

Battery War

vol.3

Meritz Research 2022. 9. 28

IRA가 남긴 담론 (Supply-chain War)

- Part I 미국 IRA가 던진 시장 선점 과제
- Part II Battery Upstream
- Part III Battery Recycling

Battery War¹ vol.3

IRA가 남긴 담론 (Supply-chain War)



이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
LG에너지솔루션 (373220)	Buy	680,000원
LG화학 (051910)	Buy	950,000원
포스코케미칼 (003670)	Buy	190,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
엘앤에프 (066970)	Buy	430,000원
에코프로비엠(247540)	Buy	180,000원

Contents

Part I	미국 IRA가 던진 시장 선점 과제 Supply-Chain Management	09
Part II	Battery Upstream "A License to Print Money"	25
Part III	Battery Recycling "Virgin or Used" Metal의 순도는 불변	43
기업분석	LG에너지솔루션 (373220) No.1 자리매김	60
	LG화학 (051910) 이차전지 소재 사업 포트폴리오 구체화 중	63
	포스코케미칼 (003670) 소재사업의 미국 사업 확장 프리미엄	66
	엘앤에프 (066970) 여전히 긍정적 방향성	69
	에코프로비엠 (247540) 양극재 실적 대장주, 주가는 나홀로 소외	72

미국 IRA가 던진 시장 선점 과제 Supply-chain Management

- I
- 1H22 글로벌 EV 침투율은 12.4%(중국 23.8%, EU 16.2%, 미국 7.2%)→ EV 주도권 재편 과도기에 미국 시장 확대 중
 - 미국 IRA 법안으로 부각된 배터리 Supply-chain의 탈중국 가능여부: 중국산 의존도는 양극재(68%), 음극재(77%), 전해액(75%), 분리막(50%) / 기타 전구체(80%), 수산화리튬(80%), 흑연(90%)→ 단기 탈중국 기조는 어려워
 - 국내 배터리 셀 기업들의 합산 미국 생산Capa 투자규모는 425Gw 이상, 보조금 조건으로 원재료/소재 미국 현지화 필요
 - 미국 IRA법안의 필수 원재료 지정(리튬, 니켈, 코발트, 망간, 흑연)으로 시장 선점 전략의 배터리 기업들의 수직계열화 전략이 핵심→ (1) LG컨소시엄(북/남미 지역 Upstream 확보, 셀-소재 미국 현지화), (2) 포스코케미칼(계열사 연계 사업)

Battery Upstream “A License to Print Money”

- II
- 중단기 Upstream 가격 강세를 전망→ 매장량은 풍부하지만(가채년수 리튬 220년, 니켈 35년 등), 정제/제련 등 처리 설비들의 중국 의존도가 높은 편(전구체 생산설비 80%가 중국에 위치)으로 공급 차질 Risk가 큰 점
 - 공급망 재편시기에 각 기업별 원소재 선점을 위한 북/남미 지역에서 다수의 투자 발표 중이나 당장의 수요 대응 어려워
 - 원소재 공급 차질 Risk는 (1) 조달 Lead-time(소재 확보 최대 20년, 제련 최대 5년), (2) ESG 정책으로 원재료 확보 시 환경평가 통과가 어려워진 점
 - 결론은 Upstream의 사업 포트폴리오가 구축된 배터리 셀/소재 기업이 완성차 기업 대비 Bargain Power 우위 최선호주는 LG에너지솔루션, LG화학, 포스코케미칼을 제시

Battery Recycling “Virgin or Used” Metal의 순도는 불변

- III
- 미국 IRA가 촉발한 배터리 시장 확대의 선결조건은 공급망 구축과 광물자원 직접 조달→ Raw Materials 확보
 - 미국 IRA가 촉발한 자국 배터리 시장 확대 선결조건은 광물자원 확보→ Upstream 직접투자, Recycling으로 메탈 추출
 - Recycling 사업의 수익성은 (1) 메탈 가격 시세에 따라 변동→ 당사의 중단기 가격 강세 전망으로 Recycling 수익성 높고 (2) 사업 경쟁력은 폐배터리의 회수규모 및 금속류에 대한 추출기술력 보유 여부
 - 국내 성일하이텍을 비롯한 LG컨소시엄(Li-Cycle), 에코프로(자회사 CNG), 포스코케미칼, 엘앤에프 등에서 사업 준비 중

Executive Summary

기업별 요약 Comment

LG에너지솔루션

Buy, 적정주가 68만원

- 미국 중심의 공급망 재편 과정에서 동사의 '미국 선점' 전략 진행 중. 동사는 고객사와 연계한 북미 지역 생산거점 구축 및 그룹 차원의 Upstream 조달 계획으로 IRA 법안에 능동적 대응
- 미국 IRA 법안 통과 이후 동사는 EV배터리 1등 지위 구축 가능성이 높아져→ OEM들의 연이은 배터리 공급 요청
- 배터리 셀의 사업 경쟁력을 시험 중→ (1) Upstream부터 수직계열화, (2) 기술적 선도, (3) 2025년 이후의 성장 Story

LG화학

Buy, 적정주가 95만원

- LG화학의 양극재를 비롯한 이차전지 소재부문의 사업 경쟁력 구축 중→ 계열사향 확정된 판매물량
- LG화학은 양극재 수직계열화를 위해 Upstream/전구체 내재화 노력, 또한 Recycling 통한 원재료 확보 시도 중
- 또한 석유화학부문은 전통 제품들의 수익성 악화 불가피하나, 고부가 제품들(CNT, POE 등)의 이익 방어능력 시험

포스코케미칼

Buy, 적정주가 19만원 (상향조정)

- 미국 IRA 법안에 직접 대응 가능한 사업 구조→ (1) POSCO홀딩스의 주요 원/소재 직접 조달로 중국 Risk 적은 편, (2) 동사는 중국 외 지역에서 흑연 조달 후 음극재로 직접 제련 가능한 사업구조를 갖춰
- 동사는 POSCO홀딩스와 연계한 원소재에 사급 구조로서 가격 변동성 Risk에 대응 가능, GM 등 전방 고객사들과 판가 연동 계약 시행으로 보장된 수익성 시험 가능

엘앤에프

Buy, 적정주가 43만원

- 동사는 니켈함량 기준 95% 이상 하이니켈 양극재 양산 중. Tesla-LG에너지솔루션의 원통형 전지향 양극재 출하량 증가
- 미국 Redwood Materials JV는 정부의 불허 방침으로 불확실성 요소 존재, 추후 내용 보완으로 사업 진출 기대감 유호
- 고객사 LG에너지솔루션의 Tesla향 전지(2170, 4680) 공급량 확대가 예정되며 동사는 No.1 공급사로 프리미엄 지속

에코프로비엠

Buy, 적정주가 18만원

- 하이니켈 양극재 판매 Mix 개선 효과로 P상승 / Ford의 생산차질 해소 국면 접어들며 Q 성장으로 질적인 성장 진행 중
- 주 고객사인 SK On은 2025년 미국 생산 Capa 94GW이상을 목표. SK On - Ford 밸류체인을 바탕으로 동사는 IRA 법안에 대응 전망

기업분석

종목	투자판단	적정주가
LG에너지솔루션 (373220)	Buy	680,000원
LG화학 (051910)	Buy	950,000원
포스코케미칼 (003670)	Buy	190,000원
엘앤에프 (066970)	Buy	430,000원
에코프로비엠 (247540)	Buy	180,000원

Buy

적정주가 (12개월)	680,000원
현재주가 (9.27)	444,000원
상승여력	53.2%
KOSPI	2,223.86pt
시가총액	1,038,960억원
발행주식수	23,400만주
유동주식비율	14.68%
외국인비중	4.43%
52주 최고/최저가	548,000원/356,000원
평균거래대금	1,866.5억원
주요주주(%)	
LG화학	81.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.6	1.1	0.0
상대주가	6.4	24.2	0.0

주가그래프



‘America First’ 전략의 미국 중심 공급망 재편 과정에서 Top Tier 경쟁력 시현

- 미주 지역을 중심으로 한 동사의 수직계열화 전략 유효. 북미지역 생산거점의 선제적 확보와 그룹 차원의 원/소재 내재화 및 조달 계획을 통해 차별화된 경쟁력을 제시 (원재료: Vulcan Energy/SQM, 소재: LG화학/엘앤에프)
- 탈중국화 기조에서 동사의 선두적 지위 견고해질 전망: 기존 고객사들과의 파트너십 강화 및 신규 고객사 확보

3Q22E Preview: P와 Q 동반 성장 효과로 매출액 6.5조원 / 영업이익 5,103억원으로 컨센서스 상회 전망

- 원/소재 가격 상승 판매단가 연동 본격화와 달러 강세 효과 반영되며 매출액 6.5조원, 영업이익 5,103억원을 추정
- 1) 원통형: Tesla 상해공장 라인 증설 효과로 판매량 증가. Tesla의 EV용 전지 자체생산 스케줄 지연되며 동사의 원통형 전지부문 호조 장기화될 전망. 기가베를린/오스틴향 2170 & 4680 전지 생산을 위한 국내/외 증설이 예정
- 2) 파우치형: Ultium Cells 1기 상업가동 시작과 OEM사들의 생산 차질 해소 효과 반영
- 동사의 2025년 생산 Capa는 580GW 전망. 논의 중인 신규 프로젝트 반영 시 2030년 1.1TW를 추정

성장 섹터의 Top Tier 기업으로 주가 고평가로 판단하지 않아, 여전히 상승여력 높아

- IRA 통과 이후 동사와 CATL의 멀티플은 역전(EV/EBITDA 기준 +40% 프리미엄)→ 주가 재평가 진행 중
- 향후 미국/유럽 시장에서 非중국 셀 기업 선호로 사업성과가 높아질 점으로 현재 프리미엄 수준 유효하다는 판단

(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	-305.8	39,831	0.0	0.0	2.9	10.7	171.8
2022E	23,343.4	1,606.7	1,194.0	5,144	11.1	83,027	98.4	6.1	31.3	8.7	110.3
2023E	34,266.0	3,109.0	2,319.5	9,912	93.9	92,939	51.0	5.4	18.7	11.3	127.8
2024E	44,308.9	4,234.7	3,131.5	13,382	35.0	106,322	37.8	4.8	14.6	13.4	139.6

LG에너지솔루션 이익 추정

Battery War vol.3
IRA가 남긴 담론

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	4,342.3	5,070.6	6,552.8	7,377.7	7,728.2	8,372.3	8,664.4	9,501.1	23,343.4	34,266.0	44,308.9
소형 배터리	1,954.1	2,281.8	2,813.5	3,340.0	3,460.4	3,821.8	4,051.8	4,467.1	10,389.3	15,801.1	19,839.9
파우치형	390.8	342.3	562.7	634.6	622.9	573.3	688.8	848.8	1,930.4	2,733.7	2,073.5
원통형	1,563.2	1,939.5	2,250.8	2,705.4	2,837.5	3,248.6	3,363.0	3,618.4	8,458.9	13,067.4	17,766.4
중대형 배터리	2,301.4	2,788.8	3,739.2	4,037.7	4,267.8	4,550.5	4,612.6	5,034.0	12,867.2	18,464.9	24,469.0
영업이익	258.9	195.6	510.3	642.0	692.4	753.6	787.6	875.4	1,606.7	3,109.0	4,234.7
%OP	6.0%	3.9%	7.8%	8.7%	9.0%	9.0%	9.1%	9.2%	6.9%	9.1%	9.6%
소형 배터리	250.1	251.0	312.3	377.4	394.5	435.7	461.9	513.7	1,190.8	1,805.8	2,323.4
파우치형	50.0	62.7	50.0	60.4	59.2	65.4	69.3	77.1	223.1	270.9	348.5
원통형	200.1	188.2	262.3	317.0	335.3	370.3	392.6	436.7	967.7	1,534.9	1,974.9
중대형 배터리	46.0	55.8	198.0	264.6	297.9	317.9	325.6	361.7	564.4	1,303.2	1,911.3
세전이익	259.7	128.8	523.7	652.3	699.8	757.7	789.8	876.6	1,564.5	3,123.9	4,217.5
순이익(지배)	226.6	94.2	388.8	484.4	519.6	562.6	586.4	650.9	1,194.0	2,319.5	3,131.5
% YoY											
매출액	2.1	-1.2	62.7	66.2	78.0	65.1	32.2	28.8	30.8	46.8	29.3
영업이익	-24.1	-73.0	흑전	747.7	167.5	285.3	54.3	36.4	109.1	93.5	36.2
세전이익	-50.4	-84.9	흑전	543.2	169.5	488.5	50.8	34.4	55.5	99.7	35.0
순이익(지배)	-38.9	-85.3	흑전	1,062.6	131.6	531.9	50.8	34.4	51.2	95.5	35.0
% QoQ											
매출액	-2.2	16.8	29.2	12.6	4.8	8.3	3.5	9.7			
영업이익	241.8	-24.4	160.9	25.8	7.9	8.8	4.5	11.2			
세전이익	156.0	-50.4	306.7	24.6	7.3	8.3	4.2	11.0			
순이익(지배)	438.5	-60.3	336.8	24.6	7.3	8.3	4.2	11.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220)

Battery War vol.3
IRA가 남긴 담론

Income Statement				
(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	17,851.9	23,343.4	34,266.0	44,308.9
매출액증가율(%)	1,121.8	30.8	46.8	29.3
매출원가	13,953.1	17,616.7	24,694.6	32,943.9
매출총이익	3,898.8	5,726.7	9,571.4	11,365.0
판매비와관리비	3,130.3	4,120.0	6,462.5	7,130.3
영업이익	768.5	1,606.7	3,109.0	4,234.7
영업이익률(%)	4.3	6.9	9.1	9.6
금융손익	44.7	-22.1	14.9	-17.2
종속/관계기업관련손익	-11.6	-16.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.5	-3.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	777.2	1,564.5	3,123.9	4,217.5
법인세비용	76.5	365.9	781.0	1,054.4
당기순이익	929.9	1,198.6	2,342.9	3,163.1
지배주주지분 손이익	792.5	1,194.0	2,319.5	3,131.5
Balance Sheet				
(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	9,535.8	24,564.5	28,947.7	34,424.0
현금및현금성자산	1,282.9	1,742.4	1,347.8	1,315.5
매출채권	2,914.5	5,253.4	6,765.4	8,508.6
재고자산	3,895.8	9,131.2	11,759.1	14,789.0
비유동자산	14,228.3	19,140.9	23,733.7	28,577.4
유형자산	11,050.8	15,392.9	19,943.3	24,708.8
무형자산	455.4	455.7	370.1	300.5
투자자산	481.4	787.8	915.9	1,063.7
자산총계	23,764.1	43,705.4	52,681.4	63,001.4
유동부채	9,474.0	16,133.2	21,692.3	27,518.1
매입채무	2,177.7	5,750.4	7,405.3	9,313.4
단기차입금	1,146.3	1,478.0	1,958.0	2,438.0
유동성장기부채	1,057.1	2,222.4	3,222.4	3,822.4
비유동부채	5,547.8	6,787.9	7,861.8	9,192.9
사채	2,045.8	1,784.5	2,084.5	2,384.5
장기차입금	2,662.9	3,625.8	4,025.8	4,625.8
부채총계	15,021.8	22,921.0	29,554.1	36,711.0
자본금	100.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	7,122.4	17,164.6	17,164.6	17,164.6
기타포괄이익누계액	406.1	616.5	616.5	616.5
이익잉여금	337.6	1,530.2	3,849.7	6,981.1
비지배주주지분	776.3	1,356.1	1,379.6	1,411.2
자본총계	8,742.4	20,784.4	23,127.3	26,290.4

Statement of Cash Flow				
(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	978.6	961.3	4,978.0	6,629.3
당기순이익(손실)	929.9	1,198.6	2,342.9	3,163.1
유형자산감가상각비	1,378.7	2,171.9	3,449.7	4,434.5
무형자산상각비	73.1	96.2	85.7	69.6
운전자본의 증감	-2,407.4	-2,720.4	-900.2	-1,037.9
투자활동 현금흐름	-2,178.1	-12,784.7	-8,128.1	-9,347.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,462.9	-6,412.7	-8,000.0	-9,200.0
투자자산의 감소(증가)	-384.1	-323.4	-128.1	-147.7
재무활동 현금흐름	882.8	12,177.5	2,755.4	2,686.3
차입금증감	768.2	2,478.4	2,755.4	2,686.3
자본의증가	-109.0	10,059.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-210.3	459.6	-394.7	-32.2
기초현금	1,493.2	1,282.9	1,742.4	1,347.8
기말현금	1,282.9	1,742.4	1,347.8	1,315.5
Key Financial Data				
	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)				
SPS	89,260	100,570	146,436	189,354
EPS(지배주주)	3,963	5,144	9,912	13,382
CFPS	19,304	17,451	28,395	37,345
EBITDAPS	11,101	16,694	28,395	37,345
BPS	39,831	83,027	92,939	106,322
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	0.0	86.3	44.8	33.2
PCR	0.0	25.4	15.6	11.9
PSR	0.0	4.4	3.0	2.3
PBR	0.0	5.3	4.8	4.2
EBITDA	2,220.3	3,874.8	6,644.3	8,738.7
EV/EBITDA	2.9	27.5	16.5	12.9
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	10.7	8.7	11.3	13.4
EBITDA이익률	12.4	16.6	19.4	19.7
부채비율	171.8	110.3	127.8	139.6
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	11.5	19.7	28.5	30.2
매출채권회전율(x)	6.1	5.7	5.7	5.8
재고자산회전율(x)	5.1	3.6	3.3	3.3

LG화학(051910) 이차전지 소재 사업 포트폴리오 구체화 중

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

Buy

적정주가 (12개월)	950,000원		
현재주가 (9.27)	569,000원		
상승여력	67.0%		
KOSPI	2,223.86pt		
시가총액	401,670억원		
발행주식수	7,059만주		
유동주식비율	66.11%		
외국인비중	48.11%		
52주 최고/최저가	850,000원/439,000원		
평균거래대금	1,275.2억원		
주요주주(%)			
LG 외 2 인	33.37		
국민연금공단	6.84		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.6	8.2	-26.1
상대주가	3.1	32.8	4.1
주가그래프			



LG화학의 이차전지 소재 사업 포트폴리오는 결국 LG에너지솔루션과의 시너지로 귀결

- LG화학의 이차전지 사업 경쟁력 우위 요소는 (1) 여유있는 투자재원으로 적시성 있는 사업 투자 가능, (2) 이차전지 소재 Mix 다변화(석유화학부문 CNT 사업영역 확대, 첨단소재부문은 양극재-분리막-바인더-첨가제 등), (3) 계열사 LG에너지솔루션과의 수직계열화(양극내 내재화 40%)
- 동사의 이차전지 소재 사업은 하이니켈 양극재> 분리막> CNT 순서로 시장을 선도

LG화학-LG에너지솔루션이 구축하는 수직계열화

- LG화학은 LG에너지솔루션-현대차의 인도네시아 프로젝트를 시작으로 수직계열화 전략이 구체화될 전망
- LG컨소시엄(LX인터내셔널-LG화학-LG에너지솔루션)의 사업 영역은 'Upstream(니켈, 리튬 등)→ 양극재 제조→ 배터리 셀'로 수직계열화 전략으로 중장기 제조원가 절감의 노력 시도 중
- 또한 LG에너지솔루션의 2025년 생산Capa(580Gw)를 감안한 양극재 필요량은 81만톤 계열사 내재화율(40%)을 고려한 LG화학의 출하 필요 물량은 32만톤으로 추정

투자의견 Buy, 적정주가 95만원 유지

- LG화학의 첨단소재(이차전지 소재) 사업가치 부각, 활용 가능한 LG에너지솔루션 보유 지분 가치를 감안

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	30,058.9	1,805.4	512.6	6,170	68.0	230,440	133.6	3.6	16.6	2.9	120.3
2021	42,654.7	5,025.5	3,669.8	50,674	537.9	277,127	12.1	2.2	7.4	18.5	120.3
2022E	56,015.0	4,060.0	2,826.9	38,734	-21.7	416,115	16.3	1.5	7.8	10.4	94.1
2023E	74,328.4	5,594.5	3,777.0	52,194	34.3	452,417	12.1	1.4	6.4	11.1	101.7
2024E	88,833.3	7,579.5	5,143.6	71,552	37.0	506,176	8.8	1.2	5.2	13.7	99.9

LG화학 이익 추정

Battery War vol.3
IRA가 남긴 담론

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	11,608.1	12,226.8	15,716.8	16,463.3	17,440.3	18,364.7	18,732.5	19,791.0	56,015.0	74,328.4	88,833.3
기초소재	5,964.0	5,988.0	7,358.0	7,173.8	7,141.1	7,337.8	7,461.5	7,357.1	26,483.8	29,297.4	30,074.7
첨단소재	1,568.0	2,018.0	2,657.0	2,987.1	3,256.9	3,427.6	3,553.2	3,760.3	9,230.1	13,998.0	17,426.3
에너지솔루션	4,342.0	5,070.6	6,552.8	7,377.7	7,728.2	8,372.3	8,664.4	9,501.1	23,343.1	34,266.0	44,308.9
팜한농/바이오	478.0	463.0	401.9	461.9	525.8	555.6	386.1	525.2	1,804.9	1,992.6	2,320.1
영업이익	1,024.3	879.0	1,018.9	1,137.9	1,293.5	1,336.3	1,405.9	1,558.8	4,060.0	5,594.5	7,579.5
%OP	8.8%	7.2%	6.5%	6.9%	7.4%	7.3%	7.5%	7.9%	7.2%	7.5%	8.5%
기초소재	635.0	513.0	205.8	191.7	218.1	222.0	261.4	300.0	1,545.6	1,001.6	1,453.4
첨단소재	154.0	335.0	494.0	505.7	537.3	561.8	578.1	604.5	1,488.7	2,281.7	2,677.3
에너지솔루션	258.9	195.6	510.3	642.0	692.4	753.6	787.6	875.4	1,606.8	3,109.0	4,234.7
팜한농/바이오	73.0	41.0	-1.2	-1.5	65.7	39.0	-1.1	-1.2	111.3	102.3	94.1
세전이익	1,023.0	942.8	1,012.5	1,128.1	1,261.7	1,301.6	1,372.0	1,525.9	4,106.5	5,461.3	7,436.1
순이익(지배)	688.2	659.3	697.4	782.0	871.8	900.8	948.8	1,055.6	2,826.9	3,777.0	5,143.6
% YoY											
매출액	20.3	6.7	48.3	50.4	50.2	50.2	19.2	20.2	31.3	32.7	19.5
영업이익	-27.3	-58.9	39.7	52.0	26.3	52.0	38.0	37.0	-19.2	37.8	35.5
세전이익	-44.6	-57.2	43.3	121.1	23.3	38.1	35.5	35.3	-22.0	33.0	36.2
순이익(지배)	-47.3	-55.8	14.3	197.7	26.7	36.6	36.0	35.0	-23.0	33.6	36.2
% QoQ											
매출액	6.0	5.3	28.5	4.7	5.9	5.3	2.0	5.7			
영업이익	36.9	-14.2	15.9	11.7	13.7	3.3	5.2	10.9			
세전이익	100.5	-7.8	7.4	11.4	11.8	3.2	5.4	11.2			
순이익(지배)	162.0	-4.2	5.8	12.1	11.5	3.3	5.3	11.3			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	30,058.9	42,654.7	56,015.0	74,328.4	88,833.3
매출액증가율(%)	9.9	41.9	31.3	32.7	19.5
매출원가	23,741.4	31,436.4	48,175.5	64,089.9	69,158.0
매출총이익	6,317.5	11,218.3	7,839.5	10,238.5	19,675.3
판매비와관리비	4,512.1	6,192.8	3,779.5	4,643.9	12,095.7
영업이익	1,805.4	5,025.5	4,060.0	5,594.5	7,579.5
영업이익률(%)	6.0	11.8	7.2	7.5	8.5
금융손익	-691.4	25.9	-91.4	-105.3	-115.4
종속/관계기업관련손익	9.3	-6.6	-3.7	12.0	12.0
기타영업외손익	-171.7	-154.1	141.8	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	951.6	4,890.7	4,106.8	5,461.3	7,436.1
법인세비용	367.8	1,235.8	992.4	1,310.7	1,784.7
당기순이익	682.4	3,953.9	3,114.5	4,150.6	5,651.5
지배주주지분 손이익	512.6	3,669.8	2,826.9	3,777.0	5,143.6

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	16,319.7	20,413.8	39,279.2	46,060.4	51,972.9
현금및현금성자산	3,274.3	3,760.8	4,960.1	6,113.9	5,892.6
매출채권	5,298.4	6,387.0	10,118.3	12,163.5	14,392.7
재고자산	5,349.7	8,283.5	15,134.1	18,193.1	21,527.5
비유동자산	25,069.2	30,721.5	34,834.1	37,417.7	40,183.8
유형자산	20,567.5	24,378.3	26,883.6	29,226.0	31,674.8
무형자산	2,279.9	2,444.3	2,413.9	2,144.0	1,904.3
투자자산	558.8	1,639.1	3,015.7	3,526.8	4,083.8
자산총계	41,388.9	51,135.3	74,113.3	83,478.1	92,156.7
유동부채	12,624.2	15,062.1	22,217.2	27,451.0	30,960.2
매입채무	3,458.5	3,742.1	7,176.2	8,626.7	10,207.7
단기차입금	879.8	1,688.4	2,234.2	2,234.2	2,234.2
유동성장기부채	669.1	1,788.7	2,992.9	4,432.9	4,242.9
비유동부채	9,974.2	12,863.2	13,721.4	14,637.1	15,090.3
사채	5,376.8	7,412.7	6,300.6	6,400.6	6,400.6
장기차입금	3,131.3	3,628.6	5,037.7	5,437.7	5,437.7
부채총계	22,598.5	27,925.3	35,938.6	42,088.1	46,050.5
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,692.5	2,696.4	11,377.4	11,377.4	11,377.4
기타포괄이익누계액	-165.1	551.4	863.7	863.7	863.7
이익잉여금	15,175.3	18,092.0	19,978.7	22,820.5	27,028.8
비지배주주지분	751.3	1,516.2	5,600.8	5,974.3	6,482.2
자본총계	18,790.4	23,210.0	38,174.7	41,390.0	46,106.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	5,840.8	5,509.8	654.8	6,055.2	7,655.6
당기순이익(손실)	682.4	3,953.9	3,114.5	4,150.6	5,651.5
유형자산감가상각비	2,130.0	2,617.7	3,105.5	3,457.5	3,751.2
무형자산상각비	181.0	223.2	285.9	269.9	239.7
운전자본의 증감	1,266.4	-3,006.7	-5,661.4	-1,822.7	-1,986.8
투자활동 현금흐름	-5,296.4	-5,349.3	-13,302.7	-6,311.0	-6,757.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,535.8	-5,773.6	-5,908.8	-5,800.0	-6,200.0
투자자산의 감소(증가)	26.2	-1,087.0	-1,386.3	-511.0	-557.0
재무활동 현금흐름	938.1	123.7	13,679.9	1,409.6	-1,119.9
차입금증감	1,829.5	4,521.2	2,350.0	2,344.9	-184.6
자본의증가	417.9	3.9	8,681.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,385.6	486.6	1,199.2	1,153.9	-221.3
기초현금	1,888.6	3,274.3	3,760.8	4,960.1	6,113.9
기말현금	3,274.3	3,760.8	4,960.1	6,113.9	5,892.6

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	425,809	604,240	793,500	1,052,925	1,258,398
EPS(지배주주)	6,170	50,674	38,734	52,194	71,552
CFPS	68,507	122,548	105,565	131,108	162,960
EBITDAPS	58,311	111,434	105,557	132,053	163,905
BPS	230,440	277,127	416,115	452,417	506,176
DPS	10,000	12,000	12,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	1.2	2.0	2.1	2.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	133.6	12.1	14.7	10.9	8.0
PCR	12.0	5.0	5.4	4.3	3.5
PSR	1.9	1.0	0.7	0.5	0.5
PBR	3.6	2.2	1.4	1.3	1.1
EBITDA	4,116.3	7,866.4	7,451.5	9,321.9	11,570.5
EV/EBITDA	16.6	7.4	7.2	5.9	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	18.5	10.4	11.1	13.7
EBITDA이익률	13.7	18.4	13.3	12.5	13.0
부채비율	120.3	120.3	94.1	101.7	99.9
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	9.1	23.8	15.5	18.5	23.7
매출채권회전율(x)	6.7	7.3	6.8	6.7	6.7
재고자산회전율(x)	5.8	6.3	4.8	4.5	4.5

포스코케미칼(003670) 소재사업의 미국 사업 확장 프리미엄

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

Buy

적정주가 (12개월)	190,000원
현재주가 (9.27)	169,000원
상승여력	12.4%
KOSPI	2,223.86pt
시가총액	130,913억원
발행주식수	7,746만주
유동주식비율	37.36%
외국인비중	7.68%
52주 최고/최저가	185,500원/96,600원
평균거래대금	1,036.6억원
주요주주(%)	
포스코 외 4 인	62.54
국민연금공단	5.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	43.8	-1.2
상대주가	15.3	76.6	39.3



포스코케미칼은 미국 IRA에 직접 대응 가능한 양극재/음극재를 동시 생산이 가능한 유일한 기업

- 2022년 7월 동사는 Ultium Cells향 양극재 공급 계약을 공시(2023~2025년 총 13.8조원 규모)
- 동사는 광양 양극재 3~4공장 완공으로 6만톤 조달능력 확보, 향후 5~6공장 생산Capa로 북미 고객사 추가 물량 대응
- POSCO홀딩스와 연계하여 양극재/음극재 주요 소재를 직접 조달, 미국 IRA가 명시한 우려 국가 Risk에서 자유로움
- 2022년 하반기부터 동사의 음극재 사업 주목받을 전망: 소재 탈중국 기조에서 국내 유일의 흑연 음극재 생산기업

3Q22 Preview: 영업이익 646억원으로 시장 예상치 상회할 전망

- 판가연동계약의 긍정적 효과 지속되며 판가 상승 기조 유지 및 Ultium Cells향 판매량 증가
- 당사는 중장기 리튬/니켈 가격 강세를 반영, 양극재 및 음극재의 수익성 개선 전망으로 동사의 연간 영업이익 추정치는 22년 7%, 23년 25%, 24년 19% 상향

투자의견 Buy, 적정주가는 19만원(24년 타겟 EV/EBITDA 21배를 적용)으로 상향 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,566.2	60.3	29.6	461	-70.9	15,589	225.7	6.7	55.3	3.0	104.0
2021	1,989.5	121.7	134.2	1,763	279.2	30,845	81.7	4.7	54.0	7.9	60.9
2022E	3,403.7	214.1	188.6	2,435	46.5	33,040	72.9	5.4	45.5	7.6	92.8
2023E	5,394.0	363.4	287.7	3,714	51.5	36,454	47.8	4.9	29.0	10.7	122.3
2024E	7,733.3	569.3	427.8	5,523	48.5	41,677	32.1	4.3	19.9	14.1	146.4

포스코케미칼 이익 추정

Battery War vol.3
IRA가 남긴 담론

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	664.6	803.2	936.7	999.2	1,290.0	1,322.4	1,362.7	1,418.8	3,403.7	5,394.0	7,733.3
양극재	272.2	346.8	490.0	568.4	820.8	861.5	901.4	950.4	1,677.4	3,534.1	5,552.3
음극재	44.9	46.5	80.0	82.5	107.3	108.4	109.3	111.7	253.9	436.7	725.8
내화물 제조정비	136.6	133.8	140.4	139.4	135.1	130.6	122.6	129.7	550.2	518.0	534.1
라임케미칼	197.9	191.6	182.8	161.9	168.4	172.3	177.8	173.8	734.1	692.3	713.2
기타	13.0	84.5	43.6	47.0	58.4	49.7	51.7	53.2	188.1	212.9	208.0
영업이익	25.5	55.2	64.6	68.6	87.0	89.7	91.8	95.1	214.1	363.6	569.3
%OP	3.8%	6.9%	6.9%	6.9%	6.7%	6.8%	6.7%	6.7%	6.3%	6.7%	7.4%
세전이익	38.9	59.1	78.1	82.2	99.5	101.8	104.4	108.3	258.3	414.0	614.6
순이익(지배)	36.2	40.5	53.4	58.5	72.0	69.2	71.2	75.4	188.6	287.8	427.8
% YoY											
매출액	42.2	67.3	85.5	85.9	94.1	64.6	45.5	42.0	71.1	58.5	43.4
영업이익	-25.2	55.1	105.4	235.5	240.8	62.5	41.9	38.5	75.9	69.9	56.6
세전이익	-18.3	49.5	77.8	451.9	155.5	72.3	33.7	31.8	76.9	60.3	48.5
순이익(지배)	-9.3	19.7	30.7	200.3	98.6	70.9	33.4	29.0	40.6	52.6	48.6
% QoQ											
매출액	23.7	20.9	16.6	6.7	29.1	2.5	3.0	4.1			
영업이익	24.8	116.2	17.1	6.2	26.8	3.1	2.3	3.6			
세전이익	161.6	51.7	32.2	5.2	21.1	2.3	2.6	3.7			
순이익(지배)	86.2	11.8	31.7	9.5	23.1	-3.8	2.8	5.9			

자료: 메리츠증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

Battery War vol.3

IRA가 남긴 담론

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,566.2	1,989.5	3,403.7	5,394.0	7,733.3
매출액증가율(%)	5.6	27.0	71.1	58.5	43.4
매출원가	1,421.8	1,751.5	3,080.1	4,877.2	6,787.3
매출총이익	144.4	238.1	323.6	516.8	946.0
판매비와관리비	84.1	116.4	109.6	153.4	376.8
영업이익	60.3	121.7	214.1	363.4	569.3
영업이익률(%)	3.8	6.1	6.3	6.7	7.4
금융손익	-18.2	16.4	12.8	22.4	17.5
종속/관계기업관련손익	-8.3	17.5	30.3	28.0	27.8
기타영업외손익	1.0	-9.5	1.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	34.7	146.0	258.3	413.8	614.7
법인세비용	5.0	12.3	58.9	111.7	166.0
당기순이익	29.8	133.8	199.4	302.1	448.7
지배주주지분 순이익	29.6	134.2	188.6	287.7	427.8

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	810.6	2,084.2	2,795.6	3,650.2	4,820.9
현금및현금성자산	121.7	72.3	273.3	458.1	630.4
매출채권	275.0	239.2	533.4	757.5	1,091.4
재고자산	186.6	440.6	960.3	1,363.5	1,964.7
비유동자산	1,277.4	1,838.3	2,477.6	3,048.5	3,651.1
유형자산	931.9	1,459.0	1,979.3	2,414.7	2,812.1
무형자산	31.4	34.0	29.0	24.3	20.3
투자자산	167.4	187.9	335.7	476.0	685.1
자산총계	2,088.1	3,922.5	5,273.1	6,698.7	8,472.0
유동부채	220.7	634.7	1,365.8	1,842.2	2,514.6
매입채무	112.8	219.0	387.1	549.7	792.0
단기차입금	0.0	57.2	193.1	193.1	193.1
유동성장기부채	4.4	192.4	609.7	849.7	1,169.7
비유동부채	843.8	849.4	1,173.0	1,843.4	2,518.8
사채	567.7	647.4	748.3	808.3	868.3
장기차입금	164.5	117.7	335.6	935.6	1,535.6
부채총계	1,064.4	1,484.1	2,538.8	3,685.5	5,033.4
자본금	30.5	38.7	38.7	38.7	38.7
자본잉여금	194.5	1,453.1	1,453.1	1,453.1	1,453.1
기타포괄이익누계액	-3.2	-0.1	5.3	5.3	5.3
이익잉여금	778.9	897.5	1,071.9	1,336.4	1,741.0
비지배주주지분	23.0	49.1	174.9	189.3	210.2
자본총계	1,023.6	2,438.4	2,734.3	3,013.2	3,438.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	38.3	103.0	-247.1	40.6	53.0
당기순이익(손실)	29.8	133.8	199.4	302.1	448.7
유형자산감가상각비	60.1	75.0	103.2	164.6	242.6
무형자산상각비	4.3	6.2	5.7	4.7	4.0
운전자본의 증감	-93.3	-141.7	-595.8	-430.8	-642.2
투자활동 현금흐름	-254.3	-1,675.0	-367.8	-740.3	-849.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-242.6	-551.9	-594.2	-600.0	-640.0
투자자산의 감소(증가)	25.1	-3.0	-130.1	-140.3	-209.1
재무활동 현금흐름	302.0	1,521.9	815.1	884.5	968.3
차입금증감	371.8	249.6	865.7	907.7	991.5
자본의증가	0.0	1,266.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	84.9	-49.4	201.0	184.9	172.2
기초현금	36.8	121.7	72.3	273.3	458.1
기말현금	121.7	72.3	273.3	458.1	630.4

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	24,399	26,140	43,940	69,633	99,832
EPS(지배주주)	461	1,763	2,435	3,714	5,523
CFPS	2,119	3,084	4,584	7,239	10,891
EBITDAPS	1,942	2,665	4,169	6,878	10,532
BPS	15,589	30,845	33,040	36,454	41,677
DPS	285	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	225.7	81.7	69.4	45.5	30.6
PCR	49.1	46.7	36.9	23.3	15.5
PSR	4.3	5.5	3.8	2.4	1.7
PBR	6.7	4.7	5.1	4.6	4.1
EBITDA	124.7	202.9	323.0	532.8	815.8
EV/EBITDA	55.3	54.0	43.5	27.7	19.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.0	7.9	7.6	10.7	14.1
EBITDA이익률	8.0	10.2	9.5	9.9	10.5
부채비율	104.0	60.9	92.8	122.3	146.4
금융비용부담률	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
이자보상배율(x)	8.7	13.2	14.5	14.5	16.4
매출채권회전율(x)	6.5	7.7	8.8	8.4	8.4
재고자산회전율(x)	8.4	6.3	4.9	4.6	4.6

Buy

적정주가 (12개월)	430,000원
현재주가 (9.27)	192,700원
상승여력	123.1%
KOSDAQ	698.11pt
시가총액	69,236억원
발행주식수	3,593만주
유동주식비율	67.91%
외국인비중	20.84%
52주 최고/최저가	276,600원/166,600원
평균거래대금	1,222.4억원
주요주주(%)	
새로닉스 외 14 인	23.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.4	-3.9	-0.2
상대주가	-3.9	28.7	48.0

주가그래프



북미 진출의 모멘텀 여전히 열려있어

- 지난 9월 산업기술보호위원회는 동사의 하이니켈 양극재에 JV 파트너사에 기술 유출 우려로 미국 진출을 불허
- 미국 IRA 법안으로 셀/소재 기업들의 북미 현지에 직접 생산 필요성 높아 동사는 추후 기술보완 등으로 재심사 예정
- 동사의 확정된 중단기 생산Capa는 2026년 국내 30만톤으로 기존 계획과 동일, 향후 가시화될 미국 투자 이후 생산계획 상향 전망

동사는 Tesla-LG에너지솔루션의 Supply-chain에서 안정적 하이니켈 양극재 양산능력의 기술력 우위

- 미국 IRA법안과 완성차 기업들의 공격적인 전동화 계획으로 '완성차-셀-소재'간 SCM의 중요성 부각
- 동사는 국내 유일 단결정에 유사한 하이니켈 양극재를 안정적으로 생산 중으로 Tesla를 겨냥한 LG에너지솔루션의 원통형 전지향 노출도가 지속 확대 중

투자의견 Buy, 적정주가 43만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	356.1	1.5	-15.2	-550	64.9	6,653	-125.1	10.3	143.2	-9.4	135.9
2021	970.8	44.3	-113.1	-3,588	556.0	17,799	-62.0	12.5	121.9	-27.4	141.2
2022E	4,397.4	335.2	300.0	8,384	-337.2	31,234	27.3	7.3	23.1	34.2	196.2
2023E	7,780.9	556.3	407.3	11,337	35.2	42,571	20.2	5.4	14.5	30.7	213.9
2024E	11,692.5	781.6	581.7	16,190	42.8	58,760	14.1	3.9	11.4	32.0	209.2

엘앤에프 이익 추정

Battery War vol.3
IRA가 남긴 담론

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	553.6	862.7	1,395.4	1,585.7	1,720.5	1,842.5	1,997.9	2,219.9	4,397.3	7,780.9	11,692.5
영업이익	53.0	61.4	102.0	118.9	124.9	132.5	142.2	156.7	335.4	556.3	781.6
% OP	9.6%	7.1%	7.3%	7.5%	7.3%	7.2%	7.1%	7.1%	7.6%	7.1%	6.7%
세전이익	99.6	84.2	88.6	109.6	114.4	117.7	124.5	138.1	382.0	494.6	706.3
순이익(지배)	70.7	64.4	73.8	90.3	94.2	97.0	102.5	113.6	299.3	407.3	581.7
% YoY											
매출액	283.1	319.9	479.7	317.2	210.8	113.6	43.2	40.0	353.0	76.9	50.3
영업이익	흑전	968.3	654.8	320.7	135.5	115.8	39.3	31.8	657.8	65.9	40.5
세전이익	흑전	흑전	흑전	흑전	14.9	39.8	40.5	25.9	흑전	29.5	42.8
순이익(지배)	흑전	흑전	흑전	흑전	33.2	50.6	38.8	25.8	흑전	36.1	42.8
% QoQ											
매출액	45.6	55.8	61.7	13.6	8.5	7.1	8.4	11.1			
영업이익	87.8	15.7	66.2	16.5	5.1	6.1	7.3	10.2			
세전이익	흑전	-15.4	5.2	23.8	4.3	2.9	5.8	11.0			
순이익(지배)	흑전	-8.9	14.6	22.3	4.3	3.0	5.6	10.8			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	356.1	970.8	4,397.4	7,780.9	11,692.5
매출액증가율(%)	13.7	172.6	353.0	76.9	50.3
매출원가	332.9	892.6	3,925.9	6,944.2	10,433.0
매출총이익	23.3	78.1	471.4	836.7	1,259.5
판매비와관리비	21.8	33.9	136.2	280.3	477.9
영업이익	1.5	44.3	335.2	556.3	781.6
영업이익률(%)	0.4	4.6	7.6	7.1	6.7
금융손익	-16.9	-175.1	46.6	-61.7	-75.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.4	5.2	0.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	-17.9	-125.6	382.1	494.6	706.3
법인세비용	-2.9	-13.4	79.7	84.1	120.1
당기순이익	-15.0	-112.3	302.3	410.5	586.2
지배주주지분 손이익	-15.2	-113.1	300.0	407.3	581.7
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	212.0	1,070.6	2,733.0	3,978.0	5,382.1
현금및현금성자산	21.2	271.8	236.0	584.3	557.3
매출채권	59.1	268.2	0.0	0.0	0.0
재고자산	105.3	261.6	1,155.1	1,617.2	2,354.5
비유동자산	254.2	461.6	611.3	854.7	1,189.7
유형자산	237.4	427.1	597.8	842.1	1,178.0
무형자산	8.9	9.5	6.8	5.8	5.0
투자자산	2.4	3.4	3.6	3.6	3.6
자산총계	466.2	1,532.2	3,344.3	4,832.7	6,571.8
유동부채	158.1	398.3	1,812.1	2,792.7	3,923.8
매입채무	37.4	200.4	0.0	0.0	0.0
단기차입금	96.8	129.6	294.5	374.5	434.5
유동성장기부채	13.7	36.6	335.8	745.8	1,105.8
비유동부채	110.5	498.7	403.2	500.5	522.3
사채	4.7	16.9	30.5	60.5	70.5
장기차입금	90.5	156.0	251.4	311.4	311.4
부채총계	268.6	897.0	2,215.3	3,293.2	4,446.1
자본금	14.0	17.4	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	160.3	693.9	484.2	484.2	484.2
기타포괄이익누계액	14.1	23.5	23.6	23.6	23.6
이익잉여금	17.9	-98.6	600.2	1,007.5	1,589.2
비지배주주지분	3.2	4.4	6.8	10.0	14.5
자본총계	197.6	635.2	1,129.0	1,539.5	2,125.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45.3	-138.1	-519.8	17.3	-97.0
당기순이익(손실)	-15.0	-112.3	302.3	410.5	586.2
유형자산감가상각비	12.3	19.0	47.9	74.7	64.2
무형자산상각비	1.5	1.5	1.2	0.9	0.8
운전자본의 증감	32.7	-212.7	-855.2	-468.8	-748.2
투자활동 현금흐름	-70.8	-413.6	-227.5	-319.0	-400.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-54.1	-179.4	-221.5	-319.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	-0.4	-1.1	-0.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	46.4	801.9	711.8	650.0	470.0
차입금증감	-21.1	442.7	484.9	650.0	470.0
자본의증가	81.9	537.0	-209.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	20.4	250.6	-35.8	348.3	-27.0
기초현금	0.8	21.2	271.8	236.0	584.3
기말현금	21.2	271.8	236.0	584.3	557.3
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	12,872	30,795	122,894	216,559	325,427
EPS(지배주주)	-550	-3,588	8,384	11,337	16,190
CFPS	620	2,526	11,493	17,170	23,395
EBITDAPS	552	2,053	10,738	17,588	23,561
BPS	6,653	17,799	31,234	42,571	58,760
DPS	48	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-125.1	-62.0	23.0	17.0	11.9
PCR	111.0	88.1	16.8	11.2	8.2
PSR	5.3	7.2	1.6	0.9	0.6
PBR	10.3	12.5	6.2	4.5	3.3
EBITDA	15.3	64.7	384.2	631.9	846.6
EV/EBITDA	143.2	121.9	19.7	12.5	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.4	-27.4	34.2	30.7	32.0
EBITDA이익률	4.3	6.7	8.7	8.1	7.2
부채비율	135.9	141.2	196.2	213.9	209.2
금융비용부담률	1.6	1.4	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	0.3	3.3	16.5	11.9	11.3
매출채권회전율(x)	6.1	5.9	32.8		
재고자산회전율(x)	2.9	5.3	6.2	5.6	5.9

에코프로비엠(247540) 양극재 실적 대장주, 주가는 나홀로 소외

Analyst 노우호 02.6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (9.27)	95,100원
상승여력	89.3%
KOSPI	698.11pt
시가총액	93,009억원
발행주식수	9,780만주
유동주식비율	45.28%
외국인비중	10.02%
52주 최고/최저가	140,219원/78,819원
평균거래대금	1,124.7억원
주요주주(%)	
에코프로 외 15인	51.67

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.7	-0.1	-18.5
상대주가	-4.3	33.8	20.8

주가그래프



3Q22 Preview: 매출액 1.8조원, 영업이익의 1,485억원(OPM 8.3%)을 추정, 실적 추정치 상향 조정 중

- 2022년 동사의 EV향 하이니켈 양극재 판매Mix 개선에 따른 Q 증가 및 P 상승 효과 시현 중
- 2022년 6월 고객사 SK On의 북미 Ford향 판매 개시로 동사의 하이니켈 양극재 판매량은 +15% QoQ 추정

동사는 SK On-Ford의 공급망으로 미국 IRA 법안에 대응 가능

- 주력 고객사 SK On의 2025년 생산Capa 목표치는 250Gw, 동기간 미국 생산Capa는 45Gw 이상
- 완성차-셀-소재의 공급망에서 계열사와의 양극재 사업의 수직 계열화가 구축된 동사의 안정적인 수익성 기초

투자의견 Buy, 적정주가 18만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	854.8	54.8	46.9	554		5,195	75.9	8.1	40.8	10.6	71.0
2021	1,485.6	115.0	100.8	1,145	101.7	5,930	108.1	20.9	72.4	20.3	139.2
2022E	5,669.3	463.0	340.6	3,566	238.0	15,251	26.7	6.2	19.4	33.3	181.1
2023E	10,664.8	896.5	611.9	6,256	78.2	21,280	15.2	4.5	10.5	34.3	190.0
2024E	13,795.1	1,186.4	810.8	8,291	32.1	29,344	11.5	3.2	8.0	32.8	178.8

에코프로비엠 이익 추정

Battery War vol.3
IRA가 남긴 담론

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	662.5	1,187.1	1,789.1	2,030.6	2,293.4	2,656.5	2,742.2	2,972.7	5,669.3	10,664.8	13,795.1
Non - IT	280.1	535.8	697.1	732.8	860.7	977.8	909.5	950.9	2,245.9	3,699.0	3,757.1
EV	348.1	587.5	1,014.8	1,209.4	1,333.4	1,563.4	1,713.8	1,892.8	3,159.8	6,503.4	9,439.8
ESS	28.0	52.5	77.1	88.3	99.3	115.3	118.9	128.9	245.9	462.4	598.2
기타	6.3	11.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.6	0.0	0.0
영업이익	41.1	102.9	148.5	170.6	190.4	223.1	230.3	252.7	463.0	896.5	1,186.4
%OP	6.2%	8.7%	8.3%	8.4%	8.3%	8.4%	8.4%	8.5%	8.2%	8.4%	8.6%
세전이익	35.8	89.6	141.7	162.3	180.6	212.1	218.5	240.1	429.4	851.2	1,125.4
순이익(지배)	26.1	69.0	109.2	136.4	130.3	145.7	157.3	178.4	340.6	611.8	810.7
% YoY											
매출액	151.7	282.4	338.4	302.9	246.2	123.8	53.3	46.4	281.6	88.1	29.4
영업이익	130.3	254.3	265.0	521.0	363.6	116.9	55.1	48.1	302.5	93.6	32.3
세전이익	107.4	215.0	229.4	531.4	404.7	136.7	54.2	47.9	275.3	98.2	32.2
순이익(지배)	84.0	213.4	233.1	327.8	400.1	111.3	44.1	30.8	237.8	79.6	32.5
% QoQ											
매출액	31.5	79.2	50.7	13.5	12.9	15.8	3.2	8.4			
영업이익	49.5	150.6	44.3	14.9	11.6	17.2	3.2	9.7			
세전이익	39.2	150.4	58.2	14.6	11.2	17.4	3.0	9.9			
순이익(지배)	-18.3	164.6	58.3	25.0	-4.5	11.8	7.9	13.4			

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Battery War vol.3
IRA가 남긴 담론

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	854.8	1,485.6	5,669.3	10,664.8	13,795.1
매출액증가율(%)		73.8	281.6	88.1	29.4
매출원가	749.2	1,295.5	5,062.3	9,512.3	12,308.7
매출총이익	105.6	190.1	607.0	1,152.5	1,486.4
판매비와관리비	50.8	75.1	183.2	344.7	446.1
영업이익	54.8	115.0	463.0	896.5	1,186.4
영업이익률(%)	6.4	7.7	7.5	7.6	7.5
금융손익	-4.2	-4.3	-24.3	-45.2	-60.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.0	3.7	-9.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	47.6	114.4	429.4	851.3	1,125.7
법인세비용	1.0	16.6	70.9	197.1	261.7
당기순이익	46.7	97.8	358.5	654.2	864.0
지배주주지분 손이익	46.9	100.8	340.6	611.9	810.8
Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	304.8	739.1	3,538.8	5,249.7	6,587.5
현금및현금성자산	59.2	104.7	135.1	384.4	544.5
매출채권	79.2	247.4	1,172.6	1,716.7	2,155.1
재고자산	156.8	339.4	1,395.5	2,043.0	2,564.7
비유동자산	494.2	686.7	941.3	1,204.7	1,966.5
유형자산	436.0	638.9	891.9	1,154.4	1,915.6
무형자산	13.3	12.1	14.0	14.0	14.0
투자자산	1.3	1.9	3.3	4.1	4.7
자산총계	799.0	1,425.9	4,480.1	6,454.4	8,554.0
유동부채	189.0	612.9	2,358.0	3,260.2	3,985.8
매입채무	68.7	142.3	839.1	1,228.4	1,542.1
단기차입금	60.0	265.0	620.2	870.2	1,070.2
유동성장기부채	8.9	91.9	332.0	332.0	332.0
비유동부채	142.7	216.8	528.3	968.3	1,500.5
사채	0.0	0.0	100.0	200.0	400.0
장기차입금	124.3	193.5	340.4	640.4	940.4
부채총계	331.7	829.7	2,886.3	4,228.5	5,486.2
자본금	10.5	11.5	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	274.5	292.9	877.6	877.6	877.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	-1.9	-1.9	-1.9
이익잉여금	135.7	224.0	538.9	1,128.6	1,917.2
비지배주주지분	23.7	44.5	102.3	144.7	197.9
자본총계	467.3	596.2	1,593.9	2,225.9	3,067.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	125.0	-100.9	-892.0	65.6	542.1
당기순이익(손실)	46.7	97.8	358.5	654.2	864.0
유형자산감가상각비	34.3	40.6	72.8	137.4	238.8
무형자산상각비	2.6	2.8	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	29.8	-267.4	-663.4	-771.2	-621.4
투자활동 현금흐름	-94.4	-237.3	-536.1	-399.9	-999.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-98.4	-236.0	-288.3	-400.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	-1.3	-0.7	-1.4	-0.8	-0.6
재무활동 현금흐름	9.1	383.6	1,458.0	583.5	617.4
차입금증감	197.0	356.2	845.2	651.8	701.5
자본의증가	285.0	19.4	622.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	39.1	45.4	30.5	249.3	160.1
기초현금	20.1	59.2	104.7	135.1	384.4
기말현금	59.2	104.7	135.1	384.4	544.5
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	10,087	16,872	59,357	109,046	141,052
EPS(지배주주)	554	1,145	3,566	6,256	8,291
CFPS	1,118	1,747	-1,769	10,572	14,572
EBITDAPS	1,082	1,799	5,610	10,572	14,572
BPS	5,195	5,930	15,251	21,280	29,344
DPS	111	227	227	227	227
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	75.9	108.1	26.7	15.2	11.5
PCR	37.6	70.8	-53.8	9.0	6.5
PSR	4.2	7.3	1.6	0.9	0.7
PBR	8.1	20.9	6.2	4.5	3.2
EBITDA	91.7	158.4	535.8	1,034.0	1,425.2
EV/EBITDA	40.8	72.4	19.4	10.5	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	20.3	33.3	34.3	32.8
EBITDA이익률	10.7	10.7	9.5	9.7	10.3
부채비율	71.0	139.2	181.1	190.0	178.8
금융비용부담률	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	12.9	25.6	19.7	19.4	19.2
매출채권회전율(x)	10.8	9.1	8.0	7.4	7.1
재고자산회전율(x)	5.5	6.0	6.5	6.2	6.0

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

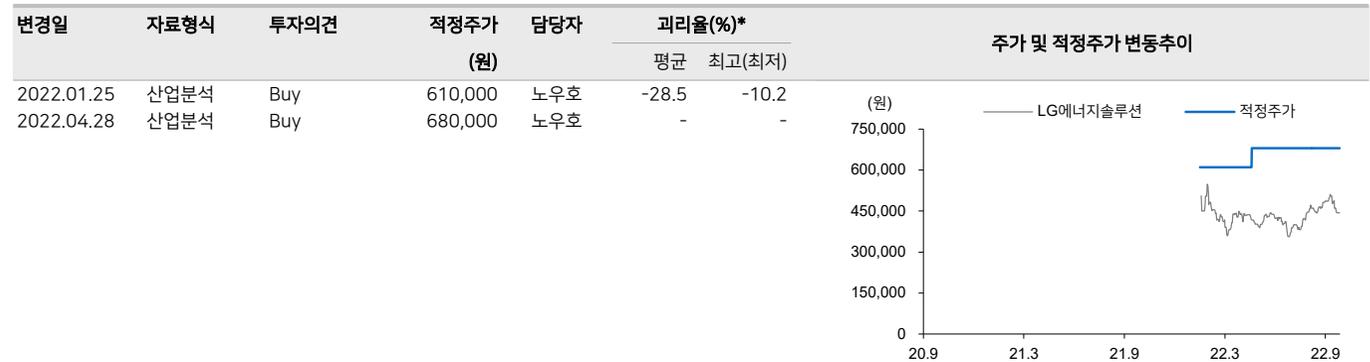
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG에너지솔루션 (373220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



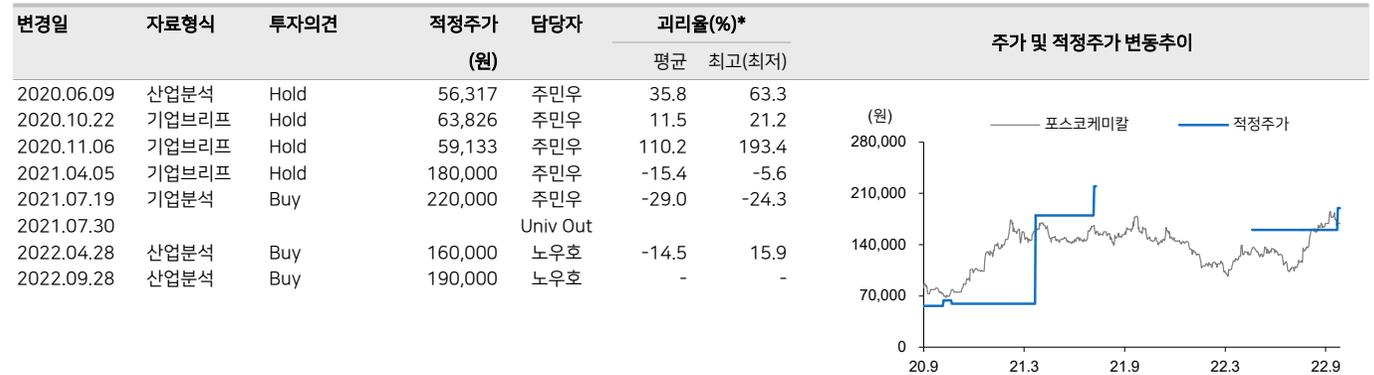
LG화학 (051910) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



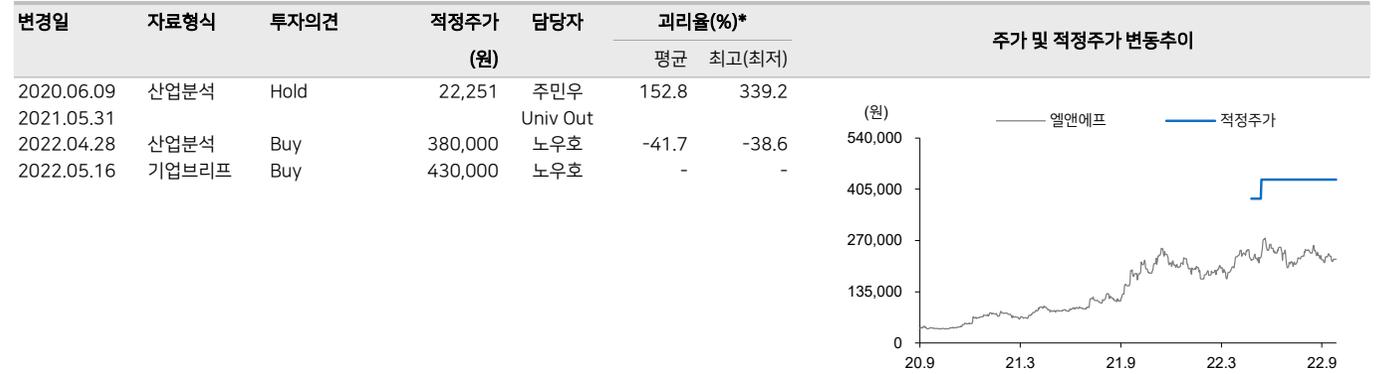
포스코케미칼 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



엘앤에프 (066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

