

2차전지

K배터리 목표시총 400조

- 중국의 배터리 기술 굴기와 북미 시장 진출 시도 경계 필요
- 다만, 이를 감안해도 K배터리의 북미 시장 지배력 우위 지속될 전망
- 주가 Upside는 셀(+108%), 양극재(+62%), 분리막(+210%), 동박(+278%)

투자전략: 숏보다 나무

국내 2차전지 업종의 북미 중심 고성장세 여전히 견고하며, 밸류에이션상 주가 Upside 여전히 존재하여 업종 투자 의견 Overweight(비중확대) 유지

다만, 상반기 주가 급등에 따른 하반기 기대수익률의 부분적 하향 조정은 불가피. 이에 투자 매력도 보유한 개별 종목 중심 선별적 접근 필요. 탐픽은 엘앤에프, 천보

How much of the value is priced in?

연초 이후 주가 상승에 따른 밸류에이션 부담 가중되는 상황에서 현재 주가가 어느 정도의 미래시점까지 반영하고 있는지 확인 필요

30년 기준 K배터리 주가 Upside +108%(23~30년 연환산 기대수익률 +11%), K양극재 Upside +62%(기대수익률 +7%), K분리막 Upside +210%(기대수익률 +18%), K동박 Upside +278%(기대수익률 +21%)

치고 나오는 중국, 위협받는 K배터리

최근 CATL의 3세대 CTP(셀투팩) 기술 적용된 기린 배터리의 상용화로 중국 배터리 진영의 기술 굴기 매서운 기세. 중국 외 OEM에 바로 적용은 어렵겠으나, K배터리 기술 패권 유지하기 위해 경계는 필요

거세지는 LFP 침투 확대. 중국뿐만 아니라 중국 외 시장서 침투 확대 추세는 경계 필요. Volume EV 시장에선 LFP 확대 제한적일 것으로 판단하나, 북미 Entry급 EV 모델 수요 대응 위해 국내 3사 모두 LFP 개발 및 양산 추진

IRA가 쏘아올린 공

북미 배터리 수주 모멘텀 점검. 북미서 EV 100% 전환시(35~40년경) 필요한 배터리 수요(2,200GWh) 대비 현재까지 완성차 업체들이 JV 등을 통해 확보한 배터리 물량은 825GWh로 향후 신규 수주 속도는 다소 둔화 불가피

다만, 셀→소재로 이어지는 수주는 보다 가속화 전망. 특히, 동박/분리막은 북미 현지 공급 부족으로 수주 기반 신규 증설 확대 기대

IRA발 북미 완성차/셀 업체들의 메탈 확보전쟁 본격화. 특히, 리튬의 확보가 가장 중요하며 북미산 리튬 공략 필요

중국의 IRA 우회 관련 노이즈는 연말까지 지속될 가능성 높으나, 중국 업체들의 북미 시장 진출은 이제 변수 아닌 상수로 해석 필요. 이를 감안해도 K배터리의 북미 시장 내 지배력 우위(M/S 70%) 유지할 것으로 판단



전향현 changhyunjeon@daishin.com

투자 의견

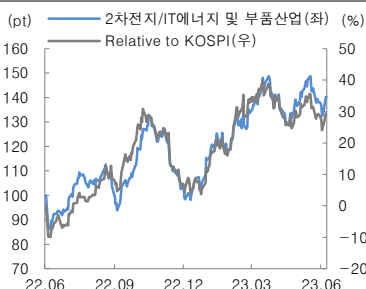
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
LG에너지솔루션	Buy	750,000원
삼성SDI	Buy	900,000원
포스코퓨처엠	Buy	430,000원
에코프로비엠	Marketperform	300,000원
엘앤에프	Buy	430,000원
SK이아이테크놀로지	Buy	120,000원
SKC	Buy	150,000원
롯데에너지머티리얼즈	Buy	90,000원
솔루스첨단소재	Buy	50,000원
천보	Buy	300,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	13.4	18.0	37.0
상대수익률	1.3	5.5	9.2	39.9



Contents

Part 1. 치고 나오는 중국, 위협받는 K배터리	4
CATL, 3세대 CTP 기린 배터리 상용화 거세지는 LFP 침투 확대	
Part 2. IRA가 쏟아올린 공	22
북미 배터리 수주 모멘텀 점검 북미 수주 모멘텀: 셀보다 소재 메탈 확보 전쟁 중국의 IRA 우회 가능성	
Part 3. How much of the value is priced in?	44
밸류에이션 점검	
기업분석	51
LG에너지솔루션 삼성SDI 포스코퓨처엠 에코프로비엠 엘앤에프 SK아이이테크놀로지 SKC 롯데에너지머티리얼즈 솔루스첨단소재 천보	

Part 1. 치고 나오는 중국, 위협받는 K배터리

CATL, 3세대 CTP 적용된 기린 배터리 상용화

CATL의 매서운 기술
굴기 시도

EV주행거리 1,000km
배터리 상용화

최근 CATL의 기술 굴기가 무섭다. 19년 9월 첫 CTP(Cell To Pack) 배터리 팩을 출시한 이후로 오래전부터 연구한 CTP 기술 발전이 3세대에 접어들었고, 언론 발표로만 접했던 CTP 3세대 기술이 적용된 기린(Qilin) 배터리가 본격 상용화되기 시작했다. CTP 기술은 셀→모듈→팩으로 이어지는 배터리 구조에서 모듈을 없앤 공간만큼 셀을 더 추가하여 에너지밀도를 끌어올리는 기술이다.

기린 배터리는 모듈을 없애고 패키징 내 셀 차지 비중(VCTP)을 72%로 확대했다(CATL CTP 1세대 55%, 테슬라 4680 배터리 63%). 이에 따른 배터리 팩기준 에너지밀도는 하이니켈 삼원계(255Wh/kg, 450Wh/L), LFP(160Wh/kg, 290Wh/L) 수준이다. 이외로 수냉식 방열판을 적용해 안정성 강화, 10분 내 80%까지 고속충전 등의 주요 스펙을 공개했고, 각형기반 삼원계 배터리로 출시된 것으로 추정한다. CATL은 CTP 기술 적용을 통해 배터리 팩 부피 활용도 20~30% 증가, 배터리 팩 부품수 40% 감소, 생산효율 50% 증가를 언급했다.

기린 배터리가 탑재된 중국 지리자동차그룹 산하의 지커 EV 모델(001)이 지난 5월 고객 인도가 시작되었다. 주요 스펙은 중국기준(CLTC) 주행거리 1,032km(국내환산 800km 급), 배터리 용량 140kWh, 차량가격 5.7만달러(일반배터리 탑재 동일모델 4.3만달러)로 확인된다.

다만, 배터리 및 차량 가격이 매우 비싸고 아직까지 기린 배터리가 탑재된 EV 모델이 1,000대 수준에 불과하여 실제 주행 및 성능 확인이 필요한 상황이다. 다만, 향후 BMW 등 중국 업체들에게 우호적인 완성차 고객사들을 중심으로 중국 외 시장 내 채용 본격화 시 경쟁 위협 가능성이 대두되고 있다.

그림 1. CATL 기린 배터리



자료: CATL, 대신증권 Research Center

그림 2. 중국 지커 EV 모델 001



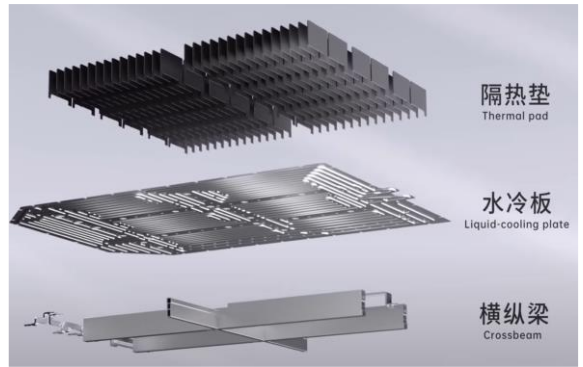
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 3. CATL 기린 배터리



자료: CATL, 대신증권 Research Center

그림 4. CATL 기린 배터리



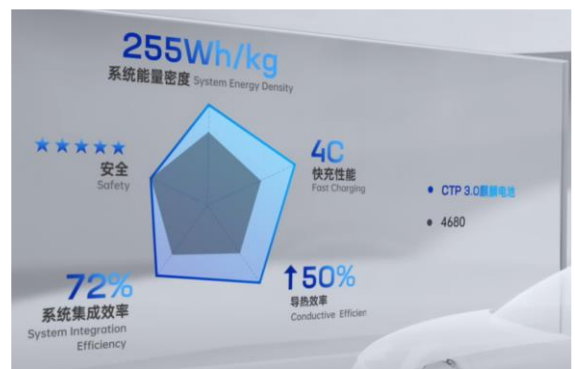
자료: CATL, 대신증권 Research Center

그림 5. CATL 기린 배터리



자료: CATL, 대신증권 Research Center

그림 6. CATL 기린 배터리



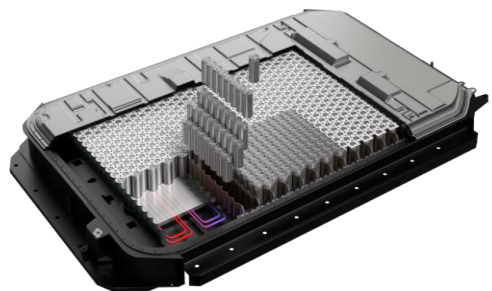
자료: CATL, 대신증권 Research Center

그림 7. CTP 배터리 팩(각형 기반)



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 8. CTP 배터리 팩(원통형 기반)



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

CATL vs TESLA vs BYD 비교

배터리 팩 에너지밀도 중심 비교

CATL이 발표한 스펙들 중 특히, CTP로 구현된 팩기준 에너지밀도 수치가 놀랍다. 셀보다 팩기준 에너지밀도 비교가 중요한 이유는 셀 메이커 입장에서는 셀 혹은 모듈 단위의 에너지밀도가 그들의 주요 스펙이 될 수 있지만, 실제 완성차 입장에서 전기차 주행거리와 배터리 용량을 결정하는 건 결국 최종적으로 배터리 팩이기 때문이다. 통상적으로 배터리 셀에서 모듈을 거쳐 팩으로 넘어가며 열 관리, 외부 충격 보호 등 각종 부품들이 추가되고 그에 따라 에너지밀도가 크게 손실된다(NCM811기준 셀→팩 에너지밀도 -36% 손실). 그러나, CATL의 기린 배터리는 모듈을 없애 셀(NCM, 280~300Wh/kg)→팩(255Wh/kg) 에너지밀도 손실(-15%)을 크게 줄였다.

이와 비교 가능한 제품군으로 테슬라의 4680 원통형 배터리가 있다. 테슬라는 아직 완전한 CTP 적용을 언급하지 않았으나, NCMA 팩 기준 에너지밀도는 220Wh/kg 이상으로 추정된다. CATL의 기린 배터리와 테슬라 4680 배터리 모두 니켈함량 80% 이상 양극재, 실리콘 음극재가 공통으로 채용된다는 점 고려했을 때 CATL은 CTP 적용한 셀/팩 구조 변경을 통해 테슬라 4680보다도 높은 에너지밀도 구현을 가능케 한 것으로 보인다.

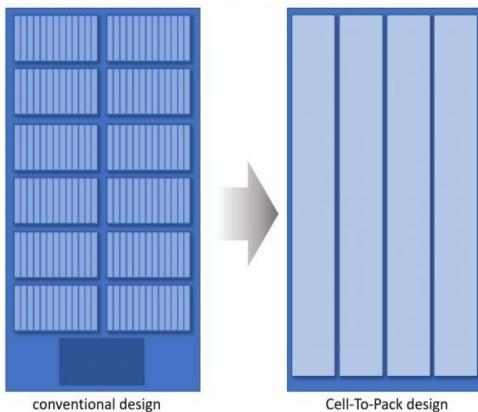
BYD 또한 자체 개발한 블레이드 배터리를 공개했고, CTP 기술이 적용된 각형 LFP 배터리다. 팩기준 에너지밀도는 기존 삼원계 배터리 스펙과 11% 수준밖에 차이가 나지 않는다. 전기차 주행 가능거리는 600km 수준을 언급했다.

표 1. CATL vs TESLA vs BYD 차세대 배터리 비교

	CATL 기린	테슬라 4680	BYD 블레이드
타입	각형	원통형	각형
E/D(팩,Wh/kg)	NCM(255), LFP(160)	삼원계(220+)	LFP(140)
E/D(셀,Wh/kg)	NCM(280~300), LFP(180~200)	삼원계(300+)	LFP(165~180)
주행거리(km)	1,000	기존대비 +54%	605
특징	CTP 3.0	건식전극	CTP
양극재	NCM, LFP	NCMA	LFP
음극재	실리콘	실리콘	인조흑연

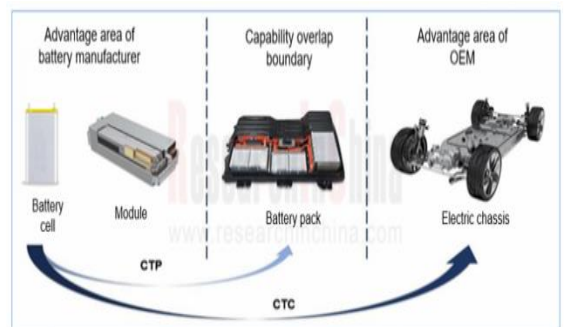
자료: 각사, 대신증권 Research Center

그림 9. CTP 기술 개념도



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 10. CTP, CTC 개념도



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

삼원계 vs LFP (셀→팩)에너지밀도 비교

삼원계 배터리에 CTP 기술이 특히 더 필요한 이유

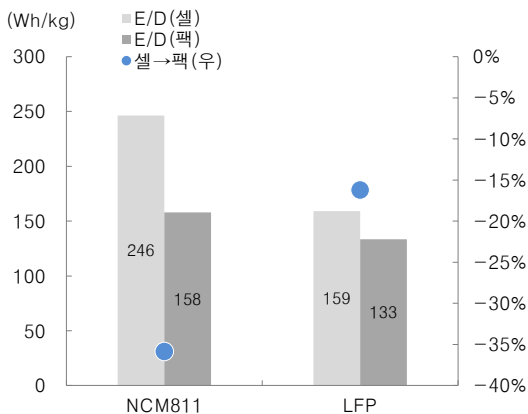
CATL이 발표한 CTP 기술은 특히, 삼원계 기반의 국내 배터리 진영에 큰 함의를 갖는다. 그 이유는 삼원계 배터리의 경우 LFP 대비 셀에서 팩으로 넘어가며 에너지밀도 손실이 더 크기 때문이다. 니켈 함량이 높은 삼원계 배터리의 열 불안정성과 외부 충격 보호를 위해 모듈단에서 안전성과 관련된 부품 및 장치들 비중이 증가하다보니 그렇다. 통상적으로 팩 내 셀 차지 중량비중은 삼원계(60%), LFP(80%) 수준이다. 삼원계는 팩 안에 에너지저장과 관련된 셀 이외 화재 안전성과 관련된 기타 부품들이 많이 채용되다보니 그만큼 셀 차지 비중이 줄어들게 된다.

NCM811 배터리의 에너지밀도는 셀(246Wh/kg)에서 팩(158Wh/kg)으로 -36%나 에너지밀도 손실을 겪는다. 반면, LFP 배터리는 셀(159Wh/kg)에서 팩(133Wh/kg)으로 비교적 손실(-16%)이 적다.

삼원계 배터리는 LFP 대비해서 셀단에서는 +55% 에너지밀도 우위를 갖지만, 모듈단의 에너지 비효율성으로 인해 팩단에서는 +19% 우위에 그친다. 여기에서 LFP 배터리에 CTP 기술까지 적용되면(팩기준 140~160Wh/kg) CTP가 적용되지 않은 삼원계 배터리의 팩 에너지밀도(160Wh/kg)와 그렇게 큰 차이가 없는 수준에 이른다.

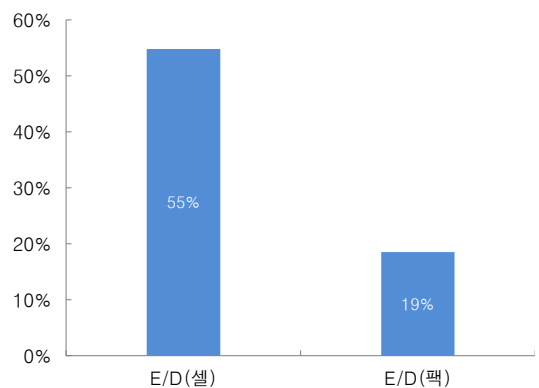
LFP 배터리 특유의 가격경쟁력에 더해 CTP 기술이라는 효율성까지 더해지는 국면에서 국내 삼원계 배터리 진영에서 CTP 기술 확보가 더욱 간절해질 수 밖에 없는 이유다. 또한 양극재 니켈 함량이 90% 이상 수준까지 올라가는 등 기존 소재단 에너지밀도 향상이 극한에 다다르고 있는 만큼 CTP를 통해 획기적인 수준으로 에너지밀도 개선을 가능케 할 수 있다.

그림 11. 배터리 타입별 에너지밀도 차이 및 (셀→팩)손실



자료: 대신증권 Research Center

그림 12. LFP 대비 NCM811 에너지밀도 우위



자료: 대신증권 Research Center

표 2. 배터리 업체별 타입별 에너지밀도

(Wh/kg)	Chem	E/D(셀)	E/D(팩)	셀→팩	타입
LGES	NCM811	257	150	-42%	원통형
LGES	NCM622	215	127	-41%	파우치
CATL	NCM811	236	166	-30%	각형
CATL	NCM523	211	136	-35%	각형
CATL	LFP	165	136	-18%	각형
BYD	NCM622	219	155	-29%	각형
BYD	LFP	147	125	-15%	각형
BYD	Bladed LFP	165	140	-15%	각형
Panasonic	NCA	256	153	-40%	원통형
SDI	NCA	253	164	-35%	원통형

자료: Iccsino, 대신증권 Research Center / 20년기준 추정

국내 업체 CTP 개발 현황: LGES

25년 파우치 CTP 상용화 언급

국내 배터리 1위 업체 LG에너지솔루션(이하 LGES)은 22년 9월 셀 블록에 파우치 셀을 꽂는 형식으로 CTP 배터리 팩 개발을 언급한 바 있다. 파우치 기반 CTP 배터리 팩의 상용화 시점으로 25년을 언급했다.

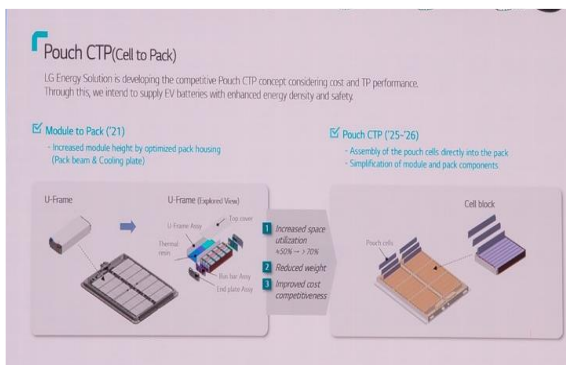
현재 LGES가 자사 배터리에 주로 채용 중인 NCMA 양극재의 니켈 함량은 98% 수준이 기술적인 최대치로 여겨진다. 현재 90%에 가까운 수준의 NCMA 배터리가 일부 모델에 탑재되기 시작했다는 점을 고려한다면 에너지밀도의 추가 개선 여력이 많지 않다.

이에 CTP 적용을 통해 모듈 부품 제거 및 배터리 팩 전체 무게 감소와 팩 내 셀 차지비율을 기존 50%에서 70%까지 확대 가능하다. 이를 통해 전기차 1회 충전 주행거리를 기존 400~500km에서 700~800km까지 증가시킬 수 있다.

LGES의 주력 배터리 타입인 파우치형은 각형과 원통형 대비 무게가 가볍고, 테드 스페이스가 적고, 에너지밀도가 높아 안정성 문제만 해결한다면 CTP 적용시 에너지밀도 개선 효과가 가장 클 것으로 기대한다. 안정성 문제 해결에 있어 내부 열이 잘 빠져나갈 수 있도록 효율적인 냉각구조 설계가 중요하다.

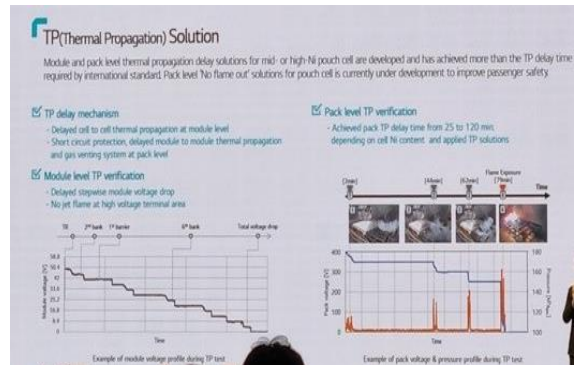
LGES는 CTP 배터리 공개와 함께 배터리 화재를 방지하는 ‘TP(Thermal Propagation) 솔루션’도 공개했다. CTP는 모듈을 없애는만큼 셀과 셀 사이의 간격이 좁아짐에 따라 화재 발생시 열 확산이 빨라질 수 있다. 이에 셀과 셀 사이 열 전달을 지연시키고 불이 번지는 시간을 늦출 수 있는 점이 TP 솔루션의 핵심역할이다. 현재 파우치 배터리 기준 연기 발생에서 화염으로 번지기까지 최대 79분간 버틸 수 있는 기술을 확보한 것으로 보인다.

그림 13. LGES 파우치 CTP



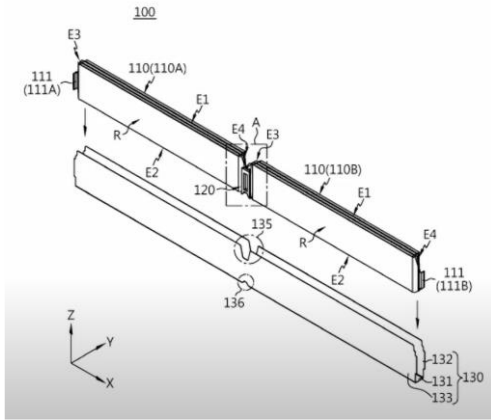
자료: LGES, 대신증권 Research Center

그림 14. LGES TP 솔루션



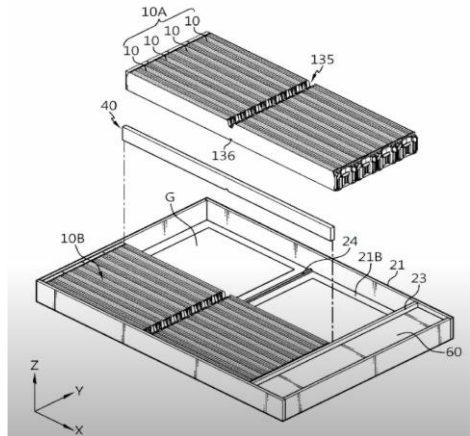
자료: LGES, 대신증권 Research Center

그림 15. LGES CTP 관련 특허: 파우치 셀



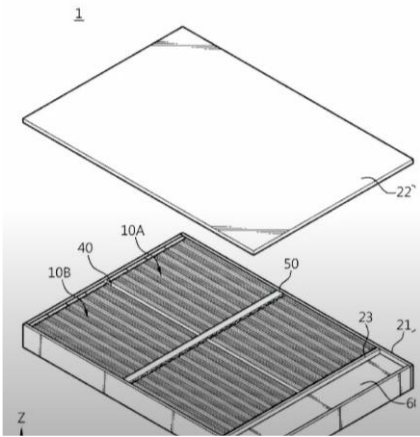
자료: LGES, 특허청 대신증권 Research Center

그림 16. LGES CTP 관련 특허: 팩 구조



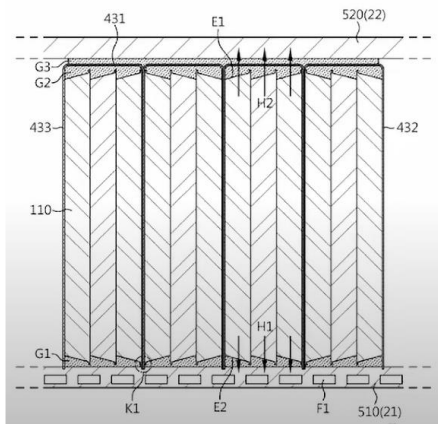
자료: LGES, 특허청 대신증권 Research Center

그림 17. LGES CTP 관련 특허: 팩 커버



자료: LGES, 특허청 대신증권 Research Center

그림 18. LGES CTP 관련 특허: 냉각구조 설계



자료: LGES, 특허청 대신증권 Research Center

국내 업체 CTP 개발 현황: SKOn

SKOn, SDI 모두 CTP 개발중

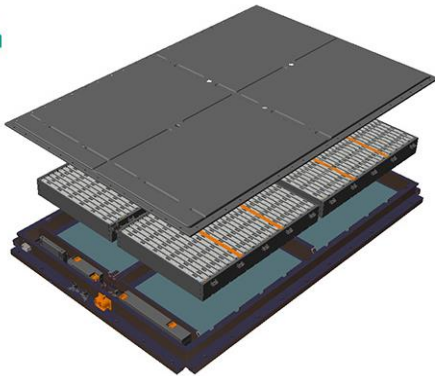
SKOn은 22년초 부분적인 CTP 기술을 적용한 “S-PACK”을 1차 개발했다. 아직 구체적인 양산시점은 밝힌 바 없다.

완전한 CTP 형태가 아니지만, 기존 사용하던 모듈 수를 10개에서 4개 수준으로 줄이고 그만큼 셀 탑재량을 높였다. 모듈의 대형화 및 개수 감소를 통해 제조 비용 또한 절감 가능하다. 궁극적으로는 모듈의 완전한 제거를 목표로 한다.

또한 자체 개발한 열 확산 통제 기술을 적용해 화재가 발생하더라도 배터리 팩 전체로 열이 잘 번지지 않도록 설계했다. 셀에서 화재가 날 경우 열과 가스를 분출시켜서 효율적으로 외부로 빠져나갈 수 있도록 구조를 설계했다.

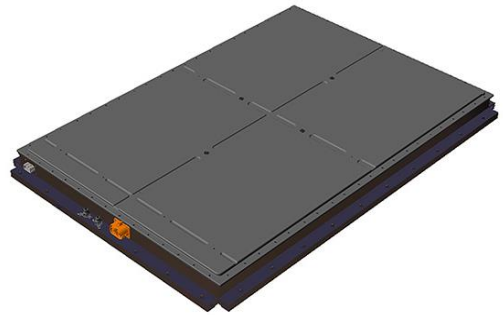
한편, 삼성SDI는 25년까지 CTP 개발, 26년부터 CTC(셀투세시) 개발 목표를 세웠다.

그림 19. SKOn S-PACK



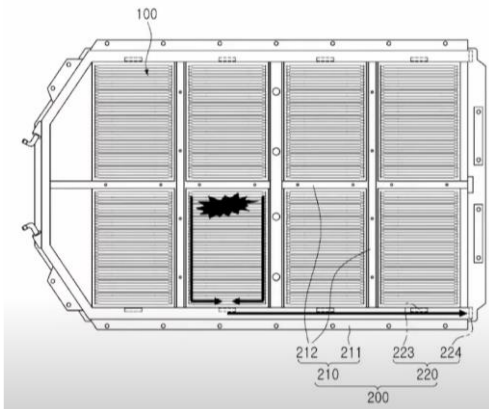
자료: SKOn, 대신증권 Research Center

그림 20. SKOn S-PACK



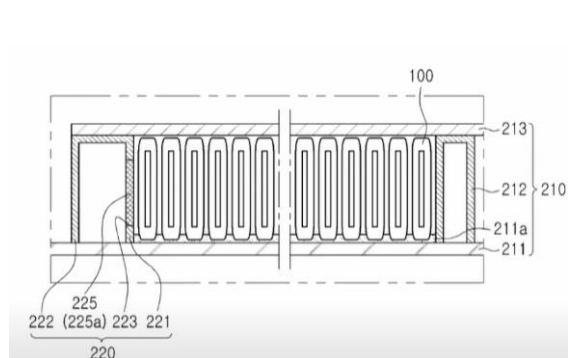
자료: SKOn, 대신증권 Research Center

그림 21. SKOn CTP 관련 특허: 열/가스 분출



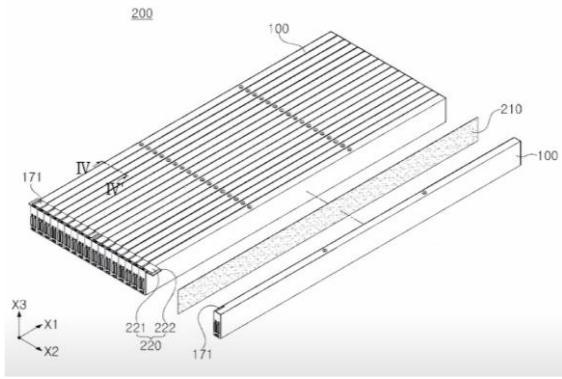
자료: SKOn, 특허청 대신증권 Research Center

그림 22. SKOn CTP 관련 특허: 열/가스 분출



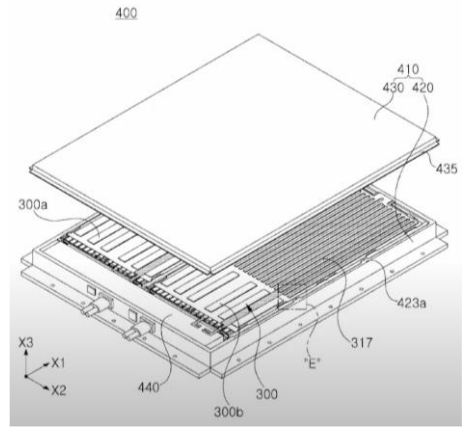
자료: SKOn, 특허청 대신증권 Research Center

그림 23. SKOn CTP 관련 특허: 셀과 셀 연결



자료: SKOn, 특허청 대신증권 Research Center

그림 24. SKOn CTP 관련 특허: 팩 구조



자료: SKOn, 특허청 대신증권 Research Center

CTP 적용의 현실적인 문제: 완성차 vs 셀

완성차-셀 CTP 공동개발이 이상적인 구도

현재 기술 개발 단계에 불과한 국내 업체 대비 CTP 적용 배터리 팩의 양산 단계까지 도달한 중국 배터리 업체(CATL, BYD)의 기술 굴기가 무섭다. 물론 당장이라도 CATL의 CTP 배터리 팩이 중국 외 글로벌 OEM EV 모델에 바로 적용되기에는 여러 문제가 남아있다. 완성차 업체가 보통 배터리 팩의 설계 및 생산을 담당하고 있기 때문에 CATL의 배터리 팩 규격에만 맞춰 EV 플랫폼 변경이 어렵다. CTP 적용된 배터리 팩의 채용은 셀-완성차 공동으로 초기 설계부터 같이 진행되어야 실제 양산 적용까지 이어질 수 있을 것이다.

현재 국내 배터리사 중에서는 LGES와 SKOn 중심으로 CTP 기술 개발 진행 중으로 여러 기술적인 난제 해결도 중요하나, 현실적인 양산 적용을 위해 팩 사업을 둘러싼 완성차 진영과의 이해관계 충돌 문제도 해결이 필요하다.

현재 EV 배터리 공급구조는 셀 메이커가 셀/모듈 형태로 완성차에 납품하고 완성차 업체(혹은 1차 부품벤더사)가 이를 받아 BMS(배터리관리시스템)를 포함한 팩 형태로 제조하여 EV 플랫폼에 탑재한다. 여기에서 BMS를 포함한 팩 사업을 유지하고자 하는 완성차와 최종적인 CTP 형태의 팩 공급을 시도하고자 하는 셀 업체간 이해관계 문제가 발생한다.

아마 현실적인 타협안은 완성차와 셀 업체간 공동으로 CTP 기술을 개발한 이후 셀 업체가 CTP 맞춤 셀을 완성차에 공급해 완성차 업체가 CTP 형태로 최종 조립하는 구조가 가장 실현가능성 높을 것으로 판단한다.

거세지는 LFP 침투 확대

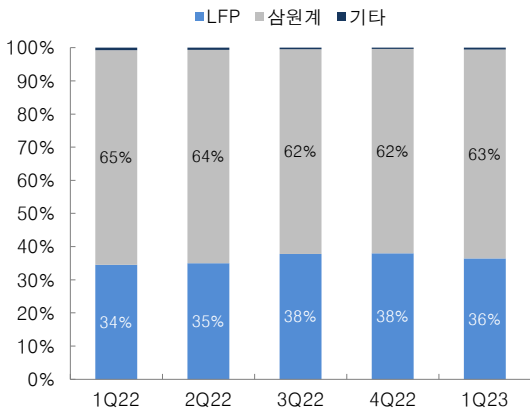
LFP, 중국뿐만 아니라 중국 외 시장에서 침투 확대는 경계 필요

최근 중국 배터리 업체들 중심으로 글로벌 EV 배터리 시장 내 LFP 침투 확대 기세가 거세지고 있다. 1Q23 기준 LFP 배터리는 글로벌 EV 배터리 시장 내 36% 수준 비중을 차지했다. 물론 중국 시장 내 높은 LFP 비중도 영향을 끼쳤으나(LFP 비중, 1Q22 59% → 1Q23 63%), 중국 외 시장에서도 LFP 배터리 침투가 확대되고 있음(LFP 비중, 1Q22 6% → 1Q23 9%)에 주목이 필요하다.

LFP 배터리를 주로 채용한 완성차(23년 1~4월 누적 탑재량 기준)는 BYD(배터리: BYD), TESLA(CATL), SAIC, GAC, Geely 순으로 주로 중국 로컬 EV 업체들이었다. 중국 외 시장에서는 TESLA(CATL), BYD(BYD)가 90% 이상 대부분을 차지했다.

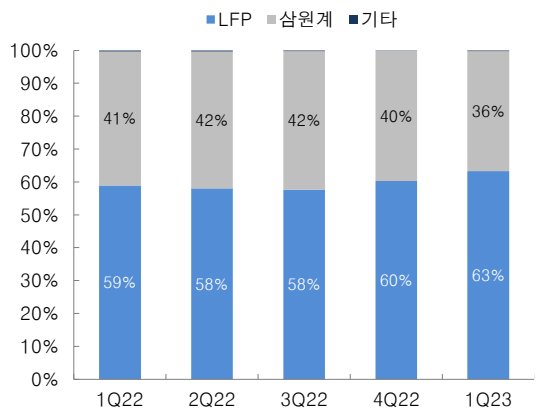
LFP의 시장지배력이 높은 중국 내수 시장은 차치하더라도 중국 외 시장에서의 LFP 침투 확대 추세는 경계가 필요하다. 아직까지는 중국산 배터리가 탑재된 EV 모델의 수출물량이 전체 판매량의 대다수를 차지하는 것으로 보이나, 공급이력을 기반으로 향후 해외 역내 생산 캐파 확보 진행될시 본격적인 시장 침투 확대 가능성 존재한다. 특히, 중국 LFP 배터리 업체들의 주요 해외진출 타겟 시장은 유럽이 될 것으로 판단한다.

그림 25. 글로벌 EV 배터리 출하 비중



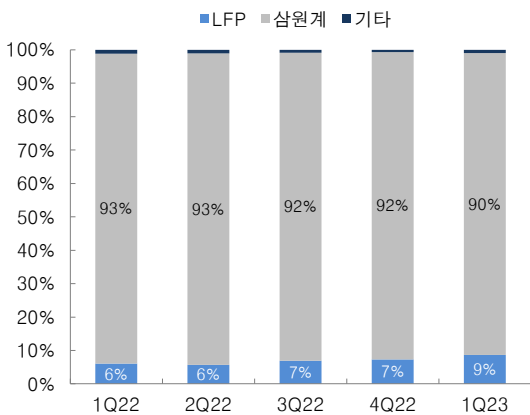
자료: SNER, 대신증권 Research Center / PV+Bus+Truck 합산, HEV+PHEV+BEV 합산 기준

그림 26. 중국 시장 EV 배터리 출하 비중



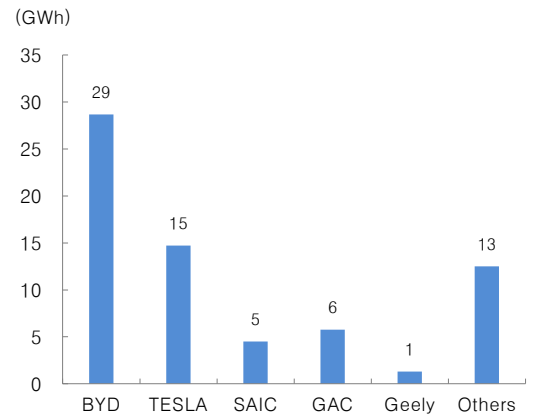
자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 27. 중국 외 시장 EV 배터리 출하 비중



자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 28. 완성차별 LFP 배터리 탑재량(23.1~4월)



자료: SNER, 대신증권 Research Center / PV+Bus+Truck 합산, HEV+PHEV+BEV 합산 기준

표 3. 완성차별 LFP 배터리 탑재량

(MWh)	2022	비중	23,1~4	비중	채용 배터리
BYD	69,137	36%	28,694	42%	BYD
TESLA	34,269	18%	14,726	22%	CATL
SAIC	13,202	7%	4,519	7%	
GAC	9,486	5%	5,774	9%	
Geely	3,160	2%	1,303	2%	
Renault-Nissan	2,391	1%	450	1%	Guoxuan, CATL
Ford	393	0%	12	0%	BYD
GM	146	0%	40	0%	Great Power
현대기아	30	0%	1	0%	
VW	3	0%	0	0%	
Toyota	0	0%	225	0%	BYD
Others	58,329	31%	11,791	17%	
Grand Total	190,547		67,536		

자료: SNER, 대신증권 Research Center / PV+Bus+Truck 합산, HEV+PHEV+BEV 합산 기준

표 4. 완성차별 LFP 탑재 EV 판매량(중국 제외)

(천대)	2022	비중	23,1~4	비중	채용 배터리
TESLA	204	84%	94	76%	CATL
BYD	14	6%	22	18%	BYD
Others	26	11%	8	6%	
Total	243		123		

자료: SNER, 대신증권 Research Center / PV+Bus+Truck 합산, PHEV+BEV 합산 기준

LFP는 NCM을 위협할 수 있을까

TESLA, Daimler 등 LFP 채용 확대 움직임

통상적으로 LFP 배터리는 삼원계(NCM) 대비 에너지밀도는 낮지만 높은 안정성과 저렴한 가격으로 주행거리가 짧은 Entry급 EV 모델에 주로 채용되어왔다.

그러나 최근 TESLA, Daimler 등 일부 완성차 업체들이 저가형 EV 모델의 보급 확대를 위해 Volume EV 모델에도 LFP 배터리를 채용 확대하려는 움직임을 보이고 있다. TESLA는 중국산 스탠다드 모델3에 CATL의 LFP 배터리를 이미 채용하고 있으며, Daimler는 EQA/EQB EV 플랫폼에 24~25년 LFP 배터리 탑재 계획을 밝혔다.

이에, LFP 배터리의 Volume EV Model향 현실적인 채용 가능성을 검토해보고자 한다.

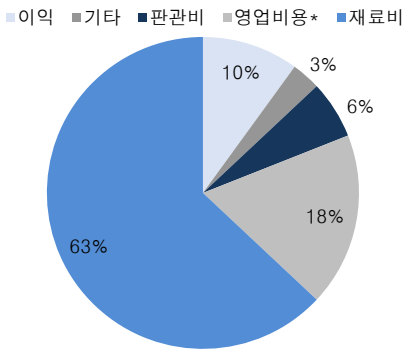
배터리 셀의 원가에서 60% 이상을 차지하는 재료비 원가구성을 살펴보면 4대 소재(양극재/음극재/분리막/ 전해액) 중 특히, 양극재의 원가 차지비중이 53~55%에 이른다. 양극재는 배터리의 핵심성능(용량, 전기차 주행거리)을 결정하는만큼 원가비중도 크게 차지한다. 이 때문에 LFP vs NCM 배터리의 가격 차이는 채용 양극재 타입에 따라 크게 좌우된다.

표 5. LFP vs 삼원계 특성 비교

	LFP	NCM
메탈	리튬, 인산철	니켈, 코발트, 망간
안전성	높음	보통
주행거리	짧음	길
수명	길	보통
가격	낮음	높음
에너지밀도	낮음	높음
양산기업	CATL, BYD	LGES, SDI, SKOn
장점	저렴한 가격, 높은 안정성	긴 주행거리, 짧은 충전시간
단점	무거운 무게, 약한 순간출력	비싼 가격, 안정성 문제

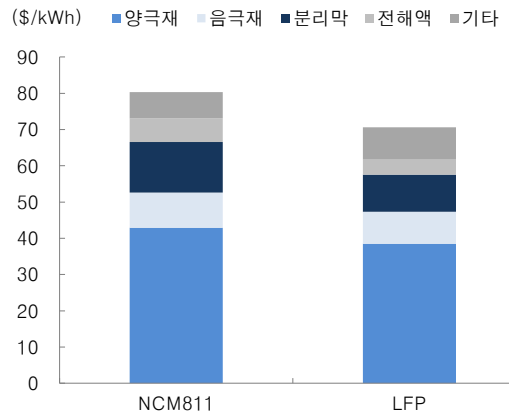
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 29. EV 배터리 셀 원가구조



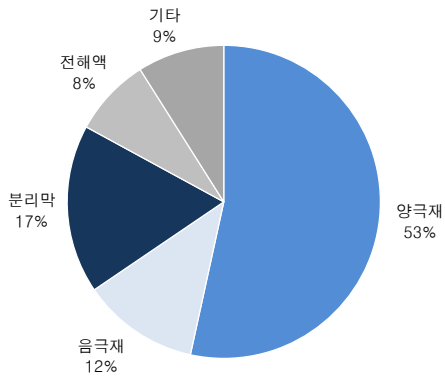
자료: SNER, 대신증권 Research Center / *매출원가-재료비

그림 30. LFP vs NCM 셀 재료비 원가구성



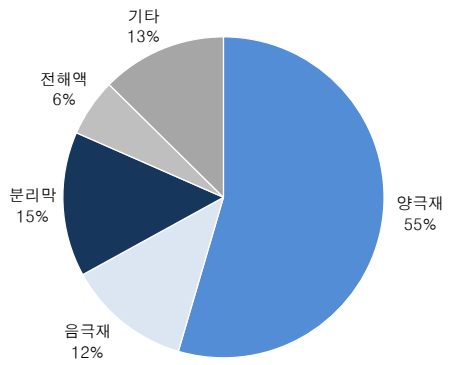
자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 31. NCM811 셀 재료비 원가구성



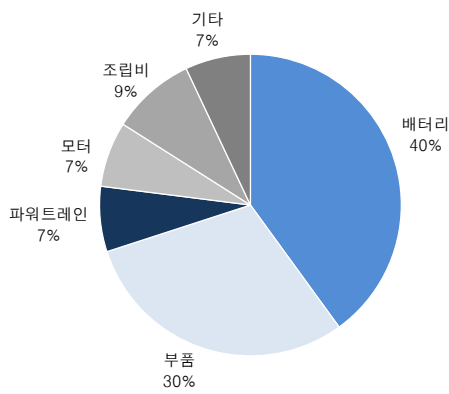
자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 32. LFP 셀 재료비 원가구성



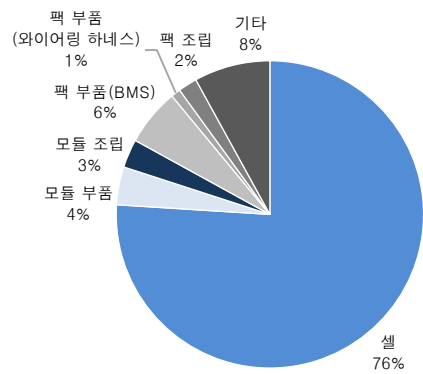
자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 33. 전기차 원가구조



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 34. 배터리 팩 원가구조



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center / 20년 기준

LFP vs NCM 비교

LFP는 가격이 저렴하나, 낮은 에너지밀도와 무거운 무게가 단점

NCM 양극재에 소요되는 메탈 구성을 살펴보면 LFP와 공통적으로 채용되는 리튬을 제외했을 때, 비교적 비싼 광물인 니켈(660g/kWh), 코발트(80g) 소요량이 많아 kg당 가격이 48불(22년 메탈 가격 기준) 수준으로 높은 편이다. 반면, LFP 양극재에는 니켈(0g), 코발트(0g) 등 비싼 광물이 소요되지 않고 비교적 저렴한 철(670g)과 인산염(370g)이 주로 소요되어 kg당 가격이 33불(22년 기준) 수준으로 NCM 대비 -31% 가량 저렴하다.

양극재 가격 기준으로 LFP가 NCM 대비 크게 저렴한(-31%) 것은 사실이나, 같은 에너지 단위의 배터리 용량을 구현하기 위해 더 많은 중량(+52%)의 양극재 투입이 필요하다. 이 때문에 동일 용량의 배터리 셀 구현을 위한 전체 양극재 비용은 22년 메탈가격 기준으로 비교했을 때 LFP와 NCM간 큰 차이가 없다.

다만, 배터리 팩 가격(22년 기준)은 NCM811(170\$/kWh), LFP(145\$/kWh) 수준으로 LFP 대비 NCM이 +17% 비싸다. 이는 니켈 함량이 높은 삼원계의 열 불안정성을 보완 해주기 위한 안전 부품들이 추가로 들어가는데 주로 기인한다.

배터리 팩의 에너지밀도는 NCM811(158Wh/kg), LFP(133Wh/kg) 수준이다. NCM 배터리는 LFP 대비 에너지밀도가 +19% 높다. 이 때문에 60kWh급 동일 용량의 배터리 팩을 제조했을 때 배터리 팩의 무게는 NCM811(380kg), LFP(450kg)으로 NCM이 LFP 대비 -16% 무게가 가볍다.

표 6. 양극재 타입별 메탈 소요량

(g/kWh)	NCA	NCM811	NCM622	LFP
리튬	90	100	110	80
니켈	720	660	560	0
망간	0	80	170	0
코발트	250	80	190	0
알루미늄	250	0	0	0
철	0	0	0	670
인산염	0	0	0	370
산소	430	450	510	770
Total	1,740	1,370	1,540	1,890

자료: BNEF, 대신증권 Research Center

표 7. LFP vs NCM 비교

60kWh 배터리 팩 기준	NCM811	LFP	LFP 대비	비고
양극재 소요량(kg)	76	115	-34%	
양극재 가격(\$/kg)	48	33	+45%	22년 기준
양극재 전체비용(\$)	3,629	3,802	-5%	
배터리 팩 가격(\$/kWh)	170	145	+17%	22년 기준
배터리 팩 가격(\$/60kWh)	10,200	8,700	+17%	
배터리 팩 에너지밀도(Wh/kg)	158	133	+19%	
배터리 팩 무게(kg)	380	450	-16%	

자료: 대신증권 Research Center

Volume EV 시장에서 LFP 확대 제한적일 것

**배터리 무게 vs EV
주행거리 상관관계
고려시 LFP는 400km
이상 구현 어려울 것**

결론적으로 LFP 배터리가 가격이 저렴하긴(NCM대비 -15%) 하나, 무거운 중량(+18%)으로 인해 Volume EV 모델 시장에서의 침투 확대는 제한적일 것이라는 판단이다.

전기차 구조상 배터리가 탑재될 수 있는 공간(부피)과 무게가 정해져 있으며, 비교적 제한된 조건 안에서 최대한 많은 용량의 배터리 탑재가 주행거리 향상으로 이어진다. 보통 자동차 주행거리 효율을 위해 차량의 경량화는 필수적이다. 자동차부품연구원에 따르면, 차량 무게가 1kg 증가함에 따라 kW당 주행거리가 0.00429km씩 감소한다고 알려져 있으며, 차량 무게 1% 경량화 시 주행 효율이 0.53%씩 증가한다고 알려져 있다.

즉, LFP 배터리의 단위(kWh)당 가격이 저렴하다고는 하나, 배터리 용량 확대를 위해 중량을 무한정 추가할 수 없고, 일정 중량이 넘어가면 오히려 주행거리가 감소할 수 있다. 60kWh급 배터리 탑재 BEV 기준 기존대비 +40~50% 추가 중량까지는 EV 주행거리가 비례하여 상승하나, 그 이상 추가 탑재시 오히려 주행거리가 짧아진다.

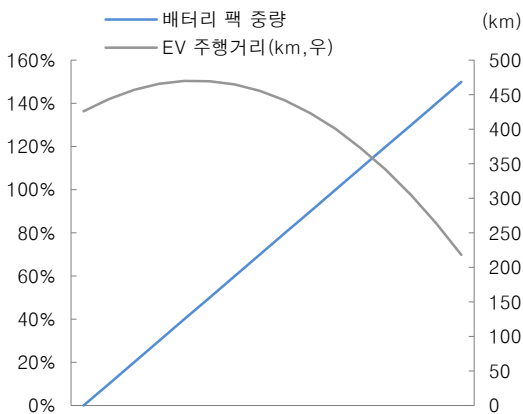
중장기적으로 EV 기술 개발 트렌드가 주행거리의 향상에 맞춰져 있다는 점을 고려할 때 현재 충전속도의 추가 개선이 제한적인 상황에서 400km 이상의 주행거리가 필요한 Volume EV 시장에서 LFP 배터리 탑재는 제한적일 것으로 판단한다.

표 8. EV 세그먼트별 채용 배터리 스펙

	주행거리(km)	전비(km/kWh)	셀 볼륨(L)	셀 E/D(Wh/L)	채용배터리	EV 모델
Premium	400~450	4.8~5.1	150~180	680~800	High-Nickel	Tesla Model S(E,85kWh), Audi E-Tron(E,97kWh), Benz EQS(E,120kWh)
Volume	380~452	6.6~7.1	130~140	400~600	NCx, LFP	VW ID,3(C,58kWh), 현대 IONIQ5(D,65kWh), Tesla Model 3/Y(D,75~77kWh)
Entry	253~320	7.1~7.8	110~130	280~400	LFP	홍광 MINI(A,14kWh), Renault Zoe(B,52kWh), GM Bolt(B,66kWh)

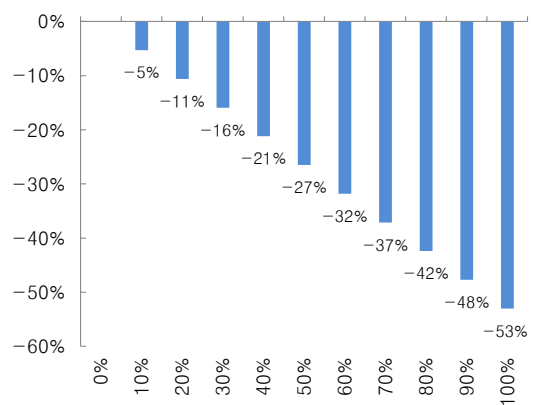
자료: SDI, SNER, 대신증권 Research Center

그림 35. 배터리 중량에 따른 EV 주행거리 향상 관계



자료: 대신증권 Research Center / NCM811 60kWh 배터리 팩 탑재 BEV 기준

그림 36. 배터리 중량에 따른 EV 주행 효율 상관 관계



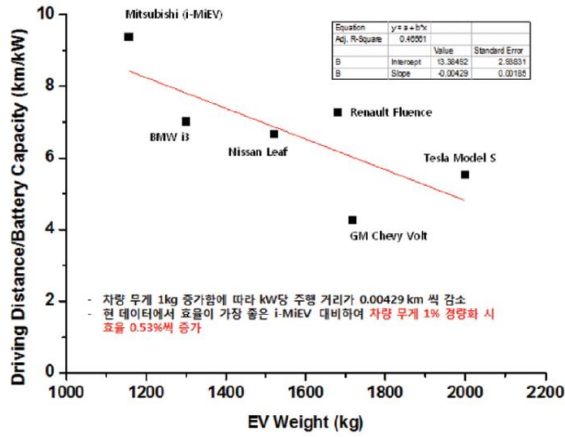
자료: 대신증권 Research Center / NCM811 60kWh 배터리 팩 탑재 BEV 기준. x축(배터리 추가 중량), y축(EV 주행 효율)

표 9. 배터리 팩 중량 vs EV 주행 효율 상관관계

	NCM811	LFP	기존대비	비고
전비(km/kWh)	7.1	6.6		Volume EV 모델 기준
EV 주행거리(km)	426	396		60kWh 배터리 팩 탑재 기준
배터리 팩 무게(kg)	380	450		60kWh 배터리 팩 탑재 기준
배터리 팩 +20% 중량시				
배터리 팩 무게(kg)	456	540	+20%	
EV 주행거리(km)	457	425	+7%	
배터리 팩 +50% 중량시				
배터리 팩 무게(kg)	569	675	+50%	
EV 주행거리(km)	470	437	+10%	
배터리 팩 +100% 중량시				
배터리 팩 무게(kg)	759	900	+100%	
EV 주행거리(km)	400	372	-6%	

자료: 대신증권 Research Center / BEV 기준, 전비는 LFP 가 NCM 대비 무거운 중량에 따라 낮은 전비 효율 가정

그림 37. EV 중량에 따른 주행 효율 향상 관계



자료: 자동차부품연구원, 대신증권 Research Center

국내 3사 LFP 개발 현황

LGES는 ESS향부터 LFP 생산 EV향은 26~27년 예상
SDI, SKOn 또한 개발중

LFP 시장의 성장 제한에도 불구하고, 국내 배터리 3사 또한 LFP 라인업을 준비 중이다. 특히, 북미 시장의 경우 Ford 등 일부 완성차 업체들이 Entry/Volume급 EV 모델에 LFP 배터리를 채용 계획 중에 있고, 중국 LFP 업체들의 현지 시장 진출이 다소 제한적인 상황에서 국내 3사의 역할이 커지고 있기 때문이다. 물론 북미 시장 내 여전한 주류는 하이니켈 기반의 NCM 삼원계 배터리가 차지할 것으로 예상하나, 시장의 일부를 차지하는 LFP 수요 대응 또한 중요하다.

가장 앞서 있는 기업은 LGES다. 올해 중국(남경) ESS용 삼원계 파우치 생산라인을 LFP 라인으로 전환하였고, 미국(애리조나)에는 ESS용 LFP 라인을 26년에 가동 예정에 있다. ESS용으로 먼저 양산 레퍼런스를 확보하고 EV향으로는 26~27년경 양산 시작될 것으로 추정한다.

SDI는 그간 LFP 배터리 개발을 미루고 있다가, 올해 3월 본격적으로 LFP 배터리 개발을 공식화하였다.

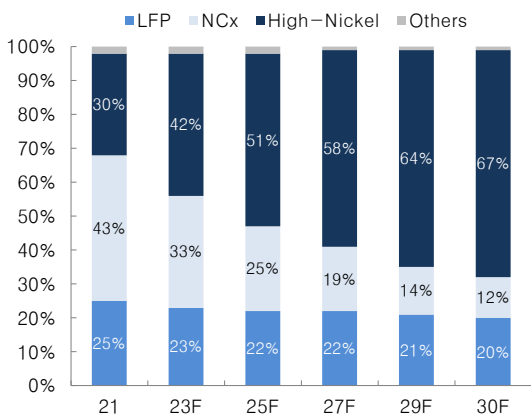
SKOn 또한 LFP 배터리 시제품 개발 및 양산을 계획 중에 있다.

표 10. 국내 3사 LFP 개발현황

내용	
LGES	23년 중국(남경) 삼원계 파우치 생산라인 LFP 라인으로 전환(ESS 대응) 미국(애리조나) ESS 용 LFP 생산라인 26년 가동 EV 향 LFP 26~27년 양산 추정
SDI	23년 3월 LFP 배터리 개발 공식화 LFP 배터리 개발 목표로 233 억원 규모의 정부 연구개발 과제 추진
SKOn	LFP 배터리 시제품 개발, 양산 추진

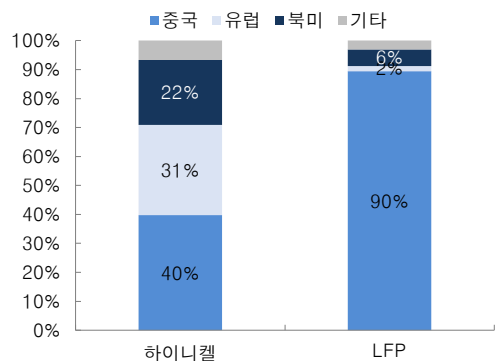
자료: 각사, 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 38. 케미스트리별 배터리 시장 비중 전망



자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 39. 하이니켈 vs LFP 지역별 비중 전망(25년)



자료: SNER, 대신증권 Research Center / 양극재 케미스트리별 기준

Part 2. IRA가 쏘아올린 공

북미 EV/배터리 시장 전망

23년부터 미국 EV/배터리 시장 고성장 전망

증가하는 수요 대비 공급은 여전히 부족

IRA 법안 발표 이후로 북미 자동차 시장의 EV 전환 시계가 매우 빨라지고 있으며, EV 세액공제(수요 촉진)와 AMPC 크레딧(공급 확대) 효과로 북미 EV/배터리 시장이 본격 개화하고 있다.

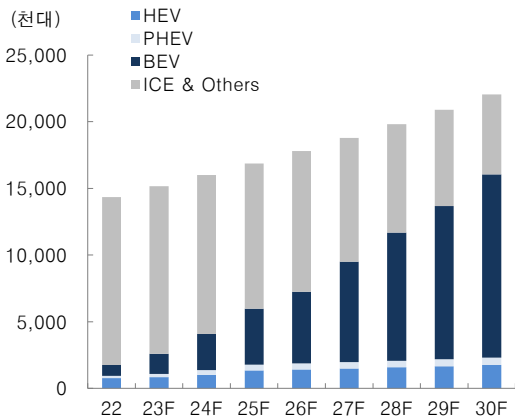
차체 추정된 미국 EV(PHEV+BEV) 시장은 23년 174만대(YoY+77%, EV침투율 11%)로 예상하며, 30년 1,428만대(EV침투율 65%) 수준으로 확대 전망한다. 23~30년 연평균 +41%의 고성장이 예상된다. 35~40년경에는 EV 침투율 100% 도달할 것으로 전망한다.

이에 따른 미국 EV 배터리 수요는 23년 118GWh(YoY+82%)에서 30년 1,188GWh 수준으로 확대되며, 23~30년 연평균 +46%의 고성장이 전망된다.

다만, 필요한 배터리 수요 대비 현지 공급은 23년부터 30년까지 지속 부족(Shortage)할 것으로 예상된다. 북미 EV 배터리 시장의 수요/공급 Balance는 23년(-56%)에서 30년(-47%)까지 지속 부족할 것으로 추정한다.

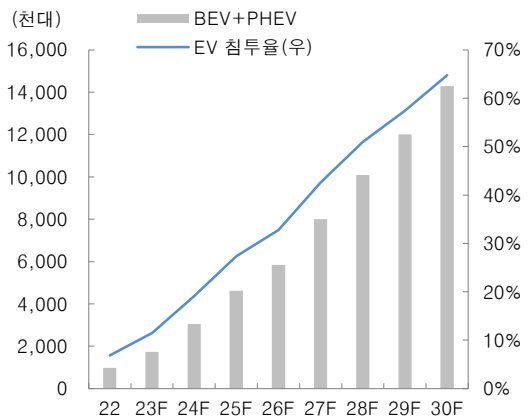
국내 배터리 3사 모두 공격적인 북미 진출 계획을 펼치고 있으나, 당장에 필요한 수요를 맞추기 위해 적절한 공급을 준비할 시간이 필요하다. 26년 준공기준 국내 3사의 북미 합산 캐파 규모는 512GWh에 이르지만, 현실적인 수준의 가동률(80%)과 수율(80%)을 가정한다면 실제 예상 공급 규모(26년 연중 279GWh)는 많지 않다.

그림 40. 차종별 미국 자동차 시장 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 41. 미국 EV 시장 전망



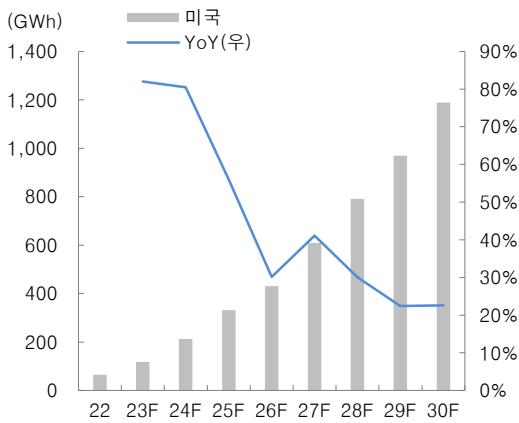
자료: 대신증권 Research Center

표 11. 미국 EV 시장 추정

(천대)	22	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
HEV	765	849	1,023	1,350	1,424	1,502	1,585	1,672	1,764
PHEV	187	227	360	422	445	469	495	523	551
BEV	798	1,513	2,689	4,196	5,391	7,527	9,599	11,476	13,733
ICE & Others	12,595	12,569	11,919	10,904	10,540	9,280	8,132	7,230	6,002
Total	14,345	15,158	15,992	16,871	17,799	18,778	19,811	20,901	22,050
BEV+PHEV	985	1,740	3,049	4,617	5,836	7,996	10,094	11,999	14,284
YoY%		77%	75%	51%	26%	37%	26%	19%	19%
EV 침투율	7%	11%	19%	27%	33%	43%	51%	57%	65%

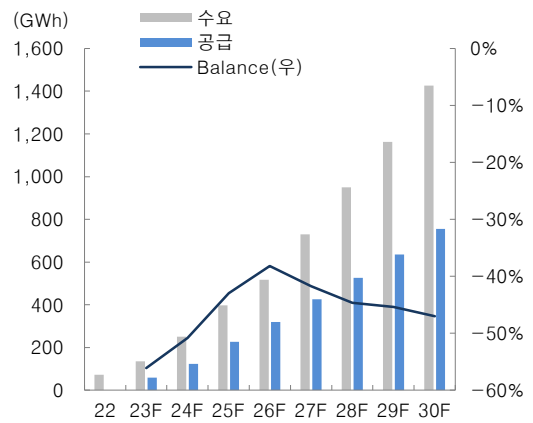
자료: 대신증권 Research Center / 35~40 년경 BEV 침투율 100% 예상

그림 42. 미국 EV 배터리 시장 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 43. 북미 EV 배터리 시장 수요 공급



자료: 대신증권 Research Center

표 12. 미국 EV 배터리 시장 추정

(GWh)	22	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
미국	65	118	212	331	431	609	791	969	1,188
YoY%		82%	80%	56%	30%	41%	30%	22%	23%
EV 대당 용량(kWh)	66	68	70	72	74	76	78	81	83

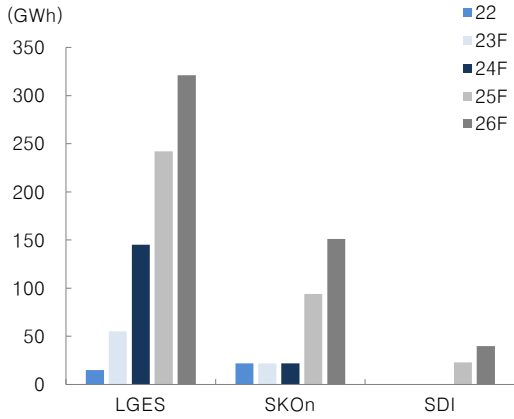
자료: 대신증권 Research Center / EV 는 PHEV+BEV 기준

표 13. 북미 EV 배터리 시장 수요 공급 추정

(GWh)	22	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
수요	72	135	251	397	517	730	950	1,163	1,425
공급		59	123	227	320	426	525	635	755
Balance		-56%	-51%	-43%	-38%	-42%	-45%	-45%	-47%

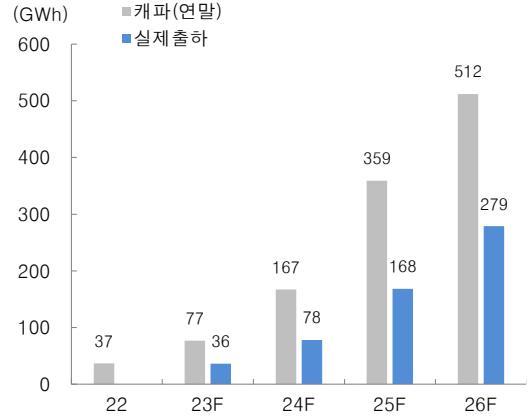
자료: 대신증권 Research Center

그림 44. K3사 북미 배터리 캐파 합산



자료: 각사, 대신증권 Research Center

그림 45. K3사 북미 캐파 vs 실제 공급



자료: 각사, 대신증권 Research Center / 연중캐파*가동률(80%)*수율(80%) 가정

표 14. K3사 북미 캐파 합산

(GWh)	22	23F	24F	25F	26F
LGES	15	55	145	242	321
SKOn	22	22	22	94	151
SDI	0	0	0	23	40
K3사 캐파	37	77	167	359	512
실제 출하	-	36	78	168	279

자료: 각사, 대신증권 Research Center / 캐파는 연말 기준, 실제 출하는 연중캐파*가동률(80%)*수율(80%) 가정

표 15. IRA 상 AMPC 내용 정리

내용	
구분명	AMPC(Advanced Manufacturing Production Credit, 45X)
개요	미국 내 배터리 부품(Battery Components) 생산업체 대상 제조세액공제 혜택 지급
적용 대상	Battery Cell/Modules, Electrode Active Materials
적용 기간	23~29 년간 100% 지급 및 30~32 년간 단계적 축소(75→50→25%)
혜택 규모	배터리 셀은 kWh 당 35 달러, 셀+모듈은 45 달러 지급(배터리 판가의 25% 규모)

자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

북미 배터리 수주 모멘텀 점검

완성차-셀 대규모
JV 설립 발표
앞으로 남은 신규
수주 속도는 다소
둔화 불가피

IRA 법안 발표를 전후로 하여 23년 상반기 비교적 최근까지 완성차 업체들의 대규모 배터리 발주가 연일 이어졌다. 중장기적 관점에서 북미 배터리 현지 공급이 Shortage로 예상됨에 따라 배터리 확보가 급하게 필요한 완성차 업체들의 기존 배터리 업체들과의 JV 설립 발표 소식들이 쏟아졌다.

다만, 현 시점에서 앞으로 중요한 것은 추가 신규 수주 속도다.

북미 시장 내 기존 자동차 시장이 모두 EV로 전환 예상되는 시점인 35~40년 기준 예상되는 연간 EV 판매량은 2,400만대 수준이다. 이에 필요한 EV 배터리 수요는 2,208GWh 규모로 추정된다. 현재까지 완성차 업체들이 JV 등을 통해 확보한(계획 물량 포함) 배터리 물량은 약 825GWh에 이르고, 앞으로 추가 필요한 발주 규모는 1,383GWh 수준이다.

배터리 발주가 본격화된 20년부터 1H23 현재까지 최근 3~4년간 북미 시장 내 궁극적으로 필요한 배터리 전체 수요(2,208GWh)의 약 37%(825GWh)를 차지하는 물량의 발주가 이뤄진 것이고, 연환산시 매년 10% 규모의 물량 발주가 쏟아지는 가파른 속도였다.

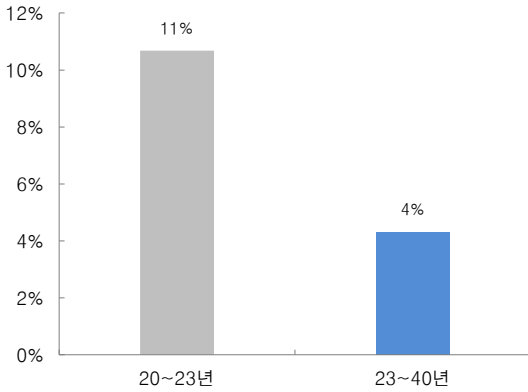
다만, 현재부터 앞으로 북미 EV 100% 전환 예상시점인 35~40년까지 12~17년간 전체 수요의 약 63%(1,383GWh)의 남은 물량의 발주가 진행될 것이고, 이는 연환산시 매년 4% 규모의 물량 발주가 쏟아지는 속도로 신규 수주 속도가 둔화될 수 밖에 없다. 완성차 업체들이 EV 생산에 앞서 2년전 미리 발주 선행되는 점을 고려한다해도 앞으로 10~15년간 연평균 5%의 물량 발주가 쏟아지는 속도다.

표 16. 북미 배터리 수주 모멘텀 점검

	EV(천대)	배터리(GWh)	기확보(GWh)	추가필요(GWh)	배터리 조달
GM	3,249	315	195	120	LGES(145)+SDI(50)
Ford	2,756	272	164	108	SKOn(129)+CATL(35)
Stellantis	2,388	239	108	131	LGES(45)+SDI(63)
Toyota	2,690	249		249	LGES(TBD)
Honda	1,799	163	40	123	LGES(40)
현대기아	1,662	147	65	82	LGES(30)+SKOn(35)
르노닛산	1,759	159	3	156	AESC(3,TBD)
VW	911	80		80	VW(TBD)
Daimler	570	54	30	24	AESC(30)
BMW	414	36	30	6	AESC(30)
TESLA	4,000	328	190	138	TESLA(100)+Pana(90)+LGES(TBD)
Others	1,747	166		166	
Total	23,944	2,208	825	1,383	

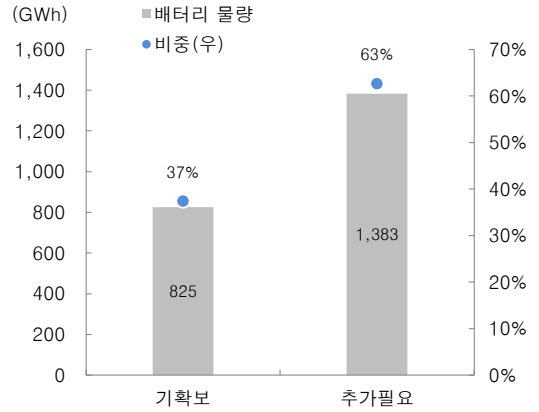
자료: 대신증권 Research Center / 35~40 년경 북미 자동차 시장 BEV 침투율 100% 가정

그림 46. 북미 신규 배터리 수주 속도 둔화



자료: 대신증권 Research Center / 20~23년 대비 23~40년간 신규 수주 속도 둔화

그림 47. 북미 배터리 기존 확보 및 추가 수주 진량



자료: 대신증권 Research Center / 35~40년경 북미 예상 EV 배터리 수요 기준

표 17. 미국 내 주요 완성차 EV 전환 로드맵

Automaker	2030 EV(%)	2022 Overall Sales	2030 EV Sales(est.)
GM	40~50%	2.2m	880k~1.1m
Toyota	15~50%	2m	300k~1m
Ford	40~50%	1.8m	720~900k
Stellantis	40~50%	1.5m	600~750k
Honda	40~50%	975k	390~487k
Nissan	40%	815k	326k
Hyundai	50%	724k	362k
Kia	37%(Global)	654k	241k
Subaru	40%(Global)	556k	222k
VW	50%	498k	249k
BMW	>50%	361k	>180k
Daimler	100%	342k	342k
Mazda	25~40%	294k	73~117k
Volvo	100%	101k	101k
Jaguar Land Rover	100%	69k	69k
Subtotal of non-EV manufacturers	44%	12.8m	~5.7m
EV brands(Tesla, Rivian, Polestar, Lucid, etc)	100%	~550k	~2.5m
US total	54~60%	13.7m	7.4~8.2m

자료: Electrek, 대신증권 Research Center / 23년 4월 기준 취합

표 18. 북미 완성차별 EV 배터리 수요 추정

		EV(천대)	배터리(GWh)
GM	Sedan	708	53
	SUV+Pickup 등	2,542	262
	Total	3,249	315
Ford	Sedan	449	34
	SUV+Pickup 등	2,307	238
	Total	2,756	272
Stellantis	Sedan	279	21
	SUV+Pickup 등	2,109	218
	Total	2,388	239
Toyota	Sedan	1,012	76
	SUV+Pickup 등	1,678	173
	Total	2,690	249
Honda	Sedan	799	60
	SUV+Pickup 등	1,000	103
	Total	1,799	163
Renault-Nissan	Sedan	789	59
	SUV+Pickup 등	970	100
	Total	1,759	159
Hyundai Kia	Sedan	881	66
	SUV+Pickup 등	780	81
	Total	1,662	147
VW	Sedan	503	38
	SUV+Pickup 등	408	42
	Total	911	80
Daimler	Sedan	167	13
	SUV+Pickup 등	403	42
	Total	570	54
BMW	Sedan	237	18
	SUV+Pickup 등	177	18
	Total	414	36
Tesla	Sedan	3,000	225
	SUV+Pickup 등	1,000	103
	Total	4,000	328
Others	Sedan	515	39
	SUV+Pickup 등	1,233	127
	Total	1,747	166
북미 Total	Sedan	9,338	700
	SUV+Pickup 등	14,606	1,507
	Total	23,944	2,208

자료: 마크라인스, 대신증권 Research Center / *EV 시장 TAM은 16~21년 북미 자동차 판매량 평균. Tesla는 400만대 별도 가정. 35~40년경 북미 시장 BEV 침투율 100% 가정. BEV 기준 Sedan(75kWh), SUV+Pickup(103kWh) 배터리 용량 가정

K 배터리 수주 모멘텀

Toyota 등 하반기 신규 수주 기대감 유효

미국/아시아계 완성차 물량만 확보해도 시장 점유율 70% 확보

북미 시장에서 전체적인 신규 수주 속도가 앞으로 둔화되는 것은 불가피하나, 하반기 여전히 수주 기대감은 유효하다.

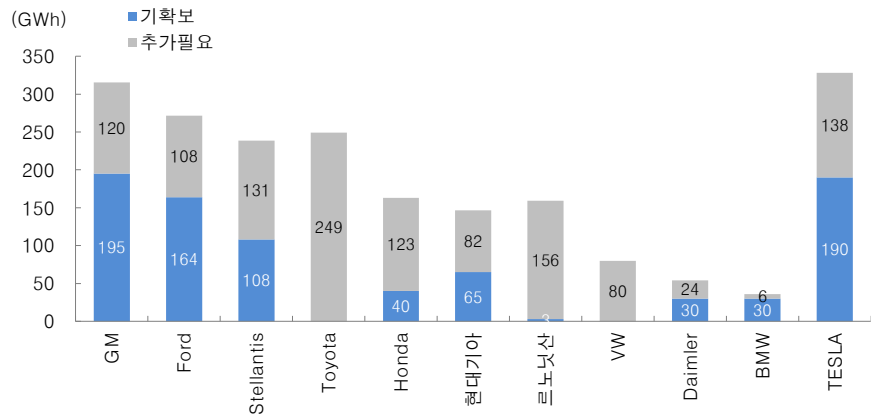
북미 시장 내 미국계(GM/Ford/Stellantis), 한국계(현대기아), 일본계(Toyota/Honda) 완성차 업체들은 국내 배터리와 긴밀한 협력 관계를 가지고 있고, 현재까지 대규모 JV 또한 여러 차례 설립했다(GM-LGES/SDI, Ford-SKOn, Stellantis-LGES/SDI, 현대기아-LGES/SKOn, Honda-LGES). 이미 대규모의 발주가 발표나긴 했지만, 향후 근시일 내 K3사의 추가 수주가 예상되는 완성차 고객군도 Toyota, Stellantis 등 미국/아시아계 완성차 그룹이다.

GM/Ford/Stellantis/현대기아/Toyota/Honda 6개 완성차 그룹의 합산 북미 자동차 시장 점유율은 22년 기준 70%에 이른다. 이들 고객사향 배터리 물량만 안정적으로 확보해도 북미 EV 배터리 시장 점유율을 최소 70%는 지킬 수 있다.

한편, 유럽계(르노닛산/VW/Daimler/BMW) 완성차 업체들은 국내보단 중국이나 유럽 자국 배터리 업체들과의 협력을 확대 중이다. 중국 배터리 업체들(AESC, Gotion 등)의 북미 시장 진출은 유럽 완성차 업체들로부터 시작될 것이다.

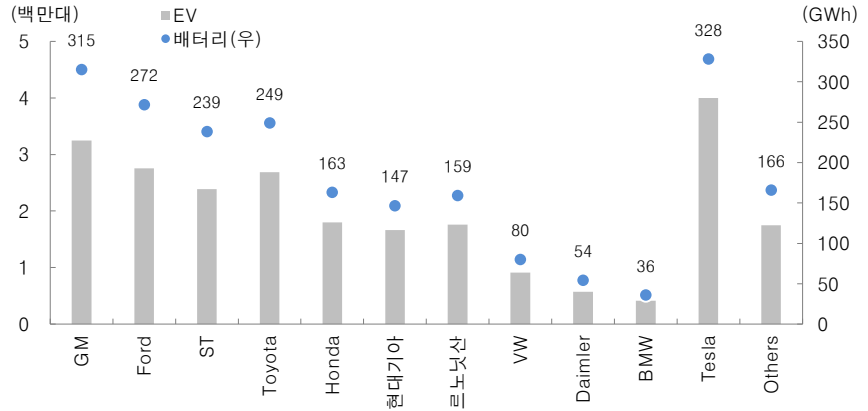
TESLA는 자체 배터리(4680 등) 내재화, 일본(Panasonic) 배터리 업체 통해 필요한 배터리 물량 조달할 것으로 예상된다.

그림 48. 북미 배터리 수주 모멘텀 점검



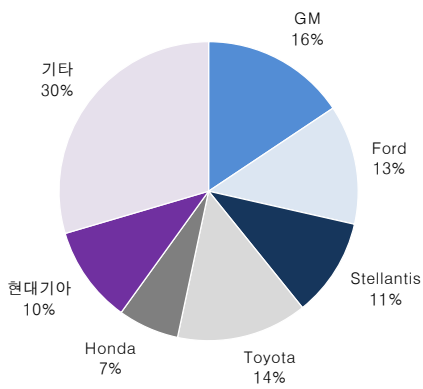
자료: 대신증권 Research Center / 35~40년경 북미 BEV 100% 전환 가정시 필요한 배터리 물량 기준

그림 49. 북미 완성차별 EV 판매량 및 배터리 수요 추정



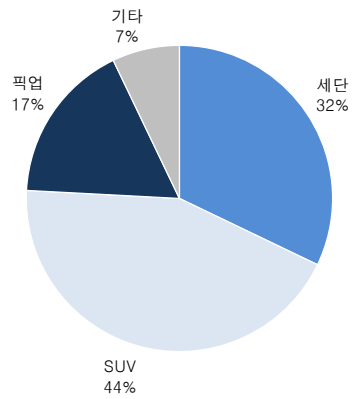
자료: 대신증권 Research Center / 35~40년경 북미 BEV 100% 전환 가정

그림 50. 북미 자동차 시장점유율



자료: 마크라인스, 대신증권 Research Center / 22년 기준

그림 51. 북미 완성차 시장 차종별 비중



자료: 마크라인스, 대신증권 Research Center / 16~21년 북미 자동차 판매량 평균

표 19. 완성차별 북미 자동차 시장점유율

(천대)	2021	M/S	2022	M/S
GM	2,563	14%	2,667	16%
Ford	2,261	12%	2,205	13%
Stellantis	2,039	11%	1,818	11%
Toyota	2,651	15%	2,412	14%
Honda	1,658	9%	1,127	7%
현대기아	1,819	10%	1,791	10%
르노닛산	1,309	7%	1,012	6%
VW	875	5%	826	5%
Daimler	531	3%	587	3%
BMW	420	2%	411	2%
TESLA	383	2%	563	3%
Others	1,759	10%	1,645	10%
북미 Total	18,266		17,065	

자료: 마크라인스, 대신증권 Research Center

IRA 배터리 광물/구성 재료, 배터리 부품 요건

북미 수주 모멘텀: 셀보다 소재

북미 시장에서 완성차→셀로 이어지는 신규 수주 속도는 둔화가 불가피하나, 셀→소재로 이어지는 수주는 앞으로 보다 가속화될 전망이다.

완성차/셀 메이커들은 IRA 법안상 EV 구매시 세액공제 관련 배터리 광물/구성재료(미국 또는 FTA 체결국서 조달), 배터리 부품(북미 현지 조달 필요) 요건 충족이 필요하다.

먼저, 배터리 핵심광물(Critical Minerals)에 대한 정의 및 범위는 1) 채굴/가공 혹은 리사이클한 광물 + 2) 구성재료(Constituent Materials)로 규정 가능하다. 핵심광물은 리튬, 니켈, 코발트, 망간, 알루미늄, 흑연 등이다. 구성재료는 핵심광물을 활용한 소재로 그 대상은 양극활물질(양극재), 음극활물질(음극재), 양극박(알루미늄박), 음극박(동박,TBD), 바인더, 전해질(리튬염), 전해액 첨가제 등이다. 미국 또는 미국과 FTA 체결국가에서 채굴/가공 혹은 북미 역내 리사이클 통해 조달 필요하다. 이 같은 요건 충족 비중은 23년 40%에서 매년 10% 상향하여 27년부터 80%가 필요하다.

배터리 부품(Battery Components)은 에너지 저장과 관련된 부품으로 양극, 음극, 분리막, 전해액, 배터리 셀/모듈이 그 대상이며, 북미 내 생산이 필요하다. 북미에서 생산되는 배터리 부품의 가치 비율을 계산하고, 요건 충족 비중은 23년 50%에서 매년 10% 상향하여 29년 100%가 필요하다.

이와 같은 요건을 충족시키기 위해 완성차/셀 메이커들은 중장기 공급계약을 기반으로 관련 소재 확보에 나설 수 밖에 없다.

표 20. IRA EV Tax Credit 부여 조건

구분	내용
EV	EV 구매시 대당 \$7,500(중고차 \$4,000) 세액공제 32년까지 지급 세단 5.5 만달러, SUV/픽업트럭 8 만달러 이하 차량 적용 북미 역내에서 차량의 최종 조립 필요
배터리 부품	대상은 양극, 음극, 분리막, 전해액, 배터리 셀/모듈 북미 역내에서 생산 및 조립 요건 충족 비중 23년 50%, 29년 100%(매년 10% 상향) 조건 미충족시 보조금 절반에 해당하는 \$3,750 대상 제외
배터리 광물	대상은 광물(리튬, 니켈, 코발트, 흑연 등)과 구성재료 미국 또는 FTA 체결국가에서 채굴/가공, 또는 북미 역내 리사이클 통해 조달 요건 충족 비중 23년 40%, 27년 80%(매년 10% 상향) 조건 미충족시 \$3,750 보조금 대상에서 제외
단서 조건	우려국가(Foreign entity of concern, 사실상 중국 암시) 적용 제외 배터리 부품은 24년부터, 광물/구성재료는 25년부터 우려국가로부터 조달시 모든 혜택서 제외

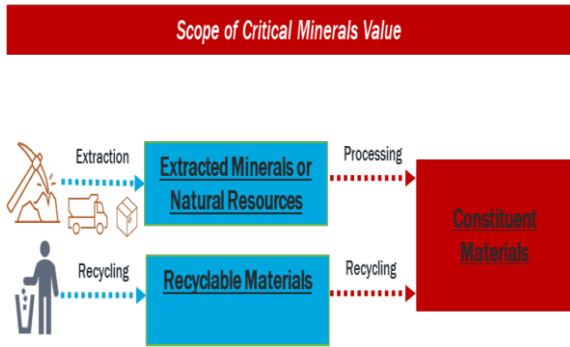
자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center / 미국과 FTA 체결국: 호주, 칠레, 캐나다, 멕시코, 한국

표 21. IRA 상 배터리 광물 및 부품 충족 요건

	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F
배터리 핵심광물	40%	50%	60%	70%	80%	80%	80%
배터리 부품	50%	60%	60%	70%	80%	90%	100%

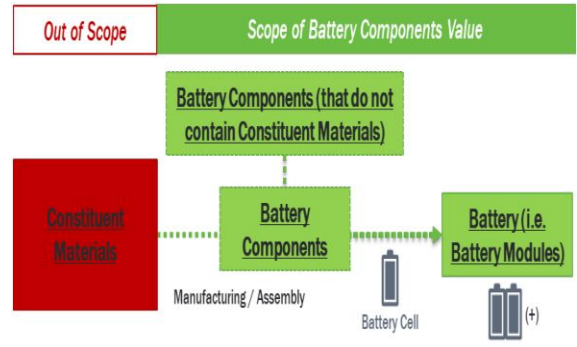
자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

그림 52. 배터리 핵심광물(Critical Minerals)에 대한 범위



자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

그림 53. 배터리 부품(Battery Components)에 대한 범위



자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

북미 수주 모멘텀: 셀보다 소재

K3사 26년 기준
양극재 72만톤,
동박 31만톤,
전해액 51만톤,
분리막 59억m² 필요

대표적으로 광물 관련 구성재료에 해당하는 양극재와 동박(대상여부는 추후 결정)은 북미 혹은 한국(미국과 FTA 체결국)에서 조달이 필요하다. 배터리 부품에 해당하는 분리막과 전해액은 100% 북미산으로만 조달이 필요하다.

북미 시장 내 공격적으로 생산능력 확대 중인 국내 배터리 3사의 경우, IRA상 우려국가(중국)로부터 조달은 피해야 하기에 한국 소재 업체들과 협력이 확대될 수 밖에 없다.

현재까지 계획된 26년 준공기준 국내 3사의 북미 합산 배터리 캐파는 512GWh에 이른다. 이에 필요한 주요 소재 수요는 양극재 72만톤, 동박 31만톤, 전해액 51만톤, 분리막 59억m² 규모다.

표 22. 26년 국내 3사 북미 캐파 합산기준 소재 필요량 추정

(천톤,백만m ²)	수요	GWh 당 소요량	IRA 상 분류	AMPC
양극재	717	1,400 톤(하이니켈)	구성재료(한국 병행생산가능)	대상(TBD)
동박	307	600 톤	TBD(북미산으로 조달추정)	TBD
전해액	512	1,000 톤	배터리부품(북미산 100% 필요)	비대상
분리막	5,888	1,150 만m ²	배터리부품(북미산 100% 필요)	비대상

자료: 대신증권 Research Center / 26년 준공기준 국내 3사 북미 합산 캐파 512GWh, AMPC 상 전극활물질, 핵심광물(구성재료 포함 추정)의 생산비용의 10% 세액공제

표 23. 국내 3사 북미 소재 공급망

셀	소재	벤더
LGES	양극재	LG 화학, 포스코퓨처엠, 엘앤에프
	동박	SKC, 롯데에너지머티리얼즈, 솔루스첨단소재
	분리막	LG 화학
	전해액	엔켄, 동화일렉
SKOn	양극재	에코프로비엠, 엘앤에프
	동박	SKC
	분리막	SKIET
	전해액	엔켄, 동화일렉
SDI	양극재	에코프로비엠, 포스코퓨처엠
	동박	롯데에너지머티리얼즈
	분리막	WCP
	전해액	솔브레인

자료: 대신증권 Research Center

양극재/전해액은 충분, 동박/분리막은 부족

양극재/전해액은 공급 계획 충분

동박/분리막은 부족하여 신규 증설 필요

먼저, 양극재의 경우 북미와 더불어 국내 병행 생산이 가능하기 때문에 상대적으로 수급이 여유롭다. 주요 양극재(EBM+PFM+L&F+Cosmo+LGC) 업체들의 26년 합산 국내외 캐파(172만톤)의 40%(69만톤) 비중으로 북미 수요 대응이 충분히 가능하다. 또한 EBM+PFM+L&F+LGC 4개 업체 합산 북미 현지 증설 규모만 해도 26년 기준 40만톤에 이를 것으로 추정되어 공급이 문제될 것 같진 않다.

동박의 경우는 쉘법이 다소 복잡하다. IRA상 동박의 구성재료 해당여부(해당시 북미+국내 병행 생산 가능)가 명확히 정해져있지 않은 상황이다. 다만, 1) 최근 국내 전력비 인상에 따른 국내 공장 제조원가 상승 및 국내 투자매력도 하락, 2) 북미 현지 고객사 수요 신속 대응, 현지 낮은 전력비(수력발전 등), 현지 정부 인센티브 지급 고려시 북미 동박 수요는 북미 현지 공급으로 대응할 예정이다. 그러나, 필요한 수요(31만톤, 26년) 대비 현지 공급(9만톤, SKC+LEM+솔첨소)이 턱없이 부족하다. 캐파 증설이 시급하고, 동박 업체들의 증설을 유인할 셀 고객사들의 당근책(장기공급계약 체결)이 나올 가능성이 높다.

전해액(북미 100% 현지조달 필요)은 엔캠을 필두로 전해액 업체들의 현지 증설 계획이 잘 진행되고 있다. 통상 전해액 공장은 배터리 공장 바로 옆에 지어진다. 1) 특유의 신선도 요건, 2) 배터리 제조시 마지막 공정에 투입, 3) 유해물질 분류로 해외 수출입 어려움 등이 주요 이유다. 26년 기준 필요한 전해액 수요(51만톤) 대비 현지 공급(52만톤, 엔캠+동화일렉+솔브레인+덕산일렉)은 충분한 상황이다.

분리막 또한 북미산 100% 현지조달이 필요하다. 다만, 필요한 수요(59억m², 26년) 대비 현지 공급이 “Zero”다. 분리막은 타 소재들과 다르게 원가구조에서 고정비(감가비 등) 차지 비중이 높아 상대적으로 비싼 북미 지역의 CAPEX 투자비(국내 대비 2배 수준)가 수익성 하락으로 연결되는 소재다. 또한 광물관련 소재와 같이 AMPC(생산비용의 10% 세액공제) 혜택도 받지 못해 분리막 업체 입장에서는 북미 투자 계획이 신중해질 수 밖에 없다. 당장에 IRA 분리막 요건 충족이 필요한 셀 업체들로부터 현지 캐파 증설을 유도할 유인책(장기공급계약 체결, 판가 인상 등)을 기대해볼 수 있다.

표 24. 국내 3사 북미향 소재별 수요 공급(26년 기준 비교)

(천톤, 백만 m ²)	수요	공급	Balance	비고
양극재	717	689	(28)	국내외 전체 캐파 중 40%로 북미 대응 추정
동박	307	88	(219)	북미 캐파로 대응
전해액	512	520	8	북미 캐파로 대응
분리막	5,888	0	(5,888)	북미 캐파로 대응

자료: 대신증권 Research Center

표 25. K 양극재 국내+해외 전체 캐파 전망

(천톤)	22	23F	24F	25F	26F	27F
EBM	125	179	269	468	548	710
PFM	45	105	155	205	345	
L&F	100	130	220	330	430	
Cosmo	20	30	60	90	120	150
LGC	90	115	140	220	280	340
Total	380	559	844	1,313	1,723	

자료: 각사, 대신증권 Research Center / 연말 양산 기준

표 26. K 동박 복미 캐파 전망

(천톤)	22	23F	24F	25F	26F	27F
SKC				50	50	50
LEM					20	20
솔첨소			18	18	18	18
Total	0	0	18	68	88	88

자료: 각사, 대신증권 Research Center / 연말 양산 기준

표 27. K 전해액 복미 캐파 전망

(천톤)	22	23F	24F	25F	26F
엔켐	20	40	280	280	300
동화일렉			100	100	100
솔브레인			20	60	60
덕산일렉				60	60
Total	20	40	400	500	520

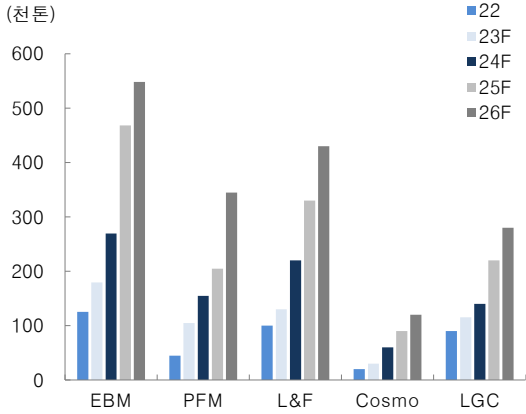
자료: 각사, 대신증권 Research Center / 연말 준공 기준

표 28. K 분리막 복미 캐파 전망

(백만 m ²)	25F	26F	27F	비고
SKIET			1,290	27~28년 양산 예상
WCP				TBD, 2H23 복미 투자계획 수립
Total	0	0		

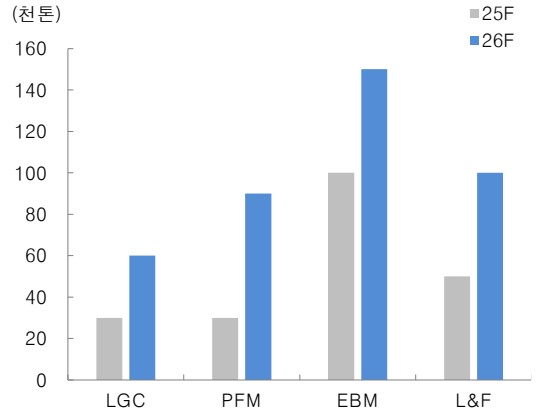
자료: 각사, 대신증권 Research Center / 연말 기준

그림 54. K 양극재 국내+해외 전체 카파 전망



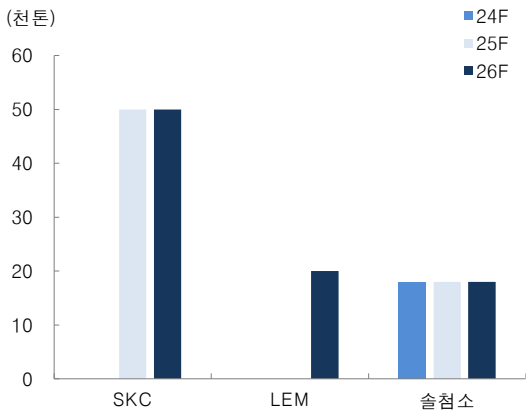
자료: 각사, 대신증권 Research Center / 연말 양산 기준

그림 55. K 양극재 북미 카파 전망



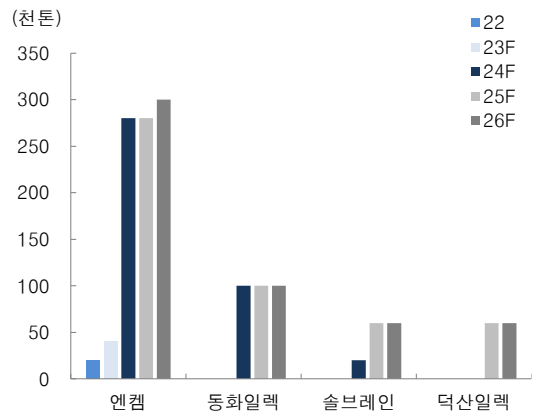
자료: 각사, 대신증권 Research Center / 연말 양산 기준

그림 56. K 동박 북미 카파 전망



자료: 각사, 대신증권 Research Center / 연말 양산 기준

그림 57. K 전해액 북미 카파 전망



자료: 각사, 대신증권 Research Center / 연말 준공 기준

메탈 확보 전쟁

IRA발 완성차/셀 업체들의 메탈 확보전쟁 본격화

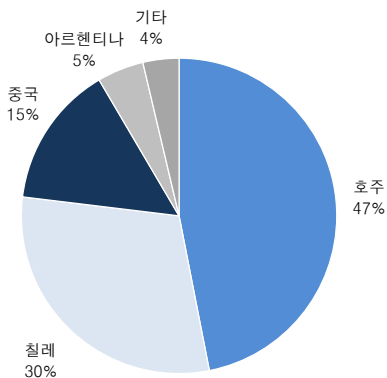
IRA 법안으로 인해 배터리 핵심광물(리튬, 니켈, 코발트, 망간, 알루미늄, 흑연 등)의 조달 출처가 중요해졌다. 미국 정부는 IRA를 통해 광물의 지나친 중국 의존도를 약화시키고 미국의 우방국(주로 FTA 체결국) 중심으로 광물 공급망을 재편하려는 의도를 가지고 있다.

IRA 법안에서 핵심광물의 적격(Qualified) 여부 판단을 위해 50% of Value added test 규정을 삽입했다. 핵심광물의 채굴/가공단계상 50% 이상의 가치가 미국 혹은 미국과 FTA 체결국에서 추가, 리사이클은 북미 내에서 50% 이상 수행이 필요하다. 이는 23~24년까지 적용되는 규정으로 25년부터는 기준이 보다 강화된다. 핵심광물의 1) 적격 여부 판단 이후 2) 부가가치 비중 요건(적격 핵심광물 부가가치 합/핵심광물 총 가치)을 계산한다.

미국과 FTA를 체결한 주요 광물 보유/생산국가는 호주, 칠레, 캐나다, 멕시코, 한국이다. 주요 광물별로 IRA 요건 충족이 가능한 국가는 채굴기준 리튬(호주, 칠레, 아르헨티나, 캐나다), 니켈(인도네시아, 호주, 캐나다), 코발트(호주, 캐나다, 인도네시아) 수준이다. 아르헨티나(리튬)와 인도네시아(니켈)는 미국과 FTA 체결국이 아니지만 우려국가(FEOC) 대상이 아니다. 현재 미국 정부와 각각 개별적인 협상 중으로 준 FTA 인정국 범위에 들어갈 가능성이 높다. 마찬가지로 일본, EU, 영국 또한 인정국 범위에 들어갈 예정이다.

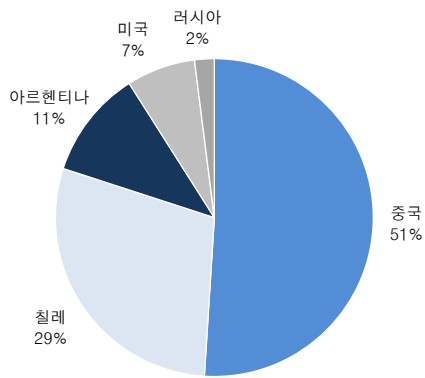
완성차/셀 메이커들은 주요 광물 공급 안정성 확보 및 탈중국화를 위해 본격적으로 메탈 확보 전쟁에 나섰다. 기존까지는 광물을 직접적으로 사용하는 소재(양극재) 업체들이 주로 광물을 소싱했으나, 메탈 가격의 상승과 변동성 확대로 전방 셀/완성차 업체들이 최근엔 직접 메탈을 소싱하여 소재 업체들에게 사급해주는 구조가 최근 트렌드로 변화하고 있다.

그림 58. 국가별 리튬 생산(채굴) 점유율



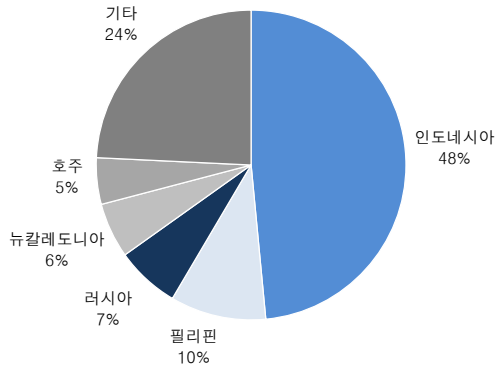
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center / 22년 기준

그림 59. 국가별 리튬 정제 점유율



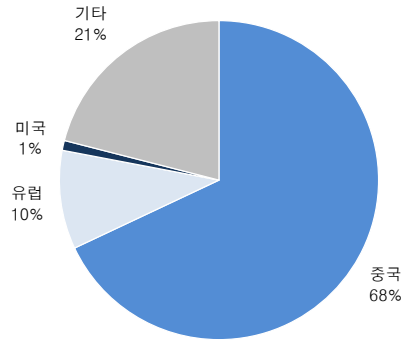
자료: BMI, 대신증권 Research Center / 18년 기준

그림 60. 국가별 니켈 생산(채굴) 점유율



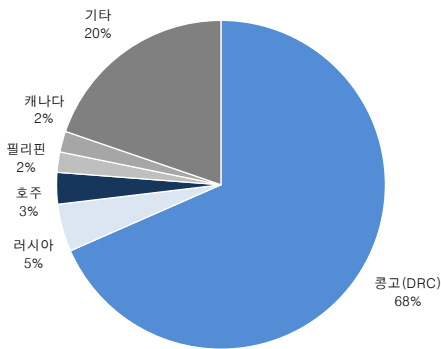
자료: USGS, 대신증권 Research Center / 22년 기준

그림 61. 국가별 니켈 정제 점유율



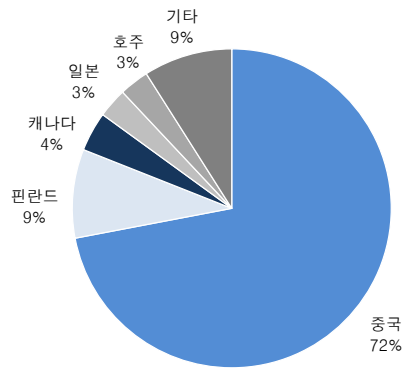
자료: BMI, 대신증권 Research Center / 20년 기준. 기타(러시아, 일본 등)

그림 62. 국가별 코발트 생산(채굴) 점유율



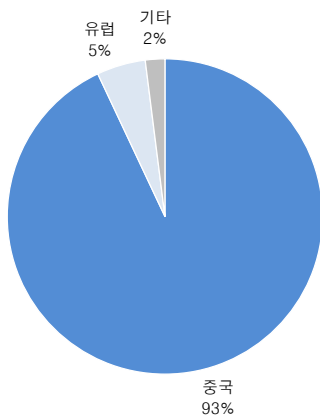
자료: USGS, 대신증권 Research Center / 22년 기준

그림 63. 국가별 코발트 정제 점유율



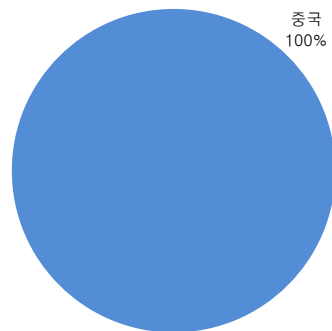
자료: BMI, 대신증권 Research Center / 19년 기준

그림 64. 국가별 망간 정제 점유율



자료: BM, 대신증권 Research Center / 20년 기준

그림 65. 국가별 흑연 정제 점유율



자료: BMI, 대신증권 Research Center / 19년 기준. 배터리 음극재용 구상흑연

중장기 공급계약과
지분투자 활용해 메탈
확보

LGES가 특히 선확보에
공격적

국내 3사 북미 메탈 확보 현황

국내 배터리사는 특히 공격적인 북미 증설 규모만큼 요건에 맞는 메탈 확보가 중요해졌다.

26년 준공기준 북미에 계획된 국내 3사 합산 배터리 캐파는 512GWh에 이르고, 이에 필요한 메탈별 수요는 리튬(39만톤), 니켈(43만톤), 코발트(5만톤), 망간(4만톤), 알루미늄(5천톤), 흑연(56만톤) 수준이다.

국내 3사는 주로 호주(리튬/니켈), 칠레(리튬), 캐나다(리튬), 미국(리튬) 중심으로 중장기 공급계약 체결 및 지분투자 등을 활용해 메탈을 확보해나가고 있다.

3사별 현재까지 확보한 메탈을 예상 공급 물량으로 환산시 메탈별 필요한 수요 대비 확보한 비중은 26년 기준 LGES(리튬 36%, 니켈 9%, 코발트 15%), SKOn(리튬 30%, 코발트 37%) 수준이다. 3사 중 특히, LGES가 필요한 메탈 수요가 많은 만큼 메탈 선확보에 공격적이다.

표 29. K3 사 북미 메탈 수요 전망(26년)

(천톤)	배터리(GWh)	리튬	니켈	코발트	망간	알루미늄	흑연
LGES	321	247	270	29	26	3	353
SKOn	151	116	127	14	12	1	166
SDI	40	31	34	4	3	0	44
K3사	512	394	430	46	41	5	563

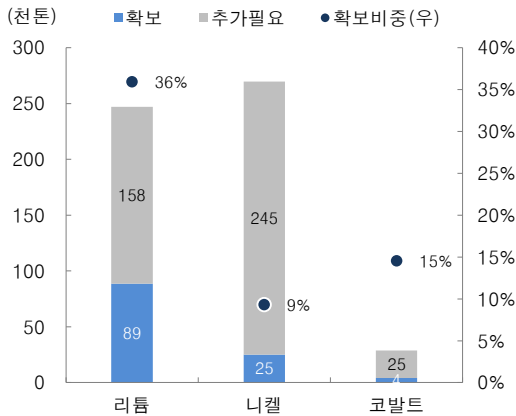
자료: 대신증권 Research Center / K3 사 북미 캐파 한정 메탈 수요 계산. 하이니켈 삼원계 기준 GWh 당 메탈 소요량: 리튬(LCE, 770 톤), 니켈(840 톤), 코발트(90 톤), 망간(80 톤), 알루미늄(9 톤), 흑연(1,100 톤) 가정. 흑연은 Graphite Anode 기준

표 30. K3 사 북미 메탈 수요 대비 공급 확보현황(26년)

(천톤)		수요	확보	추가필요	확보비중
LGES	리튬	247	89	158	36%
	니켈	270	25	245	9%
	코발트	29	4	25	15%
SKOn	리튬	116	34	82	30%
	니켈	127	0	127	0%
	코발트	14	5	9	37%
SDI	리튬	31	0	31	0%
	니켈	34	0	34	0%
	코발트	4	0	4	0%

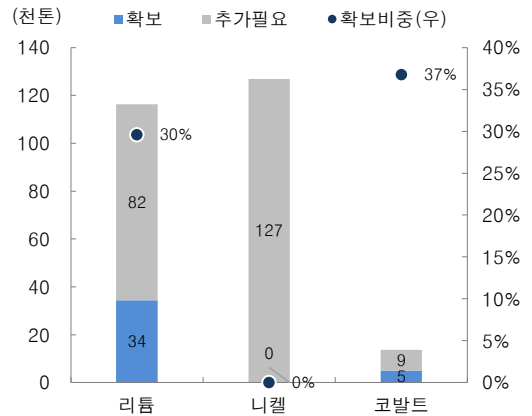
자료: 대신증권 Research Center / 26년기준 비교로 그 이전 기간만료된 계약분 제외

그림 66. LGES 북미 메탈 수요 대비 확보현황(26년)



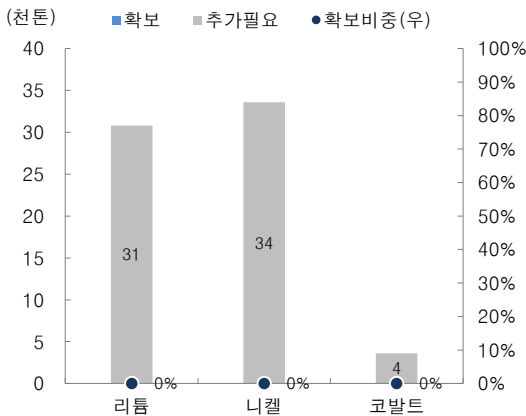
자료: 대신증권 Research Center

그림 67. SKOn 북미 메탈 수요 대비 확보현황(26년)



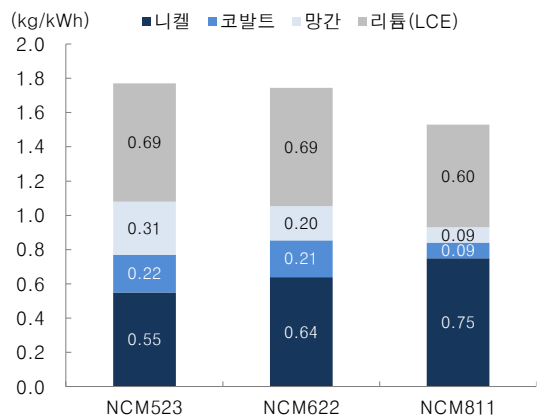
자료: 대신증권 Research Center

그림 68. SDI 북미 메탈 수요 대비 확보현황(26년)



자료: 대신증권 Research Center

그림 69. 배터리 kWh 당 메탈별 소요량



자료: 블룸버그, 대신증권 Research Center

표 31. LGES 메탈 확보현황

항목	국적/기업	내용
리튬	칠레/SQM	21년부터 9년간 탄산/수산화리튬 5.5 만톤 확보
리튬	캐나다/Sigma Lithium	22년부터 6년간 리튬정광(스모듀민) 69 만톤 확보
리튬	호주/Liontown	24년부터 5년간 리튬정광(스모듀민) 70 만톤 확보
리튬	캐나다/Avalon	25년부터 5년간 수산화리튬 5.5 만톤 확보
리튬	캐나다/Snowlake	25년부터 10년간 수산화리튬 20 만톤 확보
리튬	미국/Compass Minerals	25년부터 7년간 Compass의 탄산리튬 생산분 40%(약 3 만톤) 확보
리튬	독일/Vulcan Energy	25년부터 5년간 수산화리튬 4.5 만톤 확보
리튬	호주/GreenTech	5년간 Green의 리튬정광 생산분 25% 확보, 지분(7.9%) 투자
리튬	중국/강봉리튬	지분(1.2%) 투자 및 장기공급계약 확보
니켈	중국/GreatPower	23년부터 6년간 니켈 2 만톤 확보, 지분(4.8%) 투자
니켈	캐나다/Li-cycle	23년부터 7년간 리사이클 니켈 2 만톤 확보(일정지연 가능성)
니켈/코발트	호주/QPM	23년부터 10년간 니켈 7 만톤, 코발트 7 천톤 확보, 지분(7.5%) 투자
니켈/코발트	호주/AM	24년부터 6년간 니켈 7.1 만톤, 코발트 7 천톤 확보
코발트	캐나다/Electra	23년부터 3년간 황산코발트 7 천톤 확보
흑연	호주/시라	25년부터 천연흑연 2 천톤 확보

자료: 언론보도, LGES, 대신증권 Research Center

표 32. SKOn 메탈 확보현황

항목	국적/기업	내용
리튬	중국/텐치리튬퀴나나	19년부터 5년간 수산화리튬 5만톤 확보
리튬	중국/야화리튬	23년부터 3년간 수산화리튬 2~3만톤 확보
리튬	칠레/SQM	23년부터 5년간 수산화리튬 5.7만톤 확보
리튬	호주/레이크리소스	24년부터 10년간 수산화리튬 23만톤 확보(자연 가능성), 지분(10%) 투자
리튬	호주/글로벌리튬	리튬 장기공급 양해각서 체결
코발트	스위스/글렌코어	20년부터 6년간 코발트 3만톤 확보

자료: 언론보도, SKOn, 대신증권 Research Center

표 33. SDI 메탈 확보현황

항목	국적/기업	내용
리튬	중국/강봉리튬	지분(1.8%) 투자(22년 9월 절반 매각)
니켈	호주/QPM	20년부터 3~5년간 니켈 연간 6천톤 확보

자료: 언론보도, SDI, 대신증권 Research Center

표 34. 북미 완성차 메탈 확보현황

완성차그룹	내용
테슬라	호주 흑연 업체 마그니스와 공급계약 체결 캐나다 리튬 업체 시그마리튬 인수 추진 자체 리튬 채굴/정제 사업 진출 계획
GM	캐나다 리튬 업체 리튬아메리카스에 6.5억 달러 지분투자 및 공급계약 체결
포드	호주 리튬 업체 라이언타운리소스와 공급계약 체결 미국 리튬 업체 알버말, 칠레 리튬 업체 SQM 과 공급계약 체결
스텔란티스	호주 광산 업체 GME 리소스와 니켈/코발트 공급계약 체결

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

앞으로는 리튬의 확보가 가장 중요

특히, 북미산 리튬 공략 필요

메탈 중에는 리튬의 확보가 앞으로 가장 중요해질 것으로 판단한다. 중장기적으로 수급이 가장 부족할 것으로 예상되고, 배터리 케미스트리(NCM/LFP)에 상관없이 공통적으로 채용되기 때문에 가장 많은 수요 증가가 예상된다.

현재 북미에서 리튬 공급망을 안정적으로 확보하기 위해서는 호주, 북미(미국/캐나다), 아르헨티나산 리튬이 선호된다. 중국(미중분쟁, IRA 우려국가 대상)과 남미(아르헨티나 제외, 칠레 등 국유화 리스크)는 각각 리스크가 있어 제외가 필요하다.

특히, 떠오르는 것은 북미산 리튬이다. 미국은 볼리비아(LCE기준 1.1억톤), 아르헨티나(1억톤)에 이어 리튬 매장량 6,400만톤을 보유한 잠재적 리튬 보유국이다. 미국산 리튬의 경우 AMPC(핵심광물 대상 제조비용의 10% 세액공제) 혜택도 받을 수 있고, 미국 정부 차원의 지원책(DOE 대출 등) 확대로 향후 가파른 역내 공급 확대가 예상된다.

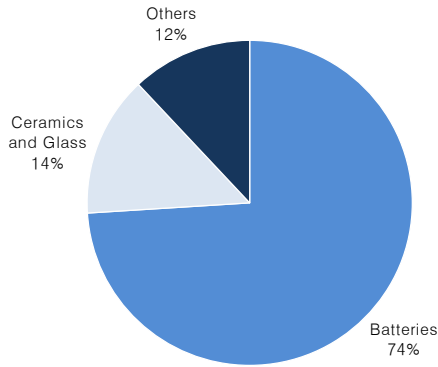
북미에 현재 진행 중인 대표적인 리튬 프로젝트로 Thacker Pass(미국, 매장량 820만톤), Clayton Valley(미국, 630만톤), TLC(미국, 335만톤), Smackover(미국, 314만톤) 등이 있다. 신규 광산/염호 개발 및 상용화까지 최소 5년 이상 소요된다는 점 고려시 미국 역내 리튬 공급은 26년부터 본격화될 것으로 예상된다.

표 35. 북미 신규 리튬 프로젝트

기업명	프로젝트명	매장량(백만톤)	타입	진행단계
Ioneer	Rhyolite Ridge(미국)	0.7	Sedimentary	Feasibility Study
Bacanora Lithium	Sonora(멕시코)	1.6	Sedimentary	Feasibility Study
Critical Elements	Rose(캐나다)	0.7	Hard Rock	Feasibility Study
Sayona mining	Authier(캐나다)	0.3	Hard Rock	Feasibility Study
Lithium Americas	Thacker Pass(미국)	8.2	Sedimentary	Pre-Feasibility Study
Piedmont Lithium	Kings Mountain(미국)	0.6	Hard Rock	Pre-Feasibility Study
Cypress Development	Clayton Valley(미국)	6.3	Sedimentary	Pre-Feasibility Study
Frontier Lithium	PAK(캐나다)	0.3	Hard Rock	Pre-Feasibility Study
Standard Lithium	Smackover(미국)	3.1	Brine(DLE)	Pre-Economic Assessment
E3 Metals	Clearwater/Exshaw/NRRA(캐나다)	TBD	Brine(DLE)	Pre-Economic Assessment
Pure Energy	Clayton Valley(미국)	TBD	Brine	Pre-Economic Assessment
Iconic minerals	Bonnie Claire(미국)	TBD	Sedimentary	Pre-Economic Assessment
American Lithium	TLC(미국)	3.4	Sedimentary	Exploration
Spearmint Resources	CVLT(미국)	0.9	Sedimentary	Exploration
Noram Ventures	Zeus(미국)	0.8	Sedimentary	Exploration

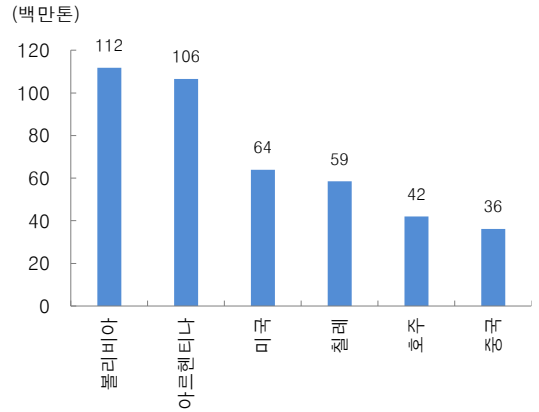
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center / *매장량은 Resource(LCE) 기준, 진행단계는 Exp-PEA-PFS-FS 순서

그림 70. 산업별 리튬 수요 비중



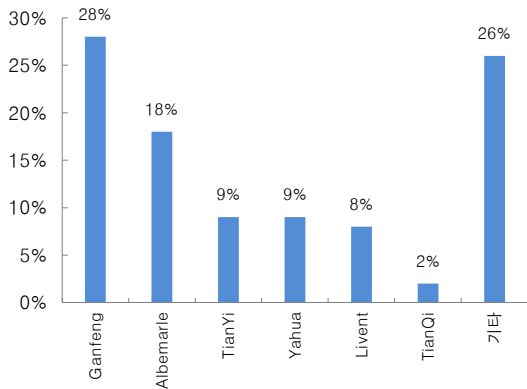
자료: USGS, 대신증권 Research Center / 21년 기준

그림 71. 주요 국가별 리튬 매장량(Reserves)



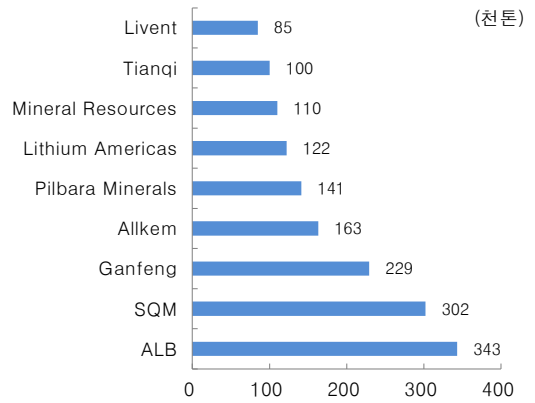
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center / LCE 기준

그림 72. 수산화리튬 시장점유율



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center / 21년 생산 기준

그림 73. 주요 리튬업체 생산 캐파 전망(27년)



자료: 블룸버그, 대신증권 Research Center / Allkem+Livent 합병 예정

중국의 IRA 우회 가능성

중국 관련 노이즈는 연말까지 지속될 가능성 높으며

이제 변수 아닌 상수로 해석 필요

중국 업체들의 IRA 법안 우회 가능성 및 국내 배터리 밸류체인인 북미 시장 내 지배력 약화 우려는 Ford-CATL의 북미 내 합작 시도 이후 본격 가시화되었다.

Ford가 합작법인의 지분 100%를 소유하고 CATL은 단순 기술이전 및 로열티를 수취하는 구조라고 발표했지만, 명백히 IRA 법안을 우회하려는 의도가 다분했다. 또한 비교적 최근엔 중국 업체 Gotion의 미국 내 양/음극재 공장 투자계획에 대한 미국 정부의 승인이 있었다는 언론보도가 나오기도 했다.

중요한 점은 1) 중국 업체들의 북미 시장 진입은 이제 변수 아닌 상수로 해석이 필요하며(Ford-CATL JV 첫 언급 이후 관련 리스크는 상당부분 기 반영), 2) 애초에 국내 배터리 밸류체인이 광활한 북미 EV/배터리 시장 전체를 100% 독점하지 못하며 국내 업체들이 채우지 못하고 남는 부분을 중국 업체들이 담당하는 것으로 해석이 필요하다.

K배터리에 우호적인 GM/포드/스텔란티스/현대기아/도요타/혼다 6개 고객군만 안정적으로 유지해도 북미 EV/배터리 전체 시장의 70%에 가까운 점유율을 확보할 수 있다.

아직 구체화되지 않은 IRA 법안상 우려국가(FEOC)에 대한 세부지침이 확정되기 전까지 관련 노이즈는 지속될 가능성 높다. 24년 대선을 앞둔 미국 민주당 입장에서 중국을 견제하기 위한 정치적 카드로 우려국가 조항을 이용할 가능성도 높아 올해 연말까지 발표가 지연될 가능성 높다고 판단한다.

표 36. 중국 업체들의 IRA 우회 가능성

	구분	IRA 우회여부	소재지	소유	경영	내용
Ford-CATL	배터리	O	미국	미국	미국	Ford가 100% 지분 소유. CATL은 기술이전 및 로열티 수취
엔비전 AESC	배터리	O	미국	중국/일본	중국	엔비전 80%, 닛산 20% 보유. 미국 내 Daimler 향 30GWh, BMW 향 30GWh 배터리 캐파 구축
Gotion	양/음극재	O	미국	중국/유럽	중국/유럽	Gotion(VW이 지분율 25%로 최대주주) 미국 미시건 주에 양극재 15만톤, 음극재 5만톤 캐파 구축
재세능원(Ronbay)	양극재	O	한국	중국	중국	Ronbay(중국 양극재)의 100% 한국 자회사. 또한 이엠티(전구체)의 최대주주(61%), 7만톤(25년) 캐파 구축
SKOn-에코프로머티리얼즈-GEM	전구체	O	한국	한국/중국	한국	3사 합작 10만톤 캐파 구축(1.2조 투자)
엔캠-중앙디앤엠-DFD	리튬염	O	한국	한국/중국	한국	3사 합작 10만톤(27년) 캐파 구축
포스코-화유(절강화포)	양극재	X	중국	한국/중국	한국	포스코 60%, 화유 40% 보유
포스코-화유(절강화포)	전구체	X	중국	한국/중국	중국	포스코 40%, 화유 60% 보유
포스코-화유(포스코HY 클린메탈)	리사이클	-	한국	한국/중국	한국	후처리. 포스코 65%, 화유코발트 35% 보유

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center / *IRA 상 우려국가 배제 관련 생산 소재지 기준으로 해석 전체

Part 3. How much of the value is priced in?

밸류에이션 점검: 셀

K배터리 30년까지
Upside +108%

국내 주요 2차전지 기업들의 향후 북미 시장 중심 가파른 성장에는 이견이 없다. 다만, 연초 이후 가파른 주가 상승에 따른 밸류에이션 부담 가중되는 상황에서 현재 주가가 어느 정도의 미래시점까지 반영하고 있는지 확인이 필요하다.

먼저, 글로벌 EV 배터리 시장의 전체가치를 추정해보면, 30년 기준 글로벌 EV 배터리 수요는 3,614GWh로 추정되고, 금액 기준으로는 529조원(GWh당 ASP 1,460억원 가정) 규모로 예상된다. 해당 시장 내 주요 배터리 업체들이 벌어들일 수 있는 NOPAT(세후순 영업이익) 42조원에 타겟 PER 20배(30~32년 EV 배터리 시장 연평균 +20% 성장 가정 PEG 1배 기준)를 적용하면 적정 배터리 시장가치는 846조원이다.

한국 배터리 3사의 30년 기준 예상 시장점유율은 30%라는 가정 아래 위와 동일한 Logic으로 K3사 EV배터리 매출(158조원), NOPAT(19조원) 도출 가능하다. 타겟 PER은 북미 중심 고성장세 반영하여 26배를 적용하고, 완성차와의 JV 지분을 제외한 K3사의 적정 시장가치는 396조원으로 추정한다. 현재 K3사(LGES+SDI+SKI) 합산 시총 190조원으로 30년까지 Upside는 +108%이며, 23~30년 연환산 매년 기대수익률은 +11% 수준이다.

표 37. 글로벌 EV 배터리 시장가치 추정(30년 기준)

	가치	비고
글로벌 EV 배터리 수요 [Q]	3,614	GWh, 30년 기준
배터리 ASP	122	\$/kWh, 모듈, 30년 기준
배터리 ASP [P]	146	십억원/GWh, 환율 1,200 원 적용
글로벌 EV 배터리 시장규모 [PxQ]	529,090	십억원, 30년 기준
OP	52,909	십억원, OPM 10% 가정
NOPAT	42,327	십억원, 세율 20% 가정
적정 PER	20	배, 30~32년 EV 배터리 시장 연평균 +20% 성장 전망, (36MF)PEG 1 배 기준 적정 PER 20 배 가정
글로벌 EV 배터리 시장가치	846,543	십억원, 30년 기준, NOPAT=순이익 가정, 타겟 PER 적용해 산출

자료: 대신증권 Research Center

표 38. K 배터리 시장가치 추정(30년 기준)

	가치	비고
K3 사 EV 배터리 시장점유율	30%	30년 예상, 20년(35%), 21년(30%), 22년(24%)
K3 사 EV 배터리 매출	158,727	십억원, 30년 기준
OP	23,809	십억원, OPM 15% 가정, AMPC 고려
NOPAT	19,047	십억원, 세율 20% 가정
적정 PER	26	배, K3 사 북미 중심 30~32년 연평균 +26% 성장 전망, (36MF)PEG 1 배 기준 적정 PER 26 배 가정
K3 사 시장가치	495,228	십억원, 30년 기준, NOPAT=순이익 가정, 타겟 PER 적용해 산출
K3 사 시장가치(조정)	396,182	십억원, 완성차 JV 지분 제외, 20% 할인, 20%=전체 캐파 중 북미 비중 40%*JV 지분율 50%
K3 사 현재가치(6/30)	190,061	십억원, LGES+SDI+SKI 시총 합산
Upside	108%	23~30년 연환산 매년 기대수익률 +11%

자료: 대신증권 Research Center

밸류에이션 점검: 양극재, 분리막, 동박

30년까지 Upside

양극재 +62%, 분리막 +210%, 동박 +278%

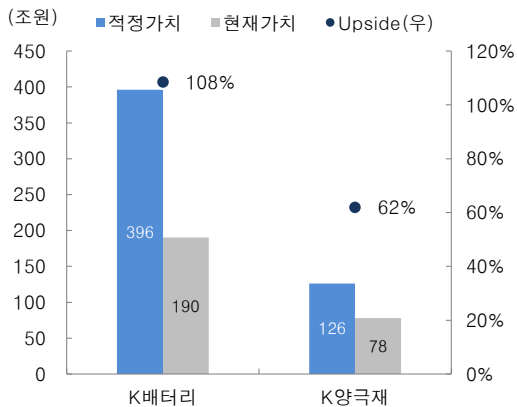
위와 유사한 Logic으로 국내 양극재, 분리막, 동박 또한 적정가치 밸류에이션 가능하다.

K양극재는 30년 기준 K배터리 3사의 예상 배터리 수요(1,084GWh)를 100% 대응한다고 가정했을 때, 예상되는 K양극재 출하량은 152만톤이다. 매출로 환산시 76조원(ASP 42\$/kg 가정)이고 벌어들일 수 있는 NOPAT은 5조원 수준이다. 타겟 PER은 앞서 K3사와 동일한 26배 적용하여 산출한 K양극재 적정 시장가치는 126조원이다. 현재가치(PFM+EBM+L&F+Cosmo+LGC 시총 합산) 78조원으로 남은 Upside는 +62%, 23~30년 연환산 매년 기대수익률은 +7% 수준이다.

K분리막은 30년 기준 K3사 수요의 70% 대응한다고 가정시, 예상 출하량은 87억m², 매출 규모는 7조원(ASP 800원/m² 가정)이다. 예상 NOPAT(1.1조원)에 타겟 PER 26배(K3사와 동일) 적용시 산출 가능한 K분리막 적정 시장가치는 29조원이다. 현재가치(SKIET+WCP 시총합산) 9조원으로 남은 Upside는 +210%, 23~30년 연환산 매년 기대수익률 +18% 수준이다.

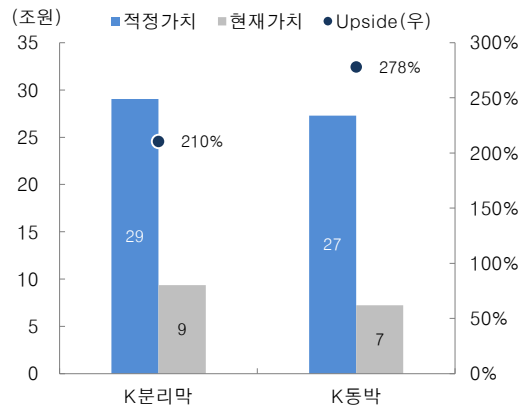
K동박은 30년 기준 K3사 수요의 100% 대응한다고 가정시, 예상 출하량은 65만톤, 매출 규모는 11조원(ASP 14\$/kg 가정)이다. 예상 NOPAT(1조원)에 타겟 PER 26배(K3사와 동일) 적용시 산출 가능한 K동박 적정 시장가치는 27조원이다. 현재가치(SKC+LEM+솔젍소 시총합산) 7조원으로 남은 Upside는 +278%, 23~30년 연환산 매년 기대수익률 +21% 수준이다.

그림 74. How much priced in?



자료: 대신증권 Research Center / 30년 기준 적정가치

그림 75. How much priced in?



자료: 대신증권 Research Center / 30년 기준 적정가치

표 39. K 양극재 시장가치 추정(30년 기준)

	가치	비고
K3 사 배터리 수요	1,084	GWh, 30년 기준
K 양극재 출하량 [Q]	1,518	천톤. GWh 당 양극재 1,400 톤 소요(하이니켈 기준), K3 사 수요 100% 대응 가정
K 양극재 ASP	42	\$/kg. 하이니켈, 30년 기준
K 양극재 ASP [P]	50	십억원/천톤. 환율 1,200 원 적용
K 양극재 매출 [PxQ]	75,882	십억원, 30년 기준
OP	6,071	십억원. OPM 8% 가정
NOPAT	4,856	십억원. 세율 20% 가정
적정 PER	26	배. K3 사와 동일 멀티플 적용
K 양극재 시장가치	126,267	십억원, 30년 기준. NOPAT=순이익 가정. 타겟 PER 적용해 산출
K 양극재 현재가치(6/30)	78,000	십억원. PFMH+EBM+L&F+Cosmo+LGC(1/4) 시총 합산. LGC 양극재 가치는 시총의 1/4 임의 가정
Upside	62%	23~30년 연환산 매년 기대수익률 +7%

자료: 대신증권 Research Center / *국내 3 사항 매출 한정. 해외 고객사항 매출 미포함 계산

표 40. K 분리막 시장가치 추정(30년 기준)

	가치	비고
K3 사 배터리 수요	1,084	GWh, 30년 기준
K 분리막 출하량 [Q]	8,728	백만 m ² . GWh 당 분리막 1,150 만 m ² 소요, K3 사 수요 70% 대응 가정
K 분리막 ASP	800	원/m ² , 30년 기준
K 분리막 ASP [P]	0.8	십억원/백만 m ²
K 분리막 매출 [PxQ]	6,982	십억원, 30년 기준
OP	1,396	십억원. OPM 20% 가정
NOPAT	1,117	십억원. 세율 20% 가정
적정 PER	26	배. K3 사와 동일 멀티플 적용
K 분리막 시장가치	29,046	십억원, 30년 기준. NOPAT=순이익 가정. 타겟 PER 적용해 산출
K 분리막 현재가치(6/30)	9,361	십억원. SKIET+WCP 시총 합산
Upside	210%	23~30년 연환산 매년 기대수익률 +18%

자료: 대신증권 Research Center / *국내 3 사항 매출 한정. 해외 고객사항 매출 미포함 계산

표 41. K 동박 시장가치 추정(30년 기준)

	가치	비고
K3 사 배터리 수요	1,084	GWh, 30년 기준
K 동박 출하량 [Q]	651	천톤. GWh 당 동박 600 톤 소요, K3 사 수요 100% 대응 가정
K 동박 ASP	14	\$/kg. 30년 기준
K 동박 ASP [P]	17	십억원/천톤. 환율 1,200 원 적용
K 동박 매출 [PxQ]	10,929	십억원, 30년 기준
OP	1,311	십억원. OPM 12% 가정
NOPAT	1,049	십억원. 세율 20% 가정
적정 PER	26	배. K3 사와 동일 멀티플 적용
K 동박 시장가치	27,278	십억원, 30년 기준. NOPAT=순이익 가정. 타겟 PER 적용해 산출
K 동박 현재가치(6/30)	7,219	십억원. SKC+LEM+솔칩스 시총 합산
Upside	278%	23~30년 연환산 매년 기대수익률 +21%

자료: 대신증권 Research Center / *국내 3 사항 매출 한정. 해외 고객사항 매출 미포함 계산

표 42. 차종별 글로벌 자동차 시장 추정

(천대)	21	22	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
HEV	5,382	5,958	6,404	7,512	8,693	9,253	9,374	8,988	8,367	7,932
PHEV	1,930	2,822	3,559	4,401	5,038	5,196	5,318	5,344	5,359	5,118
BEV	4,775	7,977	11,035	15,349	19,567	24,787	29,769	36,311	43,141	50,868
ICE 등	68,306	61,977	61,111	59,155	57,267	55,042	52,833	49,764	46,755	43,020
Total	80,393	78,733	82,109	86,416	90,564	94,278	97,294	100,408	103,621	106,937
비중										
HEV	7%	8%	8%	9%	10%	10%	10%	9%	8%	7%
PHEV	2%	4%	4%	5%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
BEV	6%	10%	13%	18%	22%	26%	31%	36%	42%	48%
ICE 등	85%	79%	74%	68%	63%	58%	54%	50%	45%	40%

자료: 대신증권 Research Center / *PV+CV(Bus+Truck) 합산 기준

표 43. 글로벌 EV 시장 추정

(천대)	21	22	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
중국	3,327	6,519	8,963	11,425	13,006	14,431	15,505	17,099	18,883	20,938
유럽	2,372	2,641	3,361	4,318	5,471	7,895	9,444	12,023	14,936	17,696
미국	669	985	1,740	3,049	4,617	5,836	7,996	10,094	11,999	14,284
기타	337	654	529	957	1,510	1,822	2,142	2,439	2,681	3,067
Total	6,705	10,799	14,594	19,750	24,604	29,983	35,088	41,656	48,499	55,985
YoY										
중국	156%	96%	37%	27%	14%	11%	7%	10%	10%	11%
유럽	68%	11%	27%	28%	27%	44%	20%	27%	24%	18%
미국	106%	47%	77%	75%	51%	26%	37%	26%	19%	19%
기타	91%	94%	-19%	81%	58%	21%	18%	14%	10%	14%
Total	109%	61%	35%	35%	25%	22%	17%	19%	16%	15%
EV 침투율										
중국	13%	24%	31%	39%	43%	46%	48%	52%	56%	60%
유럽	15%	18%	21%	25%	30%	41%	46%	56%	66%	75%
미국	4%	7%	11%	19%	27%	33%	43%	51%	57%	65%
Total	8%	14%	18%	23%	27%	32%	36%	41%	47%	52%

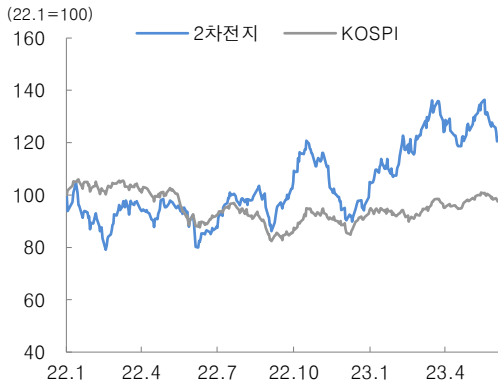
자료: 대신증권 Research Center / *EV는 PHEV+BEV 기준

표 44. EV 배터리 시장 추정

(GWh)	21	22	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
중국	150	298	418	544	631	715	783	881	992	1,122
유럽	90	118	158	213	283	429	539	720	939	1,169
미국	40	65	118	212	331	431	609	791	969	1,188
기타	20	37	29	51	77	90	103	114	122	135
Total	301	518	722	1,020	1,323	1,665	2,034	2,506	3,022	3,614
YoY										
중국	134%	98%	40%	30%	16%	13%	10%	12%	13%	13%
유럽	72%	31%	34%	35%	33%	52%	26%	34%	30%	24%
미국	101%	60%	82%	80%	56%	30%	41%	30%	22%	23%
기타	101%	88%	-22%	76%	53%	17%	14%	10%	7%	11%
Total	105%	72%	40%	41%	30%	26%	22%	23%	21%	20%
EV 대당 용량(kWh)										
중국	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54
유럽	38	45	47	49	52	54	57	60	63	66
미국	61	66	68	70	72	74	76	78	81	83
기타	58	56	54	53	51	50	48	47	45	44
Total	45	48	50	52	54	56	58	60	62	65
ASP(\$/kWh)										
셀	109	124	131	130	127	123	119	115	112	110
모듈	129	143	154	151	146	139	133	128	124	122
팩	149	163	177	171	166	154	147	141	137	134

자료: 대신증권 Research Center / *EV는 PHEV+BEV 기준

그림 76. 2차전지 주가 추이



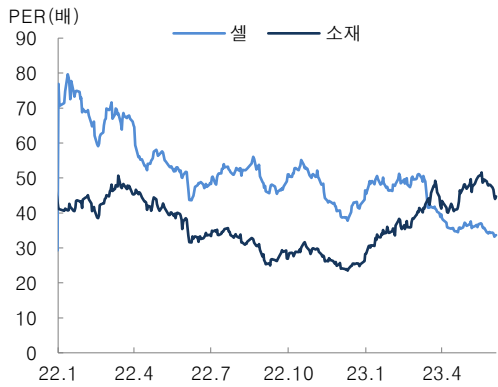
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 77. 세부 업종별 2차전지 주가 추이



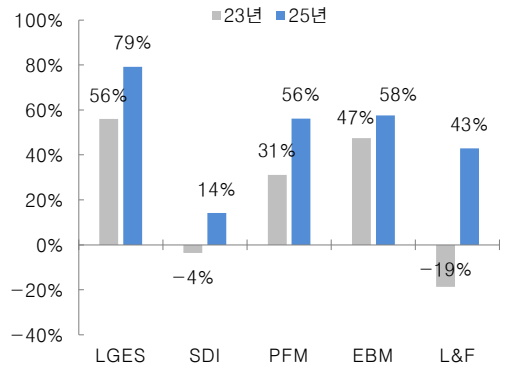
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 78. 2차전지 12MF PER 멀티플 추이



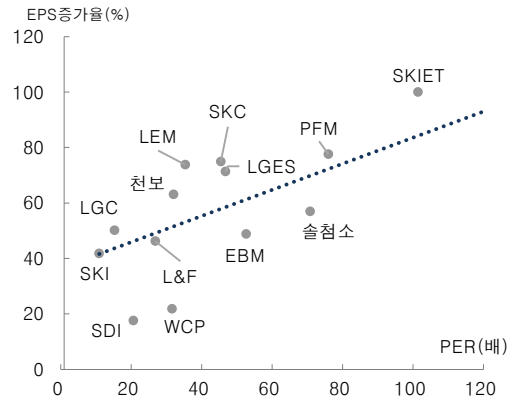
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 79. 주요 기업 23/25년 OP 1년전 대비 조정폭



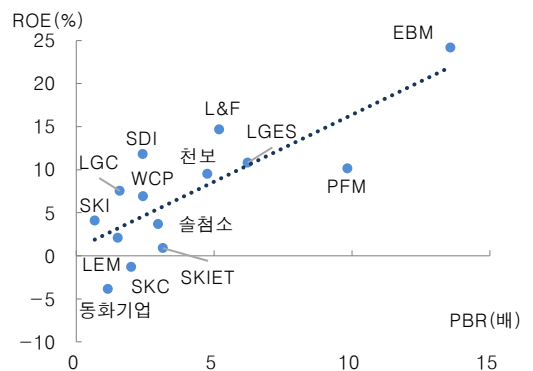
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 80. PER-EPS(g) Matrix



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center / 12MF PER, 36MF 평균 EPS(g)

그림 81. PBR-ROE Matrix



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 45. Global Battery Peer Table

	시가총액 (백만 USD)	주가수익률(%)			PER(배)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)		
		1M	3M	YTD	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F
배터리 셀													
LG 에너지솔루션	102,633	(2.6)	(0.3)	31.6	64.6	41.9	26.2	6.3	5.5	4.3	26.4	17.5	12.0
삼성 SDI	37,740	0.3	(1.2)	21.3	23.9	19.7	15.6	2.6	2.3	2.0	14.1	11.5	9.2
SK 이노베이션	11,572	(17.4)	(9.8)	6.2	15.5	8.2	5.5	0.7	0.7	0.6	8.2	6.7	5.0
CATL	139,457	0.6	6.6	5.2	18.8	15.0	12.5	5.2	4.2	3.1	15.0	11.4	8.6
BYD	103,531	3.3	6.6	4.1	30.7	21.6	16.8	5.8	4.6	3.7	12.1	8.4	6.6
Eve Energy	17,065	(7.9)	(10.2)	(31.2)	20.4	14.3	11.2	3.5	2.8	2.2	18.2	12.5	10.7
Gotion High-tech	6,871	3.0	(3.6)	(2.9)	39.9	25.3	19.0	2.1	2.0	1.8	21.5	15.5	13.8
Panasonic	30,440	17.7	47.6	61.6	20.3	13.0	11.6	1.2	1.1	1.0	7.6	5.8	5.3
양극재													
LG 화학	37,338	(4.2)	(4.3)	15.2	21.6	12.4	8.0	1.6	1.4	1.2	8.4	6.2	4.7
포스코퓨처엠	21,880	(1.3)	30.4	105.0	108.3	65.4	41.0	10.5	9.1	7.5	64.3	39.1	25.9
에코프로비엠	19,726	3.3	17.4	186.1	69.1	50.3	35.2	15.0	11.6	8.7	39.6	28.7	19.7
엘앤에프	6,921	(6.6)	(21.0)	43.8	34.9	19.4	13.7	5.9	4.4	3.3	24.8	15.2	10.9
Ningbo Shanshan	4,733	0.3	(10.7)	(16.8)	10.5	8.6	7.9	1.3	1.2	1.1	7.1	6.0	6.2
Beijing Easpring	3,529	0.6	(10.1)	(10.5)	11.5	9.7	8.2	1.9	1.6	1.4	7.1	5.6	4.2
Dynanonic	4,517	3.7	4.3	(18.3)	25.1	11.8	9.1	3.1	2.6	2.0	14.8	8.3	7.8
Sumitomo Metal	9,414	6.3	(8.6)	0.3	8.1	17.2	11.2	0.8	0.8	0.7	7.5	12.0	9.8
Umicore	6,863	(6.6)	(16.0)	(25.6)	13.2	13.8	13.8	1.6	1.5	1.5	7.5	8.0	8.0
음극재													
Putailai (Zichen)	10,675	8.0	13.3	7.2	18.9	14.9	11.3	4.3	3.6	2.5	13.5	10.8	8.4
Hunan Zhongke	1,212	(6.0)	(26.4)	(41.0)	7.5	6.6	8.2	1.6	1.4	1.2	N/A	N/A	N/A
Showa Denko	3,065	12.7	8.3	18.7	N/A	20.5	9.9	0.8	0.8	0.8	14.0	8.7	7.1
Mitsubishi Chem	9,187	10.5	11.2	28.9	10.9	11.9	9.9	0.8	0.8	0.7	7.4	7.4	6.8
분리막													
SKIET	5,212	(2.1)	11.6	80.2	226.3	54.6	27.0	3.1	2.9	2.6	36.1	20.3	13.3
WCP	1,896	34.9	43.3	82.2	38.4	31.9	22.5	2.4	2.2	2.0	19.7	15.9	11.9
Yunnan Energy	13,049	3.0	(13.7)	(26.3)	17.4	12.9	10.3	3.5	2.8	2.2	13.3	10.2	7.8
Ashai Kasei	9,539	3.6	5.2	5.2	19.0	12.6	11.1	0.8	0.8	0.8	7.0	6.7	6.0
Toray Industries	9,221	9.8	7.1	11.0	17.3	15.3	12.5	0.9	0.8	0.8	8.8	8.6	7.5
W-Scope	510	25.0	3.8	0.7	24.5	12.8	8.4	1.4	1.4	1.3	9.1	5.9	5.3
전해액/전해질													
동화기업	644	(14.0)	(26.4)	(16.3)	N/A	24.6	9.5	1.3	1.2	1.1	22.7	10.9	6.6
천보	1,493	3.1	(22.0)	(10.6)	59.5	24.3	15.3	4.9	4.1	3.3	29.3	14.0	9.5
후성	939	(5.6)	(17.7)	21.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tinci	10,967	(3.3)	1.2	(5.9)	17.1	13.4	11.7	5.0	3.8	2.9	12.9	9.6	8.4
Capchem	5,250	7.0	6.1	17.4	23.9	18.1	13.7	4.0	3.4	2.8	18.6	13.4	9.6
Do-Fluoride	2,962	(2.1)	(14.3)	(15.8)	9.8	7.0	6.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Ube Industries	1,861	10.9	18.6	30.8	N/A	9.5	8.1	0.7	0.7	0.6	10.1	9.0	8.6
Central Glass	557	(2.4)	3.7	10.3	2.4	6.3	6.1	0.7	0.7	0.6	5.7	5.5	4.9
동박													
SKC	2,896	(2.6)	(11.6)	12.9	374.6	21.3	12.7	2.0	1.9	1.7	20.5	11.3	8.9
롯데 EM	1,747	(15.5)	(29.0)	(4.6)	66.9	23.6	17.0	1.5	1.4	1.3	20.5	14.7	12.3
솔루스첨단소재	1,015	(4.9)	(18.9)	25.8	N/A	42.6	41.2	2.9	2.5	2.3	39.9	16.3	14.4
Furukawa Elec	1,255	7.2	3.2	3.9	11.7	13.7	9.8	0.6	0.6	0.6	9.2	8.0	7.1
기타													
나노신소재	1,129	(12.2)	(22.0)	63.6	86.2	47.6	N/A	7.2	6.4	N/A	48.9	30.3	N/A
대주전자재료	1,159	0.1	(3.9)	37.7	285.3	64.3	25.2	12.3	10.3	7.3	65.4	29.8	15.5
성일하이텍	1,254	(4.9)	(16.1)	34.2	49.3	30.1	24.0	5.3	4.4	3.5	33.4	21.4	16.5

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center / 7.3 기준

기업분석

LG에너지 솔루션 (373220)

전장현 changhyun.jeon@daihin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **750,000**
유지

현재주가 **569,000**
(23.07.04)

2차전지/에너지 및 부품업종

북미 EV 배터리 대장

- 2분기 실적 눈높이는 다소 낮출 필요
- 3분기 유럽향 EV전지 수요 회복 기대
- 중국 업체들의 북미 시장 침투 시도에도, 압도적 지위 유지 전망

투자 의견 BUY, 목표주가 75만원 유지

목표주가는 25년 예상 EBITDA(11.5조)에 타겟 EV/EBITDA 멀티플 16.4배 (22년 CATLI가 받았던 36MF EV/EBITDA 멀티플 하단) 적용하여 산출
최근 중국 배터리 업체들의 북미 시장 진출 시도 본격화가 리스크로 대두되고 있으나, 동사의 주요 EV 고객사군(GM, STL, Honda, 현대기아)향으로 침투는 제한적일 것으로 판단. 여전히 북미 EV 시장 개화의 최대 수혜주로 판단하며 매수 접근 유지

2분기 유럽향 판매량 둔화로 컨센 하회

2Q23 매출액 8.6조원(YoY+70%), 영업이익 6,560억원(YoY+235%, OPM 7.6%)으로 영업이익 기준 컨센 -6% 기량 하회할 전망

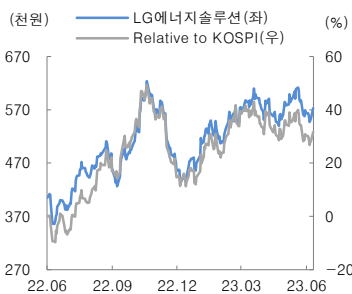
EV 전지 출하량이 유럽 고객사들(VW 등)의 수요 둔화 영향으로 부진 영향. 연초 이후 지속된 메탈 가격 하락에 따른 배터리 판가 인하세로 고객사들의 2분기 수요가 3분기로 지연되는 중. 메탈 가격 연동된 배터리 ASP 하락은 소형전지는 2분기부터, 중대형전지는 3분기부터 하락 예상

3분기 이연된 수요 회복 기대

3Q23 매출액 10조원(QoQ+16%), 영업이익 8,370억원(QoQ+28%, OPM 8.4%) 전망. 전분기에서 이연된 유럽 고객사향 EV 전지 수요 회복 및 북미향 판매량 증가세 지속되며 견조한 외형 성장 기대. EV 전지 중심 판가(ASP) 하락이 아쉬우나, 미국향 EV 전지 판매량 증가에 따른 AMPC 수혜분(2,090억 추정)이 이를 상당부분 상쇄할 것으로 추정

KOSPI	2,593.31
시가총액	133,146십억원
시가총액비중	6.71%
자본금(보통주)	117십억원
52주 최고/최저	624,000원 / 356,000원
120일 평균거래대금	1,861억원
외국인지분율	5.42%
주요주주	LG화학 외 1인 81.84% 국민연금공단 5.01%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.6	-2.2	30.1	60.7
상대수익률	-2.6	-7.1	10.9	42.4



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	17,852	25,599	38,211	48,329	61,984
영업이익	768	1,214	3,189	4,960	7,637
세전순이익	777	995	2,855	4,592	7,189
총당순이익	930	780	2,323	3,825	5,824
자배분순이익	793	767	2,178	3,201	4,749
EPS	3,963	3,305	9,307	13,681	20,296
PER	0.0	131.8	61.6	41.9	28.2
BPS	39,831	80,695	89,422	103,169	123,535
PBR	0.0	5.4	6.4	5.6	4.6
ROE	10.7	5.7	11.0	14.2	17.9

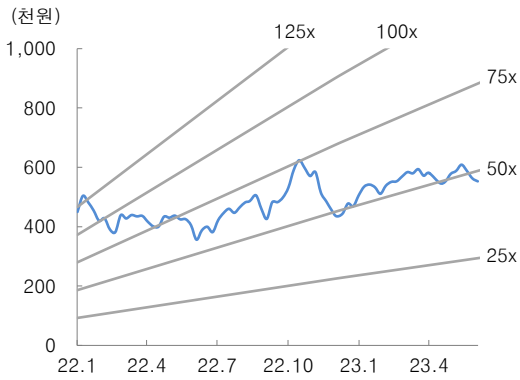
주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출
자료: LG에너지솔루션, 대신증권 Research Center

표 46. LG 에너지솔루션 목표주가 산출(EV/EBITDA)

(십억원)	EBITDA	배수	가치
영업가치 [A]	11,500	16.4	188,597 25년 CATL 멀티플(22년) 적용
자산가치 [B]			204 22년말 투자자산 장부가치
순차입금 [C]			13,906 25년말
적정 시가총액 [A+B-C]			174,895
총 주식수(백만주)			234
적정주가(원)			747,414
목표주가(원)			750,000
현재주가(원)			569,000 7.4 기준
Upside(%)			31.8%

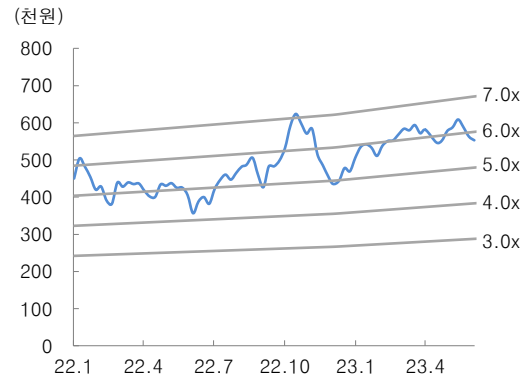
자료: 대신증권 Research Center

그림 82. LG 에너지솔루션 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 83. LG 에너지솔루션 12MF PBR 차트



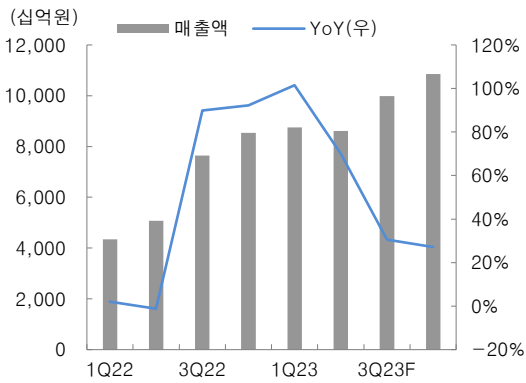
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 47. LG 에너지솔루션 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	4,342	5,071	7,648	8,538	8,747	8,618	9,986	10,860	25,599	38,211	48,329
YoY	2%	-1%	90%	92%	101%	70%	31%	27%	43%	49%	26%
QoQ	-2%	17%	51%	12%	2%	-1%	16%	9%			
중대형	2,605	3,043	4,895	6,190	6,123	6,074	7,148	7,776	16,732	27,121	35,629
EV	2,388	2,637	4,359	5,549	5,686	5,583	6,694	7,309	14,934	25,271	33,626
ESS	217	406	535	640	437	491	455	466	1,798	1,850	2,003
소형	1,737	2,028	2,753	2,348	2,624	2,544	2,838	3,084	8,866	11,090	12,700
영업이익	259	196	522	237	633	656	837	1,062	1,213	3,189	4,960
YoY	-24%	-73%	흑전	213%	145%	235%	61%	348%	58%	163%	56%
QoQ	241%	-24%	166%	-55%	167%	4%	28%	27%			
중대형	44	-2	185	78	290	282	350	394	306	1,317	2,018
EV	56	8	179	219	288	279	341	380	461	1,289	1,950
ESS	-12	-10	6	-140	2	3	9	14	-155	28	68
소형	214	198	336	158	243	244	278	320	907	1,085	1,317
영업이익률	6.0%	3.9%	6.8%	2.8%	7.2%	7.6%	8.4%	9.8%	4.7%	8.3%	10.3%
중대형	1.7%	-0.1%	3.8%	1.3%	4.7%	4.6%	4.9%	5.1%	1.8%	4.9%	5.7%
EV	2.4%	0.3%	4.1%	3.9%	5.1%	5.0%	5.1%	5.2%	3.1%	5.1%	5.8%
ESS	-5.5%	-2.4%	1.2%	-21.9%	0.5%	0.6%	2.0%	3.0%	-8.6%	1.5%	3.4%
소형	12.3%	9.7%	12.2%	6.8%	9.3%	9.6%	9.8%	10.4%	10.2%	9.8%	10.4%

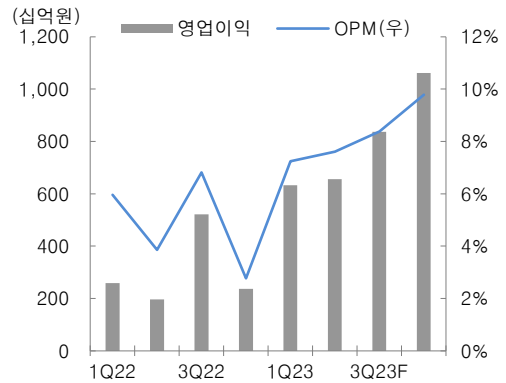
자료: LG 에너지솔루션, 대신증권 Research Center / *1Q23 부터 AMPC 영업이익단 반영. AMPC 반영분은 편의상 EV 전지 손익 외 별도 추정

그림 84. 매출액 및 YoY 추이



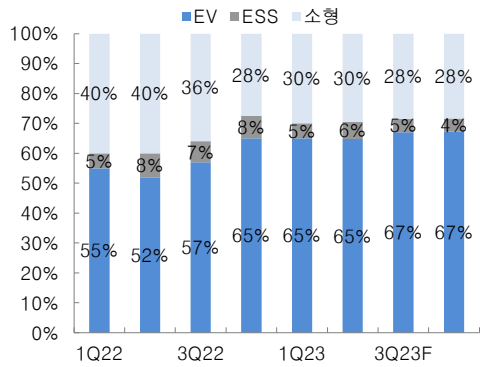
자료: LG에너지솔루션, 대신증권 Research Center

그림 85. 영업이익 및 영업이익률 추이



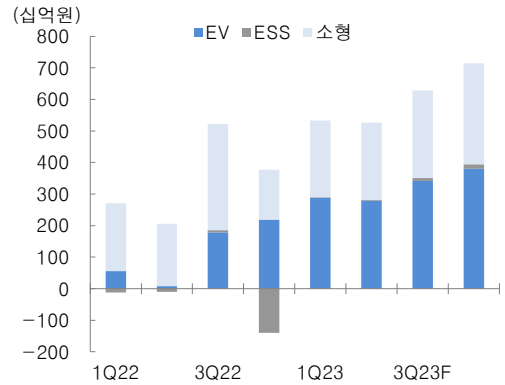
자료: LG에너지솔루션, 대신증권 Research Center

그림 86. 부문별 매출 비중 추이



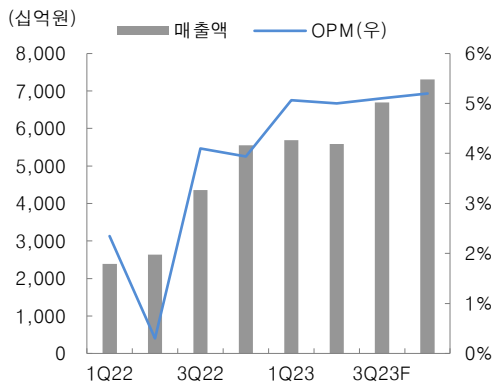
자료: LG에너지솔루션 대산증권 Research Center

그림 87. 부문별 영업이익 추이



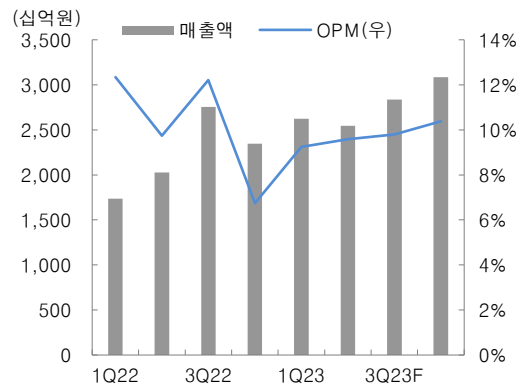
자료: LG에너지솔루션 대산증권 Research Center

그림 88. EV 전지 실적 추이



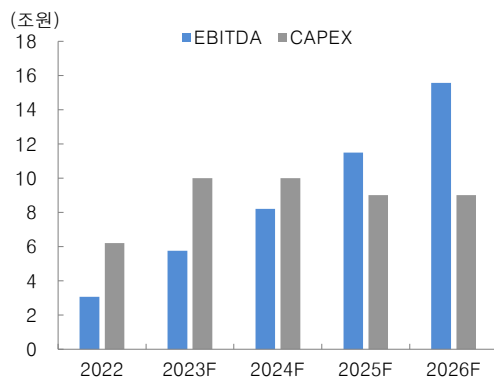
자료: LG에너지솔루션 대산증권 Research Center

그림 89. 소형전지 실적 추이



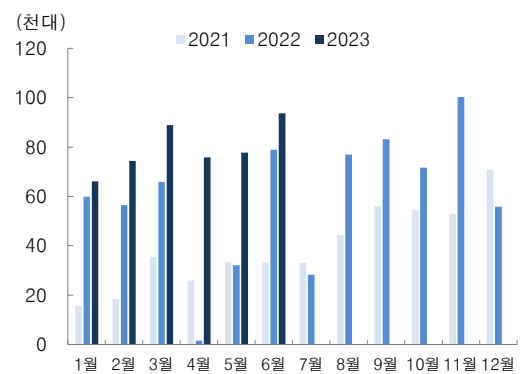
자료: LG에너지솔루션 대산증권 Research Center

그림 90. EBITDA vs CAPEX



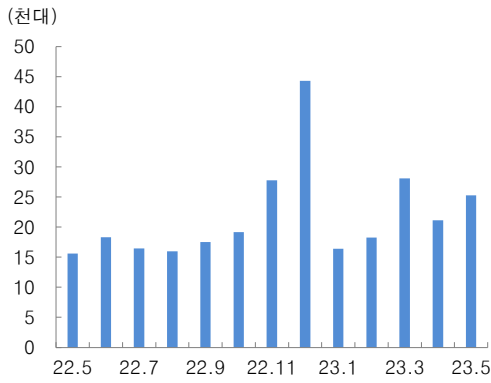
자료: 대산증권 Research Center

그림 91. 상해 생산 테슬라 판매량



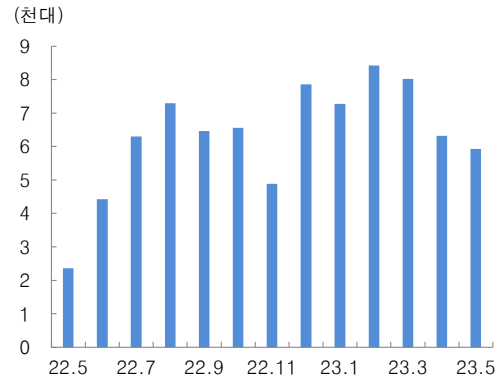
자료: CPCA, CnEVPost, 대산증권 Research Center / 중국 내수+유럽 수출 합산

그림 92. LGES 배터리 탑재 유럽 VW EV 판매량



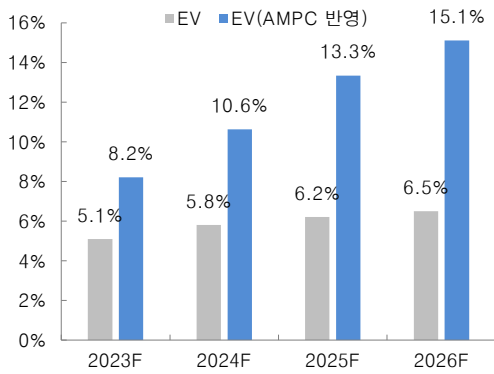
자료: SNER, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV 기준

그림 93. LGES 배터리 탑재 북미 GM EV 판매량



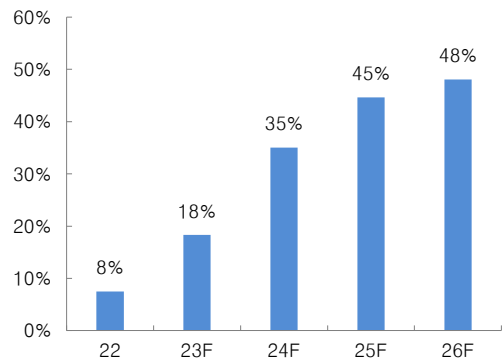
자료: SNER, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV 기준

그림 94. AMPC 반영 전후 EV 전지 OPM 변화



자료: 대신증권 Research Center

그림 95. LGES 북미 캐파 비중



자료: 대신증권 Research Center

표 48. AMPC 세액공제 추정

	23F	24F	25F	26F
영업이익(조정,십억원)	3,189	4,960	7,637	11,038
영업이익(기존,십억원)	2,401	3,336	4,493	6,027
상향폭	33%	49%	70%	83%
세액공제분(십억원)	787	1,624	3,144	5,011
세액공제분(백만달러)	625	1,354	2,620	4,176
(JV 지분고려)세액공제분(십억원)	450	865	1,874	3,202
미국 내 캐패(연말,GWh)				
미시간(파우치)	5	5	25	40
오하이오(GM JV1)	40	45	45	45
테네시(GM JV2)	10	50	50	50
미시간(GM JV3)	0	0	50	50
오하이오(혼다 JV)	0	0	0	40
애리조나(원통형)	0	0	27	35
Total	55	100	197	260
미국 내 판매량(GWh)				
미시간(파우치)	2	2	7	16
오하이오(GM JV1)	12	21	22	22
테네시(GM JV2)	2	15	25	25
미시간(GM JV3)	0	0	12	25
오하이오(혼다 JV)	0	0	0	10
애리조나(원통형)	0	0	7	15
Total	17	38	73	112
셀/모듈 판매비중				
셀	86%	94%	90%	77%
모듈	14%	6%	10%	23%
세액공제(kWh 당 달러)	36	36	36	37

자료: 대신증권 Research Center

/ 판매량은 연중캐패*가동률(70%)*수율(70%) 적용하여 보수적 추정. 세액공제는 배터리 셀 35 볼, 셀+모듈 45 볼 지급

기업개요

기업 및 경영진 현황

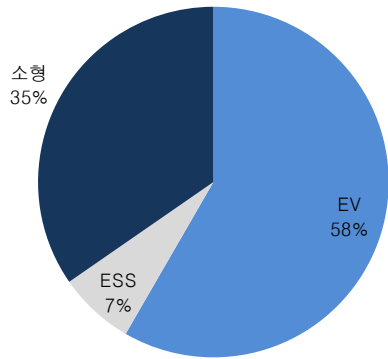
- LG 에너지솔루션의 대표이사는 권영수
- 2022년 1월 27일 유가증권시장 상장
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 LG 화학 외 1인(81.8%), 국민연금공단(5.0%)
- 주요사업은 EV, ESS, LEV 등에 적용되는 전지 관련 제품의 연구, 개발, 제조, 판매
- 사업부문은 중대형전지(EV/ESS)와 소형전지(원통형/파우치)로 구성

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량
- EV 탑재 배터리 출하량
- 중대형전지(EV) 부문 실적 추이
- EV 배터리 캐파 증설 및 추가 수주

자료: LG에너지솔루션 대산증권 Research Center

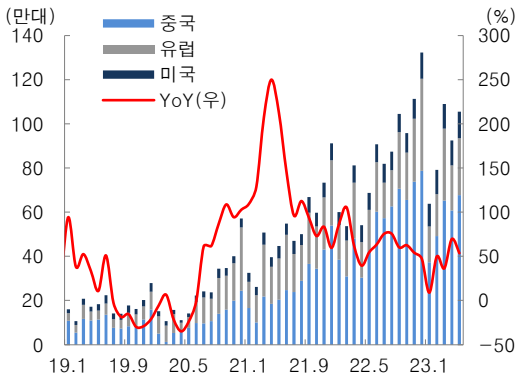
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: LG에너지솔루션 대산증권 Research Center

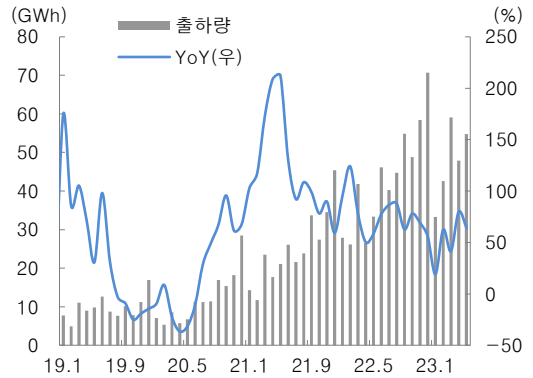
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



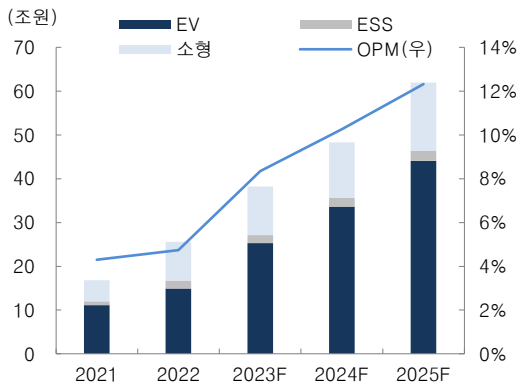
자료: SNE리서치 대산증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



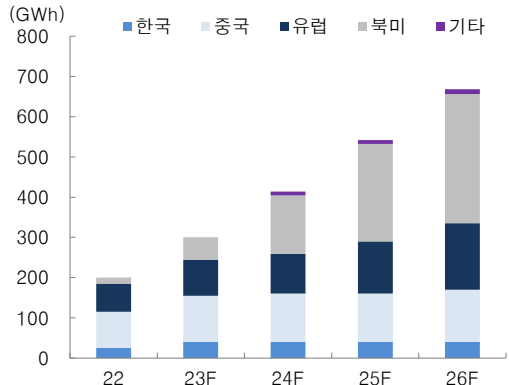
자료: SNE리서치 대산증권 Research Center

LG 에너지솔루션 중장기 실적 전망



자료: LG에너지솔루션 대산증권 Research Center

LG 에너지솔루션 배터리 생산캐파 전망



자료: LG에너지솔루션 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	17,852	25,599	38,211	48,329	61,984
매출원가	13,953	21,308	31,291	38,105	47,945
매출총이익	3,899	4,291	6,920	10,224	14,039
판매비와관리비	3,130	3,077	3,731	5,264	6,402
영업이익	768	1,214	3,189	4,960	7,637
영업외수익	43	47	83	103	123
EBITDA	2,220	3,056	5,752	8,199	11,500
영업외손익	9	-218	-334	-368	-448
관계기업손익	-12	-37	-37	-37	-37
금융수익	340	386	195	250	226
오환관련이익	428	1,295	591	771	886
금융비용	-295	-519	-469	-552	-606
오환관련손실	228	378	240	282	300
기타	-24	-48	-23	-29	-31
법인세비용차감전순이익	777	995	2,855	4,592	7,189
법인세비용	77	215	531	767	1,365
계속사업순이익	701	780	2,323	3,825	5,824
중단사업순이익	229	0	0	0	0
당기순이익	930	780	2,323	3,825	5,824
당기순이익	5.2	3.0	6.1	7.9	9.4
비재계분순이익	137	13	145	624	1,074
재계분순이익	793	767	2,178	3,201	4,749
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
가치포괄이익	51	-3	-1	-1	-1
포괄순이익	1,438	752	2,309	3,811	5,810
비재계분포괄이익	243	45	144	621	1,072
재계분포괄이익	1,196	707	2,165	3,190	4,738

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,963	3,305	9,307	13,681	20,296
PER	0.0	131.8	61.6	41.9	28.2
BPS	39,831	80,695	89,422	103,169	123,535
PBR	0.0	5.4	6.4	5.6	4.6
EBITDA/PS	11,101	13,167	24,583	35,036	49,144
EV/EBITDA	2.9	34.7	25.2	18.2	13.1
SPS	89,260	110,274	163,294	206,533	264,888
PSR	0.0	3.9	3.5	2.8	2.2
CFPS	18,869	15,270	28,219	39,095	52,579
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	1,121.8	43.4	49.3	26.5	28.3
영업이익 증/감	-261.7	57.9	162.7	55.6	54.0
순이익 증/감	-305.8	-16.1	197.9	64.7	52.3
수익성					
ROIC	5.2	5.0	9.4	11.6	14.4
ROA	3.5	3.9	7.6	10.1	13.3
ROE	10.7	5.7	11.0	14.2	17.9
안정성					
부채비율	171.8	86.0	96.9	98.9	95.1
순차입금비율	64.8	10.5	37.4	47.3	43.8
이자상환비율	11.5	10.7	14.9	19.4	26.6

자료: LG에너지솔루션 대안증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	9,536	18,804	18,375	19,123	23,207
현금및현금성자산	1,283	5,938	2,081	214	454
매출채권 및 기타채권	3,728	5,234	6,749	7,945	9,650
재고자산	3,896	6,996	8,886	10,283	12,397
기타유동자산	629	637	659	682	706
비유동자산	14,228	19,495	26,917	33,664	38,789
유형자산	11,051	15,331	22,852	29,687	34,887
관계기업투자금	226	204	167	130	94
기타비유동자산	2,952	3,960	3,898	3,847	3,808
자산총계	23,764	38,299	45,292	52,788	61,995
유동부채	9,474	11,445	13,476	15,382	17,794
매입채무 및 기타채무	5,251	7,225	9,107	10,857	13,106
차입금	1,146	1,244	1,244	1,244	1,244
유동상채무	1,057	1,623	1,704	1,789	1,878
기타유동부채	2,019	1,354	1,421	1,492	1,566
비유동부채	5,548	6,261	8,812	10,865	12,421
차입금	4,709	5,157	7,657	9,657	11,157
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	839	1,103	1,154	1,208	1,264
부채총계	15,022	17,706	22,287	26,247	30,216
자본계	7,966	18,732	20,925	24,142	28,907
자본금	100	117	117	117	117
자본잉여금	7,122	17,165	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	338	1,155	3,332	6,534	11,283
기타자본변동	406	296	311	326	343
비자본계	776	1,862	2,079	2,399	2,873
자본총계	8,742	20,594	23,004	26,541	31,780
순차입금	5,664	2,167	8,605	12,556	13,906

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	979	-580	4,042	6,525	8,555
당기순이익	0	0	2,323	3,825	5,824
비현금항목의가감	2,844	2,765	4,280	5,323	6,480
감가상각비	1,452	1,843	2,564	3,239	3,863
오환손익	-30	3	-9	-12	-6
자본변동이익	12	37	16	21	25
기타	1,410	883	1,710	2,076	2,598
자산부채의 증감	-2,320	-4,021	-1,818	-1,603	-2,098
기타현금흐름	455	676	-744	-1,021	-1,651
투자활동 현금흐름	-2,178	-6,259	-9,597	-9,266	-8,557
투자자산	-297	-140	33	32	32
유형자산					-3,404
기타	1,523	81	370	702	411
재무활동 현금흐름	883	11,415	2,979	2,483	1,988
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	556	920	2,500	2,000	1,500
유상증자	0	10,096	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	327	398	479	483	488
현금의 증감	-210	4,655	-3,857	-1,867	240
기초 현금	1,493	1,283	5,938	2,081	214
기말 현금	1,283	5,938	2,081	214	454
NOPLAT	693	951	2,595	4,131	6,187
FCF	-1,372	-3,495	-4,841	-2,630	1,049

삼성SDI (006400)

전장현 changhyun.jeon@daishin.com

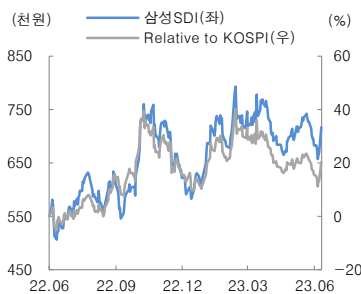
투자의견 **BUY**
매수, 신규

6개월 목표주가 **900,000**
신규

현재주가 **711,000**
(23.07.04)
2차전지/IT에너지 및 부품업종

KOSPI	2,593.31
시가총액	49,434십억원
시가총액비중	2.50%
자본금(보통주)	348십억원
52주 최고/최저	793,000원 / 506,000원
120일 평균거래대금	1,681억원
외국인보유율	49.38%
주요주주	삼성전자 외 5 인 20.53% 국민연금공단 8.54%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	-3.8	18.5	40.0
상대수익률	0.2	-8.6	1.0	24.1



Initiation

북미 사업 가치 본격 반영 필요

- 2분기 실적은 OP기준 컨센과 대체로 부합 전망
- 북미 시장 진출 가속화에 따른 Re-rating 필요
- 높은 밸류에이션 매력도 갖춰 매수 접근 필요

투자 의견 BUY, 목표주가 90만원으로 커버리지 개시

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 전지부문 56조, 전자재료 3.5조, 투자자산 (SDC 지분가치 등) 장부가치 6.3조 산출
현재 23년 PER 25배 수준으로 국내 경쟁사(60배)대비 밸류에이션 매력도 보유 강점

2분기 실적 컨센 대체로 부합 전망

2Q23 매출액 5.8조(YoY+22%), 영업이익 4,480억원(YoY+4%, OPM 7.8%) 전망. 자동차전지는 평가 하락 불구, 유럽 고객사(BMW, Audi)향 판매 확대로 견조한 실적 예상. 소형전지는 전동공구 수요 약세 영향. 전자재료는 반도체 업황 감소, OLED 수요 약세, 편광필름은 회복구간

3분기 완만한 성장세

3Q23 매출액 6.1조(QoQ+6%), 영업이익 5,440억원(QoQ+21%, OPM 8.9%) 전망. 자동차전지 중심 실적 성장세 지속될 것으로 예상. 3분기부터 소형전지와 전자재료 모두 수요 회복 및 실적 개선 전망

북미 시장 진출 가속화 주목

국내 경쟁사들 대비 상대적으로 뒤쳐졌던 북미 시장 진출 본격 가속화 주목 필요. 주요 완성차 업체들(STL, GM)과의 JV 설립으로 중대형 전차 캐파 내 미국 차지비중 25년(21%), 26년(41%)까지 확대 예상. 이에 따른 AMPC 세액공제분 유입효과는 25년 실적부터 반영되며, 자동차전지 부문 수익성 대폭 개선 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	13,553	20,124	23,977	26,897	33,206
영업이익	1,068	1,808	1,964	2,406	3,364
세전순이익	1,663	2,652	2,675	3,229	4,067
총당순이익	1,250	2,039	2,087	2,519	3,173
지배지분순이익	1,170	1,952	1,972	2,380	2,818
EPS	16,621	27,736	28,015	33,820	40,040
PER	39.4	21.3	25.6	21.2	17.9
BPS	208,920	234,231	261,979	295,568	335,414
PBR	3.1	2.5	2.7	2.4	2.1
ROE	8.5	12.5	11.3	12.1	12.7

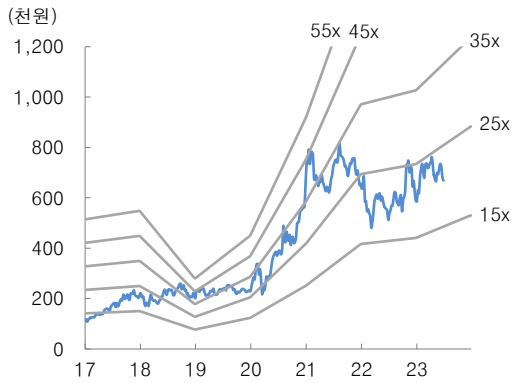
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

표 49. 삼성 SDI 목표주가 산출(EV/EBITDA)

(십억원)	EBITDA	배수	가치
영업가치 [A]			59,361
전지	5,106	10.9	55,903 25년 Peer 평균 멀티플 적용
전자재료	459	7.5	3,457 23년 Peer 평균 멀티플 적용
비영업가치 [B]			6,258 22년말 투자자산 장부가치 30% 할인
순차입금 [C]			3,863 23년말
적정 시가총액 [A+B-C]			61,756
총 주식수(백만주)			68.8 우선주 제외
적정주가(원)			898,076
목표주가(원)			900,000
현재주가(원)			711,000 7.4 기준
Upside(%)			26.6%

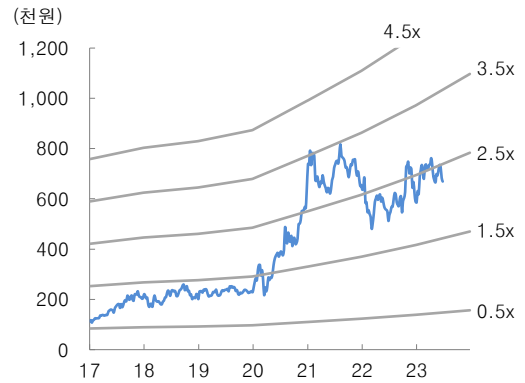
자료: 대신증권 Research Center

그림 96. 삼성 SDI 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 97. 삼성 SDI 12MF PBR 차트



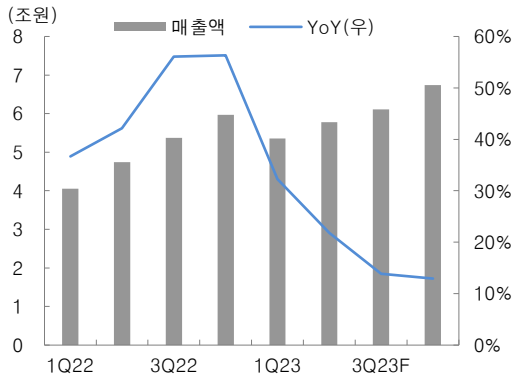
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 50. 삼성 SDI 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	4,049	4,741	5,368	5,966	5,355	5,774	6,112	6,737	20,124	23,977	26,897
YoY	37%	42%	56%	56%	32%	22%	14%	13%	48%	19%	12%
QoQ	6%	17%	13%	11%	-10%	8%	6%	10%			
에너지	3,319	4,072	4,834	5,342	4,798	5,189	5,487	6,048	17,566	21,521	24,245
중대형	1,825	2,353	2,644	3,232	2,888	3,165	3,402	3,810	10,055	13,265	15,274
소형	1,494	1,718	2,190	2,110	1,910	2,024	2,085	2,238	7,511	8,256	8,971
전자재료	730	669	534	624	557	585	626	688	2,558	2,456	2,652
영업이익	322	429	566	491	375	448	544	597	1,808	1,964	2,406
YoY	142%	45%	52%	85%	16%	4%	-4%	22%	69%	9%	23%
QoQ	21%	33%	32%	-13%	-24%	19%	21%	10%			
에너지	165	245	485	359	316	378	440	469	1,254	1,603	1,952
중대형	34	63	227	180	157	186	218	260	503	821	1,047
소형	131	182	258	180	159	191	223	209	751	782	906
전자재료	157	184	81	132	59	70	103	128	554	361	454
영업이익률	8.0%	9.0%	10.5%	8.2%	7.0%	7.8%	8.9%	8.9%	9.0%	8.2%	8.9%
에너지	5.0%	6.0%	10.0%	6.7%	6.6%	7.3%	8.0%	7.7%	7.1%	7.4%	8.1%
중대형	1.8%	2.7%	8.6%	5.6%	5.4%	5.9%	6.4%	6.8%	5.0%	6.2%	6.9%
소형	8.8%	10.6%	11.8%	8.5%	8.3%	9.5%	10.7%	9.3%	10.0%	9.5%	10.1%
전자재료	21.5%	27.5%	15.2%	21.1%	10.6%	12.0%	16.5%	18.6%	21.7%	14.7%	17.1%

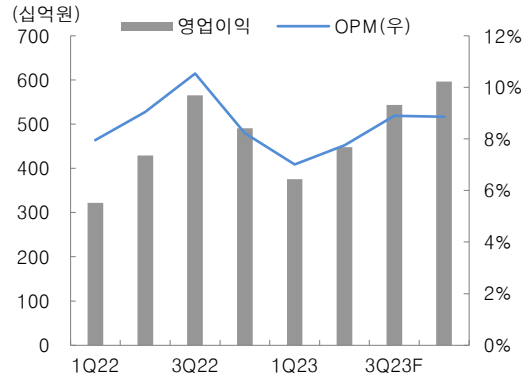
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

그림 98. 매출액 및 YoY 추이



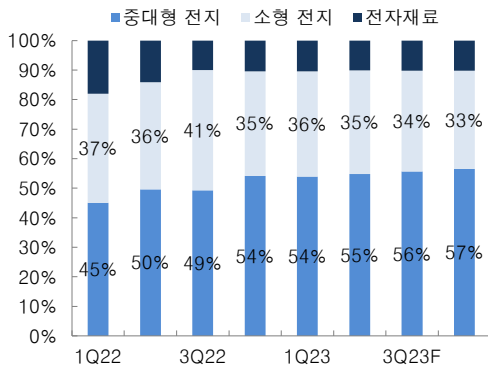
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

그림 99. 영업이익 및 영업이익률 추이



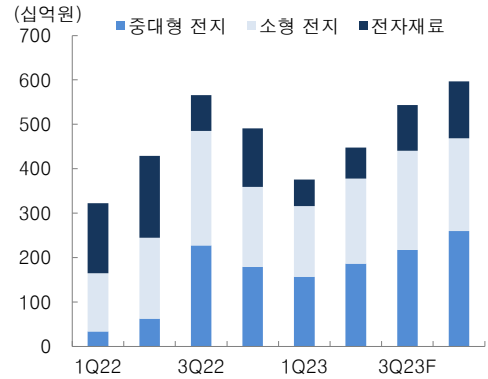
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

그림 100. 부문별 매출 비중 추이



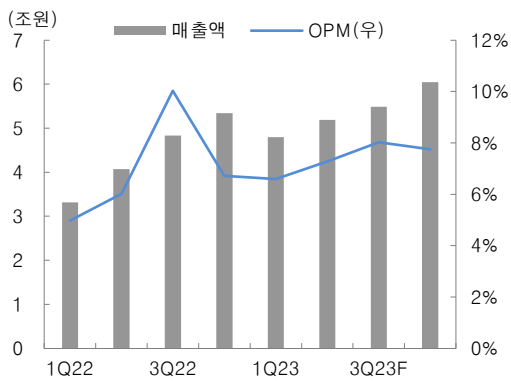
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

그림 101. 부문별 영업이익 추이



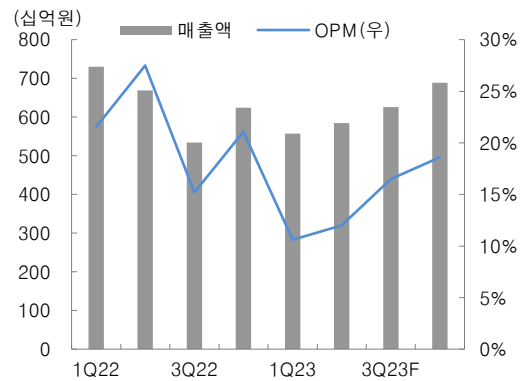
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

그림 102. 에너지 부문 실적 추이



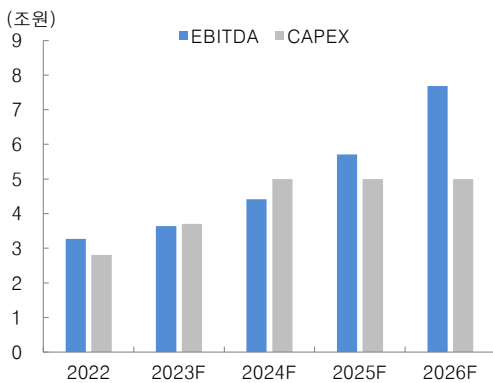
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

그림 103. 전자재료 부문 실적 추이



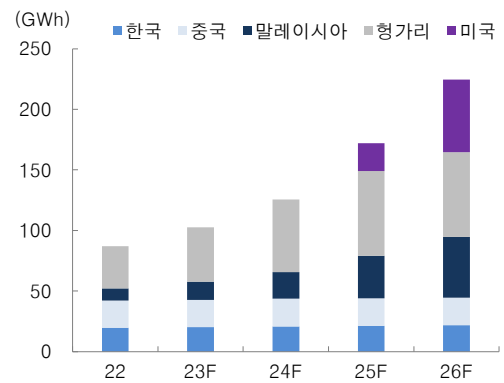
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

그림 104. EBITDA vs CAPEX



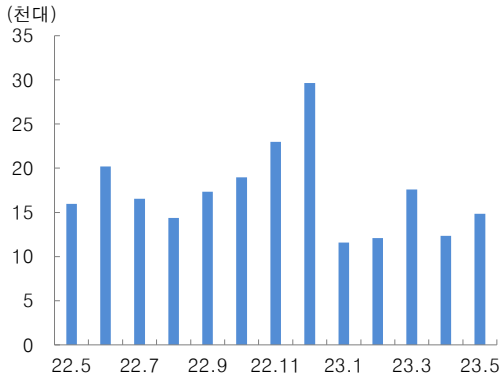
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

그림 105. 배터리 생산개파 전망



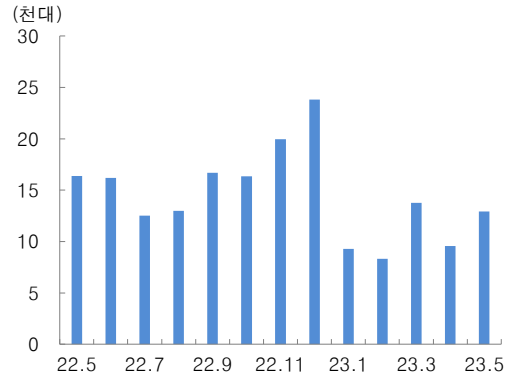
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center / 중대형+소형 합산 연말 양산기준

그림 106. SDI 배터리 탑재 유럽 VW EV 판매량



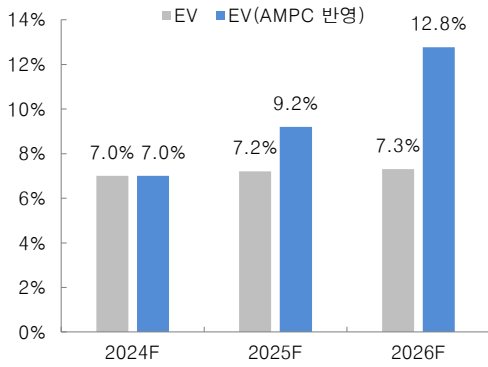
자료: SNER, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV 기준

그림 107. SDI 배터리 탑재 유럽 BMW EV 판매량



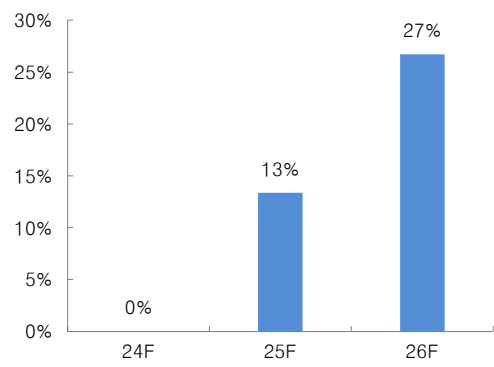
자료: SNER, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV 기준

그림 108. AMPC 반영 전후 EV 전지 OPM 변화



자료: 대신증권 Research Center

그림 109. SDI 미국 캐파 비중 전망



자료: 대신증권 Research Center / 전체 캐파는 중대형+소형 합산 기준

기업개요

기업 및 경영진 현황

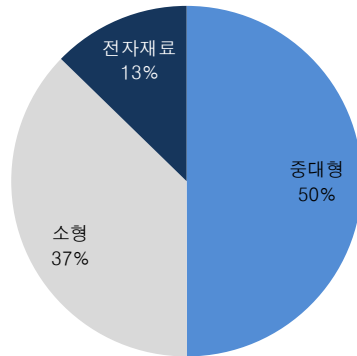
- 삼성SDI의 대표이사는 최윤호
- 1979년 2월 27일 유가증권시장 상장
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 삼성전자 외 5인(20.5%), 국민연금공단(8.5%), BlackRock(5.0%), 자사주(4.8%)
- 주요사업은 리튬이온 2차전지, 반도체 및 디스플레이 소재 생산/판매
- 사업부문은 에너지솔루션(중대형/소형전지)과 전자재료(반도체/디스플레이 소재)로 구성

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량
- EV 탑재 배터리 출하량
- 에너지솔루션(중대형) 부문 실적 추이
- EV 배터리 캐파 증설 및 추가 수주

자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

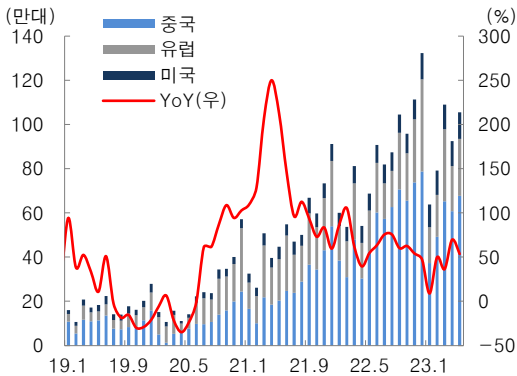
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

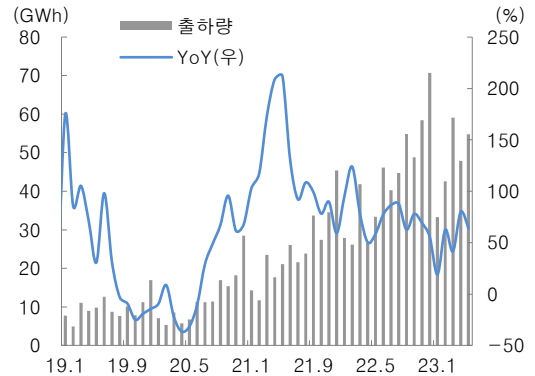
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



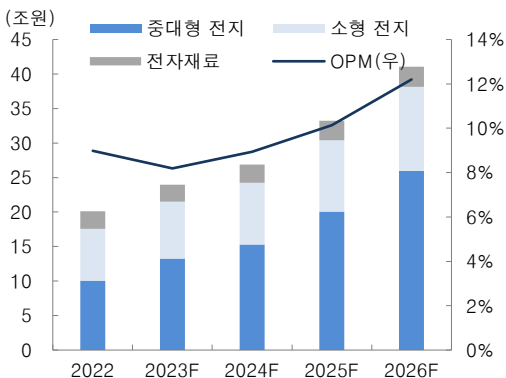
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



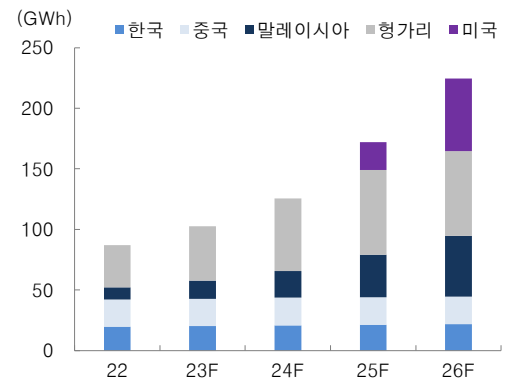
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

삼성SDI 증장기 실적 전망



자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

삼성SDI 배터리 생산캐파 전망



자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center / 중대형+소형 합산 연말 양산기준

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	13,553	20,124	23,977	26,897	33,206
매출원가	10,476	15,903	19,327	21,372	26,057
매출총이익	3,078	4,221	4,650	5,525	7,149
판매비와관리비	2,010	2,413	2,686	3,119	3,786
영업이익	1,068	1,808	1,964	2,406	3,364
영업외수익	7.9	9.0	8.2	8.9	10.1
EBITDA	2,320	3,271	3,644	4,413	5,708
영업외손익	596	844	711	824	704
관계기업손익	530	1,040	785	912	849
금융수익	548	1,391	149	173	157
오환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-441	-1,443	-165	-193	-233
오환관련손실	340	1,279	0	0	0
기타	-41	-143	-57	-69	-69
법인세비용차감전순이익	1,663	2,652	2,675	3,229	4,067
법인세비용	413	613	589	710	895
계속사업순이익	1,250	2,039	2,087	2,519	3,173
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,250	2,039	2,087	2,519	3,173
당기이익	92	10.1	8.7	9.4	9.6
비자비분순이익	81	87	115	139	355
자비분순이익	1,170	1,952	1,972	2,380	2,818
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	63	-14	5	5	5
포괄순이익	1,880	1,899	2,137	2,569	3,223
비자비분포괄이익	86	51	118	141	360
자비분포괄이익	1,794	1,848	2,019	2,428	2,862

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	16,621	27,736	28,015	33,820	40,040
PER	39.4	21.3	25.6	21.2	17.9
BPS	208,920	234,231	261,979	295,568	335,414
PBR	3.1	2.5	2.7	2.4	2.1
EBITDAPS	32,959	46,480	51,769	62,698	81,100
EV/EBITDA	20.8	13.4	15.0	12.7	10.1
SPS	192,565	285,925	340,674	382,160	471,794
PSR	3.4	2.1	2.1	1.9	1.5
CFPS	34,641	47,216	51,916	63,153	81,195
DPS	1,000	1,030	1,030	1,030	1,030

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	20.0	48.5	19.1	12.2	23.5
영업이익 증감률	59.0	69.4	8.6	22.5	39.8
순이익 증감률	98.2	63.1	2.3	20.7	26.0
수익성					
ROC	7.9	11.6	10.9	11.1	12.9
ROA	4.5	6.4	6.2	6.8	8.3
ROE	8.5	12.5	11.3	12.1	12.7
안정성					
부채비율	70.0	75.7	72.3	73.9	77.0
순차입금비율	14.2	11.8	20.1	24.9	26.9
이자보상비율	18.7	20.1	18.2	17.9	19.8

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	7,445	9,652	9,758	10,430	12,774
현금및현금성자산	2,326	2,614	1,795	1,758	2,527
매출채권 및 기타채권	2,078	2,735	3,221	3,551	4,273
재고자산	2,487	3,205	3,689	4,015	4,812
기타유동자산	554	1,097	1,054	1,107	1,162
비유동자산	18,388	20,606	23,429	27,353	30,877
유형자산	7,636	8,965	11,024	14,045	16,722
관계기업투자지급	7,885	8,940	9,725	10,637	11,486
기타비유동자산	2,867	2,700	2,679	2,670	2,670
자산총계	25,833	30,258	33,187	37,783	43,651
유동부채	6,461	8,007	7,762	8,247	9,039
매입채무 및 기타채무	3,253	4,258	3,936	4,341	5,048
차입금	2,235	2,211	2,211	2,211	2,211
유동상채무	275	640	672	706	741
기타유동부채	699	898	943	990	1,039
비유동부채	4,175	5,033	6,168	7,809	9,957
차입금	2,108	2,297	3,297	4,797	6,797
잔환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,067	2,736	2,871	3,012	3,160
부채총계	10,636	13,040	13,930	16,056	18,996
자비분	14,704	16,486	18,439	20,803	23,607
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	8,516	10,468	12,371	14,683	17,432
기타자본변동	829	659	709	762	817
비자비분	492	732	818	923	1,048
자본총계	15,197	17,218	19,257	21,726	24,655
순차입금	2,159	2,038	3,863	5,405	6,642

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	2,176	2,641	2,478	3,365	3,897
당기순이익	1,250	2,039	2,087	2,519	3,173
비현금항목의 가감	1,188	1,284	1,567	1,926	2,542
감가상각비	1,252	1,463	1,680	2,007	2,344
오환손익	13	37	0	0	0
자본법정가손익	-530	-1,040	-785	-912	-849
기타	453	823	672	831	1,046
자산취득의 증감	-25	-369	-520	-274	-792
기타현금흐름	-237	-313	-657	-805	-1,025
투자활동 현금흐름	-1,950	-2,946	-4,490	-5,910	-5,895
투자자산	-23	-22	-788	-915	-852
유형자산					-2,244
기타	318	-135	-3	6	-43
재무활동 현금흐름	583	629	960	1,461	1,963
단기차입금	343	-269	0	0	0
사채	-370	0	0	0	0
장기차입금	676	806	1,000	1,500	2,000
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-69	-69	-69	-69	-69
기타	4	161	29	30	32
현금의 증감	780	289	-820	-37	769
기초 현금	1,546	2,326	2,614	1,795	1,758
기말 현금	2,326	2,614	1,795	1,758	2,527
NOPLAT	803	1,390	1,532	1,876	2,624
FCF	-201	41	-488	-1,116	-32

자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

포스코 퓨처엠 (003670)

전장현 changhyun.jeon@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **430,000** 상향

현재주가 **375,000**
(23.07.04)

2차전자/IT에-지 및 부품업종

실적보다 신규 수주 모멘텀

- 2분기 얼티엄셀향 공급 지연으로 실적 부진
- 3분기 이연된 물량 효과로 양극재 실적 개선
- 밸류에이션 부담에도 불구하고, 신규 수주 추가 기대감 유효

투자의견 BUY, 목표주가 43만원으로 상향(+13%)

목표주가는 25년 예상 EPS(7,077원)에 타겟 PER 멀티플 60.9배(25~27년 평균 EPS 증가율 적용한 PEG 1.1배 기준) 적용하여 산출
밸류에이션 부담 존재하나, 최근 3차례의 대규모 양극재 중장기 공급계약 (SDI향 40조, LGES향 30조, 얼티엄셀향 13조) 체결에 따라 25년 이후 경쟁 사 대비 가파른 실적 성장세 유지될 것이라는 판단. 하반기 모멘텀으로 북미 중심 양극재 및 음극재 신규 추가 수주 기대감 유효하며 매수 접근 유지

2분기 양극재 실적 눈높이 하향 조정

2Q23 매출액 1,282억원(YoY+59%), 영업이익 559억원(YoY+1%, OPM 4.4%)으로 영업이익 기준 컨센스 대비 -22% 하회할 예상. 양극재 부문의 평가 (P) 하락과 출하량(Q) 하향 조정이 실적 추정 변경의 주요 근거

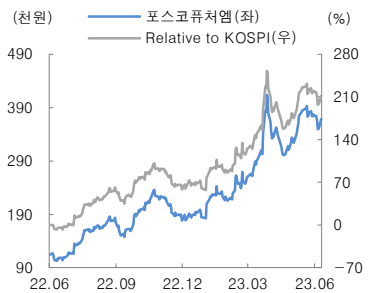
양극재는 광양 N86 NCMA 6만톤 캐파의 얼티엄셀향 본격 공급이 4월에서 5월로 지연되며 판매량 하향 조정. 다만, 5월부터 일부 단결정 양극재 공급 시작된 점은 고무적. 메탈 가격 연동된 평가는 2분기부터 하락 본격화 예상. 음극재는 수익성 개선, 철강 사업은 전분기와 유사한 수준의 실적 달성 예상

3분기 얼티엄셀향 판매 본격 확대

3Q23 매출액 1,622억원(QoQ+27%), 영업이익 868억원(QoQ+55%, OPM 5.3%)으로 양극재 부문의 개선이 전체 실적 성장 견인할 전망
3분기 양극재 평가의 추가적 하락 이어지겠지만, 전분기로부터 이연된 얼티엄셀향 물량으로 판매량 크게 증가할 것으로 추정

KOSPI	2,593.31
시가총액	29,049십억원
시가총액비중	1.43%
자본금(보통주)	39십억원
52주 최고/최저	414,000원 / 103,000원
120일 평균거래대금	3,466억원
외국인지분율	7.36%
주요주주	국민연금공단 5.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.3	27.9	96.8	254.8
상대수익률	-1.4	21.5	67.8	214.3



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,990	3,302	5,813	8,305	10,837
영업이익	122	166	266	529	721
세전순이익	146	134	247	498	676
총당기순이익	134	122	221	446	604
자배분순이익	134	118	216	415	548
EPS	1,763	1,527	2,791	5,352	7,077
PER	81.7	117.9	132.2	68.9	52.1
BPS	31,393	31,899	34,495	39,557	46,336
PBR	4.6	5.6	10.7	9.3	8.0
ROE	7.9	4.9	8.4	14.5	16.5

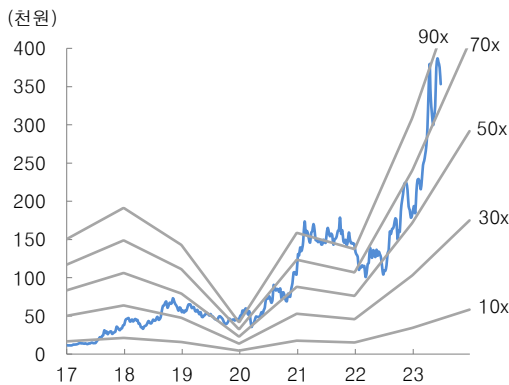
주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출
자료: 포스코퓨처엠, 대신증권 Research Center

표 51. 포스코퓨처엠 목표주가 산출(PER)

	적정가치	
EPS(원)	7,077	25년 예상치
Target PER(배)	60.9	25~27년 EPS(g)적용 PEG 1.1 배 기준
적정주가(원)	430,842	
목표주가(원)	430,000	
현재주가(원)	375,000	7.4 기준
Upside(%)	14.7%	

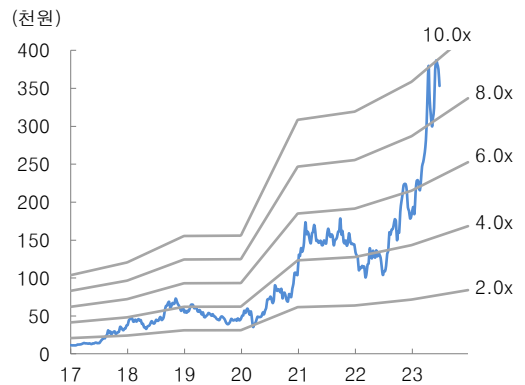
자료: 대신증권 Research Center

그림 110. 포스코퓨처엠 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 111. 포스코퓨처엠 12MF PBR 차트



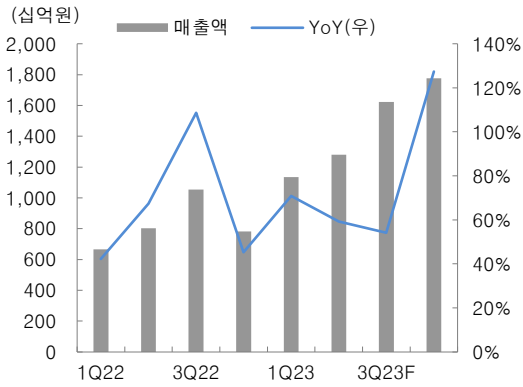
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 52. 포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	665	803	1,053	781	1,135	1,279	1,623	1,775	3,302	5,813	8,305
YoY	42%	67%	109%	45%	71%	59%	54%	127%	66%	76%	43%
QoQ	24%	21%	31%	-26%	45%	13%	27%	9%			
에너지소재	317	465	727	441	780	942	1,282	1,436	1,950	4,440	7,018
양극재	272	418	658	385	713	870	1,190	1,321	1,734	4,094	6,532
음극재	45	47	68	56	68	72	92	115	216	347	486
내화물제조정비	137	134	117	149	143	133	135	135	537	547	507
리튬케미칼	198	192	204	174	195	191	192	191	768	769	729
영업이익	26	55	82	3	20	56	87	103	166	266	529
YoY	-25%	55%	160%	-84%	-21%	1%	6%	3013%	36%	60%	99%
QoQ	25%	116%	48%	-96%	514%	175%	55%	19%			
에너지소재	15	34	77	24	17	52	83	101	150	253	493
내화물제조정비	6	5	-3	-1	3	2	2	1	7	8	11
리튬케미칼	4	17	11	-13	5	5	4	4	19	18	33
영업이익률	3.8%	6.9%	7.8%	0.4%	1.8%	4.4%	5.3%	5.8%	5.0%	4.6%	6.4%
에너지소재	4.8%	7.2%	10.6%	5.5%	2.1%	5.5%	6.5%	7.0%	7.7%	5.7%	7.0%
내화물제조정비	4.4%	3.6%	-2.3%	-0.6%	2.2%	1.5%	1.3%	0.8%	1.3%	1.4%	2.2%
리튬케미칼	2.0%	8.6%	5.2%	-7.2%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.3%	4.5%

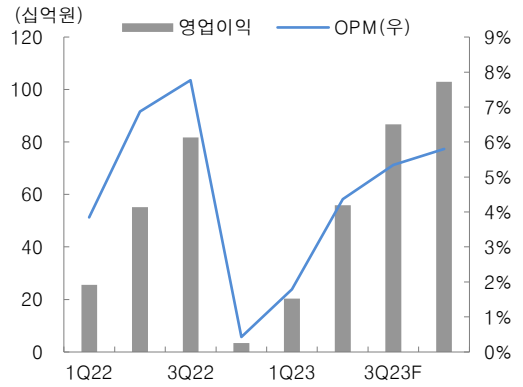
자료: 포스코퓨처엠, 대신증권 Research Center

그림 112. 매출액 및 YoY 추이



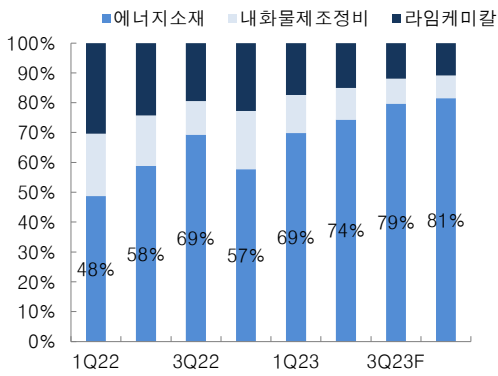
자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

그림 113. 영업이익 및 영업이익률 추이



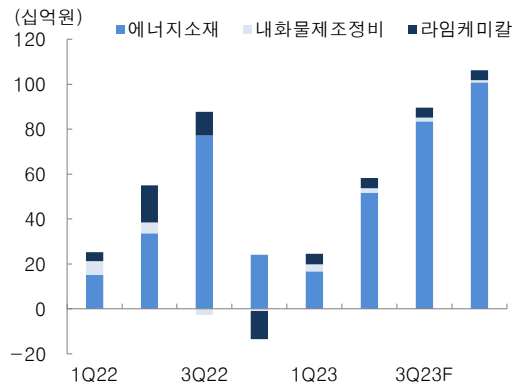
자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

그림 114. 부문별 매출 비중 추이



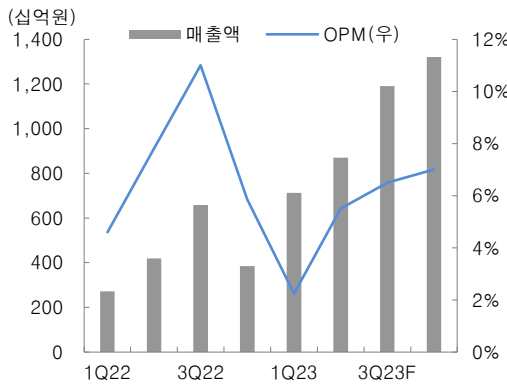
자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

그림 115. 부문별 영업이익 추이



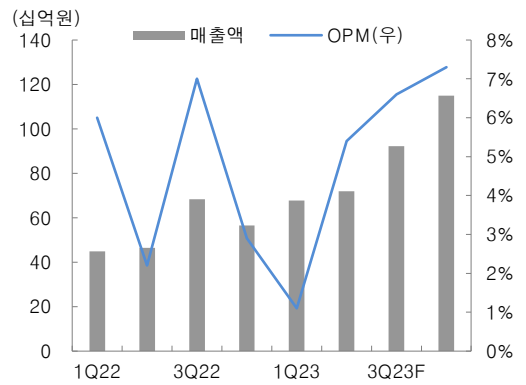
자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

그림 116. 양극재 실적 추이



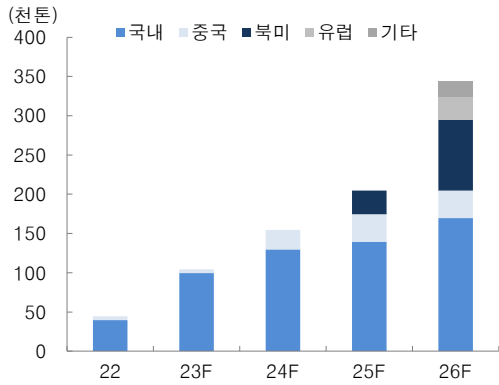
자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

그림 117. 음극재 실적 추이



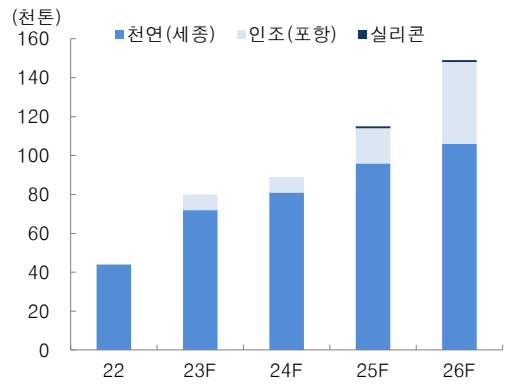
자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

그림 118. 양극재 생산캐파 전망



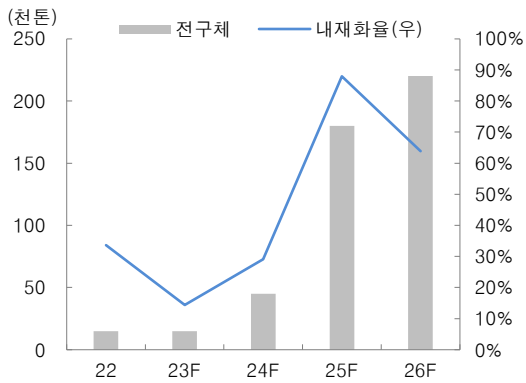
자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center / 양산기준 추정

그림 119. 음극재 생산캐파 전망



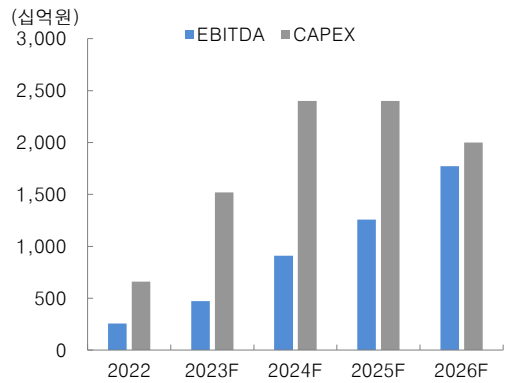
자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center / 양산기준 추정

그림 120. 전구체 내재화 계획



자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center / 양산기준 추정

그림 121. EBITDA vs CAPEX



자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

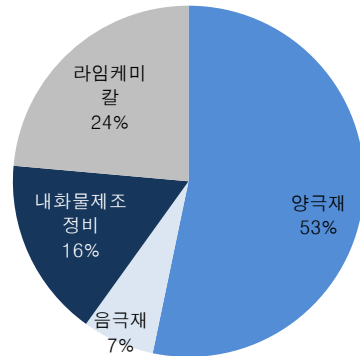
- 포스코퓨처엠의 대표이사는 김준형
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 포스코홀딩스 외 4인(62.5%), 국민연금공단(5.6%)
- 주요사업은 이차전지소재, 첨단화학소재, 산업기초소재로, 이차전지용 양극재와 음극재, 탄소소재 원료/제품, 내화물과 생석회를 제조/판매
- 22년 준공기준 양극재 캐파 10.5만톤, 음극재 캐파 8.2만톤 보유

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량, EV 탑재 배터리 출하량
- 양/음극재 수출 데이터
- 양/음극재 사업부문 실적 추이
- 양/음극재 캐파 증설 및 추가 수주

자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

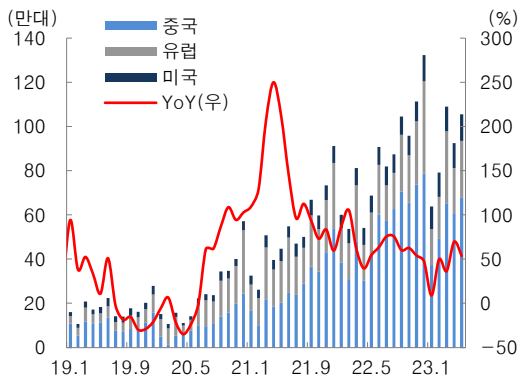
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

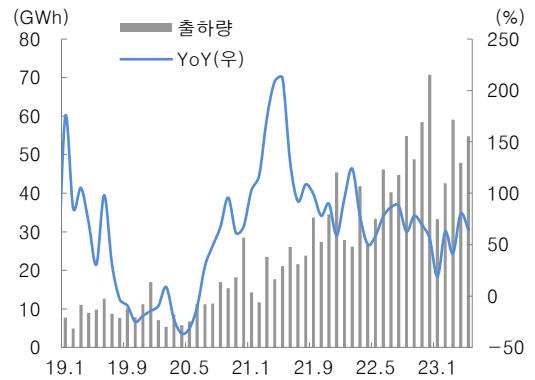
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



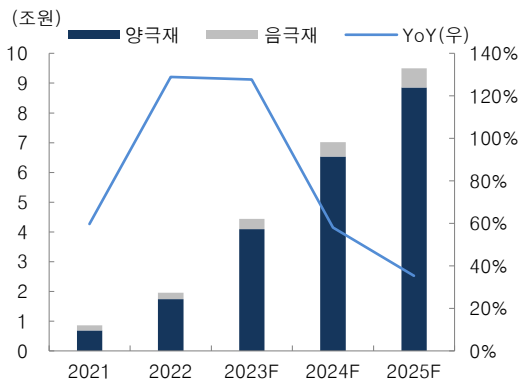
자료: SNE리서치 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



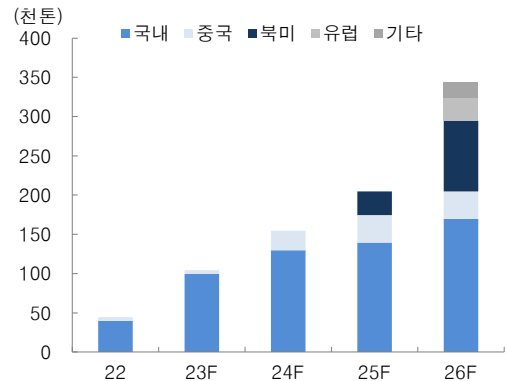
자료: SNE리서치 대신증권 Research Center

포스코퓨처엠 에너지소재 중장기 매출 전망



자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

포스코퓨처엠 양극재 생산캐파 전망



자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center / 양산기준 추정

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,930	3,302	5,813	8,305	10,837
매출원가	1,751	2,967	5,261	7,359	9,572
매출총이익	238	335	552	946	1,265
판매비율로분비	116	169	287	417	544
영업이익	122	166	266	529	721
영업이윤	6.1	5.0	4.6	6.4	6.7
EBITDA	203	258	472	909	1,258
영업외손익	24	-32	-19	-31	-45
관계업손익	17	21	9	14	13
금융수익	51	121	24	28	29
오환판권이익	0	0	0	0	0
금융비용	-34	-175	-49	-69	-86
오환판권손실	20	100	13	14	15
기타	-9	1	-2	-4	-2
법인세비용차감전순이익	146	134	247	498	676
법인세비용	12	12	26	53	71
계속사업순이익	134	122	221	446	604
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	134	122	221	446	604
당기이윤	6.7	3.7	3.8	5.4	5.6
비재계분순이익	0	4	5	31	56
재계분순이익	134	118	216	415	548
매분기금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	141	118	220	446	604
비재계분포괄이익	0	-3	5	31	56
재계분포괄이익	140	120	216	415	548

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,763	1,527	2,791	5,352	7,077
PER	81.7	117.9	132.2	68.9	52.1
BPS	31,393	31,899	34,495	39,557	46,336
PBR	4.6	5.6	10.7	9.3	8.0
EBITDAPS	2,665	3,332	6,088	11,739	16,245
EV/EBITDA	54.0	57.3	65.4	35.9	27.2
SFS	26,140	42,626	75,043	107,216	139,902
PSR	5.5	4.2	4.9	3.4	2.6
CFPS	3,084	3,859	6,444	12,144	16,685
DPS	300	300	300	300	300

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액증가율	27.0	66.0	76.1	42.9	30.5
영업이익증가율	101.9	36.3	60.3	99.1	36.1
순이익증가율	349.7	-8.8	81.2	101.8	35.5
수익성					
ROC	6.8	6.1	6.2	8.3	8.2
ROA	4.0	3.9	4.9	7.0	7.3
ROE	7.9	4.9	8.4	14.5	16.5
안정성					
부채비율	60.9	75.0	119.3	167.6	187.4
순차입금비율	-10.5	25.3	71.7	116.4	141.1
이자보상배율	13.2	14.3	9.9	11.8	12.0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,084	2,038	2,361	2,833	3,225
현금및현금성자산	72	281	111	152	60
매출채권및기타채권	241	292	717	1,004	1,279
재고자산	441	870	946	1,086	1,291
기타유동자산	1,331	594	586	590	595
비유동자산	1,838	2,600	3,926	5,963	7,842
유형자산	1,459	2,098	3,417	5,441	7,306
관계기업투자금	183	288	297	310	324
기타비유동자산	196	214	213	212	212
자산총계	3,922	4,637	6,287	8,797	11,067
유동부채	635	966	1,199	1,487	1,694
매입채무및기타채무	347	455	673	945	1,134
차입금	57	203	203	203	203
유동상채무	192	262	275	289	303
기타유동부채	38	46	48	51	53
비유동부채	849	1,021	2,222	4,022	5,523
차입금	765	926	2,126	3,926	5,426
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	84	95	95	96	96
부채총계	1,484	1,987	3,421	5,510	7,217
자본지분	2,389	2,471	2,672	3,064	3,589
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,453	1,455	1,455	1,455	1,455
이익잉여금	898	1,003	1,197	1,588	2,113
기타자본변동	0	-26	-18	-17	-17
비재계분	49	180	194	223	261
자본총계	2,438	2,651	2,866	3,287	3,850
순차입금	-257	672	2,054	3,826	5,431

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	103	-61	142	667	849
당기순이익	134	122	221	446	604
비현금항목의가감	101	177	278	495	688
감가상각비	81	92	206	380	538
오환손익	9	18	-1	-1	-2
자본법정가손익	-17	-21	-9	-14	-13
기타	28	88	83	130	165
자산부채의증감	-142	-365	-305	-177	-313
기타현금흐름	10	6	-52	-97	-131
투자활동 현금흐름	-1,675	-55	-1,527	-2,409	-2,408
투자자산	-1,083	559	-9	-14	-13
유형자산					-552
기타	-40	45	2	5	6
재무활동 현금흐름	1,522	336	1,194	1,795	1,495
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	199	299	400	300	200
장기차입금	68	187	800	1,500	1,300
유상증자	1,267	0	0	0	0
현금배당	-18	-23	-23	-23	-23
기타	6	-127	17	18	19
현금의증감	-49	209	-170	41	-92
기초 현금	122	72	281	111	152
기말 현금	72	281	111	152	60
NOPLAT	111	151	238	473	644
FCF	-369	-423	-1,077	-1,547	-1,218

자료: 포스코퓨처엠 대신증권 Research Center

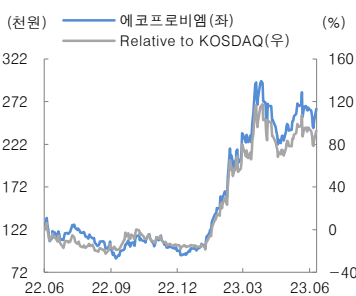
에코프로 비엠 (247540)

전창현 changhyun.jeon@daisin.com

투자의견 **Marketperform**
시장수익률 유지
6개월 **300,000**
목표주가 **상향**
현재주가 **274,500**
(23.07.04)
2차전자/IT에너지 및 부품업종

KOSDAQ	890.00
시가총액	26,847십억원
시가총액비중	6.33%
자본금(보통주)	49십억원
52주 최고/최저	296,000원 / 88,100원
120일 평균거래대금	4,462억원
외국인지분율	8.59%
주요주주	에코프로 외 12 인 51.38%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	13.6	182.7	142.6
상대수익률	0.9	9.2	114.6	99.0



다가오는 주주의 시간

- 2분기 P 하락전환, 전동공구 중심 Q 부진
- 3분기는 P 하락 불구, Q 증가 효과 기대
- 하반기 신규 수주 확인시 투자의견 상향 기대

투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 30만원으로 상향(+11%)

목표주가는 24년 EPS(5,654원)에 타겟 PER 멀티플 54.4배(24~26년 평균 EPS 증가율 적용한 PEG 1배 기준) 적용하여 산출
펀더멘탈(실적, 캐파 가이던스)의 유의미한 변화 대비 연초 이후 가파른 주가 상승(YTD +182%)에 따라 투자의견은 Marketperform 유지. 다만, 1) 계열사를 통한 원재료(전구체, 리튬, 리사이클) 수직계열화 이점, 2) 안정적인 자금 조달(최근 6/30 전환사채 4,400억 발행, 희석물량 1.64%) 수행으로 신규 수주에 유리해지는 국면 돌입 긍정적 평가. 동사의 바게닝 파워 우위 확인하며 하반기 신규 수주 추가로 연결될 시, 투자의견 상향 가능할 것으로 기대

2분기 실적은 컨센 하회 전망

2Q23 매출액 2조(YoY+70%), 영업이익 1,193억원(YoY+16%, OPM 5.9%)으로 OP 기준 컨센 -10% 하회 예상. 2분기 평균 환율의 QoQ+2.7% 상승에도 불구하고 메탈 가격 하락에 연동되어 양극재 판가(P)의 하락이 본격 시작될 것으로 추정. 출하량(Q)은 EV향 판매량 소폭 증가한 것으로 추정되나, 전동공구(P/T)향 판매가 전방 고객사 수요 둔화 영향으로 부진했을 것으로 판단

3분기 P 하락을 상쇄할 Q 증가 기대

3Q23 매출액 2.2조원(QoQ+11%), 영업이익 1,570억원(QoQ+32%, OPM 7.0%) 전망. 환율과 메탈 가격 변동 영향을 포함한 양극재 판가(P)의 QoQ-9% 하락 이어지겠지만, EV향과 P/T향 모두 전분기 대비 판매량 증가 예상되며 판가의 부정적 영향을 상쇄할 것으로 추정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,486	5,358	8,858	12,581	17,593
영업이익	115	381	526	881	1,267
세전순이익	114	323	472	803	1,175
총당순이익	98	273	401	680	997
자배분순이익	101	232	321	553	882
EPS	1,145	2,433	3,278	5,654	9,021
PER	108.1	37.9	80.4	46.6	29.2
BPS	6,265	14,278	16,844	22,049	30,621
PBR	19.7	6.5	15.6	12.0	8.6
ROE	20.3	24.3	21.3	29.1	34.3

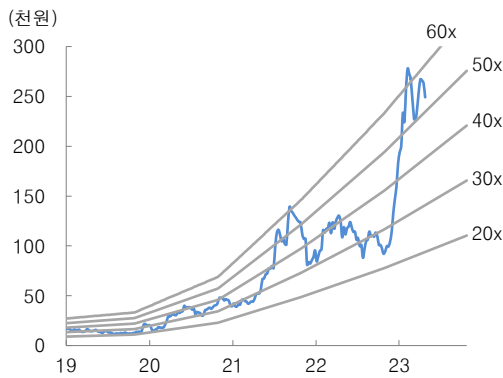
주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출
자료: 에코프로비엠, 대신증권 Research Center

표 53. 에코프로비엠 목표주가 산출(PER)

적정가치	
EPS(원)	5,654 24년 예상치
Target PER(배)	54.4 24~26년 EPS(g)적용 PEG 1 배 기준
적정주가(원)	307,595
목표주가(원)	300,000
현재주가(원)	274,500 7.4 기준
Upside(%)	9.3%

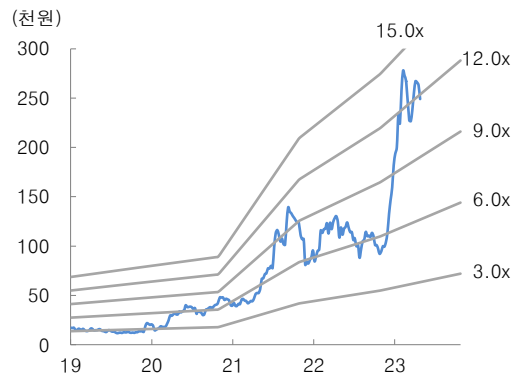
자료: 대신증권 Research Center

그림 122. 에코프로비엠 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 123. 에코프로비엠 12MF PBR 차트



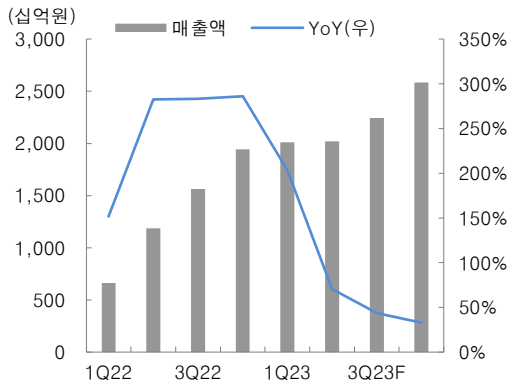
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 54. 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	663	1,187	1,563	1,945	2,011	2,021	2,242	2,583	5,358	8,858	12,581
YoY	152%	282%	283%	286%	204%	70%	43%	33%	261%	65%	42%
QoQ	31%	79%	32%	24%	3%	1%	11%	15%			
P/T	280	536	597	502	318	319	432	548	1,914	1,616	2,441
EV	348	588	882	1,340	1,606	1,627	1,727	1,937	3,157	6,897	9,688
ESS	28	53	70	54	53	55	60	69	204	237	377
기타	6	11	15	49	34	21	24	28	82	108	75
매출비중											
P/T	42%	45%	38%	26%	16%	16%	19%	21%	36%	18%	19%
EV	53%	49%	56%	69%	80%	81%	77%	75%	59%	78%	77%
ESS	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%
기타	1%	1%	1%	3%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
영업이익	41	103	142	95	107	119	157	142	381	526	881
YoY	130%	254%	248%	247%	161%	16%	11%	49%	231%	38%	68%
QoQ	50%	150%	38%	-33%	13%	11%	32%	-9%			
영업이익률	6.2%	8.7%	9.1%	4.9%	5.3%	5.9%	7.0%	5.5%	7.1%	5.9%	7.0%

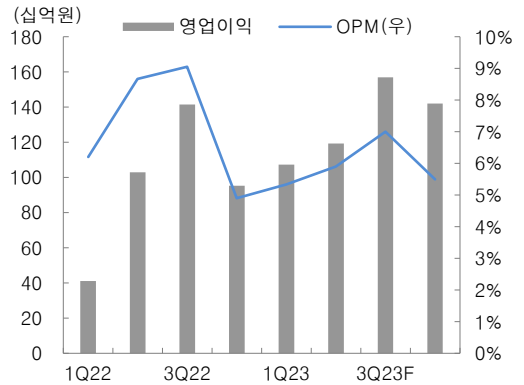
자료: 에코프로비엠, 대신증권 Research Center

그림 124. 매출액 및 YoY 추이



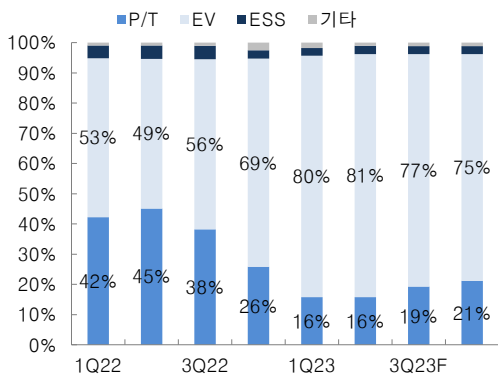
자료: 에코프로비엠 대신증권 Research Center

그림 125. 영업이익 및 영업이익률 추이



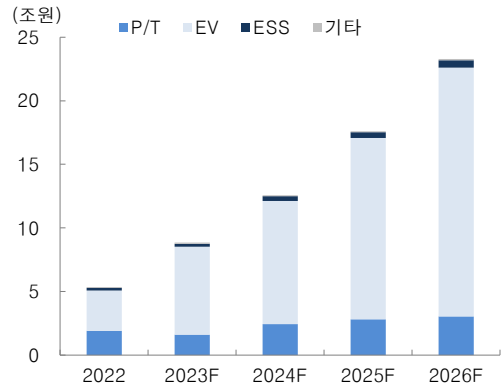
자료: 에코프로비엠 대신증권 Research Center

그림 126. 부문별 매출 비중 추이



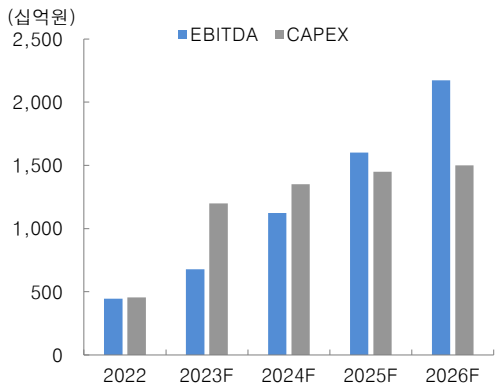
자료: 에코프로비엠 대신증권 Research Center

그림 127. 중장기 매출 전망



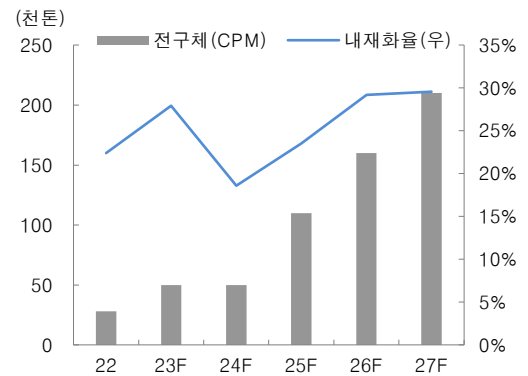
자료: 에코프로비엠 대신증권 Research Center

그림 128. EBITDA vs CAPEX



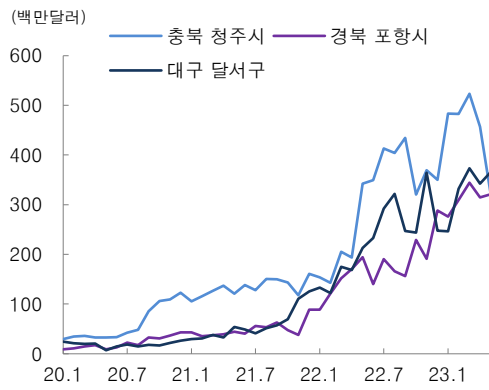
자료: 에코프로비엠 대신증권 Research Center

그림 129. 전구체 내재화 계획



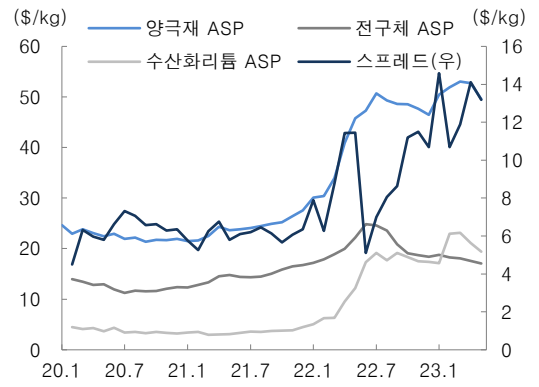
자료: 에코프로, 대신증권 Research Center / 머티리얼즈 전구체(CPM) 캐파 기준

그림 130. 양극재 지역별 수출 데이터



자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 131. 양극재 - 전구체/리튬 ASP 스프레드



자료: KITA, 대신증권 Research Center / 양극재는 수출가격, 전구체/리튬은 수입가격

기업개요

기업 및 경영진 현황

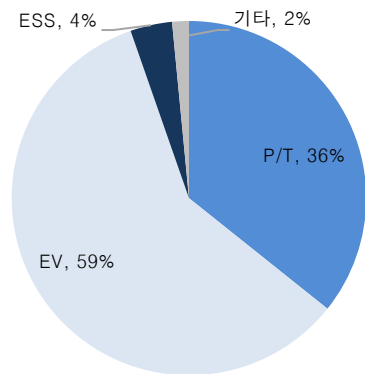
- 에코프로비엠의 대표이사는 각자 대표 주재환, 최문호
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 에코프로 외 12인(51.4%)
- 에코프로비엠은 16년 5월 에코프로의 이차전지소재(양극재) 사업부문이 물적분할되어 신설됨. 19년 3월 코스닥 시장에 상장
- 22년 기준 양극재 캐파 12.5만톤 보유

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량, EV 탑재 배터리 출하량
- 양극재 수출 데이터
- 양극재 사업부문 실적 추이
- 양극재 캐파 증설 및 추가 수주

자료: 에코프로비엠 대신증권 Research Center

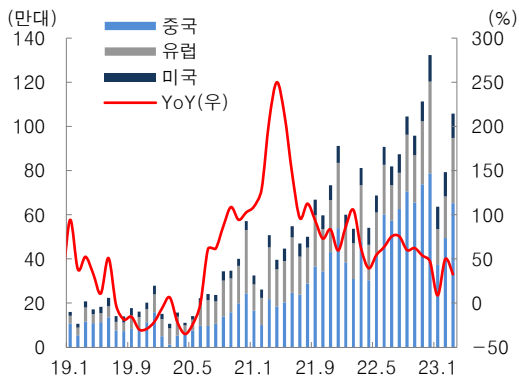
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: 에코프로비엠 대신증권 Research Center

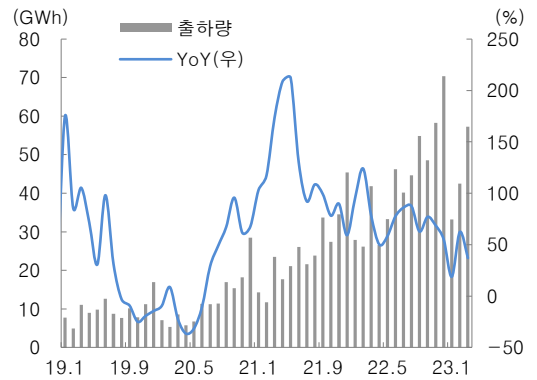
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



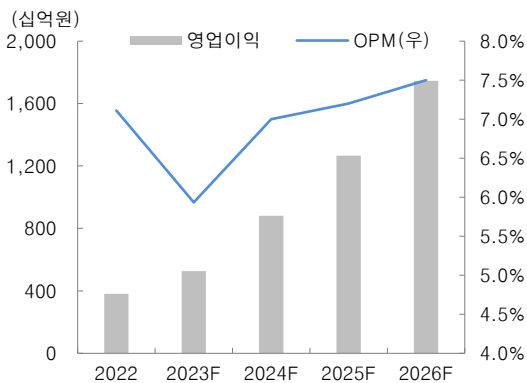
자료: SNE리서치 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



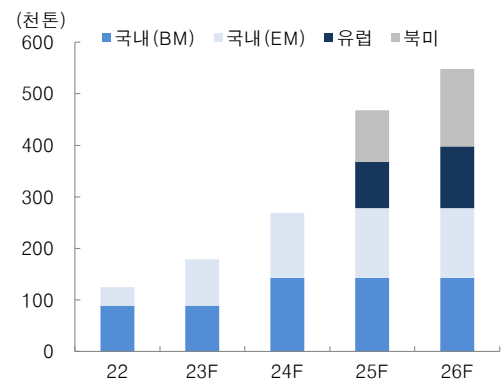
자료: SNE리서치 대신증권 Research Center

에코프로비엠 중장기 영업이익 전망



자료: 에코프로비엠 대신증권 Research Center

에코프로비엠 양극재 생산캐파 전망



자료: 에코프로비엠 대신증권 Research Center / 연말 양산기준

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,486	5,358	8,858	12,581	17,593
매출원가	1,295	4,841	8,176	11,430	15,982
매출총이익	190	516	682	1,151	1,611
판매비와관리비	75	135	157	270	344
영업이익	115	381	526	881	1,267
영업외수익	7.7	7.1	5.9	7.0	7.2
EBITDA	158	445	678	1,124	1,603
영업외손익	-1	-58	-54	-78	-92
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	13	189	45	54	66
오환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-13	-214	-97	-131	-156
오환관련손실	8	188	43	53	63
기타	0	-33	-2	-1	-1
법인세비용차감전순이익	114	323	472	803	1,175
법인세비용	17	50	71	122	178
계속사업순이익	98	273	401	680	997
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	98	273	401	680	997
당기순이익	6.6	5.1	4.5	5.4	5.7
비재계분순이익	-3	40	81	127	115
재계분순이익	101	232	321	553	882
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	94	267	395	674	991
비재계분포괄이익	-3	40	80	126	114
재계분포괄이익	98	227	316	548	876

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,145	2,433	3,278	5,654	9,021
PER	108.1	37.9	80.4	46.6	29.2
BPS	6,265	14,278	16,844	22,049	30,621
PBR	19.7	6.5	15.6	12.0	8.6
EBITDAPS	1,799	4,665	6,930	11,492	16,388
EV/EBITDA	72.4	21.8	41.3	25.7	18.5
SPS	16,872	56,104	90,570	128,641	179,882
PSR	7.3	1.6	2.9	2.0	1.5
CFPS	1,746	4,226	7,115	11,697	16,631
DPS	227	450	450	450	450

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	73.8	260.6	65.3	42.0	39.8
영업이익 증감률	110.0	230.9	38.1	67.6	43.8
순이익 증감률	109.6	178.8	47.2	69.6	46.6
수익성					
ROC	11.5	19.7	14.7	16.1	17.4
ROA	10.3	15.9	12.1	13.8	14.8
ROE	20.3	24.3	21.3	29.1	34.3
안정성					
부채비율	139.2	126.7	196.5	216.1	195.7
순차입금비율	74.9	40.1	113.4	125.2	111.8
이자보상비율	25.6	17.0	10.5	11.8	14.2

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	739	2,274	3,185	4,185	5,298
현금및현금성자산	105	320	41	167	78
매출채권 및 기타채권	267	887	1,276	1,645	2,106
재고자산	339	866	1,647	2,141	2,871
기타유동자산	28	210	221	232	243
비유동자산	687	1,100	2,148	3,255	4,369
유형자산	639	1,004	2,054	3,162	4,278
관계기업투자지분	0	37	37	37	37
기타비유동자산	48	59	57	55	54
자산총계	1,426	3,374	5,332	7,439	9,667
유동부채	613	1,548	1,895	2,445	3,157
매입채무 및 기타채무	240	875	1,356	1,868	2,557
차입금	265	378	378	378	378
유동상대채	92	254	118	155	176
기타유동부채	16	41	43	45	47
비유동부채	217	338	1,639	2,640	3,242
차입금	193	313	1,613	2,613	3,213
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	23	25	26	27	28
부채총계	830	1,886	3,534	5,086	6,399
자본자본	552	1,363	1,647	2,156	2,995
자본금	11	49	49	49	49
자본잉여금	293	877	877	877	877
이익잉여금	224	432	709	1,218	2,056
기타자본변동	23	5	12	12	12
비재계자본	44	125	151	197	274
자본총계	596	1,488	1,798	2,354	3,269
순차입금	447	597	2,039	2,947	3,656

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-101	-241	-114	605	865
당기순이익	0	0	401	680	997
비현금항목의 가감	56	131	295	464	629
감가상각비	43	65	152	243	336
오환손익	0	2	0	0	-1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	13	64	142	220	294
자산부채의 증감	-267	-683	-690	-342	-495
기타현금흐름	111	311	-120	-196	-266
투자활동 현금흐름	-237	-535	-1,194	-1,345	-1,444
투자자산	-1	-59	0	0	0
유형자산					-236
기타	0	-21	6	5	6
재무활동 현금흐름	384	993	1,122	996	584
당기차입금	205	112	0	0	0
사채	82	0	0	0	0
장기차입금	79	374	1,300	1,000	600
유상증자	19	622	0	0	0
현금배당	-9	-21	-44	-44	-44
기타	8	-94	-134	40	28
현금의 증감	45	216	-280	127	-89
기초 현금	59	105	320	41	167
기말 현금	105	320	41	167	78
NOPLAT	98	322	447	747	1,075
FCF	-96	-69	-601	-360	-39

자료: 에코프루비엠 대신증권 Research Center

엘앤에프 (066970)

전창현 changhyun.jeon@dshin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

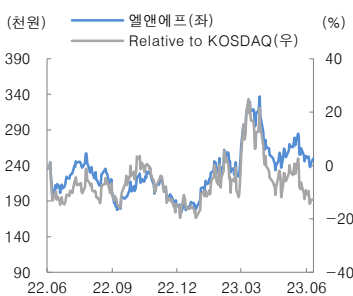
6개월 목표주가 **430,000**
유지

현재주가 **248,500**
(23.07.04)

2차전자/IT에너지 및 부품업종

KOSDAQ	890.00
시가총액	9,006십억원
시가총액비중	2.22%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	337,000원 / 171,400원
120일 평균거래대금	2,731억원
외국인지분율	20.89%
주요주주	새로닉스 외 14 인 23.72%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.6	-23.9	35.4	25.7
상대수익률	-8.8	-26.9	2.7	3.1



양극재 탐픽

- 2분기 판가 상승 불구, 판가-원가 스프레드 축소로 실적 부진 예상
- 3분기 TESLA향 견조한 수요 예상
- 경쟁사 대비 주가 할인요소 해소 국면 돌입. 양극재 업종 내 최선호주

투자의견 BUY, 목표주가 43만원 유지

목표주가는 12MF 예상 EPS(8,847원)에 타겟 PER 멀티플 48.5배(23~25년 평균 EPS 증가율 적용 PEG 1배 기준) 적용하여 산출
현재 주가 기준 25년 PER 13배 수준으로 국내 경쟁사(평균 34배) 대비 밸류에이션 부담 극히 제한적. 당사 목표주가를 적용해도 PER 22.4배 수준으로 높은 밸류에이션 매력도 보유

그간의 경쟁사 대비 받아왔던 주가 할인요소(원재료 내재화 및 탈중국화 부족)는 점진적 해소국면. 1) LS MnM과 국내 새만금에 전구체 JV 8만톤 캐파 구축(25년 양산 예상), 2) 시노리튬과 국내 수산화리튬 JV 캐파 구축, 3) 일본 미쓰비시케미칼과 협력하여 국내에 흑연 음극재 캐파 구축 추진

2분기 실적 컨센 하회 전망

2Q23 매출액 1.6조원(YoY+85%), 영업이익 652억원(YoY+6%, OPM 4.1%)으로 OP 기준 컨센 -9% 하회 전망. 메탈 가격(리튬 시급 등 반영) 연동 및 환율의 상승(QoQ+2.7%)으로 양극재 ASP는 QoQ+7% 상승 추정. 출하량은 기존 대비 소폭 하향 조정. 수익성은 판가-원가 간 부정적 레깅 효과 발생하며, 평년 수준(6~7%) 대비 다소 둔화된 마진율(OPM 4.1%) 지속될 예상

3분기 TESLA향 견조한 판매 전망

3Q23 매출액 1.7조(QoQ+6%), 영업이익 942억원(QoQ+45%, OPM 5.6%) 전망. 최근 End 고객사인 TESLA의 2분기 판매대수 호조 발표로(46.6만대, YoY+83%, QoQ+10%) 3분기 NCMA 양극재 구매 수요 견조할 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	6,384	9,266	13,105
영업이익	44	266	305	564	916
세전순이익	-126	341	257	501	839
총당기순이익	-112	271	217	423	694
지배지분순이익	-113	270	216	422	692
EPS	-3,526	7,526	5,991	11,704	19,203
PER	-63.1	23.1	41.6	21.3	13.0
BPS	19,668	35,673	41,059	52,301	71,042
PBR	11.3	4.9	6.1	4.8	3.5
ROE	-27.4	28.3	15.6	25.1	31.1

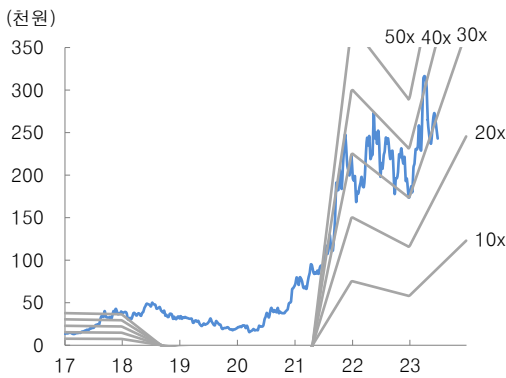
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

표 55. 엘앤에프 목표주가 산출(PER)

	적정가치	
EPS(원)	8,847	12MF 예상치
Target PER(배)	48.5	23~25년 EPS(g)적용 PEG 1 배 기준
적정주가(원)	428,809	
목표주가(원)	430,000	
현재주가(원)	248,500	7.4 기준
Upside(%)	73.0%	

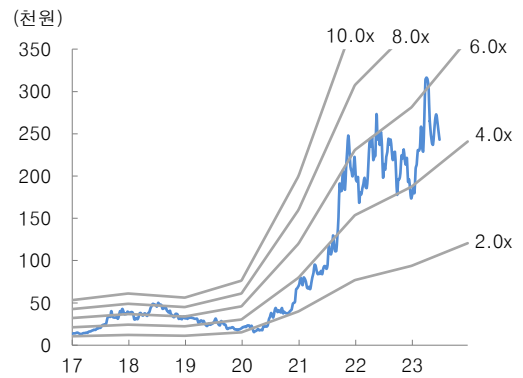
자료: 대신증권 Research Center

그림 132. 엘앤에프 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 133. 엘앤에프 12MF PBR 차트



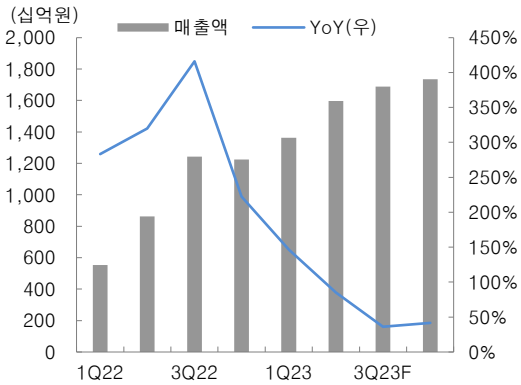
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 56. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	554	863	1,243	1,225	1,363	1,597	1,689	1,735	3,884	6,384	9,266
YoY	283%	320%	416%	222%	146%	85%	36%	42%	300%	64%	45%
QoQ	46%	56%	44%	-1%	11%	17%	6%	3%			
매출원가	483	783	1,120	1,147	1,304	1,504	1,569	1,602	3,533	5,979	8,528
%Sales	87.2%	90.8%	90.1%	93.6%	95.7%	94.2%	92.9%	92.3%	91.0%	93.7%	92.0%
매출총이익	71	80	123	78	59	92	120	133	351	405	738
GPM(%)	12.8%	9.2%	9.9%	6.4%	4.3%	5.8%	7.1%	7.7%	9.0%	6.3%	8.0%
판매비	18	18	24	25	19	27	26	28	85	100	174
%Sales	3.2%	2.1%	1.9%	2.0%	1.4%	1.7%	1.5%	1.6%	2.2%	1.6%	1.9%
영업이익	53	61	99	53	40	65	94	105	266	305	564
YoY	흑전	967%	630%	88%	-24%	6%	-4%	98%	502%	15%	85%
QoQ	88%	16%	61%	-46%	-24%	61%	45%	12%			
OPM(%)	9.6%	7.1%	7.9%	4.3%	3.0%	4.1%	5.6%	6.1%	6.9%	4.8%	6.1%

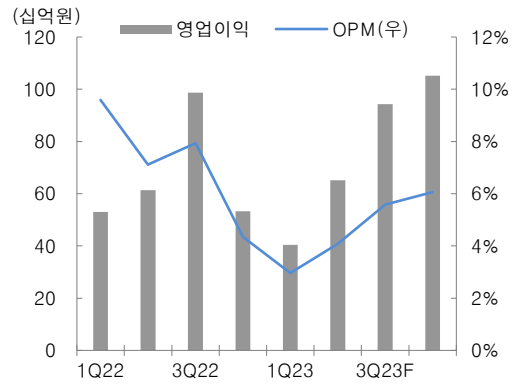
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 134. 매출액 및 YoY 추이



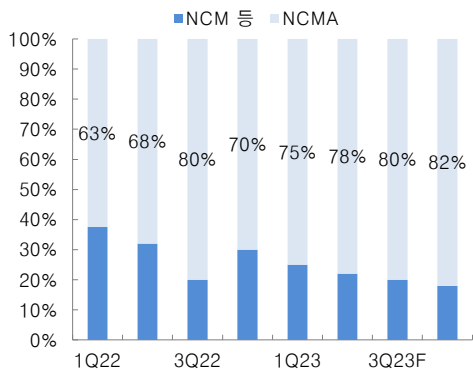
자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center

그림 135. 영업이익 및 영업이익률 추이



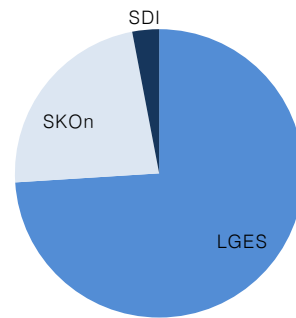
자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center

그림 136. 제품별 매출 비중 추이



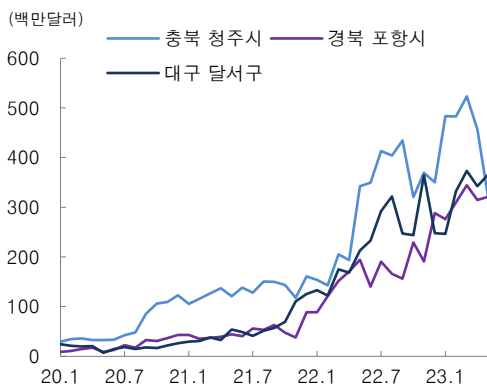
자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center

그림 137. 고객사별 매출 비중



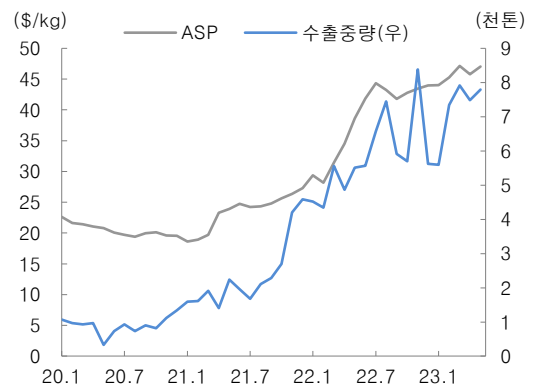
자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center / 22년 기준 추정

그림 138. 지역별 양극재 수출금액



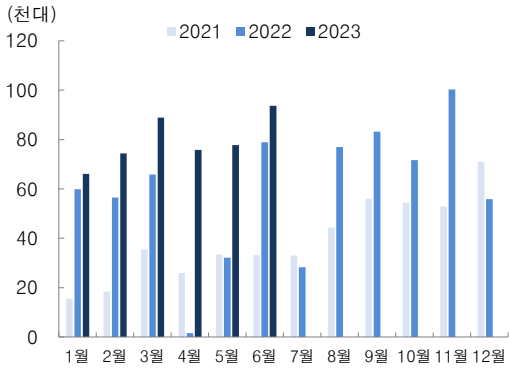
자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 139. 대구 달서구 수출 ASP 및 중량



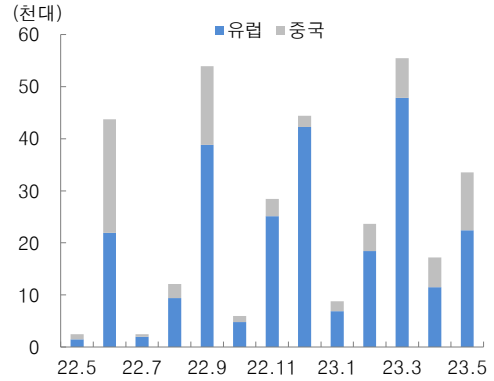
자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 140. 상해 테슬라 판매량 추이



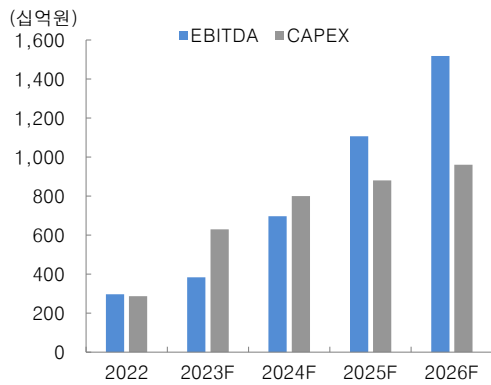
자료: CPCA, CnEVPost, 대신증권 Research Center / 중국내수+유럽수출 합산

그림 141. LGES 배터리 탑재 유럽/중국향 테슬라 EV 판매량



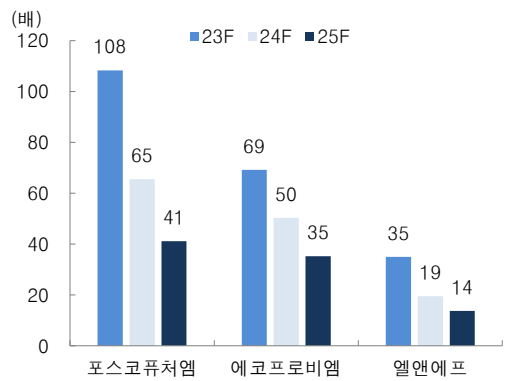
자료: SNER, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV 기준

그림 142. EBITDA vs CAPEX



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 143. 주요 양극재 PER 비교



자료: 블룸버그, 대신증권 Research Center / 7.3 증가 기준

기업개요

기업 및 경영진 현황

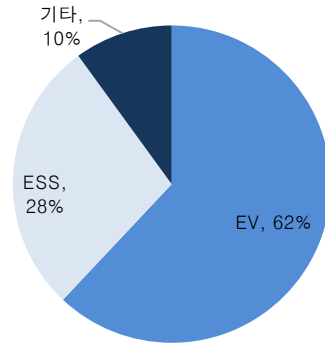
- 엘앤에프의 대표이사는 최수안
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 새로닉스 외 14인(23.7%), 자사주(7.6%)
- 2000년 설립, 2003년 코스닥 시장 상장
- 주요 사업은 2차전지 양극활물질과 그에 관련된 소재 제조 및 판매
- 22년말 기준 양극재 캐파 10만톤

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량, EV 탑재 배터리 출하량
- 양극재 수출 데이터
- 양극재 사업부문 실적 추이
- 양극재 캐파 증설 및 추가 주주
- 테슬라 EV 판매량

자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

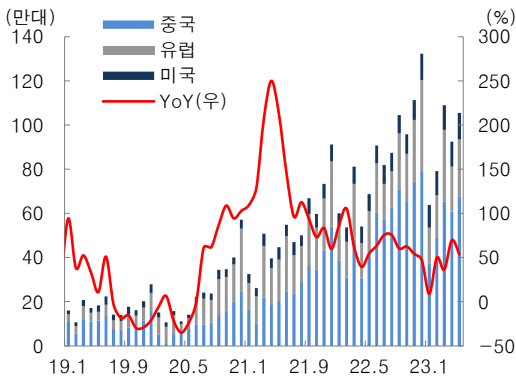
부문별 매출 비중(21년 기준)



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

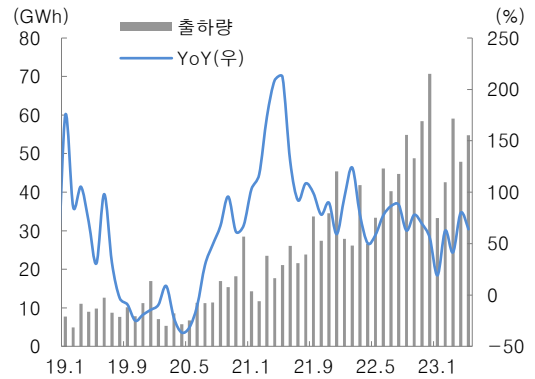
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



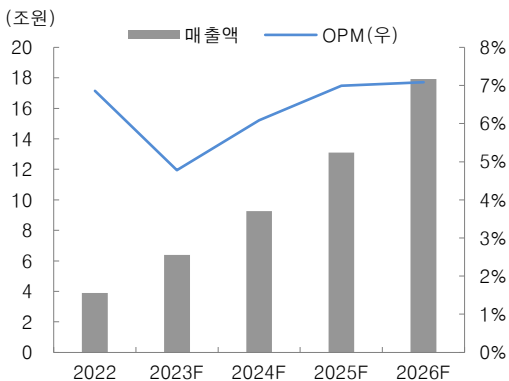
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



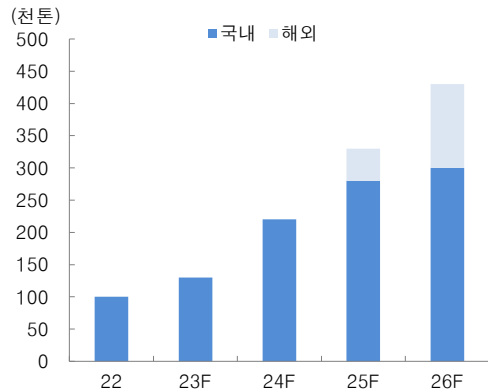
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

엘앤에프 중장기 실적 전망



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

엘앤에프 양극재 생산캐파 전망



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center / 연립기준

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	6,384	9,266	13,105
매출원가	893	3,536	5,979	8,528	11,963
매출총이익	78	351	405	738	1,141
판매비와관리비	34	85	100	174	225
영업이익	44	266	305	564	916
영업외수익	46	6.9	4.8	6.1	7.0
EBITDA	65	297	384	696	1,106
영업외손익	-170	74	-48	-63	-77
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	76	15	18	22
오환관련이익	15	215	69	90	116
금융비용	-181	-26	-72	-94	-114
오환관련손실	0	0	0	0	0
기타	5	24	9	13	15
법인세비용차감전순이익	-126	341	257	501	839
법인세비용	-13	70	40	78	145
계속사업순이익	-112	271	217	423	694
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-112	271	217	423	694
당기순이익률	-11.6	7.0	3.4	4.6	5.3
비재계분순이익	1	1	1	2	3
재계분순이익	-113	270	216	422	692
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	-104	272	219	427	697
비재계분포괄이익	1	1	1	2	3
재계분포괄이익	-105	271	219	426	694

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-3,526	7,526	5,991	11,704	19,203
PER	NA	23.1	41.6	21.3	13.0
BPS	19,668	35,673	41,069	52,301	71,042
PBR	11.3	4.9	6.1	4.8	3.5
EBITDAPS	2,018	8,292	10,668	19,326	30,696
EV/EBITDA	121.9	23.8	27.1	15.9	10.5
SPS	30,269	108,360	177,232	257,258	363,836
PSR	7.3	1.6	1.4	1.0	0.7
CFPS	2,482	9,763	10,320	18,834	30,016
DPS	0	500	500	500	500

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	172.6	300.4	64.2	45.2	41.4
영업이익 증감률	2,910.3	501.8	14.5	85.0	62.4
순이익 증감률	647.5	-341.4	-20.1	95.4	64.1
수익성					
ROC	6.8	14.5	10.2	13.9	16.6
ROA	4.4	11.7	8.5	11.9	15.0
ROE	-27.4	28.3	15.6	25.1	31.1
안정성					
부채비율	141.2	135.3	177.4	185.0	166.9
순차입금비율	22.1	63.6	90.6	107.7	98.3
이자보상비율	3.3	12.5	8.6	11.4	14.9

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,071	2,303	2,848	3,453	4,229
현금및현금성자산	272	120	195	106	121
매출채권 및 기타채권	272	801	1,009	1,327	1,751
재고자산	262	1,228	1,485	1,853	2,184
기타유동자산	266	154	160	166	172
비유동자산	462	721	1,272	1,940	2,630
유형자산	427	710	1,261	1,930	2,621
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	34	12	11	10	9
자산총계	1,532	3,024	4,121	5,393	6,859
유동부채	398	1,288	1,584	1,849	2,137
매입채무 및 기타채무	226	644	931	1,188	1,466
차입금	130	406	406	406	406
유동상채무	37	59	62	65	68
기타유동부채	6	179	185	190	196
비유동부채	499	451	1,051	1,652	2,152
차입금	156	412	1,012	1,612	2,112
전환증권	17	0	0	0	0
기타비유동부채	326	39	39	40	40
부채총계	897	1,739	2,635	3,501	4,289
자본계	635	1,285	1,485	1,892	2,570
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	665	665	665
이익잉여금	-99	572	771	1,176	1,851
기타자본변동	18	25	25	25	25
비재계자본	4	6	6	8	11
순차입금	141	818	1,346	2,037	2,526

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-138	-864	96	94	368
당기순이익	-112	271	217	423	694
비현금항목의 가감	192	79	155	255	387
감상각비	20	31	79	132	190
오환손익	0	17	-14	-20	-25
자본법정평가손익	0	0	0	0	0
기타	172	31	90	143	222
자산처분의 증감	-213	-1,199	-200	-457	-507
기타현금흐름	-5	-15	-76	-128	-206
투자활동 현금흐름	-414	-82	-631	-801	-881
투자자산	-35	-3	0	0	0
유형자산					-179
기타	-199	209	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	802	795	612	616	519
단기차입금	33	278	0	0	0
사채	139	0	0	0	0
장기차입금	96	309	600	600	500
유상증자	537	-204	0	0	0
현금배당	-1	0	-17	-17	-17
기타	-1	412	28	32	36
현금의 증감	251	-152	75	-89	15
기초 현금	21	272	120	195	106
기말 현금	272	120	195	106	121
NOPLAT	40	212	257	476	758
FCF	-121	-46	-294	-192	68

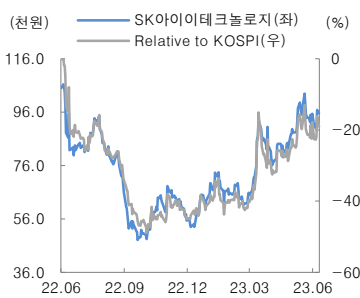
자료: 알베파, 대신증권 Research Center

SK아이이 테크놀로지 (361610)

전종현 changhyun.jeon@dshin.com
투자의견 BUY
 매수, 유지
6개월 120,000 상향
목표주가
현재주가 94,400
 (23.07.04)
 2차전자/IT에-지 및 부품업종

KOSPI	2,593.31
시가총액	6,731십억원
시가총액비중	0.34%
자본금(보통주)	71십억원
52주 최고/최저	103,000원 / 48,050원
120일 평균거래대금	540억원
외국인지분율	7.18%
주요주주	SK이노베이션 외 4 인 61.20% 국민연금공단 5.01%

주기이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	-2.1	25.8	80.2	8.3
상대이익률	-2.1	19.5	53.6	-4.1



실적 개선과 수주 모멘텀

- 2분기 실적은 컨센과 대체로 부합 전망
- 3분기 분리막 수익성 개선으로 전사 흑자전환 예상
- IRA발 북미 중심 신규 수주 모멘텀 기대

투자 의견 BUY, 목표주가 12만원으로 상향(+26%)

목표주가는 25년 예상 EBITDA(5,440억)에 타겟 EV/EBITDA 멀티플 17배 (중국내수 중심 고성장 프리미엄 부여받았던 22년 SEMCORP의 36MF EV/EBITDA 멀티플) 적용하여 산출

흑자전환 시점은 분리막은 1Q23부터, 전사 손익은 3Q23부터 예상. 22년 수요 부진으로 최저 가동률이 유지되며 분리막 손익 크게 악화. 1Q23부터 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화로 점진적 수익성 개선 국면

최근 IRA 세부지침에 따라 배터리 부품으로 분류된 분리막의 경우, 29년부터 100% 북미산으로 조달 필요. 우려가 배제조항으로 중국 분리막 업체들의 북미 시장 진입 제한된 상황에서 K분리막의 바케닝 파워 향상 국면. 이에 따른 북미 중심 중장기 공급계약 기반 신규 수주 기대감 유효

2분기 실적 컨센 부합 전망

2Q23 매출액 1,732억(YoY+25%), 영업손실 -13억(YoY적자지속)으로 영업손실 기준 컨센(-11억)과 대체로 부합할 전망. 분리막 부문은 전방 수요 확대에 따른 판매량 QoQ+21% 증가. 각 지역별 기존 연간 목표 가동률 한국(40~50%), 중국(90~95%), 폴란드(70%) 달성 가능할 것으로 예상. 신규사업은 기존 분기 적자규모(-54억) 유지 전망

3분기 전사 흑자전환 기대

3Q23 매출액 1,942억(QoQ+12%), 영업이익 28억원(QoQ 흑자전환, OPM 1.4%) 전망. 분리막 부문의 가동률 상승에 따른 수익성 개선이 주요 원인

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	604	586	726	1,324	2,174
영업이익	89	-52	8	126	308
세전순이익	112	-35	-15	108	285
총당순이익	95	-30	-15	92	244
지배지분순이익	95	-30	-15	92	244
EPS	1,393	-416	-217	1,294	3,428
PER	120.6	-127.3	NA	73.8	27.9
BPS	32,383	30,501	30,342	31,616	35,050
PBR	5.2	1.7	3.1	3.0	2.7
ROE	5.6	-1.4	-0.7	4.2	10.3

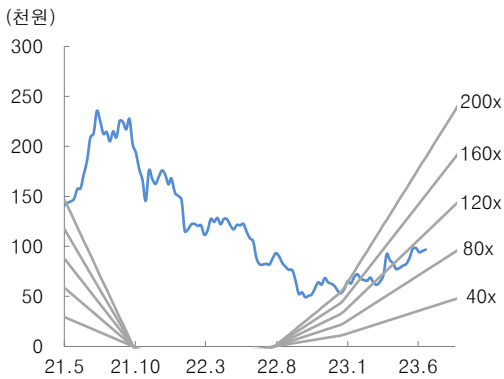
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

표 57. SK 아이이테크놀로지 목표주가 산출(EV/EBITDA)

(십억원)	EBITDA	배수	가치	
영업가치 [A]	544	17.0	9,252	25년 Yunnan Energy(SEMCORP)의 22년 당시 36MF EV/EBITDA
자산가치 [B]			0	22년말 투자자산 장부가치
순차입금 [C]			972	23년말
적정 시가총액 [A+B-C]			8,280	
총 주식수(백만주)			71.3	
적정주가(원)			116,131	
목표주가(원)			120,000	
현재주가(원)			94,400	7.4 기준
Upside(%)			27.1%	

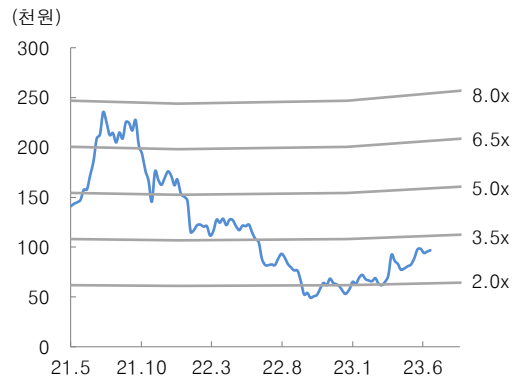
자료: 대신증권 Research Center

그림 144. SK 아이이테크놀로지 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 145. SK 아이이테크놀로지 12MF PBR 차트



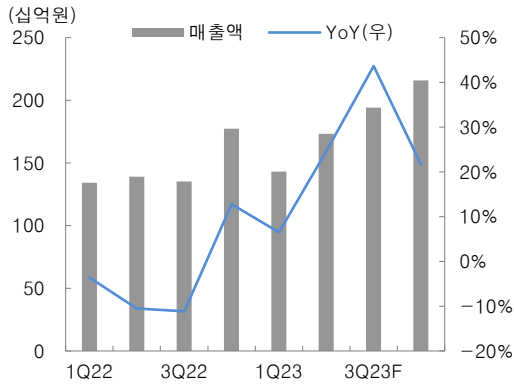
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 58. SK 아이이테크놀로지 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	134.2	138.9	135.2	177.4	143.0	173.2	194.2	215.8	585.8	726.2	1,324.3
YoY	-4%	-10%	-11%	13%	7%	25%	44%	22%	-3%	24%	82%
QoQ	-15%	3%	-3%	31%	-19%	21%	12%	11%			
LiBS	134.2	138.9	134.5	177.1	142.8	172.8	193.9	215.5	584.7	725.0	1,323.0
FCW	0.0	0.1	0.7	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	1.1	1.2	1.3
영업이익	-7.6	-12.4	-22.0	-10.3	-3.7	-1.3	2.8	10.0	-52.3	7.7	126.0
YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	흑전	1533%
QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	262%			
LiBS	1.3	-0.2	-13.7	-5.2	1.8	4.1	8.1	15.3	-17.8	29.4	145.5
FCW	-8.9	-12.2	-8.3	-5.1	-5.5	-5.4	-5.4	-5.3	-34.5	-21.7	-19.5
영업이익률	-5.7%	-8.9%	-16.3%	-5.8%	-2.6%	-0.7%	1.4%	4.6%	-8.9%	1.1%	9.5%
LiBS	1.0%	-0.1%	-10.2%	-2.9%	1.3%	2.4%	4.2%	7.1%	-3.0%	4.1%	11.0%
FCW											

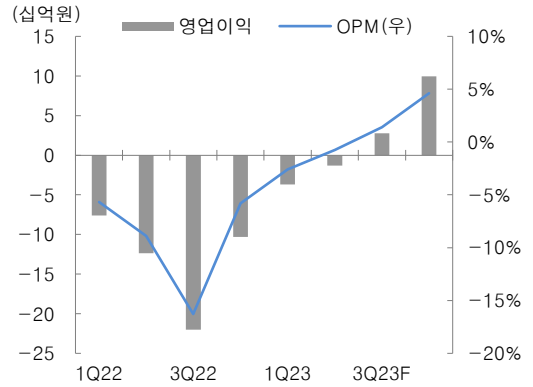
자료: SK 아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 146. 매출액 및 YoY 추이



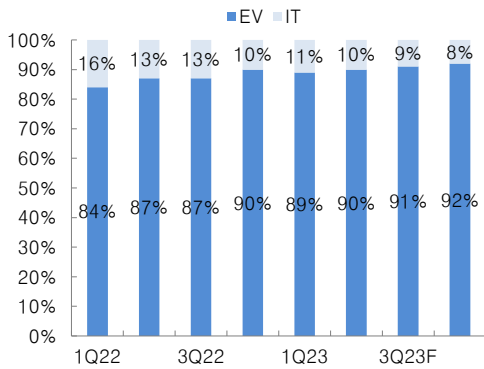
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 147. 영업이익 및 영업이익률 추이



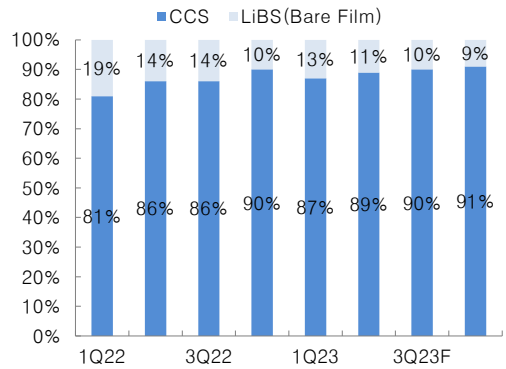
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 148. 분리막 App 별 매출 비중 추이



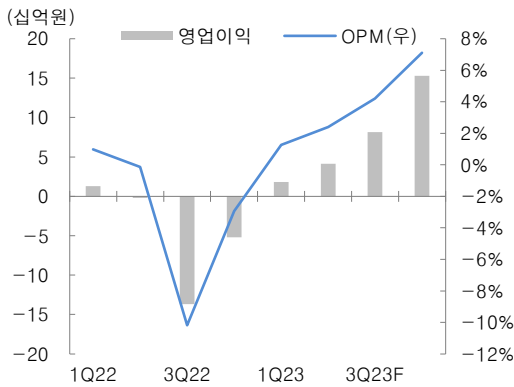
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 149. 분리막 제품별 매출 비중 추이



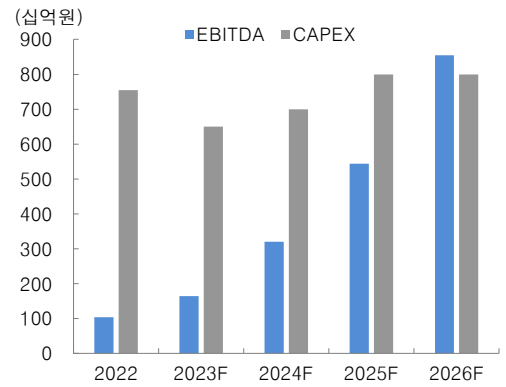
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 150. 분리막 실적 추이



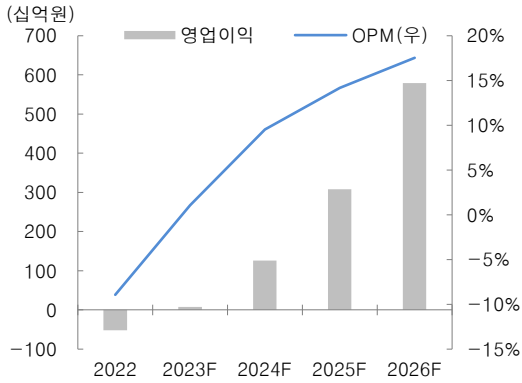
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 151. EBITDA vs CAPEX



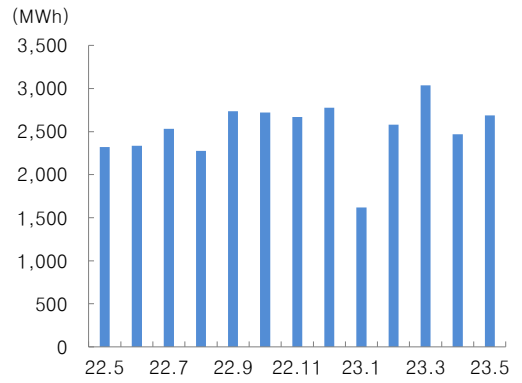
자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

그림 152. 중장기 영업이익 전망



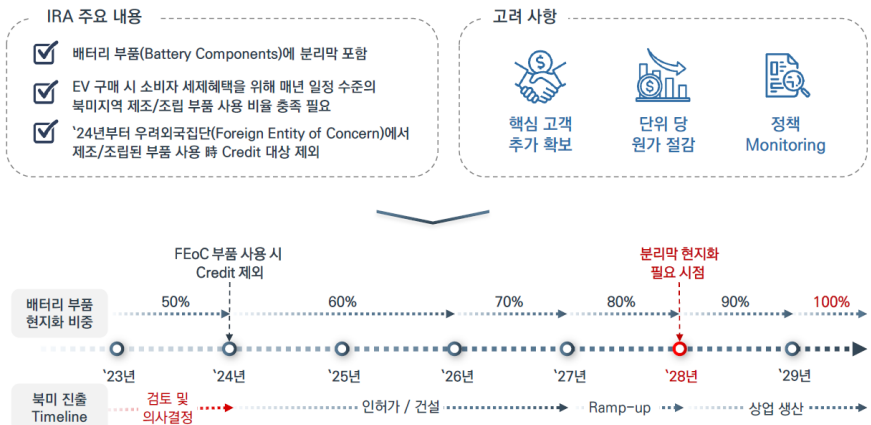
자료: SK아이이테크놀로지 대신증권 Research Center

그림 153. SKOn EV 배터리 출하량 추이



자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 154. SK 아이이테크놀로지 북미 시장 진출 타임라인



자료: SK아이이테크놀로지 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

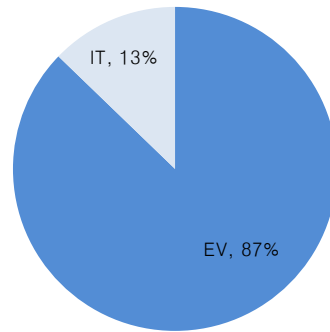
- SK 아이이테크놀로지의 대표이사는 김철중
- 2021년 5월 11일 유가증권시장 상장
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 SK 이노베이션 외 4인(61.2%), 국민연금공단(5.0%)
- 주요사업은 LIBS(Lithium-ion Battery Separator) 제조 및 판매
- 사업부문은 LIBS와 신규사업(FCW 등)으로 구성
- 22년 기준 분리막 캐파는 15.3억 m² 규모

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량
- EV 탑재 배터리 출하량
- LIBS 부문 실적 추이
- 분리막 캐파 증설 및 추가 수주

자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

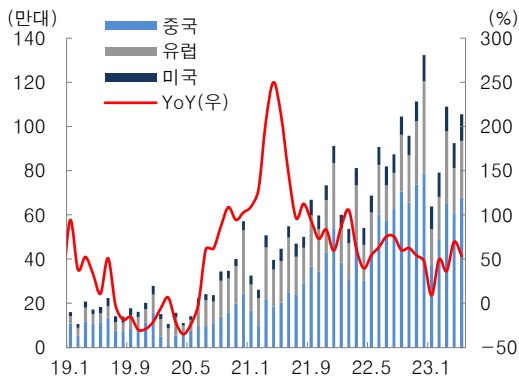
App 별 매출 비중(22년 기준)



자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

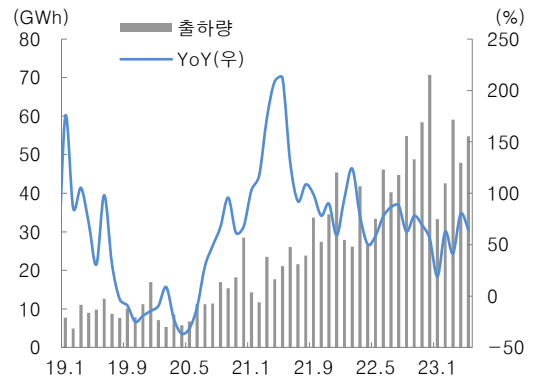
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



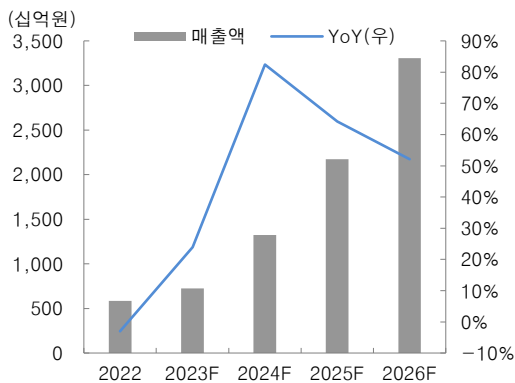
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



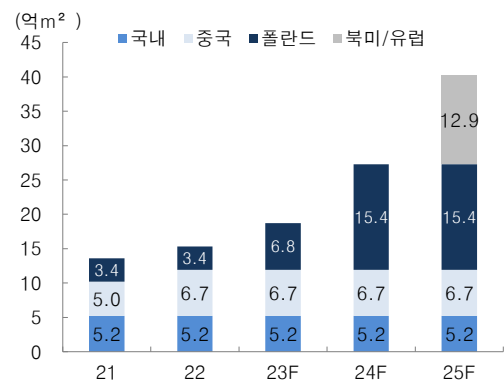
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

SK 아이이테크놀로지 중장기 매출 전망



자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

SK 아이이테크놀로지 분리막 생산캐파 전망



자료: SK아이이테크놀로지, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	604	586	726	1,324	2,174
매출원가	412	529	593	990	1,540
매출총이익	192	57	134	334	635
판매비용포함비	103	109	126	208	326
영업이익	89	-52	8	126	308
영업외수익	148	-8.9	1.1	95	14.2
EBITDA	207	104	165	320	544
영업외손익	22	18	-23	-18	-23
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	69	129	39	46	50
오환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-77	-136	-78	-84	-96
오환관련손실	23	89	31	25	25
기타	31	25	16	20	23
법인세비용차감전순이익	112	-35	-15	108	285
법인세비용	16	-5	0	15	41
계속사업순이익	95	-30	-15	92	244
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	95	-30	-15	92	244
당기순이익	158	-5.1	-2.1	7.0	11.2
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	95	-30	-15	92	244
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	-1	0	0	0
포괄순이익	121	-42	-17	96	241
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	121	-42	-17	96	241

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,393	-416	-217	1,294	3,428
PER	120.6	NA	NA	73.8	27.9
BPS	32,383	30,501	30,342	31,616	35,050
PBR	5.2	1.7	3.1	3.0	2.7
EBITDAPS	3,023	1,453	2,308	4,488	7,633
EV/EBITDA	56.9	41.0	47.3	26.0	16.2
SPS	8,822	8,216	10,185	18,574	30,495
PSR	19.0	6.5	9.4	5.1	3.1
CFPS	3,328	1,717	2,607	4,849	8,034
DPS	0	0	0	0	0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액증가율	28.7	-3.0	24.0	82.4	64.2
영업이익증가율	-28.8	-158.6	-114.8	1,532.9	144.7
순이익증가율	8.2	-131.1	-47.8	-695.4	164.8
수익성					
ROIC	4.2	-1.8	0.3	3.0	6.1
ROA	3.4	-1.6	0.2	3.0	6.4
ROE	5.6	-1.4	-0.7	4.2	10.3
안정성					
부채비율	43.7	60.8	80.4	96.9	106.9
순차입금비율	-9.6	21.8	44.9	67.3	79.7
이자보상비율	5.6	-2.5	0.3	3.4	6.8

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,239	853	764	793	960
현금및현금성자산	236	463	367	224	152
매출채권및기타채권	123	139	141	235	365
재고자산	92	113	109	181	281
기타유동자산	788	140	146	154	161
비유동자산	1,945	2,644	3,138	3,646	4,211
유형자산	1,886	2,561	3,057	3,565	4,130
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	59	83	82	81	82
자산총계	3,185	3,497	3,903	4,439	5,171
유동부채	501	452	469	514	602
매입채무및기타채무	180	273	282	319	398
차입금	0	24	24	24	24
유동상채무	303	139	146	153	161
기타유동부채	18	17	17	18	19
비유동부채	467	870	1,270	1,670	2,070
차입금	466	868	1,268	1,668	2,068
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	2	2
부채총계	968	1,323	1,739	2,185	2,672
자본자본	2,216	2,175	2,163	2,254	2,499
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	1,897	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	247	217	201	294	538
기타자본변동	1	-10	-6	-8	-7
비재계자본	0	0	0	0	0
자본총계	2,216	2,175	2,163	2,254	2,499
순차입금	-212	475	972	1,518	1,993

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	109	21	151	148	325
당기순이익	95	-30	-15	92	244
비현금항목의가감	132	152	201	253	328
감가상각비	118	156	157	194	236
오환손익	-14	-20	9	-1	-3
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	29	17	35	60	96
자산부채의증감	-51	-69	-8	-147	-164
기타현금흐름	-68	-33	-27	-51	-84
투자활동 현금흐름	-1,193	-83	-653	-703	-804
투자자산	-597	668	0	0	0
유형자산					-599
기타	3	1	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	1,111	291	406	406	407
당기차입금	-7	25	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	231	267	400	400	400
유상증자	887	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-1	6	6	7
현금의증감	27	227	-95	-143	-72
기초 현금	208	236	463	367	224
기말 현금	236	463	367	224	152
NOPLAT	76	-45	8	108	264
FCF	-412	-644	-485	-398	-300

자료: SK 이노베이션, 테크노로지, 대신증권 Research Center

SKC
(011790)

전장현 changhyun.jeon@dshin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

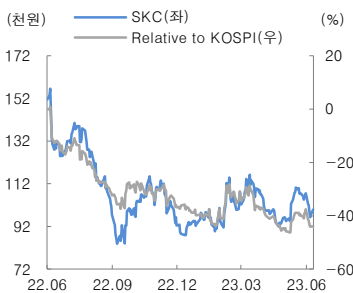
6개월 목표주가 150,000
유지

현재주가 100,600
(23.07.04)

2차전자/IT에너지 및 부품업종

KOSPI	2,593.31
시가총액	3,810십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	189십억원
52주 최고/최저	140,500원 / 83,900원
120일 평균거래대금	316억원
외국인지분율	12.10%
주요주주	SK 외 6 인 40.92% 국민연금공단 7.80%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.6	-8.6	13.7	-23.4
상대수익률	-2.7	-13.2	-3.1	-32.2



환골탈태(換骨奪胎)

- 2분기 적자폭 감소하나 컨센 하회
- 3분기 말레이시아 동박 캐파 가동, 화학 턴어라운드 기대
- 3대 신성장 사업 중심 체질 개선 긍정적 평가, Rerating 필요

투자의견 BUY, 목표주가 15만원 유지

최근(7/4) CEO 인베스터데이 통해 27년까지 5~6조원의 CAPEX 투자하여 매출 규모 25년 7.9조원, 27년 11.4조원의 중장기 경영계획 목표 수립. 주요 성장동력은 2차전자소재(동박, 실리콘음극재), 반도체소재(글라스기판), 친환경소재(PBAT, 생분해LIMEX), 필름(매각안료), 화학, 세정/광학소재 등 기존 사업은 자산 유동화 통해 투자재원 마련
3대 신성장 사업 중심으로 체질 개선하며 기존 Old 사업 기반 낮은 밸류에이션 멀티플에서 벗어나 새롭게 Rerating 필요한 구간. 신규 M&A 등 구체적 방향성 확인될 때 실적 추정치 및 멀티플 상향 가능할 전망

2분기 실적 컨센 하회 예상

2Q23 매출액 7,030억원(YoY-7%), 영업손실 -141억원(YoY적자전환)으로 영업손실 기준 컨센(-6억) 하회 예상. 동박 부문은 부진한 업황 속 전분기 대비 판매량 증가하나, 국내 전력비 인상 여파로 수익성 개선이 지연될 전망(2Q23 OPM 0.5% 추정). 화학 부문 또한 업황 부진으로 전분기에 이어 적자 유지되었으나, 적자폭은 감소될 것으로 추정(OP 1Q23 -60억 → 2Q23 -32억). 반도체소재 부문은 전방 고객사들의 감산 영향으로 감익 예상

3분기 말레이시아 캐파 가동 효과

3Q23 매출액 7,770억(QoQ+11%), 영업이익 72억원(QoQ흑자전환, OPM 0.9%)으로 전사 흑자전환 전망. 동박 부문의 수익성 높은 말레이시아 캐파 가동(9월), 화학 부문의 흑자 턴어라운드로 전사 손익 개선될 것으로 추정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,264	3,139	3,040	4,138	5,758
영업이익	401	220	3	335	517
세전순이익	393	159	-93	213	381
총당순이익	342	-25	-93	180	324
지배지분순이익	221	-68	-74	154	292
EPS	5,832	-1,805	-1,967	4,056	7,716
PER	29.9	-49.0	NA	24.6	12.9
BPS	52,847	45,566	42,619	45,694	52,431
PBR	3.3	1.9	2.3	2.2	1.9
ROE	11.6	-3.7	-4.5	9.2	15.7

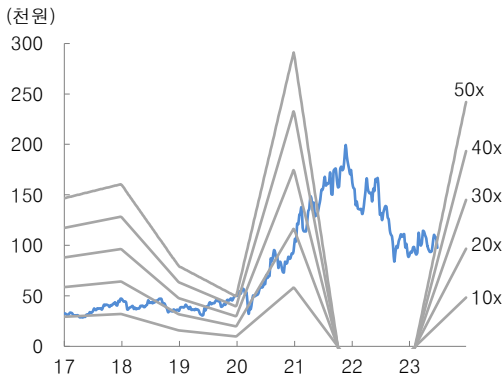
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SKC, 대신증권 Research Center

표 59. SKC 목표주가 산출(SOTP)

(십억원)	EBITDA	배수	가치	
영업가치 [A]			7,836	
동박	364	16.9	6,143	24년 동박 평균
화학	218	6.3	966	24년 LG 화학 PIC 글로벌 지분율(51%) 반영
반도체소재	68	6.6	452	23년 반도체소재 평균
신규사업 등	46	6.0	276	25년 글라스기판/친환경소재/실리콘음극재 합산 보수적 멀티플 적용
자산가치 [B]			242	22년말 투자자산 장부가치
순차입금 [C]			2,983	23년말
적정 시가총액 [A+B-C]			5,094	
총 주식수(백만주)			34.0	자사주 제외
적정주가(원)			149,896	
목표주가(원)			150,000	
현재주가(원)			100,600	7.4기준
Upside(%)			49.1%	

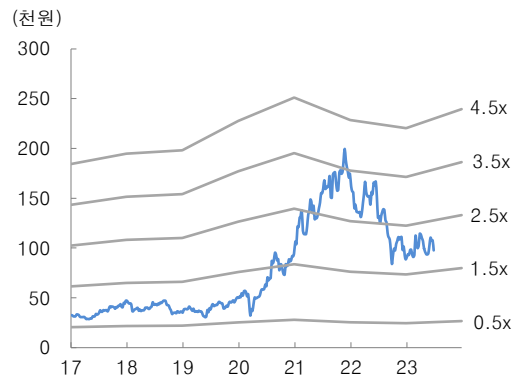
자료: 대신증권 Research Center

그림 155. SKC 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 156. SKC 12MF PBR 차트



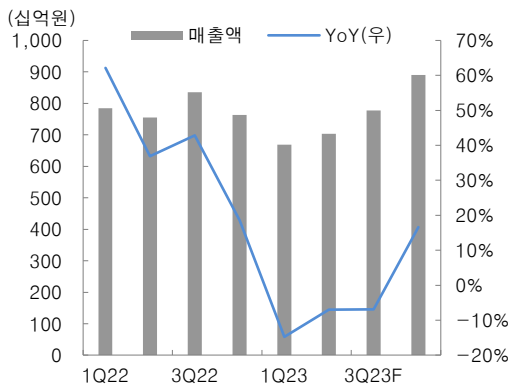
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 60. SKC 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	785	755	835	764	669	703	777	890	3,139	3,040	4,138
YoY	62%	37%	43%	19%	-15%	-7%	-7%	17%	39%	-3%	36%
QoQ	22%	-4%	11%	-9%	-12%	5%	11%	15%			
2 차전자소재	213	200	215	183	180	213	261	360	810	1,016	1,945
화학	435	412	428	430	393	404	424	435	1,705	1,656	1,699
반도체소재	133	136	187	143	88	79	85	88	598	339	376
기타	5	8	6	8	8	7	7	7	26	29	23
신규사업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	95
영업이익	106	102	36	-24	-22	-14	7	32	220	3	335
YoY	61%	-9%	-69%	적전	적전	적전	-80%	흑전	-45%	-98%	9738%
QoQ	-1%	-4%	-65%	적전	적지	적지	흑전	345%			
2 차전자소재	25	30	32	12	0	1	6	24	99	32	171
화학	86	70	13	-27	-6	-3	13	20	141	24	167
반도체소재	5	6	7	11	8	6	7	7	29	28	34
기타	-9	-2	-12	-18	-17	-11	-11	-12	-40	-50	-41
신규사업	-1	-2	-4	-2	-7	-7	-8	-8	-8	-31	5
영업이익률	13.5%	13.5%	4.3%	-3.2%	-3.2%	-2.0%	0.9%	3.6%	7.0%	0.1%	8.1%
2 차전자소재	11.6%	14.8%	15.0%	6.6%	0.2%	0.5%	2.4%	6.7%	12.2%	3.1%	8.8%
화학	19.8%	16.9%	2.9%	-6.3%	-1.5%	-0.8%	3.1%	4.7%	8.3%	1.5%	9.8%
반도체소재	3.7%	4.6%	3.8%	7.3%	9.0%	7.7%	8.0%	8.2%	4.8%	8.3%	9.0%

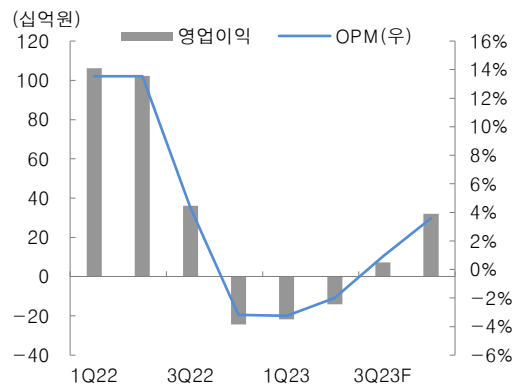
자료: SKC, 대신증권 Research Center / 신규사업: 글라스기판, 친환경소재, 실리콘음극재

그림 157. 매출액 및 YoY 추이



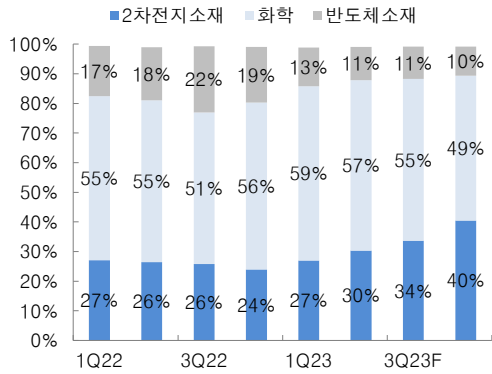
자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 158. 영업이익 및 영업이익률 추이



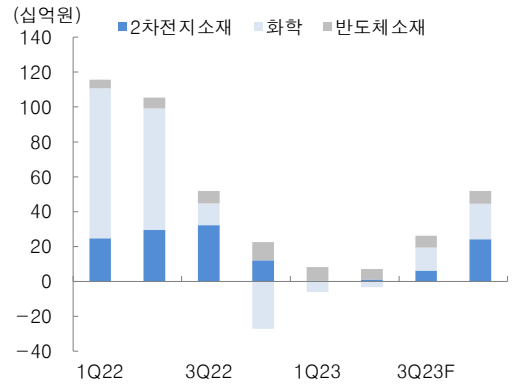
자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 159. 사업 부문별 매출 비중



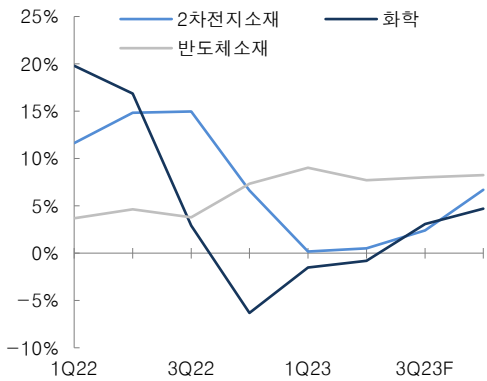
자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 160. 사업 부문별 영업이익 추이



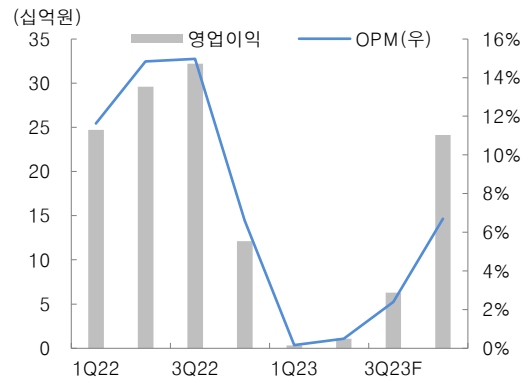
자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 161. 사업 부문별 OPM 추이



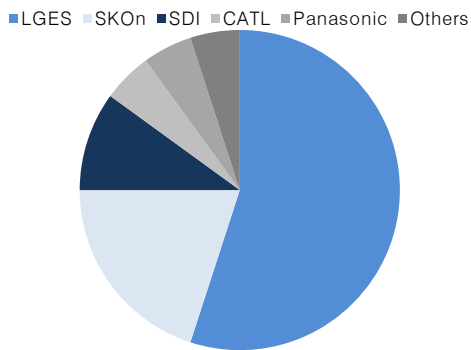
자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 162. 2차전지소재 실적 추이



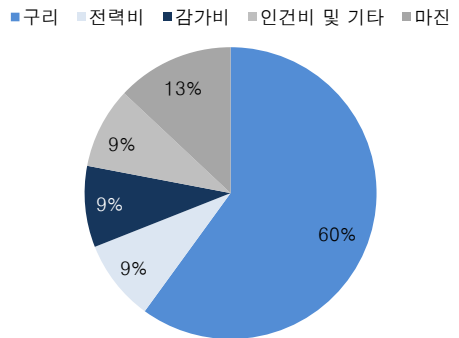
자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 163. 고객별 전자박 공급 비중



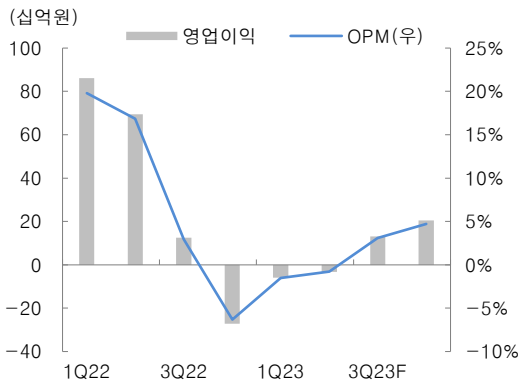
자료: SNE리서치 대신증권 Research Center / 21년 기준

그림 164. 동박 원가구조



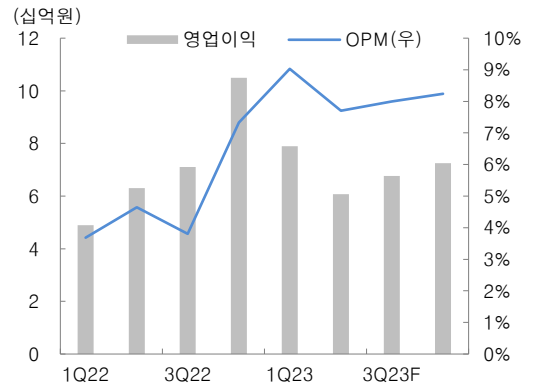
자료: SKC, 대신증권 Research Center / 3Q22 기준 추정

그림 165. 화학 실적 추이



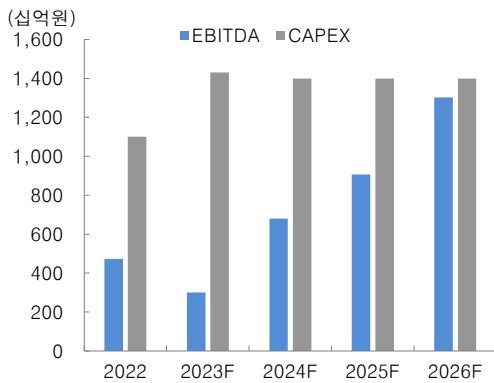
자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 166. 반도체소재 실적 추이



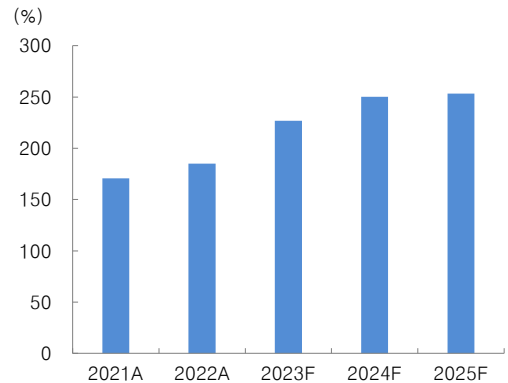
자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 167. EBITDA vs CAPEX



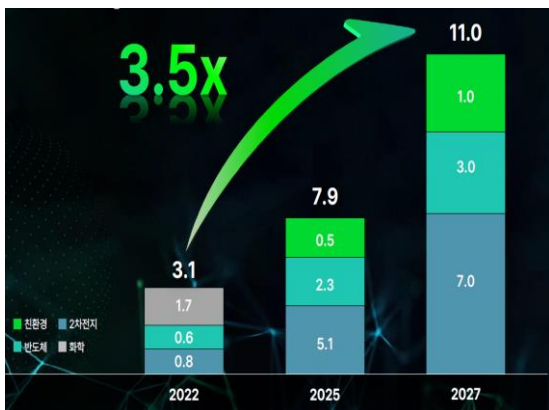
자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 168. 부채비율 추이 및 전망



자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 169. 사업부문별 중장기 매출 목표



자료: SKC, 대신증권 Research Center

그림 170. 중장기 CAPEX 자금조달 계획



자료: SKC, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

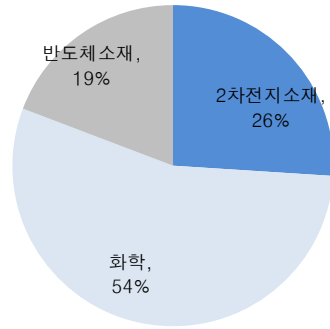
- SKC의 대표이사는 박원철
- 1997년 7월 18일 유가증권시장 상장
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 SK 외 6인(40.9%), 국민연금공단(7.8%), 자사주(10.2%)
- 사업부문은 2차전지소재(동박), 화학, 반도체소재(세라믹파츠, CMP Pad) 등으로 구성
- 22년 기준 동박 캐파는 5.2만톤 규모

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량
- EV 탑재 배터리 출하량
- 2차전지소재 부문 실적 추이
- 동박 캐파 증설 및 추가 수주

자료: SKC, 대신증권 Research Center

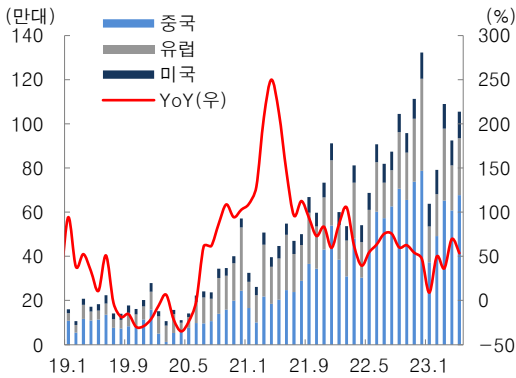
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: SKC, 대신증권 Research Center

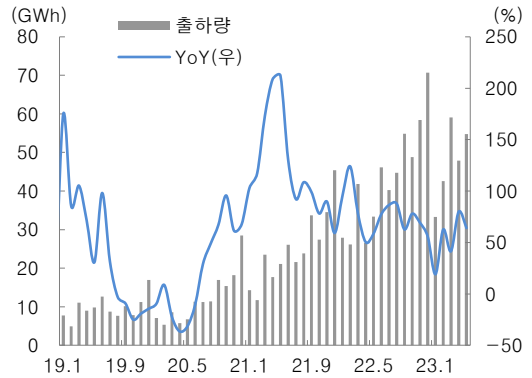
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



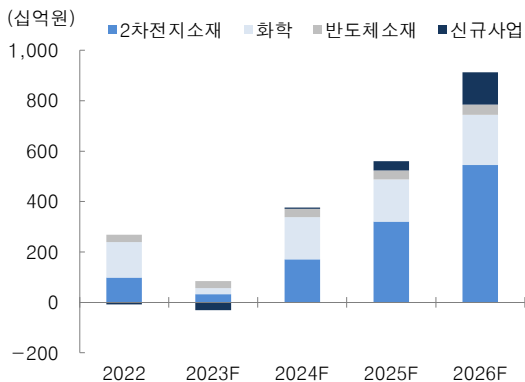
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



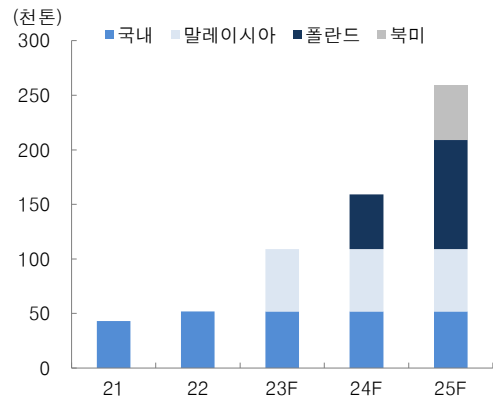
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

SKC 사업 부문별 중장기 영업이익 전망



자료: SKC, 대신증권 Research Center

SKC 동박 생산캐파 전망



자료: SKC, 대신증권 Research Center / 연말 양산기준

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,264	3,139	3,040	4,138	5,758
매출원가	1,670	2,639	2,752	3,433	4,719
매출총이익	594	500	288	705	1,039
판매비와판매비	193	280	284	370	522
영업이익	401	220	3	335	517
영업외수익	17.7	7.0	0.1	8.1	9.0
EBITDA	611	473	301	680	907
영업외손익	-8	-61	-97	-123	-135
관계기업손익	-6	-74	-11	-13	-11
금융수익	30	132	56	57	63
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-86	-246	-181	-214	-244
외환관련손실	15	95	33	36	40
기타	53	127	40	48	56
법인세비용차감전순이익	393	159	-93	213	381
법인세비용	126	-9	0	32	58
계속사업순이익	267	168	-93	180	324
중단사업순이익	75	-193	0	0	0
당기순이익	342	-25	-93	180	324
당기순이익	15.1	-0.8	-3.1	4.4	5.6
비재계분순이익	121	44	-19	27	31
재계분순이익	221	-68	-74	154	292
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	2	1	1	1
포괄순이익	366	0	-84	193	338
비재계분포괄이익	123	55	-17	29	33
재계분포괄이익	243	-55	-67	164	306

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	5,832	-1,805	-1,967	4,056	7,716
PER	29.9	NA	NA	24.6	12.9
BPS	52,847	45,566	42,619	45,694	52,431
PBR	3.3	1.9	2.3	2.2	1.9
EBITDA/PS	16,127	12,490	7,956	17,963	23,956
EV/EBITDA	14.8	12.1	24.1	12.2	10.2
SPS	59,792	82,890	80,276	109,275	152,050
PSR	2.9	1.1	1.2	0.9	0.7
CFPS	18,188	12,837	9,041	19,063	25,334
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	-8.2	38.6	-3.2	36.1	39.1
영업이익 증감률	98.7	-45.1	-98.5	9,738.4	54.2
순이익 증감률	365.0	-107.2	279.1	-293.2	79.3
수익성					
ROIC	6.4	5.3	0.1	4.8	6.2
ROA	6.9	3.5	0.1	4.6	6.1
ROE	11.6	-3.7	-4.5	9.2	15.7
안정성					
부채비율	170.8	185.2	226.8	250.1	253.2
순차입금비율	94.7	82.2	142.3	178.3	189.6
이자보상비율	6.7	1.9	0.0	2.2	3.0

자료: SKC, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,820	2,526	1,861	1,836	2,074
현금및현금성자산	722	1,098	503	221	82
매출채권 및 기타채권	486	416	391	507	673
재고자산	515	553	485	602	789
기타유동자산	96	459	482	506	531
비유동자산	4,360	3,867	4,991	6,036	7,038
유형자산	2,486	1,979	3,149	4,239	5,281
관계기업투자금	490	242	230	217	206
기타비유동자산	1,383	1,647	1,612	1,580	1,550
자산총계	6,180	6,393	6,852	7,871	9,112
유동부채	1,720	1,871	1,910	2,014	2,158
매입채무 및 기타채무	586	539	565	655	784
차입금	701	1,065	1,065	1,065	1,065
유동상채무	298	228	239	251	264
기타유동부채	134	39	41	43	45
비유동부채	2,178	2,280	2,844	3,609	4,375
차입금	1,854	1,955	2,505	3,255	4,005
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	323	325	340	354	370
부채총계	3,898	4,151	4,755	5,623	6,532
자본계분	2,001	1,725	1,614	1,730	1,985
자본금	189	189	189	189	189
자본잉여금	349	364	364	364	364
이익잉여금	1,544	1,451	1,339	1,455	1,710
기타자본변동	-80	-279	-279	-279	-278
비재계분	281	516	483	518	594
자본총계	2,282	2,242	2,097	2,248	2,580
순차입금	2,162	1,844	2,983	4,009	4,891

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	283	-147	330	384	498
당기순이익	342	-25	-93	180	324
비현금항목의가감	346	511	436	541	636
감가상각비	209	253	298	345	390
외환손익	2	24	0	0	1
자본법정이익	6	74	11	13	11
기타	129	160	127	183	233
자산부채의증감	-198	-371	99	-162	-240
기타현금흐름	-208	-263	-111	-175	-222
투자활동 현금흐름	-261	-249	-1,438	-1,407	-1,410
투자자산	-51	98	11	13	10
유형자산					-328
기타	118	274	-19	-19	-20
재무활동 현금흐름	264	876	534	735	736
단기차입금	59	480	0	0	0
사채	169	0	50	50	50
장기차입금	479	1,535	500	700	700
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-60	-113	-37	-37	-37
기타	-383	-1,026	22	22	23
현금의증감	294	376	-595	-282	-139
기초 현금	429	722	1,098	503	221
기말 현금	722	1,098	503	221	82
NOPLAT	273	233	3	284	438
FCF	198	-280	-1,129	-771	-571

롯데에너지 머티리얼즈 (020150)

전용이메일: changhyun.jeon@dbshin.com

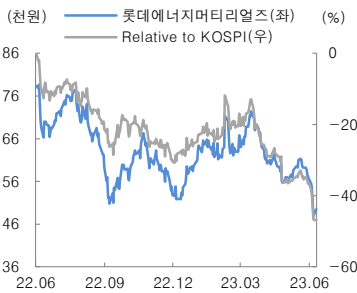
투자이견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **90,000**
유지

현재주가 **48,600**
(23.07.04)
2차전지/IT에너지 및 부품업종

KOSPI	2,593.31
시가총액	2,241십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	77,500원 / 47,850원
120일 평균거래대금	224억원
외국인보유율	7.21%
주요주주	롯데케미칼 외 3인 53.31% 국민연금공단 5.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.5	-28.1	-4.4	-27.7
상대수익률	-15.6	-31.6	-18.5	-36.0



고진감래(苦盡甘來)

- 상반기 실적 부진, 하반기 실적 개선 전망
- 중국발 공급과잉에 따른 동박 업황 부진은 일시적
- 단기 업황보다 중장기적 성장에 주목 필요

투자이견 BUY, 목표주가 9만원 유지

목표주가는 25년 예상 EBITDA(3,004억)에 타겟 EV/EBITDA 멀티플 12배 (Peer 동박 평균) 적용하여 산출

상반기 중국발 신규 증설 동박 공급과잉에 따른 글로벌 업황 부진, 국내 전력비 인상 여파 등으로 실적 부진 전망에 따라 주가 하락. 다만, 3분기부터 개선될 실적에 주목 필요. 글로벌 동박 공급과잉 국면은 하반기 점진적 해소 국면으로 주요 고객사향 수요 회복 기대. 수익성 높은 말레이시아 캐파 가동 확대에 수익성 믹스 개선 또한 긍정적 영향

2분기 P 상승, Q 증가(제한적), C 상승

2Q23 매출액 1,718억원(YoY-9%), 영업이익 112억원(YoY-56%, OPM 6.5%)으로 영업이익 기준 컨센 대비 -16% 하회 전망

동박 판매(P)는 환율 상승 효과와 함께 구리 가격 상승분 래깅 반영되며 전분기 대비 상승할 것으로 예상. 전방 배터리 고객사들의 동박 구매 수요 둔화 유지되며, 전분기 대비 판매량(Q) 증가세 제한적일 것으로 추정. 수익성은 국내 전력비 추가 인상에 따른 국내 법인 수익성 둔화 국면 지속 전망

3분기 말레이시아 캐파 가동 확대 효과

3Q23 매출액 1,886억원(QoQ+10%), 영업이익 166억원(QoQ+49%, OPM 8.8%) 전망

저가의 수력발전으로 100% 전력 조달하는 말레이시아 법인의 가동률 상승 및 판매량 확대에 매출과 이익 모두 전분기 대비 개선 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	689	729	743	977	1,326
영업이익	70	85	58	117	176
세전순이익	78	61	50	104	155
총당순이익	63	49	41	84	126
자배분순이익	63	44	36	75	112
EPS	1,361	950	787	1,625	2,436
PER	99.2	54.6	62.9	30.5	20.3
BPS	21,440	31,661	32,151	33,479	35,618
PBR	6.3	1.6	1.5	1.5	1.4
ROE	7.8	3.6	2.5	5.0	7.1

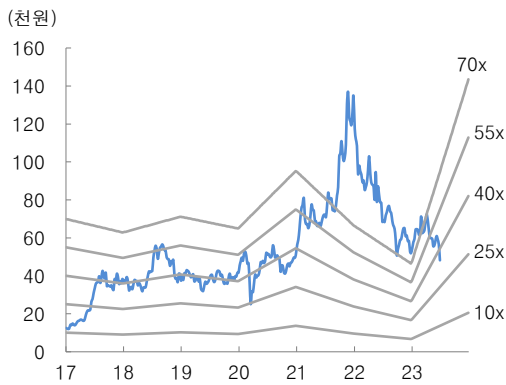
주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출
자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

표 61. 롯데에너지머티리얼즈 목표주가 산출(EV/EBITDA)

(십억원)	EBITDA	배수	가치
영업가치 [A]	300	12.0	3,617 25년 동박 평균
자산가치 [B]			41 22년말 투자자산 장부가치
순차입금 [C]			-456 23년말
적정 시가총액 [A+B-C]			4,113
총 주식수(백만주)			46.1
적정주가(원)			89,203
목표주가(원)			90,000
현재주가(원)			48,600 7.4 기준
Upside(%)			85.2%

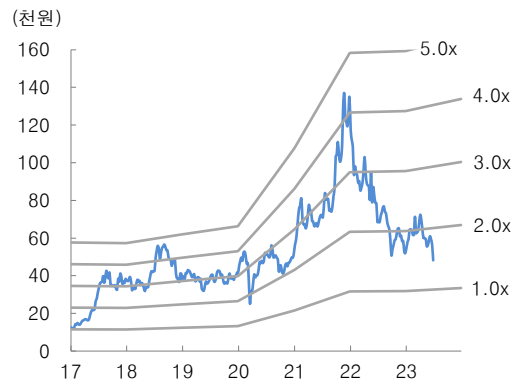
자료: 대신증권 Research Center

그림 171. 롯데에너지머티리얼즈 12MF PER 차트



자료: Quantilise, 대신증권 Research Center

그림 172. 롯데에너지머티리얼즈 12MF PBR 차트



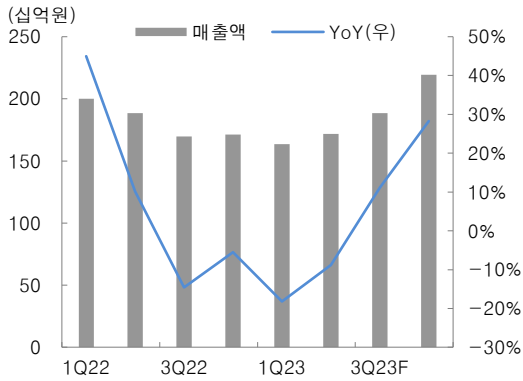
자료: Quantilise, 대신증권 Research Center

표 62. 롯데에너지머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	200.1	188.4	169.7	171.2	163.6	171.8	188.6	219.5	729.4	743.4	977.4
YoY	45%	10%	-15%	-6%	-18%	-9%	11%	28%	6%	2%	31%
QoQ	10%	-6%	-10%	1%	-4%	5%	10%	16%			
개별	92.2	83.0	74.5	62.8	68.8	72.2	73.6	76.5	312.4	291.1	312.1
자회사	107.9	105.5	95.2	108.4	94.9	99.6	115.0	142.9	416.9	452.4	665.4
매출원가	169.0	153.4	135.9	141.5	145.8	148.9	158.3	178.7	599.8	631.7	795.8
%Sales	84.5%	81.4%	80.1%	82.7%	89.1%	86.7%	84.0%	81.4%	82.2%	85.0%	81.4%
매출총이익	31.1	35.0	33.8	29.7	17.8	22.9	30.2	40.8	129.6	111.7	181.7
GPM(%)	15.5%	18.6%	19.9%	17.3%	10.9%	13.3%	16.0%	18.6%	17.8%	15.0%	18.6%
판매비	9.5	9.8	10.9	14.6	11.7	11.7	13.6	16.3	44.8	53.3	65.1
%Sales	4.7%	5.2%	6.4%	8.5%	7.1%	6.8%	7.2%	7.4%	6.1%	7.2%	6.7%
영업이익	21.6	25.2	22.9	15.1	6.1	11.2	16.6	24.5	84.8	58.4	116.6
YoY	58%	18%	-3%	33%	-72%	-56%	-27%	62%	21%	-31%	100%
QoQ	91%	17%	-9%	-34%	-60%	82%	49%	47%			
OPM(%)	10.8%	13.4%	13.5%	8.8%	3.7%	6.5%	8.8%	11.2%	11.6%	7.9%	11.9%

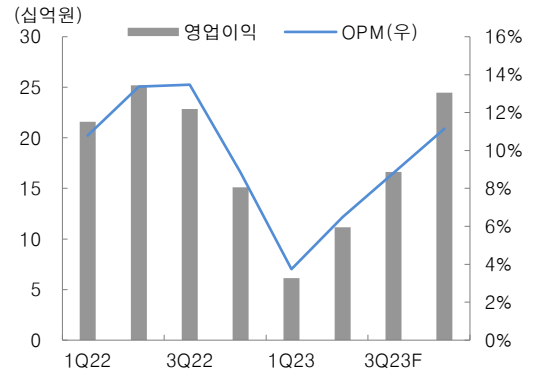
자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

그림 173. 매출액 및 YoY 추이



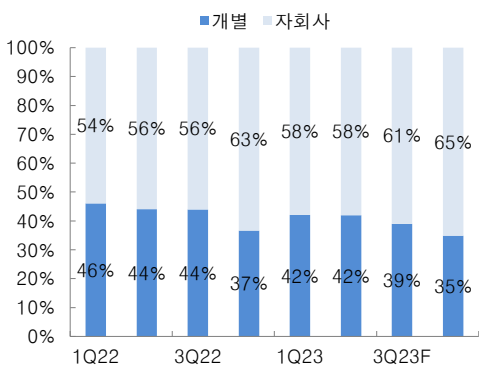
자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

그림 174. 영업이익 및 영업이익률 추이



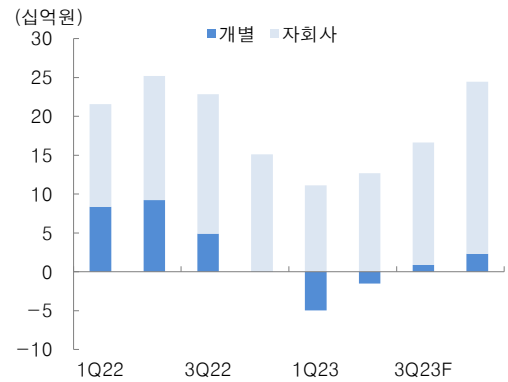
자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

그림 175. 부문별 매출 비중



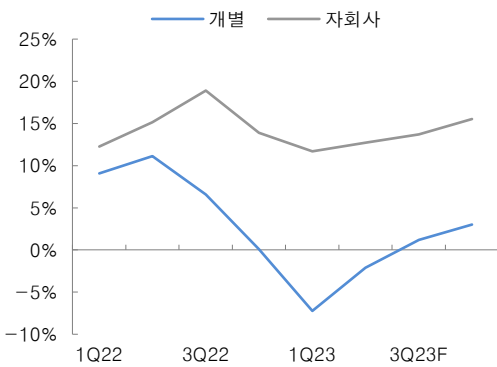
자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

그림 176. 부문별 영업이익 추이



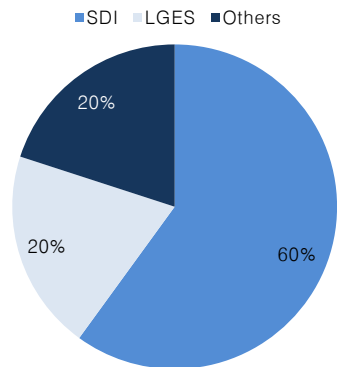
자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

그림 177. 부문별 OPM 추이



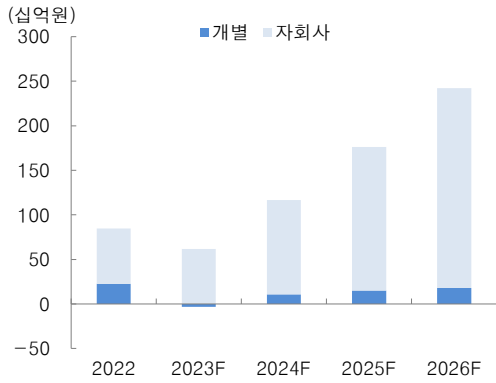
자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

그림 178. 고객별 동박 매출 비중



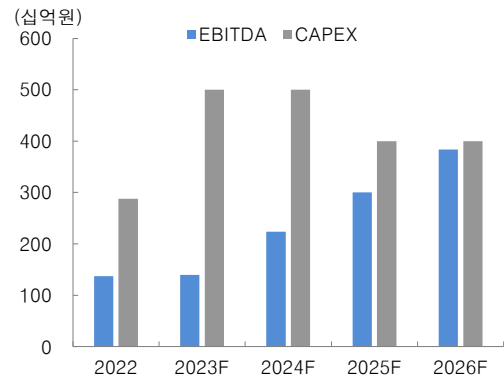
자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center / 22년 기준 추정

그림 179. 부문별 중장기 영업이익의 전망



자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

그림 180. EBITDA vs CAPEX



자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

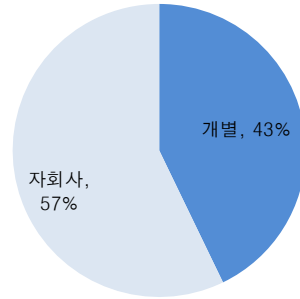
- 롯데에너지머티리얼즈의 대표이사는 김연섭
- 2011년 3월 4일 유가증권시장 상장
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 롯데케미칼 외 3인(53.3%), 국민연금공단(5.9%)
- 주요사업은 2차전지 음극 집전체용과 PCB 부품용 Electrode 생산 판매
- 사업부문은 개별(국내 동박 등)과 자회사(해외 동박, 건설 등)로 구성
- 22년말 기준 동박 캐파는 6.1만톤 규모

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량
- EV 탑재 배터리 출하량
- 동박 부문 실적 추이
- 동박 캐파 증설 및 추가 수주

자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

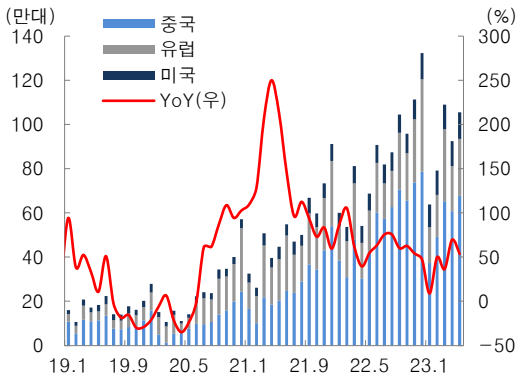
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

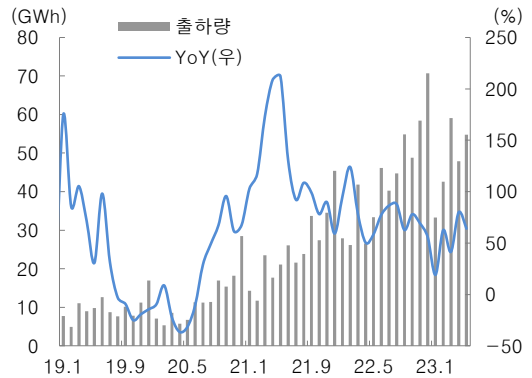
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



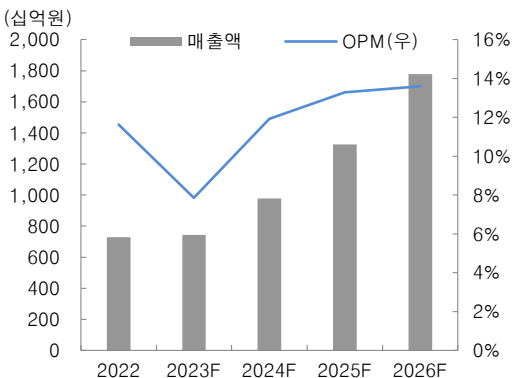
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



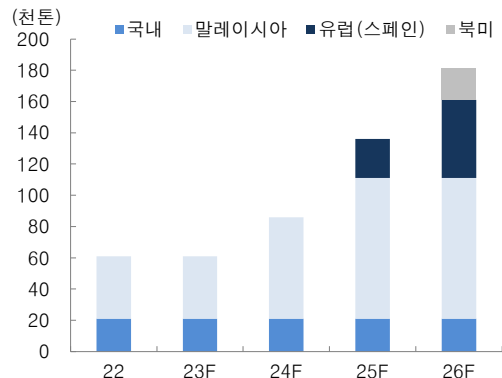
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

롯데에너지머티리얼즈 증장기 실적 전망



자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

롯데에너지머티리얼즈 동박 생산캐파 전망



자료: 롯데에너지머티리얼즈, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	689	729	743	977	1,326
매출원가	576	600	632	796	1,058
매출총이익	113	130	112	182	268
판매비용포함비	43	45	53	65	92
영업이익	70	85	58	117	176
영업외수익	102	11.6	7.9	11.9	13.3
EBITDA	113	137	140	223	300
영업외손익	8	-24	-8	-13	-21
관계기업손익	2	1	0	0	0
금융수익	13	52	12	15	18
외환관련이익	10	24	12	13	13
금융비용	-11	-85	-23	-33	-43
외환관련손실	5	18	1	1	1
기타	4	8	2	5	5
법인세비용차감전순이익	78	61	50	104	155
법인세비용	15	12	10	20	30
계속사업순이익	63	49	41	84	126
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	63	49	41	84	126
당기순이익	9.2	6.7	5.5	8.6	9.5
비재계분순이익	0	5	4	9	13
재계분순이익	63	44	36	75	112
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	77	46	44	89	127
비재계분포괄이익	1	5	5	9	13
재계분포괄이익	77	42	39	79	114

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,361	950	787	1,625	2,436
PER	99.2	54.6	62.9	30.5	20.3
BPS	21,440	31,661	32,151	33,479	35,618
PBR	6.3	1.6	1.5	1.5	1.4
EBITDAPS	2,446	2,980	3,029	4,847	6,516
EV/EBITDA	54.7	16.4	16.9	12.2	9.8
SPS	14,940	15,818	16,123	21,198	28,766
PSR	90	33	31	23	1.7
CFPS	2,767	3,408	3,071	4,936	6,617
DPS	300	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액증가율	28.3	5.9	1.9	31.5	35.7
영업이익증가율	37.5	21.2	-31.1	99.7	51.2
순이익증가율	47.8	-22.5	-17.2	106.5	49.9
수익성					
ROC	7.2	6.1	3.3	5.4	6.7
ROA	4.9	4.1	2.3	4.2	5.6
ROE	7.8	3.6	2.5	5.0	7.1
안정성					
부채비율	30.0	22.1	31.4	40.4	47.8
순차입금비율	-31.1	-33.9	-22.6	-5.7	3.4
이자보상비율	20.4	5.9	6.6	7.2	7.5

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	959	1,436	1,243	1,149	1,228
현금및현금성자산	235	201	181	44	47
매출채권및기타채권	167	177	163	187	227
재고자산	135	305	146	163	198
기타유동자산	423	753	752	755	757
비유동자산	794	994	1,413	1,806	2,081
유형자산	674	874	1,293	1,687	1,963
관계기업투자금	43	41	41	41	41
기타비유동자산	78	79	78	78	77
자산총계	1,754	2,430	2,655	2,954	3,309
유동부채	149	177	168	181	200
매입채무및기타채무	113	115	106	118	134
차입금	0	31	31	31	31
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	35	30	32	33	34
비유동부채	256	264	466	668	871
차입금	1	0	200	400	600
전환증권	179	184	184	184	184
기타비유동부채	76	79	81	84	86
부채총계	404	440	634	850	1,071
자본계	989	1,460	1,483	1,544	1,642
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	697	1,140	1,140	1,140	1,140
이익잉여금	257	294	316	377	476
기타자본변동	12	3	3	3	3
비재계자본	361	530	538	561	596
자본총계	1,349	1,990	2,021	2,104	2,239
순차입금	-420	-674	-456	-120	77

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	30	29	301	158	188
당기순이익	63	49	41	84	126
비현금항목의가감	64	108	101	144	180
감가상각비	43	53	81	107	124
외환손익	-1	-4	-8	-9	-8
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	22	59	27	46	64
자산부채의증감	-93	-113	176	-34	-65
기타현금흐름	-5	-15	-17	-35	-52
투자활동 현금흐름	-457	-685	-503	-504	-404
투자자산	-34	0	0	0	0
유형자산					-208
기타	-216	-397	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	526	612	186	186	186
당기차입금	0	31	0	0	0
사채	150	0	0	0	0
장기차입금	0	0	200	200	200
유상증자	24	0	0	0	0
현금배당	-9	-14	-14	-14	-14
기타	360	595	0	0	0
현금의증감	98	-34	-19	-137	2
기초 현금	137	235	201	181	44
기말 현금	235	201	181	44	47
NOPLAT	56	69	47	94	143
FCF	-111	-168	-372	-299	-133

자료: 롯데에너지마티얼즈, 대신증권 Research Center

솔루스 첨단소재 (336370)

전장현 changhyunjeon@dsishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

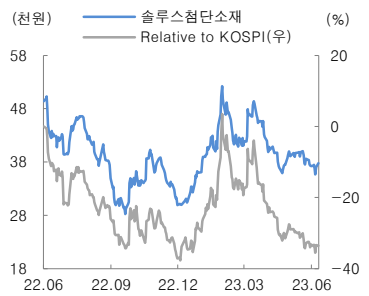
6개월 목표주가 **50,000**
유지

현재주가 **37,000**
(23.07.04)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

KOSPI	2,593.31
시가총액	1,390십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	52,200원 / 28,250원
120일 평균거래대금	101억원
외국인보유율	6.03%
주요주주	스카이레이크로템스트라티지인베스트먼트 외 1인 53.27% 국민연금공단 6.22%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	-18.9	22.2	-13.5
상대수익률	-5.0	-23.0	4.2	-23.4



2분기 실적 부진, 3분기 개선 기대

- 2분기 실적, 전지박 판매 부진에 따라 컨센 하회 전망
- 3분기 수요 회복과 전력비 영향 최소화 기대
- 상반기보다 하반기 더 나아질 것들에 집중

투자의견 BUY, 목표주가 5만원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 전지박/동박 1.55조원(지분율 54% 반영), 전자소재 8,480억원

2분기 전지박 판매량 하향 조정

2Q23 매출액 1,215억원(YoY-1%), 영업손실 -137억원(YoY적자지속)으로 영업손실 기준 컨센(-110억) 하회 전망

전지박 부문이 주요 배터리 고객사의 재고조정 영향 및 수요 둔화로 판매량이 기존 가이던스 대비 부진한 것으로 추정. 최근 유럽 천연가스 가격 상승 및 전력비의 일시적 상승 영향은 제한적인 것으로 확인. 2분기 평균 전력비 120유로 미만으로 1분기 대비 다운된 수준

동박은 전방수요 둔화에 따른 실적 부진, 전자소재는 전분기와 유사한 수준의 실적 달성 예상

3분기 전지박 수요 회복과 전력비 영향 확인이 핵심

3Q23 매출액 1,518억(QoQ+25%), 영업손실 -34억원(QoQ적자지속) 전망. 전력비 영향이 다소 변수로 작용하겠으나, 전방 고객사 수요 회복 및 헝가리 공장 가동률 상승에 따라 수익성 점진적 개선 기대. 전력비 영향 제외한다면 4Q23 전지박 부문의 분기 흑자전환 기대

전자소재는 하반기 업황 개선에 따른 실적 회복세 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	380	461	569	919	1,370
영업이익	5	-45	-26	58	100
세전순이익	4	-37	-40	41	80
총당순이익	0	-47	-40	32	63
지배지분순이익	12	-11	-10	26	45
EPS	289	-259	-210	572	998
PER	298.0	-115.7	NA	66.0	37.8
BPS	7,355	12,468	11,732	12,273	13,242
PBR	11.7	2.4	3.2	3.1	2.9
ROE	4.0	-2.7	-1.8	4.8	7.8

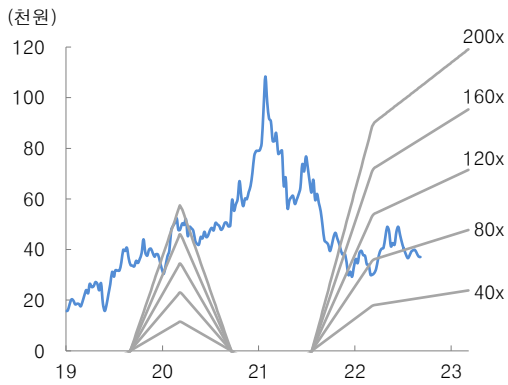
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

표 63. 솔루스첨단소재 목표주가 산출(SOTP)

(십억원)	EBITDA	배수	가치	
영업가치 [A]			2,399	
전자박/동박	163	17.5	1,551	25년 2차전자소재 평균. 지분율(54.3%) 반영
전자소재	35	24.3	848	23년. 덕산네오룩스
순차입금 [B]			571	23년말
우선주 시가총액 [C]			92	7.4 기준
적정 시가총액 [A-B-C]			1,736	
총 주식수(백만주)			35.1	보통주
적정주가(원)			49,445	
목표주가(원)			50,000	
현재주가(원)			37,000	7.4 기준
Upside(%)			35.1%	

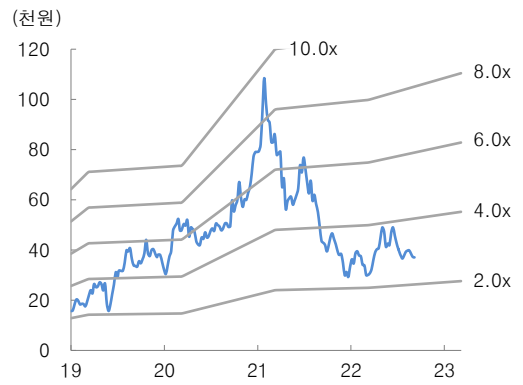
자료: 대신증권 Research Center

그림 181. 솔루스첨단소재 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 182. 솔루스첨단소재 12MF PBR 차트



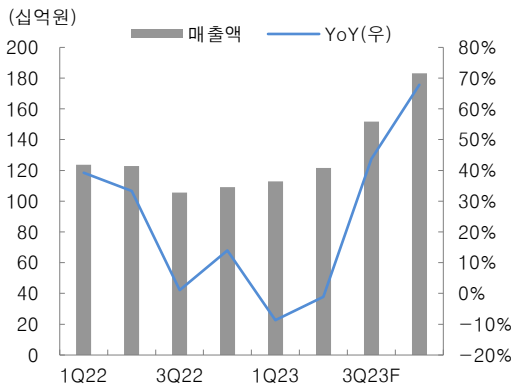
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 64. 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	123.6	122.9	105.6	109.1	112.8	121.5	151.8	183.1	461.2	569.2	919.3
YoY	39%	33%	1%	14%	-9%	-1%	44%	68%	21%	23%	61%
QoQ	29%	-1%	-14%	3%	3%	8%	25%	21%			
전자박	30.1	32.1	28.3	22.2	40.2	46.0	63.3	84.9	112.7	234.4	515.5
동박	51.8	48.5	40.3	39.9	45.2	47.9	53.9	56.6	180.5	203.6	249.4
전자소재	31.0	29.5	30.9	33.7	27.4	27.7	34.6	41.5	125.1	131.2	154.3
바이오	10.7	12.8	6.1	13.3	0.0	0.0	0.0	0.0	42.9	0.0	0.0
매출원가	106.0	106.3	98.2	105.3	108.1	110.8	126.2	139.9	415.9	485.0	686.7
%Sales	85.8%	86.5%	93.0%	96.5%	95.8%	91.2%	83.1%	76.4%	90.2%	85.2%	74.7%
매출총이익	17.6	16.6	7.4	3.8	4.7	10.8	25.6	43.2	45.3	84.2	232.5
GPM(%)	14.2%	13.5%	7.0%	3.5%	4.2%	8.8%	16.9%	23.6%	9.8%	14.8%	25.3%
판매비	20.0	24.2	27.0	19.4	23.7	24.4	29.0	33.0	90.6	110.1	174.7
%Sales	16.2%	19.7%	25.6%	17.8%	21.0%	20.1%	19.1%	18.0%	19.6%	19.3%	19.0%
영업이익	-2.4	-7.6	-19.6	-15.6	-19.0	-13.7	-3.4	10.2	-45.2	-25.9	57.9
YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			
OPM(%)	-2.0%	-6.2%	-18.6%	-14.3%	-16.8%	-11.3%	-2.2%	5.6%	-9.8%	-4.5%	6.3%

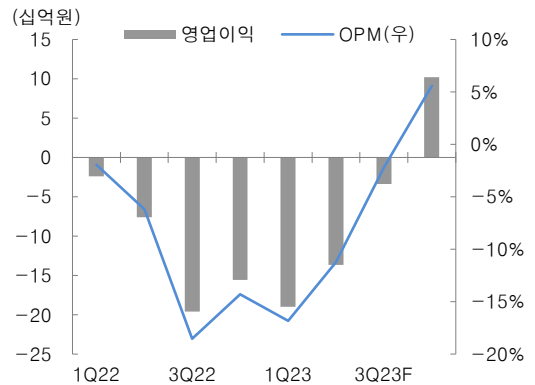
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center / *솔루스바이오텍(바이오) 매각에 따라 1Q23 부터 중단사업 인식 및 연결실적 제외

그림 183. 매출액 및 YoY 추이



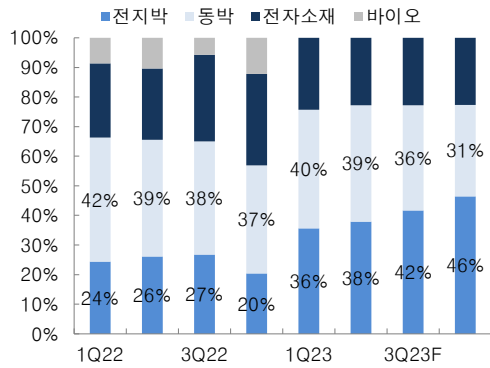
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 184. 영업이익 및 영업이익률 추이



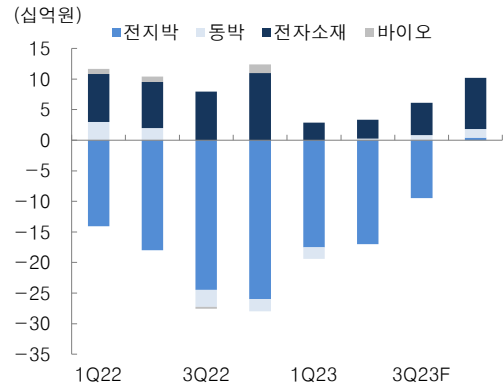
자료: 솔루스첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 185. 사업 부문별 매출 비중



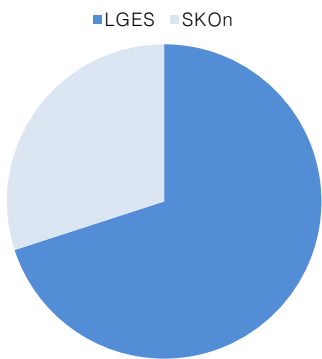
자료: 솔루션첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 186. 사업 부문별 영업이익 추이



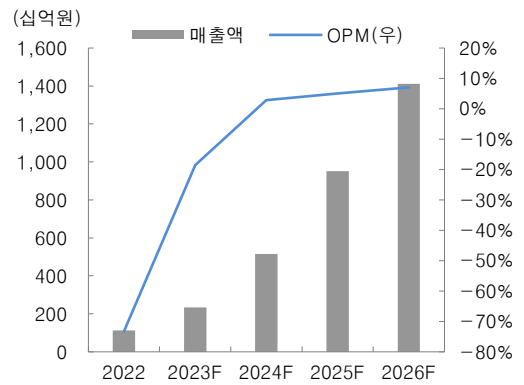
자료: 솔루션첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 187. 고객별 전지박 공급 비중



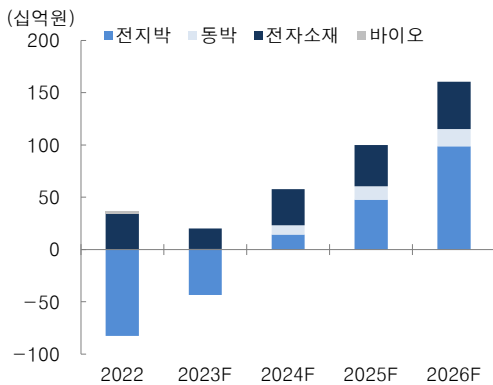
자료: SNER리서치, 대신증권 Research Center / 21년 기준

그림 188. 전지박 중장기 실적 전망



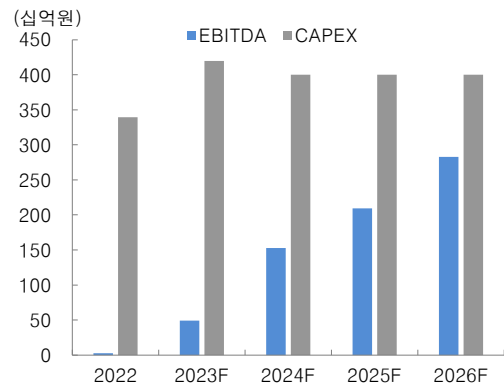
자료: 솔루션첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 189. 사업 부문별 중장기 영업이익 전망



자료: 솔루션첨단소재, 대신증권 Research Center

그림 190. EBITDA vs CAPEX



자료: 솔루션첨단소재, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

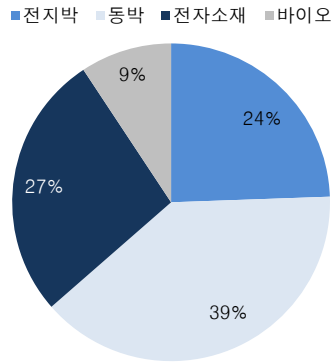
- 솔루스첨단소재의 각자 대표이사는 진대제, 서광벽
- 2019년 10월 18일 유가증권시장 상장
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 스카이레이크 외 1인(53.3%), 국민연금공단(6.2%)
- 주요사업은 전지박, 동박, OLED 소재의 제조 및 판매
- 사업부문은 전지박, 동박, 전자소재로 구성
- 22년 기준 전지박/동박 캐파는 3만톤 규모

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량
- EV 탑재 배터리 출하량
- 전지박 부문 실적 추이
- 전지박 캐파 증설 및 추가 수주

자료: 솔루스첨단소재 대산증권 Research Center

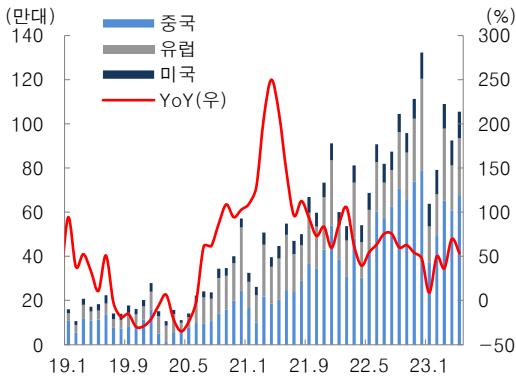
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: 솔루스첨단소재 대산증권 Research Center

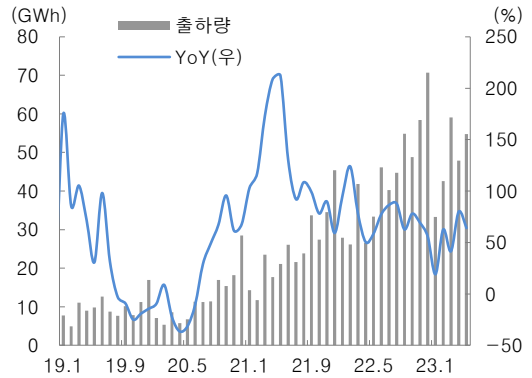
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



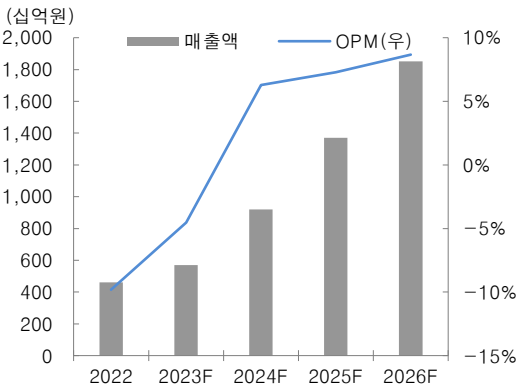
자료: SNE리서치 대산증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



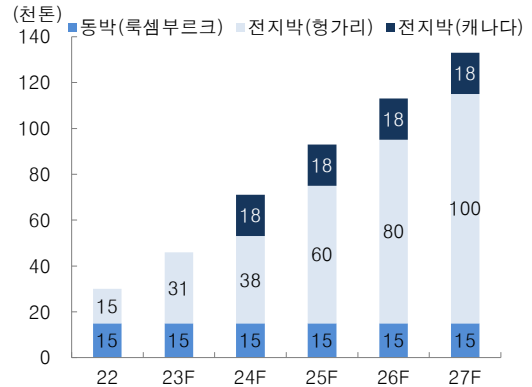
자료: SNE리서치 대산증권 Research Center

솔루스첨단소재 중장기 실적 전망



자료: 솔루스첨단소재 대산증권 Research Center

솔루스첨단소재 동박/전지박 생산캐파 전망



자료: 솔루스첨단소재 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	380	461	569	919	1,370
매출원가	303	416	485	687	1,017
매출총이익	78	45	84	233	353
판매비와관리비	73	91	110	175	254
영업이익	5	-45	-26	58	100
영업외수익	1.3	-9.8	-4.5	6.3	7.3
EBITDA	41	3	49	153	209
영업외손익	-1	8	-14	-17	-19
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	20	51	15	18	21
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-20	-41	-28	-34	-39
외환관련손실	10	30	11	13	13
기타	-2	-1	-1	-1	-1
법인세비용감전순이익	4	-37	-40	41	80
법인세비용	1	7	0	9	18
계속사업순이익	3	-44	-40	32	63
중단사업순이익	-3	-3	0	0	0
당기순이익	0	-47	-40	32	63
당기순이익	0.0	-10.2	-7.0	3.5	4.6
비재계분순이익	-12	-36	-30	6	17
재계분순이익	12	-11	-10	26	45
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	3	2	3	3
포괄순이익	39	-20	-20	60	88
비재계분포괄이익	3	-25	-15	11	24
재계분포괄이익	36	5	-5	49	64

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	289	-259	-210	572	998
PER	298.0	NA	NA	66.0	37.8
BPS	7,355	12,468	11,732	12,273	13,242
PBR	11.7	2.4	3.2	3.1	2.9
EBITDA/PS	987	59	1,084	3,363	4,601
EV/EBITDA	83.7	685.9	47.8	17.3	13.7
SPS	9,252	10,543	12,522	20,223	30,145
PSR	9.3	2.8	3.0	1.9	1.3
CFPS	1,287	137	1,133	3,435	4,608
DPS	96	100	100	100	100

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	31.1	21.3	23.4	61.5	49.1
영업이익 증감률	-83.5	-1,003.5	-42.8	-323.7	72.6
순이익 증감률	-101.4	-30,584.1	-15.6	-179.8	97.4
수익성					
ROIC	0.7	-5.8	-2.0	2.8	4.1
ROA	0.5	-3.7	-1.6	3.1	4.5
ROE	4.0	-2.7	-1.8	4.8	7.8
안정성					
부채비율	93.7	59.1	92.6	117.0	135.9
순차입금비율	43.9	27.9	63.6	90.2	103.1
이자보상비율	1.1	-4.9	-1.9	3.1	4.3

자료: 슬루스첨단소재 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	394	508	430	474	635
현금및현금성자산	140	163	104	34	44
매출채권 및 기타채권	84	98	117	178	257
재고자산	140	172	131	179	248
기타유동자산	32	75	78	82	87
비유동자산	617	963	1,298	1,564	1,755
유형자산	535	865	1,213	1,480	1,673
관계기업투자지분	0	0	0	0	0
기타비유동자산	82	88	85	84	83
자산총계	1,012	1,461	1,729	2,038	2,390
유동부채	293	422	460	527	606
매입채무 및 기타채무	99	103	134	193	264
차입금	140	173	173	173	173
유동상채무	36	127	133	140	147
기타유동부채	18	19	20	21	22
비유동부채	197	121	371	571	771
차입금	123	52	302	502	702
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	73	69	69	69	69
부채총계	489	543	831	1,099	1,377
자본계분	302	545	533	558	602
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	295	524	524	524	524
이익잉여금	5	-11	-25	-2	40
기타자본변동	-2	28	30	32	34
비자본계분	220	373	364	381	411
자본총계	522	918	898	939	1,013
순차입금	229	256	571	847	1,045

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-42	-100	79	70	82
당기순이익	0	-47	-40	32	63
비현금항목의가감	53	53	91	124	147
감가상각비	36	48	75	95	109
외환손익	-2	-6	-3	-4	-7
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	19	11	19	33	44
자산부채의증감	-83	-96	41	-58	-87
기타현금흐름	-12	-11	-14	-27	-41
투자활동 현금흐름	-234	-346	-421	-361	-301
투자자산	0	-3	0	0	0
유형자산					-231
기타	-3	-4	0	0	0
재무활동 현금흐름	92	457	319	290	252
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	37	43	250	200	200
유상증자	0	238	0	0	0
현금배당	0	-4	-5	-4	-4
기타	55	179	74	94	56
현금의증감	-166	23	-59	-69	9
기초 현금	306	140	163	104	34
기말 현금	140	163	104	34	44
NOPLAT	4	-54	-26	45	78
FCF	-196	-349	-371	-220	-113

천보 (278280)

전정현 changhyunjeon@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **300,000**
유지

현재주가 **192,100**
(23.07.04)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

올라가야 할 때

- 2분기 실적 부진, 3분기부터 개선 본격화
- 중국 소재 시장 회복이 주요 터닝포인트
- 2H23부터 펼쳐질 새만금 중심 성장스토리 매수 접근 필요

투자의견 BUY, 목표주가 30만원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 2차전지소재 3.5조, 전자소재/의약품 등 1,320억원

2분기까지 실적 부진 지속되나, 하반기 수요 회복과 대규모 신규 캐파 가동 효과에 주목 필요. 최근 주가 하락으로 현 주가는 25년 PER 14.5배 수준에 불과하여 밸류에이션 매력도 보유. 업종 내 최선호주 제시

2분기 실적 부진, 3분기 개선 본격화

2Q23 매출액 490억(YoY-25%), 영업이익 23억원(YoY-81%, OPM 4.8%)으로 실적 부진 예상. 중국 고객사향 2차전지소재 판매량 부진이 주요 원인으로 추정

3Q23 매출액 851억(QoQ+74%), 영업이익 85억원(QoQ+262%, OPM 10.0%)으로 실적 개선 본격화될 전망. 중국 소재 시장 회복과 새만금 신규 캐파 가동으로 2차전지소재 중심 실적 개선 견인

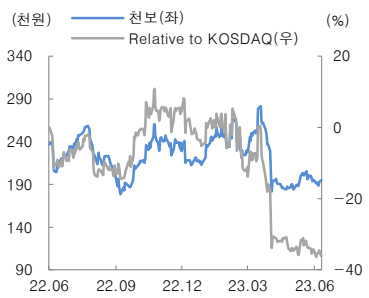
2H23부터 27년까지 보장된 신규 캐파 효과

새만금을 중심으로 하반기 추가되는 신규 캐파는 3Q23(P 전해질 1천톤, VC 5천톤, FEC 5천톤), 4Q23(F전해질 9천톤). 이로 인해 하반기 2차전지소재 매출(1,728억)은 상반기(590억) 대비 +193% 증가 예상

중장기적으로 캐파는 준공기준 23년 전해질(F/P/D/B) 14.7천톤, 첨가제(VC/FEC 등) 10.5천톤에서 27년 전해질 57.2천톤, 첨가제 32.9천톤으로 가파르게 확대될 전망

KOSDAQ	890.00
시가총액	1,921십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	281,500원 / 178,300원
120일 평균거래대금	310억원
외국인지분율	5.75%
주요주주	이상률 외 11 인 55.43%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	-22.9	-10.7	-5.1
상대수익률	0.6	-25.9	-32.2	-22.1



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	272	329	317	723	1,002
영업이익	51	56	31	108	181
세전순이익	55	36	29	101	170
총당기순이익	48	43	26	92	154
지배지분순이익	44	37	23	80	135
EPS	4,377	3,736	2,276	8,045	13,459
PER	79.6	58.4	85.7	24.3	14.5
BPS	28,479	34,308	36,075	43,610	56,558
PBR	12.2	6.4	5.4	4.5	3.4
ROE	17.2	11.9	6.5	20.2	26.9

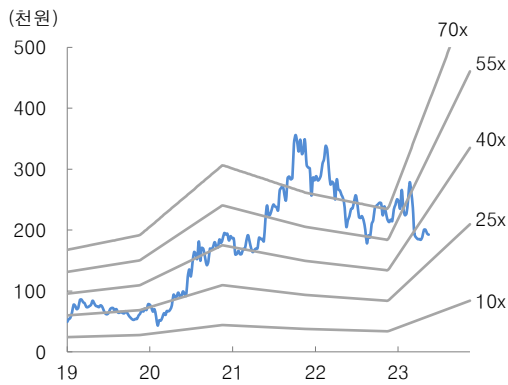
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 천보, 대신증권 Research Center

표 65. 천보 목표주가 산출(SOTP)

(십억원)	EBITDA	배수	가치	
영업가치 [A]			3,652	
2 차전자소재	239	14.7	3,519	25년. 소재 Peer 평균
전자소재/의약품 등	16	8.4	132	23년. LGD
자산가치 [B]			7	1Q23 투자자산 장부가치
순차입금 [C]			697	25년말
적정 시가총액 [A+B-C]			2,961	
총 주식수(백만주)			10	
적정주가(원)			296,148	
목표주가(원)			300,000	
현재주가(원)			192,100	7.4 기준
Upside(%)			56.2%	

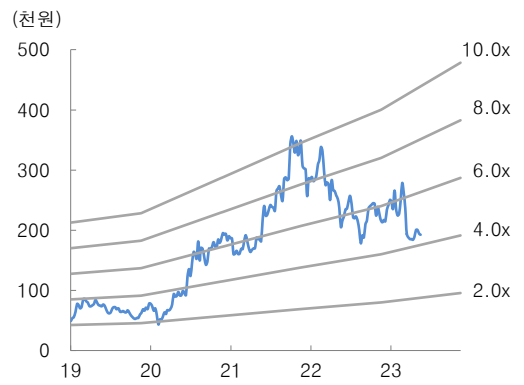
자료: 대신증권 Research Center

그림 191. 천보 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 192. 천보 12MF PBR 차트



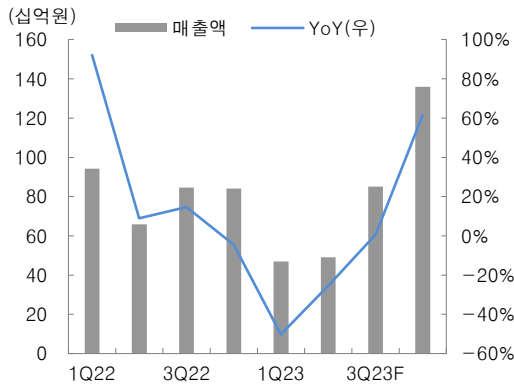
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 66. 천보 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	94.3	65.8	84.6	84.2	47.0	49.0	85.1	135.9	328.9	317.0	722.5
YoY	92%	9%	15%	-5%	-50%	-25%	1%	61%	21%	-4%	128%
QoQ	7%	-30%	29%	-1%	-44%	4%	74%	60%			
2 차전자소재	65.3	36.8	64.4	64.1	27.2	31.8	61.9	110.9	230.6	231.8	638.7
전자소재	22.7	20.5	15.0	15.1	12.3	11.3	17.2	18.8	73.2	59.6	61.4
의약품 등	4.9	3.0	2.5	1.8	2.1	2.8	2.8	2.8	12.2	10.4	12.1
상품	1.4	5.6	2.7	3.2	5.4	3.2	3.2	3.4	12.8	15.2	10.3
영업이익	18.0	12.0	15.3	11.1	1.6	2.3	8.5	18.2	56.5	30.7	107.8
YoY	91%	25%	29%	-44%	-91%	-81%	-45%	65%	12%	-46%	251%
QoQ	-8%	-33%	27%	-28%	-85%	43%	262%	115%			
2 차전자소재	12.1	7.2	12.0	10.2	0.9	1.0	5.8	14.6	41.5	22.3	95.9
전자소재	4.8	4.4	3.0	1.6	1.1	1.0	2.1	2.9	13.7	7.1	10.1
의약품 등	1.2	0.5	0.4	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	2.2	1.4	2.2
상품	-0.1	0.0	0.0	-0.9	-0.5	0.0	0.2	0.3	-1.0	-0.0	-0.4
영업이익률	19.1%	18.3%	18.1%	13.1%	3.5%	4.8%	10.0%	13.4%	17.2%	9.7%	14.9%
2 차전자소재	18.6%	19.6%	18.6%	16.0%	3.1%	3.1%	9.4%	13.2%	18.0%	9.6%	15.0%
전자소재	21.1%	21.3%	19.8%	10.8%	8.6%	9.0%	12.4%	15.3%	18.8%	11.9%	16.4%
의약품 등	24.2%	15.8%	15.2%	6.7%	11.7%	12.0%	13.4%	14.6%	17.7%	13.0%	18.3%
상품	-5.7%	0.3%	0.5%	-29.0%	-9.5%	0.0%	5.0%	10.0%	-7.5%	-0.1%	-3.8%

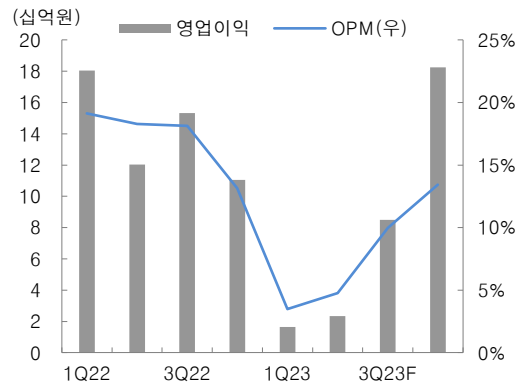
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 193. 매출액 및 YoY 추이



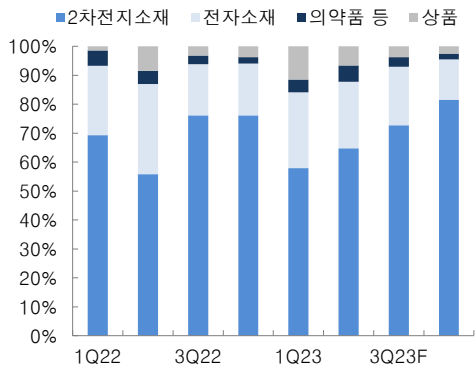
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 194. 영업이익 및 영업이익률 추이



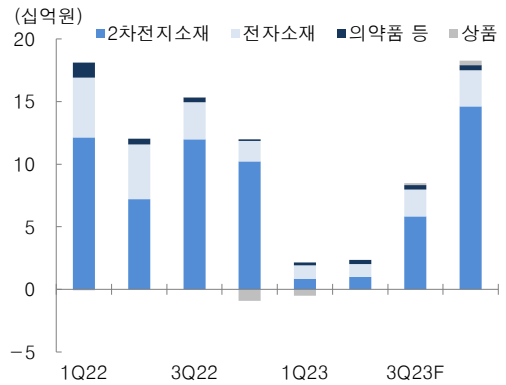
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 195. 부문별 매출 비중 추이



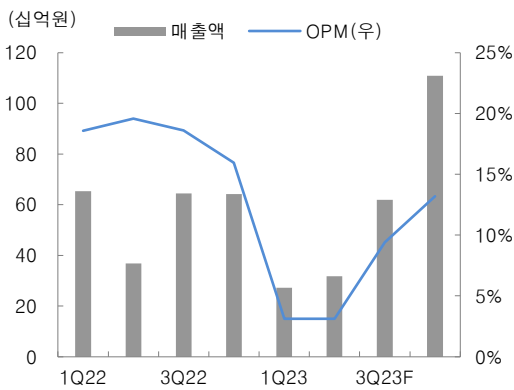
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 196. 부문별 영업이익 추이



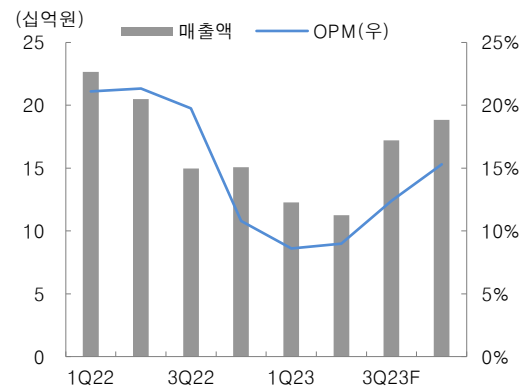
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 197. 2차전지소재 실적 추이



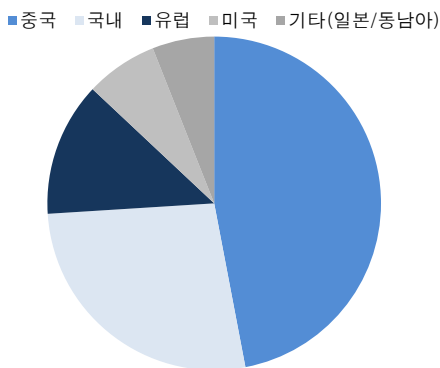
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 198. 전자소재 실적 추이



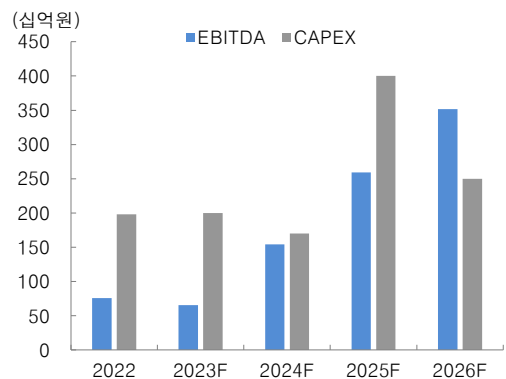
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 199. 2차전지소재 지역별 매출비중



자료: 천보, 대신증권 Research Center / 22년 기준

그림 200. EBITDA vs CAPEX



자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 201. 천보 2 차전지소재 캐파 증설 계획

기존 품목 증설 계획

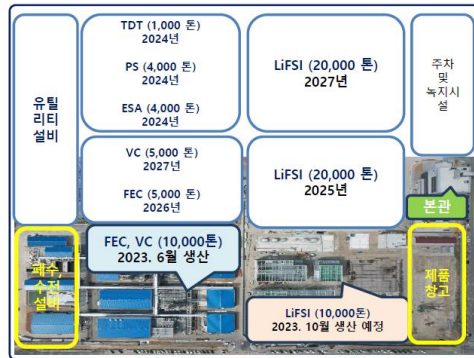
Unit : Metric ton/year

Description	2023	2024 Extension (P)	2025 Extension (P)	2026 Extension (P)	2027 Extension (P)	Accumulate CAPA (E)	SITE
LiFSI	10,000		20,000		20,000	50,000	군산 새만금
FEC	5,000			5,000		10,000	"
VC	5,000				5,000	10,000	"
TDT	200	400		400		1,000	"
LiPO ₂ F ₂	3,000			1,000	1,000	5,000	충주
LiBOB	500				500	1,000	"
D-1 (22% Solution)	1,200					1,200	"
D-2 (22% Solution)		1,200				1,200	"
Total	24,900	1,600	20,000	6,400	26,500	79,400	

자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 202. 천보 2 차전지소재 새만금 투자계획

새만금 국가산업단지 공장 건설



- 면적 : 220,751㎡(약 66,780평)
- 투자액 : 1차 3,800억 원(~2023)
- 고용 : 470명(~2026)
- 보조금 : 매 3천억 이상 투자 시 4백억+α
- 법인세 : 5년 100%+2년 50% 감면



자료: 천보, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

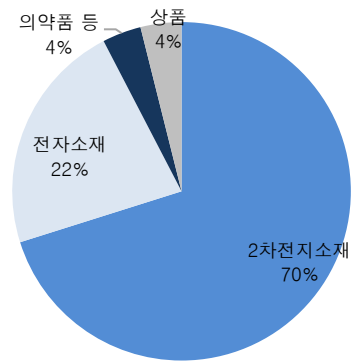
- 천보의 대표이사는 이상율
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 이상율 외 11인(55.4%)
- 사업분야는 크게 전자소재, 2차전지 소재, 의약품 소재, 정밀화학 소재로 구성
- 주요 제품은 LCD 식각액첨가제, OLED 소재, 반도체공정 소재, 전해질(리튬염), 전해액첨가제, 의약품 중간체 등
- 22년말 기준 전해질 생산캐파 3.8천톤 보유

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량, EV 탑재 배터리 출하량
- 2차전지 소재 사업부문 실적 추이
- 전해질/첨가제 캐파 증설 및 추가 수주
- 고객사 내 신규 전해질 채용 비중 확대

자료: 천보, 대신증권 Research Center

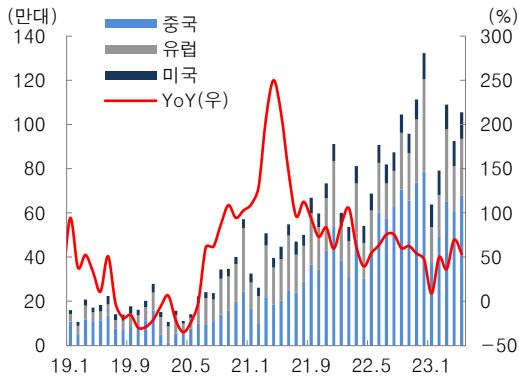
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: 천보, 대신증권 Research Center

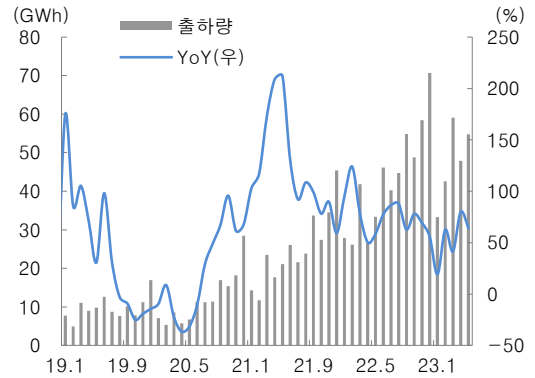
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



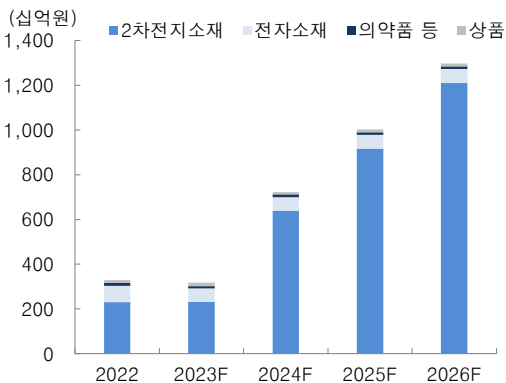
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



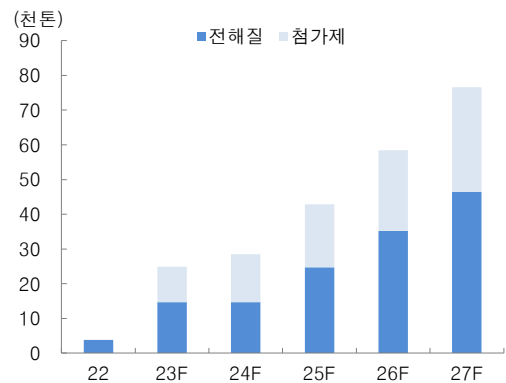
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

천보 증장기 매출 전망



자료: 천보, 대신증권 Research Center

천보 2차전지소재 생산캐파 전망



자료: 천보, 대신증권 Research Center / 연말 양산기준

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	272	329	317	723	1,002
매출원가	217	264	275	598	796
매출총이익	54	65	42	124	206
판매비용분담비	4	8	12	16	25
영업이익	51	56	31	108	181
영업외수익	186	17.2	9.7	14.9	18.1
EBITDA	67	76	65	154	259
영업외손익	4	-20	-2	-6	-12
관계기업손익	0	1	0	0	0
금융수익	4	7	6	6	5
오환관련이익	2	10	0	0	0
금융비용	-1	-24	-7	-11	-16
오환관련손실	0	0	0	0	0
기타	2	-4	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	55	36	29	101	170
법인세비용	7	-7	3	9	15
계속사업순이익	48	43	26	92	154
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	48	43	26	92	154
당기순이익	17.7	13.0	8.2	12.8	15.4
비재계분순이익	4	5	3	12	20
재계분순이익	44	37	23	80	135
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	48	44	27	93	155
비재계분포괄이익	4	5	3	12	20
재계분포괄이익	44	38	23	81	135

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,377	3,736	2,276	8,045	13,459
PBR	796	58.4	85.7	24.3	14.5
BPS	28,479	34,308	36,075	43,610	56,558
PBR	12.2	6.4	5.4	4.5	3.4
EBITDAPS	6,680	7,552	6,537	15,432	25,917
EV/EBITDA	52.7	31.2	34.6	15.8	10.5
SPS	27,158	32,886	31,702	72,251	100,206
PSR	12.8	6.6	6.2	2.7	1.9
CFPS	7,150	8,158	6,598	15,515	25,935
DPS	300	500	500	500	500

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액증가율	74.7	21.1	-3.6	127.9	38.7
영업이익증가율	68.0	11.5	-45.6	251.0	68.1
순이익증가율	75.4	-10.8	-39.1	253.5	67.3
수익성					
ROIC	18.3	16.9	4.9	12.5	14.7
ROA	15.2	9.2	3.3	9.0	11.9
ROE	17.2	11.9	6.5	20.2	26.9
안정성					
부채비율	31.9	107.3	150.1	168.0	162.1
순차입금비율	3.7	30.1	61.6	85.4	107.1
이자보상비율	61.0	5.2	4.6	9.5	11.4

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	227	439	494	677	716
현금및현금성자산	35	65	120	140	63
매출채권및기타채권	60	61	59	129	177
재고자산	62	86	75	157	213
기타유동자산	70	228	239	251	264
비유동자산	177	379	545	668	990
유형자산	148	342	507	631	953
관계기업투자지분	6	7	7	7	7
기타비유동자산	22	31	31	31	30
자산총계	404	819	1,038	1,345	1,706
유동부채	67	148	148	168	180
매입채무및기타채무	14	37	34	51	60
차입금	28	48	48	48	48
유동상채무	6	10	10	10	11
기타유동부채	20	54	56	58	61
비유동부채	30	275	475	675	875
차입금	29	20	220	420	620
전환증권	0	255	255	255	255
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	98	424	623	843	1,055
자본계	285	343	361	436	566
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	101	124	124	124	124
이익잉여금	183	219	236	312	441
기타자본변동	-5	-5	-5	-5	-5
비재계자본	21	52	54	66	85
자본총계	306	395	415	502	651
순차입금	11	119	256	429	697

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-14	66	65	-2	131
당기순이익	48	43	26	92	154
비현금항목의가감	23	39	40	63	105
감가상각비	16	19	35	47	78
오환손익	-1	7	0	0	0
자본법평가손익	0	-1	0	0	0
기타	8	14	5	16	27
자산부채의증감	-84	-6	5	-141	-101
기타현금흐름	-2	-10	-5	-16	-27
투자활동 현금흐름	-48	-374	-210	-181	-411
투자자산	17	-176	0	0	0
유형자산					-53
기타	-13	0	-10	-11	-11
재무활동 현금흐름	84	342	212	216	220
당기차입금	0	0	0	0	0
사채	10	305	0	0	0
장기차입금	0	0	200	200	200
유상증자	0	23	0	0	0
현금배당	-3	-3	-5	-5	-5
기타	78	16	17	21	25
현금의증감	22	29	55	19	-77
기초 현금	13	35	65	120	140
기말 현금	35	65	120	140	63
NOPLAT	44	67	28	98	165
FCF	8	-112	-137	-25	-157

자료: 천보, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:전정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

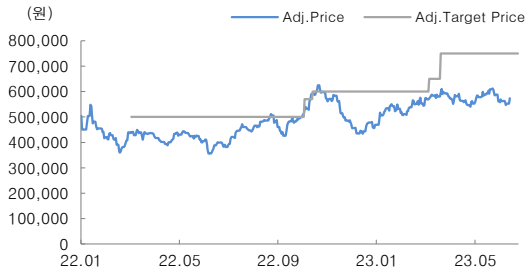
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.4%	5.3%	0.0%

(기준일자: 20230705)

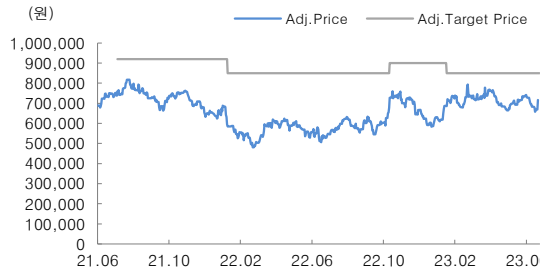
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

LG에너지솔루션(373220) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



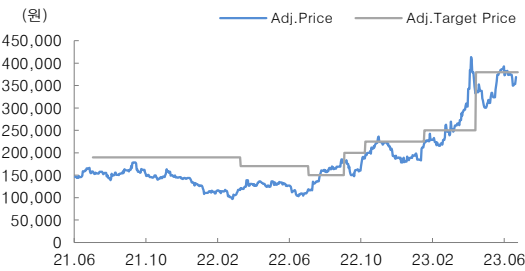
재심일자	230706	230511	230426	230410	230327	230321
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	750,000	750,000	750,000	750,000	650,000	600,000
과다율(평균%)	(23.33)	(23.02)	(22.29)	(10.20)	(12.28)	
과다율(최대/최소%)	(18.40)	(18.67)	(18.67)	(8.31)	4.00	
재심일자	230129	230110	221105	221026	221006	220929
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월경과
목표주가	600,000	600,000	600,000	570,000	500,000	500,000
과다율(평균%)	(12.57)	(13.77)	(12.01)	(1.93)	(1.42)	(9.10)
과다율(최대/최소%)	4.00	4.00	4.00	3.86	2.20	(4.40)
재심일자	220829	220727	220705	220620	220614	220602
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
과다율(평균%)	(14.15)	(16.06)	(17.36)	(16.13)	(15.10)	(15.10)
과다율(최대/최소%)	2.20	(5.60)	(10.20)	(10.20)	(10.20)	(10.20)
재심일자	220428	220329				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	500,000	500,000				
과다율(평균%)	(15.22)	(13.20)				
과다율(최대/최소%)	(10.20)	(10.20)				

삼성SDI(006400) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



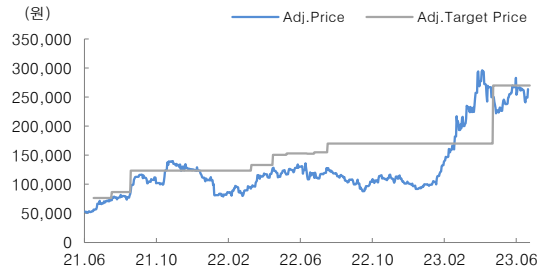
재심일자	230706	(당량자변경)	230131	221220	221027	220919
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	900,000		850,000	900,000	900,000	850,000
과다율(평균%)			(15.64)	(25.24)	(21.24)	(29.58)
과다율(최대/최소%)			(6.71)	(15.56)	(15.56)	(20.35)
재심일자	220731	220728	220710	220622	220525	220429
투자의견	Buy	6개월경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	850,000	850,000	850,000	850,000	850,000	850,000
과다율(평균%)	(30.02)	(33.06)	(34.08)	(33.94)	(33.59)	(33.50)
과다율(최대/최소%)	(25.65)	(33.06)	(26.59)	(26.59)	(26.59)	(26.59)
재심일자	220330	220128	211222	211103	210915	210901
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	850,000	850,000	920,000	920,000	920,000	920,000
과다율(평균%)	(34.61)	(37.31)	(21.99)	(20.05)	(18.99)	(16.12)
과다율(최대/최소%)	(27.06)	(30.94)	(11.20)	(11.20)	(11.20)	(11.20)
재심일자	210727					
투자의견	Buy					
목표주가	920,000					
과다율(평균%)	(15.61)					
과다율(최대/최소%)	(11.20)					

포스코퓨처엠(003670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



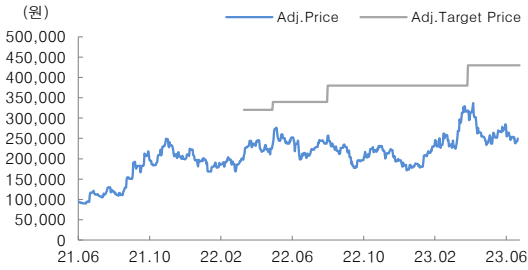
재심일자	230706	230621	230427	230131	230129	221105
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	430,000	380,000	380,000	250,000	225,000	225,000
과다율(평균%)		(8.03)	(8.91)	7.71	(10.07)	(10.18)
과다율(최대/최소%)		3.42	3.42	66.60	4.89	4.89
재심일자	221024	221006	220919	220721	220602	220530
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	225,000	200,000	200,000	150,000	170,000	170,000
과다율(평균%)	(10.37)	(15.92)	(17.52)	2.90	(27.26)	(24.41)
과다율(최대/최소%)	(5.78)	(4.50)	(8.25)	23.67	(18.24)	(18.24)
재심일자	220426	220329	(당량자변경)	211120	210725	
투자의견	Buy	Buy		Buy	Buy	
목표주가	170,000	170,000		190,000	190,000	
과다율(평균%)	(24.49)	(25.57)		(21.51)	(19.13)	
과다율(최대/최소%)	(18.24)	(18.24)		(6.05)	(6.05)	
재심일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

에코프로비엠(247540) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



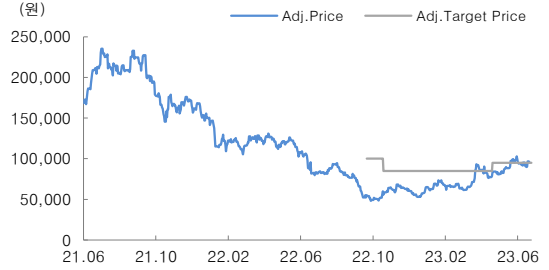
재심일자	230706	230506	230203	220803	220712	220630
투자의견	Marketperform	Marketperform	6개월경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	270,000	170,000	170,000	155,000	610,000
과다율(평균%)		(7.64)	25.32	(37.88)	(24.49)	(81.13)
과다율(최대/최소%)		4.81	74.12	(24.71)	(17.61)	(80.26)
재심일자	220527	220504	220329	(당량자변경)	210909	210808
투자의견	Buy	Buy	Buy		Buy	Buy
목표주가	152,900	150,700	133,400		123,500	86,500
과다율(평균%)	(16.90)	(21.27)	(16.74)		(10.61)	(9.74)
과다율(최대/최소%)	(11.14)	(17.43)	(5.37)		13.50	(3.80)
재심일자	210709					
투자의견	Buy					
목표주가	76,600					
과다율(평균%)	(11.54)					
과다율(최대/최소%)	(5.00)					
재심일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

얼반에프(066970) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



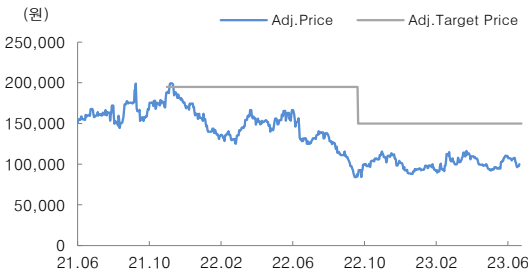
재사일자	230706	230410	230217	220817	220517	220329
투자이견	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	430,000	430,000	380,000	380,000	340,000	320,000
과다율(평균%)		(38.07)	(30.90)	(45.13)	(30.87)	(28.54)
과다율(최대/최소%)		(21.63)	(13.29)	(32.37)	(18.65)	(23.19)
재사일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
재사일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

SK아이이테크놀로지(361610) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



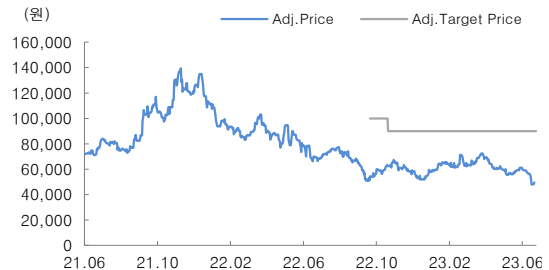
재사일자	230706	230511	230503	230207	221105	221103
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	95,000	95,000	85,000	85,000	85,000
과다율(평균%)		(4.90)	(12.21)	(21.23)	(27.10)	(31.29)
과다율(최대/최소%)		8.42	(11.37)	9.76	(13.65)	(31.29)
재사일자	221006					
투자이견	Buy					
목표주가	100,000					
과다율(평균%)	(48.53)					
과다율(최대/최소%)	(40.00)					
재사일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

SKC(011790) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



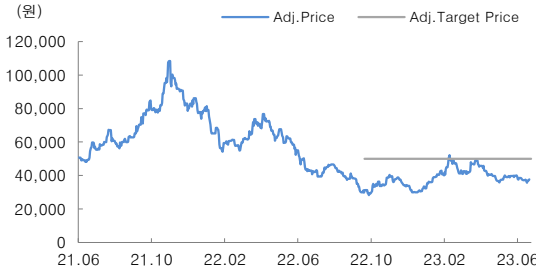
재사일자	230706	230511	230505	230406	230308	230207
투자이견	Buy	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Buy
목표주가	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
과다율(평균%)		(33.04)	(34.65)	(29.76)	(32.82)	(33.63)
과다율(최대/최소%)		(26.47)	(33.27)	(24.33)	(22.47)	(23.00)
재사일자	221111	221105	221006	(당사자변경)	211120	
투자이견	Buy	Buy	Buy		Buy	
목표주가	150,000	150,000	150,000		195,000	
과다율(평균%)	(33.31)	(33.16)	(33.92)		(20.36)	
과다율(최대/최소%)	(23.00)	(28.67)	(28.67)		231	
재사일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
재사일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

롯데에너지머티리얼즈(020150) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



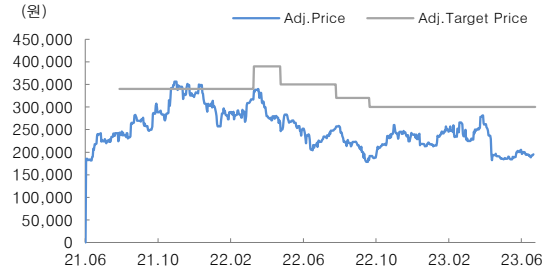
재사일자	230706	230518	230511	230505	230412	221117
투자이견	Buy	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
과다율(평균%)		(36.59)	(34.89)	(32.25)	(30.76)	(31.03)
과다율(최대/최소%)		(31.89)	(33.44)	(30.67)	(19.56)	(19.56)
재사일자	221105	221006				
투자이견	Buy	Buy				
목표주가	90,000	100,000				
과다율(평균%)	(28.44)	(41.34)				
과다율(최대/최소%)	(25.22)	(36.70)				
재사일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
재사일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

솔루스첨단소재(336370) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



재심일자	230706	230511	230426	230406	230209	221105
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
과다율(평균%)		(23.06)	(21.37)	(10.99)	(24.06)	(30.32)
과다율(최대/최소%)		(18.20)	(18.20)	(2.00)	4.40	(14.60)
재심일자	221030	221006				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	50,000	50,000				
과다율(평균%)	(34.48)	(35.31)				
과다율(최대/최소%)	(27.40)	(27.40)				
재심일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

천보(278280) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



재심일자	230706	230616	230426	230406	230314	221113
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Buy
목표주가	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
과다율(평균%)		(35.87)	(36.01)	(17.56)	(22.41)	(22.72)
과다율(최대/최소%)		(31.50)	(31.50)	(6.17)	(11.33)	(11.33)
재심일자	221105	221006	220812	220602	220512	220329
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	300,000	320,000	350,000	350,000	390,000
과다율(평균%)	(28.99)	(30.80)	(32.55)	(30.58)	(22.68)	(23.99)
과다율(최대/최소%)	(20.00)	(21.30)	(19.25)	(19.06)	(19.06)	(12.85)
재심일자	(담당자변경)	211120	210819			
투자의견		Buy	Buy			
목표주가		340,000	340,000			
과다율(평균%)		(13.07)	(18.53)			
과다율(최대/최소%)		(32.21)	4.76			
재심일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						