



| 2차전지 |

포스코케미칼(003670.KS)

언감생심(焉敢生心) 고평가

2차전지 전성시대

글로벌 완성차 수요 회복과 함께 전기차의 가파른 침투율 상승으로 2차 전지 시장은 성장할 것이다. 특히 미국의 경우, 배터리 평균 용량 탑재량이 증가하고 있으며, IRA 법안을 바탕으로 급격한 전기차 시장의 성장이 기대된다. 미국 전기차 시장의 본격적인 개화와 예정 CAPA에 못 미치는 배터리 공급량으로 배터리 수요는 지속될 것이며, 이에 따라 2차전지 소재 기업인 포스코케미칼을 주목해보았다.

투자포인트 1: 수직계열화

현재 동사가 구축하고 있는 견고한 수직 계열화는 배터리 시장에서 핵심적인 전략으로 매력적인 투자 포인트다. 동사는 모회사 포스코 홀딩스를 통해 광물 생산 - 가공 - 소재 생산 - 완성차 기업에 납품 - 배터리 리사이클로 이어지는 배터리 풀 밸류체인을 갖추고 있다. 광물의 편재성과 패권 다툼으로 인해 광물의 확보가 중요해지고 있는 현 배터리 시장에서 포스코 홀딩스로부터 핵심 광물을 안정적으로 조달 받을 수 있는 수직 계열화를 통해 동사의 수익성 개선은 앞으로 더 확대될 것으로 전망한다.

투자포인트 2-1: 양극재

미국의 IRA법안 통과 이후, 북미 제조시설에서의 공급은 필수적이게 되었다. 이에 GM과 북미 지역에 양극재 합작법인 얼티엄을 설립한 동사의 수혜는 커졌다. 하이니켈 양극재 공급 확대에 따라 수익성 개선 될 것으로 보인다. 특히, 동사와 함께하는 GM은 23년이 기대된다. 4개의 신차를 출시할 예정이며, 동사는 하이니켈 양극재를 GM에 탑재하여 동사와의 협력은 더욱 공고해질 것이다.

투자포인트 2-2: 음극재

현재 국내 음극재의 수요가 급격히 증가하고 있다. 주요 거래처인 배터리 3사의 음극재 예상 매입규모의 합은 62조가 넘는데 이는 동사에게 분명한 호재이다. 탈중국화 흐름 속에 북미 음극재 수요도 일부 동사가 총당할 것이다. 한편 흑연음극재는 품질 간 차이가 적기 때문에 양산능력이 중요하다. 동사는 공격적인 CAPA 증대로 수요와 양산능력에 적절히 대응하고 있으며 실리콘 음극재 개발에도 박차를 가하는 등 중장기 성장동력까지 확보했다.

DCF Valuation

포스코케미칼의 확정된 Capa 기반의 기업가치평가법은 미래의 현금흐름을 추정하는 DCF Valuation 기법이 적합하다고 판단한다. 동사는 국내 유일의 양극 및 음극재를 생산하는 기업으로, 상대가치법을 활용하기 위한 합리적인 비교 대상을 찾기 어렵다. 또한 포스코홀딩스에서 동사로 이어지는 수직계열화의 프리미엄 정당성을 확인하기 위해, 실질적인 미래 현금흐름을 추정해볼 필요가 있다. 동사의 높은 밸류에이션 우려에 대해, 본 리포트에서는 추가적인 Capa 가능성을 역설하는 바, 타겟 기업의 여러 측면에서의 미래 현금흐름을 창출할 수 있는 Bull case 가능성도 점검한다.

따라서, 2022년 **Base case**의 경우 목표가는 303,543원, 상승여력 35.8%, **Bull case**의 경우 목표가는 378,503원, 상승여력 69.3%를 제시한다.

투자의견

BUY

목표주가

303,543원 (Base)
378,503원 (Bull)

현재주가(03.25)

223,500원

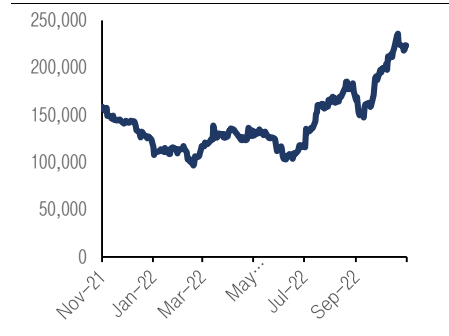
상승여력

35.8% (Base)
69.3% (Bull)

Stock Data

KOSPI(3/24)	2437
KOSDAQ	733
시가총액	17조 3,130억원
발행주식수(주)	77,463,220
52주 최고/최저(₩)	236,000/96,600
외국인지분율(%)	8.59%
주요주주(%)	포스코홀딩스(외 4인) 62.54%
	국민연금공단 5.57%
주가상승률(%)	1개월 12.88%
	6개월 67.42%
	12개월 36.70%

Stock Price



Research Team 5

팀장	34기 하진호	wlsgh1323@naver.com
	34기 양홍석	yhongseok97@gmail.com
	34기 유은비	eunbee9412@naver.com
	35기 신재혁	skfk805@naver.com
	35기 이제성	jesungmaru@gmail.com
	35기 임소윤	dlathdbs7749@naver.com

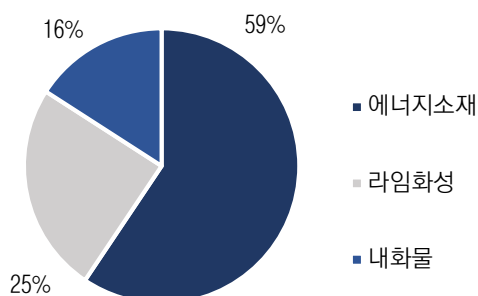
I. 기업개요

기업개요

동사는 **배터리소재인 음극재와 양극재 제조 및 판매 (에너지소재부문)**, 내화물 제조 및 산업용 노재 정비 (내화물부문), 생석회, 화성품 가공 및 판매 및 화성공장 위탁 운영 (라임화성부문), 을 영위하고 있다. 3Q22 기준 사업부별 매출은 내화물부문 15.9% (4,105억 원), 라임화성부문 24.7% (6,216억 원), 에너지소재부문 59.4% (1조 4,979억 원)로 구성되어 있다. 에너지소재부문의 양극재 사업이 동사의 주요 수익 창출원이다.

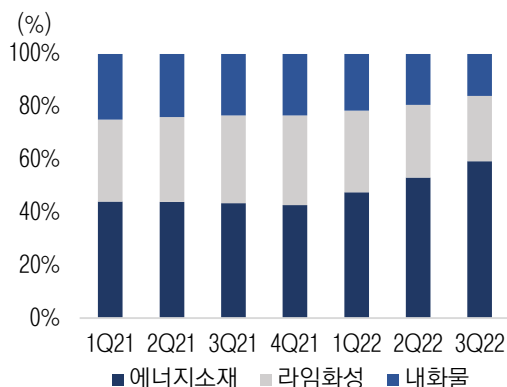
동사는 내화물 제조에서 시공까지 일관체제를 갖춘 종합노재회사이자, 2차전지 소재인 양극재와 음극재 사업을 바탕으로 종합 에너지소재 기업으로 도약하고 있다. 특히, 국내 유일 양/음극재 소재를 동시 생산 및 납품하는 2차전지 소재사다. 전체 사업부에서 에너지소재부문의 매출 비중이 꾸준히 상승하고 있으며, 2차 전지 시장의 성장으로 인해 더욱 가파르게 증가할 것이다.

포스코케미칼 사업부별 매출 비중 (3Q22 기준)



출처: RFS Team 5, 포스코케미칼

포스코케미칼 사업부별 매출 비중 추이



출처: RFS Team 5, 포스코케미칼

동사는 에너지소재부문 판매량 증가 및 판매단가 상승으로 분기 최대 매출 및 영업이익을 달성했다. 3Q22 매출액은 1조 544억원으로 QoQ +31%를, 영업이익은 818억원으로 QoQ +48%를 기록했다. 현재 부채 비율은 79.5%로 YoY +41%로 다소 증가한 모습을 보였다. 하지만 늘어나는 2차전지 수요에 맞춰 설비 증 설과 합작법인에 투자가 활발한 것으로 미뤄볼 때, 건강한 차입으로 해석된다. 현금 및 현금성자산은 3,318억원으로 YoY +450%이상 증가한 모습을 보였는데 에너지부문에 공격적인 재투자도 활용될 것으로 보인다.

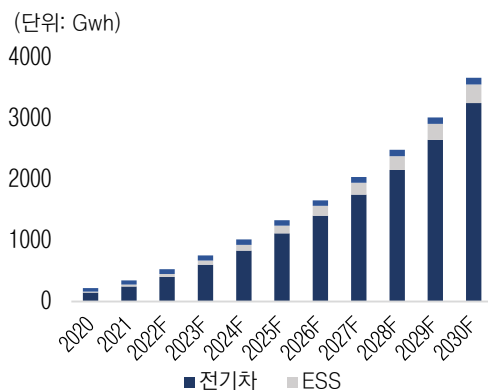
II. 2차전지 전성시대

성장하는 2차전지 시장

글로벌 완성차 수요 회복,
가파른 전기차 침투율로
2차 전지 시장 성장 기대

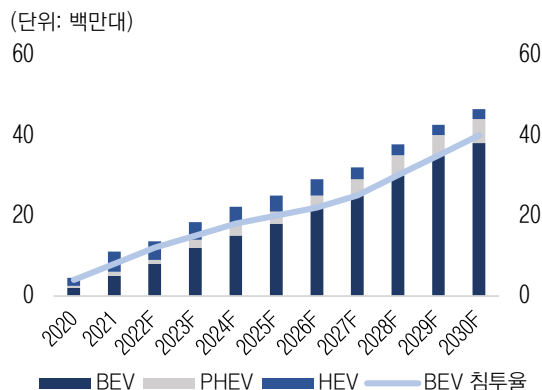
1) 글로벌 완성차 수요 회복과 2) 전기차의 가파른 침투율 상승이 2차 전지 시장의 성장을 이끌 것이다. 코로나19 이전 글로벌 완성차 판매량은 연간 약 8~9천만대의 수요가 형성되었다. 러시아-우크라이나 전쟁과 인플레이션 이슈가 쉽게 해소되진 않겠지만, 현재 글로벌 완성차 판매량은 약 8,200만대를 기록하며 어느정도 회복세에 접어들었다. 전기차의 경우 전년 동기 대비 28% 성장한 860만대로 10%~12%의 침투율을 기록할 것으로 전망된다. 전기차 시장은 높은 성장률을 보이고 있지만 아직 부족한 시장 규모를 형성하고 있다. 향후 전기차 시장이 본격적으로 성장 국면에 돌입하여 시장 규모를 확대해 50% 침투율을 달성한다면, 전기차 시장 규모는 1,000조원을 상회할 것이며, **이에 따라 2차 전지 시장 규모도 300~320조원 수준에 도달할 것으로 예상된다.**

2차전지 시장 수요 추이



출처: RFS Team 5, SNE리서치

전기차(친환경차) 시장 전망



출처: 출처: RFS Team 5, SNE리서치

전기차 시대를 맞이하는 세계

중국: 시장 성장 제동

유럽: 구조적 성장 거듭

미국: IRA 바탕 빠른 성장

현재 글로벌 전기차 시장은 중국, 유럽, 미국이 주도하고 있는 상황이다. 중국의 경우, 정부에서 HEV와 BEV의 비중을 각각 50%까지 끌어올리고 내연기관차의 판매를 금지할 계획을 수립했기에 2021년에 이미 10%가 넘는 높은 전기차 침투율을 보여주었다. 다만, 2023년이 경우 보조금 폐지로 전기차 시장 성장에 제동이 걸릴 예정이다. 그럼에도, 중국의 차량 한 대당 탑재되는 배터리 용량이 글로벌 평균 대비 낮은 편이기에 글로벌 2차 전지 업계에 미치는 영향은 크지 않을 것이다.

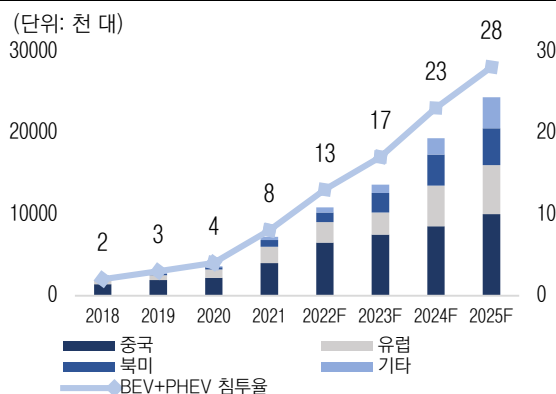
중국 다음으로 큰 전기차 시장을 형성한 유럽은 '이산화탄소 배출 성능 표준 개정안'을 통과시키면서 2035년부터 EU에서는 내연 기관차를 판매할 수 없게 되었다. 내연기관차의 빠른 종식을 위해 더 많은 전기차 배터리가 필요해질 것이며 유럽의 전기차 시장은 구조적인 성장을 거듭할 것이다. 다만, 전쟁과 인플레이션 이슈가 해소되기 전까지 가파른 성장을 기대하긴 어려울 것이다.

미국은 전기차 침투율 및 성장성이 가장 낮은 시장이었으나, 2023년을 기점으로 본격적인 성장기에 진입할 것으로 전망한다. 미국의 올해 전기차 판매량은 약 115만대를 기록할 것으로 이는 전년동기 대비 72% 증가한 수치다. 2023년 시행되는 IRA 법안에 따라 전기차 보조금이 지급될 것이며, 2026년부터 신차의 연비 규제가 강화된다는 점이 미국 전기차 시장의 성장을 부추기고 있다. 특히, 미국의 인기 차종인 픽업트럭

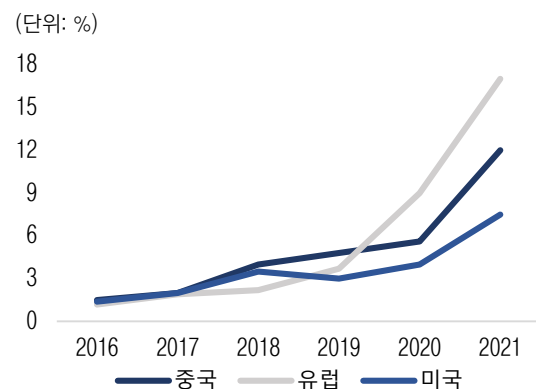
과 SUV의 경우 배터리 평균 탑재량이 70kwh를 상회하고 있으며, 특히 픽업트럭의 경우 120kwh 수준까지 배터리 탑재량이 증가하고 있다. 즉, 수요와 공급의 측면을 모두 자극하는 정책과 함께 미국의 전기차 시장은 급격한 성장을 보여줄 것이며, 이에 따른 국내 전기차 배터리, 이차전지 소재 업체들의 수혜 또한 기대된다.

따라서, 종합적으로 2023년 중국은 791만대(+29% YoY), 유럽은 300만대(+15% YoY), 북미는 222만대 1,411만대(+35% YoY)의 전기차가 판매될 것으로 전망하며 2차전지 전성시대에 2차전지 소재 기업인 포스코케미칼을 주목한다.

글로벌 전기차 수요 전망



국가 및 지역별 전기차 침투율



미래 먹거리: 전기차 배터리 & 소재

미국 전기차 시장의 본격적 개화, 예정 CAPA에 못 미치는 배터리 공급량으로 배터리와 2차 전지 소재 외형 성장 기대

코로나19 이후 글로벌 경기침체와 반도체, 배터리 수급난으로 글로벌 전기차 배터리 수급은 타이트한 상황이 지속되고 있다. 그럼에도, 2023년 전기차 배터리 수요는 775Gwh(+52% YoY)로 증가할 것으로 전망한다. 그 근거로 미국의 IRA와 유럽의 RMA 아래 1) 미국 전기차 시장의 본격적인 개화와 2) 예정 CAPA에 못 미치는 배터리 공급량을 제시한다.

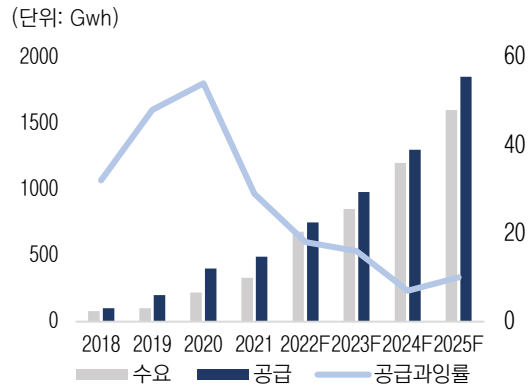
앞으로 차량 한 대당 평균 배터리 탑재량이 높은 미국 전기차 시장의 성장이 본격화될 것이며, 하이니켈 배터리가 적용된 신차 출시가 증가할 것이다. 특히 지난 8월 중순 IRA 법안에 따라 중장기적으로 북미 지역 수요는 북미 제조시설에서의 공급이 필수가 된 상황이다. 그렇기에, 최근 몇년간 공격적으로 미국 내 배터리 공장을 증설했음에도 2025년까지 배터리가 부족한 상황은 지속될 것이며, 2026년 이후 물량을 원활히 대응하기 위해 미국 내 추가적인 증설 모멘텀은 지속될 것이다.

그리고, 유럽의 RMA 정책이 구체적으로 발표되면 유럽 내 생산능력을 확대하는 동시에 탈중국 공급망을 위해 국내 배터리 소재 기업들에 대한 수주가 확대될 것이다. 또한, 예정된 CAPA대로라면 배터리 공급 부족을 걱정할 필요가 없지만, 계획된 CAPA가 100% 가동되어 출하된다는 것을 가정한 것이므로 실제 공급률은 전망 대비 다소 낮을 가능성이 높다고 판단된다. 결국, 수율과 가동률의 문제로 이는 업체들이 아직도 증설 이후 공정 수율 확보에 어려움을 겪고 있고, 2차 전지 생산 공정의 특성상 일정 수준 이상의 출하량을 확보하는데 제약이 있는 것으로 추정한다. 따라서, 2028년을 기점으로 배터리 수급 상황은 빠르게 악화되어 배터리 시장은 공급자 우위의 상황이 형성될 것으로 예상된다.

결과적으로 2023년, 글로벌 경기침체와 반도체, 배터리 수급난과 같은 리스크에 다소 노출되어 있지만, 전

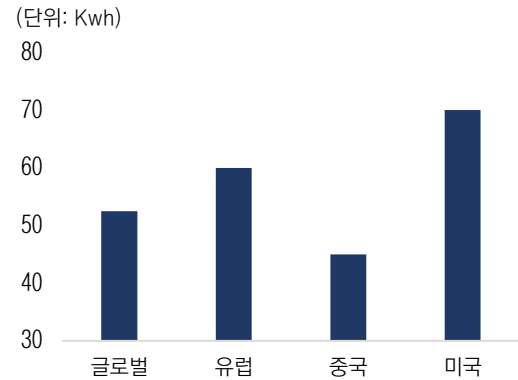
방산업의 강력한 수요와 함께 전기차 배터리와 2차전지 소재 기업은 높은 ASP와 높아진 공장 가동률로 외형 성장을 이뤄낼 것이다. 특히, 국내 유일하게 양/음극재 투트랙 전략을 펼친 포스코케미칼을 미래의 첨단 소재 기업으로 주목해볼 필요가 있다.

글로벌 전기차 배터리 수요/공급 분석



출처: RFS Team 5, SNE리서치

국가별 차량 대당 평균 배터리 탑재량



출처: RFS Team 5, SNE리서치

III. 투자포인트

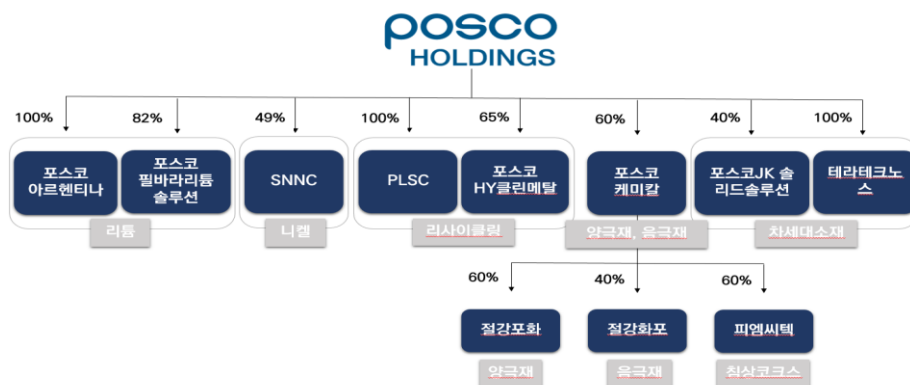
투자포인트 1: 수직 계열화

포스코 패밀리여서 행복합니다

수직계열화: 한 기업이 생산하는 제품의 원자재 생산부터 판매까지 생산과정을 각 계열사를 통해 운영하는 것

현재 동사가 구축하고 있는 견고한 수직 계열화는 배터리 시장에서 핵심적인 전략으로 매력적인 투자 포인트다. 동사는 모회사 포스코 홀딩스를 통해 광물 생산 - 가공 - 소재 생산 - 완성차 기업에 납품 - 배터리 리사이클로 이어지는 배터리 풀 밸류체인을 갖추고 있다. 광물의 편재성과 패권 다툼으로 인해 광물의 확보가 중요해지고 있는 현 배터리 시장에서 **포스코 홀딩스**로부터 **핵심 광물**을 **안정적으로** 조달 받을 수 있는 수직 계열화를 통해 동사의 수익성 개선은 앞으로 더 확대될 것으로 전망한다.

포스코 홀딩스 수직 계열화



출처: RFS Team 5 자체제작

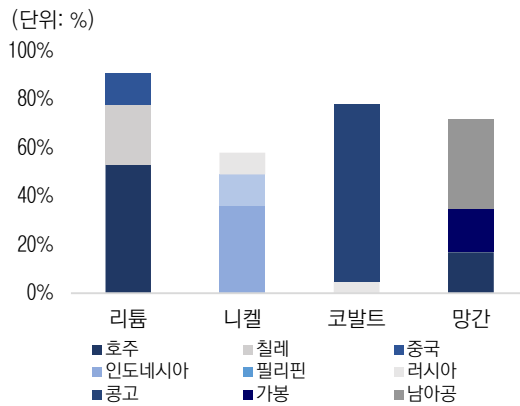
광물은 물려 있고, 정책은 압박하고

배터리 산업은 변동비가 높은 산업으로, 광물의 가격이 수익성과 직결된다. 배터리 셀의 광물 원가 비중은 48%, 동사의 핵심 사업인 양극재의 광물 원가 비중은 91%로 절대적인 비중을 차지하고 있다. 문제는 핵심 광물의 가격 변동성이 높고, 전기차 시장의 확대에 따른 수요증가로 가격이 가파르게 올라가고 있다는 것이다.

문제 1: 핵심 광물의 편재성으로 인한 원자재 확보 리스크

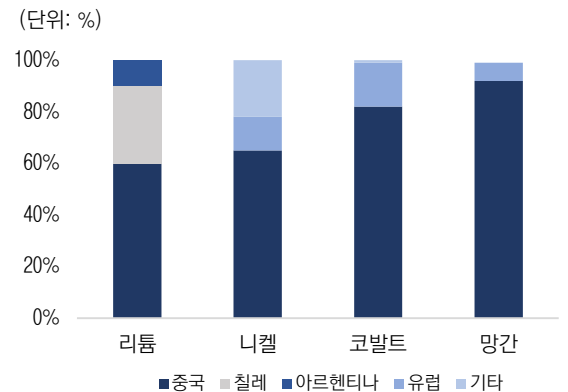
이를 가속화시키는 것은 핵심 광물의 편재성이다. 매장량 기준, 상위 3개 국가 점유율은 리튬 76%, 니켈 61%, 코발트 72%, 망간 79%로 특정 국가의 집중도가 매우 강하다. 생산량 또한, 리튬 91%, 니켈 58%, 코발트 78%, 망간 72%로 상위 3개 국가에 집중되어 있다. 특히, 배터리 소재에 직접적으로 사용되는 정제련 시장은 중국이 리튬 59%, 니켈 65%, 코발트 82%, 망간 93%로 압도적인 점유율을 가지고 있는 상황이다. 광물의 편재성은 지정학적 리스크가 확대되는 글로벌 정세 속에서 분명 배터리 밸류체인 리스크다.

주요 메탈 생산량 점유율



출처: 미국 지질조사국, RFS Team 5

주요 메탈 정제련 점유율



출처: 미국 지질조사국, RFS Team 5

문제 2: 배터리 시장 패권 다툼으로 중국 을 제외한 공급망 재 편 중

핵심 광물 편재성은 수요 국가들 (미국, 유럽 등)의 공급망 재편으로 연결되고 있다. 미국, 유럽 입장에서는 중국이 2차전지 배터리 관련 핵심 광물 생산부터 제련까지의 모든 공급망을 주도하는 것을 경제적, 안보적 위협으로 간주할 수 밖에 없다. 이에 미국은 미국 및 미국과 FTA를 체결한 국가에서 채굴 및 가공한 핵심 광물을 현재 40% 이상, 26년 이후에는 80%를 충족해야만 보조금을 지급하는 IRA를 시행하고 있다. 또한 해당 국가들이 아닌 '우려 외국 집단'(foreign entities of concern)으로부터 조달한 부품과 원재료 탑재 차량은 세제 혜택에서 제외하는 방식으로 중국 배터리/소재 업체들을 배제하려는 의도가 명확하다. EU도 우크라이나-러시아 전쟁 이후 공급망 리스크의 심각성을 확인하고, 지난 9월 RMA 추진을 발표하며 탈중국화를 진행 중이다.

이러한 기조에 따라, Upstream (광물 채굴) - Midstream (광물 정제련 및 소재, 배터리 셀 제조) - Downstream (배터리 패키징 및 전기차 제조)로 구성되는 배터리 서플라이체인에서 내재화를 통해 1) 중국을 배제한 Upstream - Midstream 체인을 구축하고 있고, 2) 안정적인 원자재 수급이 가능한 기업이 앞으로 시장에서 더욱 주목받을 것이다.

미국 FTA 체결 국가

	국가명
FTA 체결	한국, 호주 (리튬), 칠레(리튬), 바레인, 캐나다, 콜롬비아, 코스타리카, 도미니카, 엘살바도르, 과테말라, 온두라스, 이스라엘, 요르단, 멕시코, 모로코, 니카라과, 오만, 파나마, 페루, 싱가포르
FTA 미체결	중국 (정제련), 아르헨티나 (리튬), 볼리비아 (리튬), 인도네시아 (니켈), 콩고 (코발트), 남아공 (망간)

출처: RFS Team 5

그래서 주인공은 나야 나~

동사는 시장이 요구하는 요소를 포스코 홀딩스와의 견고한 수직 계열화를 통해 모두 갖추고 있다. 동사는 포스코 홀딩스를 통해 2023년 말부터 황산니켈, 리튬을 자체적으로 생산할 계획이다. 현재 포스코 홀딩스는 **적극적인 원자재 광산의 인수, 투자를 통해 국제적인 Upstream 공급망을 구축 중이며, 이는 장기적인 동사의 성장동력으로 작용될 것**을 전망한다.

포스코 홀딩스 주요 광물 확보 계획 및 밸류체인

	2024F	2030F	비고
리튬	98,000	300,000	
염수리튬	50,000	120,000	아르헨티나 염호-울촌공장(23')
광석리튬	43,000	150,000	호주 팔바라 광산-포스코팔바라 리튬 솔루션
리싸이클링	5,000	30,000	폴란드공장 BM 생산-포스코 HY 클린메탈
니켈	105,000	220,000	
광석 기반	40,000	110,000	뉴칼레도니아 광산-SNCC / 레이븐소프트
전구체 합작	60,000	80,000	
리싸이클링	5,000	30,000	폴란드공장 BM 생산-포스코 HY 클린메탈
코발트	800		
리싸이클링	800(22)		폴란드공장 BM 생산-포스코 HY 클린메탈
흑연	95,000		포스코 제철 콜타르 -피엠씨텍 침상 코크스
인상흑연	75,000		탄자니아, 호주
구형흑연	20,000		중국, 말레이시아, 호주 미국, 베트남
전구체	215,000(25)	440,000	45,000 CAPA 광양 공장 (24) / 30년 내재화율 70%

출처 : RFS Team 5, 포스코 홀딩스

핵심 원자재 안정적인 밸류체인 구축 중

핵심 광물 중 가격변동이 가장 큰 리튬은 염수 리튬과 광석 리튬으로 나뉜다. 포스코 홀딩스는 염수리튬의 경우 아르헨티나의 염호를 인수하는 2차 투자를 확정했고, 광산 리튬의 경우 호주 광산업체와 합작 법인을 설립하며 안정적인 Upstream 공급망을 구축하고 있다. 공급망을 통해 포스코 홀딩스는 2030년까지 리튬 30만t CAPA를 구축할 계획이고, 이는 동사가 2030년까지 양극재를 내재화하기 위한 필요한 리튬 28만t을 충족한다. 이렇게 확보된 광물은 국내의 울촌공장 (23년 준공예정)이나 캐나다의 공장으로 이송해 후공정을 거쳐 동사에 공급될 계획이기 때문에 IRA 및 RMA의 리스크 또한 존재하지 않는다.

니켈은 포스코 지분의 뉴칼레도니아 광산, 호주 레이븐소프트와의 장기계약을 통해 Upstream 공급망을 구축하고 있다. 이렇게 생산된 니켈 광물은 포스코의 니켈매트 생산기업 SNNC에서 정제되어 동사에 지급된다. 포스코는 지난 10월 포스코 광양제철소 동호안 부지에 고순도니켈 정제공장을 착공하며 니켈 밸류체인을 강화하고 있다. 이에 따라 포스코는 2030년까지 니켈 22만t 정제련 CAPA를 구축할 계획이고, 동사의 핵심 광물 확보는 견고해질 전망이다.

수익성 개선은 당연한 결과

영업이익률은 순이익률을 상회한다.

견고한 수직 계열화를 통한 1) 원재료 조달비용 하락으로 인한 제조원가 절감, 2) 안정적인 광물 확보로 인한 고객사의 확대는 수익성 개선으로 자연스럽게 이어질 것으로 전망한다. 수직 계열화의 수익성은 압도적인 영업 이익으로 증명된다. 양극재 JV 법인(양극재 기업과 제련 기업)의 차별화된 수익성은 수직 계열화로 인한 시너지효과가 매우 크다는 것을 보여준다. LEYOU는 1Q22, 2Q22 순이익률 각각 +12%, +18%

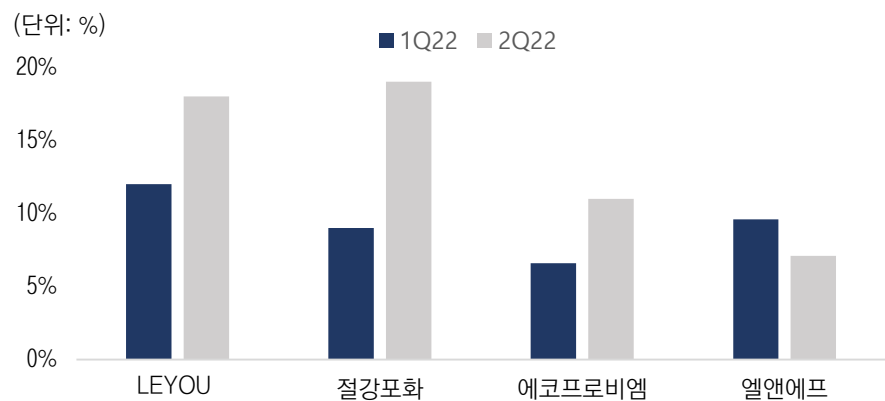
LEYOU: LG화학 중
국 양극재 법인)

절강화포: 포스코케
미칼 중국 양극재 법
인

를 기록했으며, 절강화포의 동기간 순이익률은 +9%, +19%다. 이는 국내에서 공장을 가동 중인 타 양극재
법인들의 평균 영업이익률 7% 수준과 비교하면 압도적이다. 화유코발트를 통한 전구체 및 메탈 내재화로
인해 제조원가가 절감되었기 때문에 가능한 수익성이라고 판단한다.

현재 동사의 매출비중은 LG에너지솔루션의 비중이 50.1%로 매우 크지만, 포스코홀딩스를 통한 안정적인
광물 조달로 고객사가 다각화될 것이다. 동사는 원료소재 공급망 수직계열화 구축 덕분에 IRA 법안에서 요
구하는 기준을 충족하고 있으며, 26년까지 매해 10%p씩 증가하는 최소 요구 비율을 경쟁사 대비 빠르게
충족할 수 있다. 최근 완성차 업체들이 배터리 내재화를 위해 JV를 적극적으로 추진하고 있는 상황에서,
타사 대비 동사의 강점은 수요 증가로 이어질 것이다.

양극재 법인별 수익성 비교(LEYOU 및 절강화포는 순이익률, 국내 3사는 영업이익률)



출처 : RFS Team 5, 각 사

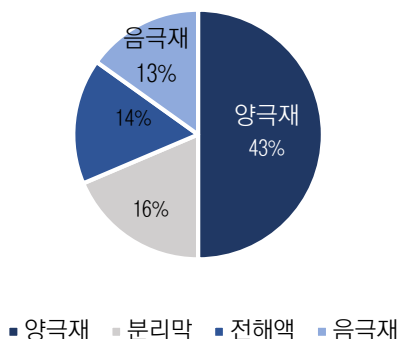
투자포인트 2: 에너지소재부문의 성장

폭발하는 양극재, 음극재 수요

국내 배터리 3사의
수주잔고 증가에 따
른 수혜 예상

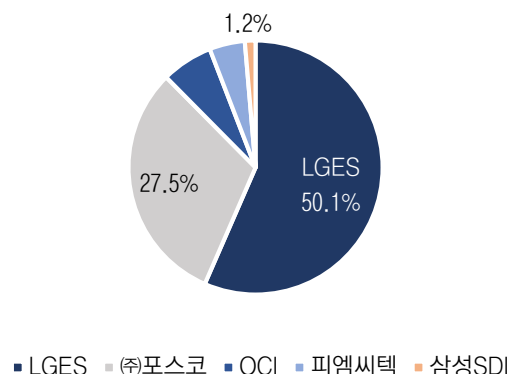
현재 전기차로의 전환속도가 가속화됨에 따라 국내 양극재, 음극재의 수요도 급격히 증가하고 있다. 동사의 에너지소재 부문 주요 판매처 중 하나인 LGES가 발표한 EV배터리 수주잔고는 350조원에 달한다. 해당 수주잔고에 일반적인 2차전지 원재료비 비중 65%, 양극재 비중 43%를 곱하면 약 98조원의 양극재 수요가 산출된다. 같은 방식으로 음극재도 29조가량의 매입규모가 예상된다. LGES는 3Q22기준 동사의 매출액 50.1%를 차지하는 주요 고객이므로 **LGES의 수주잔고 증가는 동사에게 분명한 호재이다.**

2차 전지 원재료비 비중



출처: RFS Team 5

3Q22 기준 매출액 기여도



출처: RFS Team 5, 포스코케미칼

국내 배터리 3사 수주 잔고

(단위 : 백억원)	수주잔고	양극재 예상 매입규모	음극재 예상 매입규모
LGES	35,000	9,783	2,958
SKON	27,000	7,547	2,282
삼성 SDI	12,000	3,354	1,014

출처: RFS Team 5

1) 양극재

IRA, 포스코케미칼의 전성시대

지난 8월에 발효된 IRA로 인해 중장기적으로 북미 지역 수요는 북미 제조시설에서의 공급이 필수적이게 되었다. 배터리 부품의 경우 23년 50%를 시작으로 29년에는 100%가 미국에서 생산되어야 하는 상황이다. 즉, 생산 비중이 가장 높은 양극재 기업이 완성차 기업 및 셀 기업들에게 가장 중요하다. IRA에서 요구하는 북미 생산 부품 비율이 27년까지 매년 10%씩 상승한다는 점을 고려할 경우 북미 생산 양극재에 대한 수요는 공급을 넘어설 가능성이 높다. 또한, IRA는 23년부터 미국 생산을 장려하고 있지만, 양극재 설비

가 착공 이후 완공까지 약 1.5~2년이 걸린다는 점을 감안하면 법안 시행 초기에는 요구 비율을 충족하기 어려울 것으로 예상된다. 이러한 측면에서 북미 지역 증설을 이미 진행하고 있으며, 미국 추가 증설을 검토 중인 동사의 수혜는 커질 수밖에 없다.

양극재 합작사 Ultium CAM 출범

양극재 중심으로 빠른 Capa 확대

미국은 2025년까지 배터리 핵심원료, 소재 등 기술력 있는 동맹국과의 협력을 통해 공급망 확충 및 자국내 기업, 인력 육성에 대한 투자 확대를 발표했다. 이에 따라 완성차 기업들은 내재화와 합작법인(JV)이라는 전략 갈림길에 서게 되었다. 다만 완성차 업계가 독자적으로 배터리 개발을 성공하는 것이 쉽지 않은 만큼 JV를 설립하는 모습이 보인다. 그리고 이런 트렌드는 소재업체까지 확대되고 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.

동사는 향후 전기차 시장을 주도할 새로운 성장시장을 미국으로 지목함에 따라 GM과의 협력을 강화했다. 22년 5월 GM과 캐나다 퀘벡주에 양극재 합작법인 **얼티엄캠(Ultium CAM)**을 설립해 연산 3만톤 규모의 하이니켈 양극재를 2025년부터 8년간 공급하는 계약을 체결했다. 또한, 지난 7월에는 GM과 양극재 공급 계약을 추가로 계약해 2023년부터 3년간 광양공장에서 생산한 하이니켈 양극재를 GM과 LG에너지솔루션 배터리 합작사인 **얼티엄셀즈(UltiumCells)**에 공급한다. 하이니켈 얼티엄셀즈 수주는 현재 양극재 출하량 중 70% 비중을 차지하는 N65 수주 대비 고수익 프로젝트라 할 수 있다.

현재 동사는 이번 연산 9만톤 광양공장과 연산 1만톤 구미공장, 5천톤 중국 절강포화 합작공장을 포함해 총 10만5천톤의 양극재 생산능력을 확보하게 되었다. 또한 6만톤 포항공장, 3만톤 중국 절강포화 공장, 3만톤 캐나다 GM합작공장도 추가로 건설하고 있다. 즉, 수익성이 높은 하이니켈 양극재 공급 확대에 따라 동사의 전체 양극재 부문 마진 개선이 기대되는 상황이다.

포스코케미칼 양극재 Capa 계획 (단위: 톤)

	2022	2023	2024	2025	2027	2030
전체	105,000	155,000	185,000	345,000	445,000	610,000
국내	100,000	130,000	130,000	170,000	180,000	210,000
구미	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
광양 - 1, 2	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
광양 - 3, 4	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
포항 - 5, 6		30,000	30,000	60,000	60,000	60,000
국내 추가 증설			10,000	10,000	20,000	50,000
해외	5,000	25,000	55,000	175,000	265,000	400,000
GM JV(캐나다)			30,000	30,000		
화유 JV(절강포화)	5,000	25,000	25,000	35,000		
미국				60,000		
유럽				30,000		
인도네시아				20,000		
해외 추가 증설						

출처: RFS Team 5, 포스코케미칼

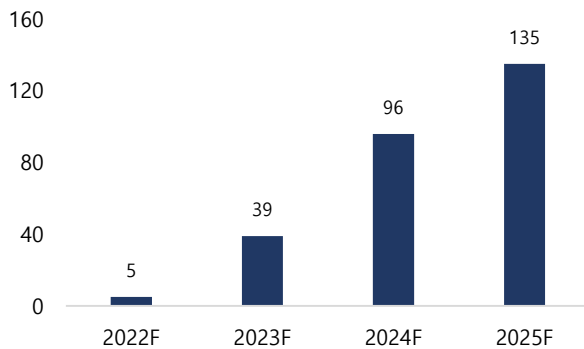
GM 생산량 증대: 포스코케미칼 밸류체인 수혜 전망

GM의 고성장 시작

동사와 함께하는 GM은 2023년이 기대되는 기업이다. 기존 GM의 전기차 모델은 Bolt EV로 라인업이 열악했다. 볼트는 전기차 플랫폼도 적용 안된 모델이며, 리콜 사태까지 겹쳐 수요도 부진했다. 다른 업체들은 원가부담으로 인해 전기차 가격을 인상하고 있음에도 GM은 오히려 볼트의 가격을 인하 하기도 했다. 그러나 양사 간 장기 공급계약을 통해 2023년 부터 **포스코케미칼은 하이니켈 양극재를 GM의 전기차에 탑재한다.** 얼티엄셀즈를 통해 험머 EV, 리릭, 실버라도EV와 브라이트드롭(BrightDrop)의 배송용 전기밴인 EV600 등 향후 출시될 다수의 전기차에 공급할 예정이다. 이는 IRA 법안이 통과되면서 보조금이 지급되는 시점과도 겹쳐 더욱 호재다. GM은 2025년 북미에만 100만대, 글로벌 전역에 200만대의 전기차 판매를 목표로 하고 있다. 향후 GM이 전기차 사업을 확대하면서, 리튬, 니켈, 흑연 등의 원료 경쟁력과 글로벌 양산능력을 보유한 동사와의 협력은 더욱 공고해질 것으로 보인다.

GM북미 지역 하이니켈 양극재 수요량 전망

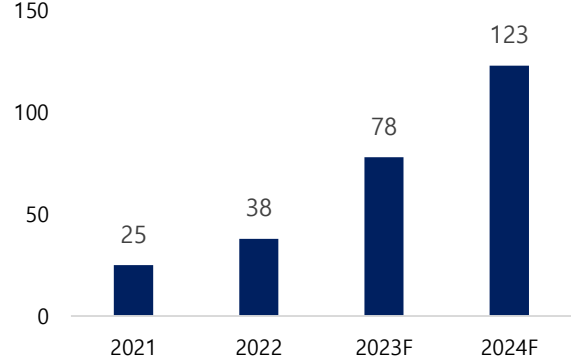
(단위: 천 톤)



출처: RFS Team 5, SNE리서치

포스코 케미칼 양극재 출하량 전망

(단위: 천 톤)



출처: RFS Team 5, 포스코케미칼

2) 음극재

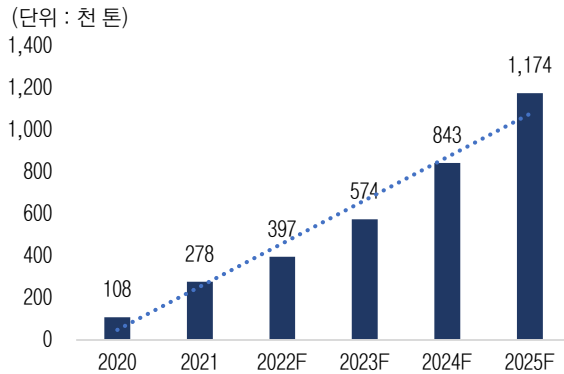
북미의 음극재 탈중국 대안 1순위

북미를 포함한 글로벌 음극재 수요 증가와 탈중국화 추세도 눈여겨 봐야한다. 현재 글로벌 음극재 시장은 중국의 ZICHEON, BTR, SHANSHAN 등이 주도한다. IRA를 시작으로 탈중국에 힘쓰는 미국은 음극재의 대체 공급처로 일본의 히타치와 동사를 꼽는다.

북미 음극재 수요 증가에 최적인 동사

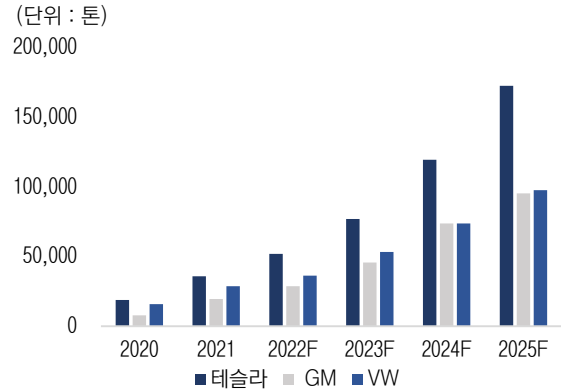
일본은 전기차 시장의 후발주자로서 EV 생산량 자체가 굉장히 적고, 판매량 10위 안에 드는 기업은 프랑스의 르노 중심의 르노닛산 정도이다. 도요타의 자동차 시장 점유율을 고려해보면 굉장히 미약한 수준이다. 이에 일본은 음극재를 포함한 2차전지 원재료들을 유출하지 않고 자국 내에서 활용하려는 움직임을 보인다. 따라서 미국시장 내 3대 전기차 판매 기업들은 동사 위주의 음극재 수급 포트폴리오를 구성할 것이다.

글로벌 BEV 음극재 수요전망



출처 : RFS Team5

북미 EV시장 주요 3사 음극재 수요전망



출처 : RFS Team5

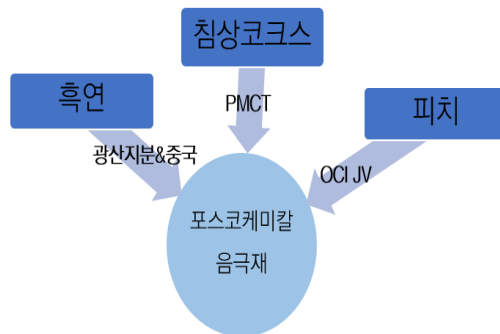
흑연 음극재는 무조건 Q가 중요

음극재 생산에 필요한 천연흑연과 인조흑연은 대부분 품질 편차가 적기 때문에 셀 업체들은 단가가 낮은 제품을 선호한다. 즉 음극재는 고품질을 대변하는 P보다는, 양산 능력을 갖춰 Q로 승부를 봐야한다.

음극재도 수직계열화

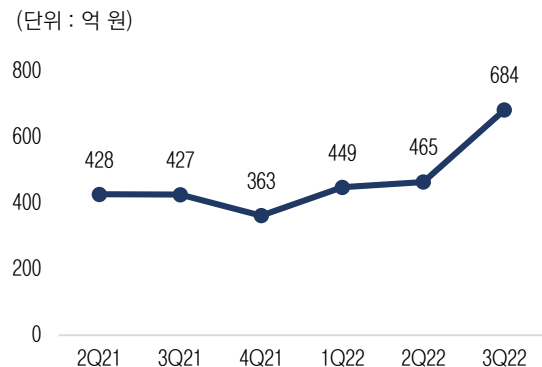
양산 능력을 갖추기 위해선 중국의 원료 의존도를 낮춰야하는데, 동사는 음극재의 핵심 원료인 흑연을 시작으로 침상코크스와 피치 공급망까지 안정적이다. 21년 1월 포스코홀딩스가 탄자니아 흑연 광산을 보유한 블랙록 마이닝의 지분 15%를 인수하며 흑연을 직접 공급받고 있다. 또한 자회사 피엠씨텍에서 침상코크스를 직접 제공받고 OCI와의 합작법인을 통해 중간소재인 피치까지 내재화에 성공했다.

동사의 음극재 원료 수급라인



출처 : RFS Team 5 자체제작

음극재 매출액 추이



출처 : RFS Team 5, 포스코케미칼

준비된 음극재 CAPA

동사는 포항공장에서 생산되는 인조흑연 CAPA는 8천으로 현재 고객사 부품승인 진행중에 있고, 23년 상반기부터 양산예정이다. 인조흑연 음극재 CAPA는 25년 말 6.2만, 30년 말 15만까지 증설을 이어갈 계획이다. 한편 동사는 세종공장을 통해 천연흑연도 현재 7.4t을 확보하고 있으며, 저팽창 천연흑연 설비로 변경하여 꾸준히 증설하고 있다. 25년까지 10만6천, 30년까지 14만6천톤까지 증설예정으로 천연흑연 시장에서도 경쟁력을 확보하고 있다.

현재 배터리 용량 평균치인 60kwh 배터리 탑재 기준, 흑연 음극재 1천당 약 2만6천대의 배터리 수요를

충당한다. 이 점을 미루어 보면 동사의 음극재 CAPA는 늘어나는 전기차 수요에 적절히 대응할 수 있다. 따라서 양산 설비를 잘 갖춘 동사는 Q를 활용한 경쟁력 확보가 가능하다.

포스코케미칼 음극재 Capa 계획 (단위: 톤)

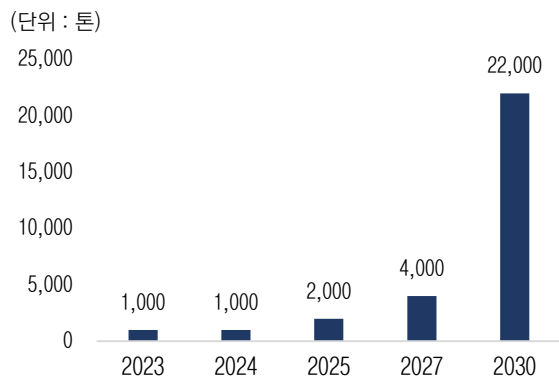
	2022	2023	2024	2025	2027	2030
전체	82,000	103,00	139,000	170,000	232,000	320,000
천연 흑연	74,000	86,000	96,000	106,000	126,000	146,000
세종 - 1	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000
세종 - 2	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
증설	3,000	15,000	25,000	35,000	55,000	75,000
인조 흑연	8,000	16,000	42,000	62,000	102,000	152,000
포항	8,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
해외			26,000	46,000	86,000	136,000

출처: RFS Team 5, 포스코케미칼

중장기는 실리콘으로 대응

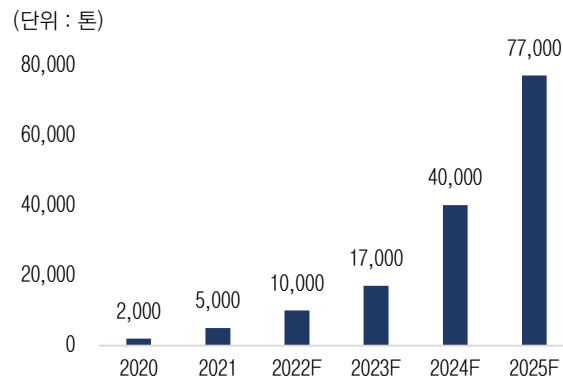
한편 동사는 2030년까지 실리콘 음극재 2만2천t 생산을 목표로 연구를 진행중이다. 현재 실리콘 음극재는 흑연 음극재보다 약 1.7배 비싸기 때문에 가격탄력성이 낮은 소수의 프리미엄 전기차에만 적용된다. 하지만 실리콘 음극재는 에너지 밀도를 대폭 늘려 충전속도를 20~30%까지 단축시켜주기 때문에 향후 상용화 대상이다. 동사의 CAPA 계획은 중장기 성장동력인 실리콘 음극재까지 잘 대비하고 있음을 보여준다.

포스코케미칼 실리콘 음극재 CAPA



출처: RFS Team 5, 포스코케미칼

글로벌 실리콘 음극재 수요전망



출처: RFS Team 5

IV. Valuation

포스코케미칼의 확정된 Capa 기반의 기업가치평가법은 미래의 현금흐름을 추정하는 DCF Valuation 기법이 적합하다고 판단한다. 동사는 국내 유일의 양극 및 음극재를 생산하는 기업으로, 상대가치법을 활용하기 위한 합리적인 비교 대상을 찾기 어렵다. 또한 포스코홀딩스에서 동사로 이어지는 수직계열화의 프리미엄 정당성을 확인하기 위해, 실질적인 미래 현금흐름을 추정해볼 필요가 있다.

동사의 높은 밸류에이션 우려에 대해, 본 리포트에서는 추가적인 Capa 가능성을 역설하는 바, 타겟 기업의 여러 측면에서의 미래 현금흐름을 창출할 수 있는 Bull case 가능성도 점검한다.

1) Base case

Base 추정은 이미 확정된 Capa 물량을 기반으로 추정한다.

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Revenue	1,483.8	1,566.2	1,989.5	6,953.9	8,159.7	10,042.0	16,153.6	19,855.3	24,354.6	27,078.9	29,880.5	32,994.0
1. 에너지	219.0	533.3	851.8	5,641.2	6,821.4	8,601.1	14,450.1	18,403.2	22,829.9	25,477.9	28,199.4	31,228.9
1) 양극재 (N65, N8X)				5,187.6	6,222.8	7,782.0	13,371.8	16,860.8	20,799.0	22,940.3	25,081.6	27,881.7
> Q (톤)				89,250.0	111,750.0	135,250.0	223,250.0	281,500.0	347,250.0	383,000.0	418,750.0	465,500.0
> ASP (KRW)				58,124,730.2	55,685,227.0	57,537,818.1	59,896,294.8	59,896,294.8	*****	59,896,294.8	59,896,294.8	59,896,294.8
2) 전연료				362.4	454.4	497.8	550.9	609.2	663.6	708.5	748.0	784.9
> Q (톤)				62,900.0	68,300.0	76,550.0	86,050.0	95,150.0	103,650.0	110,665.0	116,840.0	122,590.0
> ASP (KRW)				5,762,159.1	6,652,355.8	6,502,302.6	6,402,267.2	6,402,267.2	6,402,267.2	6,402,267.2	6,402,267.2	6,402,267.2
3) 연공작업				91.2	144.3	321.3	527.3	770.3	1,133.4	1,336.4	1,534.6	1,704.6
> Q (톤)				6,800.0	10,400.0	23,700.0	39,500.0	57,700.0	84,900.0	100,100.0	114,950.0	127,680.0
> ASP (KRW)				13,407,869.3	13,871,900.0	13,559,000.0	13,350,400.0	13,350,400.0	*****	13,350,400.0	13,350,400.0	13,350,400.0
4) 실리온음극재				450.0	39.1	55.1	108.6	162.9	233.9	492.8	835.2	857.8
> Q (톤)				86,782,500.0	84,825,000.0	83,520,000.0	83,520,000.0	83,520,000.0	*****	83,520,000.0	83,520,000.0	83,520,000.0
> ASP (KRW)												
2. 기타 (내화물, 라임화성 등)	1,264.8	1,033.0	1,137.8	1,194.7	1,254.4	1,317.1	1,383.0	1,452.1	1,524.7	1,601.0	1,681.0	1,765.1
EBIT	89.9	60.3	121.7	480.0	755.8	1,011.4	1,814.7	2,230.6	2,736.0	3,042.1	3,356.8	3,706.6
OPM (%)	6.1%	3.8%	6.1%	6.9%	9.3%	10.1%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
(-) Tax	11.8	5.0	12.3	54.8	86.3	115.7	203.3	249.8	306.4	340.7	376.0	415.1
Tax / EBIT (%)	13.1%	8.3%	10.1%	11.4%	11.4%	11.4%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
NOPLAT	78.1	55.3	109.4	425.2	669.6	895.7	1,611.5	1,980.8	2,429.6	2,701.4	2,980.9	3,291.5
(+) Depreciation	41.9	60.1	75.0	116.7	226.1	348.6	509.8	509.8	509.8	509.8	509.8	509.8
(+) Amortization	2.0	4.3	6.2	6.8	10.6	14.7	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3
(-) CAPEX	306.0	239.7	541.6	1,510.6	1,787.4	2,401.9	2,483.9	541.6	541.6	541.6	541.6	541.6
(-) NWC 변동	0.0	106.5	897.1	-0.1	252.6	369.6	1,184.0	468.3	528.6	467.2	545.0	593.8
Free Cash Flow (FCFF)	-184.0	-226.5	-1,248.2	-961.9	-1,133.7	-1,512.6	-1,527.3	1,499.9	1,888.5	2,221.7	2,423.3	2,685.1
PV of FCFF				-953.5	-1,029.8	-1,259.0	-1,164.9	1,048.3	1,209.5	1,303.8	1,303.2	1,323.2

	Historical			Forecast			
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
[Income Statement]							
(단위: 십 억원)							
Revenue	1,483.8	1,566.2	1,989.5	6,953.9	8,159.7	10,042.0	16,153.6
COGS	1,317.2	1,421.8	1,751.4	6,104.6	6,963.3	8,479.9	13,466.3
매출총이익	166.5	144.4	238.1	849.3	1,196.4	1,562.1	2,687.3
GPM (%)	11.2%	9.2%	12.0%	12.2%	14.7%	15.6%	16.6%
SG&A	76.7	84.1	116.4	369.3	440.5	550.7	872.6
EBIT	89.9	60.3	121.7	480.0	755.8	1,011.4	1,814.7
OPM (%)	6.1%	3.8%	6.1%	6.9%	9.3%	10.1%	11.2%
이자수익	1.5	1.8	17.6	19.4	51.8	92.0	113.1
이자비용	3.2	6.9	9.2	20.6	44.4	74.4	108.0
기타수익/(비용)	24.8	-20.4	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9
EBT	113.0	34.7	146.0	494.7	779.2	1,044.9	1,835.8
법인세	11.8	5.0	12.3	54.8	86.3	115.7	203.3
세율 (%)	10.4%	14.4%	8.4%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
당기순이익	101.2	29.7	133.8	440.0	692.9	929.2	1,632.6
OPM (%)	6.8%	1.9%	6.7%	6.3%	8.5%	9.3%	10.1%

	Historical			Forecast			
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
[Balance sheet]							
(단위: 십 억원)							
Total Asset	1,730.1	2,088.1	3,922.5	6,353.7	8,838.1	12,023.0	16,405.8
유동자산	649.6	810.6	2,084.2	3,128.3	4,062.0	5,208.2	7,636.3
현금 및 현금성	36.7	121.7	72.3	315.2	775.7	1,185.9	1,234.9
단기금융상품	5.4	4.9	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8
매출채권	211.3	276.8	240.9	1,003.1	1,185.0	1,455.4	2,323.3
재고자산	188.4	186.6	440.6	836.2	953.9	1,161.6	1,844.7
기타유동자산	207.8	220.6	1,313.7	957.0	1,130.6	1,388.5	2,216.6
비유동자산	1,080.5	1,277.4	1,838.3	3,225.4	4,776.1	6,814.7	8,769.5
PPE	755.3	931.9	1,458.9	2,826.6	4,356.9	6,372.0	8,285.3
무형자산	15.0	31.4	34.0	53.5	73.9	97.4	139.0
기타비유동자산	310.2	314.1	345.3	345.3	345.3	345.3	345.3
Total Liability	723.8	1,064.4	1,484.1	3,557.3	5,478.0	7,884.3	11,219.2
유동부채	250.7	220.6	634.6	1,435.9	1,656.6	2,022.9	3,218.0
매입채무	199.4	186.6	347.2	978.5	1,116.2	1,359.3	2,158.6
기타유동부채	51.2	34.1	287.4	457.4	540.4	663.6	1,059.4
비유동부채	473.2	843.8	849.4	2,121.4	3,821.4	5,861.4	8,001.2
사채	249.3	567.7	647.4	1,919.4	3,619.4	5,659.4	7,799.2
기타비유동부채	223.9	276.1	202.0	202.0	202.0	202.0	202.0
Total Equity	1,006.3	1,023.6	2,438.4	1,494.3	2,058.0	2,058.0	2,058.0
이익잉여금	773.5	778.9	897.5	1,255.5	1,819.3	1,819.3	1,819.3
기타자본	232.8	244.7	1,540.9	238.8	238.8	238.8	238.8

	Historical			Forecast			
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
[Cash Flow statement]							
영업활동현금흐름	62.8	38.3	103.0	563.5	677.1	922.8	977.7
Net income	101.2	29.7	133.8	440.0	692.9	929.2	1,632.6
Depreciation	41.9	60.1	75.0	116.7	226.1	348.6	509.8
Amortization	2.0	4.3	6.2	6.8	10.6	14.7	19.3
N.W.C (증가)/감소		-106.5	-897.1	0.1	-252.6	-369.6	-1,184.0
기타 영업활동현금흐름	-82.3	50.6	785.2	0.0	0.0	0.0	0.0
투자활동현금흐름	-464.7	-254.3	-1,675.0	-1,510.6	-1,787.4	-2,401.9	-2,483.9
CAPEX - 유형	-308.7	-242.6	-551.9	-1,484.4	-1,756.4	-2,363.7	-2,423.0
CAPEX - 무형	2.8	2.9	10.3	-26.2	-31.0	-38.2	-60.9
기타투자활동현금흐름	-158.7	-14.6	-1,133.3	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	318.2	302.0	1,521.9	1,190.0	1,570.9	1,889.3	1,555.2
사채 차입 (증가)	250.0	331.3	199.4	1,500.0	1,800.0	2,100.0	2,100.0
사채 상환 (감소)	0.0	0.0	0.0	-228.0	-100.0	-60.0	-260.2
보통주 배당	-23.7	-24.7	-18.5	-82.0	-129.1	-150.7	-284.6
자사주매입	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동현금흐름	91.9	-4.5	1,341.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금계정 순변화	-83.7	86.0	-50.1	242.9	460.5	410.2	49.0

DCF Valuation	
EV(단위: 십억원)	24,586.2
1)PV of FCFF(위)	1,780.8
2)PV of terminal value	22,805.5
Terminal value	46,279.3
Equity value(단위: 십억원)	23,513.4
(-)순차입액	1,072.8
이자부부채	1,283.4
이자부자산	210.5
한 주당 가치(단위: 원)	303,543.0
유통주식수 (단위: 천 주)	77,463

2) Bull Case

전술한 투자포인트를 종합하면, 이미 확정된 Capa 외에 동사의 추가적인 수주 확대 가능성은 의심의 여지가 없다. 지난 달, 포드와 포스코그룹의 비공개회담에서 대규모 양극재 공급 계약과 관련된 보도가 있었다. 아직 확정된 사안은 없으나, 추가 수주에 대한 합리적 추론을 할 만한 내용이다. 포드와 SK온으로 이어지는 이차전지 밸류체인은 에코프로비엠사가 상당 부분 수주할 것으로 예상된다. **하지만, 독보적 수직계열화를 구축한 포스코케미칼도 일정 물량을 소화할 것이라고 추정할 수 있다.** IRA 법안의 본격적인 발효가 이뤄지는 23년부터, 글로벌 완성차 업체와 이차 전지업체들의 공급망 다변화가 시급한 지금, 동시 발 추가적인 케파를 상정하는 게 무리는 아닐 것이다.

따라서, 국내 이차전지 2사(LGES 제외)의 이미 확정된 수주잔고를 바탕으로 자동차 대수를 추정하고 필요 양극재 및 음극재 CAPA를 산출한다. 평균적으로 전기차 1대에 75kwh 배터리 용량이 탑재되며, 향후 출하될 SKON과 삼성SDI 북미 배터리 CAPA를 75kwh를 기준으로 나누어 EV 환산 대수를 구하였다. 통상적으로 전기차 한 대당 120kg의 양극재가 들어가며 1kg당 양극재의 가격은 58,125원이다. 따라서 한 대당 6,975,000원 수준의 매출이 발생된다. 원 소재 공급망을 가장 잘 갖추고 있는 동사는 고객사 확대 가능성이 가장 높다고 판단하여, SKON과 삼성SDI의 북미향 M/S를 최소 20% 가정한다.

국내 배터리 업체 복미 CAPA				
(단위: Gwh)	2022A	2023F	2024F	2025F
SKON	10	22	65	108
삼성SDI	0	0	20	50

EV 환산대수 > 보통 전자동차 1대는 평균 75Kwh의 배터리가 탑재됨				
(단위: 대)	2022A	2023F	2024F	2025F
SKON	133,333	293,333	866,667	1,440,000
삼성SDI			266,667	666,667

양극재 Capa 환산 > 1대당 0.12T				
(단위: 톤)	2022A	2023F	2024F	2025F
SKON	16,000	35,200	104,000	172,800
삼성SDI	0	0	32,000	80,000

음극재 Capa 환산 > 1대당 0.06T				
(단위: 톤)	2022A	2023F	2024F	2025F
SKON	8,000	17,600	52,000	86,400
삼성SDI	0	0	16,000	40,000

소재 ASP				
(단위: ₩/톤)	2022A	2023F	2024F	2025F
양극재	58,124,730	53,506,030	55,810,372	58,881,346
음극재	6,526,730.00	7,598,683	8,167,033	8,577,579

SK ON+삼성SDS 총매출				
(단위: 십 억원)	2022A	2023F	2024F	2025F
양극재	929.99568	1883.412263	7590.210551	14885.20432
음극재	52.21384	133.7368253	555.3582428	1084.20594

추가 예상 매출 5% 추가 점유율 상정				
(단위: 십 억원)	2022A	2023F	2024F	2025F
양극재	185.999136	376.6824526	1518.04211	2977.040864
음극재	10.442768	26.74736506	111.0716486	216.841188

DCF Valuation	
EV	30,392.9
1)PV of FCFF(위)	2,835.5
2)PV of terminal value	27,557.4
Terminal value	55,922.4
Equity value	29,320.1
(-)순차입액	1,072.8
이자부부채	1,283.4
이자부자산	210.5
한 주당 가치(단위: 원)	378,503.0
유통주식수 (단위: 천 주)	77,463

편집 상 공백을 위해 남겨둔
페이지입니다.