



2차전지

2021년 8가지 이슈

2021년 8가지 이슈



전기전자/2차전지

Analyst 주민우

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

Top Picks	투자판단	적정주가
에코프로비엠(247540)	Buy	200,000원
동화기업(025900)	Buy	80,000원
대주전자재료(078600)	Not Rated	-

관심 종목	투자판단	적정주가
일진머티리얼즈(020150)	Buy	62,000원
포스코케미칼(003670)	Hold	63,000원

Contents

산업분석

Part I	2020년 리뷰	09
Part II	2021년 전망	15

기업분석

에코프로비엠(247540)	36
아무도 하지 않는 이야기	
동화기업(025900)	40
보여줄게 많은 2021년	
대주전자재료(078600)	44
2023년 영업이익의 절반이 실리콘산화물	
일진머티리얼즈(020150)	48
성장주인가 가치주인가	
포스코케미칼(003670)	52
포스코의 명성에 걸맞는 포부	

Summary

2021년 8가지 이슈

Overweight

2020년 리뷰

I

- 글로벌 순수전기차 판매량
1Q20 30만대 (-42% QoQ, -17% YoY)
2Q20 32만대 (+7% QoQ, -33% YoY)
3Q20 56만대 (+73% QoQ, +46% YoY)
- 상반기 코로나 영향에 의한 순수전기차 판매 부진을 극복하고,
3Q20부터 중국과 유럽을 중심으로 전기차 판매 강하게 반등 중
- 배터리, 배터리소재 업체들의 실적과 주가 또한 상저하고 패턴이 나타남

2021년 전망 8가지 이슈

II

- 2021년 주목해야 할 8가지 이슈 제시
 - ① 규제강화 - 유럽, 미국, 중국 3지역 모두 전기차 판매 압박 커짐. 특히 가장 규제가 느슨한 미국의 규제 주목
 - ② 테슬라 전기차 판매 100만대 (+100% YoY), 배터리 파일럿 양산 10GWh(vs 2020년 1GWh)
 - ③ 중국 익스포저 - 중국 전기차 시장은 9월부터 턴어라운드. 중국 익스포저 있는 국내 셀, 소재 업체 수혜 주목
 - ④ 신규 프로젝트 - 현대기아차 E-GMP(30조원 추정)와 VW MPE 1차(20조원 추정) 수주 업체 주목
 - ⑤ 삼성SDI Gen5 양산 - 2H21 본격 양산 예정 → 삼성SDI의 수익성 개선은 물론 관련 소재업체 실적 개선 기대
 - ⑥ 리튬가격 반등 - 생산원가에 근접한 리튬 가격과 상반기 코로나에 의한 증설 차질 → 양극재업체 실적 +α
 - ⑦ 충전기 인프라 - 충전 인프라 구축 주체가 관공서 → 민간으로 변경. 국내 및 해외 충전 인프라 수혜 업체 주목
 - ⑧ 전고체배터리 - 삼성SDI 2021년 전고체배터리 밸류체인 구축 완료, 2023년 스펙 확정 예정
- 2021년 Top-picks는 에코프로비엠, 동화기업, 대주전자재료

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 전기차 판매	- 규제 - 보조금 - 경기회복 - 원활한 배터리 공급	- 탄소배출, ZEV 규제완화 - 보조금 축소 및 폐지 - 경기회복 지연 - 배터리 공급 차질	- 탄소배출, ZEV 규제강화 - 보조금 지급 - 경기회복 - 원활한 배터리 공급	- 탄소배출, ZEV 규제강화 - 보조금 지급 - 경기회복 - 원활한 배터리 공급
	2. 셀업체 수익성	- 생산수율 - 판매믹스	- 수율 80% 이하, 신기술 안정화 실패 - HEV, PHEV > BEV - 구모델 > 신모델	- 수율 80~90% 이상, 신기술 안정화 - HEV, PHEV < BEV - 구모델 < 신모델	- 수율 90% 이상, 신기술 안정화 - HEV, PHEV < BEV - 구모델 < 신모델
	3. IT/Non-IT/ESS	- IT/Non-IT 기기 수요 - ESS 성장	- 스마트폰 판매량 Base 대비 -10% - 전동공구 판매 역성장 - ESS 시장 성장률 +30% 이하	- 스마트폰 판매량 13.6억대(+8% YoY) - 전동공구 판매 성장률 +10% - ESS 시장 성장률 +30%	- 스마트폰 판매량 Base 대비 +10% - 전동공구 판매 성장률 +10% 이상 - ESS 시장 성장률 +30% 이상
산업 투자 전략			- 비중축소 - 실적 악화될 경우 높은 멀티플 정당성 훼손 → 추가하락 불가피	- 비중확대 - 실적 개선이 예상대로 진행 된다면 당장의 높은 멀티플보다는 향후 추가 개선 여부에 주목 → 단계적 추가 상승 예상	- 비중확대 - 실적 개선이 예상대비 큰 폭으로 나타날 경우 멀티플 추가 상승 예상 → 가파른 추가 상승 예상
Top-Picks				에코프로비엠, 동화기업, 대주전자재료	에코프로비엠, 동화기업, 대주전자재료

Top Picks	투자판단	적정주가
에코프로비엠(247540)	Buy	200,000원
동화기업(025900)	Buy	80,000원
대주전자재료(078600)	Not Rated	-

관심 종목	투자판단	적정주가
일진머티리얼즈(020150)	Buy	62,000원
포스코케미칼(003670)	Hold	63,000원

에코프로비엠(247540) 아무도 하지 않는 이야기

Analyst 주민우 02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	200,000원
현재주가 (11.10)	150,400원
상승여력	33.0%
KOSDAQ	840.79pt
시가총액	31,637억원
발행주식수	2,104만주
유통주식비율	42.80%
외국인비중	5.94%
52주 최고/최저가	162,400원/48,050원
평균거래대금	424.9억원
주요주주(%)	
에코프로 외 5인	53.27

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.7	103.8	197.2
상대주가	15.7	65.4	134.9

주가그래프



4Q20 OP 196억원(+10% QoQ, +1,100% YoY), 2021 OP 957억원(+59% YoY)

- 4Q20 EV향 실적은 지속되나, 전동공구 재고조정으로 Non-IT향 출하가 둔화될 전망
- 2021년 CAM5 신규 라인 가동 효과(삼성SDI Gen5, SKI E-GMP)로 성장 예상

아무도 하지 않는 이야기: 1) CAM5, CAM6가 갖는 진짜 의미, 2) NCMX 양산의 의미

- 포항공장(CAM5, CAM6)부터 리사이클을 비롯한 양극재 일괄 생산체계 적용 → 기존 오창공장(CAM1~4N)과 다름
- 포항 공장은 1) 고객의 가격인하 압박에도 하이싱글 영업이익을 유지, 2) 해외 공장 설립시 조기 안정화 및 수익성 유지의 근간 → 결국 포항공장을 통해 경쟁사들과 차별화된 원가경쟁력 갖추게 됨 → 경쟁사들과의 영업이익을 격차가 이를 증명
- 2H21부터 양산할 NCMX는 경쟁사들의 4원계 양극재보다 한 단계 더 높은 스펙의 양극재 → 니켈90%, 단결정, 신규도판트
- 기존 삼성SDI, SK이노베이션을 벗어나 일본 Top-tier 고객 및 신규 고객을 순차적으로 확보하게 될 전망 → 협상력 강화

적정주가 20만원 유지, 대체될 수 없는 양극재 Top player → 2021년 2차전지 소재 Top-pick

- 2022E EPS(5,142원) X 38.0배(2019~20년 평균 멀티플)
- OLED 소재 업체 UDC는 성장 초입기 2016년 PER 184배, 2017년 111배 인정 받음. 현재는 55배에 거래 중
- 기술 격차를 바탕으로 진입장벽을 유지하는 업체에 대한 프리미엄은 정당

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	589.2	50.3	36.9	2,345	흑전	10,213	0.0	0.0	0.0	26.7	189.3
2019	616.1	37.1	34.5	1,504	-35.9	16,144	37.9	3.5	25.7	13.0	75.7
2020E	878.7	60.0	47.6	2,074	37.9	18,269	72.5	8.2	21.4	12.1	82.4
2021E	1,327.1	95.7	74.5	3,247	56.6	21,366	46.3	7.0	14.8	16.4	90.9
2022E	2,016.2	147.6	117.9	5,142	58.3	26,358	29.3	5.7	10.5	21.5	88.6

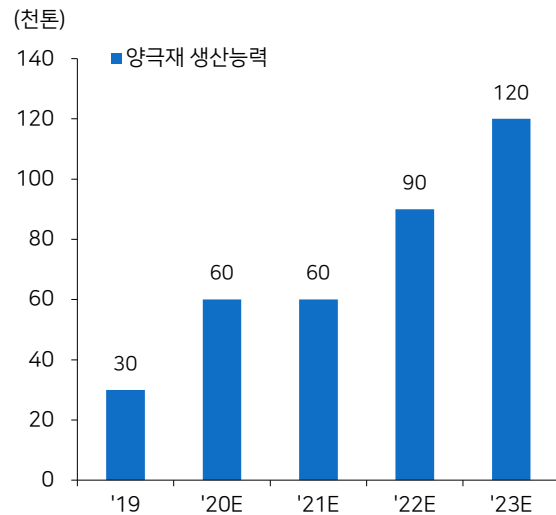
에코프로비엠 실적 테이블

2021년 전망 시리즈 4
2차전지

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원/달러)	1,194	1,221	1,187	1,140	1,123	1,108	1,095	1,085	1,185	1,103	1,071
매출액	167.7	189.9	250.2	270.9	257.3	283.5	356.2	430.0	878.7	1,327.1	2,016.2
(% QoQ)	13.8%	13.3%	31.7%	8.3%	-5.0%	10.2%	25.7%	20.7%			
(% YoY)	-7.2%	39.7%	64.5%	83.9%	53.4%	49.3%	42.4%	58.7%	42.6%	51.0%	51.9%
Non-IT	110.8	99.5	141.5	136.8	126.1	121.9	146.1	141.9	488.6	535.9	550.9
EV	47.0	77.6	98.2	121.9	118.4	147.4	192.4	266.6	344.7	724.8	1,358.4
ESS	7.0	11.9	9.7	10.8	11.6	12.8	16.0	19.4	39.4	59.7	100.8
기타	2.9	0.9	0.8	1.4	1.3	1.4	1.8	2.2	6.0	6.6	6.0
영업이익	8.8	13.9	17.7	19.6	17.9	20.0	26.2	31.7	60.0	95.7	147.6
(% QoQ)	441.1%	57.7%	26.9%	10.8%	-8.7%	12.1%	30.7%	21.2%			
(% YoY)	-39.4%	25.9%	79.3%	1100.6%	102.5%	43.9%	48.1%	62.0%	61.7%	59.7%	54.2%
영업이익률 (%)	5.3%	7.3%	7.1%	7.2%	6.9%	7.1%	7.3%	7.4%	6.8%	7.2%	7.3%
세전이익	9.8	12.1	15.1	14.3	18.5	18.0	24.2	26.9	51.4	87.6	138.7
지배주주 순이익	8.4	14.0	13.7	11.5	15.7	15.3	20.6	22.9	47.6	74.5	117.9
지배주주 순이익률(%)	5.0%	7.4%	5.5%	4.2%	6.1%	5.4%	5.8%	5.3%	5.4%	5.6%	5.8%

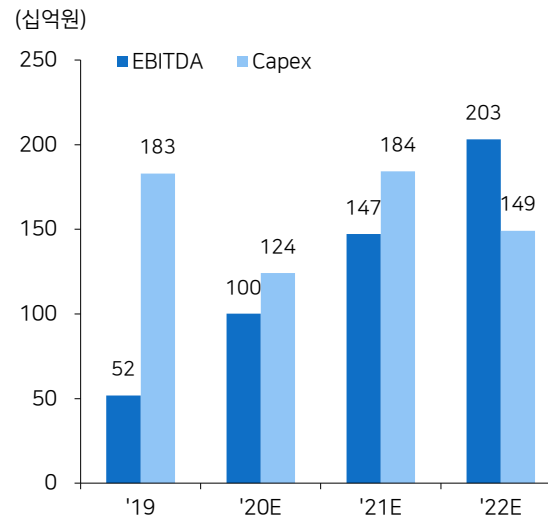
자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 양극재 생산능력



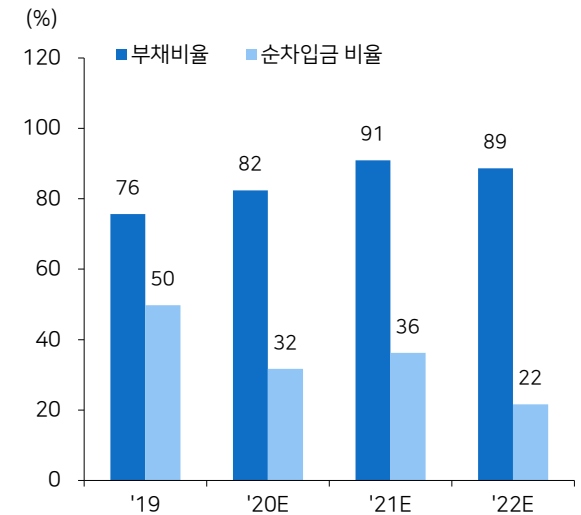
자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 EBITDA vs CAPEX



자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 재무 안정성 높은편



자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

2021년 전망 시리즈 4

2차전지

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	589.2	616.1	878.7	1,327.1	2,016.2
매출액증가율(%)	103.3	4.6	42.6	51.0	51.9
매출원가	509.6	543.0	764.8	1,149.8	1,744.9
매출총이익	79.6	73.1	113.9	177.2	271.3
판매비와관리비	29.3	36.0	53.7	81.5	123.6
영업이익	50.3	37.1	60.0	95.7	147.6
영업이익률(%)	8.5	6.0	6.8	7.2	7.3
금융손익	-7.3	-4.7	-4.3	-4.6	-5.4
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-4.0	-3.7	-3.5	-3.5
세전계속사업이익	42.9	28.3	51.4	87.6	138.7
법인세비용	6.0	-6.1	3.8	13.1	20.8
당기순이익	36.9	34.5	47.6	74.5	117.9
지배주주지분 순이익	36.9	34.5	47.6	74.5	117.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	211.6	245.5	343.4	373.0	475.7
현금및현금성자산	9.6	20.1	82.3	64.6	100.4
매출채권	49.3	56.9	88.7	132.0	193.1
재고자산	138.7	158.9	153.1	147.0	136.9
비유동자산	252.8	404.9	420.7	562.5	664.5
유형자산	233.1	376.7	406.5	540.9	636.7
무형자산	14.0	14.1	3.9	8.0	12.4
투자자산	0.4	0.4	7.6	7.6	7.5
자산총계	464.5	650.4	764.1	935.5	1,140.2
유동부채	206.1	137.9	228.4	280.4	361.9
매입채무	58.8	25.4	39.7	60.0	92.9
단기차입금	80.2	55.7	83.3	60.0	70.0
유동성장기부채	18.4	16.3	32.1	43.1	22.4
비유동부채	97.8	142.3	116.8	165.1	173.9
사채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	89.9	132.3	99.6	138.9	138.9
부채총계	303.9	280.2	345.2	445.5	535.8
자본금	8.1	10.3	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	95.6	271.0	275.3	275.3	275.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	55.7	93.0	137.5	208.5	323.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	160.6	370.2	418.9	489.9	604.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	23.8	12.8	117.7	199.2	286.9
당기순이익(손실)	36.9	34.5	47.6	74.5	117.9
유형자산감가상각비	20.5	26.7	37.5	48.6	52.2
무형자산상각비	2.0	2.4	2.7	2.9	3.2
운전자본의 증감	-29.1	-29.1	-18.7	-0.7	0.9
투자활동 현금흐름	-73.0	-182.3	-116.9	-165.0	-130.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-72.8	-181.8	-123.0	-183.0	-148.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	-7.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	44.9	180.1	-36.4	-37.7	-75.4
차입금증감	43.5	13.9	10.7	27.0	-10.7
자본의증가	9.8	172.8	12.2	16.3	16.3
현금의증가(감소)	-4.2	10.6	62.2	-17.7	35.8
기초현금	13.8	9.6	20.1	82.3	64.6
기말현금	9.6	20.1	82.3	64.6	100.4
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	37,481	29,971	41,988	63,410	96,338
EPS(지배주주)	2,345	1,504	2,074	3,247	5,142
CFPS	-270	513	2,972	-847	1,711
EBITDAPS	2,762	2,521	4,785	7,036	9,704
BPS	10,213	16,144	18,269	21,366	26,358
DPS	0	150	150	150	150
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	37.9	72.5	46.3	29.3
PCR	0.0	293.0	50.6	-177.6	87.9
PSR	0.0	1.9	3.6	2.4	1.6
PBR	0.0	3.5	8.2	7.0	5.7
EBITDA	43	52	100	147	203
EV/EBITDA	0.0	25.7	21.4	14.8	10.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.7	13.0	12.1	16.4	21.5
EBITDA이익률	84.9	66.5	47.5	50.6	58.1
부채비율	189.3	75.7	82.4	90.9	88.6
금융비용부담률	1.1	0.6	0.5	0.3	0.2
이자보상배율(x)	7.8	8.3	12.6	18.5	27.5
매출채권회전율(x)	23.9	11.6	12.1	12.0	12.4
재고자산회전율(x)	5.1	3.6	4.9	7.7	12.3

동화기업(025900) 보여줄게 많은 2021년

Analyst 주민우 02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	80,000원
현재주가 (11. 10)	38,350원
상승여력	108.6%

KOSDAQ	840.79pt
시가총액	7,746억원
발행주식수	2,020만주
유동주식비율	20.92%
외국인비중	42.37%
52주 최고/최저가	53,300원/10,700원
평균거래대금	67.3억원

주요주주(%)	
DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 10 인	69.55

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.3	145.8	101.3
상대주가	-4.9	99.5	59.1

주가그래프



4Q20 OP 160억원(-5% QoQ, +30% YoY), 2021 OP 774억원(+26% YoY)

- 연말 재고조정 영향으로 4Q20 QoQ 감익 예상
- 2021년은 헝가리 전해액 공장(삼성SDI, SKI향) 가동, NMP 공장 가동, 베트남 북부 MDF 공장 가동으로 증익 전망

보여줄게 많은 2021년: 1) 삼성SDI 내 지위 변화, 2) 헝가리 공장 가동 시작, 3) 베트남 북부 신규 가동

- 2H21 생산 예정인 삼성SDI Gen5 배터리 내 전해액 업체 점유율은 동화기업 50%, 솔브레인 30%, Capchem 20% 추정
- 일본 전해액 업체 중심이었던 삼성SDI 전해액 공급사가 동화기업 1st vendor로 재편 → 3Q20부터 실적으로 나타남
- 헝가리 공장(2만톤 Capa)에서 생산된 전해액은 삼성SDI(1만톤), SK이노베이션(1만톤)으로 출하. NMP도 하반기 시작
- 베트남 북부 MDF 공장이 1H21 완공되고 테스트를 거쳐 연말부터 가동 예상 → 기존 베트남 매출의 50% 신규 기여
- 이외 2021년 국내 및 해외 신규 고객 확보 가능성, 첨가제 내재화 가능성 열려있는 만큼 멀티플 리레이팅 대비할 필요

적정주가8만원 유지, 2021년 2차전지 소재 Top-pick

- 2021E EPS(2,089원) X 38.6배(2019년 2차전지 매출비중 10% 갓 넘은 포스코케미칼이 인정받았던 32배에 20% 프리미엄)
- 프리미엄 이유는 1) 2019년 대비 현재 2차전지 방향성에 대한 확신이 더 강해졌으며, 2) 포스코케미칼과 달리 본업도 성장
- 현 주가는 2021년 기준 PER 18.6배, PBR 1.2배 (ROE 7%), 2022년 기준 PER 15.3배, PBR 1.1배 (ROE 7.6%)로 지나친 저평가 상태
- Pure 2차전지 업체가 아닌 만큼 포스코케미칼이 인정 받은 밸류에이션 참고할 필요 있음

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	760.0	84.1	35.1	1,736	2.5	25,564	12.9	0.9	4.5	7.0	81.3
2019	717.4	58.5	27.7	1,371	-21.0	26,226	13.5	0.7	3.8	5.3	112.6
2020E	732.2	61.3	24.7	1,223	-10.8	28,781	31.4	1.3	5.3	4.4	105.0
2021E	797.0	77.4	42.2	2,089	70.8	31,649	18.4	1.2	4.1	6.9	96.5
2022E	913.7	93.3	51.2	2,536	21.4	35,063	15.1	1.1	3.6	7.6	82.3

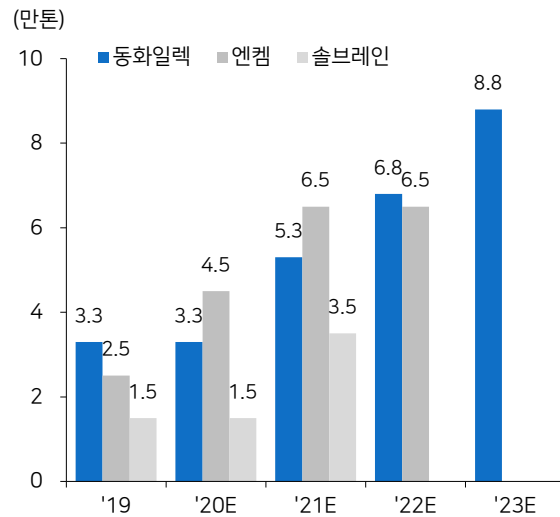
동화기업 실적 테이블

2021년 전망 시리즈 4
2차전지

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원/달러)	1,194	1,221	1,187	1,140	1,123	1,108	1,095	1,085	1,185	1,103	1,071
매출액	182.9	179.9	186.9	182.6	181.4	188.9	204.7	222.0	732.2	797.0	913.7
(% QoQ)	-4.4%	-1.6%	3.9%	-2.3%	-0.6%	4.1%	8.3%	8.4%			
(% YoY)	7.0%	6.0%	0.8%	-4.6%	-0.8%	5.0%	9.6%	21.6%	2.1%	8.9%	14.6%
동화일렉	12.7	12.5	15.2	14.1	13.8	14.8	27.0	31.3	54.4	86.9	150.0
1) 전해액	12.7	12.5	15.2	14.1	13.8	14.8	26.5	30.3	54.4	85.4	133.3
2) NMP							0.5	1.0	0.0	1.5	16.7
동화기업 별도	95.7	90.9	90.0	88.2	89.5	90.9	90.4	89.5	364.7	360.3	365.6
베트남법인	36.0	39.0	43.4	43.6	41.1	45.8	50.0	64.3	162.0	201.2	248.9
기타	38.5	37.5	38.3	36.7	36.9	37.5	37.3	36.9	151.0	148.6	149.2
영업이익	13.7	14.5	17.0	16.0	17.1	19.5	19.9	20.9	61.3	77.4	93.3
(% QoQ)	11.6%	5.7%	17.6%	-5.8%	6.5%	13.9%	2.4%	5.0%			
(% YoY)	-16.0%	-7.7%	19.9%	30.6%	24.7%	34.4%	17.1%	30.4%	4.8%	26.4%	20.5%
영업이익률 (%)	7.5%	8.0%	9.1%	8.8%	9.4%	10.3%	9.7%	9.4%	8.4%	9.7%	10.2%
세전이익	5.7	15.7	15.0	16.7	12.8	22.2	17.8	21.7	53.1	74.4	90.3
지배주주 순이익	-1.4	7.3	8.9	9.9	7.2	12.6	10.1	12.3	24.7	42.2	51.2
지배주주 순이익률 (%)	-0.8%	4.1%	4.8%	5.4%	4.0%	6.7%	4.9%	5.5%	3.4%	5.3%	5.6%

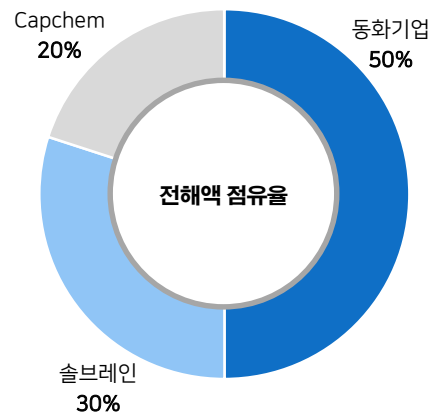
자료: 메리츠증권 리서치센터

동화기업 전해액 생산능력



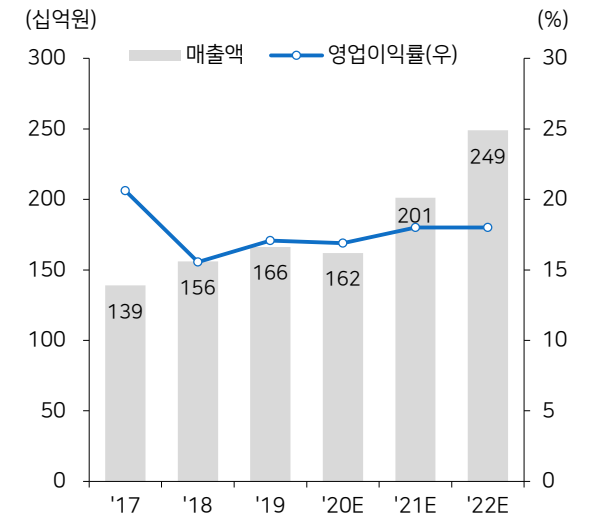
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI Gen5 내 전해액 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

신규 공장 가동 효과로 베트남 실적 성장



자료: 메리츠증권 리서치센터

동화기업 (025900)

2021년 전망 시리즈 4

2차전지

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	760.0	717.4	732.2	797.0	913.7
매출액증가율(%)	8.3	-5.6	2.1	8.9	14.6
매출원가	542.0	570.1	562.2	601.0	682.9
매출총이익	177.1	161.2	169.9	196.0	230.7
판매비와관리비	93.0	102.7	108.7	118.6	137.5
영업이익	84.1	58.5	61.3	77.4	93.3
영업이익률(%)	11.1	8.2	8.4	9.7	10.2
금융손익	-11.9	-9.1	-7.3	-4.0	-4.0
중속/관계기업관련손익	1.5	1.5	-2.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	0.0	1.1	1.0	1.0
세전계속사업이익	70.6	50.9	53.1	74.4	90.3
법인세비용	17.1	7.5	13.3	14.1	17.2
당기순이익	51.0	43.4	39.7	60.3	73.2
지배주주지분 순이익	35.1	27.7	24.7	42.2	51.2
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	282.9	324.9	371.9	348.5	375.3
현금및현금성자산	24.1	21.6	127.7	88.2	108.6
매출채권	93.5	93.8	100.6	115.7	122.4
재고자산	78.0	99.6	96.2	92.5	88.2
비유동자산	946.9	1,115.7	1,142.8	1,216.9	1,202.4
유형자산	745.5	790.2	848.8	911.8	886.5
무형자산	47.7	130.3	131.9	133.3	134.6
투자자산	147.2	146.3	142.3	142.3	142.3
자산총계	1,229.8	1,440.6	1,514.6	1,565.4	1,577.6
유동부채	379.9	384.0	422.1	488.5	457.8
매입채무	64.7	40.4	43.1	50.5	54.0
단기차입금	229.9	249.6	237.8	210.0	200.0
유동성장기부채	32.4	26.9	92.4	162.4	132.9
비유동부채	171.4	379.0	353.8	280.2	254.2
사채	0.0	131.0	89.8	29.8	10.3
장기차입금	41.5	100.4	113.8	93.8	83.8
부채총계	551.3	763.0	775.9	768.7	712.0
자본금	7.7	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	99.1	84.5	93.3	93.3	93.3
기타포괄이익누계액	-7.2	-4.2	1.4	1.5	1.5
이익잉여금	709.9	731.7	761.9	819.8	888.7
비지배주주지분	162.1	148.0	157.4	157.4	157.4
자본총계	678.5	677.7	738.7	796.7	865.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	116.2	39.6	204.0	154.0	176.5
당기순이익(손실)	51.0	43.4	39.7	60.3	73.2
유형자산감가상각비	35.8	43.4	50.3	56.0	65.3
무형자산상각비	3.0	4.6	5.1	5.6	6.1
운전자본의 증감	-42.7	-23.5	83.2	3.5	-2.3
투자활동 현금흐름	-119.3	-165.4	-180.6	-153.6	-75.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-31.5	-45.0	-130.0	-119.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	0.1	-0.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	2.8	124.1	29.2	0.8	-32.2
차입금증감	7.7	204.2	24.7	-37.8	-69.0
자본의증가	0.0	-2.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-2.2	-2.6	106.1	-39.5	20.4
기초현금	26.4	24.1	21.6	127.7	88.2
기말현금	24.1	21.6	127.7	88.2	108.6
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	37,625	35,518	36,249	39,461	45,235
EPS(지배주주)	1,736	1,371	1,223	2,089	2,536
CFPS	-110	-126	5,254	-1,954	1,010
EBITDAPS	6,085	5,792	5,776	6,881	8,155
BPS	25,564	26,226	28,781	31,649	35,063
DPS	203	130	120	210	252
배당수익률(%)	1.0	0.8	0.3	0.5	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	13.5	31.4	18.4	15.1
PCR	-203.3	-146.4	7.3	-19.6	38.0
PSR	0.6	0.5	1.1	1.0	0.8
PBR	0.9	0.7	1.3	1.2	1.1
EBITDA	123	117	117	139	165
EV/EBITDA	4.5	3.8	5.3	4.1	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	5.3	4.4	6.9	7.6
EBITDA이익률	28.5	23.7	21.2	30.4	31.1
부채비율	81.3	112.6	105.0	96.5	82.3
금융비용부담률	1.1	1.4	1.1	0.6	0.5
이자보상배율(x)	8.3	4.3	5.2	8.0	11.4
매출채권회전율(x)	7.1	7.7	7.5	7.4	7.7
재고자산회전율(x)	7.2	6.4	5.7	6.4	7.6

대주전자재료 (078600) 2023년 영업이익의 절반이 실리콘산화물

Analyst 주민우 02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (11.10)	44,400원
상승여력	-
KOSDAQ	840.79pt
시가총액	6,750억원
발행주식수	1,519만주
유동주식비율	67.92%
외국인비중	2.21%
52주 최고/최저가	53,000원/8,990원
평균거래대금	240.9억원
주요주주(%)	
임종규 외 11 인	28.30

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.4	108.5	150.8
상대주가	0.2	69.2	98.3

주가그래프



4Q20 OP 29억원(-2% QoQ, +791% YoY), 2021 OP 163억원(+54% YoY)

- 4Q20은 매출의 절반 가까이를 차지하는 도전재료(칩부품용 전도성 페이스트) 재고조정 영향으로 소폭 감익 예상
- 2021년은 1) 실리콘산화물 생산능력 확대, 2) 삼성전기 향 MLCC 전극 페이스트 공급증가(천진공장), 3) 차량용 형광체 출하 증가에 기반해 전년대비 54% 증익 전망

2023년 영업이익의 절반이 실리콘산화물

- 실리콘산화물 영업이익은 4Q20을 기점으로 흑자전환 예상
- 21년 매출 250억원, OP 19억원 → 22년 매출 486억원, OP 78억원 → 23년 매출 975억원, OP 175억원 전망
- 실리콘산화물은 1) 700Wh/L 이상의 밀도 구현, 2) 10분 미만 급속충전 구현을 위해서 반드시 필요
- LG화학, SK이노베이션은 대주전자재료로부터 실리콘산화물을, 삼성SDI는 BTR과 한솔케미칼로부터 실리콘 카본 사용 예상
- 실리콘산화물 첨가비중은 현재 5%를 넘어 2022년부터 8~10%로 본격 적용될 전망
- 실리콘산화물은 재료비율이 30%대로 낮기 때문에 다른 2차전지 소재(양극, 음극 등)대비 높은 영업이익률 달성 가능

도전재료, 자동차 형광체, 실리콘산화물 → 멀티플이 높을 수 밖에 없는 아이템

- 2018년 9월 발행된 전환우선주를 반영한 EPS기준, 현 주가는 2021년 82배, 22년 44배, 23년 31배, 24년 25배에 거래 중
- 지난 10년간 흑자를 기록했던 당시 인정받았던 평균 PER은 43배 → 도전재료+자동차 형광체+실리콘산화물 프리미엄
- SK이노베이션 진입으로 실리콘 산화물 매출액이 크게 증가할 2023년 EPS(1,455원)에 43배 부여하면 63,000원 설명 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	102.9	3.7	0.4	27	-104.6	5,586	788.9	3.8	50.6	0.6	107.5
2019	116.4	2.7	-0.9	-62	-330.8	5,474	-291.7	8.1	41.7	-1.1	132.7
2020E	151.7	10.6	6.2	402	-749.9	6,068	110.5	7.3	26.5	7.3	138.2
2021E	190.6	16.3	8.4	543	35.2	6,755	81.7	6.6	18.0	8.9	161.6
2022E	246.5	25.7	15.7	1,013	86.4	7,876	43.8	5.6	14.3	14.6	150.8

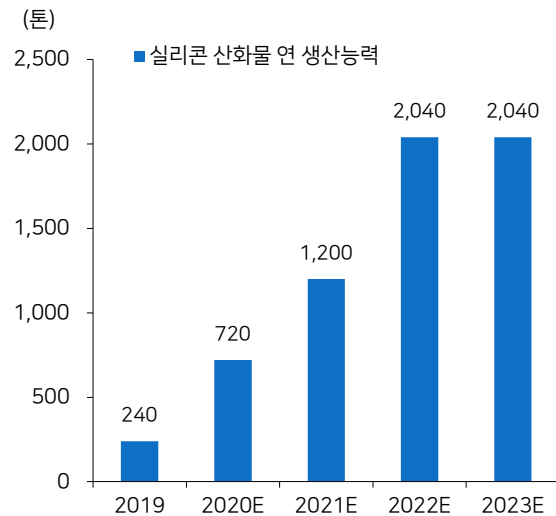
대주전자재료 실적 테이블

2021년 전망 시리즈 4
2차전지

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원/달러)	1,194	1,221	1,187	1,140	1,123	1,108	1,095	1,085	1,185	1,103	1,103
매출액	37.8	37.7	39.7	36.5	45.1	46.4	50.1	48.9	151.7	190.6	246.5
(% QoQ)	15.7%	-0.3%	5.2%	-8.1%	23.6%	2.9%	8.0%	-2.4%			
(% YoY)	47.0%	42.0%	26.6%	11.5%	19.2%	23.0%	26.3%	34.2%	30.4%	25.6%	29.3%
형광체	4.9	3.6	2.9	3.4	4.0	4.3	4.6	4.4	14.7	17.2	20.7
도전재료	17.3	16.4	18.3	17.7	21.4	20.9	22.7	22.2	69.7	87.1	107.2
고분자재료	1.6	1.3	2.3	0.8	1.6	1.6	1.7	1.7	6.1	6.7	7.3
나노재료(실리콘산화물)	2.6	2.8	3.3	4.3	5.5	6.0	6.5	7.0	13.0	25.0	48.6
기타	11.5	13.6	12.9	10.3	12.6	13.6	14.7	13.6	48.2	54.5	62.7
영업이익	2.5	2.1	3.0	2.9	3.7	3.8	4.6	4.2	10.6	16.3	25.7
(% QoQ)	660.6%	-16.7%	44.7%	-2.7%	24.3%	4.5%	20.1%	-8.2%			
(% YoY)	348.2%	140.2%	236.1%	791.9%	45.7%	82.8%	51.7%	43.2%	297.3%	54.1%	57.7%
영업이익률 (%)	6.6%	5.5%	7.6%	8.1%	8.1%	8.2%	9.2%	8.6%	7.0%	8.5%	10.4%
세전이익	1.8	1.4	2.5	1.2	1.8	2.4	3.2	2.4	6.9	9.9	18.2
지배주주 순이익	1.7	1.2	2.3	1.1	1.6	2.1	2.7	2.0	6.2	8.4	15.7
지배주주 순이익률 (%)	4.6%	3.1%	5.7%	2.9%	3.5%	4.5%	5.3%	4.2%	4.1%	4.4%	6.4%

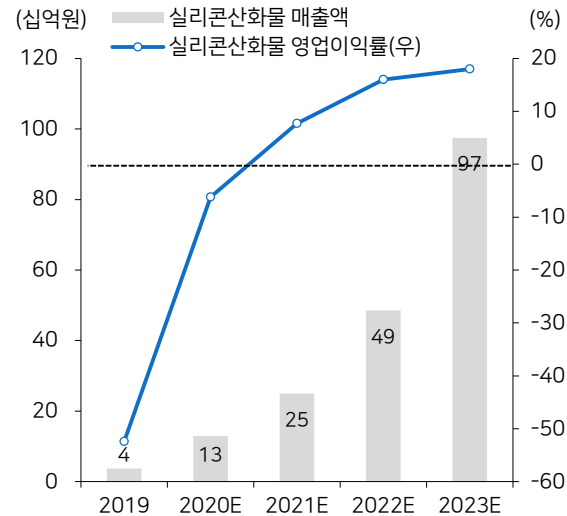
자료: 메리츠증권 리서치센터

실리콘산화물 생산능력 (연말기준)



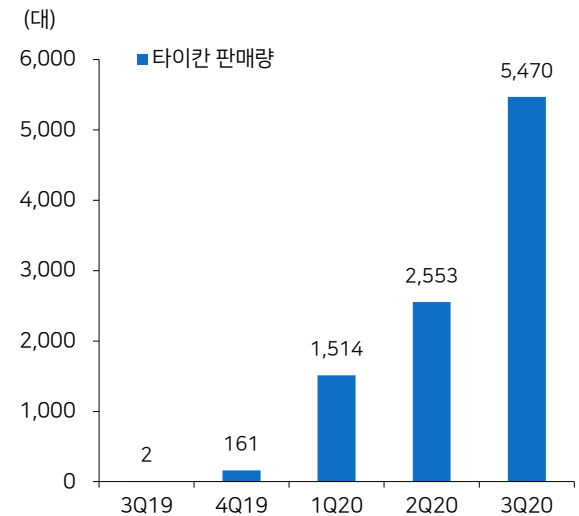
자료: 메리츠증권 리서치센터

실리콘산화물 매출 및 영업이익률 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

포르쉐 타이칸 분기별 판매량



자료: 메리츠증권 리서치센터

대주전자재료 (078600)

2021년 전망 시리즈 4

2차전지

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	102.9	116.4	151.7	190.6	246.5
매출액증가율(%)	10.2	13.1	30.4	25.6	29.3
매출원가	79.0	79.7	116.2	129.0	147.6
매출총이익	21.8	22.8	35.5	61.6	98.9
판매비와관리비	18.1	20.2	24.9	45.3	73.2
영업이익	3.7	2.7	10.6	16.3	25.7
영업이익률(%)	3.6	2.3	7.0	8.5	10.4
금융손익	-2.7	-2.8	-4.4	-6.4	-7.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-0.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	0.5	-0.6	6.9	9.9	18.2
법인세비용	0.1	0.1	0.6	1.3	2.4
당기순이익	0.5	-0.7	6.4	8.6	15.8
지배주주지분 순이익	0.4	-0.9	6.2	8.4	15.7
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	55.1	61.6	73.8	89.4	105.1
현금및현금성자산	15.1	11.4	20.8	25.7	27.3
매출채권	17.7	23.0	25.2	33.5	44.2
재고자산	16.0	22.5	23.8	25.3	27.3
비유동자산	118.4	129.6	142.9	175.1	189.9
유형자산	114.9	127.4	139.7	172.7	187.4
무형자산	2.3	1.4	1.5	0.7	0.7
투자자산	1.0	0.7	1.6	1.6	1.6
자산총계	173.4	191.2	216.7	264.5	294.9
유동부채	43.3	58.8	83.0	91.7	98.9
매입채무	3.8	4.8	5.9	7.4	9.4
단기차입금	31.5	42.7	62.9	70.9	80.9
유동성장기부채	2.4	5.2	7.6	4.0	-3.3
비유동부채	46.5	50.3	42.8	71.7	78.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	32.4	34.9	27.1	53.9	58.1
부채총계	89.8	109.1	125.8	163.4	177.3
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1
기타포괄이익누계액	28.8	28.1	30.5	32.1	32.7
이익잉여금	6.1	5.2	11.5	20.1	36.0
비지배주주지분	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7
자본총계	83.6	82.2	91.0	101.1	117.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	2.6	-6.5	11.7	16.8	21.2
당기순이익(손실)	0.5	-0.7	6.4	8.6	15.8
유형자산감가상각비	3.5	4.3	5.4	8.6	6.7
무형자산상각비	0.5	0.4	0.6	0.9	0.7
운전자본의 증감	-2.8	-3.2	-4.5	-7.2	-10.1
투자활동 현금흐름	-15.9	-13.6	-16.3	-33.6	-15.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-12.7	-15.2	-20.0	-33.0	-14.7
투자자산의 감소(증가)	-0.5	-1.5	-1.2	-1.6	-1.6
재무활동 현금흐름	21.7	16.4	14.7	31.3	6.9
차입금증감	2.0	16.5	14.7	31.3	6.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	8.3	-3.7	9.3	5.0	1.6
기초현금	6.8	15.1	11.4	20.8	25.7
기말현금	15.1	11.4	20.8	25.7	27.3
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	7,074	7,998	9,801	12,310	15,923
EPS(지배주주)	27	-62	402	543	1,013
CFPS	786	488	603	321	104
EBITDAPS	482	547	1,070	1,668	2,134
BPS	5,586	5,474	6,068	6,755	7,876
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	788.9	-291.7	110.5	81.7	43.8
PCR	26.9	37.0	73.7	138.1	425.6
PSR	3.0	2.3	4.5	3.6	2.8
PBR	3.8	8.1	7.3	6.6	5.6
EBITDA	7	8	17	26	33
EV/EBITDA	50.6	41.7	26.5	18.0	14.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.6	-1.1	7.3	8.9	14.6
EBITDA이익률	5.6	-11.3	37.6	32.6	47.5
부채비율	107.5	132.7	138.2	161.6	150.8
금융비용부담률	2.5	2.1	2.0	1.8	2.0
이자보상배율(x)	1.4	1.0	3.3	4.6	5.1
매출채권회전율(x)	6.0	5.7	6.3	6.5	6.3
재고자산회전율(x)	5.1	4.1	5.0	5.3	5.6

일진머티리얼즈(020150) 성장주인가 가치주인가

Analyst 주민우 02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

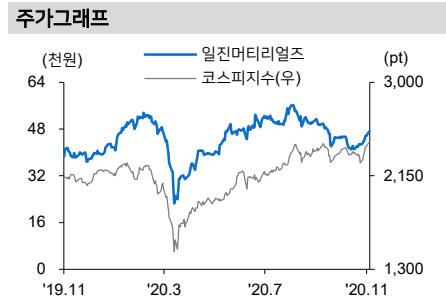
Buy

적정주가 (12개월)	62,000원
현재주가 (11. 10)	47,250원
상승여력	31.2%

KOSPI	2,452.83pt
시가총액	21,787억원
발행주식수	4,611만주
유동주식비율	46.42%
외국인비중	7.86%
52주 최고/최저가	56,300원/22,550원
평균거래대금	183.0억원

주요주주(%)	
허재명 외 3인	53.37
국민연금공단	7.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.1	17.0	14.7
상대주가	1.5	-7.2	-0.1



3Q20 OP 148억원(+2% QoQ, -5% YoY), 4Q20 OP 168억원(+13% QoQ, +743% YoY), 2021 OP 886억원(+55% YoY)

- 3Q20 영업이익은 컨센서스(196억원)를 크게 하회할 전망 → 말레이시아 신규 2공장 가동이 지연됐기 때문
- 4Q20 영업이익은 2공장 가동률 상승 효과로 재고조정 시점임에도 QoQ 증익 예상
- 2021년 영업이익은 2공장 가동률 상승이 지속되고, 3공장도 신규 추가돼 전년대비 55% 성장 전망

성장주인가 가치주인가

- 2021년 영업이익 886억원(+55% YoY), 2022년 영업이익 1,164억원(+31% YoY) 감안시 분명한 성장주
- 하지만 2021년 기준 PER 27배, 2022년 기준 PER 21배로 2차전지 소재 업체들과 비교시 디스카운트 받고 있음
- 1) 말레이시아 자회사 상장 가능성, 2) 전고체배터리 상용화 리스크가 반영됐기 때문이라고 판단
- 말레이시아 자회사가 I2B(전지박) 매출에서 차지하는 비중은 2021년 61%, 2022년 73%로 절대적
- 다만 추후 말레이시아 증설에 기반한 실적 성장은 의심의 여지가 없음
- 또한 중국 시장 익스포저(CATL+BYD 매출비중 20%)를 가지고 있어 2021년 중국 시장 성장에 따른 수혜 기대

적정주가 62,000원으로 8% 하향

- 2021E EPS(1,676원) X 36.7배(2019~20년 평균 멀티플) → 종전 대비 EPS는 2% 하향, 멀티플은 40배 → 36.7배로 하향
- 멀티플 하향 이유는 1) 말레이시아 자회사 상장 가능성, 2) 전고체배터리 상용화 리스크 때문

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	502.0	48.7	41.3	897	-10.3	11,472	47.3	3.7	28.3	7.8	31.0
2019	550.2	46.9	46.8	1,016	13.3	12,390	46.5	3.8	22.5	8.5	25.8
2020E	630.2	57.1	56.1	1,216	19.7	13,481	38.9	3.5	25.1	9.4	33.1
2021E	810.4	88.6	77.3	1,676	37.8	15,112	28.2	3.1	18.5	11.7	39.5
2022E	1,031.7	116.4	100.2	2,173	29.7	17,237	21.7	2.7	18.7	13.4	45.2

일진머티리얼즈 실적테이블

2021년 전망 시리즈 4
2차전지

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원/달러)	1,194	1,221	1,187	1,140	1,123	1,108	1,095	1,085	1,185	1,103	1,071
매출액	137.4	135.2	168.1	189.4	182.9	194.4	203.6	229.5	630.2	810.4	1,031.7
(% QoQ)	8.3%	-1.6%	24.3%	12.7%	-3.4%	6.2%	4.8%	12.7%			
(% YoY)	13.6%	-11.2%	11.9%	49.3%	33.2%	43.7%	21.1%	21.1%	14.5%	28.6%	27.3%
ICS	14.3	12.2	14.5	12.4	13.7	13.1	14.5	12.8	53.5	54.1	55.4
I2B	75.7	74.0	94.5	106.1	110.9	114.0	128.1	153.9	350.3	506.9	712.0
국내	50.6	46.9	52.0	50.8	48.9	48.8	48.8	48.4	200.3	195.0	189.3
말레이시아	25.2	27.0	42.6	55.2	62.0	65.2	79.2	105.5	150.0	311.9	522.7
기타	8.8	9.8	10.7	8.7	11.4	12.7	14.0	11.3	38.0	49.4	64.2
자회사	45.2	44.3	48.3	62.2	46.9	54.6	47.1	51.5	200.0	200.0	200.0
영업이익	11.0	14.5	14.8	16.8	19.3	21.2	23.2	24.9	57.1	88.6	116.4
(% QoQ)	450.8%	32.1%	2.5%	13.1%	15.0%	9.6%	9.8%	7.2%			
(% YoY)	-7.4%	-16.6%	-5.3%	743.4%	76.1%	46.1%	56.6%	48.4%	21.8%	55.3%	31.4%
영업이익률 (%)	8.0%	10.7%	8.8%	8.9%	10.5%	10.9%	11.4%	10.9%	9.1%	10.9%	11.3%
세전이익	19.2	13.4	16.4	19.2	25.9	18.7	25.0	27.0	68.2	96.6	125.2
지배주주순이익	18.1	10.6	12.6	14.8	20.7	14.9	20.0	21.6	56.1	77.3	100.2
지배주주순이익률 (%)	13.2%	7.8%	7.5%	7.8%	11.3%	7.7%	9.8%	9.4%	8.9%	9.5%	9.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

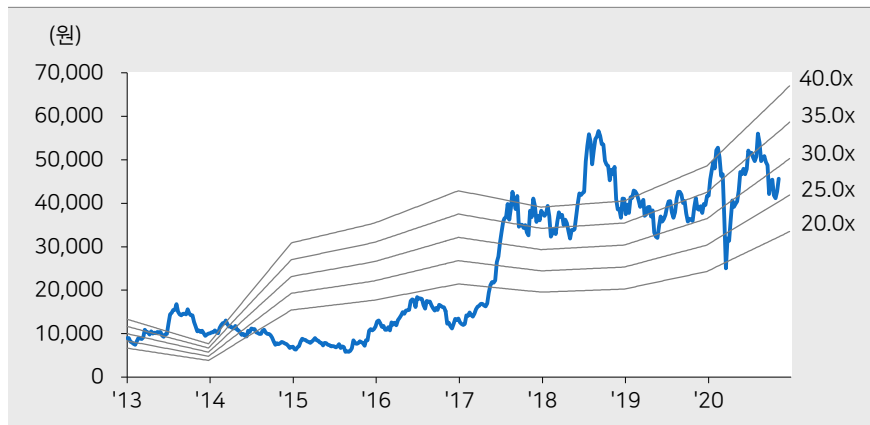
일진머티리얼즈 밸류에이션 테이블

2021년 전망 시리즈 4
2차전지

(배)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
주가 (원)	High	37,700	18,450	18,000	13,800	12,700	19,950	45,100	60,100	45,150	56,300	
	Low	10,800	7,250	7,440	6,880	5,600	10,600	12,000	31,500	30,950	22,550	
	Average	21,191	12,387	11,597	10,302	8,074	15,072	27,601	42,422	38,659	45,749	
확정치 기준 PER	High	107.4	nm	nm	165.8	nm	20.6	45.1	67.0	44.4	46.3	
	Low	30.8	nm	nm	82.7	nm	10.9	12.0	35.1	30.5	18.5	
	Average	60.4	nm	nm	123.8	nm	15.5	27.6	47.3	38.1	37.6	
	확정치 EPS (원)	351	-1,413	-181	83	-946	971	1,000	897	1,016	1,216	1,676
	EPS Growth (%)	-69.2	-502.4	-87.2	-145.9	-1,237.1	-202.6	3.0	-10.3	13.3	19.7	37.8
컨센서스 기준 PER	High	80.4	88.3	53.6	71.9	16.5	22.5	42.1	61.5	44.6	43.1	
	Low	23.0	34.7	22.1	35.8	7.3	12.0	11.2	32.2	30.6	17.3	
	Average	45.2	59.3	34.5	53.7	10.5	17.0	25.7	43.4	38.2	35.0	
	컨센서스 EPS (원)	469	209	336	192	772	885	1,072	978	1,013	1,306	1,887
	EPS growth (%)	-58.9	-40.5	-123.8	-205.9	827.6	-193.5	10.4	-2.2	3.6	28.9	44.5

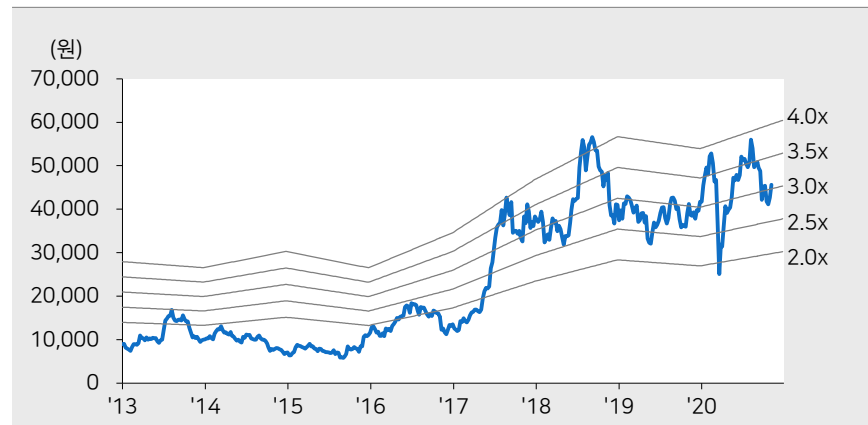
자료: 메리츠증권 리서치센터

일진머티리얼즈 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

일진머티리얼즈 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

일진머티리얼즈 (020150)

2021년 전망 시리즈 4

2차전지

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	502.0	550.2	630.2	810.4	1,031.7
매출액증가율(%)	10.6	9.6	14.5	28.6	27.3
매출원가	394.6	402.9	542.0	686.6	870.4
매출총이익	79.5	77.4	88.1	123.8	161.3
판매비와관리비	30.8	30.6	31.1	35.2	44.9
영업이익	48.7	46.9	57.1	88.6	116.4
영업이익률(%)	9.7	8.5	9.1	10.9	11.3
금융손익	4.9	2.9	3.3	0.7	1.3
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	5.3	7.9	7.3	7.5
세전계속사업이익	53.7	55.1	68.2	96.6	125.2
법인세비용	12.4	10.7	12.1	19.3	25.0
당기순이익	41.3	46.8	56.1	77.3	100.2
지배주주지분 순이익	41.3	46.8	56.1	77.3	100.2
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	357.5	592.7	732.5	825.7	943.1
현금및현금성자산	53.1	333.0	190.6	190.5	174.9
매출채권	63.9	71.4	95.5	122.5	143.6
재고자산	51.2	83.9	99.1	118.5	143.3
비유동자산	334.7	444.2	431.2	499.4	578.0
유형자산	271.5	374.6	527.8	651.8	723.1
무형자산	4.3	5.6	7.4	10.1	12.7
투자자산	2.0	2.1	-123.0	-185.5	-185.5
자산총계	692.2	1,036.9	1,163.6	1,325.0	1,521.1
유동부채	109.0	101.0	144.6	185.5	221.6
매입채무	22.0	25.3	33.7	43.4	53.6
단기차입금	13.4	0.7	9.3	13.0	15.0
유동성장기부채	1.5	1.5	1.3	4.0	0.3
비유동부채	54.8	111.7	144.5	189.7	251.9
사채	0.0	50.0	50.0	50.0	50.0
장기차입금	5.3	3.8	31.1	67.4	117.4
부채총계	163.8	212.7	289.1	375.3	473.4
자본금	23.1	23.1	23.1	23.1	23.1
자본잉여금	385.4	385.4	385.4	385.4	385.4
기타포괄이익누계액	9.9	8.5	5.2	5.4	5.5
이익잉여금	109.8	154.1	207.7	282.6	380.5
비지배주주지분	0.0	252.9	252.9	252.9	252.9
자본총계	528.4	824.2	874.5	949.7	1,047.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	86.0	48.2	-0.3	67.1	67.7
당기순이익(손실)	41.3	46.8	56.1	77.3	100.2
유형자산감가상각비	24.4	34.1	38.0	40.9	43.7
무형자산상각비	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
운전자본의 증감	-3.7	7.1	-100.0	-69.7	-103.9
투자활동 현금흐름	-61.9	-46.9	-421.6	100.1	150.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-119.0	-132.0	-165.0	-165.0	-115.0
투자자산의 감소(증가)	0.3	-5.3	187.6	250.1	250.1
재무활동 현금흐름	-18.1	283.3	17.3	11.7	17.3
차입금증감	8.5	35.8	42.2	42.7	48.3
자본의증가	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.9	279.9	-142.4	-0.1	-15.6
기초현금	46.2	53.1	333.0	190.6	190.5
기말현금	53.1	333.0	190.6	190.5	174.9
Key Financial Data					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	10,899	11,932	13,666	17,576	22,374
EPS(지배주주)	897	1,016	1,216	1,676	2,173
CFPS	150	6,070	-3,089	-1	-338
EBITDAPS	1,458	1,449	2,076	2,823	2,774
BPS	11,472	12,390	13,481	15,112	17,237
DPS	0	50	50	50	50
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	47.3	46.5	38.9	28.2	21.7
PCR	283.2	7.8	-15.3	-41299.6	-139.9
PSR	3.9	4.0	3.5	2.7	2.1
PBR	3.7	3.8	3.5	3.1	2.7
EBITDA	67	67	96	130	128
EV/EBITDA	28.3	22.5	25.1	18.5	18.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.8	8.5	9.4	11.7	13.4
EBITDA이익률	61.5	70.1	58.5	59.4	78.3
부채비율	31.0	25.8	33.1	39.5	45.2
금융비용부담률	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.2
이자보상배율(x)	33.8	45.9	30.2	30.7	27.4
매출채권회전율(x)	8.5	8.1	7.5	7.4	7.8
재고자산회전율(x)	7.2	6.0	5.9	6.3	6.6

포스코케미칼(003670) 포스코의 명성에 걸맞는 포부

Analyst 주민우 02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	63,000원
현재주가 (11. 10)	81,100원
상승여력	-22.3%

KOSPI	2,452.83pt
시가총액	49,461억원
발행주식수	6,099만주
유동주식비율	35.35%
외국인비중	7.14%
52주 최고/최저가	98,000원/33,100원
평균거래대금	427.4억원

주요주주(%)	
포스코 외 4인	64.65
국민연금공단	6.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.7	56.0	69.5
상대주가	-8.0	23.7	47.7

주가그래프



4Q20 OP 221억원(+14% QoQ, -5% YoY), 2021 OP 1,145억원(+86% YoY)

- 4Q20 영업이익은 부진했던 철강 본업 실적이 소폭 회복되고, LG화학향 양극재 출하 증가로 QOQ 증익 예상
- 2021년 영업이익은 철강 본업 실적은 유지되는 반면, 양극재/음극재 출하 증가로 전년대비 86% 성장 전망

포스코의 명성에 걸맞는 포부: 2030년 양극재 40만톤+음극재 26만톤

- 양극재 40만톤+음극재 26만톤 → 양극재 매출 12조원, 영업이익 6,000억원, 음극재 매출 2.2조원, 영업이익 2,200억원
- 2030년 2차전지 소재 합산 매출액 14.4조원, 영업이익 8,200억원, 순이익 5,740억원 추정
- 선점효과가 중요한 2차전지 소재 시장에서 대규모 투자를 통한 선제적 증설은 경쟁력 유지를 위해 필수
- 가파른 전기차 시장 성장으로 고객사들의 소재 업체 평가에 있어 품질 외 캐파 대응 여력이 중요시 되고 있음
- 이번 유상증자(1조원 조달예정)를 통해 LG화학 외에도 대형 배터리 고객사 확보 가능성 높아졌다고 판단

적정주가 63,000원 유지

- 2022년 EPS(1,650원) X 38.0배(에코프로비엠 타깃 멀티플)
- 사업 경쟁력은 높게 평가하나, 주가에 상당부분 반영 되어 있다고 판단 (현 주가 2021E PER 69배, 2022E PER 50배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,383.6	106.3	132.2	2,237	27.6	12,690	23.6	4.2	27.0	19.0	25.0
2019	1,483.8	89.9	101.0	1,672	-25.3	16,507	32.2	3.3	32.7	11.6	71.9
2020E	1,551.4	61.5	23.7	389	-76.7	15,964	208.4	5.1	34.3	2.4	94.0
2021E	2,007.4	114.5	94.0	1,213	211.8	26,619	66.9	3.0	17.4	6.2	47.7
2022E	2,353.2	153.6	127.9	1,650	36.1	28,055	49.1	2.9	14.2	6.0	56.6

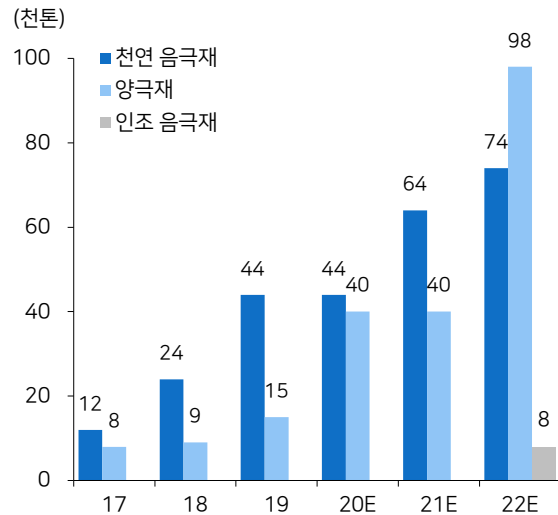
포스코케미칼 실적 테이블

2021년 전망 시리즈 4
2차전지

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원/달러)	1,194	1,221	1,187	1,140	1,123	1,108	1,095	1,085	1,185	1,103	1,071
매출액	387.5	340.2	388.7	435.1	481.5	486.7	493.4	545.8	1,551.4	2,007.4	2,353.2
(% QoQ)	0.2%	-12.2%	14.2%	11.9%	10.7%	1.1%	1.4%	10.6%			
(% YoY)	9.1%	-8.0%	4.5%	12.5%	24.2%	43.1%	27.0%	25.4%	4.6%	29.4%	17.2%
내화물	61.8	52.5	51.3	48.6	52.7	50.5	52.7	51.6	214.2	207.5	205.5
로재정비	43.3	37.0	36.2	41.3	44.1	37.8	36.9	42.1	157.8	160.9	164.1
건설공사	24.4	18.6	6.8	17.9	24.9	18.9	6.9	18.3	67.7	69.1	70.5
생석회	82.7	67.0	75.5	67.1	68.6	66.2	69.6	64.6	292.3	268.9	261.8
화성	77.5	59.0	56.3	59.1	69.7	70.4	71.1	71.8	251.8	283.1	294.6
양극재	46.0	53.8	105.3	137.1	163.1	178.0	185.4	215.0	342.2	741.5	1,026.9
천연 음극재	41.0	40.7	46.5	51.7	47.6	53.5	60.1	70.2	180.0	231.4	285.3
인조 음극재											
기타	10.8	11.6	10.8	12.3	10.7	11.5	10.7	12.1	45.5	45.0	44.6
영업이익	16.0	4.1	19.4	22.1	24.3	26.8	29.2	34.1	61.5	114.5	153.6
(% QoQ)	-31.3%	-74.4%	375.0%	14.0%	10.0%	10.1%	9.2%	16.8%			
(% YoY)	-27.2%	-75.6%	-30.7%	-4.9%	52.4%	556.2%	50.9%	54.5%	-31.5%	86.1%	34.1%
영업이익률 (%)	4.1%	1.2%	5.0%	5.1%	5.1%	5.5%	5.9%	6.3%	4.0%	5.7%	6.5%
피एम씨텍 지분법 이익	-5.0	-7.1	-3.6	-5.0	0.5	0.6	0.5	0.4	-20.7	2.0	3.5
세전이익	16.2	-6.8	10.2	12.4	27.1	25.0	31.1	30.4	32.0	113.6	154.5
지배주주순이익	14.1	-7.3	6.8	10.1	22.5	20.6	25.7	25.1	23.7	94.0	127.9
지배주주순이익률 (%)	3.6%	-2.1%	1.7%	2.3%	4.7%	4.2%	5.2%	4.6%	1.5%	4.7%	5.4%

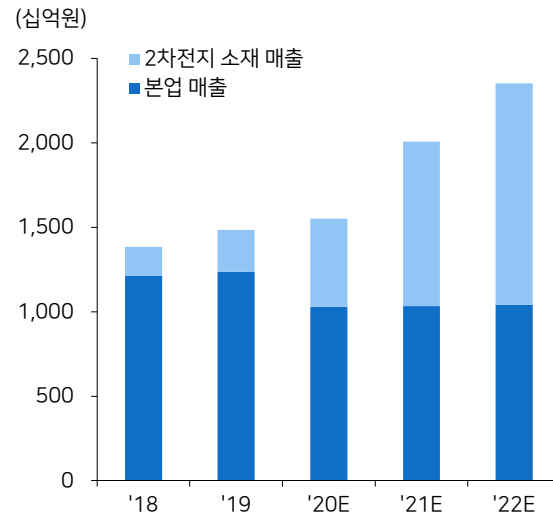
자료: 메리츠증권 리서치센터

포스코케미칼 양극재 음극재 Capa 증설 계획



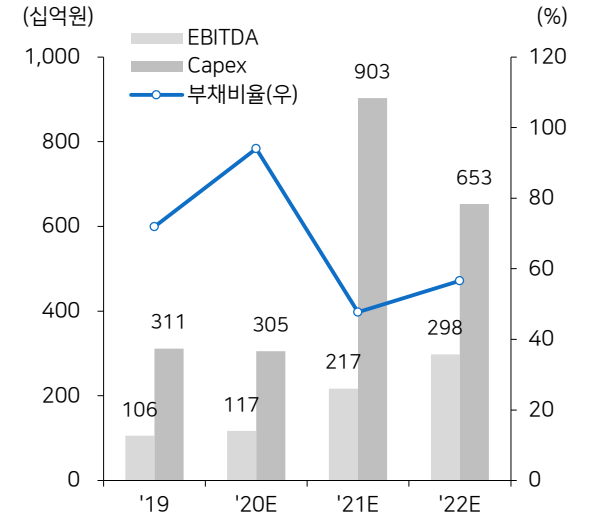
자료: 메리츠증권 리서치센터

본업 매출과 2차전지 소재 매출 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

유상증자 이후 부채비율 낮아져



자료: 메리츠증권 리서치센터

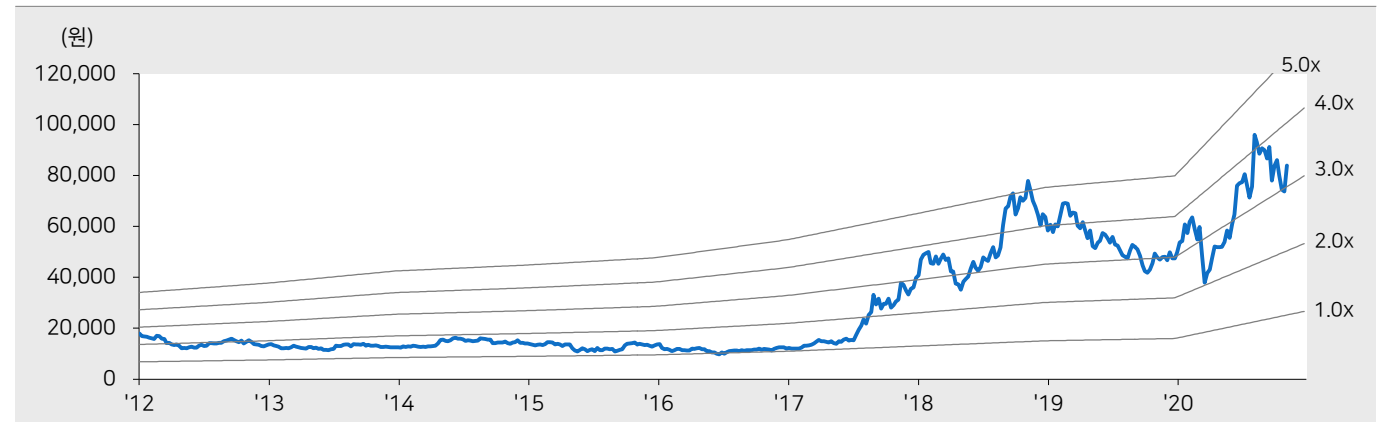
포스코케미칼 밸류에이션 테이블

2021년 전망 시리즈 4
2차전지

(배)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
주가 (원)	High	248,000	187,100	140,200	164,000	152,000	14,100	41,200	81,300	72,900	98,000	
	Low	111,200	116,900	102,100	121,800	10,350	9,460	11,650	34,900	41,000	33,100	
	Average	167,387	144,037	126,849	142,760	53,782	11,490	21,144	52,738	53,884	67,152	
확정치 기준 PER	High	159.6	146.3	141.0	133.4	259.6	19.1	23.5	36.3	43.6	251.9	
	Low	71.6	91.4	102.7	99.0	17.7	12.8	6.6	15.6	24.5	85.1	
	Average	107.7	112.7	127.6	116.1	91.9	15.5	12.1	23.6	32.2	172.6	
	확정치 EPS (원)	1,554	1,278	994	1,230	585	740	1,753	2,237	1,672	389	1,213
	EPS Growth (%)	61.0	-17.7	-22.2	23.7	-52.4	26.4	137.0	27.6	-25.3	-76.7	211.8
컨센서스 기준 PER	High	158.4	142.2	139.9	136.1	261.6	17.8	23.2	33.5	40.5	175.3	
	Low	71.0	88.8	101.9	101.1	17.8	11.9	6.6	14.4	22.8	59.2	
	Average	106.9	109.5	126.6	118.5	92.6	14.5	11.9	21.7	29.9	120.1	
	컨센서스 EPS (원)	1,566	1,316	1,002	1,205	581	793	1,778	2,425	1,801	559	1,771
	EPS growth (%)				21.2	-52.8	35.5	140.3	38.3	-19.5	-69.0	216.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

포스코케미칼 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

2021년 전망 시리즈 4

2차전지

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,383.6	1,483.8	1,551.4	2,007.4	2,353.2
매출액증가율(%)	15.6	7.2	4.6	29.4	17.2
매출원가	1,099.2	1,142.5	1,408.7	1,790.0	2,079.5
매출총이익	166.0	166.5	142.7	217.4	273.7
판매비와관리비	59.7	76.7	78.7	102.9	120.2
영업이익	106.3	89.9	61.5	114.5	153.6
영업이익률(%)	7.7	6.1	4.0	5.7	6.5
금융손익	1.9	1.1	-5.0	-4.9	-4.5
종속/관계기업관련손익	70.9	21.3	-18.8	3.2	4.7
기타영업외손익	-2.5	0.7	0.9	0.8	0.8
세전계속사업이익	176.6	113.0	32.0	113.6	154.5
법인세비용	43.9	11.8	7.8	19.3	26.3
당기순이익	132.8	101.2	24.2	94.3	128.2
지배주주지분 순이익	132.2	101.0	23.7	94.0	127.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	440.0	649.6	618.0	951.6	778.6
현금및현금성자산	120.5	210.1	136.0	379.1	105.3
매출채권	180.9	208.9	232.4	285.4	343.3
재고자산	108.9	188.4	212.2	240.6	274.2
비유동자산	507.7	1,080.5	1,288.9	2,107.1	2,639.1
유형자산	263.5	755.3	1,040.5	1,840.3	2,348.0
무형자산	7.1	15.0	19.6	24.4	29.2
투자자산	188.3	195.4	162.4	163.7	166.5
자산총계	947.6	1,730.1	1,906.9	3,058.7	3,417.7
유동부채	152.7	250.7	257.8	448.5	406.9
매입채무	89.8	94.3	121.1	139.6	167.2
단기차입금	0.0	0.0	30.0	31.0	30.0
유동성장기부채	4.5	4.6	4.9	134.9	18.8
비유동부채	36.8	473.2	666.1	538.8	828.2
사채	0.1	250.0	249.3	119.3	119.3
장기차입금	15.7	162.1	361.5	361.5	647.6
부채총계	189.5	723.8	923.9	987.4	1,235.1
자본금	29.5	30.5	30.5	38.7	38.7
자본잉여금	23.7	194.5	194.5	1,186.3	1,186.3
기타포괄이익누계액	-2.5	-1.0	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	698.9	773.5	748.3	836.6	947.9
비지배주주지분	8.5	8.8	9.4	9.4	9.4
자본총계	758.1	1,006.3	983.0	2,071.3	2,182.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	84.6	62.8	0.3	238.3	325.6
당기순이익(손실)	132.8	101.2	24.2	94.3	128.2
유형자산감가상각비	15.6	41.9	53.5	100.2	142.3
무형자산상각비	0.8	2.0	2.0	2.0	2.1
운전자본의 증감	-37.1	-18.2	-134.0	-49.3	-52.3
투자활동 현금흐름	-38.7	-291.4	-304.4	-898.0	-648.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-100.9	-308.7	-302.5	-900.0	-650.0
투자자산의 감소(증가)	1.4	-3.5	1.3	1.9	1.9
재무활동 현금흐름	-29.4	318.2	1,711.2	2,009.7	2,166.7
차입금증감	-7.6	396.5	229.7	1.0	169.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	16.4	7.6	-74.0	243.0	-273.8
기초현금	104.1	120.5	128.1	54.1	297.1
기말현금	120.5	128.1	54.1	297.1	23.4
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	23,423	24,553	25,438	25,914	30,378
EPS(지배주주)	2,237	1,672	389	1,213	1,650
CFPS	278	126	-1,214	3,137	-3,534
EBITDAPS	1,882	1,747	1,919	2,798	3,845
BPS	12,690	16,507	15,964	26,619	28,055
DPS	400	400	100	287	396
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.1	0.4	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	23.6	32.2	208.4	66.9	49.1
PCR	190.0	426.8	-66.8	25.8	-22.9
PSR	2.3	2.2	3.2	3.1	2.7
PBR	4.2	3.3	5.1	3.0	2.9
EBITDA	111	106	117	217	298
EV/EBITDA	27.0	32.7	34.3	17.4	14.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.0	11.6	2.4	6.2	6.0
EBITDA이익률	118.9	95.7	20.3	43.4	42.9
부채비율	25.0	71.9	94.0	47.7	56.6
금융비용부담률	-0.1	0.1	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	68.6	28.5	7.5	12.1	13.3
매출채권회전율(x)	7.7	7.6	7.0	7.8	7.5
재고자산회전율(x)	10.6	7.7	7.0	7.9	8.1

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 하시기를 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

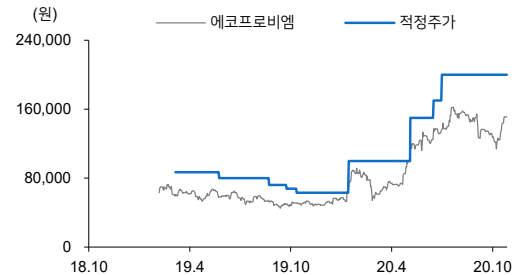
투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용

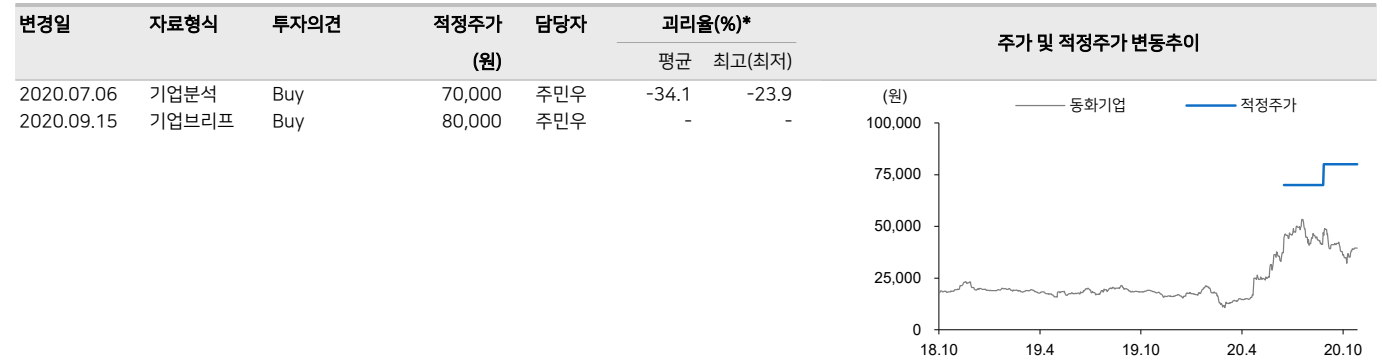
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.03	기업분석	Buy	87,000	주민우	-29.1	-23.0	
2019.06.20	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-28.4	-18.4	
2019.09.17	기업브리프	Buy	72,000	주민우	-30.6	-26.0	
2019.10.18	기업브리프	Buy	68,000	주민우	-26.5	-23.1	
2019.11.05	산업분석	Buy	63,000	주민우	-16.7	5.4	
2020.02.06	기업브리프	Buy	100,000	주민우	-22.9	13.5	
2020.05.26	기업브리프	Buy	150,000	주민우	-18.7	-11.1	
2020.07.06	기업브리프	Buy	170,000	주민우	-20.7	-18.9	
2020.07.21	기업브리프	Buy	200,000	주민우	-	-	



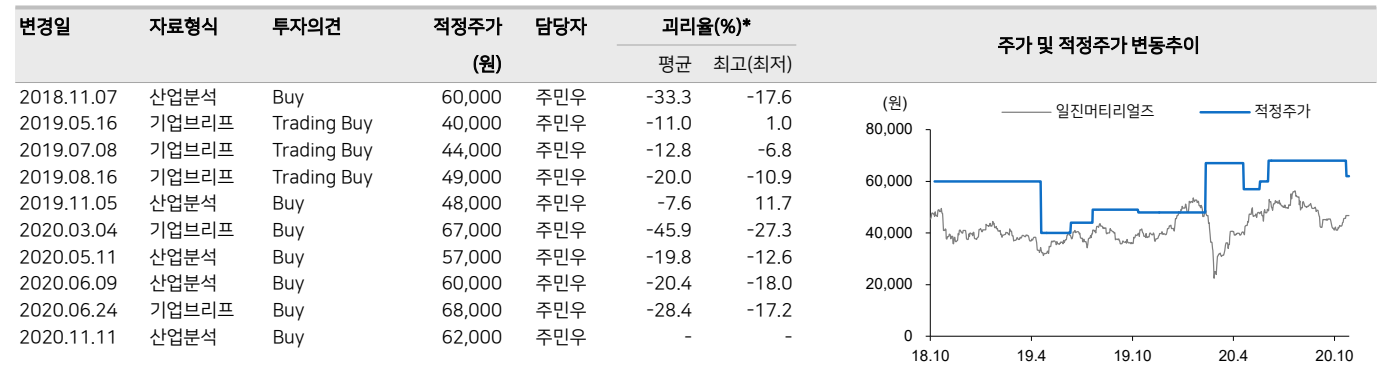
동화기업 (025900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



일진머티리얼즈 (020150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



포스코케미칼 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

