

배터리 (비중확대)

3차 사이클 진입: 합종연횡(合從連衡)



CONTENTS

[요약] 합종연횡(合從連衡). Valley of Death. K배터리 프리미엄 가속	3
I. 글로벌 EV, 배터리, 소재 수요/공급 분석	7
II. OEM 별 배터리, 소재 수요/공급 분석	11
III. 배터리 부문 별 23년 P/Q/C 전망	21
IV. 3차 사이클 Keyword	23
1) 합종연횡, 2) 후발주자 광폭 행보, 3) 차세대 기술 원년, 4) 정책 자금	
V. Appendix.	36
VI. 종목 분석 (목표가/투자 의견)	49
삼성SDI (1,100,000원/매수)	
LG에너지솔루션 (750,000원/매수)	
엘앤에프 (400,000원/매수)	
에코프로비엠 (187,500원/매수)	
코스모신소재 (90,000원/매수)	
SK아이티테크놀로지 (100,000원/매수)	
일진머티리얼즈 (97,000원/매수)	
포스코케미칼 (300,000원/매수) <i>Initiate</i>	
천보 (350,000원/매수) <i>Initiate</i>	
더블유씨피 (85,000원/매수) <i>Initiate</i>	
Tiger 2차전지 테마 ETF	



[요약] 3차 사이클 진입: 합종연횡(合從連衡)



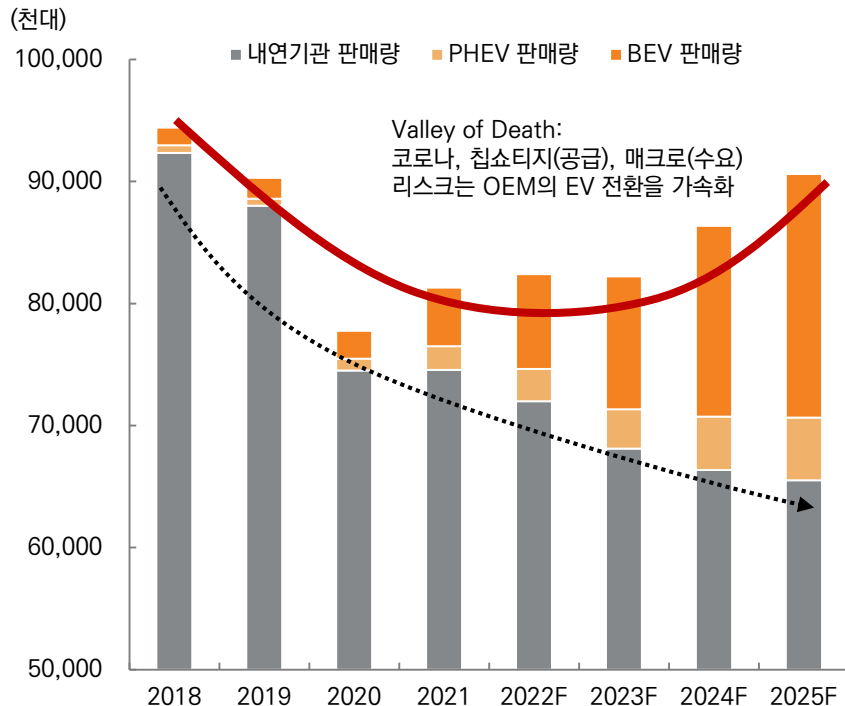
자료: 미래에셋증권 리서치센터

[요약] Valley of Death: EV로의 전환 가속화 전망

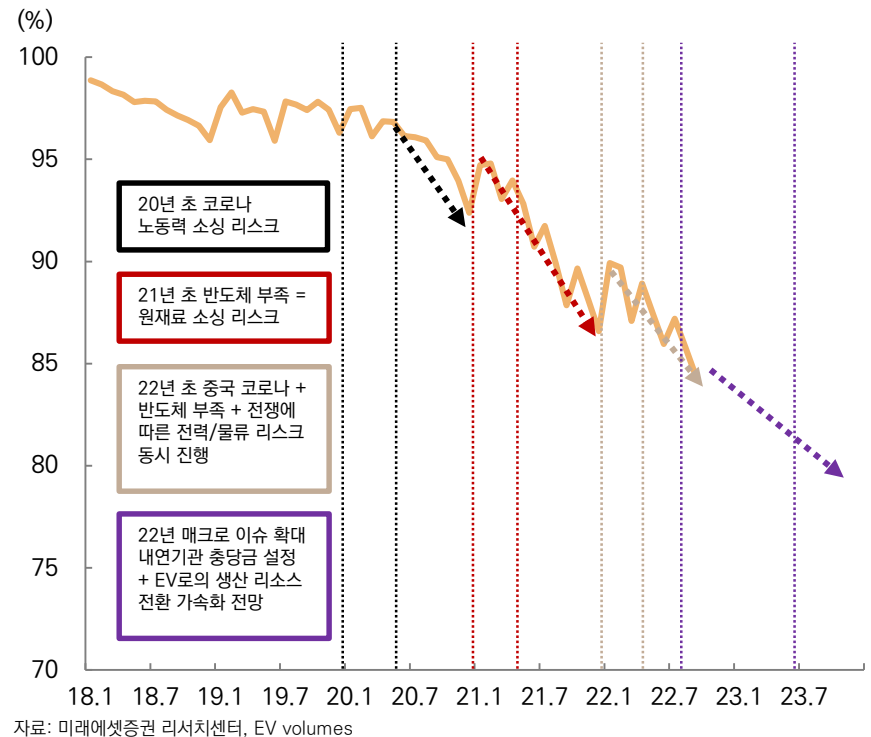
공급단 및 매크로 리스크 : OEM의 EV 전환 촉진

- 공급단 / 매크로 리스크 지속되며 전체 자동차 시장은 Valley of Death 구간 통과 중
- 코로나로 인한 노동력 소실 부족, 칩 쇼티지로 인한 원재료 소실 부족 구간에 글로벌 OEM들의 EV로의 생산라인 전환 가속화 → 내연기관 비중 급격히 축소 중
- 최근 매크로(수요) 이슈 확대 구간, 1) 글로벌 OEM 내연기관 관련 총당금 설정, 2) EV 판매 및 생산 Target을 하향 조정하지 않음

Valley of Death: 공급단 및 매크로 리스크는 EV 전환을 촉진



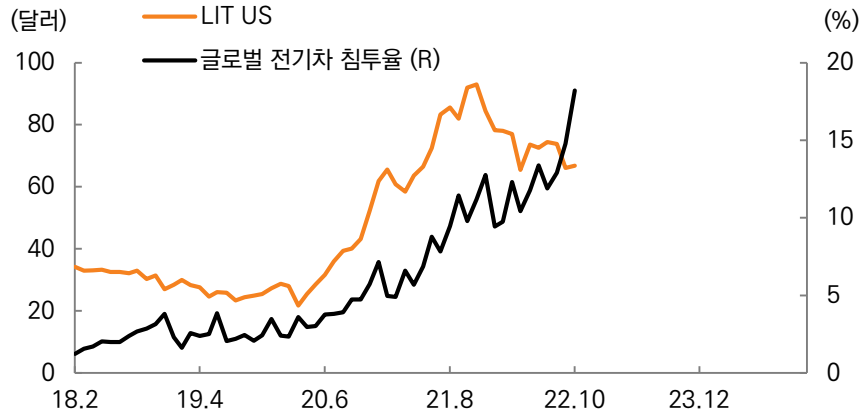
외부 리스크는 결국 EV 침투율 상승을 촉진



[요약] 배터리 섹터 주가 방향성의 함수는 침투율

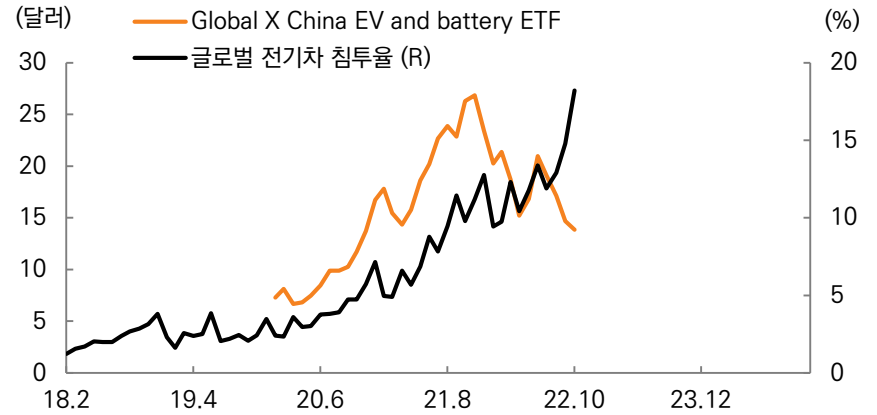
배터리 섹터 주가 리레이팅의 함수는 침투율

LIT US와 글로벌 전기차 침투율 추이



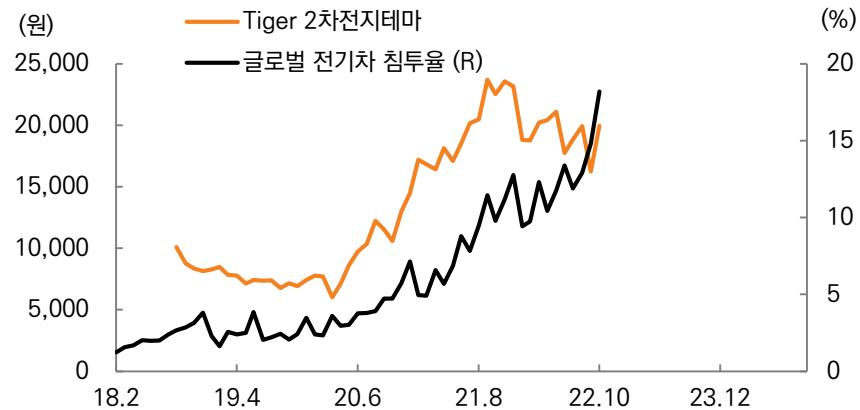
자료: Bloomberg, EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

Global X China EV ETF와 글로벌 전기차 침투율 추이



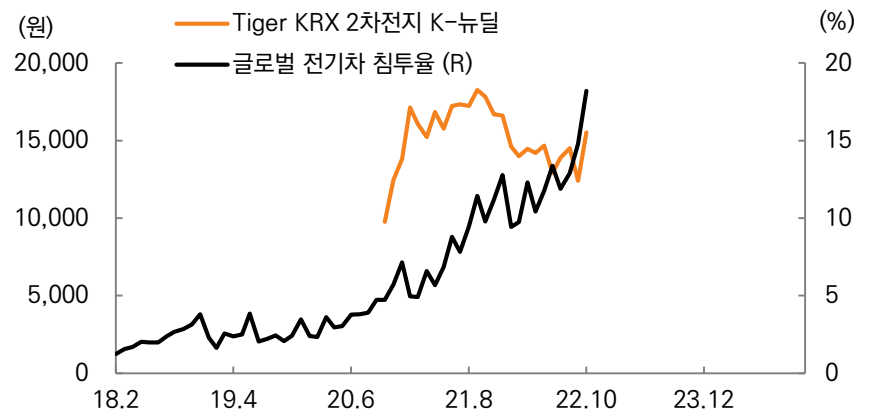
자료: Bloomberg, EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

Tiger 2차전자테마 ETF와 글로벌 전기차 침투율 추이



자료: Bloomberg, EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

Tiger BBIG-2차전지 ETF와 글로벌 전기차 침투율 추이

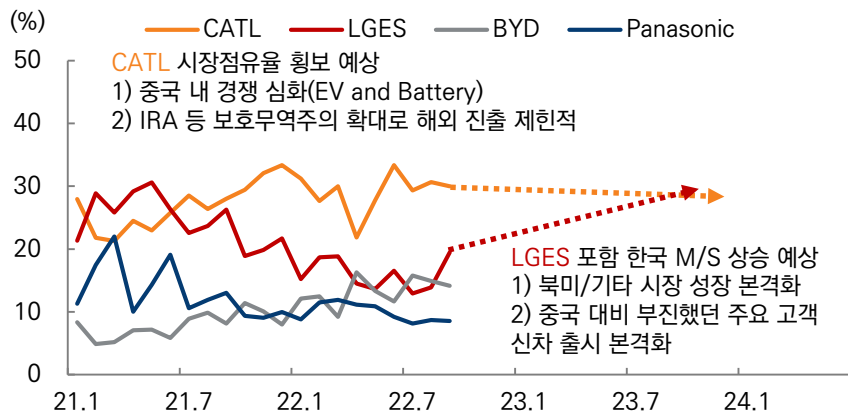


자료: Bloomberg, EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

[요약] 3차 사이클은 K-Battery 프리미엄 구간

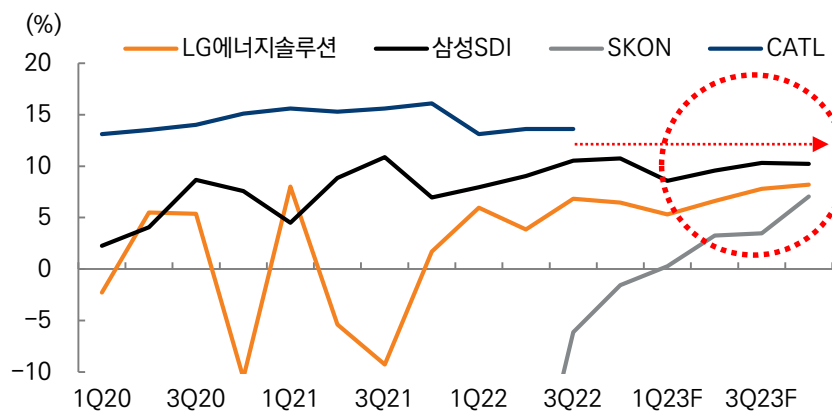
K-배터리 프리미엄 구간 진입

상위 4개 업체 EV 배터리 시장 점유율 추이(월별)



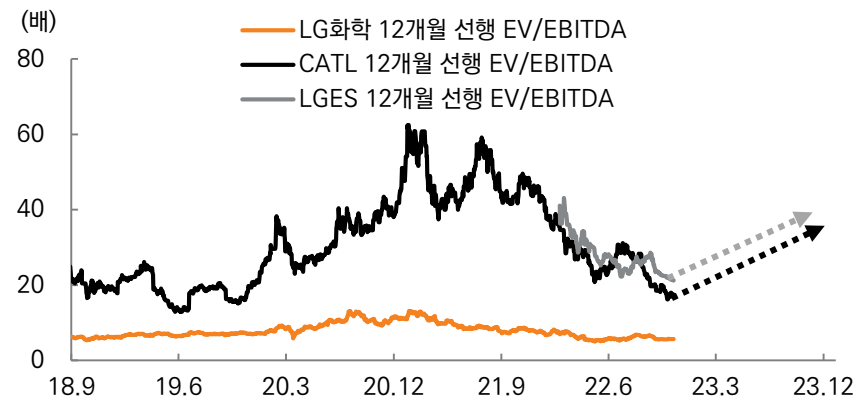
자료: EV volumes, 미래에셋증권 리서치센터

국내 배터리 3사 영업이익률 vs. CATL 영업이익률 비교



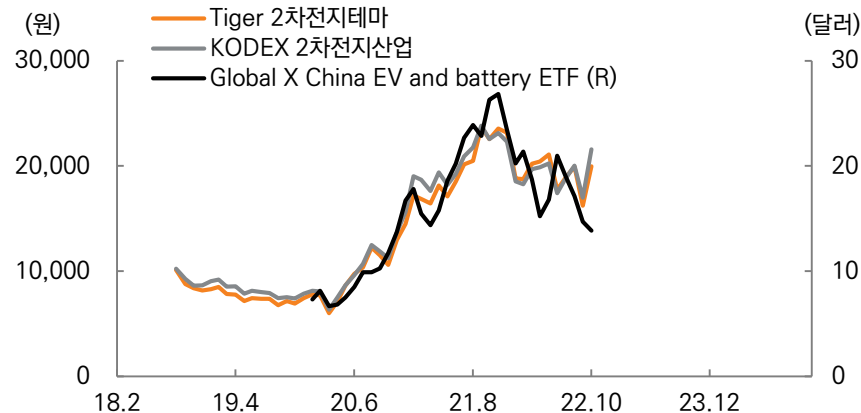
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

한국 배터리 프리미엄 구간 진입



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

한국 배터리 ETF와 중국 배터리 ETF 비교 → 한국 배터리 우위 구간



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I

—

글로벌 EV, 배터리, 소재 수요/공급 분석

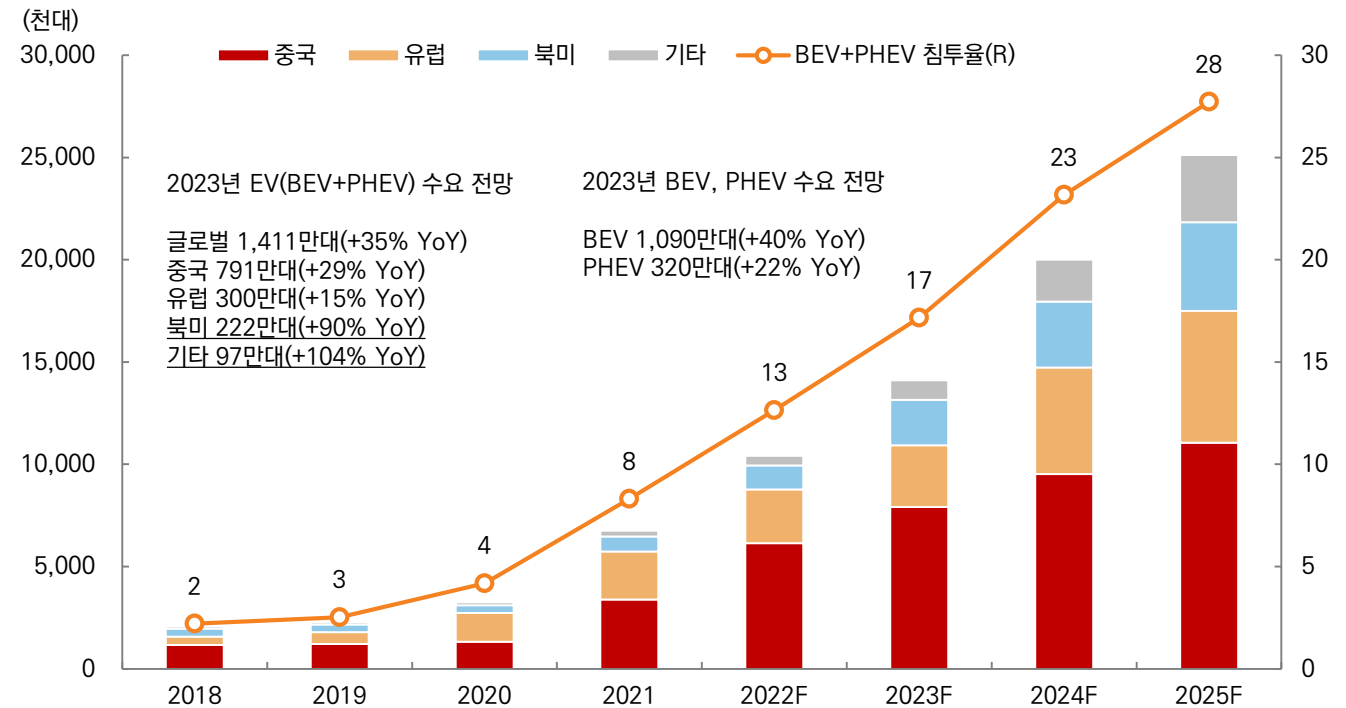


I. 글로벌 EV 수요 전망

2023년 북미/기타 시장 중심의 EV 성장 지속

- 2023년 글로벌 EV(BEV+PHEV) 판매량 1,411만대(+35% YoY), 침투율 17% 예상
- 중국 791만대(+29% YoY, 침투율 31%): 매크로 부진, 상위 업체 경쟁 심화. 중저가 판매 확대
- 유럽 300만대(+15% YoY, 침투율 20%): 매크로 부진, 일부 국가 보조금 축소. 독3사 및 Tesla 견조
- 북미 222만대(+90% YoY, 침투율 13%): IRA로 GM/Tesla 판매 확대, 글로벌 OEM 신차 출시 확대
- 기타 97만대(+104% YoY, 침투율 4%): 한국, 일본, 호주, 인도, 인도네시아, 대만 등 판매 확대 가속

EV(BEV+PHEV) 수요 전망: 보조금 지급과 침투율 기저가 낮은 북미/기타 시장 중심 수요 성장 지속 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터, EV volumes

I. 글로벌 EV 배터리 수요 전망

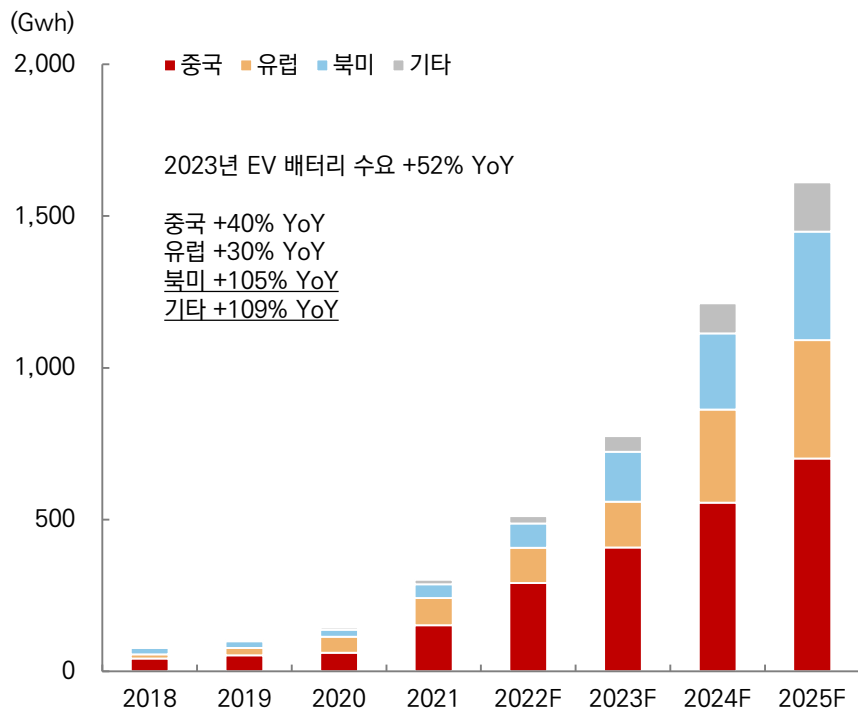
대당 탑재량 상승의 원년

- 23년 EV 배터리 수요는 775Gwh(+52% YoY)로 증가할 것으로 전망
- 23년부터 대당 배터리 탑재 용량 상승 본격화 전망

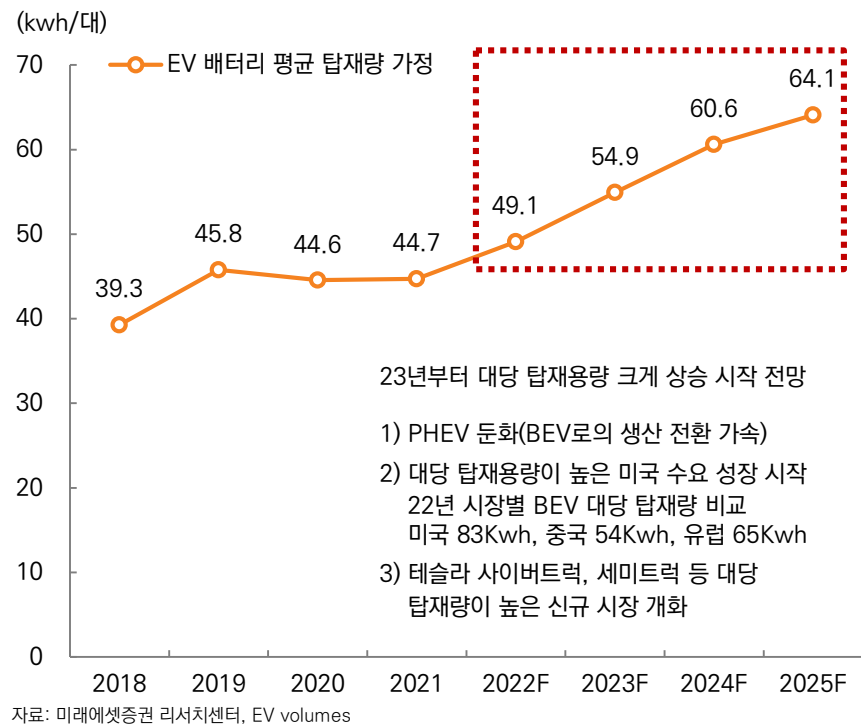
21년 44.7kwh → 22년 49.1kwh → 23년 54.9kwh → 24년 60.6kwh → 25년 64.1kwh

- 1) 시장 별로는 대당 평균 탑재량이 높은(픽업트럭 등) 미국 시장 성장 본격화
- 2) 하이니켈 배터리 적용 신차 출시 가속, LFP 배터리 용량 개선 지속
- 3) 생산 원가가 상대적으로 높은 PHEV 모델 생산량 감소 지속

글로벌 배터리 수요 전망. 북미/기타 시장 중심 배터리 수요 급증 예상



EV 대당 탑재량 가정: 23년부터 대당 탑재량 상승 본격화

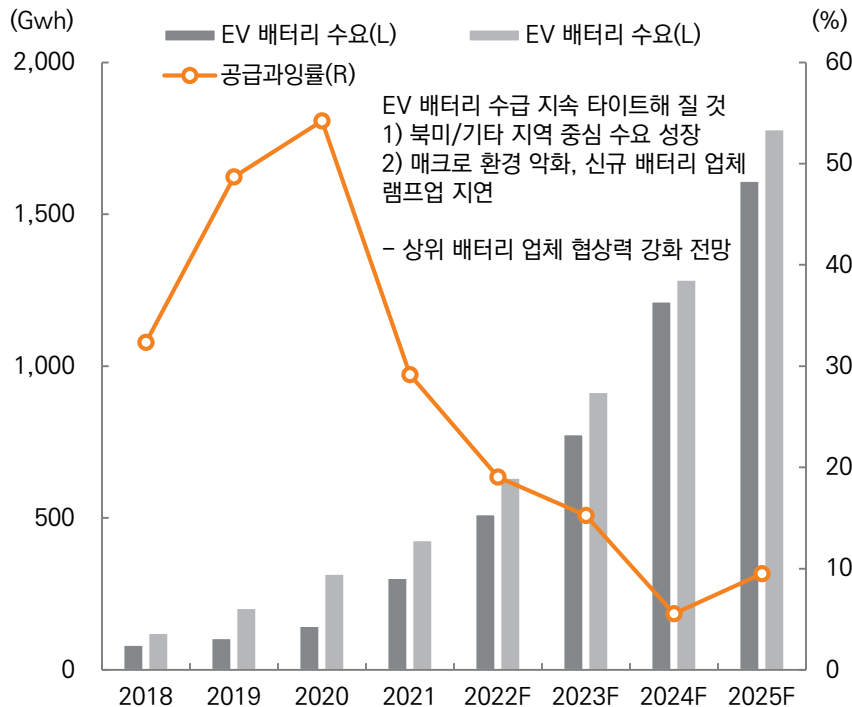


I. 글로벌 EV 배터리 수요/공급 분석

지금도 타이트하고,
앞으로는 더 타이트해 질
것으로 예상되는
배터리 수급

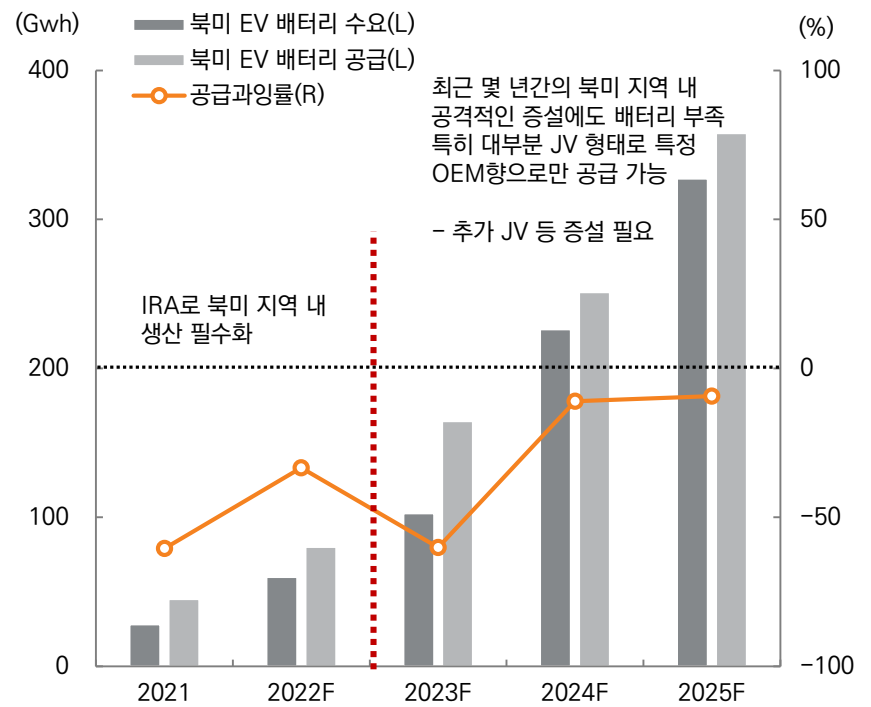
- 글로벌 EV 배터리 수급 20년 COVID 이후 지속 타이트한 상황.
- 특히 지난 8월 중순 발효된 IRA로 인해 중장기적으로 북미 지역 수요는 북미 제조시설에서의 공급이 필수적이 된 상황(42슬라이드 참조)
- 최근 몇년간 공격적인 미국 내 배터리 증설 지속되었음에도 25년까지 배터리 부족 상황 지속
- 26년 이후 물량 대응을 위한 추가적인 증설 모멘텀 지속될 것

글로벌 EV 배터리 수요/공급 분석



자료: 미래에셋증권 리서치센터, 각 사, EV volumes, SNE Research

북미 시장 EV 배터리 수요/공급 분석(미국 내 공장에서만 공급 가정 시)



자료: 미래에셋증권 리서치센터, 각 사, EV volumes, SNE Research

II — OEM 별 배터리, 소재 수요/공급 분석



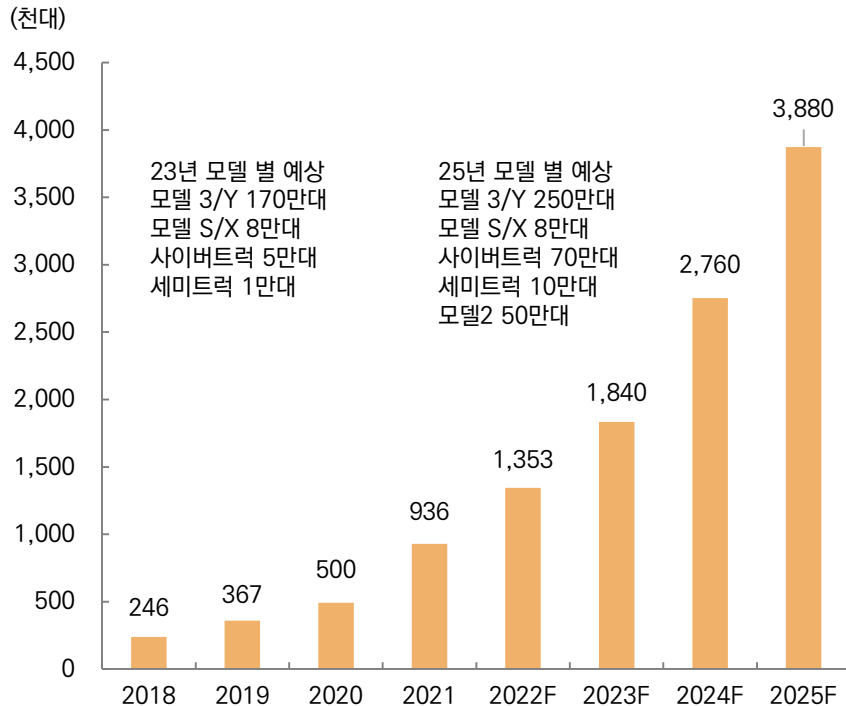
II. OEM 별 EV 배터리 수요/공급 분석(테슬라)

테슬라 23년 판매량 184만대 전망



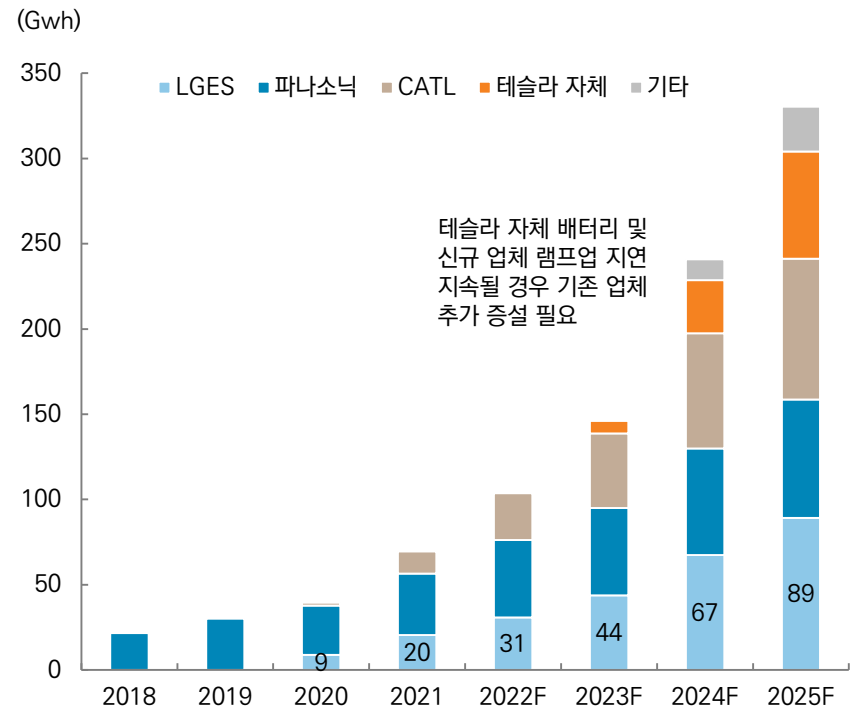
- 23년 테슬라 판매량 184만대 +36% YoY 예상(모델 3/Y 170만대, 모델 S/X 8만대, 기타 6만대)
- 23년 테슬라 배터리 수요량은 146Gwh(대당 탑재 용량 79Kwh 가정)
- 23년 기준 배터리 업체 별 점유율은 파나소닉 35%, LG에너지솔루션 30%, CATL 30% 전망
- 테슬라 자체 배터리 지연 지속될 경우, 기존 업체들의 추가 증설 및 점유율 확대 지속될 것

테슬라 EV 판매량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 EV 배터리 서플라이체인 별 공급



자료: 미래에셋증권 리서치센터

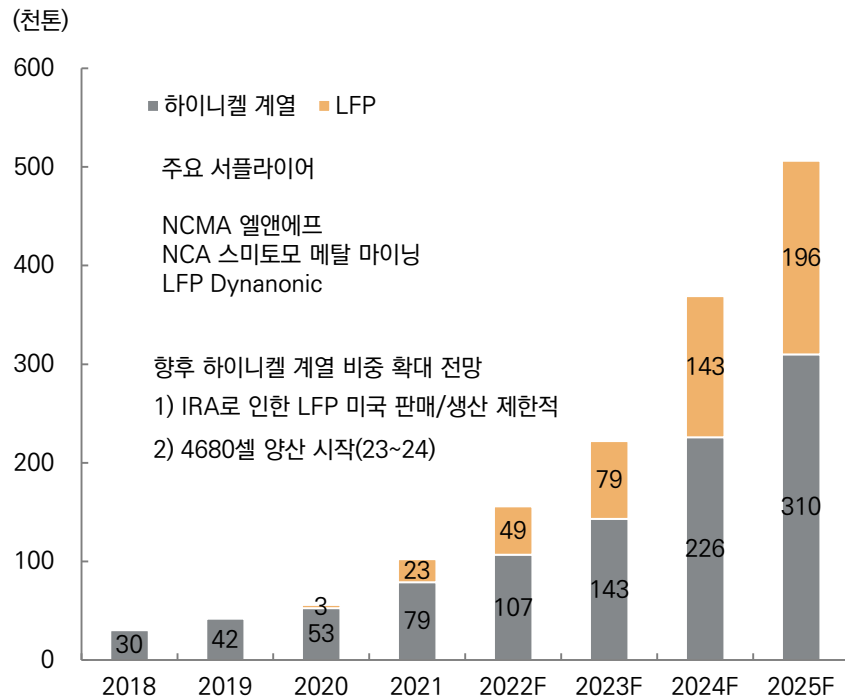
II. OEM 별 EV 배터리 소재 수요/공급 분석(테슬라)

하이니켈 양극재 비중 확대



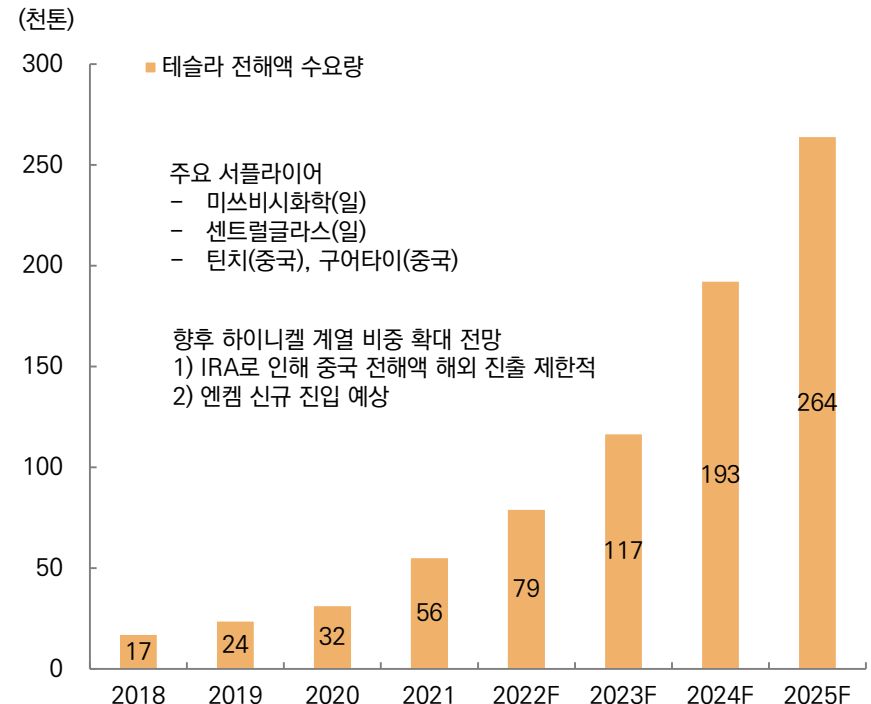
- 향후 하이니켈 원통형 점유율 상승을 예상하는데 이는 1) 베를린/텍사스 생산량 증가, 2) 테슬라 자체 배터리(4680) 비중 상승, 3) 북미 시장 내 LFP 탑재 제한(IRA 보조금 수령 위해 LFP → 21700 전환), 4) 사이버트럭 및 세미트럭 출시에 기인
- 하이니켈 업체 중에서도 엘앤에프 비중 확대가 예상되는데 이는 1) 최근 파나소닉 증설 발표에 따라 SMM의 고객사 확장이 제한적일 것으로 판단되며, 2) 테슬라 자체 배터리에도 가장 상위 버전 양극재인 NCMA 96%가 사용될 가능성이 높다고 판단한기 때문
- 전해액 역시, 기존 중국/일본 업체 → 북미 증설을 준비하고 있는 한국 업체들로의 물량 이동 전망

테슬라 양극재 수요량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 전해액 수요량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. OEM 별 EV 배터리 소재 수요/공급 분석(테슬라)

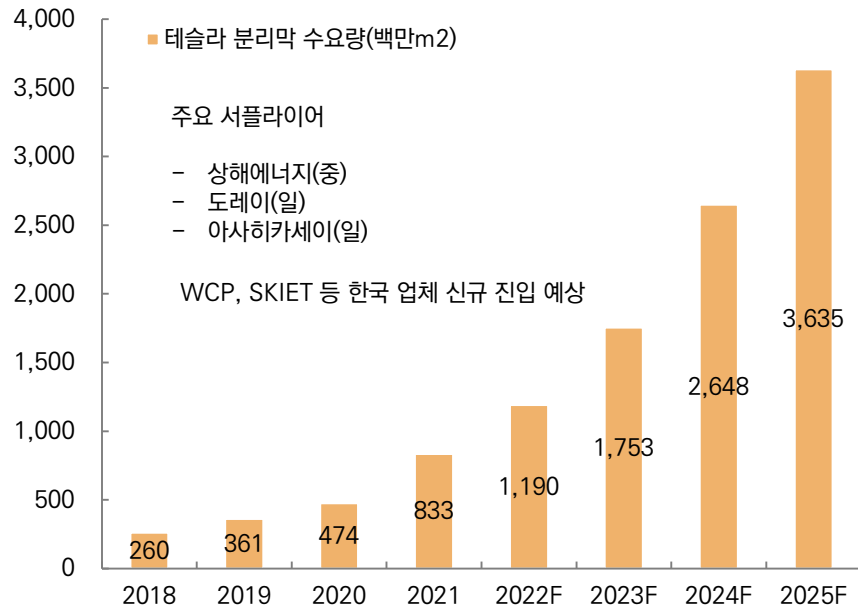
분리막/동박도 밸류체인 다변화 필요



- 25년 테슬라의 분리막 사용량은 36억m2, 동박 사용량은 17만톤 수준
- 테슬라의 향후 증설은 텍사스(22년 생산능력 13만대 → 25년 150만대), 베를린(22년 생산능력 20만대 → 25년 150만대) 중심으로 진행될 것으로 예상
- 타 소재보다 동박/분리막은 유럽 지역 진출이 선행되었던 상황이며, 미국 진출도 글로벌 경쟁사 대비 공격적인 스탠스 (중국 업체의 미국 진출 제한적, 일본 업체 보수적 투자 기조)

테슬라 분리막 수요량 전망

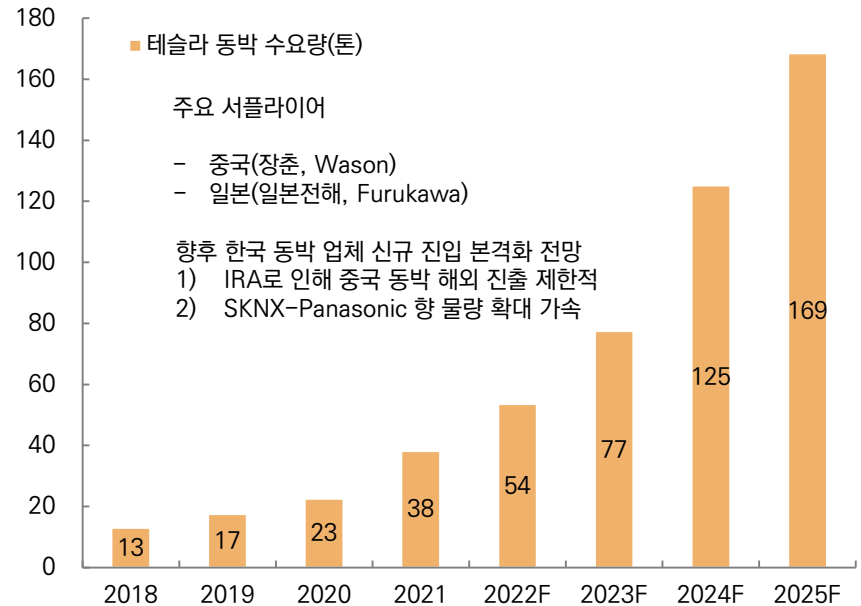
(백만m2)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 동박 수요량 전망

(천톤)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. OEM 별 EV 배터리 소재 수요/공급 분석(테슬라)

테슬라 배터리 셀/소재 전망 Table

	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
테슬라 판매량	246	367	500	936	1,353	1,840	2,760	3,880
테슬라 대당 탑재량	88	82	79	74	73	79	87	85
필요 배터리 용량(Gwh)	22	30	40	69	99	146	241	330
배터리 서플라이어	47,34087							
LGES			9	20	31	44	67	89
파나소닉	22	30	29	36	45	51	63	69
CATL			2	13	27	44	67	83
테슬라 자체						7	31	63
기타						0	12	26
점유율								
LGES			22	30	31	30	28	27
파나소닉	100	100	73	52	46	35	26	21
CATL			4	19	28	30	28	25
테슬라 자체						5	13	19
기타							5	8
배터리 종류 별(Gwh)								
하이니켈 계열	22	30	38	56	76	102	161	221
LFP 계열			2	13	27	44	79	109
양극재 수요								
하이니켈 계열	30,350	42,085	52,872	79,079	106,753	143,194	225,835	309,955
LFP			3,173	23,248	49,276	78,903	143,013	196,282
분리막 수요								
테슬라 분리막 수요량(백만m2)	260	361	474	833	1,190	1,753	2,648	3,635
Gwh 당 사용 면적(1,200만m2)	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	11,000	11,000
동박 수요								
테슬라 동박 수요량(톤)	13,007	17,437	22,538	38,164	53,551	77,442	125,196	168,525
Gwh 당 사용량(톤)	600	580	570	550	540	530	520	510
전해액 수요								
테슬라 전해액 수요량	17,343	24,050	31,632	55,511	79,335	116,893	192,610	264,354
Gwh 당 사용량(톤)	800	800	800	800	800	800	800	800
음극재 수요								
테슬라 음극재 수요량	19,511	27,055	25,992	32,399	40,850	46,027	56,338	62,454
Gwh 당 사용량(톤)	900	900	900	900	900	900	900	900

자료: 미래에셋증권 리서치센터

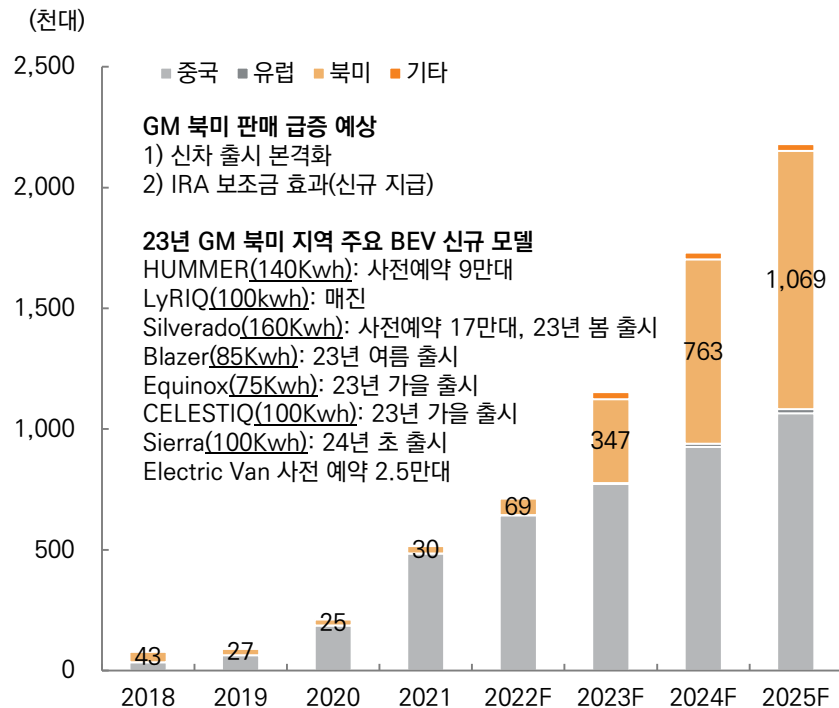
II. OEM 별 EV 배터리 수요/공급 분석(GM)

23년 GM 북미 EV 판매 5배 이상 증가 전망



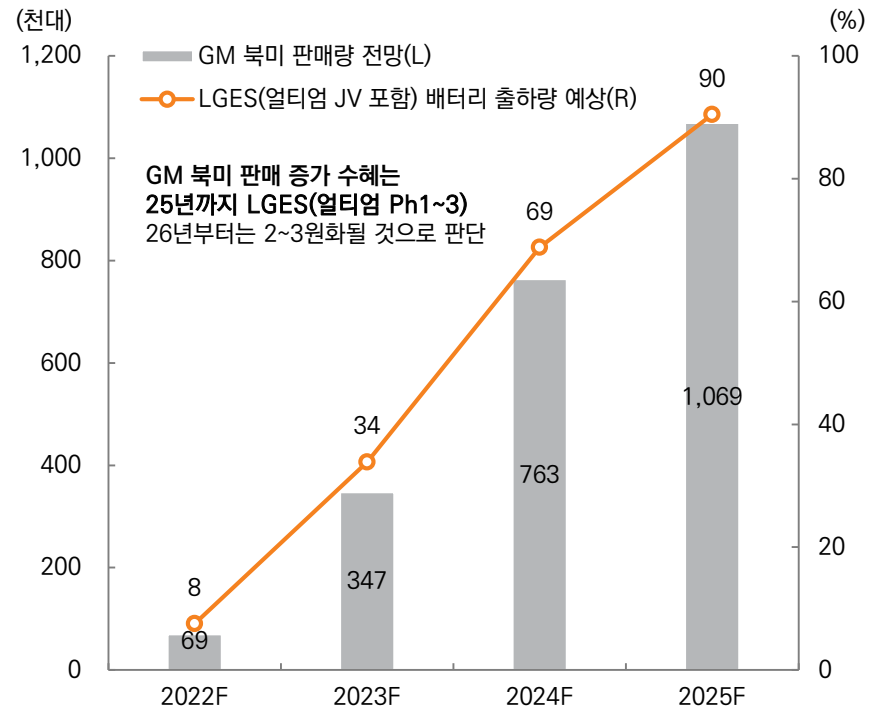
- GM 북미 EV 판매량 22년 7만대 → 23년 35만대 이상으로 증가할 것으로 예상
 - 1) 3Q22 기준 사전 예약: Hummer 9만대, Silverado 17만대, Blazer 여름 출시, Equinox 가을 출시
 - 2) 22년 GM은 보조금 대상이 아니었으나, 23년 1월 1일부터 신규 보조금 7500\$ 수령 가능
 - 3) 얼티엄 생산능력 역산: 연말 디자인 Capa 95Gwh 중 연간 출하 34Gwh로 보수적 추정에도 40만대 이상 생산/판매 가능 → GM 월 판매량 22년 5,000대 수준에서 23년 3~4만대 수준 증가 전망
- GM 북미 판매량 급증에 따라 배터리 셀, 소재 2~3원화 가속화될 것으로 판단

GM EV 판매량 전망: 북미 판매량 급증 예상



자료: 미래에셋증권 리서치센터

GM 북미 판매량 증가 수혜는 25년까지 LGES 독점. 향후 이원화 전망



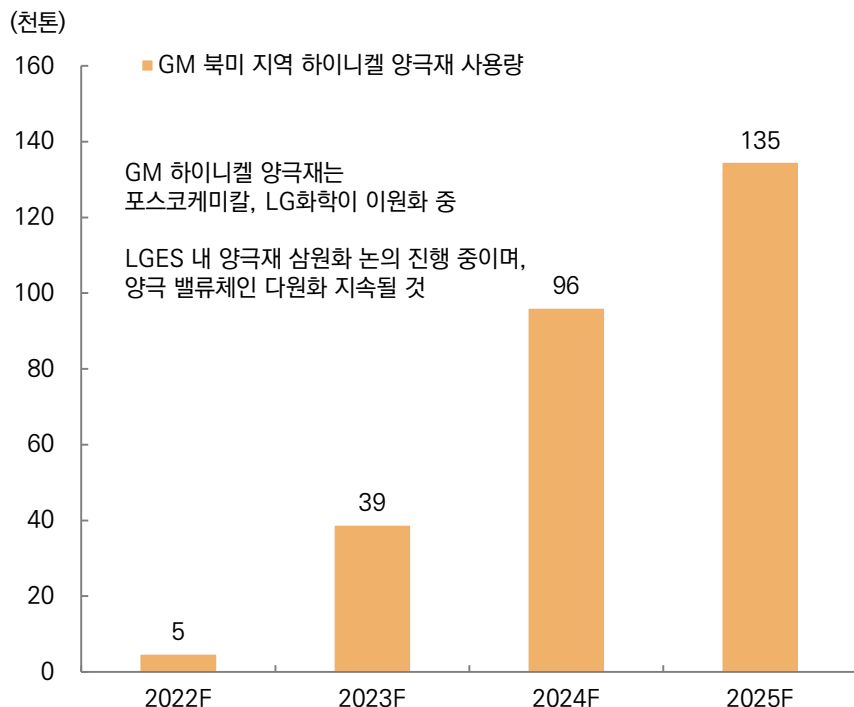
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. OEM 별 EV 배터리 소재 수요/공급 분석(GM)

얼티엄 라인 소재 다원화 가속 전망

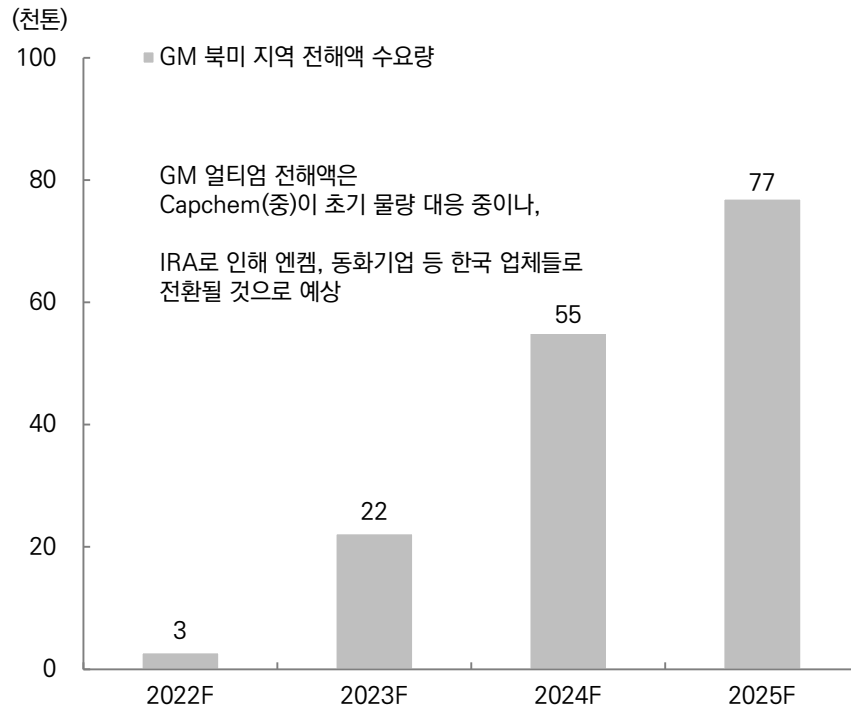
- 얼티엄 라인 하이니켈 양극재는 LG화학, 포스코케미칼이 양분하고 있으나, 향후 신규 업체로 3원화 진행될 것으로 판단. 특히 배터리 셀 2원화가 진행될 경우, 양극재 Player 다원화 가속화될 것
- 얼티엄 라인 소재 수급에서 가장 시급한 것은 전해액. 현재 얼티엄 라인 전해액은 중국 Capchem에서 조달하고 있는 것으로 파악, 향후 한국 전해액 업체로 2~3원화 필수적인 상황(IRA 법안 전해액 포함)
- GM 얼티엄 라인의 하이니켈 양극재 사용량은 25년 13.5만 톤, 전해액 사용량은 7.7만 톤 수준 추정

GM 북미 지역 하이니켈 양극재 수요량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

GM 북미 지역 전해액 수요량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

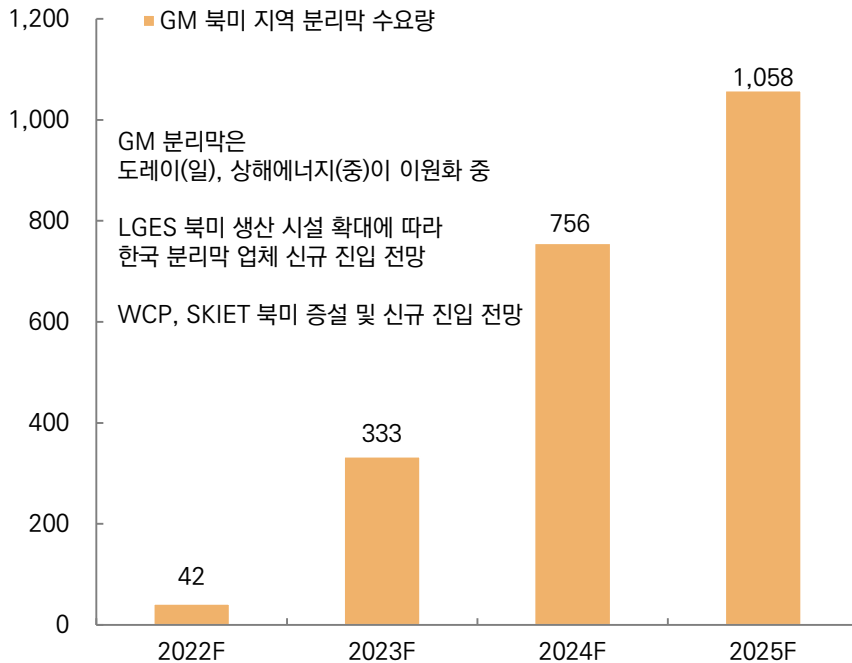
II. OEM 별 EV 배터리 소재 수요/공급 분석(GM)

알티엄 라인 소재 다원화 가속 전망

- 25년 기준 GM 알티엄 라인 분리막 사용량 11억m2, 동박 사용량 5만톤 수준
- 분리막은 IRA 주요 부품으로 지정되지 않아 타 소재 대비 급한 상황은 아니지만, 1) 글로벌 Player 숫자가 타 소재 대비 제한적이며, 2) 향후 잠재적인 수급 리스크 감안 시, 중국업체 노출도를 점진적으로 줄여나갈 것으로 판단. 3) 한국 분리막 업체가 미국 증설에 가장 적극적인 상황
- GM 알티엄 동박은 현재 일진머티리얼즈가 초기 물량 대응, 23년부터 SKNX로 이원화될 것으로 전망

GM 북미 지역 분리막 수요량 전망

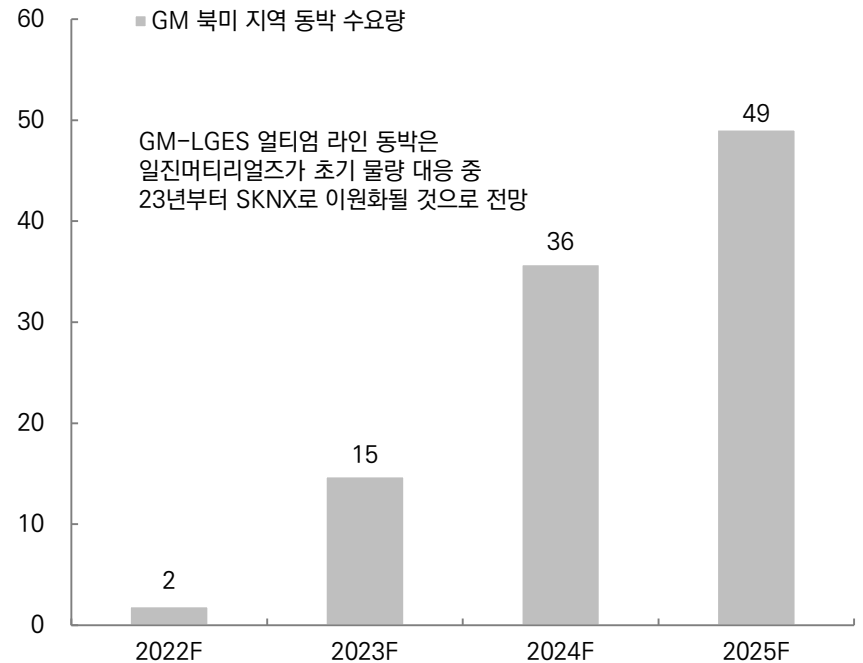
(백만m2)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

GM 북미 지역 동박 수요량 전망

(천톤)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. OEM 별 EV 배터리 소재 수요/공급 분석(GM)

GM 배터리 셀/소재 전망 Table

	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
GM 판매량	83	95	214	517	721	1,153	1,730	2,180
중국	35	64	187	486	644	772	927	1,066
유럽	0	0	0	0	0	5	13	18
북미	43	27	25	30	69	347	763	1,069
기타	5	4	2	1	8	29	27	28
GM 북미 지역 탑재량 가정					50	80	90	90
GM 북미 지역 배터리 수요량(Gwh)					3	28	69	96
		2,293	4,717	8,696	15,948	30,217	49,149	65,988
필요 배터리 용량(Gwh)	3	3	5	9	18	45	92	135
배터리 종류 별(Gwh)								
하이니켈 계열	2	2	2	3	8	34	69	100
LFP 계열			4	7	10	11	23	35
양극재 수요								
GM 북미 지역 하이니켈 양극재 사용량					4,858	38,862	96,184	134,658
분리막 수요								
분리막 수요량(백만m2)	37	41	65	111	214	542	1,009	1,485
GM 북미 지역 분리막 수요량					42	333	756	1,058
Gwh 당 사용 면적(1,200만m2)	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	11,000	11,000
동박 수요								
동박 수요량(톤)	1,863	1,981	3,072	5,086	9,646	23,918	47,712	68,836
GM 북미 지역 동박 수요량					1,874	14,712	35,726	49,054
Gwh 당 사용량(톤)	600	580	570	550	540	530	520	510
전해액 수요								
GM 북미 지역 전해액 수요량					2,776	22,207	54,962	76,947
Gwh 당 사용량(톤)	800	800	800	800	800	800	800	800
음극재 수요								
GM 북미 지역 음극재 수요량					3,123	24,983	61,833	86,566
Gwh 당 사용량(톤)	900	900	900	900	900	900	900	900

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. OEM 별 EV 배터리 소재 수요/공급 분석(VW)

VW 배터리 셀/소재 전망 Table

	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
VW 판매량	83	137	425	763	918	1,285	1,735	2,185
중국	10	48	78	154	271	352	458	573
유럽	62	71	319	548	573	803	1,084	1,354
북미	8	15	22	47	55	89	133	186
기타	3	4	6	14	18	41	60	72
YoY		65	209	80	20	40	35	26
VW 대당 탑재량	20	37	39	48	53	58	63	65
필요 배터리 용량(Gwh)	2	5	17	37	49	75	109	143
점유율								
CATL	3	15	7	18	30	28	25	23
LGES	7	44	65	63	47	40	40	34
SKON	0	0	0	0	2	20	20	26
삼성SDI	70	40	27	18	14	8	5	3
Northvolt							5	8
기타	0	0	0	0	0	4	5	6
배터리 종류 별(Gwh)								
하이니켈 계열	1	4	15	29	31	51	76	101
LFP 계열			1	7	15	24	33	41
양극재 수요								
VW 하이니켈 계열	1,827	5,921	21,375	41,197	43,272	71,093	107,013	141,776
VW LFP			2,119	11,981	26,350	43,014	58,966	74,454
분리막 수요								
VW 분리막 소요량	20	60	199	438	587	896	1,201	1,569
Gwh 당 사용 면적(1,200만m2)	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	11,000	11,000
동박 수요								
VW 동박 소요량	1,010	2,917	9,475	20,079	26,419	39,579	56,782	72,742
Gwh 당 사용량(톤)	600	580	570	550	540	530	520	510
전해액 수요								
VW 전해액 소요량	1,347	4,023	13,298	29,206	39,139	59,742	87,357	114,105
Gwh 당 사용량(톤)	800	800	800	800	800	800	800	800
음극재 수요								
VW 음극재 소요량	111	2,010	9,663	20,656	20,643	26,884	39,311	43,645
Gwh 당 사용량(톤)	900	900	900	900	900	900	900	900

자료: 미래에셋증권 리서치센터



III. 23년 배터리 섹터 부문 별 P/Q/C 전망

Q(출하량) 상승, P(판가), C(원가) Flat → 실적 호조 지속될 것으로 전망

		3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
배터리셀	P	↑	↑	↑	↑	↑	→	↑	→	→	→
	Q	↑	↓	↓	↑	↑↑	↑	↓	↑	↑	↑
	C	↑	↑	↑	↑	↓	→	↑	→	→	→
하이니켈 양극재	P	↑	↑	↑	↑	↑	→	↑	→	→	→
	Q	↑	↑	↑	↑	↑↑	↑	↑	↑	↑	↑
	C	↑	↑	↑	↑	↑	→	↑	→	→	→
동박	P	↑	→	→	→	↓	→	→	→	→	→
	Q	↑	↓	↓	↑	→	↑	↓	↑	↑	↑
	C	↑	→	→	→	↑	↓	→	→	→	→
전해액	P	↑	→	→	↓	→	→	→	→	→	→
	Q	↑	↓	↓	→	↑	↑	↓	↑	↑	↑
	C	↑	↑	↑	↓	→	→	→	→	→	→
전해액 원재료	P	↑	↑	↑	↓↓	→	→	→			
	Q	↑	→	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↑
	C	↑	↑	↑	↓↓	→	→	→			
분리막	P	→	→	→	→	→	→	→	→	→	→
	Q	→	↓	↓	→	→	↑	↓	↑	↑	↑
	C	→	→	→	→	↑	→	→	→	→	→

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV

—

3차 사이클 Keyword

- 1) 합종연횡(合從連衡)
- 2) 후발주자 광폭 행보
- 3) 차세대 기술 적용 원년
- 4) 정책 자금 확대



IV. 3차 사이클 Key word 1) 합종연횡(合從連衡)

합종연횡의 이유

1) 물량이 너무 많다

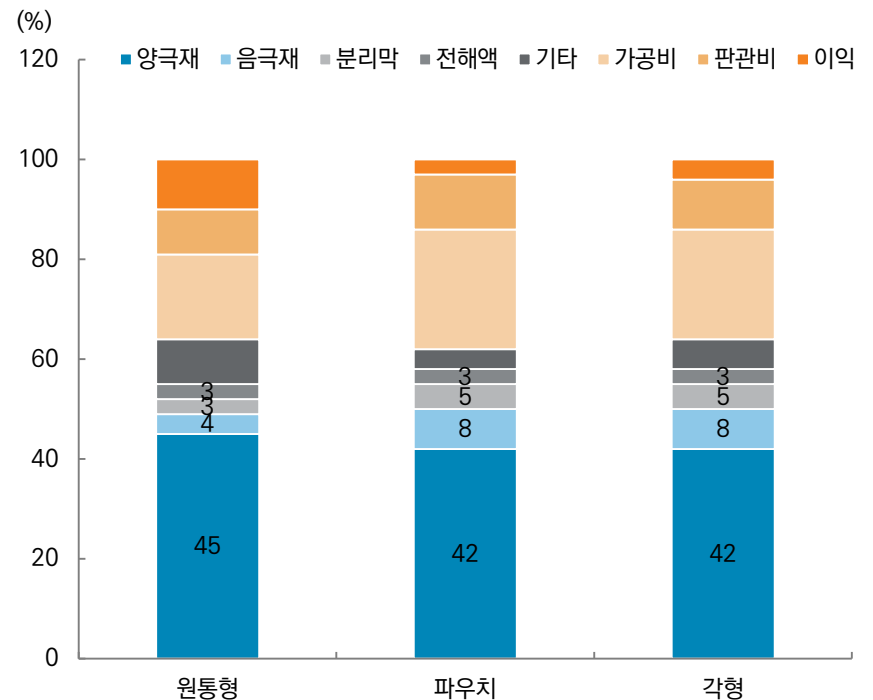
- 3Q22 말 기준 수주 잔고: LG에너지솔루션 350조원, SKON 270조원 이상, 삼성SDI 120조원 추정
- 22년 상반기 기준 주요 소재 별 원가 비중: 양극재 42%, 음극재 8%, 분리막 5%, 전해액 3%
- 국내 배터리 3사 합산 수주잔고 740조원을 원가 비중으로 역산하면, 양극재 311조원, 음극재 59조원, 전해액 22조원, 분리막 37조원 필요
- 특히 중장기 관점에서 북미 수주잔고는 국내 배터리 소재 업체 소화 필요(합산 북미 수주잔고 380조원)
→ 북미 수주잔고: LGES 250조원 이상, SKON 100조원 이상, 삼성SDI 30조원 이상

배터리 업체 수주 잔고 현황: 배터리 형태/밸류체인 다원화 가속

EV 배터리 수주 잔고	지역별	양극재	음극재	전해액	분리막
LGES 350조원	북미 250조원 이상	105조원	20조원	8조원	13조원
	기타 100조원	42조원	8조원	3조원	5조원
SKON 270조원	북미 100조원 이상	42조원	8조원	3조원	5조원
	기타 170조원	71조원	14조원	5조원	9조원
삼성SDI 120조원	북미 30조원 이상	13조원	2조원	1조원	2조원
	기타 90조원	38조원	7조원	3조원	5조원
합계	740조원	311조원	59조원	22조원	37조원

자료: 미래에셋증권 리서치센터

배터리 원가 비중(1H22 기준)



자료: SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 3차 사이클 Key word 1) 합종연횡(合從連衡)

합종연횡의 이유

2) 북미 시장, 합종연횡 불가피

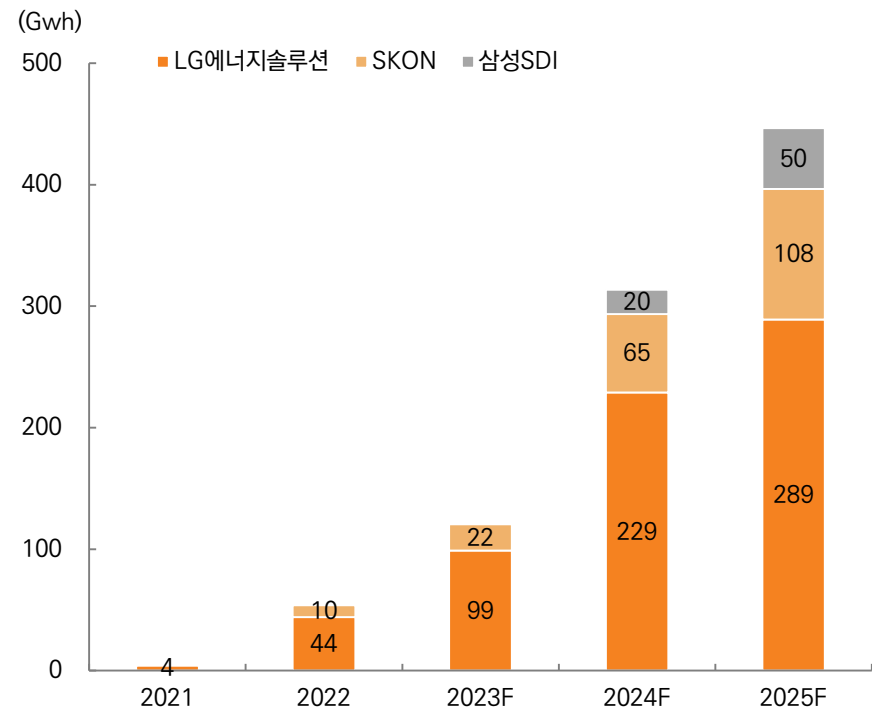
- 수주잔고 기준 북미 시장 수요: 양극재 160조원, 음극재 30조원, 전해액 11조원, 분리막 19조원
- 현재 국내 업체로 이미 포지셔닝이 되었던 양극재 밸류체인은 후발 한국 업체들로의 2/3원화 진행 전망
- 음극재는 포스코케미칼 시장 점유율 확대 지속, 분리막 역시 한국 분리막 업체 시장 점유율 확대 전망
- 가장 시급한 소재는 전해액, 현재 얼티엄 라인 포함 EV 배터리 내 한국 전해액 업체 점유율 매우 낮음
- 중국 → 한국 업체로의 물량 이동 가속화될 것으로 판단(문제는 Capex)

북미 지역 내 생산을 위한 한국 밸류체인의 M/S 확대 및 신규 진입 가속

북미 수주 잔고	양극재	음극재	전해액	분리막
LGES 250조원 이상	105조원	20조원	8조원	13조원
기존	LG화학 포스코케미칼 엘앤에프	포스코케미칼 중/일 업체	중/일 노출도 높은 상황	도레이(LG화학) 중국 업체
향후	코스모신소재 등 신규 진입 예상	포스코케미칼 M/S 확대	엔캠 비중 확대 가속	WCP 등 진입 예상
SKON 100조원 이상	42조원	8조원	3조원	5조원
기존	에코프로비엠	포스코케미칼 중/일 업체	중/일 노출도 높은 상황	SKIET, 중/일 업체
향후	포스코케미칼 코스모신소재 등 신규 진입 예상	포스코케미칼 M/S 확대	엔캠 비중 확대 가속	SKIET 비중 확대 가속 WCP 등 진입 예상
삼성SDI 30조원 이상	13조원	2조원	1조원	2조원
기존	에코프로비엠	포스코케미칼 중/일 업체	중/일 노출도 높은 상황	WCP 아사히카세히 등
향후	포스코케미칼 코스모신소재 등 신규 진입 예상	포스코케미칼 M/S 확대	솔브레인 동화기업 비중 확대 가속	WCP 비중 확대 가 속 SKIET 등 진입 예상

자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내 배터리 업체 북미 CAPA: 북미 생산량은 사실상 한국 업체 대응



자료: 미래에셋증권 리서치센터

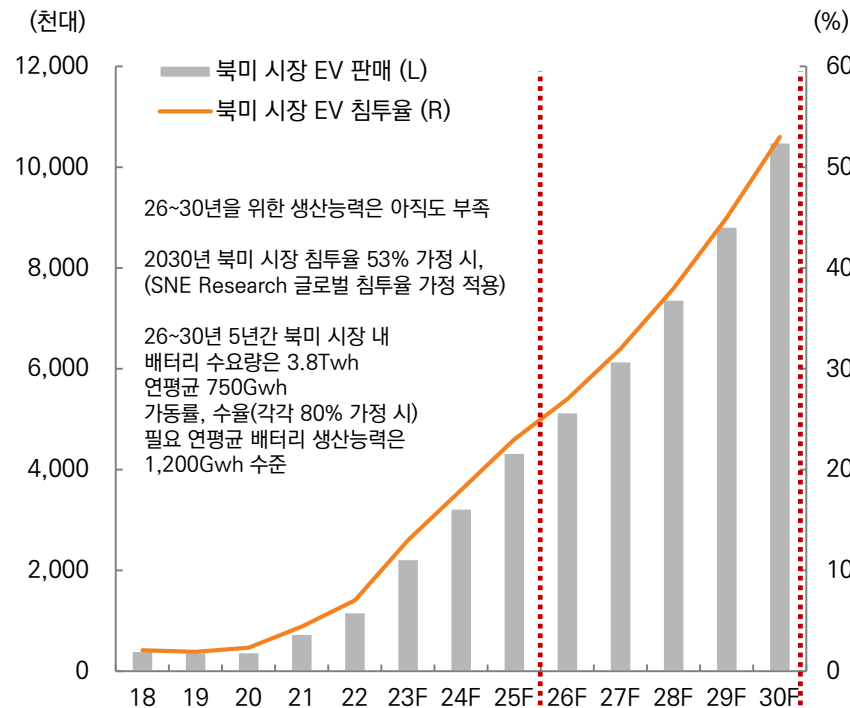
IV. 3차 사이클 Key word 1) 합종연횡(合從連衡)

합종연횡의 이유

3) 25년 이후 북미 시장에서는 무슨 일이

- 23년에도 북미 지역 내 JV 설립 지속될 것(GM 얼티엄 Ph4, BMW, 현대/기아차, 토요타 등)
- 23년 JV 설립 발표하는 건들은 부지/건물/장비 Installation, 제품 평가 기간 감안 시 26년 출하 가능
- 26년~30년 북미 시장 수요와 배터리 수요량 예측 필요
- 26년~30년 5년간 필요한 배터리 셀 수요량 3.8Twh, 연평균 디자인 Capa 1,200Gwh 수준
- 소재 별 필요 연평균 디자인 Capa 계산 → 아직도 많은 증설이 필요한 상황(북미 증설 발표 가속화)
: 양극재 140만톤, 전해액 94만톤, 동박 59만톤, 분리막 120억m2, 음극재 94만톤

26~30년 북미 시장에서 필요한 배터리 3.8Twh



자료: 미래에셋증권 리서치센터

25년 이후 북미 시장 물량 대응을 위한 필요 디자인 생산능력 역산

	5년 합산 수요량	연평균 수요량	필요 디자인 Capa/년 가동률, 수율 80%가정
배터리 셀 (Gwh)	3,762	752	1,175
양극재 (천톤)	4,514	903	1,411
전해액 (천톤)	3,010	602	941
동박 (천톤)	1,881	376	588
분리막 (백만m2)	37,620	7,524	11,756
음극재 (천톤)	3,010	602	941

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 3차 사이클 Key word 2) 후발 주자들의 광폭 행보

후발 주자들의 광폭 행보 3개 종목 신규 분석 시작

- 3차 사이클(합종연횡) 구간에 삼성SDI(배터리 셀), 포스코케미칼(양/음극재), 코스모신소재(양극재), 엔켐/동화기업/솔브레인/천보(전해액/첨가제), 더블유씨피(분리막) 등 후발 업체들의 광폭 행보에 주목
→ 1) 배터리 수주 규모 급증, 2) IRA로 인한 북미 증설이 필수적인 사이클
- 신규 3종목 분석 시작
→ 포스코케미칼(목표가 30만원), 천보(목표가 35만원), 더블유씨피(목표가 85,000원)

신규 커버리지 종목 목표 주가 및 투자포인트

종목명	목표주가	상승여력(%)	투자 포인트
포스코케미칼 (003670)	30만원	35%	1) 북미 음극재 대안 없음: 공급 부족 심각 2) 양극재 물량 증가에 따른 2~3원화 수혜 3) 업스트림 내재화 가속 4) 23년 GM 북미 수요 성장 사이클에 주목
천보 (278280)	35만원	46%	1) 차세대 전해질로의 전환 가속(LiPF6 변동성 확대) 2) 23년 FEC, VC 등 신규 첨가제 매출 발생 본격화 3) 제조원가 우위, IRA 효과로 중국 업체와 갭 축소
더블유씨피 (393890)	85,000원	66%	1) 실적으로 증명한 분리막 펀더멘탈. 결국은 가동률 2) 기존 고객사 중장기 물량 확대. 23년 고객사 확장 3) 5.5M 광폭/개별연신/듀얼 코팅 → 제조원가 우위

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 3차 사이클 Key word 3) 차세대 기술 적용의 원년

1) 4680 셀 양산 원년

- 4680 셀 양산 원년: 파나소닉, LGES, Tesla(이상 23년), 삼성SDI, CATL 등 24년부터 양산 전망
- 20년 9월 테슬라 배터리 데이에서 처음 소개된 후, 다수의 OEM들 적용 확정 및 검토 중
- BMW, GM은 적용 가시성이 높으며, 현대기아/Rivian, Vinfest 등 적용 검토하는 OEM 확대
- 4680은 21700 대비 Kwh 당 가격이 14% 저렴, 5배 많은 에너지 저장 가능, CTC 적용 시 주행거리 16% 증가 효과. 테슬라 모델 3 21700셀 사용 시 대당 4,416개 탑재. 4680셀 사용시 883개 탑재.

4680 배터리 양산 원년, 21700대비 에너지 밀도 및 가격 우위



자료: SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

23년 테슬라, 24년 이후 BMW, GM, 현대차 등으로 확대 적용 예상

OEM	배터리 셀	Target SOP	
테슬라	테슬라(인하우스)	2023(US)	2024(US) N/A(US)
	파나소닉	2023(JP)	
	LG에너지솔루션	2023(KR)	
BMW	삼성SDI	2024(Kor)	N/A(EU)
	CATL	2024(CN)	
	EVE	2025(EU)	
	LG에너지솔루션	2024(KR)	N/A(EU)
기타 (GM, 현대차, 리비안, 루시드 등)	삼성SDI	2025~	
	LG에너지솔루션	2025~	
	Storedot	2025~	
	Nio	2025~	
	파나소닉	2025~	
	BAK	2025~	
	EVE	2025~	

자료: SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

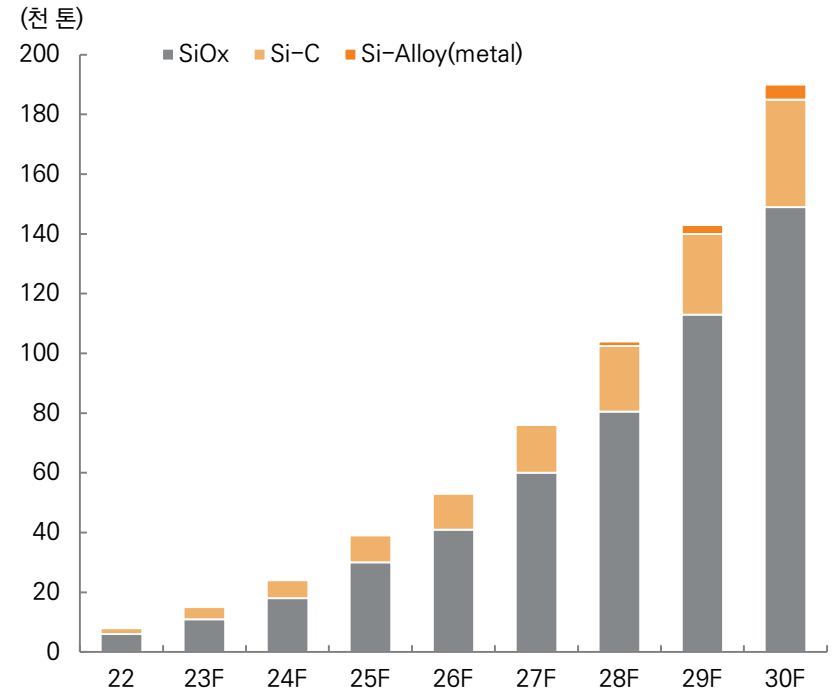
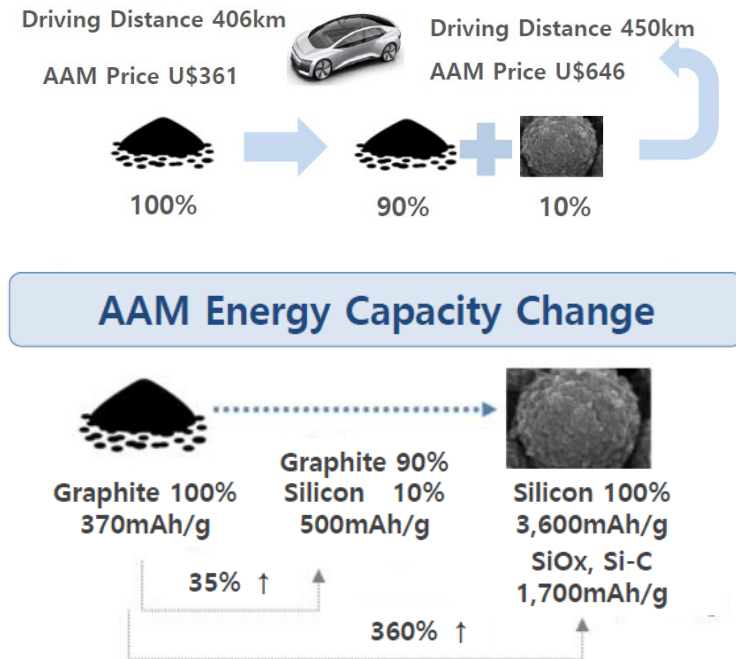
IV. 3차 사이클 Key word 3) 차세대 기술 적용의 원년

2) SI 음극재

- 음극재, 천연흑연→ 인조흑연→ Silicon → Li metal로 기술 변화 중. 23년 Si 시장 확대 원년
- 흑연계의 경우 대당 음극재 비용은 360불 수준 → 10% 실리콘 사용 시 640불 이상으로 상승하여 전체 원가 상승은 불가피하지만, 수요의 가격 탄력성이 낮은 프리미엄급 전기차(포르쉐 타이칸 등) 탑재는 점진적으로 확대될 것으로 전망
- 23년 LGES Gr+SiOx 5.5%, 삼성SDI Gr+SCN(Si 8%), CATL은 24년, SKON은 25년 적용 확대
- 실리콘 계열 음극재 시장 개화에 따라 CNT, 플루오린계 전해액 첨가제 시장 개화 전망

Si 탑재 시 원가 상승 → 수요 가격탄력성 낮은 프리미엄 모델 적용

실리콘 음극재 종류별 수요 전망



자료: SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

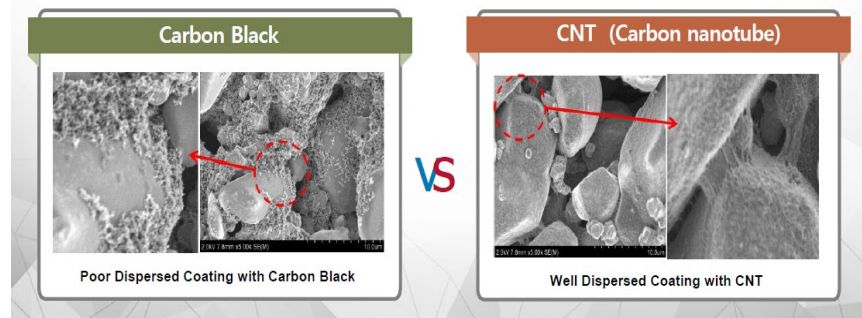
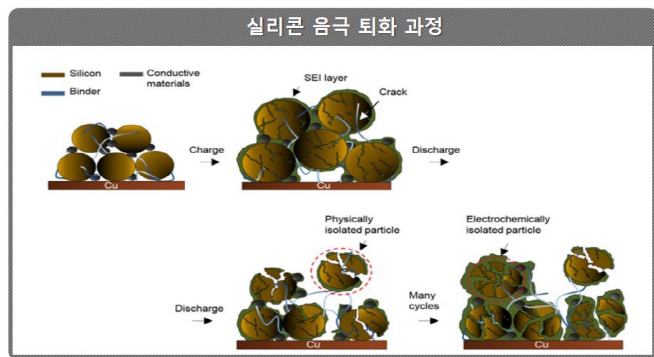
자료: SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 3차 사이클 Key word 3) 차세대 기술 적용의 원년

3) CNT

- 실리콘(SiC or SiOx) 음극재를 적용한 배터리 충방전시 실리콘의 팽창/수축으로 인한 음극재 변화를 최소화해주는 역할
- 양극재 CNT의 경우 기존 도전재로 사용되는 Carbon Black을 점진적으로 대체할 것으로 전망. Carbon Black → CNT로 변화 시 이론적으로 도전재 사용량 70% 이상 감소하며, 같은 부피 내 양극재 함량을 증가, 배터리 에너지 밀도를 개선

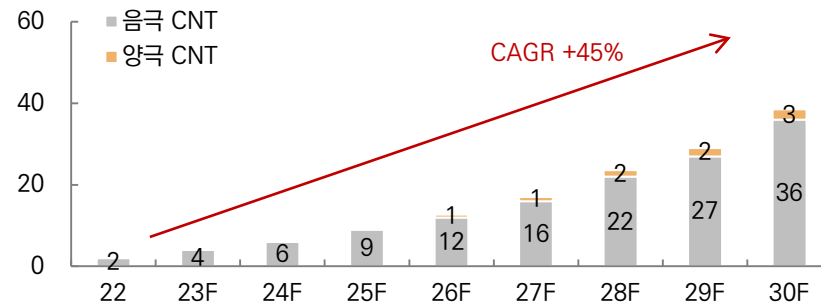
CNT: 실리콘 음극의 팽창/수축 최소화, 도전재 비중 축소 양극 함량 증가



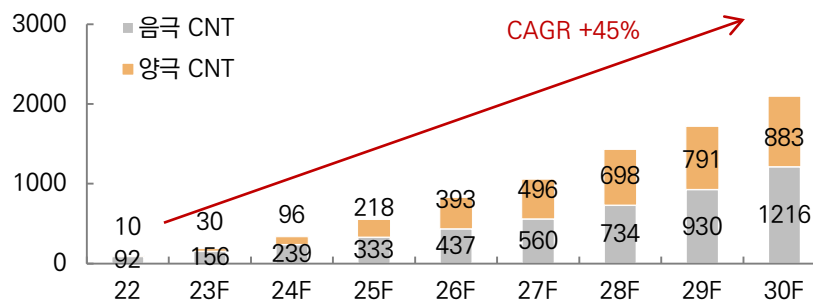
자료: 나노신소재, 미래에셋증권 리서치센터

음극 CNT 및 양극 CNT 시장 전망

(천 톤)



(USD bn)



자료: 제이오, 미래에셋증권 리서치센터

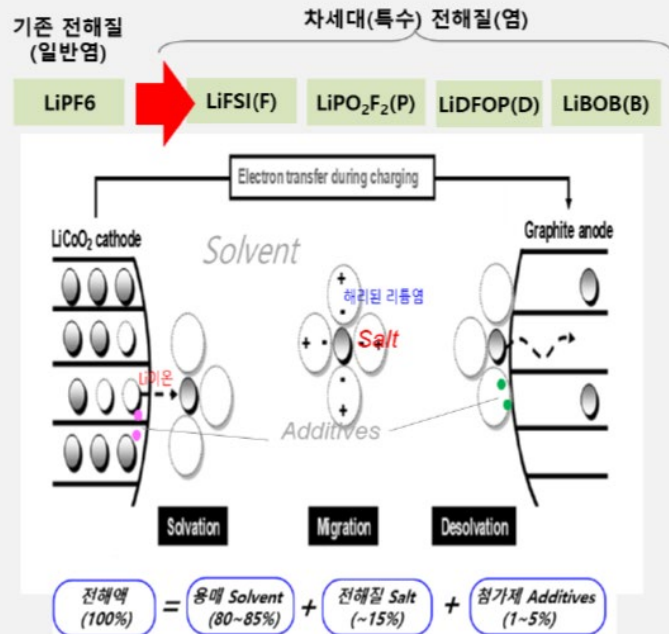
IV. 3차 사이클 Key word 3) 차세대 기술 적용의 원년

4) 차세대 전해액

- 21~22년 LiPF₆ 가격(수급) 변동성 크게 확대(중국 노출도 높음) → 차세대 전해질로의 전환 가속
- 배터리 안전성 향상, 수명 연장, 고속 충전, 고출력/용량 니즈를 충족시키기 위해 LiFSI(F), LiPO₂F₂(P), LiFOP(D), LiBOB(B) 전해질 점진적 확대 전망
- 전해액 용매는 카보네이트 계(EC/EMC/DEC)에서 플로린계(F)로의 전환 가속: 실리콘 음극재 및 하이니켈 양극재와의 호환

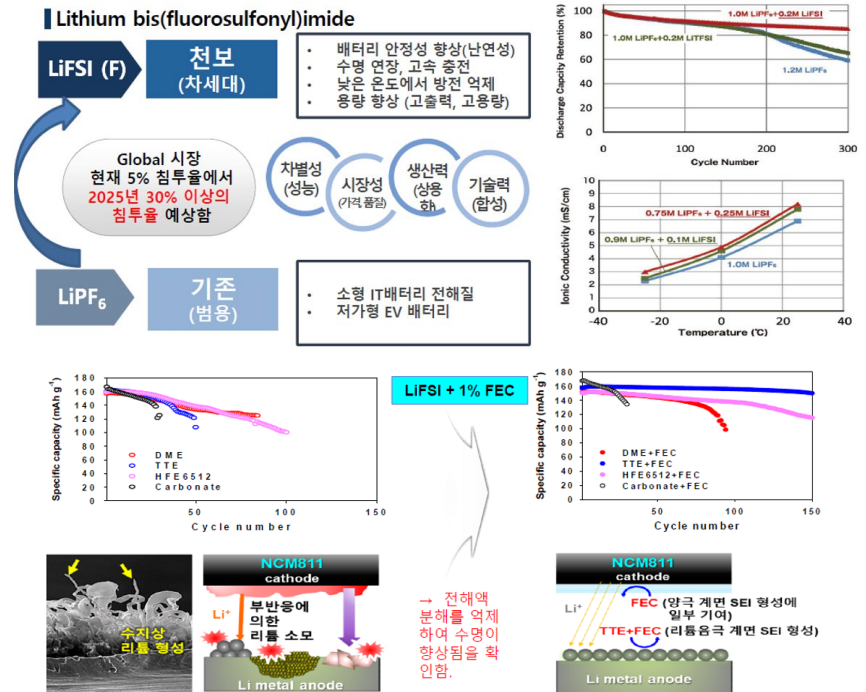
21~22년 기존 LiPF₆ 가격 변동성 확대 → 차세대 전해질로 기술 전환

특수염(전해질) 기능 및 기술 변화 방향



자료: SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

LiFSI 점유율 확대 본격화. 용매/첨가제에서도 플로린계 적용 확대 전망



자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 3차 사이클 Key word 3) 차세대 기술 적용의 원년

배터리 업체별 Tech Tree

	Technology	'23	'024	'25	'26
LGES	Cell E/D	300Wh/kg		320Wh/kg	
	Cathode	NCMA(Ni 86%)		NCMA(Ni > 90%)	
	Anode	Gr+SiO 5.5%		Gr+SiO <8%,SWCNT / Pure Si	
	Sepa, Electrolyte		SRS,New Salt(LiFSI...)	Electrolyte	
SDI	Cell E/D	275Wh/kg		290Wh/kg	
	Cathode	Gen6 NCA(Ni 91%)		Gen7 NCA (Ni > 91%)	
	Anode	Gr+SCN(Si 8%)		Gr+SCN(Si 10%)	
	Sepa, Electrolyte		High-heat Resistance thin Sepa,New Salt		
SK on	Cell E/D	285Wh/kg		320Wh/kg	
	Cathode		NCM 9½ ½(Ni 88%)		
	Anode	Gr		Gr+SiO	
	Sepa, Electrolyte		High-heat Resistance thin Sepa, New Salt		
CATL	Cell E/D		350Wh/kg		
	Cathode		High Ni	Li-rich/High Voltage Spinel	
	Anode	Gr	Gr+Si (Si 5%)		
	Sepa, Electrolyte		High-heat Resistance thin Sepa, New Salt		

자료: SNE Research, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 3차 사이클 Key word 4) 정책 자금 확대

IRA, 생산 인센티브 제공

- IRA Part5. Investment In Clean Energy Manufacturing 부문 배터리 셀 및 모듈 관련 생산 인센티브 방식 기재. 8월 법안 발표 후 180일 간 신청하게 되어있어 최종 결과는 내년 2월 중 발표
- 법안의 문구 그대로 해석 시, 배터리 셀 35\$/Kwh, 모듈 10\$/Kwh, 주요 광물 인센티브 10% 공제
- 이론적으로 23~25년 3년 간 LG에너지솔루션 12bn\$, SKON 4.4bn\$, 삼성SDI 1.6bn\$를 수령할 수 있으나(가동률 80, 수율 80% 가정), 전체 예상 부족으로 모두에게 이론적인 금액이 지급되긴 어려움
- 단, 우선순위는 미국 업체(GM 얼티엄, 포드 블루오벌)일 것. DOE 최근 발표한 보조금 업체 미국 법인

IRA에 기재된 배터리 셀/모듈 생산 인센티브 조항

(j) in the case of electrode active materials, an amount equal to 10 percent of the costs incurred by the taxpayer with respect to production of such materials,
(K) in the case of a battery cell, an amount equal to the product of—
(i) \$35, multiplied by
(ii) subject to paragraph (4), the capacity of such battery cell (expressed on a kilowatt-hour basis),
(L) in the case of a battery module, an amount equal to the product of—
(i) \$10 (or, in the case of a battery module which does not use battery cells, \$45), multiplied by
(ii) subject to paragraph (4), the capacity of such battery module (expressed on a kilowatt-hour basis), and
(M) in the case of any applicable critical mineral, an amount equal to 10 percent of the costs incurred by the taxpayer with respect to production of such mineral.

IRA Part5. INVESTMENT IN CLEAN ENERGY MANUFACTURING (배터리 관련 인센티브 조항 정리)

- 배터리 셀 생산 인센티브: 35\$/kwh
- 배터리 모듈 생산 인센티브: 10\$/kwh
- 주요 광물 생산 인센티브: 10% 공제

이론 상 한국 배터리 생산 인센티브 가능하나, 세부 내용은 23.2월 결정

		2023 (Gwh)	2024 (Gwh)	2025 (Gwh)	3년간 실제 생산량 (수율, 가동률80%)	생산 인센티브 (달러/kwh)	인센티브 금액 (십억 달러)
LGES	미시간	4	34	34	46	35	1.6
	오하이오(GM1)	45	45	45	86		3.0
	테네시(GM2)	50	50	50	96		3.4
	미시건(GM3)		40	50	58		2.0
	캐나다 온타리오 (Stellantis)		45	45	58		2.0
	애리조나			15	10	35	0.3
SKON	조지아1	10	10	10	19		0.7
	조지아2	12	12	12	22		0.8
	테네시 (포드JV)			43	28		1.0
	켄터키 (포드JV)		43	43	55		1.9
삼성SDI	스텔란티스 JV		20	50	45	35	1.6

미국 OEM과의
JV 라인은 인센티브
가능성 높다고 판단

IV. 3차 사이클 Key word 4) 정책 자금 확대

미국 DOE(Department Of Energy), 지난 10월 인센티브 지급 업체 1차 발표 → 모두 미국 업체

분류	업체명	티커	시총(백만달러)	주요 제품	인센티브 금액 (백만달러)
양극재	Albemarle	ALB US Equity	30,045	- Li2O 스포듀민 광석 처리(연간 270만톤) - 수산화리튬 생산을 위한 공장에 Li2O 스포듀민 공급(연간 5만톤)	150
	Piedmont lithium	PLL US Equity	1,049	- 수산화리튬 생산 (23년 공장 건설 후 25년 연간 30,000톤)	142
	Ascend elements			- 양극 물질 분리 및 전구체 양극 활성 물질(pCAM)과 금속염 생산 - 연간 25만대 이상의 전기차에 공급 계획	316
	ICL-IP America			- LFP 분말 생산 (자체 공정 기술 사용 및 라이선스 획득) - 2개의 생산라인 구축 계획 (각 연간 15,000톤)	197
	American Battery technology company (ABTC)	ABML US Equity	449	- 수산화리튬 제조	58
	Lilac Solutions			- 리튬 추출	50
	Talon Nickel			- 니켈, 구리, 코발트, 철 생산 - 75,000MT의 니켈 정광 공급계약 Tesla와 체결	115
음극재	Group14 Technologies Inc			- SCC55™(실리콘-탄소 복합재) 생산 → 흑연 대체 - 상업용 제조 시설 2개 건설 계획(연간 2천톤)	100
	6k Inc			- NMC811 및 LFP 생산 - 25년 연간 3,000톤, 26년 연간 10,000톤까지 확장	
	Sila Nanotechnologies			- 실리콘 음극재 생산 - 26년 20Gwh	100
	NOVONIX Anode Materials	NVNXF US Equity	827	- 인조 흑연 생산 - 미국 최초 대량 생산 공장 건설 (연간 10,000톤에서 30,000톤까지 확장)	150
	Anovion LLC			- 리튬 배터리의 인조 흑연 음극 재료 분리 및 처리 - 연간 35,000톤 구축 계획	117
	Syrah technologies			- 활성 음극재 생산 - 연간 11,250톤 설비 진행 후 최소 45,000톤까지 확장	220
전구체	Orbia Fluorinated Solutions, Koura			- LiPF6를 위한 미국 최초 제조 공장 건설 계획 - 연간 10,000MT 생산 예정 → 연간 100만 대 이상의 EV 생산 지원	100
	Solvay Specialty Polymers USA, LLC			- PVDF - 연간 500만 대 이상의 EV 배터리에 공급	178
	Amprius	Ampx US Equity	1,087	- 실리콘 나노와이어 음극 및 전지 제조 공정 - 울트라에너지 밀도 배터리 기술을 위한 대규모 생산 라인 설치 및 운영	
분리막	Microvast	MVST US Equity	675	- 특허 폴리아라미드 분리막 제조 - 배터리 핵심 소재에서 팩까지의 첨단 셀 기술 및 수직 계열화 - 19Gwh 분리기 시설 건설 (기존 2GWh 공장 포함)	200
	Membrane Holdings LLC - ENTEK			- 습식 공정 분리막 제조 - 연간 10억~18억 제곱미터의 분리막 공장 건설 후 생산 확대	200
장비	Applied Materials, incorporated	AMAT US Equity	66,468	- 리튬화 및 리튬 음극 제조 시설 구축	100
리사이클링	Cirba solutions			- 리튬 배터리 재활용 - 연간 20만대 이상의 전기차에 공급	75

자료: DOE, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 3차 사이클 Key word 4) 정책 자금 확대

미국 주 정부 유럽/아시아 국가 정책자금도 확대

- 배터리 및 소재 공장 유치를 통한 일자리 창출을 기대하는 미국 주 정부 단위 정책 자금 확대도 가속화될 것으로 전망. 한국 업체들이 진출하고 있는 조지아가 가장 구체적인 프로그램 제시 중
- 한국 업체들이 진출하고 있는 유럽국가(헝가리, 폴란드, 스페인 등)들은 법인세 환급, 고용 비용 지원, 전력비 지원, 펀딩 등의 방법으로 배터리/소재 업체 투자 유치 진행 중
- 한국 산업통상자원부도 최근 배터리 얼라이언스 발표: 세액공제 혜택 및 펀드 조성

미국 주 정부 단위 친환경 제조 지원책: 금액 등 세부 내용 향후 정해질 것

주정부	프로그램명	비고 (내용, 대상, 조건)
California	Employer Invested Emission Reduction Funding	- SCAQMD(캘리포니아 남부해안 대기환경청)은 고용주의 탄소 배출 감소 목표 달성을 위한 투자를 지원. 지원 대상은 저탄소 차량, AFV, ZEV
Colorado	Diesel Emissions Reduction Grant	- 공공기업/사기업이 디젤 기반 차량 또는 장비를 BEV/HEV로 전환 시 자금 지원 - 적격 프로젝트 범위: terminal tractors, construction equipment, bucket trucks, transportation refrigeration units, airport ground support equipment 등
	Industrial and Manufacturing Operations Emissions Reduction Grant	- 산업 및 제조 활동 중 탄소 배출 감축을 위한 프로젝트에 자금 지원 - 운송 전동화 또는 수소 관련 프로젝트 대상
Washington	AFV Conversion and Infra. Tax Credit	- 적격 AFV 전환 및 인프라 프로젝트에 필요한 장비 및 인건비에 대한 세금혜택
Georgia	Alternative Fuel and Advanced Vehicle Job Creation Tax Credit	- 대체에너지 제품을 생산하는 배터리, 바이오연료, EV 업체 신청 가능 - 세금 크레딧 규모는 창출하는 일자리 수에 기반하여 산정
	EV and EV Charging Station Manufacturing Tax Credits	- EV, EV 부품, EV 차징스테이션 제조업체 대상 retailer occupation tax, state utility tax, telecommunication excise tax 등 세금 감면 - 최소 투자규모 및 일자리 창출 규모 조건 있음
Michigan	Electrification Technology Grants	- EV 및 EV 충전소 관련 기술 개발 모빌리티/테크 업체에 자금 지원
New York	AFV R&D Funding	- 모빌리티, 성능 개선, 배출량 감소, 운송 수단 다양화 관련 신기술 R&D 자금 지원
Pennsylvania	AF Incentive Grant (AFIG) Program	- 차세대/혁신 연료 및 차량 기술 프로젝트에 재정적 지원 제공

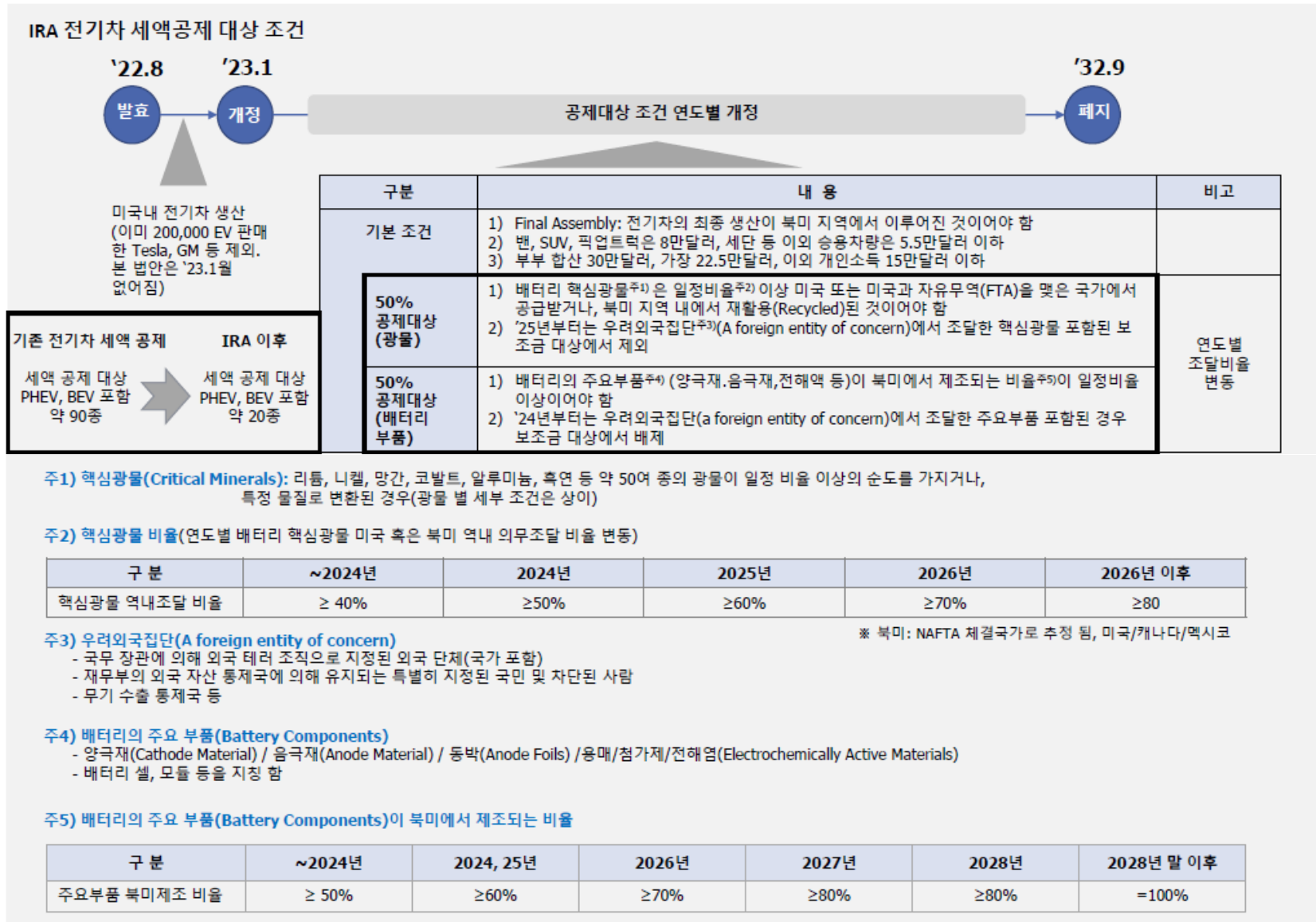
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

주요 유럽 및 아시아 국가 친환경 관련 제조 지원책

국가	주관기관	증설 인센티브 내용
헝가리	HIPA	- 상대적으로 낮은 법인세율 (약 9% 수준, 10년간 법인세 환급) - VIP 현금 보조금 - 지역 보조금은 EU의 지역 지원 제도에 따라 각각 다른 비율로 지급 (최대 50%)
폴란드	카토비체 경제특구청	- 중앙정부 현금 지원 및 소속 경제특구 법인세 면제 혜택 - 총 투자 비용 혹은 투자진출 후 2년간 신규 창출된 고용비용 지원 - 지역 보조금은 EU의 지역 지원 제도에 따라 각각 다른 비율로 지급 (25% ~ 50%)
스웨덴	지방 정부	- 셀레프테오 시 정부가 운영하는 전력회사(Skelleftea Kraft)가 배터리 생산에 필요한 전력 공급
스페인	스페인 정부 카탈루냐 주 몬로지시 주	- 정부 최대 400억 자금 지원(PORTE 펀드 및 regional AID) - 약 15만평 규모 태양광발전소 부지 무상 제공 - 10년간 반값 전력비 지원
말레이시아	정부 경제특별지구	- 연방 정부는 개척자 신분 70% 법정 소득에 대한 세금 공제 - 5년 이내에 발생한 관련 자본 지출에 대한 60% 공제 - 재투자 시 법정 소득에 대한 70% 세금 공제 - 사라왁 주는 토지세 및 유틸리티세 일부 공제
인도네시아	정부	- 정부 지원 세제 인센티브 및 신도시 자체 제공 추가 인센티브 - 장기 임대계약자 대상 5년 임대료 무료
인도	정부	- 향후 10년간 생산비 절감 위한 보조금 지급 (업체 최소 5Gwh ACC 배터리 저장시설 구축 시)

자료: 각 국, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 미국 IRA 법안 세부 내용(배터리 및 소재 관련)



Appendix. 중앙정부 보조금 외, 주 정부 별 인센티브 지급 세부내용

주단위	프로그램명/제공사	금액	형식	대상	조건/비고
Arizona	AFV Use Tax Exemption	-	Tax Exemption	AFV	- natural gas/propane 기반 AFV는 사용세 면제 - recognized AFV에는 propane, natural gas, electricity, hydrogen 등 포함
California	Clean Fuel Reward Program	750	Rebate(pos)	BEV/PHEV/FCEV	- battery capacity 최소 5kWh. participating retailer을 통해 구매 - 캘리포니아주 등록 차량
	Clean Vehicle Rebate Project	1,000~4,500	Rebate	BEV/PHEV/FCEV	- BEV: 2,000달러, PHEV: 1,000달러, FCEV: 4,500달러 - 구체적인 금액은 개인 연간 소득 및 가구 소득에 따라 상이 - Tesla, Audi Q5 등은 이제 프로그램 지원 대상에 해당 안됨
	EV Rebate - Antelope Valley	*1,000	Rebate	BEV/PHEV	- Antelope Valley 거주민 대상 차량 구매/리스 - AVAQMD jurisdiction 이외 구매/리스 차량은 보조금 1/2
	Clean Vehicle Rebate - El Dorado County	*599	Rebate	ZEV	- EDC AQMD 거주민 대상 ZEV 구매/리스 - 차량은 El Dorado County에서 최소 3년 이상 소유/리스
	California Clean Fuel Reward	*750	Rebate	EV	- 캘리포니아주 거주자 - 지원 대상 차량 리스트 있음 - participating dealership을 통해 차량 구매/리스
	AF and Advanced Vehicle Rebate - San Joaquin Valley	*3,000	Rebate	EV	- natural gas, hydrogen, fuel cell, propane, BEV, PHEV 등 대상 - SJVAPCD 거주민/업체 대상 first-come, first-served 기준으로 지급
Colorado	Electric Vehicle (EV) Tax Credit	1,500~2,500	Tax credit	EV	- Colorado주내 소유/등록된 EV 대상. Light-duty EV는 '26.01.01 이전 구매/리스 - Light-duty EV는 '22년, 구매: 2,500달러, 리스: 1,500달러 - Light-duty EV는 '23~'25년, 구매: 2,000달러, 리스: 1,500달러
Connecticut	CHEAPR	2,250~7,250	Rebate	BEV/PHEV/FCEV	- BEV: 기본: 4,250달러, (Plus) New: 2,000달러, (Plus) Used: 3,000달러 - PHEV: 기본: 2,250달러, (Plus) New: 1,500달러, (Plus) Used: 1,125달러 - BEV: 기본: 7,500달러, (Plus) New: 2,000달러, (Plus) Used: 5,500달러
	Reduced Registration Fee for EV	57	Reduced fee	EV	
Delaware	Clean Transportation Incentive Program	1,000~2,500	Rebate	AFV	- BEV/EREV: 2,500달러, PHEV: 1,000달러 - '22년 12월 31일까지 구매한 차량 한정
Washington, D.C.	Reduced Registration Fee for AFV/FEV	36	Reduced fee	AFV/FEV	- 미국 EPA 측정 average city fuel economy 최소 40마일/갤런
	EV Title Excise Tax Exemption	-	Tax exemption	Qualified EV	- 최초/중고차 구매자 certificate of title 세금 면제
Illinois	Electric Vehicle (EV) Rebates	1,000~4,000	Rebate	EV	- 신규/중고차 구매/리스 시 지급 - '22.07.01~'26.06.30: 4,000달러, '26.07.01~'27.06.30: 2,000달러, '28.07.01~:1,000달러
Kansas	AFV Tax Credit	*2,400~40,000	Income tax credit	Qualified AFV	- 중량 10,000lbs 미만: 최대 2,400달러, 10,000~26,000lbs: 최대 4,000달러 26,000lbs 이상: 최대 40,000달러
Maine	Electric Vehicle (EV) Rebates	1,000~7,500	Rebates	EV/PHEV	- 차량을 구매/리스하는 Maine주 거주민, 업체, 정부기관, 부족정부 대상 - 개인/업체/조직 기준 EV: 2,000달러, PHEV: 1,000달러 - '20.12.21~'22.08.31 기간 participating dealerships에서 구매/리스 차량 한정
Maryland	EV/FCEV Tax Credit	*3,000	Tax credit	EV/FCEV	- '23.07.01~'27.07.01 구매 차량 대상, 총구매가격 50,000달러 이하 - Tax credit은 first-come, first serve 기준. 개인은 인당 1대로 제한 - 배터리 용량 최소 4kWh

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 중앙정부 보조금 외, 주 정부 별 인센티브 지급 세부내용

주단위	프로그램명/제공사	금액	형식	대상	조건/비고
Massachusetts	PHEV/ZEV Rebates	*1,500~2,500	Rebates	BEV/FCEV/PHEV	- BEV/FCEV 구매/리스: 최대 2,500달러, PHEV 구매/리스: 최대 1,500달러 - 차량 구매가 50,000달러 이하. 구매/리스 후 3개월 이내 신청
Minnesota	EV Toll Credit Pilot Program	125/250	Credit	BEV/PHEV	- one-time MnPass credit 적립. BEV: 250달러, PHEV: 125달러 - '19.11.01~'22.10.31 기간내 구매/리스한 차량 대상
New Jersey	ZEV Tax Exemption		Tax exemption	ZEV/PHEV	- New Jersey 판매/렌트/리스 차량은 판매 및 이용 세금 면제 - ZEV는 California Air Resources Board zero emission standards 적격 모델
	EV and EV Charging Station Rebate	2,000~4,000	Rebate(pos)	Light-duty EV	- 차량 구매가 45,000달러 이하: EPA 기준 마일당 25달러, 최대 4,000달러 - 차량 구매가 45,000~55,000달러: EPA 기준 마일당 25달러, 최대 2,000달러
	Plug-In EV Toll Discount Program	10%	Discount	EV	- off-peak New Jersey Turnpike and Garden State Parkway 톨비 10% 할인 - Fuel economy 최소 45 마일/갤론 이상 또는 California Super Ultra Low Emission Vehicle standard 적격 차량 대상. New Jersey E-ZPass 등록 차량 대상
New York	Electric Vehicle (EV) Rebate Program	*2,000	Rebates	EV	- 공공 도로 주행용 4륜 자동차 대상, 차량 중량 8,500 pounds 이하 - 최대 시속 최소 55마일/h, 수소연료전지/배터리 용량 최소 4kWh, 외부 충전 가능
Oregon	Electric Vehicle (EV) Rebate	*5,000	Rebates	EV/PHEV	- low/medium income 거주민 대상 신규/중고차 구매/리스 - Clean Vehicle Rebates와 함께 최대 7,500달러 지급
	PHEV/ZEV Rebates	*2,500	Rebates	BEV/PHEV/FCEV	- Oregon주 거주민, 업체, 비영리조직, 정부기관 대상 신규 EV 구매/리스 - EV/FCEV 배터리 용량 10kWh 이상: 2,500달러, 배터리 용량 10kWh 미만 1,500달러
Pennsylvania	Alternative Fuel Vehicle (AFV) Rebate	500~1,000	Rebates	BEV/PHEV/FCEV	- 신규/중고 AFV 구매/리스시 지급, 적격 AFV 구매가격 50,000달러 이하 - FCEV: 1,000달러, EV: 750달러, CNG/PHEV 등 500달러. '22.06.30 이전 구매 차량
Rhode Island	ZEV/PHEV Rebates	750~2,500	Rebates	ZEV/PHEV	- 차량 구매/리스. 신차: ZEV 2,500, PHEV 1,500. 중고차: ZEV: 1,500, PHEV 750 - ZEV는 BEV, FCEV 등 포함. 신차 구매가 60,000달러, 중고차 구매가 40,000달러 이하 - '22.07.07 이후 구매 차량 대상. first-come, first-served 기준
Texas	Light-Duty AFV Rebates	*5,000	Rebates	light-duty Vehicle	- CNG, propane, 수소, 전기 구동 차량 대상. CNG, propane 등 최대 5,000달러 - BEV/PHEV/FCEV (배터리 용량 최소 4kWh) 이상 최대 2,500달러 - 보조금은 차량당 지급하며 first-come, first-served
Vermont	Electric Vehicle (EV) Incentive	1,500~4,000	Incentives	BEV/PHEV	- low/moderate income 거주민 대상 소매가 40,000달러 이하 차량/구매 - PHEV: 1,500~3,000달러, BEV: 2,500~4,000달러
	FEV and Emission Reduction Incentives	*5,000	Incentives	Eligible vehicles	- EPA 기준 city/highway fuel economy 최소 40마일/갤론 이상 중고차 교환시
Washington	AFV Retail Sales and Use Tax Exemption	15,000~16,000	Tax exemption	AFV	- 신규/중고 AFV 판매/리스 시 주정부 소매판매 및 이용 세금 면제 - AFV에는 natural gas, propane, 수소, 전기 등 연료 기반 구동 차량 - 신차 구매 가격 45,000달러 이하, 중고차 구매 가격 30,000달러 이하 - '21.08.01~'23.07.31: 신차 20,000달러, 중고차 16,000달러 - '22.08.01~'25.07.31: 신차 15,000달러, 중고차 16,000달러
	FCEV Tax Exemption	50%	Tax exemption	FCEV	- '22.07.01 이후 650대 FCEV 대상 소매판매 및 이용 세금 50% 면제 - 최대 세금 면제 규모는 16,000달러 또는 차량 공정가치 이하 - 모든 중고 FCEV의 소매판매 및 이용 세금은 면제

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. Global Peer Group (배터리 셀)

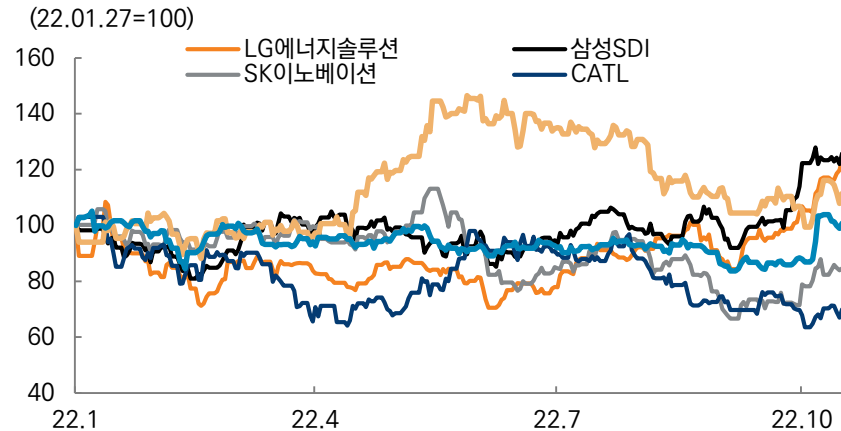
배터리 셀 글로벌 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
LG에너지솔루션	146,016	32,331	42,849	2,228	3,183	1,738	2,471	8.7	11.2	73.2	52.4	5.9	5.3	23.9	18.2
삼성SDI	51,367	24,575	29,310	2,277	2,830	2,170	2,616	11.9	12.7	21.2	17.6	2.2	2.0	11.3	9.5
SK이노베이션	16,875	74,741	75,092	3,849	3,791	2,494	2,450	10.2	9.1	7.8	7.8	0.7	0.6	4.7	4.8
CATL	182,637	77,769	99,192	9,412	12,698	7,595	10,044	21.9	22.0	24.8	18.3	5.8	4.4	15.9	11.9
BYD	126,243	99,232	119,137	5,439	7,131	3,327	4,806	17.7	19.0	40.5	29.3	5.9	4.9	12.8	9.6
Panasonic	28,009	75,651	78,083	3,314	3,935	2,325	2,747	7.8	8.6	11.7	10.1	0.8	0.8	4.8	4.2
평균								13.0	13.7	29.9	22.6	3.6	3.0	12.2	9.7

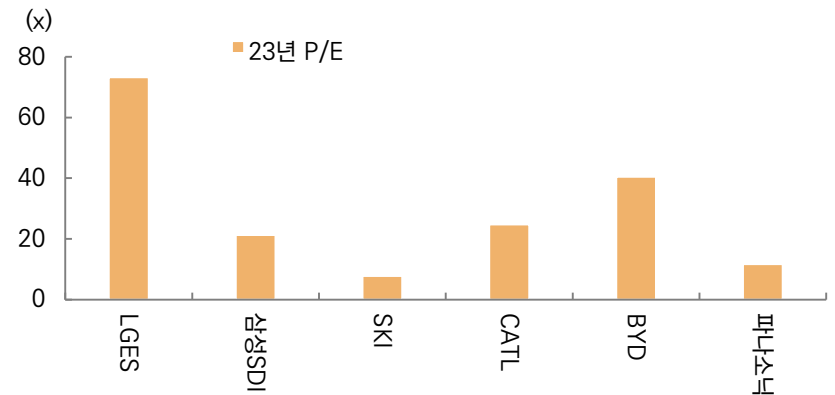
자료: Bloomberg, Quantwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 셀 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 셀 23년 기준 P/E 비교



자료: Bloomberg, Quantwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

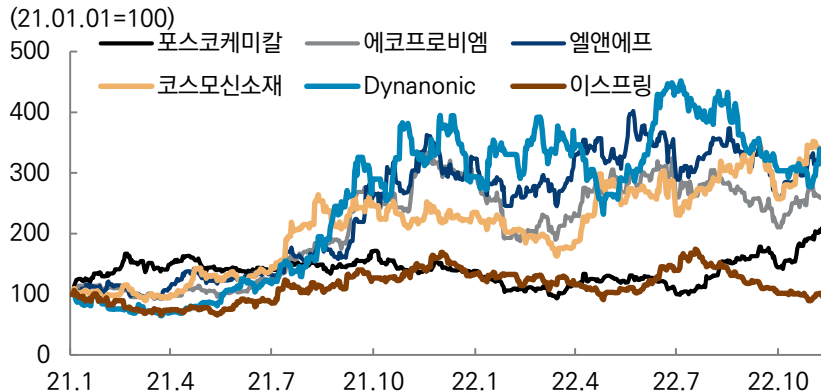
Appendix. Global Peer Group (양극재)

글로벌 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

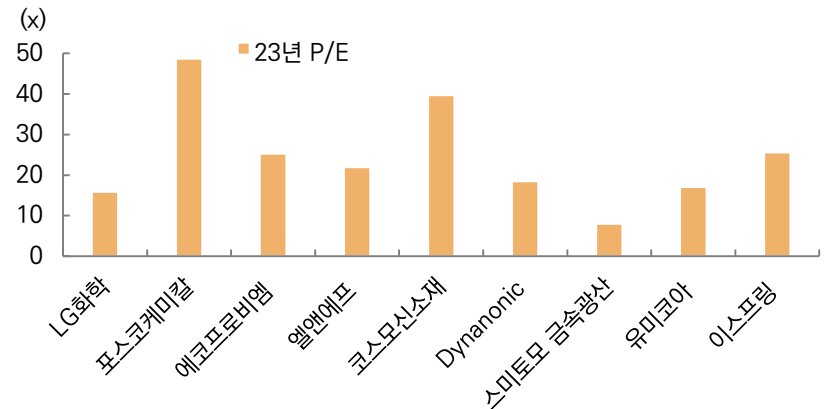
	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
LG화학	52,027	61,238	70,346	4,477	5,774	3,371	4,315	9.2	10.9	15.9	12.3	1.5	1.3	6.3	5.4
포스코케미칼	17,197	4,927	6,652	334	480	299	414	10.4	12.7	48.7	35.2	4.7	4.1	30.1	22.2
에코프로비엠	10,817	7,073	9,391	584	781	462	621	31.4	31.0	25.2	18.8	6.7	4.8	16.1	12.1
엘앤에프	8,321	6,277	9,001	464	690	357	533	28.8	31.3	21.9	14.7	5.1	3.7	15.7	10.7
코스모신소재	2,032	752	1,184	62	100	48	78	22.3	26.7	39.7	24.0	7.7	5.6	23.2	15.4
Dynanonic	9,671	5,975	7,124	678	844	519	662	30.2	27.5	18.5	14.8	5.2	4.0	11.2	8.4
스미토모 금속광산	12,326	13,074	12,779	1,902	1,606	1,474	1,279	10.9	8.6	8.0	9.2	0.8	0.8	6.0	6.9
유미코아	11,744	6,022	6,619	1,054	1,061	676	678	14.0	13.2	17.0	17.3	2.3	2.1	9.1	9.3
이스프링	5,944	8,035	10,330	624	809	425	560	18.7	20.6	25.5	19.3	6.1	4.6	15.6	12.0
평균								20.4	22.5	30.3	21.0	5.1	3.9	18.3	13.2

배터리 소재(양극재) 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, Quantwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재(양극재) 23년 기준 P/E 비교



자료: Bloomberg, Quantwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. Global Peer Group (음극재)

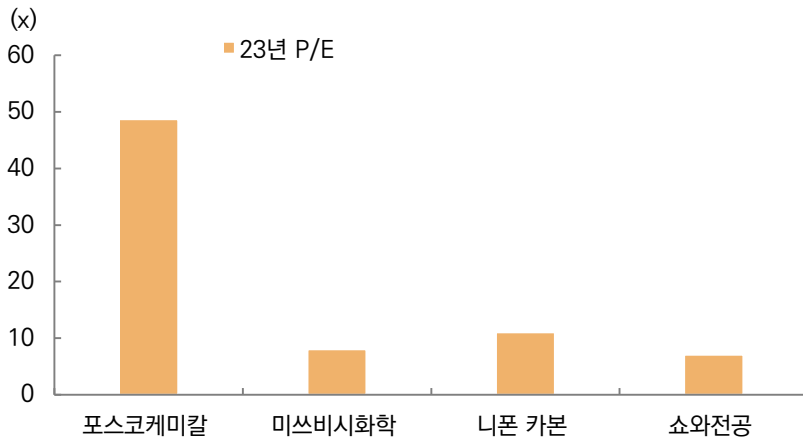
글로벌 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
포스코케미칼	17,197	4,927	6,652	334	480	299	414	10.4	12.7	48.7	35.2	4.7	4.1	30.1	22.2
미쓰비시화학	10,163	42,614	43,268	2,327	2,517	1,222	1,337	8.7	8.5	8.0	7.3	0.7	0.6	6.9	6.3
니폰 카본	475	379	409	65	80	42	52	-	-	11.0	8.8	-	-	0.0	0.0
쇼와전공	3,782	14,874	15,653	972	1,164	514	676	11.2	12.9	7.1	5.5	0.7	0.6	6.7	5.8
평균								10.1	11.4	18.7	14.2	2.0	1.8	10.9	8.6

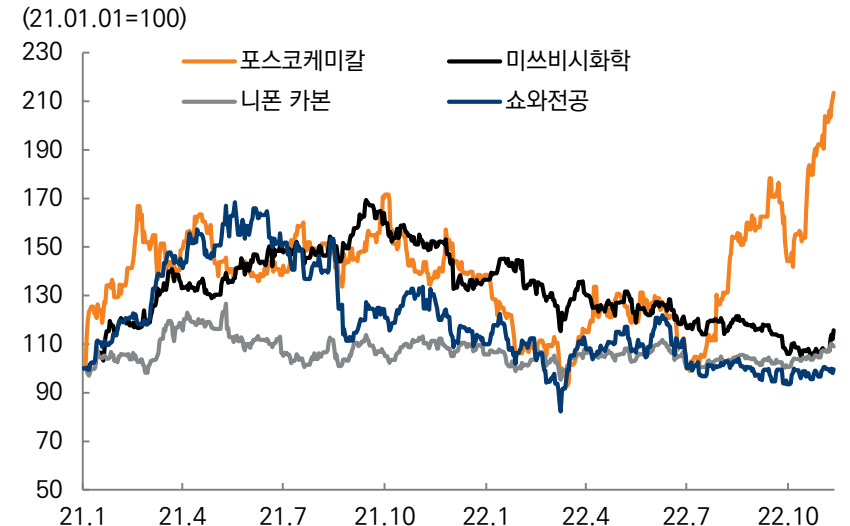
자료: Bloomberg, Quantiwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재(음극재) 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재(음극재) 23년 기준 P/E 비교



자료: Bloomberg, Quantiwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. Global Peer Group (전해액)

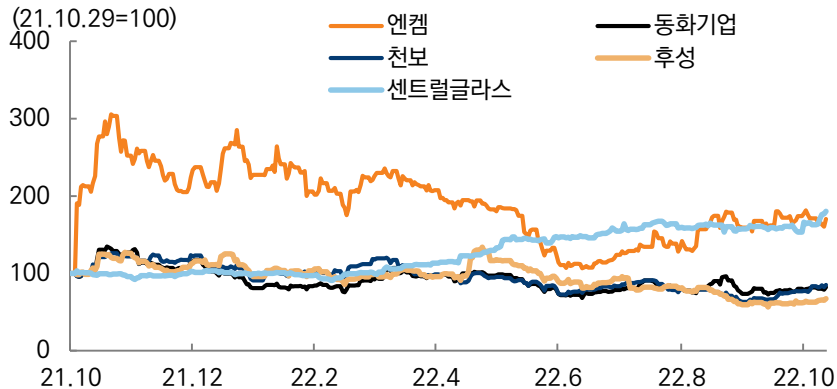
글로벌 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
엔캠	1,097	867	1,118	71	102	55	78	20.1	23.0	22.9	16.1	4.2	3.3	14.3	10.4
동화기업	1,396	1,338	1,686	135	175	99	129	10.8	12.5	17.9	13.7	1.6	1.4	8.3	6.9
솔브레인 홀딩스	519	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
천보	2,400	512	735	101	149	84	124	20.0	23.9	27.9	19.0	5.1	4.0	17.0	12.4
후성	1,236	706	859	182	226	138	73	30.0	29.4	11.1	9.1	2.8	2.2	5.8	4.5
텐치고신재료	17,159	6,289	7,649	1,513	1,774	1,225	1,427	39.8	30.8	14.4	12.4	5.1	3.7	9.3	7.8
캡캠	5,691	2,408	2,932	498	608	430	513	25.3	26.4	12.5	10.4	3.0	2.5	8.7	6.8
센트럴글라스	1,528	1,529	1,684	120	137	284	120	21.9	8.2	4.9	11.4	1.0	0.9	7.7	6.9
미쓰비시화학	10,163	42,614	43,268	2,327	2,517	1,222	1,337	8.7	8.5	8.0	7.3	0.7	0.6	6.9	6.3
평균								22.1	20.3	15.0	12.4	2.9	2.3	9.7	7.8

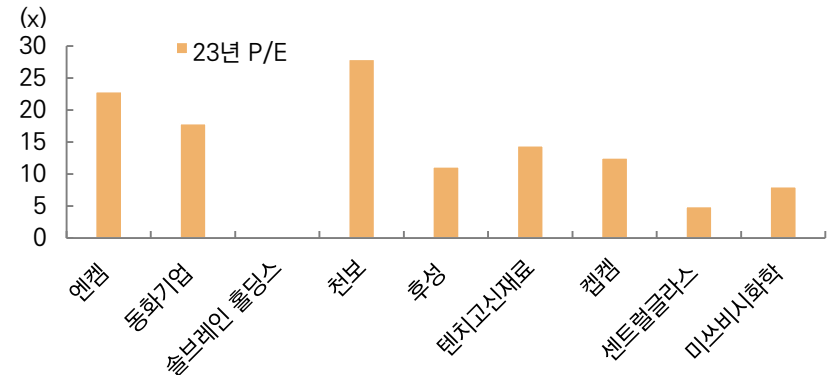
자료: Bloomberg, Quantwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재(전해액) 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, Quantwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재(전해액) 23년 기준 P/E 비교



Appendix. Global Peer Group (분리막)

글로벌 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
SKIET	4,563	1,106	1,624	152	320	116	245	5.1	9.9	38.8	19.3	2.0	1.8	15.5	10.5
WCP	1,722	314	519	45	123	38	98	-	-	-	-	-	-	-	-
창신신소재	27,497	3,850	5,148	1,677	2,196	1,392	1,823	29.1	28.4	21.1	16.1	5.8	4.3	16.6	12.6
Asahi Kasei	12,764	26,125	27,056	1,930	2,054	1,439	1,505	8.7	8.8	8.9	8.3	0.8	0.7	5.3	4.7
도레이 인더스트리스	11,029	24,046	25,262	1,312	1,458	996	1,090	7.9	7.6	11.0	10.0	0.8	0.7	7.6	6.6
평균								12.7	13.7	20.0	13.4	2.3	1.9	11.3	8.6

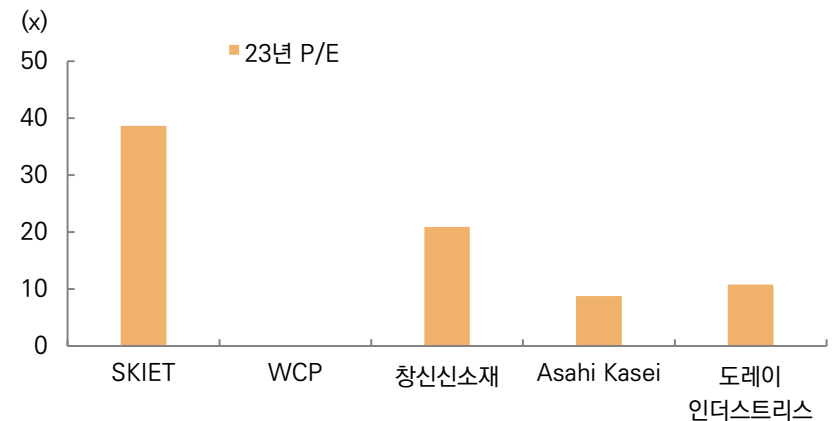
자료: Bloomberg, Quantiverse 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재(분리막) 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, Quantiverse 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재(분리막) 23년 기준 P/E 비교



자료: Bloomberg, Quantiverse 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. Global Peer Group (동박)

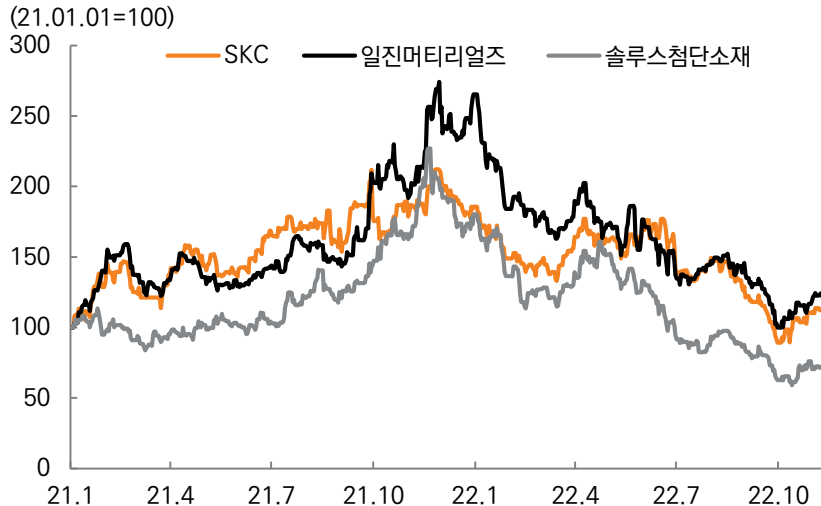
글로벌 동종 업체 Valuation

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
SKC	4,203	4,387	5,068	415	532	272	354	9.4	11.3	20.8	15.3	1.6	1.4	9.8	8.4
일진머티리얼즈	2,997	1,200	1,602	160	224	127	164	7.1	8.5	25.0	19.1	2.1	1.9	12.4	10.1
솔루스첨단소재	1,359	804	1,195	65	125	50	92	7.1	11.3	38.8	20.5	3.2	2.7	14.6	10.0
평균								7.9	10.4	28.2	18.3	2.3	2.0	12.3	9.5

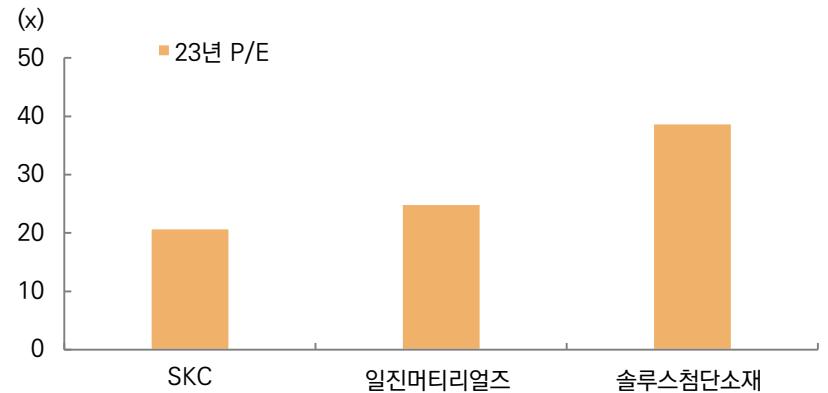
자료: Bloomberg, Quantiwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

배터리 소재(동박) 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

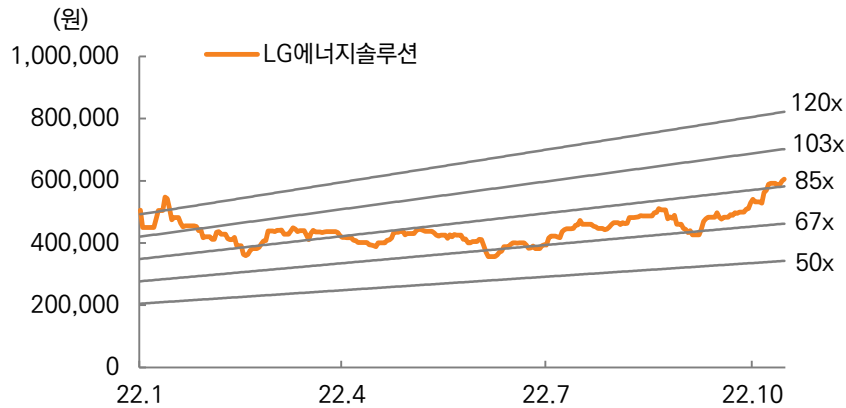
배터리 소재(동박) 23년 기준 P/E 비교



자료: Bloomberg, Quantiwise 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

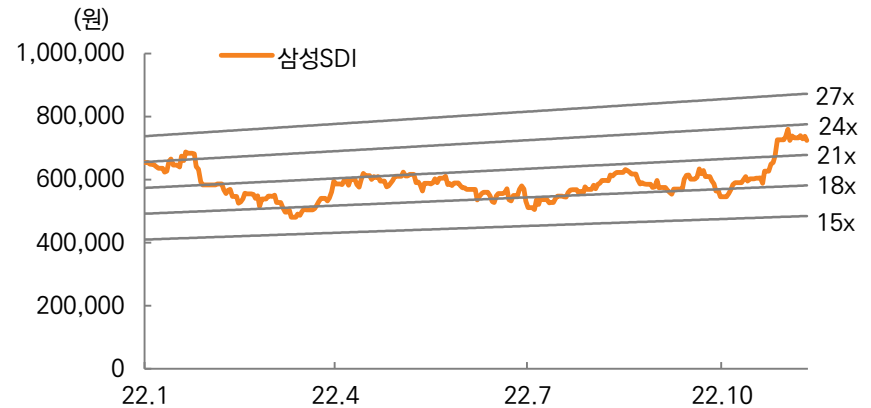
Appendix. 주요 업체 12개월 선행 P/E 추이: 밸류에이션 하단

LG에너지솔루션 12개월 선행 P/E



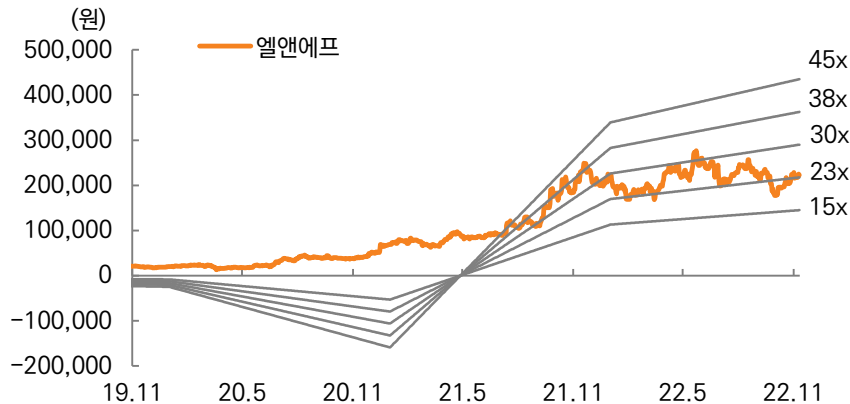
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDI 12개월 선행 P/E



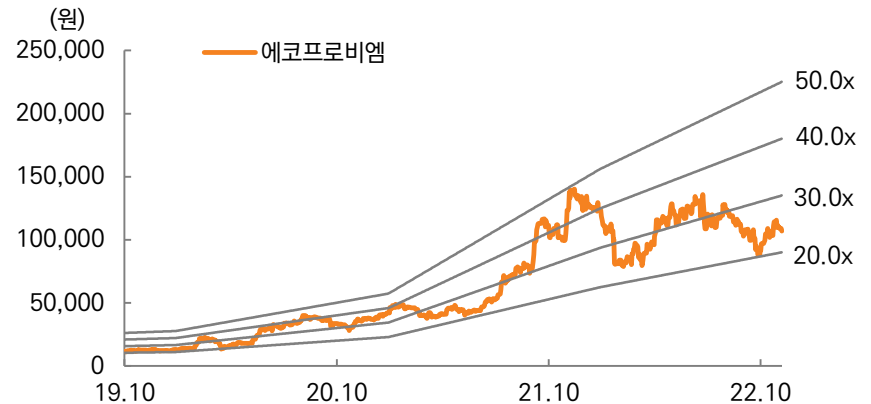
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 12개월 선행 P/E



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

에코프로비엠 12개월 선행 P/E



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

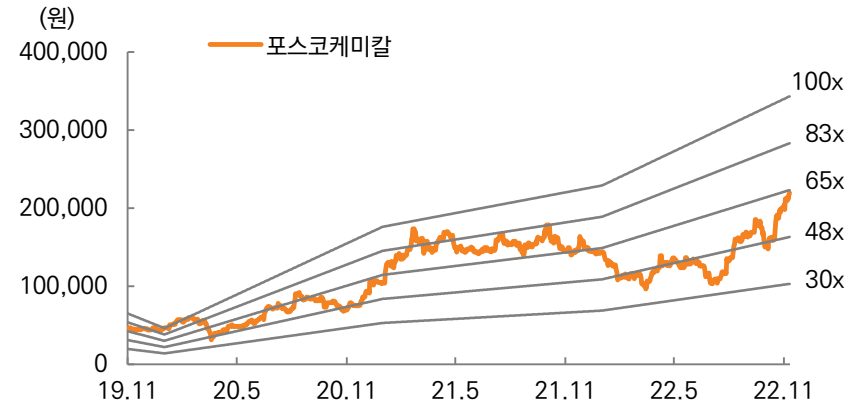
Appendix. 주요 업체 12개월 선행 P/E 추이: 밸류에이션 하단

코스모신소재 12개월 선행 P/E



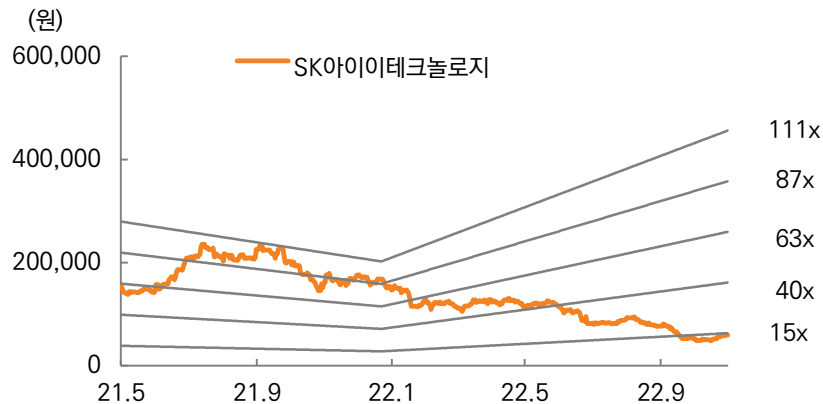
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

포스코케미칼 12개월 선행 P/E



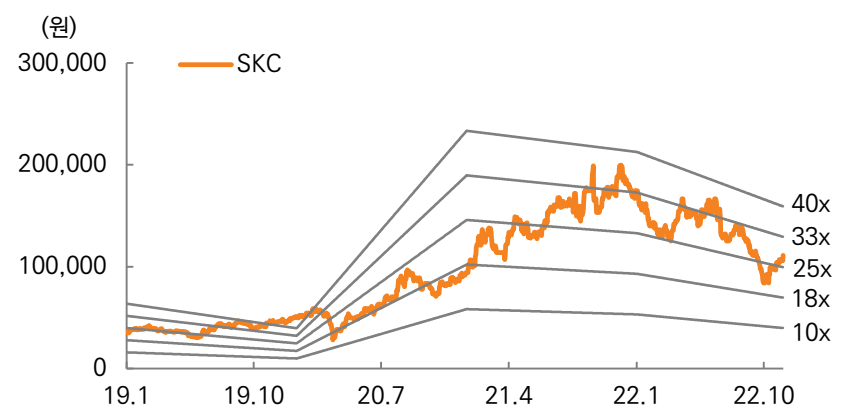
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

SKIET 12개월 선행 EV/EBITDA



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

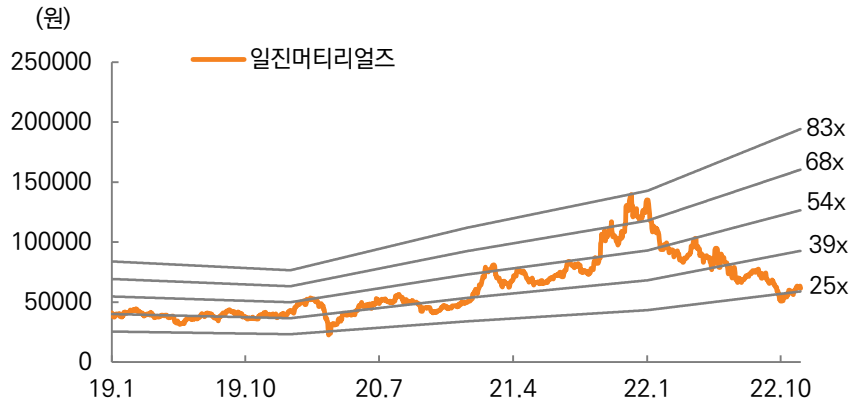
SKC 12개월 선행 P/E



자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

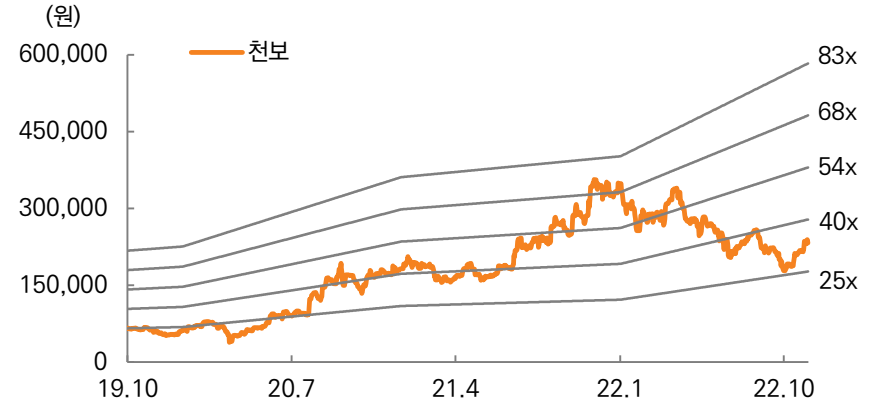
Appendix. 주요 업체 12개월 선행 P/E 추이: 밸류에이션 하단

일진머티리얼즈 12개월 선행 P/E



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

천보 12개월 선행 P/E



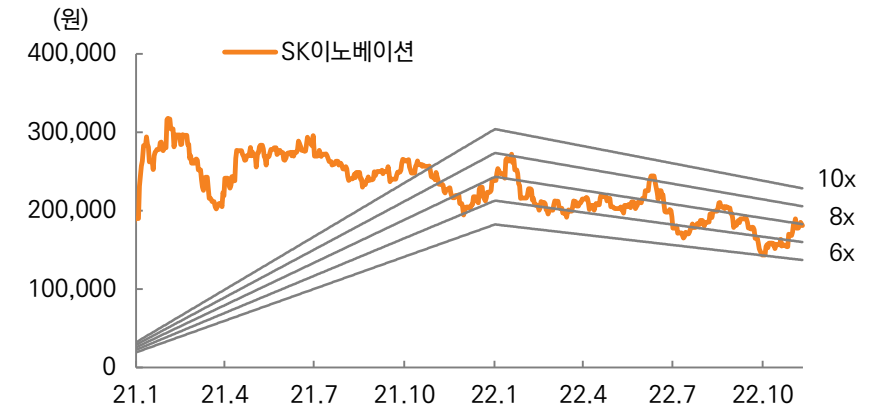
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

엔캠 12개월 선행 P/E



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 12개월 선행 P/E



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

VI

—

종목 분석



삼성이 엑셀을 밟으면 일어나는 일들

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	1,100,000원
현재주가(22/11/11)	747,000원
상승여력	47%

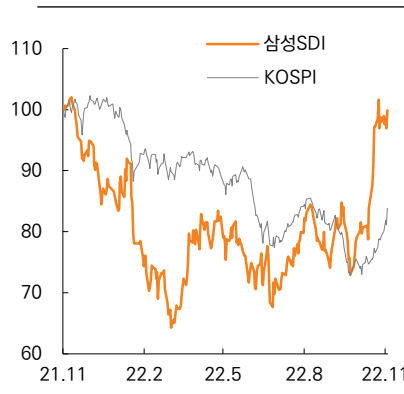
영업이익(22F,십억원)	1,977
Consensus 영업이익(22F,십억원)	1,938
EPS 성장률(22F,%)	72.4
P/E(22F,x)	26.1
MKT P/E(22F,x)	11.3
KOSPI	2,483.16
시가총액(십억원)	51,367
발행주식수(백만주)	69
유통주식비율(%)	73.1
외국인 보유비중(%)	47.1
배타(12M) 일간수익률	1.12
52주 최저가(원)	481,000
52주 최고가(원)	763,000
주가상승률(%)	1개월 24.5 6개월 27.9 12개월 -0.8
절대주가	9.9 33.5 16.9
상대주가	

투자포인트

- 합종연횡(合從連衡)의 최대 수혜: OEM들의 북미 증설 러쉬 본격화 → 신규 고객사 확보 전망
- 특히 4680 원통형 셀(Gen6) 신규 수주 및 증설 진행될 것으로 예상
- 경쟁사들의 자금 조달은 주가에 리스크였으나, 동사의 자금 조달 가능 시나리오는 주가에 긍정적
- 자금 조달이 용이한 후발 주자의 공격적인 시장 진입은 경쟁사 대비 할증 요인(Feat. 포스코케미칼)
- 23년 기준 P/E 21.1배 수준. 글로벌 경쟁사 대비 심각한 저평가 수준. 디레이팅 해소 필요

리스크

- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진
- 자금 조달 시장 경색에 따른 전방 OEM 생산/판매 차질. 재무 리스크 부각



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	10,097	11,295	13,553	20,288	25,866	32,777
영업이익 (십억원)	462	671	1,068	1,977	2,531	3,354
영업이익률 (%)	4.6	5.9	7.9	9.7	9.8	10.2
순이익 (십억원)	357	575	1,170	2,016	2,493	3,003
EPS (원)	5,066	8,166	16,621	28,647	35,418	42,667
ROE (%)	2.9	4.5	8.5	12.6	13.5	14.2
P/E (배)	46.6	76.9	39.4	26.1	21.1	17.5
P/B (배)	1.3	3.3	3.1	3.0	2.6	2.3
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

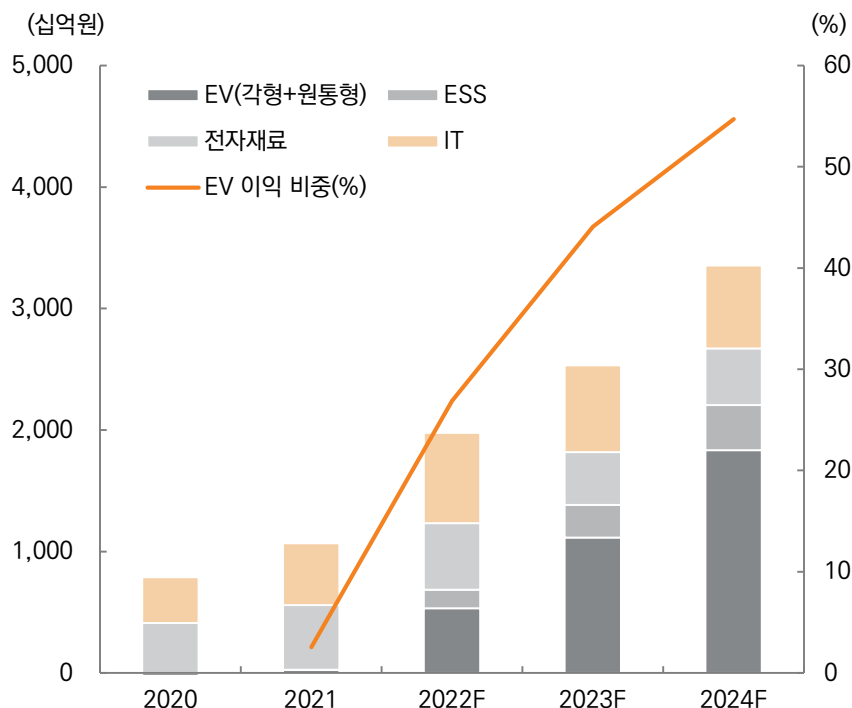
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

EV로의 사업 확대 가속 디레이팅 탈피 시작

- 23년 매출액 26조원(+28% YoY), 영업이익 2.5조원(+28% YoY). 영업이익률 10% 예상
- P(제품 판가)는 최근 리튬 및 니켈 가격 상승으로 견조한 흐름 지속. 주요 고객사 신차 출시로 Q(출하량) 증가 지속될 것으로 판단. 유의미한 신규 고객사 확보 전망
- 국내외 경쟁사들의 운신의 폭이 둔화되는 구간: 자금조달 이슈 확대. OEM들의 대안책은 제한적
- 국내 경쟁사들의 과거 자금 조달은 주가에 악재. 그러나 동사의 자금 조달 시나리오는 주가에 호재
- 최근 몇 년간의 디레이팅 구간 점진적으로 해소될 것으로 판단

삼성SDI 부문별 영업이익 추이, EV 이익 비중 상승 본격화



자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDI 자금 조달 시나리오 → 자금 조달이 오히려 주가 호재로 작용

자금 조달 시나리오	조달 가능 금액	비고
영업 현금 흐름	22~24년 3년 간 예상 EBITDA 합계 14조원	
자사주 매각 (333만주)	현재 시총 기준 자사주 2.5조원	매입 주체 최대주주인 삼성전자 일 경우 주가 호재
삼성디스플레이 지분(15.2%) 매각	SDC 가치 45조원 (BOE EV/EBITDA 5배 적용) 7조원 조달 가능	매입 주체 SDC 최대주주인 삼성전자일 경우 주가 호재
전자재료 사업부 분할 매각	전자재료 가치 5조원 산정	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	13,553	20,288	25,866	32,777
매출원가	10,476	15,845	20,245	25,772
매출총이익	3,077	4,443	5,621	7,005
판매비와관리비	2,010	2,466	3,091	3,651
조정영업이익	1,068	1,977	2,531	3,354
영업이익	1,068	1,977	2,531	3,354
비영업손익	595	829	942	895
금융손익	-45	-12	-10	-30
관계기업등 투자손익	530	864	950	902
세전계속사업손익	1,663	2,806	3,473	4,249
계속사업법인세비용	413	691	833	1,020
계속사업이익	1,250	2,115	2,639	3,229
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,250	2,115	2,639	3,229
지배주주	1,170	2,016	2,493	3,003
비지배주주	81	99	146	226
총포괄이익	1,880	2,261	2,639	3,229
지배주주	1,794	2,184	2,531	3,097
비지배주주	86	77	108	132
EBITDA	2,320	3,436	4,410	5,854
FCF	-79	1,269	425	1,026
EBITDA 마진율 (%)	17.1	16.9	17.0	17.9
영업이익률 (%)	7.9	9.7	9.8	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.6	9.9	9.6	9.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	7,445	13,622	15,400	17,744
현금 및 현금성자산	2,326	4,875	3,354	2,576
매출채권 및 기타채권	2,072	3,506	4,875	6,170
재고자산	2,487	4,342	6,037	7,641
기타유동자산	560	899	1,134	1,357
비유동자산	18,388	19,251	24,340	29,238
관계기업투자등	7,885	7,964	11,074	14,015
유형자산	7,636	8,444	10,404	12,333
무형자산	799	765	726	697
자산총계	25,833	32,873	39,740	46,982
유동부채	6,461	9,170	11,889	14,461
매입채무 및 기타채무	2,585	5,195	7,224	9,143
단기금융부채	2,529	2,239	2,251	2,262
기타유동부채	1,347	1,736	2,414	3,056
비유동부채	4,175	5,883	7,460	8,968
장기금융부채	2,139	2,613	2,913	3,213
기타비유동부채	2,036	3,270	4,547	5,755
부채총계	10,636	15,054	19,349	23,428
지배주주지분	14,705	17,230	19,655	22,591
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	8,516	10,466	12,892	15,828
비지배주주지분	492	589	736	962
자본총계	15,197	17,819	20,391	23,553

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	39.4	26.1	21.1	17.5
P/CF (x)	18.9	15.2	12.1	9.1
P/B (x)	3.1	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	20.8	15.2	12.3	9.5
EPS (원)	16,621	28,647	35,418	42,667
CFPS (원)	34,641	49,061	61,689	82,215
BPS (원)	213,823	249,704	284,171	325,886
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	5.2	3.1	2.5	2.0
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	20.0	49.7	27.5	26.7
EBITDA증가율 (%)	32.2	48.1	28.3	32.7
조정영업이익증가율 (%)	59.0	85.2	28.0	32.5
EPS증가율 (%)	103.5	72.4	23.6	20.5
매출채권 회전율 (회)	7.6	7.7	6.6	6.3
재고자산 회전율 (회)	6.3	5.9	5.0	4.8
매입채무 회전율 (회)	9.8	7.3	5.5	5.3
ROA (%)	5.3	7.2	7.3	7.4
ROE (%)	8.5	12.6	13.5	14.2
ROIC (%)	8.6	23.3	23.4	23.0
부채비율 (%)	70.0	84.5	94.9	99.5
유동비율 (%)	115.2	148.5	129.5	122.7
순차입금/자기자본 (%)	14.2	-1.8	7.4	11.1
조정영업이익/금융비용 (x)	18.7	31.1	35.9	44.8

자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

선점 효과. IRA의 최대 수혜

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	750,000원
현재주가(22/11/11)	624,000원
상승여력	20%

영업이익(22F, 십억원)	1,503
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	1,513
EPS 성장률(22F, %)	12.6
P/E(22F, x)	139.9
MKT P/E(22F, x)	11.3
KOSPI	2,483.16
시가총액(십억원)	146,016
발행주식수(백만주)	234
유동주식비율(%)	14.7
외국인 보유비중(%)	5.0
베타(12M) 일간수익률	1.71
52주 최저가(원)	356,000
52주 최고가(원)	624,000
주가상승률(%)	1개월 25.4 6개월 59.4 12개월 0.0
절대주가	10.7 66.4 0.0
상대주가	

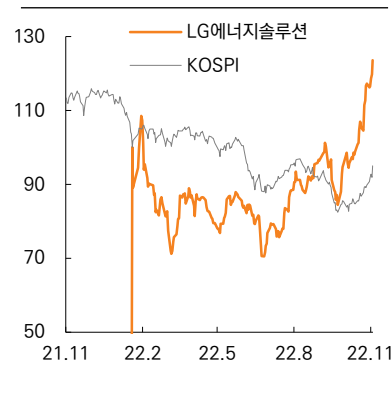
[2차전지/디스플레이] 김철중
chuljoong.kom@miraeasset.com

투자포인트

- 목표주가 75만원으로 상향 조정(기존 대비 +12% 상향 조정). 24년 예상 EBITDA 상향 조정
- 선발 업체의 위엄. 고객사 다변화 가속: 현대차 북미, 토요타 북미, 포드 유럽 등 고객 다변화 가속
- 배터리 표준화 지연. 제품 포트폴리오 중요: 23년 LFP, 4680 원통형으로 제품 포트폴리오 다변화
- GM 얼티엄 JV 라인, IRA 기재된 35\$/Kwh 생산 인센티브 수혜 가능성 높음 → 미국(GM) 공장
- 23년 IRA로 수요 성장이 기대되는 고객사 포지셔닝: 테슬라(12page), GM(16Page)

리스크

- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진
- 자금 조달 시장 경색에 따른 전방 OEM 생산/판매 차질. 재무 리스크 부각



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	0	1,461	17,852	25,229	35,938	48,631
영업이익 (십억원)	0	-475	768	1,503	2,595	4,031
영업이익률 (%)	-	-32.5	4.3	6.0	7.2	8.3
순이익 (십억원)	0	-456	793	1,035	1,711	2,656
EPS (원)	0	-2,278	3,963	4,461	7,311	11,352
ROE (%)	0.0	-6.6	10.7	7.6	8.5	11.9
P/E (배)	-	-	-	139.9	85.4	55.0
P/B (배)	-	-	-	7.6	7.0	6.2
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220)

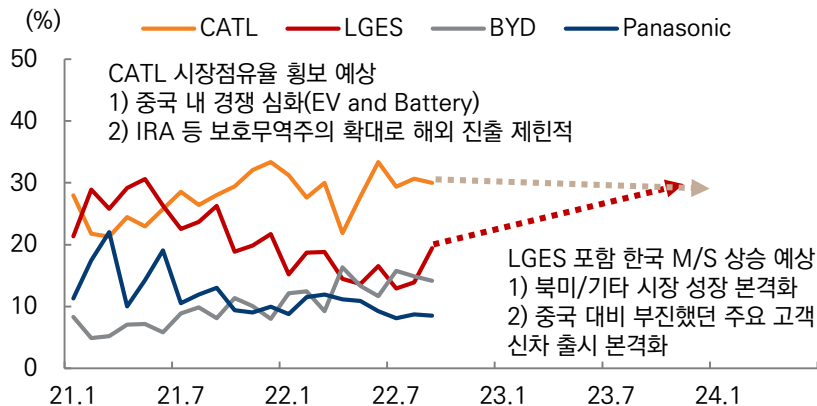
LG에너지솔루션 목표주가 산정

(십억원, %, 배)

Operating Value	EBITDA	EV/EBITDA	EV	비고
배터리	7,579	24	181,893	24년 예상 EBITDA 기준 대비 +13% 상향 조정 CATL 상장 이후 21년 말 실적 개선 사이클까지의 평균 EV/EBITDA 적용 유지
소형 배터리	2,558			
EV	4,507			
ESS	514			
24년 예상 순차입금			5,789	
적정 시가총액			176,104	
주식 수			234,000	
목표 주가			750,000	

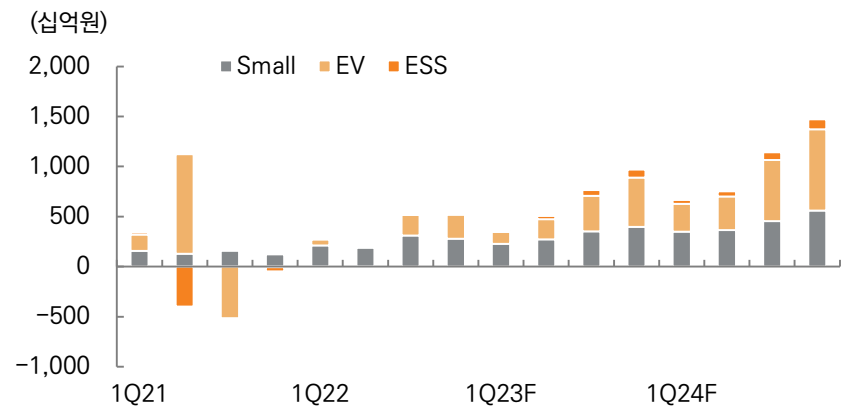
자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 EV 배터리 시장 점유율 추이



자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

LG에너지솔루션 사업 부문별 영업이익의 추이: EV 비중 확대 지속



자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	17,852	25,229	35,938	48,631
매출원가	13,953	20,564	29,405	40,021
매출총이익	3,899	4,665	6,533	8,610
판매비와관리비	3,130	3,163	3,938	4,579
조정영업이익	768	1,503	2,595	4,031
영업이익	768	1,503	2,595	4,031
비영업손익	9	-56	-61	-96
금융손익	-45	51	-8	-46
관계기업등 투자손익	-12	-1	33	33
세전계속사업손익	777	1,447	2,534	3,935
계속사업법인세비용	77	337	634	984
계속사업이익	701	1,111	1,901	2,952
중단사업이익	229	0	0	0
당기순이익	930	1,111	1,901	2,952
지배주주	793	1,035	1,711	2,656
비지배주주	137	75	190	295
총포괄이익	1,438	1,420	1,901	2,952
지배주주	1,196	1,089	1,339	2,079
비지배주주	243	331	562	872
EBITDA	2,220	3,195	5,046	7,579
FCF	-2,484	-5,940	-3,598	-1,443
EBITDA 마진율 (%)	12.4	12.7	14.0	15.6
영업이익률 (%)	4.3	6.0	7.2	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.4	4.1	4.8	5.5

자료: LG에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	9,536	23,052	27,563	33,017
현금 및 현금성자산	1,283	2,532	2,702	1,113
매출채권 및 기타채권	3,721	6,845	9,567	12,219
재고자산	3,896	10,110	14,617	18,974
기타유동자산	636	3,565	677	711
비유동자산	14,228	19,464	24,198	27,829
관계기업투자등	226	415	600	779
유형자산	11,051	15,663	20,290	23,807
무형자산	455	461	383	318
자산총계	23,764	42,516	51,760	60,846
유동부채	9,474	16,139	22,148	27,958
매입채무 및 기타채무	2,178	6,367	9,205	11,949
단기금융부채	2,203	2,660	2,660	2,660
기타유동부채	5,093	7,112	10,283	13,349
비유동부채	5,548	5,672	7,007	7,331
장기금융부채	4,766	4,789	5,789	5,789
기타비유동부채	782	883	1,218	1,542
부채총계	15,022	21,811	29,155	35,289
지배주주지분	7,966	19,278	20,988	23,645
자본금	100	117	117	117
자본잉여금	7,122	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	338	1,372	3,082	5,739
비지배주주지분	776	1,427	1,617	1,912
자본총계	8,742	20,705	22,605	25,557

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	-	139.9	85.4	55.0
P/CF (x)	-	43.3	29.4	19.5
P/B (x)	-	7.6	7.0	6.2
EV/EBITDA (x)	-	46.8	30.4	20.5
EPS (원)	3,963	4,461	7,311	11,352
CFPS (원)	19,304	14,421	21,199	32,035
BPS (원)	39,831	82,384	89,695	101,047
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	1,121.8	41.3	42.4	35.3
EBITDA증가율 (%)	-	43.9	57.9	50.2
조정영업이익증가율 (%)	-	95.6	72.7	55.3
EPS증가율 (%)	-	12.6	63.9	55.3
매출채권 회전율 (회)	6.1	5.8	5.1	5.0
재고자산 회전율 (회)	5.1	3.6	2.9	2.9
매입채무 회전율 (회)	5.9	4.8	3.8	3.8
ROA (%)	4.3	3.4	4.0	5.2
ROE (%)	10.7	7.6	8.5	11.9
ROIC (%)	5.4	5.7	7.8	9.7
부채비율 (%)	171.8	105.3	129.0	138.1
유동비율 (%)	100.7	142.8	124.4	118.1
순차입금/자기자본 (%)	64.8	9.7	25.9	30.5
조정영업이익/금융비용 (x)	11.5	19.5	33.0	45.9

잠깐 움츠렸던 날개를 다시 펼 때

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	400,000원
현재주가(22/11/11)	231,600원
상승여력	73%

영업이익(22F, 십억원)	322
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	314
EPS 성장률(22F, %)	-
P/E(22F, x)	26.5
MKT P/E(22F, x)	11.3
KOSDAQ	731.22
시가총액(십억원)	8,321
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	67.9
외국인 보유비중(%)	22.2
배타(12M) 일간수익률	1.50
52주 최저가(원)	168,500
52주 최고가(원)	276,600
추가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	19.7 2.9 7.0
상대주가	9.6 22.0 45.3

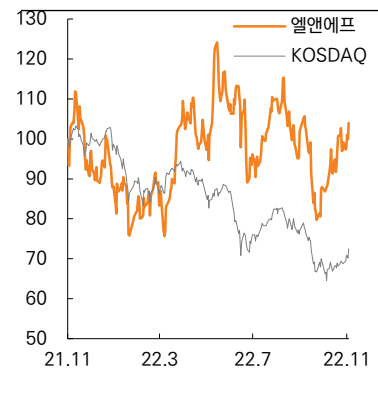
[2차전지/디스플레이] 김철중
chuljoong.kom@miraesasset.com

투자포인트

- 매크로 악화에 살아남는 것은 테슬라. 1) 가격 인하 정책 이후 중국 내 시장 점유율 확대 예상, 2) 베를린/텍사스 가동 및 북미 저가형 모델 LFP → 21700 전환, 3) 세미트럭/사이버트럭 생산 본격화
- 테슬라 중장기 판매량 감안 시, 다음 중장기 공급계약은 20조원을 상회할 것으로 판단
- 파나소닉 북미 증설 발표: SMM의 유의미한 북미 진출 동반되지 않을 경우. 양극재 체인 다변화 필요
- 테슬라 자체 배터리 양산 시 동사 제품 적용 가능성 높다고 판단. 추가적인 신규 고객사 확보 전망
- 23년 매출액 7조원(+71% YoY), 영업이익 5,620억원(+75% YoY) 예상
- 24년 P/E 13배 수준. 경쟁사 대비 심각한 저평가

리스크

- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	313	356	971	4,078	6,990	10,169
영업이익 (십억원)	-8	1	44	322	562	818
영업이익률 (%)	-2.6	0.3	4.5	7.9	8.0	8.0
순이익 (십억원)	-9	-15	-113	314	439	660
EPS (원)	-336	-550	-3,526	8,744	12,227	18,360
ROE (%)	-6.7	-9.4	-27.4	32.2	28.6	31.6
P/E (배)	-	-	-	26.5	18.9	12.6
P/B (배)	3.9	9.8	12.3	6.3	4.7	3.4
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	971	4,078	6,990	10,169
매출원가	893	3,670	6,318	9,184
매출총이익	78	408	672	985
판매비와관리비	34	86	110	167
조정영업이익	44	322	562	818
영업이익	44	322	562	818
비영업손익	-170	94	16	50
금융손익	-12	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-126	416	578	868
계속사업법인세비용	-13	101	139	208
계속사업이익	-112	314	439	660
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-112	314	439	660
지배주주	-113	314	439	660
비지배주주	1	1	0	0
총포괄이익	-104	315	439	660
지배주주	-105	310	432	648
비지배주주	1	5	8	12
EBITDA	65	362	629	915
FCF	-317	-771	-223	-67
EBITDA 마진율 (%)	6.7	8.9	9.0	9.0
영업이익률 (%)	4.5	7.9	8.0	8.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.6	7.7	6.3	6.5

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,071	2,548	3,181	4,276
현금 및 현금성자산	272	75	152	160
매출채권 및 기타채권	271	1,004	1,277	1,724
재고자산	262	1,040	1,323	1,838
기타유동자산	266	429	429	554
비유동자산	462	639	972	1,375
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	427	589	923	1,328
무형자산	10	7	6	5
자산총계	1,532	3,187	4,153	5,652
유동부채	398	1,166	1,389	2,016
매입채무 및 기타채무	219	817	1,040	1,649
단기금융부채	166	319	319	319
기타유동부채	13	30	30	48
비유동부채	499	699	1,004	1,216
장기금융부채	494	683	983	1,183
기타비유동부채	5	16	21	33
부채총계	897	1,866	2,393	3,232
지배주주지분	631	1,316	1,755	2,415
자본금	17	18	18	18
자본잉여금	694	659	659	659
이익잉여금	-99	614	1,053	1,713
비지배주주지분	4	5	5	5
자본총계	635	1,321	1,760	2,420

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	-	26.5	18.9	12.6
P/CF (x)	89.6	20.1	12.9	8.6
P/B (x)	12.3	6.3	4.7	3.4
EV/EBITDA (x)	122.4	24.4	14.4	10.0
EPS (원)	-3,526	8,744	12,227	18,360
CFPS (원)	2,482	11,542	17,946	26,848
BPS (원)	18,078	36,817	49,044	67,404
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	172.6	320.1	71.4	45.5
EBITDA증가율 (%)	323.5	459.2	73.8	45.5
조정영업이익증가율 (%)	2,910.3	628.3	74.4	45.5
EPS증가율 (%)	-	-	39.8	50.2
매출채권 회전율 (회)	5.9	6.4	6.1	6.8
재고자산 회전율 (회)	5.3	6.3	5.9	6.4
매입채무 회전율 (회)	7.5	7.7	7.4	7.5
ROA (%)	-11.2	13.3	12.0	13.5
ROE (%)	-27.4	32.2	28.6	31.6
ROIC (%)	7.0	20.7	20.1	22.0
부채비율 (%)	141.2	141.2	135.9	133.6
유동비율 (%)	268.8	218.5	229.0	212.2
순차입금/자기자본 (%)	27.7	37.7	41.0	32.6
조정영업이익/금융비용 (x)	3.3	0.0	0.0	0.0

에코프로비엠 (247540)

이미 내재화된 업스트림. 시너지 효과 본격화

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	187,500원
현재주가(22/11/11)	110,600원
상승여력	70%

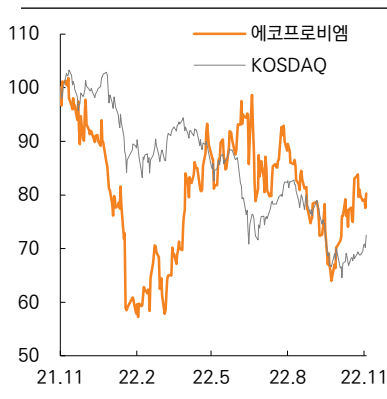
영업이익(22F,십억원)	447
Consensus 영업이익(22F,십억원)	447
EPS 성장률(22F,%)	190.5
P/E(22F,x)	33.3
MKT P/E(22F,x)	11.3
KOSDAQ	731.22
시가총액(십억원)	10,817
발행주식수(백만주)	98
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	9.5
베타(12M) 일간수익률	1.23
52주 최저가(원)	78,819
52주 최고가(원)	140,219
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	12.4 -7.4 -20.6
상대주가	2.9 9.7 7.8

투자포인트

- IRA로 공급이 가장 타이트 할 것으로 예상되는 양극재 전구체(에코프로머티리얼즈) 내재화 완료
- 수산화리튬, 배터리 리사이클링, 산소 등 양극재 업스트림 내재화로 경쟁사 대비 공급 안정성 확보
- 북미 시장 진출 기 발표(26년 18만톤). SKON/Ford와의 JV를 통해 북미 시장 대응 본격화 전망
- 기존 주 고객사(삼성SDI)의 북미 진출 본격화에 따른 추가 수혜 전망: 특히 원통형 4680 중심의 투자가 예상(니켈 비중 90% 이상 대응 가능한 양극재 업체 제한적)
- 23년 매출액 7.8조원(+47% YoY), 영업이익 6,540억원(+47% YoY) 예상

리스크

- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진
- 자금 조달 시장 경색에 따른 전방 OEM 생산/판매 차질. 재무 리스크 부각



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	616	855	1,486	5,322	7,799	9,663
영업이익 (십억원)	37	55	115	447	654	831
영업이익률 (%)	6.0	6.4	7.7	8.4	8.4	8.6
순이익 (십억원)	34	47	101	318	478	611
EPS (원)	430	554	1,145	3,326	4,884	6,252
ROE (%)	9.3	11.5	20.3	24.0	20.6	21.5
P/E (배)	30.5	75.9	108.1	33.3	22.6	17.7
P/B (배)	2.9	8.0	20.7	5.2	4.2	3.4
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에코프로비엠, 미래에셋증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,486	5,322	7,799	9,663
매출원가	1,295	4,698	6,905	8,522
매출총이익	191	624	894	1,141
판매비와관리비	75	177	240	310
조정영업이익	115	447	654	831
영업이익	115	447	654	831
비영업손익	-1	-27	-23	-23
금융손익	-4	-19	-23	-23
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	114	420	631	808
계속사업법인세비용	17	61	95	121
계속사업이익	98	358	537	687
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	98	358	537	687
지배주주	101	318	478	611
비지배주주	-3	41	59	76
총포괄이익	94	356	537	687
지배주주	98	314	474	607
비지배주주	-3	42	62	80
EBITDA	158	477	733	972
FCF	-337	-994	72	41
EBITDA 마진율 (%)	10.6	9.0	9.4	10.1
영업이익률 (%)	7.7	8.4	8.4	8.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.8	6.0	6.1	6.3

자료: 에코프로비엠, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	739	3,387	3,548	4,436
현금 및 현금성자산	105	345	351	174
매출채권 및 기타채권	267	1,178	1,242	1,744
재고자산	339	1,312	1,382	1,771
기타유동자산	28	552	573	747
비유동자산	687	1,147	1,569	1,929
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	639	1,098	1,520	1,878
무형자산	12	14	14	14
자산총계	1,426	4,534	5,117	6,365
유동부채	613	1,986	2,053	2,620
매입채무 및 기타채무	213	1,231	1,297	1,821
단기금융부채	358	656	656	658
기타유동부채	42	99	100	141
비유동부채	217	330	332	348
장기금융부채	195	292	292	292
기타비유동부채	22	38	40	56
부채총계	830	2,316	2,385	2,967
지배주주지분	552	2,093	2,549	3,138
자본금	11	86	86	86
자본잉여금	293	1,465	1,465	1,465
이익잉여금	224	516	971	1,561
비지배주주지분	44	125	184	260
자본총계	596	2,218	2,733	3,398

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	108.1	33.3	22.6	17.7
P/CF (x)	70.8	-	14.8	11.1
P/B (x)	20.7	5.2	4.2	3.4
EV/EBITDA (x)	72.4	23.3	15.2	11.6
EPS (원)	1,145	3,326	4,884	6,252
CFPS (원)	1,746	-2,352	7,491	9,939
BPS (원)	5,981	21,402	26,060	32,085
DPS (원)	227	227	227	227
배당성향 (%)	21.5	6.2	4.1	3.2
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	73.8	258.2	46.6	23.9
EBITDA증가율 (%)	72.9	201.1	53.6	32.7
조정영업이익증가율 (%)	110.0	288.2	46.5	27.0
EPS증가율 (%)	106.9	190.5	46.8	28.0
매출채권 회전율 (회)	9.1	7.9	6.9	6.9
재고자산 회전율 (회)	6.0	6.4	5.8	6.1
매입채무 회전율 (회)	12.3	10.1	8.5	8.5
ROA (%)	8.8	12.0	11.1	12.0
ROE (%)	20.3	24.0	20.6	21.5
ROIC (%)	12.2	22.2	20.9	21.7
부채비율 (%)	139.2	104.4	87.3	87.3
유동비율 (%)	120.6	170.5	172.8	169.4
순차입금/자기자본 (%)	74.9	8.8	6.1	5.1
조정영업이익/금융비용 (x)	25.6	22.1	27.2	34.5

막 차 탄 후발 주자, 아니 글로벌 5위 하이니켈 양극재 업체

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	90,000원
현재주가(22/11/11)	66,300원
상승여력	36%

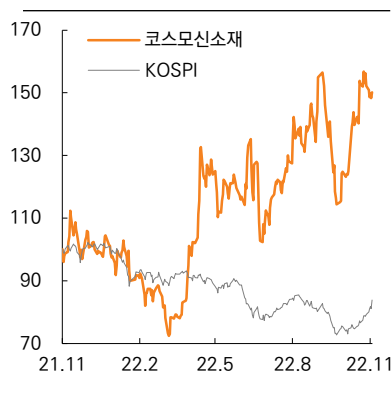
영업이익(22F, 십억원)	41
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	0
EPS 성장률(22F, %)	87.7
P/E(22F, x)	58.5
MKT P/E(22F, x)	11.3
KOSPI	2,483.16
시가총액(십억원)	2,032
발행주식수(백만주)	31
유동주식비율(%)	70.6
외국인 보유비중(%)	9.2
베타(12M) 일간수익률	1.01
52주 최저가(원)	31,950
52주 최고가(원)	69,200
주가상승률(%)	1개월 27.0 6개월 32.6 12개월 80.8
절대주가	21.9 27.0 53.5
상대주가	7.6 32.6 80.8

투자포인트

- 23년 하반기 EV 용 하이니켈 양극재 공급 시작 전망
- 북미 OEM 향 하이니켈 양극재 2~3원화 진행되며, 후발 업체인 동사 신규 진입 전망
- 과거 국내 선발 업체들의 선례처럼 1) 하이니켈 생산에 따른 평균판가 상승, 2) 단일 스펙 제품 생산에 따른 단위당 원가 개선 본격화될 것으로 전망

리스크

- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진
- 증설을 위한 자금 조달 필수적인 상황



계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	244	204	306	480	724	1,491
영업이익 (십억원)	-4	12	22	41	49	121
영업이익률 (%)	-1.6	5.9	7.2	8.5	6.8	8.1
순이익 (십억원)	-2	12	18	34	38	92
EPS (원)	-77	401	604	1,134	1,249	3,012
ROE (%)	-1.5	7.2	9.4	14.9	13.9	27.0
P/E (배)	-	49.0	76.4	58.5	53.1	22.0
P/B (배)	1.7	3.2	6.8	7.9	6.9	5.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 코스모신소재, 미래에셋증권 리서치센터

코스모신소재 (005070)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	306	480	724	1,491
매출원가	266	416	646	1,310
매출총이익	40	64	78	181
판매비와관리비	18	24	29	60
조정영업이익	22	41	49	121
영업이익	22	41	49	121
비영업손익	0	0	-4	-12
금융손익	-1	-3	-4	-12
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	22	41	45	109
계속사업법인세비용	4	6	7	16
계속사업이익	18	34	38	92
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	34	38	92
지배주주	18	34	38	92
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	18	37	38	92
지배주주	18	37	38	92
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	35	59	72	146
FCF	-15	-21	-72	-311
EBITDA 마진율 (%)	11.4	12.3	9.9	9.8
영업이익률 (%)	7.2	8.5	6.8	8.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.9	7.1	5.2	6.2

자료: 코스모신소재, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	119	288	349	592
현금 및 현금성자산	20	98	39	16
매출채권 및 기타채권	32	94	152	308
재고자산	49	78	139	251
기타유동자산	18	18	19	17
비유동자산	229	236	310	598
관계기업투자등	2	5	9	17
유형자산	223	225	292	567
무형자산	1	1	1	1
자산총계	348	524	659	1,190
유동부채	82	143	192	281
매입채무 및 기타채무	30	50	89	160
단기금융부채	45	80	81	81
기타유동부채	7	13	22	40
비유동부채	61	124	172	521
장기금융부채	44	89	109	409
기타비유동부채	17	35	63	112
부채총계	143	267	363	803
지배주주지분	205	257	295	388
자본금	30	31	31	31
자본잉여금	121	135	135	135
이익잉여금	28	64	103	195
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	205	257	295	388

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	76.4	58.5	53.1	22.0
P/CF (x)	37.4	35.0	28.1	13.9
P/B (x)	6.8	7.9	6.9	5.2
EV/EBITDA (x)	41.6	35.5	30.2	17.2
EPS (원)	604	1,134	1,249	3,012
CFPS (원)	1,233	1,897	2,356	4,754
BPS (원)	6,835	8,394	9,643	12,655
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	49.8	57.0	50.7	105.9
EBITDA증가율 (%)	48.5	69.9	22.0	101.8
조정영업이익증가율 (%)	75.2	87.4	20.4	145.7
EPS증가율 (%)	50.6	87.7	10.1	141.2
매출채권 회전율 (회)	9.1	8.4	6.3	6.8
재고자산 회전율 (회)	7.7	7.6	6.7	7.6
매입채무 회전율 (회)	8.1	12.0	10.8	12.2
ROA (%)	5.1	7.9	6.5	10.0
ROE (%)	9.4	14.9	13.9	27.0
ROIC (%)	6.7	10.9	9.8	14.2
부채비율 (%)	69.6	103.8	123.0	207.0
유동비율 (%)	144.8	201.5	181.7	210.7
순차입금/자기자본 (%)	30.2	27.9	50.9	122.3
조정영업이익/금융비용 (x)	10.7	12.2	9.9	9.2

기나긴 터널의 끝이 보인다

투자조건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	100,000원
현재주가(22/11/11)	64,000원
상승여력	56%

영업이익(22F, 십억원)	-47
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	0
EPS 성장률(22F, %)	-
P/E(22F, x)	-
MKT P/E(22F, x)	11.3
KOSPI	2,483.16
시가총액(십억원)	4,563
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	35.8
외국인 보유비중(%)	8.5
배타(12M) 일간수익률	2.10
52주 최저가(원)	48,050
52주 최고가(원)	179,000
주가상승률(%)	1개월 24.5 6개월 -44.3 12개월 -60.2
절대주가	24.5 -44.3 -60.2
상대주가	9.9 -41.9 -53.2

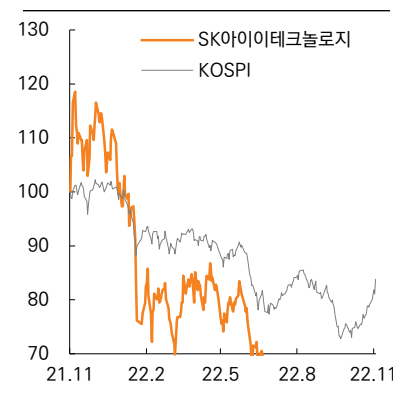
[2차전지/디스플레이] 김철중
chuljoong.kom@miraesasset.com

투자포인트

- 점진적인 가동률 회복: 주요 고객사 헝가리 2라인 수율/가동률 점진적 개선에 따른 Q(출하량) 개선
- 고정비가 높은 소재 특성 상 가동률 개선 시, 수익성 개선은 단기에 나타날 것
- 유럽 선제적 증설에 따른 수혜 전망: 전력비 점진적 안정화, 유럽 내 추가 고객사 확보에 용이
- 분기 실적 개선과 북미 증설이 주요 모멘텀이 될 것으로 전망 → 현재 IRA 법안 상 주요 부품에 분리막이 포함되어 있지는 않지만 1) 북미 고객들의 단기 물량 대응, 2) 북미 신규 고객사 확보, 3) 중장기 정치적 리스크 감안 시 북미 투자 필요할 것으로 판단

리스크

- 주요 고객사 수율/가동률 개선 지연
- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진



계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	263	469	604	583	781	1,158
영업이익 (십억원)	81	125	89	-47	109	253
영업이익률 (%)	30.8	26.7	14.7	-8.1	14.0	21.8
순이익 (십억원)	64	88	95	-43	91	197
EPS (원)	2,818	1,521	1,393	-597	1,276	2,766
ROE (%)	16.2	11.0	5.6	-1.9	4.1	8.3
P/E (배)	-	-	120.6	-	50.2	23.1
P/B (배)	-	-	5.4	2.1	2.0	1.8
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK아이이테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지 (361610)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	604	583	781	1,158
매출원가	412	518	567	766
매출총이익	192	65	214	392
판매비와관리비	103	112	106	139
조정영업이익	89	-47	109	253
영업이익	89	-47	109	253
비영업손익	23	20	5	-7
금융손익	-8	-4	-8	-19
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	112	-27	114	246
계속사업법인세비용	16	15	23	49
계속사업이익	95	-43	91	197
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	95	-43	91	197
지배주주	95	-43	91	197
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	121	-38	91	197
지배주주	121	-38	91	197
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	207	107	268	468
FCF	-492	-269	-271	-454
EBITDA 마진율 (%)	34.3	18.4	34.3	40.4
영업이익률 (%)	14.7	-8.1	14.0	21.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.7	-7.4	11.7	17.0

자료: SK아이이테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,239	1,076	988	965
현금 및 현금성자산	236	505	582	381
매출채권 및 기타채권	122	130	169	251
재고자산	92	144	188	283
기타유동자산	789	297	49	50
비유동자산	1,945	2,186	2,527	3,112
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,886	2,127	2,471	3,059
무형자산	17	12	8	6
자산총계	3,185	3,262	3,515	4,077
유동부채	501	601	661	773
매입채무 및 기타채무	104	154	184	228
단기금융부채	307	349	350	353
기타유동부채	90	98	127	192
비유동부채	467	483	584	837
장기금융부채	466	478	578	828
기타비유동부채	1	5	6	9
부채총계	968	1,084	1,246	1,610
지배주주지분	2,216	2,179	2,270	2,467
자본금	71	71	71	71
자본잉여금	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	247	204	295	492
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	2,216	2,179	2,270	2,467

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	120.6	-	50.2	23.1
P/CF (x)	50.5	31.1	16.3	9.5
P/B (x)	5.4	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	56.9	43.4	18.3	11.5
EPS (원)	1,393	-597	1,276	2,766
CFPS (원)	3,328	2,059	3,935	6,744
BPS (원)	31,084	30,559	31,835	34,600
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	28.7	-3.5	34.0	48.2
EBITDA증가율 (%)	5.2	-48.3	150.3	74.9
조정영업이익증가율 (%)	-28.8	-	-	133.0
EPS증가율 (%)	-8.4	-	-	116.8
매출채권 회전율 (회)	6.3	4.8	5.4	5.6
재고자산 회전율 (회)	9.0	4.9	4.7	4.9
매입채무 회전율 (회)	35.2	38.3	41.9	39.9
ROA (%)	3.7	-1.3	2.7	5.2
ROE (%)	5.6	-1.9	4.1	8.3
ROIC (%)	4.6	-3.7	3.6	6.9
부채비율 (%)	43.7	49.7	54.9	65.3
유동비율 (%)	247.4	179.2	149.5	124.9
순차입금/자기자본 (%)	-9.6	3.5	15.3	32.5
조정영업이익/금융비용 (x)	5.6	-2.0	4.1	7.6

매각 불확실성으로 인한 경로 이탈. 결국은 펀더멘탈이 중요

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	97,000원
현재주가(22/11/11)	65,000원
상승여력	49%

영업이익(22F,십억원)	106
Consensus 영업이익(22F,십억원)	0
EPS 성장률(22F,%)	8.9
P/E(22F,x)	43.8
MKT P/E(22F,x)	11.3
KOSPI	2,483.16

시가총액(십억원)	2,997
발행주식수(백만주)	46
유동주식비율(%)	46.2
외국인 보유비중(%)	10.3
베타(12M) 일간수익률	1.59
52주 최저가(원)	50,800
52주 최고가(원)	139,500
추가상승률(%)	1개월 14.4, 6개월 -20.1, 12개월 -39.5
절대주가	1.0, -16.6, -28.8
상대주가	

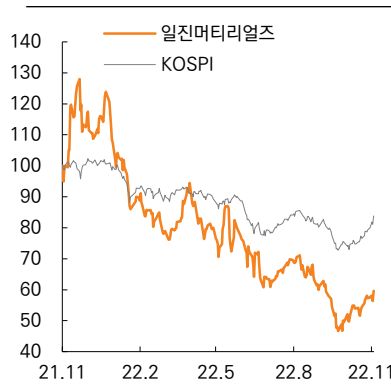
[2차전지/디스플레이] 김철중
chuljoong.kom@miraesasset.com

투자포인트

- 목표주가 97,000원으로 하향 조정, 24년 예상 EPS에 Target P/E 30배 적용
- 매각 불확실성으로 인하여 주가는 경로 이탈하였으나, 분기 실적은 건조한 흐름 지속할 것으로 전망
- LG엘티엄 라인 Ph1 공급 시작, 삼성SDI 단기 업황 호조 및 중장기 신규 고객사 확보에 따른 수혜
- 최근 폭스바겐/Seat 스페인 투자(14조원) 발표. 동사 스페인 동박 라인 진출 기 발표. Northvolt 등 신규 배터리 및 신규 OEM 향 고객 다변화 진행될 것으로 판단
- 매각 불확실성 해소 후, 분기 실적 개선 추세에 따라 멀티플 정상 수준으로 복귀할 것으로 전망

리스크

- 대주주 지분 매각 관련 불확실성 지속
- 중국 시장 내 배터리 용 동박 공급 과잉
- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	550	537	689	828	1,121	1,557
영업이익 (십억원)	47	51	70	106	158	229
영업이익률 (%)	8.5	9.5	10.2	12.8	14.1	14.7
순이익 (십억원)	47	43	63	68	102	149
EPS (원)	1,016	927	1,361	1,483	2,222	3,234
ROE (%)	8.5	7.2	7.8	5.5	6.7	9.1
P/E (배)	42.1	54.9	99.2	43.8	29.2	20.1
P/B (배)	3.5	3.8	6.3	2.0	1.9	1.8
배당수익률 (%)	0.1	0.4	0.2	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 일진머티리얼즈, 미래에셋증권 리서치센터

일진머티리얼즈 (020150)

일진머티리얼즈 목표주가 산정

(십억원, %, 배)

		비고
24년 예상 EPS (원)	3,234	
현재 P/E (x)	43.8	
적정 P/E (x)	30	24년 예상 EPS에 Target P/E 30배 적용. EPS 및 Target P/E 하향 조정. 매각 불확실성 해소 필요
목표주가 (원)	97,000	
현재주가 (원)	65,000	
상승여력 (%)	49	

자료: 일진머티리얼즈, 미래에셋증권 리서치센터

일진머티리얼즈 분기 실적 테이블

(십억원, %, 배)

	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22F	23F	24F
매출액	200.1	188.4	214.1	225.2	230.5	244.6	301.9	344.0	326.6	338.4	416.2	476.3	827.8	1,120.9	1,557.5
동박 등	170.2	123.7	168.8	184.4	191.8	209.7	260.1	293.8	286.4	294.3	369.8	425.3	647.2	955.4	1,375.8
기타 자회사	29.8	64.7	45.3	40.7	38.7	34.8	41.8	50.2	40.1	44.1	46.4	51.0	180.5	165.5	181.6
영업이익	21.6	25.2	28.6	30.3	31.0	33.2	43.4	50.7	46.8	48.5	62.3	71.1	105.7	158.3	228.7
영업이익률 (R)	10.8	13.4	13.4	13.5	13.5	13.6	14.4	14.7	14.3	14.3	15.0	14.9	12.8	14.1	14.7
매출액	10.4	-5.8	13.6	5.2	2.4	6.1	23.4	13.9	-5.1	3.6	23.0	14.4	20.2	35.4	38.9
동박 등	15.6	-27.3	36.4	9.3	4.0	9.4	24.0	13.0	-2.5	2.7	25.7	15.0	17.0	47.6	44.0
기타 자회사	-12.0	116.8	-30.0	-10.0	-5.0	-10.0	20.0	20.0	-20.0	10.0	5.0	10.0	33.2	-8.3	9.7
영업이익	229.6	8.9	19.2	13.0	3.6	16.7	14.3	0.6	26.0	0.6	10.9	9.9	19.9	51.6	51.9

자료: 일진머티리얼즈, 미래에셋증권 리서치센터

일진머티리얼즈 (020150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	689	828	1,121	1,557
매출원가	576	683	919	1,277
매출총이익	113	145	202	280
판매비와관리비	43	40	43	52
조정영업이익	70	106	158	229
영업이익	70	106	158	229
비영업손익	8	-7	-12	-17
금융손익	-3	-12	-20	-26
관계기업등 투자손익	2	0	0	0
세전계속사업손익	78	99	146	212
계속사업법인세비용	15	21	28	40
계속사업이익	63	79	118	172
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	63	79	118	172
지배주주	63	68	102	149
비지배주주	0	10	16	23
총포괄이익	77	98	118	172
지배주주	77	83	99	145
비지배주주	1	15	19	27
EBITDA	113	165	237	329
FCF	-179	-176	-219	-100
EBITDA 마진율 (%)	16.4	19.9	21.1	21.1
영업이익률 (%)	10.2	12.8	14.1	14.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.1	8.2	9.1	9.6

자료: 일진머티리얼즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	959	1,728	1,900	2,106
현금 및 현금성자산	235	231	116	66
매출채권 및 기타채권	155	223	341	443
재고자산	135	262	401	520
기타유동자산	434	1,012	1,042	1,077
비유동자산	794	897	1,086	1,257
관계기업투자등	43	53	81	112
유형자산	674	761	922	1,062
무형자산	8	7	6	6
자산총계	1,754	2,625	2,986	3,363
유동부채	149	167	238	317
매입채무 및 기타채무	58	44	67	92
단기금융부채	8	40	45	49
기타유동부채	83	83	126	176
비유동부채	256	270	456	596
장기금융부채	198	202	352	452
기타비유동부채	58	68	104	144
부채총계	404	437	694	913
지배주주지분	988	1,485	1,573	1,708
자본금	23	23	23	23
자본잉여금	697	1,140	1,140	1,140
이익잉여금	257	312	400	535
비지배주주지분	361	703	719	742
자본총계	1,349	2,188	2,292	2,450

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	99.2	43.8	29.2	20.1
P/CF (x)	48.8	17.0	12.3	8.9
P/B (x)	6.3	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA (x)	57.9	16.6	12.7	9.7
EPS (원)	1,361	1,483	2,222	3,234
CFPS (원)	2,767	3,825	5,271	7,316
BPS (원)	21,440	32,199	34,121	37,055
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	21.9	17.6	11.7	8.0
배당수익률 (%)	0.2	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	28.3	20.2	35.4	38.9
EBITDA증가율 (%)	32.5	46.4	43.7	38.8
조정영업이익증가율 (%)	37.5	51.1	49.8	44.4
EPS증가율 (%)	46.9	8.9	49.8	45.5
매출채권 회전율 (회)	5.5	4.4	4.1	4.1
재고자산 회전율 (회)	5.8	4.2	3.4	3.4
매입채무 회전율 (회)	28.0	24.0	21.6	20.8
ROA (%)	4.5	3.6	4.2	5.4
ROE (%)	7.8	5.5	6.7	9.1
ROIC (%)	7.7	8.2	9.9	11.3
부채비율 (%)	30.0	20.0	30.3	37.2
유동비율 (%)	645.8	1,036.8	799.7	665.2
순차입금/자기자본 (%)	-4.2	-43.8	-30.4	-22.5
조정영업이익/금융비용 (x)	20.4	8.3	7.6	8.5

대안 없음. 충분한 프리미엄 필요

투자의견(신규)	매수
목표주가(12M, 신규)	300,000원
현재주가(22/11/11)	222,000원
상승여력	35%

영업이익(22F,십억원)	231
Consensus 영업이익(22F,십억원)	239
EPS 성장률(22F,%)	52.7
P/E(22F,x)	82.5
MKT P/E(22F,x)	11.3
KOSPI	2,483.16

시가총액(십억원)	17,197
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	37.4
외국인 보유비중(%)	8.3
베타(12M) 일간수익률	1.70
52주 최저가(원)	96,600
52주 최고가(원)	222,000
추가상승률(%)	1개월 36.2, 6개월 79.0, 12개월 58.6
절대주가	36.2, 79.0, 58.6
상대주가	20.2, 86.9, 86.8

[2차전지/디스플레이] 김철중
chuljoong.kom@miraeeasset.com

투자포인트

- **목표주가 30만원으로 커버리지 개선.** 24년 예상 EPS에 Target P/E 45배 적용. 글로벌 경쟁사 대비 큰 폭의 할증 적용. 타 양극재 목표주가 산정 시 사용하는 24년 Target P/E 30배를 50% 할증 1) CATL 대비 LGES 할증 비중 적용, 2) IRA로 인한 양/음극재 최대 수혜, 3) 특히 음극재의 경우 동사의 공격적인 증설에도 북미 수요 대응 불가. 대안 없는 상황, 4) 23년 GM 사이클
- 대안이 없는 북미 음극재: 국내 배터리 3사 북미 수주잔고 380조원, 음극재 수요 30조원 수준. IRA 법안 내 북미 조달 핵심 부품에 음극재가 포함되어 있는 상황. 현 시점 해당 수요를 대응할 수 있는 글로벌 업체는 사실 상 동사밖에 없는 상황(중국 업체 진출 제한적, 일본 업체 보수적 기조)
- 확장되어 가는 양극재 고객사: 국내 배터리 3사 하이니켈 양극재 수요 급증에 따라 후발주자였던 동사의 고객사 확장, 대규모 수주 지속. 향후 삼성SDI, SKON 내 점진적인 점유율 증가 전망

리스크

- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	1,484	1,566	1,990	3,557	5,500	7,941
영업이익 (십억원)	90	60	122	231	408	607
영업이익률 (%)	6.1	3.8	6.1	6.5	7.4	7.6
순이익 (십억원)	101	30	134	208	360	512
EPS (원)	1,589	461	1,763	2,691	4,652	6,611
ROE (%)	11.6	3.0	7.9	8.4	13.1	16.2
P/E (배)	29.1	225.7	81.7	82.5	47.7	33.6
P/B (배)	3.0	6.7	4.7	6.6	5.9	5.0
배당수익률 (%)	0.8	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1

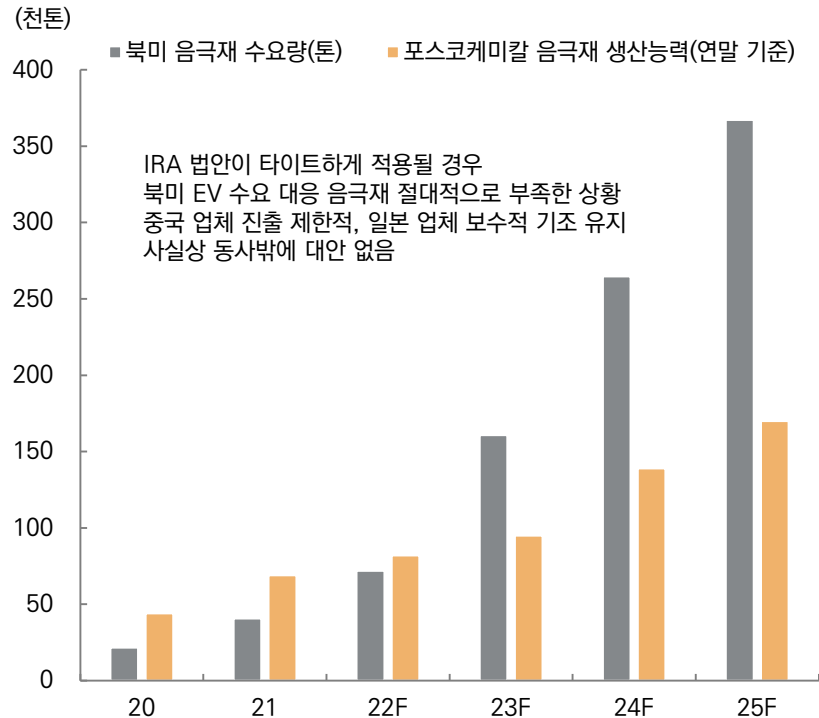
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 포스코케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

대안 없음

- 북미 음극재 대안 없음: 북미 EV 예상 판매 음극재 사용량으로 역산 시, 동사의 최근 증설 발표에도 불구하고 음극재 절대적으로 부족한 상황. 1) 중국 업체 해외 진출 제한적, 2) 일본 업체 보수적 기조
- 북미 양극재 물량 급증에 따라 2~3원화 가속 → 후발 주자인 동사 신규 진입 지속. 삼성SDI 및 SKON 등 고객사 추가 확보 용이한 상황
- 업스트림 내재화 가속 → IRA 법안 하 수급 안정화. 23년 GM 북미 수요 성장 사이클에도 주목할 필요

북미 EV 수요와 음극재 사용량 추정. 대안 없음



자료: 포스코케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

Chart Title

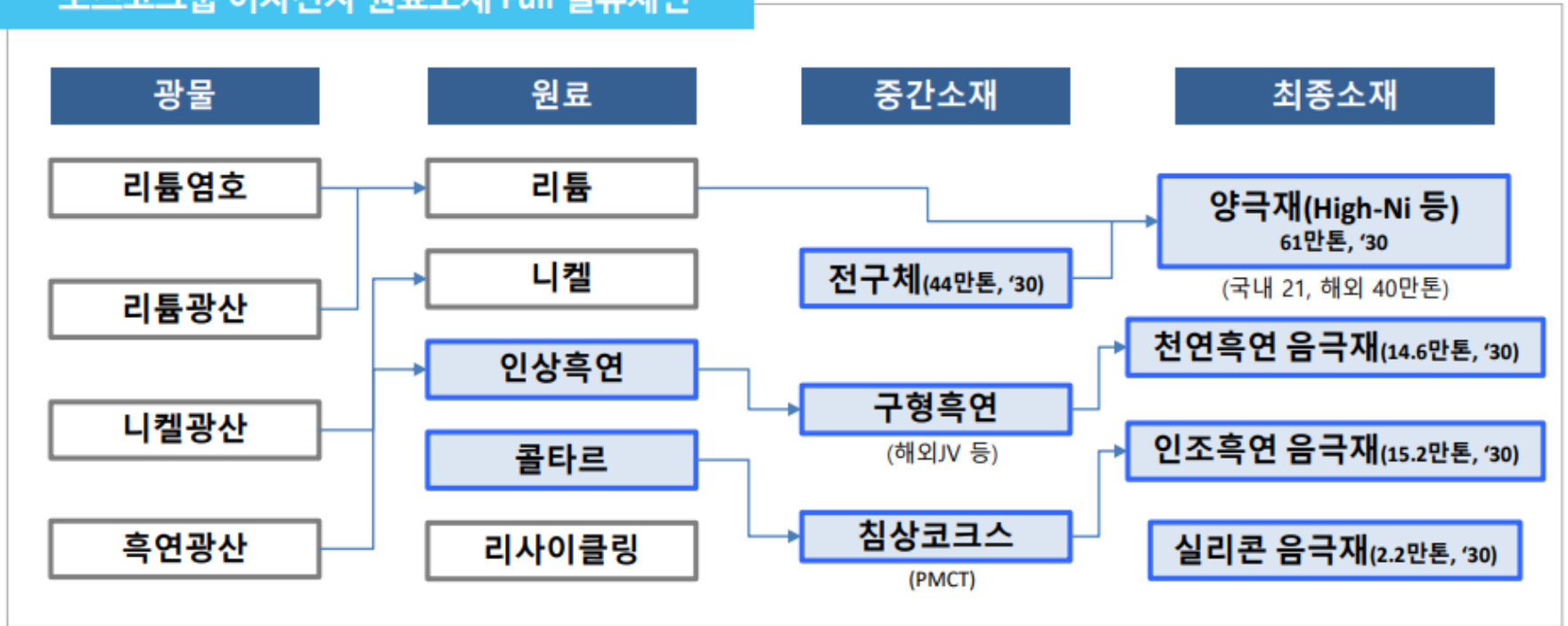
북미 주주 잔고	양극재	음극재	전해액	분리막
LGES 250조원 이상	105조원	20조원	8조원	13조원
기존	LG화학 포스코케미칼 엘앤에프	포스코케미칼 중/일 업체	중/일 노출도 높은 상황	도레이(LG화학) 중국 업체
향후	코스모신소재 등 신규 진입 예상	포스코케미칼 M/S 확대	엔켐 비중 확대 가속	WCP 등 진입 예상
SKON 80조원 이상	34조원	6조원	2조원	4조원
기존	에코프로비엠	포스코케미칼 중/일 업체	중/일 노출도 높은 상황	SKIET, 중/일 업체
향후	포스코케미칼 코스모신소재 등 신규 진입 예상	포스코케미칼 M/S 확대	엔켐 비중 확대 가속	SKIET 비중 확대 가속 WCP 등 진입 예상
삼성SDI 30조원 이상	13조원	2조원	1조원	2조원
기존	에코프로비엠	포스코케미칼 중/일 업체	중/일 노출도 높은 상황	WCP 아사히카세히 등
향후	포스코케미칼 코스모신소재 등 신규 진입 예상	포스코케미칼 M/S 확대	솔브레인 동화기업 비중 확대 가속	WCP 비중 확대 가속 SKIET 등 진입 예상

자료: 포스코케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

포스코 그룹 이차전지 원료소재 Full 밸류체인: 업스트림 내재화 가속 → IRA 법안 하 소재 수급 안정화 우위

(십억원, %, 배)

포스코그룹 이차전지 원료소재 Full 밸류체인



자료: 포스코케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

포스코케미칼 목표주가 산정

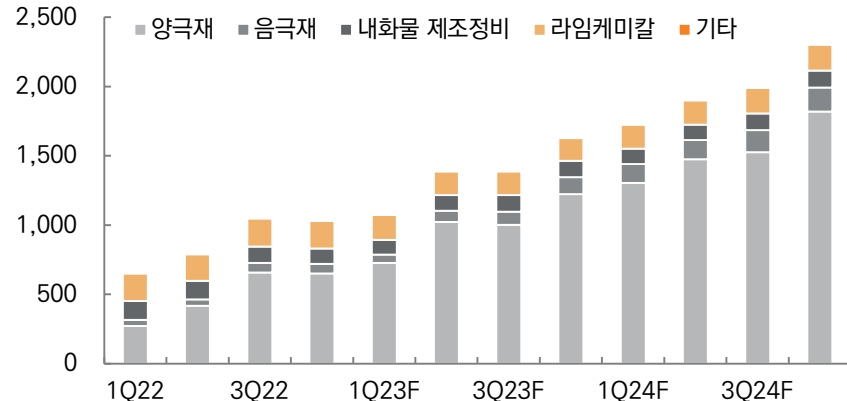
(십억원, %, 배)

		비고
24년 예상 EPS (원)	6,611	
현재 P/E (x)	82.5	
적정 P/E (x)	45	타 배터리 소재 업체 목표주가 시 사용하는 Target P/E 30배 50% 할증 적용 (CATL 대비 LGES 할증 비중(%) 적용) 1) 대안없는 북미 음극재, 2) 2/3원화 필수적인 양극재 3) 23년 GM 사이클 도래, 4) 업스트림 내재화 가속
목표주가 (원)	300,000	
현재주가 (원)	222,000	
상승여력 (%)	35	

자료: 포스코케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

포스코케미칼 부문별 매출 추이 및 전망: 배터리 소재로의 전환 가속

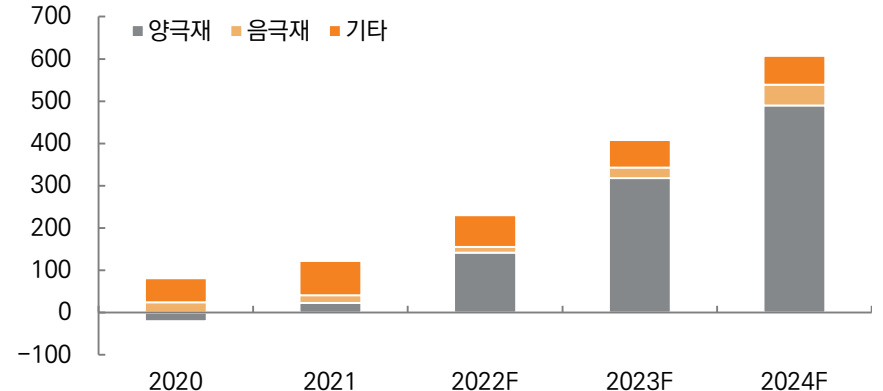
(십억원)



자료: 포스코케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

포스코케미칼 부문별 영업이익 추이 및 전망: 배터리 소재로의 전환 가속

(십억원)



자료: 포스코케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

포스코케미칼 분기 실적 테이블

(십억원, %, 배)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22F	23F	24F
매출액	665	803	1,053	1,036	1,080	1,393	1,394	1,633	1,730	1,906	1,996	2,307	3,557	5,500	7,941
양극재	272	418	658	652	726	1,024	1,003	1,223	1,304	1,475	1,525	1,819	2,001	3,976	6,122
음극재	45	47	68	70	61	79	94	124	138	140	160	174	229	357	612
내화물 제조정비	137	134	117	109	107	113	119	117	110	111	121	122	496	456	463
라임케미칼	198	192	204	201	181	172	172	163	173	175	185	187	794	688	720
기타	13	13	5	5	6	6	6	6	6	6	6	6	36	22	23
영업이익	25	55	82	68	74	111	100	122	132	151	147	177	231	408	607
세전이익	39	59	84	82	88	123	112	135	143	160	158	189	265	457	650
당기순이익	36	41	67	65	70	97	88	106	113	126	125	149	208	360	512
영업이익률 (R)	3.8	6.9	7.8	6.6	6.9	8.0	7.2	7.5	7.7	7.9	7.4	7.7	6.5	7.4	7.6
세전이익률	5.9	7.4	8.0	8.0	8.2	8.8	8.0	8.2	8.3	8.4	7.9	8.2	7.4	8.3	8.2
순이익률	5.5	5.0	6.3	6.3	6.4	6.9	6.3	6.5	6.5	6.6	6.2	6.4	5.9	6.6	6.4
증감률(QoQ/YoY)															
매출액	23.7	20.9	31.1	-1.7	4.3	29.0	0.1	17.1	6.0	10.2	4.7	15.6	78.8	54.6	44.4
영업이익	24.5	116.7	48.1	-16.8	8.8	50.3	-9.9	22.2	8.1	13.9	-2.2	19.9	89.5	76.9	48.8
세전이익	161.6	51.7	42.5	-2.1	7.3	38.8	-9.1	20.7	6.2	11.9	-1.1	19.1	81.2	72.8	42.1
당기순이익	86.2	11.8	64.8	-2.7	7.3	38.8	-9.1	20.7	6.2	11.9	-1.1	19.1	55.4	72.8	42.1

자료: 포스코케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,990	3,557	5,500	7,941
매출원가	1,751	3,151	4,822	6,952
매출총이익	239	406	678	989
판매비와관리비	116	175	269	381
조정영업이익	122	231	408	607
영업이익	122	231	408	607
비영업손익	24	34	49	43
금융손익	8	33	37	31
관계기업등 투자손익	17	24	12	12
세전계속사업손익	146	265	457	650
계속사업법인세비용	12	48	91	130
계속사업이익	134	216	366	520
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	134	216	366	520
지배주주	134	208	360	512
비지배주주	0	8	5	8
총포괄이익	141	233	366	520
지배주주	140	206	314	447
비지배주주	0	27	52	73
EBITDA	203	330	566	862
FCF	-449	-227	-781	-681
EBITDA 마진율 (%)	10.2	9.3	10.3	10.9
영업이익률 (%)	6.1	6.5	7.4	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.7	5.8	6.5	6.4

자료: 포스코케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,084	2,907	3,435	4,434
현금 및 현금성자산	72	529	254	345
매출채권 및 기타채권	241	464	732	1,034
재고자산	441	849	1,339	1,892
기타유동자산	1,330	1,065	1,110	1,163
비유동자산	1,838	2,152	2,897	3,532
관계기업투자등	183	264	264	150
유형자산	1,459	1,719	2,466	3,215
무형자산	34	29	24	20
자산총계	3,922	5,059	6,332	7,966
유동부채	635	1,364	2,280	3,100
매입채무 및 기타채무	311	578	911	1,288
단기금융부채	268	678	1,198	1,571
기타유동부채	56	108	171	241
비유동부채	849	944	959	1,275
장기금융부채	836	918	918	1,218
기타비유동부채	13	26	41	57
부채총계	1,484	2,308	3,239	4,375
지배주주지분	2,389	2,579	2,917	3,405
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,453	1,453	1,453	1,453
이익잉여금	898	1,092	1,429	1,918
비지배주주지분	49	172	177	185
자본총계	2,438	2,751	3,094	3,590

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	81.7	82.5	47.7	33.6
P/CF (x)	46.7	59.3	36.8	22.5
P/B (x)	4.7	6.6	5.9	5.0
EV/EBITDA (x)	60.2	53.0	32.2	21.9
EPS (원)	1,763	2,691	4,652	6,611
CFPS (원)	3,084	3,744	6,040	9,861
BPS (원)	30,845	33,421	37,773	44,085
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	17.4	10.7	6.3	4.5
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	27.0	78.8	54.6	44.4
EBITDA증가율 (%)	62.7	62.5	71.8	52.3
조정영업이익증가율 (%)	101.9	89.5	76.9	48.8
EPS증가율 (%)	282.6	52.7	72.8	42.1
매출채권 회전율 (회)	7.7	10.2	9.3	9.1
재고자산 회전율 (회)	6.3	5.5	5.0	4.9
매입채무 회전율 (회)	10.6	10.2	9.3	9.1
ROA (%)	4.5	4.8	6.4	7.3
ROE (%)	7.9	8.4	13.1	16.2
ROIC (%)	6.5	8.4	10.5	11.4
부채비율 (%)	60.9	83.9	104.7	121.9
유동비율 (%)	328.4	213.1	150.7	143.0
순차입금/자기자본 (%)	41.2	3.0	28.4	40.7
조정영업이익/금융비용 (x)	13.2	16.6	19.4	21.9

차세대 전해질(염)으로의 전환 가속화

투자이건(신규)	매수
목표주가(12M, 신규)	350,000원
현재주가(22/11/11)	240,000원
상승여력	46%

영업이익(22F,십억원)	62
Consensus 영업이익(22F,십억원)	62
EPS 성장률(22F,%)	27.1
P/E(22F,x)	43.2
MKT P/E(22F,x)	11.3
KOSDAQ	731.22
시가총액(십억원)	2,400
발행주식수(백만주)	10
유통주식비율(%)	43.9
외국인 보유비중(%)	8.4
베타(12M) 일간수익률	1.42
52주 최저가(원)	178,300
52주 최고가(원)	356,200
추가상승률(%)	1개월 27.4 6개월 -9.7 12개월 -25.0
절대주가	16.6 7.0 1.8
상대주가	

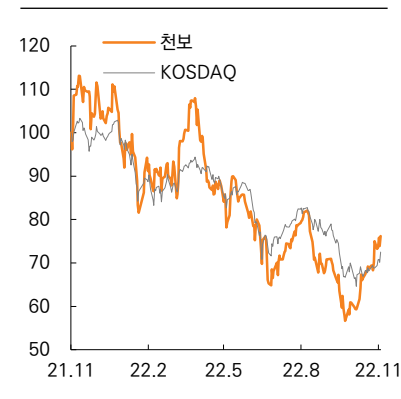
[2차전지/디스플레이] 김철중
chuljoong.kom@miraeasset.com

투자포인트

- **목표주가 35만원으로 커버리지 개시.** 24년 예상 EPS에 Target P/E 30배 적용
- 차세대 전해질(염)으로의 기술 전환 가속화: 1) 21~22년 기존 전해질(염)인 LiPF6 가격 변동성 확대(수급 불안정), 2) LiPF6 중국 지역 노출도 높아 향후 북미 시장 개화시 수급 리스크 존재, 3) 동사의 차세대 전해질(F, P, D, B 등은) 사용으로 충전 시간 단축, 배터리 수명 향상 등 성능 개선
- IRA 법안 발효 후, 가장 국산화 니즈가 높아지고 있는 전해액 밸류 체인: 중국 업체 노출도 타 소재 대비 매우 높은 상황 → 과거 몇 년과 달리 중장기 계약과 이를 기반한 공격적인 증설이 필요한 구간
- 2023년, 신규 전해액 첨가제 매출 발생의 원년

리스크

- LiPF6 가격 급락으로 차세대 전해질로의 전환 지연
- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진



계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	135	155	272	336	502	745
영업이익 (십억원)	27	30	51	62	93	146
영업이익률 (%)	20.0	19.4	18.8	18.5	18.5	19.6
순이익 (십억원)	23	27	44	56	74	116
EPS (원)	2,343	2,734	4,377	5,562	7,416	11,550
ROE (%)	14.5	12.6	17.2	17.3	18.8	23.7
P/E (배)	26.3	66.7	79.6	43.2	32.4	20.8
P/B (배)	2.9	7.8	12.1	6.6	5.5	4.4
배당수익률 (%)	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

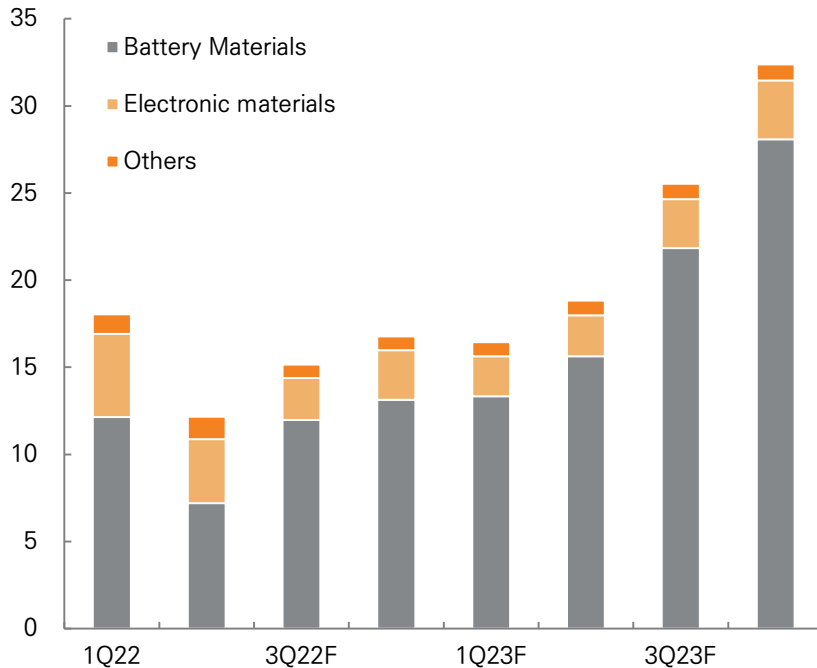
자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

중국을 넘보다

- 글로벌 Top tier인 중국 내 전해질/첨가제 업체들과의 격차 축소 본격화될 것으로 판단
1) IRA로 인한 중국 전해액 북미 시장 진출 제한적, 2) 차세대 제품 포트폴리오 보유(LiFSI, P, D, B 등)
3) 글로벌 경쟁사 대비 생산 원가 우위(수익성 우위)
- 특히 공정 원가 개선에 특화: LiFSI 원재료 믹스 개선으로 기존 공정 대비 제조원가 50% 절감, P전해질 기존 LiPF6(가격 변동성이 큰)를 원재료에서 제거, 신규 믹스를 통해 제조원가 30% 절감
- 23년부터는 차세대 제품의 매출 확대에 주목: FEC, VC 등 신규 첨가제, LiFSI

천보 부문별 매출액 추이 및 전망

(십억원)



자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

LiPF6: 가격 변동성 확대 + 높은 중국 노출도 → 차세대 리튬염으로 전환

양산중인 품목

LiFSI (F)

배터리 안정성 향상 및 수명 연장
낮은 온도에서 배터리 방전 억제

LiPO₂F₂ (P)

배터리 수명 향상 및 고출력, 충전시간 단축

LiDFOP (D)

배터리 수명 향상 및 고출력, 충전시간 단축

LiBOB (B)

배터리 고출력, 순간 출력 향상

TMSB

고전압충전시 부반응 억제
양극에서 피막의 저항 증가 완화

SN

고전압충전시 부반응 억제
음극 가스발생 저감

자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

LiFSI, 원재료 개선으로 글로벌 경쟁사 대비 제조원가 50% 절감 목표

Lithium bis(fluorosulfonyl)imide (LiFSI)

- 기존 공정 대비 **제조원가 50% 이상 절감 가능한 세계 유일한 신규 공법** 및 공정 개발
(고가의 CSA, CSI, BA를 사용하지 않고 범용적이고 저렴한 원료인 H*, S**, U*** 등을 사용하는 공법)
- 정제 기술 및 생산 공정 최적화
- 부산물 전량 재활용(원가절감, 환경개선)
- 영업이익율 25% 달성

시장 경쟁력 확보

고객 요구 만족

Global 시장 **점유율 60% 이상** 목표

P전해질, LiPF₆ 원재료에서 제거, 기존 대비 제조원가 30% 절감

Lithium difluoro phosphate (LiPO₂F₂)

- 원재료 변경 및 **세계 유일 공정, 공법 개발**, 기초 원료 물질을 직접 제조
(고가의 LiPF₆를 사용하지 않고 저렴한 원료를 사용하여 제조원가 30% 절감)
- 원재료 수급 불안정 해소, 제품 가격 안정화
- **부산물, 폐용매 재사용, 폐기물의 최소화**
- 영업이익율 25% 달성

균일한 제품 공급

안정적인 공급 능력

Global 시장 **점유율 90% 이상** 목표

자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

천보 목표 주가 산정

		비고
24년 예상 EPS (원)	11,550	
현재 P/E (x)	43.2	
적정 P/E (x)	30	국내 배터리 소재 업체 목표주가 산정 시 사용하는 Target P/E 30배 동일 적용
목표주가 (원)	350,000	
현재주가 (원)	240,000	
상승여력 (%)	46	

자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

신규 전해액 첨가제 23년 매출 발생 본격화

출시 예정 품목			
품명	특성	시판 예정일	생산 예정공장
FEC	배터리 계면저항 감소, 이온전도도 향상	2023.1Q	군산
VC	배터리 수명 향상 안전성 향상, 열화억제	2023.1Q	군산
FA	가스 발생 억제	2024.1Q	군산
LiPFS (22% Solution)	수명 향상, 고출력, 충전시간 단축	2023.4Q	충주
TDT	배터리 수명 향상, 안전성 향상	2022.4Q	충주
ESA	양극 표면 분해 억제, 계면 저항 감소	2023.3Q	충주
PS	고온 저장 시 양극에서 발생하는 부반응 억제, 고온 저장 특성 향상	2023.3Q	충주
PRS	가스 발생 억제	2023.3Q	충주
PIC	양극 표면 분해 억제, 고온 성능 향상	2023.1Q	충주

자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

천보 주요 제품 별 생산 능력 전망

Unit : Metric ton/year						
Description	Current	2022 (P)	2023 (P)	2024 (P)	2025 (P)	12/31/2025 CAPA (E)
LiFSI (F)	1,000		4,000	5,000	20,000	30,000
LiPO ₂ F ₂ (P)	2,000	1,000		1,000	1,000	5,000
LiDFOP (D) (22% Solution)	1,200					1,200
LiBOB (B)	500			500		1,000
TDT		200		400	200	800
FEC			3,000		3,000	6,000
VC			3,000	3,000	3,000	9,000
LiPFS (22% Solution)			1,200			1,200
Other			1,130	2,570	3,200	6,900
Total	4,700	1,200	12,330	12,470	30,400	61,100

자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

천보 (278280)

천보 분기 실적 테이블

(십억원, %, 배)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	22F	23F	24F
매출액 (L)	94.3	65.8	84.6	91.6	89.0	101.7	137.3	173.8	336.3	501.8	744.9
Battery Materials	65.3	36.8	64.4	72.9	70.2	82.3	114.9	147.8	239.5	415.2	650.0
Electronic materials	22.7	20.5	15.0	14.2	13.5	13.8	16.5	19.8	72.3	63.7	68.4
Others	6.3	8.6	5.2	4.4	5.3	5.6	5.9	6.1	24.5	22.9	26.5
영업이익	18.0	12.0	15.3	16.8	16.4	18.8	25.5	32.4	62.2	93.2	145.6
Battery Materials	12.1	7.2	12.0	13.1	13.3	15.6	21.8	28.1	44.4	78.9	130.0
Electronic materials	4.8	3.7	2.4	2.8	2.3	2.3	2.8	3.4	13.7	10.8	11.6
Others	1.1	1.3	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	4.0	3.4	4.0
영업이익률 (R)	19.1	18.3	18.1	18.3	18.5	18.5	18.6	18.6	18.5	18.6	19.5
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	6.8	-30.2	28.6	8.3	-2.8	14.2	35.0	26.6	23.8	49.2	48.5
Battery Materials	2.2	-43.7	75.3	13.2	-3.8	17.2	39.6	28.6	29.6	73.4	56.5
Electronic materials	17.6	-9.6	-26.9	-5.0	-5.0	2.0	20.0	20.0	6.9	-12.0	7.5
Others	24.7	35.9	-39.2	-15.0	20.0	5.0	5.0	5.0	28.4	-6.6	15.7
영업이익	-8.2	-33.2	27.3	9.4	-2.0	14.5	35.6	26.8	22.9	49.8	56.3
Battery Materials	-2.9	-40.7	66.6	9.6	1.6	17.2	39.6	28.6	30.0	77.5	64.8
Electronic materials	27.1	-22.9	-35.0	18.8	-19.3	2.0	20.0	20.0	21.1	-21.0	7.5
Others	-67.0	15.2	-39.2	2.0	0.0	5.0	5.0	5.0	-22.1	-13.7	15.7

자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	272	336	502	745
매출원가	217	266	397	589
매출총이익	55	70	105	156
판매비와관리비	4	8	12	10
조정영업이익	51	62	93	146
영업이익	51	62	93	146
비영업손익	4	8	1	1
금융손익	-1	-4	-6	-8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	55	70	94	147
계속사업법인세비용	7	9	12	19
계속사업이익	48	62	82	128
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	48	62	82	128
지배주주	44	56	74	116
비지배주주	4	6	8	12
총포괄이익	48	62	82	128
지배주주	44	55	73	114
비지배주주	4	6	9	13
EBITDA	67	86	134	192
FCF	-67	-72	-167	-48
EBITDA 마진율 (%)	24.6	25.6	26.7	25.8
영업이익률 (%)	18.8	18.5	18.5	19.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.2	16.7	14.7	15.6

자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	228	505	530	603
현금 및 현금성자산	35	257	87	42
매출채권 및 기타채권	60	78	147	189
재고자산	62	140	266	342
기타유동자산	71	30	30	30
비유동자산	177	258	338	405
관계기업투자등	6	6	6	0
유형자산	148	230	310	383
무형자산	1	1	1	1
자산총계	405	763	868	1,008
유동부채	68	326	351	366
매입채무 및 기타채무	12	15	28	36
단기금융부채	43	298	298	298
기타유동부채	13	13	25	32
비유동부채	30	26	27	27
장기금융부채	30	25	25	25
기타비유동부채	0	1	2	2
부채총계	99	352	378	393
지배주주지분	285	360	431	543
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	101	124	124	124
이익잉여금	183	236	307	420
비지배주주지분	21	52	60	72
자본총계	306	412	491	615

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	79.6	43.2	32.4	20.8
P/CF (x)	48.8	24.8	17.1	11.9
P/B (x)	12.1	6.6	5.5	4.4
EV/EBITDA (x)	52.7	28.9	20.0	14.2
EPS (원)	4,377	5,562	7,416	11,550
CFPS (원)	7,150	9,677	14,058	20,128
BPS (원)	28,886	36,347	43,464	54,717
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	6.2	4.8	3.6	2.3
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	74.7	23.8	49.2	48.5
EBITDA증가율 (%)	61.6	29.0	55.0	43.7
조정영업이익증가율 (%)	68.0	22.8	49.8	56.3
EPS증가율 (%)	60.1	27.1	33.3	55.8
매출채권 회전율 (회)	6.0	5.0	4.5	4.5
재고자산 회전율 (회)	5.5	3.3	2.5	2.4
매입채무 회전율 (회)	35.9	28.6	26.5	26.3
ROA (%)	14.4	10.5	10.0	13.6
ROE (%)	17.2	17.3	18.8	23.7
ROIC (%)	18.6	15.5	14.8	16.7
부채비율 (%)	32.2	85.4	77.0	63.9
유동비율 (%)	334.5	155.1	151.1	164.7
순차입금/자기자본 (%)	3.7	8.5	41.9	40.7
조정영업이익/금융비용 (x)	61.0	6.0	8.1	12.7

실적으로 증명 중. 이제 고객사 확장이다

투자 의견(신규)	매수
목표주가(12M, 신규)	85,000원
현재주가(22/11/11)	51,100원
상승여력	66%

영업이익(22F, 십억원)	55
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	0
EPS 성장률(22F, %)	-
P/E(22F, x)	22.6
MKT P/E(22F, x)	11.3
KOSDAQ	731.22

시가총액(십억원)	1,722		
발행주식수(백만주)	34		
유동주식비율(%)	42.1		
외국인 보유비중(%)	1.7		
베타(12M) 일간수익률	0.15		
52주 최저가(원)	39,750		
52주 최고가(원)	53,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.8	0.0	0.0
상대주가	16.1	0.0	0.0

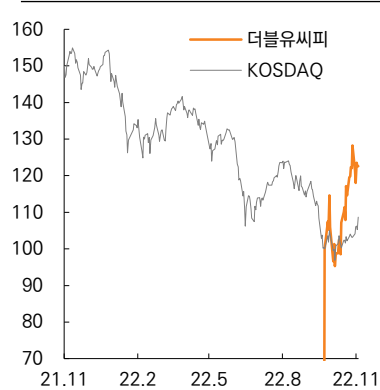
[2차전지/디스플레이] 김철중
chuljoong.kom@miraesasset.com

투자포인트

- **목표주가 85,000원으로 커버리지 개선.** 24년 예상 EBITDA에 Target EV/EBITDA 17.5배 적용. SK아이이테크놀로지 목표주가에 사용하는 Target 동일 적용. 중국 경쟁사 대비 +50% 할증
- 22~26년 5년 간 주요 고객사향 물량 40억m2 기 확보. 해당 고객사의 북미 내 신규 고객사 확보에 따라 추가적인 물량 대응 필요한 상황
- LGES, SKON 등 신규 고객사 향 제품 테스트 진행 중 → 글로벌 관점에서 분리막은 타 소재 대비 신규 진입 제한적 1) 대규모 Capex, 2) 높은 고정비로 인한 초기 적자 불가피 → 고객사 확장 지속될 것으로 판단

리스크

- 전방 수요 둔화에 따른 가동률 하락



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	0	112	185	251	307	430
영업이익 (십억원)	0	10	40	55	81	107
영업이익률 (%)	-	8.9	21.6	21.9	26.4	24.9
순이익 (십억원)	0	-31	-10	64	67	80
EPS (원)	0	-2,153	-566	2,262	1,980	2,381
ROE (%)	0.0	-19.1	-3.5	13.8	11.8	12.6
P/E (배)	-	-	-	22.6	25.8	21.5
P/B (배)	-	-	-	3.2	2.9	2.5
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

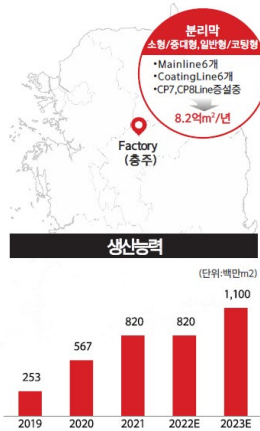
주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

1st Tier의 진입 성공 이제는 확장이다

- 5.5M 광폭 라인 중심 증설 가속. 연말 기준 22년 8.2억m2 → 25년 23억m2으로 증가 전망
- 타 배터리 소재 대비 1) 기술적, 2) 비용적 기술 장벽이 높은 분리막 1st Player로 진입 성공 → 개별 연신, 광폭 생산, 듀얼/멀티 코팅 기술을 바탕으로 선발 업체와의 생산 원가 갭을 크게 축소
- 23년부터는 기 셋팅된 라인을 기반으로 1) 증설과 2) 실적 성장에 집중할 것으로 전망. 23년은 신규 비용 발생 제한적. 라인 가동률 상승, 고부가제품 비중 확대로 1) 매출 성장, 2) 수익성 개선 지속될 것
- 23년 상반기 중 신규 고객사 향 제품 테스트 완료 전망 → 고객사 확장 지속 중

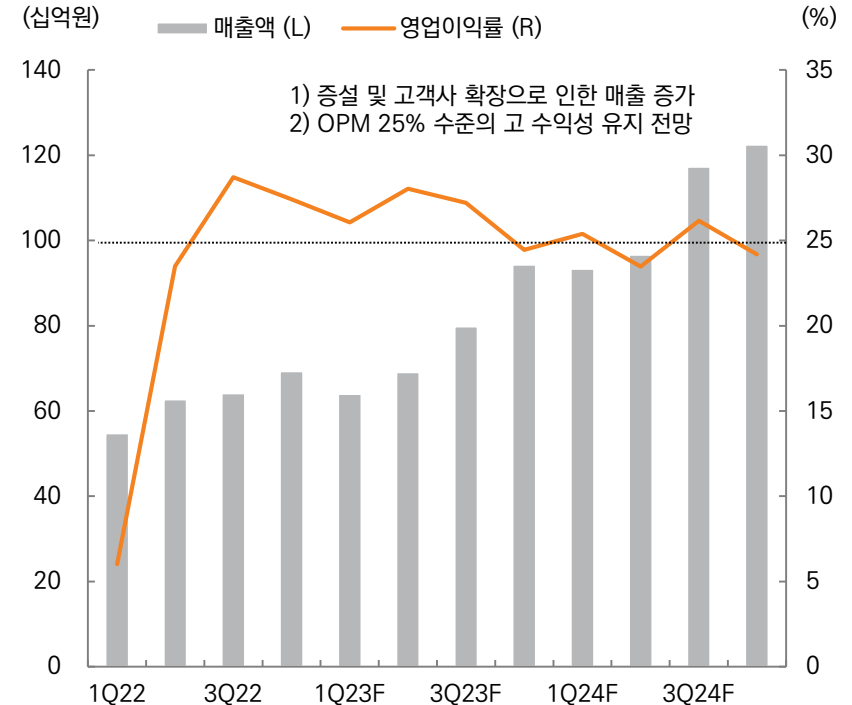
5.5M 광폭 라인 중심의 증설 지속. 22년 8.2억m2 → 25년 23억m2



Line	Line폭(m)	생산능력(백만m ²)	구축완료	가동시기	생산제품
CP1, CP2*	4.2M	253	'18.12	'19.02	IT/EV용
CP3, CP4	5.5M	314	'19.09	'19.10	EV용
CP5, CP6	4.2M	253	'21.06	'21.10	EV용
CP7, CP8	5.5M	314	'23.예정	'23.예정	EV용
해외HP1~8	5.5M	1,254	'24~'25예정	'24~'25예정	EV용

주) CP1, CP2 라인은 향후 EV용 위주로 생산 예정
CP7, CP8 Line을 위한 설비 발주 기진행
이외 6개의 코팅 Line이 가동 중에 있으며, 코팅 Line 포함 22년 중 2개 Line 추가 증설 예정

더블유씨피 분기 실적 추이 및 전망



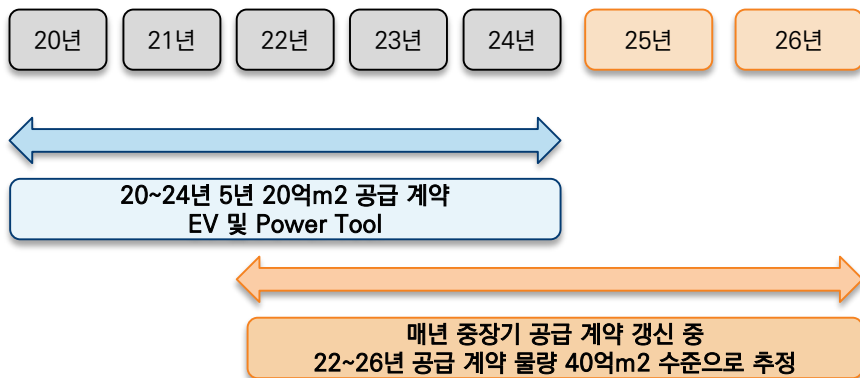
더블유씨피 목표 주가 산정

(십억원, %, 배)

		비고
2024F EBITDA (십억원)	200.0	
Target EV/EBITDA (x)	17.5	SKIET 목표주가 산정에 사용하는 Target EV/EBITDA 17.5배 적용 중국 분리막 경쟁사 대비 50% 프리미엄 적용. 한국 배터리 체인 프리미엄 구간
적정 사업가치(십억원)	3,500	
순 차입금 예상(24년)	630	
주식 수(주)	33,697	
목표주가 (원)	85,000	
현재주가 (원)	51,100	
상승여력 (%)	66	

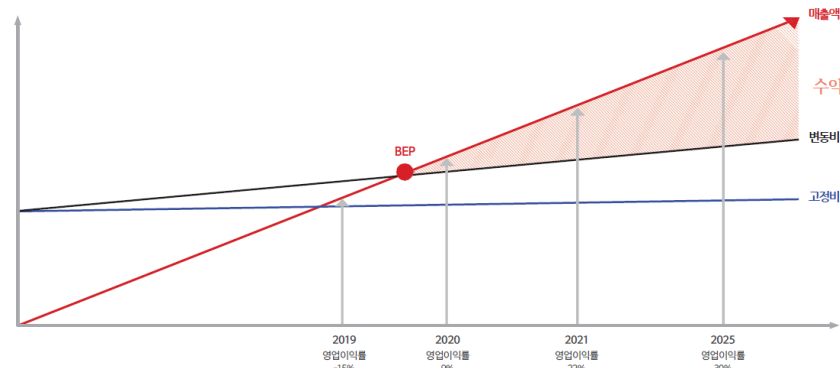
자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

국내 주요 고객사 향 중장기 공급 계약 현황



자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

고정비가 높은 분리막 비용 구조. 가동률 상승에 따른 수익성 큰 폭 개선



자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

더블유씨피 분기 실적 테이블

(십억원, %, 배)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22F	23F	24F
매출액	54.7	62.7	64.1	69.3	64.0	69.1	79.8	94.3	93.4	96.6	117.3	122.5	250.9	307.2	429.7
영업이익	3.3	14.7	18.4	19.0	16.7	19.4	21.7	23.1	23.7	22.7	30.7	29.6	55.4	80.8	106.7
세전이익	4.7	21.0	28.5	18.4	16.1	18.9	20.7	21.0	21.1	19.4	26.5	25.1	72.6	76.7	92.2
당기순이익	4.1	21.5	23.2	15.6	14.0	16.4	18.0	18.3	18.4	16.9	23.1	21.9	64.4	66.7	80.2
영업이익률	6.0	23.5	28.7	27.4	26.1	28.0	27.2	24.5	25.4	23.5	26.2	24.2	22.1	26.3	24.8
세전이익률	8.6	33.6	44.5	26.5	25.1	27.3	26.0	22.3	22.6	20.1	22.6	20.5	28.9	25.0	21.5
순이익률	7.6	34.3	36.2	22.5	21.8	23.8	22.6	19.4	19.7	17.5	19.7	17.9	25.7	21.7	18.7
증감률(QoQ/YoY)															
매출액	14.5 2.2 8.2				-7.7 8.0 15.5 18.1				-1.0 3.5 21.3 4.4						
영업이익	346.7 24.9 3.3				-12.2 16.2 12.1 6.2				2.8 -4.3 35.3 -3.5						
세전이익	348.9 35.4 -35.6				-12.4 17.5 9.8 1.2				0.6 -8.0 36.7 -5.3						
당기순이익	418.9 8.2 -32.8				-10.4 17.5 9.8 1.2				0.6 -8.0 36.7 -5.3						
증감률(YoY)															
매출액					16.9 10.2 24.5 36.0				45.9 39.9 46.9 29.9				22.5 39.9		
영업이익					405.7 31.5 18.0 21.3				42.1 17.0 41.3 28.4				45.8 32.0		
세전이익					242.8 -10.2 -27.2 14.4				31.4 2.8 28.0 19.8				5.6 20.3		
당기순이익					237.8 -23.5 -22.3 17.0				31.4 2.8 28.0 19.8				3.5 20.3		

자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	185	251	307	430
매출원가	135	186	212	306
매출총이익	50	65	95	124
판매비와관리비	10	10	14	17
조정영업이익	40	55	81	107
영업이익	40	55	81	107
비영업손익	-51	18	-4	-15
금융손익	-9	-3	-4	-14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-11	73	77	92
계속사업법인세비용	-1	8	10	12
계속사업이익	-10	64	67	80
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-10	64	67	80
지배주주	-10	64	67	80
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-10	65	67	80
지배주주	-10	65	67	80
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	73	100	130	200
FCF	26	-9	-208	-461
EBITDA 마진율 (%)	39.5	39.8	42.3	46.5
영업이익률 (%)	21.6	21.9	26.4	24.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.4	25.5	21.8	18.6

자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	215	289	440	353
현금 및 현금성자산	98	118	221	24
매출채권 및 기타채권	91	135	171	267
재고자산	24	34	47	61
기타유동자산	2	2	1	1
비유동자산	415	438	688	1,145
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	394	416	667	1,124
무형자산	5	4	3	3
자산총계	630	726	1,128	1,498
유동부채	128	161	494	783
매입채무 및 기타채무	56	58	79	103
단기금융부채	68	99	411	674
기타유동부채	4	4	4	6
비유동부채	96	34	36	37
장기금융부채	92	30	30	30
기타비유동부채	4	4	6	7
부채총계	224	195	530	820
지배주주지분	406	531	598	678
자본금	12	13	13	13
자본잉여금	452	511	511	511
이익잉여금	-58	7	73	154
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	406	531	598	678

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	-	22.6	25.8	21.5
P/CF (x)	-	12.4	13.2	8.6
P/B (x)	-	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA (x)	-	17.4	14.9	12.0
EPS (원)	-566	2,262	1,980	2,381
CFPS (원)	4,670	4,115	3,864	5,927
BPS (원)	16,427	15,771	17,751	20,131
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	65.8	35.2	22.5	39.9
EBITDA증가율 (%)	98.6	37.3	30.8	53.4
조정영업이익증가율 (%)	314.5	37.0	45.8	32.0
EPS증가율 (%)	-	-	-12.5	20.3
매출채권 회전율 (회)	2.0	2.2	2.0	2.0
재고자산 회전율 (회)	9.9	8.6	7.6	8.0
매입채무 회전율 (회)	6.2	6.7	6.3	6.9
ROA (%)	-1.7	9.5	7.2	6.1
ROE (%)	-3.5	13.8	11.8	12.6
ROIC (%)	8.3	9.7	10.5	8.6
부채비율 (%)	55.3	36.7	88.6	120.9
유동비율 (%)	167.2	179.7	89.0	45.1
순차입금/자기자본 (%)	15.3	2.1	36.7	100.3
조정영업이익/금융비용 (x)	4.4	19.5	16.7	7.1

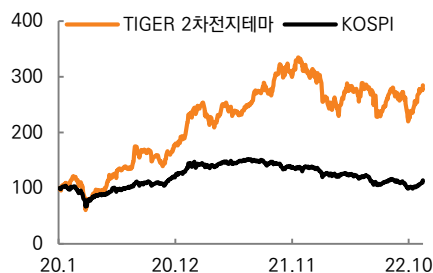
Tiger 2차전지 테마 ETF (305540)

K-Battery 프리미엄은 이제 시작

운용사	미래에셋자산
거래소	KOSPI
설정일	2018/09/11
순자산 (조 원)	1.3
Total Expense Ratio (%)	0.05
구성 종목 수	30

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.2	0.0	-8.4
상대주가	6.8	48.1	69.2

(20.01.01=100)



[2차전지/디스플레이] 김철중
chuljoong.kom@miraeeasset.com

투자포인트

- 너무나도 많은 한국 배터리 밸류 체인 프리미엄 요인
 - 1) 잠재 수요 성장률이 높은 북미 시장 선점 → 북미 EV 판매량 증가의 펀더멘탈 수혜 시작
 - 2) 23년부터 Installation 기준 시장 점유율 중국과 격차 점진적 축소 전망(북미/기타 시장 수요 성장)
 - 3) 북미 내 투자(일자리 창출 등)를 장려하기 위한 미국 중앙/주 정부들의 지원책
 - 4) 중국 배터리 밸류 체인과의 수익성 갭 축소 전망
 - 중국 해외 진출 시 1) 감가상각비, 2) 인건비, 3) 유틸리티 등 제조 환경 중국 내 대비 비 우호적
 - 중국 Pass-Through 비중 차이로 최근과 같이 리튬 등 원재료 가격 상승에 상대적으로 취약

리스크

- 매크로 둔화에 따른 EV 수요 부진

구성종목 상위 10개 종목

기업명	비중(%)	기업명	비중(%)
포스코케미칼	11.2	에코프로비엠	9.4
LG에너지솔루션	10.5	에코프로	5.2
삼성SDI	10.3	SKC	4.4
SK이노베이션	10.1	SK아이이테크놀로지	4.6
엘앤에프	9.7	코스모신소재	3.1

자료: Bloomberg(22/11/14), 미래에셋증권 리서치센터

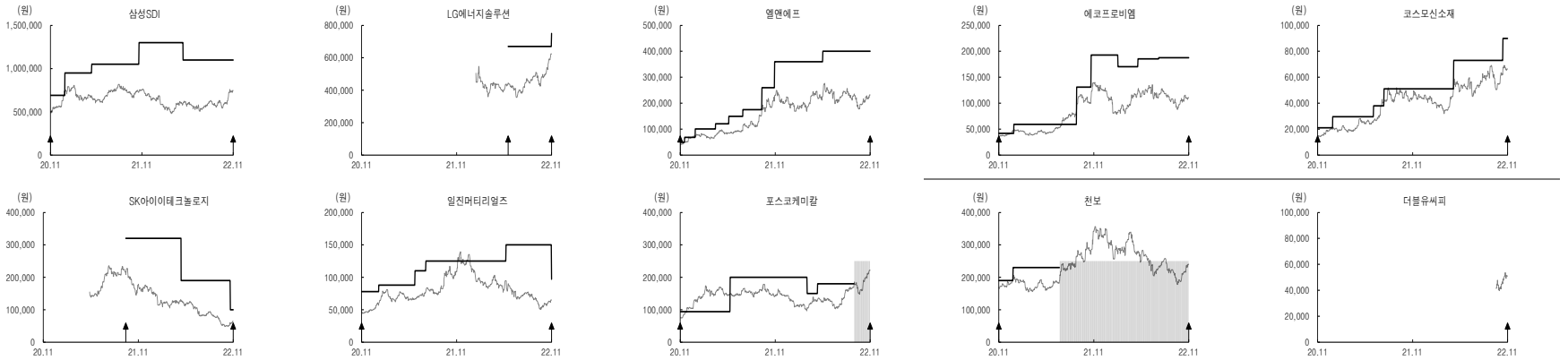
Compliance

투자익전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성SDI (006400)					2021.07.27	매수	51,000	-15.47	1.96
2022.04.28	매수	1,100,000	-	-	2021.06.17	매수	38,000	-14.93	13.03
2021.11.03	매수	1,300,000	-52.13	-41.31	2021.01.11	매수	29,500	-25.50	-4.75
2021.04.28	매수	1,050,000	-32.38	-22.19	2020.08.24	매수	21,000	-25.80	2.38
2021.01.11	매수	950,000	-25.76	-15.26	SK아이이테크놀로지 (361610)				
2020.08.26	매수	690,000	-27.89	7.10	2022.11.03	매수	100,000	-	-
LG에너지솔루션 (373220)					2022.04.28	매수	190,000	-54.03	-33.16
2022.11.14	매수	750,000	-	-	2021.09.27	매수	320,000	-53.40	-28.91
2022.05.31	매수	670,000	-31.94	-6.87	일진머티리얼즈 (020150)				
엘앤에프 (066970)					2022.11.14	매수	97,000	-	-
2022.05.16	매수	400,000	-	-	2022.05.23	매수	150,000	-53.94	-37.40
2021.11.12	매수	360,000	-42.30	-30.75	2021.07.19	매수	125,000	-21.50	11.60
2021.09.24	매수	260,000	-25.11	-14.31	2021.06.07	매수	110,000	-35.07	-30.18
2021.07.13	매수	175,000	-31.27	-9.09	2021.01.19	매수	88,000	-20.56	-7.95
2021.05.20	매수	149,075	-39.97	-36.27	2020.06.25	매수	78,000	-37.31	-22.05
2021.03.30	매수	120,222	-27.61	-18.72	포스코케미칼 (003670)				
2021.01.11	매수	100,987	-28.33	-17.62	2022.11.14	매수	300,000	-	-
2020.12.01	매수	68,286	-8.83	7.75	2022.09.14	분석 대상 제외		-	-
2020.07.27	매수	49,051	-18.15	-0.20	2022.04.26	매수	180,000	-25.85	-0.28
에코프로비엠 (247540)					2022.03.17	매수	150,000	-18.47	-7.33
2022.07.22	매수	187,500	-	-	2021.05.25	매수	200,000	-28.35	-10.75
2022.05.03	매수	185,312	-34.86	-26.66	2020.10.22	매수	93,861	36.55	84.85
2022.02.15	매수	170,487	-41.97	-28.99	천보 (278280)				
2021.11.04	매수	192,724	-39.33	-27.24	2022.11.14	매수	350,000	-	-
2021.09.09	매수	130,954	-18.26	-10.92	2021.07.06	분석 대상 제외		-	-
2021.01.11	매수	59,300	-12.20	40.29	2021.01.08	매수	230,000	-23.23	-10.48
2020.10.29	매수	42,004	-8.85	14.12	2020.10.14	매수	190,000	-10.99	0.89
코스모신소재 (005070)					더블유씨피 (393890)				
2022.10.27	매수	90,000	-	-	2022.11.14	매수	85,000	-	-
2022.04.21	매수	73,000	-23.52	-5.34					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Compliance



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과이익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과이익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
86.7%	5.5%	7%	0.8%

* 2022년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 일진머티리얼즈, 엘앤에프 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 SK아이이테크놀로지, LG에너지솔루션, 포스코케미칼, 삼성SDI, 일진머티리얼즈 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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