

Secondary Battery

## 2 차전지

**비중확대 (유지)**

**힘의 논리, 힘이 승리**

 **신한투자증권**  
기업분석부

정용진 연구위원  
☎ 02-3772-1591  
✉ yjjung86@shinhan.com

 신한 리서치  
투자정보



## Contents

I. Investment Summary	3
II. 국가대표 산업으로 가는 길	4
III. 미국의 그물은 성긴 듯하나 촘촘하다	11
IV. 주춤해진 EU	22
V. 투자 전략	30
<b>Company Analysis</b>	
더블유씨피(393890) - 매수 (유지), 목표주가 70,000원(유지)	38
SK아이이테크놀로지(361610) - 매수 (유지), 목표주가 105,000원(상향)	43

# I. Investment Summary

## 정책의 크기보다 중요해질 정책의 결

### 미국이 보여준 정책의 힘(Tit for tat)

외생 변수에서  
한 걸음 떨어지기

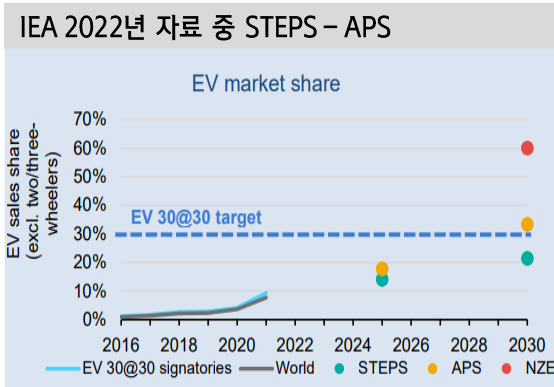
이제는 조금 식상해진 탈세계화라는 배경 속에 한국 기업들도 각자 활로를 구축하고 있다. 다행히 2차전지 업체들에게는 유리한 환경이다. 한국 2차전지는 기존에도 중국과 치열하게 경쟁하고 경쟁하는 노선이었다. 미국의 주요 밸류 체인에서 중국을 배제하는 과정에서 순수하게 반사 수혜를 기대할 수 있는 상황이다. 과거 중국은 산업화 과정에서 자동차 시장을 배타적으로 육성하며 자국 기업의 힘을 키웠는데, 최근 미국 전기차 산업의 육성도 그 맞대응 전략(Tit for tat)으로 볼 수 있다. 강력한 소비 여력과 재정을 갖춘 국가들이기에 가능한 전략이다.

### 향후 봐야할 정책의 결(Quid pro quo)

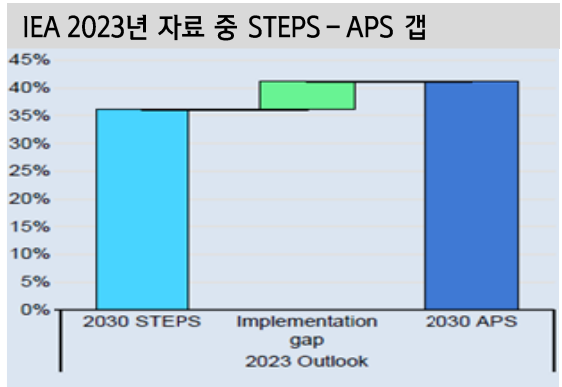
미국 정책이 지향하는 결과가 자국우선주의임은 자명하다. 전기차 및 2차전지 밸류 체인 중 자국 기업이 득세하고 있는 완성차는 철저하게 자국 중심으로 육성하는 반면, 공급망 동맹이 필요한 2차전지 산업은 전폭적으로 지원해주고 있다. 다만 이 지원은 향후 갚아야 할 부채(Quid pro quo)이기도 하다. 2차전지 후방 산업의 핵심이 여전히 중국에 귀속되어 있는 상황에서 2025년까지 해외우려집단(FEoC)을 배제해야하는 숙제가 남겨졌다.

### 힘의 논리에서는 힘이 승리, 중국 공급망 의존도가 낮은 업체에 주목

현 시점에서 2차전지 밸류 체인의 밸류에이션은 개별 기업의 성과나 역량보다 정치적 외생 변수에 따라 틀이 변할 수밖에 없다. 향후 정책의 방향은 전기차 시장을 키우려는 보조의 성격보다는, 자국의 이익을 극대화하고 공급망 안전성을 찾는 방향으로 진행될 전망이다. 변수가 많아지고, 예측이 어려워질 수밖에 없다. 따라서 변수를 줄이는 방향으로의 투자 전략이 필요하다. 중국발 원료/소재 공급 의존도가 낮은 분리막/동박 업체에 대한 관심이 유효하다.



자료: IEA, 신한투자증권



자료: IEA, 신한투자증권

## II. 국가대표 산업으로 가는 길

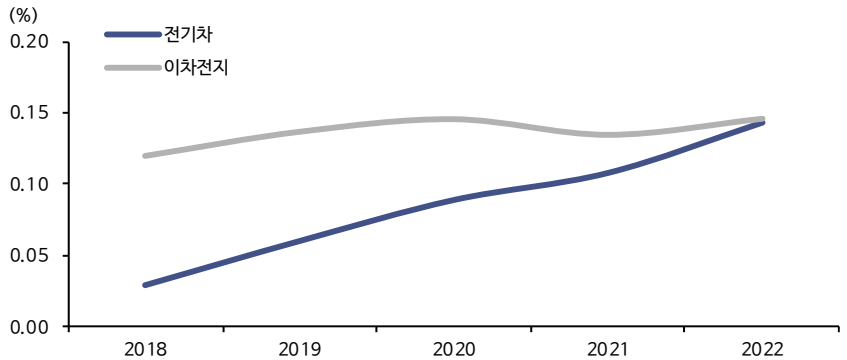
### 한국 경제의 핵심 축을 담당하게 될 2차전지

#### 밸류 체인 중 소부장 중심으로 국내 생태계 조성 중

2차전지 괄목할 만한 성장세 지속

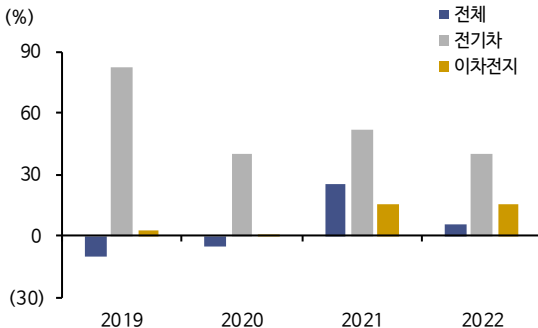
경제적 구조나 인구 환경상 한국은 결국 수출 중심의 사회로 이어질 수밖에 없다. 나라의 재정과 인력자원들이 수출 경쟁력을 높이는 방향으로 집중되는 구조다. 최근 국내 수출 환경을 돌아보면 전기차/2차전지에 대한 관심이 높아지는 이유를 설명할 수 있다. 반도체와 석유화학의 빈자리를 전기차/2차전지/바이오 등 차세대 먹거리 산업들이 만회하는 모습이다. 향후 구조적으로 전기차와 2차전지 산업이 한국 경제의 차세대 기둥이 될 것이라는 사실은 분명하다.

#### 국내 전체 수출에서 전기차/2차전지 비중



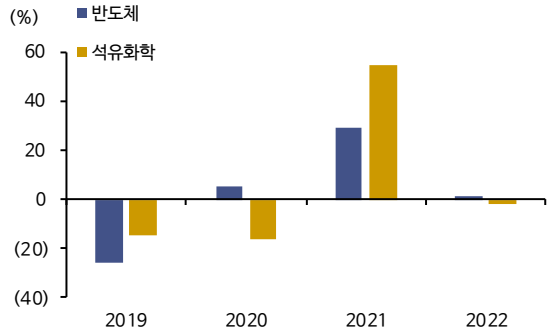
자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

#### 전체 수출 증감율과 전기차/2차전지 수출 성장세



자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

#### 반도체/석유화학 수출 증감률



자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

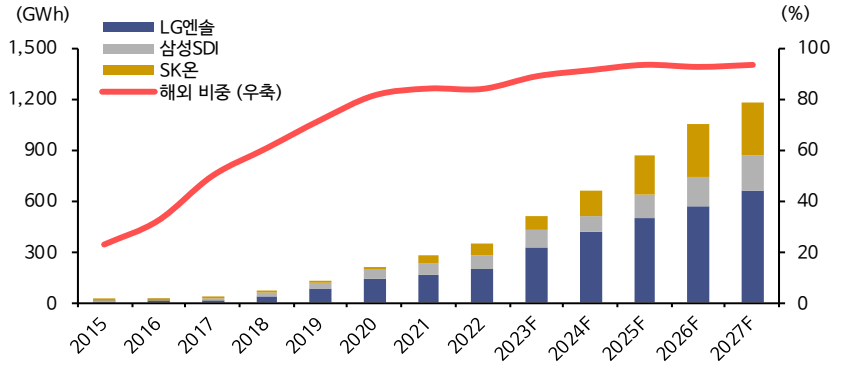
탈 세계화로 엇갈린  
현지화 투자 컨셉

탈 세계화 흐름이 불가역적이라면

한국 경제에 국한해 보면 전기차/2차전지 산업의 탈세계화 움직임은 고민 요소다. 주요 선진국들이 자국 내 전기차 밸류 체인을 귀속시키려는 정책을 강화할수록 한국 2차전지 관련 업체들의 해외 진출은 가속화될 수밖에 없다. 국내 셀 3사 기준으로 보면 전체 생산능력(Capa) 중 해외 비중이 2017년 이미 50%를 기록했다. 향후 공격적인 해외 설비 확대에 따라 2025년에는 해외 비중이 94%까지 상승할 전망이다.

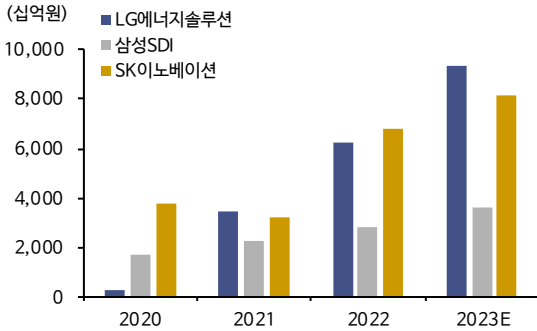
한국 경제의 경쟁력을 위해서 소재 업체들의 국내 잔류를 위한 지속적인 푸시가 필요하다. 이에 산업통상자원부도 지난 4/18(화) 소부장 기업의 글로벌화를 위한 정책을 강화하고 발표했다. 글로벌 공급망 재편 과정에서 주요 소재 업체들이 국내 산업의 경쟁력을 달성하는 축이 되어야 하기 때문이다.

국내 셀 3사의 Capa 전망과 해외 비중



자료: 각 사 자료, 신한투자증권

셀 3사의 Capex 추정치



자료: QuantiWise, 신한투자증권

소부장 핵심 경쟁력 특별 지원법

주진 방안	<b>기술 혁신</b> 소부장 핵심원천기술 150대에서 200대로 확대 ① [도전] 미래 시장 선도형 첨단 소부장 기술개발 ② [속도] 신속한 기술개발 및 상용화 ③ [개발] 글로벌 R&D 협력 네트워크 확장
	<b>생산 혁신</b> '슈퍼 E' 기업 육성 / 오토기업 200개회 선정 ④ [클러스터] 첨단 소부장 산업의 글로벌 핵심 클러스터화 ⑤ [기업성장] '슈퍼 E' 소부장 기업 육성 ⑥ [공급망] 회복탄력성 높은 소부장 공급망 구축 지원
	<b>수출 확대</b> 지역별로 소부장 특화 수출전략 추진 ⑦ [지역별 수출] 지역별 수요 연계 특화 진출 확대 ⑧ [수출 지원] 소부장 수출 지원 서비스 전방위 지원
주진 기반	- 소재부품장비 특별연계(20~24) 연장 추진 - (예산당국 유과 협의) - 공급망 안정화를 위한 '공급망 3방, 재개편' - * 소부장특별법(개발), 자립안보특별법(제조), 공급망기초법(제조)

자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

국내 소부장 중심의  
정책 지원 확대

2차전지 소부장 지원에 집중되는 힘

정부의 2차전지 소부장 업체 육성은 다양한 정책적 지원으로 본격화되고 있다. 흔히 정부의 지원책은 R&D 지원, 관련 인력 풀 확대, 산업 특화단지 조성, 수출 환경 지원 등으로 이뤄진다. 최근 3월 발표된 국가첨단산업 육성 전략에서는 기술 초격차를 만들기 위한 20조원의 투자(2030년까지 민간 합동)와 공급망 확대에 집중했다. 추가적으로 조세법 개정을 진행해 국가전략기술에 대해서는 투자세액공제 상향을 검토 중이다.

정부의 R&D 지원 정책의 핵심은 4가지로 압축된다. 1) 전고체/리튬메탈/리튬황 등 차세대 전지 기술을 선점하고, 2) 소부장 핵심 경쟁력 확보를 위한 5,000억원 규모의 정책 펀드를 지원한다. 3) 기존 기술(삼원계, LFP, ESS 등)에도 3,500억원 이상 R&D 투자를 지원해 2차전지 제품군 전반에 대한 포트폴리오를 강화하고, 4) 2030년까지 국내 2차전지 100% 순환 시스템을 구축하는데 있다.

위 목표를 이루기 위한 핵심 기업으로 2021년부터 진행된 소부장 으뜸기업(정부가 지정한 핵심전략기술 분야에서 역량을 갖춘 업체에게 지원하는 프로젝트)들이 선전하고 있다. 지난해말 핵심전략기술이 확대 개편됐는데 반도체(+15개), 기초화학(+11개), 전기전자(+7개) 분야 순으로 관련 기술이 추가됐다. 2차전지 관련 기술이 대거 편입되면서 관련 R&D 지원이 강화될 전망이다.

이차전지 산업 경쟁력 강화 국가전략

**2. 국내 이차전지 생태계 경쟁력 강화**

- 소부장에서 완제품까지 체계시장 석권**
  - 소재기업 투자 활성화
    - ▶ 상향된 투자세액공제 적용 (전기자동차: 15%, ESS/리튬배터리: 20%)
    - ▶ 특화단지 지원 (23년 상반기)
      - 기술개발, 인력초·중장학 지원
    - ▶ 산단 융복합 확대 (최대 1.4배)
      - 인·재·물·금 융복합 지원
  - 장비기업 경쟁력 제고
    - 주요 장비 기술 R&D 집중 지원
    - 소부장 핵심 기술로 신규 지원
    - 첨단 제조장비 R&D 메타 추진
    - 소부장 특화단·구축에 연차별 지원
    - 정책펀드로 유망 장비기업 지원
      - 이차전지 핵심원재료(정밀)
      - 고성능 배터리(정밀)
  - 산업계 중심의 전문인력 양성
    - ▶ 청년산업인재혁신 특별법 제정 추진
    - ▶ 인력 위기 청년업종 지원 ▶ 재능 기부 지원
    - ▶ 임종별 시키데이 운영
    - ▶ 민간 주도의 전략인재 프로그램을 개발·운영

자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

투자세액공제 정부안

구분	당기분(%)			증가분(%)
	대기업	중견기업	중소기업	
일반	1 → 3	5 → 7	10 → 12	3 → 10
신성장·원천기술	3 → 6	6 → 10	12 → 18	
국가전략기술	8 → 15	8 → 15	16 → 25	4 → 10

자료: 신한투자증권

국내 소부장 으뜸기업 리스트			
	1기 (2021년)	2기 (2022년)	3기 (2023년)
반도체	주성엔지니어링	나노텍	유진테크
	경인양행	라운테크	웨이브피아
	동진씨미켄	피에스케이	뉴파워플라즈마
		네패스 이엔에프테크 에스케이실트론	텔레칩스 한솔케미칼 케이에스엠컴포넌트 제우스 와이아이케이 티이엠시
전기전자	에이테크솔루션	트리노테크놀로지	테크로스
	롯데에너지머티리얼즈	천보	엠시넥스
	아모텍	아이블포토닉스	
	에코프로비엠	이너트론 울촌화학	
디스플레이	코오롱인더스트리	엔씨켄	서울바이오시스
	신화인터텍	엘티메탈	라운텍
	선익시스템		코스텍시스템
	에이치앤이루자		엔젯
자동차	상아프론테크	디젠	넥스트칩
	성우하이텍	일진하이솔루스	휴비스
	오토젠		대동모벨시스템
기계금속	와이지-원	현대중공업터보기계	디엔솔루션즈
	이오테크닉스	동화엔텍	마이크로원
	하이젠모터	디와이파워	에스피지
	새솔다이아몬드공업	화신	
	에스비비테크		
	아스플로		
	미래컴퍼니		
바이오			메디포스트
기초화학	후성	영우	유니테크
		티에스알	

자료: 산업통상자원부, 신한투자증권 정리

### 수출입 지표로 소부장 카테고리 확인 중

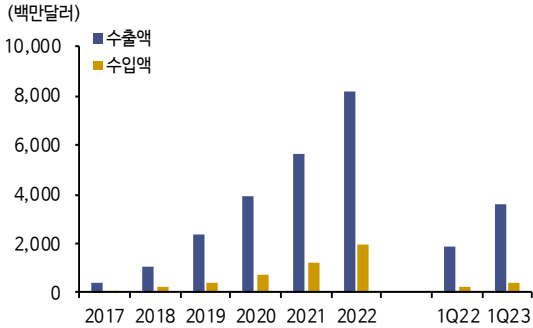
#### 수출입 동향 분석

2차전지 주요 품목 중 확실하게 국내 순수출을 견인하는 것은 전기차, 셀, 양극재, 분리막, 동박 등이다. 단순하게 규모별로 보면 2022년 순수출 중 양극재가 80억달러, 전기차 62억달러, 셀 14억달러, 분리막 8억달러, 동박 3억달러씩 기록했다. 이 중 명백하게 성장세를 유지하고 있는 품목은 전기차, 양극재로 좁혀진다. 그 외 셀 및 소재들의 경우 해외 투자의 램프업이 본격화되면서 수출 규모는 성장이 둔화되고 있다. 전기차는 1Q23 중 32억달러(+95% YoY)를 순수출해 2배 가까이 성장했고, 양극재는 동기간 순수출액 23억달러(+129% YoY)를 기록해 2차전지 소재 중 최대폭의 성장세를 기록했다.

반면 2차전지 순수입 품목은 잘 알려진 리튬산화물과 전구체다. 2022년 수산화리튬의 순수입액은 36억달러에 달하고, 탄산리튬 13억달러, 전구체 8억달러씩 발생했다. 세 품목 모두 양극재 생산에 핵심적인 원료들이다. 러프하게 보면 양극재 순수출로 80억달러를 버는 동안 주요 3대 원료의 순수입으로 58억달러를 쓰고 있었다. 한가지 고무적인 사실은 리튬산화물의 경우 여전히 순수입 구조가 공고한 반면 전구체의 경우 2022년부터 순수입 금액이 대폭 감소하고 있다. 밸류 체인 내재화 및 국산화 노력이 성과를 거두고 있는 것으로 판단된다.

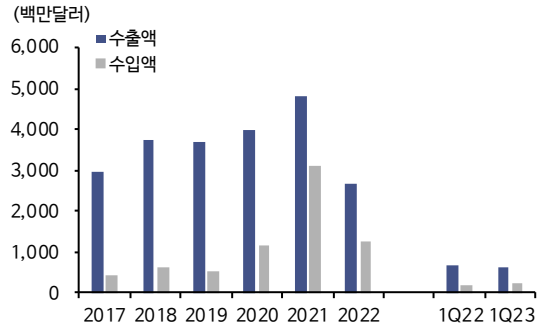
## 2차전지 밸류 체인 수출입 동향

### 전기차 수출입 추이 (HS코드: 870380)



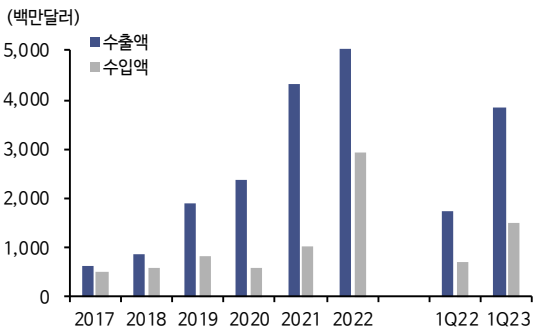
자료: KITA, 신한투자증권

### 2차전지 셀 수출입 추이 (HS코드: 85076090)



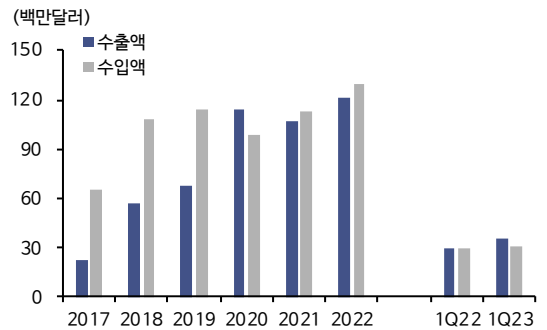
자료: KITA, 신한투자증권

### 양극재 수출입 추이 (HS코드: 2841909000)



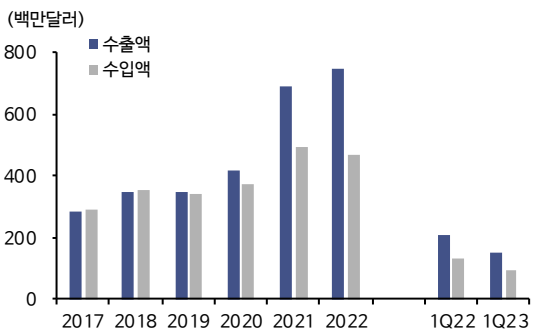
자료: KITA, 신한투자증권

### 음극재 수출입 추이 (HS코드: 3801101000)



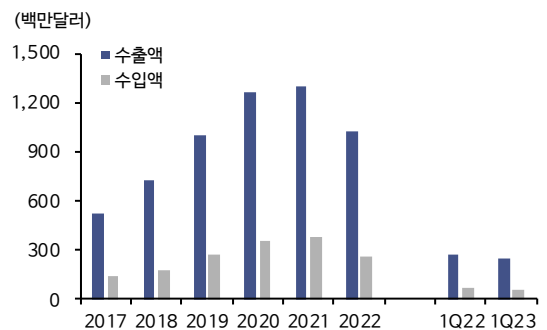
자료: KITA, 신한투자증권

### 동박 수출입 추이 (HS코드: 7410110000)



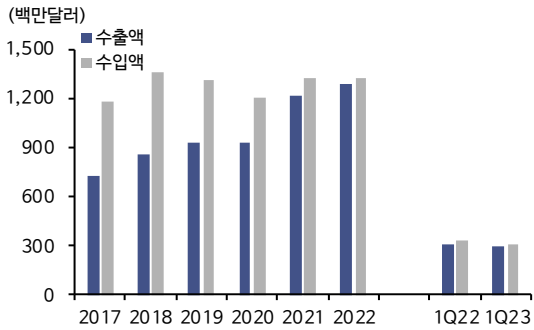
자료: KITA, 신한투자증권

### 분리막 수출입 추이 (HS코드: 3921191010)



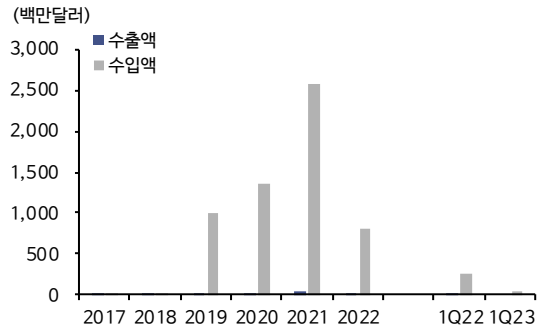
자료: KITA, 신한투자증권

**전해액 수출입 추이 (HS코드: 3824999090)**



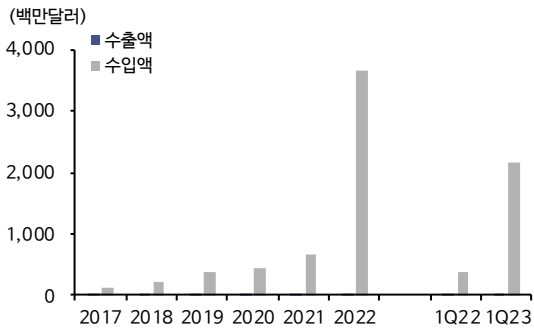
자료: KITA, 신한투자증권

**전구체 수출입 추이 (HS코드: 2825902090)**



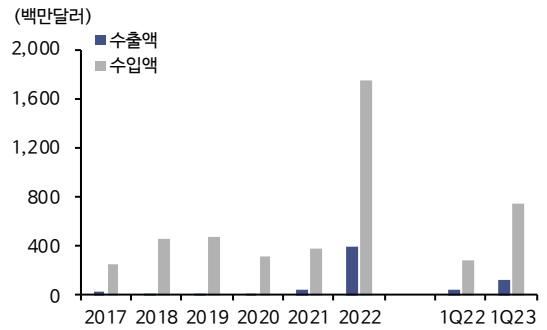
자료: KITA, 신한투자증권

**수산화리튬 수출입 추이 (HS코드: 2825202000)**



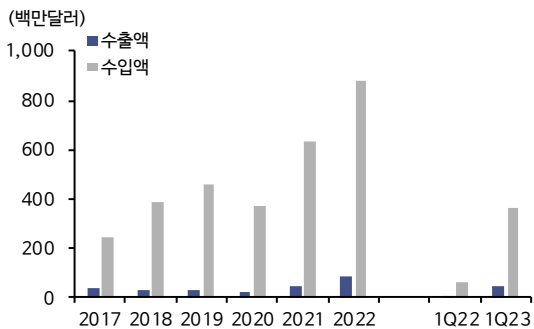
자료: KITA, 신한투자증권

**탄산리튬 수출입 추이 (HS코드: 2836910000)**



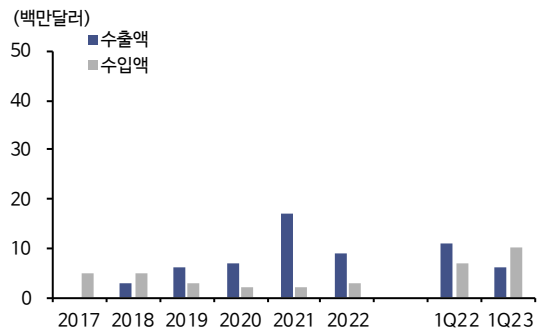
자료: KITA, 신한투자증권

**합금 전 니켈 수출입 추이 (HS코드: 750210)**



자료: KITA, 신한투자증권

**황산니켈 수출입 추이 (HS코드: 283324)**



자료: KITA, 신한투자증권

### III. 미국의 그물은 성긴 듯하나 촘촘하다

#### 미국의 그물은 성긴 듯하나

##### CHIPS Act와 IRA

##### 엇갈린 미국 모멘텀

미국 정부가 자국의 경쟁력 강화를 위해 리쇼어링 정책을 지속하면서 한국의 반도체와 전기차/2차전지가 핵심 의제 산업으로 떠올랐다. 반도체법(CHIPS Act)과 IRA(Inflation Reduction Act)는 미국에서 첨단산업을 육성하고 중국을 밸류 체인에서 배제하는 과정에서 한국의 역할이 중요해 진다는 점에서는 동일하다. 하지만 실제 정책의 수혜에 대한 해석은 엇갈리고 있다.

대표적으로 반도체법에 포함된 조항인 가드레일과 초과이익 공유 등이 국내 업체들에게 고민거리가 됐다. 생산지원금을 받기 위한 기준 NOFO에 따르면 향후 우려국가에서 투자/중산이 제한된다(가드레일 조항). 미국 상무부가 규정한 우려국가에는 중국, 러시아, 이란 등이 포함되어 있다. 국내 반도체 업체들의 중국 생산 비중은 20% 이상이고, 국내 생산분의 수출 중 대중국 비중도 40%에 달한다. 밸류 체인상 완벽한 결별이 어려운 구조다.

심지어 지원을 받고 미국에 투자하더라도 초과이익 공유 조치라는 허들이 남아 있다. 기업이 예상한 수준보다 초과된 이익을 얻게되면 지급된 보조금의 75% 이내 수준에서 다시 회수되는 조항이다. 미국 리쇼어링 정책의 원칙은 자국의 경제적 이익이 최우선임을 보여준다.

미국 반도체법 및 세부안 발표 전후 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

미국 IRA법 및 세부안 발표 전후 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

### 미국 반도체법 내 가드레일 조항

#### Preventing the Improper Use of CHIPS Act Funding

**AGENCY:** CHIPS Program Office, National Institute of Standards and Technology, Department of Commerce.

**ACTION:** Proposed rule; request for public comment.

**SUMMARY:** The CHIPS Act (the Act) established an incentives program to reestablish and sustain U.S. leadership across the semiconductor supply chain. To ensure that funding provided through this program does not directly or indirectly benefit foreign countries of concern, the Act includes certain limitations on funding recipients, such as prohibiting engagement in certain significant transactions involving the material expansion of semiconductor manufacturing capacity in foreign countries of concern and prohibiting certain joint research or technology licensing efforts with foreign entities of concern. The Department of Commerce (Department) is issuing, and requesting public comments on, a proposed rule to set forth terms related to these limitations and procedures for funding recipients to notify the Secretary of Commerce (Secretary) of any planned

their files using the name of the person or entity submitting the comments except where comments are intended to be anonymous.

The Department will accept anonymous comments or comments containing business confidential information (BCI). Anyone submitting business confidential information should clearly identify the business confidential portion at the time of submission, file a statement justifying nondisclosure and referring to the specific legal authority claimed, and provide a non-confidential submission that summarizes the BCI in sufficient detail to permit a reasonable understanding of the substance of the information by the public. For anyone seeking to submit comments with BCI, the file name of the business confidential information must be clearly marked "BUSINESS CONFIDENTIAL" and it must be indicated on top of that page. The corresponding non-confidential version of those comments must be clearly marked "PUBLIC." The file name of the non-confidential version should begin with the character "P." The "BC" and "P" should be followed by the name of the person or entity submitting the comments. Any

자료: Federal Register, 신한투자증권

### 미국 반도체법 세부안 중 초과이익 공유 조항

**Upside Sharing.** As part of their financial model, applicants must provide the Department with projected cash flows over the lifetime of the project. The Department will perform diligence on those projections, which will be used to help determine the CHIPS Direct Funding award amount, if applicable. Over time, a project may generate cash flows or returns that significantly exceed the projections that were used to determine the CHIPS Direct Funding amount. The Department welcomes such successful performance, as it contributes to the long-term viability of the domestic semiconductor industry.

Recipients receiving more than \$150 million in CHIPS Direct Funding will be required to share with the U.S. government a portion of any cash flows or returns that exceed the applicant's projections (above an agreed-upon threshold specified in the award). The Department expects that upside sharing will only be material in instances where the project significantly exceeds its projected cash flows or returns, and will not exceed 75% of the recipient's direct funding award. Because successful projects will differ considerably in their key attributes, upside sharing arrangements may vary by project, and, in exceptional circumstances, may be waived.

The Department will use any upside sharing proceeds to support the purposes of the CHIPS Act and strengthen the U.S. semiconductor ecosystem.

자료: Federal Register, 신한투자증권

IRA 구조적 수혜 개시

반면 IRA의 경우 국내 2차전지 산업에 대한 전폭적인 혜택이 기대된다. 지난 4월 IRA 세부안이 발표되면서 국내 업체들의 대응도 빨라지고 있다. 보조금 지급의 원칙 중 해당 소재가 재료인지 부품인지 여부가 현지화를 결정한다. 이를테면 분리막은 부품으로 간주돼 미국 생산이 필요하다. 반면 양극활물질이나 동박은 재료로 확정돼 유연한 생산지 설정이 가능해졌다. 미국은 글로벌 완성차 시장에서 판매량 기준으로 20%, 판매금액 기준으로 30%에 해당하는 핵심 시장이다. 전기차 관련 가이드라인 확정에 따라 글로벌 완성차 업체들의 북미 진출이 가속화되면서 국내 2차전지에 대한 적극적인 구애도 본격화될 전망이다.

2차전지 밸류 체인의 IRA 가이드스 구분

	배터리	양극	음극	양극활물질	음극활물질	분리막	전해액	동/알박	전해질염	재활용
구성 재료				0	0			0	0	
배터리 부품		0	0			0	0			
북미 생산 여부	0	0	0			0	0			0

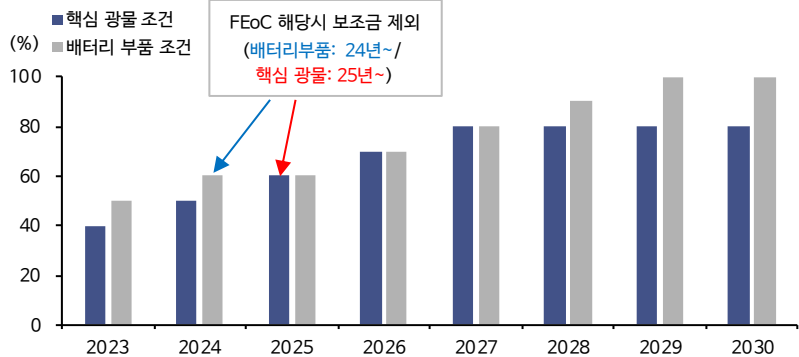
자료: 신한투자증권

IRA 소비자 크레딧 지급 조건

	항목	내용
공통 조건	자동차 조립 규정	북미에서 제조된 차량에 한정 (소매 시장)
	차량 가격 및 소득 제한	
핵심 광물 조건	보조금 규모	3,750달러
	조건	미국 또는 FTA, 광물 협정 체결국에서 추출/가공으로 Add value를 일정 비율 이상 확보
배터리 부품 조건	보조금 규모	3,750달러
	조건	북미에서 제조/조립으로 부가가치를 일정 비율 이상 확보

자료: 신한투자증권

IRA 소비자 크레딧 지급 조건의 세부 가이드스



자료: 신한투자증권

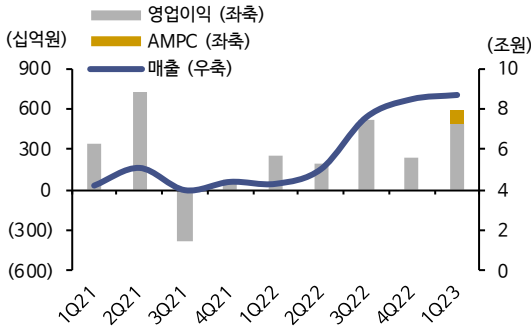
IRA 세부안(NRPM) 발표 내용

항목	내용
친환경차의 정의	EV 또는 PHEV이며 7kWh 이상의 배터리 탑재 차량 배터리 및 광물 부품이 '해외 우려 단체'에서 제공됐을 경우 혜택에서 배제
최종 조립 조건	친환경차 최종 조립은 북미(North America)에서 진행 북미에는 미국, 캐나다, 멕시코가 해당
배터리 광물 조건	1단계: 공급망 경로를 정의 2단계: 핵심 광물 여부를 확인 3단계: Value added test를 통해 핵심 광물 충족 여부 결정 추출/가공/재활용 과정을 북미 또는 FTA 국가에서 50% 이상 진행 시 충족 개별 광물/부품 아닌 전체 부가가치 기준으로 결정 추출/가공/재활용 과정 중 한 과정만 현지화하더라도 충족 가능 구성 소재(Constituent materials)의 경우 배터리 부품 조건 아닌 핵심 광물 가공 과정으로 인정
배터리 부품 조건	1단계: 배터리 부품(Battery component)을 정의 2단계: 개별 부품의 부가가치 증가분을 계산 3단계: 총 부가가치의 증분을 계산 4단계: 북미 생산 기준의 충족 여부를 결정
기타 주요 사항	
- 구성 소재	배터리 셀 생산에 필요한 양극활물질, 음극활물질, 박, 전고체용 금속, 바인더, 전해염, 전해액 첨가제
- 배터리 부품	양극, 음극, 금속전극, 분리막, 전해액, 고체 전해질, 셀, 모듈 등
- FTA 국가 (광의의 CMA 체결국 포함)	호주, 바레인, 캐나다, 칠레, 콜롬비아, 코스타리카, 도미니카 공화국, 엘살바도르, 과테말라, 온두라스, 이스라엘, 일본, 요르단, 한국, 멕시코, 모로코, 니카라과, 오만, 파나마, 페루, 싱가포르 등
- 해외 우려 집단	향후 가이드라인 제공

자료: 신한투자증권

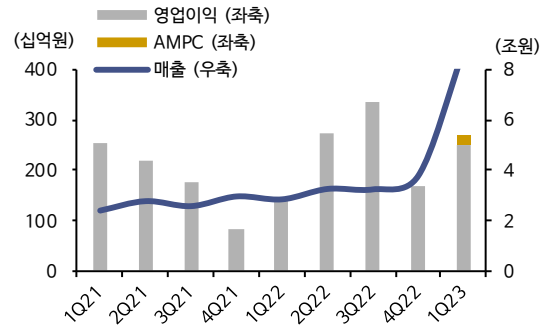
미국에서 생산했을 경우 지급되는 보조금인 AMPC(첨단제조세액공제)의 경우 많은 논란이 있었지만 결과적으로 1Q23 중 국내 주요 업체들의 영업이익에 반영됐다. 올해 중순 발표될 AMPC 가이드라인의 내용에 따라 약간의 가감은 있을 수 있겠으나 빠르게 미국에 진출한 제조업체들에게 실질적인 도움이 될 것이라는 점은 분명하다. 세부안 발표 전까지 보수적으로 가정하기 위해 AMPC 단위 보조금의 규모가 35달러/kWh에서 향후 15달러/kWh로 하락할 것으로 가정했다. 그렇게 설정하더라도 2026년 국내 셀3사가 받을 수 있는 규모가 10조원에 달한다.

LG에너지솔루션의 실적과 AMPC 반영



자료: QuantiWise, 신한투자증권

한화솔루션의 실적과 AMPC 반영



자료: QuantiWise, 신한투자증권

국내 셀 3사의 AMPC 보조금 시나리오

		2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
생산능력	LGES	15	80	140	205	247	253	253
	SDI	0	0	0	20	58	93	93
	SKOn	13	22	22	108	181	181	0
가동률 가정 (%)		80	80	85	85	85	90	90
수율 가정 (%)		80	80	80	90	90	90	90
출하량	LGES	10	51	95	157	189	205	205
	SDI	0	0	0	15	44	75	75
	SKOn	8	14	15	82	138	146	0
단위 보조금 (달러/kWh)			35	30	25	25	25	15
보조금 (백만달러)	LGES	0	1,792	2,856	3,921	4,724	5,123	3,074
	SDI	0	0	0	383	1,109	1,883	1,130
	SKOn	0	482	439	2,056	3,452	3,655	0
보조금 (십억원)	LGES	0	2,258	3,427	4,391	5,291	5,738	3,443
	SDI	0	0	0	428	1,242	2,109	1,266
	SKOn	0	607	526	2,303	3,866	4,094	0
환율 (원/달러)		1,290	1,260	1,200	1,120	1,120	1,120	1,120

자료: 신한투자증권

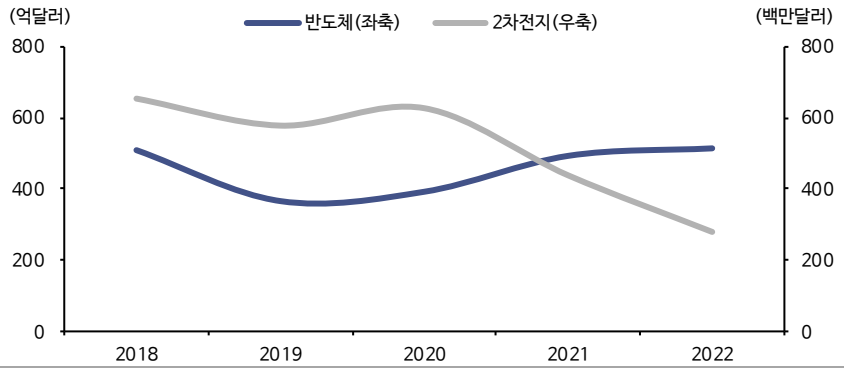
### 온도 차이의 이유

#### 탈 중국의 직관적인 혜택

두 산업에 대한 온도 차의 원인은 다양하게 해석될 수 있다. 가장 핵심적인 이유는 최종 수요단의 중국 연관성이라고 판단한다. 반도체의 경우 전체 수요에서 중국이 차지하는 비중이 높고, 가장 높은 스펙의 제품군을 한국 업체들이 중국에 공급하고 있다. 산업의 우열이 뚜렷하기 때문에 역설적으로 국내 업체들 입장에서는 중국이라는 고객의 수요도 무시하기 어렵다.

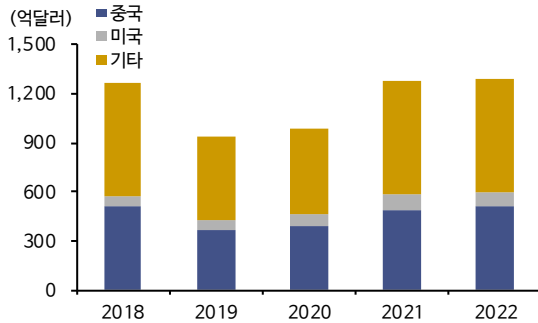
반면 2차전지의 경우 산업 내 한국과 중국의 경쟁 구도가 매우 선명하다. 케미스트리, 폼팩터와 같은 2차전지 핵심 공정의 기준도 양국 간에 의견이 갈린다. 차세대 2차전지 시장을 선점하기 위해 무한 경쟁을 진행 중이고, 국내 2차전지 입장에서 중국은 실질적인 고객군에 속하지 않는다.

#### 국내 반도체/2차전지 대중국 수출 추이



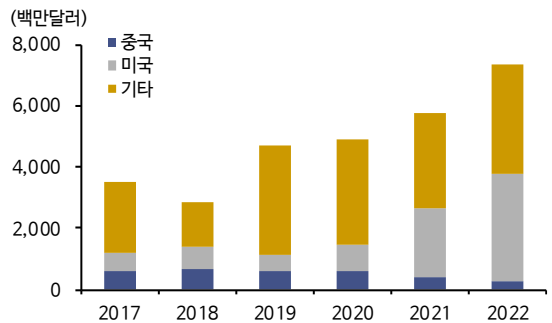
자료: KITA, 신한투자증권

#### 국내 반도체 수출 및 미국/중국 비중



자료: KITA, 신한투자증권

#### 국내 2차전지 수출 및 미국/중국 비중



자료: KITA, 신한투자증권

배제하기 힘든  
자국우선주의의 흐름

## 사실 셀 틈이 없다

### 누군가는 정답지를 쥐고 있다

지난 4/17(월)에 드디어 IRA 세부안에 따른 보조금 지급 차종이 확정됐다. 16차종이 가이드라인 달성 여부에 따라 3,750~7,500달러의 보조금을 받게됐다. 대전제인 미국 내 차량 조립/생산 여부가 명백하기 때문에 예상된 결과표라고 할 수 있었다. 다만 첫 명단 발표에서 VW과 리비안이 배제된 점은 예상 밖이었다. 두 회사 모두 미국 거점에 대한 투자를 선제적으로 진행해 보조금 확보가 가능할 것으로 예상됐었다.

두번째 변수는 테슬라다. 테슬라는 차량을 트림별로 나눠서 촘촘하게 보조금을 확보했는데, 중국 CATL 배터리를 탑재한 것으로 알려진 쉐레인지 차종까지 절반의 보조금을 받아냈다. 2025년까지 유예된 FEOC 제외 조항을 활용한 것으로 보여진다. 쉽게 말해 IRA 세부안에 따라 해외우려집단에서 재료를 조달 받을 경우 보조금에서 제외되는 시점을 2025년까지 유예해줬다. 테슬라의 경우 마치 정답지를 보고 준비한 것처럼 완벽한 대비로 2년간의 보조금을 확보했다.

#### 美 IRA 크레딧 수령 차종

	브랜드	모델명	보조금 액수	셀 업체(추정)	부품 조건	재료 조건
1차 명단	테슬라	모델S	7,500	파나소닉	0	0
		모델YSR	3,750	CATL		0
	캐딜락(GM)	리릭	7,500	LGES	0	0
	쉐보레(GM)	블레이저	7,500	LGES	0	0
		볼트	7,500	LGES	0	0
		에퀴녹스	7,500	LGES	0	0
		실버라도	7,500	LGES	0	0
	크라이슬러 (스텔란티스)	파시피카	7,500	LGES	0	0
	지프 (스텔란티스)	그랜드 체로키	3,750	삼성SDI		0
		랭글러	3,750	삼성SDI		0
	포드	E-트랜싯	3,750	LGES		0
		이스케이프	3,750	파나소닉		0
		F-150 라이트닝	7,500	SK온	0	0
머스탱 마하-E		3,750	LGES		0	
링컨(포드)	에비에이터	7,500	LGES	0	0	
	콜세어	3,750	삼성SDI		0	
2차 명단	VW	ID.4	7,500	SK온	0	0
		리비안	R1S	3,750	삼성SDI	
		R1T	3,750	삼성SDI		0

자료: IRS, 신한투자증권 정리

올해 가장 중요한  
분기점은 FEOC 발표

미국의 의중이 담긴 FEOC

반도체법에서 해외우려국가(Foreign Countries of Concern)를 배제하겠다는 의지를 명확히 명시한데 반해, IRA 규정은 애매모호함을 남겨두고 있다. 특정 국가를 명시하지 않고 해외우려집단(Foreign Entities of Concern)이라는 표현을 반복해서 강조했다. 미국 상무부가 기존에 반도체법에 관련해서 제시한 해외우려집단의 정의는 1) 중국에서 설립된 기업일 경우 지분과 무관하고, 2) JV의 경우 중국측 지분이 25% 이상이면 해당한다.

만약 위 정의를 그대로 적용할 경우 상당수의 전기차 모델들은 2024~25년 전후로 보조금 리스트에서 탈락할 수밖에 없다. 탈중국을 급진적으로 적용하기에는 공급망 후방단에서 중국에 대한 의존도가 절대적이기 때문이다. 단계적으로는 중국 비중을 낮추는 방향으로 대응이 가능할 수 있으나 1~2년 내 중국 공급망을 완전히 배제한 생산은 대다수의 업체들에게 어려운 도전이다.

미국 상무부에서 공시한 해외우려국가 명단

항목	해당 국가
주요 우려 국가 (Countries of Particular Concern)	미얀마, 중국, 쿠바, 에리트레아, 이란, 북한, 니카라과, 파키스탄, 러시아, 사우디아라비아, 타지키스탄, 투르크메니스탄
특별 주의 국가 (Special Watch List Countries)	알제리, 중앙아프리카공화국, 코모로, 베트남
주요 우려 집단 (Entities of Particular Concern)	알사바브, 보코하람, 하야트 타흐리르 알삼, 후티족, ISIS-사헬, IS-서아프리카, 자마트 나스르 알-이슬람, 탈레반, 중앙 아프리카 공화국에서 활동하는 바그너 그룹

자료: 美 상무부, 신한투자증권

미국 상무부에서 공시한 해외우려집단(Foreign entity of concern)의 정의

(5) Foreign entity of concern  
 The term "foreign entity of concern" means a foreign entity that is:  
 (A) designated as a foreign terrorist organization by the Secretary of State under section 1189(a) of title 8;  
 (B) included on the list of specially designated nationals and blocked persons maintained by the Office of Foreign Assets Control of the Department of the Treasury (commonly known as the "SDN list");  
 (C) owned by, controlled by, or subject to the jurisdiction or direction of a government of a foreign country that is a covered nation (as defined in section 2533c(d) 2 of title 10);  
 (D) alleged by the Attorney General to have been involved in activities for which a conviction was obtained under:  
 (i) chapter 37 of title 18 (commonly known as the "Espionage Act");  
 (ii) section 951 or 1030 of title 18;  
 (iii) chapter 90 of title 18 (commonly known as the "Economic Espionage Act of 1996");  
 (iv) the Arms Export Control Act (22 U.S.C. 2751 et seq.);  
 (v) section 224, 225, 226, 227, or 236 of the Atomic Energy Act of 1954 (42 U.S.C. 2274, 2275, 2276, 2277, and 2284);  
 (vi) the Export Control Reform Act of 2018 (50 U.S.C. 4801 et seq.); or  
 (vii) the International Emergency Economic Powers Act (50 U.S.C. 1701 et seq.); or  
 (E) determined by the Secretary, in consultation with the Secretary of Defense and the Director of National Intelligence, to be engaged in unauthorized conduct that is detrimental to the national security or foreign policy of the United States.

자료: 美 상무부, 신한투자증권

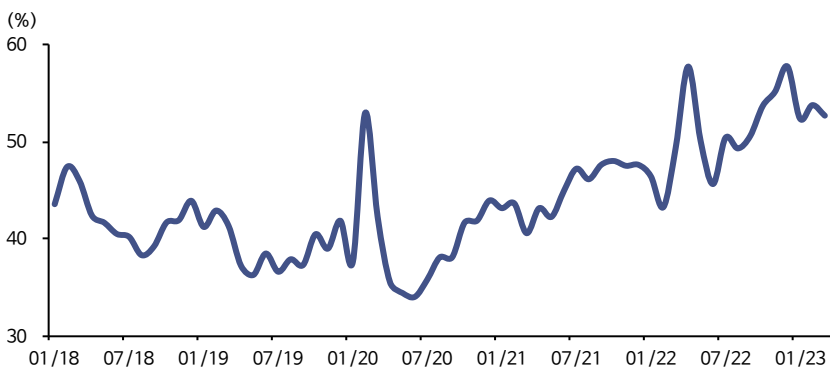
미국의 맞대응 전략은  
과거 중국의 모습과 흡사

Tit for tat과 Quid pro quo

게임이론을 배우면 영어권 속어인 tit for tat을 자주 보게된다. 번역하면 맞대응 전략에 가깝다. 향후 FEOC 공개 이후 미국의 대중국 전략을 예상해보면 중국 기업의 직진출은 원천 봉쇄하고, 기술/공급망에 필요한 중국 업체들은 매우 낮은 지분만 보유한 채 미국향 사업을 전개할 수 있도록 풀어주는 방식이 될 것으로 예상된다. 과거 중국이 시장 경제를 개방한 이후 자동차 산업을 육성하기 위해 1) 높은 관세를 유지하고, 2) 중국 본토에 해외 기업이 진출할 경우 지분을 50% 미만으로 강제한 상황과 유사하다. 미국은 1) 보조금을 차등 지급하고, 2) 미국 본토에 진출할 업체들은 자국과 동맹 관계일 것을 강제하고 있다.

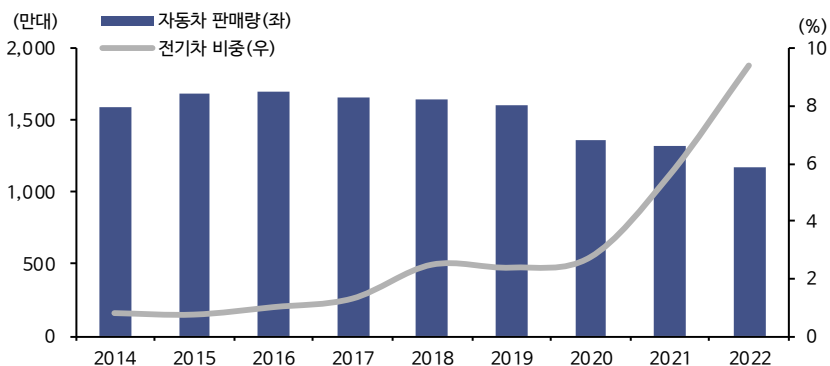
이는 강력한 소비 시장을 갖고 있는 나라만이 펼칠 수 있는 비대칭 전략이다. 우려 국가의 기업들은 시장 확대를 위해 현지 투자가 불가피한데, 사실상 부가가치를 본국으로 회수할 방법이 없다.

중국 로컬 OEM의 中 시장점유율 추이



자료: Marklines, 신한투자증권

미국 자동차 판매량과 전기차 비중



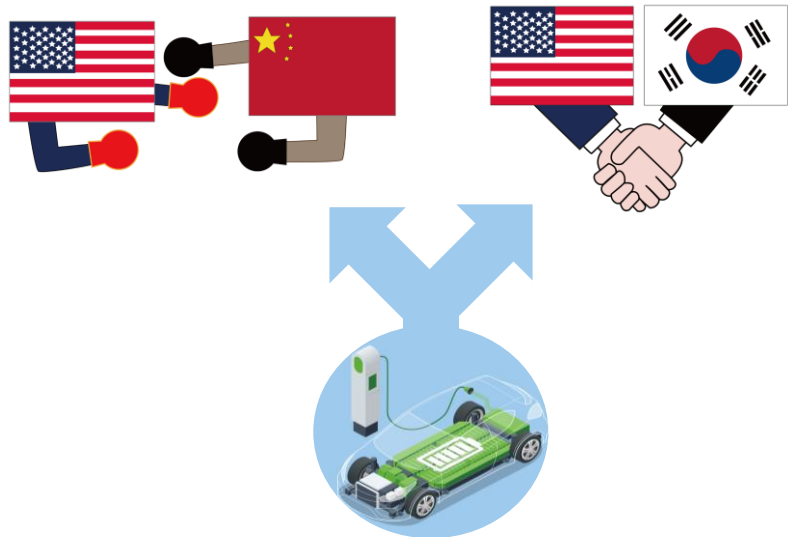
자료: LMC Auto, SNER, 신한투자증권 / 주: 전기차는 BEV + PHEV 기준

탈 중국은 혜택이자  
주어진 숙제

해외 정치 뉴스를 자주 접하면 quid pro quo라는 표현을 종종 보게된다. 무엇인가 대가를 받은만큼 되갚는다는 의미다. 보통 정치인 비리의 대가성 청탁 뉴스에서 볼 수 있다. 미국은 전기차 산업 육성과 중국 배제를 동시에 진행할 수 있는 정책에 집중하고 있다. 완성차 산업은 미국 기업들도 글로벌 수위의 경쟁력을 보유하고 있어 자국 업체들에게 손해가 집중된다. 반면 전기차 공급망의 경우 중국의 경쟁력이 압도적이고, 미국 내 산업 생태계 구축은 초기 단계에 불과하다. 산업의 마중물 역할을 한국 2차전지 업체들이 담당할 수밖에 없는 구조다.

미국의 전기차 전략의 핵심 파트너로 국내 2차전지 업체들이 동행하는 모습은 이미 완성됐다. 이 혜택에 대한 반대급부도 존재한다. 일종의 산업에서 풀어가야 할 숙제라고 할 수 있다. 향후 완성될 공급망에서 최대한 빠르게 중국을 배제해야한다는 과제다.

Tit for tat / Quid pro quo



자료: 신한투자증권

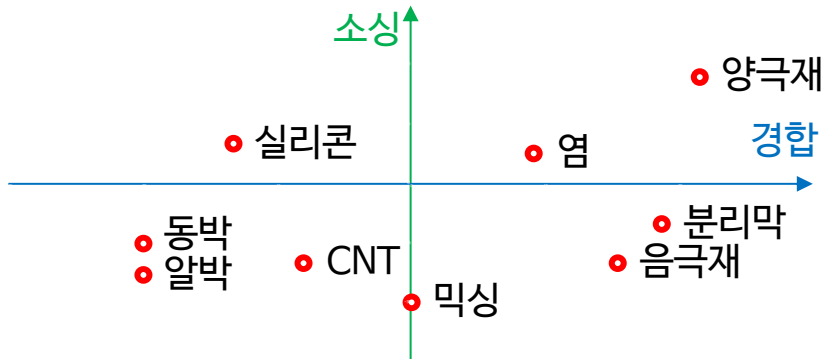
향후 2차합수가 될  
2차전지의 포지션

최근 투자 전략은 내부가 아닌 외부에서 발현 중

따라서 향후 국내 2차전지 업체와 미국 정책의 관계는 2차 합수로 해석할 필요가 있다. 첫번째 축은 중국과의 경쟁 강도다. 미국 내 밸류 체인에서 중국산 제품들의 배제가 진행되면서 국내 업체들은 반사 수혜를 받게 된다. 경쟁 강도가 강할수록 반사 수혜의 크기도 커지겠다.

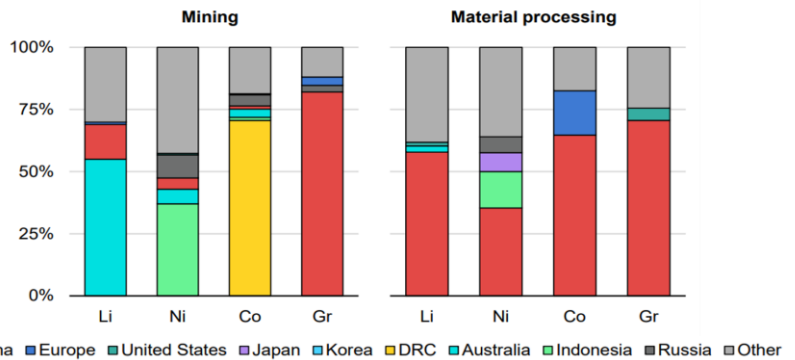
두번째 축은 중국에 대한 공급 의존도다. 탈 중국을 진행하는 과정에서 구조적으로 시간이 필요한 소재들이 있다. 대표적으로 양극재의 경우 핵심 원재료 희유금속들의 가공(정/제련) 과정에서 중국의 의존도가 높다. 음극재의 경우 원료인 흑연 채굴이 중국에 집중되어 있다. 현 시점에서 중국에 대한 공급 의존도가 높은 업체들은 미국의 탈 중국 의지가 강할수록 공급망 재배치에 대한 부담을 고민해야 한다.

국내 2차전지 소재 업체



자료: 신한투자증권

핵심원자재별 주요 채굴 및 가공 국가 비중



자료: IEA, 신한투자증권

만약 미국의 대 중국 정책이 빠르고 강경하게 진행될 경우 1사분면에 위치한 업체들은 공급망 확보에 분주해질 전망이다. 탈 중국의 속도가 빨라진다면 중국 경쟁사의 도태라는 반사 수혜만큼 빠르게 원료/소재 공급선의 다각화가 필요해진다. 만약 이 속도를 따라잡지 못한다면 기존에 기대했던 보조금 혜택이 감소할 수도 있다.

반대로 대 중국 정책이 느슨하게 진행될 경우 미국 전기차 시장에서 한국 업체들의 독보적인 투자는 지속되는 가운데 중국 공급망을 활용해 빠른 양산도 가능하다. 물론 최악의 경우 미국 본토에 중국계 회사들이 투자해 미국 전기차 시장을 침투할 가능성도 존재하지만 가능성은 가장 낮다.

가장 강경한 반응을 가정한 시나리오 A는 밸류 체인 전반의 탈중국 압력을 강화한다는 전망이다. 현 시점의 베이스 시나리오인 B는 2025년까지 점진적인 속도로 중국산 원료/소재 비중 축소하면서 한국-미국 간의 2차전지 동맹이 공고해질 것으로 전망했다. 가장 느슨한 시나리오인 C는 중국계 업체들이 북미 시장에 침투할 것을 가정한다.

향후 미국 정책의 결을 가늠하기 위해서 두 가지 이슈를 주목하고 있다. 첫번째는 국내 2차전지 밸류 체인의 새만금 투자 계획이다. 새만금사업법 시행령 시행예정을 앞두고 다수의 2차전지 업체들이 새만금 산단에 투자를 확대하고 있다. 주목할만한 투자로 LG화학-화유코발트 JV와 SK온-에코프로-GEM JV가 추진 중이다. 전구체 생산을 국산화해 IRA/CRMA 등 정책 이슈에 대응하려는 전략 거점이다. 중국계 전구체 업체들과의 지분 비율에 따라 보조금 확보 여부가 결정될 것으로 예상된다. 시나리오 A와 B를 가르는 분기점으로 판단한다. 두번째 이슈는 포드/테슬라가 CATL와 추진 중인 미국 JV의 향방이다. 북미 본토에 중국계 회사가 진입할 수 있을지를 가늠하는 이벤트가 될 전망이다.

새만금 투자 계획

소재	설	팩	응용분야	재활용
<ul style="list-style-type: none"> <li>·에경유화</li> <li>·다인스</li> <li>·에너베터배터리</li> <li>·일진머트리얼즈</li> <li>·미원상사</li> <li>·SK넥셀라스</li> <li>·이파켄텍</li> <li>·대경산전</li> <li>·OQ</li> <li>·알에프세미</li> <li>·대우전자부품</li> <li>·세원하이테크</li> <li>·지리산한지</li> <li>·LG화학</li> <li>·한국지티에이치알</li> <li>·한솔케미칼</li> <li>·에테라테크노스</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·이규브머트리얼즈</li> <li>·HPK</li> <li>·뉴파워프라즈마</li> <li>·비에스영신소재</li> <li>·장석케미칼</li> <li>·천보비엔에스</li> <li>·에너지11</li> <li>·이온도인</li> <li>·에릭신테크피아</li> <li>·에버터리솔루션</li> <li>·에이온플러스</li> <li>·에이엔엘테크</li> <li>·에스아머트리얼즈</li> <li>·테라릭스</li> <li>·대주전자재료</li> <li>·데이텍스</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·비나텍</li> <li>·두산퓨어셀</li> <li>·US에너지</li> <li>·아트라스BX</li> <li>·대주코레스</li> <li>·가온셀</li> <li>·엠포워</li> <li>·테라솔루션</li> <li>·제이디아이</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·에명신</li> <li>·에보림파워텍</li> <li>·벨로스타</li> <li>·한우기술</li> <li>·동서콘트롤</li> <li>·LS셀트론</li> <li>·하늘항공</li> <li>·코아스</li> <li>·에디슨모터스</li> <li>·대창모터스</li> <li>·에스모터스</li> <li>·지우이노베이션</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·성일하이텍</li> <li>·단석산업</li> <li>·오디텍</li> </ul>
총 34개사		총 9개사	총 12개사	총 3개사

\* 붉은색 표기 : 새만금 산업단지 입주 기업

자료: 전북 기업유치추진단, 신한투자증권

변수를 맞추는 전략에서  
변수를 줄이는 전략으로

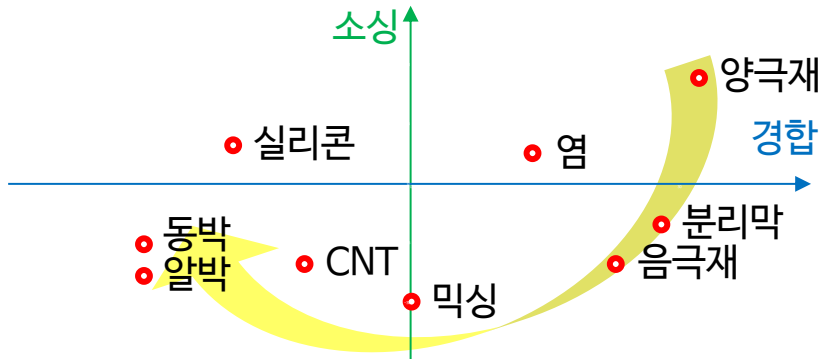
### 외부 변수가 많다면 보수적인 전략도 필요

변수가 많으면 예측이 어렵다. 정치나 정책 관련된 이슈들은 시간이 흐를수록 변수가 늘어난다. 대표적으로 미국의 부채 한도가 이슈인 시점에서 IRA 혜택의 재정적 규모는 짐작하기 힘들다. 결과적으로 미국발 정책의 힘을 기점으로 국내 2차전지의 수혜를 이야기하는 시점은 마무리 국면이라고 판단한다. 향후에는 정책의 실제 추진력과 방향성에 따라 수혜주가 갈리는 구간에 진입할 전망이다. 문제는 현시점에서 정책의 방향성을 함부로 예측할 수 없다는 점이다.

가장 보수적인 전략은 변수에 대한 노출도가 적은 업체를 찾는 방식이다. 2차전지 업체들의 포지션이 2차함수(x=중국과 경쟁, y=중국 공급망에 의존)라서 정책의 변화에 민감하게 반응한다면 산업 내에서 가장 중국 공급망에 대한 의존성이 낮은 업체들을 찾을 필요가 있다. 고성능 수지(Resin)를 원료로 사용하는 분리막이나 커머디티인 구리를 원료로 하는 동박이 대표적이다. 상기 제품군은 공급망 탈 중국에 대한 압박에서 자유롭고, 중국 업체들의 제품 점유율을 뺏아오기는 쉽다. 중국과의 경쟁 강도만 지켜보면 되는 1차함수적인 성격이다.

IRA 세부안이 나온 2Q23을 기점으로 글로벌 OEM들의 분리막/동박 현지화 수주가 본격화될 시점과도 맞물린다. 유럽 투자 이후 공급 과잉으로 수익성 둔화가 시작됐던 분리막/동박 산업에서 북미 투자 모멘텀이 살아날 것으로 기대한다.

#### 국내 2차전지 밸류 체인의 2차함수 구조



자료: 신한투자증권

## IV. 주춤해진 EU

### 능동적 정책(그린딜)에서 수동적 정책(CRMA)으로

#### CRMA 톨아보기

EU는 과거부터 공급망에 높은 관심도 지속

사실상 전기차 산업의 탈세계화는 EU에서 시작됐다. 러시아-우크라이나 전쟁으로 에너지 가격이 급등하면서 원자재의 EU 역내 공급망이 취약점이 드러났기 때문이다. EU는 기존에도 공급망 교란에 대한 우려가 존재했다. 산업 구조상 1차 원재료의 수입 의존도가 높기 때문이다. 2008년에 이미 원자재 이니셔티브라는 통합 정책을 통해 공급망 관리를 시작했다. 핵심은 2011년 지정된 핵심원자재(Critical Raw Material)다. 경제적 중요성과 공급 위험도를 종합적으로 평가해 관리 대상을 설정했다.

그럼에도 EU의 역외 의존성은 여전히 높다. 특히 중희토류 100%, 경희토류 85%, 마그네슘 97%를 중국에 의존하고 있다. 봉산염의 98%는 튀르키예, 백금의 71%는 남아프리카에서 수입하고, 에너지 역시 역외 수입 비중이 58%에 달한다. 러시아의 에너지 수출 중단, 중국의 희토류 수출 통제 등 자원 무기화가 본격적으로 대두되는 상황에서 한층 강력한 원자재 통제 능력이 필요한 시점이다. EU의 향후 핵심 정책 과제가 EU 그린딜과 탄소중립사회 구현임을 감안하면 친환경 공급망이 화두로 떠오를 수밖에 없다.

EU의 핵심원자재별 역외 국가 의존도

원자재	주요 공급원	비중(%)	원자재	주요 공급원	비중(%)	원자재	주요 공급원	비중(%)
알루미늄	기니	63	갈륨	중국	71	인	카자흐스탄	65
안티모니	튀르키예	63	게르마늄	중국	45	백금	-	-
비스	벨기에	59	하프늄	프랑스	76	프라세오디뮴	중국	85
중정석	중국	45	헬륨	카타르	35	로듐	-	-
베릴륨	미국	60	홀름	중국	100	루테튬	-	-
비스무트	중국	65	이리듐	-	-	사마륨	중국	85
봉산염	튀르키예	99	란타넘	중국	85	스칸듐	중국	67
세륨	중국	85	리튬	칠레	79	실리콘 메탈	노르웨이	35
코발트	-	-	루테튬	중국	100	스트론튬	스페인	99
코크스용 석탄	폴란드	26	마그네슘	중국	97	탄탈럼	콩고민주	35
구리	폴란드	19	망간	남아공	41	터븀	중국	100
디스프로슘	중국	100	천연흑연	중국	40	튴륨	중국	100
어븀	중국	100	네오디뮴	중국	85	티타늄	카자흐스탄	36
유로퓸	중국	100	나이오븀	브라질	92	텅스텐	중국	32
장석	튀르키예	51	니켈	핀란드	38	바나듐	중국	62
형석	멕시코	33	팔라듐	-	-	이터븀	중국	0
가돌리늄	중국	100	인산염	모로코	27	이트륨	중국	100
알루미늄	기니	63	갈륨	중국	71	인	카자흐스탄	65

자료: 유럽 집행위원회, 신한투자증권

CRMA 초안에 담긴  
전략원자재 확보 노력과  
프로세스 간소화

#### 4가지 원칙 제시

기존 핵심원자재(CRM) 관리에 대한 기준을 상향하면서 CRMA 초안이 발표됐다. 지난해 미국의 IRA 법안이 강력한 차별적 조항을 포함하면서 EU도 역내 역량 강화에 집중할 것이라는 예상이 많았다. 실제로 발표된 내용은 크게 네 가지로 압축된다

가장 핵심이 되는 내용은 1) 전략원자재의 역내 생산 비중을 확대한다는 목표다. 기존 핵심원자재(Critical) 기준에 더해 전략원자재(Strategic)를 16종 추가 지정했다. 핵심원자재(CRM)이 현 시점에서 중요하고 공급망 교란 요인이 있는 소재를 의미한다면, 전략원자재(SRM)은 향후 중요성이 확대될 것이며 공급망 확보가 어려운 소재들이다. 디지털 전환, 친환경 산업, 방산 등 미래 핵심 산업의 경쟁력 확보를 위해 16종의 원자재가 선정됐고, 2030년까지 전략원자재는 EU의 수요 대비 역내 채굴 10%, 역내 가공 40%, 역내 재활용 15%를 확보할 계획이다. 특정 역외 국가에 대한 의존도를 65% 이하로 감축하는 리미트도 제시됐다. 정치안보적 이슈를 기준으로 차별 국가를 설정한 미국과 다르게 광범위한 내용에서 공급 안정성을 추구한다는 차이가 보인다.

2) 주요 전략 프로젝트로 인정될 경우 EU 차원에서 행정/조달 과정을 간소화한다. EU 역내에서 진행되는 프로젝트뿐 아니라 역외에서 진행되더라도 EU의 공급망 안정화에 기여할 수 있다면 전략 프로젝트로 분류될 수 있다. 채굴의 경우 24개월, 가공/재활용의 경우 12개월 이내로 인허가 발급 기간을 단축할 계획이다. 과거 역내 채굴의 경우, 환경 평가 등의 이슈로 5년 이상의 행정 평가 기간이 소요됐음을 감안하면 대폭의 간소화라고 할 수 있다.

3) 핵심원자재 확보를 위해 전략적인 파트너십을 강화한다. 마치 미국의 광물 협정처럼 EU 핵심원자재클럽을 조성해 관련 동맹을 확대한다. 미국-EU간 핵심광물 협정이 완료될 경우 범 서구권의 파트너십이 완성될 전망이다.

4) 원자재 공급망을 모니터링하는 시스템을 구축하고, 자원 순환을 통한 지속가능성을 확보한다. 해당하는 대표 제품은 영구자석이다. 최근 다양한 산업에서 언급되고 있다. 영구자석 원재료인 희토류가 중국의 전략 자원으로 활용되면서 데이터 케리어와 같은 구체적인 방법을 통해 공급망 현황을 감시할 필요성이 커졌다. 궁극적으로는 폐기물 수거부터 재활용까지 이어지는 클로즈 루프 체제 구축의 달성이 중요하다.

**EU의 핵심원자재(CRM) 목록**

안티몬	하프늄	인	점결탄	코발트	인산염
중정석	중희토류 원소	스칸듐	형석	천연 흑연	보크사이트
베릴륨	경희토류 원소	실리콘 메탈	갈륨	바나듐	리튬
비스무트	스트론튬	탄탈륨	게르마늄	니오븀	티타늄
붕산염	마그네슘	텅스텐	백금류 금속	니켈	망간
비스	장석	헬륨	구리		

자료: 유럽 집행위원회, 신한투자증권 / 음영: 2023년 신규 지정

**EU의 전략원자재(SRM) 목록**

비스무트	붕소-아금 등급	코발트	구리
갈륨	게르마늄	리튬-배터리 등급	마그네슘 메탈
망간-배터리 등급	천연흑연-배터리 등급	니켈-배터리 등급	백금족 금속
자석용 희토류 원소	실리콘메탈	티타늄 메탈	텅스텐

자료: 유럽 집행위원회, 신한투자증권

## EU 정책의 부리는 금융, 탈 세계화 속에서 약해진 위상

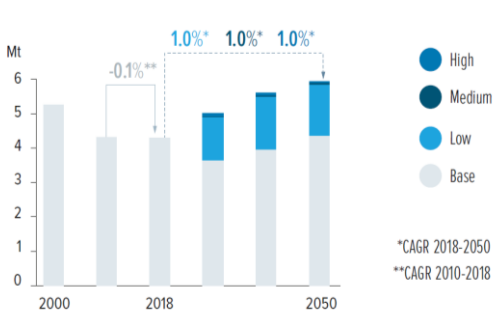
### 적극적인 공급망 배제는 지양

CRMA 정책은 공급망 재편보다 안정화에 집중

CRMA 발표는 아직 초안이다. 세부 사항이나 시행 규칙을 지켜볼 필요는 있겠으나 기본적으로 미국 IRA와 같은 차별적 조항은 최소화된 것으로 판단한다. 배제나 퇴출 등의 표현보다 실링(최대치 제한)이라는 표현에 가깝다. 향후에 나올 세부 사항도 초안과 비슷한 골자라면 궁극적으로 유럽 역내 투자에 대한 모델링은 약할 것으로 예상된다. 무엇보다도 국내 2차전지 산업에 중요한 이슈인 탈 중국 공급망 구축과는 거리가 있다.

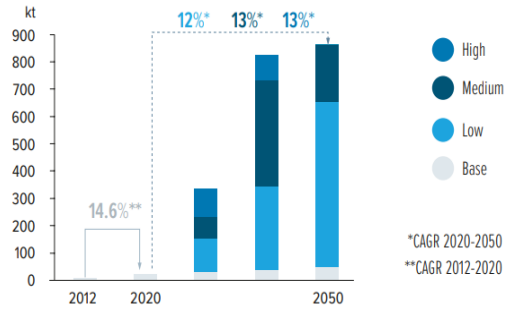
가장 단순하게 생각해서 CRMA 초안에서 가장 큰 허들은 역내 가공 비중 40% 이상 확보, 단일 국가 의존도 65% 미만 제한이다. 2차전지 핵심원자재 금속인 구리, 리튬, 니켈, 코발트의 주요 공급원 중 상기 조건에 걸리는 국가는 리튬 채굴국인 칠레뿐이다. 유럽 리튬 수요 중 칠레 비중이 79%에 달해 비중 축소와 다각화가 필요하다. IRA 발효로 중국산 소재의 대미 수출이 중단될 경우 반사적으로 EU로 수출되는 물량이 늘겠지만 적극적으로 제한할 수준의 규모는 아직 아니다.

### EU 내 핵심원자재 수요 전망 (구리)



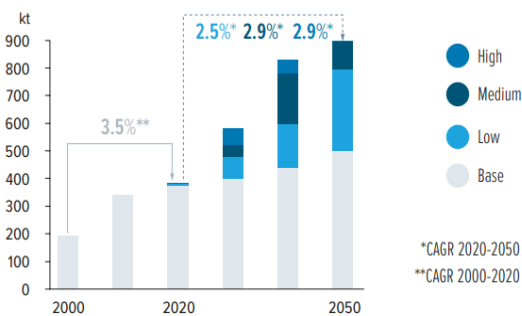
자료: Eurometaux, 신한투자증권

### EU 내 핵심원자재 수요 전망 (리튬)



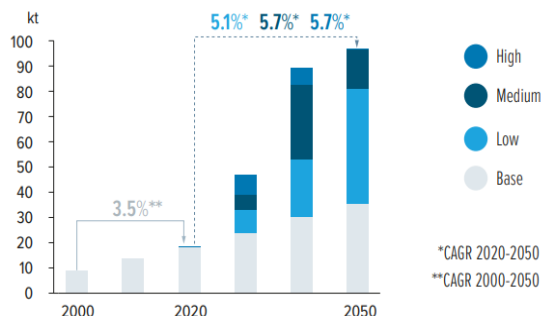
자료: Eurometaux, 신한투자증권

### EU 내 핵심원자재 수요 전망 (니켈)



자료: Eurometaux, 신한투자증권

### EU 내 핵심원자재 수요 전망 (코발트)



자료: Eurometaux, 신한투자증권

EU 내 핵심원자재 공급 현황						
(%)		글로벌 공급		EU 수입		수입 의존도
	단계	주요국	비중	주요국	비중	비중
코발트	추출	콩고	63			81
		러시아	7			
		캐나다	4			
구리	추출	칠레	28	폴란드	19	48
		페루	12	칠레	14	
		중국	8	페루	10	
리튬	가공	중국	56	칠레	79	100
		칠레	32	스위스	7	
		아르헨티나	11	아르헨티나	6	
망간	추출	남아공	29	남아공	41	96
		호주	16	가봉	39	
		가봉	14	브라질	8	
흑연	추출	중국	67	중국	40	99
		브라질	8	브라질	13	
		모잠비크	5	모잠비크	12	
니켈	가공	중국	33	러시아	29	75
		인니	12	핀란드	17	
		일본	9	노르웨이	10	

자료: 유럽 집행위원회, 신한투자증권

## CRMA 세부안에서도 미온적인 속도 예상

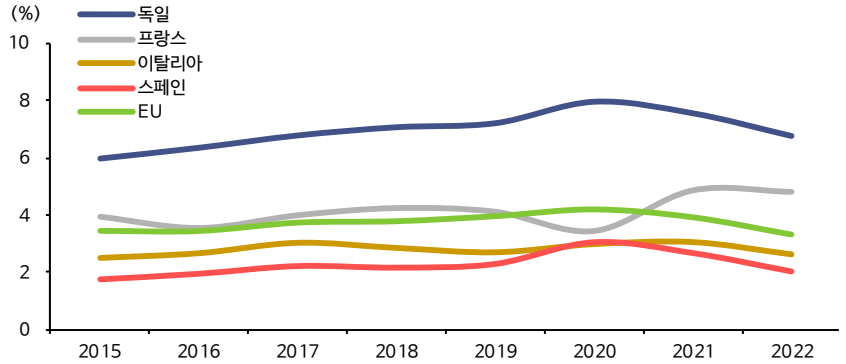
### 입장의 차이

결과적으로 미국과 달리 EU에서는 강력한 탈 중국 정책은 나오지 않고 있다. 여러가지 이유로 해석할 수 있다. 첫번째 원인은 항상 언급되는 정치적 불안정성이다. EU는 화폐 통합이라는 강력한 결속력을 보였지만 궁극적으로 정치 독립적인 구조다. 문제는 EU 국가별로 전체 수출 중 중국 비중을 보면 차이가 상당히 크다는 점이다. 대표적으로 중국향 수출 비중이 높은 나라는 독일이다. 2022년 기준 전체 수출분에서 6.8%가 중국으로 넘어갔다. 자동차/화학 등 고가의 제조 산업이 수치를 견인했다. 반면 프랑스의 경우 동 지표가 4.8%, 이탈리아 2.6%씩을 기록하고 있다. 대중 전략에 대한 견해가 엇갈릴 수밖에 없는 상황이다.

미국과 EU의 차이를 보여주는 두 번째 근거는 해당 소재 OEM들의 입장 차이다. 미국 OEM(GM, 포드, 스텔란티스)의 경우 중국 자동차 시장에서의 점유율이 하락하고 있다. 2022년 중국 내 점유율은 12%까지 하락했다. 과거 중국 GM의 전성기에는 19%까지 기록했던 수치에서 1/3가량 하락한 셈이다. 중국 본토에 처음으로 100% 지분을 갖고 공장을 세운 테슬라까지 포함해야 미국 브랜드의 중국 점유율이 15%를 넘기는 상황이다. 반면 EU OEM 중 독일 3사(VW, 벤츠, BMW)의 경우 중국 자동차 시장 내 점유율이 17%를 기록하며 성장리에 판매되고 있다. 특히 대중 차량인 VW 브랜드의 부진을 BMW와 벤츠가 상쇄하고 있어 부가가치 측면에서는 증가세가 확연하다.

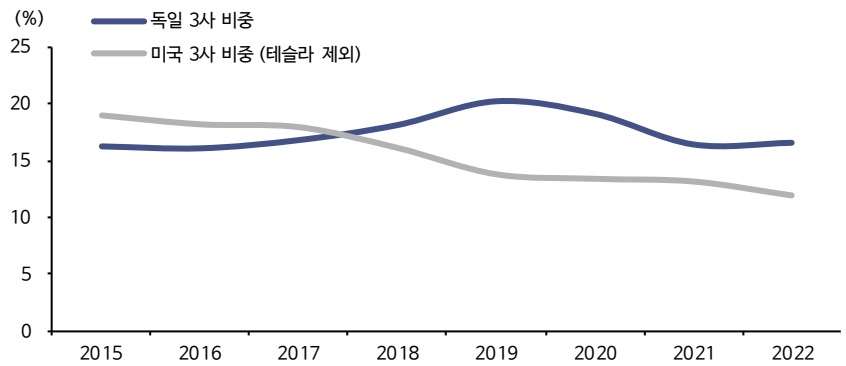
전반적인 무역 상황을 통해서도 주요국들의 전기차 밸류 체인 전략의 열개를 볼 수 있다. EU는 내연기관(ICE) 및 부품 전반에서 대규모 순수출을 지속하는 반면 전기차(EV) 및 2차전지는 대규모의 순수입을 기록하고 있다. 상기 시장은 중국/한국/일본이 수출 시장을 선점했기 때문에 당연하다. 반면 북미의 경우가 주목할 만 하다. 내연기관 및 전기차 대부분의 밸류 체인에서 순수입(무역적자)인 가운데 전기차(EV)만 순수출을 기록하고 있다. 테슬라의 힘이다. 차량 비히클의 경쟁력을 확인한 미국 입장에서는 2차전지 밸류 체인의 역내 내재화에 힘을 모을 수 있다. 반면 EU는 전반적인 밸류 체인 전반의 경쟁력 확보가 필요한 구조다. 공급망 재편보다는 안전성에 집중할 수밖에 없다.

### EU 주요국별 중국향 수출 의존도 추이



자료: KITA, 신한투자증권

### 독일/미국 OEM의 중국 자동차 시장 내 점유율 추이



자료: Marklines, 신한투자증권

EU 역내에서 진행되고 있는 기가팩토리(GWh 단위 2차전지 생산 설비)는 50여 곳으로 2030년까지 총 1.8~2.0TWh 규모로 확대될 전망이다. 자동차 산업의 맹주인 독일에만 500GWh 규모가 진행되고 있으며, 전기차 제조 강국을 향해 전향적으로 투자 중인 헝가리(220GWh), 폴란드(120GWh), 노르웨이(140GWh) 등도 규모를 확대하고 있다.

관련해서 중국계 업체 또는 자본이 진행 중인 프로젝트의 총합이 약 20%를 차지할 것으로 추정된다. CATL 140GWh, 프레이어 100GWh의 규모가 대표적이고 최근 중국 내 공급과잉을 초래한 CALB, 귀시안, SVolt 등의 물량이 추가될 전망이다. 추후 발표될 CRMA 세부안에서 정책의 방향성이 전격적인 방식으로 바뀌지 않는다면 기존 프로젝트들은 대부분 진행될 가능성이 높아 보인다.

유럽 기가팩토리 투자 현황 (10GWh 이상)

지역	기업	캐파(GWh)	지역	기업	캐파(GWh)
독일	테슬라	125	포르투갈	CALB	45
	CATL	100	노르웨이	Morrow	43
	노스볼트	60	프레이어	43	
	VW	40	프레이어	40	
	ACC	40	Beyonder	10	
	SVoIT	24	스웨덴	노스볼트	60
	퀀텀스케이프	21	Volvo	50	
	귀시안하이테크	18	핀란드	프레이어	40
	SVoIT	16	이탈리아	Italvolt	70
	Farasis	16	ACC	40	
프랑스	Microvast	12	폴란드	LGES	115
	Blackstone	10	슬로바키아	InoBat	10
	Verkor	50	세르비아	InoBat	32
	ACC	40	ElevenEs	16	
영국	Envision AESC	32	체코	Magna Energy	15
	West Midlands	60	헝가리	CATL	100
	Envision AESC	38	삼성SDI	40	
	AMTE	10	SK온	50	
스페인	VW	40	Eve Energy	30	
	Envision AESC	30	SK온	17	
	Phi4Tech	20			
	CTAG	16			
	Basquevolt	10			

자료: T&E, 신한투자증권

## V. 투자 전략

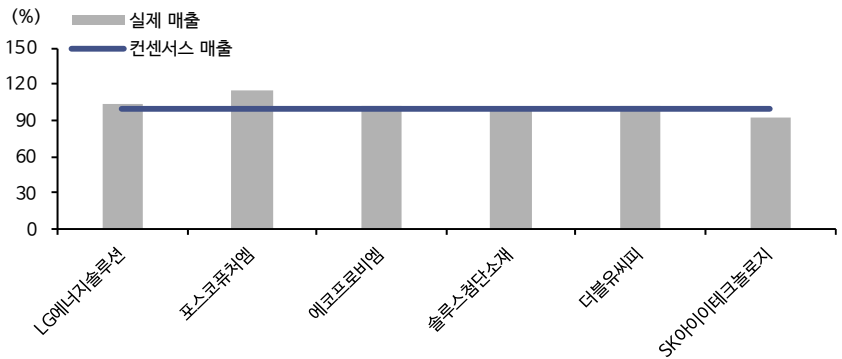
### 1Q23 실적 정리

#### 성장성은 양극재, 수익성 회복은 분리막, 다 갖춘 셀

1Q23 실적을 보면 2차전지 밸류 체인의 매출 성장은 여전히 셀/양극재 업체들이 견인했다. 판가와 물량이 모두 증가하는 구간에서 100~200%(YoY 기준)대 성장을 지속할 수 있었다. 반면 재고조정 이슈와 플랫폼 판가로 동박/분리막 업체들의 매출 성장은 기대치에 못미쳤다.

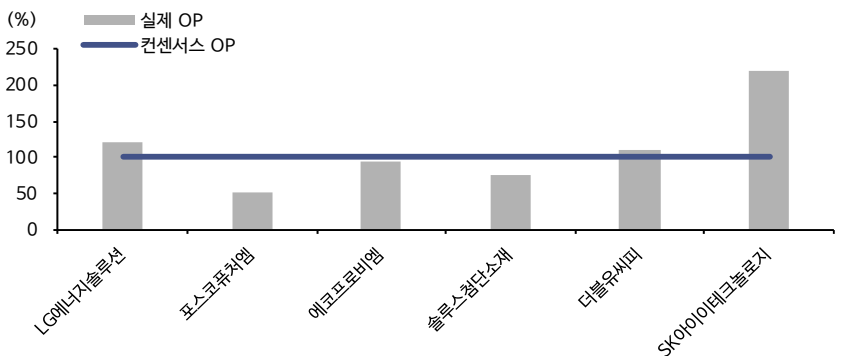
반대로 수익성은 양극재 업체들의 부진과 셀/분리막 업체들의 선전으로 나뉜다. 양극재 업체들은 원료 가격이 급등락해 투입 레깅 효과의 영향으로 수익성에도 변동성이 커졌다. 하반기에는 주요 원료 가격이 안정화되면서 정상 마진(하이싱글)로 회귀할 전망이다. 분리막 업체들은 선투자에 따른 고정비 부담과 운송/전력비 급등의 영향에서 벗어나고 있다.

#### 1Q23 컨센서스를 100으로 봤을 때 실제 매출 달성



자료: QuantiWise, 신한투자증권

#### 1Q23 컨센서스를 100으로 봤을 때 실제 OP 달성



자료: QuantiWise, 신한투자증권

2차전지 커버리지 업체의 실적 요약							
(십억원, %)		1Q23P(F)	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	신한(기존) 컨센서스
LG에너지솔루션	매출액	8,747	4,342	101.4	8,538	2.5	8,371
	영업이익	590	259	128.0	237	148.6	485
	세전이익	598	260	130.3	365	63.7	465
	순이익	449	227	98.3	261	72.4	327
	영업이익률	6.7	6.0		2.8		5.8
	순이익률	5.1	5.2		3.1		3.9
포스코퓨처엠	매출액	1,135	665	70.8	781	45.4	986
	영업이익	20	26	(20.7)	3	512.9	39
	세전이익	29	39	(26.1)	(46)	흑전	30
	순이익	20	36	(44.6)	(23)	흑전	22
	영업이익률	1.8	3.8		0.4		3.9
	순이익률	1.8	5.5		(3.0)		2.2
엘앤에프	매출액	1,398	554	152.5	1,225	14.1	1,377
	영업이익	67	53	26.1	53	25.8	80
	세전이익	62	100	(37.4)	38	63.1	80
	순이익	48	71	(32.6)	44	8.8	61
	영업이익률	4.8	9.6		4.3		5.8
	순이익률	3.4	12.8		3.6		4.5
롯데에너지머티리얼즈	매출액	193	200	(3.4)	171	12.9	229
	영업이익	21	22	(4.9)	15	35.8	24
	세전이익	22	35	(37.8)	4	495.2	25
	순이익	18	24	(22.8)	(6)	흑전	19
	영업이익률	10.6	10.8		8.8		10.4
	순이익률	9.6	12.0		(3.3)		8.2
솔루스첨단소재	매출액	113	124	(8.7)	109	3.4	112
	영업이익	(19)	(2)	적지	(16)	적지	(14)
	세전이익	(23)	(1)	적지	(27)	적지	(21)
	순이익	(11)	0	적전	(8)	적지	(47)
	영업이익률	(16.8)	(2.0)		(14.3)		(12.9)
	순이익률	(9.8)	0.1		(7.1)		(42.3)
더블유씨피	매출액	75	55	37.1	76	(1.0)	69
	영업이익	16	3	387.5	22	(25.6)	15
	세전이익	22	5	369.3	7	196.6	18
	순이익	20	4	374.0	6	206.5	15
	영업이익률	21.4	6.0		28.5		21.1
	순이익률	26.1	7.6		8.4		21.1
SKIET	매출액	143	134	6.5	177	(19.4)	154
	영업이익	(4)	(8)	적지	(10)	적지	(8)
	세전이익	(4)	14	적전	(10)	적지	(6)
	순이익	(3)	8	적전	10	적전	(6)
	영업이익률	(2.6)	(5.7)		(5.8)		(5.2)
	순이익률	(2.3)	5.6		5.4		(3.6)

자료: 각 사 자료, 신한투자증권 / 주: 하늘색 음영은 예상치(F)

2차전지 커버리지 업체의 실적 추이 및 전망													
(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P(F)	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
LG에너지솔루션	매출	4,342	5,071	7,648	8,538	8,747	9,131	9,858	10,854	25,599	38,590	49,905	62,834
	영업이익	259	196	522	237	590	705	831	1,255	1,214	3,381	5,256	7,148
	세전이익	260	129	242	365	598	723	842	1,236	995	3,399	5,171	6,962
	순이익	227	94	186	261	449	545	640	853	767	2,487	3,520	4,452
	영업이익률	6.0	3.9	6.8	2.8	6.7	7.7	8.4	11.6	4.7	8.8	10.5	11.4
	순이익률	5.2	1.9	2.4	3.1	5.1	6.0	6.5	7.9	3.0	6.4	7.1	7.1
포스코퓨처엠	매출	665	803	1,053	781	1,135	1,256	1,482	1,854	3,302	5,728	7,488	12,822
	영업이익	26	55	82	3	20	49	96	132	166	297	517	921
	세전이익	39	59	81	(46)	29	54	92	125	134	299	525	927
	순이익	36	41	65	(23)	20	37	64	87	118	209	366	647
	영업이익률	3.8	6.9	7.8	0.4	1.8	3.9	6.5	7.1	5.0	5.2	6.9	7.2
	순이익률	5.5	5.0	6.1	(3.0)	1.8	3.0	4.3	4.7	3.6	3.6	4.9	5.0
엘앤에프	매출	554	863	1,243	1,225	1,398	1,483	1,691	1,620	3,887	6,191	8,879	12,142
	영업이익	53	61	99	53	67	84	107	110	266	369	610	795
	세전이익	100	84	118	38	62	80	103	103	341	348	567	734
	순이익	71	64	91	44	48	61	79	78	270	266	433	561
	영업이익률	9.6	7.1	7.9	4.3	4.8	5.7	6.4	6.8	6.9	6.0	6.9	6.6
	순이익률	12.8	7.5	7.3	3.6	3.4	4.1	4.7	4.8	6.9	4.3	4.9	4.6
롯데에너지머티리얼즈	매출	200	188	170	171	193	239	268	320	729	1,020	1,480	1,813
	영업이익	22	25	23	15	21	30	32	31	85	113	178	232
	세전이익	35	9	12	4	22	24	30	28	61	104	160	208
	순이익	24	6	20	(6)	18	20	25	24	44	87	131	171
	영업이익률	10.8	13.4	13.5	8.8	10.6	12.5	12.0	9.5	11.6	11.1	12.0	12.8
	순이익률	12.0	3.0	11.7	(3.3)	9.6	8.4	9.3	7.5	6.0	8.6	8.9	9.5
솔루스첨단소재	매출	124	123	106	109	113	137	164	179	461	592	835	1,174
	영업이익	(2)	(8)	(20)	(16)	(19)	(13)	5	14	(45)	(14)	73	109
	세전이익	(1)	6	(15)	(27)	(23)	(15)	2	9	(37)	(27)	48	71
	순이익	0	5	(8)	(8)	(11)	(6)	1	4	(11)	(13)	20	29
	영업이익률	(2.0)	(6.2)	(18.5)	(14.3)	(16.8)	(9.6)	2.9	7.7	(9.8)	(2.3)	8.7	9.3
	순이익률	0.1	3.8	(7.9)	(7.1)	(9.8)	(4.6)	0.5	2.0	(2.5)	(2.2)	2.3	2.5
더블유씨피	매출	55	63	64	76	75	74	74	101	257	324	483	726
	영업이익	3	15	18	22	16	15	15	17	58	64	106	170
	세전이익	5	21	29	7	22	16	17	17	62	72	100	153
	순이익	4	21	23	6	20	15	15	15	55	64	87	130
	영업이익률	6.0	23.5	28.7	28.5	21.4	20.5	20.5	17.0	22.5	19.6	21.8	23.4
	순이익률	7.6	34.3	36.2	8.4	26.1	19.7	19.8	15.1	21.5	19.8	17.9	17.9
SKIET	매출	134	139	135	177	143	174	166	205	586	688	1,011	1,414
	영업이익	(8)	(12)	(22)	(10)	(4)	(2)	5	7	(52)	7	103	214
	세전이익	14	(18)	(21)	(10)	(4)	(2)	5	6	(35)	5	94	209
	순이익	8	(22)	(25)	10	(3)	(2)	4	5	(30)	4	73	163
	영업이익률	(5.7)	(8.9)	(16.3)	(5.8)	(2.6)	(1.1)	3.1	3.6	(8.9)	1.0	10.2	15.2
	순이익률	5.6	(15.7)	(18.4)	5.4	(2.3)	(1.1)	2.5	2.4	(5.1)	0.6	7.2	11.5

자료: 각 사 자료, 신한투자증권 / 주: 하늘색 음영은 예상치(F)

## 투자 전략

### 복잡한 국면에서 소외된 업체를 발굴

셀 업체들은 AMPC 보조금 수혜를 확인하면서 미국 IRA 정책의 가장 직관적인 수혜주로 떠올랐다. 셀 업체들은 중국 경쟁사들의 선진국 진출이 주출한 틈을 타 적극적으로 고객사 확보에 나설 전망이다. 이번 기회를 통해 후방 산업에 대한 국산화 지원과 장악력 확대도 기대된다. 하반기 발표될 AMPC 세부안 내용을 확인하기 전까지는 가장 편안한 투자처다.

양극재 업체들은 2차전지 소재사들을 대표하고 있다. 셀 케미스트리에 직접적으로 관여하는 제품으로 R&D 역량이 중요하고, 고품질 제품일수록 숏티지가 명확해 장기공급계약의 대상이기도 하다. 다만 지금까지는 정책 수혜에 따른 대규모 고객사 및 수주 확보(전방)가 주가의 핵심이었다면 하반기에는 안정적인 공급망 구축을 위한 파트너십(후방) 여부가 더욱 중요해질 전망이다. 글로벌 전기차 공급망의 핵심이 된 리튬/니켈 등의 원료 수급에 관여하고 있기 때문이다. 1) 좋은 고객사와 2) 안정적인 공급망을 동시에 확보한 업체에 주목해야 한다.

분리막 업체들은 2차전지 섹터에서 오랫동안 외면받았다. 공급 과잉 우려와 수익성 둔화가 겹쳤기 때문이다. 중국산 저가 분리막의 공급 확대로 전반적인 평가 인하 압력이 작용한 것으로 추정된다. IRA 정책이 중국산 제품을 견제하려는 의도를 이어간다면 선진국 역내에서 ‘중국발 공급 과잉’이 해소된 분리막 산업은 구조적인 반등이 가능하다. 국내 분리막 업체들의 미국 진출 전략이 하반기 중 확인되면 반등의 규모를 가늠할 수 있을 전망이다.

동박 업체들은 투자자들의 관심에서 가장 멀어져 있다. 통제하기 어려운 비용 변수(전력비)가 부담인 가운데 전반적인 공급 과잉으로 재고 조정과 수익성 저하가 이어졌다. 문제는 분리막과 달리 중국 업체들보다 국내 업체들이 공급에서 차지하는 비중이 높다는 점이다. 중국의 공급 압력이 국지적으로 해소되더라도 개선의 폭이 상대적으로 작다. 하지만 뚜렷하게 하락한 글로벌 유가와 가스비를 보면 2Q23 전후로 동박 업체들의 실적 개선도 기대할만 하다. 수익성 개선만 확인된다면 섹터 내 가장 낮은 밸류에이션이 부각받을 수 있다.

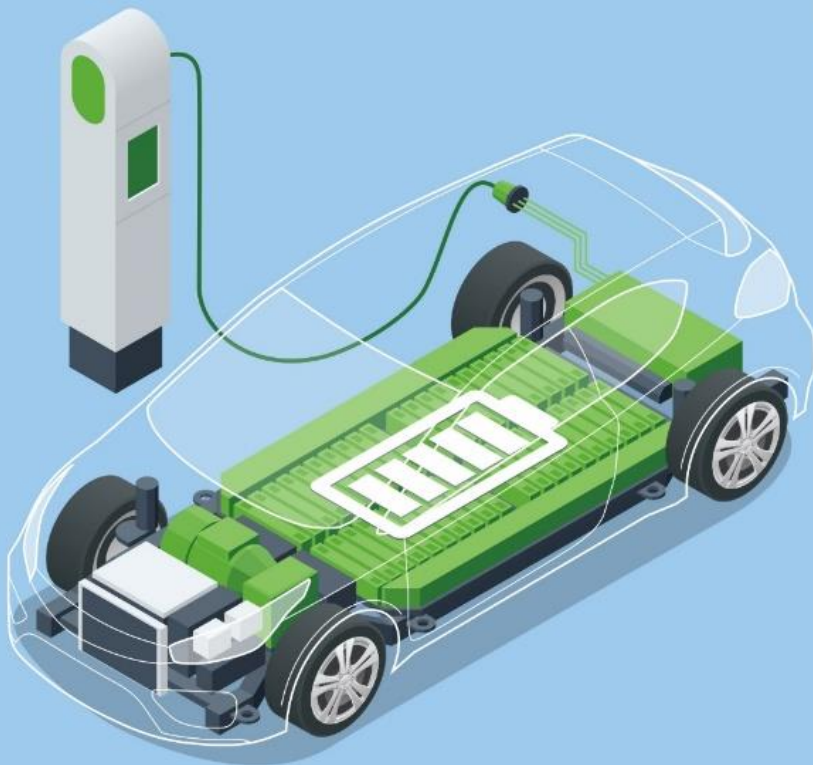
2차전지 커버리지업체의 투자이건 및 목표주가 산출							
(원, %, 배)		Target	Earnings		Valuation	비고	
LG에너지 솔루션 (매수)	목표주가	700,000	24F EBITDA	8,211	목표 Value	17.1	25F EV/EBITDA 적용 EV 182조원
	증가	558,000	25F EBITDA	10,668			
	상승여력	25.4					
	기존 목표주가 변경률	700,000 0.0					
포스코 퓨처엠 (매수)	목표주가	360,000	24F EBITDA	670	목표 Value	25.7	25F EV/EBITDA 적용 EV 30조원
	증가	321,500	25F EBITDA	1,175			
	상승여력	12.0					
	기존 목표주가 변경률	360,000 0.0					
엘앤에프 (매수)	목표주가	330,000	24F EBITDA	680	목표 Value	17.0	25F EV/EBITDA 적용 EV 16조원
	증가	250,000	25F EBITDA	920			
	상승여력	32.0					
	기존 목표주가 변경률	370,000 (10.8)					
롯데에너지 머티리얼즈 (매수)	목표주가	80,000	24F EBITDA	253	목표 Value	10.0	25F EV/EBITDA 적용 EV 3.3조원
	증가	62,400	25F EBITDA	325			
	상승여력	28.2					
	기존 목표주가 변경률	80,000 0.0					
솔루스 첨단소재 (매수)	목표주가	46,000	24F EBITDA	143	목표 Value	11.8	25F EV/EBITDA 적용 EV 2.5조원
	증가	39,750	25F EBITDA	212			
	상승여력	15.7					
	기존 목표주가 변경률	46,000 0.0					
더블유씨피 (매수)	목표주가	70,000	24F EBITDA	141	목표 Value	12.8	25F EV/EBITDA 적용 EV 3.2조원
	증가	49,000	25F EBITDA	251			
	상승여력	42.9					
	기존 목표주가 변경률	70,000 0.0					
SKIET (매수)	목표주가	105,000	24F EBITDA	234	목표 Value	22.5	25F EV/EBITDA 적용 EV 8.6조원
	증가	84,200	25F EBITDA	381			
	상승여력	24.7					
	기존 목표주가 변경률	95,000 10.5					

자료: 신한투자증권 추정

글로벌 2차전지 업체 밸류에이션 비교

(십억원, x, %) 회사명	시가총액	PER	2023E			2024E			
			PBR	EV/EBITDA	ROE(%)	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE(%)
LG에너지솔루션	130,572	63.9	6.2	25.0	10.3	40.9	5.4	16.3	14.3
LG화학	51,250	22.5	1.6	8.0	7.5	13.2	1.5	5.7	11.9
삼성SDI	47,035	22.8	2.5	12.8	11.7	18.7	2.2	10.4	12.6
SK이노베이션	17,106	14.5	0.8	7.7	5.6	8.6	0.7	5.9	8.8
CATL	193,912	20.8	5.4	15.4	23.9	16.8	4.3	12.0	24.6
BYD	132,427	28.4	5.5	11.5	20.0	20.1	4.4	8.9	22.7
파나소닉	31,446	14.8	0.9	6.4	6.4	11.7	0.9	5.3	8.0
EVE에너지	24,993	21.4	3.8	20.4	18.4	14.8	3.1	13.9	22.0
귀시안가오커	9,406	39.4	2.3	25.1	5.9	25.5	2.1	18.0	8.0
GS Yuasa	1,916	14.7	0.9	6.8	6.2	11.3	0.8	5.9	7.9
포스코케미칼	24,904	95.1	9.1	53.1	9.8	57.6	7.9	32.5	14.5
에코프로비엠	23,668	62.5	13.6	34.2	24.4	45.4	10.5	24.3	26.4
엘앤에프	9,005	28.5	5.8	20.6	22.4	17.7	4.3	12.7	27.8
에코프로	16,988	44.2	9.8	13.9	23.7	33.4	7.8	10.4	23.4
유미코아	10,578	15.0	1.8	8.1	13.2	15.4	1.7	7.9	11.2
SMM	14,337	8.8	0.9	8.1	10.7	10.6	0.8	9.5	7.3
베이징 이스프링	5,052	11.5	2.0	8.7	17.8	9.5	1.6	6.8	18.2
니치야	1,818	8.1	1.1	4.1	13.9	8.5	1.0	4.2	11.9
닝보 산산	6,503	10.2	1.3	8.5	13.1	8.3	1.1	7.3	14.0
포스코케미칼	24,904	95.1	9.1	53.1	9.8	57.6	7.9	32.5	14.5
대주전자재료	1,494	130.0	11.3	49.1	8.9	38.1	8.7	19.7	24.8
나노신소재	1,534	75.7	8.5	44.8	9.5	44.2	7.3	26.2	15.5
닝보 산산	6,503	10.2	1.3	8.5	13.1	8.3	1.1	7.3	14.0
쇼와 덴코	3,881	-	0.7	10.3	2.9	10.3	0.7	7.2	8.9
도카이 카본	2,719	10.1	0.9	5.3	9.1	8.8	0.9	4.6	9.6
SKC	3,791	78.4	2.0	15.2	2.8	19.9	1.8	8.4	10.1
일진머티리얼즈	2,877	28.0	1.9	12.1	7.1	19.8	1.8	8.8	9.5
솔루스첨단소재	1,396	-	2.7	33.9	(0.7)	39.1	2.6	12.6	7.0
후루카와 공업	1,747	11.5	0.6	9.2	5.4	11.6	0.6	7.9	5.0
SK IET	6,003	171.3	2.7	28.7	1.5	46.8	2.6	15.7	5.6
W-Scope	634	21.2	1.2	7.2	5.9	7.4	1.0	3.7	15.3
Asahi Kasei	13,074	18.4	0.8	8.0	4.8	12.3	0.8	7.3	6.6
도레이	12,152	16.1	0.8	9.3	5.3	13.3	0.8	8.3	6.2
스미모토 화학	7,327	-	0.6	10.0	0.0	10.6	0.6	8.6	6.0
솔라원소재	1,410	20.5	1.4	12.7	0.1	17.6	1.3	11.1	0.1
시니어	4,208	18.7	2.3	11.4	13.5	13.5	2.0	8.1	16.2
천보	1,906	43.3	5.0	22.2	11.4	20.8	4.0	11.5	20.5
동화기업	979	81.1	1.4	15.8	1.8	16.3	1.3	8.2	8.2
후성	1,290	18.8	3.2	10.9	18.5	14.3	2.6	8.9	20.1
솔브레인	1,750	10.0	1.8	5.6	20.2	8.9	1.5	5.0	19.5
신주방	6,584	20.4	3.5	15.5	17.6	15.5	2.9	12.2	19.1
광저우 틸치	15,692	16.0	5.0	11.8	31.7	13.2	3.8	10.0	28.9
간평리튬	23,468	8.3	2.3	8.0	28.5	8.4	1.8	8.0	22.8
앨버메일	27,863	7.1	1.9	5.7	31.3	7.7	1.5	5.9	20.8
차이나 물리브렘	23,001	13.1	2.2	6.4	16.4	10.7	1.8	5.1	17.6
화유 코발트	16,099	11.0	2.4	8.7	25.1	8.1	1.8	6.7	24.8

자료: Bloomberg, 신한투자증권



# 더블유씨피

| Bloomberg Code (393890 KS) | Reuters Code (393890.KQ)

## [이차전지]

정용진 연구위원  
☎ 02-3772-1591  
✉ yjjung86@shinhan.com

## 지속된 호실적과 발현될 모멘텀



**매수**  
(유지)



현재주가 (5월 8일)  
**49,000 원**



목표주가  
**70,000 원 (유지)**



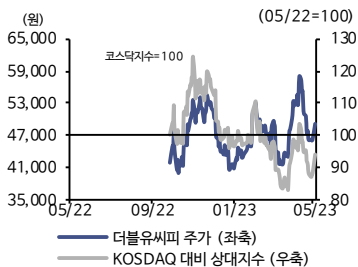
상승여력  
**42.9%**

- ◆ 1Q23 영업이익 161억원(+388% YoY, -26% QoQ)을 기록
- ◆ 실적에서 투자 모멘텀으로 관심이 넘어갈 시점
- ◆ 2025~26년 전후로 열릴 미국 전기차용 분리막 시장



시가총액	1,651.1 십억원
발행주식수	33.7 백만주
유동주식수	21.6 백만주 (64.1%)
52 주 최고가/최저가	57,900 원/39,750 원
일평균 거래량 (60 일)	262,491 주
일평균 거래액 (60 일)	12,908 백만원
외국인 지분율	5.60%
<b>주요주주</b>	
W-SCOPE Corporation	35.91%
엔피성장제 6 호 사모투자합자회사 외 4 인	26.54%
<b>절대수익률</b>	
3 개월	-4.3%
6 개월	-0.4%
12 개월	0.0%
<b>KOSDAQ 대비 상대수익률</b>	
3 개월	-11.4%
6 개월	-15.7%
12 개월	0.0%

**주가**



**1Q23 영업이익 161억원(+388% YoY, -26% QoQ)을 기록**

1Q23 실적은 매출 751억원(+37% YoY, -1% QoQ), 영업이익 161억원(+388% YoY, -26% QoQ)을 기록했다. 시장 기대치(OP 146억원)를 10% 상회하는 실적이다. 영업이익률은 21.4%(+12.8%p YoY, -7.1%p QoQ)로 2차전지 주요 소재 중 가장 높은 수익성을 유지하고 있다. 기존 고객사의 원통형 수요가 부진했지만 EV용 분리막이 물량을 상쇄하면서 호실적이 가능했다.

**실적에서 투자 모멘텀으로 관심이 넘어갈 시점**

올해 하반기는 3년만의 신규 설비인 충주 7/8라인의 시가동이 시작되는 시점이다. 디자인 Capa +30~40% 가량 증가할 것으로 기대되는 만큼 초기에는 감가상가비 부담이 존재한다. 연말에는 20% 이상의 수익성을 유지하기 쉽지 않을 전망이다.

하지만 하반기에 단기 실적보다 중요한 포인트는 미국 진출 여부다. IRA 세부안에서 분리막에 대한 가이드라인이 확정되면서 분리막도 현지화의 필요성이 확인됐다. 가장 보수적인 가정으로도 2029년부터는 100% 현지화가 필요해 2025~26년 전후로 분리막 업체들의 미국 진출이 시작돼야 한다. 주요 고객사인 삼성SDI도 미국 OEM들과 JV 파트너십을 통해 현지화 투자에 나선 만큼 동사의 투자도 필연적이다. 미국 투자가 확정된다면 IRA 보조금 규정을 빠르게 달성해야하는 OEM들이 신규 고객사로 진입할 가능성이 커진다.

**목표주가 70,000원, 투자 의견 매수 유지**

목표주가 70,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 25F EV/EBITDA 기준 13배에 해당한다. 동사의 디자인 Capa는 2022년 기준 8.2억제곱미터에서 2025년에는 24.9억제곱미터로 확대된다. 증가분의 대부분은 헝가리를 통한 EU 시장 진출이다. 아직까지 북미 투자에 대한 기대치는 실적 추정치에 반영하지 않았다. 하반기 관련한 투자 내용이 확정되면 장기 성장의 축으로 추가될 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	185.5	40.5	(10.0)	(566)	16,427	0.0	0.9	0.0	(3.5)	15.3
2022	257.5	58.0	55.3	1,938	27,737	20.8	11.3	1.5	8.2	(21.1)
2023F	324.2	63.6	64.2	1,905	29,642	25.7	17.6	1.7	6.6	17.1
2024F	483.4	105.5	86.6	2,571	32,214	19.1	16.3	1.5	8.3	59.6
2025F	726.1	170.0	130.0	3,859	36,073	12.7	10.0	1.4	11.3	70.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	2023F	2024F	2025F	비고
영업가치	2,529	3,006	3,218	A = B * C
EBITDA	104	141	251	B
목표 EV/EBITDA	24.4	21.4	12.8	C
(+) 자산가치	0	0	0	D (25년 예상치)
(-) 순차입금	170	647	859	E (25년 예상치)
사업가치	2,359	2,359	2,359	F = A + D - E
목표주가	70,000	70,000	70,000	2023-05-08
Upside (%)	42.9	42.9	42.9	

자료: 신한투자증권 추정

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)	시가총액	2023F				2024F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
SK아이이테크놀로지	6,003	171.3	2.7	28.7	1.5	46.8	2.6	15.7	5.6
더블유스콕프	634	21.2	1.2	7.2	5.9	7.4	1.0	3.7	15.3
아사히 카세이	13,074	18.4	0.8	8.0	4.8	12.3	0.8	7.3	6.6
토레이 인더스트리	12,152	16.1	0.8	9.3	5.3	13.3	0.8	8.3	6.2
스미모토 케미칼	7,327	-	0.6	10.0	0.0	10.6	0.6	8.6	6.0
항저우 밍쯔 플라스틱	1,410	20.5	1.4	12.7	0.1	17.6	1.3	11.1	0.1
선전 시니어 테크	4,208	18.7	2.3	11.4	13.5	13.5	2.0	8.1	16.2

자료: Bloomberg Concensus, 신한투자증권

**분기 실적 요약**

(십억원, %)	1Q23P	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	75	55	37.1	76	(1.0)	69	73
영업이익	16	3	387.5	22	(25.6)	15	15
세전이익	22	5	369.3	7	196.6	18	16
순이익	20	4	374.0	6	206.5	15	15
영업이익률	21.4	6.0		28.5		21.1	19.8
순이익률	26.1	7.6		8.4		21.1	20.3

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

**수익 예상 변경**

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	310	483		324	483	726	4.7	0.1	
영업이익	61	106		64	106	170	3.4	(0.4)	
세전이익	80	140		72	100	153	(9.8)	(28.9)	
순이익	64	112		64	87	130	0.5	(22.7)	
영업이익률	19.9	21.9		19.6	21.8	23.4			

자료: 신한투자증권 추정

**실적 추이 및 전망**

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
환율												
원/달러	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,290	1,260	1,230	1,290	1,264	1,200	1,120
원/유로	1,353	1,342	1,348	1,387	1,369	1,406	1,373	1,353	1,358	1,375	1,356	1,333
Capa (백만)												
총주	820	820	820	820	820	820	820	1,134	820	1,134	1,919	2,390
형가리	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	785	1,256
매출												
YoY	55	63	64	76	75	74	74	101	257	324	483	726
QoQ				30.2	37.1	18.2	16.1	32.6	38.8	25.9	49.1	50.2
(6.0)		14.5	2.3	18.2	(1.0)	(1.3)	0.5	35.0				
매출원가	49	46	43	51	56	56	56	79	189	247	358	525
판관비	2	2	3	3	3	3	3	4	10	14	20	31
영업이익	3	15	18	22	16	15	15	17	58	64	106	170
OPM	6.0	23.5	28.7	28.5	21.4	20.5	20.5	17.0	22.5	19.6	21.8	23.4
YoY				57.1	387.5	3.3	(17.0)	(21.0)	43.3	9.6	65.9	61.1
QoQ	(76.0)	346.7	24.8	17.5	(25.6)	(5.4)	0.3	11.8				

자료: 신한투자증권 추정

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>630.0</b>	<b>1,078.2</b>	<b>1,360.9</b>	<b>1,984.8</b>	<b>2,237.2</b>
유동자산	214.5	477.0	371.8	521.5	485.8
현금및현금성자산	98.2	284.3	116.4	139.7	27.8
매출채권	89.6	112.3	148.9	222.6	26.0
재고자산	24.3	50.8	67.3	100.6	120.7
비유동자산	415.5	601.2	989.1	1,463.4	1,751.4
유형자산	393.9	583.2	971.9	1,446.9	1,735.5
무형자산	4.8	4.2	3.3	2.6	2.0
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>224.3</b>	<b>143.6</b>	<b>362.1</b>	<b>899.2</b>	<b>1,021.7</b>
유동부채	128.3	115.2	132.6	167.6	188.8
단기차입금	5.0	51.5	51.5	51.5	51.5
매입채무	26.6	9.3	12.4	18.5	22.2
유동성장기부채	17.6	10.2	10.2	10.2	10.2
비유동부채	96.0	28.4	229.5	731.6	832.9
사채	14.2	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	77.6	25.2	225.2	725.2	825.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>405.8</b>	<b>934.6</b>	<b>998.8</b>	<b>1,085.5</b>	<b>1,215.5</b>
자본금	12.4	16.8	16.8	16.8	16.8
자본잉여금	451.5	922.5	922.5	922.5	922.5
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
이익잉여금	(58.1)	(2.3)	61.9	148.5	278.6
<b>지배주주지분</b>	<b>405.8</b>	<b>934.6</b>	<b>998.8</b>	<b>1,085.5</b>	<b>1,215.5</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	160.3	86.9	286.9	786.9	886.9
*순차입금(순현금)	62.1	(197.4)	170.5	647.2	859.1

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>85.7</b>	<b>33.7</b>	<b>59.8</b>	<b>32.6</b>	<b>157.5</b>
당기순이익	(10.0)	55.3	64.2	86.6	130.0
유형자산상각비	31.3	43.6	39.0	34.4	80.7
무형자산상각비	0.8	0.9	0.9	0.7	0.6
외환환산손실(이익)	(0.2)	10.8	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	9.7	(81.3)	(44.3)	(89.2)	(53.8)
법인세납부	(0.0)	(2.4)	(7.8)	(12.9)	(22.9)
기타	54.1	6.8	7.8	13.0	22.9
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(40.8)</b>	<b>(245.3)</b>	<b>(427.8)</b>	<b>(509.4)</b>	<b>(369.3)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(59.5)	(245.0)	(427.8)	(509.4)	(369.3)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타	19.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
<b>FCF</b>	<b>17.0</b>	<b>(231.3)</b>	<b>(376.6)</b>	<b>(474.0)</b>	<b>(198.7)</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>41.8</b>	<b>401.4</b>	<b>200.0</b>	<b>500.0</b>	<b>100.0</b>
차입금의 증가(감소)	42.0	(13.5)	200.0	500.0	100.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.2)	414.9	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.0)	0.1	(0.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(3.7)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>86.7</b>	<b>186.2</b>	<b>(168.0)</b>	<b>23.3</b>	<b>(111.9)</b>
기초현금	11.5	98.2	284.3	116.4	139.7
기말현금	98.2	284.3	116.4	139.7	27.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

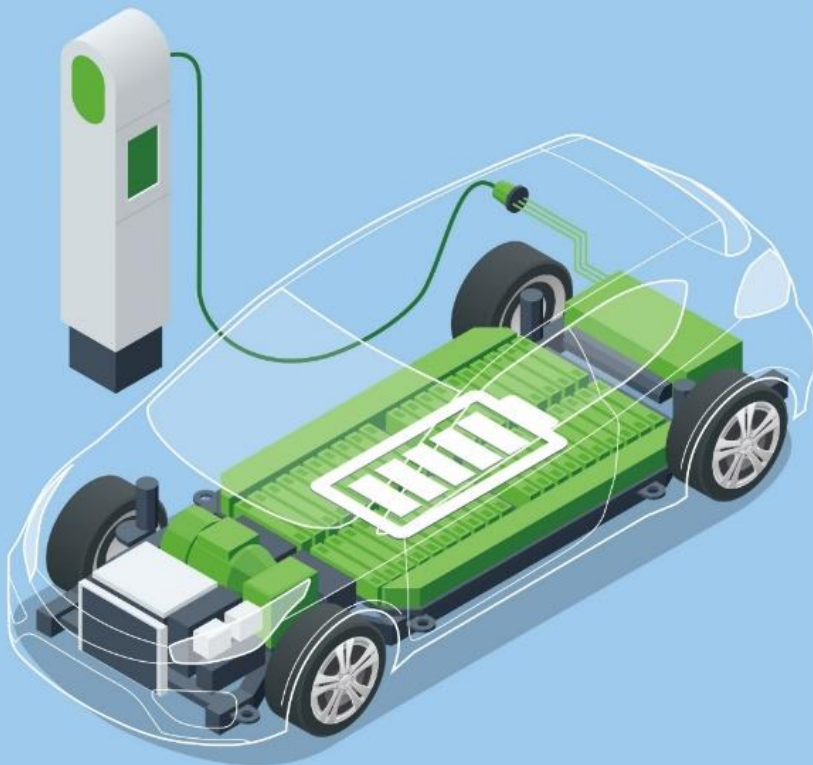
**포괄손익계산서**

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>185.5</b>	<b>257.5</b>	<b>324.2</b>	<b>483.4</b>	<b>726.1</b>
증감률 (%)	65.8	38.8	25.9	49.1	50.2
<b>매출원가</b>	<b>135.2</b>	<b>189.0</b>	<b>247.0</b>	<b>357.5</b>	<b>525.5</b>
<b>매출총이익</b>	<b>50.3</b>	<b>68.4</b>	<b>77.2</b>	<b>125.9</b>	<b>200.7</b>
매출총이익률 (%)	27.1	26.6	23.8	26.0	27.6
<b>판매관리비</b>	<b>9.8</b>	<b>10.4</b>	<b>13.6</b>	<b>20.4</b>	<b>30.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>40.5</b>	<b>58.0</b>	<b>63.6</b>	<b>105.5</b>	<b>170.0</b>
증감률 (%)	314.5	43.4	9.6	65.9	61.1
영업이익률 (%)	21.8	22.5	19.6	21.8	23.4
영업외손익	(51.3)	3.7	8.4	(5.9)	(17.0)
금융손익	(51.8)	3.4	3.4	(5.9)	(17.0)
기타영업외손익	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	4.9	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(10.9)</b>	<b>61.7</b>	<b>72.0</b>	<b>99.6</b>	<b>153.0</b>
법인세비용	(0.9)	6.5	7.8	12.9	22.9
계속사업이익	(10.0)	55.3	64.2	86.6	130.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(10.0)</b>	<b>55.3</b>	<b>64.2</b>	<b>86.6</b>	<b>130.0</b>
증감률 (%)	적지	흑전	16.2	35.0	50.1
순이익률 (%)	(5.4)	21.5	19.8	17.9	17.9
(지배주주)당기순이익	(10.0)	55.3	64.2	86.6	130.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(10.0)	53.4	64.2	86.6	130.0
(지배주주)총포괄이익	(10.0)	53.4	64.2	86.6	130.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>72.5</b>	<b>102.6</b>	<b>103.5</b>	<b>140.7</b>	<b>251.3</b>
증감률 (%)	98.6	41.5	1.0	35.9	78.6
EBITDA 이익률 (%)	39.1	39.8	31.9	29.1	34.6

**주요 투자지표**

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(566)	1,938	1,905	2,571	3,859
EPS (지배순이익, 원)	(566)	1,938	1,905	2,571	3,859
BPS (자본총계, 원)	16,427	27,737	29,642	32,214	36,073
BPS (자본지분, 원)	16,427	27,737	29,642	32,214	36,073
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	20.8	25.7	19.1	12.7
PER (지배순이익, 배)	0.0	20.8	25.7	19.1	12.7
PBR (자본총계, 배)	0.0	1.5	1.7	1.5	1.4
PBR (자본지분, 배)	0.0	1.5	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (배)	0.9	11.3	17.6	16.3	10.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	39.1	39.8	31.9	29.1	34.6
영업이익률 (%)	21.8	22.5	19.6	21.8	23.4
순이익률 (%)	(5.4)	21.5	19.8	17.9	17.9
ROA (%)	(1.7)	6.5	5.3	5.2	6.2
ROE (지배순이익, %)	(3.5)	8.2	6.6	8.3	11.3
ROIC (%)	7.7	9.3	6.0	6.4	7.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	55.3	15.4	36.2	82.8	84.1
순차입금비율 (%)	15.3	(21.1)	17.1	59.6	70.7
현금비율 (%)	76.5	246.9	87.8	83.3	14.7
이자보상배율 (배)	4.4	86.3	22.3	11.9	8.4
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	3.1	2.6	2.0	2.1	2.4
재고자산회수기간 (일)	36.9	53.2	66.5	63.4	55.6
매출채권회수기간 (일)	183.0	143.1	147.0	140.2	123.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권



# SK 아이이테크놀로지

| Bloomberg Code (361610 KS) | Reuters Code (361610.KS)

## [이차전지]

정용진 연구위원  
☎ 02-3772-1591  
✉ yjjung86@shinhan.com

## 드디어 무주공산에 서다



**매수**  
(유지)



현재주가 (5월 8일)  
**84,200 원**



목표주가  
**105,000 원 (상  
향)**



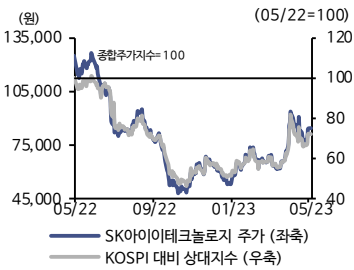
상승여력  
**24.7%**

- ◆ 캡티브 고객사의 회복으로 실적의 안정성 확보
- ◆ 드디어 무주공산에 서다
- ◆ 중국발 공급 과잉 압력이 소멸된 미국에서 수주 모멘텀을 기대



시가총액	6,003.3십억원
발행주식수	71.3백만주
유동주식수	25.5백만주 (35.8%)
52주 최고가/최저가	126,000원/48,050원
일평균 거래량 (60일)	811,709주
일평균 거래액 (60일)	64,282백만원
외국인 지분율	6.92%
<b>주요주주</b>	
SK이노베이션 외 4인	61.20%
국민연금공단	5.01%
<b>절대수익률</b>	
3개월	20.1%
6개월	42.5%
12개월	-30.4%
<b>KOSPI 대비 상대수익률</b>	
3개월	18.7%
6개월	36.0%
12개월	-26.8%

**주가**



**실적의 안정성 확보**

LiBS 사업부의 흑자 기조는 2Q23에도 이어질 전망이다. 캡티브 고객사의 생산 중단 이슈가 소멸된 상황에서 셀 공장의 수출 개선이 확인되고 있다. 동사의 가동률 개선에 직접적으로 연결될 전망이다. 하반기에는 캡티브 물량 효과만으로 LiBS 사업부의 수익성이 하이싱글(OPM 6~7%)까지 달성할 것으로 전망한다. FCW 등 신규 사업부에서 발생하는 적자를 충분히 감내할 수 있게 된다. 수익성 회복이 가시화된 상황에서 주가는 1) 신규 고객 확보와 2) 캡티브 사의 복미 투자에 동행하는 모습에 연동될 전망이다

**드디어 무주공산에 서다**

분리막은 IRA 세부안에서 배터리 부품으로 정의됐다. 이에 2024년부터 IRA 보조금을 받기 위해서는 배터리 부품에 해외우려집단(FEoC)의 제품이 배제되어야 한다. 현 시점에서 보조금을 받고 있는 차종들도 2024년부터는 FEoC 부품을 제외하고 북미에서 조립한 대체 부품으로 바꿔야 보조금을 유지할 수 있다. 글로벌 분리막 공급 과잉을 견인한 창신신소재, 시니어 등은 중국 본토에 위치한 기업들로 FEoC에 해당할 가능성이 매우 높다. 미국에서는 중국발 공급 과잉 압력이 소멸된 셈이다.

**목표주가 105,000원으로 10% 상향, 투자 의견 매수 유지**

목표주가를 105,000원으로 10% 상향하고, 투자 의견 매수를 유지한다. 25F EV/EBITDA 22.5배를 적용했다. 국내 분리막 업체에 대한 투자 아이디어는 실적 개선과 수주 확대가 동시에 진행될 수 있다는 점이다. 다른 2차전지 소재 업체들의 경우 탈 중국 전략이 경쟁강도 하락이라는 긍정적인 부분이 크지만 일부는 원료 소싱 부담의 상승이라는 숙제가 겹쳐 있다. 하지만 분리막은 경쟁 완화의 구도만 중요해 변수가 적다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	603.8	89.2	95.4	1,393	31,084	120.6	56.9	5.4	5.6	(9.6)
2022	585.8	(52.3)	(29.7)	(416)	30,501	(127.3)	41.0	1.7	(1.4)	21.8
2023F	688.1	6.7	4.0	57	30,558	1,486.3	44.7	2.8	0.2	38.3
2024F	1,011.1	102.7	73.2	1,027	31,585	82.0	29.8	2.7	3.3	42.2
2025F	1,413.7	214.2	162.7	2,282	33,868	36.9	18.6	2.5	7.0	45.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	2023F	2024F	2025F	비고
영업가치	8,322	8,436	8,576	A = B * C
EBITDA	153	234	381	B
목표 EV/EBITDA	54.4	36.1	22.5	C
(+) 자산가치	0	0	0	D (25년 예상치)
(-) 순차입금	836	949	1,090	E (25년 예상치)
사업가치	7,486	7,486	7,486	F = A + D - E
목표주가	105,000	105,000	105,000	2023-05-08
Upside (%)	24.7	24.7	24.7	

자료: 신한투자증권 추정

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)	시가총액	2023F				2024F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
SK아이이테크놀로지	6,003	171.3	2.7	28.7	1.5	46.8	2.6	15.7	5.6
더블유스콕프	634	21.2	1.2	7.2	5.9	7.4	1.0	3.7	15.3
아사히 카세이	13,074	18.4	0.8	8.0	4.8	12.3	0.8	7.3	6.6
토레이 인더스트리	12,152	16.1	0.8	9.3	5.3	13.3	0.8	8.3	6.2
스미모토 케미칼	7,327	-	0.6	10.0	0.0	10.6	0.6	8.6	6.0
항저우 밉프 플라스틱	1,410	20.5	1.4	12.7	0.1	17.6	1.3	11.1	0.1
선전 시니어 테크	4,208	18.7	2.3	11.4	13.5	13.5	2.0	8.1	16.2

자료: Bloomberg Concensus, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	1Q23P	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	143	134	6.5	177	(19.4)		154
영업이익	(4)	(8)	적자지속	(10)	적자지속		(8)
세전이익	(4)	14	적자전환	(10)	적자지속		(6)
순이익	(3)	8	적자전환	10	적자전환		(6)
영업이익률	(2.6)	(5.7)		(5.8)			(5.2)
순이익률	(2.3)	5.6		5.4			(3.6)

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
환율												
원/달러	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,290	1,260	1,230	1,290	1,264	1,200	1,120
원/유로	1,353	1,342	1,348	1,387	1,369	1,406	1,373	1,353	1,358	1,375	1,356	1,333
Capa (백만)												
한국(청주)	1,527	1,527	1,527	1,527	1,527	1,527	1,527	1,863	1,527	1,863	2,727	4,027
중국(창저우)	519	519	519	519	519	519	519	519	519	519	519	519
폴란드	672	672	672	672	672	672	672	672	672	672	672	672
북미	336	336	336	336	336	336	336	672	336	672	1,536	1,536
복합	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,300
매출												
LiBS	134	139	135	177	143	174	166	205	586	688	1,011	1,414
신사업	134	139	135	177	143	174	165	204	585	685	974	1,324
신사업	0	0	1	0	0	1	1	1	1	3	37	90
매출 증감												
YoY		(10.5)	(11.1)	12.8	6.5	25.3	22.4	15.8	26.1	17.5	46.9	39.8
QoQ	(14.6)	3.5	(2.6)	31.2	(19.4)	21.8	(4.9)	24.1				
매출원가	115	121	130	162	120	145	133	162	529	560	733	954
판관비	27	30	27	25	27	31	28	36	109	122	176	246
영업이익	(8)	(12)	(22)	(10)	(4)	(2)	5	7	(52)	7	103	214
OPM	(5.7)	(8.9)	(16.3)	(5.8)	(2.6)	(1.1)	3.1	3.6	(8.9)	1.0	10.2	15.2
OP 증감												
YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	흑전	1,433.4	108.6
QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	44.8				

자료: 신한투자증권 추정

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>3,184.5</b>	<b>3,497.3</b>	<b>3,744.4</b>	<b>4,516.5</b>	<b>4,806.1</b>
유동자산	1,239.4	853.5	739.7	1,325.4	1,314.6
현금및현금성자산	235.7	462.7	287.0	609.8	428.4
매출채권	115.3	126.1	146.0	230.8	285.8
재고자산	92.3	112.6	130.4	206.1	255.2
비유동자산	1,945.1	2,643.8	3,007.7	3,191.0	3,491.6
유형자산	1,886.0	2,560.6	2,927.3	3,107.6	3,406.2
무형자산	16.5	11.9	7.7	5.0	3.3
투자자산	17.8	8.5	9.9	15.6	19.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>968.3</b>	<b>1,322.7</b>	<b>1,568.7</b>	<b>2,264.5</b>	<b>2,391.5</b>
유동부채	501.0	452.5	498.3	693.0	819.3
단기차입금	0.0	24.3	24.3	24.3	24.3
매입채무	15.3	20.1	23.3	36.8	45.6
유동성장기부채	302.8	138.7	138.7	138.7	138.7
비유동부채	467.4	870.2	1,070.5	1,571.5	1,572.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	465.8	868.6	1,068.6	1,568.6	1,568.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>2,216.2</b>	<b>2,174.7</b>	<b>2,178.7</b>	<b>2,252.0</b>	<b>2,414.7</b>
자본금	71.3	71.3	71.3	71.3	71.3
자본잉여금	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8
기타자본	(7.8)	(7.3)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
기타포괄이익누계액	8.8	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
이익잉여금	247.0	216.9	220.9	294.1	456.9
<b>지배주주지분</b>	<b>2,216.2</b>	<b>2,174.7</b>	<b>2,178.7</b>	<b>2,252.0</b>	<b>2,414.7</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	772.6	1,031.7	1,231.7	1,731.7	1,731.7
*순차입금(순현금)	(211.9)	474.7	835.5	949.3	1,089.5

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>109.4</b>	<b>20.6</b>	<b>166.6</b>	<b>217.5</b>	<b>344.7</b>
당기순이익	95.4	(29.7)	4.0	73.2	162.7
유형자산상각비	113.8	150.5	142.1	128.2	165.5
무형자산상각비	3.8	5.4	4.2	2.7	1.8
외환환산손실(이익)	(14.3)	(20.4)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(50.8)	(69.3)	16.2	13.4	14.7
(법인세납부)	(56.9)	(25.6)	(1.1)	(20.7)	(45.9)
기타	16.9	9.7	1.2	20.7	45.9
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(1,192.5)</b>	<b>(83.2)</b>	<b>(525.1)</b>	<b>(377.6)</b>	<b>(508.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(601.0)	(754.4)	(508.8)	(308.4)	(464.1)
유형자산의감소	2.1	2.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.5)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(1.3)	(5.7)	(3.7)
기타	(589.1)	669.8	(15.0)	(63.5)	(41.1)
<b>FCF</b>	<b>(532.0)</b>	<b>(591.1)</b>	<b>(358.7)</b>	<b>(103.2)</b>	<b>(133.5)</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>1,111.0</b>	<b>290.7</b>	<b>200.0</b>	<b>500.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증가(감소)	224.2	291.9	200.0	500.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	886.8	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(17.1)	(17.1)	(17.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.4)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>27.5</b>	<b>227.0</b>	<b>(175.7)</b>	<b>322.8</b>	<b>(181.4)</b>
기초현금	208.2	235.7	462.7	287.0	609.8
기말현금	235.7	462.7	287.0	609.8	428.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

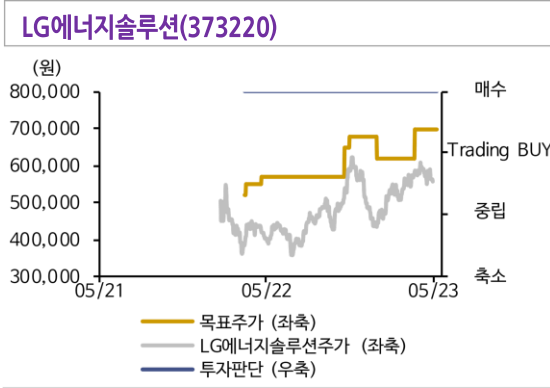
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>603.8</b>	<b>585.8</b>	<b>688.1</b>	<b>1,011.1</b>	<b>1,413.7</b>
증감률 (%)	28.7	(3.0)	17.5	46.9	39.8
<b>매출원가</b>	<b>411.8</b>	<b>529.0</b>	<b>559.8</b>	<b>732.6</b>	<b>953.6</b>
<b>매출총이익</b>	<b>192.0</b>	<b>56.8</b>	<b>128.3</b>	<b>278.5</b>	<b>460.1</b>
매출총이익률 (%)	31.8	9.7	18.6	27.5	32.5
<b>판매관리비</b>	<b>102.8</b>	<b>109.1</b>	<b>121.6</b>	<b>175.8</b>	<b>245.9</b>
<b>영업이익</b>	<b>89.2</b>	<b>(52.3)</b>	<b>6.7</b>	<b>102.7</b>	<b>214.2</b>
증감률 (%)	(28.8)	적전	혹전	1,433.4	108.6
영업이익률 (%)	14.8	(8.9)	1.0	10.2	15.2
영업외손익	22.4	17.7	(1.5)	(8.8)	(5.6)
금융손익	(8.7)	(6.9)	(1.5)	(8.8)	(5.6)
기타영업외손익	31.1	24.6	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>111.6</b>	<b>(34.6)</b>	<b>5.2</b>	<b>93.9</b>	<b>208.6</b>
법인세비용	16.2	(4.9)	1.1	20.7	45.9
계속사업이익	95.4	(29.7)	4.0	73.2	162.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>95.4</b>	<b>(29.7)</b>	<b>4.0</b>	<b>73.2</b>	<b>162.7</b>
증감률 (%)	8.2	적전	혹전	1,713.3	122.2
순이익률 (%)	15.8	(5.1)	0.6	7.2	11.5
(지배주주)당기순이익	95.4	(29.7)	4.0	73.2	162.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	120.7	(42.0)	4.0	73.2	162.7
(지배주주)총포괄이익	120.7	(42.0)	4.0	73.2	162.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>206.9</b>	<b>103.6</b>	<b>153.0</b>	<b>233.6</b>	<b>381.5</b>
증감률 (%)	5.2	(49.9)	47.6	52.7	63.3
EBITDA 이익률 (%)	34.3	17.7	22.2	23.1	27.0

**주요 투자지표**

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,393	(416)	57	1,027	2,282
EPS (지배순이익, 원)	1,393	(416)	57	1,027	2,282
BPS (자본총계, 원)	31,084	30,501	30,558	31,585	33,868
BPS (지배지분, 원)	31,084	30,501	30,558	31,585	33,868
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	120.6	(127.3)	1,486.3	82.0	36.9
PER (지배순이익, 배)	120.6	(127.3)	1,486.3	82.0	36.9
PBR (자본총계, 배)	5.4	1.7	2.8	2.7	2.5
PBR (지배지분, 배)	5.4	1.7	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA (배)	56.9	41.0	44.7	29.8	18.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	34.3	17.7	22.2	23.1	27.0
영업이익률 (%)	14.8	(8.9)	1.0	10.2	15.2
순이익률 (%)	15.8	(5.1)	0.6	7.2	11.5
ROA (%)	3.7	(0.9)	0.1	1.8	3.5
ROE (지배순이익, %)	5.6	(1.4)	0.2	3.3	7.0
ROIC (%)	4.6	(3.5)	0.2	2.6	5.1
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	43.7	60.8	72.0	100.6	99.0
순차입금비율 (%)	(9.6)	21.8	38.3	42.2	45.1
현금비율 (%)	47.0	102.3	57.6	88.0	52.3
이자보상배율 (배)	5.6	(2.5)	0.3	4.0	6.2
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(358.6)	16.9	74.8	79.4	81.0
재고자산회수기간 (일)	40.4	63.8	64.4	60.7	59.6
매출채권회수기간 (일)	58.1	75.2	72.2	68.0	66.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

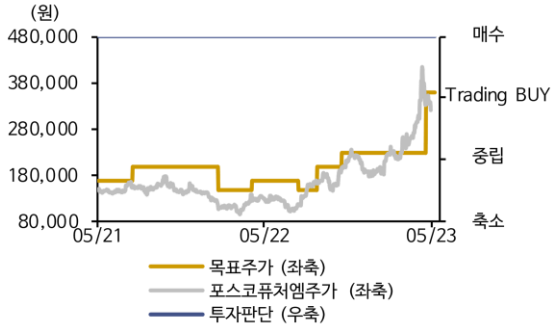


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 22일	매수	520,000	(21.6)	(21.5)
2022년 03월 25일	매수	550,000	(21.0)	(18.4)
2022년 04월 28일	매수	570,000	(23.4)	(7.2)
2022년 10월 27일	매수	650,000	(13.5)	(8.9)
2022년 11월 07일	매수	680,000	(22.1)	(8.2)
2023년 01월 06일	매수	620,000	(15.1)	(6.0)
2023년 03월 30일	매수	700,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자 의견 및 목표주가 추이

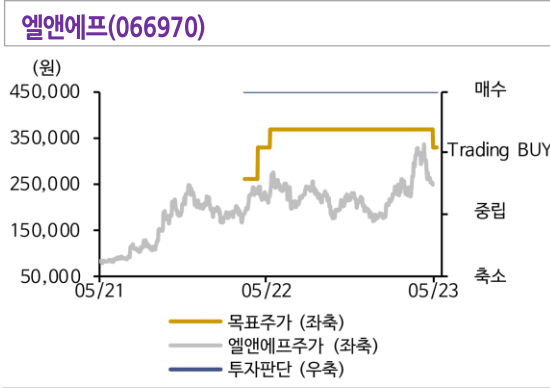
### 포스코퓨처엠(003670)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 04월 26일	매수	170,000	(12.2)	(2.1)
2021년 07월 23일	매수	200,000	(25.2)	(10.8)
2022년 01월 24일		6개월경과	(39.9)	(38.0)
2022년 01월 27일	매수	150,000	(24.6)	(7.3)
2022년 04월 11일	매수	170,000	(27.4)	(19.7)
2022년 07월 22일	매수	150,000	(0.7)	13.0
2022년 09월 01일	매수	200,000	(14.6)	(2.8)
2022년 10월 25일	매수	230,000	1.2	80.0
2023년 04월 26일		6개월경과	46.2	47.8
2023년 04월 28일	매수	360,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자 의견 및 목표주가 추이

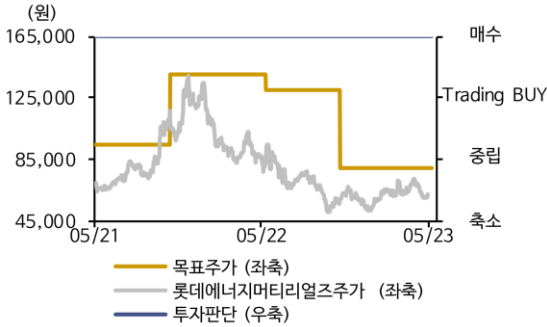


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 22일	매수	260,000	(14.0)	(6.2)
2022년 04월 20일	매수	330,000	(31.7)	(25.5)
2022년 05월 17일	매수	370,000	(39.1)	(25.2)
2022년 11월 18일		6개월경과	(36.8)	(8.9)
2023년 05월 09일	매수	330,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 롯데에너지머티리얼즈(020150)

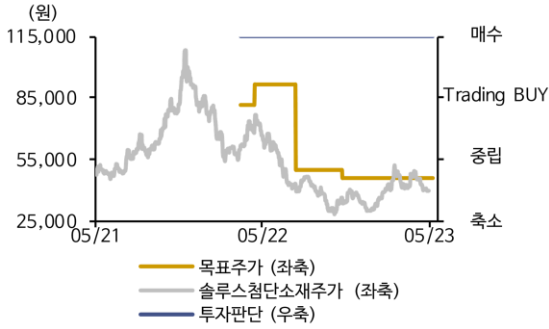


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 02월 18일	매수	95,000	(24.5)	(11.7)
2021년 08월 19일		6개월경과	(6.4)	23.2
2021년 10월 20일	매수	140,000	(24.4)	(0.4)
2022년 04월 21일		6개월경과	(39.2)	(35.4)
2022년 05월 18일	매수	130,000	(45.8)	(27.1)
2022년 10월 28일	매수	80,000	(22.1)	(9.5)
2023년 04월 29일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 솔루스첨단소재(336370)

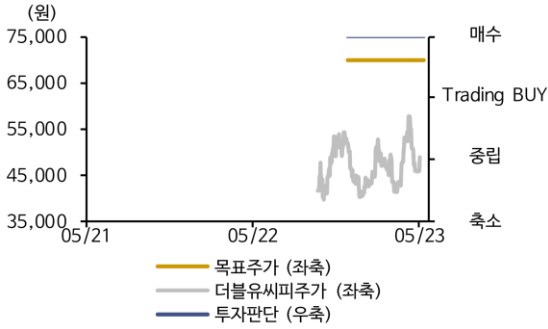


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 22일	매수	81,920	(17.7)	(10.0)
2022년 04월 22일	매수	92,000	(38.4)	(19.5)
2022년 07월 21일	매수	50,000	(23.4)	(6.8)
2022년 10월 31일	매수	46,000	(14.2)	13.5
2023년 05월 02일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자의견 및 목표주가 추이

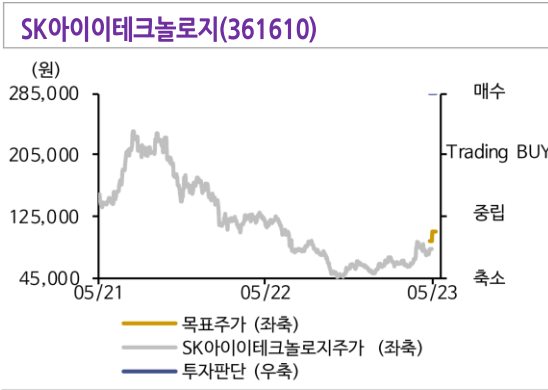
### 더블유씨피(393890)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 12월 02일	매수	70,000		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 05월 03일	매수	95,000	(11.4)	(11.4)
2023년 05월 09일	매수	105,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

**Compliance Notice**



산업 용어 해설은 QR코드를 통해 확인하실 수 있습니다.



- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정용진)
- ◆ 상기회사 더블유씨피는 최근 1년 이내에 당사가 주권의 신규상장을 위한 대표주관회사 업무를 수행한 기업입니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기회사 더블유씨피 의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- ◆ 당 조사분석자료는 당사가 대표주관사로 IPO를 실시한 기업(더블유씨피)으로 규정에 의한 의무발행자료임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기회사 SK아이이테크놀로지를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기회사 SK아이이테크놀로지를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와

**투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)**

종목	섹터
<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높은 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>

**신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 5월 6일 기준)**

매수 (매수)	94.98%	Trading BUY (중립)	3.34%	중립 (중립)	1.67%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------