



2차전지 (OVERWEIGHT)

시대61 – 피노 강세와 LFP 양극재 탈중국 공급망 이슈

- 유상증자와 함께 탈중국 공급망 수혜 기대감으로 주가 급등한 피노
- 유증에도 FIE일 피노, 최대주주 변경에도 실효 지배 우려되는 씨애플신소재
- AMPC 적격 요건을 위한 피노 지분율 변화 가능성과 한국 LFP 양극재 관심

WHAT'S THE STORY?

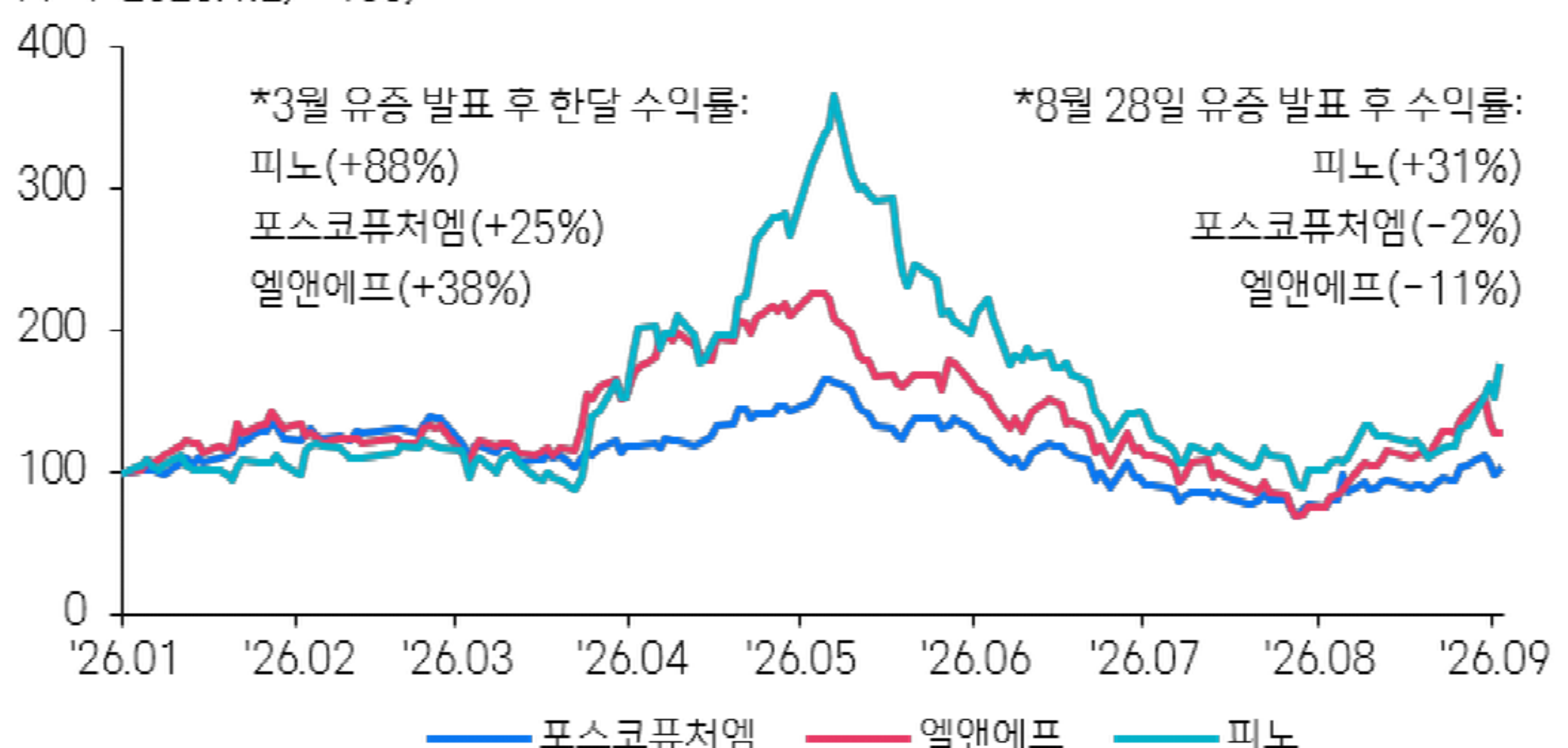
들어가는 글: 시대(시장과의 대화) 예순 한 번째 주제는 미국 ESS 수요와 탈중국 공급망 이슈가 시간이 갈수록 부각되는 가운데, 피노의 주가 급등 배경과 한국 LFP 양극재 생태계에 시사하는 바를 다루고자 합니다. 피노는 중국 기업을 대주주로 두고 있으면서, 올해 들어 연거푸 유상증자를 통해 지분을 희석하고 있습니다. 한편 피노는 한국 기업과 합작을 통해 LFP 양극재 제조 시설을 확대하고자 하는 씨애플신소재의 대주주로 올라섰는데, 그 의미와 한국 2차전지 산업내 시사점을 찾아봅니다.

피노의 주가 급등과 탈중국 공급망 환경에 대한 점검: 피노가 150억원 규모의 제3자 배정 유상증자를 공시(8월 28일 장 마감 후)한 이후 피노 주가는 9월 4일까지 다음 4거래일 동안 31% 급등함. 피노는 모회사로부터 삼원계 전구체를 매입한 후 국내 양극재 업체에 상품 판매하는 업체로 지난 3월에도 약 700억원 규모의 제3자 배정 유상증자를 실시한 바 있음. 공시 이후 피노 주가는 한 달 동안 88% 폭등한 경험은 있는데, 동기간 주요 양극재 업체인 포스코퓨처엠(+25%)과 엘앤에프(+38%)와 비교하면 크게 아웃퍼폼함. 증자 규모만 보면 3월에 비해 작지만 시장은 이번 피노의 추가 유상증자 실시가 국내 양극재 업체, 특히 LFP 양극재를 준비하는 업체들의 수주 환경 개선으로 이어질 수 있다는 기대감을 만들고 있어 보임.

(다음 페이지에 계속)

피노의 유상증자 발표 시점과 관련 밸류체인 주가 추이

(지수화: 2026.1.2) = 100)



자료: Bloomberg, 삼성증권

합작 지분 조정을 통해 씨애플신소재의 최대주주로 올라선 피노의 유상증자: 씨애플신소재는 중국 기업으로 글로벌 전구체 1위 기업인 CNGR(CNGRF HK HNE: CNGR Hong Kong Hongchuang New Energy), 그리고 CNGR의 한국 상장 자회사인 피노와 양극재 업체인 포스코퓨처엠 3사가 합작하여 설립한 LFP 양극재 법인. 지난 6월 11일 피노가 CNGR 지분 46%를 인수함에 따라 단독 지분 75% 최대주주로 올라섬.

한편, 피노는 CNGR 계열의 NCM 전구체를 국내 양극재 업체에 공급해 왔는데, 연결 자회사인 씨애플신소재를 통해 국내에서 LFP 양극재 직접 생산에 나서게 됨. 피노의 최대주주인 Zoomwe HK NET(Zoomwe Hong Kong New Energy Technology: CNGR이 100% 보유한 회사)과 2대 주주인 CNGR HK HNE의 지분율은 반기말 기준 각각 25.62%, 11.09%를 소유. CNGR은 피노의 지분 총 36.71%를 보유한 셈. CNGR의 피노에 대한 지분 변화는 상반기 총 700억원의 제3자 배정 유상증자를 진행한데 따름. 8월 28일 공시한 150억원 규모의 제3자 배정 유상증자 결정에 따른 신주 발생분을 감안하면 최대주주 Zoomwe의 단독 지분율은 24.8%로, CNGR과의 합산 지분율은 35.6%로 낮아지게 됨.

피노: 제3자 배정 유상증자에 따른 주주 지분 변동

기준 일자	2025.12.31		2026.6.30		9월 유상증자 후
Zoomwe HK NET*(%)	31.37	→	25.62	→	24.8
CNGR HK HNE (%)	13.58	→	11.09	→	10.7
양사 합산 지분(%)	44.95		36.71		35.6

참고: *Zoomwe HKNET는 CNGR이 100% 보유한 회사

자료: DART, 삼성증권 추정

씨애플신소재: 주주 비중 변화

주주	지분 비중(%)		
	이전	2026.6.11	이후
CNGR HK HNE	51	→	5
피노	29	→	75
포스코퓨처엠	20	→	20

자료: 포스코퓨처엠, 삼성증권

피노는 추가 제3자 배정 유증으로도 AMPC 적격 가능성 낮을 듯: OBBBA법안은 AMPC(생산세액공제, Section 45X) 혜택을 받을 수 있는 적격 부품 요건으로 ‘금지된 외국 기관(PFE: Prohibited Foreign Entity)’으로 부터의 재료를 공급받는 것을 제한하고 있음. 법안에서 정의된 PFE는 ‘특정 외국 기관’(SFE: Specified Foreign Entity)와 ‘외국 영향 기업’(FIE: Foreign-influenced Entity)를 포괄하는 지배적인 공급망 규제 개념. 특히 FIE의 경우 SFE가 직접 소유하지 않더라도 우려국의 자본이나 계약상 통제권 및 기술 라이선스를 통해 직/간접적인 실질적 영향력 하에 있는 기업들을 차단하기 위해 정의됨.

OBBBA법안: PFE 정의 및 영향

구분	정의/요건
PFE(Prohibited Foreign Entity)	SFE 또는 FIE에 해당하는 법인
SFE(Specified Foreign Entity)	FEOC, 중국 군사기업 등과 외국 지배 법인(Foreign-Controlled Entity)*
FIE(Foreign-influenced Entity)	다음 중 하나 충족시: (1) 소유 지배 기준 - SFE가 임원 임명권 보유, 단일 SFE 지분 25% 이상, 복수 SFE 합산 지분 40% 이상, SFE 발행 부채 합산 15% 이상 (2) 실효 지배 기준 - SFE가 세금납부자의 적격시설/에너지저장기술 또는 적격구성품의 생산/운영에 대해 실효 지배 행사하는 경우

참고: *①커버드 국가(Covered nation) 정부, ②정부의 기관 및 산하기구, ③커버드 국가 국민, ④커버드 국가법에 따라 설립되거나 주된 사업장 둔 법인, ⑤ 앞의 ①~④가 지배하는 법인.

자료: 미국 연방 의회, 삼성증권 정리

한편 OBBBA법안에서 AMPC 혜택을 받기 위한 적격 부품 요건은 PFE로부터 물질적 지원 비율(MACR: Material Assistance Cost Ratio)를 따져 기준치를 초과해야 세액공제를 받을 수 있게 만듦. 한국 배터리 셀 업체가 AMPC혜택을 받으려면 올해(2026년) 부터 PFE로부터 조달 받지 않는 비중을 60% 이상(즉, PFE 비중 40% 미만), 내년 65%, 2028년 70%, 2029년 80%, 2030년 이후 85% 이상 낮춰야 하는 것.

AMPC 적용 기준인 MACR 산식과 연도별 기준치

구분	기준	내용
적용 기준	MACR	(배터리 총 직접 재료비 - PFE 귀속 총 직접 재료비) ÷ 배터리 총 직접 재료비
판매 연도별 MACR 기준치	2026년	60% 이상
	2027년	65% 이상
	2028년	70% 이상
	2029년	80% 이상
	2030년 이후	85% 이상

자료: IRS, 삼성증권 정리

피노는 8월말 코스모신소재를 대상으로 제3자 배정 유상증자를 실시함에 따라 최대주주인 Zoomwe HK NET는 증자 후 지분율은 25% 미만인 24.82%로 낮아지게 됨. CNGR HK HNE와의 합산 SFE 비중도 40% 미만으로 낮아짐. 하지만 Zoomwe HK NET는 CNGR이 100% 소유한 회사이며, CNGR HK HNE도 CNGR이 100% 보유하고 있음. 따라서 외국 통제 기업(Foreign-controlled entity)에 해당되어 그 자체로 SFE로 지정될 것으로 판단됨. 미국 세법 제318조 귀속 원칙에 따라 주주가 중간법인의 지분을 50% 이상 소유하는 경우, 중간법인이 소유한 주식은 전적으로 최상위 주주(즉, CNGR)에 비례하여 귀속됨. 결과적으로 SFE인 CNGR이 피노의 지분 35.6%를 소유하고 있다고 볼 수 있기 때문에 피노는 FIE이자 PFE에 해당됨.

씨애플신소재는 지분율 기준에선 자유로우나 실효 지배 여부에 따른 리스크는 여전: 씨애플신소재의 지분 구조는 피노가 75% 지분을 보유한 최대주주이며, SFE인 CNGR HK HNE가 5%의 직접 지분을 보유한 상태로 SFE의 직접/간접 귀속 지분율 자체는 기준치 미만이기 때문에 FIE에 해당된다고 보기 어려움. 하지만 법안의 실효 지배 여부 및 공급망 연쇄 규제 장치에 의해 씨애플신소재를 FIE로 볼 가능성도 있음.

우선 실효 지배 기준은, 소유 지배 기준에서 자유로워도 계약이나 기술 라이선스를 통해 SFE가 대상 기업에 실질적인 지배 행사를 하는 통제권이 성립될 경우 해당 기업을 FIE로 간주함. 피노가 씨애플신소재의 지분 75%를 보유한 모회사로 씨애플신소재의 LFP 양극재 제조에 필요한 핵심 원자재인 LFP 전구체를 공급하는 핵심 공급하는 형태. 피노의 최대주주이자 SFE로 볼 수 있는 CNGR이 계약을 통해 씨애플신소재의 원재료 조달을 지정하거나 생산량 및 판매량을 제한하는 등 실효 지배 권한을 갖는다면 씨애플신소재 역시 우회 방지 조항에 의해 FIE로 최종 판정될 가능성이 있는 것.

한편, 씨애플신소재가 생산하는 양극재의 최종 구매자인 미국 내 배터리 셀 제조사의 경우 AMPC 혜택을 받기 위해서는 PFE(즉, 피노)로부터의 물질적 지원(즉 LFP 전구체)이 법정 한도 아래로 관리되어야 함. 씨애플신소재는 생산 체인상 이전 공급업체의 원천 출처를 명시하는 공급업체 인증서 의무 조항을 적용 받게 되고, 이에 따라 씨애플신소재의 양극재 가격 내에 포함된 피노의 전구체 비용은 전액 PFE 귀속 비용으로 잡히게 되며 그만큼 MACR를 감소시켜, 고객사인 셀 업체의 세액공제 혜택 요건을 어렵게 만들 수 있음.

한국 양극재 업체들의 LFP 양극재 캐파 증설에 적격 LFP 전구체 확보도 이슈: 씨애플신소재는 LFP 양극재를 전용 생산하기 위해 설립된 합작법인이고, 2026년부터 2030년까지 5,000억원 이상을 투자해 연산 5만톤 규모의 캐파를 계획하고 있는데 1단계는 연산 1.5만톤으로 2027년 상업 양산한다는 방침. 해

당 합작사의 생산 물량은 국내 양극재 업체 통해 우선 재판매될 것으로 보임. 한국 양극재 업체들의 LFP 캐파 증설 계획(엘앤에프 1단계 3만톤, 포스코퓨처엠 초기 1.5만톤)을 감안하면 적격 LFP 전구체 확보 여부도 지켜봐야 할 이슈.

미국 현지 LFP 생산 캐파를 늘리면서 AMPC 혜택 요건을 맞추려는 미국 LFP 셀 제조사 입장에서는 한국의 LFP 양극재 소싱뿐만 아니라 LFP 양극재 내 높은 Cost 비중을 차지하고 있는 LFP 전구체 공급망 확보가 중요. 당분간 미국 ESS 시장 내 LFP 수요를 대응하려는 한국 업체들은 상주리원(Changzhou Liyuan: 중국 Lopal Tech 자회사)이나 CNGR, 재세능원(중국 룬바이 100% 자회사) 등과 같이 중국의 LFP 양극재/전구체 공급망에 대한 의존은 불가피. 하지만 세액공제를 받기 위한 Non-PFE 기준이 70%이상(즉, 중국산 원가 비중 30% 미만)으로 바뀌는 2028년 부터는 가능한 Non-PFE 기업의 LFP 전구체 및 양극재 공급망을 확보해야 할 것.

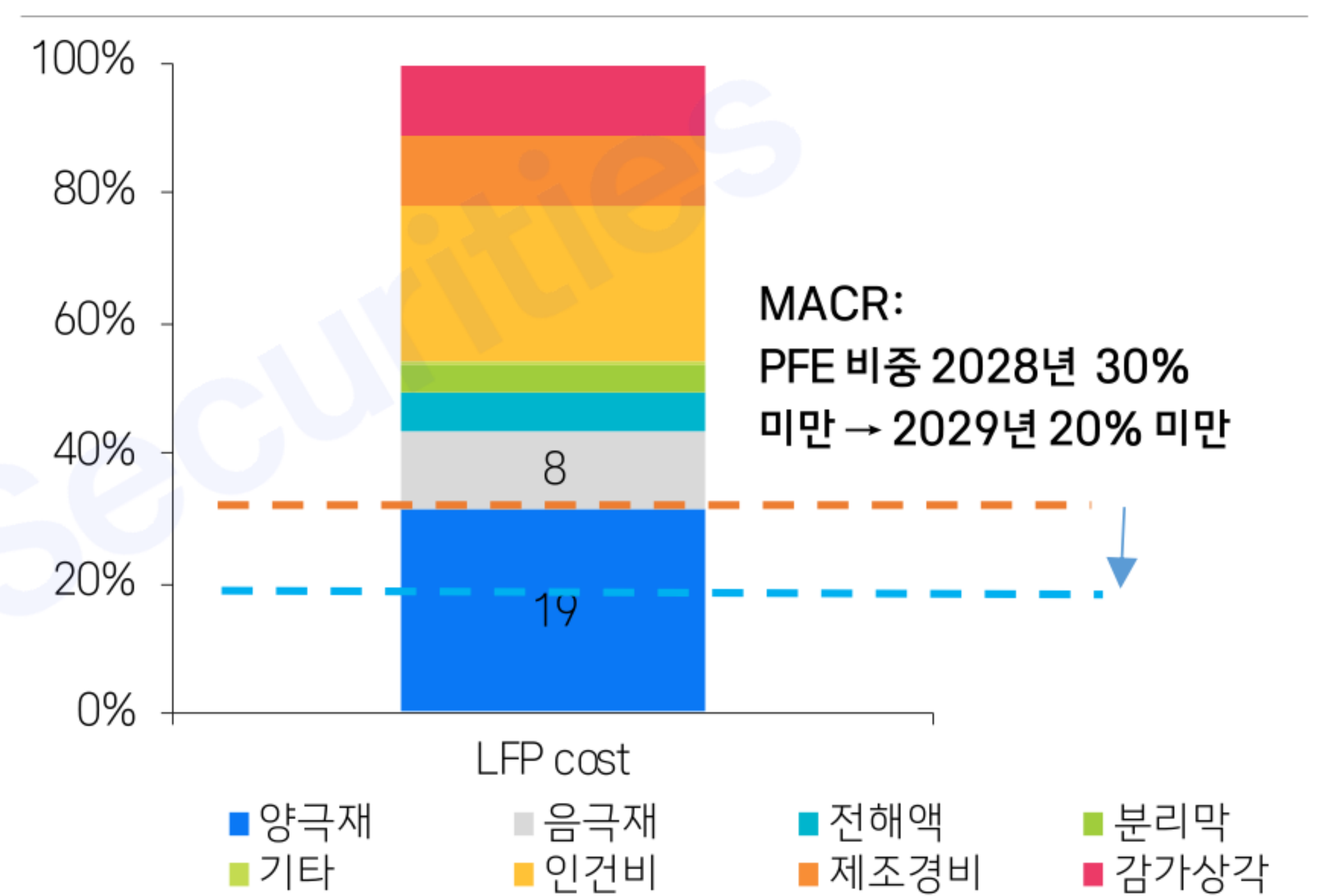
LFP 셀 재료별 Cost 비중

	\$/kWh	Cost 비중
양극재	19	31%
음극재	8	12%
전해액	3	6%
분리막	3	4%
기타	0	1%
인건비	14	24%
제조경비	7	11%
감가상각	7	11%
합계	61	100%

참고: *양/음극재 이외 가격은 BNEF의 북미 생산되는 NMC811셀 제조 비용 추정 참고.
 **양극재는 LFP 가격 기준, 음극재는 천연과 인조흑연 시세 감안하고 관세율 (43% 가정) 추정

자료: BNEF, 삼성증권 추정

중국 비중을 30% 미만 낮춰야 할 2028년



한국 2차전지 시사점 – 피노의 지분율 변화 가능성과 긍정적 주가 흐름 기대되는 한국 LFP 양극재 업체:

미국 정부의 세액공제 요건을 맞추기 위해 한국 내 전구체 유통 법인인 피노의 연이은 유상증자는 시장 참가자들의 긍정적인 평가를 불러내며 주가 급등으로 이어짐. 하지만 피노의 하반기 유상증자에도 불구하고 OBBBA법안상 PFE 지정에서 벗어나기는 어려워 보임. 따라서 유상증자 이벤트는 주가에 일정부분 반영된 것으로 판단됨.

한편, 피노는 non-PFE인 한국 기업을 대상으로 주식을 매각하거나 제3자 배정 형태의 유상증자를 통해 합산 지분율을 25% 미만으로 낮추는 시나리오도 생각해 볼 수 있음. 투자 관점에서 보면 피노의 중국 업체 주주 지분 감소 가능성은 피노에 비해 상대적으로 주가 움직임이 제한적이었던 엘앤에프나 포스코퓨처엠과 같이 LFP 양극재 생산을 준비하는 업체에 긍정적. LFP 전구체를 공급하게 되는 피노가 FIE 기준에서 벗어나는 것이 AMPC 혜택을 받으려는 고객사의 요구에 충족되는 공급망으로 부각될 것이기 때문. 또한 아직 LFP 양극재 사업을 본격화하지 않았으나 피노의 유상증자에 참여해 지분을 확보하게 된 코스모신소재의 경우도 관심을 가질 필요가 있음. 미국 ESS 시장 내 탈중국 공급망 구축을 필요로 하는 미국 내 배터리 제조사들에게 주목을 받을 수 있기 때문.

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 9월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 9월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

피노												
일 자	2026/9/7											
투자의견	Not Rated											
TP (원)	n/a											
과리율 (평균)												
과리율 (최대or최소)												
포스코퓨처엠												
일 자	2024/7/26	10/31	2025/1/9	2/4	4/25	6/12	6/19	7/18	9/24	10/27	2026/1/12	1/29
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	232636	213249	155090	135704	145397	135704	135704	160000	180000	280000	230000	271000
과리율 (평균)	-5.42	-21.06	-8.54	-4.86	-22.52	-11.07	-4.71	-9.28	-3.74	-26.75	-9.45	-18.72
과리율 (최대or최소)	7.71	-37.32	-2.62	9.29	-13.20	-9.21	2.43	2.00	34.44	-13.93	4.13	-2.95
일 자	4/30	6/15	7/31									
투자의견	BUY	BUY	BUY									
TP (원)	320000	260000	200000									
과리율 (평균)	-26.42	-38.12										
과리율 (최대or최소)	-7.50	-19.42										
엘앤에프												
일 자	2024/8/7	2025/2/6	2/25	5/19	7/31	9/17	10/30	2026/1/13	4/7	5/4	6/18	8/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	130000	115000	130000	83000	95000	100000	180000	160000	230000	250000	210000	130000
과리율 (평균)	-25.00	-26.56	-48.64	-34.18	-22.96	-5.18	-33.95	-23.13	-17.90	-37.01	-55.28	
과리율 (최대or최소)	-8.15	-20.26	-33.77	-13.25	-4.74	47.00	-21.33	6.63	-9.13	-15.00	-38.76	
코스모신소재												
일 자	2026/9/7											
투자의견	Not Rated											
TP (원)	n/a											
과리율 (평균)												
과리율 (최대or최소)												

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업			산업		
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준		OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상	
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외		NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상	
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하		UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2026.06.30 기준

매수(85.5%)·중립(14.5%)·매도(0%)

Samsung Securities

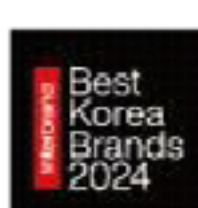
삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA