2023년 하반기 전망 시리즈 6
이차전지/석유화학

관성과 가속의 업황

meritz 메리츠증권

2023년 하반기 전망 시리즈 6
이차전지/석유화학

이차전지	Overweight
석유화학	Neutral

관성과 가속의 업황

이차전지		
Top Picks	투자판단	적정주가
LG에너지솔루션 (373220)	Buy	810,000원
포스코퓨처엠 (003670)	Buy	410,000원
엘앤에프 (066970)	Buy	460,000원

관심종목	투자판단	적정주가
에코프로비엠 (247540)	Buy	310,000원
SK아이이테크놀로지(361610)	Buy	130,000원

석유화학		
Top Pick	투자판단	적정주가
LG화학 (051910)	Buy	1,070,000원



이차전지/석유화학
Analyst 노우호
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Contents

Part I 석유화학: 희망고문(관성) 7

Part II 이차전지: 주요 이슈 점검(가속) 21

기업분석 LG에너지솔루션 (373220) 52

LG화학 (051910) 55

포스코퓨처엠 (003670) 58

엘앤에프 (066970) 61

에코프로비엠 (247540) 64

SK아이이테크놀로지 (361610) 67

[Summary] 관성과 가속의 업황

이차전지	Overweight
석유화학	Neutral

Part I

석유화학
희망고문(관성)

- 2023년 하반기 석유화학 섹터에 투자의견은 Neutral(중립)
  최선호주는 사업 포트폴리오 성과물이 가시화되는 LG화학을 제시
- 2023년 하반기 석유화학은 관성의 법칙 유지:
  만성적 공급과잉, 전방 수요 더딘 회복, 재고 이슈
- 2023년 하반기를 기점으로 한 석유화학 업종에 긍정적 전망 배경은 중장기 석유화학 신규 투자 규모 감소, 이로 인한 비탄력적 공급 기조 전환에 기인
- 그럼에도 석유화학 업황은 기대감 대비 기존 관성의 법칙이 존재하는 불확실성이 지배적: 과거와 달라진 공급 요인들(중국/동남아 중심의 공급과잉 유발, 낮아진 Multiple 수준 등)

Part II

이차전지
주요 이슈 점검(가속)

- 2023년 하반기 이차전지 섹터에 투자의견은 Overweight(비중확대)
  최선호주는 LG에너지솔루션 및 양극재 생산기업(LG화학, 포스코퓨처엠, 엘앤에프, 에코프로비엠)
- 2023년 재개된 LG에너지솔루션 등 셀 기업들의 수주 활동 및 신규 투자로 기존 소재 공급망들에 신규 계약의 낙수효과 다수 발생될 전망
- 2023년 하반기 주요 이슈는
  (1) 적정 Multiple 판단: 전구체(에코프로 머티리얼즈) 및 미국 IRA 법안에서 Component로 지정된 분리막과 전해액의 추가 Re-rating 여력
  (2) Upstream 사업 역량 확보: 정/제련-전구체를 통한 원가 경쟁력 구축
  (3) 4680 전지 양산 및 공급 기업들 계약
  (4) 배터리 포트폴리오 다변화 등 기술 Road-map

Top Picks

LG에너지솔루션 공급망 최선호주 의견 제시

- LG에너지솔루션 (Buy, 81만원)
  경쟁력 구현은 제조원가 및 기술 선도
- LG화학 (Buy, 107만원)
  긴 호흡으로 접근해도 주가 Re-rating 요건 다수 보유
- 포스코퓨처엠 (Buy, 41만원)
  전지 소재 수직계열화, 사업 경쟁력 강화
- 엘앤에프 (Buy, 46만원)
  뜨거워질 여름 맞이하기
- 에코프로비엠 (Buy, 31만원)
  사업 성장성을 숫자로 증명 중
- SK아이이테크놀로지 (Buy, 13만원)
  점진적 개선 중

Part I

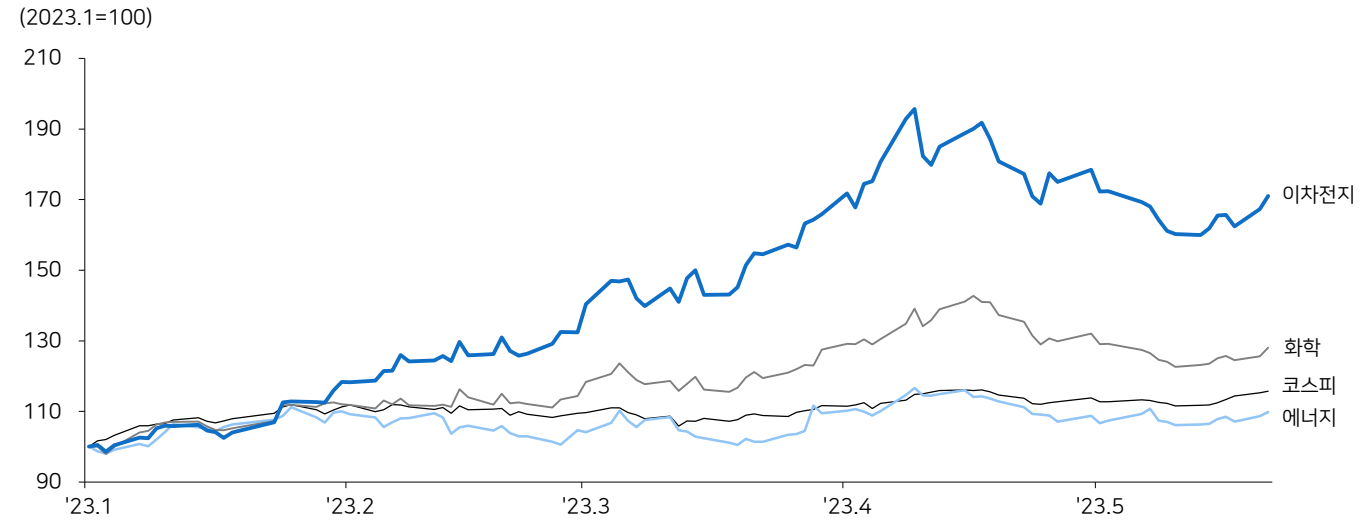
석유화학: 희망고문(관성)

1H23 Review: 이차전지 Outperform, 석유화학/정유 Underperform

Growth Vs. Cycle

- 2023년 상반기는 이차전지 주가 Outperform: 23년 IRA 법안 적용 및 소재 기업별 수주 Event 기대감 반영
- 정유업종은 지난 2년간 이례적 초호황 이익 수준에서 이익 정상화 진행 중, 또한 석유화학은 23년 리오프닝 실효성(수요 회복)을 검증 중

KOSPI 대비 업종별 지수 변화



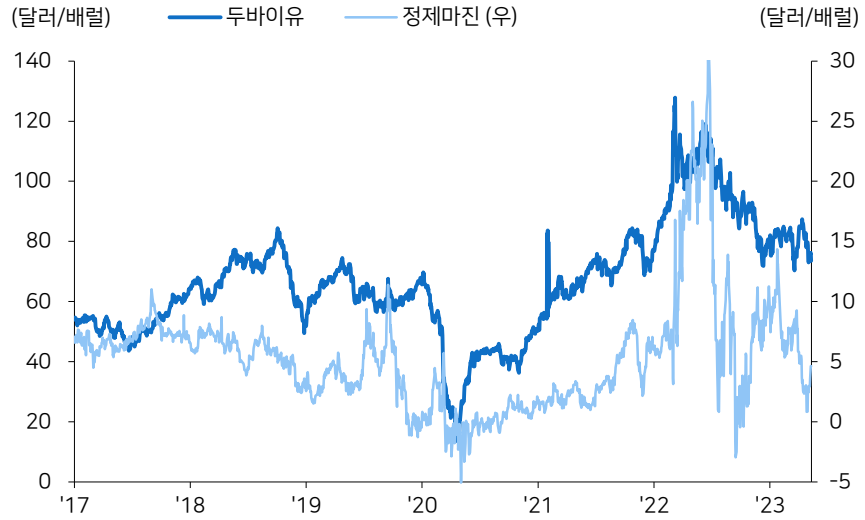
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

1H23 Review: 정유 Review

Overshooting의 되돌림

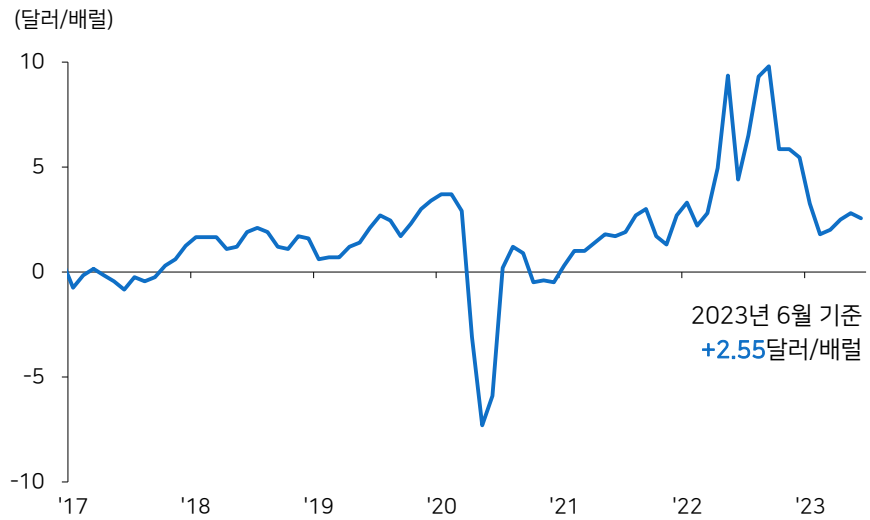
- 2023년 정유 기존 전망→ (1) 역설적으로 비탄력적 공급 기조 장기화로 견고한 정제마진 유지, (2) 중국 리오프닝 이후 석유제품 수요 증가, (3) 국제유가 변동성 축소 등
- 23.1월~현재, 아시아 역내 중국발 공급량 증가 부담 및 유가 하락으로 정유 2개사의 이익 추정치 하향

국제유가 및 정제마진 추이



자료: Bloomberg, Petronet, 메리츠증권 리서치센터

사우디의 아시아향 경질유 기준 원유판매단가(OSP) 변화



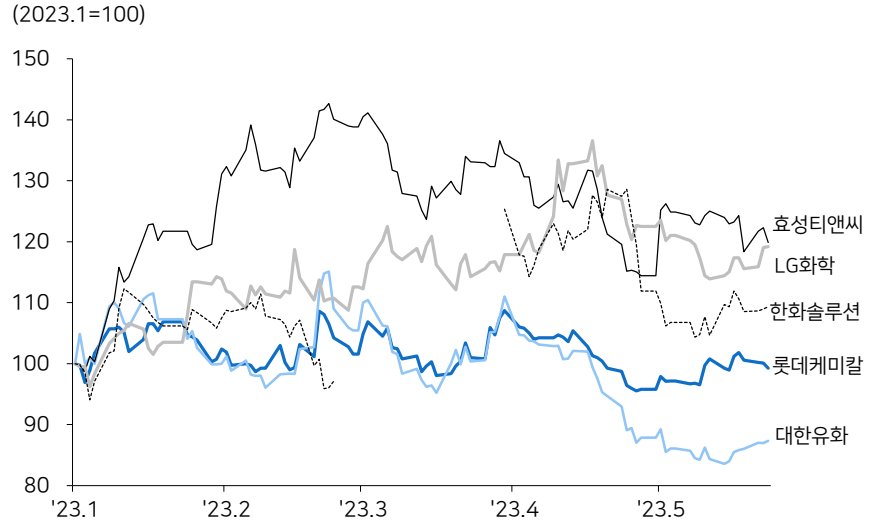
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1H23 Review: 석유화학 Review

리오프닝 효과 크지 않아

- 2023년 석유화학 기존 전망→ (1) 수익성 Turn-around, (2) 중국 리오프닝 등 수요 회복 초입, (3) 글로벌 공급량 증가의 점진적 탈압박
- 23.1~2월 중국 리오프닝 이후 수요 회복 기대감에 주요 석유화학 제품들의 가격 반등 시현(≒가수요) 23.3월~현재, 전방 수요의 더딘 회복세로 제품별 재고량 증가 및 기존 생산기업들의 감산 중
- 석유화학 기업별 상이한 Cycle을 진행 중, pure-NCC 롯데케미칼의 2Q23 이후 흑자전환 전망은 긍정적

KOSPI 대비 석유화학 기업들의 주가 추이



주: 한화솔루션은 거래정지기간 공백으로 처리
자료: 메리츠증권 리서치센터

나프타 가격 추이



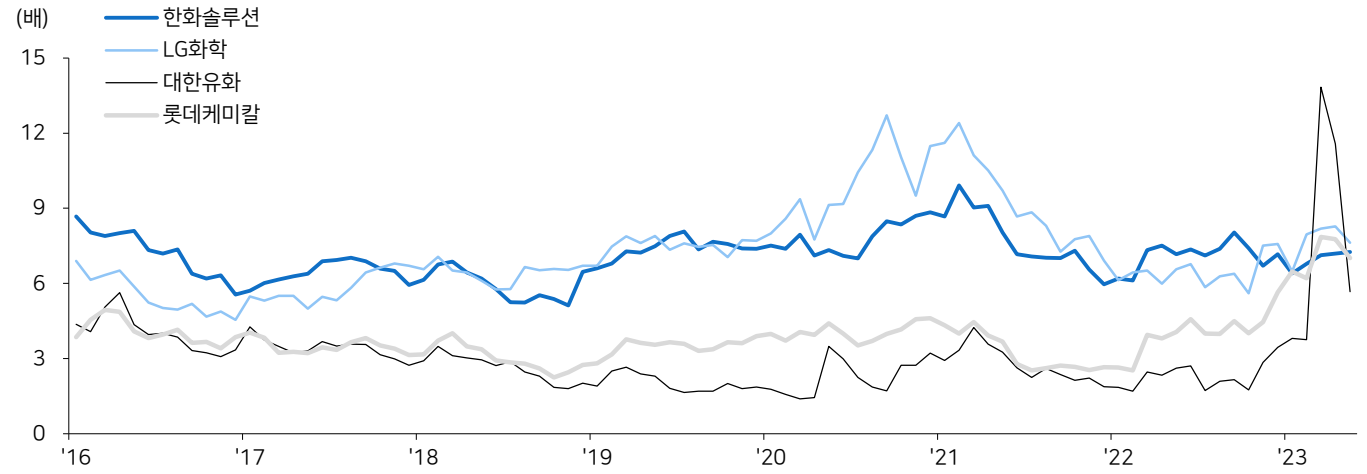
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

석유화학 기업들간 주가 비교

Growth: LG화학, 한화솔루션
Cyclical: 롯데케미칼, 대한유화

- 석유화학 Cycle별 관련 기업들간의 투자 방향성에 따라 극명하게 뒤바뀐 기업가치 평가
  신사업 확장→ LG화학(배터리 셀, 전지소재 및 바이오 등), 한화솔루션(태양광, 수소 등)
  기존 사업 투자→ 롯데케미칼(LC Titan, USA ECC), 대한유화(에틸렌 증설 및 BTX 라인 투자)
- 롯데케미칼이 공개한 신사업 분야(배터리 소재 및 수소)에서 수주 및 수익성 등 실질적 성과물이 가시화될 경우 주가 Re-rating 발생 가능
- 반면 대한유화는 석유화학 업황 개선에 맞춘 주가 상승은 시한부, 사업지속성 관점에서 탈바꿈이 없다면 주가 De-rating 장기화 불가피

석유화학 업종 대표 기업간 EV/EBITDA 비교: Growth(LG화학, 한화솔루션) Vs. Cyclical(롯데케미칼, 대한유화)



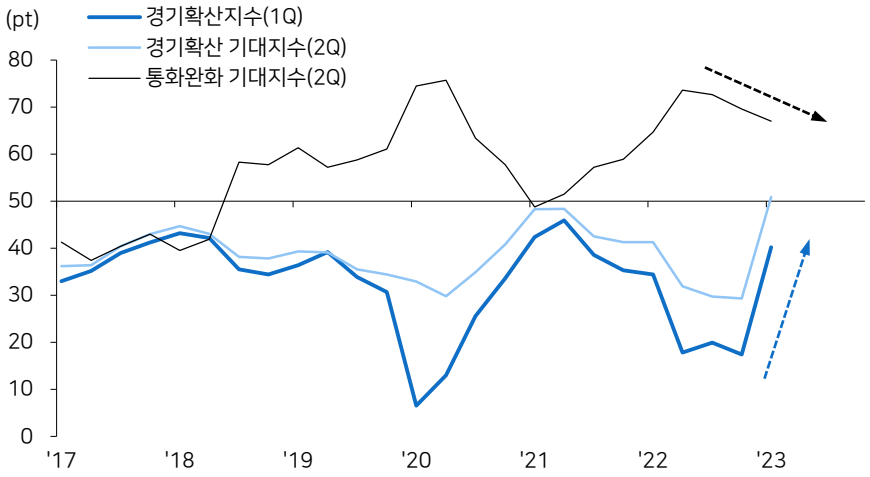
주: 12M Fwd. 기준
자료: Quantiwse, 메리츠증권 리서치센터

중국 경기 개선=석유화학 수요 반등의 상관관계는 과거대비 낮아져

중국 경기 정책의 변화 '산업 고도화'

- 과거 2010~12년 및 2016~18년의 석유화학 호황기는 중국 수요 개선이 배경
  2010~12년 중국 인당 소비 증가는 자동차/타이어 및 합성고무 호황 Cycle
  2016~18년 중국 경기 개선은 범용 제품(PE/PP/PVC 등)에서 전 제품 수요 증가로 확산
- 과거 시진핑 1기 지도부의 '중국제조업 고도화 2025' 목표는 석유화학/철강 분야에서 다소 구체화, 2020년 중국 정부가 제시한 대내외 환경을 고려한 쌍순환 전략은 3기 지도부에서 구체화 중 (토지 재정 및 디지털 재정)
- 중국 정부는 산업 고도화 우선순위 정책으로 전기차, AI, 플랫폼 기업들에 혁신 장려 등이 강조 중

2Q Survey: 2Q 경기 상승 vs. 통화정책 강도 소폭 약화



자료: 중국 인민은행, 메리츠증권 리서치센터 5/3 발간 EV War #4 China's Attack 발췌

4월 정치국회의 정책 우선순위는 산업정책

정책	주요 내용
산업정책	**기술 자립자강, 제조업 고도화 → 중국식 현대화 구축 가속화** ① 전기차: 1) 산업 확대, 2) 충전소 및 ESS 등 전력인프라 확충 ② 인공지능(AI): 인공지능(AI)를 통한 새로운 환경을 생태환경 건설 ③ 플랫폼: 선두기업의 혁신 추구를 적극 지지
매크로정책	**정밀화, 효율성 강조** ▪ 재정정책: 강도 확대 및 효율성 제고 ▪ 통화정책: 정밀성 제고 ▪ 소비정책: 문화여행 등 서비스소비 촉진 ▪ 대외개방: 외자유치 최우선, 수출 안정화에 주력
리스크관리	▪ 부동산: '주택은 거주용이지, 투기용 아니다'는 문구 재등장 ▪ 지방정부 부채: 리스크 관리 및 음성부채 확대 엄격히 통제
민생	▪ 일자리: 특히 대학생 일자리 창출에 만전

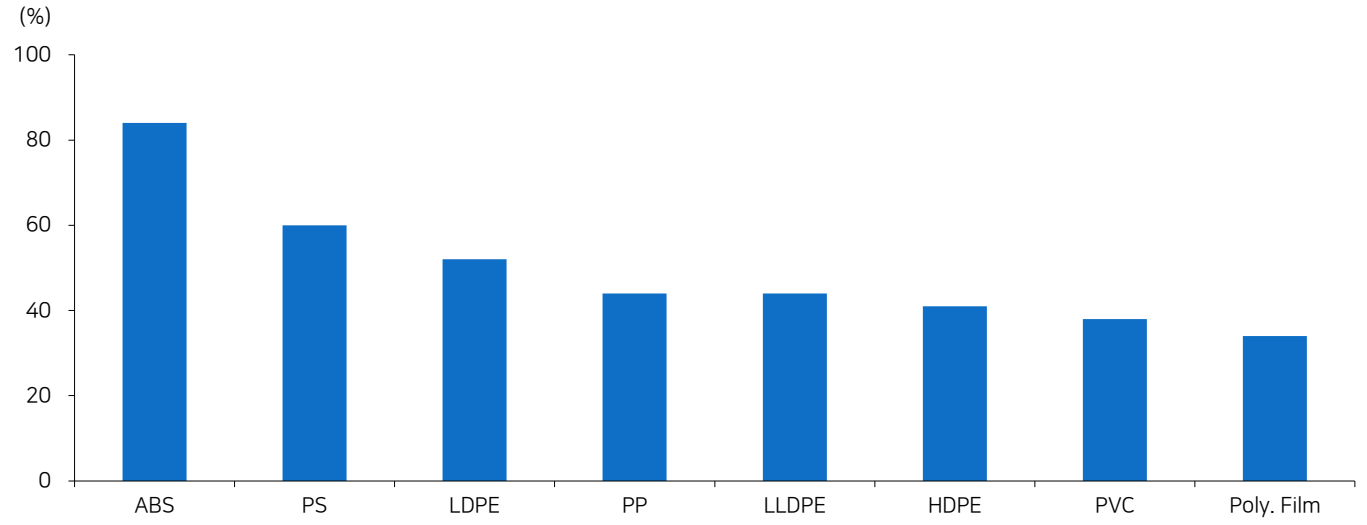
자료: 중국 공산당 정치국회의(23.04.30), 메리츠증권 리서치센터 5/3 발간 EV War #4 China's Attack 발췌

그럼에도 중국 수요 방향성이 여전히 중요

중국은 글로벌 석유화학 수요 비중 40% 상회

- 중국은 중간재에 투입되는 석유화학 제품에 수요 영향력이 가장 큰 국가
- 글로벌 석유화학 제품별 수요 증가율에 중국 기여도는 평균 40% 이상
- 2023년 하반기 역시 중국 수요는 견고하겠으나 석유화학 수요 증가량은 둔화

글로벌 석유화학 제품별 연간 수요 증가량에 대한 중국의 기여도



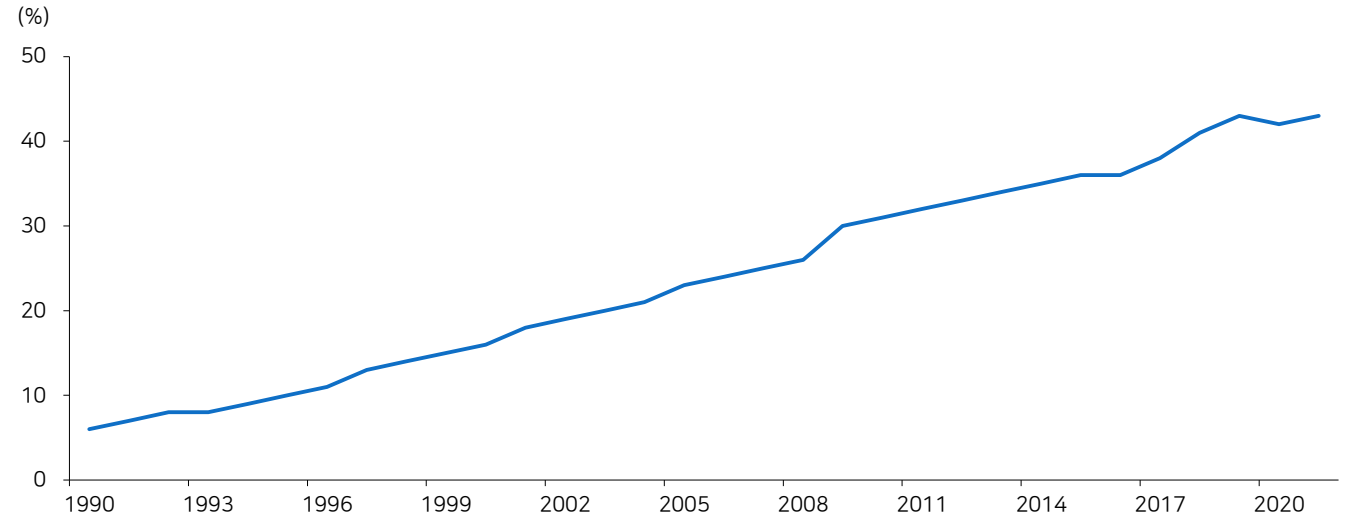
자료: 메리츠증권 리서치센터

그럼에도 중국 수요 방향성이 여전히 중요

중국은 글로벌 석유화학 수요 비중 40% 상회

- 중국 내 중산층(Middle-Class) 증가에 따른 구매력 증가 현상은 내구재 석유화학 수요 증가에 긍정적
- 단, 23.4월 중국 정부는 예상보다 양호했던 중국 경기 흐름에 추가 부양을 자제하는 움직임
- 중국은 수출 호조로 1Q23 GDP 성장율 4.5%를 발표하며 시장 예상치 상회(4.0%)
- 중국 정부는 기존 경기부양 방법론(인프라 투자, 보조금 지원 등)이 아닌, 산업 고도화 정책을 진행 중
- 2023년 하반기 석유화학 수요 증가량 둔화, 하반기 이후 석유화학 변곡점은 예정된 증설 및 재고소진 여부

중국의 연간 글로벌 석유화학 수요 기여도 변화



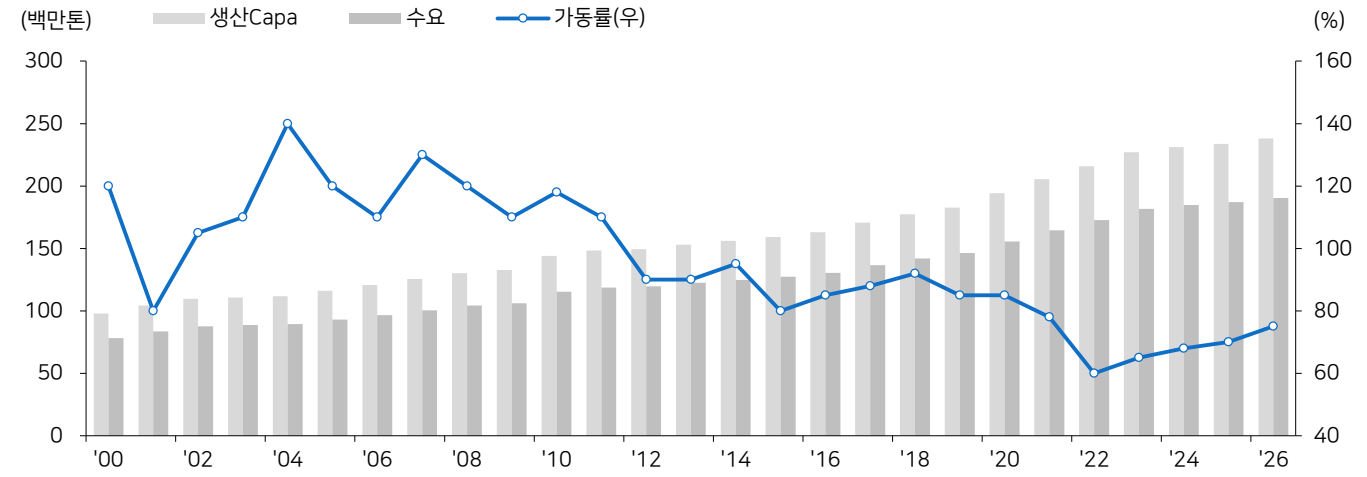
자료: ICIS Chemical, 메리츠증권 리서치센터

과거와 달라진 석유화학 공급 패러다임

수요 회복 시나리오만으로 석유화학 Cycle 반등은 어려워

- 중장기 석유화학 Cycle은 만성적 공급과잉 및 사업 지속성 이슈로 장밋빛 전망은 제한적
- 2023년 하반기 이후 다가올 석유화학 회복 Cycle은 과거 대비 눈높이는 낮아지겠으나, 2023~26년 글로벌 에틸렌 생산 Capa변화는 2.3억만톤 → 2.4억만톤으로 연평균 +2% 증가하며 중단기 공급량 증가 부담은 다소 완화 중
- 단, 현재 석유화학의 공급량 증가를 주도하는 주체들은 기존 석유화학 기업들의 주력 수출 국가들이던 중국/동남아 등이 해당

글로벌 에틸렌 수급 동향



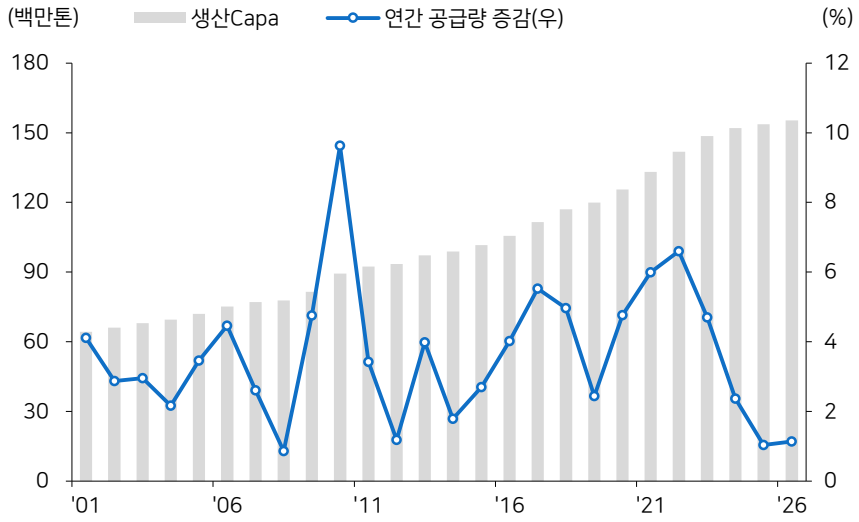
자료: ICIS Chemical, 메리츠증권 리서치센터

과거와 달라진 석유화학 공급 패러다임

**수요는 점진적 회복,
반면 공급은 여전히 부담**

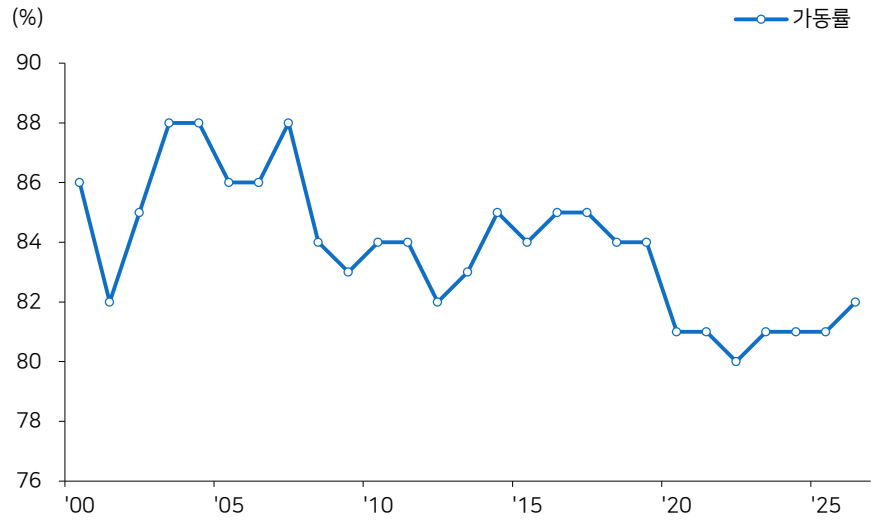
- 2023년 글로벌 PE 예상 생산 Capa는 1.5억톤(+5% YoY), 이후 3년간 계획된 생산 Capa 증가는 둔화 중
- 2020년 이후 글로벌 PE 공급량 증가를 주도하는 국가는 중국 → 동남아(말레이) → 중동 순
- 이들은 수직계열화 및 낮은 원재료 도입에 가격 경쟁력이 높아 기존 PE 생산기업들에 부정적
- 기존 석유화학 생산기업들은 공급 증가 압박에 자발적 감산 전략을 시행 중(평균 가동률 81%)

글로벌 석유화학 PE 생산 Capa 동향



자료: ICIS Chemical, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 석유화학 PE 생산기업들의 평균 가동률



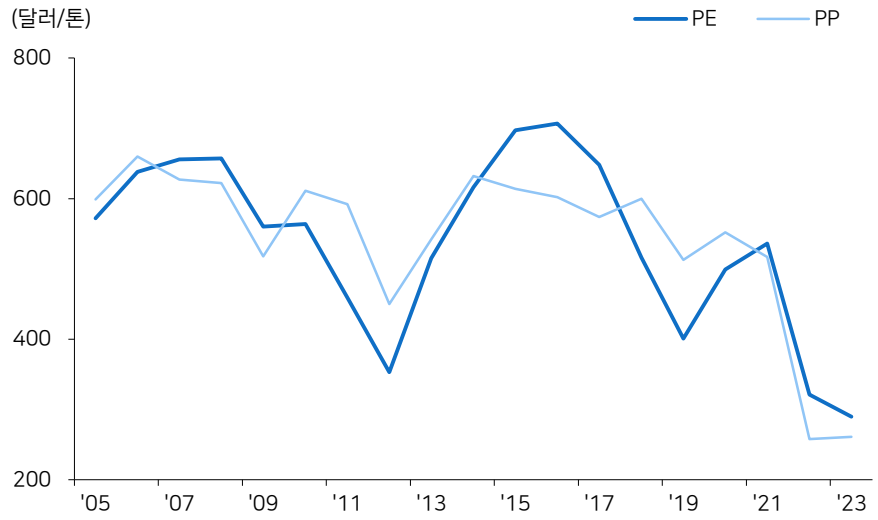
자료: ICIS Chemical, 메리츠증권 리서치센터

석유화학 수익성 악화에도 신규 설비 유입은 여전

막연한 Cycle 회복은 어려워

- 2022~23년 석유화학 삼중고는 (1) 고유가, (2) 정체된 수요 증가, (3) 신규 설비 유입
- 23.5월 현재 동북아 기준 PE 및 PP 스프레드는 각각 290달러/톤, 261달러/톤으로 생산 BEP 하회 중
- 과거 불황기 대비 낮아진 제품들의 수익성에도 불구, 기존 계획된 설비 투자는 여전히 진행 중

동북아 기준 연간 PE/PP 스프레드 동향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

석유화학 공급과잉 기조에도 불구 여전한 신규 설비들의 유입

프로젝트	지역	회사	생산규모 (만톤)	가동 시점
Golden Triange Polymers	미국	CP Chem and Qatar Energy	208	2026년
Fort saskatchewan Path2 Zero Expansion Project	캐나다	Dow Chemical	180	2027년
Project One	벨기에	INEOS	145	2026년
Ras Laffan	카타르	QatarEnergy and Cp Chem	210	2026년
Amiral	사우디	Saudi Aramco and TotalEnergies	165	2027년
Gulei 2	중국	Sinopec and Saudi Aramco	150	2025년
Shaheen	한국	S-Oil	180	2026년

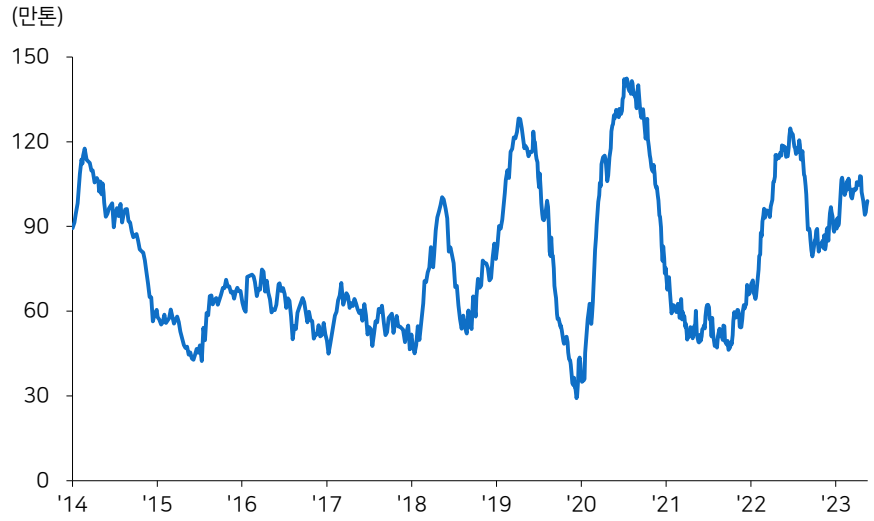
자료: 각 사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

석유화학 재고소진 여부가 단기 Cycle 변곡점

단기 Cycle 변곡점 신호 '재고'

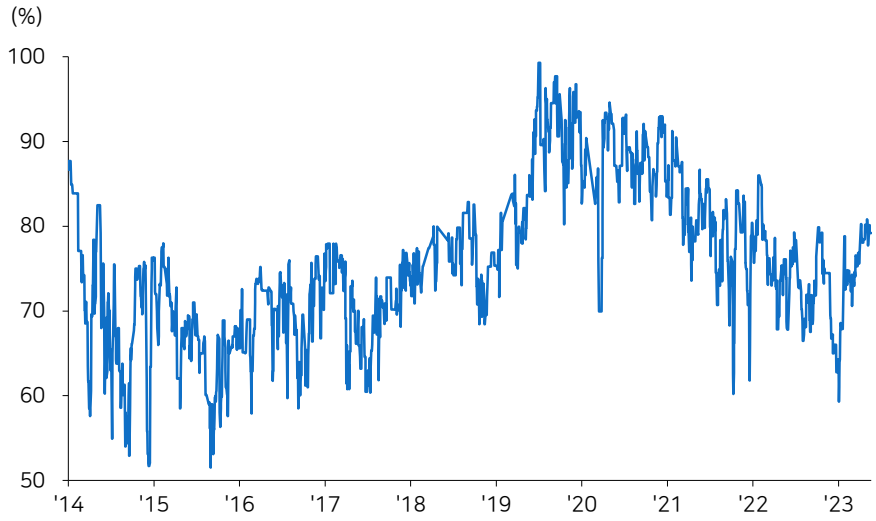
- 2023년 5월 현재 주요 제품별 중국 내 재고 수준은 적정수준을 상회
- PTA를 비롯한 Downstream 생산설비 가동률의 꾸준한 상승으로 2H23 재고소진 발생 전망
- 2023년 하반기 기점으로 기존 재고 소진 및 재고 확보 움직임 가시화될 시나리오를 예상
- 2023년 연말 석유화학 제품가격 반등 시점

중국 MEG 재고량 추이



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

중국 PTA 가동률 추이



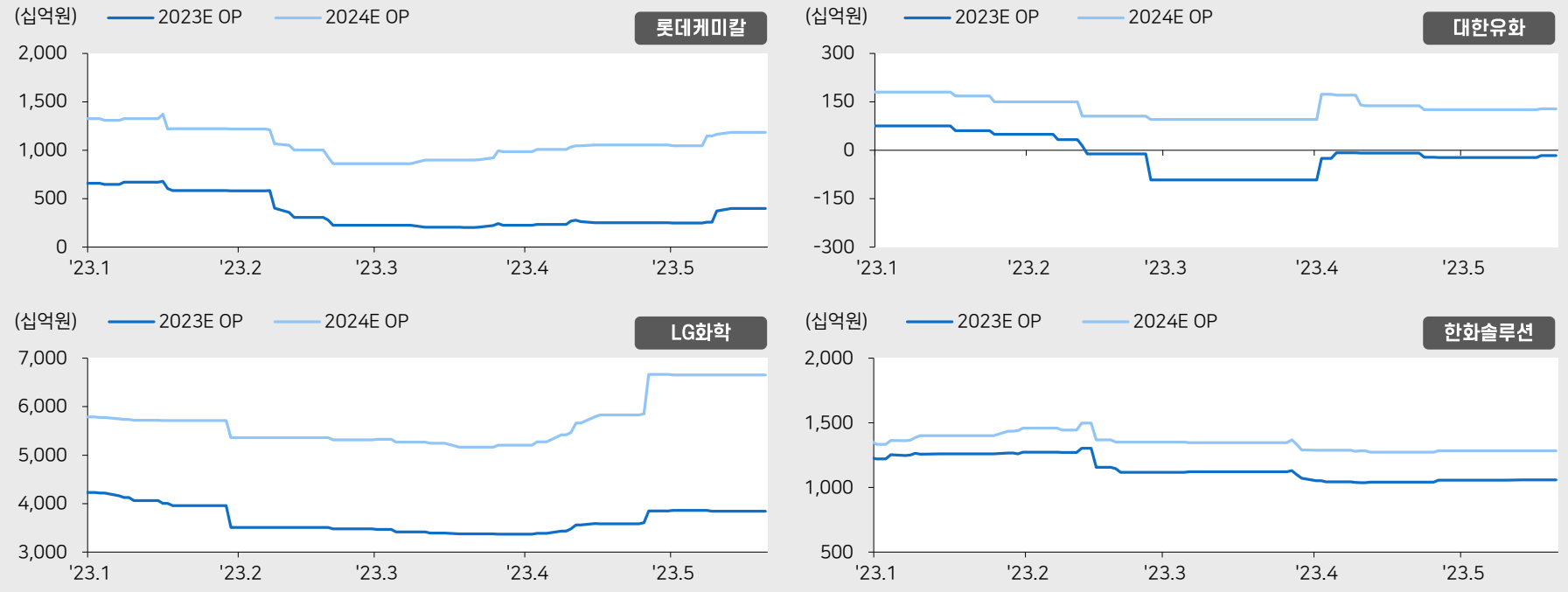
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 석유화학 수익성은 다소 회복

2H23 수익성 개선 Story 유효

- 신성장 사업부문 동력을 받은 LG화학과 한화솔루션은 최근 미국 AMPC 혜택에 실적 추정치 상향
- 롯데케미칼은 1Q23 양호한 수익성을 창출하며 하반기 이익 개선폭 클 전망
- 대한유화는 2024년 예상 영업이익 흑자전환은 긍정적

업체별 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

Part II

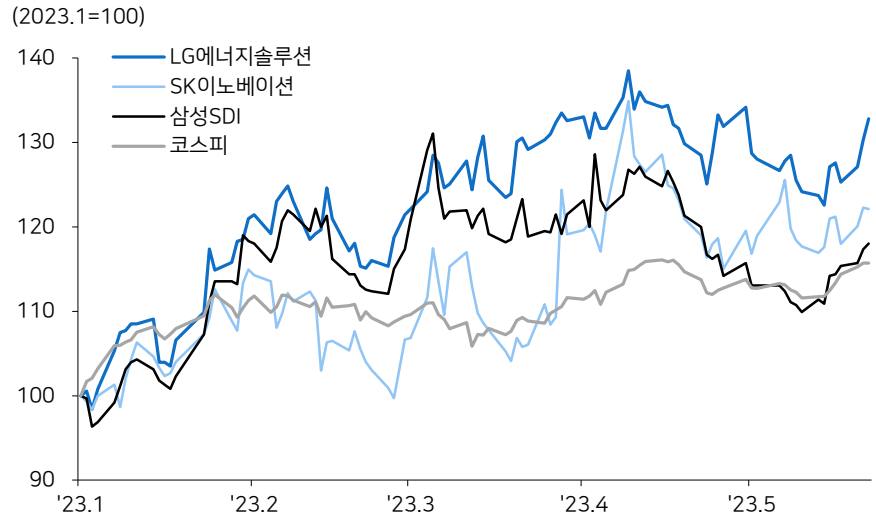
이차전지: 주요 이슈 점검(가속)

2023년 상반기 이차전지 업종 Review

1등 기업들의 Outperform

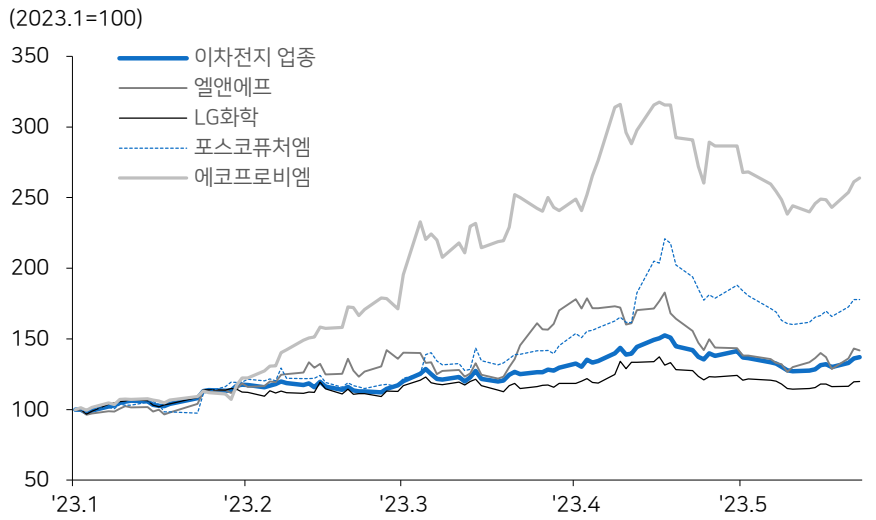
- 2023년 상반기 이차전지 업종 주가는 Valuation 논쟁을 야기할만큼 단기간 급등
- 배터리 셀 3개사의 사업 전략(미국 시장 선점) 및 AMPC(미국 첨단산업 세액공제) 반영으로 실적 추정치 상향
- 미국 IRA 및 유럽 CRMA 등 대륙별 공급망 정책 강화 → 국내 배터리 3개사 Supply-chain 해당 기업들에 낙수효과 발생 → 양극재(에코프로비엠, 포스코퓨처엠, 엘앤에프, LG화학) 주가 수혜

KOSPI 대비 국내 배터리 3개사의 주가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

이차전지 업종 지수 대비 양극재 생산기업별 주가 변화



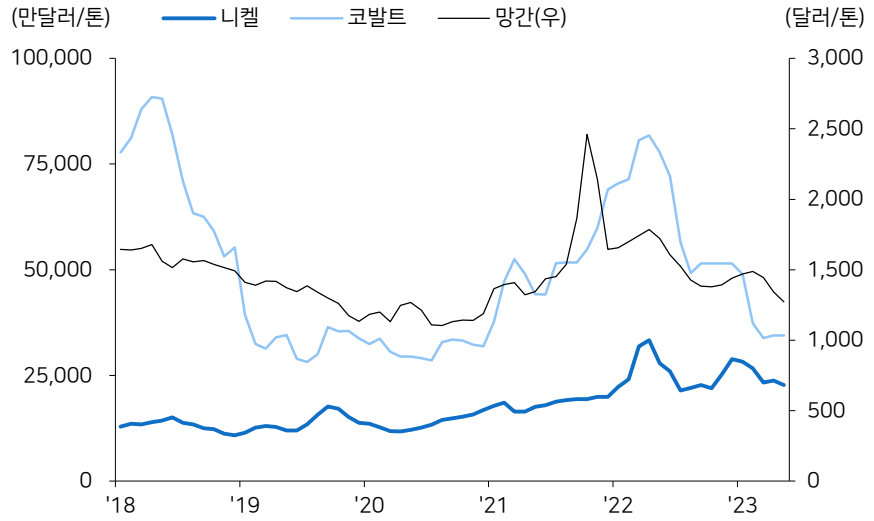
주: 이차전지 업종지수 = KRX 2차전지 K-뉴딜지수
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

2023년 상반기 주요 원재료 가격 Review

원재료 가격 하락에 투자심리 악화 요인

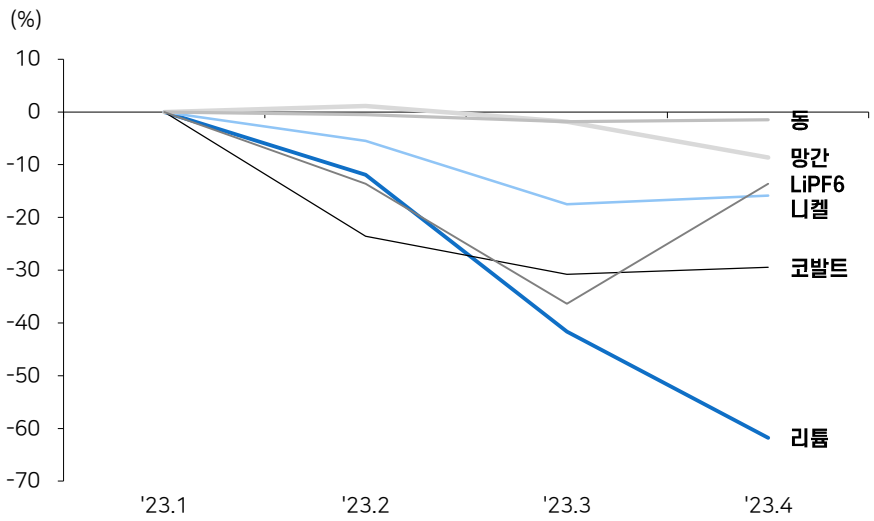
- 2023년 이후 배터리 주요 원재료들의 가격은 리튬 -61%, 코발트 -29%, 니켈 -15%, LiPF6 -13% 하락
- 가격 하락 배경은 (1) Covid-19 발생 이후 공급 병목현상 완화 중, (2) 중국 내 재고량 증가 등에 기인
- 당사는 2023년 하반기 원재료 가격 반등을 예상, 이는 생산 기업들의 자발적 감산 및 중국 내 재고 소진에 따른 신규 수요 창출 등에 기인
- 주요 원재료 가격 반등에 하반기 이차전지 양극재 및 셀 기업들에 투자심리 추가 개선을 전망

주요 원재료 가격 변화



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

2023년 연초 이후 원재료 가격 변화



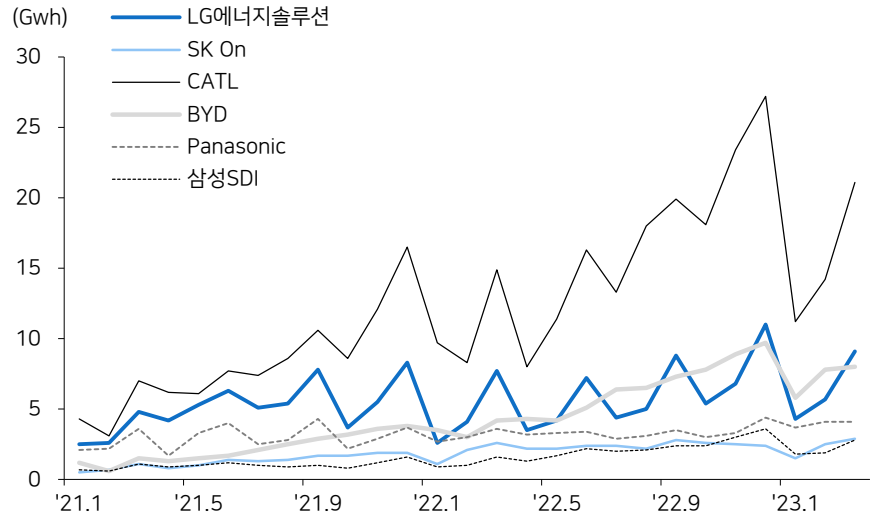
자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

2023년 상반기 배터리 출하량 Review

기업간 격차 확대 중

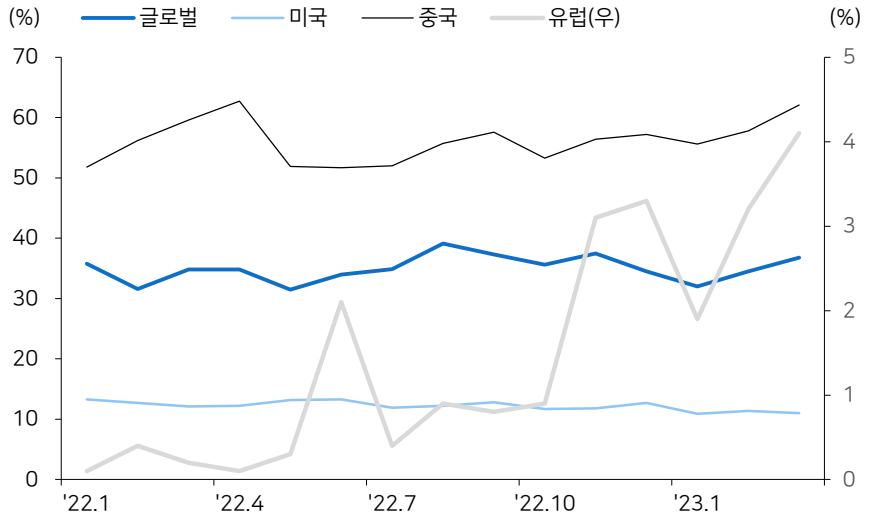
- 23.3월 기준 글로벌 배터리 생산기업들의 격차는 확대 중
  Top 3(CATL, LG에너지솔루션, BYD)와 하위 기업들(Panasonic, 삼성SDI, SK On, CALB 등)
- 동기간 LFP 배터리의 글로벌 침투율은 36.8%→ 중국 62%, 미국 11%, 유럽 4%
- 특히 유럽 지역 LFP 배터리 침투율은 역대 최대 수준, CATL 및 BYD 등 중국 배터리 점유율 증가에 기인

주요 기업들의 월간 배터리 출하량 비교



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 지역별 LFP 침투율 점검



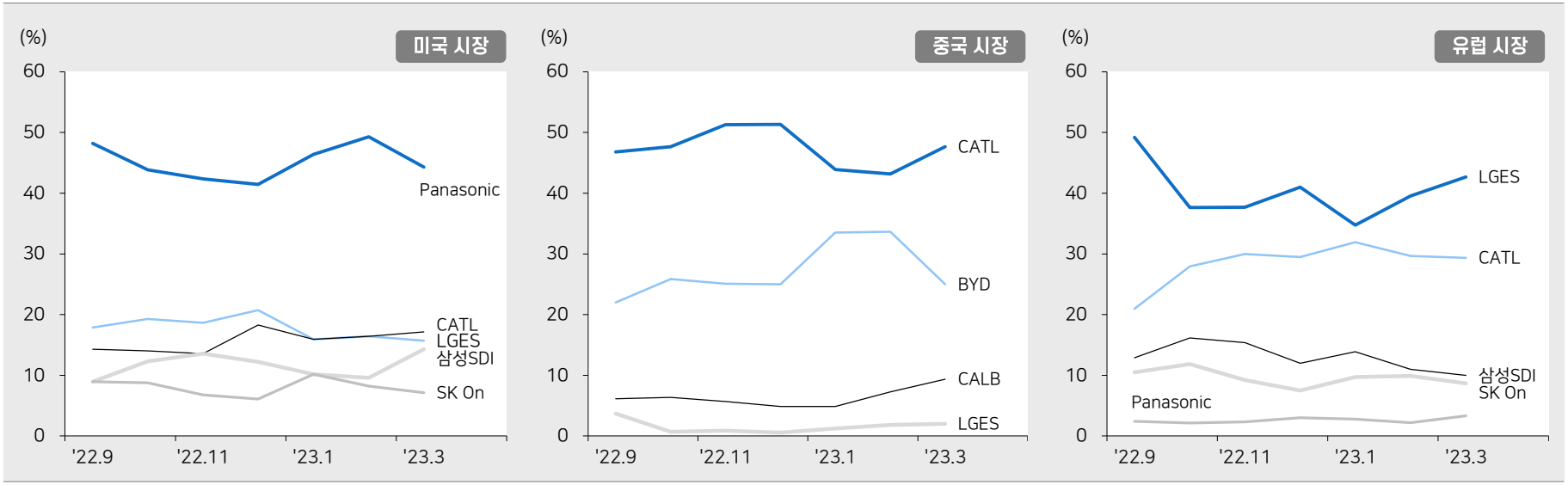
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

2023년 상반기 지역별 배터리 출하량 Review

상위-하위권 기업간 격차 확대

- 글로벌 배터리 출하량 기준 점유율은 Top 3(CATL +37%, LGES 16%, BYD 14%), 하위 기업들(Panasonic +7%, 삼성SDI 5%, SK On 5% 등)
- 중국 시장 배터리 수요 둔화 우려와 달리, 23년 3월 현재 총 출하량은 68.4GWh → 월별 출하량 증가 중
- 23.3월 누적 기준 유럽 시장은 LG에너지솔루션이 12.5GWh 출하, 2위 CATL은 9.4GWh 출하하며 격차 축소
- 23.3월 누적 기준 미국 시장은 선제적 생산규모가 이뤄진 Panasonic이 1위 사업자, 이후 CATL와 LG에너지솔루션이 추격 중

지역별 시장 점검



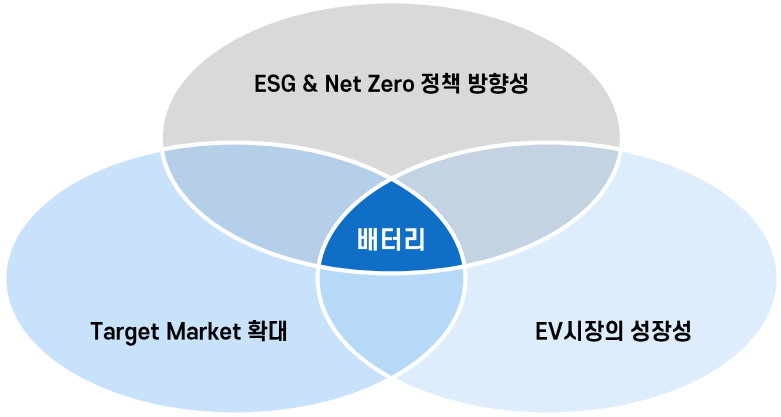
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: Target 시장 확대 가능성

TAMM 확대

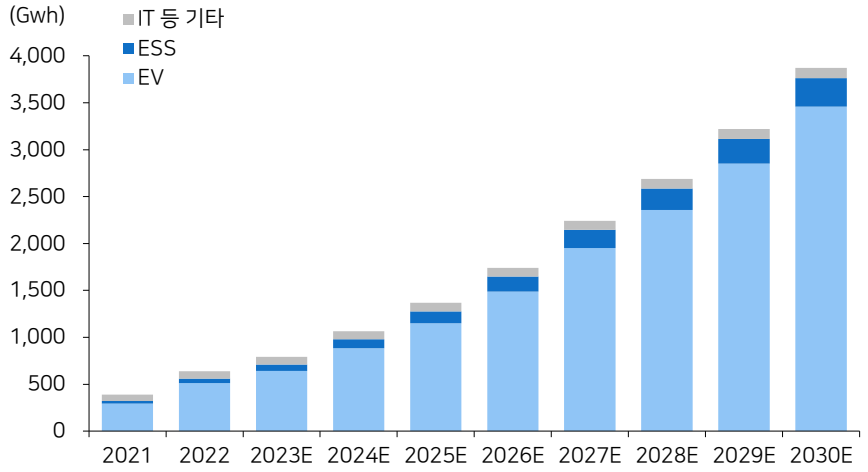
- 이차전지의 중장기 수요처는 현재의 EV, ESS, IT 등에서 Mobility 전 영역 및 그 이상으로 확대
- EV용 수요는 Tesla 및 기존 자동차 생산기업들의 전동화 전략 시행으로 21~30년 연평균 +28% 성장
  ESS용 수요는 동기간 +26% 성장 → ESS는 중국을 중심으로 22~24년 3년간 설치 규모 48% 증가 전망
- 글로벌 선두기업 CATL 및 Tesla 모두 이차전지는 단순 전기차 뿐만 아니라 다방면에 걸쳐 필요함을 강조
  Ex) CATL: EV, ESS, 항공기, 배(Shipment), 데이터 센터 등으로 수요 다변화 가능성 제시
- 이차전지 생산기업들은
  (1) 대응 가능한 생산 Capa 확보, (2) 다변화된 Chemistry 생산능력, (3) Capex 필요

이차전지 적용 시장 확대



자료: BNEF, 메리츠증권 리서치센터

이차전지 수급 전망



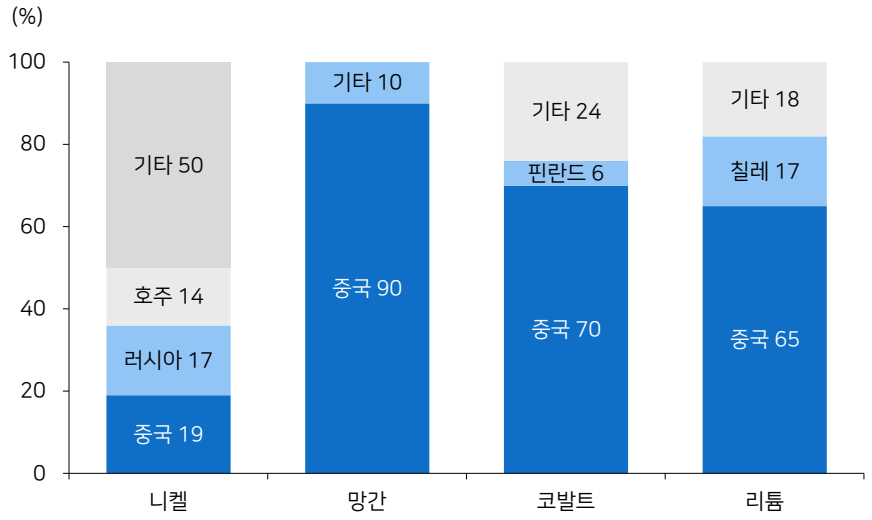
자료: BNEF, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 공급망 관리(Supply-chain Management)

이차전지 탈중국 기조의 불확실성

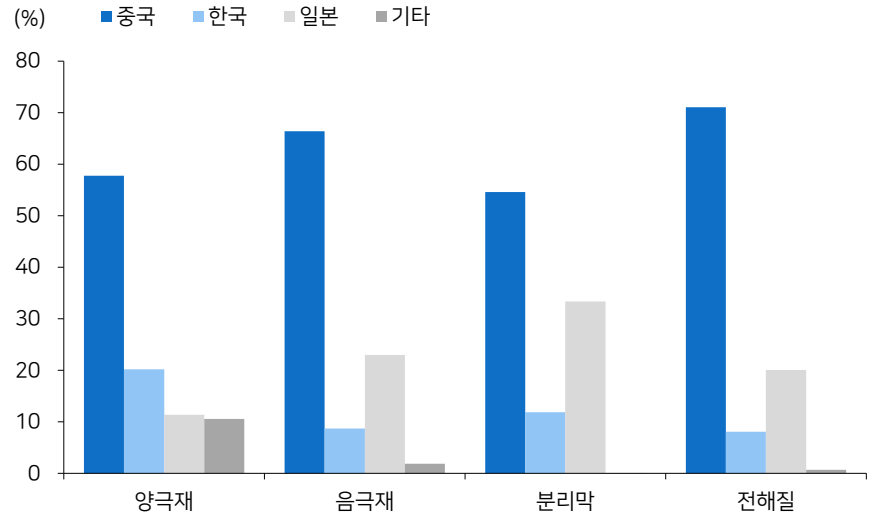
- 중국 이차전지 산업은 Upstream 역량을 기반으로 조달원가 절감이 가능한 경쟁력을 보유
- 이차전지 핵심 원재료들에 높은 정/제련 점유율 기반으로 생산 수직 계열화를 구축
- 2023년 발표된 미국과 유럽의 공급망 정책의 핵심은 광물자원 조달 및 정/제련의 중요성을 역설
- 국내 배터리 참여기업들은 (1) Cell: Upstream 지분투자 및 소재 공급망 확보, (2) 양극재: 원재료 직접 조달 or 전구체 JV 전략 등으로 수직 계열화 시현 중

이차전지 주요 원자재 국가별 정/제련(Refining/Smelting) 비중



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

이차전지 주요 소재 중국의 생산량 점유율



자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 리튬/니켈 정제련 역량 확보

Elon Musk urges ‘Please Refine Lithium’

- Elon Musk는 2022년 ‘A License to Print Money’, 23.4월 ‘Please Refine Lithium’ 등을 언급하며 배터리 Upstream 확보 및 리튬 등 원자재 정/제련(Smelting/Refining) 사업 중요성을 강조
- 희소 원소 리튬은 가장 가볍고 높은 비용량과 낮은 전극 전위 특성으로 고전압(High Voltage)/고에너지 → 가장 이상적인 자원으로 삼원계, LFP, 전고체 등 대다수의 배터리 Chemistry에 결합되어 사용
- 2023년 하반기 리튬 가격 반등 및 중장기 강세 전망은 (1) Upstream(채굴) 변수: 주요국가의 국유화 및 생산량 조절 우려 등, (2) 중국에 의존도가 높은 리튬 제련 설비 등을 제시

2022, Musk: Lithium Refining is a ‘License to Print Money’

Lithium Refining Is a ‘License to Print Money,’ Musk Says

Electric auto giant insists there’s still not enough global capacity to process raw materials into ingredients needed for lithium-ion batteries.

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2023, Musk urges entrepreneurs ‘Please Refine Lithium’

"The choke point is much more on refining capacity than it is on mining. Lithium is actually is very common throughout the world, including in the US," Musk said on Tesla's earnings call. "It's much more a question of where is the refining capacity and can the refining capacity keep up."

Musk highlighted Tesla's plan for a lithium refinery near Corpus Christi, Texas which breaks ground in May.

Musk also took the opportunity, as he's done in the past, to call on other entrepreneurs to refine more of the mineral used in batteries to power electric vehicles.

"Like, instead of making a picture sharing app, please refine lithium. Mining and refining, heavy industry, come on," said Musk.

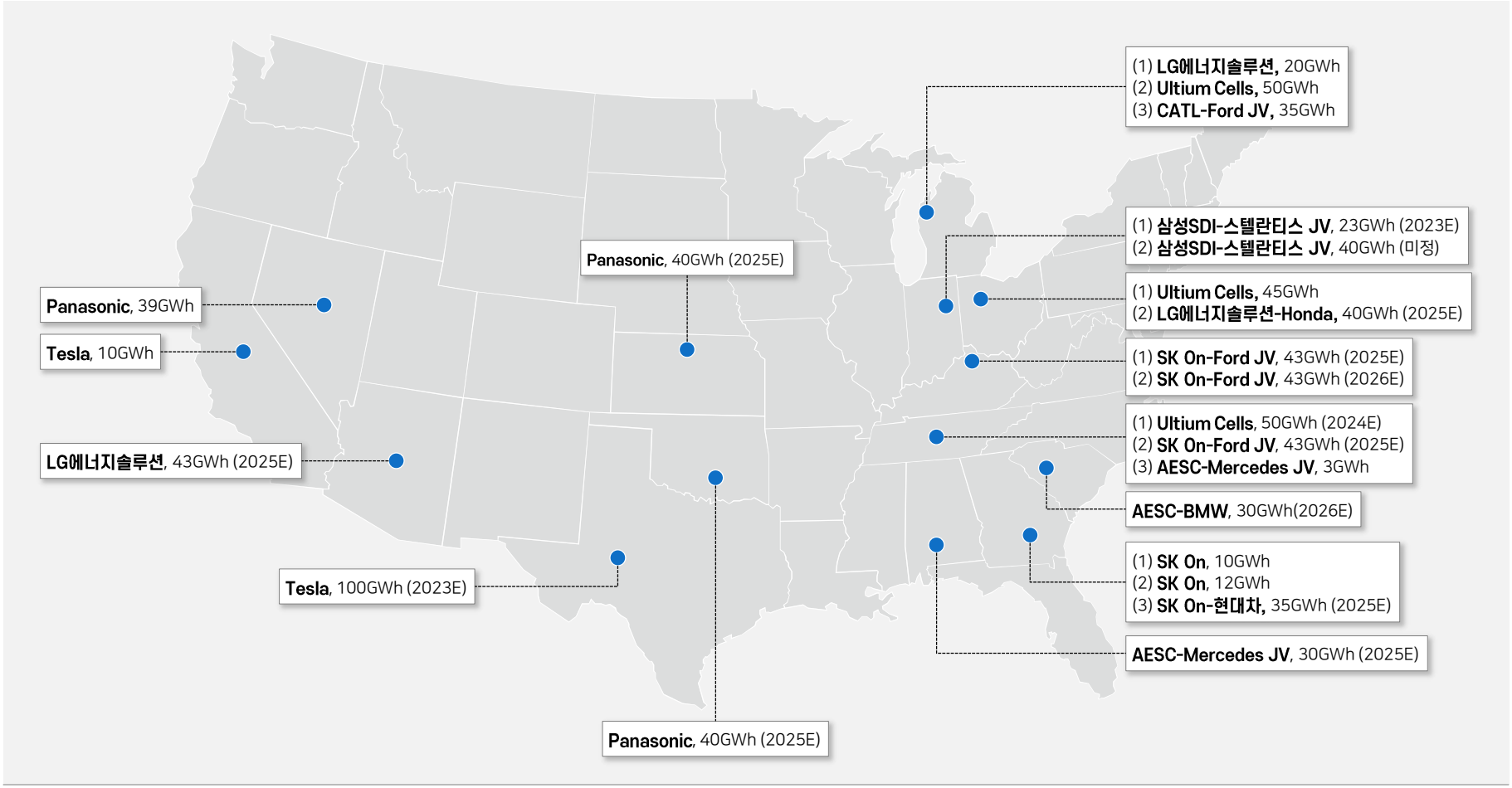
자료: Yahoo Finance, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 미국 IRA 및 우려국가집단 지정 여부

세액공제	구분	주요 내용
전기차 (7,500달러/대)	핵심광물 50% (3,750달러/대)	▪ 배터리 핵심 광물(리튬,니켈, 코발트 등) 공급망이 '적격 핵심광물(Qualifying Critical of Minerals)' 자격을 인정받기 위해서 해당 조건 중 한 개 이상 충족 필요 ▪ 배터리 재활용의 경우 부가가치 50% 이상이 북미에서 발생 필요 (1) 핵심광물 채굴 단계의 부가가치 중 50% 이상이 미국 혹은 FTA 체결국가에서 발생 (2) 핵심광물 가공 단계(구성재료 제조)의 부가가치 중 50% 이상이 미국 혹은 FTA 체결국가에서 발생 ▪ 적격 핵심광물 비율은 연도별 비율 충족, 배터리에 포함된 전체 핵심광물 대비 적격 핵심광물의 비중 ▪ 2024년 이전 40%, 24년 50%, 25년 60%, 26년 70%, 2027년 이후 80% ▪ 2025년부터 우려외국집단(Foreign Entity of Concern)에서 조달한 핵심광물이 포함된 배터리는 보조금 대상에서 배제 ▪ 핵심광물 범위: 구성재료(양극/음극 활물질, 박/고체 전극용 금속, 바인더, 전해질염, 전해질 첨가제 등)
	주요 부품 50% (3,750달러/대)	▪ 각 배터리 부품별 북미(미국, 캐나다, 멕시코) 제조 및 조립 여부를 판단. 부품 별 증분가치가 기준 ▪ 북미 제조 비율은 연도 별 비율 충족이 필수. 부품 별 증분가치의 합계 대비 북미에서 제조 및 조립된 부품의 증분가치 합계의 비율로 판단 ▪ 2024년 이전 50%, 25년 60%, 26년 70%, 27년 80%, 28년 90%, 29년 100% ▪ 2024년 이후 우려국가에서 조달한 주요 부품이 포함된다면 보조금 대상에서 배제 ▪ 배터리 부품 범위에서 구성 재료는 제외
	▪ 전기차의 최종 생산은 북미에서 이뤄져야함(최초 법안 발효 이후 즉시 적용)	
	▪ 구성재료(Constituent Materials): 핵심광물(Minerals)을 비롯한 배터리 부품 제조에 직접 사용되는 물질 Ex) 양극/음극활물질, 박(Foils), 고체 전극용 금속, 바인더, 전해질(염), 전해액 첨가제 ▪ 배터리 부품(Battery Components): 산업/화학적/물리적인 조립 과정을 거친 1개 이상의 부품, 혹은 구성 재료를 제조/조립 Ex) 양극/음극 , 고체 금속전극, 분리막, 액체/고체 전해질, 배터리 셀/모듈	

자료: 언론보도 정리, 메리츠증권 리서치센터

2023년 미국 IRA 법안 개시에 따른 완성차-배터리 기업간 파트너쉽 강화



자료: 언론보도 정리, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 유럽 원자재법(CRMA)

원자재 자체 조달 및 공급망 구축

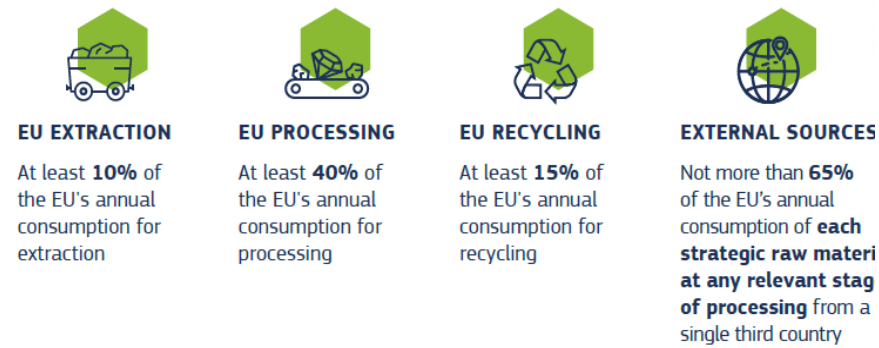
- 3/16 EU는 핵심광물원자재법(CRMA, Critical Raw Material Act)을 발표
- 해당 법안의 목적은 친환경 전환(탄소배출감축)에 필요한 원자재에 자체 조달 및 공급망 구축(유럽권 투자)
- EU는 2030년까지 지정학 전략 원자재 필요량의 65% 이상을 제 3국에서 조달하지 않는 규정을 지정

EU의 CRMA(Critical Raw Materials Act) 추진



자료: European Commission

EU의 전략 원자재 자립도 및 수입원 다변화 전략



자료: European Commission

2023년 하반기 이차전지 이슈: 유럽 원자재법(CRMA)

원자재 자체 조달 및 공급망 구축

- EU가 분류한 원자재 구성은 (1) 전략 원자재(Strategic Raw Materials), (2) 핵심 원자재(Critical Raw Materials)
- 전략 원자재는 미래 수요 대비 현재의 공급능력, 조달량 증가 이후의 시나리오를 고려하여 지정
- 핵심 원자재는 전략 원자재를 포함하여 경제성, 향후 공급 난제가 예상되는 원자재를 지정
- EU가 지정한 전략 원자재 총 16개 중, 이차전지에 직접 연관된 광물은 리튬, 니켈, 코발트, 망간, 구리, 흑연

EU의 전략 원자재 항목

SRM

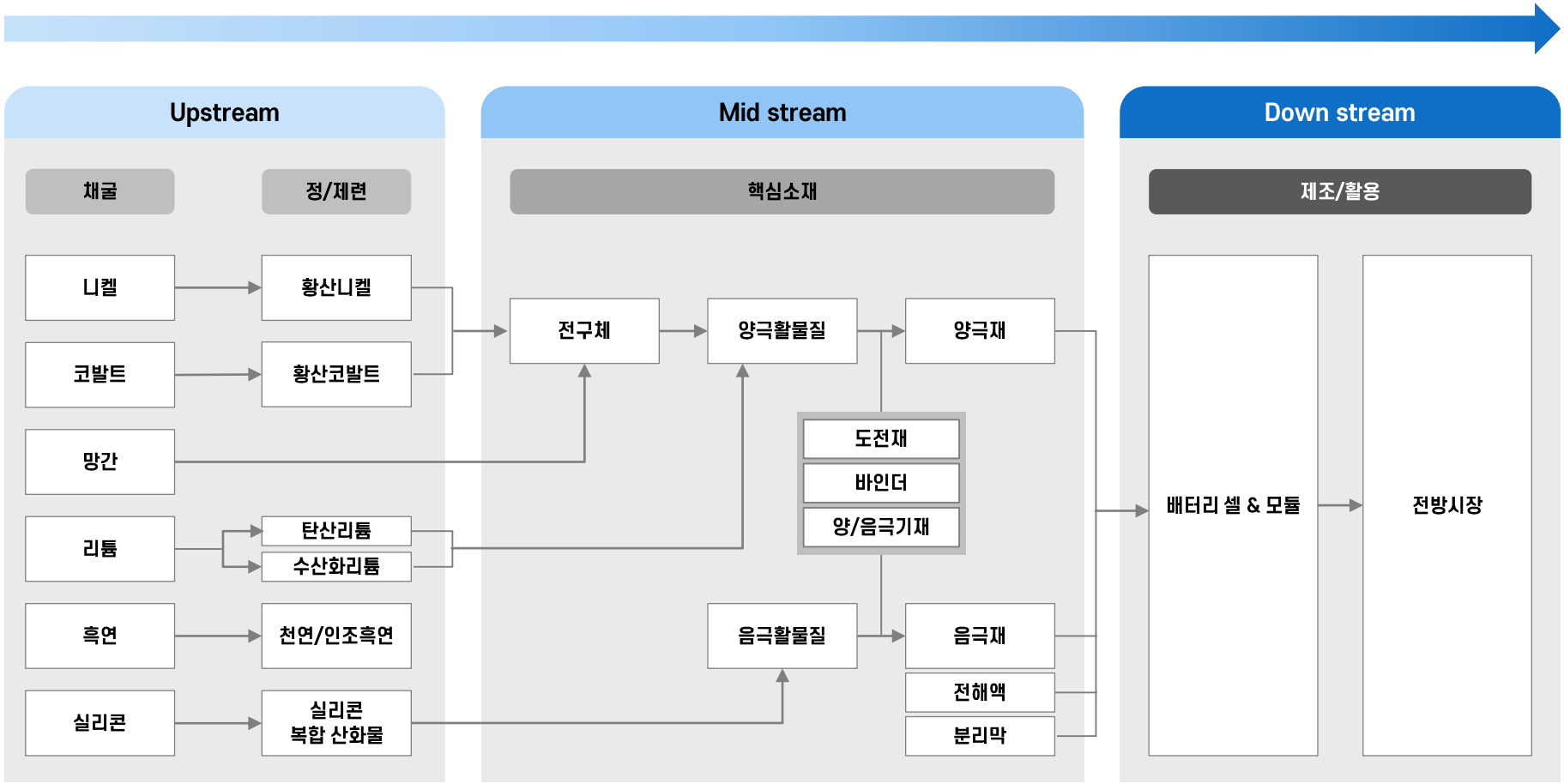
갈륨	붕소
구리	비스무트
금속 마그네슘	저마늄
니켈 (Battery Grade)	천연흑연 (Battery Grade)
리튬 (Battery Grade)	코발트
망간 (Battery Grade)	텅스텐
백금족 금속	티타늄 금속
자석용 희토류 (네오디뮴, 프라세오디뮴, 터븀, 디스프로슘, 가돌리늄, 사마륨, 세륨)	금속규소

CRM

갈륨	베릴륨	장석	탄탈럼
구리	보크사이트	저마늄	텅스텐
금속규소	붕소	점결탄	티타늄 금속
나이오븀	비소	인광석	하프늄
니켈 (Battery Grade)	비스무트	장석	헬륨
리튬	스칸듐	저마늄	형석
마그네슘	스트론튬	점결탄	경희토류원소
망간	안티몬	중정석	중희토류원소
바나듐	인	천연흑연	
백금족 금속	인광석	코발트	

자료: European Commission, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 이차전지 Value-Chain 점검



자료: 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 이차전지 Value-Chain별 생산기업 현황

채굴

전통 광산
- Vale
- Anglo American plc
- BHP
- Rio Tinto Group

리튬 생산
- Albemarble
- SQM
- TQC Lithium
- Ganfeng Lihtium
- Pilbara Minerals
- Alkem

코발트 생산
- Glencore
- China Molydbenum

니켈 생산
- Nornickel
- South32
- SMM
- Eramet

제련

탄산/수산화리튬
- Albemarble
- SQM
- TQC Lithium
- Ganfeng Lithium
- Pilbara Minerals
- Alkem
- POSCO L&S

정련 코발트
- Huayou Cobalt
- Umicore
- JRV
- Glencore

정련 니켈
- Jinchaun
- Tsingshan
- SMM
- Nornickel
- 켐코
- Delong

소재

양극재
- 에코프로비엠
- LG화학
- 엘앤에프
- 포스코퓨처엠
- 코스모신소재
- SMM
- Nichia
- Ronbay
- XTC
- Shanshan
- Umicore
- Easpring

분리막
- SK아이이테크놀로지
- WCP
- SEMCORP
- Asahi
- Toray
- W-Scope
- Senior
- Senoma
- Huiqiang New Energy
- Cangzhou Mingzhu

음극재
- 포스코퓨처엠
- BTR
- Hitachi
- Mitsubishi
- Zichen
- Shanshan
- Kaijin
- XF H

전해액
- 엔켐
- 동화기업
- GTHR
- Kaixin
- Capchem
- Tinci

배터리 팩

Cell/Module
- CATL
- BYD
- LG에너지솔루션
- Panasonic
- 삼성SDI
- SK On
- CALB

JV
- LGES-GM
- LGES-Stellantis
- LGES-Honda
- SK On-Ford
- LGES/SK On-현대/기아차
- 삼성SDI-Stellantis
- CATL-Geely Power Battery

Recycling / Re-use

Recycling
- 성일하이텍
- 에코프로CNG
- 포스코HY클린메탈
- Umicore
- Redwood Materials
- Huayou Cobalt
- GEM
- Brunp Recycling (CATL 자회사)

JV
- LGES-Li Cycle
- NorthVolt-Hydro
- SK이노-성일하이텍

자료: 각 사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 국내 배터리 기업들의 생산Capa 현황 점검

생산 Capa 계획에 맞춘 원소재별 투입량 추정

(만톤)		2021	2022	2023E	2024E	2025E
배터리 셀 (GWh)	LG에너지솔루션	150	180	280	380	580
	CATL	200	320	500	680	900
	SK On	40	70	90	160	240
	삼성SDI	40	60	80	100	120
	파나소닉	50	50	60	70	100
	총 합	**480**	**680**	**1,010**	**1,390**	**1,940**
필요 수산화리튬		**9.2**	**16.1**	**22.4**	**36.9**	**59.9**
국내 양극재 생산 Capa	에코프로비엠	6.0	14.4	18.0	28.0	41.0
	포스코퓨처엠	2.5	3.6	7.7	18.0	45.0
	LG화학	8.0	9.0	12.0	16.0	26.0
	엘앤에프	4.0	8.8	14.0	22.0	28.0
	총 합	**20.5**	**35.8**	**49.7**	**82.0**	**133.0**
국내/외 셀 기업들에 필요 음극재		**29**	**41**	**61**	**85**	**121**
국내 동박 생산 Capa	SKC	5.2	5.6	10.2	20.2	30.2
	롯데에너지머티리얼즈	6.1	8.1	15.1	17.6	22.0
	솔루스첨단소재	2.4	3.0	4.6	7.5	10.5
	고려아연			1.3	1.3	3.0
	총 합	**13.7**	**16.7**	**31.2**	**46.6**	**63.7**

자료: 각 사 발표 자료, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 수주 낙수효과

2023년 수주 계약 재개 중

- 2023년 배터리 셀-소재 간 계약 확정 사례 다수 등장
  Ex) 포스코퓨처엠-삼성SDI 및 LG에너지솔루션, 엘앤에프-Tesla, 롯데에너지머티리얼즈-LG에너지솔루션
- 미국 시장 선점 전략에 LG에너지솔루션을 비롯한 국내 셀 3개사 및 CATL 등 다수가 투자에 속도전
- 생산거점별 생산 Capa 규모가 큰 CATL와 LG에너지솔루션의 소재 외부 구매량 증가로 기존 소재 공급망 기업들에 낙수효과가 클 전망
- LG에너지솔루션 공급망 기업들에 긍정적 평가: 양극재(LG화학, 엘앤에프, 포스코퓨처엠), 동박(창춘, 롯데에너지머티리얼즈, SKC), 분리막(Toray), 음극재(BTR) 등

LG에너지솔루션의 소재 기업 발주 예상되는 해외 생산설비

생산설비	생산규모 (Gw)	위치	내용
단독	20	미시건	LGES의 미국 최초 설비
Ultium Cells 1	45	오하이오	GM 합작
Ultium Cells 2	50	테네시	GM 합작
Ultium Cells 3	50	미시건	GM 합작
L-H배터리컴퍼니	40	오하이오	Honda 합작
단독	43	애리조나	Tesla 등 EV, ESS 포함
넥스타에너지	45	캐나다	스텔란티스 합작
LG에너지솔루션-현대차	30	인도네시아	인도네시아 LG에너지솔루션-현대차 JV
LG에너지솔루션-현대차	40	미국	언론보도된 미국 내 LG에너지솔루션-현대차 JV
Ford	40	유럽 or 미국	언론보도된 Ford와의 파트너쉽

자료: LG에너지솔루션, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

SK On의 소재 기업 발주 예상되는 해외 생산설비

생산설비	생산규모 (Gw)	위치	내용
단독	9.8	조지아	SK On의 미국 단독 설비
단독	11.7	조지아	SK On의 미국 단독 설비
BlueOvals	43	켄터키	SK On-Ford JV 1기
BlueOvals	43	테네시	SK On-Ford JV 2기
BlueOvals	43	켄터키	SK On-Ford JV 3기
Sk On-현대/기아차	35	조지아	SK On과 현대/기아차의 미국 내 JV

자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

LG에너지솔루션의 Supply-chain

미국 시장 선점 전략 강화 중

- LG에너지솔루션의 사업전략은 (1) 미국 시장 선점, (2) 공급망 관리 등 운영 효율성 극대화, (3) 제조원가 경쟁력, (4) 제품 포트폴리오 다변화 등으로 해석
- 동사의 사업장은 국내 오창공장(Mother Fab.)을 기반으로 중국/인도네시아, 폴란드, 미국 → 2023년 미국 IRA 법안 개시 및 다수의 고객사 프로젝트 기반으로 미국 사업장 확장 중
- 모회사 LG화학에서 양극재/분리막/기타 소재들(CNT, 전해질 등)을 조달, 그 외 기존 공급망들과 파트너십
- 양극재 등 배터리 기술 개발 로드맵은 (1) 삼원계: High~Mid Nickel 양극재 및 실리콘 첨가제, (2) LFP 및 LFMP로 다변화

LG에너지솔루션의 소재 공급기업 점검

양극재	음극재	전해액	분리막
LG화학	포스코퓨처엠	엔켐	Toray
엘앤에프	BTR	GTHR	Asahi
포스코퓨처엠	Zichen	Capchem	Senior
B&M	Shanshan	Tinci	SEMCORP
Shanshan	XFH	Centalglass	W-Scope
Umicore	Hitachi	Ube	
Easpring	미쓰비시케미칼		
Nichia			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG에너지솔루션의 양산규모에 맞춘 각 소재별 필요량 점검

(만톤)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
양극재 투입량	19.5	26.0	39.0	49.4	75.4
음극재 투입량	9.0	12.0	18.0	22.8	34.8
동박 투입량	12.0	16.0	24.0	30.4	46.4
수산화리튬	10.5	14.0	21.0	26.6	40.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK On의 Supply-chain

후발주자의 한계점 노출

- SK On은 상위 기업들(CATL, BYD, LG에너지솔루션) 대비 생산규모, 공급망, 양산 능력 등에서 열위
- 다수의 고객사를 확보한 상위 기업들 대비 SK On은 VW, 현대/기아차, Ford 등 주력 고객사가 단조로운 편
- 2022~23년 Pre-IPO를 통한 자금유치는 미국 시장 Ford JV향 투자/운영 자금으로, 신규 고객사 확보에 필요한 자금 활동 유치 중

SK On의 소재 공급기업 점검

양극재	음극재	전해액	분리막
에코프로비엠	포스코퓨처엠	엔켐	SK IeT
포스코퓨처엠	BTR	동화기업	
엘앤에프			

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK On의 양산규모에 맞춘 각 소재별 필요량 점검

(만톤)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
양극재 투입량	5.2	9.1	11.7	20.8	31.2
음극재 투입량	2.4	4.2	5.4	9.6	14.4
동박 투입량	3.2	5.6	7.2	12.8	19.2
수산화리튬	2.8	4.9	6.3	11.2	16.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

Panasonic의 Supply-chain

미국 신규 고객선 확보 필요

- 경쟁사들 대비 신규 투자 등에 상대적으로 보수적 입장을 유지하던 Panasonic에 변화 감지
- Panasonic의 배터리 기술 Road-map은 하이니켈 중심의 프리미엄/하이엔드 급 차종에 탑재될 배터리 양산에 초점을 둠
- 미국-일본은 양 국가간 FTA 체결국가가 아닌 점. 따라서 Panasonic의 기존 공급망 기업들이 미국 현지 투자를 진행하지 않을 시, 미국 내 현지 투자를 염두한 국내 전지소재 기업들이 신규 수주 가능할 전망
  Ex) 양극재: LG화학, 엘앤에프 등 / 분리막: LG화학-Toray, SK IeT

Panasonic의 소재 공급기업 점검

양극재	음극재	전해액	분리막
SMM	Hitachi	MCC	Toray
Nichia	미쓰비시켐	Ube	Asahi
XTC	BTR	Capchem	
	Zichen		

자료: 메리츠증권 리서치센터

Panasonic의 양산규모에 맞춘 각 소재별 필요량 점검

(만톤)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
양극재 투입량	6.5	6.5	9.1	13.0	18.2
음극재 투입량	3.0	3.0	4.2	6.0	8.4
동박 투입량	4.0	4.0	5.6	8.0	11.2
수산화리튬	3.5	3.5	4.9	7.0	9.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

CATL의 Supply-chain

Tesla와 미국 내 JV 설립 확정 가능성을 모니터링 중

- 글로벌 1위 배터리 생산기업 CATL은 기존 중국 시장 외 유럽과 미국으로 신규 투자 계획을 보유
- 특히 유럽 CRMA 및 미국 IRA 법안 등 대륙적 자체 공급망 구축에도 불구, CATL은 낮은 단가의 배터리 공급 여력 및 중국 전기차 수출량 증가에 따라 출하량 추가 증가될 전망
- Ford 및 Tesla향 파트너쉽으로 미국 내 직접투자를 계획 중, CATL의 해외 공장 투자에 따른 소재 기업들에 낙수효과 클 전망

CATL의 소재 공급기업 점검

양극재	음극재	전해액	분리막
Ronbay	BTR	GTHR	SEMCORP
XTC	Zichen	Capchem	Senior
ZhenHua	Shanshan	Tinci	Sinoma
B&M	Kaijin	Kaixin	Mingzhu
Shanshan	XFH	Shanshan	Toray
Easpring	Shinzoom		SK아이이테크놀로지
Cyclio			

자료: 메리츠증권 리서치센터

CATL의 양산규모에 맞춘 각 소재별 필요량 점검

(만톤)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
양극재 투입량	26.0	41.6	65.0	88.4	117.0
음극재 투입량	12.0	19.2	30.0	40.8	54.0
동박 투입량	16.0	25.6	40.0	54.4	72.0
수산화리튬	14.0	22.4	35.0	47.6	63.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 양극재 수직계열화

수직계열화를 통한 원가 경쟁력 구축

- 이차전지 주요 광물 자원들에 공급 병목현상 발생 Risk는 정/제련 설비 대다수에 중국 기업들에 노출된 점
- 이에 국내 배터리 셀/양극재 기업들은 Upstream 역량 확보(광산 등 지분투자 or 정/제련 사업개시) 및 전구체 JV 전략 등으로 수직계열화 추진 중
- 리튬 등 주요 원재료 매장 국가들의 자원민족주의(Ex. 인도네시아 니켈, 칠레 리튬 등)에 원재료 Sourcing 능력이 기업가치 평가의 기준점

국내 양극재 기업별 수직계열화의 노력들

회사	관련 회사	공정	리튬 생산규모	전략
LG화학	Piedmont Lithium 등	(정광) 수산화리튬	총 20만톤(4년간)	미국 생산현지화 및 수직계열화
	화유 코발트	전구체 JV	5만톤	한국 새만금단지에 2029년부터 5만톤 규모 전구체 조달
에코프로비엠	에코프로 이노베이션	탄산리튬 → 수산화리튬 수산화리튬 분쇄	연간 5만톤	에코프로비엠(EM)에 필요한 리튬 100% 내재화 삼성SDI 등과 전략적 제휴를 통한 직납 가능성
	에코프로 머티리얼즈	전구체 단독공정	총 21만톤	2023년 5만톤→ 27년 21만톤으로 생산량 확대
포스코퓨처엠	포스코 리튬솔루션	탄산리튬 → 수산화리튬 수산화리튬 분쇄	연간 4.3만톤	포스코케미칼의 양극재에 필요한 리튬 수요 대응 포스코리튬솔루션, 포스코HY클린메탈을 통하여 국내/외 리튬 공급망 구축 대응
	화유 코발트	전구체 JV	총 44만톤	2023년 1.5만톤→ 2030년 44만톤으로 확대
엘앤에프	JH케미칼	수산화리튬 분쇄	5천톤	엘앤에프 자체 수요 대응
	LS MnM	전구체 JV	예상 6~8만톤	국내 기업과 전구체 사업 JV 체결 추진 중
	시노리튬	수산화리튬 분쇄	연간 5만톤	시노리튬 기술 로열티를 활용하여 수산화리튬 조달

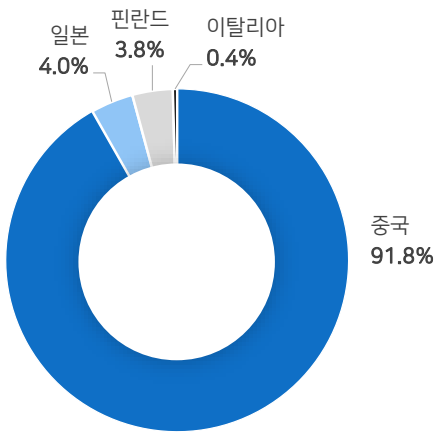
자료: 각 사 발표자료, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 전구체

전구체 내재화 필요

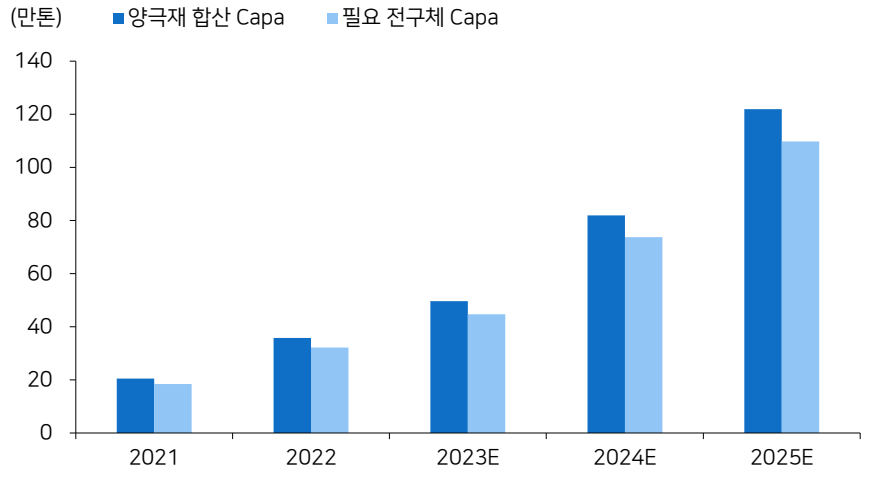
- Tesla는 2020년 Battery Day, 2023년 Investor Day를 통해 배터리 생산원가 절감 노력을 구체화 중
- 전구체는 양극재 원가 비중 80%(전기차 총 원가의 약 14% 수준), 배터리 제조원가 경쟁력 확보를 위해 전구체 → 양극재 생산의 수직계열화를 필요로 함
- 국내 양극재 생산기업들은 (1) 원재료 가격 변동성 노출도 최소화, (2) 삼원계 Mid~High 니켈 및 LF(m)P 등 다양한 차세대 배터리를 준비 중으로 안정적인 전구체 조달과 양극재 기술에 맞춘 전구체 양산능력이 핵심
- 전구체가 양극재 기술/성능 개선이 중요한 이유: (1) 리튬 첨가량 증가/용량 확대, (2) 단결정 등 하이니켈 양극재 구조 → 양극재의 리튬 가역 반응 확장을 가능케할 전구체가 필요

한국의 전구체 수입 국가별 비중



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

국내 양극재 기업들의 합산 생산Capa에 맞춘 필요 전구체



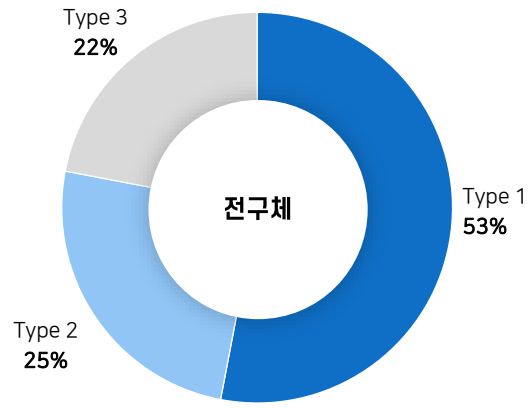
자료: 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 전구체

전구체 내재화 필요

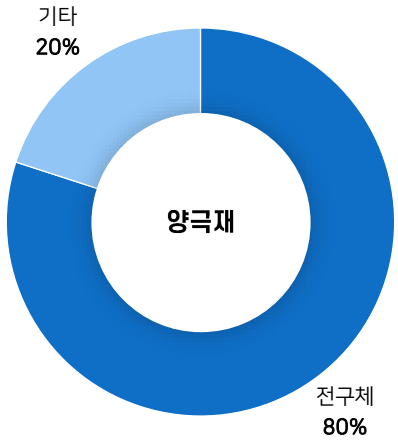
- 국내 양극재 기업들의 전구체 사업은 (1) 계열사를 통한 조달, (2) JV를 통한 조달 전략으로 시현
- 전구체 생산기업들은 3가지 성격으로 분류 가능
  Type 1: Upstream 정/제련 역량을 보유하여 원재료에 안정적 조달이 가능한 기업들(GEM, 화유코발트 등)
  Type 2: 전구체를 양산하여 외부 판매하는 기업들(Ningbo Ronbay, CNGR, Zhongwei Share, 에코앤드림)
  Type 3: 전구체-양극재를 내재화한 기업들(에코프로 머티리얼즈, JH케미칼 등)

전구체 생산 기업별 점유율



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

양극재의 원가 비중



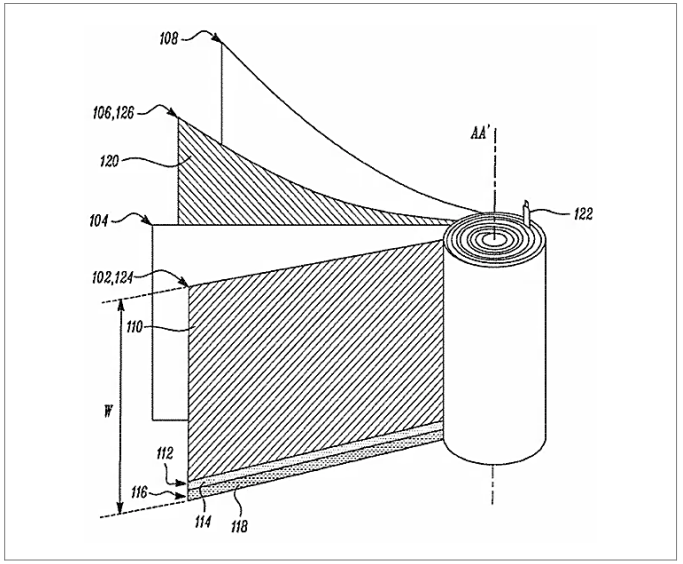
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 신규 폼팩터 4680 전지 양산

Tesla, LGES, Panasonic의 4680 전지 양산성공 여부

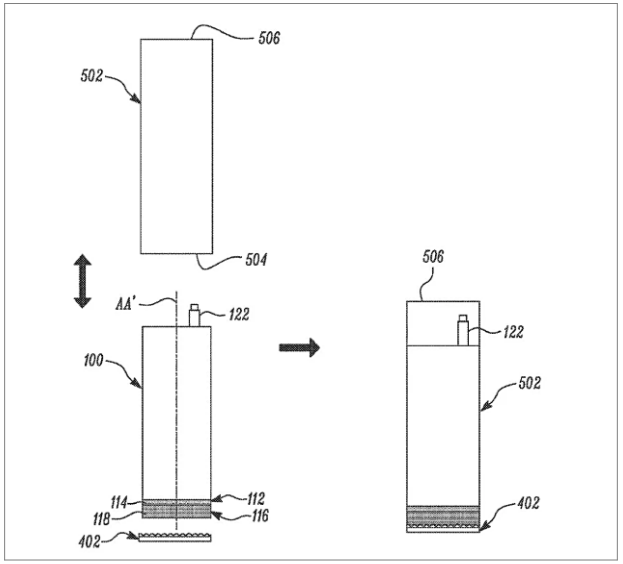
- Tesla가 반복 강조하는 점은 (1) 원가절감, (2) 효율성, (3) 생산량 극대화
- Tesla의 Tabless 4680 전지는 전기와 열 저항 개선, Tab의 용접 공정이 없어 생산성 향상 가능
- 4680 전지는 전자가 기존 전지 대비 넓은 면적과 이동거리가 짧아 열배출에 효율적
  전자이동 경로가 전극 포일 면에 고르게 분포하여 장수명에 긍정적
- Tabless의 핵심은 (1) 내부에서 발생한 열 분산능력, (2) 상-하부 탭 용접 방법이며, 지난 2/21 Tesla는 Tabless 특허를 공개한 점에 해당 기능성 이슈를 해결한 점으로 판단
- 4Q23 국내 LG에너지솔루션, 해외 Tesla/Panasonic이 4680 양산 목표 시점

Tesla의 원통형 전지 모형



자료: Tesla Patent, 메리츠증권 리서치센터

기존 vs 4680 전지의 탭 구조



자료: Tesla Patent, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] 4680 전지 생산 기업들의 공급망 점검

셀	Tesla	LG에너지솔루션	Panasonic
양극재	엘앤에프	엘앤에프	SMM, Nichia LG화학 엘앤에프
동박	SKC	SKC, 롯데에너지머티리얼즈	Nippon Denkai
분리막	미정	Toray	Toray
음극재	미정	BTR, 샨샨	Shin-Etsu
도전재	나노신소재	나노신소재	Toyo Color, 나노신소재
Recycle	Redwood Materials (JV 엘앤에프)	Li-Cycle (LG화학 합작)	Redwood Materials (JV 엘앤에프)
기타	엔켐, 천보	천보	

2023년 하반기 이차전지 이슈: 국내 배터리 기업들의 기술개발 Road-map

고성능 및 낮은 생산단가의 배터리가 필요

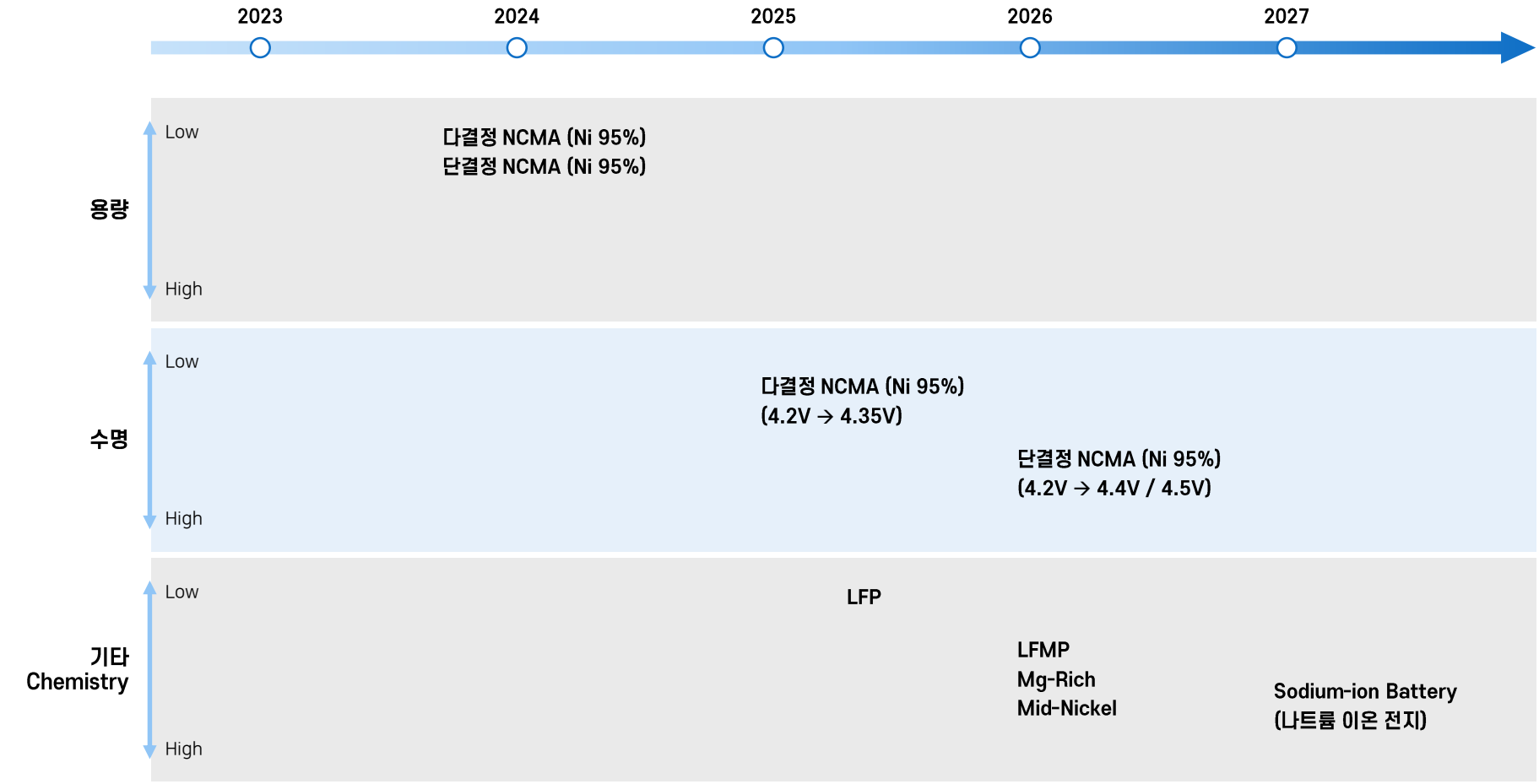
- 2023년 Tesla가 쏘아올린 자동차 가격 인하 정책의 나비효과 → 삼원계 Vs. LFP
- EV 보급 단계별 적용 배터리는 (1) Early Stage: 다양한 양극재 Chemistry 적용 → (2) Mainstream Market: 기존 적용 소재의 기술적 단점을 보완한 다양한 Chemistry 등장(LFP→ LFMP, NCM→ NCMA, Mg-Rich, 기타 나트륨/단결정 배터리 등)
- 중국 BYD, Tesla의 CTP(Cell-to-Pack), CTC(Cell-to-Chassis) 등 모듈과 팩을 제거한 이후 에너지 밀도가 개선된 LFP는 기존의 단점(상대적으로 낮은 에너지밀도)을 극복하며 채택 사례 증가 중
- 당사의 판단은 배터리 표준이 부재한 현 시점, 중장기 EV 외 이차전지 적용처 확대로 인하여 낮은 생산/개발 원가 및 높은 에너지 밀도가 보장되는 Chemistry 개발은 지속될 전망

적용 대상이 확대될 이차전지, 그렇기에 Chemistry 진보 및 Cost-saving 노력은 지속

Chemistry	소재	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
삼원계	양극재	NCM622	NCM811	NCM9	NCM9	NCM9	NCM9 하이망간	단결정 하이망간	단결정 하이망간	단결정 하이망간
	음극재	흑연	흑연	흑연	흑연/SioX	흑연/SioX	흑연/SioX	흑연/SioX/SiC	흑연/SioX/SiC	흑연/SioX/SiC
LFP	양극재	LFP	LFP	LFP	LFP	LFP	LFP/LFMP	LFP/LFMP	LFP/LFMP	LFP/LFMP
	음극재	흑연	흑연	흑연	흑연	흑연	흑연	흑연	흑연	흑연
나트륨 이온	양극재					전기금속산화물	전기금속산화물	프러시안 블루/화이트	프러시안 블루/화이트	폴리음이온화합물
	음극재					탄소계	탄소계	탄소계	탄소계/합금	유기화합물
전고체	양극재								LCO, NCA, NCM	LCO, NCA, NCM
	음극재								퓨어실리콘, 리튬메탈	퓨어실리콘, 리튬메탈

자료: 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 국내 양극재 기술개발 Road-map



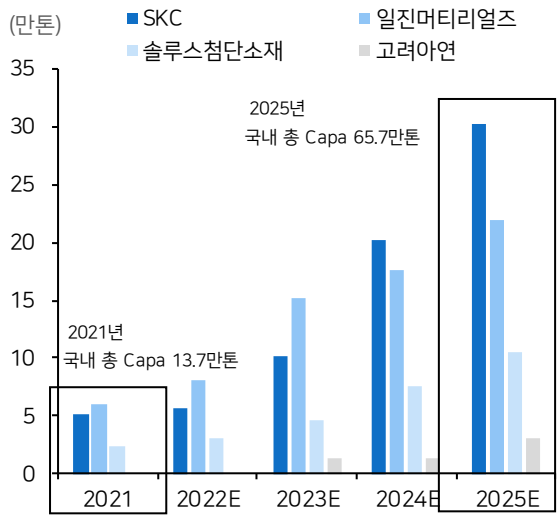
자료: 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 동박

국내 동박 기업들은 전기료 부담 가중

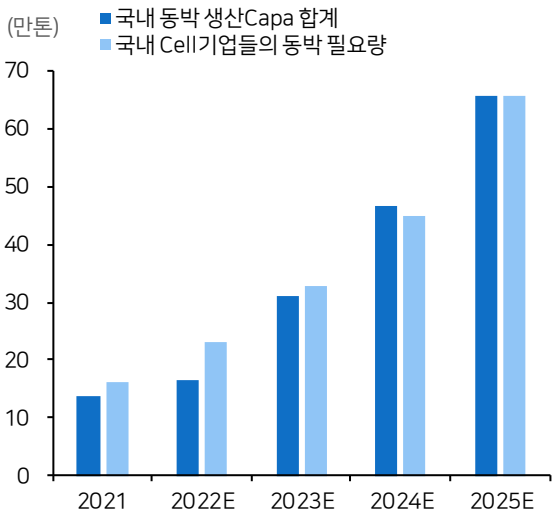
- 동박의 생산비용 비중은 구리 구매비용 50%, 전기료 12%, 기타 38%
- SKC와 롯데에너지머티리얼즈는 전략적 관점에서 국내 설비(SKC 정읍, 롯데 익산)는 동박 기술 로드맵을 위한 연구개발 기지, 범용/고객사 대응 대량 양산 설비는 고객사와 연계한 맞춤식 전략(말레이시아 등)
- 배터리 셀 기업들의 기술 로드맵 관점(현재 하이니켈 양극재, 실리콘 음극재 등 / 4680 등 신규 폼팩터)에서 동박 생산기업들은 (1) 광폭(인장과 연신율), (2) 선속(Roll to Roll), (3) 극박

국내 동박 기업들의 생산 Capa 현황



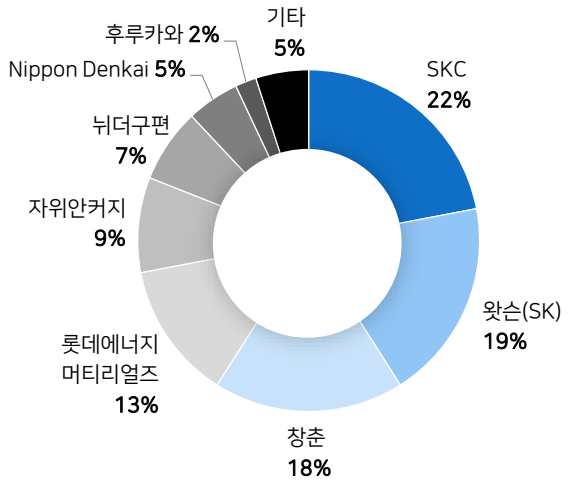
자료: 각 사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

국내 동박 기업들의 생산 Capa 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 동박 생산기업별 시장 점유율



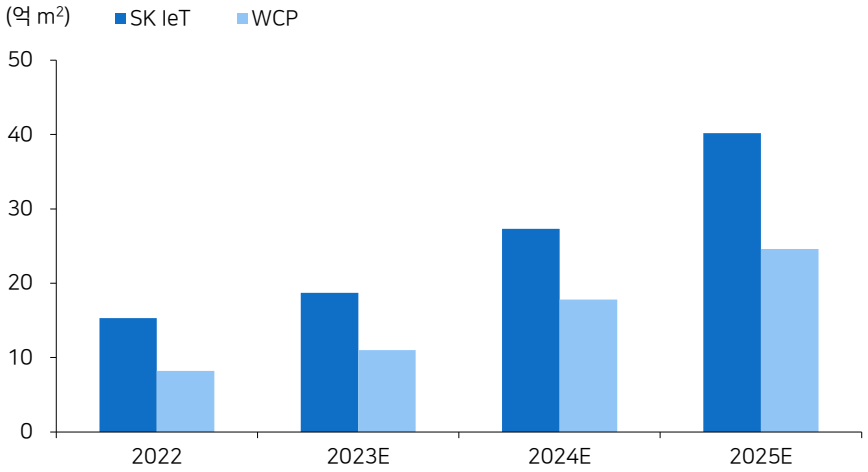
자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: 분리막

분리막 자체 펀더멘털 대비 IRA 법안의 수혜로 주가 상승

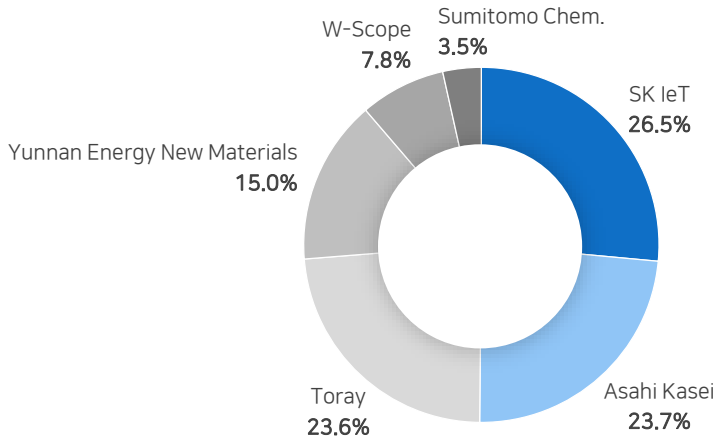
- 분리막 생산비용 구조는 고정비용 65%, 원재료비 25%, 판관비 10% → 생산기업들의 실질 가동률이 핵심
- 기존 이차전지 분리막 시장은 습식(기공이 균일하며 박막화에 유리하여 EV 및 IT기기로 사용)과 건식(기공 균일성이 다소 열위이며 두껍지만 가격 경쟁력이 우수하여 ESS 등에 사용)으로 구분
- 기존 분리막 경쟁구도는 Tier 1 분리막(얇은 두께: IT용 5~7마이크론, EV용 9~12마이크론 / 내구성 / 기공 균일성: 에너지밀도) 생산기업들에 한정, 최근 가격 경쟁력을 갖춘 하위 기업들의 기술 진보가 높아진 점
- 분리막의 핵심 기술력은 (1) 연신 능력, (2) PE 분자량이 많은 원재료 사용(UHMWPE), (3) 분리막 외부를 코팅하는 방법→ 일본 기업들은 횡/종방향으로 동시연식 방식, SK IeT는 횡/종방향을 독립적으로 늘리는 축차방식

국내 분리막 기업(SK IeT, WCP) 생산 Capa 현황



자료: 각 사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터

분리막 Tier 1 습식분리막 생산기업별 점유율



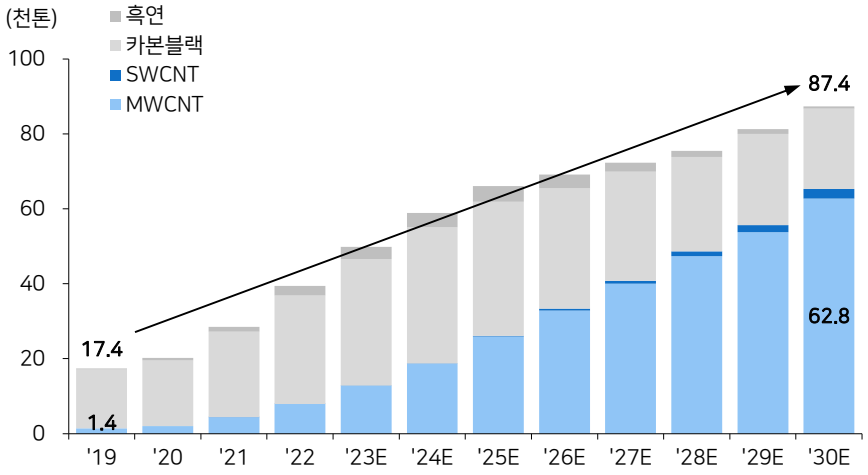
자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하반기 이차전지 이슈: CNT

CNT 생산 기업과 분산기업

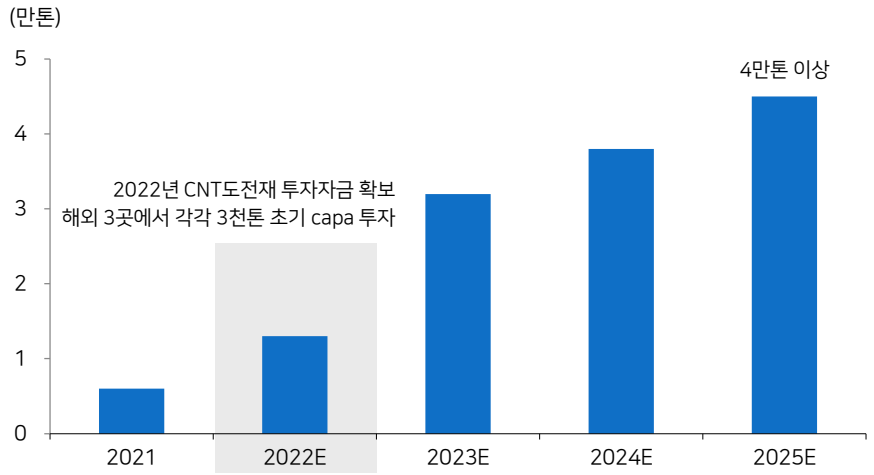
- 이차전지 시장 수요 증가와 진화하는 소재에 맞춰 CNT의 필요성 증대 중
- 도전재로 활용되는 CNT는 전류 전도성이 높아 충전 시간이 단축, 발연 감소/장수명에 영향을 주는 소재
  양극재는 니켈 함량 증가, 음극재는 실리콘 첨가비율 증가와 동시에 CNT는 기존 흑연대비 적은 투입량
- 최근 국내 CNT 관련 회사들의 기술 공통 사항으로 (1) 양극 도전재: 분산이 잘된 번들형 구조로 전도율이 높고, (2) 음극 도전재: 직경이 작고, 길이가 길어 전기적 특성의 기술적 우위
- 전방 고객사들의 적용 소재변화에 맞춰 CNT 시장 역시 확장될 점: CNT 생산 및 액상 분산 기술력 확보 필요
  예시) LG화학/금호석유화학/제이오(CNT 생산)→ 나노신소재/동진세미켐/Toyo Color(분산)→ Cell 기업

도전재 시장 수요 전망: CNT계열이 가장 높은 성장률을 기록할 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

나노신소재는 전방 시장 확대 및 고객사 수주에 맞춰 꾸준한 생산 Capa 증설 중



자료: 나노신소재, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

이차전지		
Top Picks	투자판단	적정주가
LG에너지솔루션 (373220)	Buy	810,000원
포스코퓨처엠 (003670)	Buy	410,000원
엘앤에프 (066970)	Buy	460,000원

관심종목	투자판단	적정주가
에코프로비엠 (247540)	Buy	310,000원
SK아이이테크놀로지(361610)	Buy	130,000원

석유화학		
Top Pick	투자판단	적정주가
LG화학 (051910)	Buy	1,070,000원

LG에너지솔루션 (373220) 경쟁력 구현은 제조원가 및 기술 선도

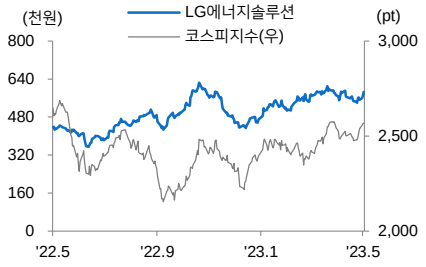
Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	810,000원
현재주가 (5. 24)	585,000원
상승여력	38.5%
KOSPI	2,567.45pt
시가총액	1,368,900억원
발행주식수	23,400만주
유동주식비율	14.79%
외국인비중	5.38%
52주 최고/최저가	624,000원/356,000원
평균거래대금	1,894.0억원
주요주주(%)	
LG화학 외 1 인	81.84
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	3.0	33.4
상대주가	1.6	-2.1	35.4

주가그래프



LG에너지솔루션은 북미 시장 선점 전략 가속화와 23년 하반기 추가적인 합작 프로젝트 발표를 예상

- 동사의 미국 시장 선점 전략이 구체화됨에 따라 자동차 생산기업들과의 연이은 합작 프로젝트가 발표 중
- 기존 파트너쉽 외 2023년 미국 내 신규 투자 예상되는 프로젝트는 Tesla향 4680, 현대/기아차, Toyota, Ford 등
- 미국 IRA 법안 및 AMPC 보조금 지급으로 사업 역량이 큰 동사에 합작 프로젝트 집중 중, LG에너지솔루션향 소재 공급 기업들에 Q 성장성 담보될 전망(양극재: LG화학, 엘앤에프, 포스코퓨처엠)

LG에너지솔루션은 제조원가 경쟁력 구축과 배터리 기술 선도 전략으로 배터리 포트폴리오 다변화 시도 중

- LG에너지솔루션의 제조원가 경쟁력 구축은 물리적(Cell-to-Pack 등 공간 효율성 극대화 및 공정 혁신 등) 화학적 방법은 소재 기술 다변화를 통해 구현될 전망
- 특히 4Q23 하이니켈 양극재(단결정) 기반 4680 전지 양산 성공 이후 소형전지부문 수익성 추가 개선 가능
- LG에너지솔루션의 배터리 포트폴리오 다변화 노력은 중장기 LF(m)P 및 삼원계(미드니켈, 하이망간) 양산으로 구현

투자의견 Buy와 적정주가 81만원으로 이차전지 섹터 최선호주 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	17,851.9	768.5	792.5	3,963	흑전	39,831	0.0	0.0	2.9	10.7	171.8
2022	25,598.6	1,213.7	767.2	3,305	-27.7	80,052	131.8	5.4	34.7	5.7	86.0
2023E	37,766.6	3,189.2	1,899.3	8,117	153.0	88,169	72.1	6.6	23.8	9.6	116.6
2024E	49,553.7	5,844.5	3,627.3	15,501	89.8	103,670	37.7	5.6	14.7	16.2	137.1
2025E	63,443.4	11,626.7	7,830.2	33,462	116.0	137,132	17.5	4.3	7.9	27.8	116.1

LG에너지솔루션 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	**8,747.1**	**9,099.0**	**9,576.0**	**10,344.5**	**11,187.5**	**12,080.6**	**12,873.3**	**13,412.4**	**37,766.6**	**49,553.7**	**63,443.4**
영업이익	**633.2**	**722.9**	**807.4**	**1,025.7**	**1,199.7**	**1,397.0**	**1,538.6**	**1,709.2**	**3,189.1**	**5,844.5**	**11,626.7**
%OP	*7.2%*	*7.9%*	*8.4%*	*9.9%*	*10.7%*	*11.6%*	*12.0%*	*12.7%*	*8.4%*	*11.8%*	*18.3%*
AMPC 반영	102.0	175.8	193.4	349.0	431.3	492.2	562.5	632.8	820.1	2,118.8	4,652.7
세전이익	**711.2**	**508.2**	**582.2**	**811.8**	**1,000.0**	**1,200.6**	**1,333.3**	**1,498.2**	**2,613.3**	**5,032.1**	**10,871.9**
순이익(지배)	**500.6**	**377.3**	**432.2**	**589.3**	**697.0**	**864.1**	**974.7**	**1,091.4**	**1,899.4**	**3,627.3**	**7,830.2**
% YoY											
매출액	101.4	79.4	25.2	21.2	27.9	32.8	34.4	29.7	47.5	31.2	28.0
영업이익	144.6	269.5	54.7	332.0	89.5	93.3	90.6	66.6	162.8	83.3	98.9
세전이익	173.9	294.7	141.0	122.2	40.6	136.2	129.0	84.6	162.6	92.6	116.0
순이익(지배)	120.9	300.7	132.7	126.0	39.2	129.0	125.5	85.2	147.6	91.0	115.9
% QoQ											
매출액	2.5	4.0	5.2	8.0	8.1	8.0	6.6	4.2			
영업이익	166.7	14.2	11.7	27.0	17.0	16.4	10.1	11.1			
세전이익	94.7	-28.5	14.6	39.4	23.2	20.1	11.1	12.4			
순이익(지배)	92.0	-24.6	14.5	36.4	18.3	24.0	12.8	12.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**17,851.9**	**25,598.6**	**37,766.6**	**49,553.7**	**63,443.4**
매출액증가율(%)	1,121.8	43.4	47.5	31.2	28.0
매출원가	13,953.1	21,308.1	26,302.8	36,325.5	47,491.8
매출총이익	3,898.8	4,290.5	11,463.8	13,228.2	15,951.6
판매비와관리비	3,130.3	3,076.8	8,274.7	7,383.7	4,324.9
영업이익	**768.5**	**1,213.7**	**3,189.2**	**5,844.5**	**11,626.7**
영업이익률(%)	4.3	4.7	8.4	11.8	18.3
금융손익	44.7	-133.5	-575.8	-812.3	-754.9
종속/관계기업관련손익	-11.6	-36.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.5	-48.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	777.2	995.3	2,613.3	5,032.1	10,871.9
법인세비용	76.5	215.5	624.9	1,258.0	2,718.0
당기순이익	**929.9**	**779.8**	**1,988.5**	**3,774.1**	**8,153.9**
지배주주지분 순이익	792.5	767.2	1,899.3	3,627.3	7,830.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	9,535.8	18,804.3	21,777.3	27,691.6	40,529.1
현금및현금성자산	1,282.9	5,938.0	6,189.8	7,484.0	15,080.6
매출채권	2,914.5	4,771.9	5,781.8	7,496.5	9,445.1
재고자산	3,895.8	6,995.6	8,476.3	10,990.1	13,846.7
비유동자산	14,228.3	19,495.2	27,141.5	34,809.5	34,044.1
유형자산	11,050.8	15,331.1	23,043.6	30,711.0	29,911.4
무형자산	455.4	642.1	516.0	414.6	333.1
투자자산	481.4	687.1	747.1	848.9	964.6
자산총계	**23,764.1**	**38,299.5**	**48,918.9**	**62,501.0**	**74,573.2**
유동부채	9,474.0	11,444.9	17,860.5	25,703.0	29,205.8
매입채무	2,177.7	3,841.8	4,654.9	6,035.4	7,604.1
단기차입금	1,146.3	1,244.0	2,644.0	4,164.0	4,164.0
유동성장기부채	1,057.1	1,622.7	3,622.7	5,662.7	5,662.7
비유동부채	5,547.8	6,260.8	8,476.1	10,441.7	10,857.2
사채	2,045.8	1,460.0	2,060.0	2,460.0	2,460.0
장기차입금	2,662.9	3,697.3	5,097.3	6,297.3	6,297.3
부채총계	**15,021.8**	**17,705.7**	**26,336.6**	**36,144.7**	**40,063.0**
자본금	100.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	7,122.4	17,164.6	17,164.6	17,164.6	17,164.6
기타포괄이익누계액	406.1	296.1	296.1	296.1	296.1
이익잉여금	337.6	1,154.5	3,053.8	6,681.0	14,511.2
비지배주주지분	776.3	1,861.6	1,950.7	2,097.6	2,421.3
자본총계	**8,742.4**	**20,593.8**	**22,582.2**	**26,356.3**	**34,510.2**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	**978.6**	**-579.8**	**4,311.0**	**7,134.6**	**13,576.6**
당기순이익(손실)	929.9	779.8	1,988.5	3,774.1	8,153.9
유형자산감가상각비	1,378.7	1,745.5	2,887.5	4,432.5	6,674.6
무형자산상각비	73.1	97.2	126.1	101.4	81.5
운전자본의 증감	-2,320.3	-4,021.1	-691.1	-1,173.4	-1,333.4
투자활동 현금흐름	**-2,178.1**	**-6,259.4**	**-10,660.0**	**-12,201.8**	**-5,981.5**
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,462.9	-6,209.9	-10,600.0	-12,100.0	-5,875.0
투자자산의 감소(증가)	-384.1	-242.4	-60.0	-101.8	-115.7
재무활동 현금흐름	**882.8**	**11,414.6**	**6,600.8**	**6,361.4**	**1.6**
차입금증감	768.2	1,144.6	6,600.8	6,361.4	1.6
자본의증가	-109.0	10,059.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-210.3**	**4,655.1**	**251.8**	**1,294.2**	**7,596.6**
기초현금	1,493.2	1,282.9	5,938.0	6,189.8	7,484.0
기말현금	1,282.9	5,938.0	6,189.8	7,484.0	15,080.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	89,260	110,274	161,396	211,768	271,126
EPS(지배주주)	3,963	3,305	8,117	15,501	33,462
CFPS	18,869	15,270	24,392	41,745	75,995
EBITDAPS	11,101	13,167	26,508	44,352	78,559
BPS	39,831	80,052	88,169	103,670	137,132
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	131.8	72.1	37.7	17.5
PCR	0.0	28.5	24.0	14.0	7.7
PSR	0.0	3.9	3.6	2.8	2.2
PBR	0.0	5.4	6.6	5.6	4.3
EBITDA	2,220.3	3,056.4	6,202.8	10,378.3	18,382.8
EV/EBITDA	2.9	34.7	23.8	14.7	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.7	5.7	9.6	16.2	27.8
EBITDA이익률	12.4	11.9	16.4	20.9	29.0
부채비율	171.8	86.0	116.6	137.1	116.1
금융비용부담률	0.4	0.4	0.6	0.8	0.7
이자보상배율(x)	11.5	10.7	13.3	15.6	26.3
매출채권회전율(x)	6.1	6.7	7.2	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	5.1	4.7	4.9	5.1	5.1

LG화학 (051910) 긴 호흡으로 접근해도 주가 Re-rating 요건 다수 보유

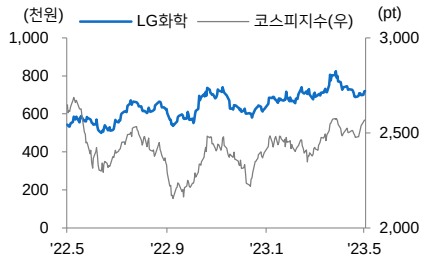
Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	1,070,000원
현재주가 (5. 24)	720,000원
상승여력	48.6%
KOSPI	2,567.45pt
시가총액	508,265억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	66.63%
외국인비중	48.03%
52주 최고/최저가	825,000원/500,000원
평균거래대금	1,958.1억원
주요주주(%)	
LG 외 2 인	33.37
국민연금공단	6.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	-1.1	33.6
상대주가	-7.7	-6.0	35.6

주가그래프



자회사 LG에너지솔루션향 소재 공급 성과물은 해를 거듭하며 규모가 증가

- 연간 LG화학의 양극재 매출액 23년 7.7조원, 24년 10.4조원, 25년 13.5조원으로 증가할 전망
- 2025년 자회사 LG에너지솔루션향 양극재 출하량 지속 증가, 26년 이후 신규 고객사향 판매 개시되며 실적 추정치 추가 상향 가시성 높아
- LG화학의 양극재 사업 전략은 자회사와 동일하게 미국 시장 선점 및 생산 수직계열화를 통한 제조원가 경쟁력 구축

전지 소재 사업은 기존 제품 재투자 및 신규 소재 분야 진출 가능성까지 염두할 필요, 꾸준한 주가 Re-rating 요소

- 23.5월 LG화학은 중장기 양극재 생산 Capa 및 매출액 가이던스를 상향 → 신규 고객사향 확정 수주 반영
- LG화학은 기존 전지 소재 분야(양극재, 분리막, 첨가제, CNT 등) 투자가 강화됨과 동시에 신규 소재(동박, 실리콘 음극재 등) 진출을 고려 중
- 자회사 LG에너지솔루션과의 배터리 소재 공급망 생태계를 구축 가능한 점이 Valuation 프리미엄 요인

투자의견 Buy, 적정주가 107만원으로 석유화학/이차전지 섹터 최선호주 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	42,599.3	5,026.4	3,669.8	50,674	537.9	277,127	12.1	2.2	7.4	18.5	120.3
2022	51,864.9	2,995.7	1,845.4	25,047	-45.1	401,764	24.0	1.5	9.1	6.9	81.4
2023E	68,050.5	4,021.2	2,412.8	33,085	36.7	420,104	21.8	1.7	9.3	7.5	97.1
2024E	84,887.0	8,183.4	4,877.4	67,999	100.4	472,406	10.6	1.5	6.0	14.0	104.3
2025E	103,196.2	14,286.0	8,776.1	123,228	80.8	574,513	5.8	1.3	3.8	21.4	94.8

LG화학 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	**14,486.3**	**17,237.9**	**17,784.3**	**18,542.0**	**19,614.2**	**20,969.0**	**21,907.1**	**22,396.7**	**68,050.5**	**84,887.0**	**103,196.2**
기초소재	4,579.0	6,453.9	6,461.7	6,163.3	6,235.9	6,467.4	6,486.9	6,231.2	23,658.0	25,421.4	25,959.0
첨단소재	2,561.0	2,732.2	2,876.4	3,065.6	3,302.2	3,404.1	3,698.3	3,786.6	11,235.2	14,191.1	17,626.3
양극재	1,659.2	1,880.5	1,999.6	2,169.8	2,358.4	2,493.2	2,762.7	2,830.1	7,709.0	10,444.5	13,589.2
에너지솔루션	8,747.1	9,099.0	9,576.0	10,344.5	11,187.5	12,080.6	12,873.3	13,412.4	37,766.6	49,553.7	63,443.4
팜한농/바이오	543.0	555.6	545.6	580.8	597.3	666.7	510.2	624.5	2,225.0	2,398.7	2,821.2
영업이익	**690.7**	**826.5**	**1,118.4**	**1,385.6**	**1,742.0**	**1,973.8**	**2,134.3**	**2,333.2**	**4,021.2**	**8,183.4**	**14,286.0**
%OP	*4.8%*	*4.8%*	*6.3%*	*7.5%*	*8.9%*	*9.4%*	*9.7%*	*10.4%*	*5.9%*	*9.6%*	*13.8%*
기초소재	-51.0	35.1	175.9	215.3	366.5	384.9	372.6	400.4	375.2	1,524.3	1,460.8
첨단소재	203.0	211.1	222.0	237.8	265.9	278.8	303.7	311.1	873.9	1,159.5	1,433.8
양극재	147.7	159.8	164.0	177.9	200.5	214.4	237.6	243.4	649.4	895.9	1,149.1
에너지솔루션	633.2	722.9	807.4	1,025.7	1,199.7	1,397.0	1,538.6	1,709.2	3,189.1	5,844.5	11,626.7
팜한농/바이오	50.0	57.4	63.1	56.8	60.0	63.1	69.5	62.5	227.4	255.1	364.7
세전이익	**915.7**	**737.5**	**1,017.2**	**1,282.9**	**1,634.7**	**1,861.5**	**2,022.8**	**2,226.9**	**3,953.3**	**7,745.9**	**13,911.0**
순이익(지배)	**474.2**	**498.9**	**617.1**	**822.7**	**1,020.4**	**1,178.7**	**1,272.4**	**1,405.8**	**2,412.8**	**4,877.4**	**8,776.1**
% YoY											
매출액	24.8	41.0	25.4	33.9	35.4	21.6	23.2	20.8	31.2	24.7	21.6
영업이익	-32.6	-6.0	24.1	624.4	152.2	138.8	90.8	68.4	34.2	103.5	74.6
세전이익	-10.5	-21.8	6.5	흑전	78.5	152.4	98.9	73.6	39.1	95.9	79.6
순이익(지배)	-31.1	-24.3	0.6	흑전	115.6	136.3	105.9	70.7	30.9	102.1	79.8
% QoQ											
매출액	4.6	19.0	3.2	4.3	5.8	6.9	4.5	2.2			
영업이익	261.1	19.6	35.3	23.9	25.7	13.3	8.1	9.3			
세전이익	흑전	-19.5	37.9	26.1	27.4	13.9	8.7	10.1			
순이익(지배)	흑전	5.3	23.8	33.3	24.0	15.5	7.9	10.5			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG화학 (051910)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**42,599.3**	**51,864.9**	**68,050.5**	**84,887.0**	**103,196.2**
매출액증가율(%)	41.7	21.8	31.2	24.7	21.6
매출원가	31,384.7	41,878.4	41,442.1	41,666.3	47,189.8
매출총이익	11,214.6	9,986.5	26,608.4	43,220.8	56,006.5
판매비와관리비	6,188.3	6,990.8	22,587.2	35,037.4	41,720.5
영업이익	**5,026.4**	**2,995.7**	**4,021.2**	**8,183.4**	**14,286.0**
영업이익률(%)	11.8	5.8	5.9	9.6	13.8
금융손익	25.9	-279.9	-254.7	-417.3	-348.9
종속/관계기업관련손익	-6.6	-46.2	-5.3	12.0	12.0
기타영업외손익	-153.7	143.0	186.8	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	4,892.0	2,812.6	3,948.1	7,738.1	13,909.1
법인세비용	1,235.8	641.5	974.4	1,857.1	3,338.2
당기순이익	**3,953.9**	**2,195.5**	**2,973.4**	**5,880.9**	**10,570.9**
지배주주지분 순이익	3,669.8	1,845.4	2,412.8	4,877.4	8,776.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	20,413.8	29,674.4	34,470.9	44,225.1	55,538.4
현금및현금성자산	3,760.8	8,497.9	5,592.0	9,390.3	12,707.1
매출채권	6,387.0	7,450.4	11,013.3	13,302.9	16,377.0
재고자산	8,283.5	11,880.6	15,321.4	18,506.6	22,783.1
비유동자산	30,721.5	38,299.5	44,340.7	47,890.3	51,322.1
유형자산	24,378.3	29,662.7	34,321.5	37,798.7	40,957.1
무형자산	2,444.3	2,690.2	3,230.2	2,847.9	2,510.8
투자자산	1,639.1	2,671.2	3,298.8	3,753.5	4,364.0
자산총계	**51,135.3**	**67,973.8**	**78,811.5**	**92,115.4**	**106,860.5**
유동부채	15,062.1	16,459.6	22,771.1	29,117.5	33,350.3
매입채무	3,742.1	4,756.3	7,084.5	8,557.3	10,534.7
단기차입금	1,688.4	1,402.4	2,545.5	2,545.5	2,545.5
유동성장기부채	1,788.7	2,402.0	3,679.1	5,679.1	5,419.1
비유동부채	12,863.2	14,033.1	16,059.5	17,919.1	18,643.7
사채	7,412.7	6,580.0	7,003.5	7,603.5	7,603.5
장기차입금	3,628.6	5,285.6	6,146.2	6,866.2	6,866.2
부채총계	**27,925.3**	**30,492.7**	**38,830.6**	**47,036.6**	**51,994.0**
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,696.4	11,569.6	11,569.6	11,569.6	11,569.6
기타포괄이익누계액	551.4	366.9	898.4	898.4	898.4
이익잉여금	18,092.0	19,142.3	20,046.5	24,140.8	32,133.8
비지배주주지분	1,516.2	6,030.6	7,094.7	8,098.2	9,893.0
자본총계	**23,210.0**	**37,481.1**	**39,981.0**	**45,078.8**	**54,866.5**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	**5,509.8**	**569.9**	**3,811.2**	**8,503.3**	**12,966.7**
당기순이익(손실)	3,953.9	2,195.5	2,973.4	5,880.9	10,570.9
유형자산감가상각비	2,617.7	3,105.2	3,695.7	4,312.8	4,841.6
무형자산상각비	223.2	290.9	403.5	382.3	337.1
운전자본의 증감	-3,006.7	-5,316.1	-3,315.0	-2,072.7	-2,782.9
투자활동 현금흐름	**-5,349.3**	**-9,229.2**	**-10,105.6**	**-8,244.7**	**-8,610.5**
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,773.6	-8,406.3	-8,871.2	-7,790.0	-8,000.0
투자자산의 감소(증가)	-1,087.0	-1,078.3	-641.9	-454.7	-610.5
재무활동 현금흐름	**123.7**	**13,331.9**	**3,293.6**	**3,539.7**	**-1,039.4**
차입금증감	4,521.2	1,239.2	4,146.4	4,322.8	-256.3
자본의증가	3.9	8,873.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**486.6**	**4,737.1**	**-2,905.9**	**3,798.2**	**3,316.8**
기초현금	3,274.3	3,760.8	8,497.9	5,592.0	9,390.3
기말현금	3,760.8	8,497.9	5,592.0	9,390.3	12,707.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	603,455	734,710	963,993	1,202,496	1,461,862
EPS(지배주주)	50,674	25,047	33,085	67,999	123,228
CFPS	122,548	99,438	116,259	182,203	275,502
EBITDAPS	111,447	90,545	115,032	182,434	275,733
BPS	277,127	401,764	420,104	472,406	574,513
DPS	12,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	2.0	1.7	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	24.0	21.8	10.6	5.8
PCR	5.0	6.0	6.2	4.0	2.6
PSR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
PBR	2.2	1.5	1.7	1.5	1.3
EBITDA	7,867.3	6,391.8	8,120.4	12,878.5	19,464.6
EV/EBITDA	7.4	9.1	9.3	6.0	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.5	6.9	7.5	14.0	21.4
EBITDA이익률	18.5	12.3	11.9	15.2	18.9
부채비율	120.3	81.4	97.1	104.3	94.8
금융비용부담률	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7
이자보상배율(x)	23.8	9.9	7.0	11.8	18.9
매출채권회전율(x)	7.3	7.5	7.4	7.0	7.0
재고자산회전율(x)	6.2	5.1	5.0	5.0	5.0

포스코퓨처엠 (003670) 전지 소재 수직계열화 기반 사업 경쟁력 강화

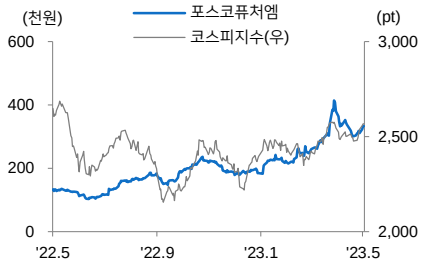
Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	410,000원
현재주가 (5. 24)	333,500원
상승여력	22.9%
KOSPI	2,567.45pt
시가총액	258,340억원
발행주식수	7,746만주
유동주식비율	37.40%
외국인비중	6.76%
52주 최고/최저가	414,000원/103,000원
평균거래대금	4,319.6억원
주요주주(%)	
포스코홀딩스 외 4 인	62.54
국민연금공단	5.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.3	48.9	160.5
상대주가	-9.8	41.6	164.4

주가그래프



2023년 고객사 LG에너지솔루션의 신규 발주 재개와 파우치 전지향 전지소재에 동사의 노출도 지속 증가

- 동사의 최대 고객사 LG에너지솔루션은 22~23년 미국 내 다수의 신규 투자를 발표 중
- 동사는 23.4월 LG에너지솔루션향 양극재 공급계약을 체결, 또한 LGES-Honda JV에 양/음극재 소재 공급 예정
- 기존 고객선 GM과 Honda향 추가 수주 배경은 원재료 직접 조달 및 음극재 분야 탈중국이 가능한 장점

동사 또한 중장기 생산 Capa 가이던스 상향 국면

- 2023년 이후 동사의 실적 추정치 상향 배경은 Ultium Cells향 양극재 출하량 증가에 기인
- 기존 고객사 LG에너지솔루션 외 신규 고객선(삼성SDI, SK On)향 전지 소재 공급 가시성 높아 중장기 생산 Capa 가이던스 상향 조정 중

투자의견 Buy, 적정주가 41만원으로 이차전지 소재 최선호주 유지

- 동사에 대한 25년 기준 EV/EBITDA 멀티플 24배를 적용하여 적정주가 41만원으로 상향 제시
- 자원민족주의 및 대륙별 공급망 강화 움직임에 동사는 POSCO홀딩스와 연계된 양극재 생산 수직계열화로 대응. 또한, 국내 유일한 흑연 음극재 생산 기업 매력도 부각

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,989.5	121.7	134.2	1,763	279.3	30,845	81.7	4.7	54.0	7.9	60.9
2022	3,301.9	165.9	118.3	1,527	-10.4	31,899	117.9	5.6	57.3	4.9	75.0
2023E	5,810.8	333.4	248.3	3,205	117.1	34,502	104.1	9.7	54.3	9.7	145.7
2024E	9,783.6	704.5	467.9	6,040	88.3	40,243	55.2	8.3	28.7	16.2	192.0
2025E	12,849.9	1,019.0	679.9	8,777	45.4	48,720	38.0	6.8	20.6	19.7	202.0

포스코퓨처엠 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,135.2**	**1,353.3**	**1,504.7**	**1,817.6**	**2,044.0**	**2,285.8**	**2,661.9**	**2,791.9**	**5,810.8**	**9,783.6**	**12,849.9**
양극재	630.0	859.1	1,007.7	1,294.8	1,487.8	1,747.2	2,079.9	2,178.8	3,791.7	7,493.7	10,543.1
음극재	67.7	81.1	86.9	95.2	147.3	150.7	158.6	160.4	330.8	617.0	626.9
영업이익	**20.3**	**71.8**	**105.9**	**135.6**	**143.0**	**162.7**	**191.4**	**207.4**	**333.6**	**704.5**	**1,019.0**
%OP	*1.8%*	*5.3%*	*7.0%*	*7.5%*	*7.0%*	*7.1%*	*7.2%*	*7.4%*	*5.7%*	*7.2%*	*7.9%*
세전이익	**50.9**	**71.0**	**104.2**	**132.4**	**138.7**	**157.4**	**185.8**	**201.1**	**358.4**	**683.0**	**993.2**
순이익(지배)	**39.1**	**47.8**	**72.5**	**88.8**	**95.8**	**107.3**	**128.0**	**136.8**	**248.3**	**467.9**	**679.9**
% YoY											
매출액	70.8	68.5	42.9	132.8	80.0	68.9	76.9	53.6	76.0	68.4	31.3
영업이익	-20.7	30.0	29.5	4,001.8	605.5	126.7	80.7	52.9	101.1	111.2	44.6
세전이익	30.6	20.1	27.9	흑전	172.6	121.7	78.3	51.9	167.6	90.6	45.4
순이익(지배)	8.0	18.0	12.3	흑전	144.7	124.5	76.5	54.0	109.9	88.5	45.3
% QoQ											
매출액	45.4	19.2	11.2	20.8	12.5	11.8	16.5	4.9			
영업이익	512.8	254.2	47.6	28.0	5.4	13.8	17.6	8.4			
세전이익	흑전	39.5	46.8	27.1	4.8	13.5	18.1	8.3			
순이익(지배)	흑전	22.2	51.7	22.4	7.8	12.1	19.3	6.8			

자료: 메리츠증권 리서치센터

포스코퓨처엠 (003670)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,989.5**	**3,301.9**	**5,810.8**	**9,783.6**	**12,849.9**
매출액증가율(%)	27.0	66.0	76.0	68.4	31.3
매출원가	1,751.5	2,967.2	5,309.8	8,756.9	11,187.8
매출총이익	238.1	334.8	501.0	1,026.7	1,662.1
판매비와관리비	116.4	168.9	167.5	322.2	643.0
영업이익	**121.7**	**165.9**	**333.4**	**704.5**	**1,019.0**
영업이익률(%)	6.1	5.0	5.7	7.2	7.9
금융손익	16.4	-54.0	10.6	-41.4	-53.4
종속/관계기업관련손익	17.5	20.8	12.3	19.9	27.6
기타영업외손익	-9.5	1.3	2.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	146.0	133.9	358.4	683.0	993.2
법인세비용	12.3	12.0	93.7	184.4	268.2
당기순이익	**133.8**	**121.9**	**264.7**	**498.6**	**725.1**
지배주주지분 순이익	134.2	118.3	248.3	467.9	679.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,084.2	2,037.5	3,625.1	5,545.7	7,365.3
현금및현금성자산	72.3	281.4	230.6	528.3	930.4
매출채권	239.2	288.3	1,023.7	1,572.5	2,051.8
재고자산	440.6	870.1	1,854.7	2,848.8	3,717.2
비유동자산	1,838.3	2,600.0	3,505.0	4,315.1	4,952.4
유형자산	1,459.0	2,098.0	2,817.7	3,365.2	3,772.3
무형자산	34.0	30.9	26.5	20.3	15.6
투자자산	187.9	293.7	502.4	771.2	1,006.0
자산총계	**3,922.5**	**4,637.5**	**7,130.0**	**9,860.9**	**12,317.7**
유동부채	634.7	965.8	2,158.1	3,580.3	4,623.8
매입채무	219.0	288.7	821.5	1,261.9	1,646.6
단기차입금	57.2	202.8	332.9	652.9	832.9
유동성장기부채	192.4	262.1	664.5	1,144.5	1,464.5
비유동부채	849.4	1,021.0	2,070.0	2,903.3	3,614.9
사채	647.4	718.6	1,183.5	1,283.5	1,383.5
장기차입금	117.7	207.9	770.4	1,490.4	2,090.4
부채총계	**1,484.1**	**1,986.8**	**4,228.1**	**6,483.6**	**8,238.6**
자본금	38.7	38.7	38.7	38.7	38.7
자본잉여금	1,453.1	1,454.5	1,455.6	1,455.6	1,455.6
기타포괄이익누계액	-0.1	-8.9	3.4	3.4	3.4
이익잉여금	897.5	1,003.5	1,200.8	1,645.5	2,302.2
비지배주주지분	49.1	179.6	229.3	260.0	305.1
자본총계	**2,438.4**	**2,650.6**	**2,901.9**	**3,377.3**	**4,079.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	**103.0**	**-61.0**	**-716.4**	**-166.9**	**325.5**
당기순이익(손실)	133.8	121.9	264.7	498.6	725.1
유형자산감가상각비	75.0	85.9	184.8	332.5	472.9
무형자산상각비	6.2	6.4	7.8	6.1	4.7
운전자본의 증감	-141.7	-365.5	-1,138.3	-1,004.2	-877.1
투자활동 현금흐름	**-1,675.0**	**-54.6**	**-905.5**	**-1,148.8**	**-1,114.8**
유형자산의 증가(CAPEX)	-551.9	-659.2	-917.7	-880.0	-880.0
투자자산의 감소(증가)	-3.0	-85.1	-208.9	-268.8	-234.8
재무활동 현금흐름	**1,521.9**	**336.3**	**1,566.6**	**1,613.5**	**1,191.4**
차입금증감	249.6	389.4	1,580.4	1,636.7	1,214.6
자본의증가	1,266.8	1.4	1.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-49.4**	**209.1**	**-50.8**	**297.8**	**402.1**
기초현금	121.7	72.3	281.4	230.6	528.3
기말현금	72.3	281.4	230.6	528.3	930.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	26,140	42,626	75,014	126,300	165,884
EPS(지배주주)	1,763	1,527	3,205	6,040	8,777
CFPS	3,084	3,859	6,895	13,724	19,676
EBITDAPS	2,665	3,332	6,790	13,467	19,320
BPS	30,845	31,899	34,502	40,243	48,720
DPS	300	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	81.7	117.9	104.1	55.2	38.0
PCR	46.7	46.6	48.4	24.3	16.9
PSR	5.5	4.2	4.4	2.6	2.0
PBR	4.7	5.6	9.7	8.3	6.8
EBITDA	202.9	258.1	526.0	1,043.2	1,496.6
EV/EBITDA	54.0	57.3	54.3	28.7	20.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	4.9	9.7	16.2	19.7
EBITDA이익률	10.2	7.8	9.1	10.7	11.6
부채비율	60.9	75.0	145.7	192.0	202.0
금융비용부담률	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	13.2	14.3	11.1	14.1	14.9
매출채권회전율(x)	7.7	12.5	8.9	7.5	7.1
재고자산회전율(x)	6.3	5.0	4.3	4.2	3.9

엘앤에프 (066970) 뜨거워질 여름 맞이하기

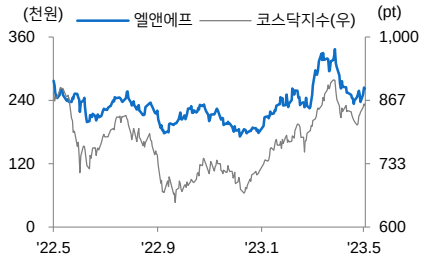
Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	460,000원
현재주가 (5. 24)	261,500원
상승여력	75.9%
KOSDAQ	855.46pt
시가총액	94,188억원
발행주식수	3,624만주
유동주식비율	68.00%
외국인비중	22.18%
52주 최고/최저가	337,000원/171,400원
평균거래대금	3,967.8억원
주요주주(%)	
새로닉스 외 14 인	23.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.9	22.9	-2.4
상대주가	-8.9	6.1	-1.3

주가그래프



2023년 고객사 LG에너지솔루션의 신규 발주 재개 및 Tesla 4680전지 양극재 공급계약 체결 완료

- 동사의 최대 고객사 LG에너지솔루션은 22~23년 미국 내 다수의 신규 투자를 발표 중
- LG에너지솔루션의 소재 기업들에 공급 계약 발주가 이뤄지지 않은 프로젝트가 다수 존재(애리조나 원통형, 현대/기아차, Toyota, Ford등)
- 동사는 고객사 맞춤형 양극재 기술개발 Road-map 시현 중으로 LG에너지솔루션의 미발주 프로젝트들에 수주 대응이 가능할 전망

국내 양극재 경쟁 기업들 대비 약점으로 평가받던 사업 전략 보완 중: Upstream 역량 강화 및 고객사 다변화

- 기존 동사가 제시했던 중장기 생산 Capa(국내 및 해외) 가이던스 변화는 없으나, Upstream 역량 강화를 위한 투자가 진행 중 → 중국 시노리튬과 합작으로 수산화리튬 조달 및 국내 기업과의 전구체 JV 합작으로 양극재 생산 수직계열화를 추진 중
- 동사가 국내 양극재 경쟁 기업들에 대비 Discount 받던 요소들을 보완 중으로 중장기 Valuation Gap 축소 가능

투자의견 Buy, 적정주가 46만원으로 이차전지 소재 최선호주 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	970.8	44.3	-113.1	-3,588	적지	17,799	-62.0	12.5	121.9	-27.4	141.2
2022	3,887.3	266.3	270.0	7,543	흑전	35,530	23.0	4.9	23.8	28.3	135.3
2023E	6,913.7	369.5	225.0	6,221	-17.5	40,633	42.0	6.4	25.2	16.3	240.6
2024E	10,255.2	736.3	452.5	12,485	101.5	52,656	20.9	5.0	14.8	26.8	280.8
2025E	16,120.9	1,236.5	612.5	16,900	35.4	69,093	15.5	3.8	9.9	27.8	306.3

엘앤에프 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,362.9	1,589.7	1,902.4	2,058.7	2,220.5	2,434.8	2,726.9	2,873.0	6,913.7	10,255.2	16,120.9
영업이익	40.4	68.2	119.5	141.4	153.2	167.6	200.0	215.4	369.5	736.3	1,236.5
%OP	*3.0%*	*4.3%*	*6.3%*	*6.9%*	*6.9%*	*6.9%*	*7.3%*	*7.5%*	*5.3%*	*7.2%*	*7.7%*
세전이익	-23.1	59.1	109.0	141.6	134.6	133.8	162.5	160.5	286.5	591.3	798.9
순이익(지배)	-15.1	45.8	84.5	109.8	101.5	103.0	124.9	123.1	225.0	452.5	612.5
% YoY											
매출액	146.2	84.2	53.1	67.6	62.9	53.2	43.3	39.6	77.9	48.3	57.2
영업이익	-23.8	11.1	21.2	165.4	279.2	145.9	67.3	52.3	38.7	99.3	67.9
세전이익	적전	-29.9	-7.9	269.1	흑전	126.4	49.1	13.3	-15.9	106.4	35.1
순이익(지배)	적전	-28.9	-7.3	151.4	흑전	124.8	47.8	12.1	-16.7	101.1	35.4
% QoQ											
매출액	10.9	16.6	19.7	8.2	7.9	9.6	12.0	5.4			
영업이익	-24.2	68.7	75.3	18.3	8.4	9.4	19.3	7.7			
세전이익	적전	흑전	84.5	29.9	-4.9	-0.6	21.5	-1.2			
순이익(지배)	적전	흑전	84.5	29.9	-7.5	1.5	21.2	-1.4			

자료: 메리츠증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**970.8**	**3,887.3**	**6,913.7**	**10,255.2**	**16,120.9**
매출액증가율(%)	172.6	300.4	77.9	48.3	57.2
매출원가	892.6	3,535.9	6,418.4	9,294.6	14,500.3
매출총이익	78.1	351.4	495.4	960.6	1,620.6
판매비와관리비	33.9	85.1	125.9	224.3	384.1
영업이익	**44.3**	**266.3**	**369.5**	**736.3**	**1,236.5**
영업이익률(%)	4.6	6.9	5.3	7.2	7.7
금융손익	-175.1	50.4	-104.4	-281.0	-437.6
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	13.0	136.0	0.0
기타영업외손익	5.2	23.8	8.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	-125.6	340.5	286.5	591.3	798.9
법인세비용	-13.4	69.5	60.7	135.3	181.7
당기순이익	**-112.3**	**271.0**	**225.9**	**456.0**	**617.2**
지배주주지분 순이익	-113.1	270.0	225.0	452.5	612.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,070.6	2,302.6	4,076.8	5,936.9	8,444.1
현금및현금성자산	271.8	120.2	348.5	750.5	874.1
매출채권	268.2	797.1	0.0	0.0	0.0
재고자산	261.6	1,227.7	2,034.4	2,839.0	4,155.6
비유동자산	461.6	721.4	961.8	1,367.9	1,788.9
유형자산	427.1	709.6	935.5	1,342.8	1,764.9
무형자산	9.5	7.6	6.2	4.9	3.9
투자자산	3.4	2.7	2.7	2.7	2.7
자산총계	**1,532.2**	**3,023.9**	**5,038.6**	**7,304.8**	**10,233.0**
유동부채	398.3	1,287.5	2,889.4	4,511.1	6,630.2
매입채무	200.4	600.8	1,332.5	1,859.5	2,721.9
단기차입금	129.6	406.1	648.1	748.1	888.1
유동성장기부채	36.6	58.7	363.0	973.0	1,613.0
비유동부채	498.7	451.1	670.0	875.3	1,083.9
사채	16.9	0.0	150.0	350.0	550.0
장기차입금	156.0	412.1	476.0	476.0	476.0
부채총계	**897.0**	**1,738.6**	**3,559.4**	**5,386.4**	**7,714.2**
자본금	17.4	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	693.9	664.9	664.9	664.9	664.9
기타포괄이익누계액	23.5	23.5	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-98.6	571.6	763.3	1,199.0	1,794.7
비지배주주지분	4.4	5.6	6.6	10.2	14.9
자본총계	**635.2**	**1,285.3**	**1,479.2**	**1,918.4**	**2,518.8**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	**-138.1**	**-864.3**	**-490.8**	**-346.8**	**-718.4**
당기순이익(손실)	-112.3	271.0	225.9	456.0	617.2
유형자산감가상각비	19.0	29.7	70.6	72.6	98.0
무형자산상각비	1.5	1.5	1.6	1.3	1.0
운전자본의 증감	-212.7	-1,199.1	-785.9	-876.7	-1,434.6
투자활동 현금흐름	**-413.6**	**-82.1**	**-296.2**	**-480.0**	**-517.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-179.4	-287.5	-324.2	-480.0	-520.0
투자자산의 감소(증가)	-1.1	0.8	-0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**801.9**	**795.3**	**1,008.7**	**1,228.8**	**1,359.6**
차입금증감	442.7	317.8	1,111.2	1,245.6	1,376.4
자본의증가	537.0	-28.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**250.6**	**-151.6**	**228.3**	**402.0**	**123.6**
기초현금	21.2	271.8	120.2	348.5	750.5
기말현금	271.8	120.2	348.5	750.5	874.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	30,795	108,610	191,166	282,982	444,839
EPS(지배주주)	-3,588	7,543	6,221	12,485	16,900
CFPS	2,526	9,786	12,313	23,901	34,093
EBITDAPS	2,053	8,311	12,213	22,355	36,852
BPS	17,799	35,530	40,633	52,656	69,093
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-62.0	23.0	42.0	20.9	15.5
PCR	88.1	17.7	21.2	10.9	7.7
PSR	7.2	1.6	1.4	0.9	0.6
PBR	12.5	4.9	6.4	5.0	3.8
EBITDA	64.7	297.5	441.7	810.2	1,335.5
EV/EBITDA	121.9	23.8	25.2	14.8	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-27.4	28.3	16.3	26.8	27.8
EBITDA이익률	6.7	7.7	6.4	7.9	8.3
부채비율	141.2	135.3	240.6	280.8	306.3
금융비용부담률	1.4	0.5	0.4	2.0	2.1
이자보상배율(x)	3.3	12.5	14.5	3.7	3.7
매출채권회전율(x)	5.9	7.3	17.3		
재고자산회전율(x)	5.3	5.2	4.2	4.2	4.6

에코프로비엠 (247540) 사업 성장성을 숫자로 증명 중

Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	310,000원
현재주가 (5. 24)	246,000원
상승여력	26.0%
KOSDAQ	855.46pt
시가총액	240,591억원
발행주식수	9,780만주
유동주식비율	45.43%
외국인비중	9.44%
52주 최고/최저가	296,000원/88,100원
평균거래대금	6,585.7억원
주요주주(%)	
에코프로 외 13 인	51.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.2	126.1	105.1
상대주가	-9.2	95.1	107.4

주가그래프



2027년 목표 생산 Capa 71만톤 및 목표 매출액 27조원으로 국내 양극재 생산규모 1등

- 당사가 추정하는 동사의 연간 매출액은 23년 9.3조원, 24년 12조원, 25년 20.6조원으로 증가하며 회사측 가이던스 부합 가시성 높다는 점
- 동사는 중장기 신규 고객사 확보를 앞두고 있어 기존 생산 Capa 및 수주 가이던스 상향 가능성 충분
- 기존 국내 양극재 평균 멀티플 대비 프리미엄 반영 유효

기존 고객사 및 잠정 고객사들의 배터리 포트폴리오 다변화에 대응 중

- 동사는 고객사들의 하이니켈 양극재 양산 일정에 맞춰 순차적으로 대응 중
- 최근 전방 배터리 셀 생산기업들의 포트폴리오 다변화(하이망간, 미드니켈, LFP 등)에 맞춰 동사 또한 LFP, NMX, OLO 등 신규 양극재 양산 계획을 보유
- 해당 신규 제품들은 중장기 양산 Capa에 반영 전으로, 수주 확정 시 기존 생산 Capa 가이던스 대비 상향 여건 마련

투자의견 Buy, 적정주가 31만원 제시

- 동사에 적정주가 산출 기준 시점을 2025년 EBITDA, 적용 EV/EBITDA 멀티플은 17배 적용하여 적정주가 31만원으로 상향 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,485.6	115.0	100.8	1,145	101.7	5,930	108.1	20.9	72.4	20.3	139.2
2022	5,357.6	380.7	232.3	2,433	157.1	13,941	37.9	6.6	21.8	24.3	126.7
2023E	9,332.8	565.1	364.5	3,727	45.7	16,931	66.0	14.5	33.1	24.1	223.3
2024E	12,052.5	850.6	527.6	5,394	46.3	21,876	45.6	11.2	22.2	27.8	232.5
2025E	20,646.3	1,506.3	945.7	9,669	82.6	31,096	25.4	7.9	9.2	36.5	241.8

에코프로비엠 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	**2,011.0**	**2,214.8**	**2,446.3**	**2,660.7**	**2,897.7**	**2,924.7**	**3,057.4**	**3,172.7**	**9,332.8**	**12,052.5**	**20,646.3**
영업이익	**107.3**	**130.7**	**154.1**	**172.9**	**194.1**	**204.7**	**220.1**	**231.6**	**565.1**	**850.6**	**1,506.3**
% OP	*5.3%*	*5.9%*	*6.3%*	*6.5%*	*6.7%*	*7.0%*	*7.2%*	*7.3%*	*6.1%*	*7.1%*	*7.3%*
세전이익	**97.5**	**118.1**	**137.6**	**153.5**	**171.8**	**179.1**	**191.8**	**201.8**	**506.7**	**744.6**	**1,358.8**
순이익 (지배)	**70.3**	**89.0**	**104.9**	**100.4**	**115.5**	**129.4**	**142.2**	**140.3**	**364.5**	**527.6**	**945.7**
% YoY											
매출액	203.6	86.6	56.5	36.8	44.1	32.1	25.0	19.2	74.2	29.1	71.3
영업이익	161.4	27.0	8.9	81.6	80.9	56.7	42.8	33.9	48.4	50.5	77.1
세전이익	172.6	31.8	3.3	140.2	76.1	51.7	39.5	31.5	57.1	46.9	82.5
순이익(지배)	169.8	29.0	4.6	170.5	64.3	45.5	35.6	39.8	56.9	44.7	81.8
% QoQ											
매출액	3.4	10.1	10.5	8.8	8.9	0.9	4.5	3.8			
영업이익	12.7	21.8	17.9	12.2	12.3	5.5	7.5	5.2			
세전이익	52.6	21.1	16.5	11.6	11.9	4.3	7.1	5.2			
순이익(지배)	89.5	26.5	17.8	-4.3	15.1	12.0	9.9	-1.3			

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,485.6**	**5,357.6**	**9,332.8**	**12,052.5**	**20,646.3**
매출액증가율(%)	73.8	260.6	74.2	29.1	71.3
매출원가	1,295.5	4,841.4	8,617.6	11,119.4	19,053.0
매출총이익	190.1	516.2	715.2	933.2	1,593.4
판매비와관리비	75.1	135.5	190.6	249.3	427.3
영업이익	**115.0**	**380.7**	**565.1**	**850.6**	**1,506.3**
영업이익률(%)	7.7	7.1	5.6	5.7	5.6
금융손익	-0.4	-24.8	-56.2	-106.0	-147.5
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.0	2.8	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-33.3	-4.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	114.4	322.5	506.7	744.6	1,358.8
법인세비용	16.6	49.9	99.8	149.2	271.4
당기순이익	**97.8**	**272.7**	**406.9**	**595.4**	**1,087.4**
지배주주지분 순이익	100.8	232.3	364.5	527.6	945.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	739.1	2,274.3	3,896.1	4,747.5	8,369.0
현금및현금성자산	104.7	320.4	372.0	555.1	1,029.5
매출채권	247.4	877.4	1,517.5	1,809.5	3,184.9
재고자산	339.4	856.4	1,630.1	1,943.8	3,421.1
비유동자산	686.7	1,099.9	2,061.6	3,213.5	3,383.4
유형자산	638.9	1,003.5	1,942.9	3,083.2	3,198.4
무형자산	12.1	13.4	15.7	15.7	15.7
투자자산	1.9	51.4	74.1	85.7	140.3
자산총계	**1,425.9**	**3,374.2**	**5,957.8**	**7,960.9**	**11,752.4**
유동부채	612.9	1,547.9	3,192.3	4,238.0	6,557.9
매입채무	142.3	736.1	1,275.2	1,520.5	2,676.2
단기차입금	265.0	377.8	1,035.3	1,375.3	1,815.3
유동성장기부채	91.9	254.1	568.3	968.3	1,408.3
비유동부채	216.8	338.1	922.5	1,328.5	1,756.7
사채	0.0	0.0	300.0	500.0	700.0
장기차입금	193.5	313.3	589.2	789.2	989.2
부채총계	**829.7**	**1,886.0**	**4,114.8**	**5,566.5**	**8,314.5**
자본금	11.5	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	292.9	877.5	877.5	877.5	877.5
기타포괄이익누계액	0.0	-7.4	7.2	7.2	7.2
이익잉여금	224.0	432.2	708.9	1,192.5	2,094.2
비지배주주지분	44.5	124.8	187.1	255.0	396.7
자본총계	**596.2**	**1,488.2**	**1,843.0**	**2,394.4**	**3,437.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	**-100.9**	**-241.3**	**-225.8**	**724.4**	**1,119.2**
당기순이익(손실)	97.8	272.7	406.9	595.4	1,087.4
유형자산감가상각비	40.6	61.5	229.9	379.8	1,564.7
무형자산상각비	2.8	3.4	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-267.4	-683.1	-455.1	-356.8	-1,680.5
투자활동 현금흐름	**-237.3**	**-534.7**	**-1,199.1**	**-1,521.0**	**-1,719.4**
유형자산의 증가(CAPEX)	-236.0	-455.3	-1,172.9	-1,520.0	-1,680.0
투자자산의 감소(증가)	-0.7	-49.5	-19.9	-11.6	-54.7
재무활동 현금흐름	**383.6**	**993.2**	**1,475.9**	**979.6**	**1,074.6**
차입금증감	356.2	395.1	1,548.2	1,140.3	1,281.3
자본의증가	19.4	622.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**45.4**	**215.7**	**51.7**	**183.1**	**474.4**
기초현금	59.2	104.7	320.4	372.0	555.1
기말현금	104.7	320.4	372.0	555.1	1,029.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,872	56,104	95,426	123,235	211,105
EPS(지배주주)	1,145	2,433	3,727	5,394	9,669
CFPS	1,747	4,226	3,358	12,581	31,401
EBITDAPS	1,799	4,665	8,128	12,581	31,401
BPS	5,930	13,941	16,931	21,876	31,096
DPS	227	450	450	450	450
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	108.1	37.9	66.0	45.6	25.4
PCR	70.8	21.8	73.3	19.6	7.8
PSR	7.3	1.6	2.6	2.0	1.2
PBR	20.9	6.6	14.5	11.2	7.9
EBITDA	158.4	445.5	795.0	1,230.4	3,071.1
EV/EBITDA	72.4	21.8	33.1	22.2	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	24.3	24.1	27.8	36.5
EBITDA이익률	10.7	8.3	8.5	10.2	14.9
부채비율	139.2	126.7	223.3	232.5	241.8
금융비용부담률	0.3	0.4	0.7	1.0	0.8
이자보상배율(x)	25.6	17.0	8.6	7.3	9.3
매출채권회전율(x)	9.1	9.5	7.8	7.2	8.3
재고자산회전율(x)	6.0	9.0	7.5	6.7	7.7

SK아이이테크놀로지 (361610) 점진적 개선 중

Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (5. 24)	87,700원
상승여력	48.2%
KOSPI	2,567.45pt
시가총액	62,528억원
발행주식수	7,130만주
유동주식비율	35.81%
외국인비중	7.37%
52주 최고/최저가	126,000원/48,050원
평균거래대금	638.4억원
주요주주(%)	
SK이노베이션 외 4 인	61.20
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.7	39.6	-25.4
상대주가	5.9	32.8	-24.2

주가그래프



2023년 분리막 부문 점진적 수익성 개선을 시현

- 1Q23 분리막부문 18억원으로 영업이익 흑자전환에 성공, 이후 분기별 점진적 이익률 개선을 전망
- 이는 주력 고객사 SK On의 양산능력 개선 속도에 기인, SK On은 최악의 상황은 지난 것으로 판단
- 고객사 수율/가동률 개선에 동사 또한 출하량 점진적 증가되며 24년 연간 흑자기조 유지

분리막 사업: 미국 IRA 법안의 Component 효과 긍정적 해석 가능하나, 수익성/신규 고객선 확보 등 펀더멘털에 집중

- 지난 3/31 미국 정부는 IRA 세부수칙을 공개, 배터리 소재 분리막은 Component로 규정되며 중국외 분리막 생산 기업들에 수혜로 해석 가능
- 2025년 미국 내 생산설비 투자를 계획한 동사는 기존 고객선 SK On외 신규 고객사 확보까지 가능할 전망
- 당사는 IRA 정책 수혜는 투자심리 개선, 주가 Re-rating 요소는 수익성/신규 고객선 확보 등 펀더멘털 강화 여부

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 추정치 하향으로 13만원(EV/EBITDA 15배 적용)을 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	603.8	89.2	95.4	1,393	-8.4	31,084	120.6	5.4	56.9	5.6	43.7
2022	585.8	-52.3	-29.7	-416	적전	30,501	-127.3	1.7	41.0	-1.4	60.8
2023E	708.8	1.8	12.6	173	흑전	30,674	507.8	2.9	38.0	0.6	93.6
2024E	1,225.2	86.1	58.7	824	376.8	31,498	106.5	2.8	23.3	2.6	125.7
2025E	1,777.1	215.8	166.4	2,333	183.4	33,831	37.6	2.6	15.8	7.1	162.6

SK아이이테크놀로지 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	**143.0**	**174.6**	**181.4**	**209.9**	**254.0**	**296.7**	**332.4**	**342.1**	**708.8**	**1,225.2**	**1,777.1**
영업이익	**-3.7**	**-5.4**	**-0.7**	**11.6**	**13.4**	**20.7**	**25.0**	**26.9**	**1.8**	**86.1**	**215.8**
%OP	*-2.6%*	*-3.1%*	*-0.4%*	*5.5%*	*5.3%*	*7.0%*	*7.5%*	*7.9%*	*0.3%*	*7.0%*	*12.1%*
세전이익	**6.6**	**-6.8**	**-3.0**	**8.4**	**9.4**	**15.9**	**19.6**	**20.8**	**5.3**	**65.7**	**186.1**
순이익(지배)	**5.9**	**-0.9**	**0.1**	**7.5**	**8.4**	**14.2**	**17.5**	**18.6**	**12.6**	**58.7**	**166.4**
% YoY											
매출액	6.5	25.7	34.1	18.3	77.6	70.0	83.3	63.0	21.0	72.8	45.0
영업이익	적자축소	적자축소	적자축소	흑전	흑전	흑전	흑전	132.1	흑전	4,689.0	150.7
세전이익	-53.3	적자축소	적자축소	흑전	42.5	흑전	흑전	146.9	흑전	1,150.2	183.4
순이익(지배)	-21.9	적자축소	흑전	-20.9	42.5	흑전	27,586.0	146.9	흑전	366.4	183.4
% QoQ											
매출액	-19.4	22.1	3.9	15.7	21.0	16.8	12.0	2.9			
영업이익	적자축소	적자확대	적자축소	흑전	15.9	54.1	20.7	7.7			
세전이익	흑전	적전	적자축소	흑전	11.6	69.1	22.9	6.4			
순이익(지배)	-38.1	적전	흑전	11,834.8	11.6	69.1	22.9	6.4			

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지 (361610)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**603.8**	**585.8**	**708.8**	**1,225.2**	**1,777.1**
매출액증가율(%)	28.7	-3.0	21.0	72.8	45.0
매출원가	411.8	529.0	539.9	858.2	1,195.7
매출총이익	192.0	56.8	168.9	367.0	581.4
판매비와관리비	102.8	109.1	167.1	280.9	365.6
영업이익	**89.2**	**-52.3**	**1.8**	**86.1**	**215.8**
영업이익률(%)	14.8	-8.9	0.3	7.0	12.1
금융손익	-8.7	-6.9	-7.6	-20.4	-29.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	31.1	24.6	10.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	111.6	-34.6	4.9	65.7	186.1
법인세비용	16.2	-4.9	-7.4	7.0	19.7
당기순이익	**95.4**	**-29.7**	**12.6**	**58.7**	**166.4**
지배주주지분 순이익	95.4	-29.7	12.6	58.7	166.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,239.4	853.5	930.1	1,134.9	1,712.4
현금및현금성자산	235.7	462.7	484.9	468.7	741.8
매출채권	115.3	126.1	149.2	243.1	372.5
재고자산	92.3	112.6	133.2	217.1	332.6
비유동자산	1,945.1	2,643.8	3,302.9	3,933.7	4,621.2
유형자산	1,886.0	2,560.6	3,222.3	3,849.4	4,530.0
무형자산	16.5	11.9	7.8	5.0	3.3
투자자산	17.8	8.5	10.1	16.4	25.1
자산총계	**3,184.5**	**3,497.3**	**4,233.0**	**5,068.6**	**6,333.6**
유동부채	501.0	452.5	1,175.5	1,951.2	3,048.2
매입채무	15.3	20.1	23.8	38.8	59.4
단기차입금	0.0	24.3	254.3	454.3	774.3
유동성장기부채	302.8	138.7	458.7	658.7	898.7
비유동부채	467.4	870.2	870.5	871.7	873.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	465.6	868.1	868.1	868.1	868.1
부채총계	**968.3**	**1,322.7**	**2,046.0**	**2,822.9**	**3,921.5**
자본금	71.3	71.3	71.3	71.3	71.3
자본잉여금	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8
기타포괄이익누계액	8.8	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
이익잉여금	247.0	216.9	229.2	287.9	454.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**2,216.2**	**2,174.7**	**2,187.0**	**2,245.7**	**2,412.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	**109.4**	**20.6**	**203.8**	**310.1**	**481.9**
당기순이익(손실)	95.4	-29.7	12.3	58.7	166.4
유형자산감가상각비	113.9	150.5	188.3	252.8	319.5
무형자산상각비	3.8	5.4	4.2	2.7	1.8
운전자본의 증감	-50.8	-69.3	-1.0	-4.2	-5.7
투자활동 현금흐름	**-1,192.5**	**-83.2**	**-851.6**	**-886.3**	**-1,008.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-601.0	-754.4	-850.0	-880.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	-17.8	9.3	-1.6	-6.3	-8.7
재무활동 현금흐름	**1,111.0**	**290.7**	**670.0**	**560.0**	**800.0**
차입금증감	254.5	259.1	670.0	560.0	800.0
자본의증가	887.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**27.5**	**227.0**	**22.2**	**-16.2**	**273.2**
기초현금	208.2	235.7	462.7	484.9	468.7
기말현금	235.7	462.7	484.9	468.7	741.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	8,822	8,216	9,942	17,184	24,925
EPS(지배주주)	1,393	-416	173	824	2,333
CFPS	3,328	1,717	2,875	4,791	7,532
EBITDAPS	3,023	1,453	2,725	4,791	7,532
BPS	31,084	30,501	30,674	31,498	33,831
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	120.6	-127.3	507.8	106.5	37.6
PCR	50.5	30.9	30.5	18.3	11.6
PSR	19.0	6.5	8.8	5.1	3.5
PBR	5.4	1.7	2.9	2.8	2.6
EBITDA	206.9	103.6	194.3	341.6	537.0
EV/EBITDA	56.9	41.0	38.0	23.3	15.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.6	-1.4	0.6	2.6	7.1
EBITDA이익률	34.3	17.7	27.4	27.9	30.2
부채비율	43.7	60.8	93.6	125.7	162.6
금융비용부담률	2.6	3.6	3.9	3.1	2.9
이자보상배율(x)	5.6	-2.5	0.1	2.2	4.2
매출채권회전율(x)	6.3	4.9	5.2	6.2	5.8
재고자산회전율(x)	9.0	5.7	5.8	7.0	6.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

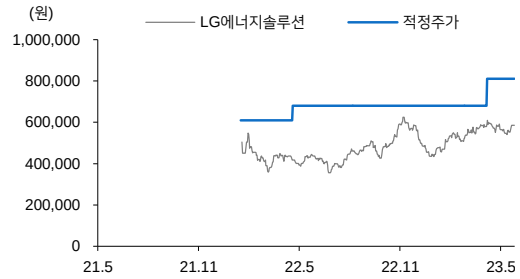
2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG에너지솔루션(373220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.01.25	산업분석	Buy	610,000	노우호	-28.5	-10.2
2022.04.28	산업분석	Buy	680,000	노우호	-29.0	-8.2
2023.04.10	기업브리프	Buy	810,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

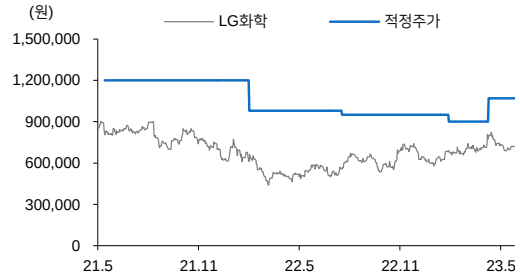


LG화학(051910) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.05.27	산업분석	Buy	1,200,000	노우호	-35.7	-25.2
2022.02.09	기업브리프	Buy	980,000	노우호	-45.4	-32.6
2022.07.25	기업브리프	Buy	950,000	노우호	-33.2	-22.1
2023.02.01	기업브리프	Buy	900,000	노우호	-22.3	-10.4
2023.04.13	기업브리프	Buy	1,070,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

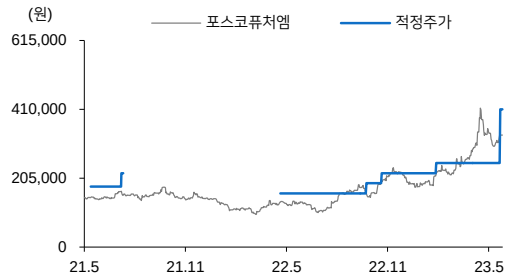


포스코퓨처엠(003670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.05.25	산업분석	Hold	180,000	주민우	-17.3	-8.3
2021.07.19	기업분석	Buy	220,000	주민우	-29.0	-24.3
2021.07.30				Univ Out		
2022.04.28	산업분석	Buy	160,000	노우호	-13.9	15.9
2022.09.28	산업분석	Buy	190,000	노우호	-12.0	2.4
2022.10.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	-8.1	7.3
2023.01.30	기업브리프	Buy	250,000	노우호	11.7	65.6
2023.05.25	산업분석	Buy	410,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

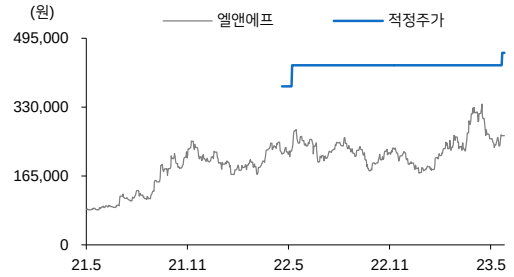


엘앤에프(066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.05.31				Univ Out		
2022.04.28	산업분석	Buy	380,000	노우호	-41.7	-38.6
2022.05.16	기업브리프	Buy	430,000	노우호	-46.6	-21.6
2023.05.16		1년 경과			-41.0	-38.6
2023.05.25	산업분석	Buy	460,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

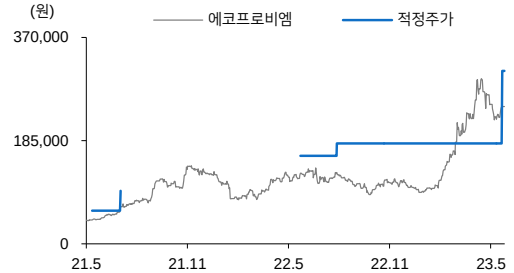


에코프로비엠(247540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.05.25	산업분석	Buy	59,300	주민우	-16.6	1.9
2021.07.15	기업브리프	Buy	95,127	주민우	-28.3	-24.8
2021.07.30				Univ Out		
2022.05.31	산업분석	Buy	157,943	노우호	-23.2	-14.0
2022.08.04	기업브리프	Buy	180,000	노우호	-18.1	64.4
2023.05.25	산업분석	Buy	310,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



SK아이이테크놀로지(361610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.04.28	기업분석	Buy	180,000	주민우	-3.7	30.8
2021.07.30				Univ Out		
2022.05.31	산업분석	Buy	160,000	노우호	-53.8	-21.3
2023.05.25	산업분석	Buy	130,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

