Issue Comment

2024. 2. 19

이차전지

Bottom-fishing: LG 화학, 에코프로비엠

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

24년 2월 이슈: Albemarle의 리튬가격 전망 및 양극재(LG화학, 에코프로비엠)

전주 Albemarle은 4Q23 실적 설명회를 통해 리튬 가격 바닥론 제시(~to remain flat). 이에 공급 변수에 미묘한 변화가 감지됨. Upstream 투자축소 가능성/Midstream 재고 소진 마무리 국면에 긴 호흡 관점에서 가격 반등 가능성을 예상. 기존 당사는 메탈가격 반등 변수로 공급량 변화(감산, 구조조정 등)에 초점을 뒀음. 현재 Top-tier 기업 주도의 Capex 축소(감산) 시도는 그 자체로서 가격 변화에 긍정적 신호가 될 점. 현재 이차전지 섹터 투자심리 개선의 Catalyst는 탄산리튬의 선제적 가격 반등(24년 YTD +0.98%)과 Albemarle의 낙관적 전망

LG에너지솔루션의 4680 전지 양산계획 가시화: LGES/삼성SDI 사업 프리미엄

전주 LG에너지솔루션 김동명 대표이사는 24년 8월부터 4680 전지 양산 계획을 공개. 현재 LG에너지솔루션의 4680 전지에 확정된 생산 일정은 (1) 24년 8월 국내 오창 공장(9 Gwh), (2) 25년 하반기 미국 애리조나(36 Gwh). 향후 중국 남경 공장 추가 투자로 4680 전지 양산 규모 확장 예정. 그간 4680 전지 양산에 난제는 (1) 열분산, (2) 분리막 용접, (3) Tabless, (4) 건식공정 등. 현재 1~3번의 난제는 해소된 것으로 파악. LG에너지솔루션의 신규 폼팩터 양산 시점이 임박하며 소재 기업들에 긍정적 이벤트 발생을 예상

국내 오창공장 4680 전지 양극재: LG화학, 분리막: WCP, 동박: 롯데에너지머티/SKC, 전해액: 엔켐/동화기업 등. 미국 애리조나 4680 전지 양극재: 엘앤에프/LG화학, 분리막: WCP, 동박: 롯데에너지머티, 전해액: 동화기업/엔켐

당사는 23년 10월 발간했던 Battery War를 통해 피력했듯 중장기 원통형 전지 대세론을 강조. 열 안정성, 규격화된 전지로서의 원가 절감 장점이 극대화 가능. 국내 LG에너지솔루션과 삼성SDI의 원통형 전지 사업 역량에 추가 프리미엄 반영 필요

24년 상반기 양극재 최선호주: LG화학, 에코프로비엠

24년 2월 이차전지 섹터에 투자심리 개선 구간으로 Q(출하량) 차별화 기업과 이벤트(수주/Kospi 이전상장 등) 가시성이 높은 기업에 선제적 투자비중 확대의 대응 필요. 해당 관점에서 양극재 최선호주는 LG화학과 에코프로비엠을 제시. 특히 당사는 지난 2월 5일 발간 보고서 이후 LG화학에 대한 투자의견을 지속 상향하는 과정. 캡티브향 내재화 물량 정상화(경쟁사 대비 절대적 물량 증가 및 4680 전지), 자회사 LG에너지솔루션 보유지분 유동화(글로벌 최저한세 대응), 비주력/비효율 사업부문 매각(여수NCC 및 기타)에 궁극적으로 ROE 개선 가능 등에 근거. 에코프로비엠은 24년 상반기 수익성 회복 구간, 삼성SDI향 출하량 증가, 수주 가시성(신규/증량), Kospi 이전상장(K-200 편입 이후 BM 비중 1%)에 대장주 역할 유지

LG화학: 전지소재에 막힌 혈이 뚫리다

2024년 양극재 최선호주 LG 화학

2024년 연간 LG화학을 이차전지/석유화학 커버리지 최선호주 종목으로 재차 강조. 당사는 23년 7월 LG화학에 투자의견을 Hold로 하향한 이력이 있음. 당시 근거는 (1) 캡티브 LG에너지솔루션향 양극재 경쟁사 대비 출하량 감소, (2) 양극재 부문 YoY 실적 역성장과 수익성 훼손, (3) 석유화학 부진 장기화 등에 경쟁사들 대비 주가 Discount가 명확했기 때문

부정적이던 과거는 과거일 뿐, LG 화학 사업에 긍정적 변화

24년 2월 현재 시점 LG화학 사업 방향성에 대한 평가는 긍정적으로 변화, 그렇기에 투자의견 상향을 위한 준비 과정에 있음. 핵심 근거는 (1) LG에너지솔루션향 양극재 출하량 정상화, (2) ROE 개선 가능성(LG에너지솔루션 보유지분 유동화, 비주력/비효율 사업 구조조정 등)으로 '저 PBR/주주환원' 랠리 동참 가능

캡티브 물량 정상화 Ultium Cells향 절대규모 납품

2024년을 기점으로 LG화학 양극재 출하량 정상화 진행. LG화학의 확정된 Q 증가 동인은 (1) Ultium Cells No.2(50 Gwh)향 100% 공급, (2) LGES 중국 남경(2170, ESS) 및 국내 오창 원통형 전지 프로젝트(2170, 4680), (3) Panasonic ESS향. 앞서 언급했던 캡티브 LG에너지솔루션향 양극재 공급사간 출하량 점유율에 미묘한 변화가 감지, LG화학의 절대적 비중이 확대될 점에 주목: (1) 25년 7월 가동예정인 Ultium Cells No.3(미국 미시건주 50 Gwh) 양극재는 LG화학이 독점 공급에 가까운 수준으로 납품 논의, (2) 기존 경쟁사가 절대 규모를 납품했던 Ultium Cells No.1(오하이오 45 Gwh)은 2Q24를 기점으로 LG화학 양극재의 조달비중이 점진적 증가(경쟁사 ↓), (3) LG에너지솔루션의 향후 프로젝트(Honda, Stellantis, 현대차 등)에 LG화학이 1차 양극재 공급기업으로 논의 중. 이에 경쟁사들 대비 사업 Outperform 가능, 프리미엄 필요

ROE 개선 Story의 저PBR 부각

동사만이 이차전지/석유화학 커버리지 유일한 '저 PBR' 기업으로 부각 가능. 임박한 해당 Trigger는 (1) 사업 구조조정: 2023년부터 추진했던 석유화학 NCC 구조조정 or 설비 매각을 통한 효율성 제고와 현금 확보, (2) LG에너지솔루션 보유 지분 유동화: 글로벌 최저한세 대응에 현금확보 이뤄지며 궁극적으로 ROE 개선, 결국 저 PBR 부각

글로벌 최저한세 영향력 점검

결국 LG 화학에 사업가치 재평가

2024년 국내 글로벌 최저한세(Pillar 2)가 도입, 직접 영향권에 놓인 LG화학의 LG에너지솔루션 지분 유동화 여부가 핵심. LG에너지솔루션의 해외 사업장(폴란드, 미국 등)이 대상이나, 해당 세법의 핵심은 연결 회계 기준 최종 모회사에 세금 납세 의무를 부여. 단, 예외 조항은 LG화학이 LG에너지솔루션에 지분율 80%를 하회하는 경우 해당 세무 부담이 없어짐. 이는 외부 투자자의 지분이 20%를 상회할 경우, 해당 조세 납세 의무가 최종 모회사(LG화학)가 아닌 사업 회사(LG에너지솔루션)로 전이 가능한 예외 조항이 있기 때문. 결국 LG화학의 지분 유동화 결정이 현실화될 경우, 자회사 보유 지분 가치에 대한 할인율 축소 및 현금확보/ROE 개선 흐름으로 사업가치 재평가 가능

에코프로비엠: 2024년 연중 3박자의 조화(수익성, 수주, Kospi 이전)

이차전지 Upside Potential

2024년 연초 이차전지를 향한 시장 참여자들의 보수적 시각은 여전함. 그럼에도 당사는 24년 1~2월을 기점으로 업황 바닥을 형성 중이라 판단, 오히려 현재를 기점으로 투자심리 개선에 따른 선별적 투자 비중확대의 대응이 필요한 시점

Albemarle의 리튬 가격 바닥론

투자심리 개선 요인은 전주 Albemarle의 연간 및 중장기 리튬 가격 전망에 기인함. Albemarle은 실적 설명회를 통해 중장기 리튬 가격 반등 가능성과 연중 추가 하락 가능성 제한적(~to remain flat) 의견을 제시. Top-tier 기업의 가격 전망과 실질 공급량 조정을 통한 중장기 수요 우위의 가격 전망을 감안하면, 현재 주요 원자재 가격은 바닥권. 그간 P가 지배했던 업황 우려가 완화될 수 있을 점을 주목

투자심리 개선 구간에 에코프로비엠 주도주 부각 가능

긍정적 외부 변수 발생으로 국내 양극재 기업 중 에코프로비엠의 이익 컨센서스 상향 가시성이 가장 높을 점에 2024년 상반기 최선호주로 제시. 당사의 에코프로비엠에 대한 2024년 연간 실적 추정치는 매출액 4.8조원/영업이익 900억원. 최대 적자는 전분기(-1,147억원)에 기록, 수익성 또한 최악이 지나갔음. 향후 개선될 수익성 흐름을 감안하면 현 주가가 실질적 바닥구간으로 판단

기존 고객사향 증량 및 신규 고객사 확보 가능성

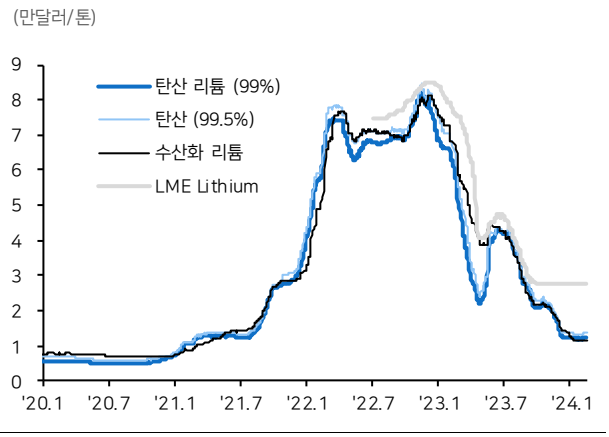
2024년 최종 고객사의 EV 전략에 해당 소재 생산기업들별 출하량 온도차가 뚜렷할 점. 에코프로비엠의 최대 고객사 SK On의 시장 경쟁력 훼손은 가장 큰 우려사항. 그럼에도 SK On은 미국 현대차향 물량 대응 등 양산 능력 극대화를 위해 노력 중. 이에 동사의 생산 기조 변화가 없고, 전년 수주했던 삼성SDI향 연간 물량 증가 또한 긍정적. 미국 IRA-FEoC 정책 시행에 양극재 Value-Chain별 그룹사 차원에서 대응이 가능한 점이 향후 에코프로비엠의 북미 OEM 회사를 비롯한 신규 고객사 확보가 가능한 Upside Potential로 기능한다는 점이 가장 큰 사업 프리미엄

에코프로비엠의 Kospi 이전 이후, K-200 특례 편입 가능

에코프로비엠 투자비중 확대 적기

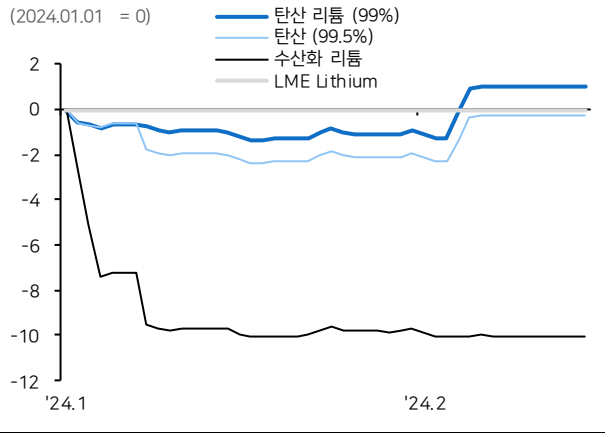
지난 2월 진행된 에코프로 그룹의 실적 설명회에서는 (1) 에코프로의 액면분할, (2) 에코프로비엠의 Kospi 이전상장 계획을 투자자들에게 공유. 에코프로비엠의 Kospi 이전 이후 K-200 특례편입 조건 부합, BM 대비 1% 비중으로 수급 유입 효과 또한 긍정적. 현 시점이 에코프로비엠에 대한 투자비중 확대의 적기로 판단

그림1 리튬 가격 추이



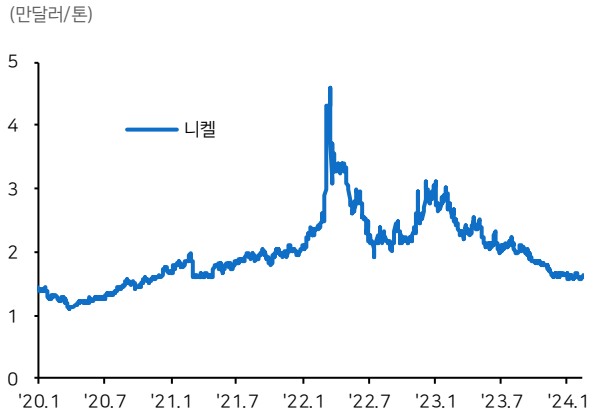
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2024년 YTD 리튬 가격 변화율 (%)



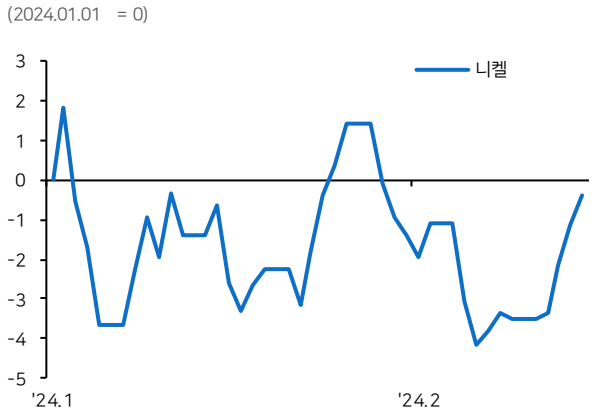
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 니켈 가격 추이



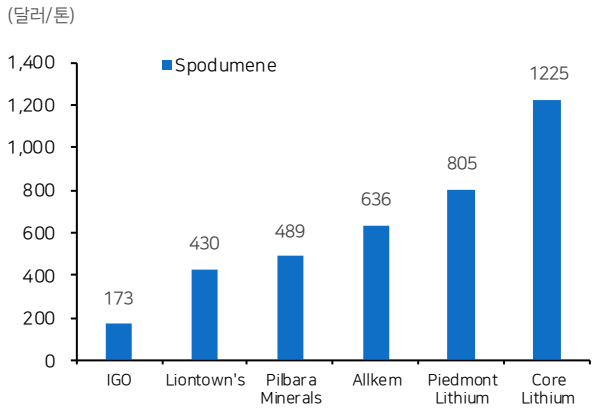
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2024년 YTD 니켈 가격 변화율 (%)



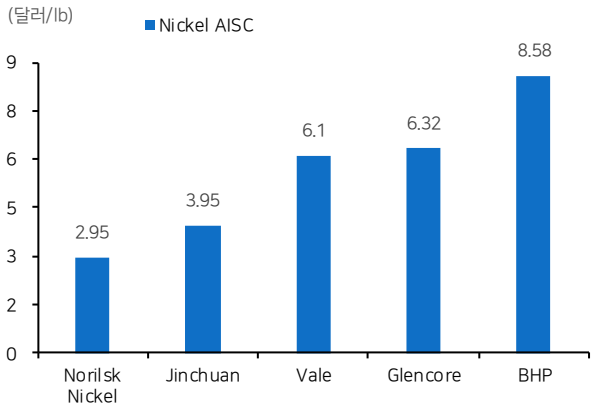
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 리튬 주요 생산기업들의 채굴 원가 수준



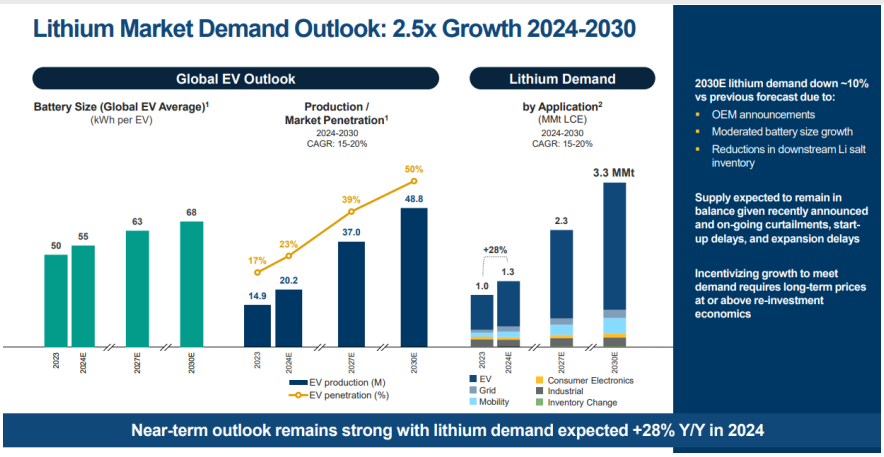
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 니켈 주요 생산기업들의 채굴 원가 수준



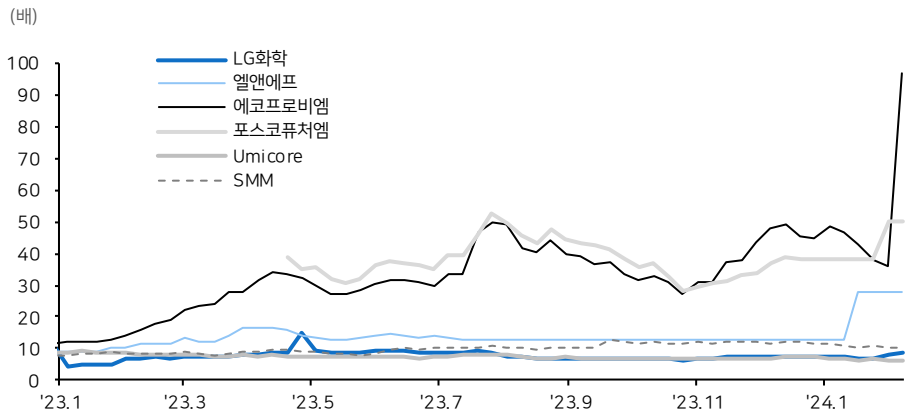
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 EV 수요 전망과 리튬 수요



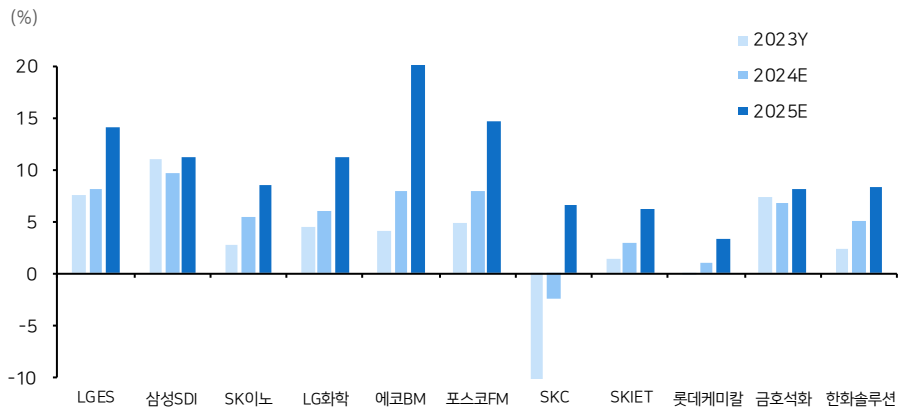
자료: Albemarle IR Book

그림8 양극재 기업들의 EV/EBITDA



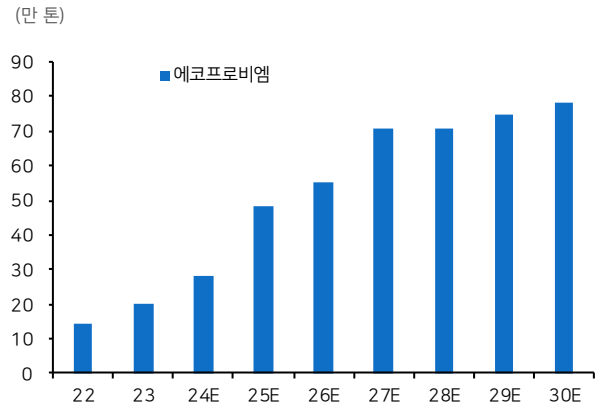
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 이차전지/석유화학 기업들의 연간 ROE 점검



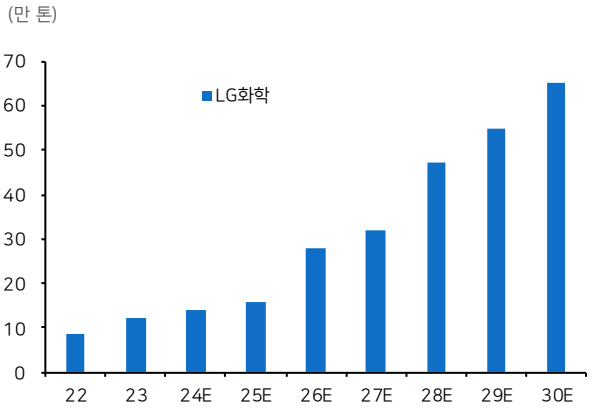
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 에코프로비엠의 양극재 CAPA 전망



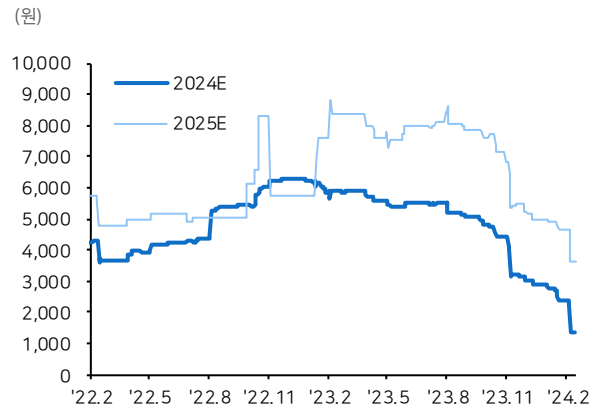
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 LG화학의 양극재 CAPA 전망



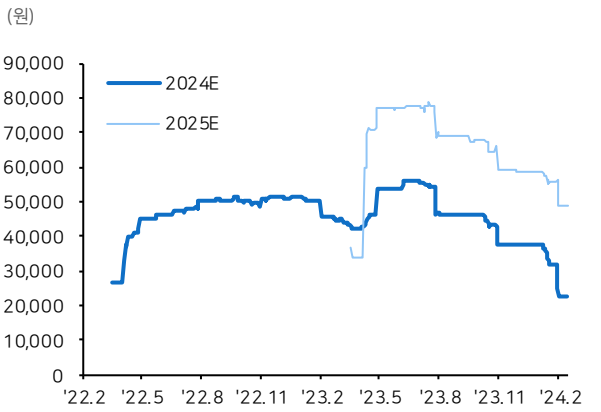
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 에코프로비엠의 연간 EPS 컨센서스



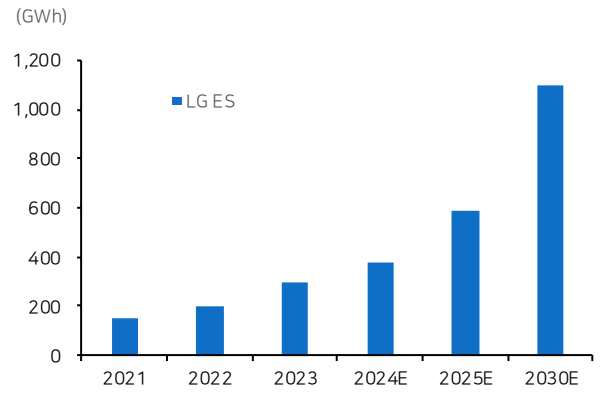
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 LG화학의 연간 EPS 컨센서스



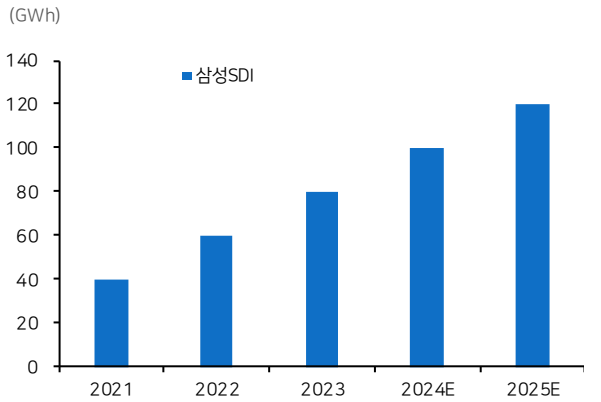
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 LG에너지솔루션의 생산Capa 전망



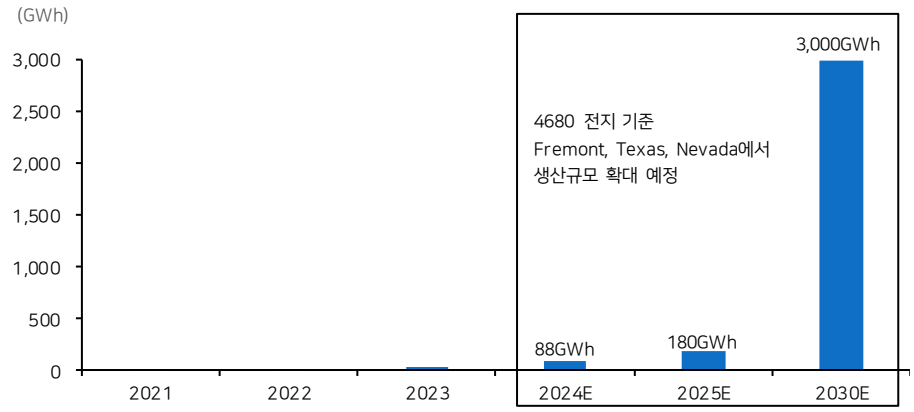
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 삼성SDI의 생산Capa 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 Tesla의 자체 배터리 연간 생산 Capa 추정



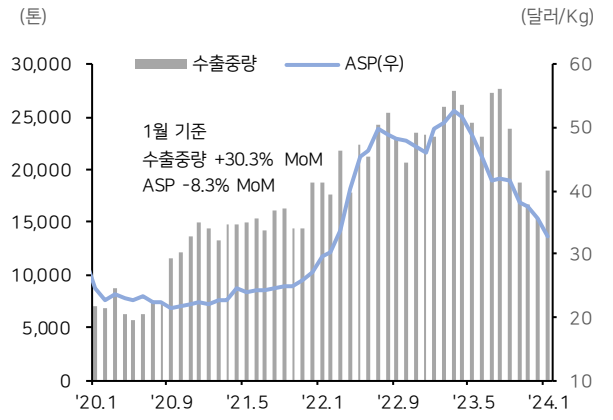
자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 배터리 3개사의 북미 배터리 합작사업 현황

생산설비	생산규모	위치	양극재 공급기업	비고
Ultium Cells 1	45Gwh	오하이오	포스코퓨처엠→ **LG화학**	2023년 7월 가동 개시
Ultium Cells 2	50Gwh	테네시	**LG화학**	2024년 3월 가동 예정
Ultium Cells 3	50Gwh	미시건	**LG화학**	2025년 7월 가동 예정
L-H배터리컴퍼니	40Gwh	오하이오	**LG화학**, 포스코퓨처엠(미정)	2024년 착공 예정
넥스타에너지	45Gwh	캐나다	**LG화학**, 포스코퓨처엠(미정)	2024년 착공 예정
LGES-현대차	30Gwh	조지아	**LG화학**, 엘앤에프(미정)	2025년 말 양산예정
삼성SDI-GM	30Gwh	인디애나	**포스코퓨처엠, 에코프로비엠**	2026년 양산 예정
삼성SDI-스텔란티스 1공장	33Gwh	인디애나	**포스코퓨처엠, 에코프로비엠**	2025년 양산 예정(기존 계획 대비 규모 상향)
삼성SDI-스텔란티스 2공장	34Gwh	지역 미정	**포스코퓨처엠, 에코프로비엠**	2027년 양산 예정
BlueOvals	129Gwh	조지아	**에코프로비엠, 포스코퓨처엠**	2025년 이후 순차적으로 가동 예정

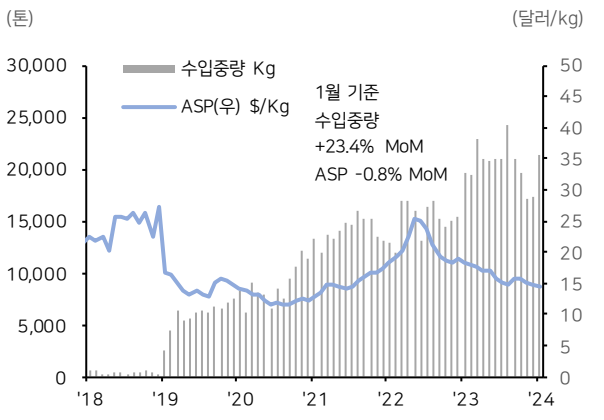
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 월간 양극재 수출 추이



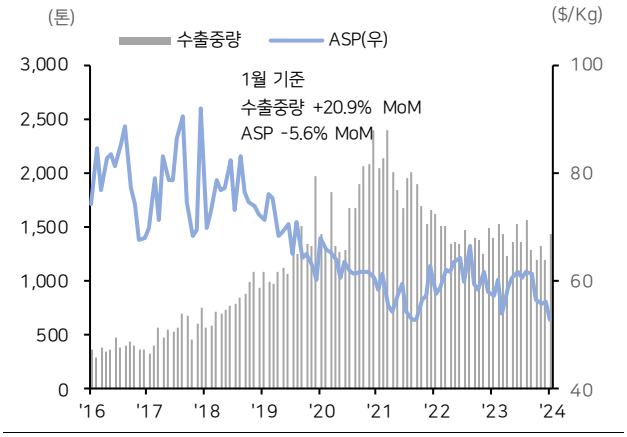
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림18 월간 중국 전구체 수입 추이



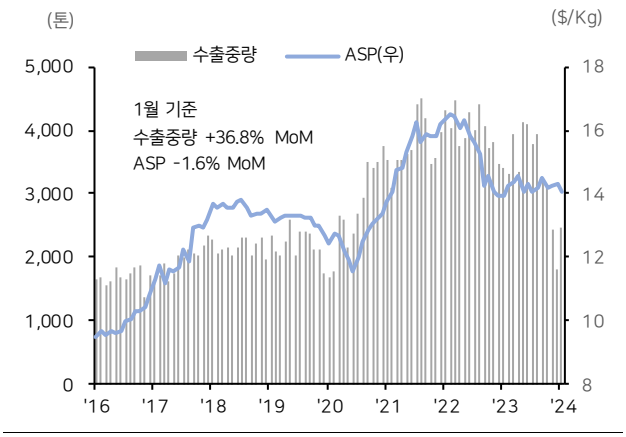
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림19 월간 분리막 수출 추이



자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림20 월간 동박 수출 추이



자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

표2 이차전지 기업들의 Peer Valuation Table

구분		PER (배)			PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE		
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E
셀	CATL	16.4	14.1	11.4	3.6	2.9	2.3	10.4	8.5	7.0	22.9	21.6	21.8
	LG에너지솔루션	62.5	53.0	28.1	4.7	4.3	3.6	23.5	17.2	11.0	7.6	8.1	14.1
	삼성SDI	14.1	14.2	11.2	1.5	1.3	1.2	9.1	8.0	6.1	11.1	9.8	11.3
	SK이노베이션	20.7	10.3	5.9	0.6	0.5	0.5	8.4	6.8	4.9	2.8	5.4	8.5
	PANASONIC	16.0	7.7	8.8	1.0	0.8	0.8	6.6	5.3	4.6	6.3	11.6	9.4
양극재	에코프로비엠	395.1	197.0	71.2	17.6	16.3	13.5	92.0	57.4	29.1	4.2	8.0	21.1
	포스코퓨처엠	189.8	125.5	58.0	9.2	8.8	7.7	88.0	47.4	26.0	4.9	7.9	14.7
	엘앤에프	55.8	96.0	21.6	4.2	4.6	3.8	191.3	37.5	14.5	7.7	1.6	19.7
	LG화학	25.1	17.9	9.3	1.2	1.1	1.0	8.9	6.8	4.6	4.5	6.0	11.2
	코스모신소재	249.9	104.8	37.1	14.8	13.0	9.6	115.2	56.5	23.2	7.3	14.2	32.1
	Umicore	11.6	12.4	11.8	1.4	1.3	1.2	6.4	6.4	6.0	11.6	10.1	10.2
	SMM	7.0	20.0	12.1	0.7	0.6	0.6	7.4	12.9	10.5	10.7	3.1	4.9
분리막	SK아이이테크놀로지	159.0	68.5	33.2	2.2	2.1	2.0	31.2	19.2	12.0	1.4	3.0	6.1
	WCP	25.6	33.3	18.8	1.4	1.4	1.3	14.7	11.3	7.0	5.7	4.2	7.0
	Asahi Kasei	19.8	15.4	12.0	0.9	0.8	0.8	8.1	7.3	6.5	4.8	5.1	6.6
	Toray	14.5	16.9	11.9	0.7	0.7	0.7	8.4	8.4	7.2	5.3	4.4	5.8
	Yunnan Chuangxin	N/A	N/A	8.9	1.8	1.5	1.3	9.28	7.73	6.1	14.3	14.2	14.9
	Ube	16.2	11.6	9.9	0.7	0.7	0.6	10.7	10.6	8.9	-1.7	5.9	6.8
동박	SKC	N/A	N/A	32.8	1.8	1.8	1.8	70.0	17.0	10.1	-10.5	-2.3	6.5
	롯데에너지머티리얼즈	287.1	40.9	19.6	1.1	1.1	1.1	18.6	11.3	7.2	-2.3	2.7	5.2
	솔루스첨단소재	5.4	N/A	198.5	1.0	1.2	1.1	N/A	18.55	8.9	20.5	-2.7	1.6
	고려아연	19.3	16.6	14.4	1.0	1.0	1.0	9.02	8.02	7.1	5.3	6.1	6.8
	Changchun	10.1	8.5	7.2	2.1	1.7	1.4	7.15	6.00	5.1	20.6	19.8	19.2
전해액/첨가제	Capchem	26.7	19.3	14.4	3.5	3.0	2.6	19.2	14.1	10.3	12.5	15.2	17.4
	Tinci	15.4	14.9	11.5	2.6	2.4	2.1	11.2	11.6	9.7	16.7	15.8	16.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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.