려해 미국 양극재 공장 진출을 불허했다. 그러나 엘앤에프는 미국 합작사 지분을 50% 이상 보유, 최고 경영자 등이 핵심 인사를 맡게 하는 등의 가이드라인을 마련, 산업통상자원부에 다시 설립 허가를 신청할 계획이다. 동사는 미국 배터리 리사이클링 기업인 레드우드머티리얼즈(Redwood Materials)와의 양극재 합작 회사 건설 계획으로 양극재 5~10만톤 규모로 추정되고 있다. 관련 허가 결과는 빠르면 11월 중으로 발표될 것이다.

[그림 16] 양극활물질 종류별 글로벌 수요 비중



자료: BNEF, 유안타증권 리서치센터

[표 9] 양극재 기업 미국 내 투자 발표 현황

기업명	지역	일정	내용
포스코케미칼	캐나다 퀘벡	2022년 8월 착공 시작, 2024년 하반기 양산 계획	GM 과의 직접 JV. 연 3만톤 규모 멀티셀즈향 공급
에코프로비엠	캐나다 퀘벡	2023년 하반기 착공 시작, 2025년 하반기 양산 목표	SK 온-포드, 에코프로비엠이 1조원 규모 LOI 체결
엘앤에프	허가 대기 중	허가 대기 중	레드우드머티리얼즈와의 양극재 합작 회사 건설 계획. 연간 5~10만톤 규모 추정. 11월 중 발표 가능성 높음

자료: 언론 취합, 유안타증권 리서치센터

유럽에는 기가팩토리 공장이 2023년부터 가동이 본격화되며 2025년에는 수많은 기가팩토리 공장을 갖추게 될 것이다. 이에 일찍이 국내 배터리 셀 기업들은 유럽 내 현지공장을 설립했다. 2022년 기준 LG에너지솔루션은 폴란드에 70GWh 규모로 가동 중에 있으며, SK온 헝가리 1, 2 공장 17.5GWh, 삼성SDI 헝가리 1공장 24GWh 생산능력을 갖추고 있다.

삼성SDI 계획에 맞추어 가장 먼저 유럽 공장 설립을 발표한 기업은 에코프로비엠이 유일하다. 에코프로비엠은 2022년 6월, 헝가리 남부 산업단지에서 토지 구매 계약을 체결했다. 이는 양극재 공장 10만톤 규모로 삼성SDI와 독일 BMW 등에 공급할 예정이며 1공장 양산은 2024년 하반기, 2공장은 2025년 하반기에 시작된다. 포스코케미칼은 2021년 10월 노르웨이 모로우배터리(Morrow Batteries)와 MOU를, 2022년 6월 영국 배터리 기업 브리티시볼트(Britishvolt)와 배터리 소재 개발 및 공급에 대한 MOU 계약을 체결했다. 다만, 최근 브리티시볼트는 무리한 생산 능력 계획으로 자금난에 시달리고 있다. 단기 자금을 영국 정부로부터 지원받기는 했지만 12월 까지 버틸 정도의 금액이다. 모로우배터리도 타임라인이 계속 지연되고 있는 실정이다. 이에 포스코케미칼의 유럽 진출 계획은 조정 중에 있다. 엘앤에프는 미국 진출 계획 발표 시기에 유럽에 대한 계획도 구체화할 것으로 보인다.

유럽도 RMA 정책이 구체적으로 발표되면 국내 배터리 셀 기업과 완성차 기업들의 소재 기업들에 대한 수주가 확대될 것으로 기대된다. 특히, 노스볼트를 제외한 자국 내 신생 배터리 기업들의 투자유치 실패 등으로 국내 배터리 기업들에 대한 의존도가 더 높아지고 있는 실정이다. 이에 배터리 셀 기업들의 유럽 내 생산능력 확대와 동시에 탈중국 공급망을 위한 국내 배터리 소재 기업들에 대한 수주 증가가 예상된다. 또한 양극재 중심 배터리 소재 기업들의 유럽 현지 공장 설립 발표 등이 이어질 것으로 기대된다.

**[표 10]** 양극재 기업 유럽 내 투자 발표 현황

기업명	지역	일정	내용
포스코케미칼	미정	미정	브리티시볼트, 모로우배터리와 MOU 체결. 브리티시볼트 자금난 및 모로우배터리 계획 지연 등으로 유럽 계획 조정 중
에코프로비엠	헝가리	헝가리 1공장: 2024년 하반기 양산 헝가리 2공장: 2025년 하반기 양산	삼성 SDI와 독일 BMW 등 공급할 예정
엘앤에프	미정	미정	미국 진출 발표 시 유럽 계획 구체화할 것

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

## 진정한 '탈중국'을 위한 투자들

2023년부터 시행될 IRA 정책에서 미국 및 미국과 FTA를 체결한 국가에서 채굴 및 가공한 핵심 광물을 40% 이상 적용해야 보조금을 지급받을 수 있다. 그러나 핵심 광물 중에서도, 리튬이온배터리에 꼭 필요한 리튬의 탈중국은 쉽지 않다. 중국의 리튬에 대한 투자는 2015년 'Made in 2025' 산업 전략의 일환으로 국가 우선순위였다. 그 때부터 글로벌 핵심 광산 지분을 흡입하기 시작한다. 중국 대표 기업인 Tianqi Lithium은 리튬 최대 광산 기업인 칠레의 SQM 지분뿐 아니라 호주 최대 리튬 광산 Greenbushes 지분 소유 등 대부분 광산 및 광산 기업들을 흡수한 상태다. 이에 셀 기업들은 광산 관련 투자 기업들과 JV를 시도할 뿐 아니라 폐배터리 리사이클링을 통한 원료 확보까지 다양한 포트폴리오로 투자를 확대하고 있다.

### 셀 기업 - 핵심 광물 관련 투자 활발

관련 투자에 가장 적극적인 기업은 'LG에너지솔루션'이다. LG에너지솔루션은 LG화학과 함께 배터리 생태계 수직계열화를 꾀하고 있으며, 이를 통해 안정적인 소재 공급망을 잘 구축하고 있는 기업이다. 완성차 기업들 입장에서는 탈중국 시, 배터리의 안정적 공급이 힘들 것이라고 판단, 소재 공급망이 잘 구축되어 있는 기업에 우선적으로 수주를 주고 있다. 이에 LG에너지솔루션이 완성차와의 JV, 수주 확대 측면에서 가장 수혜가 큰 상황이다. LG에너지솔루션은 호주 광산업체 'Liontown'과 5년('24~'28) 리튬 정광 70만톤 공급 계약, 캐나다 시그마 리튬과의 연간 10만톤 리튬 공급 계약, 독일 벌칸 에너지, 칠레 SQM과의 수산화리튬 공급 계약 등 리튬부터 니켈, 코발트 등에 투자를 확대했으며 국내 포스코홀딩스와의 MOU 계약을 체결한 상태다.

SK온도 호주 자원개발 기업 중심으로 투자를 확대하고 있다. 호주 레이크리소스(Lake Resources: 염호 4개, 광산 1개 보유 기업)사의 지분 10% 투자, 2024년 4분기부터 23만톤 장기 공급계약을 체결했다. 레이크리소스 아르헨티나 리튬은 미국과 FTA를 체결한 국가에서 정제한 후, 북미 사업장에 투입하는 형태로 진행될 것이다. 다만, SK온은 후발주자로서 무리한 투자가 이어지는 가운데, 배터리 부문도 아직 적자가 지속되고 있어 자금 조달에 대한 고민이 큰 상황이다.

삼성SDI는 수익성 위주의 보수적 전략으로 두 기업 대비 원료 생태계 관련 투자는 소극적으로 이루어지고 있다. 그러나 에코프로비엠과의 합작공장을 통해 에코프로의 수직계열화 라인업을 활용할 계획이다. 또한 완성차와 폐배터리 밸류체인에 대해 논의도 진행 중이다. 동사는 글로벌 정책 진행 상황을 보면서 관련 생태계에 대한 투자를 확대할 것으로 보인다.

[표 11] 국내 배터리 셀 3사 핵심 광물 투자 관련

기업명	내용
LGES	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 호주 광산업체 'Liontown'과 5년('24~'28) 리튬 정광 70만톤 공급 계약</li> <li>· 캐나다 시그마 리튬, 연간 10만톤 리튬 공급 계약('24~)</li> <li>· 호주 오스트레일리아 마인즈와 니켈 가공품(MHP) 장기 구매 계약 체결('24~'29 Ni, Co 공급)</li> <li>· 호주 QPM, 10년간 Ni 7만톤, Co 7천톤 공급 계약</li> <li>· 독일 벌칸 에너지와 수산화리튬 공급 계약('25~'29)</li> <li>· 칠레 SQM(~'29) 수산화리튬 장기 공급 계약 등</li> <li>· 일렉트라(Electra), 2023년부터 3년간 황산코발트 7천톤</li> <li>· 아발론(Avalon), 2025년부터 수산화리튬 5만5천톤 공급</li> <li>· 스노우레이크(Snowlake), 2025년부터 10년간 수산화리튬 20만톤 공급</li> <li>· 포스코홀딩스와 이차전지 사업 MOU 계약 체결</li> </ul>
SK온	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 스위스 글렌코어 6년간 Co 3만톤 공급 계약</li> <li>· 호주 오스트레일리아 마인즈에서 황산 코발트, 니켈 공급</li> <li>· 글로벌리튬(Global Lithium Resources)사, MOU 체결</li> <li>· 레이크 리소스사 지분 10% 투자, 2024년 4분기부터 23만톤 장기 공급</li> </ul>
삼성SDI	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 호주 QPM, 3~5년간 연간 6천톤 규모 니켈 공급 계약</li> <li>· 에코프로와의 수직계열화, 완성차와의 폐배터리 사업 논의</li> </ul>

자료: 언론 취합, 유안타증권 리서치센터

### 소재 기업 - 양극재 기업 전구체 내재화는 필수

미국과 유럽의 탈중국 공급망 정책에 있어서 가장 중요한 소재는 양극재, 그 중에서도 전구체다. 전구체는 양극재 생산 원가의 70%를 차지하고 있으며 배터리 전체로 보았을 때에도 30% 비중이다. 양극재는 국내 기업들의 증설을 통해 탈중국이 가능하지만, 국내 양극재 기업들도 전구체만큼은 중국에 대한 의존도가 높다. 이에 장기적으로 전구체 국산화를 통한 내재화가 필수다. 국내 양극재 기업들의 전구체 내재화율이 낮았던 이유는 중국이 핵심 광물 자원 및 가공, 전구체 수직계열화가 잘 구축되어 있어 저렴한 가격에 공급이 가능했기 때문이다.

에코프로비엠의 경우, 에코프로와 중국 GEM 합작 공장을 통해 전구체를 조달받고 있었으며, 포스코케미칼은 대부분 중국 화유코발트에 의존하고 있었다. 이는 엘앤에프도 마찬가지다. 엘앤에프의 자회사 JH 케미칼에서 일부 조달 받고 있었으나, 저조한 수익성으로 인해 대부분 중국 CNGR 등으로부터 공급받고 있었다.

미국, 유럽 중심 탈중국 정책이 시작되면서 양극재 기업들도 전구체 내재화에 나섰다. 다만, 중국과의 JV 형태로 국내에 공장을 짓는 방식으로 IRA 법안의 허점을 이용하고 있는 상황이다. 전구체 생태계 자체가 핵심 광물 가공부터 연결되어야 경제성이 있기 때문에 중국과의 협력없이 국산화하는 것은 수익성 측면에서 단기적으로 쉽지 않다. 이에 미국 IRA 역시, 중국 지분 등 원산지법과 같은 구체적 정책은 단기간에 나오기 힘들다는 판단이다. 그러나 미국 내 핵심 광물에 대한 생태계가 어느 정도 마련되면 중국 제재 정책이 더 구체화될 가능성이 높다. 따라서 양극



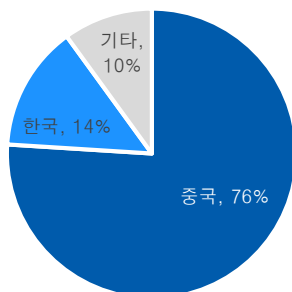
재 기업들은 단기적으로 중국 기업과의 JV 형태로 국내에 공장 확대를, 장기적으로는 중국과의 협력이 아닌 내재화를 통해 미국, 유럽 현지 공장 설립을 목표로 해야한다. 이에 대한 준비로 양극재 기업들 역시, 핵심 광물 공급망 구축을 위한 투자를 확대하고 있다. 에코프로비엠은 모회사 에코프로에서 그동안 중국으로부터 조달받았던 리튬을 독일 AMG 로도 공급망을 확대하는 등 다양한 투자를 시도하고 있다. 또한 자회사 에코프로이노베이션에서는 탄산리튬을 수산화리튬으로 가공하는 기술을 개발하고 있으며 에코프로 CNG 는 폐배터리 리사이클링 기술 개발 중에 있다. 포스코케미칼은 포스코홀딩스가 큰 역할을 하고 있다. 포스코홀딩스는 리튬 염화, 광산 등에 투자를 확대하고 있으며, 수산화리튬 가공까지 리튬 관련 생태계를 구축하고 있다. 이는 대부분 포스코케미칼 양극재 생산에 공급되겠지만, 장기적으로는 국내 배터리 3사 모두에 중요한 원재료 관련 기업으로의 역할이 기대된다.

[표 12] IRA 대비 배터리 공급망 변화 움직임

기업	원자재, 소재, 부품	합작기업 or 공급사
포스코케미칼	양극재, 음극재 중간소재인 코팅용 피치	미국 GM, 한국 OCI 합작
에코프로	리튬	독일 AMG 리튬

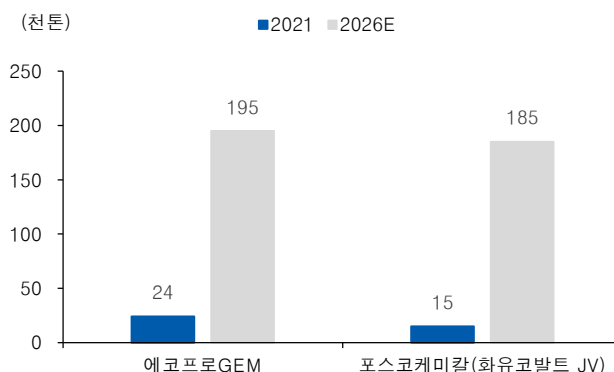
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 글로벌 전구체 점유율



자료: SNE research, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 양극재 기업 전구체 증설 계획

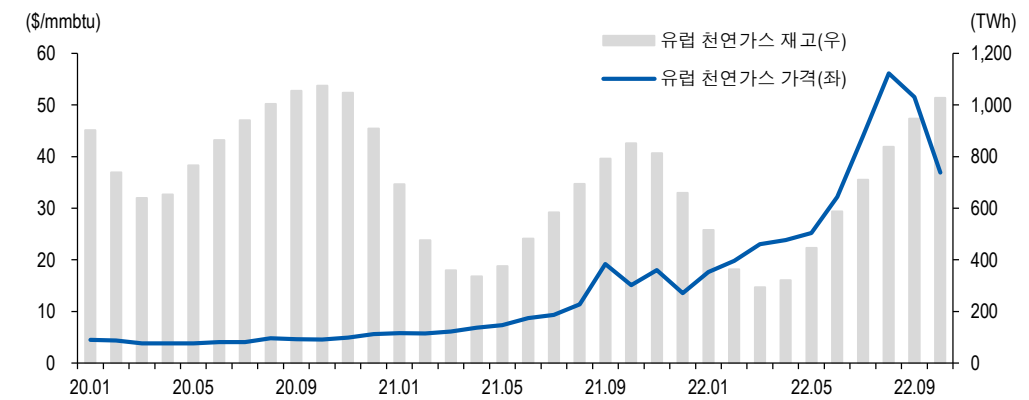


자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

## II. 2023년 EV 성장 둔화? 배터리는?

차량용 반도체 수급난이 지속되는 가운데 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 원자재 가격 상승까지 이어지면서 2023년 글로벌 EV 생산량 감소에 대한 우려가 높아지고 있다. 특히, 러시아는 우크라이나 침공 이후, 유럽을 상대로 '가스 밸브 잠그기' 보복에 나서 에너지 가격 상승에 대한 고민이 더 커진 상태다. 유럽 천연가스의 경우, 8월 26일 최고점 이후 노르웨이산 공급량 증가 및 중국의 코로나 봉쇄 등으로 인해 빠르게 재고가 올라오면서 70% 이상 가격이 하락했다. 그러나 여전히 2023년을 고민하고 있다. 중국은 코로나 봉쇄 정책 지속 및 경기 침체로 인해 가스 수입을 제한하고 있지만 LNG 수입을 재개하게 된다면 유럽 천연가스 가격은 다시 급등할 수 있기 때문이다.

그림 19 유럽 천연가스 가격 및 재고 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2020년 12월부터 본격화된 차량용 반도체 수급 문제로 신차 대기 시간은 최대 12개월 이상이었으며, 이는 현재까지도 지속되고 있다. 완성차 기업들의 신차 모델 출시 지연도 잇따르고 있다. GM은 2021년 리콜 사태 이후, BOLT EUV 출시가 지연되고 있으며, 2022년 7월에는 부품 부족으로 2023년형 BOLT EUV 생산 개시를 다시 연기, 8월에는 사양 변경 없이 가격만 인상, 2022년형 계약자에게 인상된 가격으로 계약 변경 요구가 있었다. 그리고 2023년형 생산 및 출고 일정은 여전히 미정이다. 리비안의 R1T 픽업트럭과 SUV R1S는 3개의 배터리팩을 제공할 예정이었으나, 180KWh 맥스 배터리팩의 출시를 2023년으로 연기했다. 그러나 현재까지 공급 문제가 해결되지 못해 배송기간을 2024년으로 변경한 상태다. 포드도 익스플로러 EV 2023년 출시 예정이었으나 2024년으로 연기, 폭스바겐 그룹 포르쉐 마칸 EV 출시도 2024년으로 연기되었다. 그리고 테슬라의 사이버트럭도 2022년 하반기 양산 계획이었으나 모델 Y 생산에 집중하며 생산 일정을 연기했고, 현재는 2023년 하반기로 생산 일정을 언급한 상태다. 테슬라 측은 사이버트럭의 유의미한 판매가 이루어지려면 반도체 부족 문제가 해결되어야 한다고 이야기하고 있다. 다만, 사이버트럭은 신형 원통형 배터리인 4680이 적용되는 만큼 반도체 수급뿐 아니라 4680 배터리 양산 능력에 문제가 있는 것으로 보인다.

[표 13] 2023년 신규 출시 예정 EV 모델

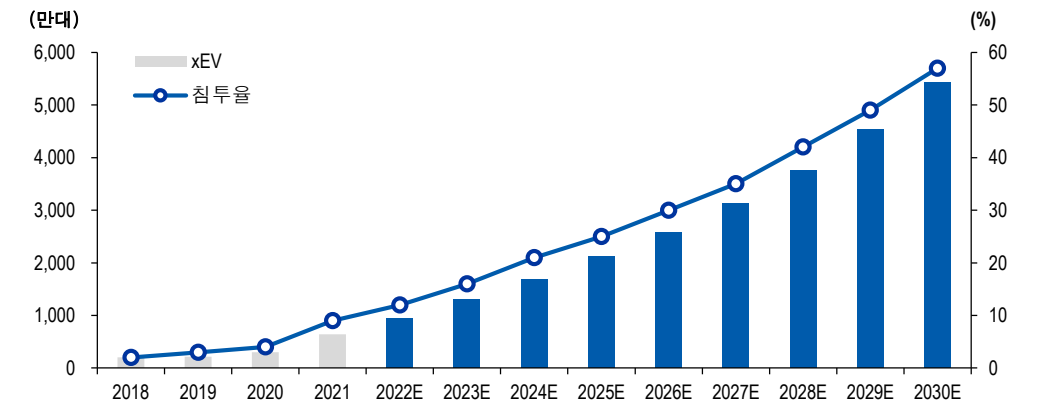
기업명	모델명	출시일	비고
테슬라	테슬라 사이버트럭	2023년 12월	
아우디	아우디 A6 e-트론 아우디 e-트론 아우디 Q6 e-트론	2023년 초	
메르세데스-벤츠	메르세데스 EQS SUV 메르세데스 EQE 메르세데스-AMG EQE 메르세데스 EQE SUV 메르세데스 EQT MPV 메르세데스 EQB	2023년	 
	메르세데스 벤츠 EQG 클래스	2024년으로 연기	
포드	포드 익스플로러 EV 2023	2024년으로 연기	
애스턴마틴	라군다 올 터레인	2023년	
BMW	BMW i7	2023년	
	BMW i5	2023년	
GM	캐딜락 셀레스틱	2023년 생산, 2024년 판매	
	쉐보레 블레이저 EV	2023년	
	쉐보레 이쿼녹스 EV 쉐보레 실버라도 EV		
GMC	GMC 시에라 일렉트릭 픽업 GMC Hummer EV SUV	2023년	
현대	제네시스 GV70 EV 현대 아이오닉 6 2024 현대 코나 일렉트릭	2023년	
기아	2023 기아 니로 EV 기아 EV9	2023년	
도요타	도요타 bZ4X	2023년	
	렉서스 RZ	2023년	
닛산	아리야	2023년	

자료: 언론 취합, 유안타증권 리서치센터

## 2023년에도 EV 배터리 성장은 계속된다

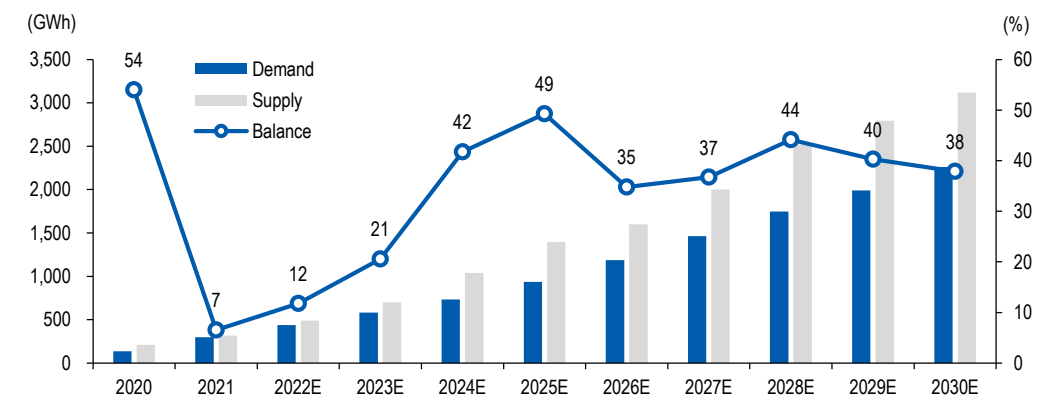
이러한 우려에도 불구하고, 2023년에도 EV 배터리 성장은 계속될 것으로 보인다. 완성차 기업들은 반도체 및 배터리 부족으로 인해 신차 출시를 미루고 있는 상황이다. EV 기업들의 생산량은 반도체 및 배터리 수급에 의해 조절이 되기 때문에 셀 기업들이 가동률을 최대한 올려 물량 대응을 해주길 원하고 있다. 2023년, 빠른 수요 증가가 예상되는 미국 시장에서 국내 배터리 2사와 파나소닉만이 공급을 주도하고 있다. 유럽에는 국내 배터리 3사와 중국 기업들이 참여하고 있어 수요 대응은 가능하나, 여전히 공급은 타이트한 상황이다. 따라서 2023년, EV 기업들은 글로벌 경기침체, 반도체, 배터리 수급난으로 인해 다소 리스크에 노출되어 있지만, 배터리 기업들은 높은 ASP와 가동률로 외형 성장이 이어질 것이라는 판단이다.

**[그림 20]** 글로벌 전기차 침투율 추이 및 전망



자료: SNE Research, 유안타증권 리서치센터

**[그림 21]** 글로벌 EV Battery 수급 추이 및 전망



자료: SNE Research, IEA, E Source, 유안타증권 리서치센터

## 배터리 셀, 리스크 포인트 점검

다만, 국내 배터리 셀 기업들의 경우, 1) 미국 신공장 수출, 2) 유럽 에너지 가격 변동을 눈여겨 볼 필요가 있다.

### 1) 미국 신공장 수출 관련

2023년 미국 내 양산이 시작되는 공장은 LG에너지솔루션과 GM 합작 공장인 얼티엄셀즈 2공장이다. 1공장은 2022년 8월 가동이 시작되었으며, 2공장은 2023년 가동을 목표로 하고 있다. SK온은 2023년 2분기 11.7GWh 규모의 조지아주 2공장 양산이 예정되어 있다. 두 기업 모두, 미국 내 가동이 이미 시작되었지만, 점차 규모가 확대되는 만큼 인력 확보가 중요해질 것이다. 특히, 미국은 자국 내 공장이 거의 없었기 때문에 빠르게 확대되는 증설 규모에 맞춰 숙련된 인력을 확보하는 일이 쉽지 않을 것이다. GM은 3분기 실적 컨퍼런스 콜을 통해 얼티엄셀즈 공장의 인력 확보 어려움을 언급했다. GM은 신공장 내 인력 채용 및 교육이 늦어지고 있어 배터리 셀, 팩 생산이 지연되고 있다고 밝혔다. 그로 인해 북미 전기차 40만대 판매량 달성 목표를 2024년 상반기로 지연시켰다.

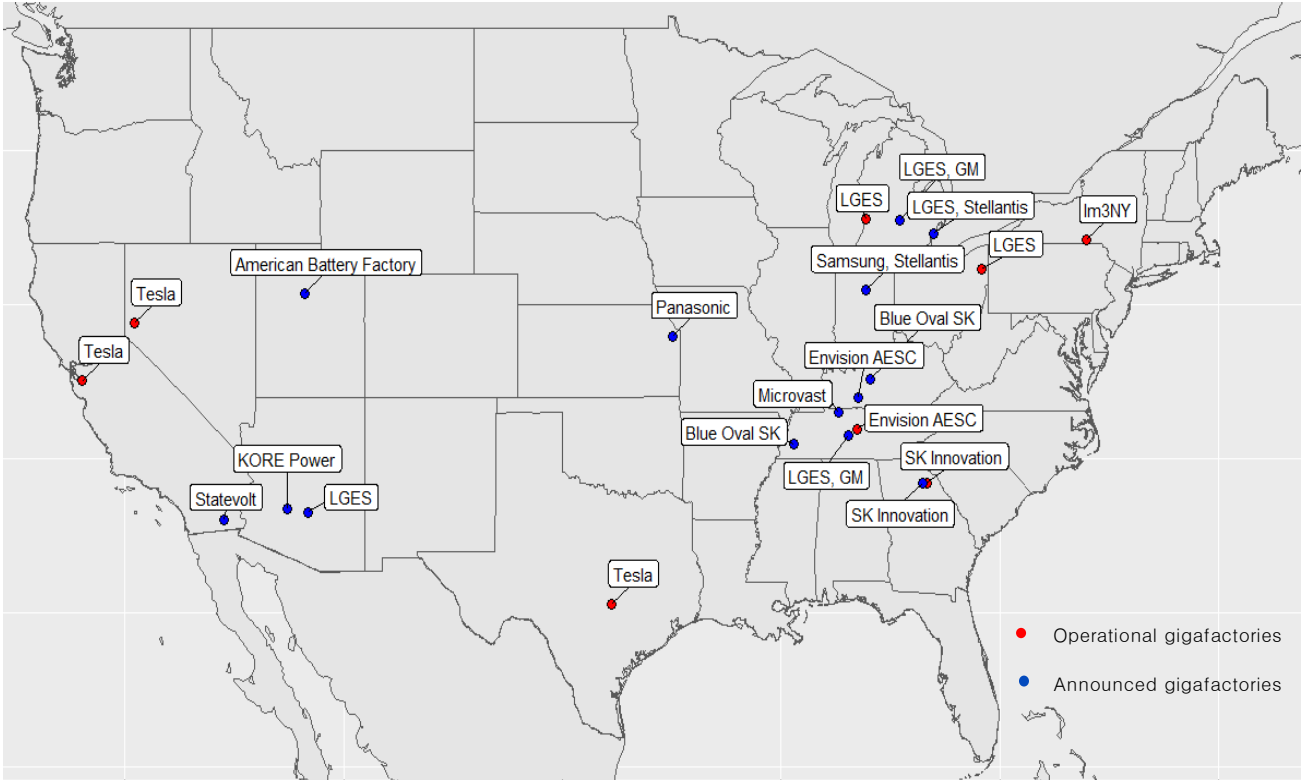
EV 배터리 셀 및 팩 공정에는 수작업이 꽤 많이 포함된다. 셀의 경우, 전공정은 거의 자동화가 되어 있지 않다. 예를 들어 전공정 단계별로 다음 단계 기계에 위치는 맞추어 주는 등의 역할이 다 수작업이다. 팩의 경우에도 23개의 프로세스 중 5개 정도는 수작업으로 들어가며 조금이라도 정확도가 떨어지면 불량이 된다. 따라서 인력의 숙련도가 배터리 수출 향상을 위한 핵심 요인 중 하나다. 이에 국내 셀 기업들은 인력 의존도를 낮추고 생산 정확도를 높이고자 인라인 공정 구축에 나서고 있다. 인라인 공정 적용이 시작되고 있지만 아직 초기 단계이기 때문에 여전히 숙련된 인력의 역할이 중요하다. 그리고 인력들을 빠르게 확충해야 2023년 배터리 셀 기업들의 비용 증가 영향을 최소화할 수 있을 것이다. 다만, LG에너지솔루션의 경우, 일찍이 미국 내 공장 양산 경험, 폴란드 공장에서의 수출 리스크에 대한 경험이 있기 때문에 빠르게 이 부분들이 해소될 것으로 예상된다. 또한 인플레이션으로 인한 비용 증가에 대비해 양산을 지연시키는 측면도 있어 비용 증가로 인한 이익률 하락 리스크는 제한적이라는 판단이다.

**[표 14]** 국내 배터리 셀 3사 미국 내 JV 현황 및 증설 계획

(GWh)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>LGES</b>	5	5	5	14	85	110	280
LGES own(미시간)			5	5	5	20	20
GM JV				9	80	90	135
기타(스텔란티스, 혼다, 도요타)							125
<b>SK on</b>			10	22	22	22	108
SK on own			10	22	22	22	22
Ford JV							86
<b>삼성 SDI</b>						23	23

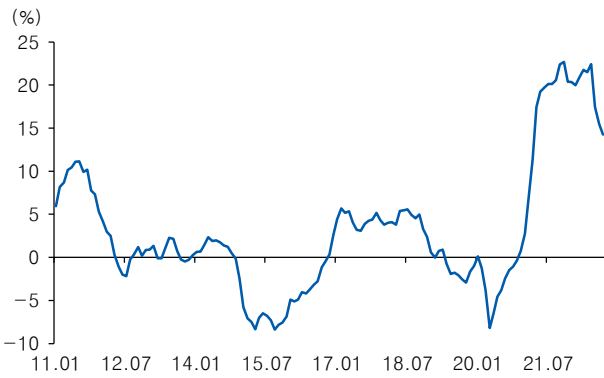
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 22] EV 배터리 셀 제조 공정



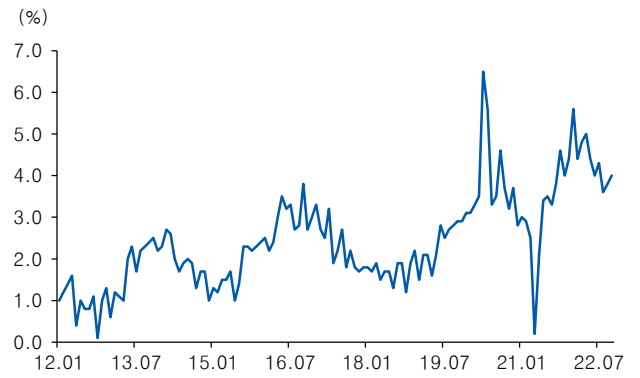
자료: Dallasfed, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 미국 PPI 전년 동월 대비 추이



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 미국 제조업 임금 전년 동월 대비 상승률 추이



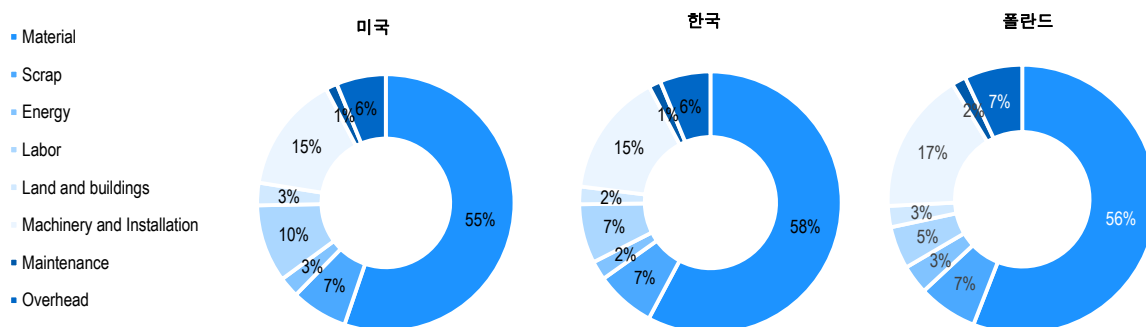
자료: BLS, 유안타증권 리서치센터

## 2) 유럽 에너지 가격 변동 관련

유럽 에너지 가격도 여전히 우려되고 있다. 앞서 언급했듯이 중국이 LNG 수입을 재개하면 유럽 가스 가격이 다시 급등할 수 있기 때문이다. 그렇다면 유럽 에너지 가격 변동에 따라 셀 제조 비용은 어느 정도 영향이 있을까? 폴란드 지역의 경우, 총 셀 제조 비용에서 에너지가 차지하는 비중이 약 3% 정도 된다. 따라서 다른 비용 조건들이 동일하다고 가정했을 때, 에너지 가격 10% 상승 할 때마다 \$0.4/KWh 정도 비용이 증가하게 된다.

국내 배터리 셀 대표 기업 LG에너지솔루션을 통해 그 영향을 살펴보자. LG에너지솔루션은 2023년 전체 배터리 Capacity 중 유럽이 약 25%를 차지할 것으로 예상된다. 그리고 LG에너지솔루션이 유럽 내 공장이 있는 폴란드에서는 셀 전체 제조 비용 중 3% 가 에너지 비중이기 때문에 이를 반영하여, 추정하면 에너지 가격 10% 상승 시, 기존 대비 0.1%p 영업이익률 변동이 예상된다. 그리고 최대 50% 가격 상승 가정 시, 기존 대비 0.4%p 영업이익률 차이가 발생할 것으로 보인다. 따라서 유럽 에너지 가격이 50% 이상 큰 폭으로 상승하지 않는 한 영업이익에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다.

[그림 25] 지역별 셀 비용 구성요소 비중 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 15] LGES, 유럽 에너지 가격 변동에 따른 이익률 변동 추정 (단위: 십억원)

구분	2023E				
매출액	40,972				
매출원가+판관비	38,378				
영업이익	2,595				
OPM	6.3%				
* 10% 에너지 비용 상승 가정 * 유럽 비중 25% 적용(2023E)	* 20% 에너지 비용 상승 가정 * 유럽 비중 25% 적용(2023E)	* 50% 에너지 비용 상승 가정 * 유럽 비중 25% 적용(2023E)			
매출원가+판관비	38,406	매출원가+판관비	38,445	매출원가+판관비	38,541
영업이익	2,566	영업이익	2,527	영업이익	2,431
OPM	6.3%	OPM	6.2%	OPM	5.9%
기존 대비 차이	0.1%p	기존 대비 차이	0.2%p	기존 대비 차이	0.4%p

자료: 유안타증권 리서치센터



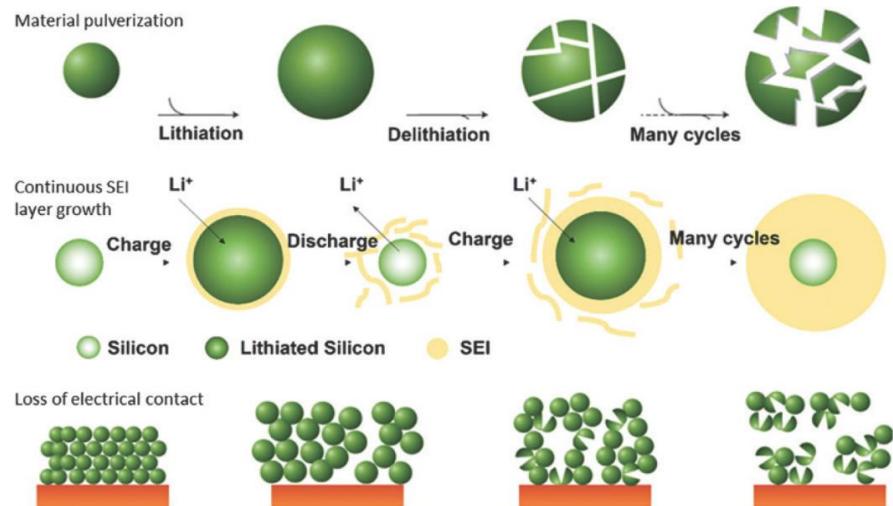
## 눈 여겨 보아야 할 배터리 기술은?

탈중국 공급망 정책과 관련이 없고, 적용 초기 단계로 외형 성장폭이 크며, 기술 진입 장벽이 높은 소재는 이제 '실리콘 음극재'와 도전재인 'SWCNT'가 남아있다. 최근 배터리 안정성을 높이면서 에너지밀도를 높이려 실리콘 소재로의 변경이 본격화되고 있다. 또한 실리콘 음극 소재 적용 시, 상 변화를 막기 위해 도전재로 SWCNT가 적용된다. 양극재는 음극재와는 달리 세라믹 소재이기 때문에 기존에도 도전재가 적용되었다. 그러나 카본블랙보다 CNT 소재가 전도성이 높아 적은 양만으로 전도도가 크게 향상된다. 이에 양극 도전재도 CNT 소재로 변경, 적용이 본격화되고 있다.

### [기술 1.] 실리콘 음극재 적용 확대 중

실리콘 소재는 이론용량 3,590mAh/g 으로 흑연(이론용량 372mAh/g)보다 10배 이상 높은 용량을 가진다. 그러나 순수 실리콘만 사용하면, 충방전을 반복하면서 물리적 구조 붕괴로 용량 안정성이 낮아지게 된다. 물리적 구조 붕괴란 충방전 시, 부피 팽창에 의한 것으로 흑연은 탄소 6개와 리튬이온 하나의 결합이나, 실리콘은 원자 하나당 4.4개의 리튬 이온을 받아들여 과도한 부피 팽창 시, 균열에 이어 분쇄까지 가능해진다. 또한 전기적 단락이 발생하며, SEI<sup>5</sup> (Solid Electrolyte Interphase)의 발생이 계속돼 수명이 감소하게 된다. 따라서 실리콘 단독 사용은 거의 불가능하기 때문에 실리콘을 안정적인 구조로 바꾸어야 한다.

[그림 26] 실리콘 활물질 부피 팽창으로 인한 문제점



자료: Google

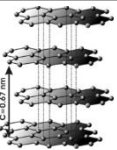
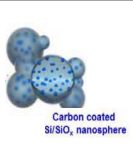
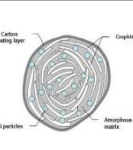
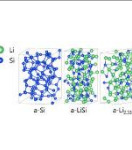
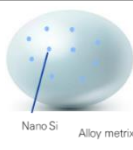
<sup>5</sup> 배터리를 충전하면 리튬이온이 음극으로 이동하는데 그 과정에서 전해질에 있는 물질들이 전기분해 화학 반응으로 음극재 표면에 고체막을 생성하는 것

고용량 Si 계 음극소재는 크게, 1) SiO<sub>x</sub>, 2) Si-C 복합체, 3), Si-M 합금, 4) 기타(Si nano, Porous Si, Nano-Si/metal or polymer 등)으로 구분된다. 이 중 현재 적용 중인 소재는 SiO<sub>x</sub>와 Si-C 복합체다. Si-C 복합체는 실리콘 입자 내부에 탄소가 원자 상태로 분산되어 있는 것이다. Si와 C의 화학적 결합은 비가역성으로 인해 음극 소재로는 적합하지 않다. 이에 Si 입자 내부에 탄소를 원자 상태로 고르게 분산시켜 비가역성 문제를 해결할 수 있다. 따라서 Si-C 복합체는 나노 사이즈의 입자 크기 구현과 입자 균일성이 기술의 핵심이다. 현재 삼성SDI의 Gen5. 배터리에 Si 중량 7wt%로 BMW iX 등에 적용 중이다. 2024년부터는 Gen6에 실리콘 11wt% 중량으로 적용할 계획이다.

SiO<sub>x</sub>는 약 1,500mAh/g의 이론용량을 가지면서 순수 실리콘보다 용량 안정성이 월등하게 높다. 이는 SiO<sub>x</sub>에 존재하는 산소가 리튬과 반응하여 기계적 강도가 우수한 산화물(Li<sub>2</sub>O 등)을 형성, 충방전 시 구조적 붕괴를 방지하는 역할을 하기 때문이다. 현재 대주전자재료가 흑연 내 SiO<sub>x</sub> 중량 5wt% 수준으로 LG에너지솔루션에 공급하고 있으며, 이는 포르쉐 타이칸 등에 적용되고 있다. 대주전자재료는 2023년 하반기 실리콘 중량 8~10wt% 음극재 상용화를 목표로 개발 중에 있다.

실리콘 구조 제조도 중요하지만 이를 나노 입자 크기로 균일하게 만드는 나노 실리콘 제조법도 중요하다. 특히 실리콘 음극재는 중량 10wt% 이상이 되어야 에너지밀도 상승 효과가 크다. 이에 적은 양으로 표면적을 넓혀 함량을 높이는 실리콘 나노화 기술이 핵심으로 떠오르고 있다. 나노 실리콘 제조법은 크게 Bottom up 방식과 Top Down 방식이 있는데 Top Down 방식 중 Ball milling 방식이 가장 비용이 적게 든다. 다만, 대량 생산에서 Ball milling 공정 사용 시, 좁은 PDI(Poly Dispersity Index)<sup>6</sup>를 갖는 실리콘 입자 생산이 어렵다는 단점이 있다. 현재 양산 중인 국내 실리콘 음극재 기업은 대부분 Dry 또는 Wet Ball milling, Wet etching 방식을 사용한다. 다만, 균일성 및 수율에 한계가 있어 이를 보완하고자 Bottom up 방식 중 Si CVD (silane gas), SiO<sub>x</sub> reduction 등을 경제성 있게 양산하는 방법을 개발하고 있다.

**[표 16]** 음극 소재 별 구조 및 용량 비교

구분	Graphite	SiO <sub>x</sub> (Nano Si)	Si/C (Nano Si)	Pure Si (Micron)	Si Alloy
Structure					
Capacity(mAh/g)	350~370	~1,500	~1,300	~3,600	~1,100
Long Cycle	O	O		X	X

자료: 한국생산기술연구원, 유안타증권 리서치센터

<sup>6</sup> 분자량의 분포를 의미하며 1이면 단분산, 1보다 크면 다분산을 의미

[그림 27] nano-Si 제조방법 별 기업 구성



자료: b-science, 유안타증권 리서치센터

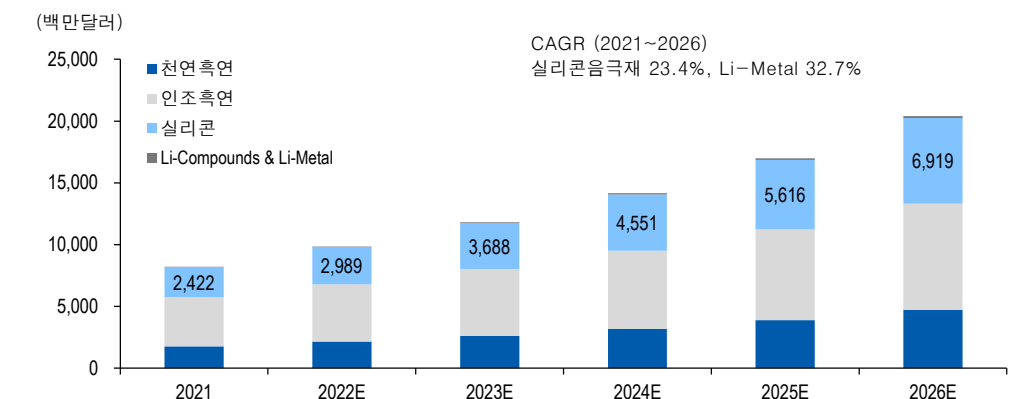
[표 17] 실리콘 음극재 양산 및 개발 기업

기업명	내용	종류
BTR	삼성 SDI의 실리콘 음극재 기술 이전으로 삼성 SDI 향 단독 공급 중. 글로벌 M/S	SiOx, Si-C
Shin-Etsu	1st 사이클 효율 70~90%, 글로벌 실리콘 음극재 M/S 30%	SiOx
대주전자재료	2022년 3천톤, 24년 2만톤, 26년 2만톤 증설 예정. 얼티엄셀즈 공장향 물량 확대로 2026년 최대 7만톤까지 계획 중	SiOx
SK 머티리얼즈	그룹14 테크놀로지 합작사 설립. 2023년 연간 2천톤 양산 계획. 2023년 출시 포드 F-150 탑재 계획	Si-C
SKC	2021년 11월 넥시온 투자. 2024년 양산 예정	Si-C
엠케이전자	삼성 SDI와 2019년 해외 공동 특허 취득(2022), 2023년 실리콘 음극재 양산 준비	Si-C, Si-Alloy
POSCO 홀딩스	POSCO 홀딩스 실리콘 음극재 기업 테라테크노스 지분 100% 인수	SiOx, Si-C
포스코케미칼	준비중(2023년 준공 계획)	SiOx, Si-C

자료: 언론 취합, 유안타증권 리서치센터

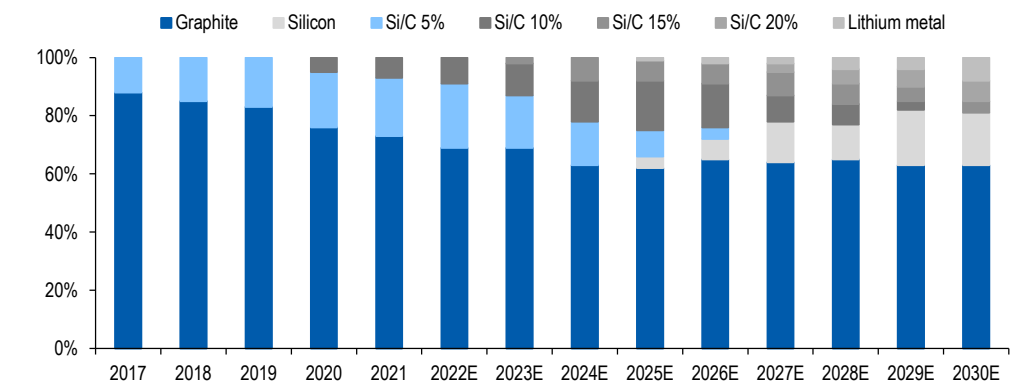
BNEF에 따르면, 2022년 기준, Si-C 5% 미만 소재는 전체 음극 소재 중 22%를 차지하며, Si-C 5% 이상~10% 미만은 2022년 현재 9%까지 올라왔다. 그리고 2023년부터는 Si-C 15% 미만 합량이 적용되기 시작할 것이다. 음극활물질 소재가 본격적으로 실리콘 계로 변화하는 만큼 시장 성장성도 두드러진다. 실리콘계 음극활물질 시장은 2021년 약 88억 2,200만달러에서 2026년 69억 1,900만달러로 연평균 23.4%의 성장이 기대된다. 아직까지는 적용 차종이 한정되어 있기 때문에 시장 내 양산 중인 플레이어도 한정되어 있다. 삼성SDI에 공급하고 있던 BTR이 글로벌 점유율 50%로 1위, 파나소닉 중심으로 공급하는 Shin-Etsu Chemical이 점유율 30%를 차지하며 2위를 차지하고 있다. 글로벌 3위는 LG에너지솔루션을 통해 포르쉐 타이칸에 공급 중인 대주전자재료다. 2023년부터는 SK머티리얼즈, 엠케이전자 등의 기업들이 양산을 목표로 하고 있으며, 이미 적용이 시작된 포르쉐 타이칸, BMW iX에 이어, 2024년에는 포드 F-150 등 적용 차종이 확대될 것이다. 실리콘계 음극활물질의 유의미한 증량 기준은 10wt% 이상이다. 따라서 적용이 본격화되는 2024년부터는 기존 예상 23%보다 더 높은 성장률을 기록할 것으로 예상된다.

[그림 28] 음극재 소재 별 시장 규모 추이 및 전망



자료: KIST, 유안타증권 리서치센터

[그림 29] 음극활물질 소재 별 비중 추이 및 전망



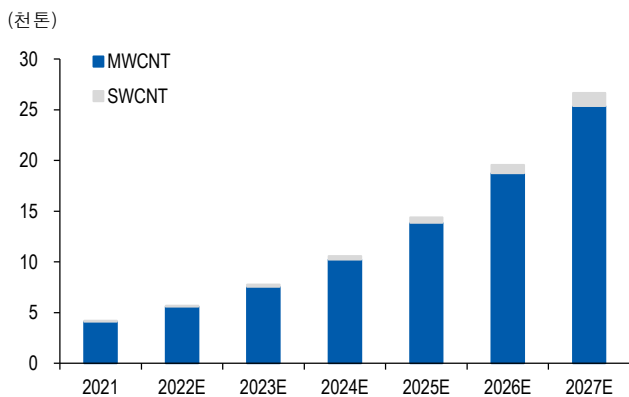
자료: BNEF, 유안타증권 리서치센터

## [기술 II.] 2023년 SWCNT 적용 확대 본격화

2022년부터 도전재 소재 변경에 대한 움직임이 시작되었다. 우선 양극 도전재로 사용되었던 카본블랙이 MW(Multi Wall) CNT로 변경되는 움직임이 있다. MWCNT는 카본블랙 대비 약 10% 이상 높은 전도도 구현이 가능해 도전재 사용량을 기존 대비 1/5 수준으로 줄일 수 있다. 현재는 카본블랙과 CNT를 혼합하거나, 흑연과 혼합하는 등 혼성 도전재로 적용하고 있고 CNT 농도를 3wt%에서 더 높이는 방향으로 진행되고 있다. MWCNT 농도가 높아지면서 양극 도전재에도 SW(Single Wall)CNT를 적용하려는 움직임이 있다. MW는 DW(Double Wall)가 아닌 세겹 이상 CNT를 전부 칭하기 때문에 기업별로 물성에 차이가 있지만, 적어도 SWCNT와는 전도도 차이가 크다. 따라서 MWCNT 농도가 높아지면 SWCNT를 소량 넣는 것이 더 경제적인 수 있다. 이에 MWCNT 도전재 대비 거의 100~150% 이상 가격 차이가 나는 SWCNT를 적용해 에너지밀도를 높이고 단위 당 비용을 줄이는 방향이 검토되고 있다.

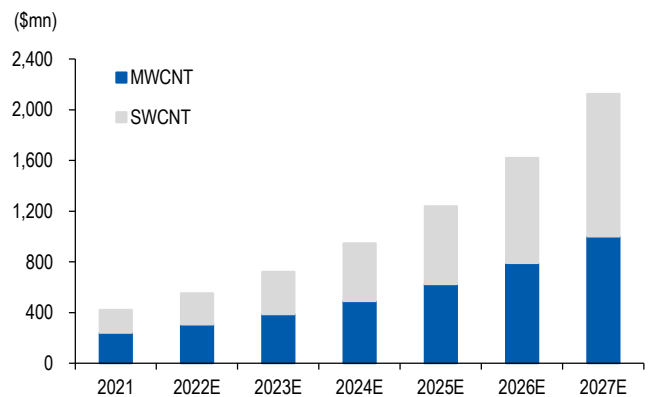
현재 SWCNT는 실리콘 음극재 적용 시, 음극 도전재로 적용되고 있다. CNT는 기본적으로 가는 실 모양인데 SWCNT의 경우, 더 가늘고 길기도 길기 때문에 실리콘의 부피 팽창을 막아줄 수 있다. 이에 실리콘 음극재 적용 시, SWCNT 적용은 필수다. 2023년부터는 실리콘 음극재 차종 확대 등으로 인해 SWCNT 도전재 시장도 높은 성장성이 기대된다. MWCNT와 달리 SWCNT는 기술 수준이 높아 러시아 옥시알이 90% 이상 점유하면서 독점 공급하고 있는 실정이다. 다만, 실리콘 음극재 확대에 따른 SWCNT 수요 성장이 예상됨에 따라 다양한 MWCNT 기업들이 SWCNT 시장에 진입하고자 테스트 중에 있다.

[그림 30] 글로벌 CNT 수요 추이 및 전망



자료: marketsandmarkets, 유안타증권 리서치센터

[그림 31] 글로벌 CNT 시장규모 추이 및 전망

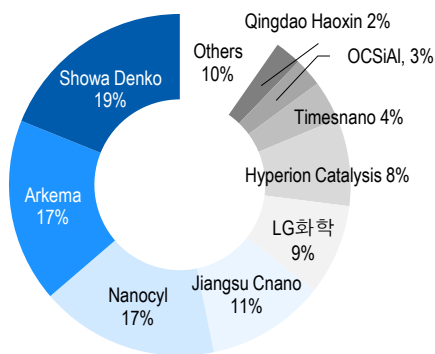


주: 2021년, 2027년 추정치 base로 MW, SW 가격 하락 가정하게 추정

자료: marketsandmarkets, 유안타증권 리서치센터 재구성

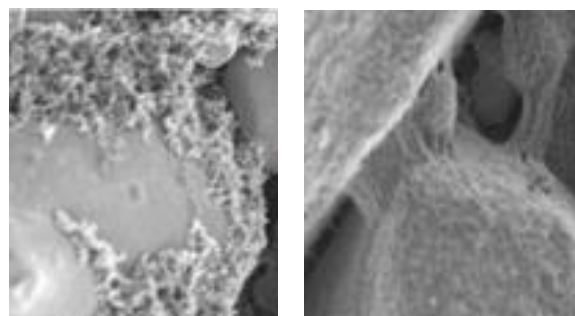
사실 CNT 소재는 파우더 기술도 중요하지만 분산제 기술이 특히 중요하다. CNT 소재 자체의 뭉침 현상 때문이다. CNT도 탄소소재 이기 때문에 이들이 뭉치면 결국 흑연의 성질을 갖게 되어 도전재의 역할을 할 수 없게 된다. 따라서 CNT 소재를 잘 풀어내어 그 성질을 유지할 수 있게 하는 분산제 기술이 뒷받침 되어야만 적용 가능하다. MWCNT 분산제를 하는 글로벌 기업은 일본 도요칼라자회사 도요잉크, 국내 나노신소재, 중국 일부 기업 등이 있다. 다만, SWCNT 기업은 글로벌 기준 국내 '나노신소재' 만 양산 중에 있다. 분산제는 CNT 파우더를 용매(NMP/Water)에 분산되어 있는 액상 상태의 슬러리로 만드는데 1kg 파우더로 20배 액상을 만들기 때문에 부가가치가 높다. 특히, MWCNT 대비 SWCNT는 100%~150% 이상 높은 가격에 거래되고 있어 음극뿐 아니라 양극까지 적용이 확대되면 외형 성장 폭이 클 것으로 기대된다.

[그림 32] 글로벌 CNT 기업별 M/S (2021)



자료: HDIN Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 33] 카본블랙(좌), CNT(우)



자료: 나노신소재, 유안타증권 리서치센터

### [기술 III.] LFP 배터리 채택률 확대 가능성은 열어두자

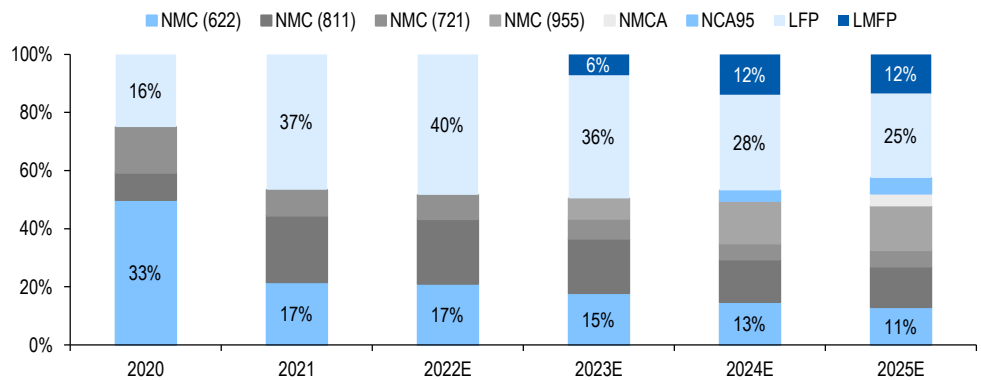
EV, ESS 등에 적용된 삼원계 배터리의 불안정성에 대한 우려로 완성차 기업들의 LFP 배터리 채택률이 높아지고 있다. 테슬라의 경우, EV LFP 적용을 시작으로 주요 ESS 제품인 메가팩에 LFP 배터리를 적용하고 있다. 그 밖에 폭스바겐, 포드 등 다른 완성차 기업들도 LFP 배터리 적용을 추진하고 있다. 특히, 포드는 전고체 배터리 도입을 2030년으로 잡으며 LFP 배터리로의 전환을 가속화하고 있다. LFP는 안정성이 높은 화학 물질로 구멍이 뚫려도 셀이 타거나 폭발하지 않는다. 이에 팩에 많은 보호장치가 필요하지 않아 CTP(Cell to Pack) 적용에 용이하다. 즉, 에너지밀도가 낮다는 단점이 팩으로 가게 되면 격차가 좁아질 수 있는 것이다. 실제로 VCTP 즉, 팩 내 셀이 차지하는 부피 기준 비중은 LFP 배터리가 60%, 삼원계가 40~45%를 차지한다. 삼원계 배터리가 셀 자체로만 보았을 때에는 에너지밀도가 높지만, 화학 물질이 갖는 불안정성 때문에 배터리 팩 구조가 훨씬 복잡하며 생략하기도 어렵다. 따라서 LFP 배터리가 이 공간을 활용하게 된다면 안정성과 동시에 에너지밀도도 삼원계와 유사한 수준까지 끌어올릴 수 있다. 또한 실리콘음극재 기술, LFMP, LFSP 등 활물질 추가 등 다양한 기술들을 접목시키면 270Wh/kg 에너지밀도 달성도 가능해진다. 이에 완성차 기업들의 LFP 배터리 채택률에 대한 추가 확대 가능성은 항상 열어두어야 한다.

[표 18] LFP 배터리 개발 현황 및 계획

기업명	내용
SVOLT	2023년 - 230Wh/kg (실리콘 음극재 적용)
Guoxuan	2년 이내 - 260Wh/kg(실리콘 음극재 적용)
CATL	2023년 - 230Wh/kg (LxFP(LMFP/LFMP) 양극재 적용 계획)
BYD	셀, 돌핀, 아토, 카르페, 파리, 헤일로 등 모두 6개 상표 국내 출원

자료: 언론 취합, 유안타증권 리서치센터

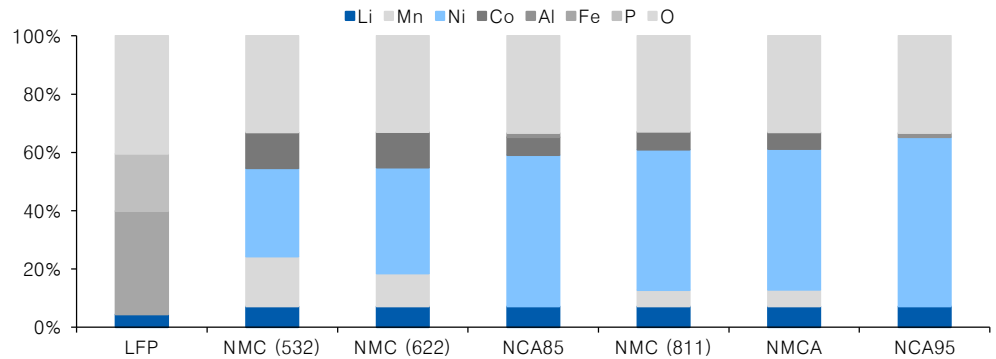
[그림 34] Passenger EV 기준 양극활물질 비중 추이 및 전망



자료: BNEF, 유안타증권 리서치센터



[그림 35] 양극활물질 종류별 광물 비중 비교



자료: BNEF, 유안타증권 리서치센터

국내 삼원계 중심 셀 기업들도 LFP 배터리 출시를 계획하고 있다. LG에너지솔루션은 파우치 기반 LFP 배터리를 2023년 중국 난징 생산라인 전환을 통해 출시하겠다고 밝혔다. 또한 미국에서는 2024년 미시간 공장에 LFP 생산라인을 구축할 계획이다. SK온도 LFP 배터리 연내 개발을 완료하고 양산 계획을 구체화한다고 밝혔다. 삼성SDI는 LFP 개발보다는 프리미엄 라인 제품 시장 확대에 주력하는 모습이다. LFP가 도달할 수 없는 에너지밀도와 안정성의 제품 라인을 통해 차량 내 일부 적용되는 프리미엄 셀 부문을 장악하겠다는 것이다. 삼성SDI는 이러한 전략 하에 4680 배터리 기술 개발, 전고체 배터리 기술 개발 등 차세대 배터리에 대한 R&D를 집중하고 있다.

[표 19] 배터리 셀 기업별 R&amp;D 비용 비교

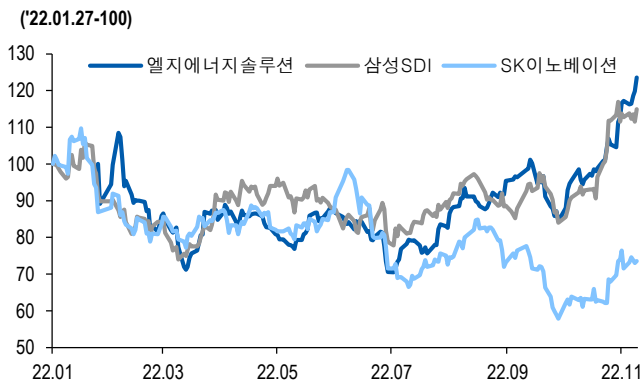
구분	1H21	1H22
R&D 비용 (억원)		
LG 에너지솔루션	2,844	3,784
삼성 SDI	4,366	5,147
매출액 대비 R&D 비용 (%)		
LG 에너지솔루션	3%	4%
삼성 SDI	7%	6%

자료: 유안타증권 리서치센터

## [투자포인트] 셀: 외형성장+밸류, 소재: 기술+외형성장

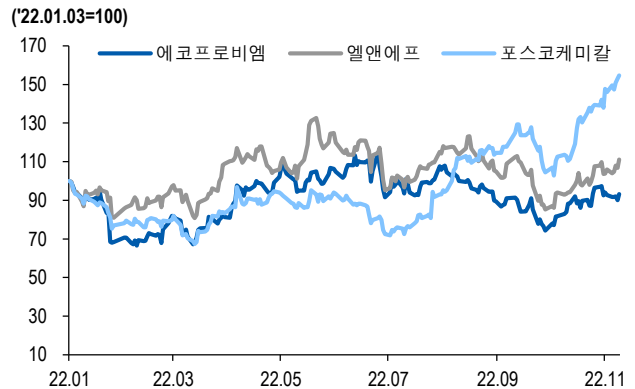
2020년부터 2022년 11월 현재까지 2차전지 기업들의 주가가 고공 행진 중이다. 이에 밸류에 대한 부담이 높아진 상태다. 다만, 2023년 미국 IRA 시행, 유럽 RMA 발표 등 대중국 제재가 이어지면서 국내 배터리 기업들에게 우호적인 환경이 이어지고 있다. 또한 2023년 글로벌 EV 수요 감소 우려가 있지만 배터리는 심한 공급 부족 상태이며 플레이어도 제한적이다. 이에 EV 기업들은 적어도 2025년까지 배터리를 안정적으로 공급받기 위해 모든 배터리 기업들에게 수주를 확대하고 있다. 따라서 배터리 기업 주가는 셀, 소재 막론하고 긍정적인 흐름을 이어갈 수 밖에 없다. 다만, 기업 내부 환경에 따라 수주를 받기 힘든 경우, 소재 별로 탈중국 공급망이 시급하지 않은 경우는 상대적으로 수혜가 적을 것으로 예상된다.

[그림 36] 주요 배터리 셀 기업 주가 추이



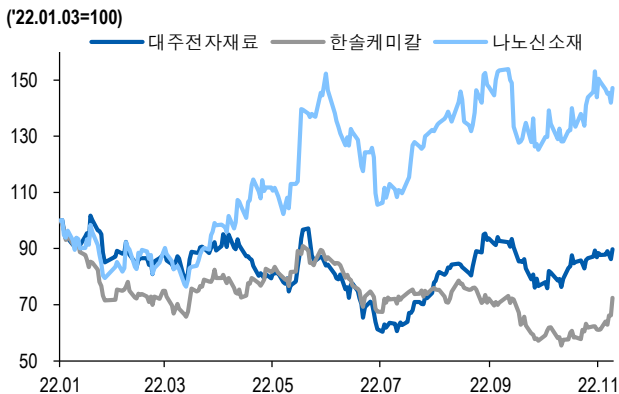
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 37] 주요 양극재 기업 주가 추이



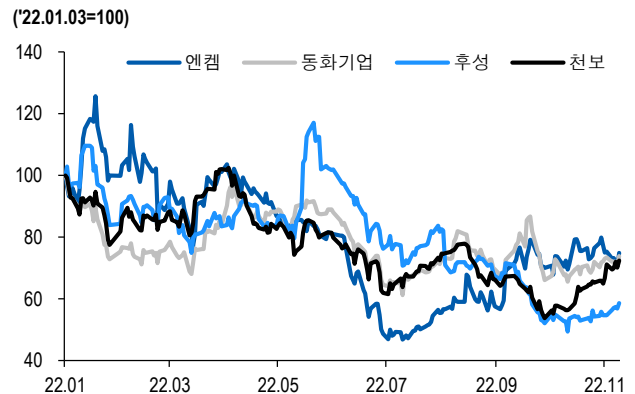
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 38] 주요 실리콘 음극재 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 39] 주요 전해액 기업 주가 추이



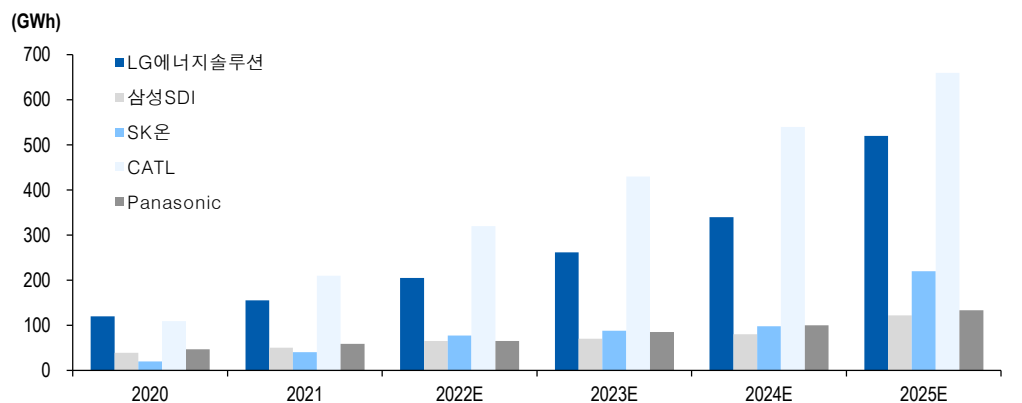
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## [셀] 최선호주: 삼성 SDI, 차선호주: LG 에너지솔루션

국내 배터리 셀 3사는 주요국 중심 대중국 제재로 인해 빠르게 수주가 확대되고 있다. 특히, LG 에너지솔루션의 경우, Up-Stream 부터 소재에 대한 탈중국 공급망까지 수직계열화를 빠르게 구축해 3사 중 가장 먼저 수주가 몰린 상태다. 미국에서만 GM, 스텔란티스, 혼다, 도요타 등 JV가 이어졌으며, 추가로 북미에 진출하려는 완성차 기업 중심 협력 요구가 이어지고 있다. 삼성 SDI의 경우, 프리미엄 제품 판매 전략 중심으로 상대적으로 capa 증가 속도가 느리지만 고수익성을 바탕으로 수주를 이어나가고 있다. 또한 에코프로, 에코프로비엠과 함께 탈중국 공급망 수직계열화를 구축해나가고 있다. 현재 삼성SDI 또한 완성차 기업들의 협력 요구가 이어지고 있으며 이와 관련한 수주 모멘텀이 2023년에도 이어질 것으로 예상된다.

향후 외형 성장 속도만 보면 단연 'LG에너지솔루션'이 크게 앞선다. 기본적인 전략이 빠른 증설을 통한 시장 점유율 확대이기 때문에 증설 목표도 국내 2사 대비 높다. 이에 높은 밸류에도 불구하고, 향후에도 주가 상승률이 높을 것으로 기대된다. 삼성SDI는 LG에너지솔루션 대비 70% 이상 할인된 가격에 거래되고 있다. 다만, 10%에 육박하는 높은 이익률을 기록하고 있으며, 2023년 수주 모멘텀이 강한 만큼 동사의 외형 및 이익 성장 폭도 크다. 따라서 현재 가격 수준은 현저하게 저평가되어 있다는 판단이다. 이에 동사는 밸류와 수익성, 모멘텀을 바탕으로 주가 상승 폭이 클 것으로 예상된다. 따라서 밸류+수익성+모멘텀 고려 시, 셀 기업 최선호주로 '삼성SDI', 차선호주로 'LG에너지솔루션'을 제시한다.

[그림 40] 글로벌 배터리 셀 기업 Capacity 추이 및 전망



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

**[소재] 최선호주: 나노신소재, 차선호주: 포스코케미칼, 에코프로비엠**

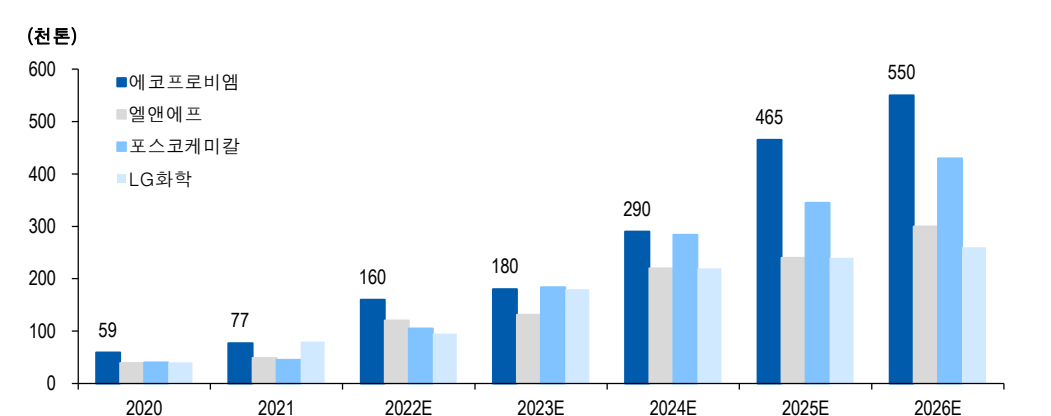
2022년 2차전지 주도주는 단연 양극재 기업이었다. 미국 IRA 정책이 발표되면서 핵심 광물, 부품에 대한 보조금 혜택을 받기 위해서는 생산 비중이 가장 높은 양극재 기업이 완성차 기업 및 셀 기업들에게 가장 중요하다. 특히, 중국 공급망을 배제하고 공급처 디자인을 해서 완성차 기업에게 보내야하는데, 글로벌 양극재 기업은 그 수가 제한적이며, 증설 규모도 충분하지 않다. 특히, 양극재는 기업별로 생산 포지션이 다르기 때문에 수급 불균형이 심한 상황이다. 이에 국내 양극재 기업 중심 수주가 빠르게 확대되고 있으며 높은 판가에 장기 공급계약으로 이어지고 있다. 이 중, 가장 중국 비중이 높은 Ni 60% 양극재를 공급하고 있으며 포스코 중심 Up-Stream 수직계열화가 잘되어 있는 포스코케미칼으로의 수주가 가장 활발하게 이루어지고 있다. 이에 그동안 단일 고객사의 한계로 저조했던 주가 흐름에서 고객사 다변화 및 수주 모멘텀으로 양극재 주도주로 급부상했다. 양극재 기업들은 높은 밸류에 거래되고 있지만, 여전히 남은 배터리 셀, 완성차 수주에 대한 모멘텀으로 긍정적인 주가 흐름이 이어질 것으로 예상된다.

**[표 20] 국내 양극재 기업 Valuation Table**

기업명	OPM (%)			P/E (X)		
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
포스코케미칼	6.1	6.5	7.1	104.6	77.3	47.0
에코프로비엠	7.7	7.9	7.9	61.3	35.5	24.3
엘엔에프	4.6	7.4	7.5	258.4	27.4	21.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

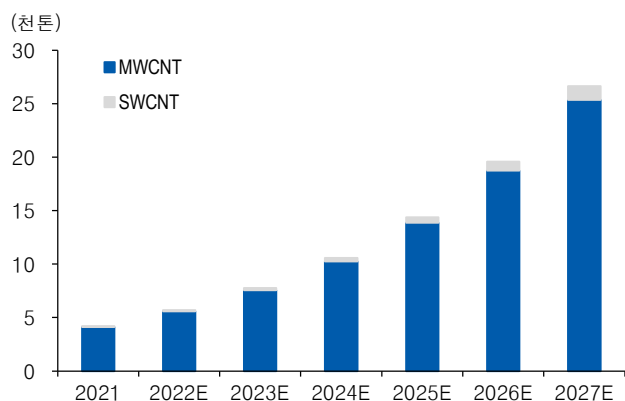
**[그림 41] 국내 양극재 기업 Capacity 현황 및 계획**



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

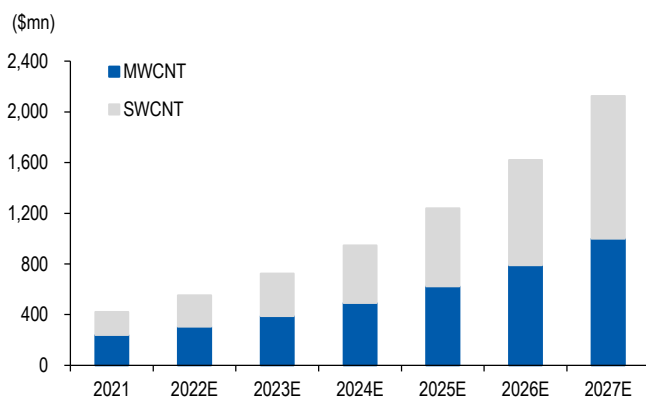
밸류에 부담이 된다면 기술 프리미엄과 높은 외형성장, 밸류를 동시에 고려하여 CNT 도전재 기업 '나노신소재'에 주목해보자. 2022년부터 양극 도전재와 음극 도전재 모두 CNT 소재로 변경되고 있으며 MW, SW CNT 분산제 생산이 모두 가능한 기업은 '나노신소재'가 유일하다. 2023년에는 양극에 MWCNT 농도가 높아지면서 SWCNT 소량 혼합을 선호하는 움직임이 일어나고 있다. 이에 글로벌 유일 기업인 나노신소재의 P 상승, Q 증가로 인한 외형 및 이익 증가 폭은 클 것으로 기대된다. 최근 외형 성장이 높은 소재 중심 2023년 기준 PER 30배가 넘어가고 있으나, 동사는 20배 초반에 머물러 있다. 이에 밸류+수익성(OPM 22% 수준)+기술 프리미엄까지 투자 매력도가 높은 소재 기업이다. 이에 소재 기업 최선호주 '나노신소재', 차선호주 '포스코케미칼', '에코프로비엠'을 제시한다.

[그림 42] 글로벌 CNT 수요 추이 및 전망



자료: marketsandmarkets, 유안타증권 리서치센터

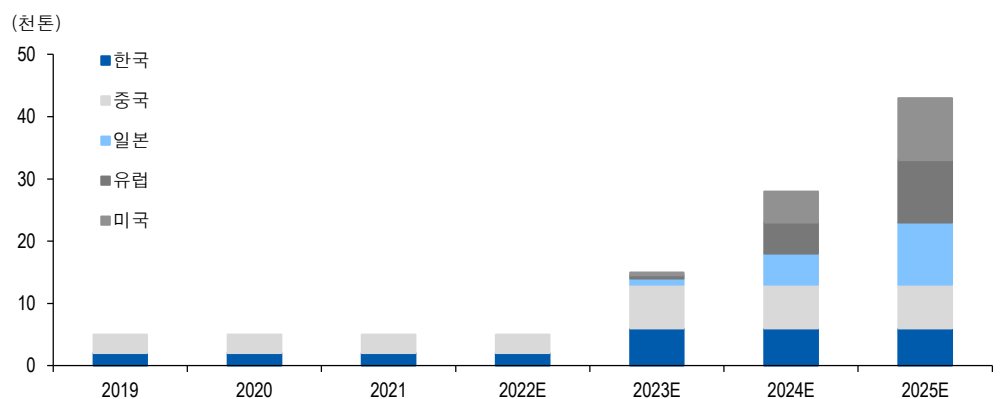
[그림 43] 글로벌 CNT 시장규모 추이 및 전망



주: 2021년, 2027년 추정치 base로 MW, SW 가격 하락 가정하게 추정

자료: marketsandmarkets, 유안타증권 리서치센터 재구성

[그림 44] 나노신소재 CNT 도전재 생산능력 추이 및 전망



자료: 나노신소재, 유안타증권 리서치센터



## 기업목록

LG에너지솔루션 (373220)

삼성SDI (006400)

포스코케미칼 (003670)

에코프로비엠 (247540)

엘앤에프 (066970)

대주전자재료 (078600)

나노신소재 (121600)

천보 (278280)

천지엔 천지를 무는 이야기

당신이 궁금해하는 모든 것





# LG에너지솔루션 (373220)

## 2차전지



이안나

02 3770 5599  
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>718,000원 (I)</b>
현재주가 (11/14)	<b>604,000원</b>
상승여력	<b>19%</b>

시가총액	1,413,360억원
총발행주식수	234,000,000주
60일 평균 거래대금	1,877억원
60일 평균 거래량	375,055주
52주 고	624,000원
52주 저	356,000원
외인지분율	5.03%
주요주주	LG 화학 외 1인 81.84%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	25.1	31.2	0.0
상대	11.8	34.0	0.0
절대(달려환산)	34.7	28.8	0.0

## 글로벌 선두 향한 그림, 완성되어 간다

### 탈중국 공급망 가장 빠르게 구축 중

미국, 유럽 중심 중국 제재 정책이 시작되면서 탈중국 공급망 구축이 중요해졌다. 이에 완성차 기업들은 탈중국 공급망이 잘 구축되어 있는 셀 기업에 우선적으로 수주를 주고 있다. 당사는 중국 의존도가 높은 Li, Ni, Co 등 핵심 광물에 대한 투자를 가장 활발하게 진행하고 있다. 또한 배터리 소재 생태계를 흡수 중인 LG화학과 함께 소재 수직계열화까지 마련된 상태다. 이에 완성차와의 JV, 수주 확대 측면에서 수혜가 가장 크다. 당사는 미국 내 GM, 스텔란티스, 혼다 등과 JV를 맺고 있으며, 미국에 공장을 설립하려는 완성차 중심 JV에 대한 접촉이 이어지고 있다. 또한 중국 제외 글로벌 배터리 기업이 제한적이기 때문에 원재료 가격 상승에 대한 평가 전가가 용이한 상황이다.

### 2023년에도 외형 성장은 계속된다

당사는 2023년 매출액 36.7조원(+44.2% yoy), 영업이익 2.3조원(+53.3% yoy, OPM 6.3%)으로 2022년에 이어 외형 성장 폭이 클 것으로 기대된다. 2023년에는 미국 얼티엄셀즈 1공장에 대한 가동이 Full 반영되며 원통형 (2170, 4680, 오창 공장 라인 증설) 배터리 양산도 하반기에 시작될 것으로 보인다. 2023년 실적에는 지연 가능성이 있는 얼티엄셀즈 2공장을 제외하고 추정했다. 미국 인플레이션 영향 및 숙련된 인력 확보 등의 문제로 2023년 2공장 가동 지연 가능성이 있기 때문이다. 다만, 문제가 빠르게 해결되어 양산이 시작된다면 2023년 외형성장 폭은 더 클 것으로 예상된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 718,000원 제시

당사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 718,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 이는 2024년 EBITDA에 글로벌 배터리 셀 기업 EV/EBITDA 평균 31배를 적용한 것이다. 당사는 2024년 생산능력 385GWh, 2025년 540GWh로 큰 폭의 외형 성장이 기대된다. 또한 2024년부터는 총 생산능력 대비 미국 비중이 34%, 2025년에는 약 50%에 달하면서 미국에서의 본격적인 수혜가 시작될 것이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	76,482	89.9	50.8	62,676	22.0
영업이익	5,219	흑전	166.8	4,060	28.6
세전계속사업이익	2,405	흑전	86.8	4,824	-50.1
지배순이익	1,867	흑전	98.2	2,743	-32.0
영업이익률 (%)	6.8	흑전	+2.9 %pt	6.5	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.4	흑전	+0.5 %pt	4.4	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	14,611	178,519	254,867	367,408
영업이익	-4,752	7,685	15,000	22,993
지배순이익	-4,555	7,925	8,933	15,663
PER	-	-	158.2	90.2
PBR	-	-	7.4	6.7
EV/EBITDA	-	-	42.0	33.2
ROE	-13.2	10.7	6.6	7.8

자료: 유안타증권

[표 1] LG 에너지솔루션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23P	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	4,254	5,131	4,027	4,439	4,342	5,071	7,648	8,426	7,348	9,920	10,287	9,185	17,852	25,487	36,741
(% qoq)	3	21	-22	10	-2	17	51	10	-13	35	4	-11			
(% yoy)	88	82	28	7	2	-1	90	90	69	96	35	9	44	43	44
소형 IT	1,064	1,033	1,289	1,554	1,737	2,231	3,442	3,535	3,086	4,166	4,218	4,246	4,939	10,945	15,717
EV	2,893	3,809	2,497	2,664	2,388	2,627	3,824	4,422	4,041	5,456	5,658	4,548	11,862	13,261	19,703
ESS/기타	298	289	242	222	217	212	382	469	220	298	411	391	1,051	1,281	1,321
영업이익	341	724	-373	76	259	196	522	524	460	621	644	575	768	1,500	2,299
(% qoq)		112	-151	-120	242	-24	167	0	-12	35	4	-11			
(% yoy)	흑전	366	적전	흑전	-24	-73	-240	591	78	217	23	10	흑전	95	53
소형 IT	138	129	168	124	217	190	334	302	278	383	396	403	559	1,043	1,460
EV	182	1,030	-524	0	60	53	184	219	190	246	255	149	688	515	839
ESS/기타	21	-435	-16	-49	-18	-47	4	2	-8	-8	-7	23	-479	-58	0
OPM	8%	14%	-9%	2%	6%	4%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	4%	6%	6%
소형 IT	13%	13%	13%	8%	13%	9%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	11%	10%	9%
EV	6%	27%	-21%	0%	3%	2%	5%	5%	5%	5%	5%	3%	6%	4%	4%
ESS/기타	7%	-150%	-7%	-22%	-7%	-6%	1%	0%	-4%	-3%	-2%	6%	-46%	-5%	0%

주: K-IFRS 연결

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] LG 에너지솔루션 Valuation: 목표주가 718,000 원으로 커버리지 개시

사업부문	단위	2024E	내용
EBITDA	십억원	5,643	
Target EV/EBITDA	x	30	← 글로벌 배터리 셀 기업 2023E EV/EBITDA 평균
Total EV(기업가치) (1)	십억원	169,290	
순차입금 (2)	십억원	1,698	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	167,592	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	233	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	718,046	
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>718,000</b>	
현재주가(11/14)	원	604,000	
Upside	%	18.9	

자료: 유안타증권 리서치센터

LG 에너지솔루션 (373220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	14,611	178,519	254,867	367,408	447,778
매출원가	12,370	139,531	209,600	300,670	367,081
매출충이익	2,240	38,988	45,267	66,738	80,697
판매비	6,993	31,303	30,267	43,744	52,242
영업이익	-4,752	7,685	15,000	22,993	28,456
EBITDA	-3,596	22,202	34,163	43,597	56,428
영업외손익	-1,296	87	-3,738	-2,593	-1,832
외환관련손익	-1,070	-489	-4,664	-2,752	-2,499
이자손익	-71	-452	443	118	184
관계기업관련손익	12	-116	-169	0	0
기타	-168	1,143	652	42	483
법인세비용차감전순손익	-6,049	7,772	11,262	20,400	26,624
법인세비용	-1,473	765	2,372	4,737	6,789
계속사업순손익	-4,575	7,007	8,891	15,663	19,835
중단사업순손익	57	2,292	0	0	0
당기순이익	-4,518	9,299	8,891	15,663	19,835
지배지분순이익	-4,555	7,925	8,933	15,663	19,835
포괄순이익	-4,696	14,384	12,949	18,192	21,632
지배지분포괄이익	-4,678	11,955	11,319	16,373	19,468

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	3,954	9,786	21,574	36,174	40,897
당기순이익	-4,518	9,299	8,891	15,663	19,835
감가상각비	1,106	13,787	18,250	19,728	27,180
외환손익	-3	0	3,213	2	769
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	1,776	-24,074	-11,843	-95	-7,679
기타현금흐름	5,592	10,775	3,063	875	793
투자활동 현금흐름	-8,848	-21,781	-62,595	-53,845	-48,945
투자자산	0	-1,808	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,603	-34,629	-69,997	-56,260	-52,069
유형자산 감소	41	591	102	0	0
기타현금흐름	-6,286	14,064	7,299	2,414	3,124
재무활동 현금흐름	-2,030	8,828	99,693	5,246	5,855
단기차입금	0	0	-2,779	390	999
사채 및 장기차입금	-2,025	5,563	2,247	3,838	3,838
자본	0	0	100,964	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	3,265	-738	1,018	1,018
연결범위변동 등 기타	-144	1,064	-5,784	5,457	862
현금의 증감	-7,069	-2,103	52,888	-6,968	-1,330
기초 현금	22,000	14,931	12,829	65,717	58,748
기말 현금	14,931	12,829	65,717	58,748	57,418
NOPLAT	-4,752	7,685	15,000	22,993	28,456
FCF	1,350	-24,843	-48,423	-20,086	-11,172

자료: 유안타증권

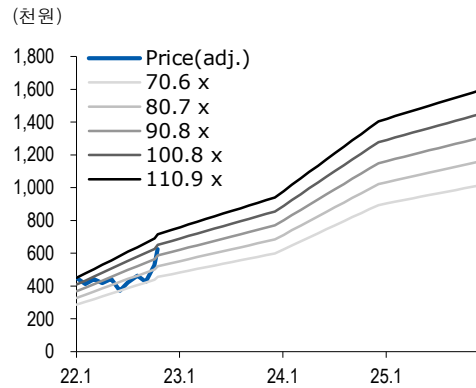
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	90,857	95,358	170,093	166,040	172,364
현금및현금성자산	14,931	12,829	65,717	58,748	57,418
매출채권 및 기타채권	31,502	37,282	51,822	55,620	59,447
재고자산	30,431	38,958	46,809	45,926	49,753
비유동자산	108,561	142,283	198,452	234,916	259,012
유형자산	86,836	110,508	163,227	199,759	224,648
관계기업 등 지분관련 자산	484	2,256	2,287	2,287	2,287
기타투자자산	605	2,558	2,972	3,069	3,069
자산총계	199,418	237,641	368,546	400,955	431,376
유동부채	68,892	94,740	106,266	115,250	121,998
매입채무 및 기타채무	45,267	52,515	65,547	74,141	79,890
단기차입금	7,936	11,463	9,601	9,990	10,989
유동성장기부채	3,295	10,571	14,224	14,224	14,224
비유동부채	54,872	55,477	54,918	58,756	62,594
장기차입금	30,767	26,628	32,258	36,096	39,934
사채	19,437	20,458	14,845	14,845	14,845
부채총계	123,764	150,218	161,184	174,006	184,591
지배지분	68,796	79,661	192,041	210,232	230,067
자본금	1,000	1,000	1,170	1,170	1,170
자본잉여금	72,315	71,224	171,646	171,646	171,646
이익잉여금	-4,531	3,376	12,295	27,958	47,793
비지배지분	6,858	7,763	15,321	16,717	16,717
자본총계	75,654	87,424	207,362	226,950	246,784
순차입금	40,841	56,639	5,788	16,984	23,150
총차입금	62,011	69,693	71,710	75,937	80,774

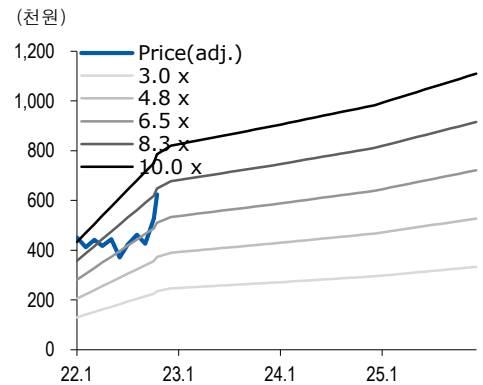
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-2,278	3,963	3,818	6,694	8,476
BPS	34,398	39,831	82,069	89,843	98,319
EBITDAPS	-1,798	11,101	14,600	18,631	24,115
SPS	7,305	89,260	108,918	157,012	191,358
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	-	158.2	90.2	71.3
PBR	-	-	7.4	6.7	6.1
EV/EBITDA	-	-	42.0	33.2	25.8
PSR	-	-	5.5	3.8	3.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	0.0	1,121.8	42.8	44.2	21.9
영업이익 증가율 (%)	na	흑전	95.2	53.3	23.8
지배순이익 증가율 (%)	na	흑전	12.7	75.3	26.6
매출총이익률 (%)	15.3	21.8	17.8	18.2	18.0
영업이익률 (%)	-32.5	4.3	5.9	6.3	6.4
지배순이익률 (%)	-31.2	4.4	3.5	4.3	4.4
EBITDA 마진 (%)	-24.6	12.4	13.4	11.9	12.6
ROIC	-7.0	6.1	7.5	8.6	9.1
ROA	-4.6	3.6	2.9	4.1	4.8
ROE	-13.2	10.7	6.6	7.8	9.0
부채비율 (%)	163.6	171.8	77.7	76.7	74.8
순차입금/자기자본 (%)	59.4	71.1	3.0	8.1	10.1
영업이익/금융비용 (배)	-60.1	11.5	20.1	30.4	35.4

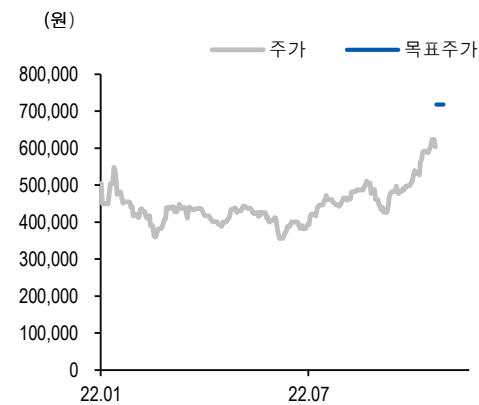
P/E band chart



P/B band chart



LG 에너지솔루션 (373220) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-15	BUY	718,000	1년		
2022-02-03	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	5.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-10

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

# 삼성SDI (006400)

## 2차전지



이안나

02 3770 5599  
anna.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>892,000원 (I)</b>
현재주가 (11/14)	<b>759,000원</b>
상승여력	<b>18%</b>

시가총액	527,505억원
총발행주식수	70,382,426주
60일 평균 거래대금	1,763억원
60일 평균 거래량	275,605주
52주 고	763,000원
52주 저	481,000원
외인지분율	47.08%
주요주주	삼성전자 외 5인 20.55%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	25.9	21.8	1.1
상대	12.5	24.5	21.2
절대(달려환산)	35.6	19.7	(10.1)

## 밸류+수익성+모멘텀 다 갖췄다

### 수익성 위주의 전략은 계속된다

동사는 프리미엄 제품을 통해 진입장벽을 높이는 전략을 취하고 있다. 이에 경쟁사 대비 20% 이상 높은 평가를 유지할 수 있어 이익률도 훨씬 높다. 동사는 3분기 10.5%라는 영업 이익률로 수익성 전략을 다시금 입증했으며, 4분기에도 호실적을 기록할 것으로 예상된다. 동사는 Gen 5. 중심 성장을 이어가는 가운데 2023년에는 6세대 배터리 Gen 6. 양산을 준비하고 있다. Gen 5.는 Ni 88%에 Si 중량 7wt%가 적용된 배터리다. 2023년 양산이 시작될 Gen 6.는 Gen 5. 대비 Ni과 Si 중량이 더 높기 때문에 높은 평가로 인한 이익률 상승이 기대된다.

### 2023년, 높은 이익률 유지+수주 모멘텀 기대

동사는 2023년 매출액 25.3조원(+26% yoy), 영업이익 2.4조원(OPM 9.5%, +24% yoy)으로 2022년에 이어 높은 수익성이 기대된다. 미국, 유럽 중심 대중국 제재로 인해 완성차 기업들의 국내 셀 기업들에 대한 수주가 이어지고 있다. 동사는 아직 미국 내 스텔란티스 JV만 진행된 상태지만, 배터리 셀 공급 부족으로 미국 및 유럽 내 완성차 기업들의 접촉이 이어지고 있다. 이에 2023년에는 높은 이익률뿐 아니라 수주 모멘텀도 기대되고 있다. 또한 에코프로로비엠과의 JV, 에코프로의 소재 수직계열화 등을 활용해 탈중국 공급망에 대응하고 있으며, 이에 대한 투자는 2023년에도 이어질 것이다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 892,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 892,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 이는 2023년 EBITDA에 EV/EBITDA 멀티플 14배 적용 후, 삼성디스플레이 등 비영업자산에 대한 장부가치를 더한 것이다. EV/EBITDA 멀티플은 CATL, LG에너지솔루션 2023년 예상 EV/EBITDA 대비 70% 할인율을 적용한 것이다. 할인율은 Capacity 차이를 반영했다. 동사는 2023년 추가 고객사에 대한 수주가 이어질 것으로 기대되며, 이에 따른 증설 발표도 예상된다. 따라서 발표 이후, 경쟁사와의 Capacity 감소로 할인율 조정이 가능할 것으로 보인다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	53,680	56.1	13.2	53,303	0.7
영업이익	5,659	51.5	31.9	4,927	14.8
세전계속사업이익	8,659	57.2	63.7	6,502	33.2
지배순이익	6,102	54.4	55.9	4,723	29.2
영업이익률 (%)	10.5	-0.4 %pt	+1.5 %pt	9.2	+1.3 %pt
지배순이익률 (%)	11.4	-0.1 %pt	+3.1 %pt	8.9	+2.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	112,948	135,532	201,166	253,500
영업이익	6,713	10,676	19,438	24,025
지배순이익	5,747	11,698	19,357	22,413
PER	45.9	41.6	27.0	23.3
PBR	2.0	3.2	3.0	2.6
EV/EBITDA	16.7	22.4	16.7	13.7
ROE	4.5	8.5	12.2	12.4

자료: 유안타증권

[표 1] 삼성 SDI 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,963</b>	<b>3,334</b>	<b>3,440</b>	<b>3,816</b>	<b>4,049</b>	<b>4,741</b>	<b>5,368</b>	<b>5,958</b>	<b>6,084</b>	<b>6,338</b>	<b>6,439</b>	<b>6,490</b>	<b>13,553</b>	<b>20,117</b>	<b>25,350</b>
소형	1,062	1,170	1,328	1,354	1,494	1,750	2,184	2,424	2,467	2,351	2,259	2,055	4,914	7,852	9,132
ESS	269	403	357	573	431	532	550	560	546	692	712	853	1,602	2,073	2,804
EV	1,056	1,139	1,056	1,180	1,394	1,790	2,100	2,377	2,374	2,581	2,767	2,899	4,431	7,661	10,621
전자재료	576	622	699	709	730	669	534	597	697	714	700	683	2,606	2,530	2,793
<b>영업이익</b>	<b>133</b>	<b>295</b>	<b>373</b>	<b>266</b>	<b>322</b>	<b>429</b>	<b>566</b>	<b>627</b>	<b>550</b>	<b>572</b>	<b>655</b>	<b>627</b>	<b>1,068</b>	<b>1,944</b>	<b>2,403</b>
소형	78	142	186	109	144	177	259	257	259	261	264	222	515	837	1,006
ESS	-17	10	-9	25	17	27	66	50	28	39	48	60	9	160	175
EV	-15	17	25	-14	4	42	160	202	138	142	216	226	13	407	722
전자재료	86	126	172	146	157	184	81	118	125	129	127	119	530	540	499
<b>매출비중</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
소형	36%	35%	39%	35%	37%	37%	41%	41%	41%	37%	35%	32%	36%	39%	36%
ESS	9%	12%	10%	15%	11%	11%	10%	9%	9%	11%	11%	13%	12%	10%	11%
EV	36%	34%	31%	31%	34%	38%	39%	40%	39%	41%	43%	45%	33%	38%	42%
전자재료	19%	19%	20%	19%	18%	14%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	19%	13%	11%
<b>OPM</b>	<b>4%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>
소형	7%	12%	14%	8%	10%	10%	12%	11%	11%	11%	12%	11%	10%	11%	11%
ESS	-6%	3%	-2%	4%	4%	5%	12%	9%	5%	6%	7%	7%	1%	8%	6%
EV	-1%	1%	2%	-1%	0%	2%	8%	9%	6%	6%	8%	8%	0%	5%	7%
전자재료	15%	20%	25%	21%	22%	28%	15%	20%	18%	18%	18%	17%	20%	21%	18%

주: K-IFRS 연결

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 삼성 SDI Valuation: 목표주가 892,000 원으로 커버리지 개시

사업부문	단위	2023E	내용
EBITDA	십억원	4,131	
Target EV/EBITDA	x	14	← CATL, LG 에너지솔루션 대비 2023E EV/EBITDA 대비 70% 할인
BV(삼성디스플레이 등)	십억원	6,200	
Total EV(기업가치) (1)	십억원	65,692	
순차입금 (2)	십억원	3,276	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	62,416	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	70	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	891,659	
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>892,000</b>	
현재주가(11/14)	원	759,000	
Upside	%	17.5	

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성 SDI (006400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	112,948	135,532	201,166	253,500	308,003
매출원가	89,142	104,756	157,894	198,849	241,782
매출총이익	23,806	30,776	43,272	54,651	66,221
판매비	17,092	20,100	23,834	30,626	37,576
영업이익	6,713	10,676	19,438	24,025	28,644
EBITDA	17,548	23,197	33,454	41,312	53,185
영업외손익	1,321	5,958	6,982	6,575	6,979
외환관련손익	112	157	1,795	990	731
이자손익	-569	-450	-286	-391	-416
관계기업관련손익	2,927	5,300	5,917	5,990	5,990
기타	-1,149	950	-444	-13	674
법인세비용차감전순손익	8,034	16,633	26,420	30,601	35,623
법인세비용	1,724	4,129	6,280	7,162	8,338
계속사업순손익	6,310	12,504	20,140	23,438	27,285
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,310	12,504	20,140	23,438	27,285
지배지분순이익	5,747	11,698	19,357	22,413	26,091
포괄순이익	7,676	18,799	23,535	26,173	31,427
지배지분포괄이익	7,196	17,936	22,701	25,164	30,215

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	19,488	21,760	16,862	35,807	48,687
당기순이익	6,310	12,504	20,140	23,438	27,285
감가상각비	9,852	11,731	13,507	16,910	24,304
외환손익	-320	125	-1,916	-990	-731
중속, 관계기업관련손익	-2,927	-5,300	-5,917	-5,990	-5,990
자산부채의 증감	3,915	-246	-10,945	1,444	2,965
기타현금흐름	2,659	2,947	1,993	995	855
투자활동 현금흐름	-17,784	-19,495	-21,798	-37,246	-42,225
투자자산	-290	-233	-652	-591	-591
유형자산 증가 (CAPEX)	-17,283	-22,547	-22,735	-38,355	-43,355
유형자산 감소	100	107	328	279	300
기타현금흐름	-311	3,178	1,261	1,421	1,421
재무활동 현금흐름	2,406	5,827	4,724	5,527	3,269
단기차입금	1,757	3,427	2,435	2,848	2,848
사채 및 장기차입금	1,550	3,056	3,093	3,430	1,171
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-692	-693	-693	-693	-693
기타현금흐름	-209	38	-112	-57	-57
연결범위변동 등 기타	-213	-295	868	-3,692	-7,913
현금의 증감	3,897	7,797	655	397	1,818
기초 현금	11,563	15,460	23,257	23,912	24,309
기말 현금	15,460	23,257	23,912	24,309	26,127
NOPLAT	6,713	10,676	19,438	24,025	28,644
FCF	2,206	-787	-5,874	-2,547	5,333

자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

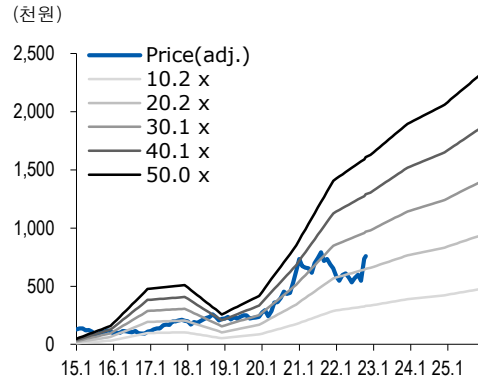
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	56,574	74,449	106,051	113,483	132,303
현금및현금성자산	15,460	23,257	23,912	24,309	26,127
매출채권 및 기타채권	17,614	20,778	35,570	38,629	46,163
재고자산	18,108	24,873	40,057	44,033	53,500
비유동자산	158,768	183,883	200,540	227,686	252,781
유형자산	61,281	76,360	86,430	107,596	126,347
관계기업 등 지분관련 자산	71,434	78,854	85,869	92,450	99,032
기타투자자산	14,577	16,708	16,247	16,022	16,022
자산총계	215,342	258,332	306,592	341,169	385,084
유동부채	49,836	64,613	77,668	85,793	103,116
매입채무 및 기타채무	17,852	32,526	44,467	47,454	61,929
단기차입금	13,775	22,348	19,956	22,804	25,652
유동성장기부채	10,500	2,754	4,867	7,125	7,125
비유동부채	31,917	41,752	54,197	55,383	56,554
장기차입금	12,647	18,880	25,364	26,535	27,706
사채	2,196	2,198	2,198	2,198	2,198
부채총계	81,753	106,365	131,865	141,176	159,669
지배지분	129,776	147,043	169,143	193,621	219,043
자본금	3,567	3,567	3,567	3,567	3,567
자본잉여금	50,020	50,020	50,020	50,020	50,020
이익잉여금	74,181	85,165	103,852	125,595	151,017
비지배지분	3,813	4,924	5,584	6,372	6,372
자본총계	133,589	151,967	174,727	199,993	225,415
순차입금	22,151	21,402	26,863	32,758	34,958
총차입금	39,354	46,497	52,721	59,013	63,032

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	8,336	16,990	28,127	32,571	37,921
BPS	194,065	219,885	252,933	289,537	327,552
EBITDAPS	24,933	32,959	47,532	58,697	75,566
SPS	160,477	192,565	285,818	360,175	437,613
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	45.9	41.6	27.0	23.3	20.0
PBR	2.0	3.2	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	16.7	22.4	16.7	13.7	10.7
PSR	2.4	3.7	2.7	2.1	1.7

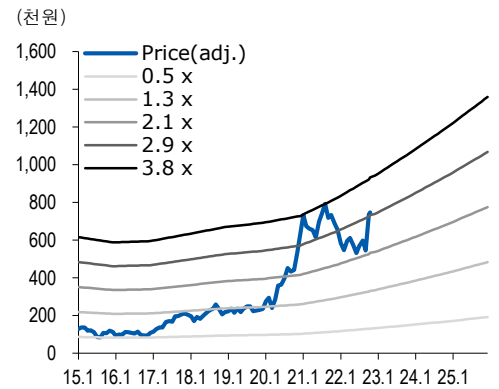
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	11.9	20.0	48.4	26.0	21.5
영업이익 증가율 (%)	45.3	59.0	82.1	23.6	19.2
지배순이익 증가율 (%)	61.2	103.5	65.5	15.8	16.4
매출총이익률 (%)	21.1	22.7	21.5	21.6	21.5
영업이익률 (%)	5.9	7.9	9.7	9.5	9.3
지배순이익률 (%)	5.1	8.6	9.6	8.8	8.5
EBITDA 마진 (%)	15.5	17.1	16.6	16.3	17.3
ROIC	6.4	9.0	13.7	13.7	14.0
ROA	2.8	4.9	6.9	6.9	7.2
ROE	4.5	8.5	12.2	12.4	12.6
부채비율 (%)	61.2	70.0	75.5	70.6	70.8
순차입금/자기자본 (%)	17.1	14.6	15.9	16.9	16.0
영업이익/금융비용 (배)	9.7	18.7	31.7	33.5	37.4



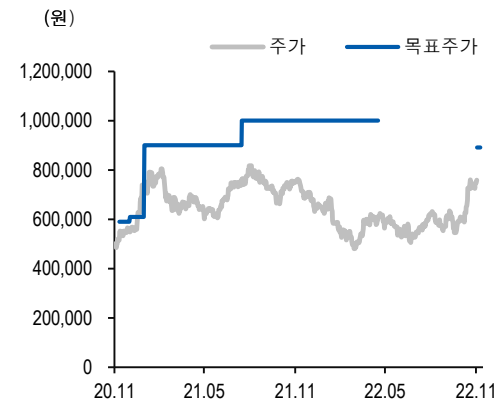
P/E band chart



P/B band chart



삼성 SDI (006400) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-15	BUY	892,000	1년		
2022-07-28	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-37.67	-24.00
2021-07-28	BUY	1,000,000	1년	-36.41	-18.30
2021-01-12	BUY	900,000	1년	-21.61	-9.22
2020-12-14	BUY	610,000	1년	1.07	21.15
2020-09-01	BUY	590,000	1년	-19.83	-4.07

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	5.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-12

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

# 포스코케미칼 (003670)

## 2차전지



이안나

02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>265,000원 (I)</b>
현재주가 (11/14)	<b>234,000원</b>
상승여력	<b>13%</b>

시가총액	181,264억원
총발행주식수	77,463,220주
60일 평균 거래대금	1,595억원
60일 평균 거래량	882,527주
52주 고	234,000원
52주 저	96,600원
외인지분율	8.35%
주요주주	포스코 외 4 인 62.54%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	46.3	46.3	64.2
상대	30.8	49.4	97.0
절대(달려환산)	57.6	43.7	46.1

## 미국 IRA 최대 수혜주

### 고객사 다변화 이제 시작이다

동사는 그동안 LG에너지솔루션 고객 단일화로 양극재 기업 중에서는 밸류가 낮게 형성되어 왔다. 그러나 미국, 유럽의 대중국 제재로 인해 완성차 및 셀 기업들은 양극재 중 중국 비중이 컸던 Ni 60%에 대한 안정적 공급이 중요해졌다. 이에 기존 고객사인 LG에너지솔루션에 이어 GM과의 직접 JV까지 고객사가 확대되었다. 또한 다른 배터리 셀 및 완성차 기업들의 협력 요구가 이어지고 있어 이에 대한 가시적인 성과가 2023년까지 이어질 것으로 기대된다. 이는 양극재뿐 아니라 음극재에도 영향을 미치고 있다. 흑연 베이스의 음극재는 대부분 중국이 생태계를 장악하고 있기 때문에 동사의 음극재 수익성은 저조했다. 그러나 탈중국 공급망에 대한 니즈가 높아지면서 음극재 관련 협력 요구도 이어지고 있다.

### 2023년에도 양극재 중심 성장은 계속된다

동사는 2023년 매출액 5.8조원(+66% yoy), 영업이익 4,372억원(+84% yoy, OPM 8%)으로 2022년에 이어 양극재 중심 성장이 이어질 것으로 기대된다. 동사는 북미 공장을 선점한 기업으로 2022년 8월부터 캐나다 공장 연간 3만톤 규모로 착공에 들어갔다. 이는 2024년 하반기에 완공될 예정이다. 동사는 2025년 말 기준, 미국에서 6만톤, 캐나다에서 3만톤 양극재 생산능력을 확보할 계획이다. 또한 캐나다에 있는 추가 부지를 활용 고객사 물량에 빠르게 대응할 예정이다. 또한 2023년 인조흑연 양산을 시작으로 음극재 부문 수주 확대 및 외형 성장도 예상된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 265,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 265,000원으로 커버리지를 개시한다. 이는 2023년 EBITDA에 High-Ni 적용 확대 시기 에코프로비엠 '20~'21 평균 EV/EBITDA 멀티플 38배를 적용한 것이다. 동사는 탈중국 공급망에 가장 핵심적인 양극, 음극 제품 보유로 이에 대한 수혜가 이어질 것으로 보인다. 또한 전구체 내재화 및 실리콘 음극재 등을 통해 장기적인 계획 또한 잘 갖추어져 있다. 이에 높은 밸류에도 불구하고, 투자 매력도가 높다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,530	108.5	31.1	8,381	25.6
영업이익	820	160.6	48.5	557	47.3
세전계속사업이익	804	82.9	36.0	618	30.0
지배순이익	579	41.6	42.8	495	17.0
영업이익률 (%)	7.8	+1.6 %pt	+0.9 %pt	6.6	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	5.5	-2.6 %pt	+0.5 %pt	5.9	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	15,662	19,895	35,165	58,300
영업이익	603	1,217	2,374	4,372
지배순이익	296	1,342	1,986	3,650
PER	145.7	85.4	91.3	49.7
PBR	4.3	4.9	7.1	6.2
EV/EBITDA	39.1	55.4	56.7	34.1
ROE	3.0	7.9	8.0	13.3

자료: 유안타증권

[표 1] 포스코케미칼 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	467	480	505	537	665	803	1,052	996	1,152	1,407	1,654	1,617	1,990	3,516	5,830
(%, QoQ)	4	3	5	6	24	21	31	-5	16	22	18	-2			
(%, YoY)	21	41	30	19	42	67	108	85	73	75	57	62	27	77	66
내화물	55	54	57	61	72	68	64	65	65	62	62	61	227	269	250
로재정비	39	37	41	39	41	39	37	39	41	39	39	38	156	156	157
건설공사	15	12	7	20	24	27	16	17	18	17	16	17	54	84	68
생석회	80	75	78	79	90	77	80	81	83	80	78	78	312	328	318
화성	59	78	95	107	108	114	124	99	92	89	87	88	338	445	356
음극재	52	43	43	36	45	47	68	65	64	81	102	105	174	225	351
양극재 (ESM)	155	168	172	184	272	428	658	625	783	1,033	1,265	1,222	678	1,983	4,304
기타	13	13	13	12	13	3	5	5	5	6	7	9	51	26	26
매출 비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
내화물	12	11	11	11	11	8	6	7	6	4	4	4	11	8	4
로재정비	8	8	8	7	6	5	4	4	4	3	2	2	8	4	3
생석회	17	16	16	15	14	10	8	8	7	6	5	5	16	9	5
화성	13	16	19	20	16	14	12	10	8	6	5	5	17	13	6
음극재	11	9	8	7	7	6	6	7	6	6	6	6	9	6	6
양극재 (ESM)	33	35	34	34	41	53	63	63	68	73	76	76	34	56	74
기타	3	3	3	2	2	0	1	1	0	0	0	1	3	1	0
영업이익	34	36	32	21	26	55	82	75	84	106	127	120	122	237	437
(%, QoQ)	64	4	-12	-35	24	116	49	-9	13	26	21	-6			
(%, YoY)	114	773	62	-2	-25	54	160	264	230	92	55	61	102	95	84
OPM (%)	7	7	6	4	4	7	8	8	7	8	8	7	6	7	8

주: K-IFRS 연결

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 포스코케미칼 Valuation: 목표주가 265,000 원으로 커버리지 개시

사업부문	단위	2023E	내용
EBITDA	십억원	554	
Target EV/EBITDA	x	38	← High-Ni 적용 확대 시기 에코프로비엠 '20~'21 평균 EV/EBITDA
Total EV(기업가치) (1)	십억원	21,052	
순차입금 (2)	십억원	644	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	20,408	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	77	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	265,039	
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>265,000</b>	
현재주가(11/14)	원	234,000	
Upside	%	13.2%	

자료: 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	15,662	19,895	35,165	58,300	78,704
매출원가	14,218	17,514	31,223	51,471	69,339
매출충이익	1,444	2,381	3,941	6,829	9,366
판매비	841	1,164	1,567	2,456	3,306
영업이익	603	1,217	2,374	4,372	6,060
EBITDA	1,247	2,029	3,282	5,538	7,460
영업외손익	-255	244	168	-44	65
외환관련손익	3	4	-190	-370	-290
이자손익	-51	84	57	-73	-45
관계기업관련손익	-83	175	350	344	344
기타	-124	-19	-50	55	55
법인세비용차감전순손익	347	1,460	2,542	4,329	6,125
법인세비용	50	123	364	273	459
계속사업순손익	297	1,338	2,178	4,056	5,666
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	297	1,338	2,178	4,056	5,666
지배지분순이익	296	1,342	1,986	3,650	5,099
포괄순이익	273	1,405	2,554	4,476	5,705
지배지분포괄이익	275	1,401	2,415	4,226	5,420

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	383	1,030	254	3,370	6,692
당기순이익	297	1,338	2,178	4,056	5,666
감가상각비	601	750	849	1,116	1,359
외환손익	-75	93	264	370	290
중속, 관계기업관련손익	83	-175	-350	-344	-344
자산부채의 증감	-933	-1,417	-3,403	-2,288	-731
기타현금흐름	409	441	716	461	452
투자활동 현금흐름	-2,543	-16,750	-1,893	-4,361	-5,366
투자자산	-74	-10,838	1,939	-120	-120
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,426	-5,519	-4,501	-4,622	-5,615
유형자산 감소	9	3	1	0	0
기타현금흐름	-51	-396	668	380	368
재무활동 현금흐름	3,020	15,219	4,198	1,770	1,270
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	3,340	2,670	4,514	1,990	1,490
자본	0	12,668	0	0	0
현금배당	-247	-185	-236	-236	-236
기타현금흐름	-73	65	-80	16	16
연결범위변동 등 기타	-11	7	-1,095	-1,285	-1,682
현금의 증감	849	-494	1,464	-506	914
기초 현금	367	1,217	723	2,187	1,681
기말 현금	1,217	723	2,187	1,681	2,595
NOPLAT	603	1,217	2,374	4,372	6,060
FCF	-2,043	-4,489	-4,247	-1,251	1,077

자료: 유안타증권

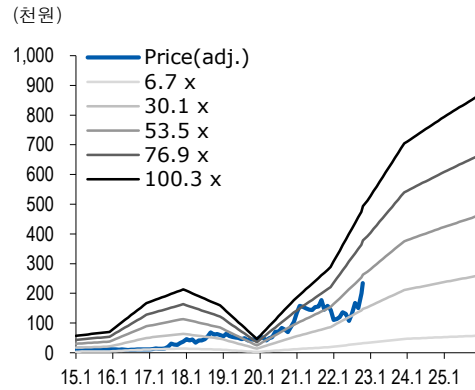
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	8,106	20,842	24,147	27,271	29,810
현금및현금성자산	1,217	723	2,187	1,681	2,595
매출채권 및 기타채권	2,768	2,409	5,179	7,388	8,322
재고자산	1,866	4,406	6,638	8,086	8,745
비유동자산	12,774	18,383	23,052	26,972	31,652
유형자산	9,319	14,589	18,535	22,040	26,295
관계기업등 지분관련자산	1,627	1,835	2,828	3,293	3,757
기타투자자산	46	44	65	65	65
자산총계	20,881	39,225	47,199	54,243	61,462
유동부채	2,206	6,346	11,275	12,644	13,506
매입채무 및 기타채무	1,866	3,472	4,518	5,888	6,749
단기차입금	0	572	1,931	1,931	1,931
유동성장기부채	44	1,924	4,497	4,497	4,497
비유동부채	8,438	8,494	9,345	11,335	12,825
장기차입금	1,645	1,177	1,336	1,826	2,316
사채	5,677	6,474	7,183	8,683	9,683
부채총계	10,644	14,841	20,620	23,979	26,331
지배지분	10,007	23,893	25,660	29,118	33,985
자본금	305	387	387	387	387
자본잉여금	1,945	14,531	14,531	14,531	14,531
이익잉여금	7,789	8,975	10,819	14,237	19,104
비지배지분	229	491	919	1,146	1,146
자본총계	10,236	24,384	26,579	30,264	35,131
순차입금	5,111	-2,754	3,919	6,443	6,987
총차입금	8,355	10,857	15,592	17,582	19,072

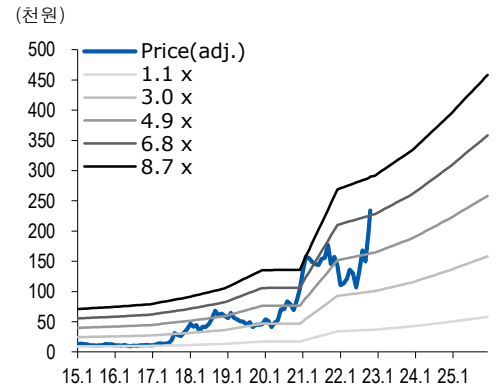
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	461	1,763	2,563	4,712	6,583
BPS	15,589	30,845	33,158	37,626	43,915
EBITDAPS	2,044	2,665	4,237	7,149	9,630
SPS	24,399	26,140	45,395	75,261	101,602
DPS	285	300	300	300	300
PER	145.7	85.4	91.3	49.7	35.5
PBR	4.3	4.9	7.1	6.2	5.3
EV/EBITDA	39.1	55.4	56.7	34.1	25.4
PSR	2.8	5.8	5.2	3.1	2.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	5.6	27.0	76.7	65.8	35.0
영업이익 증가율 (%)	-32.9	101.9	95.1	84.2	38.6
지배순이익 증가율 (%)	-70.7	353.7	48.0	83.8	39.7
매출총이익률 (%)	9.2	12.0	11.2	11.7	11.9
영업이익률 (%)	3.8	6.1	6.8	7.5	7.7
지배순이익률 (%)	1.9	6.7	5.6	6.3	6.5
EBITDA 마진 (%)	8.0	10.2	9.3	9.5	9.5
ROIC	4.7	7.2	9.0	13.9	16.1
ROA	1.5	4.5	4.6	7.2	8.8
ROE	3.0	7.9	8.0	13.3	16.2
부채비율 (%)	104.0	60.9	77.6	79.2	74.9
순차입금/자기자본 (%)	51.1	-11.5	15.3	22.1	20.6
영업이익/금융비용 (배)	8.7	13.2	11.2	15.6	18.7

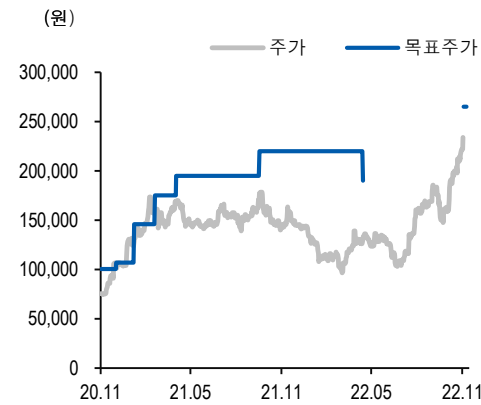
P/E band chart



P/B band chart



포스코케미칼 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-15	BUY	265,000	1년		
담당자변경					
2022-04-26	BUY	190,000	1년	-21.45	23.16
2021-09-29	BUY	220,000	1년	-39.36	-18.86
2021-04-14	BUY	195,000	1년	-21.84	-12.31
2021-03-02	BUY	175,000	1년	-11.99	-3.43
2021-01-19	BUY	146,000	1년	0.86	18.84
2020-11-09	BUY	100,432	1년	-0.79	30.93

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	5.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-12

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

# 에코프로비엠 (247540)

## 2차전지



이안나

02 3770 5599  
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>158,000원 (I)</b>
현재주가 (11/14)	<b>115,700원</b>
상승여력	<b>37%</b>

시가총액	113,156억원
총발행주식수	97,801,344주
60일 평균 거래대금	1,180억원
60일 평균 거래량	1,112,551주
52주 고	140,219원
52주 저	78,819원
외인지분율	9.48%
주요주주	에코프로 외 15 인 51.67%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.4	(2.4)	(16.8)
상대	2.6	11.3	15.0
절대(달려환산)	18.9	(4.1)	(26.0)

## High-Ni 양극재 최강자

### High-Ni NCM, NCA 중심 성장 지속

동사는 High-Ni NCM, NCA를 모두 생산하는 글로벌 선두 기업이다. 최근 완성차 기업들의 적용 배터리 다각화 추세로 동사의 제품이 다양한 고객 니즈를 충족시키고 있다. 동사는 제품 기술력 뿐 아니라 수직계열화가 잘 되어 있는 기업 중 하나다. 2023년 IRA 시행으로 탈중국 공급망에 대한 완성차, 셀 기업들의 협력 요구가 이어지면서 수직계열화 되어 있는 소재 기업 들 중심으로 수주가 빠르게 확대되고 있다. 동사는 에코프로를 중심으로 핵심 광물, 가공, 전 구체, 양극재, 리사이클링까지 갖추고 있으며 이를 통해 북미, 유럽으로의 진출이 활발해질 것 으로 기대된다. 최근 동사는 SK온-포드 합작사 공급향으로 캐나다 퀘벡주에 공장 부지를 확 정했다. 착공은 2023년 하반기다. 또한 헝가리 양극재 공장은 10만톤 규모로 삼성SDI와 독 일 BMW 등에 공급할 예정이며 1공장은 2024년 하반기, 2공장은 2025년 하반기에 양산을 시작할 계획이다.

### 2023년에도 외형 성장은 계속된다

동사는 2023년 매출액 8.7조원(+68% yoy) 영업이익 6,884억원(OPM 8%, +68% yoy)으로 큰 폭의 외형성장이 기대된다. 동사는 2023년 CAM5N 가동이 Full 반영되며, 2022년 4분기 가동 예정이었던 CAM7(5.4만톤) 양산이 시작될 것이다. 2024년부터는 헝가리 공장을 시작 으로 2025년 캐나다 공장 양산까지 시작되며, 수직계열화 효과도 극대화될 것으로 예상된다. 2023년 글로벌 경기 침체로 인한 EV 수요 감소가 예상되면서 배터리 기업 실적 우려가 이어 지고 있다. 다만, 배터리는 공급 부족으로 2023년에도 호실적이 기대된다. 특히, High-Ni 양 극재는 공급 부족 현상이 더욱 심하다. 이에 2023년에도 외형 성장은 지속될 것이다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 158,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 158,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2023년 EBITDA에 국내 양극재 기업 평균 EV/EBITDA 멀티플 20배를 적용한 것이다. 동사는 high-Ni 양극재 중심 빠르게 Capa를 확대해나가고 있다. 또한 수직계열화를 통해 IRA에 대 응하고 있다. 이에 가파른 외형 및 이익 성장이 기대되어 투자 매력도가 높다는 판단이다.

#### Quarterly earning Forecasts

	3Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	15,630	283.0	31.7	15,342	1.9
영업이익	1,410	246.5	37.0	1,312	7.5
세전계속사업이익	1,326	208.3	48.0	1,273	4.2
지배순이익	976	197.9	41.6	959	1.8
영업이익률 (%)	9.0	-1.0 %pt	+0.3 %pt	8.6	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	6.2	-1.8 %pt	+0.4 %pt	6.3	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액		8,547	14,856	51,972	87,144
영업이익		548	1,150	4,099	6,884
지배순이익		469	1,008	2,865	5,100
PER		50.8	63.3	39.5	22.2
PBR		5.4	12.2	7.8	5.9
EV/EBITDA		27.7	43.3	24.8	15.1
ROE		21.2	20.3	28.8	30.3

자료: 유안타증권

[표 1] 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>263</b>	<b>310</b>	<b>408</b>	<b>504</b>	<b>662</b>	<b>1,187</b>	<b>1,563</b>	<b>1,785</b>	<b>1,858</b>	<b>2,105</b>	<b>2,327</b>	<b>2,424</b>	<b>1,486</b>	<b>5,197</b>	<b>8,714</b>
Non-IT	143	170	217	227	280	536	597	588	616	686	748	751	757	2,001	2,802
EV	104	121	173	251	348	588	882	1,103	1,147	1,311	1,458	1,546	649	2,921	5,462
ESS	15	18	16	23	28	53	70	84	86	99	110	116	72	235	411
Others	1	1	2	3	6	11	15	10	8	10	11	11	8	42	40
<b>매출액 증가율(YoY)</b>	<b>57%</b>	<b>63%</b>	<b>63%</b>	<b>104%</b>	<b>152%</b>	<b>282%</b>	<b>283%</b>	<b>254%</b>	<b>181%</b>	<b>77%</b>	<b>49%</b>	<b>36%</b>	<b>74%</b>	<b>250%</b>	<b>68%</b>
Non-IT	29%	71%	53%	44%	96%	215%	175%	159%	120%	28%	25%	28%	49%	164%	40%
EV	21%	56%	76%	192%	234%	386%	410%	340%	229%	123%	65%	40%	110%	350%	87%
ESS	750%	51%	65%	1,172%	83%	194%	338%	267%	208%	86%	57%	39%	138%	225%	75%
Others	-52%	33%	187%	43%	427%	817%	552%	203%	45%	-13%	-29%	13%	14%	429%	-4%
<b>영업이익</b>	<b>18</b>	<b>29</b>	<b>41</b>	<b>28</b>	<b>41</b>	<b>103</b>	<b>141</b>	<b>125</b>	<b>139</b>	<b>158</b>	<b>198</b>	<b>193</b>	<b>115</b>	<b>410</b>	<b>688</b>
% qoq	16%	63%	40%	-32%	49%	151%	37%	-11%	12%	13%	25%	-2%			
% yoy	103%	109%	127%	79%	131%	255%	246%	354%	239%	53%	40%	55%	106%	257%	68%
<b>OPM</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>
<b>매출비중</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Non-IT	54%	55%	53%	45%	42%	45%	38%	33%	33%	33%	32%	31%	51%	39%	32%
EV	40%	39%	42%	50%	53%	50%	56%	62%	62%	62%	63%	64%	44%	56%	63%
ESS	6%	6%	4%	5%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Others	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%

주: K-IFRS 연결

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 에코프로비엠 Valuation: 목표주가 158,000 원으로 커버리지 개시

사업부문	단위	2023E	내용
EBITDA	십억원	754	← 국내 양극재 기업 2023E 평균 EV/EBITDA
Target EV/EBITDA	x	20	
Total EV(기업가치) (1)	십억원	15,508	
순차입금 (2)	십억원	-137	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	15,508	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	98	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	158,249	
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>158,000</b>	
현재주가(11/14)	원	115,700	
Upside	%	36.6	

자료: 유안타증권 리서치센터



에코프로비엠 (247540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	8,547	14,856	51,972	87,144	108,930
매출원가	7,492	12,955	46,211	77,486	96,857
매출총이익	1,056	1,901	5,760	9,658	12,072
판매비	508	751	1,661	2,774	3,445
영업이익	548	1,150	4,099	6,884	8,627
EBITDA	916	1,584	4,639	7,535	9,297
영업외손익	-72	-6	-274	-119	-79
외환관련손익	-35	42	-63	-52	-33
이자손익	-41	-42	-88	-40	-34
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	4	-6	-124	-27	-11
법인세비용차감전순손익	476	1,144	3,824	6,765	8,549
법인세비용	10	166	584	1,015	1,282
계속사업순손익	467	978	3,240	5,750	7,266
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	467	978	3,240	5,750	7,266
지배지분순이익	469	1,008	2,865	5,100	6,445
포괄순이익	455	945	3,221	5,750	7,266
지배지분포괄이익	458	977	2,839	5,083	6,423

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,250	-1,009	-5,354	-4,202	-767
당기순이익	467	978	3,240	5,750	7,266
감가상각비	343	406	540	651	670
외환손익	7	-3	66	52	33
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	298	-2,674	651	-1,415	504
기타현금흐름	136	285	-9,852	-9,240	-9,240
투자활동 현금흐름	-944	-2,373	-1,633	-2,444	-3,380
투자자산	-4	-7	-7	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-984	-2,360	-1,673	-2,444	-3,380
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	43	-6	47	0	0
재무활동 현금흐름	90	3,836	11,766	1,803	935
단기차입금	43	2,050	2,786	868	200
사채 및 장기차입금	-154	1,522	2,368	500	300
자본	48	188	6,245	0	0
현금배당	-31	-94	-210	-221	-221
기타현금흐름	184	171	577	656	656
연결범위변동 등 기타	-6	0	4,205	8,236	7,660
현금의 증감	391	454	8,983	3,393	4,448
기초 현금	201	592	1,046	10,030	13,423
기말 현금	592	1,046	10,030	13,423	17,871
NOPLAT	548	1,150	4,099	6,884	8,627
FCF	266	-3,369	-7,027	-6,646	-4,147

자료: 유안타증권

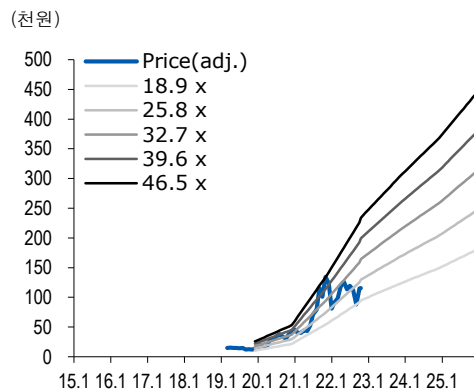
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	3,048	7,391	26,088	32,248	37,034
현금및현금성자산	592	1,046	10,029	13,423	17,871
매출채권 및 기타채권	806	2,675	7,913	9,095	9,227
재고자산	1,568	3,394	8,112	9,697	9,903
비유동자산	4,942	6,867	8,384	10,177	12,887
유형자산	4,360	6,388	7,896	9,689	12,399
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	13	19	27	27	27
자산총계	7,990	14,259	34,472	42,425	49,921
유동부채	1,890	6,129	15,631	17,779	18,751
매입채무 및 기타채무	1,055	2,401	7,649	8,929	9,701
단기차입금	600	2,650	5,468	6,335	6,535
유동성장기부채	89	919	2,320	2,320	2,320
비유동부채	1,427	2,168	3,155	3,655	3,955
장기차입금	1,243	1,935	2,904	3,404	3,704
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,317	8,297	18,785	21,434	22,706
지배지분	4,436	5,517	14,393	19,272	25,496
자본금	105	115	489	489	489
자본잉여금	2,745	2,929	8,776	8,776	8,776
이익잉여금	1,357	2,240	4,847	9,726	15,950
비지배지분	237	444	1,293	1,719	1,719
자본총계	4,673	5,961	15,686	20,991	27,215
순차입금	1,370	4,459	659	-1,367	-5,314
총차입금	1,963	5,524	10,710	12,077	12,577

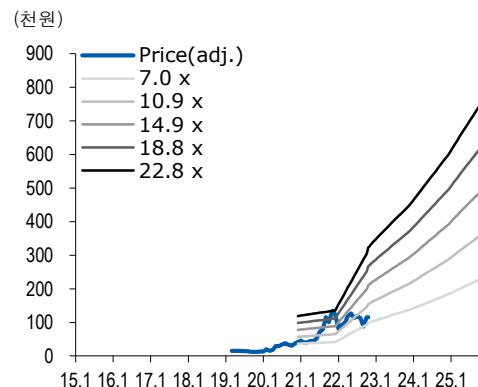
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	554	1,145	2,929	5,215	6,590
BPS	5,215	5,951	14,739	19,736	26,110
EBITDAPS	4,390	7,303	4,743	7,704	9,506
SPS	10,087	16,872	53,140	89,103	111,379
DPS	111	227	227	227	227
PER	50.8	63.3	39.5	22.2	17.6
PBR	5.4	12.2	7.8	5.9	4.4
EV/EBITDA	27.7	43.3	24.8	15.1	11.8
PSR	2.8	4.3	2.2	1.3	1.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	0.0	73.8	249.8	67.7	25.0
영업이익 증가율 (%)	na	110.0	256.3	68.0	25.3
지배순이익 증가율 (%)	na	114.9	184.1	78.0	26.4
매출총이익률 (%)	12.4	12.8	11.1	11.1	11.1
영업이익률 (%)	6.4	7.7	7.9	7.9	7.9
지배순이익률 (%)	5.5	6.8	5.5	5.9	5.9
EBITDA 마진 (%)	10.7	10.7	8.9	8.6	8.5
ROIC	18.7	12.3	26.2	32.7	35.5
ROA	11.7	9.1	11.8	13.3	14.0
ROE	21.2	20.3	28.8	30.3	28.8
부채비율 (%)	71.0	139.2	119.8	102.1	83.4
순차입금/자기자본 (%)	30.9	80.8	4.6	-7.1	-20.8
영업이익/금융비용 (배)	12.9	25.6	36.5	73.7	98.0

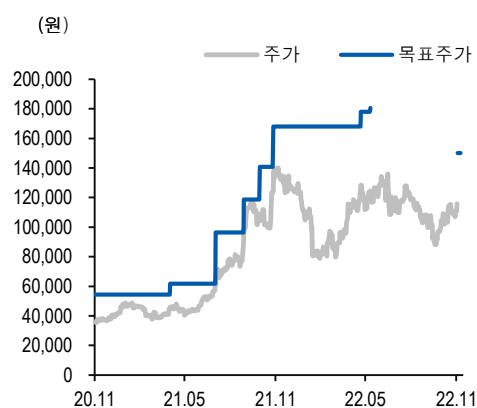
P/E band chart



P/B band chart



에코프로비엠 (247540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-15	BUY	158,000	1년		
담당자변경					
2022-05-04	BUY	177,899	1년	-35.95	-23.61
2021-11-08	BUY	168,016	1년	-35.25	-16.54
2021-10-12	BUY	140,837	1년	-24.62	-12.44
2021-09-10	BUY	118,600	1년	-7.18	-1.65
2021-07-15	BUY	96,362	1년	-22.31	-8.31
2021-04-14	BUY	61,771	1년	-23.37	-2.16
2020-09-01	BUY	54,358	1년	-27.74	-10.23

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	5.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-12

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

# 엘앤에프 (066970)

## 2차전지



이안나

02 3770 5599  
anna.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>294,000원 (I)</b>
현재주가 (11/14)	<b>229,000원</b>
상승여력	<b>28%</b>

시가총액	82,279억원
총발행주식수	35,929,616주
60일 평균 거래대금	1,231억원
60일 평균 거래량	564,471주
52주 고	276,600원
52주 저	168,500원
외인지분율	22.23%
주요주주	새로닉스 외 14 인 23.93%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.7	(3.4)	(0.3)
상대	8.5	10.1	37.9
절대(달려환산)	25.7	(5.1)	(11.3)

## 북미 진출 모멘텀에 밸류 매력도까지

### 북미 진출 가능성에 대한 우려는 접어두자

동사는 높은 High-Ni 기술력에도 불구하고, 기술 이전, 늦어지는 북미 진출 등의 이유로 포스코 케미칼 등 양극재 기업들 대비 저평가되어 있다. 다만, 이에 대한 우려는 일단락되었다는 판단이다. 동사는 미국 합작사 지분율 50% 이상 보유, 최고 경영자 등이 핵심 인사를 맡게 하는 등의 가이드라인을 마련, 산업통상자원부에 다시 설립 허가를 신청했다. 설립허가가 발표되면 미국 레드우드머티리얼즈와의 양극재 합작 회사 건설을 계획할 것이며 5~10만톤 규모로 추정되고 있다. 관련 허가 결과는 빠르면 이번 달 11월 중으로 발표될 가능성이 높아 오히려 북미 진출 모멘텀이 남아있는 양극재 기업이다.

### 2023년에도 테슬라 중심 성장은 계속된다

동사는 2023년 매출액 6.1조원(+55% yoy) 영업이익 4,436억원(OPM 7%, +51%yoy)으로 2023년에도 외형 및 이익 성장이 지속될 것으로 기대된다. 동사는 국내 공장 중심 2025년 24만톤 생산능력 확보를 계획하고 있다. 여기에 미국 공장 진출이 확정되면 5~10만톤이 추가, 29~30만톤 규모의 생산능력을 확보하게 될 것이다. 동사는 Ni 97%+단결정 NCMA 기술의 차세대 양극재를 중심으로 테슬라향 대응을 추가로 계획하고 있어 이에 대한 기대감도 높은 상태다. 또한 탈중국 공급망 움직임으로 인해 테슬라 외 완성차 기업들의 협력 요구도 이어지고 있다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 294,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 294,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 이는 2023년 기준 EBITDA에 국내 양극재 기업 평균 EV/EBITDA 멀티플 21배를 적용한 것이다. 동사는 높은 기술력을 바탕으로 EV 선두주자 테슬라향 물량을 대응하고 있다. 그동안 북미 진출 가능성 여부, 테슬라 양극재 경쟁사 대응 등의 이슈로 양극재 기업 내 저평가 되어 있었다. 그러나 북미 진출 및 테슬라 외 완성차 수주, 차세대 양극재의 테슬라 공급 발표 등에 대한 모멘텀이 큰 상황이다. 따라서 동사에 대한 우려는 접어두고 모멘텀 및 밸류에 집중할 때이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,158	246.2	5.9	14,403	-8.6
영업이익	803	184.1	-18.6	1,077	-25.5
세전계속사업이익	646	흑전	-45.4	1,130	-42.8
지배순이익	577	흑전	-36.7	870	-33.7
영업이익률 (%)	6.1	-1.3 %pt	-1.8 %pt	7.5	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	4.4	흑전	-2.9 %pt	6.0	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	3,561	9,708	39,747	61,608
영업이익	15	443	2,933	4,436
지배순이익	-152	-1,131	2,840	3,737
PER	-57.8	-34.4	29.0	22.0
PBR	4.1	6.2	5.9	4.6
EV/EBITDA	69.5	63.6	26.5	16.5
ROE	-9.4	-27.4	29.6	25.3

자료: 유안타증권

[표 1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22							2021	2022E	2023E
매출액	144	205	241	380	554	863	1,243	1,316	1,294	1,491	1,663	1,713	971	3,975	6,161
(%, QoQ)	43	42	17	58	46	56	44	6	-2	15	12	3			
(%, YoY)	42	197	186	277	283	320	416	246	134	73	34	30	173	309	55
EV	51	86	132	266	443	707	1,056	1,141	1,164	1,342	1,497	1,541	535	3,347	5,545
ESS	72	82	72	95	94	129	124	134	104	119	133	137	322	482	493
전통공구	22	37	36	19	17	26	62	41	26	30	33	34	114	146	123
영업이익	-3	6	14	28	53	61	99	80	87	107	125	125	44	293	444
(%, QoQ)	적지	흑전	135	109	88	15	61	-19	8	24	16	0			
(%, YoY)	적전	125	흑전	흑전	흑전	967	630	184	63	75	26	55	2,890	563	51
OPM (%)	-2	3	6	7	10	7	8	6	7	7	8	7	5	7	7
매출 비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
EV	35	42	55	70	80	82	85	87	90	90	90	90	55	84	90
ESS	50	40	30	25	17	15	10	10	8	8	8	8	33	12	8
전통공구	15	18	15	5	3	3	5	3	2	2	2	2	12	4	2

주: K-IFRS 연결

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 엘앤에프 Valuation: 목표주가 294,000 원으로 커버리지 개시

사업부문	단위	2023E	내용
EBITDA	십억원	515	
Target EV/EBITDA	x	21	← 국내 양극재 기업 2023E 평균 EV/EBITDA
Total EV(기업가치) (1)	십억원	10,815	
순차입금 (2)	십억원	264	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	10,551	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	36	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	293,663	
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>294,000</b>	
현재주가(11/14)	원	229,000	
Upside	%	28.3	

자료: 유안타증권 리서치센터

엘앤에프 (066970) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	3,561	9,708	39,747	61,608	86,251
매출원가	3,328	8,926	35,831	55,808	77,799
매출총이익	233	781	3,916	5,800	8,453
판매비	218	339	983	1,364	2,070
영업이익	15	443	2,933	4,436	6,383
EBITDA	153	647	3,208	5,148	7,294
영업외손익	-194	-1,699	735	-134	17
외환관련손익	-30	41	-90	-10	-10
이자손익	-56	-121	-66	-84	-43
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-108	-1,619	891	-40	70
법인세비용차감전순손익	-179	-1,256	3,668	4,302	6,400
법인세비용	-29	-134	816	565	840
계속사업순손익	-150	-1,123	2,852	3,737	5,560
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-150	-1,123	2,852	3,737	5,560
지배지분순이익	-152	-1,131	2,840	3,737	5,560
포괄순이익	-157	-1,043	2,860	3,748	5,570
지배지분포괄이익	-159	-1,054	2,846	3,748	5,570

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	453	-1,381	-9,585	1,897	5,406
당기순이익	-150	-1,123	2,852	3,737	5,560
감가상각비	123	190	261	700	901
외환손익	7	-3	-32	10	10
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	326	-2,127	-13,071	-2,536	-1,050
기타현금흐름	146	1,682	405	-13	-16
투자활동 현금흐름	-708	-4,136	-1,181	-4,896	-3,496
투자자산	0	-350	-33	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-541	-1,794	-3,682	-2,900	-3,500
유형자산 감소	0	0	10	6	6
기타현금흐름	-167	-1,992	2,524	-2,002	-2
재무활동 현금흐름	464	8,019	6,379	2,145	1,781
단기차입금	-422	326	2,901	1,381	981
사채 및 장기차입금	94	2,248	1,072	800	800
자본	819	4,948	0	0	0
현금배당	-11	-12	0	0	0
기타현금흐름	-17	509	2,406	-36	0
연결범위변동 등 기타	-4	3	9,330	2,528	37
현금의 증감	204	2,506	4,943	1,674	3,727
기초 현금	8	212	2,718	7,661	9,335
기말 현금	212	2,718	7,661	9,335	13,062
NOPLAT	15	443	2,933	4,436	6,383
FCF	-89	-3,174	-13,267	-1,003	1,906

자료: 유안타증권

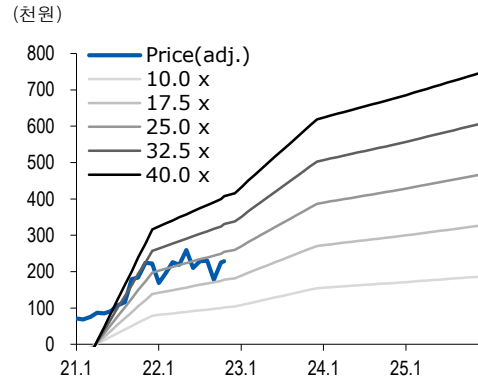
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,120	10,706	20,604	27,202	33,437
현금및현금성자산	212	2,718	7,661	9,335	13,061
매출채권 및 기타채권	635	2,717	3,290	4,282	5,994
재고자산	1,053	2,615	8,772	10,704	11,500
비유동자산	2,542	4,616	8,035	10,218	12,801
유형자산	2,374	4,271	7,930	10,124	12,717
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	24	34	24	24	24
자산총계	4,662	15,322	28,639	37,420	46,237
유동부채	1,581	3,983	10,024	12,740	15,179
매입채무 및 기타채무	466	2,260	3,991	5,176	6,635
단기차입금	968	1,296	4,235	5,616	6,597
유동성장기부채	137	366	418	418	418
비유동부채	1,105	4,987	5,659	7,959	8,759
장기차입금	905	1,560	2,553	3,353	4,153
사채	47	169	7	7	7
부채총계	2,686	8,970	15,683	20,698	23,938
지배지분	1,944	6,308	12,882	16,630	22,190
자본금	140	174	180	180	180
자본잉여금	1,603	6,939	6,594	6,594	6,594
이익잉여금	179	-986	5,842	9,579	15,139
비지배지분	32	44	74	91	110
자본총계	1,976	6,352	12,956	16,721	22,300
순차입금	1,795	1,405	2,629	2,636	691
총차입금	2,178	6,605	10,290	13,971	15,752

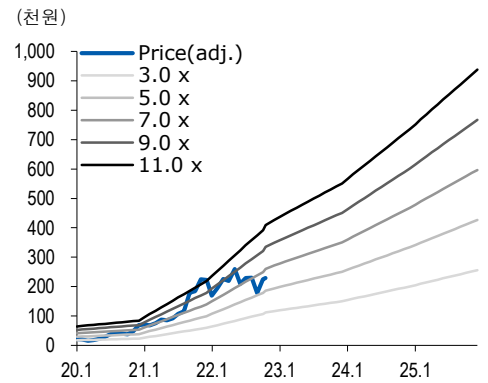
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-550	-3,588	7,904	10,401	15,473
BPS	7,676	19,899	38,813	50,104	66,854
EBITDAPS	575	2,018	8,927	14,328	20,300
SPS	12,872	30,269	110,624	171,468	240,056
DPS	48	0	0	0	0
PER	-57.8	-34.4	29.0	22.0	14.8
PBR	4.1	6.2	5.9	4.6	3.4
EV/EBITDA	69.5	63.6	26.5	16.5	11.4
PSR	2.5	4.1	2.1	1.3	1.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	13.7	172.6	309.4	55.0	40.0
영업이익 증가율 (%)	흑전	2,910.3	562.8	51.2	43.9
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	31.6	48.8
매출총이익률 (%)	6.5	8.0	9.9	9.4	9.8
영업이익률 (%)	0.4	4.6	7.4	7.2	7.4
지배순이익률 (%)	-4.3	-11.6	7.1	6.1	6.4
EBITDA 마진 (%)	4.3	6.7	8.1	8.4	8.5
ROIC	0.3	7.0	19.7	22.0	26.0
ROA	-3.4	-11.3	12.9	11.3	13.3
ROE	-9.4	-27.4	29.6	25.3	28.6
부채비율 (%)	135.9	141.2	121.0	123.8	107.3
순차입금/자기자본 (%)	92.3	22.3	20.4	15.9	3.1
영업이익/금융비용 (배)	0.3	3.3	40.0	46.5	114.2

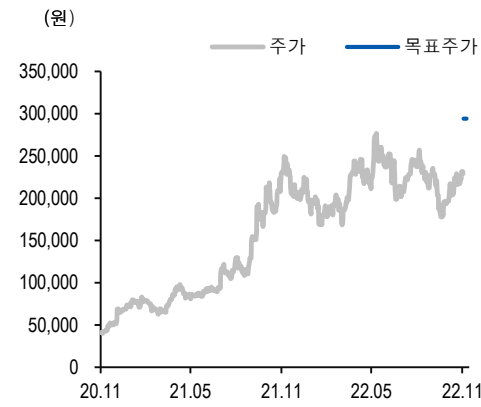
P/E band chart



P/B band chart



엘앤에프 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-15	BUY	294,000	1년		
2021-09-01	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-
2020-09-01	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	5.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-12

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

# 대주전자재료 (078600)

## 2차전지



이안나

02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>Not Rated (I)</b>
목표주가	<b>-원 (M)</b>
현재주가 (11/14)	<b>94,900원</b>
상승여력	<b>-</b>

시가총액	14,691억원
총발행주식수	15,480,593주
60일 평균 거래대금	143억원
60일 평균 거래량	159,994주
52주 고	125,600원
52주 저	62,300원
외인지분율	12.53%
주요주주	임종규 외 11 인 27.53%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.0	9.1	(18.6)
상대	7.9	24.3	12.6
절대(달러환산)	25.0	7.1	(27.6)

## 실리콘 음극재 중심 성장 본격

### SiOx 계열 실리콘 음극재 국내 양산 유일 기업

배터리 기술에서 양극재를 통한 에너지밀도 상승이 한계에 도달하면서 음극재로 관심이 집중되고 있다. 그 중 실리콘 소재가 주목받고 있으며, 다양한 소재 중 SiOx와 Si-C 복합체가 양산 중에 있다. 2022년 기준 실리콘 음극재 양산 기업은 크게 3개 기업 정도로 1위는 삼성 SDI와 함께 하는 중국 BTR, 2위는 파나소닉 위주 공급 Shin-Etsu Chemical, 그리고 LG에너지솔루션에 공급하는 동사가 글로벌 3위다. 동사는 흑연 내 SiOx 중량 5wt% 수준으로 LG에너지솔루션에 공급하고 있으며, 포르쉐 타이칸 등에 적용되고 있다. 그리고 2023년 하반기에는 실리콘 중량 8~10wt% 음극재 상용화를 목표로 개발 중에 있다.

### 2023년 실리콘 음극재 성장 본격화된다

실리콘계 음극활물질 시장은 2021년 약 88억 2,200만달러에서 2026년 69억 1,900만달러로 연평균 23.4%의 성장이 기대된다. 아직까지는 적용 차종이 한정되어 있기 때문에 시장 내 양산 중인 플레이어도 한정되어 있다. 이에 양산 중인 글로벌 3개 기업 중심 성장이 기대된다. 2023년부터는 이미 적용이 시작된 포르쉐 타이칸, BMW iX에 이어, 포드 F-150 등 적용 차종이 확대될 것으로 기대된다. 이에 SK머티리얼즈, 엠케이전자 등이 2023년 하반기 양산을 목표로 하고 있으나 기존 양산 경험이 있는 기업들의 수율을 따라잡으면서 다소 시간이 걸릴 것으로 보인다.

### 동사의 실리콘 음극재 중심 성장에 주목하자

동사의 SiOx계 음극재의 본격 성장은 얼티엄셀즈 2공장이 시작되는 2023년 하반기로 예상된다. 이 때부터는 실리콘 중량 8wt% 음극재가 적용될 것으로 보여 농도 증가에 따른 생산 능력 확대도 기대된다. 동사는 2026년 기준 2만톤 규모를 목표로 증설 중에 있다. 그러나 시화 MTV 산업단지 부지를 모두 활용할 경우 최대 8만톤까지 증설이 가능할 것으로 예상된다. 최근 실리콘 음극재 차종 확대뿐 아니라 LFP 배터리에 실리콘 음극재를 적용하는 움직임이 활발해지면서 고객사 다변화 가능성도 높아진 상태다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q22	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	586	16.5	53.0	539	-
영업이익	51	10.9	45.7	52	-
세전계속사업이익	47	9.3	104.3	50	-
지배순이익	31	-22.5	40.9	69	-
영업이익률 (%)	8.7	-0.4 %pt	-0.4 %pt	9.6	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	8.0	-0.5 %pt	+2.0 %pt	9.3	-1.3 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

결산 (월)	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	806	872	1,163	1,525
영업이익	35	6	89	180
지배순이익	7	-19	58	212
PER	447.2	-141.8	83.5	47.9
PBR	3.8	3.3	5.7	7.8
EV/EBITDA	85.6	63.3	116.9	208.0
ROE	1.0	-2.6	7.1	21.8

자료: 유안타증권



대주전자재료 (078600) 추정재무제표 (K-IFRS)

결산 (월)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	720	806	872	1,163	1,525
매출원가	576	629	710	918	1,175
매출총이익	144	176	162	245	350
판매비	121	142	156	156	170
영업이익	23	35	6	89	180
EBITDA	43	34	40	40	47
영업외손익	-109	-28	-24	-31	-33
외환관련손익	-2	1	3	-9	20
이자손익	-23	-23	-21	-23	-26
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-84	-6	-6	1	-27
법인세비용차감전순이익	-86	7	-19	58	147
법인세비용	0	0	0	0	-64
계속사업순이익	-86	7	-19	58	212
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-86	7	-19	58	212
지배지분순이익	-86	7	-19	58	212
포괄순이익	-92	96	-28	55	343
지배지분포괄이익	-92	96	-28	55	343

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (월)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
영업활동 현금흐름	-4	41	-28	109	96
당기순이익	-86	7	-19	58	212
감가상각비	30	30	35	37	43
외환손익	-8	2	0	1	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-30	-24	-67	-8	-146
기타현금흐름	90	26	23	21	-13
투자활동 현금흐름	-22	-162	-138	-117	-438
투자자산	-3	-5	-12	-2	-83
유형자산 증가 (CAPEX)	25	119	138	109	245
유형자산 감소	2	2	2	1	12
기타현금흐름	-47	-278	-266	-226	-611
재무활동 현금흐름	-4	200	133	79	499
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-3	1	134	81	530
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-8
기타현금흐름	0	199	-2	-1	-24
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-2	0
현금의 증감	-30	78	-34	68	157
기초 현금	84	54	132	99	167
기말 현금	54	132	99	167	324
NOPLAT	23	35	6	89	181
FCF	61	164	116	230	326

자료: 유안타증권

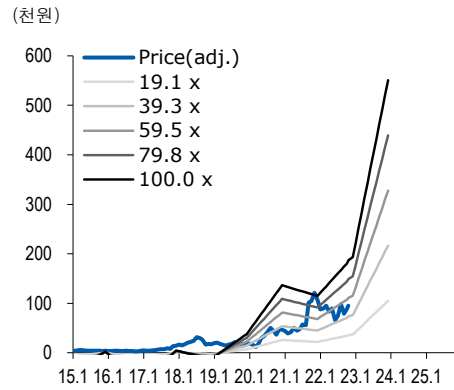
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (월)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
유동자산	293	402	398	476	888
현금및현금성자산	54	132	99	167	324
매출채권 및 기타채권	112	115	149	169	231
재고자산	100	107	124	114	145
비유동자산	980	1,256	1,377	1,444	1,869
유형자산	805	1,071	1,173	1,240	1,607
관계기업 등 지분관련자산	157	161	157	157	131
기타투자자산	6	17	33	34	118
자산총계	1,273	1,658	1,775	1,920	2,757
유동부채	475	381	482	530	638
매입채무 및 기타채무	59	78	74	87	113
단기차입금	357	282	358	419	488
유동성장기부채	59	19	44	19	28
비유동부채	267	452	496	538	858
장기차입금	193	311	343	383	41
사채	0	0	0	0	685
부채총계	742	833	978	1,068	1,497
지배지분	531	825	797	852	1,261
자본금	73	76	76	77	77
자본잉여금	235	431	431	430	526
이익잉여금	62	69	50	108	312
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	531	825	797	852	1,261
순차입금	-67	-175	-117	-186	-454
총차입금	609	612	746	821	1,243

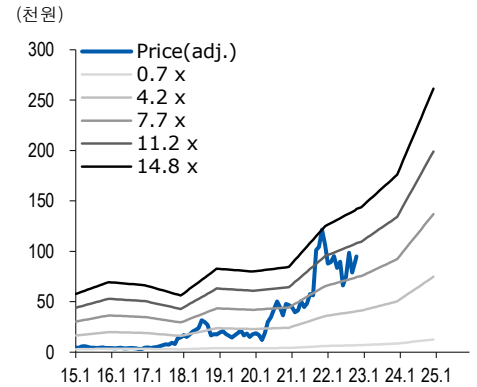
결산 (월)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
EPS	-622	47	-127	389	1,371
BPS	3,800	5,606	5,413	5,722	8,466
EBITDAPS	308	230	259	260	301
SPS	5,204	5,456	5,702	7,567	9,857
DPS	0	0	0	50	100
PER	-11.2	447.2	-141.8	83.5	47.9
PBR	1.8	3.8	3.3	5.7	7.8
EV/EBITDA	21.3	85.6	63.3	116.9	208.0
PSR	1.3	3.9	3.2	4.3	6.7

결산 (월)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액 증가율 (%)	47.4	11.9	8.2	33.4	31.1
영업이익 증가율 (%)	-28.8	52.6	-83.8	1,478.7	102.2
지배순이익 증가율 (%)	-2,888.4	-108.2	-362.1	-414.3	263.4
매출총이익률 (%)	28.9	20.0	21.9	18.5	21.1
영업이익률 (%)	6.6	3.2	4.3	0.6	7.7
지배순이익률 (%)	0.6	-12.0	0.9	-2.1	5.0
EBITDA 마진 (%)	7.2	5.9	4.2	4.5	3.4
ROIC	2.3	3.2	0.4	6.3	10.7
ROA	-6.6	0.5	-1.2	3.3	9.8
ROE	-15.7	1.1	-2.6	7.1	21.8
부채비율 (%)	139.8	100.9	122.8	125.4	118.7
순차입금/자기자본 (%)	-12.7	-21.2	-14.7	-21.8	-36.0
영업이익/금융비용 (배)	1.0	1.5	0.2	3.6	6.2

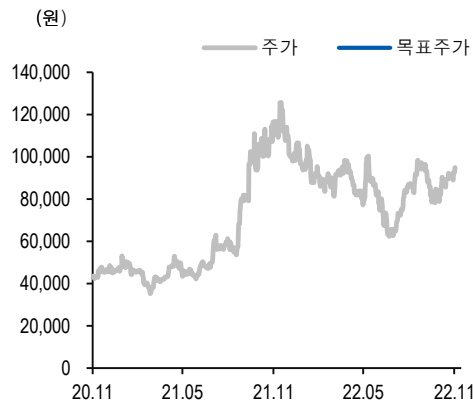
P/E band chart



P/B band chart



대주전자재료 (078600) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-15	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	5.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-12

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

# 나노신소재 (121600)

## 2차전지



이안나

02 3770 5599  
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>109,000원 (I)</b>
현재주가 (11/14)	<b>94,100원</b>
상승여력	<b>16%</b>

시가총액	10,208억원
총발행주식수	12,307,642주
60일 평균 거래대금	241억원
60일 평균 거래량	269,277주
52주 고	98,200원
52주 저	48,800원
외인지분율	6.92%
주요주주	박장우 외 8인 27.43%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.0	9.0	38.0
상대	6.9	24.3	90.8
절대(달려환산)	23.9	7.1	22.8

## 독보적 기술로 성장을 주도한다

### SWCNT 분산제, 글로벌 유일 기업

CNT 도전재는 배터리 적용 초기 단계로 외형 성장폭이 크며, 기술 진입 장벽이 높은 소재다. CNT 도전재는 CNT 파우더와 용매, 분산제로 구성되어 있는데 동사는 분산제를 생산하는 기업이다. CNT는 뭉침현상이 강해서 사용하기 까다로운 도전재 소재이기 때문에 분산제의 역할이 중요하다. 특히, MW(Multi Wall) → DW(Double Wall) → SW(Single Wall)로 갈수록 다루기가 더욱 어려워진다. 동사는 이 모든 CNT 종류의 분산제 기술을 가지고 있으며 가장 높은 기술력을 요하는 SW(Single Wall) CNT 분산제 기업으로는 글로벌 유일하다. 현재 양극 도전재는 MWCNT, 실리콘 음극재에 적용하는 도전재는 SWCNT가 적용되기 시작했다. 이에 글로벌 CNT 도전재 시장이 큰 폭으로 성장하고 있으며 동사가 고스란히 수혜를 보고 있다.

### 2023년 CNT 도전재 중심 큰 폭의 외형성장 기대

동사는 2023년 매출액 1,606억원(+70% yoy) 영업이익 348억원(OPM 22%, +62% yoy)으로 큰 폭의 외형 및 이익 성장이 기대된다. 특히, 2023년부터는 양극 도전제도 SWCNT 적용 움직임이 일어나고 있어 P 상승, Q 증가 효과를 동시에 볼 수 있다. SWCNT의 경우, MWCNT 도전재 대비 가격이 100% 이상 높으며 최근 SWCNT 파우더 생산 계획을 발표한 기업들이 등장하면서 원재료 가격 하락도 기대해볼 수 있다. 동사는 2022년까지 국내 연간 6천톤, 중국 7천톤 생산능력을 확보, 2023년 하반기 양산 목표로 미국, 유럽, 일본 공장 설립을 계획하고 있다. 동사는 CNT 도전재 외 삼성디스플레이 QD-OLED 향 중공실리카, 태양전지 소재 등의 외형 성장도 기대된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 109,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 109,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2023년 EBITDA에 이는 실리콘 음극재 기업 EV/EBITDA 평균 35배를 적용한 것이다. 동사는 높은 수익성과 기술 프리미엄을 바탕으로 배터리 소재 기업 중 투자 매력도가 가장 높다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts

	3Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	215	32.3	3.5	306	-29.5
영업이익	47	182.0	1.1	71	-33.5
세전계속사업이익	109	266.2	58.6	74	47.7
지배순이익	101	267.5	54.6	80	25.7
영업이익률 (%)	21.9	+11.6 %pt	-0.5 %pt	23.2	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	46.7	+29.9 %pt	+15.5 %pt	26.2	+20.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액		485	611	836	1,287
영업이익		15	57	184	280
지배순이익		16	74	259	271
PER		173.1	58.3	39.4	37.7
PBR		2.9	4.2	4.0	3.7
EV/EBITDA		58.8	42.9	37.0	25.3
ROE		1.8	7.7	13.5	9.1

자료: 유안타증권

[표 1] 나노신소재 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	146	146	163	155	188	208	215	224	258	299	347	383	611	836	1,287
(%, QoQ)	43	0	12	-5	21	11	4	4	15	16	16	11			
(%, YoY)	42	197	186	277	29	42	32	45	37	44	61	71	26	37	54
디스플레이	24	27	11	11	37	33	25	32	33	43	46	47	73	127	169
CMP Slurry	30	23	26	29	31	20	44	47	49	45	44	45	108	142	183
태양전지소재	19	16	34	12	13	28	33	32	29	31	32	30	81	106	123
CNT 도전재	20	30	32	37	55	55	57	62	81	106	153	191	119	229	531
기타	53	50	60	66	51	72	56	52	65	74	72	70	229	230	281
영업이익	13	11	17	16	37	47	47	54	59	69	76	76	57	185	280
(%, QoQ)	553	-17	51	-5	131	27	0	14	11	16	11	-1			
(%, YoY)	113	185	600	677	175	321	178	235	60	46	62	41	291	224	51
OPM (%)	9	8	10	10	20	22	22	24	23	23	22	20	9	22	22
매출 비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
디스플레이	16	18	7	7	20	16	12	14	13	14	13	12	12	15	13
CMP Slurry	21	16	16	19	16	10	21	21	19	15	13	12	18	17	14
태양전지소재	13	11	21	8	7	13	15	14	11	10	9	8	13	13	10
CNT 도전재	14	21	20	24	29	26	26	28	31	35	44	50	19	27	41
기타	36	34	37	43	27	35	26	23	25	25	21	18	37	28	22

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 나노신소재 Valuation: 목표주가 109,000 원으로 커버리지 개시

사업부문	단위	2023E	내용
EBITDA	억원	317	
Target EV/EBITDA	x	35	← 실리콘 음극재 기업 2023E EV/EBITDA 평균
Total EV(기업가치) (1)	억원	11,238	
순차입금 (2)	억원	-2,192	
순 기업가치 (1)-(2)	억원	13,430	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	12	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	109,185	
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>109,000</b>	
현재주가(11/14)	원	94,100	
Upside	%	15.8	

자료: 유안타증권 리서치센터

나노신소재 (121600) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	485	611	836	1,287	2,574
매출원가	330	394	473	727	1,493
매출총이익	156	216	363	560	1,081
판매비	141	159	179	280	566
영업이익	15	57	184	280	515
EBITDA	43	93	220	317	560
영업외손익	-9	22	93	9	21
외환관련손익	-10	23	84	-10	19
이자손익	1	0	16	25	8
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-1	-7	-5	-5
법인세비용차감전순손익	6	79	277	288	536
법인세비용	-10	5	18	18	27
계속사업순손익	16	74	259	271	509
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	74	259	271	509
지배지분순이익	16	74	259	271	509
포괄순이익	13	80	265	278	510
지배지분포괄이익	13	80	265	278	510

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	87	106	242	242	393
당기순이익	16	74	259	271	509
감가상각비	27	33	35	36	44
외환손익	14	-9	-73	10	-19
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	27	-43	-22	-118	-185
기타현금흐름	3	51	43	44	44
투자활동 현금흐름	-92	-144	-21	-159	13
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-128	-43	-54	-74	-74
유형자산 감소	0	6	0	0	0
기타현금흐름	36	-107	33	-85	87
재무활동 현금흐름	28	65	1,653	37	4
단기차입금	0	0	1	5	5
사채 및 장기차입금	60	58	68	25	10
자본	0	0	793	0	0
현금배당	-13	-11	-12	-10	-10
기타현금흐름	-19	17	803	17	0
연결범위변동 등 기타	-8	11	43	-50	-11
현금의 증감	15	37	1,918	70	399
기초 현금	126	141	179	2,096	2,166
기말 현금	141	179	2,096	2,166	2,565
NOPLAT	40	57	184	280	515
FCF	-41	63	189	168	319

자료: 유안타증권

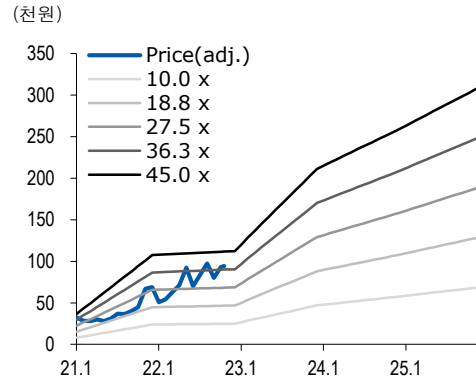
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	685	831	2,736	3,003	3,488
현금및현금성자산	141	179	2,096	2,166	2,565
매출채권 및 기타채권	115	95	113	161	287
재고자산	306	324	320	383	429
비유동자산	382	382	403	440	469
유형자산	298	305	322	360	389
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	25	25	20	20	20
자산총계	1,066	1,212	3,139	3,443	3,957
유동부채	92	158	203	217	224
매입채무 및 기타채무	49	42	51	60	63
단기차입금	30	89	96	100	105
유동성장기부채	1	3	30	30	30
비유동부채	53	57	93	118	128
장기차입금	30	30	66	91	101
사채	0	0	0	0	0
부채총계	145	214	296	335	352
지배지분	921	998	2,843	3,108	3,605
자본금	54	54	61	61	61
자본잉여금	381	383	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	515	581	832	1,090	1,587
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	921	998	2,843	3,108	3,605
순차입금	-171	-252	-2,066	-2,192	-2,491
총차입금	76	144	214	244	258

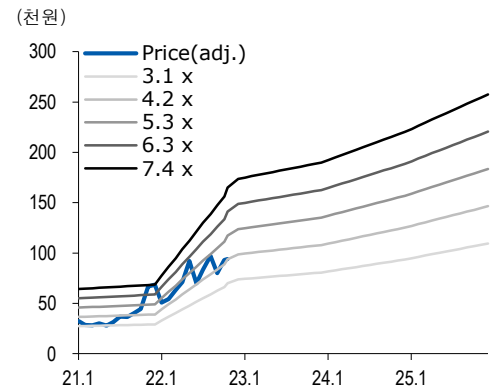
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	144	670	2,387	2,494	4,694
BPS	8,670	9,322	23,569	25,765	29,880
EBITDAPS	394	848	1,790	2,574	4,553
SPS	4,445	5,577	6,794	10,458	20,916
DPS	100	120	120	120	120
PER	173.1	58.3	39.4	37.7	20.0
PBR	2.9	4.2	4.0	3.7	3.1
EV/EBITDA	58.8	42.9	37.0	25.3	13.8
PSR	5.6	7.0	13.9	9.0	4.5

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	-0.8	25.9	36.9	53.9	100.0
영업이익 증가율 (%)	-71.5	290.9	222.1	51.7	84.1
지배순이익 증가율 (%)	-71.6	350.4	248.6	4.5	88.2
매출총이익률 (%)	32.1	35.4	43.4	43.5	42.0
영업이익률 (%)	3.0	9.4	22.0	21.7	20.0
지배순이익률 (%)	3.4	12.2	31.0	21.0	19.8
EBITDA 마진 (%)	8.9	15.2	26.4	24.6	21.8
ROIC	5.9	7.8	24.2	33.1	50.9
ROA	1.6	6.5	11.9	8.2	13.8
ROE	1.8	7.7	13.5	9.1	15.2
부채비율 (%)	15.7	21.5	10.4	10.8	9.8
순차입금/자기자본 (%)	-18.5	-25.2	-72.7	-70.5	-69.1
영업이익/금융비용 (배)	9.0	23.7	43.8	50.5	87.3

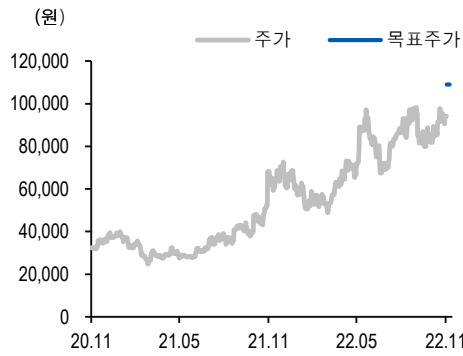
P/E band chart



P/B band chart



나노신소재 (121600) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-15	BUY	109,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	5.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-12

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

# 천보 (278280)

전자/부품



이안나

02 3770 5599  
anna.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>292,000원 (I)</b>
현재주가 (11/14)	<b>245,500원</b>
상승여력	<b>19%</b>

시가총액	24,550억원
총발행주식수	10,000,000주
60일 평균 거래대금	135억원
60일 평균 거래량	62,096주
52주 고	356,200원
52주 저	178,300원
외인지분율	8.37%
주요주주	이상율 외 11 인 55.43%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	30.6	(4.5)	(28.2)
상대	21.4	8.8	(0.7)
절대(달리환산)	40.7	(6.2)	(36.1)

## LFP 확대 수혜 기업

### EV부터 ESS까지 LFP 배터리 확대 중

삼원계 배터리에 대한 불안정성 우려로 완성차 기업들의 LFP 채택률이 증가하고 있다. 이는 ESS 시장도 마찬가지다. 삼원계 ESS 화재가 잇따르면서 LFP ESS에 대한 니즈가 높아졌고 이에 테슬라도 대표 ESS 제품이 메가팩에 LFP 배터리를 탑재하기 시작했다. LFP 배터리는 아직은 낮은 에너지밀도 때문에 이온전도도를 높일 필요가 있으며 이에 특수 전해질 사용 농도가 증가하고 있다. 동사는 다양한 특수 전해질 제품을 보유하고 있으며, 일부 특수 전해질은 글로벌 플레이어 한정으로 높은 수익성을 유지하고 있다.

### 2023년 외형성장 두드러질 것

동사는 2023년 매출액 5,440억원(+65% yoy) 영업이익 1,000억원(OPM 18%, +66% yoy)으로 큰 폭의 외형성장이 기대된다. 동사는 2023년 2분기 P전해질 천톤, 4분기 F전해질 4천톤 양산이 시작되며, 첨가제 VC/FEC 6천톤도 3분기에 양산이 예정되어 있다. 특히, 표준 리튬염과는 달리 일부 특수 리튬염은 플레이어가 제한되어 있어 리튬 가격에 따른 수익성 변동이 크지 않다. 동사는 3분기 실적 발표를 통해 특수 전해질 및 첨가제 생산능력 가이던스를 2025년 4만톤에서 6만톤으로 상향 조정했다. 이는 가격 경쟁력을 활용, 시장 점유율을 빠르게 확대하고자 함이다. 이러한 전략 하에 다소 이익률이 하락할 수 있지만, 여전히 다른 배터리 소재 대비 높은 이익률이 가능할 것으로 예상된다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 292,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 292,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 이는 2023년 EBITDA에 전해액(리튬염, 첨가제 기업 포함) 관련 기업 EV/EBITDA 평균 멀티플 23배를 적용한 것이다. 동사는 LFP 적용 확대에 따른 최대 수혜 기업으로 시장점유율 확대 전략으로 인한 생산능력 확대로 외형성장이 두드러질 것으로 기대된다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	846	14.6	28.6	811	4.4
영업이익	153	28.4	27.0	149	2.9
세전계속사업이익	213	42.7	44.4	134	58.5
지배순이익	166	43.0	29.0	108	53.3
영업이익률 (%)	18.1	+2.0 %pt	-0.2 %pt	18.3	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	19.7	+4.0 %pt	+0.1 %pt	13.4	+6.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,555	2,716	3,303	5,444
영업이익	301	506	605	1,005
지배순이익	273	438	580	975
PER	40.4	51.8	42.3	25.2
PBR	4.8	7.9	6.7	5.3
EV/EBITDA	25.8	34.4	31.0	20.1
ROE	12.6	17.2	17.9	23.8

자료: 유안타증권

[표 1] 천보 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	49	60	74	88	94	66	85	86	100	122	155	167	611	330	544
(%, QoQ)	9	23	22	20	7	-30	29	1	16	22	27	8			
(%, YoY)	27	79	93	96	92	9	15	-3	6	85	84	95	26	-46	65
2차전지소재	31	37	53	64	65	37	64	66	79	99	128	141	73	232	446
전자소재	15	17	17	19	23	21	15	14	15	18	21	21	108	72	75
기타	4	6	4	5	6	9	5	6	6	6	6	6	81	26	23
영업이익	10	10	12	20	18	12	15	15	19	22	29	30	57	60	100
(%, QoQ)	-1	1	24	65	-8	-33	28	-1	26	17	29	6			
(%, YoY)	32	52	68	105	89	25	29	-23	6	85	88	101	291	6	66
OPM (%)	19	16	16	22	19	18	18	18	19	18	19	18	9	18	18
매출비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
2차전지소재	62	62	72	72	69	56	76	77	79	81	82	84	12	70	82
전자소재	31	27	23	22	24	31	18	16	15	14	14	12	18	22	14
기타	7	11	6	6	7	13	6	7	6	5	4	3	13	8	4

주: K-IFRS 연결

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 천보 Valuation: 목표주가 290,000 원으로 커버리지 개시

사업부문	단위	2023E	내용
EBITDA	십억원	121	
Target EV/EBITDA	x	23	← 전해액(리튬염, 첨가제 기업 포함) 관련 기업
Total EV(기업가치) (1)	십억원	2831	
순차입금 (2)	십억원	-86	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	2,917	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	10	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	291,740	
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>292,000</b>	
현재주가(11/14)	원	245,500	
Upside	%	18.9	

자료: 유안타증권 리서치센터



천보 (278280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,555	2,716	3,303	5,444	7,621
매출원가	1,232	2,172	2,617	4,316	6,021
매출총이익	323	544	686	1,127	1,600
판매비	22	38	81	123	152
영업이익	301	506	605	1,005	1,448
EBITDA	413	668	790	1,207	1,678
영업외손익	2	43	137	225	2
외환관련손익	-7	19	179	231	0
이자손익	7	-6	-37	-18	-10
관계기업관련손익	0	-2	0	0	0
기타	2	32	-4	12	12
법인세비용차감전순이익	303	549	743	1,230	1,450
법인세비용	30	69	95	141	174
계속사업순이익	274	480	647	1,089	1,276
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	274	480	647	1,089	1,276
지배지분순이익	273	438	580	975	1,142
포괄순이익	266	480	648	1,089	1,277
지배지분포괄이익	265	438	581	975	1,143

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	191	-143	776	572	1,431
당기순이익	274	480	647	1,089	1,276
감가상각비	112	161	184	201	229
외환손익	11	-11	-153	-231	0
중속, 관계기업관련손익	0	2	-1	0	0
자산부채의 증감	-193	-837	119	-502	-89
기타현금흐름	-12	61	-20	15	15
투자활동 현금흐름	-125	-485	-1,724	-460	-510
투자자산	364	172	-1,046	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-509	-528	-657	-460	-510
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	20	-129	-21	0	0
재무활동 현금흐름	6	841	3,247	-30	-10
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-67	95	3,050	0	20
자본	0	0	250	0	0
현금배당	-30	-30	-30	-30	-30
기타현금흐름	103	775	-23	0	0
연결범위변동 등 기타	-7	5	66	244	-148
현금의 증감	65	219	2,365	327	764
기초 현금	70	135	353	2,719	3,045
기말 현금	135	353	2,719	3,045	3,809
NOPLAT	301	506	605	1,005	1,448
FCF	-318	-670	119	112	921

자료: 유안타증권

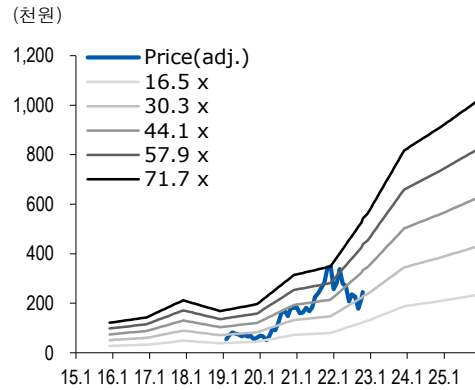
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,401	2,276	5,344	6,270	7,180
현금및현금성자산	135	353	2,719	3,045	3,810
매출채권 및 기타채권	331	595	655	938	1,025
재고자산	359	621	797	1,114	1,172
비유동자산	1,206	1,769	2,232	2,489	2,770
유형자산	1,159	1,482	1,954	2,213	2,494
관계기업 등 지분관련 자산	10	63	64	64	64
기타투자자산	12	19	18	18	18
자산총계	2,607	4,046	7,576	8,759	9,950
유동부채	198	681	3,207	3,304	3,361
매입채무 및 기타채무	71	139	150	247	304
단기차입금	40	275	275	275	275
유동성장기부채	10	58	83	83	83
비유동부채	163	305	301	301	321
장기차입금	150	293	245	245	265
사채	0	0	0	0	0
부채총계	362	985	3,507	3,605	3,682
지배지분	2,245	2,848	3,629	4,574	5,686
자본금	51	51	51	51	51
자본잉여금	873	1,012	1,242	1,242	1,242
이익잉여금	1,424	1,834	2,385	3,330	4,442
비지배지분	0	213	440	581	581
자본총계	2,246	3,061	4,069	5,155	6,268
순차입금	-370	93	-529	-856	-1,600
총차입금	259	710	3,225	3,225	3,245

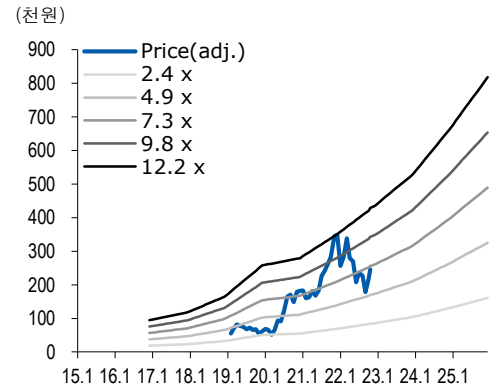
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,734	4,377	5,803	9,746	11,424
BPS	22,830	28,680	36,541	46,061	57,265
EBITDAPS	4,133	6,680	7,896	12,069	16,778
SPS	15,549	27,158	33,033	54,437	76,212
DPS	300	300	300	300	300
PER	40.4	51.8	42.3	25.2	21.5
PBR	4.8	7.9	6.7	5.3	4.3
EV/EBITDA	25.8	34.4	31.0	20.1	14.0
PSR	7.1	8.4	7.4	4.5	3.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	14.9	74.7	21.6	64.8	40.0
영업이익 증가율 (%)	10.8	68.0	19.6	66.0	44.1
지배순이익 증가율 (%)	18.7	60.1	32.6	67.9	17.2
매출총이익률 (%)	20.8	20.0	20.8	20.7	21.0
영업이익률 (%)	19.4	18.6	18.3	18.5	19.0
지배순이익률 (%)	17.6	16.1	17.6	17.9	15.0
EBITDA 마진 (%)	26.6	24.6	23.9	22.2	22.0
ROIC	17.5	18.6	16.9	24.0	29.8
ROA	11.0	13.2	10.0	11.9	12.2
ROE	12.6	17.2	17.9	23.8	22.3
부채비율 (%)	16.1	32.2	86.2	69.9	58.7
순차입금/자기자본 (%)	-16.5	3.3	-14.6	-18.7	-28.1
영업이익/금융비용 (배)	92.4	61.0	7.8	15.6	22.3

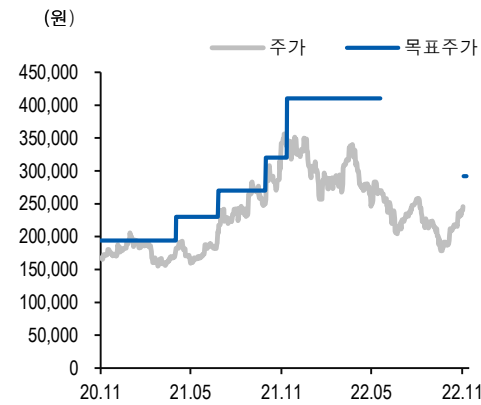
P/E band chart



P/B band chart



천보 (278280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-15	BUY	292,000	1년		
	담당자변경				
2021-11-24	BUY	410,000	1년		
2021-10-12	BUY	320,000	1년	-4.57	11.31
2021-07-08	BUY	270,000	1년	-9.88	4.81
2021-04-14	BUY	230,000	1년	-22.66	-9.70
2020-09-01	BUY	194,000	1년	-11.65	6.13

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	5.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-12

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이인나)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

천지엔 천지를 무는 이야기

당신이 궁금해하는 모든 것

전지에 전지를 무는 이야기

당신이 궁금해하는 모든 것

