

관성과 가속의 업황

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
woho.rho@meritz.co.kr

Contents

Part I	석유화학: 희망고문(관성)	7	기업분석	LG에너지솔루션 (373220)	52
Part II	이차전지: 주요 이슈 점검(가속)	21		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

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

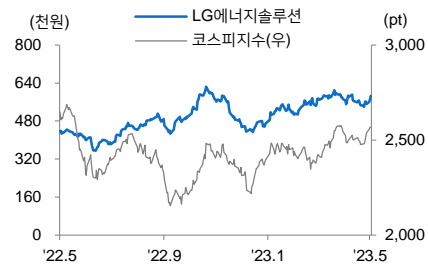
Analyst 노우호 02.6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

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 1인	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 파트너십 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

투자 의견 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

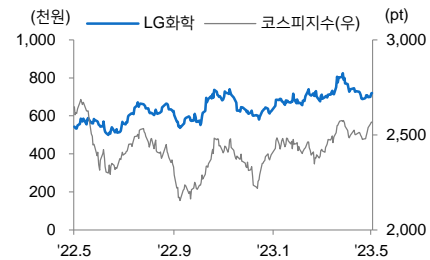
Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

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 가이드를 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

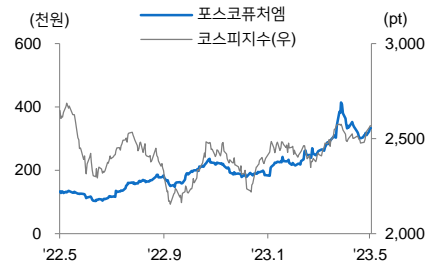
Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

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

	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)

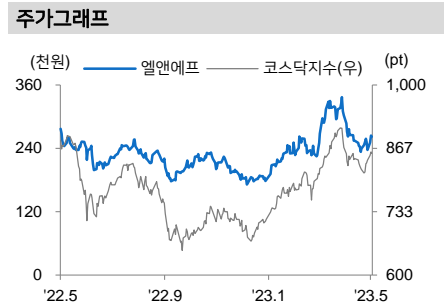
Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,989.5	3,301.9	5,810.8	9,783.6	12,849.9
매출액증가율(%)	27.0	66.0	76.0	68.4	31.3
매출원가	1,751.5	2,967.2	5,309.8	8,756.9	11,187.8
매출총이익	238.1	334.8	501.0	1,026.7	1,662.1
판매비와관리비	116.4	168.9	167.5	322.2	643.0
영업이익	121.7	165.9	333.4	704.5	1,019.0
영업이익률(%)	6.1	5.0	5.7	7.2	7.9
금융손익	16.4	-54.0	10.6	-41.4	-53.4
중속/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

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



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) 가이드스 변화는 없으나, Upstream 역량을 강화하기 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

투자 의견 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
중속/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



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 가이드런스 부합 가시성 높다는 점
- 동사는 중장기 신규 고객사 확보를 앞두고 있어 기존 생산 Capa 및 수주 가이드런스 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 가이드런스 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
중속/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

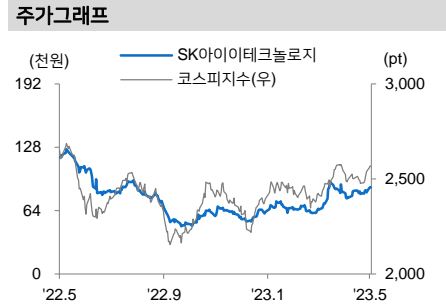
SK아이이테크놀로지 (361610) 점진적 개선 중

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 4인	61.20
국민연금공단	5.01

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



2023년 분리막 부문 점진적 수익성 개선을 시현

- 1Q23 분리막부문 18억원으로 영업이익 흑자전환에 성공, 이후 분기별 점진적 이익률 개선을 전망
- 이는 주력 고객사 SKOn의 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

투자 의견 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
중속/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 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)	

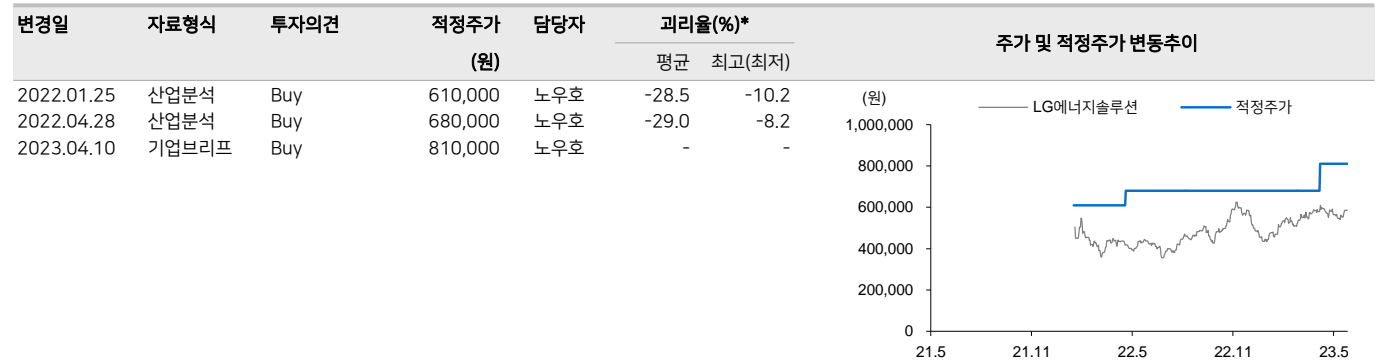
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

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

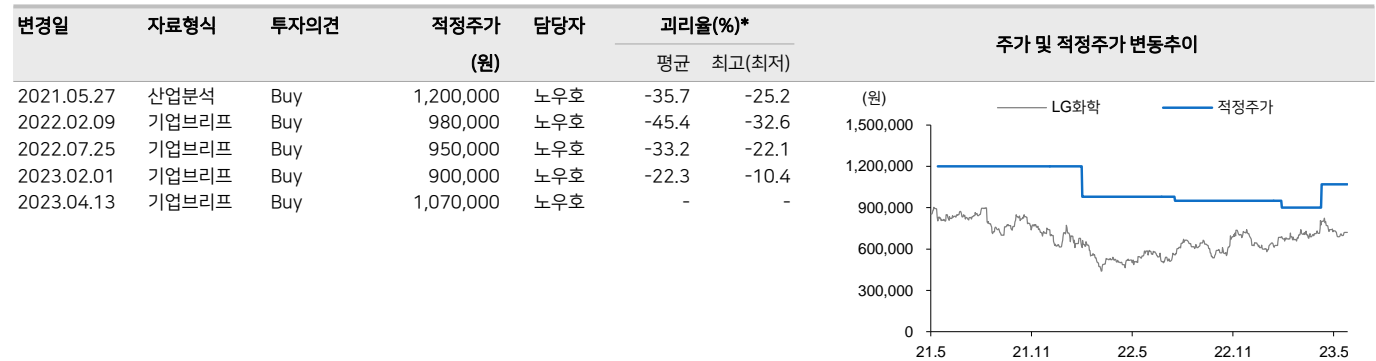
LG에너지솔루션(373220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



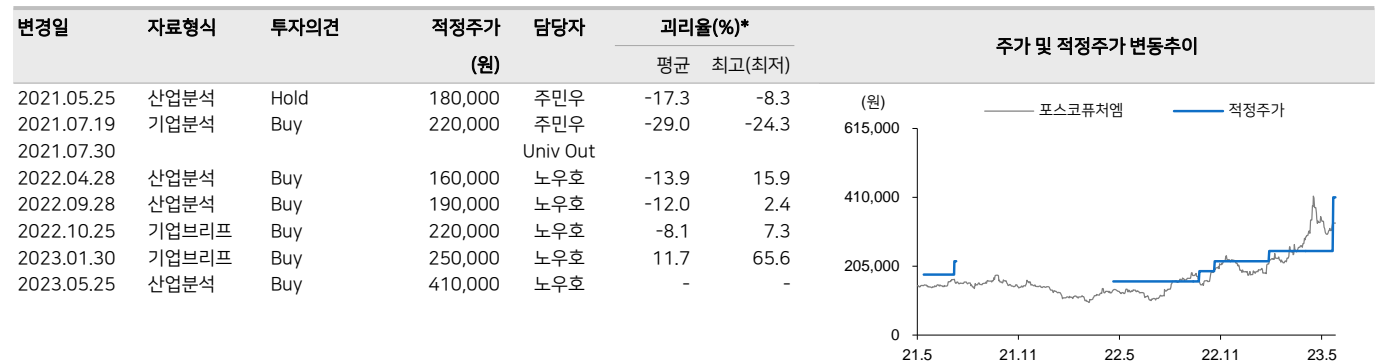
LG화학(051910) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



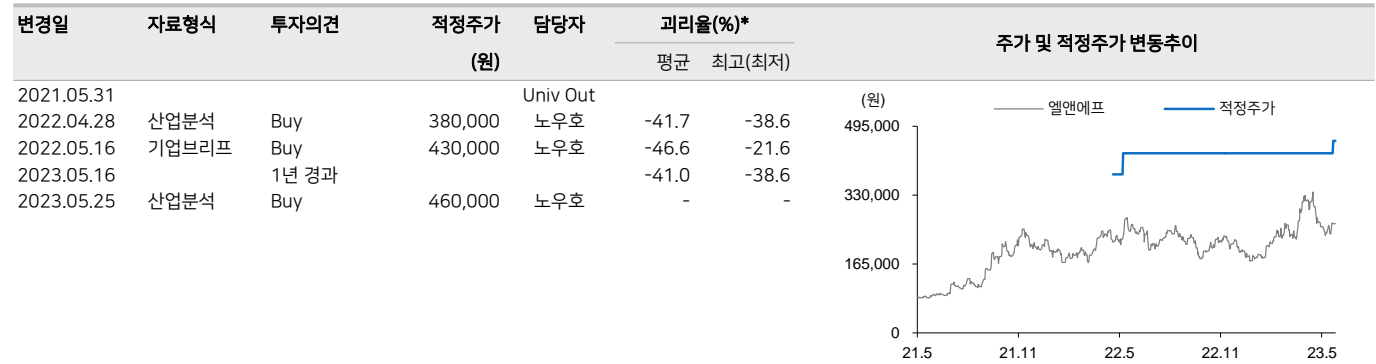
포스코퓨처엠(003670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



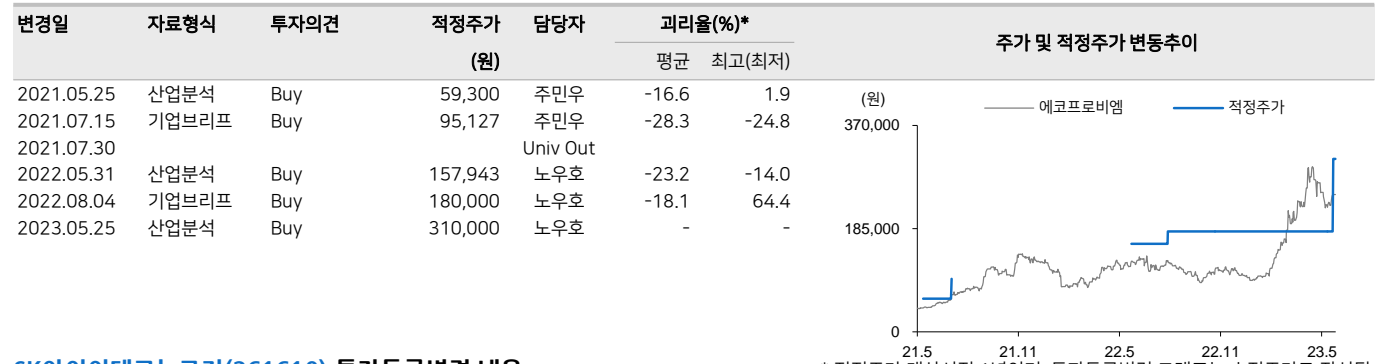
엘앤에프(066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



에코프로비엠(247540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



SK아이이테크놀로지(361610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

