

INDUSTRY

2022년 10월 13일

## 2차전지 (Positive)

# 전기차 시대, 그 많은 싱아를 누가 다 먹을까?

어느덧 거리에서 전기차를 쉽게 접할 수 있게 되었습니다. 정부 규제와 보조금으로 성장하던 시장이 이제는 전기차 본연의 경쟁력으로 성장하는 시장으로 바뀌고 있습니다. 2차전지 업종 주가는 매크로 불확실성으로 조정받고 있지만, 이는 전기차 침투율 100%를 향해 나아가는 길에 단기적 장애물에 불과합니다. 한편, 전용 플랫폼이 적용된 전기차 모델이 하나둘 출시됨에 따라 완성차 업체별로 희비가 갈릴 것으로 예상됩니다. 이번 보고서에서는 완성차 업체별 전략과 이에 따른 2차전지 업종 밸류체인별 영향을 분석해보았습니다.

## | Contents |

---

I. 핵심요약.....	03
II. 밸류체인이 굳어가는 시기: JV 비중 증가.....	04
1. 미래 모빌리티를 대비한 선택과 집중.....	04
2. 완성차 업체의 배터리 내재화 전략은 완성차 x 배터리 JV로.....	08
III. 23~25년 선점할 전기차: H/W 경쟁력 부각.....	13
1. 소비자 니즈를 충족시킬 전기차의 부재.....	13
2. 현대·기아차/포드의 약진 - SKon.....	18
3. 2023년 GM의 고성장 시작 - LGES.....	23
IV. 25년 전기차 판매 퀀텀 점프: 밸류체인 지각변동.....	27
1. 2025년 전기차 전용 H/W, S/W 대거 출시.....	27
2. 전기차x배터리 밸류체인 변화.....	30
V. 투자전략.....	35
VI. 기업 분석.....	37
1. LG에너지솔루션.....	38
2. 삼성SDI.....	42
3. 포스코케미칼.....	46
4. 에코프로비엠.....	50
5. 엘앤에프.....	54
VII.붙임.....	57
1. 전세계 전기차/배터리 수요 추이 및 전망.....	58
2. 국내외 2차전지 업종 비교.....	59

## I. 핵심 요약

8월 미국의 IRA 법안 통과 이후 국내 2차전지 업종에 대한 관심이 뜨겁다. 2차전지 산업은 전기차 100% 시대에 대한 믿음이 높은 실적 가시성으로 이어지며 고밸류에이션을 받고 있다. 그 안에서는 향후 누가 더 많은 점유율을 가져갈 수 있을지에 따라 편차를 보인다. 단기적으로 금리 상승/유럽 경기 침체에 대한 우려가 존재하지만, 미국/유럽 내 탈중국화 이슈가 불거지며 국내 업체들의 시장 확대 가능성은 커졌다. 당분간 국내 2차전지 업종에 대한 관심은 지속될 것으로 판단한다.

<p>JV 비중 커짐에 따라 완성차 판매량 증요</p>	<p>완성차 x 배터리 업체간 JV 비중이 증가하고 있다. 미래 모빌리티 시대 생존 경쟁을 위해 완성차 업체들은 수십조 원 단위의 투자를 발표했다. 기업의 존폐를 결정할 규모의 투자이므로, 투자 효율을 극대화하기 위해 선택과 집중이 필요하다. 전기차 플랫폼은 내재화, 배터리는 JV, S/W는 기업에 따라 내재화 또는 외주화 전략을 취하고 있다. JV 형성 추세는 배터리뿐 아니라 양극재까지도 확산되고 있다. 시간이 갈수록 누구와 파트너십을 맺었는지에 따라 희비가 갈릴 것으로 전망한다.</p>
<p>2023~2025년 테슬라/GM/현대기아/포드 관련 밸류체인에 주목</p>	<p>경쟁력 있는 전기차 모델이 출시되기 시작했다. 테슬라의 독주가 지속되던 가운데, 2023~2025년 테슬라/GM/현대차그룹/포드의 성장이 기대된다. 이들의 신규 모델은 성능/외관/세그먼트별 경쟁력을 갖추었으며, 타 내연기관 업체들 대비 유리한 입지를 확보했다고 판단한다. 테슬라/GM 밸류체인(LG에너지솔루션/포스코케미칼/엘앤에프/LG화학)과 현대차그룹/포드 밸류체인(SKOn/에코프로비엠)의 성장이 기대된다.</p>
<p>2025년 전기차 퀀텀 점프: 밸류체인 지각변동 예상</p>	<p>2025년을 기점으로 전기차 판매량은 퀀텀-점프가 예상된다. 다수의 신규 전기차 H/W &amp; S/W 플랫폼이 출시되는 시기이며, 이를 탑재한 전기차 모델이 대거 출시될 것으로 예상하기 때문이다. 신규 플랫폼 출시로 전기차 x 배터리 밸류체인에도 지각변동이 뒤따를 전망이다. VW/BMW가 중국 위주로 밸류체인을 형성하고 있어 우려가 된다. 그러나, 미국/유럽의 탈중국화 추세로 국내 업체를 완전히 배제하긴 어려울 것으로 전망한다. 오히려, 국내 배터리 업체 위주로 파트너십을 강화하고 있는 업체에 주목하자.</p>
<p>Top Pick: LG에너지솔루션 포스코케미칼</p>	<p>그동안 성장 모멘텀으로 기대해 왔던 미국 전기차 시장 성장이 실적에 나타나는 시기가 도래했다. 당분간 탈중국화 &amp; 원소재 공급망 확보에 대한 이슈도 지속될 것으로 예상된다. 국내 2차전지 업종에 대한 관심은 지속될 전망이다. 배터리와 양극재 기업들에 대해 긍정적인 의견을 제시한다. 그중 실적 성장이 본격화되고, 원소재 공급망을 가장 안정적으로 형성하고 있는 LG에너지솔루션과 포스코케미칼을 최선호주로 제시한다.</p>

## II. 밸류체인이 굳어가는 시기: JV 비중 증가

JV 비중 커짐에 따라 밸류체인이 중요해진 시점

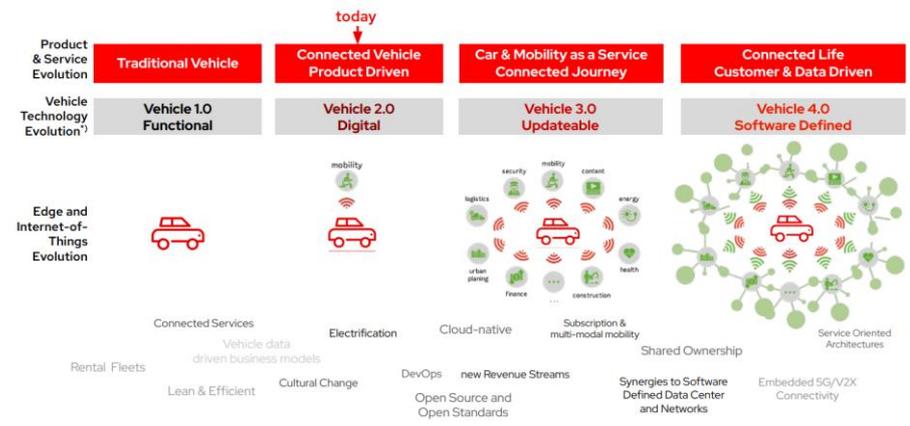
완성차 업체의 배터리 내재화 우려는 완성차 x 배터리 업체의 JV로 일단락되고 있다. 국내 배터리 3사의 JV 비중은 21년 12%에서 26년 54%까지 늘어날 것으로 전망한다. 이제는 누구와 파트너십을 맺는지가 중요해진 시점이다.

### 1. 미래 모빌리티를 대비한 선택과 집중

하드웨어에서 소프트웨어로  
기술 중심 이동:  
기술 확보를 못하는 업체는  
도태되고 말 것

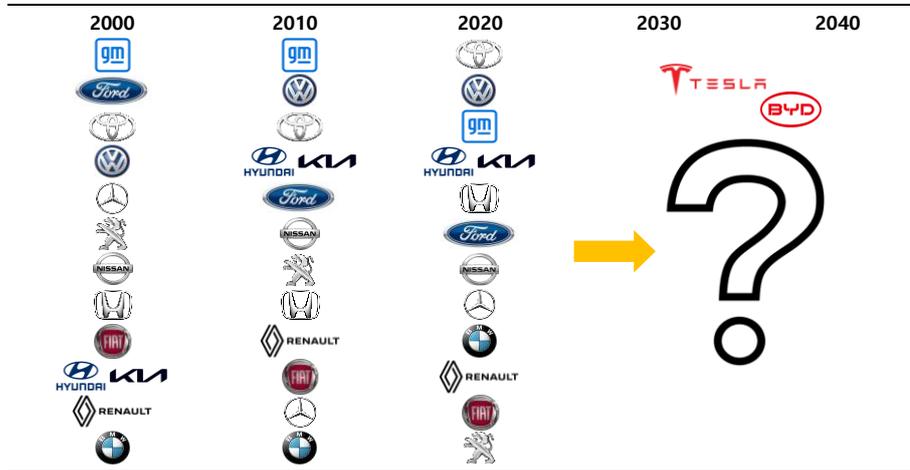
미래에는 현재의 자동차 브랜드 순위가 재편될 것이다. 자동차의 핵심 기술이 바뀌며 새로운 기술력을 확보할 수 있는 업체 중심으로 성장이 예상되기 때문이다. 현재의 자동차가 “어떻게 운전하느냐”가 중요했다면, 미래의 자동차는 “어떻게 시간을 보내느냐”가 중요해진다. 자동차의 기술력이 운전이 중요한 하드웨어(엔진)에서 사용자 경험(U/X)이 중요한 소프트웨어(자율주행/OS/OTA)로 바뀌고 있다. 상위 내연기관 업체들은 오랫동안 유지되어 왔던 브랜딩 파워가 있으므로 당분간 판매량은 유지할 수 있으나, 그 사이 기술력을 확보하지 못한다면 도태되고 말 것이다.

[그림1] SDV(Software Defined Vehicle): 미래 자동차의 핵심 기술은 소프트웨어



자료: SBD Automotive Software Defined Vehicle, Red Hat, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미래에는 현재의 자동차 판매 순위는 뒤바뀔 전망: 누가 살아 남을까?



자료: 업계자료, Marklines, 한화투자증권 리서치센터

전동화에 수십조 원 투자:  
내재화 & 외주화를 통한  
선택과 집중

완성차 업체들은 경쟁에서 살아남기 위해 전동화에 수십조 원에 달하는 막대한 투자를 발표했다. 그중 폭스바겐은 124조 원으로 가장 공격적인 모습이다. 전동화 투자는 크게 H/W(전기차 플랫폼/배터리/반도체), S/W(자율주행/OS/OTA)로 나눌 수 있다. 각 부문의 연구개발은 많은 비용과 시간이 필요하기 때문에 투자비가 매몰비용이 되지 않기 위해서는 선택과 집중이 필요하다.

[표1] 기업별 전동화 투자 금액

기업	투자액	기간	비고	
VW(Audi, Porsche)	€ 890억(약 124조 원)	22~26년	전동화: € 520억/S/W: € 300억/HEV: € 80억  국내 전동화 ₩16.2조, 신기술 ₩8.9조, 미국 \$55억	
GM	\$350억(약 50조 원)	20~25년		
Ford	\$500억(약 71조 원)	22~26년		
현대자동차그룹	₩33조 원	22~25년		
STLA	€ 300억(약 42조 원)	21~25년		
BMW	€ 300억(약 42조 원)	20~25년		
Benz	€ 400억(약 56조 원)	22~30년		
Honda	¥5조(약 49조 원)	22~31년		¥3.5조 R&D, ¥1.5 기타 투자
R-N-M Alliance	€ 230억(약 32조 원)	22~26년		
도요타	¥4조(약 39조 원)	22~30년		
<b>Total</b>	<b>531 조 원</b>			

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

전기차 플랫폼은 내재화

하드웨어 중심으로 발전해 온 완성차 업체들은 전기차 플랫폼은 내재화 또는 경쟁사들과 공동으로 개발하는 모습을 보인다. 전동화에 대한 투자 중 그나마 기존 내연기관 업체의 경쟁력이 부각될 수 있는 부분이다. 그렇다고 전기차 플랫폼 개발이 쉬운건 아니다. 2단원에서 전기차 플랫폼을 탑재한 모델간 비교를 해 본 결과, 테슬라, 현대/기아차만이 앞서 나가고 있는 것으로 판단된다.

배터리는 JV 전략

배터리는 테슬라를 제외하고서는 JV를 통한 내재화 전략을 취하고 있다. 배터리 내재화에는 돈과 시간이 필요하기 때문이다. 전기차 100만 대(약 100GWh)를 위한 배터리 캐파 증설에는 10조 원 이상이 필요하다. CAPEX도 적지 않을뿐더러 기술력/수율 확보는 더 어렵다. 수년간 배터리만 생산해온 기업도 수율을 잡기 위해 고생을 하는 상황에 완성차 업체들이 독자적으로 개발하기에는 리스크가 크며, 완성차 입장에서는 JV가 가장 효율적이라 판단했을 것이다.

[표2] 완성차 x 배터리 업체 JV의 장단점

	완성차 업체	배터리 업체
장점	- 안정적 배터리 확보 - 직접 내재화보다 안정적 양산 가능 - 원가 절감	- 안정적 고객사 확보: 수주 경쟁 불필요 - 투자비 부담 절감: 1GWh 당 700~1,000억 원 소요
단점	- 파트너사의 배터리 기술력 미달	- 파트너사의 실적에 연동되는 가동률 - 완성차 업체와 시장점유율 공유(지배주주순이익 감소)

자료: 한화투자증권 리서치센터

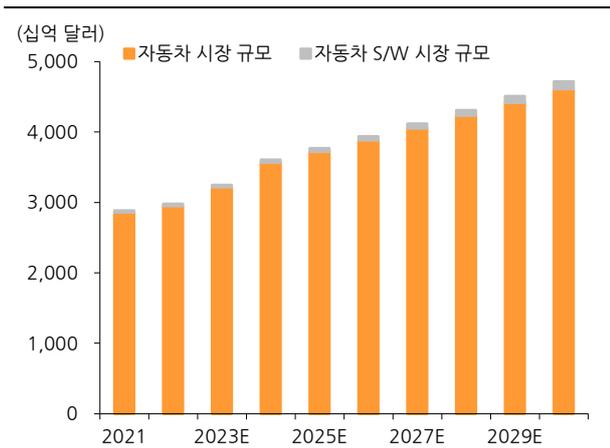
S/W는 독자 개발+외주화로  
기업별 전략 나뉘어

소프트웨어 부문에서는 기업마다 투자 전략이 나뉘는 모습이다. 새롭게 열리는 모빌리티 시장에서 단순 제조업체를 탈피해 소프트웨어까지 생태계를 확장하고자 하는 업체들은 독자 OS 개발에 힘쓰고 있다. 독자 OS를 사용하면, 차량 인터페이스 등을 차별화할 수 있으며, S/W를 통한 수익 창출도 가능하다. 폭스바겐은 2030년 소프트웨어가 전사 수익의 33%를 차지할 것이라 언급했다. 독자 OS를 개발하고 있는 업체로는 현대차그룹/폭스바겐/벤츠/도요타/스텔란티스 그리고 구글과 협업도 하면서 독자 OS도 공동 개발 중인 GM이 있다.

독자 OS 개발의 득과 실

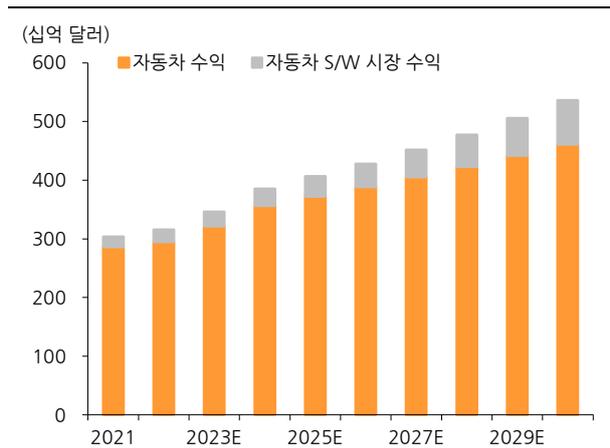
그러나, S/W 내재화가 좋다고만 할 수는 없다. S/W 기술 기반이 없는 완성차 업체들은 구글 등에 외주화를 맡기며 H/W 경쟁력에 더 집중하는 전략을 취할 수 있다. 우리는 이미 스마트폰 생태계에서 독자 OS를 개발했지만, 실패한 사례를 더러 보았다. 피쳐폰 시대 70% 이상의 점유율을 차지했던 심비안 OS(노키아 폰 기반)는 스마트폰 시대로 넘어오면서 구글과 애플에게 그 자리를 내주었다. 노키아/인텔의 “Meego”, H/W를 넘어서 S/W 통합까지 꿈꾸었던 삼성전자의 “바다OS”도 모두 실패한 투자가 되었다.

[그림3] 자동차 판매 및 S/W 시장 규모 전망



자료: Precedence research, Marklines, 한화투자증권 리서치센터

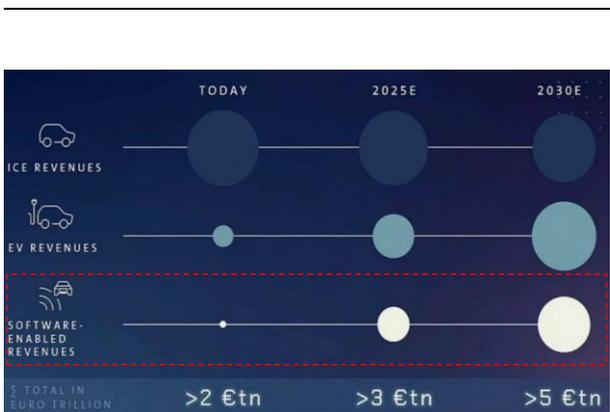
[그림4] 수익 측면에서는 S/W 비중 점차 증가



주: 자동차 판매 수익성 10%, S/W 수익성 70% 가정

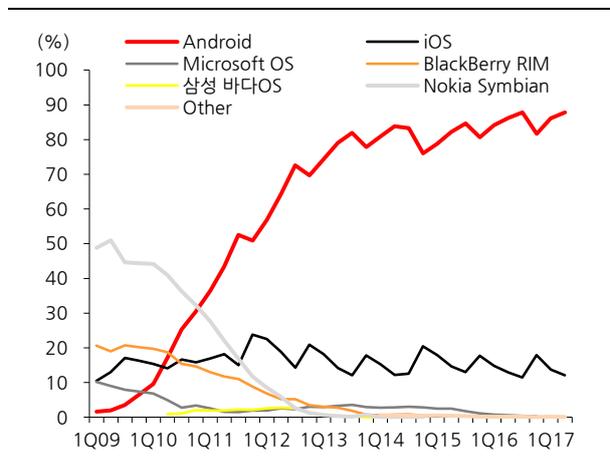
자료: Precedence research, Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] VW, 2030년 소프트웨어 매출 비중 33% 목표



자료: VW, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] iOS, Android 만 살아남은 스마트폰 OS



자료: Statista, Gartner, 한화투자증권 리서치센터

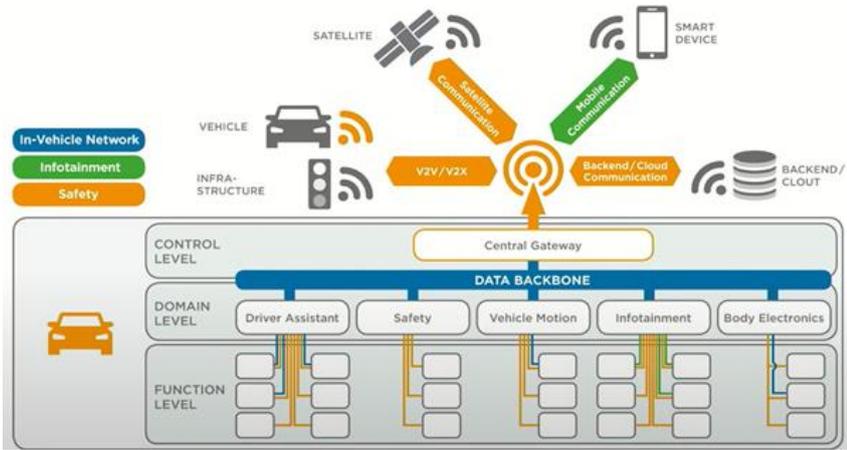
24~26년 신규 플랫폼 기반 모델부터 완성차 업체들 희비가 갈리기 시작할 것

배터리 업체 입장에서는 완성차 업체가 차량 생태계를 아우르는 기업이 될지, 기존처럼 제조업체로 남을지 그 영향은 상대적으로 적다. 전기차 시장에서 제2의 애플, 삼성전자를 잡으면 그만이다. 그러나, 현재로서는 완성차 업체 중 누가 성공하고 누가 도태될지 판단하기는 이른 단계이다. 24~26년 완성차 업체들의 신규 플랫폼이 나오는 시점부터 점차 희비가 갈릴 것으로 판단한다.

내연기관 업체 중에서는 테슬라와 현대차가 유리한 입지 확보

다만, 현재까지는 H/W, S/W에서 모두 앞서 나가고 있는 테슬라가 향후에도 모빌리티 시장 내 제2의 애플이 될 가능성이 높아 보인다. 현대차그룹도 H/W에서만큼은 E-GMP 플랫폼의 경쟁력을 보여주며 유리한 고지를 확보했다고 판단된다.

[그림기] 내연기관 업체들의 OTA는 인포테인먼트에 국한된 반면, 차량 제어까지 가능한 테슬라



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 완성차 업체의 배터리 내재화 전략은 완성차 x 배터리 JV 로

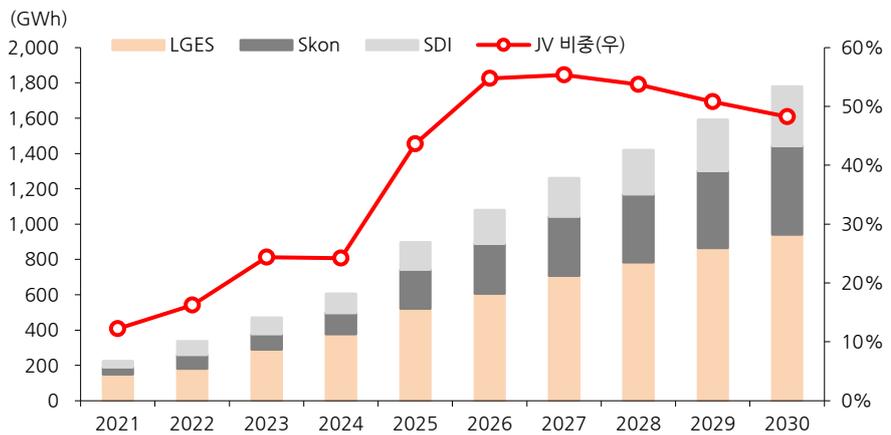
JV 비중은 21년 12%에서  
26년 54%까지 증가 전망:  
IRA 법안으로 JV 가속화

EU도 미국의 IRA와 같이  
탈중국을 위한 RMA 추진

완성차 업체들이 배터리 확보를 위해 JV 전략을 취함에 따라, 전세계 배터리 캐파에서 JV가 차지하는 비중은 21년 12%에서 26년 54%까지 늘어날 것으로 전망한다. 국내 배터리 3사 기준으로는 26년 LGES 48%, SKon 62%, SDI 40~60%(추정치)를 차지할 전망이다. 특히 2023년부터 미국 전기차 시장 성장이 기대되는 가운데, IRA(Inflation Reduction Act) 법안으로 미국 내 배터리 생산이 중요해졌다. 미국은 현지 배터리 공장의 부재로 공급 부족이 이어질 것으로 전망되고 있다. 이에 완성차 업체들은 미국 시장 공략을 위한 배터리 확보 전략으로 JV를 늘려가는 추세다.

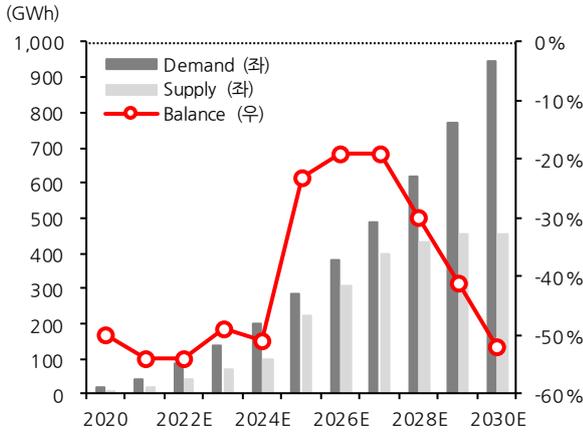
EU 또한 탈중국화를 진행 중이다. 우르줄라 폰테어 라이엔 EU 집행위원장은 2022년 9월 14일 연례 국정 연설에서 '유럽 주요 원자재법(European Critical Raw Material Act, RMA)'을 제정하겠다고 언급했다. 우크라이나-러시아 전쟁으로 러시아발 가스 대란을 겪으면서, 향후 핵심 소재에 대해서도 중국발 리스크를 사전에 차단하겠다는 것이다. 나아가 큰 시장이 형성될 배터리 산업 내 유럽 기업을 부양하겠다는 의지도 내포하고 있다. 유럽은 중국 배터리 업체들의 공격적 증설로 공급 과잉이 우려되는 가운데, 탈중국화가 현실화된다면 국내 업체들의 반대 수혜를 기대해 볼 수 있다. 해당 법안이 구체화될수록 유럽 완성차 업체들도 안정적 배터리 확보를 위해 자국 신생 기업 및 국내 업체들과의 JV 니즈가 커질 것으로 예상된다. 국내 2차전지 업종은 IRA로 중국 업체 대비 프리미엄을 받고 있는 만큼, RMA 또한 향후 큰 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

[그림8] 국내 배터리 3사의 JV 비중은 2026년경 50% 상회 전망



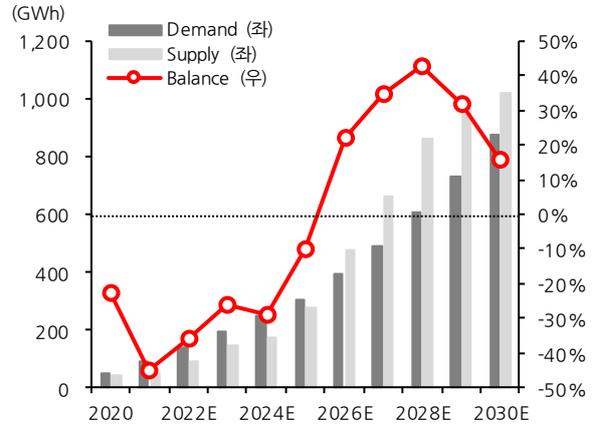
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 미국 배터리 공급 부족 지속



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] EU 공급 과잉 우려, 하지만 대부분 중국 업체 캐파



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 미국 IRA(Inflation Reduction Act) 전기차 세액공제 혜택 내용

	배터리 주요 부품	배터리 핵심 광물
보조금 규모	3,750달러	3,750달러
공통 요건	1) 북미 지역에서 최종 조립된 차량으로 제한 2) 전기차 20만 대 이상 판매한 제조사 대상 보조금 제한 기준 폐지 3) 보조금 지급 대상 차종별 가격 상한선: 밴/SUV/픽업트럭(\$80,000), 기타(\$55,000) 4) 소득별 보조금 제한: 개인 15만 달러, 부부합산 30만 달러 이하	
개별 요건	1) 배터리 주요부품 미국 생산 최소 요구치: 24-25년 60%/26년 70%/27년 80%/28년 90%/29년 100% 이상 2) 24년부터 우려 외국 집단에서 조달한 주요부품 포함 시, 보조금 지원 대상 제외	1) 배터리 핵심 광물 비중 요구치: 24년 50%/25년 60%/26년 70%/27년 80% 이상 미국 FTA 협정국에서 채굴 혹은 정제련 2) 25년부터 우려 외국 집단에서 조달한 핵심광물 포함 시, 보조금 지원 대상 제외

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 유럽의 공급망 독립 움직임

일시	발표 내용
2017년	- 유럽 배터리동맹결성 - 배터리 유럽 생산 지원
2020년 12월	- 배터리 생애주기 기록한 '배터리 여권' 제도 - 2026년 시행 계획 발표
2022년 2월	- '유럽 반도체법(Chip Act)' 발표, - 반도체 유럽 생산 지원
2022년 9월 14일	- '유럽 주요 원자재법' 발표 - 리튬, 희토류 생산/가공 탈중국 추진

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] EU 집행위원장 탈중국 위한 RMA 제정 언급

1 minute read · September 14, 2022 4:57 PM GMT+9 · Last Updated a month ago  
**EU to seek clearance of trade deals, set rules on raw materials - von der Leyen**

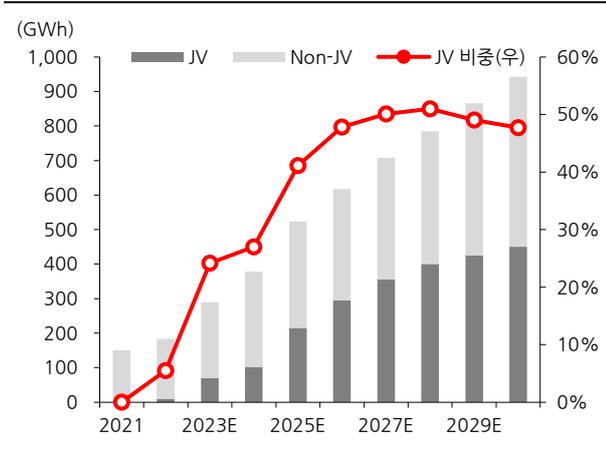
Reuters



자료: Reuters, 한화투자증권 리서치센터

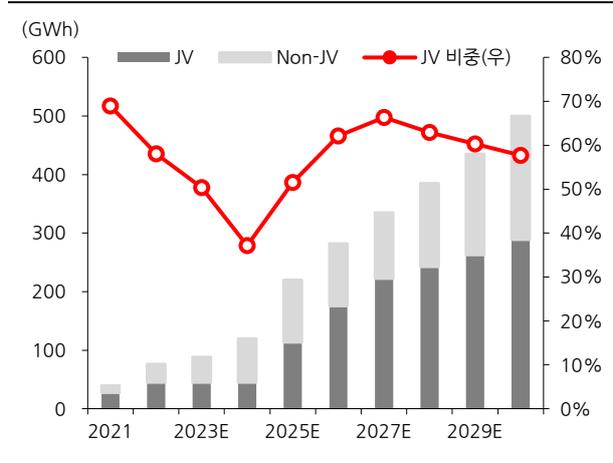
LGES는 GM/스텔란티스/혼다/현대차를 기반으로 JV를 확대 중이며, 최근 르노/도요타와의 추가 JV 설립도 언급되고 있다. 가장 비중이 높은 테슬라는 전략적 파트너로서 존재할 것으로 예상된다. SKon은 포드와 중국 업체(EVE Energy, BAIC)와의 JV를 중심으로 캐파를 확장 중이다. 삼성SDI는 현재까지 가장 소극적이나, 25년 스텔란티스와의 JV가 시작된다. 더욱이 현재 각형/원통형 배터리를 생산하고 있는 만큼, 향후 폭스바겐 및 원통형을 채택하는 업체(BMW/리비안/루시드)와의 협력도 기대된다.

[그림12] LGES 캐파 및 JV 비중 전망



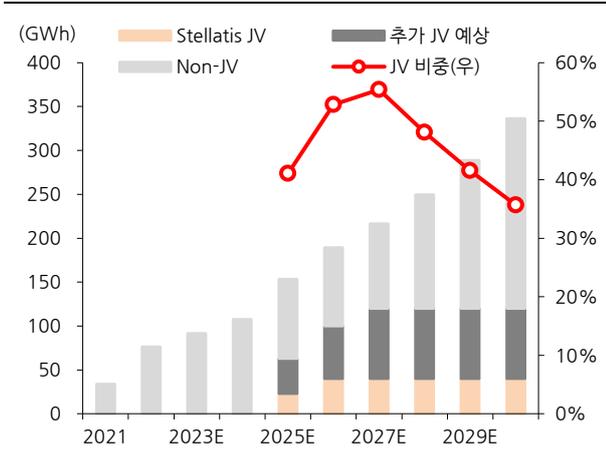
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] SKon 캐파 및 JV 비중 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 삼성 SDI 캐파 및 JV 비중 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

주요 소재까지 밸류체인  
확고해지는 추세

JV 트렌드는 비단 배터리 업체뿐 아니라 소재단까지 확장되고 있다. 특히, 하이니켈 양극재에 대한 완성차 업체들의 니즈가 크다. 하이니켈 양극재는 국내 소수 업체만이 생산할 수 있어 공급 부족이 이어지고 있고, 배터리 내 40%에 가까운 원가 비중을 차지하는 핵심 소재이기 때문이다. 포스코케미칼은 GM과 캐나다에 JV를 설립했으며, 포드도 SKOn x 에코프로비엠 밸류체인을 강조했다. 엘엔에프는 레드우드와의 파트너십을 가져갈 것으로 예상되어, 레드우드에 투자한 테슬라/포드의 밸류체인 진입이 기대된다.

[그림15] 양극재까지의 밸류체인 강화되는 중



자료: 한화투자증권 리서치센터

커머리티 소재는 전방  
수요에 더 크게 영향 받아

양극재가 스페셜티 성격을 지녔다면, 음극재/분리막/전해액/동박 등의 소재는 커머리티 성격이 강하다. 이들의 가동률은 전방 시장에 영향을 많이 받는다. 가령, SKOn을 통해 VW으로 분리막을 납품하는 SKIET는 VW의 판매 부진으로 어려운 시기를 보내고 있다. 전기차 시장이 안정화될수록 소재 업체들의 실적(가동률)은 전방 고객사 판매량에 비례해 움직일 것이다. 한편, 상위 업체 밸류체인 진입은 프리미엄 요인이 될 수 있다고 판단한다.

[표5] 배터리/소재 밸류체인

셀	양극재	음극재	분리막	전해액	동박	장비(극판)	장비(조립)	장비(화성)
LG 에너지솔루션	LG 화학	포스코케미칼	SKIET	엔캠	일진머티리얼즈	티에스아이	디이엔티	에이프로
	엘앤에프	대주전자재료	Toray	Central Glass	SK 넥실리스	윤성 F&C	DA Tech	원익피앤이
	포스코케미칼	Hitachi Cehm	Semcorp	Ube	솔루스첨단소재	피엔티	하나기술	
	Umicore	Mitsubishi	Senior	Tinci	Wason	씨아이에스	유일에너지테크	
	Nichia	BTR		Capchem	CCP	제인기공		
삼성 SDI	삼성 SDI 자회사	포스코케미칼	WCP	동화기업	일진머티리얼즈	제인기공	피엔티	원익피앤이
	에코프로비엠	Hitachi Cehm	SKIET	솔브레인	SK 넥실리스	피엔티	필에너지	삼지전자
	Umicore	Mitsubishi	Asahi Kasei	Central Glass	솔루스첨단소재	씨아이에스	하나기술	하나기술
		BTR	Toray	Mitsubishi	Wason	티에스아이	엠플러스	갑진
		ShanShan	Semcorp	Capchem	CCP			
SK on	에코프로비엠	포스코케미칼	SKIET	엔캠	SK 넥실리스	윤성 F&C	엠플러스	원익피앤이
	엘앤에프	BTR		솔브레인	솔루스첨단소재	티에스아이	유일에너지테크	하나기술
	Umicore	ShanShan		Tinci	Watson	피엔티	하나기술	갑진

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 배터리/소재 업체별 고객사 비중 추정

고객사 비중	2022년 기준(한화 추정치)
<b>셀업체</b>	
LGES	Tesla/VW Top2, 르노-닛산, 볼보, 포드
SDI	BMW/VW 합산 70%, 스텔란티스, Ford
Skon	현기차 70%, 다임러 20%, VW, Ford
<b>양극재</b>	
에코프로비엠	SDI 60%, Skon 30%, Murata 10%
엘앤에프	LGES 80%, Skon 20%
포스코케미칼	LGES(GM 포함) 100%
LG화학	LGES 100%
<b>분리막</b>	
SKIET	Skon 80%, LGES/SDI 등
WCP	SDI 100%
<b>전해액</b>	
엔캠	SKon 60%, LGES 40%
솔브레인	삼성SDI, Skon
동화기업	삼성SDI 100, LGES 추가 예정
<b>동박</b>	
SK넥실리스	LGES 40%, CATL 25%, Skon 20%, SDI 8%, Panasonic 7%
일진머티리얼즈	삼성SDI 60%, LGES 20%, 해외 고객사
솔루스첨단소재	LGES 70%, Skon 15%, Tesla 15% - 향후 ACC/SDI 추가 예정

자료: 한화투자증권 리서치센터

### Ⅲ. 23~25년 선점할 전기차: H/W 경쟁력 부각

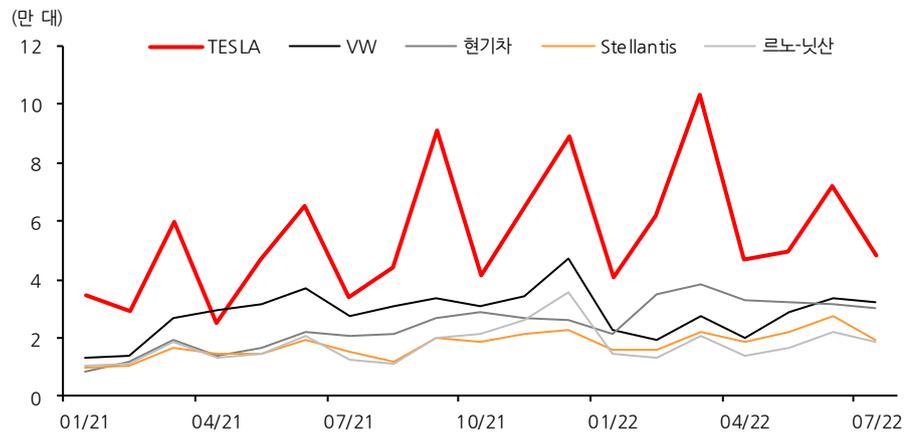
아직까지 테슬라의 점유율이 31%로 압도적인 것은 테슬라에 견줄만한 경쟁력 있는 전기차 모델이 부재했기 때문이다. 전기차의 경쟁 모델은 비단 전기차뿐 아니라 내연기관차도 해당된다. 소비자들은 같은 가격이라면 브랜딩/외관/성능 등으로 구매를 결정할 것이다. 그러나, 현재 판매되고 있는 전기차들은 비슷한 가격대의 내연기관차 대비 기회 비용이 크다고 판단된다. 독보적 기술력으로 전기차 시장을 선도하고 있는 테슬라의 판매량이 꾸준할 수 있는 이유다. 그러나 테슬라 외에도 경쟁력 있는 전기차 모델이 출시되고 있다. 포드/현대차의 신모델 판매량은 우상향할 것으로 예상되며, 2023년부터 GM은 경쟁력 있는 신모델 출시로 고성장이 기대된다. 포드/현대차를 핵심 고객사로 두고 있는 SKOn과 GM과의 JV 비중을 늘려가고 있는 LGES의 밸류체인은 캐파 증설에 따라 안정적 가동률 상승이 예상된다.

#### 1. 소비자 니즈를 충족시킬 전기차의 부재

테슬라 제외하면 경쟁력 있는 전기차 모델 부재

전기차 시장에서 테슬라의 시장점유율은 압도적이다. 중국 시장을 제외하고 보면, 22년 상반기 테슬라의 점유율은 31%이다. 현대차/VW 등이 각각 16%/13%로 뒤따르고 있으나 테슬라에 위협할 만한 수준은 못된다. 테슬라만큼 경쟁력 있는 전기차 모델이 부재했기 때문이다.

[그림16] 2022년 상반기 테슬라의 전기차 시장점유율은 31%로 압도적



주: 중국 제외한 BEV 판매량 기준

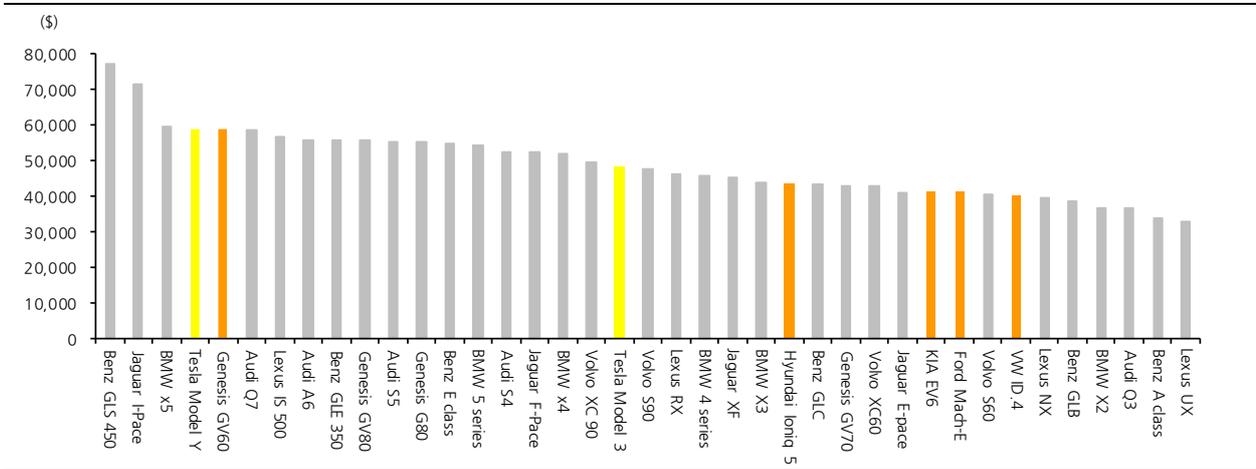
자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

전기차,  
아직 기회비용이 크다

전세계 전기차 침투율은 아직 11%(2022년 상반기 기준)에 불과하며, 초기 시장에서 소비자들은 내연기관의 막차를 탈지 전기차로 넘어갈지 고민할 것이다. 전기차 경쟁 모델이 전기차 내에만 있지 않다는 것이다. 테슬라 모델3와 모델Y는 7,000~10,000만 원에 판매되고 있으며, 같은 세그먼트/가격대의 경쟁 차종만 해도 벤츠/아우디/BMW/제네시스/렉서스 등의 다양한 모델이 존재한다. 그럼에도 많은 고객들은 테슬라를 구매한다.

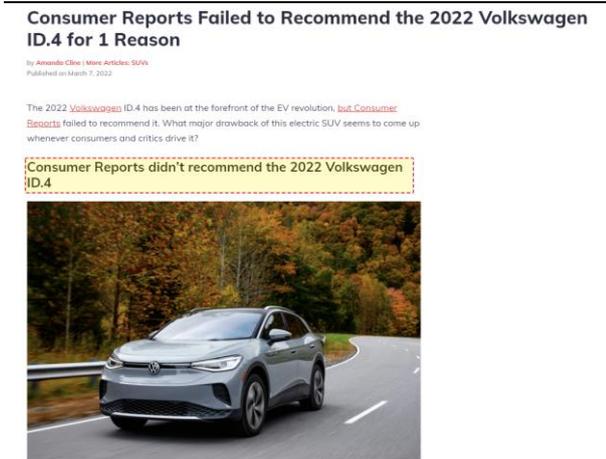
반면, 폭스바겐이 야심차게 출시한 ID.4는 초기 수요를 넘어서는 판매량을 보이지 못하고 있다. 물론, 폭스바겐은 차량용 반도체/하네스 등의 부품 수급 영향을 받았지만, 이를 제외하고서라도 ID.4의 경쟁력은 부족한 모습이다. 독일 현지 주요 매체에서도 ID.4에 대한 평이 좋지 않다.

[그림17] 비슷한 가격대의 럭셔리 내연기관 모델을 제치고 높은 판매량을 유지하고 있는 테슬라와 그렇지 못한 폭스바겐



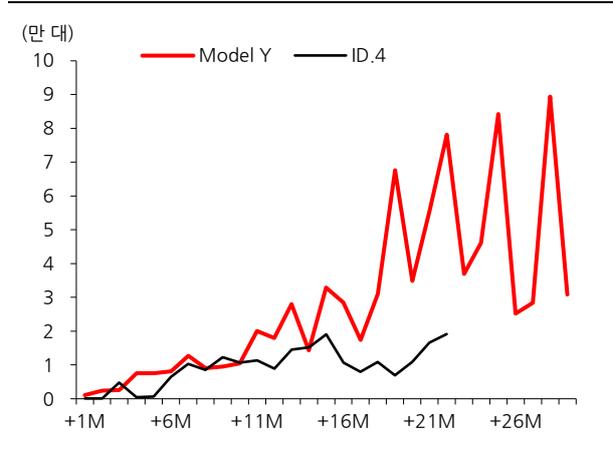
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] ID.4 출시 1년 사이 혹평 세례



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 초기 수요를 넘어서지 못하는 ID.4 판매량



주: Model Y와 ID.4는 각각 2020년 3월, 2020년 10월에 판매 시작

자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

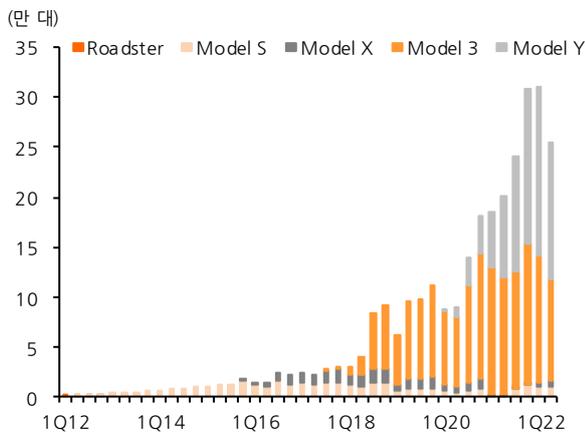
럭셔리 브랜드로 시작하여 독자적 브랜드 이미지를 만든 테슬라

테슬라는 프리미엄 모델부터 출시하며 럭셔리 브랜드의 입지를 갖추었다. 모델S부터 시작하여 모델3의 대중화 모델까지 위에서 아래로 시장을 확대해왔다. 향후 25,000달러의 전기차까지 선보이겠다고 한다. 초기 전기차 시장에서 살아남기 위해 전기차의 실용성보다는 브랜딩 및 초기 특정 수요자를 타겟팅한 전략이었다.

전기차만의 경쟁력도 높아

테슬라 전기차에는 효율 높은 전기차 전용 플랫폼이 적용됐고, OTA로 성능을 업그레이드하고 리콜도 해결할만큼 S/W 기술력도 우수하다. 테크 회사인 테슬라의 S/W 기술력을 기계 중심이었던 기존 내연기관 업체들이 단기간 내에 쫓아오긴 쉽지 않아 보인다.

[그림20] 럭셔리 모델로 시작하여 하위 모델로 시장 확대



자료: Tesla, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 간단한 리콜은 OTA로 해결

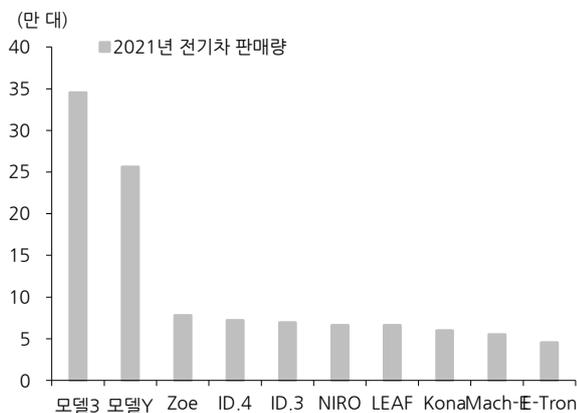


자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

반면, 브랜딩 및 기술 경쟁력도 열위한 경쟁 모델들

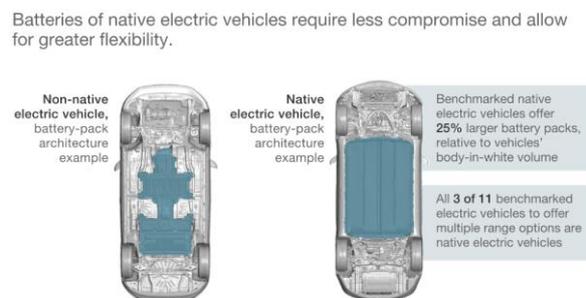
반면, 내연기관 업체들은 테슬라에 대응하기 위해, 또는 규제에 발 맞춰 급하게 전기차 모델을 출시했으나 충분한 수요를 창출하지는 못했다. 2021년 중국 시장을 제외하면, 가장 많이 판매된 BEV 모델은 모델 3, 모델 Y, ZOE, ID 시리즈, 니로, Leaf, 코나, Mach-E, E-tron 등이다. 테슬라를 제외하면 ID시리즈, Mach-E만이 전기차 플랫폼을 탑재했지만, 이들 또한 전기차 전용 플랫폼으로 보기 어렵다.

[그림22] 테슬라 제외하면 전기차 전용 플랫폼으로 보기 어려워



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 전기차 전용 플랫폼의 중요도



자료: A2Mac1, McKinsey, 한화투자증권 리서치센터

폭스바겐 MEB 플랫폼으로  
도약을 노렸으나,  
ID 시리즈 경쟁력 부족

폭스바겐은 기존 내연기관 업체 중 최초로 전기차 전용 플랫폼 MEB(Modular Electric Drive matrix)를 적용한 ID.3/ID.4를 출시했으나, 소비자의 반응은 좋지 않았다. ID.4는 테슬라의 모델 3/Y와 비교해서 크기가 작음에도 불구하고 전비/충전속도/출력 모든 부분에서 열위한 모습을 보였다. 폭스바겐 스스로도 한계를 느끼고 차세대 플랫폼 SSP(Scalable Systems Platform)를 개발 중이다.

[표7] 테슬라와 경쟁할만한 전기차의 부재

모델	가격 (유로)	주행거리 (km)	용량 (kWh)	전비 (Wh/km)	충전속도 (kW)	휠베이스 (cm)	출력 (kW)
Model Y (AWD)	68,465	531	82.0	154	250	289	258
Model 3 (AWD)	66,465	537	82.0	153	250	288	188
ID.4	48,190	418	82.0	196	150	277	150
Q4 e-tron 40	51,900	406	82.0	202	150	276	150
ZOE	36,840	315	54.7	174	175	259	80
Leaf	41,100	364	62.0	170	50	270	160
e-208	35,350	285	50.0	175	100	254	100
Fiat 500e	34,990	235	42.0	179	150	232	87

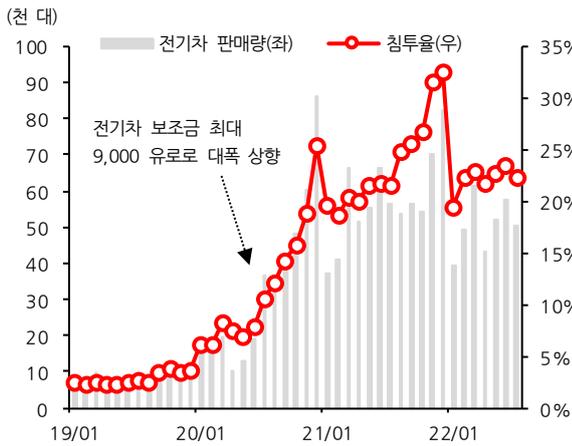
주: RWD 19" 기준

자료: 각 사, EV-Database, 한화투자증권 리서치센터

유럽 보조금 정책으로 판매량 높여 왔으나, 보조금도 줄어들기 시작

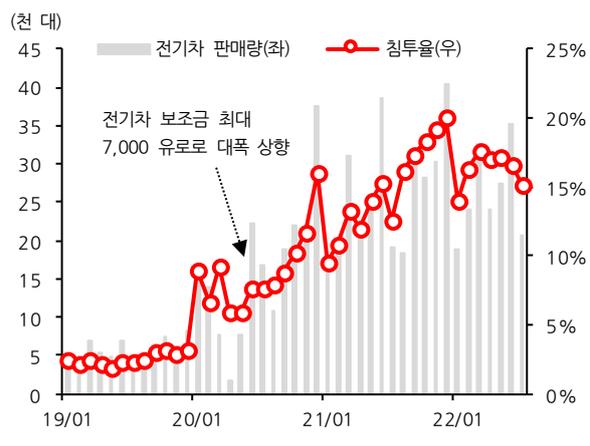
전기차 순수 경쟁력이 부각되지 않은 모델임에도 불구하고 이들의 판매량이 증가했던 이유는 유럽의 정책 때문이라고 봐도 무방하다. 독일/프랑스/영국 등 주요 나라에서는 20년 중반 전기차 보조금을 대폭 상향했다. 그러나, 이제 유럽은 전기차 보조금을 줄이기 시작했으며, 유럽에서 전기차의 유기적 성장이 지속되려면 전기차가 본연의 경쟁력이 필요한 시점이다.

[그림24] 독일 전기차 판매량 추이



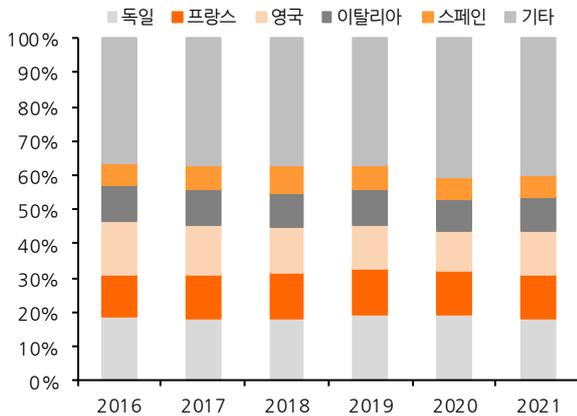
자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 프랑스 전기차 판매량 추이



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 유럽 주요 나라별 자동차 판매 비중



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 보조금 줄이는 유럽

	보조금 액수	지원 조건(전기차 구매가격)	지원 기간
프랑스	6,000 유로	45,000 유로 미만	22년 말 만료
	4,500 유로	40,000 유로 미만	23년 말 만료
독일	3,000 유로	40,000-65,000 유로	24년부터
	보조금 없음	45,000 유로 이상	
이탈리아	6,000 유로	35,000 유로 미만 (내연기관차량 폐차지원금 포함)	24년 말 만료
	4,000 유로	35,000 유로 미만 (내연기관차량 폐차지원금 불포함)	
영국	1,500 파운드	32,000 파운드 미만 (전기차 구매지원금 지급 종료)	22년 6월 만료
스페인	400 -		
	4,000 유로		

자료: 한화투자증권 리서치센터

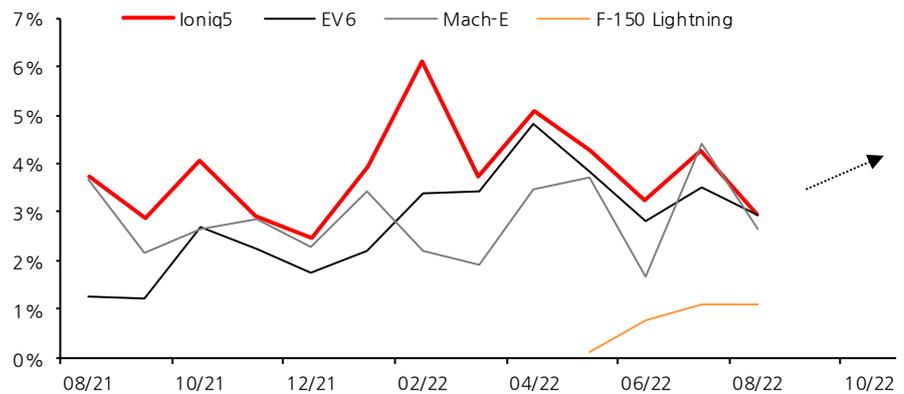
## 2. 현대·기아차/포드의 약진 - SKon

경쟁력 있는 전기차 등장:

- 1) Ioniq5, 2) EV6,
- 3) Mach-E, 4) F-150(EV)

그러나 내연기관차와 경쟁할만한 전기차 모델이 등장하고 있다. 현대/기아차의 Ioniq5, EV6는 유럽 주요 매체지에서 올해의 모델로 꼽히며 전기차 내 경쟁력 있는 모습을 보여주고 있고, 포드의 Mach-E, F-150 Lightning(F-150L), E-transit도 본격 생산을 시작하며 침투율이 우상향하는 중이다.

[그림27] 현대·기아차/포드 신모델 점유율 상승 전망



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

포드 전기차: 디자인과 인기 세그먼트 경쟁력 부각

포드는 23년 말까지 3개의 모델(Mach-E, F-150L, E-transit)만으로 57만 대를 생산하겠다는 목표를 세웠다. Mach-E는 Ioniq 5와 함께 각종 매체에서 1~2위를 기록하고 있다. 내연기관 플랫폼 C2를 개조한 GE1 플랫폼을 탑재하고 있으며, 테슬라에는 못 미치지만 내연기관 업체들의 전기차 성능을 상회한다. 넓은 공간과 높은 출력을 구현했으며, 전비는 상대적으로 낮지만 많은 배터리 용량으로 주행거리를 확보하고 있다. 이 때문에 가격은 상대적으로 높은 편이다. 인기의 비결은 디자인 때문이다. 전기차 환경단체 Plug in America의 설문조사에 따르면, Mach-E 구매자들은 디자인에 가장 만족한다고 한다.

F-150L도 사전예약 20만 대를 초과하며 포드의 예상치를 넘어서는 수요를 보였다. 두 모델의 캐파 증설을 위해 익스플로러 전기차 모델 출시 일정도 연기했다. 포드가 이러한 수요를 예상 못했던 것은 F-150L은 전기차 전용 플랫폼이 적용 안된 초기 모델이고, 작업용으로 많이 쓰이는 픽업트럭은 일반적으로 전기차 인프라가 열악한 시외에서 많이 판매되기 때문이다. 그러나, F-Series는 단일 모델만으로도 미국 자동차 판매의 5%를 차지하고 있는 인기 모델이며, 최초의 전기 픽업트럭(2배 이상 비싼 리비안 제외 시)이라는 점이 폭발적 수요를 이끈 것으로 추정된다. 이처럼 기존 완성차 업체에게는 잘 팔리던 내연기관 모델의 전기차 버전 출시는 안전한 선택일 것이다.

[그림28] F-150 Lightning과 Mach-E의 넘치는 수요



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 마하-E 인기의 비결: 예쁜 디자인

Vehicle	Most Exceptional
Tesla Model 3	Performance
Chevy Bolt	Performance
Nissan LEAF	Reliability
Tesla Model Y	Performance
Tesla Model S	Performance
Chevy Volt	Reliability
BMW i3	Performance
Kia Niro	Safety Features
Toyota Prius Prime	Reliability
Tesla Model X	Safety Features
VW ID.4	Comfort
<b>Ford Mustang Mach-E</b>	<b>Styling and Appearance</b>
Honda Clarity	Ease of Charging
Audi e-tron	Comfort

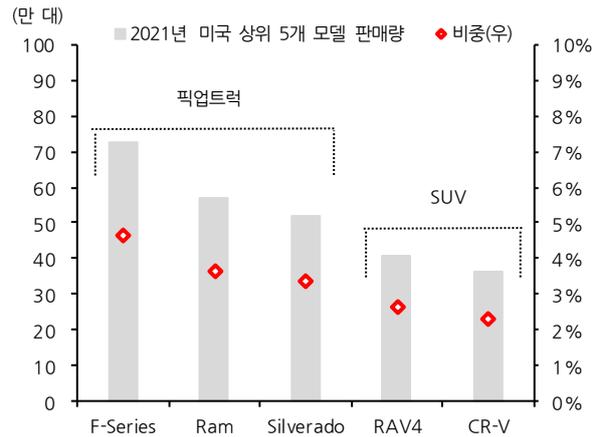
자료: Plug in America, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 23년 말까지 연 60만 대 생산 목표



자료: Ford, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 2021년 미국 상위 5개 모델: 픽업트럭과 SUV



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

포드가 넘어야 할 산: 전기차 성능 개선

그러나, 아직 포드는 넘어야 할 산은 많다. Mach-E는 테슬라 및 현기차 E-GMP 모델 대비 성능이 떨어지며, F-150L도 초기 수요는 강하지만 순수 전기차 플랫폼이 아닌 이상 성능면에서 꾸준한 인기를 이어나갈 수 있을지 미지수다. 차량의 성능이 디자인/세그먼트보다 우선이기 때문에 차세대 모델(Mach-E/F-150L의 차세대 플랫폼은 각각 23/25년 출시 예정)에서 향상된 성능을 보여주지 못하는 이상 경쟁에서 살아남기는 어렵다. 포드는 다행히 높은 초기 수요와 IRA 법안으로 인해 2023년까지의 판매량은 견조할 것으로 예상되지만, 목표(23년 말 60만 대, 26년 말 200만 대) 달성을 위해서는 전기차 성능 개발에 집중해야 하는 시기라 판단한다.

현대차그룹, E-GMP 기반으로 내연기관 업체 중 H/W 경쟁력 앞서나가는 중

현대차그룹의 약진은 더욱 의미있다. 현대/기아차는 첫 전기차 플랫폼 E-GMP를 기반으로 Ioniq5/EV6를 출시했으며, 전세계적으로 높은 수요를 보여주고 있다. 포드와는 다르게, 전기차 순수 경쟁력이 돋보인다.

현대차의 E-GMP 플랫폼은 내연기관 업체 중 폭스바겐의 MEB 다음으로 출시된 전기차 전용 플랫폼이다. 그러나, 성능 면에서는 차이가 큰 것으로 판단된다. E-GMP 기반의 Ioniq5/EV6는 MEB 플랫폼을 탑재한 ID.4와 비교하여 전비/실내공간/충전속도 모든 면에서 우월하다. 폭스바겐이 MEB의 한계를 느끼고, 새로운 플랫폼(SSP)으로 넘어가려는 것과는 다르게 현대차그룹은 비슷한 세그먼트의 차량에서는 E-GMP를 개선하면서 지속 사용할 것으로 예상된다. 향후 Ioniq6, EV9도 출시되며 세그먼트별 라인업도 다변화될 예정이다. 현대차그룹은 내연기관 업체 중 순수 전기차 경쟁력을 가장 잘 살렸다고 판단되며, 전기차 시장 내 선도적인 입지를 유지할 것으로 기대된다.

[표10] 현대차그룹의 E-GMP 기반 전기차 라인업

모델	가격 (유로)	주행거리 (km)	용량 (kWh)	전비 (Wh/km)	충전속도 (kW)	휠베이스 (cm)	출력 (kW)
Ioniq5 	47,900	485	77.4	160	350	300	168
EV6 	50,990	496	77.4	156	350	290	168
GV60 	53,000	451	77.4	172	350	290	168
Ioniq6 	50,000	560 (18" 휠)	77.4	138	350	295	168

주: RWD 19" 기준

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 유사한 세그먼트별 차종 비교

모델	가격 (유로)	주행거리 (km)	용량 (kWh)	전비 (Wh/km)	충전속도 (kW)	휠베이스 (cm)	출력 (kW)
G80 EV 	69,200	450	87.2	194	350	301	272
GV70 EV 	67,300	400	77.4	194	350	288	320
니로 EV 	47,590	401 (17" 휠)	68.0	170	100	272	150
Mach-E 	62,950	490	98.7	201	150	298	216
Polestar2 	50,495	432	78.0	181	149	273	170
F-150 Lightning 	53,095	514	145.0	282	150	370	318
XC40 Recharge 	56,150	333 (AWD)	78.0	234	149	270	300
Ariya 	56,990	490	91.0	186	150	278	178
ENYAQ 	46,800	420	82.0	195	150	277	150
CUPRA Born 	49,990	450	82.0	182	150	277	170

주: RWD 19" 기준

자료: 각 사, EV-Database, 한화투자증권 리서치센터

포드/현대기아차 밸류체인  
SKon과 에코프로비엠  
수혜 전망

포드와 현대/기아차 두 업체를 핵심 밸류체인으로 보유하고 있는 SKon과 SKon에 주력으로 양극재를 공급하는 에코프로비엠은 캐파 증설에 따라 안정적 가동률 상승이 예상된다. 포드는 2023년 말 60만 대(약 60GWh), 2026년 말 200만 대(약 200GWh) 전기차 “생산”을 목표로하고 있고, 현대/기아차는 2026년 165만 대(약 116GWh), 2030년 324만 대(약 227GWh) “판매”를 목표로하고 있다.

SKon은 2025년 말 220GWh의 캐파 증설을 계획하고 있으나, 두 고객사 외에도 폭스바겐/BAIC/다임러 등의 고객사도 고려하면 220GWh도 충분한 물량은 아니다. 양극재도 25년 말 최소 30만 톤이 필요할 전망이다. 삼성SDI와 SKon으로 양극재를 납품 중인 에코프로비엠은 캐파 증설에 따라 안정적 가동률 상승이 예상된다.

[표 12] 현대/기아차와 포드의 필요한 배터리/양극재 캐파 추정

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2030E
<b>현대/기아차: 평균 배터리 탑재량 70kWh 가정</b>						
전기차 판매량(만 대)	46	63	87	121	165	324
배터리 수요(GWh)	32	44	61	85	116	227
필요 캐파(GWh)	40	55	77	106	144	284
양극재 수요(만 톤)	6.4	8.1	10.4	13.6	17.2	31.1
필요 캐파(만 톤)	7.1	9.0	11.5	15.2	19.2	34.5
<b>Ford: 평균 배터리 탑재량 95kWh 가정</b>						
전기차 판매량(만 대)	19	44	70	95	147	200
배터리 수요(GWh)	18	42	66	90	140	190
필요 캐파(GWh)	22	52	83	113	175	238
양극재 수요(만 톤)	3.5	7.6	11.2	14.6	20.8	26.0
필요 캐파(만 톤)	3.9	8.5	12.5	16.2	23.2	28.9
<b>SKon, 에코프로비엠 Capa</b>						
SKon (GWh)	77	88	120	220	282	500
에코프로비엠 (만 톤)	17.9	17.9	25.2	51.4	55.0	

자료: 한화투자증권 리서치센터

### 3. 2023년 GM의 고성장 시작 - LGES

2023년 GM의 전기차 전용 플랫폼 'Ultium'이 적용된 라인업 대거 출시

2023년이 가장 기대되는 업체는 GM이다. GM의 전기차 모델은 아직까지 Bolt EV로 라인업이 열악했다. 볼트는 전기차 플랫폼도 적용 안된 모델이며, 리콜 사태까지 겹치며 수요도 부진하다. 다른 업체들은 원가부담으로 인해 전기차 가격을 인상하고 있음에도 GM은 오히려 볼트의 가격을 인하했다. 그러나 GM도 23년부터 전기차 전용 플랫폼인 얼티엄이 적용된 전기차 모델이 대거 출시될 예정이다. 노린 것인지 우연인지 모르겠지만, IRA 법안이 통과되며 보조금이 지급되는 시점과 겹친 점도 긍정적이다.

[그림31] 2021년 볼트 14만 대 리콜

#### GM, 전기차 볼트 리콜비용 2조... LG와 분담금 '줄다리기'

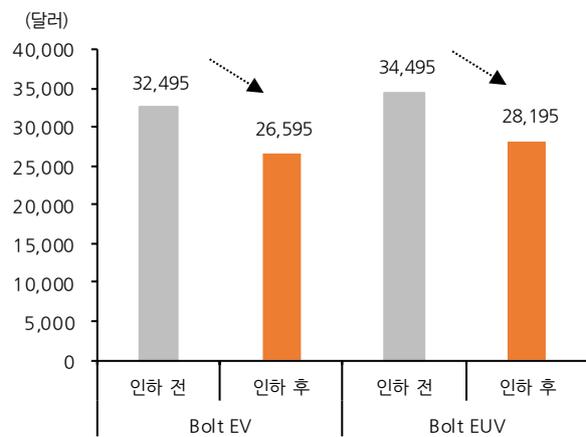
GM, 볼트EV·볼트EUV 14만3000여대 리콜 결정  
앞서 코나EV 사례, 현대차-LG 3070 비율로 분담  
분담금액 1조~1조3700억원 분석도

김재훈 기자 | 입력 2021-08-31 11:44 | 수정 2021-08-31 14:08



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 글로벌 전기차 가격 인상 와중에 볼트는 가격 인하



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

인기 많던 모델 출시하며, 전기차 전 세그먼트 커버: 'Evs for everyone'

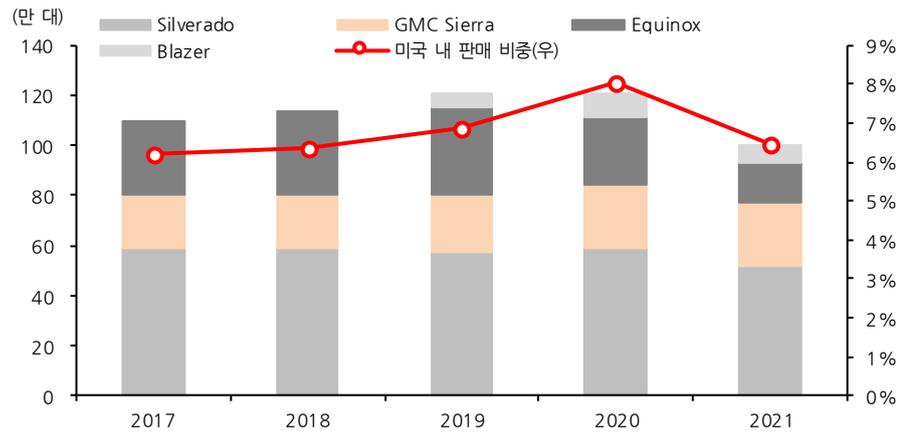
2023년 출시될 Blazer, Equinox, Silverado, Sierra 등은 내연기관 버전부터 판매량이 높던 모델들로 미국 내 이들의 합산 판매 비중은 6~8% 수준을 유지해 왔다. 해당 모델의 출시로 GM은 미국 내 인기 많은 세그먼트별 전기차 라인업을 갖출 것이다. 2021년 미국에서는 SUV-C/D/E, 픽업트럭, C/D 세그먼트의 판매 비중이 각각 50%, 20%, 20%로 판매의 대다수를 차지하고 있다. 유럽에서는 SUV-B/C/D, B/C, A/D 세그먼트의 판매 비중이 각각 33%, 30%, 10% 수준이다. 미국은 특정 세그먼트의 판매 비중이 월등히 높고, 큰 차종이 수요가 좋다. GM의 신차 효과가 기대되는 부분이다.

[표13] 2023년 출시되는 GM의 전기차 라인업

	Hummer	Lyriq	Silverado	GMC Sierra	Blazer	Equinox
						
출시일	22년 하반기	22년 하반기	23년	23년 초	23년 여름	23년 가을
주행거리(km)	560	499	640	640	512	480
용량(kWh)	200.0	102.0	-	-	-	-
가격(\$)	108,700	62,990	39,000~	50,000~75,000	44,995~	30,000~
전비(Wh/kWh)	357	204	-	-	-	-
최대 충전속도(kW)	350	190	350	350	190	150
휠베이스(cm)	344	310	354	374	286	273
출력(kW)	735	250	380	466	415	157

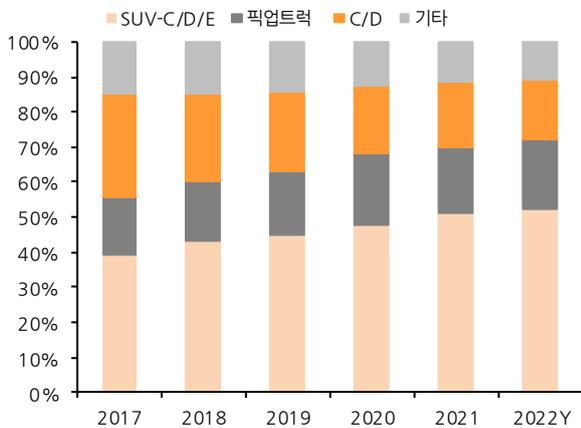
자료: GM, Cadillac, GMC, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 2023년 출시되는 전기차 모델은 기존 미국 내 연간 100~120만 대 판매되던 모델



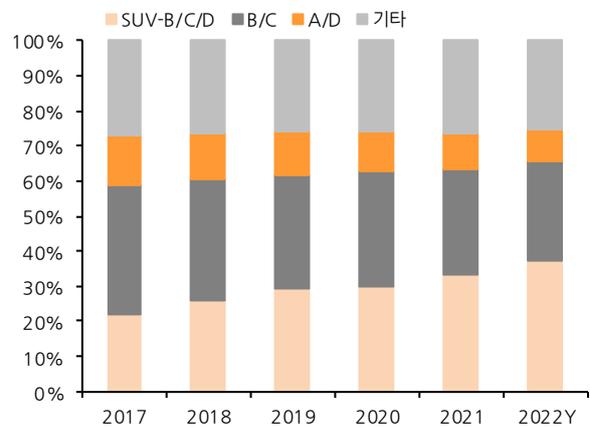
자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 미국 세그먼트별 차량 판매량



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 유럽 세그먼트별 차량 판매량



자료: 한화투자증권 리서치센터

GM 생산량 증대:  
LGES 밸류체인 수혜 전망

GM에 독점적으로 배터리를 납품하고 있으며, JV로 파트너십이 강화되고 있는 LGES 밸류체인의 수혜가 기대된다. GM은 2025년 북미에만 100만 대(약 110GWh) 전기차 판매를 목표로 하고 있다. 혼다도 GM의 얼티엄 플랫폼을 공유하기로 했으며, 2024년 얼티엄 플랫폼 기반 첫 SUV를 출시할 예정이다. 얼티엄셀즈에는 포스코케미칼과 LG화학이 주력으로 양극재를 납품할 예정이다. 두 기업 모두 캐파 증설에 따른 안정적 가동률 상승이 예상된다.

[표 14] GM/테슬라에 필요한 배터리/양극재 캐파 추정

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2030E
<b>GM(북미): 평균 배터리 탑재량 110Wh 가정</b>						
전기차 판매량(만 대)	5	36	68	100	120	199
배터리 수요(GWh)	6	40	75	110	132	218
필요 캐파(GWh)	7	50	94	138	165	273
양극재 수요(만 톤)	1.1	7.2	12.7	17.7	19.7	29.9
필요 캐파(만 톤)	1.2	8.0	14.1	19.7	21.8	33.2
<b>Tesla: 평균 배터리 탑재량 80kWh 가정</b>						
전기차 판매량(만 대)	136	201	259	317	373	600
배터리 수요(GWh)	101	152	201	247	303	480
필요 캐파(GWh)	127	190	252	309	378	600
양극재 수요(만 톤)	18.9	26.8	33.5	39.4	46.1	65.8
하이니켈(만 톤)	11.2	15.8	20.1	23.8	27.0	51.5
LFP(만 톤)	7.7	11.0	13.4	15.6	18.7	21.0
하이니켈 캐파(만 톤)	12.5	17.5	22.3	26.4	30.0	57.2
<b>LGES, 포스코케미칼, LG 화학 Capa</b>						
LGES (GWh)	203	310	405	550	646	972
포스코케미칼 (만 톤)	7.5	15.5	19.5	34.5	41.4	60.5
LG 화학 (만 톤)	8.0	14.0	18.0	22.0	26.0	38.0
엘앤에프 (만 톤)	13.0	20.0	23.0	28.0	35.0	51.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

2023년 첫 얼티엄셀즈 플랫폼이 적용된 양산형 모델은 전기차 경쟁력 보여줘야 할 것

한편, GM의 얼티엄 플랫폼이 적용된 양산형 모델(Silverado, Equinox 등)은 2023년에 처음 출시되는 것이므로, 해당 플랫폼이 전기차 경쟁력을 얼마나 잘 보여줄 수 있을지가 관건이다. 현대차그룹의 E-GMP 플랫폼과 같이 테슬라의 성능을 따라잡아 메리바라 CEO가 언급한 것처럼 2025년 테슬라를 뛰어넘을 수 있을지, 혹은 VW의 MEB 플랫폼과 같이 도태되어 차세대 플랫폼 개발에 집중해야 하는지 귀추가 주목된다.

[표15] 주요 업체별 전기차 모델 출시 스케줄(모델명/플랫폼/출시 시기)

	2022	2023	2024	2025~
Tesla		Cybertruck / 2Q23 Roadster SEMI Truck		
VW (Audi, Porsche)	ID. Buzz / MEB PF 아우디 Q4 e-tron / MEB PF ID.5 / MEB PF	ID.Aero / MEB PF / 23년 말 아우디 Q6 e-tron / PPE PF / 23년 말 아우디 A6 e-tron / PPE PF	포르쉐 Macan / PPE PF / 24년 초	Trinity / SSP(첫 모델) / 26년 ID. Life / MEB PF / 25년 포르쉐 K1(718 EV ver.) / 25년
GM	캐딜락 Lyriq / BEV 3 PF / 22년 가을 GMC Hummer EV / BT1 / 22년 가을	쉐보레 Equinox EV / BEV3 / 23년 가을 쉐보레 Silverado EV / BT1 / 23년 봄 쉐보레 Blazer EV / BEV3 / 23년 여름 GMC Sierra EV / 23년	캐딜락 EV(Escalade EV 버전: Escalade IQ/IQL) 캐딜락 EV(XT4 EV 버전: Optiq/Symbolic) 캐딜락 EV(XT6 EV 버전) 캐딜락 Celestiq EV / BEV3	
Ford	F-150 Lightning / T3 PF E-transit		크로스오버 EV / MEB P	링컨 Corsair-E / GE2 PF 링컨 Aviator EV / 포드 Explorer EV / Mid-size EV PF
현대/기아	Ioniq 6 / E-GMP EV 6 / E-GMP GV60 EV / E-GMP	EV 9 / E-GMP / 23년 상반기 EV 7 / E-GMP / 23년 말	Ioniq 7 / E-GMP EV4 / E-GMP / 24년 말	
STLA	Citroen C4X / CMP1 PF OPEL Combo-e Life / EMP2 PF Fiat E-Ulysse / EMP2 PF	Jeep 크로스오버 EV / PF 미정	RAM 1500 EV(Revolution) / STLA Frame PF Jeep Wrangler 크라이슬러 Mid-size 크로스오버 / STLA Large PF	OPEL Manta / STLA M PF
BMW	i4, iX / CLAR PF / 22년 3월 iX1 / UKL2 PF / 22년 11월 i7 / CLAR PF / 22년 11월	i5 / CLAR PF 롤스로이스 Sprtre BEV Mini Countryman		
Benz	EQA(SUV-C), EQB(SUV-D), EQE(Sedan-E), EQE(SUV-E), EQS(Sedan-F) / MFA2 PF, EVA2 PF	Smart #1 / SEA PF(Geely PF) eSprinter / Electric Versatility PF		
Honda		e:Ny1 / e:N Architecture PF	Prologue - compact 크로스오버 / GM BEV3 PF Acura ZDX / GM BEV3 PF	Acura EV / 혼다 e:Architecture PF
Renault- Nissan- Mitsubishi	르노 Kangoo E-TECH / LCV-EV PF 닛산 Ariya / CMF-EV PF / 22년 말 르노 Megane E-TECH / CMF-EV PF		르노 R5(Cinq) / CMF-BEV PF / 23년 말 닛산 compact EV / CMF-BEV PF	르노 4ever / CMF-BEV PF 르노 GT X-Over / CMF-EV PF
도요타	Lexus RZ - e-TNGA/e-SUBARU PF bZ4X -D - e-TNGA/e-SUBARU PF			

자료: 각 사, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

## IV. 25년 전기차 판매 퀀텀 점프: 밸류체인 지각변동

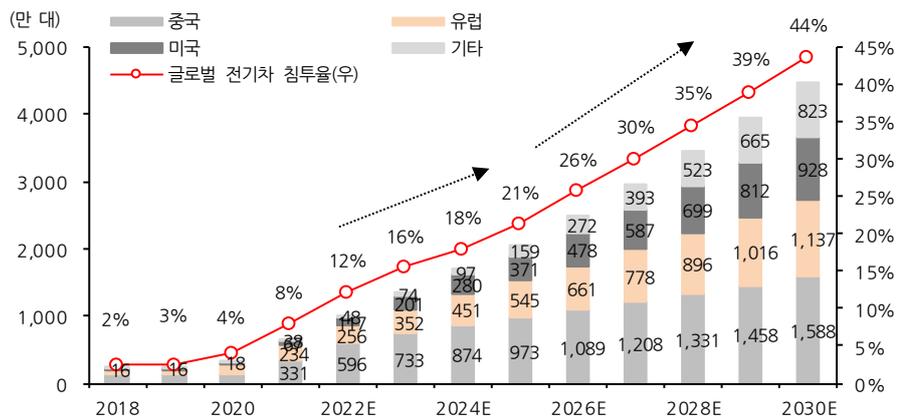
전기차 판매량은 25~27년을 기점으로 재차 증가할 것으로 전망한다. 주요 완성차 업체들의 새로운 H/W(전기차 플랫폼) 및 S/W(OS)가 연달아 나오는 시점이며, 이에 따라 신규 플랫폼이 적용된 모델이 대거 출시될 것으로 예상하기 때문이다. 한편, 완성차 업체들이 저마다의 전기차 전용 플랫폼을 개발함에 따라 이에 맞는 배터리 폼팩터도 바뀌며 전기차 x 배터리 밸류체인의 지각변동도 뒤따를 전망이다. 완성차 업체별 개발 현황 및 전략 점검을 통해 국내 배터리 업계 밸류체인 변화에 주목이 필요한 시점이다.

### 1. 2025년 전기차 전용 H/W, S/W 대거 출시

25~27년경 전기차 판매  
퀀텀 점프 전망:  
주요 업체들의 H/W, S/W  
플랫폼 대거 출시

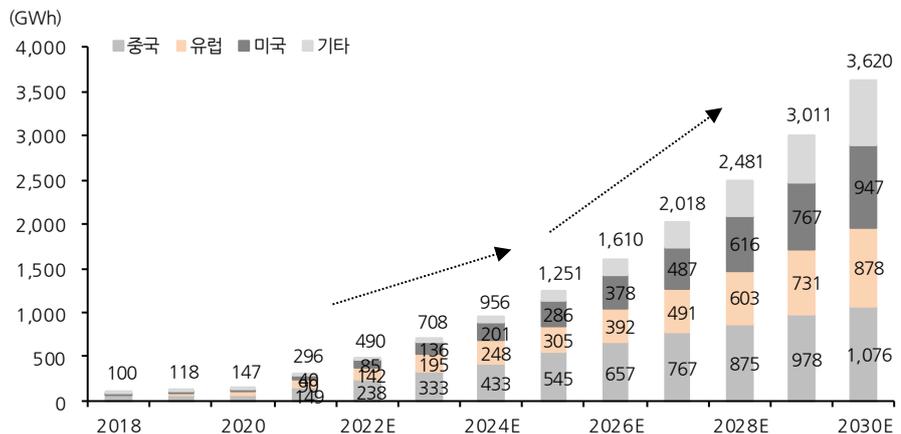
우리는 25년 전기차 판매량을 2,008만 대(M/S 21%)로 전망하며, 25~27년을 기점으로 판매량도 또 한번의 큰 퀀텀-점프를 보일 것으로 예상한다. 주요 완성차 업체들의 H/W(전기차 플랫폼), S/W(OS 등) 신규 플랫폼이 출시되며 대량의 경쟁력 있는 전기차 신모델 출시가 예상되기 때문이다.

[그림36] 2025년을 기점으로 전기차 판매량 재차 가팔라질 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 대당 탑재량 증가로 배터리 수요는 더 가파른 증가세 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표16] 완성차 업체별 2025년/2030년 전기차 판매량 목표 및 전망

(단위: 만 대)

	2021	전망치		기업별 목표치	
		2025E	2030E	2025E	2030E
TESLA	93	317	600	400	2,000
BYD	61	257	640	-	-
GM	7	200	397	200	441
VW	75	163	500	250	556
R-N-M Alliance	34	125	258	250	516
현대/기아	36	118	324	118	324
Stellantis	36	117	322	180	460
Ford	12	115	203	150	290
Toyota	13	98	210	150	350
Geely	30	72	140	110	200
BMW	33	52	109	80	155
Benz	25	52	105	80	150
Honda	3	29	126	45	180
Others	213	333	541		
Grand Total	670	2,047	4,475		

자료: 각 사, SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 완성차 업체별 신규 전기차 플랫폼 및 OS 출시 시기

	전기차/배터리 플랫폼	배터리 폼팩터	OS 플랫폼
Tesla	Model S PF	원통/각형	Tesla OS
현대/기아	E-GMP(21년)/eM/eS(24~25년)	파우치/각형(△)	ccOS(20년)
GM	Ultium: BEV3(22년, 25년 2세대)/BT 1(22년)	파우치/원통(△)	Ultifi(23년)
Ford	GE1(20년)/GE2(23년)/TE1(25년)	파우치/각형(△)	Android Automotive(23년)
Stellantis	STLA Small~Large, Frame(24~27년)	파우치/각형	STLA Brain(24년)
Volkswagen	MEB(20년), PPE(23년), SSP(26년)	각형	VW.OS: E3 1.2(23년), E3 2.0(25년)
BMW	Neue Klasse(25년)	원통형/각형	Android Automotive(23년)
Benz	MMA(24년), MB.EA/AMG.EA/VAN.EA(25년)	각형/파우치	MB.OS(24년)
Toyota	e-TNGA(22년)	원통형/파우치	Arene.OS(25년)
Honda	ultium 공유(24년), e:Architecture(26년)	파우치	Android Automotive(22년)
R-N-M Alliance	CMF-EV(22년), CMF-BEV/CMF-AEV/KEI-EV/LCV-EV(24년~)	각형/파우치	Android Automotive(25년)
Volvo	SEA(Geely PF) 공유(23년)	각형/파우치	VolvoCars.OS(22년)
Rivian	R2 플랫폼	원통형/각형(△)	Fleet OS

주: 색칠된 부분은 구글의 안드로이드 오토모티브 기반의 OS

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

전용 플랫폼의 뒤늦은 출시

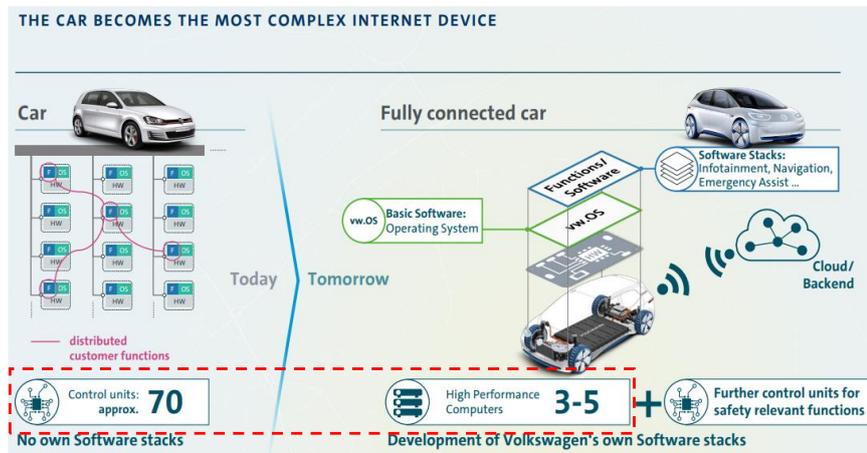
기업들의 전용 플랫폼 출시 시점은 다소 늦은 감이 있다. 주요국 및 완성차 업체들의 늦은 대응과 내연기관차의 특성 때문이다. 불과 몇 년 전까지도 일본/유럽 및 완성차 업체들은 전기차 시장의 급격한 성장을 예상 못했다. 테슬라가 높은 판매량과 수익성, 자율주행 기술로 전기차 시대를 앞당기며, 뒤늦게서야 전기차 개발에 힘쓰고 있는 모습이다.

통합 시스템을 갖추지 못한 내연기관 업체에게 전기차는 아예 새로운 차를 만드는 일

완성차 업체들이 전기차 플랫폼을 개발하는 데에도 시간이 필요하다. 내연기관 차에는 다수의 부품이 존재하며, 완성차 업체는 이를 내재화하기보다 협력사를 통해 각기 다른 소프트웨어/통신 규격의 부품을 공급받았다. 그러다보니 각 부품을 제어하는 ECU도 70개가 넘었으며, 부품별 통신 규격 및 소프트웨어도 제각각이었다.

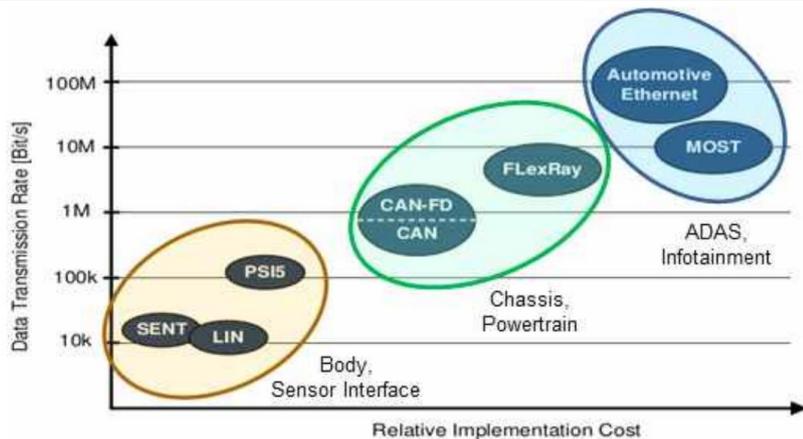
미래 모빌리티의 핵심인 자율주행/OTA를 위해서는 각 제어 기능의 중앙집중화와 부품 간 대량의 데이터가 이동할 수 있는 고대역폭 통신 기술(ex. 이더넷)의 호환이 필요하다. 그러나, 내연기관 업체들은 협력사 밸류체인이 정해져 있고, 부품 내재화가 안된 상황에서 모든 부품을 호환시키며 전기차 플랫폼을 개발하기란 쉬운 일이 아니다. 새로운 차를 만든다 봐도 무방하다. S/W 개발이 중요한 상황에서 기계 공학 바탕의 완성차 업체들은 애플을 먹고 있다. 유연하게 개발이 가능한 스타트업이 오히려 유리할 수 있다.

[그림38] VW, 자체 OS와 중앙집중화된 차세대 아키텍처 개발: ECU 개수 현격히 줄어든 계획



자료: VW, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] OTA를 위해서는 고대역폭의 네트워크 기술 필요



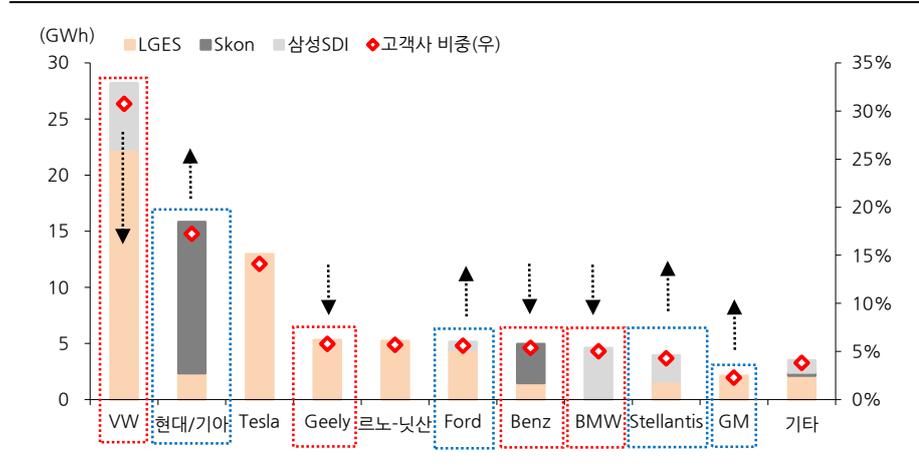
자료: koreascience "차량 내 네트워크 기술" 논문, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 전기차x 배터리 밸류체인 변화

25~27년 차세대 전기차 플랫폼 대거 출시됨에 따라 완성차x배터리 밸류체인 변화에 주목

완성차 업체들은 25~27년경 신규 전기차 플랫폼 출시를 계획하며 플랫폼에 맞는 배터리 폼팩터도 정해가고 있다. 이에 따라 완성차x배터리 밸류체인에도 변화가 뒤따를 전망이다. 특히, 중국 업체들과 밸류체인을 형성하고 있는 폭스바겐과 BMW에 대한 우려가 있지만, 국내 업체를 완전히 배제하긴 어려울 것으로 예상된다. 반면, 미국 판매 비중이 높았던 완성차 업체들은 국내 배터리 업체들과의 파트너십을 강화하고 있다.

[그림40] 2021년 국내 배터리 3사 고객사 비중: 신규 폼팩터 출시로 변화 예상



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

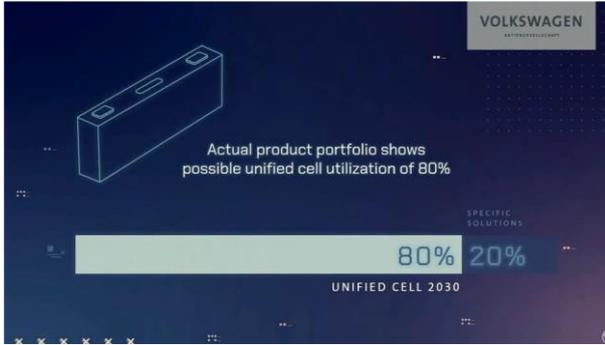
### >> 폭스바겐/BMW에 대한 우려와 기회

폭스바겐:  
파우치 → 각형  
BMW:  
각형 → 원통형

다수의 완성차 업체들은 저마다의 전기차 플랫폼을 발표했으나, 그중 배터리 폼팩터까지 정한 기업은 폭스바겐과 BMW가 유일하다. 폭스바겐의 신규 플랫폼(SSP)에는 현재 주력으로 탑재하고 있는 파우치에서 각형 배터리로 바뀔 예정이며, BMW의 신규 플랫폼(Neue Klasse)은 각형에서 원통형으로 전환될 예정이다.

더욱이, 폭스바겐과 BMW는 중국 배터리 업체들과 밸류체인을 형성하고 있다. 2021년 국내 배터리 출하량(SNE리서치 기준) 중 폭스바겐은 31%, BMW는 5%를 차지하고 있어 우려가 큰 상황이다.

[그림41] VW, 향후 Unified Cell(각형) 비중 80% 계획



자료: VW, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] BMW, CATL 과 EVE Energy 의 46XX 배터리 활용

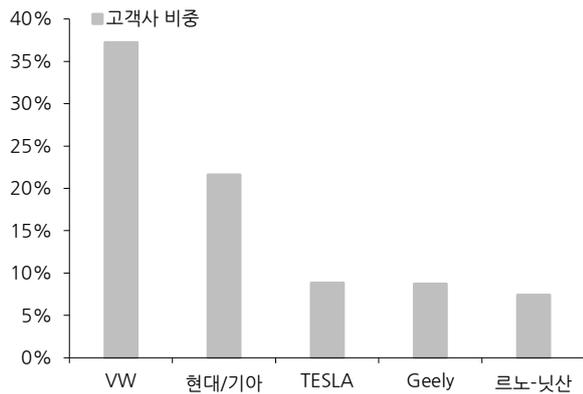
### BMW Develops Its Own 4680 Cells, Contracts CATL and EVE Energy to Build Them

Home > News > Industry 9 Sep 2022, 10:25 UTC · by Gustavo Henrique Ruffo

Oliver Zipse once said that BMW had “much more efficient ways to build a car body” than with mega castings. That was his way of saying Tesla’s recipe for new cars was not the best. On the other hand, the German company now seems to agree with the American EV maker that cylindrical cells are better than prismatic ones. BMW will make cylindrical cells of 46 millimeters in diameter and two different heights. We bet one of them is 80 mm.

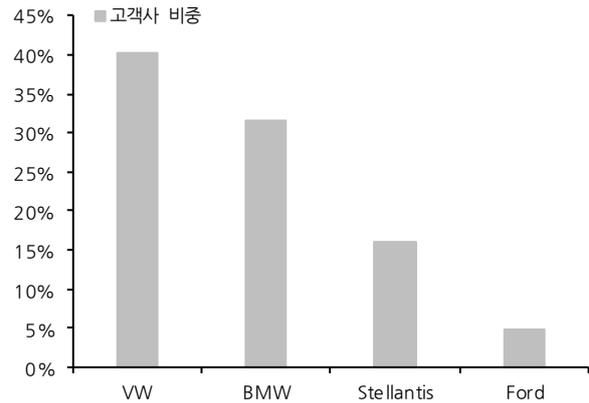
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] LGES 의 2021 년 고객사 비중



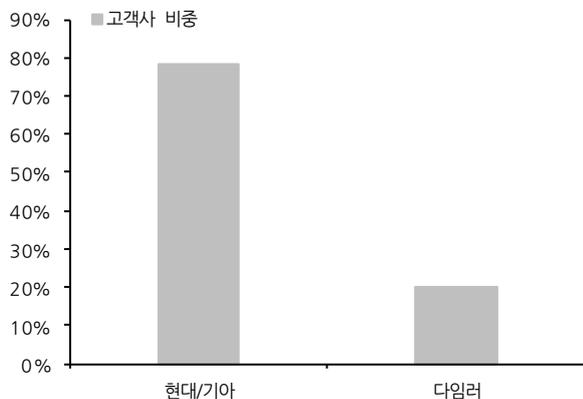
자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 삼성 SDI 의 2021 년 고객사 비중



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] SKon 의 2021 년 고객사 비중



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

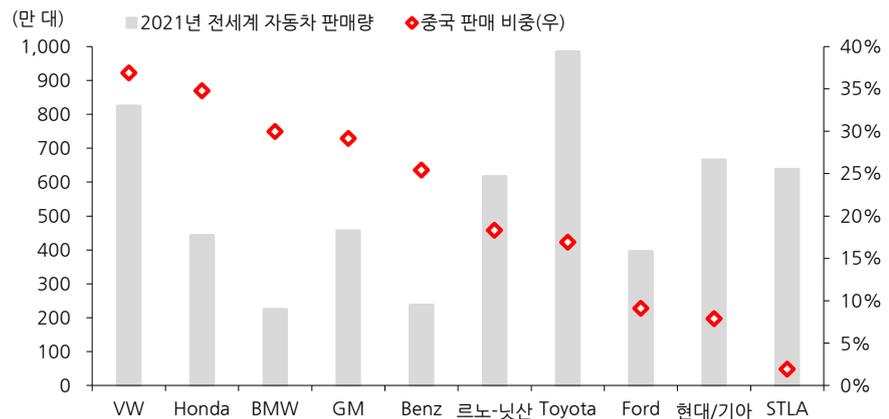
폭스바겐:  
중국 시장 공략을 위한 각형  
배터리 채택

폭스바겐과 BMW가 배터리 폼팩터를 정한 배경에는 지역별 시장 전략과 수익성이 있다. 폭스바겐의 2021년 지역별 자동차 판매량에서 중국은 37%를 차지한다. 전기차 시대에는 지역별 완성차 업체 비중도 크게 바뀔 것으로 예상되는 가운데, 폭스바겐에게 중국은 포기할 수 없는 시장이다. 전기차 시대에 폭스바겐이 중국 내 판매량을 유지하기 위해서는 중국 업체들의 배터리를 탑재하는 것이 유리하다고 판단했을 것이다. 이에 따라 신규 배터리 폼팩터로 중국 배터리 업체들이 주력으로 생산하는 각형 배터리를 채택한 것으로 추정된다.

BMW:  
46xx 배터리로  
원가 50% 절감 목표

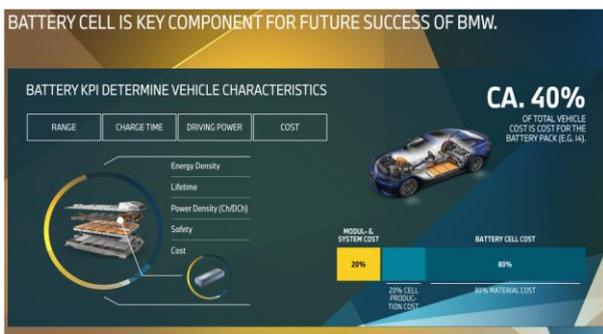
BMW도 중국 판매 비중이 30%에 달한다. 또한, BMW는 신규 플랫폼에 탑재할 46XX 배터리를 통해 배터리 팩 가격을 최대 50%까지 절감하겠다고 밝혔다. BMW가 파트너십을 맺는 CATL과 EVE Energy는 세계 최초로 LFP 기반 46XX 배터리를 개발하고 있는 것으로 알려져, 이를 통해 원가절감과 함께 중국/유럽 시장을 공략하겠다는 전략이다.

[그림46] VW/혼다/BMW/GM/Benz 등은 중국 비중 25% 상회



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] BMW, 지속가능경영을 위해 배터리 원가절감 강조



자료: BMW, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] BMW, 46XX 배터리로 배터리 원가 50% 절감 목표

"배터리 가격 최대 50% 절감" 원통형 배터리 선택한 BMW의 동행 찾기



자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

탈한국은 쉽지 않을 것:  
1) 하이니켈 배터리 니즈  
2) 미국/유럽의 탈중국화

그러나, 국내 배터리 업체를 완전히 배제할 순 없을 것으로 전망한다. 1) 전세계에서 안정적으로 고밀도의 하이니켈 배터리를 납품할 수 있는 업체는 국내 배터리 3사가 유일하며, 2) 미국/유럽의 탈중국 전략으로 완성차 업체들이 중국 배터리 업체만 활용하기에는 리스크가 크다고 판단하기 때문이다.

폭스바겐/BMW 모두  
삼성SDI와 협력할  
가능성 높아

폭스바겐은 중장기적으로 유럽 내 6개의 40GWh 기가팩토리를 건설할 계획이다. 이 중 2개의 공장은 지분 투자한 NorthVolt와 Guoxuan과 진행하고 있으나, 나머지 4개의 공장은 협력사가 정해지지 않았다. 폭스바겐 그룹의 하이엔드 모델에는 하이니켈 배터리가 필요할 것으로 예상된다. 폭스바겐은 향후 각형 배터리로 통합한다는 기조 하에, 현재 아우디에 각형 배터리를 납품 중인 삼성SDI에게 기회가 있을 것으로 예상된다.

BMW는 유럽/중국/미국에 각각 2개의 20GWh 기가팩토리로 총 120GWh의 캐파를 확보할 계획이다. 이 중 유럽/중국에는 CATL/EVE Energy와 JV를 계획하고 있는 것으로 알려졌지만, 미국은 미정인 상태다. 미국은 전기차 대당 배터리 탑재량이 높아 고밀도의 배터리가 필요하다. 현재 BMW에 각형 배터리를 납품 중이고, 46파이 배터리를 개발 중인 삼성SDI와 협력할 가능성이 높다고 판단한다.

[그림49] 폭스바겐, 6 개 기가팩토리 중 4 개 공장 협력사 미정



자료: VW, 한화투자증권 리서치센터

27~28년까지 실적에  
영향은 제한적

한편, 신규 배터리 폼팩터가 정해짐에 따라 고객사 비중은 달라질 수는 있으나 단기적으로 실적에 미치는 영향은 제한적이다. 전기차 모델별 주요 프로젝트는 일반적으로 7~10년간 유지되며, 신규 폼팩터 납품은 2025년 이후부터 본격화될 전망이다. 2027~2028년까지 전기차 수요가 꺾이지 않는 한 현재의 가동률이 낮아질 가능성은 제한적으로 판단한다.

[그림50] BMW, 유럽/중국 중국 업체와 협업, 미국은 미정



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

» 탈중국화에 따라 국내 업체와의 협력 강화될 업체들 주목

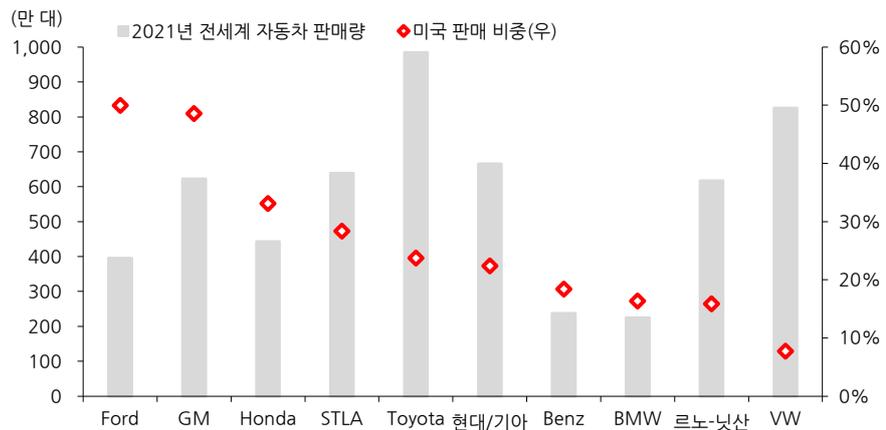
미국 판매 비중 높은  
업체들은 국내 배터리와 JV:  
현대/기아 & 도요타  
JV 발표 기대

VW/BMW를 제외한 업체들은 특정 폼팩터를 정하진 않았다. 그러나, 이들도 24~26년 사이 신규 플랫폼 기반 양산형 모델을 출시할 계획이기에 안정적 배터리 확보가 필요한 상황이다. 특히, 미국 판매 비중이 높았던 업체들은 국내 배터리 업체와의 밸류체인이 더욱 강화될 것으로 전망된다. Ford/GM/Stellantis/Honda 등은 국내 업체와의 JV를 결성했다. 도요타, 현대/기아차 등도 머지않아 배터리 전략을 발표할 것으로 예상된다.

RMA 법안 구체화되면  
유럽발 모멘텀 재차 부각

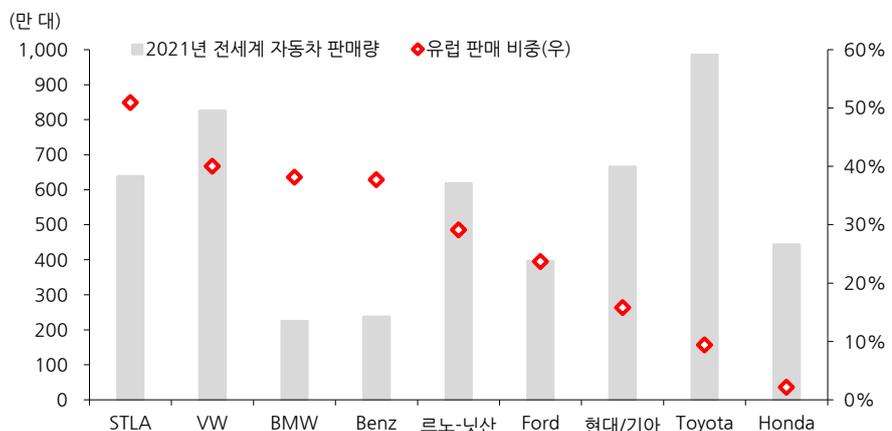
한편, 유럽에서는 한국/중국 및 유럽 신생 배터리 업체들의 공격적 증설로 3자 구도의 경쟁이 심화되고 있다. Stellantis, Benz, 르노-닛산 등의 주요 업체들은 아직 뚜렷한 배터리 확보 계획을 공개하지 않았다. 그러나, 유럽에서도 탈중국을 위한 RMA 법안을 추진하고 있어, 법안이 구체화될 수록 유럽 신생 업체와 국내 배터리 업체와의 JV 니즈는 증가할 것으로 예상된다. 특히, Stellantis는 2025년 유럽/미국에 각각 80/50GWh, 2030년에는 170/90GWh 이상 확보 목표하고 있다. 유럽 지역에서의 캐파가 적지 않은 만큼 선제적인 캐파 확보가 필요한 상황이다.

[그림51] 완성차 업체별 미국 판매 비중(2021년 기준)



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 완성차 업체별 유럽 판매 비중(2021년 기준)



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

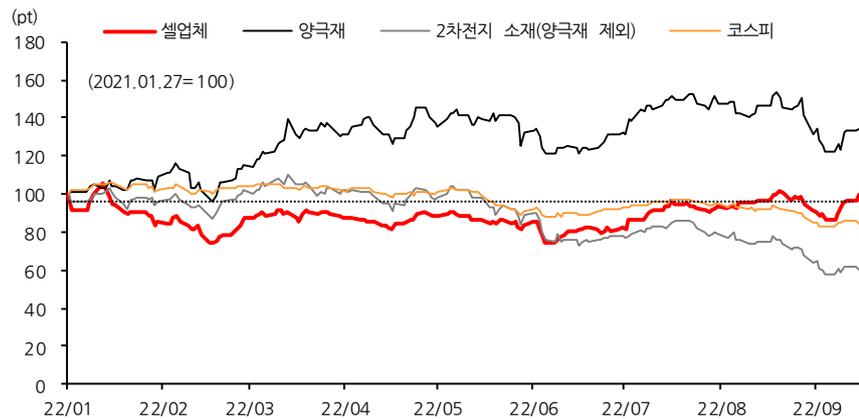
## V. 투자전략

우리는 미국/유럽의 탈중국화 움직임으로 가장 큰 수혜가 기대되는 국내 2차전지 업종에 주목할 것을 추천한다. 그중에서도 배터리와 양극재 업체를 선호한다. 글로벌 금리 상승과 유럽 전기차 수요 부진으로 5월 이후 양극재를 제외한 2차전지 소재들의 주가는 고전하고 있는 반면, 배터리/양극재 업체의 주가 흐름은 상대적으로 양호했다.

### 배터리/양극재 선호

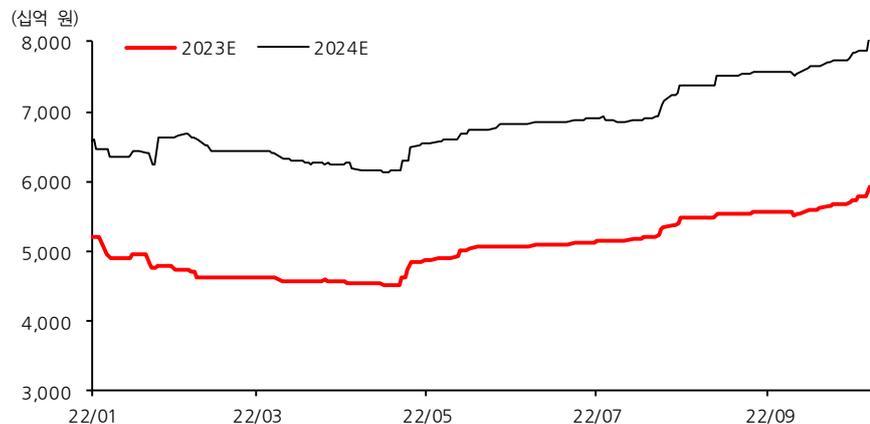
완성차 x 배터리 업체간 JV 형성 모멘텀으로 국내 배터리 업체에 대한 관심이 높아졌으며, 판가 전가, 출하량 증가로 수익성 눈에 띄게 개선되기 시작했다. 하이니켈 양극재는 국내 소수 업체만 생산할 수 있는 스페셜티 소재로 전망 수요 부진에도 불구하고 꾸준한 출하량을 기록하고 있다. 완성차 업체들은 배터리 업체뿐 아니라 양극재 업체까지 파트너십을 맺으려는 움직임을 보인다. 배터리/양극재 업체들의 영업이익 컨센서스도 꾸준히 상향조정 되고 있다. 미국/유럽의 탈중국화로 인해 주가 흐름은 당분간 양호할 것으로 전망한다.

[그림53] 배터리/양극재 주가는 코스피 및 기타 2차전지 소재 아웃퍼폼



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 배터리/양극재 업체들의 영업이익 컨센서스는 꾸준히 상승



주: LG에너지솔루션, 삼성SDI, 포스코케미칼, 에코프로비엠, 엘앤에프 기준

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

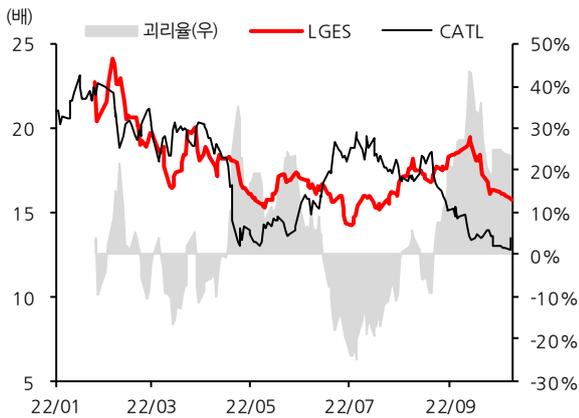
LG에너지솔루션:  
배터리 내 최선호주로 제시

LG에너지솔루션의 CATL 대비 밸류에이션 프리미엄은 정당하다. 미국/유럽의 탈중국 화 전략은 원소재 독립이 핵심이며, 원소재 공급망을 가장 잘 갖춘 업체에 대한 프리미엄이 부각되는 시기이기 때문이다. 동사는 1) 글로벌 탈중국화 추세에 따른 고객사 확보 모멘텀이 남아있으며, 2) 전기차 판매량이 급증할 것으로 예상되는 테슬라/GM향 캐파 비중이 2021년 20%대에서 2023년 말 50%대로 증가하며 2023년부터는 CATL의 매출 성장률을 상회할 전망이다. 3) CATL과의 수익성 격차도 감소할 전망이다.

양극재 업체 중에서는  
포스코케미칼 주목

양극재 업체 중에서는 포스코케미칼을 추천한다. 동사는 양극재 업체 중 원소재 공급망 확보가 가장 잘 되어 있다. 리튬/니켈 등 양극재 소재뿐 아니라 중국 업체를 제외하고서는 의미있는 유일한 음극재 공급 업체이다. 현재 LGES 단일 고객사에서 배터리/완성차 업체들로의 고객사 확장 가능성이 가장 높다고 판단한다. 더욱이 광양 및 해외 신규 공장은 LGES x GM의 얼티엄셀즈로 납품을 시작하며, 본격적인 실적 성장 사이클이 기대된다. 실적 성장 x 고객사 확보 모멘텀이 존재하는 구간이므로 경쟁사 대비 상대적으로 높은 밸류에이션은 유지될 것으로 전망한다.

[그림55] 2024 EV/EBITDA: LGES의 프리미엄 구간 유지 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 포스코케미칼: 실적 성장 x 고객사 확보 모멘텀



자료: Wisefin, 한화투자증권 리서치센터



## VI. 기업분석

1. LG에너지솔루션 (373220)
2. 삼성SDI (006400)
3. 포스코케미칼 (003670)
4. 에코프로비엠 (247540)
5. 엘앤에프 (066970)



# LG에너지솔루션 (373220)

유럽/중국에서는 테슬라, 미국에서는 GM

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

## Buy (유지)

목표주가(상향): 620,000원

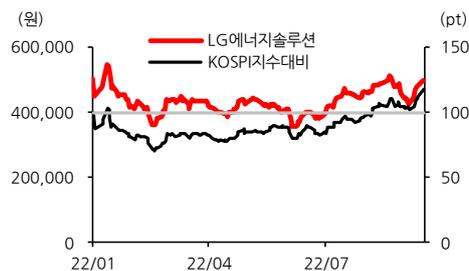
현재 주가(10/12)	483,000원
상승여력	▲ 28.4%
시가총액	1,164,150억원
발행주식수	234,000천주
52 주 최고가 / 최저가	548,000 / 356,000원
90 일 일평균 거래대금	1,927.61억원
외국인 지분율	4.5%
주주 구성	
LG 화학 (외 2 인)	81.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
엘지에너지솔루션우리아주 (외 1 인)	3.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.3	25.9	17.1	n/a
상대수익률(KOSPI)	10.3	32.3	35.7	n/a

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	17,852	25,664	34,457	45,587
영업이익	768	1,545	2,544	3,651
EBITDA	2,220	3,444	5,182	7,014
지배주주순이익	793	1,211	1,949	2,669
EPS	3,963	5,173	8,331	11,408
순차입금	5,664	431	3,983	6,628
PER	0.0	96.2	59.7	43.6
PBR	0.0	6.1	5.5	4.9
EV/EBITDA	2.6	33.9	23.2	17.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	10.7	8.9	9.6	11.9

### 주가 추이



완성차와 배터리 업체간 JV 가 늘어나며 누구와 협력하는지에 따라 실적의 좌지우지될 것으로 예상됩니다. 동사는 성장성이 가장 높다고 판단되는 Tesla/GM 과 협력이 강화되고 있고, 현대/현대차/스텔란티스와 JV 도 설립하며 배터리 업체 중 가장 높은 성장을 보여 줄 것입니다.

### 3분기: 환율/평가 상승과 VW/Ford/Telsa/GM향 출하 증가

동사는 3분기 잠정실적으로 매출액 7.6조 원, 영업이익 5,219억 원을 발표하며, 영업이익 기준 컨센서스를 29% 상회했다. 출하량/평가/환율 모두 상승했기 때문이다. 당초 유럽 전기차 수요 회복이 지연되며, 동사는 유럽 캐파 비중이 35%(22년 말)에 달해 우려가 컸다. 그러나, VW/포드/테슬라/GM 위주로 출하량이 크게 증가한 것으로 추정된다. 4분기 평가는 플랫할 것으로 예상되며, 위 4 업체향 출하량은 더욱 증가할 것으로 전망한다. 한편, 얼티엄 공장 신규 가동에 따른 초기 비용 및 감가비 증가로 수익성은 소폭 하락할 것으로 전망한다.

### GM/Tesla 중심으로 고성장

중장기적으로 각형 배터리를 채택한 VW의 비중은 낮아질 전망이다, 내년부터 Tesla/GM을 중심으로 고성장이 기대된다. H/W, S/W 측면에서 테슬라에 견줄만한 전기차는 부재한 상황이며, 상하이/베를린에서 생산되는 LR 모델은 동사가 독점적으로 대응할 것으로 예상된다. GM은 2023년 4개의 신규 전기차 모델 출시를 앞두고 있으며, 미국 내 4 모델(내연기관 버전)의 합산 점유율은 6~8%에 달했던 만큼 견조한 수요가 예상된다. 더불어 포드의 Mach-E도 판매량이 올라가고 있어, 23년 동사는 캐파 증설에 따른 안정적 가동률 상승이 기대된다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 62만 원으로 상향

동사에 대한 목표주가를 62만 원으로 상향한다. 2024년 영업이익을 기존 대비 10% 상향 조정했고, CATL EV/EBITDA에 25% 프리미엄을 적용한 22배를 적용했다. 동사는 2023년 Tesla/GM향 출하량이 급증할 것으로 기대된다. 최근, 유럽에서도 탈중국을 위한 RMA 법안이 추진되고 있어, 구체화될 시 경쟁이 심화되고 있는 유럽 시장에서 중국 업체 대비 우위를 점할 것으로 전망한다. 안정적 고객을 기반한 실적 성장과 탈중국화에 따른 고객사 확보 모멘텀이 공존하며 CATL 대비 프리미엄은 당분간 유지될 것으로 판단한다.

[표18] LG 에너지솔루션의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>4,254</b>	<b>5,131</b>	<b>4,027</b>	<b>4,439</b>	<b>4,342</b>	<b>5,071</b>	<b>7,648</b>	<b>8,603</b>	<b>17,852</b>	<b>25,664</b>	<b>34,457</b>	<b>45,587</b>	<b>60,269</b>
자동차전지	2,978	3,823	2,497	2,664	2,388	2,637	4,667	5,304	11,961	14,996	20,668	29,228	39,448
ESS	298	282	201	222	217	406	466	513	1,003	1,602	1,795	1,836	2,094
소형전지	978	1,026	1,329	1,554	1,737	2,028	2,515	2,786	4,887	9,066	11,994	14,523	18,728
<b>영업이익</b>	<b>341</b>	<b>724</b>	<b>-373</b>	<b>76</b>	<b>259</b>	<b>196</b>	<b>522</b>	<b>568</b>	<b>768</b>	<b>1,545</b>	<b>2,544</b>	<b>3,651</b>	<b>5,299</b>
자동차전지	188	1,034	-524	0	72	37	219	257	697	585	1,009	1,756	2,995
ESS	26	-422	-21	-49	-21	-18	11	20	-466	-8	66	97	142
소형전지	127	113	173	124	208	176	292	291	537	968	1,469	1,797	2,162
<b>영업이익률</b>	<b>8.0%</b>	<b>14.1%</b>	<b>-9.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>6.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.6%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.0%</b>	<b>7.4%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.8%</b>
자동차전지	6.3%	27.0%	-21.0%	0.0%	3.0%	1.4%	4.7%	4.8%	5.8%	3.9%	4.9%	6.0%	7.6%
ESS	8.9%	-149.6%	-10.5%	-21.9%	-9.8%	-4.4%	2.3%	3.9%	-46.4%	-0.5%	3.7%	5.3%	6.8%
소형전지	13.0%	11.0%	13.0%	8.0%	12.0%	8.7%	11.6%	10.5%	11.0%	10.7%	12.2%	12.4%	11.5%
<b>EBITDA</b>	<b>659</b>	<b>1,073</b>	<b>6</b>	<b>482</b>	<b>676</b>	<b>627</b>	<b>994</b>	<b>1,104</b>	<b>2,220</b>	<b>3,402</b>	<b>5,095</b>	<b>6,925</b>	<b>9,203</b>
EBITDAM	15.5%	20.9%	0.1%	10.9%	15.6%	12.4%	13.0%	12.8%	12.4%	13.3%	14.8%	15.2%	15.3%

자료: LG에너지솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[표19] 수요를 감안한 LGES의 고객사별 캐파 증설

기업	25년 캐파 (GWh)	배터리 용량 (kWh)	전기차 환산 (만 대)	비고: 업체별 캐파 및 판매량 목표
Tesla	162	85	162	25년 캐파 410만 대 추정(중국 150/미국 160/유럽 100)
GM	145	120	103	25년 북미 캐파 100만 대 추정
Stellantis	45	80	48	30년 북미 판매량 110만 대 이상 목표
Honda	10	80	11	25년 북미 15만 대 판매 추정(글로벌 30만 대)
현대차	15	80	16	26년 84만 대/30년 187만 대 판매 목표
기타	161	80	171	중국 제외한 판매량: 25년 1,100만 대, 26년 1,400만 대
<b>Total</b>	<b>500</b>	<b>90</b>	<b>510</b>	<b>전세계 전기차 판매량: 25년 2,000만 대, 26년 2,470만 대</b>

주: 가동률 x 수율 = 85% 가정

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

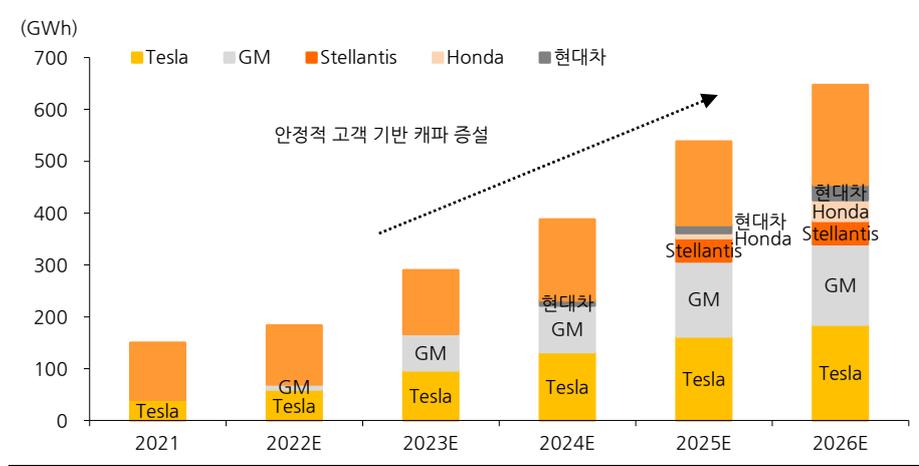
[표20] LG 에너지솔루션의 EV/EBITDA 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, 원)

구분	22E	23E	24E	비고
EBITDA	3,402	5,095	6,925	
Multiple			22	CATL의 22년 평균 EV/EBITDA 25% 할인
Value			151,488	
순차입금			6,628	24년 말 예상 순차입금
목표 시가총액			144,860	
보통 주식수(천 주)			234	
적정 주가			619,059	
목표 주가			620,000	

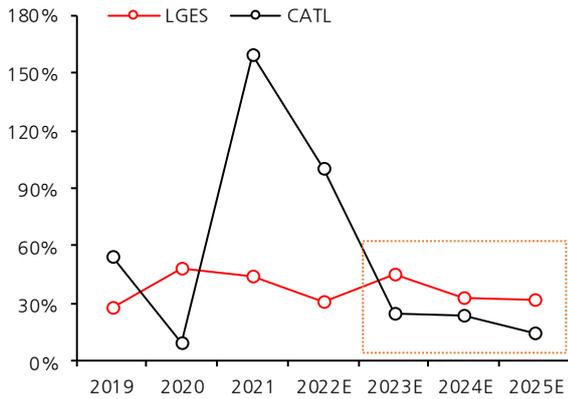
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 안정적 고객사 기반의 캐파 증설



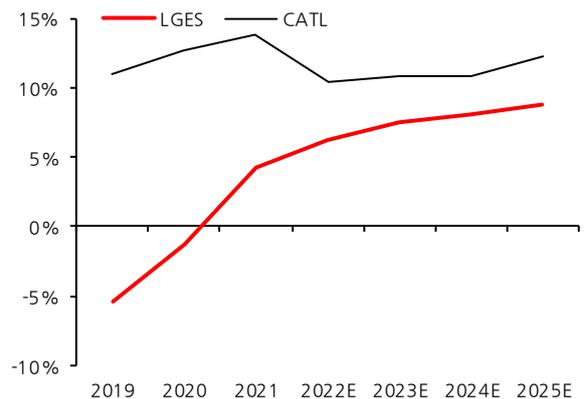
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 23년부터 LGES의 성장률은 CATL 역전



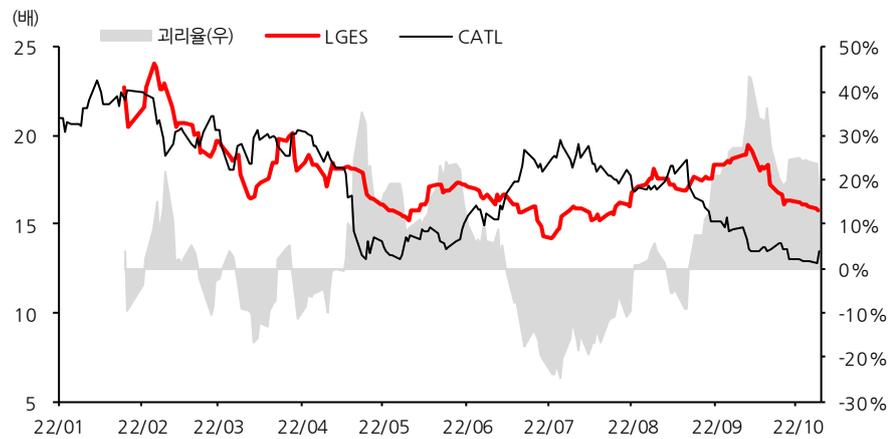
자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] LGES와 CATL의 수익성은 좁혀질 전망



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] LGES의 2024E EV/EBITDA는 CATL 대비 17% 프리미엄



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,461	17,852	25,664	34,457	45,587
매출총이익	224	3,899	4,667	6,736	9,197
영업이익	-475	768	1,545	2,544	3,651
EBITDA	-360	2,220	3,444	5,182	7,014
순이자손익	-7	-45	31	-33	-73
외화관련손익	50	428	408	0	0
지분법손익	0	4	0	0	0
세전계속사업손익	-605	777	1,480	2,547	3,654
당기순이익	-452	930	1,223	2,114	3,033
지배주주순이익	-456	793	1,211	1,949	2,669
<b>증가율(%)</b>					
매출액	n/a	1,121.8	43.8	34.3	32.3
영업이익	n/a	흑전	101.0	64.7	43.5
EBITDA	n/a	흑전	55.1	50.4	35.4
순이익	n/a	흑전	31.5	72.9	43.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	15.3	21.8	18.2	19.5	20.2
영업이익률	-32.5	4.3	6.0	7.4	8.0
EBITDA 이익률	-24.6	12.4	13.4	15.0	15.4
세전이익률	-41.4	4.4	5.8	7.4	8.0
순이익률	-30.9	5.2	4.8	6.1	6.7

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	395	979	2,050	3,496	4,633
당기순이익	-452	930	1,223	2,114	3,033
자산상각비	116	1,452	1,900	2,638	3,363
운전자본증감	178	-2,407	-1,074	-1,119	-1,427
매출채권 감소(증가)	-110	139	-3,141	-2,479	-3,138
재고자산 감소(증가)	-207	-920	-5,471	-3,223	-4,079
매입채무 증가(감소)	258	-568	8,155	4,533	5,738
투자현금흐름	-885	-2,178	-11,093	-4,395	-5,552
유형자산처분(취득)	-256	-3,404	-6,467	-8,250	-8,880
무형자산 감소(증가)	-4	-54	-81	-101	-101
투자자산 감소(증가)	0	0	1,726	2,654	1,726
재무현금흐름	-203	883	10,192	500	0
차입금의 증가(감소)	-203	556	225	500	0
자본의 증가(감소)	0	-263	10,096	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	365	3,861	3,222	4,615	6,061
(-)운전자본증가(감소)	1,202	-243	1,225	1,119	1,427
(-)설비투자	260	3,463	6,473	8,250	8,880
(+)자산매각	0	6	-75	-101	-101
Free Cash Flow	-1,098	646	-4,550	-4,855	-4,348
(-)기타투자	-756	1,371	6,121	-1,302	-1,703
잉여현금	-342	-725	-10,671	-3,553	-2,645
NOPLAT	-345	693	1,276	2,112	3,030
(+) Dep	116	1,452	1,900	2,638	3,363
(-)운전자본투자	1,202	-243	1,225	1,119	1,427
(-)Capex	260	3,463	6,473	8,250	8,880
OpFCF	-1,692	-1,076	-4,522	-4,619	-3,914

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	9,086	9,536	24,175	26,844	31,438
현금성자산	2,117	1,305	7,031	3,978	1,334
매출채권	3,150	3,728	7,235	9,714	12,852
재고자산	3,043	3,896	9,407	12,630	16,709
비유동자산	10,856	14,228	19,544	23,955	27,869
투자자산	1,847	2,722	3,216	1,914	211
유형자산	8,684	11,051	15,815	21,514	27,120
무형자산	326	455	513	527	538
<b>자산총계</b>	<b>19,942</b>	<b>23,764</b>	<b>43,719</b>	<b>50,799</b>	<b>59,307</b>
유동부채	6,889	9,474	17,632	22,236	28,047
매입채무	4,527	5,251	13,231	17,764	23,502
유동성이자부채	1,123	2,203	2,673	2,673	2,673
비유동부채	5,487	5,548	5,505	6,032	6,060
비유동이자부채	5,078	4,766	4,789	5,289	5,289
<b>부채총계</b>	<b>12,376</b>	<b>15,022</b>	<b>23,137</b>	<b>28,268</b>	<b>34,107</b>
자본금	100	100	117	117	117
자본잉여금	7,231	7,122	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	-453	338	1,547	3,496	6,166
자본조정	1	406	406	406	406
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>7,565</b>	<b>8,742</b>	<b>20,582</b>	<b>22,531</b>	<b>25,201</b>

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	-2,278	3,963	5,173	8,331	11,408
BPS	34,398	39,831	82,199	90,530	101,938
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,824	19,304	13,771	19,720	25,901
ROA(%)	n/a	3.6	3.6	4.1	4.8
ROE(%)	n/a	10.7	8.9	9.6	11.9
ROIC(%)	n/a	5.4	7.4	9.0	10.4
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	0.0	0.0	96.2	59.7	43.6
PBR	0.0	0.0	6.1	5.5	4.9
PSR	0.0	0.0	4.5	3.4	2.6
PCR	0.0	0.0	36.1	25.2	19.2
EV/EBITDA	-11.4	2.6	33.9	23.2	17.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	163.6	171.8	112.4	125.5	135.3
Net debt/Equity	54.0	64.8	2.1	17.7	26.3
Net debt/EBITDA	-1,135.7	255.1	12.5	76.9	94.5
유동비율	131.9	100.7	137.1	120.7	112.1
이자보상배율(배)	n/a	11.5	20.0	32.6	44.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	74.5	77.6	66.6	81.8	95.4
현금+투자자산	25.5	22.4	33.4	18.2	4.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	45.0	44.4	26.6	26.1	24.0
자기자본	55.0	55.6	73.4	73.9	76.0



# 삼성SDI (006400)

## 고객사의 품팩터 변경은 우려이자 기회

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

**Buy (신규)**

목표주가(신규): 830,000원

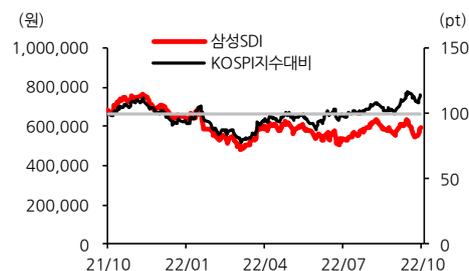
현재 주가(10/12)	610,000원
상승여력	▲ 36.1%
시가총액	412,587억원
발행주식수	68,765천주
52 주 최고가 / 최저가	763,000 / 481,000원
90 일 일평균 거래대금	1,310.14억원
외국인 지분율	45.0%
주주 구성	
삼성전자 (외 6인)	20.5%
국민연금공단 (외 1인)	8.5%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.1	13.9	2.6	-12.5
상대수익률(KOSPI)	13.1	20.2	21.2	13.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	13,553	20,264	25,660	26,581
영업이익	1,068	1,855	2,441	2,528
EBITDA	2,320	3,324	4,145	4,485
지배주주순이익	1,170	1,753	2,228	2,286
EPS	16,990	26,771	34,022	34,918
순차입금	2,160	2,338	1,754	854
PER	38.6	22.4	17.6	17.2
PBR	3.1	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	20.6	13.3	10.5	9.5
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	8.5	11.3	12.8	11.6

### 주가 추이



삼성 SDI 는 시장 성장을 하회할 것이라는 우려로 과도하게 저평가받고 있습니다. 주요 고객사도 중국 업체와 밸류체인을 형성하며 걱정이 가중됩니다. 그러나, 탈중국화 움직임으로 동사에 대한 니즈는 커지고 있습니다. 고객사 확보 및 증설이 발표되면 업사이드는 가장 클 것입니다.

### 시장 기대치에는 못 미치나 증설은 진행 중

동사는 중장기 캐파를 공개하지 않았으며, JV도 유일하게 Stellantis와만 설립하며 상대적으로 소극적인 모습이다. 그러나, 캐파는 꾸준히 늘어나고 있다. 각형은 21년 40GWh에서 22/23년 말 50/60+GWh, 원통형은 21년 30GWh에서 22/23년 40/50GWh로 증가할 것으로 추정된다. 에코프로비엠/일진머티리얼즈의 증설 및 공급계약만 고려하더라도 2030년 300GWh 이상의 캐파는 확보할 것으로 추정된다.

### 핵심 고객사의 품팩터 변경은 우려이자 기회 요인

동사의 EV 배터리 출하량 중 VW(Audi)/BMW의 비중은 70%에 달한다. 두 업체 모두 25~26년경 전기차 플랫폼과 함께 배터리 품팩터를 변경하며 중국 업체 위주로 밸류체인을 형성하고 있어 동사에 대한 우려가 크다. 그러나, 글로벌 탈중국화 트렌드로 미국/유럽에서 국내 업체에 대한 니즈가 커졌으며, 하이엔드 전기차 모델에는 삼원계 기반의 국내 배터리가 필요할 것으로 예상된다. 새로운 플랫폼에 VW(SSP)와 BMW(Neue Klasse)는 각각 각형과 46xx 원통형을 탑재할 계획이다. 두 품팩터 모두 생산하고 있고, 기존부터 납품하던 삼성SDI에게 기회가 가장 크다고 판단한다. 올해 납품을 시작한 GEN5 배터리가 좋은 레퍼런스가 되길 기대한다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 83만 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 83만 원으로 커버리지를 개시한다. SOTP 방식을 사용했으며, 전지 사업부 2023년 예상 EBITDA에 경쟁사(LGES, CATL) EV/EBITDA에 30%를 할인한 14배를 적용했다. 시장 성장을 하회한다면 밸류에이션 할인은 정당하다. 그러나, 글로벌 탈중국화 추세로 완성차 업체들은 국내 배터리 업체에 대한 관심이 높아졌으며, 동사는 기술력/자본 능력 모든 측면에서 매력도가 높다. 새로운 고객사가 확보된다면, 현재의 우려가 불식되며 가장 좋은 주가 흐름을 보여줄 것으로 기대된다.

[표21] 삼성 SDI의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>2,963</b>	<b>3,334</b>	<b>3,440</b>	<b>3,816</b>	<b>4,049</b>	<b>4,741</b>	<b>5,451</b>	<b>6,023</b>	<b>13,553</b>	<b>20,264</b>	<b>25,660</b>	<b>28,808</b>
에너지솔루션	2,387	2,712	2,741	3,107	3,319	4,072	4,854	5,349	10,947	17,593	22,912	26,011
중대형	1,317	1,542	1,398	1,685	1,803	2,304	2,714	3,015	5,942	9,836	13,124	15,202
EV	1,000	1,142	1,102	1,204	1,404	1,805	2,054	2,313	4,447	7,576	10,230	11,749
ESS	318	400	296	481	399	500	660	702	1,495	2,261	2,895	3,453
소형	1,070	1,170	1,343	1,422	1,516	1,768	2,140	2,334	5,005	7,757	9,788	10,810
전자재료	576	622	699	709	730	669	597	674	2,606	2,670	2,748	2,797
<b>영업이익</b>	<b>133</b>	<b>295</b>	<b>373</b>	<b>266</b>	<b>322</b>	<b>429</b>	<b>508</b>	<b>596</b>	<b>1,068</b>	<b>1,855</b>	<b>2,441</b>	<b>2,846</b>
에너지솔루션	47	169	202	120	165	245	395	466	538	1,271	1,905	2,270
전자재료	86	126	172	146	157	184	113	130	530	584	536	576
<b>영업이익률</b>	<b>4.5%</b>	<b>8.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>7.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.9%</b>
전지	2.0%	6.2%	7.4%	3.9%	5.0%	6.0%	8.1%	8.7%	4.9%	7.2%	8.3%	8.7%
전자재료	15.0%	20.3%	24.6%	20.5%	21.5%	27.5%	18.9%	19.3%	20.3%	21.9%	19.5%	20.6%
<b>EBITDA</b>	<b>428</b>	<b>604</b>	<b>688</b>	<b>599</b>	<b>673</b>	<b>785</b>	<b>883</b>	<b>984</b>	<b>2,320</b>	<b>3,324</b>	<b>4,145</b>	<b>4,803</b>
EBITDA 마진율	14.5%	18.1%	20.0%	15.7%	16.6%	16.6%	16.2%	16.3%	17.1%	16.4%	16.2%	16.7%

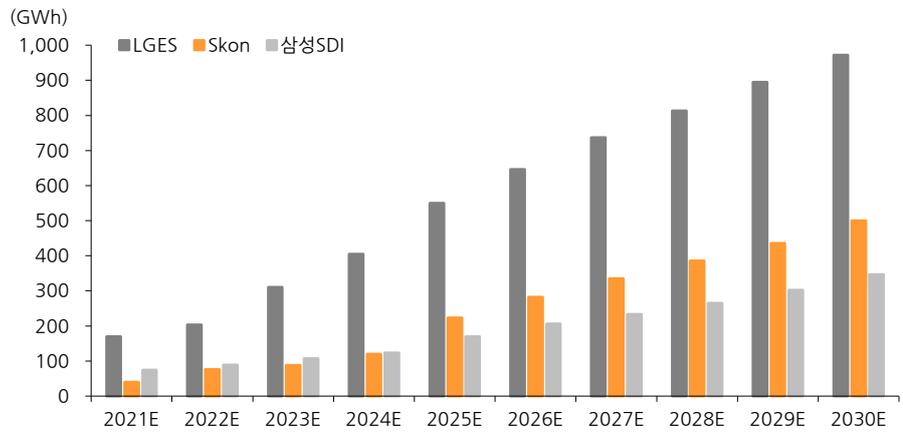
자료: 삼성SDI, 한화투자증권 리서치센터

[표22] SOTP 밸류에이션

	23E EBITDA	배수	적정가치 (십억 원)	비고
<b>영업가치</b>			<b>55,285</b>	
에너지솔루션	3,409	14	49,399	CATL/LGES 23E EV/EBITDA 30% 할인
전자재료	736	8	5,886	경쟁사 EV/EBITDA
<b>투자자산가치</b>			<b>3,935</b>	
삼성디스플레이			3,386	장부가액 30% 할인
상장사 가치			549	상장사 지분 30% 할인
우선주 시가총액			463	10월 11일 종가
순차입금			1,754	2023년 기준
<b>적정 시가총액</b>			<b>57,004</b>	
발행주식수(천 주)			68,765	
주당 Value			828,971	
<b>목표주가</b>			<b>830,000</b>	
현재주가			600,000	10월 11일 종가
상승여력			38.3%	

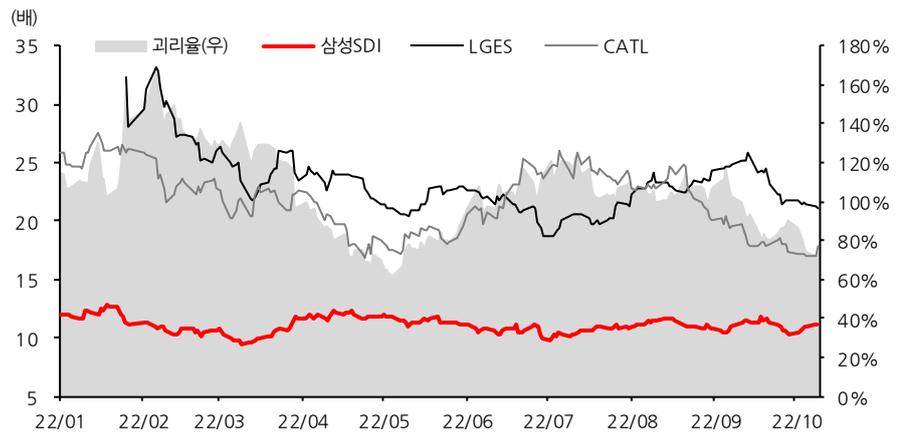
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 국내 배터리 3사 카파 증설 전망: 삼성SDI도 2030년 300GWh 이상 전망



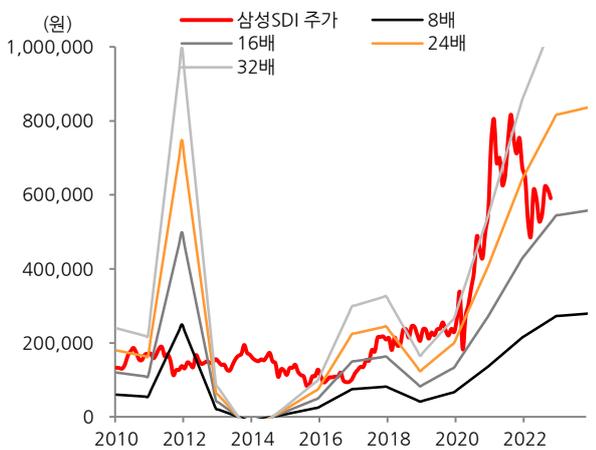
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 2024E EV/EBITDA: 새로운 고객사가 확보된다면 밸류에이션 괴리율은 줄어들 전망



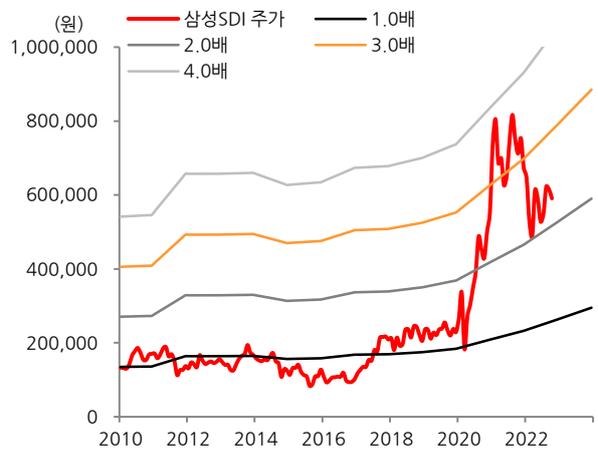
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 삼성SDI 12m Fwd PER 밴드 차트



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 삼성SDI 12m Fwd PBR 밴드 차트



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	11,295	13,553	20,264	25,660	26,581
매출총이익	2,381	3,078	4,421	5,675	5,894
영업이익	671	1,068	1,855	2,441	2,528
EBITDA	1,755	2,320	3,324	4,145	4,485
순이자손익	-45	-33	-22	-34	-42
외화관련손익	11	16	7	50	50
지분법손익	293	529	592	599	599
세전계속사업손익	803	1,663	2,373	3,028	3,108
당기순이익	631	1,250	1,833	2,337	2,398
지배주주순이익	575	1,170	1,753	2,228	2,286
<b>증가율(%)</b>					
매출액	11.9	20.0	49.5	26.6	3.6
영업이익	45.3	59.0	73.8	31.6	3.6
EBITDA	33.1	32.2	43.3	24.7	8.2
순이익	56.8	98.2	46.6	27.5	2.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	21.1	22.7	21.8	22.1	22.2
영업이익률	5.9	7.9	9.2	9.5	9.5
EBITDA 이익률	15.5	17.1	16.4	16.2	16.9
세전이익률	7.1	12.3	11.7	11.8	11.7
순이익률	5.6	9.2	9.0	9.1	9.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	5,657	7,445	10,213	11,890	12,893
당기순이익	1,720	2,509	2,513	3,097	3,997
자산상각비	1,761	2,078	3,435	3,945	3,985
운전자본증감	1,811	2,487	3,804	4,369	4,412
매출채권 감소(증가)	15,877	18,388	20,084	21,427	22,819
재고자산 감소(증가)	8,955	9,953	10,270	10,291	10,313
매입채무 증가(감소)	6,128	7,636	9,011	10,307	11,650
투자현금흐름	794	799	803	829	856
유형자산처분(취득)	21,534	25,833	30,297	33,318	35,711
무형자산 감소(증가)	4,984	6,461	8,111	8,893	8,986
투자자산 감소(증가)	1,785	3,253	5,039	5,787	5,845
재무현금흐름	2,480	2,529	2,237	2,237	2,237
차입금의 증가(감소)	3,192	4,175	5,281	5,359	5,440
자본의 증가(감소)	1,508	2,139	2,613	2,613	2,613
배당금의 지급	8,175	10,636	13,392	14,252	14,426
총현금흐름	357	357	357	357	357
(-)운전자본증가(감소)	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
(-)설비투자	7,418	8,516	10,203	12,364	14,583
(+)자산매각	201	829	829	829	829
Free Cash Flow	-345	-345	-345	-345	-345
(-)기타투자	13,359	15,197	16,905	19,066	21,285
잉여현금	5,657	7,445	10,213	11,890	12,893
NOPLAT	1,720	2,509	2,513	3,097	3,997
(+) Dep	1,761	2,078	3,435	3,945	3,985
(-)운전자본투자	1,811	2,487	3,804	4,369	4,412
(-)Capex	15,877	18,388	20,084	21,427	22,819
OpFCF	8,955	9,953	10,270	10,291	10,313

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,657	7,445	10,213	11,890	12,893
현금성자산	1,720	2,509	2,513	3,097	3,997
매출채권	1,761	2,078	3,435	3,945	3,985
재고자산	1,811	2,487	3,804	4,369	4,412
비유동자산	15,877	18,388	20,084	21,427	22,819
투자자산	8,955	9,953	10,270	10,291	10,313
유형자산	6,128	7,636	9,011	10,307	11,650
무형자산	794	799	803	829	856
<b>자산총계</b>	<b>21,534</b>	<b>25,833</b>	<b>30,297</b>	<b>33,318</b>	<b>35,711</b>
유동부채	4,984	6,461	8,111	8,893	8,986
매입채무	1,785	3,253	5,039	5,787	5,845
유동성이자부채	2,480	2,529	2,237	2,237	2,237
비유동부채	3,192	4,175	5,281	5,359	5,440
비유동이자부채	1,508	2,139	2,613	2,613	2,613
<b>부채총계</b>	<b>8,175</b>	<b>10,636</b>	<b>13,392</b>	<b>14,252</b>	<b>14,426</b>
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	7,418	8,516	10,203	12,364	14,583
자본조정	201	829	829	829	829
자기주식	-345	-345	-345	-345	-345
<b>자본총계</b>	<b>13,359</b>	<b>15,197</b>	<b>16,905</b>	<b>19,066</b>	<b>21,285</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	8,336	16,990	26,771	34,022	34,918
BPS	184,387	208,920	232,878	263,579	295,112
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	24,353	34,641	40,809	48,460	52,927
ROA(%)	2.8	4.9	6.2	7.0	6.6
ROE(%)	4.5	8.5	11.3	12.8	11.6
ROIC(%)	7.4	10.6	16.4	18.3	16.7
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	75.3	38.6	22.4	17.6	17.2
PBR	3.4	3.1	2.6	2.3	2.0
PSR	3.9	3.4	2.1	1.6	1.6
PCR	25.8	18.9	14.7	12.4	11.3
EV/EBITDA	26.2	20.6	13.3	10.5	9.5
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	61.2	70.0	79.2	74.7	67.8
Net debt/Equity	17.0	14.2	13.8	9.2	4.0
Net debt/EBITDA	129.2	93.1	70.3	42.3	19.0
유동비율	113.5	115.2	125.9	133.7	143.5
이자보상배율(배)	9.7	18.7	32.0	42.5	44.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	40.3	38.9	42.6	45.2	46.4
현금+투자자산	59.7	61.1	57.4	54.8	53.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	23.0	23.5	22.3	20.3	18.6
자기자본	77.0	76.5	77.7	79.7	81.4



# 포스코케미칼 (003670)

탈중국화: 모든 것이 유리하게 돌아가고 있다

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 195,000원

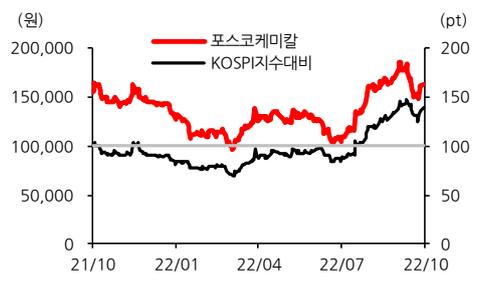
현재 주가(10/12)	162,000원
상승여력	▲ 20.4%
시가총액	126,265억원
발행주식수	77,463천주
52 주 최고가 / 최저가	185,500 / 96,600원
90 일 일평균 거래대금	1,156.74억원
외국인 지분율	7.6%
주주 구성	
포스코 (외 5 인)	62.5%
국민연금공단 (외 1 인)	5.6%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.6	50.9	28.9	3.5
상대수익률(KOSPI)	4.5	57.3	47.5	29.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,990	3,321	5,560	8,587
영업이익	122	222	436	739
EBITDA	203	324	650	1,000
지배주주순이익	134	185	345	559
EPS	1,732	2,391	4,458	7,217
순차입금	1,005	1,244	1,764	2,153
PER	83.1	68.2	36.6	22.6
PBR	4.7	5.0	4.4	3.7
EV/EBITDA	59.9	42.8	22.1	14.8
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	7.9	7.5	12.7	17.8

**주가 추이**



포스코케미칼은 2023년 GM의 판매량 증대에 힘 입어 실적 고성장이 예상됩니다. 미국/유럽의 탈중국화 추세는 큰 성장 모멘텀이 되고 있습니다. 고객사 확장이 가시화되고 있고, 음극재 공정 개발이 완료되면 중국 외 유일한 음극재 생산 업체로서의 프리미엄이 부각될 전망입니다.

**3분기 에너지소재 부문 서프라이즈 전망**

동사의 3분기 실적은 매출액 9,216억 원, 영업이익 715억 원으로 영업이익 기준 컨센서스(520억 원)를 38% 상회할 전망이다. 당초 하락할 것으로 예상됐던 양극재 판가는 높은 수준이 유지되며 판가-원가 스프레드가 벌어졌을 것으로 추정된다. 음극재도 3분기 판가 인상으로 6~8% 수익성을 기록했다.

**GM 기반의 실적 성장과 고객사 확장 모멘텀**

2023년 GM은 4개의 신규 전기차 모델 출시할 계획이며, 미국 내 4 모델(내연기관 버전)의 합산 점유율은 6~8%에 달했던 만큼 견조한 수요가 예상된다. 얼티엄셀로 양극재를 납품할 동사의 광양 공장 가동률은 순조롭게 올라갈 것으로 예상된다. 더욱이 IRA 법안 통과 이후 완성차/배터리 업체는 원소재 확보에 박차를 가하고 있어, 공급망을 가장 잘 갖추고 있는 동사는 고객사 확장을 앞두고 있다. GM과의 캐나다 공장은 확대될 것으로 예상되며, 미국 내 배터리 공장을 설립하고 있는 업체들(STLA, BLueOval 등)로 확장 가능성도 높다고 판단한다. 더욱이 미국향 계약들은 기존 대비 높은 수익성을 보장받고 있어 향후 수익성도 높은 수준이 유지될 것으로 전망된다.

**투자의견 BUY, 목표주가 195,000원 유지**

동사는 글로벌 탈중국화 추세의 가장 큰 수혜를 보고 있다. 유럽도 RMA 법안이 추진되면, 유럽 완성차 업체에게 동사는 제 1순위의 고려 대상이 될 것으로 예상된다. 양극재뿐 아니라 중국을 제외하면 동사는 의미있는 유일한 음극재 업체다. 중국과의 가격 경쟁을 위해 인조흑연 생산 시 전력비를 대폭 낮춘 연속흑연화로는 내년 사용화를 계획하고 있다. 공정 개발 완료 시, 인조흑연 수요는 보장되어 있어 캐파 빠르게 증설이 가능하다. 24E PER은 22배로 경쟁사 평균 대비 40% 프리미엄을 받고 있다. 그러나, 동사는 현재 탈중국화로 인해 가장 많은 긍정적 모멘텀들이 있어 지금의 프리미엄은 유지될 것으로 전망한다.

[표23] 포스코케미칼 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>연결 매출액</b>	467.2	480.0	505.0	537.3	664.6	803.2	921.6	931.9	1,989.5	3,321.3	5,559.6	8,586.6
양극재	154.7	167.7	171.7	183.8	272.2	418.4	520.8	524.7	678.0	1,736.1	3,848.2	6,718.7
음극재	51.9	42.8	42.7	36.3	44.9	46.5	60.9	66.2	173.7	218.5	447.4	644.4
철강 사업부	247.9	256.6	277.6	284.7	334.5	325.4	327.0	329.7	1,066.8	1,316.6	1,213.9	1,173.4
<b>매출비중(%)</b>												
양극재	33%	35%	34%	34%	41%	52%	57%	56%	34%	52%	69%	78%
음극재	11%	9%	8%	7%	7%	6%	7%	7%	9%	7%	8%	8%
철강 사업부	53%	53%	55%	53%	50%	41%	35%	35%	54%	40%	22%	14%
<b>연결 영업이익</b>	34.1	35.6	31.5	20.5	25.5	55.2	71.5	70.1	121.7	222.3	435.6	739.4
영업이익률(%)	7.3%	7.4%	6.2%	3.8%	3.8%	6.9%	7.8%	7.5%	6.1%	6.7%	7.8%	8.6%

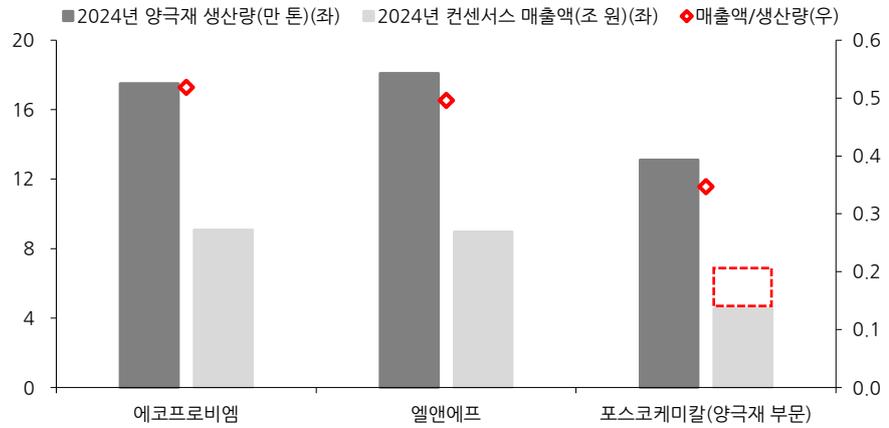
자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[표24] GM/테슬라에 필요한 배터리/양극재 캐파 추정

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2030E
<b>GM: 평균 배터리 탑재량 110Wh 가정</b>						
전기차 판매량(만 대)	8	72	136	200	239	397
배터리 수요(GWh)	9	79	150	220	263	437
필요 캐파(GWh)	11	99	187	275	329	546
양극재 수요(만 톤)	1.8	14.5	25.4	35.5	39.3	59.8
필요 캐파(만 톤)	2.0	16.1	28.2	39.4	43.7	66.5
<b>LGES, 포스코케미칼, LG 화학 Capa</b>						
LGES (GWh)	203	310	405	550	646	972
포스코케미칼 (만 톤)	7.5	15.5	19.5	34.5	41.4	60.5
LG 화학 (만 톤)	8.0	14.0	18.0	22.0	26.0	38.0

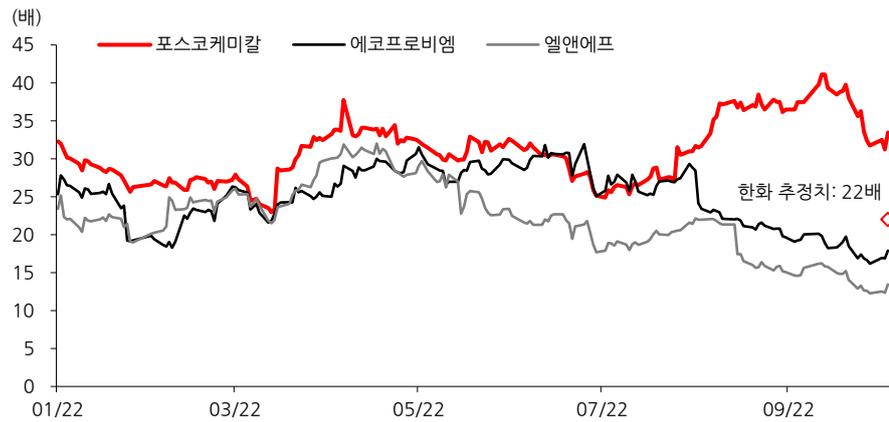
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 2024년 포스코케미칼 매출액 컨센서스는 상향 조정될 필요 존재



주: 포스코케미칼 매출액은 양극재 이외 사업부 매출 1.9조 원(한화 추정치) 제외 기준  
 자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 2024년 PER은 22배(한화 추정치)로 경쟁사 평균 대비 40% 프리미엄



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 글로벌 완성차/배터리 업체와의 협력은 늘어날 것으로 전망

포스코홀딩스-SK온, 이차전지 사업 손 잡는다

2022/06/15

1 양해각서 체결...리튬 등 원소재 및 양-음극재, 리사이클링 등 소분야 협력키로  
 1 SK온 글로벌 생산 확장계획에 따른 포스코그룹의 소재 확대공급도 논의

포스코케미칼, 英 브리티시볼트와 유럽 전기차 시장 공략 맞춘다

2022.06.30

포스코케미칼, 'NCA 양극재' 추진...삼성SDI 타깃

김도원 2022.08.03 08:01:30

- 배터리 소재 포트폴리오 다각화 차원

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,566	1,990	3,321	5,560	8,587
매출총이익	144	238	400	743	1,218
영업이익	60	122	222	436	739
EBITDA	125	203	324	650	1,000
순이자손익	-5	8	13	1	-2
외화관련손익	0	0	-6	0	0
지분법손익	-8	17	18	0	0
세전계속사업손익	35	146	234	444	743
당기순이익	30	134	198	354	591
지배주주순이익	30	134	185	345	559
<b>증가율(%)</b>					
매출액	5.6	27.0	66.9	67.4	54.4
영업이익	-32.9	101.9	82.7	96.0	69.7
EBITDA	-6.8	62.7	59.8	100.7	53.8
순이익	-70.6	349.7	48.3	78.3	67.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	9.2	12.0	12.0	13.4	14.2
영업이익률	3.8	6.1	6.7	7.8	8.6
EBITDA 이익률	8.0	10.2	9.8	11.7	11.6
세전이익률	2.2	7.3	7.0	8.0	8.7
순이익률	1.9	6.7	6.0	6.4	6.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	38	103	303	800	631
당기순이익	30	134	198	354	591
자산상각비	64	81	102	215	261
운전자본증감	-93	-142	-25	239	-189
매출채권 감소(증가)	-67	41	-217	-195	-303
재고자산 감소(증가)	4	-254	-269	-325	-218
매입채무 증가(감소)	-8	109	119	150	332
투자현금흐름	-254	-1,675	-523	-1,299	-999
유형자산처분(취득)	-242	-552	-759	-1,300	-1,000
무형자산 감소(증가)	-3	-10	1	9	9
투자자산 감소(증가)	-7	-1,092	323	-2	-2
재무현금흐름	302	1,522	421	277	327
차입금의 증가(감소)	312	248	444	300	350
자본의 증가(감소)	-25	1,248	-33	-23	-23
배당금의 지급	-25	-18	-23	-23	-23
총현금흐름	136	235	306	561	821
(-)운전자본증가(감소)	102	1,145	-218	-239	189
(-)설비투자	243	552	759	1,300	1,000
(+)자산매각	-2	-9	1	9	9
Free Cash Flow	-211	-1,472	-235	-491	-360
(-)기타투자	-6	-983	330	6	6
잉여현금	-204	-489	-565	-497	-366
NOPLAT	52	111	188	347	588
(+) Dep	64	81	102	215	261
(-)운전자본투자	102	1,145	-218	-239	189
(-)Capex	243	552	759	1,300	1,000
OpFCF	-229	-1,505	-251	-499	-340

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	811	2,084	2,212	1,903	2,386
현금성자산	140	99	332	112	73
매출채권	277	241	491	685	988
재고자산	187	441	746	1,070	1,288
비유동자산	1,277	1,838	2,582	3,664	4,400
투자자산	314	345	407	412	418
유형자산	932	1,459	2,149	3,234	3,973
무형자산	31	34	27	18	9
자산총계	2,088	3,922	4,794	5,567	6,786
유동부채	221	635	1,137	1,287	1,620
매입채무	187	347	460	609	941
유동성이자부채	23	268	658	658	658
비유동부채	844	849	937	1,238	1,588
비유동이자부채	831	836	918	1,218	1,568
부채총계	1,064	1,484	2,074	2,525	3,208
자본금	30	39	39	39	39
자본잉여금	195	1,453	1,453	1,453	1,453
이익잉여금	779	898	1,069	1,391	1,926
자본조정	-3	0	-10	-10	-10
자기주식	0	0	-10	-10	-10
자본총계	1,024	2,438	2,720	3,042	3,578

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	461	1,732	2,391	4,458	7,217
BPS	16,408	30,845	32,928	37,085	44,002
DPS	285	300	300	300	300
CFPS	2,119	3,030	3,945	7,237	10,594
ROA(%)	1.5	4.5	4.3	6.7	9.1
ROE(%)	3.0	7.9	7.5	12.7	17.8
ROIC(%)	3.7	4.6	5.4	8.4	11.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	225.7	83.1	68.2	36.6	22.6
PBR	6.3	4.7	5.0	4.4	3.7
PSR	4.3	5.6	3.8	2.3	1.5
PCR	49.1	47.5	41.3	22.5	15.4
EV/EBITDA	70.3	59.9	42.8	22.1	14.8
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	104.0	60.9	76.2	83.0	89.7
Net debt/Equity	69.8	41.2	45.7	58.0	60.2
Net debt/EBITDA	573.0	495.5	383.8	271.3	215.2
유동비율	367.4	328.4	194.6	147.8	147.3
이자보상배율(배)	8.7	13.2	16.2	23.0	32.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	77.6	88.0	83.4	89.6	91.7
현금+투자자산	22.4	12.0	16.6	10.4	8.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	45.5	31.2	36.7	38.1	38.4
자기자본	54.5	68.8	63.3	61.9	61.6



# 에코프로비엠 (247540)

## SKon의 고성장과 삼성SDI 모멘텀 기대

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

**Buy (신규)**

목표주가(신규): 140,000원

현재 주가(10/12)	99,500원
상승여력	▲ 40.7%
시가총액	96,237억원
발행주식수	97,801천주
52 주 최고가 / 최저가	140,219 / 78,819원
90 일 일평균 거래대금	1,130.58억원
외국인 지분율	10.3%
주주 구성	
에코프로 (외 16 인)	51.7%
에코프로비엠우리스주 (외 1 인)	3.1%
권우석 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.9	-14.1	-12.9	-5.9
상대수익률(KOSPI)	5.0	-1.4	14.5	23.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,486	5,104	8,122	11,499
영업이익	115	406	636	904
EBITDA	158	447	752	1,073
지배주주순이익	101	270	395	554
EPS	1,084	2,759	4,045	5,666
순차입금	447	636	873	1,174
PER	114.2	35.7	24.3	17.4
PBR	5.1	6.8	5.4	4.1
EV/EBITDA	72.1	23.0	14.0	10.1
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	20.3	27.3	24.6	26.9

주가 추이



에코프로비엠은 삼성 SDI 를 통해 VW/BMW 로 SKon 을 통해 포드/현대기차로 양극재를 납품하고 있습니다. 포드/현대기차의 견조한 수요는 동사에게 안정적 가동률을 보장해줄 것으로 예상하며, 삼성 SDI 의 증설 계획 발표 및 고객사 확보는 긍정적인 모멘텀으로 존재할 것입니다.

3분기도 고성장 지속

동사의 3분기 실적으로 매출액 1.6조 원, 영업이익 1,287억 원을 전망한다. 양극재 출하량은 전분기 대비 16% 증가한 것으로 예상된다. CAM5는 NCM 전환 이후 가동률이 정상적으로 올라왔으며, CAM4도 화재 복구 이후 풀가동에 접어들었다. CAM5N 일부 라인도 양산을 시작했다. 판가는 8월부터 하락세에 접어들었지만, QoQ로는 10% 증가한 것으로 추정된다.

SKon 성장을 업고 삼성SDI 모멘텀 기대

동사는 SKon(NCM 9반반), 삼성SDI(NCA)의 핵심 양극재 공급 업체이다. SKon은 Ford와 현대/기아차를 기반으로 고성장이 예상된다. Ford는 예상을 초과하는 수요로 안정적 배터리 확보를 위해 SKon-에 코프로비엠 밸류체인을 견고히 하고 있다. 현대차그룹은 IRA 법안으로 단기적인 장애물을 맞닥뜨렸으나, 내연기관 업체 중 압도적인 성능을 보여준 E-GMP 플랫폼 기반으로 안정적 성장이 예상된다. Ford/현대기차는 26년 합산 38만 톤의 양극재가 필요하여, 동사는 증설 스케줄까지 앞당기고 있다. 삼성SDI는 핵심 고객사인 VW/BMW가 중국 업체 위주로 밸류체인을 구성하고 있어 우려가 존재한다. 그러나, 글로벌 탈중국화 추세로 국내 업체를 배제할 가능성은 낮다고 판단한다. 삼성SDI의 증설 계획 및 고객사 확보가 발표된다면, 양극재 핵심 밸류체인인 동사에게도 큰 성장 모멘텀이 될 전망이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 14만 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 14만 원으로 커버리지를 개시한다. 2024년 EPS에 25배를 적용했다. IRA 법안 통과 이후 원소재 밸류체인에 대한 관심이 집중됐다. 동사의 지주회사 에코프로는 리튬 가공/전구체/양극재/리사이클링으로 이어지는 생태계를 구축하며 그룹사 간 시너지가 기대된다. 유럽에서도 탈중국을 위한 RMA 법안을 추진하고 있어, 구체화될 시 동사에 대한 관심도 올라갈 것으로 예상된다.

[표25] 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	263.2	310.4	408.1	503.9	662.5	1,187.1	1,593.1	1,661.5	1,485.6	5,104.2	8,122.3	11,499.1
EV	86.9	121.0	172.8	250.7	348.1	587.5	865.1	943.4	631.4	2,744.1	5,329.6	8,809.8
Non-IT	57.9	171.4	219.3	230.3	286.4	547.1	638.6	629.9	678.9	2,102.0	2,436.7	2,346.4
ESS	118.4	18.0	16.0	22.9	28.0	52.5	89.4	88.2	175.3	258.1	356.0	342.8
<b>영업이익</b>	17.8	29.0	40.7	27.5	41.1	102.9	128.5	133.1	115.0	405.5	636.1	903.6
영업이익률	6.8%	9.4%	10.0%	5.5%	6.2%	8.7%	8.1%	8.0%	7.7%	7.9%	7.8%	7.9%

자료: 에코프로비엠, 한화투자증권 리서치센터

[표26] 현대/기아차와 포드의 필요한 배터리/양극재 캐파 추정

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2030E
<b>현대/기아차: 평균 배터리 탑재량 70kWh 가정</b>						
전기차 판매량(만 대)	46	63	87	121	165	324
배터리 수요(GWh)	32	44	61	85	116	227
필요 캐파(GWh)	40	55	77	106	144	284
양극재 수요(만 톤)	6.4	8.1	10.4	13.6	17.2	31.1
필요 캐파(만 톤)	7.1	9.0	11.5	15.2	19.2	34.5
<b>Ford: 평균 배터리 탑재량 95kWh 가정</b>						
전기차 판매량(만 대)	19	44	70	95	147	200
배터리 수요(GWh)	18	42	66	90	140	190
필요 캐파(GWh)	22	52	83	113	175	238
양극재 수요(만 톤)	3.5	7.6	11.2	14.6	20.8	26.0
필요 캐파(만 톤)	3.9	8.5	12.5	16.2	23.2	28.9
<b>SKon, 에코프로비엠 Capa</b>						
SKon (GWh)	77	88	120	220	282	500
에코프로비엠 (만 톤)	17.9	17.9	25.2	51.4	55.0	

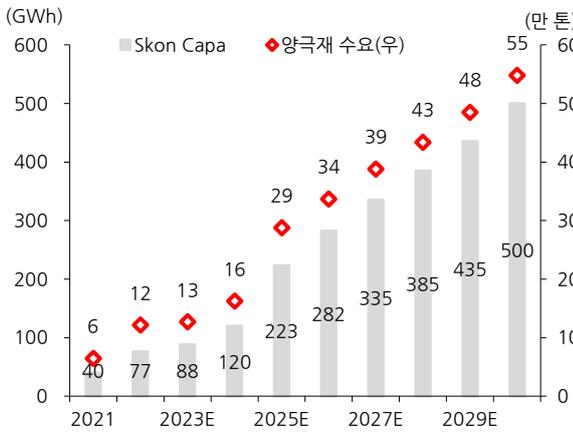
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표27] 에코프로비엠 밸류에이션

구분	비교
EPS(원)	5,661   2024년 EPS
Target P/E(배)	25   2022년 peer 평균 PER
주당 적정가치(원)	141,535
<b>목표 주가(원)</b>	<b>140,000</b>
현재 주가(원)	98,400   10월 11일 종가
상승 여력(%)	42.3%

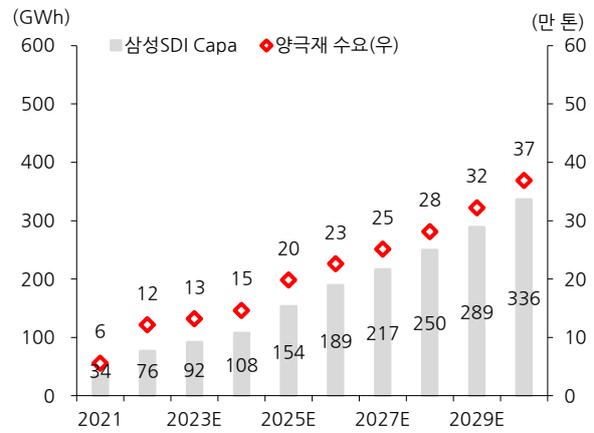
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림68] SKon 캐파와 양극재 수요 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 삼성 SDI 캐파와 양극재 수요 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표28] 에코프로그룹의 Closed-Loop 생태계 구축을 위한 전략

	2026 목표
에코프로 Materials	인니/호주 지역 전략적 파트너십 통해 MHP Offtake 지분 투자 계획 에코프로GEM 니켈 필요량의 40% 대응
에코프로 CNG	LGES와 배터리 스크랩 중장기 구매계약 체결 에코프로GEM 니켈 필요량의 20% 대응 에코프로BM 리튬 필요량 10% 대응
에코프로 Innovation	에코프로BM 수산화리튬 필요량의 30% 대응 호주/캐나다 지역 광산/플랜트 Offtake 지분 투자 계획 아르헨티나 염호 공급선 전략적 관계 구축
에코프로 AP	에코프로BM 해외 진출 시, 가스(산소/질소) 공급사로 진출

자료: 에코프로, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	855	1,486	5,104	8,122	11,499
매출총이익	106	190	536	844	1,198
영업이익	55	115	406	636	904
EBITDA	92	158	447	752	1,073
순이자손익	-4	-4	-19	-27	-35
외화관련손익	-3	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	48	114	371	604	871
당기순이익	47	98	305	483	679
지배주주순이익	47	101	270	395	554
<b>증가율(%)</b>					
매출액	n/a	73.8	243.6	59.1	41.6
영업이익	n/a	110.0	252.5	56.9	42.1
EBITDA	n/a	72.9	181.9	68.3	42.7
순이익	n/a	109.6	211.9	58.3	40.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	12.4	12.8	10.5	10.4	10.4
영업이익률	6.4	7.7	7.9	7.8	7.9
EBITDA 이익률	10.7	10.7	8.7	9.3	9.3
세전이익률	5.6	7.7	7.3	7.4	7.6
순이익률	5.5	6.6	6.0	5.9	5.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	125	-101	-439	287	323
당기순이익	47	98	305	483	679
자산상각비	37	43	41	115	169
운전자본증감	30	-267	-90	-224	-400
매출채권 감소(증가)	-23	-168	-25	-202	-433
재고자산 감소(증가)	2	-183	-121	-208	-399
매입채무 증가(감소)	44	74	59	191	437
투자현금흐름	-94	-237	-636	-513	-613
유형자산처분(취득)	-98	-236	-382	-500	-600
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	-1	-258	-10	-11
재무현금흐름	9	384	1,072	178	278
차입금의 증가(감소)	-12	356	438	200	300
자본의 증가(감소)	2	9	603	-22	-22
배당금의 지급	-3	-9	-21	-22	-22
총현금흐름	95	154	-343	512	723
(-)운전자본증가(감소)	126	251	735	224	400
(-)설비투자	98	236	382	500	600
(+)자산매각	0	-1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	-130	-335	-1,460	-213	-277
(-)기타투자	-161	15	-650	1	1
잉여현금	30	-350	-811	-215	-279
NOPLAT	54	98	333	509	705
(+) Dep	37	43	41	115	169
(-)운전자본투자	126	251	735	224	400
(-)Capex	98	236	382	500	600
OpFCF	-134	-346	-743	-100	-126

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	305	739	2,352	2,731	3,567
현금성자산	59	106	361	324	323
매출채권	81	267	909	1,111	1,544
재고자산	157	339	937	1,145	1,544
비유동자산	494	687	1,067	1,454	1,887
투자자산	45	36	35	37	38
유형자산	436	639	1,018	1,402	1,833
무형자산	13	12	14	15	16
자산총계	799	1,426	3,419	4,185	5,455
유동부채	189	613	1,533	1,725	2,163
매입채무	106	240	860	1,050	1,487
유동성이자부채	70	358	655	655	655
비유동부채	143	217	366	567	868
비유동이자부채	127	195	342	542	842
부채총계	332	830	1,899	2,292	3,030
자본금	11	11	49	49	49
자본잉여금	275	293	878	878	878
이익잉여금	136	224	468	841	1,372
자본조정	23	23	28	28	28
자기주식	-5	-5	0	0	0
자본총계	467	596	1,520	1,893	2,424

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	549	1,084	2,759	4,045	5,666
BPS	21,088	24,071	14,544	18,359	23,790
DPS	111	227	230	230	230
CFPS	1,109	1,653	-3,506	5,231	7,397
ROA(%)	#VALUE!	9.1	11.1	10.4	11.5
ROE(%)	#VALUE!	20.3	27.3	24.6	26.9
ROIC(%)	#VALUE!	11.9	20.8	20.7	22.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	76.5	114.2	35.7	24.3	17.4
PBR	2.0	5.1	6.8	5.4	4.1
PSR	4.2	7.7	1.9	1.2	0.8
PCR	37.9	74.9	-28.1	18.8	13.3
EV/EBITDA	40.5	72.1	23.0	14.0	10.1
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	71.0	139.2	125.0	121.1	125.0
Net debt/Equity	29.5	74.9	41.8	46.1	48.4
Net debt/EBITDA	150.3	282.0	142.4	116.1	109.5
유동비율	161.3	120.6	153.4	158.3	165.0
이자보상배율(배)	12.9	25.6	20.0	21.4	24.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	85.3	88.0	84.5	88.5	90.9
현금+투자자산	14.7	12.0	15.5	11.5	9.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	29.7	48.1	39.6	38.7	38.2
자기자본	70.3	51.9	60.4	61.3	61.8



# 엘앤에프 (066970)

상하이/베를린 기가팩토리 생산량 확대 수혜

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

**Buy** (유지)

목표주가(유지): 330,000원

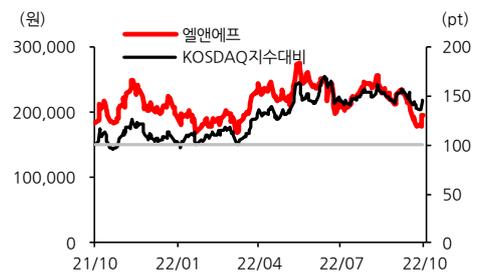
현재 주가(10/12)	194,800원
상승여력	▲ 69.4%
시가총액	69,524억원
발행주식수	35,930천주
52 주 최고가 / 최저가	276,600 / 168,500원
90 일 일평균 거래대금	1,143.9억원
외국인 지분율	21.0%
주주 구성	
새로닉스 (외 15 인)	23.9%
자사주 (외 1 인)	7.6%
엘앤에프우리사주 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.8	-7.8	-15.2	5.9
상대수익률(KOSPI)	-0.8	4.9	12.1	35.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	971	4,235	6,554	9,680
영업이익	44	313	487	781
EBITDA	65	349	545	875
지배주주순이익	-113	285	366	587
EPS	-3,249	8,850	11,384	18,227
순차입금	176	608	751	944
PER	-68.5	21.9	17.0	10.6
PBR	12.5	5.4	4.2	3.1
EV/EBITDA	122.3	21.7	14.1	9.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-27.4	29.7	24.9	30.1

**주가 추이**



엘앤에프는 테슬라의 중국/유럽 지역 생산량 확대에 따른 수혜가 기대되며, SKon 을 통해 엔드유저 확대 가능성도 높다고 판단합니다. 레드우드와의 협업 발표 시기가 늦어진 점은 아쉽지만, 동사의 2024 년 PER 는 11 배로 과도한 저평가라고 판단합니다. 매수 의견 유지합니다.

**3분기: 구지 신공장 가동률 상승**

동사의 3분기 실적으로 매출액 1.4조 원, 영업이익 926억 원을 전망한다. 구지 신공장 가동률은 3분기 90% 가까이 상승한 것으로 추정된다. 2분기 고객사 재고조정으로 이연된 물량까지 고려하면 양극재 출하량은 전분기 대비 40% 가까이 상승한 것으로 예상된다. 판가는 8월부터 하락세에 접어들었지만, QoQ로는 13%증가한 것으로 추정된다.

**테슬라 중국/유럽 공장 생산량 증대**

테슬라는 기가 상하이는 확장 이후 연 100만 대 수준의 캐파를 확보했으며, 기가 베를린도 연말이면 연 15만 대 수준까지 확대될 것으로 기대된다. IRA 법안 통과 이후 테슬라는 미국 내 배터리 확보에 집중하는 모습이며, 유럽/중국 지역에서 생산되는 Long Range 모델은 LGES 이 독점적으로 담당하게 될 것으로 예상된다. 유럽/중국 기가팩토리의 생산량 증대는 동사의 실적 성장으로 이어질 전망이다. 동사는 SKon 으로도 양극재를 납품하고 있다. SKon은 에코프로비엠만으로 포드/현대 기차에 대응하기는 빠듯할 것으로 예상되어, 향후 동사는 엔드유저가 확대될 여지가 높다고 판단한다.

**투자의견 BUY, 목표주가 33만 원 유지**

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 33만 원을 유지한다. 9월 산업통상자원부는 동사의 미국 공장 진출을 불허했다. 보완 후 재심사를 신청할 예정이며, 승인이 안되더라도 JV 및 단독 진출 등 복미 진출 계획에는 변함이 없다. 다만, 하반기 가장 큰 모멘텀이었던 레드우드와의 파트너십 발표가 연기된 점은 아쉽다. 최근 매크로 이슈로 2차전지 업종 주가는 약세를 보이고 있지만, 동사의 실적 켄센서스는 오히려 상향되고 있다. 2024년 PER은 10.8배까지 떨어지며 2020년 이후로 최저치를 기록하고 있다. 동사는 향후 대부분의 리튬을 고객사로부터 사급받을 것으로 알려졌다. IRA 법안 통과 이후, 원소재 확보가 프리미엄을 인정받고 있는 시기지만, 경쟁사 대비 할인 폭은 과도하다고 판단한다.

[표29] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>144.5</b>	<b>205.4</b>	<b>240.7</b>	<b>380.1</b>	<b>553.6</b>	<b>862.8</b>	<b>1,392.9</b>	<b>1,425.5</b>	<b>970.8</b>	<b>4,234.8</b>	<b>6,553.6</b>	<b>9,680.2</b>
EV	47.7	82.2	120.4	313.6	426.1	676.5	1,153.3	1,192.9	561.6	3,448.8	5,854.5	8,699.5
ESS	65.0	71.9	60.2	45.2	92.4	134.2	157.6	167.6	243.9	551.7	488.0	777.5
IT	31.8	51.4	60.2	21.3	35.1	52.0	82.1	65.0	165.3	234.3	211.0	203.2
<b>영업이익</b>	<b>(3.3)</b>	<b>5.7</b>	<b>13.5</b>	<b>28.3</b>	<b>53.0</b>	<b>61.3</b>	<b>92.6</b>	<b>106.4</b>	<b>44.3</b>	<b>313.4</b>	<b>487.4</b>	<b>781.2</b>
영업이익률	-2.3%	2.8%	5.6%	7.4%	9.6%	7.1%	6.6%	7.5%	4.6%	7.4%	7.4%	8.1%

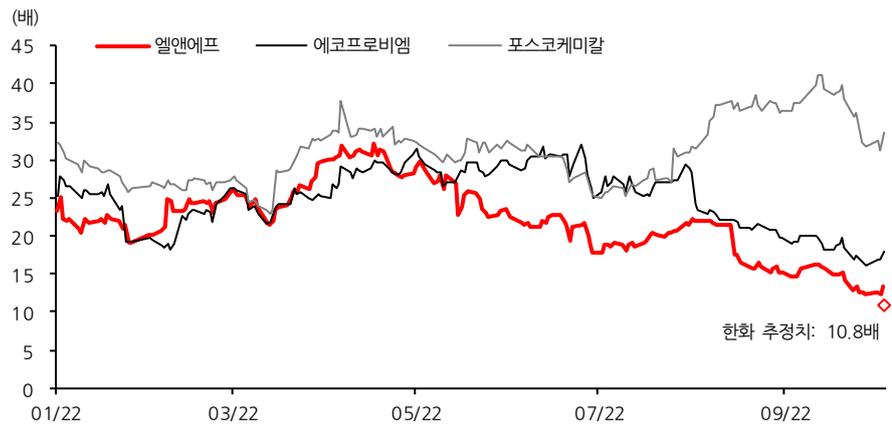
자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표30] 테슬라에 필요한 배터리/양극재 캐파 추정

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2030E
<b>Tesla: 평균 배터리 탑재량 80kWh 가정</b>						
전기차 판매량(만 대)	136	201	259	317	373	600
배터리 수요(GWh)	101	152	201	247	303	480
필요 캐파(GWh)	127	190	252	309	378	600
양극재 수요(만 톤)	18.9	26.8	33.5	39.4	46.1	65.8
하이니켈(만 톤)	11.2	15.8	20.1	23.8	27.0	51.5
LFP(만 톤)	7.7	11.0	13.4	15.6	18.7	21.0
하이니켈 캐파(만 톤)	12.5	17.5	22.3	26.4	30.0	57.2
<b>LGES, 포스코케미칼, LG 화학 Capa</b>						
LGES (GWh)	203	310	405	550	646	972
엘앤에프 (만 톤)	13.0	20.0	23.0	28.0	35.0	51.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 엘앤에프의 2024년 예상 PER은 10.8배(한화 추정치)로 과도한 저평가



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	356	971	4,235	6,554	9,680
매출총이익	23	78	412	640	1,006
영업이익	1	44	313	487	781
EBITDA	15	65	349	545	875
순이자손익	-6	-12	0	0	0
외화관련손익	-3	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-18	-126	383	489	782
당기순이익	-15	-112	287	366	587
지배주주순이익	-15	-113	285	366	587
<b>증가율(%)</b>					
매출액	13.7	172.6	336.2	54.8	47.7
영업이익	흑전	2,910.3	608.3	55.5	60.3
EBITDA	330.2	323.5	438.9	56.4	60.5
순이익	적지	적지	흑전	27.9	60.1
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	6.5	8.0	9.7	9.8	10.4
영업이익률	0.4	4.6	7.4	7.4	8.1
EBITDA 이익률	4.3	6.7	8.2	8.3	9.0
세전이익률	-5.0	-12.9	9.1	7.5	8.1
순이익률	-4.2	-11.6	6.8	5.6	6.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	45	-138	-283	208	408
당기순이익	-15	-112	287	366	587
자산상각비	14	20	35	58	94
운전자본증감	33	-213	-602	-217	-273
매출채권 감소(증가)	-4	-204	-646	-220	-305
재고자산 감소(증가)	30	-156	-523	-117	-309
매입채무 증가(감소)	10	164	603	128	348
투자현금흐름	-71	-414	-386	-351	-601
유형자산처분(취득)	-54	-179	-382	-350	-600
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-15	-231	-3	0	0
재무현금흐름	46	802	442	150	200
차입금의 증가(감소)	-33	255	200	150	200
자본의 증가(감소)	81	494	244	0	0
배당금의 지급	-1	-1	0	0	0
총현금흐름	17	80	328	425	681
(-)운전자본증가(감소)	-36	228	670	217	273
(-)설비투자	54	179	381	350	600
(+)자산매각	-2	-2	-2	-1	-1
Free Cash Flow	-2	-330	-725	-143	-193
(-)기타투자	4	-14	-68	0	0
잉여현금	-6	-316	-657	-143	-193
NOPLAT	1	32	234	366	586
(+) Dep	14	20	35	58	94
(-)운전자본투자	-36	228	670	217	273
(-)Capex	54	179	381	350	600
OpFCF	-3	-354	-782	-143	-193

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	212	1,071	2,024	2,380	3,012
현금성자산	38	485	44	51	58
매출채권	63	272	927	1,147	1,452
재고자산	105	262	784	901	1,210
비유동자산	254	462	883	1,177	1,684
투자자산	8	25	43	43	43
유형자산	237	427	832	1,125	1,630
무형자산	9	10	8	9	10
자산총계	466	1,532	2,908	3,556	4,696
유동부채	158	398	1,275	1,407	1,759
매입채무	47	226	855	983	1,331
유동성이자부채	110	166	319	319	319
비유동부채	110	499	340	490	690
비유동이자부채	107	494	333	483	683
부채총계	269	897	1,615	1,897	2,449
자본금	14	17	18	18	18
자본잉여금	160	694	659	659	659
이익잉여금	18	-99	585	952	1,538
자본조정	2	18	24	24	24
자기주식	-10	-10	-7	-7	-7
자본총계	198	635	1,293	1,659	2,246

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-520	-3,249	8,850	11,384	18,227
BPS	6,930	17,799	35,813	46,012	62,342
DPS	48	0	0	0	0
CFPS	587	2,246	9,121	11,820	18,962
ROA(%)	-3.4	-11.3	12.8	11.3	14.2
ROE(%)	-9.4	-27.4	29.7	24.9	30.1
ROIC(%)	0.3	5.4	17.6	17.3	21.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-132.2	-68.5	21.9	17.0	10.6
PBR	9.9	12.5	5.4	4.2	3.1
PSR	5.6	8.1	1.6	1.1	0.7
PCR	117.2	99.0	21.2	16.4	10.2
EV/EBITDA	143.0	122.3	21.7	14.1	9.0
배당수익률	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	135.9	141.2	124.9	114.3	109.0
Net debt/Equity	90.8	27.7	47.0	45.3	42.0
Net debt/EBITDA	1,174.6	271.5	174.3	137.7	107.8
유동비율	134.1	268.8	158.8	169.1	171.2
이자보상배율(배)	0.3	3.3	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	89.0	61.3	95.5	96.2	96.9
현금+투자자산	11.0	38.7	4.5	3.8	3.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	52.4	51.0	33.5	32.6	30.8
자기자본	47.6	49.0	66.5	67.4	69.2



## VII. 붙임

1. 전세계 전기차/배터리 수요 추이 및 전망
2. 국내외 2차전지 업종 비교

## 붙임 1. 전세계 전기차/배터리 수요 추이 및 전망

[표31] 전세계 전기차/배터리 수요 추이 및 전망

(단위: 만 대, GWh, kWh)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>자동차 판매량</b>													
전세계	9,622	9,199	7,933	8,307	8,287	8,770	9,446	9,573	9,703	9,835	9,969	10,105	10,244
중국	2,808	2,577	2,531	2,627	2,683	2,705	2,904	2,947	2,992	3,036	3,082	3,128	3,175
유럽	2,045	2,055	1,648	1,626	1,515	1,710	1,935	1,945	1,955	1,964	1,974	1,984	1,994
미국	1,783	1,758	1,499	1,557	1,564	1,674	1,749	1,766	1,784	1,802	1,820	1,838	1,856
<b>전기차 판매량</b>													
전세계	230	232	321	670	1,013	1,346	1,675	2,008	2,473	2,949	3,441	3,949	4,478
중국	136	123	130	331	596	734	873	914	1,041	1,172	1,307	1,445	1,588
유럽	41	60	141	234	256	352	451	545	661	778	896	1,016	1,137
미국	36	33	33	67	117	201	280	371	478	587	699	812	928
<b>전기차 침투율</b>													
전세계	2%	3%	4%	8%	12%	15%	18%	21%	25%	30%	35%	39%	44%
중국	5%	5%	5%	13%	22%	27%	30%	31%	35%	39%	42%	46%	50%
유럽	2%	3%	9%	14%	17%	21%	23%	28%	34%	40%	45%	51%	57%
미국	2%	2%	2%	4%	7%	12%	16%	21%	27%	33%	38%	44%	50%
<b>배터리 수요(GWh)</b>													
전세계	100	118	147	296	488	700	940	1,225	1,591	2,004	2,473	3,008	3,622
중국	62	66	64	149	235	323	413	512	626	740	854	966	1,076
유럽	13	25	52	90	142	194	247	305	394	494	606	733	878
미국	19	19	20	40	85	136	201	286	380	490	618	769	947
<b>배터리 평균 용량(kWh)</b>													
전세계	44	51	46	44	48	52	56	61	64	68	72	76	81
중국	45	54	49	45	40	44	47	56	60	63	65	67	68
유럽	30	41	37	39	55	55	55	56	60	63	68	72	77
미국	53	57	62	60	73	68	72	77	79	83	88	95	102

주: 전기차 판매량은 BEV + PHEV 기준

자료: SNE리서치, Marklines, 한화투자증권 리서치센터

## 붙임 2. 국내외 2차전지 업종 비교

[표32] 2차전지 업종 주요 업체 밸류에이션

(단위: Local, 백만 달러, %, 배)

	현재주가 (Local)	시가총액 (백만달러)	주가수익률			P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		매출액 성장률		영업이익률		
			1M	3M	YTD	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E			
셀업계	LG에너지솔루션	497,500	81,140	2.3	25.9	-	72.0	51.9	5.7	5.1	23.8	17.8	8.6	10.6	39.1	32.1	7.0	7.8
	삼성 SDI	600,000	28,757	5.1	13.9	-8.4	20.7	16.9	2.2	2.0	11.2	9.3	11.7	12.6	21.3	19.9	9.3	9.7
	SK 이노베이션	156,000	10,054	-17.7	-7.4	-34.6	6.9	6.6	0.6	0.6	4.9	4.7	8.9	8.9	-1.2	-0.1	4.9	4.9
	CATL	416	141,374	-7.9	-19.7	-29.2	26.1	19.3	6.0	4.6	17.9	13.5	24.5	25.3	33.8	28.7	12.3	12.9
	BYD	173	90,818	-14.6	-38.3	-29.0	32.2	22.7	4.0	3.4	14.2	11.1	13.7	16.5	36.9	23.7	5.1	5.5
	Guoxuan	31	7,753	-8.9	-29.4	-38.9	37.3	25.0	2.5	2.3	19.9	14.3	6.6	9.2	57.5	30.8	5.7	6.7
	Panasonic	1,037	17,474	-8.0	-9.0	-18.0	8.6	8.6	0.7	0.7	4.8	4.3	7.4	8.3	3.4	3.4	4.4	5.0
양극재	에코프로비엠	98,400	6,708	-8.9	-14.1	-20.3	21.2	15.6	5.0	3.7	16.5	12.1	28.3	28.4	36.8	32.2	7.9	8.0
	포스코케미칼	163,000	8,801	-3.6	50.9	13.2	48.7	36.4	4.5	4.1	26.8	18.8	9.5	12.0	50.8	35.5	6.5	6.9
	엘앤에프	193,500	4,846	-14.8	-7.8	-13.0	20.2	13.3	4.9	3.6	14.1	9.5	27.7	30.3	40.9	47.9	7.5	8.0
	코스모신소재	54,400	1,162	-20.5	11.5	17.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Umicore	32	7,601	-0.2	-3.2	-11.0	15.3	15.5	2.0	1.9	8.0	7.7	13.7	12.6	43.2	-20.3	12.8	16.1
	Easpring	65	4,604	-16.9	-36.1	-24.8	13.6	11.2	2.4	2.0	10.4	8.1	20.0	20.6	35.1	22.2	10.2	10.5
	Ronbay	80	5,007	-21.7	-40.2	-31.0	12.6	9.3	3.6	2.6	12.1	9.5	30.1	29.5	35.3	27.9	7.1	7.4
	Dynanonic	277	6,686	-15.4	-28.4	1.3	17.1	13.7	4.7	3.4	13.3	10.1	29.4	27.4	48.5	21.0	11.5	12.2
음극재	대주전자재료	81,100	875	-15.3	24.4	-23.9	65.8	21.6	7.6	5.4	29.5	12.0	14.6	34.1	20.8	94.9	11.8	15.9
	ShanShan	20	6,348	-17.4	-33.8	-37.8	11.1	9.2	1.8	1.5	9.3	8.2	16.2	16.7	21.2	19.5	18.9	19.1
	Putailai	58	11,168	-9.4	-29.2	-28.1	17.2	13.7	4.0	3.1	13.9	11.1	25.3	25.1	42.1	29.4	23.3	23.4
전해액	동화기업	63,300	891	-6.8	4.1	-35.9	16.8	13.0	1.6	1.4	9.2	8.1	10.3	11.7	17.8	24.2	9.8	10.1
	엔켐	67,200	719	1.8	43.0	-32.6	21.2	14.9	3.9	3.1	11.4	8.2	20.1	23.0	88.8	28.9	8.2	9.1
	천보	188,400	1,313	-15.5	-14.6	-46.0	23.7	16.8	4.5	3.6	13.2	9.7	21.0	23.9	55.4	39.7	20.0	20.2
	Tinci	46	12,268	-5.7	-25.1	-20.2	13.7	11.9	4.9	3.6	10.7	9.3	35.9	30.8	30.4	22.7	24.2	23.2
	Capchem	43	4,435	1.4	-13.6	-31.6	13.2	10.7	3.0	2.4	11.7	9.4	22.4	22.4	21.8	20.8	21.4	21.5
분리막	SKIET	51,400	2,554	-32.9	-37.9	-69.4	24.7	14.8	1.5	1.4	9.4	6.1	6.2	9.8	57.7	42.3	15.9	20.1
	Senior	20	3,545	-13.5	-36.7	-18.9	19.1	14.3	3.1	2.4	12.0	8.9	19.7	20.8	57.7	35.0	31.4	31.0
	Yunnan	174	21,633	-7.4	-24.9	-30.4	21.9	16.8	5.9	4.4	16.4	12.4	29.2	28.4	44.4	33.1	43.0	41.7
	W-Scope	1,497	567	-47.6	-7.0	87.4	14.7	14.7	1.8	1.8	6.4	4.7	13.8	18.7	35.9	35.9	18.8	19.7
	Asahi Kasei	968	9,262	-7.3	-9.5	-10.5	8.3	8.3	0.7	0.7	6.0	5.6	9.0	8.7	3.7	3.7	7.4	7.7
음바	일진머티리얼즈	56,800	1,825	-14.7	-17.8	-57.9	20.2	15.0	1.8	1.6	9.1	6.7	8.9	11.3	35.8	32.9	13.7	14.4
	SKC	84,000	2,217	-24.3	-35.4	-51.9	14.6	10.9	1.2	1.1	8.7	7.1	9.1	11.2	0.6	17.8	9.9	10.8
	솔루스첨단소재	29,400	719	-22.6	-31.4	-65.8	19.0	15.1	2.3	2.0	9.0	6.7	13.9	15.6	60.7	39.4	9.2	9.7
	Furukawa	2,312	1,122	-7.4	1.2	-0.4	9.3	9.3	0.5	0.5	8.5	7.4	4.9	6.0	2.3	2.3	2.0	2.6
리튬	Tianqi Lithium	101	22,035	-8.8	-25.2	-6.0	8.2	8.6	3.0	2.2	5.5	7.1	41.8	29.4	9.0	-5.9	77.3	74.1
	Jangxi Ganfeng	74	19,337	-11.8	-26.8	-27.4	8.6	8.0	2.7	2.0	7.5	8.0	36.7	27.9	17.1	3.4	41.9	41.6
	Albemarle	278	32,574	-7.4	39.2	19.0	11.2	12.8	3.2	2.7	8.8	10.0	30.0	18.6	21.0	-2.5	38.5	35.6
	SQM	92	24,203	-17.3	11.1	82.2	7.6	8.4	5.3	3.5	4.4	4.9	91.6	73.4	4.1	-12.8	51.1	50.1
전극재	CNGR	80	6,765	-16.7	-42.7	-47.4	13.0	8.3	3.2	2.3	11.5	7.8	26.5	29.9	38.6	19.1	8.8	11.0
	화유코발트	63	13,924	-18.7	-28.0	-26.2	11.4	8.4	2.8	2.1	8.3	6.5	26.7	26.1	30.6	19.9	16.6	18.1
	GEM	7	5,202	-15.3	-18.0	-29.7	15.1	11.6	2.0	1.7	11.6	9.5	13.1	15.0	22.5	21.5	8.9	9.6

주: 2022년 10월 11일 한국시간 종가 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[ Compliance Notice ]

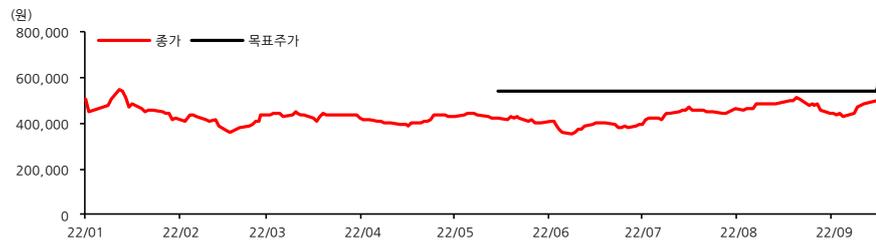
(공표일: 2022년 10월 12일)

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

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

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

[ LG에너지솔루션 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

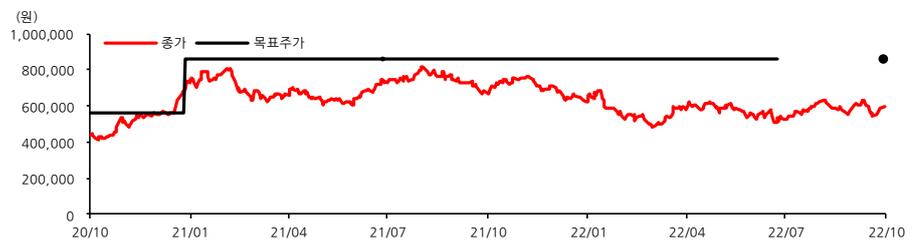
일 시	2022.06.10	2022.06.10	2022.07.08	2022.07.28	2022.10.12
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	이용욱	540,000	540,000	540,000	620,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.06.10	Buy	540,000	-19.65	-5.37
2022.10.12	Buy	620,000		

[ 삼성 SDI 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

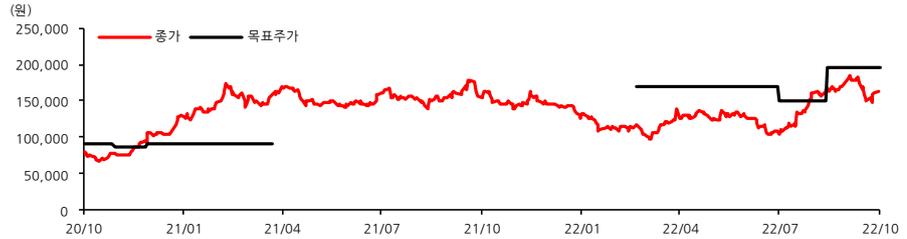
일 시	2016.08.12	2020.10.28	2020.11.10	2021.01.07	2021.01.29	2021.03.30
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		560,000	560,000	860,000	860,000	860,000
일 시	2021.04.28	2021.06.29	2021.07.28	2021.10.12	2021.11.03	2022.01.05
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	860,000	860,000	860,000	860,000	860,000	860,000
일 시	2022.01.28	2022.10.12	2022.10.12			
투자 의견	Buy	담당자변경	Buy			
목표 가격	860,000	이용욱	830,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.01.07	Buy	860,000	-17.80	-5.00
2022.01.28	Buy	860,000	-33.78	-26.28
2022.10.12	Buy	830,000		

[ 포스코케미칼 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

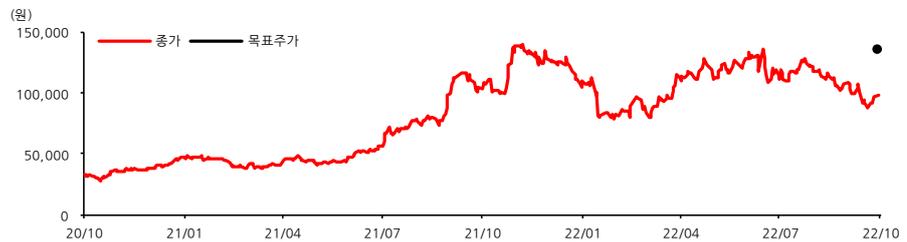
일 시	2016.08.12	2020.10.23	2020.11.09	2020.11.10	2022.03.03	2022.03.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격		97,500	92,000	92,000	이용육	170,000
일 시	2022.04.12	2022.04.26	2022.07.12	2022.07.22	2022.08.25	2022.10.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	150,000	150,000	195,000	195,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.11.09	Buy	86,352	64.60	106.71
2022.03.03	Buy	170,000	-28.49	-18.24
2022.07.12	Buy	150,000	-9.75	10.67
2022.08.25	Buy	195,000		

[ 에코프로비엠 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

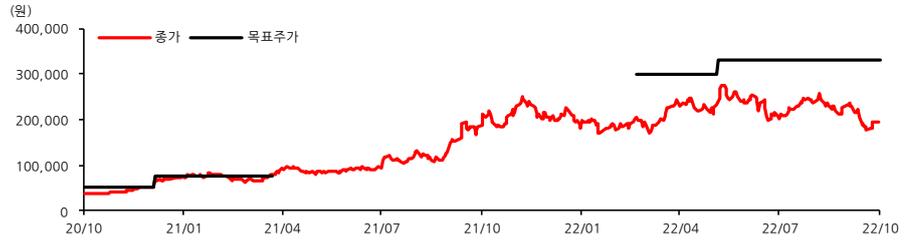
일 시	2022.10.12	2022.10.12				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	이용육	140,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.12	Buy	140,000		

[ 엘앤에프 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2020.11.10	2020.12.16	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.07	2022.05.17
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	80,000	이용숙	300,000	300,000	330,000
일 시	2022.07.15	2022.08.17	2022.09.15	2022.10.12		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	330,000	330,000	330,000	330,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.12.16	Buy	76,942	52.30	224.01
2022.03.03	Buy	300,000	-28.31	-18.07
2022.05.17	Buy	330,000		

[ 종목 투자등급 ]

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

[ 산업 투자의견 ]

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

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2022년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%