

## IRA 세부 내용 발표: 나무가 아닌 숲을 보자

김철중 chuljoong.kim@miraeasset.com

최유진 choi.yoojin@miraeasset.com

## IRA 세부 내용 발표

## IRA 세부 내용 발표: 한국 배터리 밸류체인 Win!

- 지난 금요일 IRA 세부 내용 발표. 한국 배터리 밸류체인에 긍정적인 결과
- 시장의 관심은 1) 소비자 Credit 획득을 위한 배터리/소재 생산지 요건과 2) AMPC(생산 인센티브) 구체화 여부였음. 1)은 북미 생산 가능한 전기차 업체 및 한국 배터리 밸류체인에 긍정적인 결과로 판단하며, 2)는 6~8월로 세부 내용 발표가 소폭 연기된 것으로 파악. 각 전기차 모델 별 Tax Credit에 대한 결정은 해당 법안이 시작되는 4월 18일 전에 발표될 것으로 예상

## 여전히 좋은 양극재

## (Constituent materials)

: 증설 방향 미국 → 한국으로  
선화. 하던 대로 잘 하면 된다

## 여전히 좋은 양극재: 하던 대로 잘 하면 된다

- 배터리 원가의 큰 부분을 차지하는 양/음극재 등 핵심 소재가 ‘Constituent materials’에 포함되어 한국 등 FTA 국가에서 양/음극재를 생산하더라도 전기차 구매 Tax Credit 획득이 가능해짐
- 양/음극재 외 Constituent materials로 포함된 소재는 Foil(동박, 알루미늄박), 바인더, 전해액 원재료(염, 용매, 전해액 첨가제) 등
- 향후 양/음극재, 동박, 알루미늄박, 바인더, 전해액 원재료의 증설 방향성이 미국 → 한국 등 FTA 국가로 전환될 것으로 보이며, 이는 단위당 Capex 축소 관점에서 긍정적으로 해석 가능. 또한 추출, 가공의 과정에 따라 Value를 계산하기에 수직계열화가 잘 되어있는 한국 밸류체인에게 우호적인 환경 조성될 것으로 전망

## 더 급해진 부품(Components)

## 전해액, 분리막

## 전해액, 분리막 등은 배터리 부품에 포함 → 미국 증설 필수적

- 배터리 부품으로 분류된 제품의 경우, 보조금 획득을 위해서는 미국 증설이 필수적이 되었으며 오히려 양/음극재 대비 중장기 수급 Shortage 가능성 확대
- 배터리 부품으로 분류된 제품은 배터리 셀/모듈, 분리막, 전해액 등. 단위 당 CAPEX가 상향되기 때문에 소재 업체 입장에서 더 긴 시계열의 물량 바인딩이 필수적인 상황

## 글로벌 OEM, 북미 내 EV 조립

## 확대 가속화

## EV 북미 조립 요건은 완화 X. GM/Ford/Tesla/VW 등 단기 수혜

- EV 북미 조립 요건은 기존 유지. 북미 제조된 EV에 한하여 보조금 제공. 단기적으로 북미 제조 설비가 있는 GM/Ford/Tesla/VW/미국 스타트업들의 상대적인 수혜 예상
- 중장기 관점에서 글로벌 OEM 업체들의 북미 EV 신규 및 전환 투자 가속화 전망

## 한국 배터리 셀

## 북미 LFP 증설 가속화될 것

## 한국 배터리 셀, 북미 LFP 증설 가속화 전망

- 글로벌 EV 산업의 Key는 1) 보호 무역 주의, 2) EV 시장 점유율 경쟁으로 요약. 보호 무역 주의 확대 + EV 시장 점유율 경쟁 가속 = 한국 배터리의 LFP 투자 확대의 결과로 이어질 것으로 판단
- OEM들은 시장 점유율 확대를 위해 중저가형 차량으로의 세그먼트 확대는 필수적인 상황. 고객사들의 LFP 배터리 채용 니즈는 높아지고 있지만, 보호무역주의 확대로 중화권 업체와의 협력에는 여전히 불확실성 존재
- 최근 LG에너지솔루션 북미 ESS 투자(3조원, 16Gwh)에 주목. 미국 내 다수의 EV/ESS 고객사들의 한국 LFP 배터리에 대한 니즈가 높아질 것으로 판단

## IRA 세부 내용 발표: 한국 배터리 밸류체인 최대 수혜

미국 정부는 지난 3월 31일(금요일) IRA 세부 내용 발표하였다. 시장의 관심은 1) 소비자 Credit 획득을 위한 배터리/소재 생산지 요건과 2) AMPC(생산 인센티브) 구체화 여부였다. 결론적으로 1)은 한국 배터리 밸류체인에 긍정적인 결과로 판단하며, 2)는 2~3분기로 세부 내용 발표가 소폭 연기된 것으로 파악한다. 각 전기차 모델 별 Tax Credit에 대한 결정은 해당 법안이 시작되는 4월 18일 전에 발표될 것으로 예상된다.

## 여전히 좋은 양극재: 하던 대로 잘 하면 된다

배터리 원가의 큰 부분을 차지하는 양/음극재 등의 소재가 ‘Constituent materials’에 포함되어 한국 등 FTA 국가에서 양/음극재를 생산하더라도 전기차 구매 Tax Credit 획득이 가능해졌다. 양/음극재 외 ‘Constituent materials’로 포함된 소재는 Foil(동박, 알루미늄박), 바인더, 전해액 원재료(염, 용매, 전해액 첨가제)등 이다. FTA 국가로 지정된 지역은 한국, 호주, 칠레, 멕시코, 캐나다, 콜롬비아, 코스타리카, 도미니카공화국, 엘살바도르, 과테말라, 온두라스, 니카라과, 파나마, 페루, 이스라엘, 요르단, 바레인, 모로코, 오만, 싱가포르 등 20개국과 최근 IRA협정을 체결한 일본이 포함되었다.

미국 정부 입장 해당 소재들을 ‘광물’에 포함시킨 이유는 ‘당장’ 해당 소재의 생산지를 미국으로 한정해버릴 경우, 소비자 Tax Credit을 획득할 수 있는 전기차 모델이 감소하기 때문인 것으로 추정된다. 특히 미국 OEM인 GM/Ford 등도 해당 소재들이 북미 생산으로 당장 한정되어버릴 경우 보조금 축소의 리스크가 있었던 상황이었기 때문이다.

IRA 세부 내용 확정에 따라 양/음극재, 동박, 알루미늄박, 바인더, 전해액 원재료의 증설 방향성은 미국 → 한국으로 전환될 것으로 보이며, 이는 단위당 Capex 축소라는 관점에서 긍정적이다. 또한 추출, 가공의 과정에 따라 Value를 계산하기에 수직계열화가 잘 이루어지고 있는 해당 소재들의 밸류체인에게 우호적인 환경이 조성될 것으로 전망한다. 단, 중화권 경쟁사들의 FTA 국가로의 투자 확대 여부는 지속 확인 필요할 것으로 판단한다.

관련 밸류체인: 양극재(에코프로비엠, 포스코케미칼, 엘엔에프, LG화학, 코스모신소재), 음극재(포스코케미칼 등), 동박(SKC, 롯데에너지머티리얼즈, 솔루스첨단소재), 알루미늄박(삼아알미늄, 조일알미늄, 롯데알미늄 등), 바인더(켄트로스), 전해액 원재료(후성, 천보, 켄트로스, 덕산테크피아 등)

### 그림 1. 양/음극재 등 배터리 광물에 포함 → Tax Credit 제공을 위해 핵심 원재료 생산지 FTA 국가로 확대

Proposed §1.30D-3(c)(6) would define “constituent materials” as materials that contain applicable critical minerals and are employed directly in the manufacturing of battery components. Constituent materials could include, but would not be limited to, powders of cathode active materials, powders of anode active materials, foils, metals for solid electrodes, binders, electrolyte salts, and electrolyte additives, as required for a battery cell. The definition of constituent materials describes the materials that distinguish the steps of extraction, processing, and recycling of critical minerals from the

자료: IRA, 미래에셋증권 리서치센터

### 더 급해진 전해액, 분리막: 최소한의 보호장치 필요 → 화재 발생 가능성 높음

배터리 셀, 모듈, 전해액, 분리막 등은 배터리 부품(Components)에 포함되어, 보조금 획득을 위하여 미국 내 증설이 필수적인 상황이 되었다. 배터리 셀, 모듈은 OEM들과의 JV라는 일종의 보호장치를 통해 증설이 진행되고 있어서 투자나 수급 상의 문제는 제한적일 것으로 판단된다.

전해액, 분리막의 중장기 수급 Shortage 가능성이 확대되었다고 판단한다. 1) 북미 증설의 경우 타 지역 대비 큰 규모의 CAPEX가 소요되며, 2) 인건비, 전력비 등 유틸리티 비용 상승도 동반된다. 3) 중국 경쟁사들의 공격적인 증설도 타 지역 대비 제한적이다.

어렵지만 누군가는 해야 한다. 한국 밸류체인들은 해당 리스크에도 불구하고 미국 진출을 검토 중이다. 단, 이러한 리스크들로 인하여 과거와 달리 새로운 보호장치가 필요할 것으로 판단한다. 주요 보호장치는 1) 고객사들과의 JV 혹은 2) 과거대비 긴 시계열의 중장기 공급 계약의 형태일 것으로 예상된다.

관련 밸류체인: 전해액(엔켄, 동화일렉, 솔브레인홀딩스), 분리막(SKIET, WCP)

#### 그림 2. 배터리 셀, 모듈, 전해액, 분리막은 배터리 부품에 포함 → 미국 내 증설 필수적

Proposed §1.30D-3(c)(5) would define “battery component” as a component that forms part of a battery and which is manufactured or assembled from one or more components or constituent materials that are combined through industrial, chemical, and physical assembly steps. Battery components would include, but not be limited to, a cathode electrode, anode electrode, solid metal electrode, separator, liquid electrolyte, solid state electrolyte, battery cell, and battery module. Constituent

자료: IRA, 미래에셋증권 리서치센터

### 글로벌 OEM, 북미 내 EV 조립 확대 가속화

EV 북미 제조 요건은 완화되지 않아 북미 내 제조 설비가 없는 OEM의 경우 단기적으로 4월 18일 이후 Tax Credit이 감소할 것으로 판단한다. 반면 북미 제조시설을 기 보유하고 있는 GM/Ford/Tesla/VW 등은 광물 요건이 충족될 경우 최대 7,500달러의 Tax Credit을 지속적으로 획득할 수 있게 되었다. 해당 OEM들의 단기적인 손해가 예상된다. 다만 중장기 관점에서 제조시설이 없는 글로벌 OEM 업체들의 북미 EV 신규 및 전환 투자는 가속화될 것으로 전망한다.

## 한국 배터리 셀: 북미 LFP 증설 가속화될 것

최근 글로벌 EV 산업의 Key는 1) 보호 무역 주의 강화, 2) EV 시장 점유율 경쟁으로 요약할 수 있다. 보호 무역 주의 강화 + EV 시장 점유율 경쟁 가속 = 한국 배터리의 LFP 투자 확대의 결과로 이어질 것으로 판단한다.

글로벌 OEM들은 시장 점유율 확대를 위해 중저가형 차량으로의 세그먼트 확대는 필수적인 상황이다. LFP 배터리 채용 니즈는 높아지고 있지만, 보호무역주의 확대로 중화권 업체와의 협력에는 여전히 불확실성이 존재한다. 최근 LG에너지솔루션의 북미 ESS LFP 투자(3조원, 16Gwh)에 주목하며, 특히 미국 내 다수의 EV/ESS 고객사들의 한국 LFP 배터리에 대한 니즈가 높아질 것으로 판단한다.

국내 배터리 셀 업체들의 LFP 북미 투자 확대 시에도 보조금 획득 조건을 충족하기 위해서는 중국 소재 사용은 제한될 것으로 보인다. 향후 관전 포인트는 1) LFP 양극재 선발 공급 업체, 2) 하이니켈 대비 LFP에서의 kwh 당 사용량이 많은 전해액 등의 타 소재 수급 여부이다. 기존 프로젝트만으로도 타이트했던 한국 소재 업황은 한국 셀 업체들의 LFP 투자 확대 시 보다 더 타이트해 질 것으로 판단한다. 증설을 위한 자금 조달, 자금 조달을 위한 최소한의 보호장치(JV or 중장기 공급계약)는 양극재 외 타 소재에서도 일반화될 것으로 판단한다.

## 투자 전략: 본 게임은 지금 시작. 나무가 아닌 숲을 보자

나무가 아닌 숲을 보는 투자 전략이 필요한 시점이다. 한국 배터리 섹터 바스켓 매수 의견을 유지하며, 보유하고 있는 종목 외 타 소재로의 포트폴리오 확대 전략이 유효하다는 판단이다.

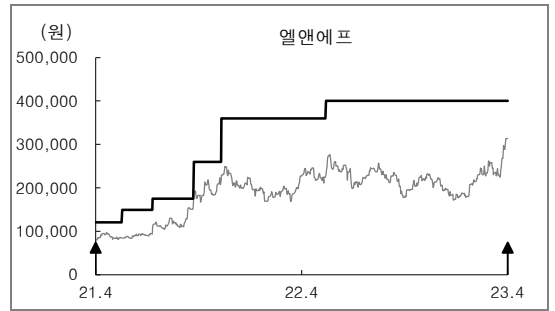
IRA 세부 내용 발표로 양/음극재, 동박, 전해액 원재료 등은 한국 내 증설이 가능해지며 CAPEX 부담없는 안정적인 성장이 가능할 것으로 예상된다. 배터리 셀/모듈, 분리막 등은 각 종 리스크에도 불구하고 북미 투자를 진행하여야 하며, 이를 위한 최소한의 보호장치(JV or 중장기 공급계약)라는 화재 발생 가능성이 높아졌다고 판단한다.

단기적으로는 소외되었던 밸류체인에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 특히 양극재의 경우 보수적인 북미 투자 및 수직 계열화의 이슈로 저평가 되어있는 엘앤에프를 추천한다. 또한 최근 양극재 대비 성과가 좋지 않았던 전해액, 분리막, 동박 밸류체인에 대한 관심도 필요한 시점이다. LFP 투자 확대에 따라 양극재 외 타 소재의 중장기 수급 역시 타이트해 질 것으로 판단한다.

배터리 셀의 경우, 금번 IRA 세부 내용 발표에 AMPC(생산 인센티브) 내용이 연기된 점은 아쉽지만, 금번 발표로 가장 급해진 것은 OEM이라는 점에 주목할 필요가 있다. IRA 세부 내용 발표 이후 글로벌 OEM들과 준비하고 있었던 JV 등 신규 투자 건의 구체적인 내용이 확정될 것으로 예상하며, 나아가 중저가 모델 출시 + ESS 용 배터리 확보를 위한 고객들의 LFP 배터리 증설 요청이 빈번해 질 것으로 판단한다. AMPC에 대한 세부 내용은 6~8월 중 구체화될 것으로 판단한다.

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프 (066970)				
2022.05.16	매수	400,000	-	-
2021.11.12	매수	360,000	-42.30	-30.75
2021.09.24	매수	260,000	-25.11	-14.31
2021.07.13	매수	175,000	-31.27	-9.09
2021.05.20	매수	149,075	-39.97	-36.27
2021.03.30	매수	120,222	-27.61	-18.72



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

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

\* 2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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