

9

2022년 하반기 전망 시리즈
이차전지/석유화학

공급망의 역습

공급망의 역습



정유 Overweight		
Top Picks	투자판단	적정주가
SK이노베이션 (096770)	Buy	365,000원
S-Oil (010950)	Buy	115,000원

석유화학 Neutral		
Top Picks	투자판단	적정주가
LG화학 (051910)	Buy	980,000원
OCI (010060)	Buy	160,000원

이차전지 Overweight		
Top Picks	투자판단	적정주가
LG에너지솔루션 (373220)	Buy	680,000원
엘앤에프 (066970)	Buy	430,000원

관심종목	투자판단	적정주가
천보 (278280)	Buy	370,000원
에코프로비엠 (247540)	Buy (신규)	630,000원
SK아이이테크놀로지 (361610)	Buy (신규)	160,000원

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



Contents

Prologue	공급망의 역습	6	기업분석	SK이노베이션 (096770)	68
Part I	[정유] 비탄력적 공급의 역설	7		S-Oil (010950)	71
Part II	[석유화학] 구조적 공급 증가	23		LG화학 (051910)	74
Part III	[이차전지] 과점화되는 공급망	43		OCI (010060)	77
				LG에너지솔루션 (373220)	80
				엘앤에프 (066970)	83
				천보 (278280)	86
				에코프로비엠 (247540)	89
				SK아이이테크놀로지 (361610)	93

[Summary] 공급망의 역습

I

정유: 비탄력적 공급의 역설

- WTI유가 전망 100달러/배럴
러시아 원유 공급 조달 Risk 장기화
대체 가능한 원유 공급처 부재로 공
급자 우위의 수급 여건 형성
- 정유 기업들은 Macro 불확실성에
도 순이익의 우상향이 발생 중
- 현재 정유 기업들은 고유가로 상승
한 원가를 판가에 전가가 가능, 공
급자 우위 업황
- 미래 수요 불확실성, 탄소 규제 정
책 등으로 누적된 신규 투자 부재는
올 연초 러시아의 지정학 Risk와 혼
재되며 정유업 수급 건전성을 되려
개선시킨 점
- 정유업종에 투자의견 Overweight

II

석유화학: 구조적 공급 증가

- 2022년 연말 유가 100달러/배럴
및 공급 증감 여부로 석유화학의
업황은 부정적
- 타이트한 공급 여건의 정유업과
달리, 화학업종은 (1) 중국 자급화
정책에 따른 공급량 증가, (2) 가격
결정권이 낮아 수익성 훼손 구간
- 석유화학 투자의견은 Neutral
- 주가 De-rating의 순수 NCC 기업
대비 (1) 이차전지 소재 성장성을
겸비한 LG화학, (2) 태양광 소재
가격 결정권을 갖춘 OCI를
최선호로 제시

III

이차전지: 과점화되는 공급망

- 이차전지 산업에 투자의견
Overweight
- 차량용 반도체 공급차질 완화 이후
배터리에 공급 병목 현상 가능성
높아져 가격 결정권은 배터리 셀/
소재 기업이 보유
- 배터리-완성차 기업간 파트너십은
필수 전략, 미국 시장의 전기차 침
투율 가속화 구간으로 한국 배터리
기업에 높은 시장 성장률을 예상
- 2022년 최선호주는 고객사 낙수
효과로 성장성과 수익성의 교집합
에 해당하는 LG에너지솔루션과 엘
앤에프. 관심기업으로 에코프로비
엠과 SK leT를 신규 제시

IV

Top Picks

- **LG에너지솔루션 (373220)**
Buy, 적정주가 68만원
돌보일 사업 경쟁력
- **엘앤에프 (066970)**
Buy, 적정주가 43만원
공급망 재편에 첫 해외 증설이 핵심
- **LG화학 (051910)**
Buy, 적정주가 98만원
이차전지 소재 DNA 형성 중
- **OCI (010060)**
Buy, 적정주가 16만원
태양광 산업의 주도주
- **SK이노베이션 (096770)**
Buy, 적정주가 36.5만원
SK On의 주가 할인 메꿔가는 구간

9

2022년 하반기 전망 시리즈

이차전지/석유화학

기업분석

	종목명	투자판단	적정주가
정유	SK이노베이션 (096770)	Buy	365,000원
	S-Oil (010950)	Buy	115,000원
석유화학	LG화학 (051910)	Buy	980,000원
	OCI (010060)	Buy	160,000원
이차전지	LG에너지솔루션 (373220)	Buy	680,000원
	엘앤에프 (066970)	Buy	430,000원
	천보 (278280)	Buy	370,000원
	에코프로비엠 (247540)	Buy (신규)	630,000원
	SK아이이테크놀로지 (361610)	Buy (신규)	160,000원

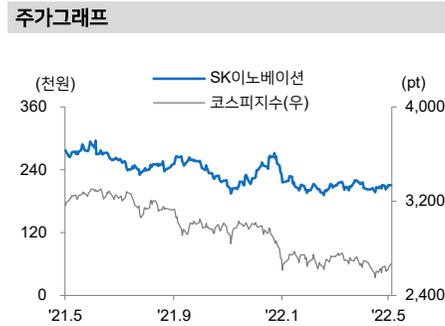
SK이노베이션(096770) 하반기 SK on의 주가 할인을 메꿔가는 구간

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

Buy

적정주가 (12개월)	365,000원
현재주가 (5.30)	210,000원
상승여력	73.8%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	194,178억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	56.68%
외국인비중	24.33%
52주 최고/최저가	295,500원/191,500원
평균거래대금	686.6억원
주요주주(%)	
SK 외 11 인	33.79
국민연금공단	8.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.4	8.0	-23.4
상대주가	3.4	14.8	-8.5



SK이노베이션: Carbon 사업 호황기 Vs. 성장부문은 수익성 부진

- 동사의 연간 영업이익은 4.8조원으로 사상 최대 이익 규모를 달성할 전망
동사의 Carbon to Green 전략은 유효하나, 현재 업황은 Carbon부문의 최대 호황기
- 멀티플 프리미엄을 정당화시켜줄 SK On과 SK IeT는 최종 고객사들의 출하량 부진과 신규 설비 비용 발생으로 적자
- 성장부문의 수익성 정상화 시점은 SK IeT는 2Q22 이후, SK On은 3Q23으로 판단

타이트한 미국 시장의 배터리 수급 여건에서 SK On은 국내 완성차의 신규 수주 및 Ford의 픽업트럭 출시 효과 발생

- SK On의 주력 공략 시장은 미국과 유럽, 미국 상위 고객사 Ford와의 전략적 파트너십으로 미국과 유럽 진출
- 미국 시장 배터리에 타이트한 공급 여건 하, SK On은 국내 완성차 기업과의 파트너십을 통한 신규 수주 가능성 높아
- SK On은 올 하반기 Pre-IPO 완료를 통한 투자재원 확보, 이후 23년 수익성 개선으로 현재의 주가 할인 우려를 해소시킬 수 있는 점에 주목

투자의견 Buy와 적정주가 36.5만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	34,549.9	-2,420.3	-2,172.8	-23,498	-3,564.3	155,153	-8.1	1.2	-27.0	-13.6	149.0
2021	46,842.9	1,754.2	304.6	3,293	-123.3	184,853	72.4	1.3	10.6	1.9	152.4
2022E	64,186.9	4,877.0	2,915.5	31,530	533.0	218,239	6.7	1.0	4.9	15.4	161.7
2023E	66,081.8	3,591.4	2,276.6	24,620	-21.9	242,531	8.6	0.9	7.0	10.5	161.8
2024E	63,387.3	3,492.0	2,602.6	28,146	14.3	270,302	7.5	0.8	6.7	10.8	152.2

SK이노베이션 이익 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	16,261.5	16,736.0	15,888.4	15,301.0	16,793.8	17,111.5	15,865.7	16,310.7	64,186.9	66,081.8	63,387.3
석유	10,642.7	10,759.3	9,489.7	8,608.7	10,035.3	10,239.4	8,763.6	8,853.9	39,500.3	37,892.1	33,499.9
화학	2,806.0	2,967.1	3,021.7	2,874.5	2,749.6	2,765.2	2,783.0	2,701.5	11,669.3	10,999.4	10,965.1
루브리컨트	1,042.9	966.9	947.9	933.7	940.2	907.7	897.7	887.6	3,891.3	3,633.2	3,376.8
소재	67.9	80.1	86.5	93.5	97.2	99.1	105.1	111.4	328.0	412.8	542.1
EV배터리	1,259.9	1,582.8	1,970.5	2,442.6	2,726.3	2,858.2	3,078.1	3,517.8	7,255.8	12,180.4	14,108.3
광구/기타	420.2	379.9	372.1	348.1	245.2	241.8	238.4	238.6	1,520.3	963.9	895.1
영업이익	1,649.1	1,306.4	1,133.3	788.2	792.9	848.9	820.5	1,129.1	4,877.0	3,591.4	3,492.0
%OP	10.1%	7.8%	7.1%	5.2%	4.7%	5.0%	5.2%	6.9%	7.6%	5.4%	5.5%
석유	1,506.7	1,238.8	1,037.0	623.9	560.7	572.5	492.6	732.7	4,406.4	2,358.6	1,684.0
화학	31.2	37.7	26.1	26.9	73.1	96.5	122.3	135.5	121.9	427.4	462.6
루브리컨트	211.6	180.6	177.1	166.0	165.3	151.3	141.2	131.1	735.3	588.9	482.5
소재	-3.1	-1.2	1.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.5	-1.6	8.2	12.4
EV배터리	-273.4	-240.6	-197.4	-113.6	-66.8	-31.4	5.0	70.0	-825.1	-23.1	635.7
광구/기타	198.2	91.2	89.3	83.6	58.9	58.0	57.2	57.3	462.2	231.3	214.8
세전이익	1,376.0	1,254.0	1,084.7	728.6	729.4	785.2	759.6	1,056.7	4,443.2	3,330.9	3,174.1
순이익(지배)	793.7	864.7	747.9	509.1	503.0	537.8	516.8	719.0	2,915.5	2,276.5	2,602.6
% YoY											
매출액	-17.2	54.4	46.1	92.1	76.0	50.5	29.2	7.9	37.1	37.0	3.0
영업이익	흑전	흑전	흑전	흑전	228.1	157.9	83.2	522.5	흑전	178.0	-26.4
세전이익	적자축소	흑전	5,896.8	적자축소	흑전	89.5	47.8	흑전	흑전	408.0	-25.0
순이익(지배)	적자축소	흑전	흑전	흑전	흑전	362.8	75.8	644.0	흑전	857.2	-21.9
% QoQ											
매출액	25.2	20.3	10.6	15.3	14.7	2.9	-5.1	-3.7			
영업이익	흑전	0.8	22.1	-79.5	1,202.4	-20.8	-13.2	-30.5			
세전이익	적자확대	흑전	10.9	적전	흑전	-8.9	-13.5	-32.8			
순이익(지배)	적자확대	흑전	127.8	-83.9	1,060.0	8.9	-13.5	-31.9			

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	34,549.9	46,842.9	64,186.9	66,081.8	63,387.3
매출액증가율(%)	-29.9	35.6	37.0	3.0	-4.1
매출원가	34,877.5	42,649.1	57,072.1	60,276.1	57,770.9
매출총이익	-327.6	4,193.8	7,114.9	5,805.7	5,616.4
판매비와관리비	2,092.7	2,439.6	2,237.8	2,214.3	2,124.4
영업이익	-2,420.3	1,754.2	4,877.0	3,591.4	3,492.0
영업이익률(%)	-7.0	3.7	7.6	5.4	5.5
금융손익	-197.3	-741.5	-580.6	-376.9	-434.2
중속/관계기업관련손익	-28.6	575.5	263.9	295.0	295.0
기타영업외손익	-112.3	-757.2	-103.1	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	-2,758.4	831.0	4,457.3	3,349.6	3,192.8
법인세비용	-598.2	373.7	1,275.7	859.6	837.8
당기순이익	-2,146.7	501.0	3,171.0	2,476.1	2,830.7
지배주주지분 순이익	-2,172.8	304.6	2,915.5	2,276.6	2,602.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	13,295.1	21,481.7	28,896.3	31,101.0	32,504.7
현금및현금성자산	2,940.7	3,423.8	9,201.2	10,106.2	12,562.9
매출채권	2,506.2	4,248.7	5,249.8	5,596.3	5,315.6
재고자산	3,878.4	7,849.1	9,347.9	9,964.7	9,464.9
비유동자산	25,203.1	28,075.8	31,052.3	35,353.1	38,643.1
유형자산	17,878.2	19,350.0	22,085.8	26,210.1	29,853.3
무형자산	1,223.9	1,906.9	1,830.2	1,708.8	1,597.0
투자자산	4,311.4	4,929.6	5,007.7	5,305.6	5,064.2
자산총계	38,498.2	49,557.4	59,948.5	66,454.0	71,147.8
유동부채	11,014.8	14,512.5	18,911.3	21,140.9	22,348.8
매입채무	2,764.4	5,661.2	7,002.5	7,464.6	7,090.2
단기차입금	1,530.3	864.1	4,039.9	4,839.9	6,419.9
유동성장기부채	1,708.8	1,830.8	1,700.6	1,500.6	1,400.6
비유동부채	12,024.8	15,411.8	18,129.8	19,929.8	20,585.0
사채	7,971.0	10,106.0	11,032.4	11,452.4	11,772.4
장기차입금	2,659.4	3,305.8	4,569.7	5,869.7	6,269.7
부채총계	23,039.7	29,924.3	37,041.2	41,070.7	42,933.8
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,941.9	7,697.6	7,873.7	7,873.7	7,873.7
기타포괄이익누계액	-129.6	501.2	745.4	745.4	745.4
이익잉여금	9,891.3	10,211.2	12,917.3	15,193.8	17,796.3
비지배주주지분	918.5	2,309.8	2,455.3	2,654.8	2,882.9
자본총계	15,458.5	19,633.2	22,907.4	25,383.4	28,214.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	2,850.8	-483.0	2,971.7	3,789.0	4,878.9
당기순이익(손실)	-2,146.7	501.0	3,171.0	2,476.1	2,830.7
유형자산감가상각비	1,239.6	1,408.3	1,739.8	1,395.7	1,771.1
무형자산상각비	127.3	105.5	136.9	121.4	111.8
운전자본의 증감	4,272.1	-2,585.5	-2,809.2	-204.1	165.4
투자활동 현금흐름	-4,128.7	-4,123.2	-2,959.2	-6,007.2	-5,019.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,763.1	-3,187.7	-4,168.3	-5,520.0	-5,414.3
투자자산의 감소(증가)	-26.2	-42.8	-39.1	-297.9	241.4
재무활동 현금흐름	2,144.7	5,029.7	5,706.7	3,123.1	2,597.4
차입금증감	2,499.0	2,682.3	5,819.2	3,123.2	2,597.4
자본의증가	176.1	1,755.7	176.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	744.7	483.2	5,777.4	905.0	2,456.7
기초현금	2,196.0	2,940.7	3,423.8	9,201.2	10,106.2
기말현금	2,940.7	3,423.8	9,201.2	10,106.2	12,562.9
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	373,652	506,599	694,171	714,663	685,523
EPS(지배주주)	-23,498	3,293	31,530	24,620	28,146
CFPS	-10,858	27,183	75,574	56,597	64,772
EBITDAPS	-11,392	35,342	73,040	55,248	58,128
BPS	155,153	184,853	218,239	242,531	270,302
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-8.1	72.4	6.7	8.6	7.5
PCR	-17.5	8.8	2.8	3.7	3.3
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
EBITDA	-1,053.3	3,267.9	6,753.7	5,108.5	5,374.9
EV/EBITDA	-27.0	10.6	4.9	7.0	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-13.6	1.9	15.4	10.5	10.8
EBITDA이익률	-3.0	7.0	10.5	7.7	8.5
부채비율	149.0	152.4	161.7	161.8	152.2
금융비용부담률	1.0	0.8	0.7	0.9	1.0
이자보상배율(x)	-6.8	4.5	10.2	6.2	5.4
매출채권회전율(x)	10.4	13.9	13.5	12.2	11.6
재고자산회전율(x)	6.7	8.0	7.5	6.8	6.5

S-Oil(010950) 정유산업의 비탄력적 공급에 최대 수혜

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

Buy

적정주가 (12개월)	115,000원
현재주가 (5.30)	112,500원
상승여력	2.2%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	126,656억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.56%
외국인비중	81.17%
52주 최고/최저가	115,000원/79,900원
평균거래대금	461.2억원
주요주주(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 8 인	63.43
국민연금공단	7.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.7	40.8	18.4
상대주가	9.7	49.7	41.4



정유업은 공급여건 감소로 업황의 호조세는 장기화될 전망

- 미래 수요 불확실성의 역설적 수혜: 신규 투자 부재, 기존 설비들의 폐쇄 등으로 개선되는 수급 건전성
- Covid Endemic(수요)과 러시아 지정학 Risk(공급)가 혼재되며 정유업 펀더멘털에 긍정적
- 중국의 Lockdown 해제로 시황 Peak 우려 존재하지만, 되려 정유업 업황 지표는 2Q22가 바닥이 될 전망

2022년 연간 영업이익 4.0조원(+90% YoY)으로 사상 최대 규모를 달성

- 당사의 22년 연말 유가 전망은 WTI 100달러/배럴로 강세 기조 유지
- 글로벌 석유제품 공급망 Risk 부각되며 기존 생산 기업들에 수익성 추가 개선까지 가능

투자의견 Buy, 적정주가 11.5만원으로 상향 제시

- 동사는 정유업황 호조 장기화 수혜 & 석유화학 투자 의사결정 지연으로 2022~23년 배당 확대 여력 증가

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	16,829.7	-1,099.2	-796.1	-7,072	-1,333.2	48,733	-9.8	1.4	-27.7	-13.1	176.1
2021	27,463.9	2,140.9	1,378.5	12,114	-271.3	59,929	7.1	1.4	4.9	21.8	167.5
2022E	38,396.3	4,081.8	2,974.3	26,252	116.7	78,046	4.2	1.4	2.8	37.0	138.7
2023E	35,863.2	3,214.0	2,497.3	22,005	-16.2	94,667	5.0	1.2	2.5	24.8	106.6
2024E	32,083.6	2,685.6	2,125.5	18,702	-15.0	107,800	5.9	1.0	2.4	18.0	83.1

S-Oil 이익 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	9,287.0	10,087.7	9,528.1	9,493.5	8,881.2	8,988.6	8,992.4	9,000.9	38,396.3	35,863.2	32,083.6
정유	7,179.1	8,034.4	7,486.8	7,442.2	6,899.8	7,008.0	7,023.5	7,039.0	30,142.6	27,970.2	24,376.6
석유화학	1,366.2	1,437.8	1,439.7	1,463.4	1,417.9	1,426.4	1,423.9	1,426.1	5,707.1	5,694.3	5,651.3
윤활기유	741.7	615.4	601.5	588.0	563.6	554.2	545.0	535.9	2,546.6	2,198.6	2,055.7
영업이익	1,332.0	961.7	893.5	894.6	785.5	865.5	808.2	754.8	4,081.8	3,214.0	2,685.6
% OP	14.3%	9.5%	9.4%	9.4%	8.8%	9.6%	9.0%	8.4%	10.6%	9.0%	8.4%
정유	1,202.2	751.8	669.5	661.2	535.0	611.0	562.3	513.5	3,284.7	2,221.7	1,749.7
석유화학	-65.6	50.3	75.8	95.7	122.2	127.1	124.3	125.0	156.2	498.6	523.7
윤활기유	195.3	159.6	148.2	137.7	128.2	127.3	121.7	116.4	640.8	493.7	412.3
세전이익	1,195.9	1,019.7	951.5	833.4	838.5	923.5	866.2	701.6	4,000.6	3,329.8	2,809.0
순이익 (지배)	870.8	764.8	713.7	625.1	628.8	692.6	649.7	526.2	2,974.3	2,497.3	2,125.5
% YoY											
매출액	73.8	50.3	33.9	14.5	-4.4	-10.9	-5.6	-5.2	39.8	-6.6	-10.5
영업이익	111.7	68.4	62.6	128.6	-41.0	-10.0	-9.5	-15.6	90.7	-21.3	-16.4
세전이익	156.0	85.8	101.1	114.3	-29.9	-9.4	-9.0	-15.8	113.0	-16.8	-15.6
순이익(지배)	152.6	86.2	113.3	116.6	-27.8	-9.4	-9.0	-15.8	115.8	-16.0	-14.9
% QoQ											
매출액	12.0	8.6	-5.5	-0.4	-6.4	1.2	0.0	0.1			
영업이익	240.4	-27.8	-7.1	0.1	-12.2	10.2	-6.6	-6.6			
세전이익	207.4	-14.7	-6.7	-12.4	0.6	10.1	-6.2	-19.0			
순이익(지배)	201.8	-12.2	-6.7	-12.4	0.6	10.1	-6.2	-19.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

S-Oil (010950)

2022년 하반기 전망 시리즈 9

이차전지/석유화학

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,829.7	27,463.9	38,396.3	35,863.2	32,083.6
매출액증가율(%)	-31.0	63.2	39.8	-6.6	-10.5
매출원가	17,366.2	24,695.2	33,717.9	32,084.3	28,893.5
매출총이익	-536.5	2,768.7	4,678.4	3,778.9	3,190.1
판매비와관리비	562.6	627.8	596.7	564.9	504.4
영업이익	-1,099.2	2,140.9	4,081.8	3,214.0	2,685.6
영업이익률(%)	-6.5	7.8	10.6	9.0	8.4
금융손익	-36.2	-230.7	-3.6	128.8	136.3
종속/관계기업관련손익	3.7	1.8	8.3	12.0	12.0
기타영업외손익	-36.1	-34.0	-85.9	-25.0	0.0
세전계속사업이익	-1,167.8	1,878.0	4,000.6	3,329.8	2,834.0
법인세비용	-371.7	499.5	1,026.2	832.4	708.5
당기순이익	-796.1	1,378.5	2,974.3	2,497.3	2,125.5
지배주주지분 손이익	-796.1	1,378.5	2,974.3	2,497.3	2,125.5
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,996.6	8,377.4	11,630.0	13,154.5	13,744.8
현금및현금성자산	737.4	1,945.5	4,594.3	6,483.9	7,927.2
매출채권	1,196.3	1,971.0	2,397.3	2,272.9	1,982.2
재고자산	2,192.3	3,545.3	4,571.1	4,333.9	3,779.7
비유동자산	10,694.0	10,315.8	10,089.5	9,650.5	9,267.5
유형자산	10,077.8	9,564.8	9,418.7	8,989.2	8,620.6
무형자산	98.8	108.4	104.1	98.4	92.9
투자자산	125.7	134.2	74.1	70.3	61.3
자산총계	15,690.5	18,693.2	21,719.5	22,805.0	23,012.3
유동부채	6,565.1	8,505.0	9,171.2	8,333.3	7,044.0
매입채무	2,003.6	3,075.8	3,521.8	3,339.1	2,912.1
단기차입금	1,875.6	2,358.9	2,775.4	2,775.4	2,775.4
유동성장기부채	739.8	459.9	80.0	80.0	80.0
비유동부채	3,442.9	3,200.2	3,447.8	3,433.0	3,398.3
사채	3,194.6	2,736.1	2,955.5	2,955.5	2,955.5
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	10,008.0	11,705.2	12,619.0	11,766.3	10,442.3
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	379.2	379.2	379.2
기타포괄이익누계액	25.6	33.2	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	4,035.7	5,333.7	8,431.7	10,369.8	11,901.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,682.5	6,988.0	9,100.5	11,038.7	12,570.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,631.0	1,477.2	4,009.5	4,015.1	3,592.3
당기순이익(손실)	-796.1	1,378.5	2,974.3	2,497.3	2,125.5
유형자산감가상각비	623.7	644.0	887.6	1,429.5	1,368.6
무형자산상각비	7.6	7.8	6.0	5.7	5.4
운전자본의 증감	2,183.0	-966.7	-269.8	13.4	31.2
투자활동 현금흐름	-635.6	196.6	-742.4	-980.7	-970.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-547.1	-272.0	-714.2	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	6.6	-6.7	68.3	15.9	21.0
재무활동 현금흐름	-548.7	-466.1	-617.7	-1,144.9	-1,178.2
차입금증감	-593.8	-262.9	63.8	-504.4	-510.4
자본의증가	0.0	0.0	-952.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	446.4	1,208.1	2,648.8	1,889.6	1,443.3
기초현금	291.0	737.4	1,945.5	4,594.3	6,483.9
기말현금	737.4	1,945.5	4,594.3	6,483.9	7,927.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	149,487	243,944	341,050	318,549	284,978
EPS(지배주주)	-7,072	12,114	26,252	22,005	18,702
CFPS	-3,889	23,332	44,873	42,939	37,924
EBITDAPS	-4,156	24,806	44,193	41,296	36,059
BPS	48,733	59,929	78,046	94,667	107,800
DPS	0	3,800	4,800	5,100	5,100
배당수익률(%)	0.0	4.4	4.4	4.6	4.6
Valuation(Multiple)					
PER	-9.8	7.1	4.2	5.0	5.9
PCR	-17.8	3.7	2.5	2.6	2.9
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
PBR	1.4	1.4	1.4	1.2	1.0
EBITDA	-467.9	2,792.8	4,975.4	4,649.2	4,059.6
EV/EBITDA	-27.7	4.9	2.8	2.5	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-13.1	21.8	37.0	24.8	18.0
EBITDA이익률	-2.8	10.2	13.0	13.0	12.7
부채비율	176.1	167.5	138.7	106.6	83.1
금융비용부담률	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	-7.0	19.5	45.8	39.6	36.5
매출채권회전율(x)	13.4	17.3	17.6	15.4	15.1
재고자산회전율(x)	6.2	9.6	9.5	8.1	7.9

LG화학(051910) 이차전지 소재 사업 DNA 이식

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

Buy

적정주가 (12개월)	980,000원
현재주가 (5.30)	557,000원
상승여력	75.9%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	393,199억원
발행주식수	7,059만주
유동주식비율	66.11%
외국인비중	47.87%
52주 최고/최저가	898,000원/439,000원
평균거래대금	1,406.8억원
주요주주(%)	
LG 외 2 인	33.37
국민연금공단	6.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.3	-19.7	-33.1
상대주가	8.3	-14.6	-20.0

주가그래프



LGES IPO 이후, 존속 법인은 새로운 성장 동력원을 보유한 점

- 1Q22 Review를 통해 동사의 이차전지 소재(양극재, 분리막)의 외형 성장세를 재확인
- 당사가 주목하는 LG화학의 신규 사업은 양극재 분야→ Value-chain 수직계열화: 원재료/전구체/양극재/재활용
- 중장기 사업 경쟁력 우위 가시성 높아: Captive 고객사, 수직 계열화로 생산원가 절감, 공격적 투자가 가능한 재원

성장성을 갖춘 동사는 Re-rating Vs. 순수 NCC들은 De-rating

- 지난 2020년부터 동사는 국내 경쟁 NCC들 대비 차별화된 이익 규모/수익성을 시현 중
- 올해 역시 동사는 제품 Mix 개선에 따른 이익 창출능력으로 경쟁사들과의 격차 확대될 점
- 숫자 기반의 뚜렷한 성장 사업부문을 보유한 효과로 동사의 주가 Re-rating 필요

투자 의견 Buy, 적정주가 98만원으로 석유화학 커버리지 최선호주로 제시

(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	51,016.4	4,248.5	2,843.1	38,963	-17.0	402,925	14.1	1.4	5.5	10.7	90.0
2023E	60,231.7	5,210.8	3,461.5	47,724	23.1	435,196	11.5	1.3	4.7	10.6	95.4
2024E	67,005.5	5,579.1	3,735.2	51,601	8.1	470,964	10.7	1.2	4.3	10.5	91.5

LG화학 이익 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	11,608.1	12,440.7	13,299.1	13,668.5	14,192.2	15,013.9	15,198.7	15,826.8	51,016.4	60,231.7	67,005.5
기초소재	5,964.0	6,098.7	6,117.7	5,937.5	5,818.3	5,969.0	5,944.5	5,808.2	24,117.9	23,540.0	23,958.5
첨단소재	1,568.0	1,687.1	1,795.0	1,805.9	1,918.6	1,940.8	1,988.5	2,002.6	6,856.0	7,850.6	8,847.4
에너지솔루션	4,342.0	4,767.6	5,556.1	6,048.9	6,551.7	7,126.0	7,472.4	8,089.0	20,714.6	29,239.1	34,254.7
팜한농/바이오	478.0	475.0	401.9	461.9	525.8	569.9	386.1	525.2	1,816.8	2,007.0	2,337.3
영업이익	1,024.3	1,015.6	1,070.2	1,138.4	1,251.0	1,303.3	1,292.2	1,364.3	4,248.5	5,210.8	5,579.1
%OP	8.8%	8.2%	8.0%	8.3%	8.8%	8.7%	8.5%	8.6%	8.3%	8.7%	8.3%
기초소재	635.0	502.4	507.9	523.9	503.3	495.8	471.9	502.3	2,169.2	1,973.3	1,894.7
첨단소재	154.0	146.5	149.5	139.0	163.0	159.0	159.8	148.2	589.0	629.9	684.1
에너지솔루션	258.9	319.8	414.0	477.0	519.1	603.9	661.7	715.0	1,469.7	2,499.7	2,900.8
팜한농/바이오	73.0	46.9	-1.2	-1.5	65.7	44.6	-1.1	-1.2	117.2	107.9	99.5
세전이익	1,022.9	1,047.4	1,103.6	1,177.3	1,272.5	1,326.0	1,320.0	1,397.5	4,351.2	5,316.0	5,738.5
순이익(지배)	688.2	666.5	726.4	762.0	830.5	861.9	859.8	909.3	2,843.0	3,461.5	3,735.2
% YoY											
매출액	20.3	8.6	25.5	24.8	22.3	20.7	14.3	15.8	19.6	18.1	11.2
영업이익	-27.3	-52.5	46.8	52.1	22.1	28.3	20.7	19.8	-15.5	22.7	7.1
세전이익	-44.7	-52.4	56.2	130.7	24.4	26.6	19.6	18.7	-17.4	22.2	7.9
순이익(지배)	-47.3	-55.3	19.0	190.1	20.7	29.3	18.4	19.3	-22.5	21.8	7.9
% QoQ											
매출액	6.0	7.2	6.9	2.8	3.8	5.8	1.2	4.1			
영업이익	36.9	-0.8	5.4	6.4	9.9	4.2	-0.8	5.6			
세전이익	100.5	2.4	5.4	6.7	8.1	4.2	-0.5	5.9			
순이익(지배)	162.0	-3.1	9.0	4.9	9.0	3.8	-0.2	5.8			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG화학 (051910)

2022년 하반기 전망 시리즈 9

이차전지/석유화학

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	30,058.9	42,654.7	51,016.4	60,231.7	67,005.5
매출액증가율(%)	9.9	41.9	19.6	18.1	11.2
매출원가	23,741.4	31,436.4	45,263.0	52,523.1	55,420.4
매출총이익	6,317.5	11,218.3	5,753.4	7,708.6	11,585.1
판매비와관리비	4,512.1	6,192.8	1,504.9	2,497.7	6,006.0
영업이익	1,805.4	5,025.5	4,248.5	5,210.8	5,579.1
영업이익률(%)	6.0	11.8	8.3	8.7	8.3
금융손익	-691.4	25.9	82.4	133.2	187.5
종속/관계기업관련손익	9.3	-6.6	1.8	12.0	12.0
기타영업외손익	-171.7	-154.1	19.2	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	951.6	4,890.7	4,351.9	5,316.0	5,738.6
법인세비용	367.8	1,235.8	1,052.5	1,275.8	1,377.3
당기순이익	682.4	3,953.9	3,298.7	4,040.2	4,361.3
지배주주지분 순이익	512.6	3,669.8	2,843.1	3,461.5	3,735.2

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	16,319.7	20,413.8	38,789.8	45,907.4	50,112.4
현금및현금성자산	3,274.3	3,760.8	11,820.1	15,525.9	17,469.1
매출채권	5,298.4	6,387.0	8,264.3	9,569.3	10,434.4
재고자산	5,349.7	8,283.5	10,964.8	12,696.1	13,844.0
비유동자산	25,069.2	30,721.5	31,658.2	32,631.6	33,417.0
유형자산	20,567.5	24,378.3	25,255.1	26,278.9	27,153.1
무형자산	2,279.9	2,444.3	2,295.9	2,058.6	1,845.9
투자자산	558.8	1,639.1	1,776.3	1,963.3	2,087.2
자산총계	41,388.9	51,135.3	70,447.9	78,539.0	83,529.4
유동부채	12,624.2	15,062.1	20,701.6	24,883.5	26,246.1
매입채무	3,458.5	3,742.1	5,523.1	6,395.3	6,973.4
단기차입금	879.8	1,688.4	1,706.8	1,706.8	1,706.8
유동성장기부채	669.1	1,788.7	3,863.3	5,303.3	5,113.3
비유동부채	9,974.2	12,863.2	12,661.0	13,465.3	13,667.0
사채	5,376.8	7,412.7	6,809.7	6,909.7	6,909.7
장기차입금	3,131.3	3,628.6	3,673.3	4,073.3	4,073.3
부채총계	22,598.5	27,925.3	33,362.6	38,348.8	39,913.1
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	2,692.5	2,696.4	11,407.6	11,407.6	11,407.6
기타포괄이익누계액	-165.1	551.4	718.0	718.0	718.0
이익잉여금	15,175.3	18,092.0	19,061.8	21,588.0	24,387.9
비지배주주지분	751.3	1,516.2	5,543.9	6,122.6	6,748.7
자본총계	18,790.4	23,210.0	37,085.3	40,190.2	43,616.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	5,840.8	5,509.8	5,202.9	7,688.1	8,392.3
당기순이익(손실)	682.4	3,953.9	3,298.7	4,040.2	4,361.3
유형자산감가상각비	2,130.0	2,617.7	3,779.9	4,176.2	4,325.8
무형자산상각비	181.0	223.2	261.5	237.3	212.7
운전자본의 증감	1,266.4	-3,006.7	-2,082.4	-765.5	-507.5
투자활동 현금흐름	-5,296.4	-5,349.3	-10,517.4	-5,386.9	-5,323.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,535.8	-5,773.6	-5,256.8	-5,200.0	-5,200.0
투자자산의 감소(증가)	26.2	-1,087.0	-144.5	-186.9	-123.9
재무활동 현금흐름	938.1	123.7	13,311.3	1,404.7	-1,125.3
차입금증감	1,829.5	4,521.2	1,838.3	2,340.0	-190.0
자본의증가	417.9	3.9	8,711.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,385.6	486.6	8,059.2	3,705.9	1,943.2
기초현금	1,888.6	3,274.3	3,760.8	11,820.1	15,525.9
기말현금	3,274.3	3,760.8	11,820.1	15,525.9	17,469.1

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	425,809	604,240	722,690	853,232	949,189
EPS(지배주주)	6,170	50,674	38,963	47,724	51,601
CFPS	68,507	122,548	116,792	135,372	142,362
EBITDAPS	58,311	111,434	117,433	136,336	143,325
BPS	230,440	277,127	402,925	435,196	470,964
DPS	10,000	12,000	12,000	12,000	12,000
배당수익률(%)	1.2	2.0	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	133.6	12.1	14.1	11.5	10.7
PCR	12.0	5.0	4.7	4.1	3.9
PSR	1.9	1.0	0.8	0.6	0.6
PBR	3.6	2.2	1.4	1.3	1.2
EBITDA	4,116.3	7,866.4	8,289.8	9,624.2	10,117.6
EV/EBITDA	16.6	7.4	5.5	4.7	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	18.5	10.7	10.6	10.5
EBITDA이익률	13.7	18.4	16.2	16.0	15.1
부채비율	120.3	120.3	90.0	95.4	91.5
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	9.1	23.8	16.3	17.3	17.5
매출채권회전율(x)	6.7	7.3	7.0	6.8	6.7
재고자산회전율(x)	5.8	6.3	5.3	5.1	5.0

OCI(010060) 태양광 산업의 주도주

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

Buy

적정주가 (12개월)	160,000원
현재주가 (5.30)	128,500원
상승여력	24.5%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	30,646억원
발행주식수	2,385만주
유동주식비율	77.75%
외국인비중	16.66%
52주 최고/최저가	161,000원/86,100원
평균거래대금	352.4억원
주요주주(%)	
이화영 외 32 인	22.24
국민연금공단	10.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.8	17.9	2.0
상대주가	23.0	25.4	21.8

주가그래프



러시아 지정학 Risk 발생 이후 태양광산업의 중요성 높아져

- 2022년 Carbon to Green의 에너지 대전환의 과도기→ Supply-chain과 수익성 측면에서 태양광의 역할론 부각
- 중국과 유럽의 태양광 육성 정책 강화로 각 소재별 수요 전망치는 상향 조정 중

태양광 산업 또한 소재별 조달 가능한 물량 확보 경쟁 중→ Upstream 폴리실리콘을 가장 선호

- 당사는 태양광 소재군 Downstream 대비 Upstream 폴리실리콘의 펀더멘털을 긍정적으로 평가
- EU의 RePowerEU 정책의 결론은 태양광 설치량 증가로 수요 증가량 대비 공급 증가량이 뒤쳐진 폴리실리콘이 우세
- 글로벌 공급/물류망 재편 과정으로 Downstream 기업들의 Upstream 소재들에 선제적 물량 확보 움직임 가속화

OCI는 1Q22가 이익 바닥, 3Q22 5천톤 생산능력 추가되며 분기별 이익 우상향을 전망

투자의견 Buy, 적정주가 16만원으로 석유화학 커버리지 최선호주로 제시

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,002.5	-86.2	-246.2	-10,321	-68.9	98,160	-9.0	0.9	62.8	-9.9	86.0
2021	3,244.0	626.0	647.7	27,156	-359.6	128,783	3.8	0.8	4.3	23.9	82.6
2022E	4,841.0	893.6	792.3	33,219	21.3	158,930	3.8	0.8	3.5	23.1	74.4
2023E	5,227.3	1,010.4	897.9	37,647	13.4	194,577	3.4	0.7	2.5	21.3	61.2
2024E	5,100.3	942.2	850.2	35,650	-5.3	228,228	3.6	0.6	2.1	16.9	53.4

OCI 이익 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,006.1	1,197.8	1,334.8	1,302.4	1,279.8	1,293.0	1,333.7	1,320.8	4,841.0	5,227.3	5,100.3
베이직케미칼	343.3	471.4	518.6	523.1	517.1	509.0	499.3	484.8	1,856.4	2,010.1	2,004.1
석화/카본	416.5	410.1	409.9	390.9	393.0	396.6	404.0	407.7	1,627.3	1,601.3	1,650.0
에너지솔루션	156.1	162.4	196.3	168.4	171.7	165.6	186.5	159.9	683.1	683.8	513.3
영업이익	162.0	216.7	248.2	266.6	257.4	250.8	246.8	255.4	893.6	1,010.4	942.2
%OP	16.1%	18.1%	18.6%	20.5%	20.1%	19.4%	18.5%	19.3%	18.5%	19.3%	18.5%
베이직케미칼	77.2	151.4	170.6	179.3	192.4	184.7	175.4	161.5	578.5	714.0	616.8
석화/카본	33.9	20.1	22.9	20.9	20.0	23.6	31.0	34.7	97.7	109.3	140.0
에너지솔루션	28.8	30.2	39.3	31.4	28.3	25.5	22.9	20.6	129.8	97.3	86.7
세전이익	175.7	225.9	257.7	276.8	267.6	261.3	258.6	267.8	936.0	1,055.4	996.7
순이익(지배)	134.5	195.4	223.0	239.5	222.6	226.0	220.9	228.7	792.3	897.9	850.2
% YoY											
매출액	75.4	56.1	50.2	28.4	27.2	8.0	-0.1	1.4	49.2	8.0	-2.4
영업이익	244.6	30.3	27.6	22.3	58.9	15.7	-0.6	-4.2	42.7	13.1	-6.7
세전이익	298.1	40.8	36.1	27.0	52.4	15.7	0.4	-3.2	53.0	12.7	-5.6
순이익(지배)	253.9	35.4	25.4	-16.7	65.5	15.7	-0.9	-4.5	22.3	13.4	-5.3
% QoQ											
매출액	-0.8	19.1	11.4	-2.4	-1.7	1.0	3.1	-1.0			
영업이익	-25.7	33.8	14.6	7.4	-3.5	-2.6	-1.6	3.5			
세전이익	-19.4	28.6	14.1	7.4	-3.3	-2.4	-1.0	3.5			
순이익(지배)	-53.2	45.3	14.1	7.4	-7.1	1.6	-2.3	3.5			

자료: 메리츠증권 리서치센터

OCI (010060)

2022년 하반기 전망 시리즈 9

이차전지/석유화학

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,002.5	3,244.0	4,841.0	5,227.3	5,100.3
매출액증가율(%)	-23.1	62.0	49.2	8.0	-2.4
매출원가	1,874.0	2,337.9	3,690.2	3,981.7	3,928.6
매출총이익	128.5	906.1	1,150.8	1,245.6	1,171.7
판매비와관리비	214.7	280.2	257.2	235.2	229.5
영업이익	-86.2	626.0	893.6	1,010.4	942.2
영업이익률(%)	-4.3	19.3	18.5	19.3	18.5
금융손익	-5.7	-33.2	-10.2	-7.1	2.1
중속/관계기업관련손익	7.4	17.0	20.0	19.2	19.1
기타영업외손익	-265.7	2.2	32.6	32.6	32.6
세전계속사업이익	-350.1	612.0	936.0	1,055.0	996.0
법인세비용	-99.0	-40.2	144.7	158.0	146.6
당기순이익	-251.2	652.1	791.3	897.0	849.4
지배주주지분 순이익	-246.2	647.7	792.3	897.9	850.2
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,036.0	3,339.0	4,238.0	4,990.7	5,763.1
현금및현금성자산	443.6	698.7	847.4	1,552.2	2,119.5
매출채권	318.6	532.9	684.3	694.0	735.4
재고자산	813.6	1,604.7	2,060.7	2,089.8	2,214.5
비유동자산	2,401.2	2,365.1	2,465.8	2,576.2	2,664.8
유형자산	1,710.2	1,618.0	1,712.3	1,823.0	1,903.5
무형자산	40.3	38.3	35.4	32.5	29.9
투자자산	162.6	196.2	235.2	237.7	248.4
자산총계	4,437.2	5,704.1	6,703.9	7,566.9	8,427.8
유동부채	859.7	1,236.5	1,560.0	1,572.0	1,623.5
매입채무	107.8	243.7	313.0	317.4	336.3
단기차입금	157.7	345.4	407.0	407.0	407.0
유동성장기부채	381.7	228.8	302.4	302.4	302.4
비유동부채	1,191.8	1,343.8	1,300.4	1,302.2	1,310.0
사채	229.3	236.4	286.5	286.5	286.5
장기차입금	889.3	996.8	874.6	874.6	874.6
부채총계	2,051.5	2,580.3	2,860.3	2,874.2	2,933.4
자본금	127.3	127.3	127.3	127.3	127.3
자본잉여금	785.5	794.0	794.0	794.0	794.0
기타포괄이익누계액	-19.5	57.5	79.9	79.9	79.9
이익잉여금	1,454.8	2,092.7	2,789.3	3,639.5	4,442.0
비지배주주지분	44.7	52.4	53.1	52.2	51.4
자본총계	2,385.7	3,123.8	3,843.5	4,692.8	5,494.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-118.5	377.7	492.0	1,015.4	889.7
당기순이익(손실)	-251.2	652.1	791.3	897.0	849.4
유형자산감가상각비	133.1	130.9	136.6	149.2	159.5
무형자산상각비	5.5	5.1	3.4	2.9	2.6
운전자본의 증감	-169.5	-401.6	-462.4	-26.8	-115.0
투자활동 현금흐름	6.2	-283.6	-362.8	-262.9	-275.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-73.3	-94.5	-226.0	-260.0	-240.0
투자자산의 감소(증가)	-32.5	-33.6	-39.1	-2.5	-10.7
재무활동 현금흐름	76.9	136.7	10.9	-47.6	-47.2
차입금증감	77.9	149.7	65.1	0.1	0.5
자본의증가	0.0	8.5	-0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-44.0	255.1	148.7	704.8	567.3
기초현금	487.6	443.6	698.7	847.4	1,552.2
기말현금	443.6	698.7	847.4	1,552.2	2,119.5
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	83,965	136,020	202,983	219,179	213,855
EPS(지배주주)	-10,321	27,156	33,219	37,647	35,650
CFPS	3,976	33,693	45,455	50,914	48,470
EBITDAPS	2,202	31,952	43,341	48,744	46,304
BPS	98,160	128,783	158,930	194,577	228,228
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.0	1.9	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	-9.0	3.8	3.8	3.4	3.6
PCR	23.4	3.1	2.8	2.5	2.6
PSR	1.1	0.8	0.6	0.6	0.6
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
EBITDA	52.5	762.0	1,033.7	1,162.5	1,104.3
EV/EBITDA	62.8	4.3	3.5	2.5	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.9	23.9	23.1	21.3	16.9
EBITDA이익률	2.6	23.5	21.4	22.2	21.7
부채비율	86.0	82.6	74.4	61.2	53.4
금융비용부담률	2.4	1.1	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	-1.8	17.4	26.6	29.6	27.6
매출채권회전율(x)	5.6	7.6	8.0	7.6	7.1
재고자산회전율(x)	2.3	2.7	2.6	2.5	2.4

LG에너지솔루션(373220) 돋보일 사업 경쟁력

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

Buy

적정주가 (12개월)	680,000원
현재주가 (5.30)	439,500원
상승여력	54.7%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	1,028,430억원
발행주식수	23,400만주
유동주식비율	14.68%
외국인비중	3.20%
52주 최고/최저가	548,000원/359,500원
평균거래대금	1,944.1억원
주요주주(%)	
LG화학 외 1인	81.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.4	0.0	0.0
상대주가	6.4	0.0	0.0



2022~23년 차량용 반도체 공급차질의 끝이 보이기 시작→누적된 양산능력 경험에서 발생 가능한 생산성 부각

- 당사는 차량용 반도체의 리드타임이 지난 4월 기점으로 peak-out된 점을 주목→자동차 업계의 낮아진 재고 상황에서 차량 생산 정상화/판매량 증가의 선순환 구조를 예상
- 전방 자동차 업계의 생산 정상화 및 EV 전략 개시에 이차전지 산업에 긍정적 낙수효과를 예상
- 개선될 이차전지 산업에서 동사의 사업 경쟁력 우위가 부각: 상위 고객사 보유 효과, 대량 생산능력, 수익성 관리

LG에너지솔루션: No.1 EV기업 Tesla를 고객사로 둔 상황만으로 후발 기업들과의 격차 더욱 확대될 점

- 2030년 기준 2천만대 생산 목표를 이행하는 Tesla 대비 기존 완성차 기업들의 EV 생산규모는 한참 뒤쳐져
- 동사의 원통형/파우치 전지의 Two-track 전략으로 외형 성장을 통한 시장 지배력이 더욱 강화될 점
- 동사는 하이니켈 양극재/실리콘 음극재 등 소재 기술 변화에 가장 적극적으로 ASP 관리 능력 부각

투자의견 Buy, 적정주가 68만원으로 이차전지 산업 최선호주 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,461.1	-475.2	-455.5	-2,278		34,398	0.0	0.0	-13.3	-6.6	163.6
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	20,715.0	1,469.7	1,113.7	4,798	4.1	82,392	89.7	5.2	27.9	8.2	90.8
2023E	29,239.2	2,499.6	1,832.1	7,829	63.4	90,222	55.0	4.8	18.6	9.1	101.4
2024E	37,136.5	3,270.0	2,397.4	10,245	30.9	100,467	42.0	4.3	14.7	10.7	106.6

LG에너지솔루션 이익 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	4,342.3	4,767.6	5,556.1	6,048.9	6,551.7	7,126.0	7,472.4	8,089.0	20,715.0	29,239.2	37,136.5
소형	1,954.0	2,090.8	2,408.5	2,657.2	2,861.0	3,144.9	3,325.5	3,656.5	9,110.6	12,987.9	16,553.3
파우치형	390.8	250.9	240.9	212.6	286.1	314.5	332.5	365.6	1,095.1	1,298.8	1,730.4
원통형	1,563.2	1,839.9	2,167.7	2,444.6	2,574.9	2,830.4	2,992.9	3,290.8	8,015.4	11,689.1	14,822.9
중대형	2,301.4	2,676.8	3,147.6	3,391.7	3,690.7	3,981.1	4,146.9	4,432.6	11,517.6	16,251.3	20,583.2
영업이익	258.9	319.8	414.0	477.0	519.1	603.9	661.7	715.0	1,469.7	2,499.6	3,270.0
%OP	6.0%	6.7%	7.5%	7.9%	7.9%	8.5%	8.9%	8.8%	7.1%	8.5%	8.8%
소형	250.1	261.4	308.3	358.7	394.8	437.1	472.2	504.6	1,178.5	1,808.8	2,318.0
파우치형	50.0	41.8	49.3	57.4	59.2	65.6	70.8	75.7	198.6	271.3	347.7
원통형	200.1	219.5	259.0	301.3	335.6	371.6	401.4	428.9	979.9	1,537.5	1,970.3
중대형	46.0	58.4	105.7	118.3	124.3	166.7	189.5	210.4	328.5	690.9	952.0
세전이익	259.7	315.8	409.1	471.1	512.1	595.9	653.3	706.1	1,455.7	2,467.4	3,228.8
순이익(지배)	226.6	233.5	303.8	349.8	380.2	442.5	485.1	524.3	1,113.7	1,832.0	2,397.4
% YoY											
매출액	2.1	-7.1	38.0	36.3	50.9	49.5	34.5	33.7	16.0	41.1	27.0
영업이익	-24.1	-55.8	흑전	529.8	100.5	88.8	59.8	49.9	91.2	70.1	30.8
세전이익	-50.4	-62.9	흑전	364.5	97.2	88.7	59.7	49.9	44.6	69.5	30.9
순이익(지배)	-38.9	-61.9	흑전	731.3	67.8	89.5	59.7	49.9	40.5	64.5	30.9
% QoQ											
매출액	-2.2	9.8	16.5	8.9	8.3	8.8	4.9	8.3			
영업이익	241.9	23.5	29.5	15.2	8.8	16.3	9.6	8.0			
세전이익	156.0	21.6	29.6	15.2	8.7	16.4	9.6	8.1			
순이익(지배)	438.5	3.1	30.1	15.2	8.7	16.4	9.6	8.1			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220)

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,461.1	17,851.9	20,715.0	29,239.2	37,136.5
매출액증가율(%)		1,121.8	16.0	41.1	27.0
매출원가	1,237.0	13,953.1	14,424.8	21,131.4	27,707.9
매출총이익	224.1	3,898.8	6,290.2	8,107.8	9,428.7
판매비와관리비	699.3	3,130.3	4,820.5	5,608.2	6,158.7
영업이익	-475.2	768.5	1,469.7	2,499.6	3,270.0
영업이익률(%)	-32.5	4.3	7.1	8.5	8.8
금융손익	-110.0	44.7	-22.7	-32.3	-41.2
중속/관제기업관련손익	1.2	-11.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-20.9	-24.5	8.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	-604.9	777.2	1,455.7	2,467.4	3,228.8
법인세비용	-147.4	76.5	332.1	616.9	807.2
당기순이익	-451.8	929.9	1,123.6	1,850.6	2,421.6
지배주주지분 순이익	-455.5	792.5	1,113.7	1,832.1	2,397.4
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	9,085.7	9,535.8	18,900.8	20,422.7	22,900.6
현금및현금성자산	1,493.2	1,282.9	7,663.8	5,403.4	4,302.3
매출채권	2,931.2	2,914.5	3,971.2	5,310.5	6,577.9
재고자산	3,043.1	3,895.8	5,308.3	7,098.6	8,792.8
비유동자산	10,856.1	14,228.3	19,376.5	23,715.7	27,371.0
유형자산	8,683.6	11,050.8	16,180.9	20,457.8	24,044.8
무형자산	325.8	455.4	369.2	299.3	242.7
투자자산	108.8	481.4	585.6	717.7	842.8
자산총계	19,941.8	23,764.1	38,277.3	44,138.4	50,271.6
유동부채	6,889.2	9,474.0	12,320.1	15,861.4	19,173.1
매입채무	2,592.3	2,177.7	2,967.3	3,968.1	4,915.1
단기차입금	793.6	1,146.3	1,216.3	1,236.3	1,236.3
유동성장기부채	329.5	1,057.1	1,157.1	1,297.1	1,377.1
비유동부채	5,487.2	5,547.8	5,891.2	6,360.5	6,760.5
사채	1,943.7	2,045.8	2,045.8	2,055.8	2,075.8
장기차입금	3,076.7	2,662.9	2,722.9	2,822.9	2,862.9
부채총계	12,376.4	15,021.8	18,211.3	22,221.8	25,933.5
자본금	100.0	100.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	7,231.5	7,122.4	17,305.4	17,305.4	17,305.4
기타포괄이익누계액	1.2	406.1	406.1	406.1	406.1
이익잉여금	-453.1	337.6	1,451.3	3,283.3	5,680.7
비지배주주지분	685.8	776.3	786.2	804.7	828.9
자본총계	7,565.4	8,742.4	20,066.0	21,916.5	24,338.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	395.4	978.6	3,215.1	4,841.7	6,213.9
당기순이익(손실)	-451.8	929.9	1,123.6	1,850.6	2,421.6
유형자산감가상각비	110.6	1,378.7	2,069.9	3,003.1	3,813.1
무형자산상각비	5.0	73.1	86.2	69.9	56.7
운전자본의 증감	177.7	-2,407.4	-64.5	-81.8	-77.4
투자활동 현금흐름	-884.8	-2,178.1	-7,304.3	-7,412.1	-7,525.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-260.3	-3,462.9	-7,200.0	-7,280.0	-7,400.0
투자자산의 감소(증가)	-107.6	-384.1	-104.3	-132.1	-125.0
재무활동 현금흐름	-203.0	882.8	10,470.0	310.0	210.0
차입금증감	6,201.1	768.2	270.0	310.0	210.0
자본의증가	7,331.5	-109.0	10,200.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-706.9	-210.3	6,380.9	-2,260.4	-1,101.1
기초현금	2,200.0	1,493.2	1,282.9	7,663.8	5,403.4
기말현금	1,493.2	1,282.9	7,663.8	5,403.4	4,302.3
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	7,305	89,260	89,246	124,954	158,703
EPS(지배주주)	-2,278	3,963	4,798	7,829	10,245
CFPS	1,825	19,304	15,658	23,815	30,511
EBITDAPS	-1,798	11,101	15,621	23,815	30,511
BPS	34,398	39,831	82,392	90,222	100,467
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	89.7	55.0	42.0
PCR	0.0	0.0	27.5	18.1	14.1
PSR	0.0	0.0	4.8	3.4	2.7
PBR	0.0	0.0	5.2	4.8	4.3
EBITDA	-359.6	2,220.3	3,625.7	5,572.6	7,139.7
EV/EBITDA	-13.3	2.9	27.9	18.6	14.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.6	10.7	8.2	9.1	10.7
EBITDA이익률	-24.6	12.4	17.5	19.1	19.2
부채비율	163.6	171.8	90.8	101.4	106.6
금융비용부담률	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	-60.1	11.5	26.7	43.7	55.0
매출채권회전율(x)	0.5	6.1	6.0	6.3	6.2
재고자산회전율(x)	0.5	5.1	4.5	4.7	4.7

엘앤에프(066970) 공급망 재편에 맞춘 첫 해외 증설이 핵심

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

Buy

적정주가 (12개월)	430,000원
현재주가 (5.30)	249,900원
상승여력	72.1%
KOSPI	886.44pt
시가총액	89,788억원
발행주식수	3,593만주
유동주식비율	65.84%
외국인비중	23.51%
52주 최고/최저가	276,600원/83,867원
평균거래대금	1,585.2억원
주요주주(%)	
새로닉스 외 14 인	23.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.0	11.4	184.6
상대주가	16.3	21.4	213.8

주가그래프



동사의 정체성은 성장기업: 자사주 처분의 핵심은 해외 증설 자금 마련 목적

- 동사는 해외 증설 자금 마련을 위해 자사주 100만주를 처분을 결정
- 해당 결정은 증자를 통한 주주가치 훼손 방지, 차입을 재무건전성 악화 없는 투자 목적으로 긍정적 평가

동사는 이미 Tesla향 공급 기업, 해외 설비 투자로 Tesla/LG에너지솔루션 현지 공급망 구축 전략에 더욱 가까워져

- 동사는 자사주 처분금액으로 주력 고객사(LG에너지솔루션, Tesla)들의 주요 생산거점에 전략적으로 대응할 목적
- 동사는 Redwood Materials와 하이니켈 양극재 생산과 양극재 Recycling 사업협력을 앞두고 있어 최종 고객사의 낙수효과가 가장 확실한 이차전지 소재기업이 될 전망

투자의견 Buy, 적정주가 43만원으로 이차전지 소재 최선호주로 제시

- 고객사의 낙수효과(출하량, 기술 Road-map) 및 양극재 생산 Value-chain 구축으로 사업 경쟁력 강화 구간
- 국내 1위 양극재 기업과의 Gap 축소가 가능한 시점으로 동사에 이차전지 소재 최선호주로 제시

(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	3,471.6	322.0	232.9	6,508	-284.2	24,037	37.5	10.1	27.2	31.2	218.2
2023E	5,786.2	517.4	303.4	8,443	29.7	32,481	28.9	7.5	17.6	29.9	239.9
2024E	8,055.3	723.2	428.9	11,937	41.4	44,418	20.4	5.5	13.0	31.0	232.0

엘앤에프 이익 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	553.6	912.7	980.2	1,025.2	1,328.7	1,414.4	1,500.1	1,543.0	3,471.6	5,786.2	8,055.3
영업이익	53.0	85.4	90.2	93.3	117.1	126.1	132.1	142.1	321.9	517.4	723.2
% OP	9.6%	9.4%	9.2%	9.1%	8.8%	8.9%	8.8%	9.2%	9.3%	8.9%	9.0%
세전이익	99.6	64.6	65.5	65.1	85.2	90.5	93.0	99.6	294.7	368.3	520.7
순이익(지배)	70.7	53.8	54.6	53.6	70.2	74.6	76.6	81.9	232.7	303.4	428.9
% YoY											
매출액	283.1	344.2	307.2	169.7	140.0	55.0	53.0	50.5	257.6	66.7	39.2
영업이익	흑전	1,386.3	567.0	230.1	120.9	47.6	46.5	52.4	627.3	60.8	39.8
세전이익	흑전	흑전	흑전	흑전	-14.4	40.2	42.0	52.9	흑전	25.0	41.4
순이익(지배)	흑전	흑전	흑전	흑전	0.1	38.7	40.3	52.7	흑전	30.6	41.4
% QoQ											
매출액	45.6	64.9	7.4	4.6	29.6	6.5	6.1	2.9			
영업이익	87.6	61.2	5.6	3.4	25.6	7.7	4.7	7.5			
세전이익	흑전	-35.2	1.4	-0.6	30.9	6.2	2.7	7.1			
순이익(지배)	흑전	-23.3	1.4	-1.7	30.9	6.3	2.6	6.9			

자료: 메리츠증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

2022년 하반기 전망 시리즈 9

이차전지/석유화학

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	356.1	970.8	3,471.6	5,786.2	8,055.3
매출액증가율(%)	13.7	172.6	257.6	66.7	39.2
매출원가	332.9	892.6	3,036.3	5,080.3	7,069.9
매출총이익	23.3	78.1	435.3	705.9	985.4
판매비와관리비	21.8	33.9	113.4	188.5	262.2
영업이익	1.5	44.3	322.0	517.4	723.2
영업이익률(%)	0.4	4.6	9.3	8.9	9.0
금융손익	-16.9	-175.1	-27.1	-149.0	-202.4
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.4	5.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-17.9	-125.6	294.9	368.4	520.7
법인세비용	-2.9	-13.4	60.2	62.6	88.5
당기순이익	-15.0	-112.3	234.7	305.7	432.2
지배주주지분 순이익	-15.2	-113.1	232.9	303.4	428.9
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	212.0	1,070.6	2,133.1	3,143.4	4,272.9
현금및현금성자산	21.2	271.8	399.7	659.9	882.8
매출채권	59.1	268.2	723.5	1,088.9	1,530.4
재고자산	105.3	261.6	705.4	1,061.7	1,492.3
비유동자산	254.2	461.6	635.2	852.8	1,064.9
유형자산	237.4	427.1	602.2	821.0	1,034.1
무형자산	8.9	9.5	8.1	6.9	5.8
투자자산	2.4	3.4	3.4	3.4	3.4
자산총계	466.2	1,532.2	2,768.2	3,996.2	5,337.7
유동부채	158.1	398.3	1,392.2	2,308.4	3,210.5
매입채무	37.4	200.4	540.3	813.3	1,143.1
단기차입금	96.8	129.6	329.6	529.6	729.6
유동성장기부채	13.7	36.6	436.6	836.6	1,156.6
비유동부채	110.5	498.7	506.2	512.2	519.5
사채	4.7	16.9	16.9	16.9	16.9
장기차입금	90.5	156.0	156.0	156.0	156.0
부채총계	268.6	897.0	1,898.4	2,820.6	3,730.0
자본금	14.0	17.4	17.4	17.4	17.4
자본잉여금	160.3	693.9	693.9	693.9	693.9
기타포괄이익누계액	14.1	23.5	23.5	23.5	23.5
이익잉여금	17.9	-98.6	134.3	437.6	866.5
비지배주주지분	3.2	4.4	6.2	8.6	11.9
자본총계	197.6	635.2	869.9	1,175.6	1,607.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	45.3	-138.1	-276.1	-87.9	-37.0
당기순이익(손실)	-15.0	-112.3	234.7	305.7	432.2
유형자산감가상각비	12.3	19.0	21.0	33.2	46.9
무형자산상각비	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0
운전자본의 증감	32.7	-212.7	-533.1	-427.9	-517.2
투자활동 현금흐름	-70.8	-413.6	-196.0	-252.0	-260.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-54.1	-179.4	-196.0	-252.0	-260.0
투자자산의 감소(증가)	-0.4	-1.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	46.4	801.9	600.0	600.0	520.0
차입금증감	-21.1	442.7	600.0	600.0	520.0
자본의증가	81.9	537.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	20.4	250.6	127.9	260.2	223.0
기초현금	0.8	21.2	271.8	399.7	659.9
기말현금	21.2	271.8	399.7	659.9	882.8
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	12,872	30,795	97,022	161,042	224,197
EPS(지배주주)	-550	-3,588	6,508	8,443	11,937
CFPS	620	2,526	11,398	15,356	21,462
EBITDAPS	552	2,053	9,624	15,356	21,462
BPS	6,653	17,799	24,037	32,481	44,418
DPS	48	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-125.1	-62.0	37.5	28.9	20.4
PCR	111.0	88.1	21.4	15.9	11.4
PSR	5.3	7.2	2.5	1.5	1.1
PBR	10.3	12.5	10.1	7.5	5.5
EBITDA	15.3	64.7	344.4	551.8	771.1
EV/EBITDA	143.2	121.9	27.2	17.6	13.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.4	-27.4	31.2	29.9	31.0
EBITDA이익률	4.3	6.7	9.9	9.5	9.6
부채비율	135.9	141.2	218.2	239.9	232.0
금융비용부담률	1.6	1.4	2.8	2.7	2.7
이자보상배율(x)	0.3	3.3	3.3	3.3	3.4
매출채권회전율(x)	6.1	5.9	7.0	6.4	6.2
재고자산회전율(x)	2.9	5.3	7.2	6.5	6.3

천보(278280) 다가오는 Bottom-out 시점

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

Buy

적정주가 (12개월)	370,000원
현재주가 (5.30)	269,700원
상승여력	37.2%
KOSPI	886.44pt
시가총액	26,970억원
발행주식수	1,000만주
유동주식비율	43.87%
외국인비중	7.34%
52주 최고/최저가	356,200원/167,300원
평균거래대금	284.4억원
주요주주(%)	
이상울 외 11 인	55.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.5	-21.8	58.8
상대주가	-1.5	-14.8	75.1

주가그래프



2Q22 Preview: 매출액 710억원, 영업이익의 125억원으로 실적 바닥 가능성을 추정

- 원재료 LiPF6 가격 약세가 반영될 2~3Q가 실적 바닥 구간으로 판단
- 수요는 전방 완성차 기업들의 생산 정상화 및 중국 정부의 경기부양책의 일환으로 전기차 보조금 혜택 강화

2H22 업황 반등에 맞춰진 동사의 이익 개선 구간

- 동사 실적 추정에 부정적 변수(LiPF6 약세와 중국의 Lockdown)는 점진적으로 소멸될 전망
- 2H22 동사는 F전해질 생산량 증가에 따른 제품Mix 및 판가 상승으로 외형성장과 수익성 개선 모두 가능할 점
- 전방 Cell기업들의 투자 Cycle 현재 진행 형, 전해질 첨가제는 타이트한 공급여건은 동사에 중장기 성장성을 담보

투자의견 Buy와 적정주가 37만원 유지

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	155.5	30.1	27.3	2,734	16.6	22,452	66.7	8.1	43.2	12.6	16.1
2021	271.6	50.6	43.8	4,377	75.4	28,479	79.6	12.2	52.7	17.2	32.2
2022E	345.1	67.2	45.7	4,568	4.8	34,516	58.5	7.7	30.8	14.5	113.5
2023E	600.1	111.6	77.8	7,776	70.3	41,995	34.3	6.4	20.3	20.3	126.4
2024E	812.4	153.7	107.8	10,780	38.7	52,476	24.8	5.1	15.1	22.8	125.2

천보 이익 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	94.3	71.0	85.5	94.3	122.0	134.9	161.8	181.4	345.1	600.1	812.4
이차전지소재	65.3	49.2	64.0	71.7	98.0	110.0	136.2	152.5	250.2	496.7	687.1
전자소재	22.7	15.2	16.0	16.7	17.9	18.8	19.8	22.9	70.6	79.4	101.4
기타	6.3	6.6	5.5	5.9	6.1	6.0	5.9	6.0	24.3	24.0	24.0
영업이익	18.0	12.5	16.8	19.9	22.3	24.8	30.1	34.4	67.2	111.6	153.7
% OP	19.1%	17.6%	19.7%	21.1%	18.3%	18.4%	18.6%	19.0%	19.5%	18.6%	18.9%
이차전지소재	12.1	8.6	12.8	15.8	17.6	20.0	25.2	29.0	49.3	91.8	133.2
전자소재	4.8	2.2	2.7	2.7	3.0	3.2	3.4	3.9	12.4	13.5	15.2
기타	1.1	1.6	1.3	1.4	1.6	1.6	1.5	1.6	5.5	6.2	5.3
세전이익	17.4	10.6	14.7	17.5	19.9	21.8	27.3	31.3	60.3	100.3	139.9
순이익 (지배)	12.2	8.4	11.5	13.5	15.3	17.1	21.3	24.2	45.7	77.8	107.8
% YoY											
매출액	92.1	17.5	15.9	6.8	29.4	89.9	89.2	92.4	27.1	73.9	35.4
영업이익	90.5	29.8	41.5	1.1	23.5	98.9	78.5	73.3	32.7	66.0	37.8
세전이익	55.3	8.3	-1.1	-7.9	13.8	106.4	84.9	78.6	9.8	66.3	39.5
순이익(지배)	30.4	4.2	-0.7	-8.0	25.0	102.1	84.2	79.3	4.4	70.2	38.6
% QoQ											
매출액	6.8	-24.7	20.5	10.2	29.4	10.5	20.0	12.1			
영업이익	-8.2	-30.9	35.2	17.8	12.2	11.3	21.3	14.4			
세전이익	-8.4	-39.4	39.5	19.0	13.2	9.9	24.9	14.9			
순이익(지배)	-16.6	-31.0	36.8	16.9	13.2	11.6	24.7	13.8			

자료: 메리츠증권 리서치센터

천보 (278280)

2022년 하반기 전망 시리즈 9

이차전지/석유화학

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	155.5	271.6	345.1	600.1	812.4
매출액증가율(%)	14.9	74.7	27.1	73.9	35.4
매출원가	123.2	217.2	270.3	459.0	617.7
매출총이익	32.3	54.4	74.8	141.1	194.8
판매비와관리비	2.2	3.8	4.3	7.3	9.9
영업이익	30.1	50.6	67.2	111.6	153.7
영업이익률(%)	19.4	18.6	20.4	22.3	22.8
금융손익	0.8	2.7	-7.5	-11.1	-13.8
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.2	-0.0	-0.3	-0.1
기타영업외손익	-0.7	1.8	0.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	30.3	54.9	60.3	100.2	139.9
법인세비용	3.0	6.9	9.9	14.5	21.0
당기순이익	27.4	48.0	50.3	85.7	118.9
지배주주지분 순이익	27.3	43.8	45.7	77.8	107.8
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	140.1	227.7	617.2	811.2	1,026.1
현금및현금성자산	13.5	35.3	105.1	126.2	245.7
매출채권	32.4	58.9	71.2	136.9	173.2
재고자산	35.9	62.1	83.6	160.8	203.4
비유동자산	120.6	177.0	228.5	272.8	313.4
유형자산	115.9	148.2	201.1	239.2	276.4
무형자산	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
투자자산	2.2	8.3	8.3	14.5	18.0
자산총계	260.7	404.6	845.7	1,084.0	1,339.5
유동부채	19.9	68.1	404.1	528.7	637.8
매입채무	3.8	8.3	13.9	26.8	33.9
단기차입금	4.0	27.5	30.0	90.0	150.0
유동성장기부채	1.0	5.8	10.0	30.0	50.0
비유동부채	16.3	30.5	45.5	76.4	107.0
사채	0.0	0.0	10.0	30.0	50.0
장기차입금	15.0	29.3	5.0	15.0	25.0
부채총계	36.2	98.5	449.6	605.1	744.7
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	87.4	101.2	121.9	121.9	121.9
기타포괄이익누계액	-0.7	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
이익잉여금	142.4	183.4	223.2	297.9	402.8
비지배주주지분	0.0	21.3	50.9	58.9	70.0
자본총계	224.6	306.1	396.1	478.8	594.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	19.1	-14.3	54.5	-24.7	75.8
당기순이익(손실)	27.4	48.0	50.3	85.7	118.9
유형자산감가상각비	11.2	16.1	20.4	26.9	32.7
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-19.3	-83.7	-16.5	-137.4	-75.9
투자활동 현금흐름	-12.5	-48.5	-371.2	-71.2	-73.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-50.9	-52.8	-73.1	-65.0	-70.0
투자자산의 감소(증가)	1.2	-6.2	-0.0	-6.2	-3.5
재무활동 현금흐름	0.6	84.1	385.9	117.1	117.1
차입금증감	14.0	47.0	338.3	120.1	120.1
자본의증가	0.0	13.9	20.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.5	21.9	69.7	21.2	119.5
기초현금	7.0	13.5	35.3	105.1	126.2
기말현금	13.5	35.3	105.1	126.2	245.7
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	15,549	27,158	34,512	60,007	81,242
EPS(지배주주)	2,734	4,377	4,568	7,776	10,780
CFPS	4,220	7,150	8,728	13,830	18,645
EBITDAPS	4,133	6,680	8,764	13,855	18,653
BPS	22,452	28,479	34,516	41,995	52,476
DPS	300	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	66.7	79.6	58.5	34.3	24.8
PCR	43.2	48.8	30.6	19.3	14.3
PSR	11.7	12.8	7.7	4.4	3.3
PBR	8.1	12.2	7.7	6.4	5.1
EBITDA	41.3	66.8	87.6	138.6	186.5
EV/EBITDA	43.2	52.7	30.8	20.3	15.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.6	17.2	14.5	20.3	22.8
EBITDA이익률	26.6	24.6	25.4	23.1	23.0
부채비율	16.1	32.2	113.5	126.4	125.2
금융비용부담률	0.2	0.3	2.6	2.2	2.0
이자보상배율(x)	92.4	61.0	7.5	8.6	9.6
매출채권회전율(x)	5.6	6.0	5.3	5.8	5.2
재고자산회전율(x)	4.8	5.5	4.7	4.9	4.5

에코프로비엠(247540) 양극재의 만형

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

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	630,000원
현재주가 (5.30)	489,200원
상승여력	28.8%
KOSPI	886.44pt
시가총액	112,122억원
발행주식수	2,453만주
유동주식비율	45.16%
외국인비중	9.69%
52주 최고/최저가	559,303원/173,162원
평균거래대금	1,141.9억원
주요주주(%)	
에코프로 외 13 인	51.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	-8.7	176.4
상대주가	6.3	-0.5	204.8



투자의견 Buy, 적정주가 63만원으로 커버리지 개시

- 동사에 적정주가 63만원 산출은 2024년 EBITDA 7,507억원에 EV/EBITDA 20배를 적용
- 동사는 양극재 생산의 수직계열화를 구축하며 공급망 및 수익성 Risk에서 경쟁사들 대비 자유롭고
- 국내 주력 고객사 SK On의 빠른 속도로 증가하는 수주/생산Capa에 맞춤형 전략으로 성장성에 대한 의심없는 회사

양극재 산업의 수직 계열화 경쟁력과 고객사 효과로 가시성이 높은 중장기 사업 가이드런스

- 2022년 동사는 2026년 양극재 생산Capa 55만톤과 매출액 17조원의 가이드نس를 시장과 공유
- 주력 고객사 SK On의 수주 증가에 따른 해외 생산Site 확대기와 함께 동사는 담보된 외형 확대 Cycle을 향유
- 그룹사의 양극재 생산 수직 계열화 구축으로 원재료 조달 Risk 적고 원가 경쟁력이 가능한 기업으로 판단

2022년 양극재 기업들의 꾸준한 이익 성장 구간, Q와 P 경쟁력을 견비한 동사 또한 컨센서스 우상향 구간

- 동사의 연간 매출액 3.6조원, 영업이익 2,491억원으로 후발 주자들 대비 높은 이익 체력을 시현
- 동사의 시점별 증설 계획(해외 포함), 향후 SK On의 신규 수주 확정에 따른 중장기 신규 가이드نس가 적용될 가능성
- 2022년 하반기 양극재 차 선호주로 제시

(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	2,214		20,780	75.7	8.1	40.8	10.6	71.0
2021	1,485.6	115.0	100.8	4,581	101.7	23,720	107.8	20.8	72.4	20.3	139.2
2022E	3,603.7	249.1	179.2	7,493	75.5	49,446	62.3	9.4	34.2	20.3	112.3
2023E	5,013.8	422.7	305.7	12,462	66.9	61,004	37.5	7.7	21.6	22.6	140.2
2024E	7,115.0	621.1	451.3	18,399	47.4	78,500	25.4	6.0	15.4	26.4	147.0

에코프로비엠 적정주가 63만원 제시

하반기 관심기업으로 제시

- 에코프로비엠에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 63만원으로 커버리지 개시
- 국내 Cell 기업들의 1차 투자 Cycle이 마무리되는 2024년을 적정주가 타겟 시점으로 적용
- EV/EBITDA 멀티플 20배는 엘앤에프를 제외한 양극재 기업들의 평균 대비 20% 프리미엄 반영

에코프로비엠 적정주가 산출

항목	Fair Value (십억원)	비고
2024년 기준 EBITDA	750.7	
적용 Multiple (배)	20	
기업 가치	15,315	
순차입금	724	
적정 시가총액	14,590	
발행 주식수 (천주)	23,000	
주당 주주가치 (원)	634,353	
적정주가 (원)	630,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 이익 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	662.5	942.4	984.0	1,014.8	1,030.2	1,191.7	1,318.6	1,473.3	3,603.7	5,013.8	7,115.0
영업이익	41.1	64.1	69.9	74.1	85.5	101.3	112.1	123.8	249.1	422.6	621.1
% OP	6.2%	6.8%	7.1%	7.3%	8.3%	8.5%	8.5%	8.4%	6.9%	8.4%	8.7%
세전이익	35.8	61.3	67.3	71.5	82.5	97.8	108.2	119.6	235.8	408.2	600.9
순이익(지배)	26.1	45.0	50.4	57.7	60.2	71.5	81.7	92.3	179.2	305.7	451.3
% YoY											
매출액	151.7	203.6	141.1	101.4	55.5	26.5	34.0	45.2	142.6	39.1	41.9
영업이익	130.3	120.6	71.7	169.7	108.2	58.1	60.4	67.0	116.5	69.7	46.9
세전이익	107.4	115.4	56.3	178.0	130.6	59.7	60.9	67.4	106.0	73.1	47.2
순이익(지배)	84.0	104.5	53.8	81.1	131.0	58.8	62.2	59.9	77.7	70.6	47.6
% QoQ											
매출액	31.5	42.3	4.4	3.1	1.5	15.7	10.6	11.7			
영업이익	49.5	56.1	9.0	6.0	15.4	18.5	10.6	10.4			
세전이익	39.2	71.2	9.8	6.3	15.5	18.5	10.7	10.6			
순이익(지배)	-18.3	72.7	12.0	14.6	4.2	18.7	14.4	13.0			

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

2022년 하반기 전망 시리즈 9

이차전지/석유화학

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	854.8	1,485.6	3,603.7	5,013.8	7,115.0
매출액증가율(%)		73.8	142.6	39.1	41.9
매출원가	749.2	1,295.5	3,222.7	4,478.9	6,357.9
매출총이익	105.6	190.1	381.0	534.9	757.1
판매비와관리비	50.8	75.1	152.1	214.1	304.4
영업이익	54.8	115.0	249.1	422.7	621.1
영업이익률(%)	6.4	7.7	6.4	6.4	6.4
금융손익	-4.2	-4.3	-9.7	-14.5	-20.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.0	3.7	-3.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	47.6	114.4	235.8	408.2	600.9
법인세비용	1.0	16.6	49.3	89.0	130.6
당기순이익	46.7	97.8	186.5	319.2	470.3
지배주주지분 순이익	46.9	100.8	179.2	305.7	451.3
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	304.8	739.1	1,853.8	2,776.9	3,800.7
현금및현금성자산	59.2	104.7	349.8	595.0	848.5
매출채권	79.2	247.4	592.6	860.2	1,164.4
재고자산	156.8	339.4	801.3	1,163.3	1,574.7
비유동자산	494.2	686.7	865.2	1,011.9	1,203.0
유형자산	436.0	638.9	816.3	962.4	1,152.7
무형자산	13.3	12.1	12.9	12.9	12.9
투자자산	1.3	1.9	2.6	3.2	3.9
자산총계	799.0	1,425.9	2,719.0	3,788.8	5,003.7
유동부채	189.0	612.9	1,161.6	1,614.9	2,059.6
매입채무	68.7	142.3	419.7	609.3	824.7
단기차입금	60.0	265.0	398.2	548.2	648.2
유동성장기부채	8.9	91.9	92.0	92.0	92.0
비유동부채	142.7	216.8	276.8	596.2	918.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	124.3	193.5	231.7	531.7	831.7
부채총계	331.7	829.7	1,438.4	2,211.1	2,977.9
자본금	10.5	11.5	11.5	11.5	11.5
자본잉여금	274.5	292.9	816.9	816.9	816.9
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	135.7	224.0	361.2	644.8	1,073.9
비지배주주지분	23.7	44.5	67.7	81.2	100.1
자본총계	467.3	596.2	1,280.7	1,577.7	2,025.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	125.0	-100.9	-192.1	81.9	215.9
당기순이익(손실)	46.7	97.8	186.5	319.2	470.3
유형자산감가상각비	34.3	40.6	77.1	103.9	129.6
무형자산상각비	2.6	2.8	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	29.8	-267.4	-269.3	-355.7	-404.2
투자활동 현금흐름	-94.4	-237.3	-241.5	-246.5	-315.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-98.4	-236.0	-241.4	-250.0	-320.0
투자자산의 감소(증가)	-1.3	-0.7	-0.7	-0.6	-0.7
재무활동 현금흐름	9.1	383.6	678.6	409.9	352.8
차입금증감	197.0	356.2	172.0	450.6	400.7
자본의증가	285.0	19.4	524.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	39.1	45.4	245.1	245.2	253.5
기초현금	20.1	59.2	104.7	349.8	595.0
기말현금	59.2	104.7	349.8	595.0	848.5
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	40,346	67,486	150,662	204,389	290,044
EPS(지배주주)	2,214	4,581	7,493	12,462	18,399
CFPS	4,471	6,986	5,168	21,466	30,603
EBITDAPS	4,326	7,197	13,636	21,466	30,603
BPS	20,780	23,720	49,446	61,004	78,500
DPS	443	907	907	907	907
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	75.7	107.8	62.3	37.5	25.4
PCR	37.5	70.7	90.4	21.8	15.3
PSR	4.2	7.3	3.1	2.3	1.6
PBR	8.1	20.8	9.4	7.7	6.0
EBITDA	91.7	158.4	326.2	526.6	750.7
EV/EBITDA	40.8	72.4	34.2	21.6	15.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	20.3	20.3	22.6	26.4
EBITDA이익률	10.7	10.7	9.1	10.5	10.6
부채비율	71.0	139.2	112.3	140.2	147.0
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
이자보상배율(x)	12.9	25.6	19.9	22.8	24.1
매출채권회전율(x)	10.8	9.1	8.6	6.9	7.0
재고자산회전율(x)	5.5	6.0	6.3	5.1	5.2

SK아이이테크놀로지(361610) 가동률 & 수익성 모두 회복 중

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

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	160,000원
현재주가 (5.30)	122,000원
상승여력	31.1%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	86,983억원
발행주식수	7,130만주
유동주식비율	35.80%
외국인비중	9.59%
52주 최고/최저가	235,500원/105,500원
평균거래대금	294.3억원
주요주주(%)	
SK이노베이션 외 5 인	61.22
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.9	-21.5	-15.9
상대주가	-3.0	-16.6	0.5

주가그래프



투자 의견 Buy, 적정주가 16만원으로 커버리지 개시

- 동사에 적정주가 16만원 산출은 2024년 EBITDA 6,200억원에 EV/EBITDA 21배를 적용
- 동사는 Tier 1 분리막 기업이며 SK On의 Captive고객사를 보유하며 사업 프리미엄 부여 가능

SK On의 Captive 고객사 효과: 기술력과 대량 양산능력 또한 검증 완료

- 기존 완성차들과의 협업을 강화하는 SK On의 2025년 기준 생산Capa는 250Gw 이상
- 동사는 주력 고객사의 생산량 증대/수주잔고 증가에 안정적 외형성장이 가능, 또한 신규 고객사와 물량 출하 논의 중
- 동사는 상위 기술력이 요구되는 CCS(세라믹 코팅 분리막)을 생산/판매 중으로 경쟁사들 대비 높은 ASP 차별화

2023년 수익성 개선 구간 도래

- 분리막 생산기업들은 매출액 대비 고정비용 비중이 70%→ 규모의 경제와 설비 가동률이 수익성에 핵심 변수
- 2022년 연간으로 신규 고객사향 품질 인증이 진행 중이며 폴란드 신규 공장은 초기 가동에 따른 비용 발생 중
- 하반기 이후 최종 고객사들의 생산 정상화에 맞춰 동사는 가동률 및 이익 레버리지 효과 발생

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	469.3	125.2	88.2	1,521	-46.0	19,258	0.0	0.0	0.8	11.0	64.8
2021	603.8	89.2	95.4	1,393	-8.4	31,084	120.6	5.4	56.9	5.6	43.7
2022E	657.4	22.0	24.8	348	-75.0	31,536	347.9	3.8	42.9	1.1	76.8
2023E	1,231.1	160.3	92.3	1,294	272.1	32,830	93.5	3.7	22.9	4.0	112.4
2024E	1,687.4	302.4	174.7	2,450	89.3	35,279	49.4	3.4	16.1	7.2	124.5

SK아이이테크놀로지 적정주가 16만원 제시

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

하반기 관심기업으로 제시

- SK아이이테크놀로지에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 16만원으로 커버리지 개시
- 동사의 1차 투자 Cycle이 종료되는 2024년을 적정주가 적용 시점
- 동사에 적용한 EV/EBITDA 21배는 Tier 1 분리막 기업으로 경쟁사 대비 프리미엄을 반영

SK아이이테크놀로지 적정주가 산출

항목	Fair Value (십억원)	비고
2024년 기준 EBITDA	620	
적용 Multiple (배)	21	
기업 가치	12,803	
순차입금	1,365	
적정 시가총액	11,438	
발행 주식수 (천주)	71,000	
주당 주주가치 (원)	161,101	
적정주가 (원)	160,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지 이익 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	134.2	153.8	167.8	201.5	269.9	298.8	323.9	338.5	657.4	1,231.1	1,687.4
영업이익	-7.6	4.5	8.4	16.7	23.6	33.0	43.9	59.8	22.0	160.3	302.4
%OP	-5.7%	2.9%	5.0%	8.3%	8.8%	11.0%	13.6%	17.7%	3.3%	13.0%	17.9%
세전이익	14.1	4.7	7.5	14.9	20.7	29.1	39.1	54.2	41.2	143.1	272.7
순이익(지배)	7.6	3.3	4.7	9.2	13.9	18.2	25.2	35.0	24.8	92.3	174.7
% YoY											
매출액	N/A	-0.9	10.3	28.1	101.1	94.2	93.0	68.0	41.5	87.3	37.1
영업이익	N/A	-89.8	-79.9	흑전	흑전	629.7	424.4	257.5	-61.3	628.7	88.6
세전이익	N/A	-92.4	-84.9	흑전	46.7	524.8	421.3	264.3	-45.7	247.6	90.6
순이익(지배)	N/A	-92.2	-86.9	흑전	83.3	453.1	433.1	279.7	-64.2	272.1	89.3
% QoQ											
매출액	-14.6	14.6	9.1	20.1	33.9	10.7	8.4	4.5			
영업이익	적자축소	흑전	85.2	99.8	41.2	39.7	33.1	36.2			
세전이익	흑전	-67.1	61.1	98.4	39.4	40.3	34.4	38.6			
순이익(지배)	흑전	-56.5	43.7	95.4	50.1	31.3	38.5	39.1			

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지 (361610)

2022년 하반기 전망 시리즈 9
이차전지/석유화학

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	469.3	603.8	657.4	1,231.1	1,687.4
매출액증가율(%)	78.4	28.7	8.9	87.3	37.1
매출원가	285.2	411.8	509.3	744.7	916.5
매출총이익	184.1	192.0	148.1	486.3	770.9
판매비와관리비	58.9	102.8	134.3	188.0	234.0
영업이익	125.2	89.2	22.0	160.3	302.4
영업이익률(%)	26.7	14.8	2.1	24.2	31.8
금융손익	-3.7	-8.7	-8.6	-17.2	-29.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.7	31.1	27.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	129.1	111.6	41.2	143.1	272.7
법인세비용	41.0	16.2	16.4	50.9	98.1
당기순이익	88.2	95.4	24.8	92.3	174.7
지배주주지분 순이익	88.2	95.4	24.8	92.3	174.7
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	566.8	1,239.4	1,415.7	1,802.5	1,929.6
현금및현금성자산	208.2	235.7	546.0	658.4	539.6
매출채권	77.0	115.3	149.9	251.8	343.2
재고자산	41.2	92.3	162.2	272.5	371.3
비유동자산	1,424.9	1,945.1	2,558.5	3,169.3	3,717.7
유형자산	1,394.0	1,886.0	2,490.1	3,086.1	3,620.7
무형자산	7.9	16.5	12.0	8.6	6.2
투자자산	0.0	17.8	26.7	44.9	61.2
자산총계	1,991.6	3,184.5	3,974.2	4,971.8	5,647.4
유동부채	272.6	501.0	1,244.5	2,148.4	2,648.0
매입채무	8.1	15.3	15.4	25.9	35.2
단기차입금	7.0	0.0	184.6	414.6	524.6
유동성장기부채	2.1	302.8	565.8	885.8	985.8
비유동부채	510.7	467.4	481.3	482.7	484.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	508.6	465.6	479.0	479.0	479.0
부채총계	783.4	968.3	1,725.8	2,631.1	3,132.0
자본금	62.7	71.3	71.3	71.3	71.3
자본잉여금	1,018.2	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8
기타포괄이익누계액	-16.4	8.8	16.8	16.8	16.8
이익잉여금	151.5	247.0	271.2	363.4	538.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,208.3	2,216.2	2,248.4	2,340.7	2,515.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	116.1	109.4	154.9	301.4	449.3
당기순이익(손실)	88.2	95.4	24.8	92.3	174.7
유형자산감가상각비	70.6	113.9	183.5	254.0	315.4
무형자산상각비	0.8	3.8	4.7	3.4	2.4
운전자본의 증감	-71.7	-50.8	-62.6	-48.3	-43.3
투자활동 현금흐름	-374.5	-1,192.5	-454.6	-868.2	-866.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-573.3	-601.0	-733.8	-850.0	-850.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	-17.8	-8.9	-18.2	-16.3
재무활동 현금흐름	441.2	1,111.0	606.2	679.2	298.2
차입금증감	167.5	254.5	620.6	679.2	298.2
자본의증가	750.3	887.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	184.1	27.5	310.3	112.4	-118.8
기초현금	24.1	208.2	235.7	546.0	658.4
기말현금	208.2	235.7	546.0	658.4	539.6
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	8,097	8,822	9,221	17,267	23,667
EPS(지배주주)	1,521	1,393	348	1,294	2,450
CFPS	3,487	3,328	3,364	5,859	8,700
EBITDAPS	3,392	3,023	2,948	5,859	8,700
BPS	19,258	31,084	31,536	32,830	35,279
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	120.6	347.9	93.5	49.4
PCR	0.0	50.5	36.0	20.7	13.9
PSR	0.0	19.0	13.1	7.0	5.1
PBR	0.0	5.4	3.8	3.7	3.4
EBITDA	196.6	206.9	210.2	417.7	620.3
EV/EBITDA	0.8	56.9	42.9	22.9	16.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.0	5.6	1.1	4.0	7.2
EBITDA이익률	41.9	34.3	32.0	33.9	36.8
부채비율	64.8	43.7	76.8	112.4	124.5
금융비용부담률	1.9	2.6	4.0	3.7	3.4
이자보상배율(x)	14.1	5.6	0.8	3.5	5.3
매출채권회전율(x)	7.5	6.3	5.0	6.1	5.7
재고자산회전율(x)	12.8	9.0	5.2	5.7	5.2

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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

정유

SK이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.06.01	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-2.7	5.0	
2020.07.07	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-10.6	-6.9	
2020.07.29	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-7.9	13.3	
2020.12.07	산업브리프	Buy	185,000	노우호	8.5	53.0	
2021.01.11	산업브리프	Buy	212,000	노우호	28.6	38.7	
2021.01.21	산업브리프	Buy	245,000	노우호	14.6	17.3	
2021.02.01	기업브리프	Buy	280,000	노우호	-9.5	13.4	
2021.04.12	산업브리프	Buy	320,000	노우호	-15.1	-11.4	
2021.05.14	기업브리프	Buy	365,000	노우호	-34.9	-19.0	
2022.05.14		1년 경과			-	-	
2022.05.14	산업분석	Buy	365,000	노우호	-	-	

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.06.01	산업브리프	Buy	82,000	노우호	-18.4	-6.3	
2020.07.24	기업브리프	Buy	80,000	노우호	-22.6	-6.0	
2021.01.11	산업브리프	Buy	85,000	노우호	-5.9	6.1	
2021.03.19	산업브리프	Buy	95,000	노우호	-16.0	-11.3	
2021.04.27	기업브리프	Buy	105,000	노우호	-5.6	4.8	
2021.07.28	기업브리프	Buy	120,000	노우호	-20.9	-4.2	
2022.02.18	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-1.7	13.0	
2022.05.31	산업분석	Buy	115,000	노우호	-	-	

LG화학 (051910) 투자등급변경 내용

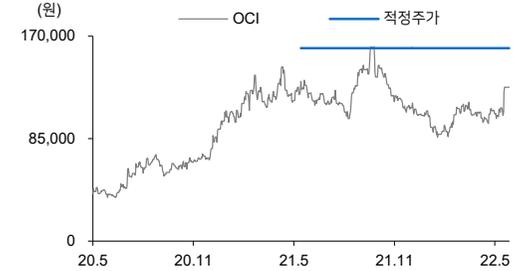
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.05.27	산업분석	Buy	480,000	노우호	-14.3	-8.3	
2020.06.11	기업브리프	Buy	540,000	노우호	-7.9	-0.2	
2020.07.13	기업브리프	Buy	620,000	노우호	-14.9	-11.8	
2020.07.31	기업브리프	Buy	710,000	노우호	-2.1	6.8	
2020.08.27	기업브리프	Buy	810,000	노우호	-10.1	-5.2	
2020.09.17	기업브리프	Buy	930,000	노우호	-19.5	8.6	
2021.01.18	기업브리프	Buy	1,065,000	노우호	-8.5	-6.1	
2021.01.28	기업브리프	Buy	1,120,000	노우호	-21.0	-8.2	
2021.04.29	기업브리프	Buy	1,200,000	노우호	-34.7	-20.8	
2022.02.09	기업브리프	Buy	980,000	노우호	-	-	

OCI (010060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.27	산업분석	Buy	160,000	노우호	-28.4	0.6	
2022.05.27	산업분석	1년 경과			-	-	
2022.05.27	산업분석	Buy	160,000	노우호	-	-	

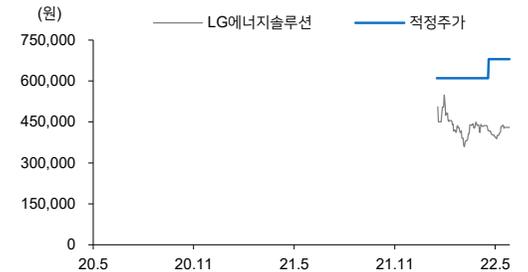


이차전지

LG에너지솔루션 (373220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.01.25	산업분석	Buy	610,000	노우호	-28.5	-10.2	
2022.04.28	산업분석	Buy	680,000	노우호	-	-	



엘앤에프 (066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.05.11	산업분석	Hold	19,470	주민우	8.3	23.1	
2020.06.09	산업분석	Hold	22,251	주민우	152.8	339.2	
2021.05.31				Univ Out			
2022.04.28	산업분석	Buy	380,000	노우호	-41.7	-38.6	
2022.05.16	기업브리프	Buy	430,000	노우호	-	-	

천보 (278280) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.04.28	산업분석	Buy	370,000	노우호	-	-	

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)	
2020.05.26	기업브리프	Buy	147,834	주민우	-18.7	-11.1	
2020.07.06	기업브리프	Buy	167,545	주민우	-20.7	-18.9	
2020.07.21	기업브리프	Buy	197,111	주민우	-26.6	-6.4	
2021.01.06	기업브리프	Buy	221,750	주민우	-21.3	-12.2	
2021.05.04	기업브리프	Buy	236,534	주민우	-19.5	1.9	
2021.07.15	기업브리프	Buy	379,439	주민우	-28.3	-24.8	
2021.07.30				Univ Out			
2022.05.31	산업분석	Buy	630,000	노우호	-	-	

SK아이이테크놀로지 (361610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.04.28	기업분석	Buy	180,000	주민우	-3.7	30.8	
2021.07.30				Univ Out			
2022.05.31	산업분석	Buy	160,000	노우호	-	-	