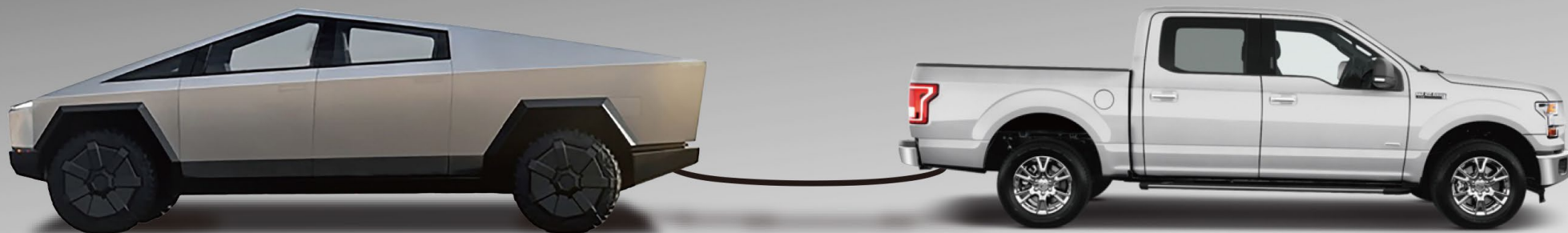


EV War #3

Meritz Research 2023. 2. 6

extreme **SUPPLY** vs. **DEMAND** woes



EV War #3



자동차/타이어

Analyst **김준성**
02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

RA **강재혁**
02. 6454-4882
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

이차전지/석유화학

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

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

관심종목

종목	투자판단	적정주가
HL만도 (204320)	Buy	75,000원

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
LG에너지솔루션 (373220)	Buy	680,000원
포스코케미칼 (003670)	Buy	250,000원
엘앤에프 (066970)	Buy	430,000원
나노신소재 (121600)	Buy	140,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션 (096770)	Buy	250,000원
에코프로비엠 (247540)	Buy	180,000원

Contents...

산업분석			기업분석		
Part I	Tesla, Operating Leverage	09	LG에너지솔루션 (373220) Bargain Power 기반으로 질적성장의 토대 마련		174
Part II	Tesla, Extreme Scaling Up	29	포스코케미칼 (003670) Upstream 경쟁력: 북미 시장 추가 수주 가능성		177
Part III	Tesla vs. Non-Tesla	83	엘앤에프 (066970) Tesla 배터리 생태계에서 확대될 사업 가치		180
Part IV	Battery, Supply-chain War	117	나노신소재 (121600) 2023년 Tesla Supply-chain에 포함될까?		183
			SK이노베이션 (096770) SK On, 단일 폼팩터 전략의 한계점을 극복할까?		186
			에코프로비엠 (247540) 2023년 신규 고객선 확보 가시성		189
			HL만도 (204320) 거인의 어깨에 올라선 국내 부품 업체		192



Summary

EV War #3 extreme SUPPLY vs. DEMAND woes

I Tesla, Operating Leverage

- 경기 불확실성 · 경기 소비재 수요 둔화 기조 속 이루어진 가격 인하로 Tesla 영업 환경 악화 우려 시작 (2022년 12월 이후, 1Q23 EPS 컨센서스 -33% · 2023년 EPS 컨센서스 -29%)
- 판매 · 실적 · 기업가치 방향 전망 위해서는 경영 전략 이해 필요. Tesla에게 중요한 성과 지표는 판매 성장률과 영업이익률
- 기존 자동차 업체들의 실적 방향 결정 변수는 제조 원가 관리 능력 대변하는 매출 원가율이며, 판매관리비율은 언제나 일정
- Tesla의 가파른 영업 실적 개선은 매출 대비 판매관리비율의 극단적 하락에 근거, 매출 원가율은 12년 전과 현재가 유사 즉, 대당 매출 원가가 개선되면 이와 동행해 판매 가격 또한 지속적으로 낮춰왔다는 의미
- 원가 혁신의 목적이 단기 수익 향상이 아닌 지속적 가격 인하를 통한 수요 창출 확대와 판매 극대화라고 볼 수 있음
- 이 같은 모습은 제조 원가를 통제하며 매출 극대화를 통해 영업 레버리지 효과 누렸던 2007-2015년의 Apple과 유사
- Tesla가 속한 시장의 성장은 이제 시작. 스마트폰과 자동차의 교체 주기 차이를 반영한다면, 2023년 Tesla는 2009년의 Apple (스마트폰 · 자동차 교체주기 2.6년 · 12.2년, Tesla · iPhone 글로벌 점유율 2% 상회 소요 시간 2.7년 · 12.5년)

II Tesla, Extreme Scaling Up

- 영업 레버리지 효과 극대화 전략, Extreme Scaling Up → Maximum Operating Leverage → Exponential Tech Advance
- 전략 #1. 최대 생산 · 최대 판매. Nomad Share of Returning to Market과 One and Done Rate, 글로벌 Top 10 판매 차량 Model Y · Model 3 진입 등 Bottom-up 수요 우려는 부재, Top-down 관점에서의 기회와 위기 요인 점검 필요
- 공급이 수요 정의 중인 유럽, 역대 최대 선적 물량 진입 중 + 유럽 Big 4 독일 · 영국 · 프랑스 · 노르웨이 보조금 맞춤형 가격 인하
- BEV 보조금 정책 기지개 핀 미국, 가격 인하 통해 전 차종 수혜. 내연기관 차량과 비등해진 가격, 시장 내 수요 이전 가속 전망
- 2H22 제로코로나 역풍 맞았던 중국, 그 안에서도 성장을 주도한 업체는 BYD · Tesla 뿐. 2022년 BYD 판매의 96%는 250K RMB 이하 차종, 반면 Tesla 판매는 100% 250K 초과. 가격 인하로 Tesla 가격 밴드 250K-400K에서 200-250K까지 확대
- 전략 #2. 소비자가 지불하는 연구개발비. 제품도 사고, 서비스도 사고, 기꺼이 개발 비용까지 분담하는 소비자들
- 자율주행 인공지능 개발은 엣지-클라우드 컴퓨팅 기반 딥러닝으로 진행. 이를 위한 시험 차량, 시험 주행자, 시험 데이터 확보는 모두 비용. Tesla의 연구개발비 지속 증가되고 있으나, 매출 대비 연구개발비 비중은 가파르게 하락. 소비자 공동 개발 효과
- 더 많은 차량이 누적 판매될수록, 비용 절감과 더불어 개발 속도도 가속. 60억 마일 확보 소요 시간, 2019년 9년 · 2023년 1년
- 판매 증가와 동행하지 않는 영업 및 관리 비용 (딜러 확대, 광고 비용 집행 등) 또한 영업 레버리지 강화 요인
- 직원 당 매출 · 영업이익 또한 개선 지속 중. 딥러닝 개발 인력 구성은 양보다 질. Tesla 개발 엔지니어 800명 vs. VW 6,000명

III Tesla vs. Non-Tesla

- 전략 #3. 기술 진전의 가속. 최대 생산·최대 판매 전략의 극대화 위해서는 1) 원가 혁신 통한 낮은 가격 제시, 2) 차종 확대 통한 세그먼트 다변화, 3) 경제성·편의성·재미 관점에서 비교우위의 서비스 상품 제시 필요
- 2023년은 Structural Battery Pack + Body 기반 3세대 생산 플랫폼 공개되는 시점. 2006년부터 목표로 제시했던 \$25,000 차량 등장 여부 확인 가능. 가장 많은 국가에서 최선호 차종으로 평가받는 Hatchback 출시 여부와 Pick-up 양산 시작도 확인
- Single-stack FSD Beta도 곧 출시. 차량 판매 성장률보다 더 높은 FSD 매출 성장 실현으로 영업 레버리지 강화할 것

- Tesla 가격 인하는 1) 가격 디플레이션 조성 통한 BEV 시장 활성화와 2) 누적 판매 증가 통한 FSD 역량 강화 가속의 근거
- Smart Car·Mobility Device·Autonomous Electric Vehicle·SDV 등 무엇이든 부르던, 지금은 새로운 시장 개화의 변곡점
- 데이터로 돈 버는 자동차의 등장으로 시장 내 가치의 중심이 하드웨어에서 소프트웨어로 이전 중
- 혁신에 목소리 높였던 많은 기존 자동차 업체들은 혁신과 현실 사이에서 여전히 갈등 중
- 반면, 새로운 시장의 높은 경제성에 매료된 신생 업체들의 도전은 급증하고 있음. 글로벌 자동차 업체 수 100년만의 확장기
- 성숙된 자동차 수요 환경이 바뀌지 않는 가운데, 신생 업체들의 시장 점유율 빠르게 상승 (2018년 0.8% → 2023년 8.9%)
- 내연기관 차량의 축소 없는 BEV 시장 대응 목적의 신차 출시는, 총 판매 모델 수를 증가시키며 제조 원가 부담 가중
- 앞으로 기존 자동차 업체들의 기업 가치는 소프트웨어 기반 차량 개발 역량 확보 유무에 따라 달라질 것
- 제조 기반 이익을 넘어 차량 판매 뒤 발생하는 서비스 비즈니스 모델 영위 가능 여부에 따라, 현재 진행형인 ‘소비자가 인지하는 자동차의 정체성 변화’가 기존 자동차 업체들에게 위가 또는 기회로 작용할 수 있다고 판단

IV Battery, Supply-chain War

Bargain Power,
누가 더 아쉬울까?

- 지난 1월 Tesla 4Q22 실적 발표와 포스코케미칼 40조원 양극재 수주 확정 전후로 이차전지 섹터 투자심리 개선되는 과정
- 2023년 이차전지 산업 결론은 ‘No Fear, 의심 없는 수요 성장’을 제시. 이는 Tesla가 무한 확장할 사업 생태계를 전제로 함
- 2023년 Tesla 나비효과에 조급함을 느낄 기존 OEM들. 이들의 EV 전략 전개에 주체별 (완성차-배터리) Bargain Power에 따른 ‘제 2차 Supply-chain War’ 본격화 → Tesla의 사업 경쟁력 (가격 결정권, Software, 생산규모 및 배터리 내재화) 기반 시장 지배력 강화는 기존 OEM들에게 사업 지속 가능성이라는 화두를 제시했음
- Tesla-Follower 혹은 EV-Follower 전략을 선택한 OEM발 신규 수주 예상 → OEM-셀/소재 기업의 다자간 파트너십 발생 중
- 2023년 Highlight는 1) 성장성 차별화: 최종 고객사 / 원통형 vs 파우치 전지, 2) Tesla의 배터리 내재화 Implication (4680)
- 4680 원통형 전지 양산으로 배터리 기술 방향성은 Good Quality (에너지 효율성)와 Low Cost (제조원가)에 초점: 소재/공정
- 국내 이차전지 섹터 투자전략은 최종 고객사에 기반한 Supply-chain간 옥석 가리기가 필요
최선호주는 Tesla 생태계에 사업 역량이 확장되는 LG에너지솔루션 (셀), 엘앤에프 (양극재), 나노신소재 (도전재 및 건식공정) Upstream을 확보하여 북미/유럽 시장 내 Non-Tesla OEM 수주가 증가할 포스코케미칼 (양극재)을 제시
관심기업으로는 SK이노베이션 (SK On 사업역량 검증 필요)과 예코프로비엠 (양극재 신규 수주 확보 여부)을 제시

EV War #3

기업분석

extreme SUPPLY vs. DEMAND woes



종목	투자판단	적정주가
LG에너지솔루션 (373220)	Buy	680,000원
포스코케미칼 (003670)	Buy	250,000원
엘앤에프 (066970)	Buy	430,000원
나노신소재 (121600)	Buy	140,000원
SK이노베이션 (096770)	Buy	250,000원
에코프로비엠 (247540)	Buy	180,000원
HL만도 (204320)	Buy	75,000원

LG에너지솔루션(373220) Bargain Power 기반으로 질적성장의 토대 마련

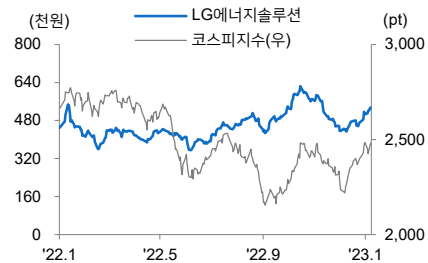
Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	680,000원
현재주가 (2.3)	535,000원
상승여력	27.1%
KOSPI	2,480.40pt
시가총액	1,251,900억원
발행주식수	23,400만주
유동주식비율	14.68%
외국인비중	5.28%
52주 최고/최저가	624,000원/356,000원
평균거래대금	1,982.6억원
주요주주(%)	
LG화학 외 1인	81.84
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.5	22.4	12.2
상대주가	8.6	21.5	22.4

주가그래프



2023년 LG에너지솔루션의 사업 전략은 제조 원가 경쟁력, '질적 성장'의 토대를 마련할 점

- 동사의 주요 사업 추진과제는 (1) 질적 성장을 위한 수익성 제고, (2) 공급망 경쟁력 강화, (3) 스마트 팩토리 조기도입에 따른 제조원가 경쟁력, (4) 기술적 선도(소재별 Chemistry 진화, 4680 전지의 신규 폼팩터)로 추정

2023년 미국 IRA 시행, 여러 번 강조해도 좋을 미국 시장 선점 전략과 고객사 Quality

- 주요 고객사 Tesla의 중국/미국 시장 판매단가 인하 및 가격 경쟁력이 높은 신규 차종 출시에 따른 Mobility의 전 Segment별 EV 전환속도가 가속화될 점에 주목 → 원통형 및 파우치 전지에 가격 협상력이 높은 동사에 유리
- 2023년 미국 IRA 세제혜택으로 미국 시장 선점 전략이 중요 → 동사의 연중 미국 내 신규 프로젝트로 (1) Ultium Cells 3공장, (2) Stellantis JV, (3) Arizona 원통형 전지 생산설비 등이 추진될 전망
- IRA 시행으로 미국 내 생산기업에 유효한 세제혜택은 다수의 신규 프로젝트를 앞둔 동사에게 긍정적 장치

투자의견 Buy, 적정주가 68만원으로 이차전지 업종 최선호주 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	17,851.9	768.5	792.5	3,963	흑전	39,831	0.0	0.0	2.9	10.7	171.8
2022P	25,598.6	1,213.7	769.0	3,313	-27.6	83,697	131.5	5.2	32.1	5.6	103.9
2023E	35,267.5	2,322.3	1,091.4	4,664	41.0	88,361	114.7	6.1	21.7	5.4	134.0
2024E	45,317.2	3,559.4	2,160.9	9,235	98.1	97,596	57.9	5.5	16.0	9.9	164.7

LG에너지솔루션 이익 추정

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

(십억원)	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022P	2023E	2024E
매출액	8,088.8	8,738.6	8,960.5	9,479.6	10,174.5	10,997.0	11,745.1	12,400.7	25,598.6	35,267.5	45,317.2
소형 배터리	3,592.9	3,864.1	3,897.5	4,225.9	4,624.9	5,060.9	5,579.3	6,044.3	11,594.1	15,580.3	21,309.4
IT/기타	646.7	676.2	662.6	760.7	1,017.5	1,265.2	1,283.2	1,329.8	2,016.8	2,746.2	4,895.7
EV원통형	2,946.2	3,187.9	3,234.9	3,465.2	3,607.4	3,795.7	4,296.0	4,714.6	9,577.3	12,834.2	16,413.7
중대형 배터리	5,082.0	5,833.2	6,050.2	6,525.5	6,845.1	6,901.1	7,095.2	7,249.8	13,961.2	23,490.9	28,091.2
자동차용 파우치	4,001.4	4,289.5	4,455.5	4,623.3	4,883.6	5,223.8	5,425.9	5,593.6	11,595.9	17,369.7	21,126.9
ESS	494.6	584.9	607.6	630.5	665.9	712.3	739.9	762.8	1,581.3	2,317.5	2,880.9
영업이익	423.1	567.1	629.6	702.5	733.5	827.2	957.5	1,041.3	1,213.7	2,322.3	3,559.4
%OP	5.2%	6.5%	7.0%	7.4%	7.2%	7.5%	8.2%	8.4%	4.7%	6.6%	7.9%
소형 배터리	312.6	351.6	370.3	414.1	457.9	511.1	585.8	658.8	1,045.5	1,448.6	2,213.7
IT/기타	46.9	28.1	37.0	20.7	22.9	25.6	29.3	32.9	166.3	132.8	110.7
EV원통형	297.0	334.1	351.7	393.4	435.0	500.9	574.1	645.7	879.3	1,376.2	2,155.7
중대형 배터리	110.5	215.5	259.3	288.3	275.6	316.0	371.7	382.4	720.9	873.6	1,345.7
자동차용 파우치	105.0	204.7	246.3	273.9	261.8	300.2	353.1	363.3	684.9	830.0	1,278.4
ESS	5.5	10.8	13.0	14.4	13.8	15.8	18.6	19.1	36.0	43.7	67.3
세전이익	218.4	355.3	409.6	497.8	543.9	639.3	760.9	990.6	995.3	1,481.1	2,934.7
순이익(지배)	162.2	263.8	304.1	361.3	399.3	472.1	563.3	726.2	769.0	1,091.4	2,160.9
% YoY											
매출액	86.3	72.3	17.2	11.0	25.8	25.8	31.1	30.8	43.4	37.8	28.5
영업이익	63.5	189.9	20.6	195.9	73.4	45.9	52.1	48.2	57.9	91.3	53.3
세전이익	-15.9	176.0	69.5	36.3	149.0	79.9	85.8	99.0	-1.1	48.8	98.1
순이익(지배)	-28.4	180.2	63.7	38.6	146.2	78.9	85.3	101.0	-3.2	42.2	98.0
% QoQ											
매출액	-5.3	8.0	2.5	5.8	7.3	8.1	6.8	5.6			
영업이익	78.2	34.0	11.0	11.6	4.4	12.8	15.8	8.8			
세전이익	-40.2	62.7	15.3	21.5	9.3	17.6	19.0	30.2			
순이익(지배)	-37.8	62.7	15.2	18.8	10.5	18.2	19.3	28.9			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220)

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

Income Statement				
(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	17,851.9	25,598.6	35,267.5	45,317.2
매출액증가율(%)	1,121.8	43.4	37.8	28.5
매출원가	13,953.1	20,046.6	25,746.7	34,447.4
매출총이익	3,898.8	5,552.0	9,520.8	10,869.8
판매비와관리비	3,130.3	4,338.3	7,198.6	7,310.4
영업이익	768.5	1,213.7	2,322.3	3,559.4
영업이익률(%)	4.3	4.7	6.6	7.9
금융손익	44.7	-333.4	-841.2	-624.7
종속/관계기업관련손익	-11.6	-25.4	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.5	142.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	777.2	995.3	1,481.1	2,934.7
법인세비용	76.5	216.1	370.3	733.7
당기순이익	929.9	781.7	1,110.8	2,201.0
지배주주지분 손이익	792.5	769.0	1,091.4	2,160.9
Balance Sheet				
(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	9,535.8	23,334.7	25,718.9	31,579.4
현금및현금성자산	1,282.9	2,549.7	3,105.3	3,296.4
매출채권	2,914.5	5,826.0	6,468.9	8,462.3
재고자산	3,895.8	8,871.5	9,850.5	12,885.8
비유동자산	14,228.3	20,383.9	27,057.4	33,933.9
유형자산	11,050.8	16,330.5	23,049.6	29,873.8
무형자산	455.4	503.1	417.6	346.7
투자자산	481.4	899.8	939.5	1,062.7
자산총계	23,764.1	43,718.6	52,776.3	65,513.3
유동부채	9,474.0	15,002.5	20,783.5	29,205.0
매입채무	2,177.7	6,026.1	6,691.1	8,752.8
단기차입금	1,146.3	1,944.4	3,344.4	4,864.4
유동성장기부채	1,057.1	2,006.3	4,006.3	6,046.3
비유동부채	5,547.8	7,275.3	9,441.2	11,555.6
사채	2,045.8	1,976.1	2,576.1	2,976.1
장기차입금	2,662.9	3,689.9	5,089.9	6,289.9
부채총계	15,021.8	22,277.8	30,224.7	40,760.6
자본금	100.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	7,122.4	17,164.6	17,164.6	17,164.6
기타포괄이익누계액	406.1	1,073.7	1,073.7	1,073.7
이익잉여금	337.6	1,229.8	2,321.2	4,482.1
비지배주주지분	776.3	1,855.7	1,875.1	1,915.2
자본총계	8,742.4	21,440.8	22,551.6	24,752.6

Statement of Cash Flow				
(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	978.6	-271.8	4,592.9	6,046.7
당기순이익(손실)	929.9	781.7	1,110.8	2,201.0
유형자산감가상각비	1,378.7	2,028.6	3,880.8	5,275.8
무형자산상각비	73.1	93.1	85.4	70.9
운전자본의 증감	-2,407.4	-3,841.9	-484.1	-1,501.1
투자활동 현금흐름	-2,178.1	-11,261.1	-10,639.7	-12,223.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,462.9	-6,927.0	-10,600.0	-12,100.0
투자자산의 감소(증가)	-384.1	-443.8	-39.7	-123.2
재무활동 현금흐름	882.8	12,600.0	6,602.5	6,367.6
차입금증감	768.2	3,125.4	6,602.5	6,367.6
자본의증가	-109.0	10,059.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-210.3	1,266.8	555.6	191.1
기초현금	1,493.2	1,282.9	2,549.7	3,105.3
기말현금	1,282.9	2,549.7	3,105.3	3,296.4
Key Financial Data				
	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)				
SPS	89,260	110,286	150,716	193,663
EPS(지배주주)	3,963	3,313	4,664	9,235
CFPS	19,304	16,312	23,541	36,095
EBITDAPS	11,101	14,370	26,874	38,060
BPS	39,831	83,697	88,361	97,596
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	0.0	131.5	114.7	57.9
PCR	0.0	26.7	22.7	14.8
PSR	0.0	3.9	3.5	2.8
PBR	0.0	5.2	6.1	5.5
EBITDA	2,220.3	3,335.4	6,288.5	8,906.1
EV/EBITDA	2.9	32.1	21.7	16.0
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	10.7	5.6	5.4	9.9
EBITDA이익률	12.4	13.0	17.8	19.7
부채비율	171.8	103.9	134.0	164.7
금융비용부담률	0.4	0.4	0.6	0.7
이자보상배율(x)	11.5	11.2	10.7	11.0
매출채권회전율(x)	6.1	5.9	5.7	6.1
재고자산회전율(x)	5.1	4.0	3.8	4.0

포스코케미칼 (003670) Upstream 경쟁력: 북미 시장 추가 수주 가능성

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

Buy

적정주가 (12개월) 250,000원

현재주가 (2.3) 227,500원

상승여력 9.9%

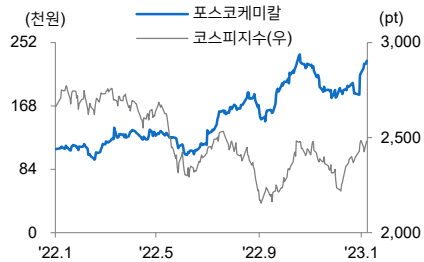
KOSPI	2,480.40pt
시가총액	176,229억원
발행주식수	7,746만주
유동주식비율	37.38%
외국인비중	7.82%
52주 최고/최저가	236,000원/96,600원
평균거래대금	1,608.3억원

주요주주(%)

포스코홀딩스 외 4인	62.54
국민연금공단	5.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.3	66.7	103.1
상대주가	8.5	65.4	121.7

주가그래프



2023년 연간 매출액 4.9조원(+50.3% YoY), 영업이익 3,809억원(+129.6% YoY)을 추정

- 동사의 이차전지 소재부문은 양극재 부문 확정된 고객사향 출하량 증가로 매 분기 높은 외형성장을 시현할 전망
- 미국 IRA 시행에 따른 '음극재 탈중국'기조는 동사의 음극재 분야 계약물량 증가 및 판매단가 상승 구간을 견인

2023년 국내 고객사향 추가 수주 가능성이 높아, 계열사와 연계한 원재료-양극재 생산의 수직 계열화가 큰 장점

- 동사는 포스코홀딩스의 리튬 사업과 연계한 양극재 생산과 흑연 음극재 사업을 영위하며 수직계열화의 장점 보유
- 동사는 LG에너지솔루션의 중대형 전지 양극재 공급 대응 중, IRA 법안 시행으로 2023년 연중 미국 투자를 앞둔 국내 기업들과의 신규 계약 가능성이 높아 non-Tesla향 수주 모멘텀이 매력적

투자의견 Buy과 적정주가 25만원을 유지

- 2023년 미국 IRA 시행에 동사는 계열사와 연계한 사업 수직계열화의 장점으로 주가 프리미엄 발생 중
- 현재 동사에 대한 양극재 프리미엄이 높지만 23.3월 IRA 세부시행령 발표 이후 흑연 음극재 사업의 Re-rating 기대
- 투자의견 Buy, 적정주가 25만원으로 양극재 최선호주 기업으로 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,566.2	60.3	29.6	461	-70.9	15,589	225.7	6.7	55.3	3.0	104.0
2021	1,989.5	121.7	134.2	1,763	279.3	30,845	81.7	4.7	54.0	7.9	60.9
2022P	3,301.9	165.9	118.3	1,527	-10.4	32,325	117.9	5.6	55.3	4.8	86.0
2023E	4,962.1	380.9	247.4	3,194	119.0	35,219	71.2	6.5	36.3	9.5	128.0
2024E	8,422.0	835.7	550.0	7,100	122.1	42,019	32.0	5.4	19.1	18.4	155.1

포스코케미칼 이익 추정

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

(십억원)	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022P	2023E	2024E
매출액	843.1	1,308.8	1,360.2	1,450.0	1,921.6	2,030.8	2,170.3	2,299.3	3,301.9	4,962.1	8,422.0
양극재	363.9	818.2	866.7	930.6	1,365.4	1,492.2	1,588.3	1,686.2	1,520.7	2,979.4	6,132.1
음극재	58.9	77.5	83.4	91.7	147.3	150.7	158.6	160.4	216.3	311.5	617.0
내화물 제조정비	156.0	160.9	169.5	172.0	157.1	140.9	173.6	202.4	564.8	658.5	674.1
라임케미칼	201.6	196.6	200.3	202.8	202.2	199.4	199.9	201.3	798.8	801.2	802.7
기타	62.8	55.5	40.3	52.9	49.6	47.6	50.0	49.0	201.3	211.5	196.2
영업이익	31.7	88.6	117.9	142.9	170.8	201.1	220.7	243.1	165.9	380.9	835.7
%OP	3.8%	6.8%	8.7%	9.9%	8.9%	9.9%	10.2%	10.6%	5.0%	7.7%	9.9%
세전이익	28.6	85.1	114.1	138.1	165.9	195.8	214.7	236.4	134.0	366.0	812.9
순이익(지배)	19.7	56.5	78.9	92.3	112.7	131.5	146.3	159.5	118.3	247.4	550.0
% YoY											
매출액	26.9	62.9	29.1	85.7	127.9	55.2	59.6	58.6	66.0	50.3	69.7
영업이익	24.1	60.5	44.1	4,221.4	439.1	127.0	87.2	70.1	36.3	129.7	119.3
세전이익	-26.6	44.1	40.1	흑전	480.9	130.0	88.1	71.2	-8.3	173.2	122.1
순이익(지배)	-45.6	39.4	22.1	흑전	471.6	132.7	85.4	72.8	-11.8	109.2	122.3
% QoQ											
매출액	8.0	55.2	3.9	6.6	32.5	5.7	6.9	5.9			
영업이익	858.3	179.6	33.0	21.2	19.5	17.7	9.7	10.2			
세전이익	흑전	198.1	34.0	21.0	20.1	18.0	9.6	10.1			
순이익(지배)	흑전	186.6	39.6	17.0	22.1	16.7	11.2	9.1			

자료: 메리츠증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	1,566.2	1,989.5	3,301.9	4,962.1	8,422.0
매출액증가율(%)	5.6	27.0	66.0	50.3	69.7
매출원가	1,421.8	1,751.5	2,967.1	4,446.2	7,343.8
매출총이익	144.4	238.1	334.8	515.9	1,078.2
판매비와관리비	84.1	116.4	168.9	135.0	242.4
영업이익	60.3	121.7	165.9	380.9	835.7
영업이익률(%)	3.8	6.1	5.0	7.7	9.9
금융손익	-18.2	16.4	-12.6	-36.1	-49.8
종속/관계기업관련손익	-8.3	17.5	20.7	21.2	27.0
기타영업외손익	1.0	-9.5	-40.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	34.7	146.0	134.0	366.0	812.9
법인세비용	5.0	12.3	12.0	98.8	219.5
당기순이익	29.8	133.8	122.0	267.2	593.4
지배주주지분 손이익	29.6	134.2	118.3	247.4	550.0
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	810.6	2,084.2	2,611.7	3,538.5	4,887.8
현금및현금성자산	121.7	72.3	805.7	915.7	1,228.2
매출채권	275.0	239.2	363.0	674.1	1,068.9
재고자산	186.6	440.6	538.3	999.7	1,585.3
비유동자산	1,277.4	1,838.3	2,403.8	3,167.4	4,067.1
유형자산	931.9	1,459.0	2,014.1	2,592.4	3,254.1
무형자산	31.4	34.0	30.6	24.6	19.8
투자자산	167.4	187.9	227.1	418.5	661.3
자산총계	2,088.1	3,922.5	5,015.5	6,705.9	8,954.9
유동부채	220.7	634.7	1,194.1	1,936.0	2,773.9
매입채무	112.8	219.0	210.8	391.5	620.9
단기차입금	0.0	57.2	320.8	405.8	505.8
유동성장기부채	4.4	192.4	544.3	919.3	1,299.3
비유동부채	843.8	849.4	1,124.7	1,829.2	2,670.1
사채	567.7	647.4	736.4	824.4	924.4
장기차입금	164.5	117.7	300.7	900.7	1,620.7
부채총계	1,064.4	1,484.1	2,318.7	3,765.2	5,444.0
자본금	30.5	38.7	38.7	38.7	38.7
자본잉여금	194.5	1,453.1	1,454.7	1,454.7	1,454.7
기타포괄이익누계액	-3.2	-0.1	19.5	19.5	19.5
이익잉여금	778.9	897.5	1,004.8	1,228.9	1,755.7
비지배주주지분	23.0	49.1	192.7	212.5	256.0
자본총계	1,023.6	2,438.4	2,696.7	2,940.7	3,510.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	38.3	103.0	75.1	-111.6	148.2
당기순이익(손실)	29.8	133.8	122.0	267.2	593.4
유형자산감가상각비	60.1	75.0	89.0	141.8	218.3
무형자산상각비	4.3	6.2	6.4	6.0	4.8
운전자본의 증감	-93.3	-141.7	-209.8	-526.5	-668.3
투자활동 현금흐름	-254.3	-1,675.0	-163.9	-911.3	-1,122.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-242.6	-551.9	-583.6	-720.0	-880.0
투자자산의 감소(증가)	25.1	-3.0	-18.6	-191.3	-242.8
재무활동 현금흐름	302.0	1,521.9	813.0	1,133.0	1,287.2
차입금증감	371.8	249.6	876.0	1,156.2	1,310.4
자본의증가	0.0	1,266.8	1.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	84.9	-49.4	733.4	110.0	312.5
기초현금	36.8	121.7	72.3	805.7	915.7
기말현금	121.7	72.3	805.7	915.7	1,228.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	24,399	26,140	42,626	64,057	108,722
EPS(지배주주)	461	1,763	1,527	3,194	7,100
CFPS	2,119	3,084	3,414	7,098	14,017
EBITDAPS	1,942	2,665	3,373	6,825	13,669
BPS	15,589	30,845	32,325	35,219	42,019
DPS	285	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	225.7	81.7	117.9	71.2	32.0
PCR	49.1	46.7	52.7	32.1	16.2
PSR	4.3	5.5	4.2	3.6	2.1
PBR	6.7	4.7	5.6	6.5	5.4
EBITDA	124.7	202.9	261.3	528.7	1,058.8
EV/EBITDA	55.3	54.0	55.3	36.3	19.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.0	7.9	4.8	9.5	18.4
EBITDA이익률	8.0	10.2	7.9	10.7	12.6
부채비율	104.0	60.9	86.0	128.0	155.1
금융비용부담률	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	8.7	13.2	11.2	14.2	21.0
매출채권회전율(x)	6.5	7.7	11.0	9.6	9.7
재고자산회전율(x)	8.4	6.3	6.7	6.5	6.5

엘앤에프 (066970) Tesla 배터리 생태계에서 확대될 사업 가치

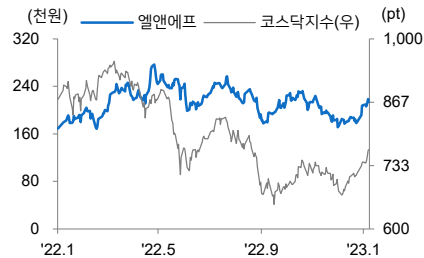
Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	430,000원
현재주가 (2.3)	214,000원
상승여력	100.9%
KOSDAQ	766.79pt
시가총액	77,079억원
발행주식수	3,602만주
유동주식비율	67.99%
외국인비중	23.26%
52주 최고/최저가	276,600원/168,500원
평균거래대금	998.3억원
주요주주(%)	
새로닉스 외 14 인	23.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.1	-13.0	19.7
상대주가	2.2	-7.5	39.2

주가그래프



2023년 이차전지 소재 기업 최선호주 유지: Tesla의 판매량 증가

- 2023년 이차전지 소재 기업간 주력 고객사에 따른 외형 성장 속도 높을 전망
- 동사는 LG에너지솔루션-Tesla향 하이니켈 양극재를 공급 중으로 고객사들의 시장 점유율 변화에 판매실적 연동
- 2023년 구지 2-2 공장 및 24년 3공장 가동은 전방 고객사들의 신규 폼팩터(4680 전지)에 대응하기 위함
- 23.3월 Tesla는 Investor Day를 개최할 예정, 배터리 내재화 전략에 초점을 두는 행사로 소재 기업들과의 Partnership 공개 가능성 높아, Tesla 직계약 가능성 높은 동사에 사업 가치 상향 이벤트 다수 존재

2023년 Preview: 연간 매출액 6.6조원(+72% YoY), 영업이익 3,639억원(+37% YoY)을 추정

- 동종 업계와 유사하게 1Q23 수익성 둔화. 이후 최종 고객사 판매량 증가 및 생산 Capa 확장되며 높은 외형 성장세

2023년 Tesla의 배터리 내재화에 직접 계약 가능한 소재 기업으로 프리미엄 필요, 투자의견 Buy, 적정주가 43만원

- 2023년 소재 기업-OEM간 직계약 사례가 다수 등장할 전망, 화두는 배터리 내재화를 시행 중인 Tesla향 납품 기업
- 동사는 22년 연중 Tesla향 직납을 위한 품질 테스트를 진행(총 3,561톤), 채택 가능성 높은 점이 긍정적

(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	적지	6,653	-125.1	10.3	143.2	-9.4	135.9
2021	970.8	44.3	-113.1	-3,588	적지	17,799	-62.0	12.5	121.9	-27.4	141.2
2022P	3,883.8	266.2	270.1	7,547	흑전	35,373	23.0	4.9	21.9	28.4	144.7
2023E	6,678.0	363.9	254.6	7,068	-6.0	42,441	30.3	5.0	20.5	18.2	196.3
2024E	9,400.6	603.7	435.8	12,100	71.2	54,542	17.7	3.9	13.2	25.0	201.4

엘앤에프 이익 추정

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

(십억원)	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022P	2023E	2024E
매출액	1,432.8	1,560.8	1,739.9	1,944.6	2,035.5	2,231.9	2,499.7	2,633.6	3,883.8	6,678.0	9,400.6
영업이익	60.7	86.2	99.3	117.7	123.8	141.5	161.1	177.2	266.2	363.9	603.7
%OP	4.2%	5.5%	5.7%	6.1%	6.1%	6.3%	6.4%	6.7%	6.9%	5.4%	6.4%
세전이익	53.3	78.0	90.2	106.8	114.3	131.4	150.4	166.0	340.4	328.3	562.1
순이익(지배)	41.4	60.5	69.9	82.8	88.6	101.9	116.6	128.7	270.1	254.6	435.8
% YoY											
매출액	158.8	80.9	40.0	58.7	42.1	43.0	43.7	35.4	300.1	71.9	40.8
영업이익	14.3	40.6	0.7	121.3	104.1	64.1	62.2	50.6	501.6	36.7	65.9
세전이익	-46.4	-7.4	-23.8	179.3	114.2	68.5	66.8	55.4	흑전	-3.6	71.2
순이익(지배)	-41.5	-6.2	-23.3	89.1	114.2	68.5	66.8	55.4	흑전	-5.8	71.2
% QoQ											
매출액	17.0	8.9	11.5	11.8	4.7	9.6	12.0	5.4			
영업이익	14.1	42.2	15.2	18.5	5.2	14.4	13.8	10.0			
세전이익	39.5	46.2	15.6	18.5	7.0	15.0	14.4	10.3			
순이익(지배)	-5.6	46.2	15.6	18.5	7.0	15.0	14.4	10.3			

자료: 메리츠증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	356.1	970.8	3,883.8	6,678.0	9,400.6
매출액증가율(%)	13.7	172.6	300.1	71.9	40.8
매출원가	332.9	892.6	3,508.4	6,113.7	8,480.7
매출총이익	23.3	78.1	375.5	564.3	919.9
판매비와관리비	21.8	33.9	109.3	200.4	316.2
영업이익	1.5	44.3	266.2	363.9	603.7
영업이익률(%)	0.4	4.6	6.9	5.4	6.4
금융손익	-16.9	-175.1	52.5	-35.6	-41.6
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.4	5.2	21.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	-17.9	-125.6	340.4	328.3	562.1
법인세비용	-2.9	-13.4	69.2	71.8	122.9
당기순이익	-15.0	-112.3	271.3	256.6	439.2
지배주주지분 순이익	-15.2	-113.1	270.1	254.6	435.8
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	212.0	1,070.6	2,428.1	3,582.6	4,657.2
현금및현금성자산	21.2	271.8	488.5	623.5	721.9
매출채권	59.1	268.2	0.0	0.0	0.0
재고자산	105.3	261.6	899.5	1,428.0	1,933.9
비유동자산	254.2	461.6	703.4	970.6	1,298.4
유형자산	237.4	427.1	692.9	961.3	1,290.2
무형자산	8.9	9.5	7.1	5.8	4.7
투자자산	2.4	3.4	2.4	2.4	2.4
자산총계	466.2	1,532.2	3,131.5	4,553.1	5,955.5
유동부채	158.1	398.3	1,465.6	2,532.3	3,477.5
매입채무	37.4	200.4	0.0	0.0	0.0
단기차입금	96.8	129.6	431.2	511.2	571.2
유동성장기부채	13.7	36.6	141.8	551.8	911.8
비유동부채	110.5	498.7	386.0	484.3	502.3
사채	4.7	16.9	10.7	40.7	50.7
장기차입금	90.5	156.0	253.4	313.4	313.4
부채총계	268.6	897.0	1,851.5	3,016.6	3,979.8
자본금	14.0	17.4	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	160.3	693.9	659.4	659.4	659.4
기타포괄이익누계액	14.1	23.5	23.8	23.8	23.8
이익잉여금	17.9	-98.6	570.3	824.9	1,260.8
비지배주주지분	3.2	4.4	5.9	7.8	11.2
자본총계	197.6	635.2	1,280.0	1,536.5	1,975.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45.3	-138.1	-341.6	-202.0	22.8
당기순이익(손실)	-15.0	-112.3	271.3	256.6	439.2
유형자산감가상각비	12.3	19.0	31.3	50.5	71.2
무형자산상각비	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1
운전자본의 증감	32.7	-212.7	-651.9	-510.3	-488.6
투자활동 현금흐름	-70.8	-413.6	-226.1	-319.0	-400.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-54.1	-179.4	-273.2	-319.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	-0.4	-1.1	1.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	46.4	801.9	783.2	655.9	475.6
차입금증감	-21.1	442.7	324.3	655.9	475.6
자본의증가	81.9	537.0	-33.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	20.4	250.6	216.8	134.9	98.4
기초현금	0.8	21.2	271.8	488.5	623.5
기말현금	21.2	271.8	488.5	623.5	721.9
Key Financial Data					
	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	12,872	30,795	108,519	185,406	260,995
EPS(지배주주)	-550	-3,588	7,547	7,068	12,100
CFPS	620	2,526	9,040	11,293	18,655
EBITDAPS	552	2,053	8,353	11,543	18,766
BPS	6,653	17,799	35,373	42,441	54,542
DPS	48	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-125.1	-62.0	23.0	30.3	17.7
PCR	111.0	88.1	19.2	19.0	11.5
PSR	5.3	7.2	1.6	1.2	0.8
PBR	10.3	12.5	4.9	5.0	3.9
EBITDA	15.3	64.7	298.9	415.7	675.9
EV/EBITDA	143.2	121.9	21.9	20.5	13.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.4	-27.4	28.4	18.2	25.0
EBITDA이익률	4.3	6.7	7.7	6.2	7.2
부채비율	135.9	141.2	144.7	196.3	201.4
금융비용부담률	1.6	1.4	0.1	0.4	0.4
이자보상배율(x)	0.3	3.3	51.3	13.7	16.1
매출채권회전율(x)	6.1	5.9	29.0		
재고자산회전율(x)	2.9	5.3	6.7	5.7	5.6

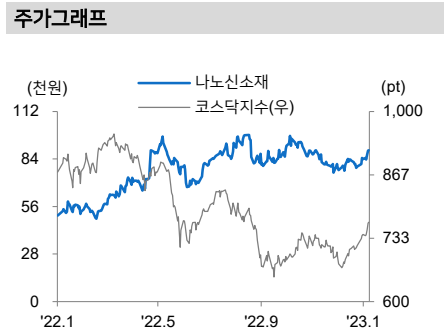
나노신소재 (121600) 2023년 Tesla Supply-chain에 포함될까?

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

Buy

적정주가 (12개월)	140,000원
현재주가 (2.3)	89,100원
상승여력	57.1%
KOSDAQ	766.79pt
시가총액	9,666억원
발행주식수	1,085만주
유동주식비율	70.23%
외국인비중	5.19%
52주 최고/최저가	98,200원/48,800원
평균거래대금	156.0억원
주요주주(%)	
박장우 외 8 인	27.43
국민연금공단	6.27

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.4	5.1	67.2
상대주가	-2.0	11.7	94.4



2023년 가시화된 Tesla의 배터리 내재화 전략에 채택될 가능성이 높은 소재: CNT도전재

- Tesla의 연간 높아질 배터리 생산 Capa: 2024년 100GW 이상의 4680 전지 양산계획에 Reference가 좋은 기업들과의 소재 직계약 가능성이 유력한 시점
- Tesla는 4680 전지 개발에 하이니켈 양극재/실리콘 음극재 등 앞선 Chemistry 기술력 도입 중으로 전기 전도성을 높여줄 CNT도전재의 채용 또한 유력한 시나리오

CNT도전재는 전지 소재 그 이상으로 추가 수요 발생, 추정된 시장 성장성 이상으로 가치가 높아질 전망

- 당사의 도전재 시장 전망은 2019~30년 연평균 +14% 성장, 동기간 MWCNT도전재는 +37% 성장할 전망
- 중장기 건식전극 도입에는 CNT도전재 확보가 첫 단추, 이에 따라 CNT는 전지소재(도전재)로의 활용 증가로 수요의 증가가 예상된다는 점이 당사의 핵심 논리

투자의견 Buy, 적정주가 14만원으로 이차전지 소재 최선호주로 유지

- 2023년 전방 고객사들의 채택 사례 증가로 동사의 증량 및 신규 설비 구축 전략 빠른 속도로 전개 중
- 동사의 CNT도전재 부문 실적 추정치는 2023년 하반기부터 상향 조정 폭 클 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	48.5	1.5	1.7	144	-72.9	8,441	263.2	4.5	91.5	1.8	15.7
2021	61.1	5.7	7.4	670	365.9	9,087	102.6	7.6	77.7	7.7	21.5
2022E	84.9	18.2	25.8	2,376	254.7	16,842	32.6	4.6	33.0	16.9	18.1
2023E	138.2	27.1	26.2	2,417	1.7	18,879	36.9	4.7	23.4	12.0	66.9
2024E	276.6	49.6	44.7	4,121	70.5	22,428	21.6	4.0	14.4	17.7	126.2

나노신소재 이익 추정

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	18.8	20.8	21.5	23.7	28.7	30.4	36.2	43.0	84.9	138.2	276.6
CNT도전재	5.5	5.5	5.7	7.5	12.3	13.6	18.8	25.1	24.3	69.8	200.2
영업이익	3.7	4.7	4.7	5.1	5.7	6.0	6.9	8.4	18.2	27.1	49.6
%OP	19.6%	22.4%	21.9%	21.6%	19.8%	19.7%	19.2%	19.6%	21.4%	19.6%	17.9%
CNT도전재	0.6	1.1	1.4	1.4	2.1	2.4	3.4	4.8	4.5	12.7	36.5
세전이익	4.2	6.9	10.9	5.7	6.2	6.4	7.2	8.6	27.8	28.4	48.4
순이익(지배)	3.9	6.5	10.1	5.3	5.7	5.9	6.7	7.9	25.8	26.2	44.7
% YoY											
매출액	28.6	42.3	32.3	52.7	52.3	45.9	68.0	81.5	39.0	62.9	100.1
영업이익	174.6	321.2	182.2	219.7	53.9	28.3	47.1	65.3	217.8	48.8	83.4
세전이익	69.5	456.5	266.1	388.7	45.4	-7.4	-33.8	50.9	251.7	2.3	70.5
순이익(지배)	72.5	432.3	268.7	340.1	45.2	-9.4	-33.8	50.9	247.0	1.7	70.5
% QoQ											
매출액	21.5	10.6	3.5	9.9	21.1	5.9	19.1	18.7			
영업이익	130.8	26.6	1.2	8.1	11.1	5.6	16.0	21.5			
세전이익	264.1	62.2	58.5	-47.8	8.3	3.3	13.4	18.9			
순이익(지배)	228.3	65.7	55.1	-47.8	8.3	3.3	13.4	18.9			

자료: 메리츠증권 리서치센터

나노신소재 (121600)

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	48.5	61.1	84.9	138.2	276.6
매출액증가율(%)	-0.8	25.9	39.0	62.9	100.1
매출원가	33.0	39.5	49.9	91.7	180.5
매출총이익	15.6	21.6	35.0	46.6	96.1
판매비와관리비	14.1	15.9	16.8	19.5	46.4
영업이익	1.5	5.7	18.2	27.1	49.6
영업이익률(%)	3.0	9.4	21.4	19.6	17.9
금융손익	-0.3	1.5	7.9	1.3	-1.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	0.7	1.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	0.6	7.9	27.8	28.4	48.4
법인세비용	-1.0	0.5	2.0	2.2	3.7
당기순이익	1.7	7.4	25.8	26.2	44.7
지배주주지분 순이익	1.7	7.4	25.8	26.2	44.7
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	68.5	83.1	194.6	289.0	465.5
현금및현금성자산	14.1	17.9	46.2	96.5	171.7
매출채권	11.1	9.4	11.9	21.6	43.9
재고자산	30.6	32.4	38.9	70.7	143.6
비유동자산	38.2	38.2	48.8	96.6	155.3
유형자산	29.8	30.5	42.0	90.0	148.9
무형자산	1.7	1.1	1.0	0.9	0.8
투자자산	2.6	2.5	0.0	0.0	0.0
자산총계	106.6	121.3	243.3	385.6	620.8
유동부채	9.2	15.8	24.3	91.1	185.6
매입채무	1.8	1.2	0.7	1.4	2.7
단기차입금	3.0	8.9	3.0	3.0	3.0
유동성장기부채	0.1	0.3	13.0	63.0	118.0
비유동부채	5.3	5.7	12.9	63.5	160.7
사채	0.0	0.0	0.0	20.0	68.0
장기차입금	3.0	3.0	10.0	40.0	88.0
부채총계	14.5	21.4	37.2	154.5	346.3
자본금	5.4	5.4	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	38.1	38.3	117.6	117.6	117.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.4	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	51.5	58.1	83.5	108.4	151.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	92.1	99.8	206.1	231.1	274.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	8.7	10.6	17.7	0.5	-21.1
당기순이익(손실)	1.7	7.4	25.8	26.2	44.7
유형자산감가상각비	2.7	3.3	3.8	12.0	21.1
무형자산상각비	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	2.7	-4.3	-9.0	-37.9	-87.1
투자활동 현금흐름	-9.2	-14.4	-85.6	-60.0	-80.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12.8	-4.3	-15.5	-60.0	-80.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	2.8	6.5	92.3	109.9	176.3
차입금증감	6.1	8.0	14.0	111.1	177.6
자본의증가	0.4	0.2	80.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1.5	3.7	28.3	50.4	75.2
기초현금	12.6	14.1	17.9	46.2	96.5
기말현금	14.1	17.9	46.2	96.5	171.7
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	4,473	5,629	7,824	12,742	25,496
EPS(지배주주)	144	670	2,376	2,417	4,121
CFPS	551	1,367	2,448	3,617	6,533
EBITDAPS	396	856	2,042	3,617	6,533
BPS	8,441	9,087	16,842	18,879	22,428
DPS	100	120	120	120	120
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	263.2	102.6	32.6	36.9	21.6
PCR	68.7	50.3	31.7	24.6	13.6
PSR	8.5	12.2	9.9	7.0	3.5
PBR	4.5	7.6	4.6	4.7	4.0
EBITDA	4.3	9.3	22.2	39.2	70.9
EV/EBITDA	91.5	77.7	33.0	23.4	14.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	7.7	16.9	12.0	17.7
EBITDA이익률	8.9	15.2	26.1	28.4	25.6
부채비율	15.7	21.5	18.1	66.9	126.2
금융비용부담률	0.3	0.4	0.5	1.7	2.3
이자보상배율(x)	9.0	23.7	44.3	11.6	7.9
매출채권회전율(x)	4.9	6.0	8.0	8.2	8.4
재고자산회전율(x)	1.4	1.9	2.4	2.5	2.6

SK이노베이션 (096770) SK On, 단일 품팩터 전략의 한계점을 극복할까?

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

Buy

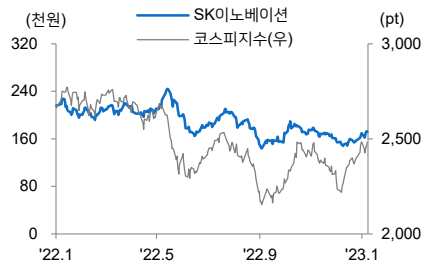
적정주가 (12개월)	250,000원
현재주가 (2.3)	172,000원
상승여력	45.3%

KOSPI	2,480.40pt
시가총액	159,041억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	57.29%
외국인비중	26.02%
52주 최고/최저가	244,000원/143,500원
평균거래대금	544.3억원

주요주주(%)	
SK 외 36 인	33.79
국민연금공단	8.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.3	-7.0	-21.3
상대주가	2.2	-7.7	-14.1

주가그래프



4Q22E Preview: 영업적자 -6,472억원을 추정, SK On은 -2,766억원으로 적자규모 확대

- 동사의 4Q22 영업적자는 유가/환율 하락에 따른 석유/화학부문의 수익성 악화에서 기인
SK On은 고객사들의 재고조정/판매단가 하락 영향과 미국 제2공장 조기가동 등 관련 비용 발생으로 적자폭 확대

SK On의 분기별 적자 규모 축소는 긍정적 흐름이나 후발주자/단일 품팩터의 한계점은 명확

- 수 차례의 SK On 수익성 개선 가이드스 하회는 대외변수 불확실성에 더해 더딘 수율 개선 등도 한 몫
- SK On의 흑자전환 추정 시점은 4Q23을 예상: 매출액 3.5조원, 영업이익 150억원, OPM 0.4%
- 당사의 이차전지 투자전략 (1) 고객사의 시장 장악력, (2) 공급망 관리, (3) Capex, (4) 제조원가 경쟁력 관점에서 SK On은 Top-tier 경쟁사들 대비 사업 경쟁력 격차 축소 가능 여력을 증명해야 할 시점

투자 의견 Buy는 유지하나 SK On은 후발주자로서 경쟁력 열위 명확, 적정주가는 25만원으로 하향 제시

- SK On의 확정된 Pre-IPO 사업가치 22조원과 4Q23E 흑자전환 시점에 따라 하향된 실적 추정치 반영
- SK On은 1차 Pre-IPO 및 모회사 유상증자로 23년 연간 Capex 자원 마련 부담이 완화된 점 긍정적이나, 경쟁사들 대비 악화된 수익성 장기화 기조 및 24년 낮은 추가 자금 확보 가능성에 보수적 의견 제시

(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	적전	155,153	-8.1	1.2	-27.0	-13.6	149.0
2021	46,842.9	1,754.2	304.6	3,293	흑전	184,853	72.4	1.3	10.6	1.9	152.4
2022E	77,801.1	4,035.1	1,899.8	20,545	260.0	221,524	7.5	0.7	5.5	10.0	178.8
2023E	76,163.6	1,017.7	166.8	1,804	-78.4	223,304	95.4	0.8	14.4	0.8	187.1
2024E	79,535.0	2,339.8	1,209.4	13,078	625.0	236,208	13.2	0.7	9.8	5.6	190.1

SK이노베이션 이익 추정

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	16,261.5	19,905.3	22,753.4	18,881.0	19,529.5	20,189.5	18,344.7	18,099.8	77,801.1	76,163.6	79,535.0
석유	10,642.7	14,016.1	15,769.1	12,193.9	12,609.3	13,088.3	10,996.2	10,545.9	52,621.8	47,239.6	45,860.7
화학	2,806.0	2,892.8	2,912.2	2,520.4	2,812.7	2,757.0	2,761.8	2,659.4	11,131.4	10,990.8	10,808.9
루브리컨츠	1,042.9	1,228.0	1,414.6	881.8	883.4	883.4	880.3	877.2	4,567.3	3,524.4	3,348.2
SK IET	134.2	138.9	135.3	145.2	156.4	193.8	208.0	243.7	553.6	801.9	1,360.6
SK On	1,259.9	1,288.0	2,194.2	2,791.5	2,808.7	3,001.1	3,248.0	3,517.8	7,533.6	12,575.6	17,152.0
광구	420.2	399.5	402.6	348.1	259.0	265.9	250.4	256.0	1,570.4	1,031.2	1,004.6
영업이익	1,649.1	2,329.2	704.0	-647.2	-102.4	273.2	365.7	481.2	4,035.1	1,017.7	2,339.8
%OP	10.1%	11.7%	3.1%	-3.4%	-0.5%	1.4%	2.0%	2.7%	5.2%	1.3%	2.9%
석유	1,506.7	2,229.1	316.5	-413.9	-90.2	251.7	268.6	276.4	3,638.4	706.6	1,080.3
화학	31.2	76.0	108.3	-135.8	37.3	29.4	14.8	17.5	79.7	98.9	115.8
루브리컨츠	211.6	255.2	336.0	114.1	103.9	103.9	103.6	103.2	916.9	414.6	267.0
SK IET	-7.6	-12.4	-22.0	-18.6	-18.9	-17.7	-0.8	7.6	-60.6	-29.8	92.7
SK On	-273.4	-326.6	-134.6	-276.6	-196.7	-157.9	-80.5	15.0	-1,011.2	-420.1	542.9
광구	198.2	166.2	96.6	83.6	62.2	63.8	60.1	61.4	544.6	247.5	241.1
세전이익	1,376.0	2,010.1	303.5	-754.3	-216.1	154.2	245.3	346.2	2,935.4	529.6	1,733.0
순이익(지배주주)	793.7	1,276.1	74.8	-244.9	-69.2	49.1	77.6	109.4	1,899.8	166.8	1,209.3
%YoY											
매출액	76.0	79.0	85.0	33.1	20.1	1.4	-19.4	-4.1	66.1	-2.1	4.4
영업이익	228.1	359.9	13.8	적전	적전	-88.3	-48.1	흑전	130.0	-74.8	129.9
세전이익	흑전	203.7	-58.7	적자확대	적전	-92.3	-19.2	흑전	229.1	-82.0	227.2
순이익(지배)	흑전	583.0	-82.4	적전	적전	-96.2	3.6	흑전	523.7	-91.2	624.9
%QoQ											
매출액	14.7	22.4	14.3	-17.0	3.4	3.4	-9.1	-1.3			
영업이익	1,202.4	41.2	-69.8	적전	적자축소	흑전	33.8	31.6			
세전이익	흑전	46.1	-84.9	적전	적자축소	흑전	59.1	41.1			
순이익(지배)	1,060.0	60.8	-94.1	적전	적자축소	흑전	58.0	41.1			

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	34,549.9	46,842.9	77,801.1	76,163.6	79,535.0
매출액증가율(%)	-29.9	35.6	66.1	-2.1	4.4
매출원가	34,877.5	42,649.1	70,944.0	72,593.4	74,530.3
매출총이익	-327.6	4,193.8	6,857.2	3,570.2	5,004.7
판매비와관리비	2,092.7	2,439.6	2,822.1	2,552.5	2,664.9
영업이익	-2,420.3	1,754.2	4,035.1	1,017.7	2,339.8
영업이익률(%)	-7.0	3.7	5.2	1.3	2.9
금융손익	-197.3	-741.5	-1,241.6	-604.4	-723.1
종속/관계기업관련손익	-28.6	575.5	145.6	295.0	295.0
기타영업외손익	-112.3	-757.2	-3.8	-178.8	-178.8
세전계속사업이익	-2,758.4	831.0	2,935.3	529.5	1,732.9
법인세비용	-598.2	373.7	1,131.7	139.1	455.1
당기순이익	-2,146.7	501.0	1,803.7	390.5	2,830.7
지배주주지분 손이익	-2,172.8	304.6	1,899.8	166.8	1,209.4
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	13,295.1	21,481.7	30,596.1	28,695.8	32,442.0
현금및현금성자산	2,940.7	3,423.8	8,344.5	7,364.8	9,384.3
매출채권	2,506.2	4,248.7	5,670.6	5,436.0	5,876.1
재고자산	3,878.4	7,849.1	11,324.5	10,856.0	11,734.8
비유동자산	25,203.1	28,075.8	34,707.3	39,665.6	44,853.8
유형자산	17,878.2	19,350.0	25,307.4	30,605.4	35,574.6
무형자산	1,223.9	1,906.9	2,013.9	1,863.9	1,727.2
투자자산	4,311.4	4,929.6	5,197.0	5,007.4	5,363.1
자산총계	38,498.2	49,557.4	65,303.4	68,361.5	77,295.8
유동부채	11,014.8	14,512.5	26,708.3	27,716.9	31,506.2
매입채무	2,764.4	5,661.2	8,367.3	8,021.1	8,670.4
단기차입금	1,530.3	864.1	7,185.4	7,985.4	9,565.4
유동성장기부채	1,708.8	1,830.8	5,028.3	5,028.3	5,328.3
비유동부채	12,024.8	15,411.8	15,173.2	16,832.2	19,146.7
사채	7,971.0	10,106.0	9,283.7	9,703.7	10,103.7
장기차입금	2,659.4	3,305.8	3,072.5	4,372.5	6,172.5
부채총계	23,039.7	29,924.3	41,881.5	44,549.1	50,652.8
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,941.9	7,697.6	7,793.9	7,793.9	7,793.9
기타포괄이익누계액	-129.6	501.2	1,986.3	1,986.3	1,986.3
이익잉여금	9,891.3	10,211.2	11,924.8	12,091.6	13,300.9
비지배주주지분	918.5	2,309.8	2,662.0	2,885.7	4,507.0
자본총계	15,458.5	19,633.2	23,421.9	23,812.4	26,643.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	2,850.8	-483.0	1,065.6	2,213.1	4,557.1
당기순이익(손실)	-2,146.7	501.0	1,803.7	390.5	2,830.7
유형자산감가상각비	1,239.6	1,408.3	1,683.5	1,512.0	1,890.9
무형자산상각비	127.3	105.5	164.7	150.0	136.7
운전자본의 증감	4,272.1	-2,585.5	-4,071.6	160.5	-301.1
투자활동 현금흐름	-4,128.7	-4,123.2	-3,766.9	-6,511.3	-7,420.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,763.1	-3,187.7	-5,663.4	-6,810.0	-6,860.0
투자자산의 감소(증가)	-26.2	-42.8	-191.8	189.7	-355.7
재무활동 현금흐름	2,144.7	5,029.7	7,242.1	3,318.5	4,882.7
차입금증감	2,499.0	2,682.3	8,658.1	3,318.5	4,882.7
자본의증가	176.1	1,755.7	96.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	744.7	483.2	4,920.7	-979.7	2,019.5
기초현금	2,196.0	2,940.7	3,423.8	8,344.5	7,364.8
기말현금	2,940.7	3,423.8	8,344.5	7,364.8	9,384.3
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	373,652	506,599	841,407	823,697	860,158
EPS(지배주주)	-23,498	3,293	20,545	1,804	13,078
CFPS	-10,858	27,183	64,418	30,326	65,371
EBITDAPS	-11,392	35,342	63,627	28,981	47,233
BPS	155,153	184,853	221,524	223,304	236,208
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-8.1	72.4	7.5	95.4	13.2
PCR	-17.5	8.8	2.4	5.7	2.6
PSR	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	1.3	0.7	0.8	0.7
EBITDA	-1,053.3	3,267.9	5,883.3	2,679.7	4,367.4
EV/EBITDA	-27.0	10.6	5.5	14.4	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-13.6	1.9	10.0	0.8	5.6
EBITDA이익률	-3.0	7.0	7.6	3.5	5.5
부채비율	149.0	152.4	178.8	187.1	190.1
금융비용부담률	1.0	0.8	0.8	1.1	1.2
이자보상배율(x)	-6.8	4.5	6.6	1.2	2.5
매출채권회전율(x)	10.4	13.9	15.7	13.7	14.1
재고자산회전율(x)	6.7	8.0	8.1	6.9	7.0

에코프로비엠(247540) 2023년 신규 고객선 확보 가시성

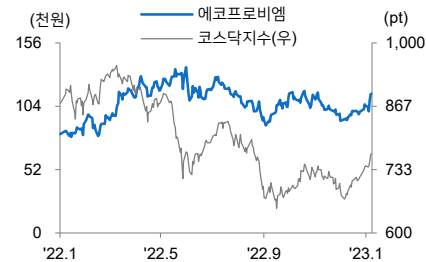
Analyst 노우호 02.6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (2.3)	114,100원
상승여력	57.8%
KOSDAQ	766.79pt
시가총액	111,591억원
발행주식수	9,780만주
유동주식비율	45.13%
외국인비중	10.31%
52주 최고/최저가	135,900원/78,819원
평균거래대금	856.0억원
주요주주(%)	
에코프로 외 13 인	51.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.4	-10.5	36.2
상대주가	7.8	-4.8	58.4

주가그래프



2022년 Review 및 2023년 Preview

- 동사는 2022년 매출액 5.3조원, 영업이익 3,824억원(OPM 7.2%)을 시현하며 높아진 이익 체력을 증명
- 2023년 예상 매출액 9.2조원, 영업이익 5,609억원으로, 증설 효과 및 판매 제품 Mix 고도화에 따른 성장기조 유지

전방 고객사들의 제2차 수주 재편기에 맞춰 동사 또한 발빠른 준비 중으로 증장기 매출 가이던스 현실적

- 동사는 22.12월 Eco-Friendly Day를 통해 2027년 양극재 판매량 60만톤, 매출액 27조원 목표를 제시
- 2023년 이후 과거 1차 수주와 다른 수주 재편기가 발생될 전망. 생산 Capa 여력과 수직계열화 사업 경쟁력을 갖춘 동사는 신규 고객선 확보 가시성이 높을 수 있는 점에 주목

투자의견 Buy, 적정주가 18만원을 제시

- 동사는 2022~23년 동종업계 경쟁사들의 전방 고객사향 수주 Event 발생으로 주가 Discount 발생
- 동사는 그룹사 양극재 수직계열화의 사업구조 및 생산Capa 확장으로 신규 수주 및 수요에 대응 가능한 여력이 높아
- 2023년 동사에 신규 고객사 확보 가시성 등 투자심리 개선 가능할 전망, 투자의견 Buy와 적정주가 18만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	854.8	54.8	46.9	554		5,195	75.9	8.1	40.8	10.6	71.0
2021	1,485.6	115.0	100.8	1,145	101.7	5,930	108.1	20.9	72.4	20.3	139.2
2022P	5,356.9	382.4	245.3	2,568	153.6	14,266	35.9	6.5	22.4	25.2	151.9
2023E	9,188.6	560.9	370.4	3,787	40.6	17,827	30.1	6.4	16.2	23.6	222.4
2024E	12,052.5	850.6	553.8	5,662	49.4	23,262	20.2	4.9	11.5	27.6	229.1

에코프로비엠 이익 추정

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

(십억원)	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022P	2023E	2024E
매출액	2,036.9	2,214.8	2,361.9	2,574.9	2,897.7	2,924.7	3,057.4	3,172.7	5,356.9	9,188.6	12,052.5
영업이익	114.1	130.7	148.8	167.4	194.1	204.7	220.1	231.6	382.4	560.9	850.6
% OP	5.6%	5.9%	6.3%	6.5%	6.7%	7.0%	7.2%	7.3%	7.1%	6.1%	7.1%
세전이익	107.4	121.8	137.7	154.8	179.9	188.4	202.1	212.8	325.1	521.6	783.3
순이익(지배)	77.5	85.8	96.1	110.9	127.0	133.4	142.7	150.8	245.3	370.4	553.8
% YoY											
매출액	207.5	86.6	51.1	32.4	42.3	32.1	29.4	23.2	260.6	71.5	31.2
영업이익	177.8	27.0	5.2	72.5	70.2	56.7	47.9	38.4	232.4	46.7	51.6
세전이익	200.0	35.9	3.3	132.8	67.6	54.7	46.8	37.5	184.1	60.4	50.2
순이익(지배)	197.5	24.5	-4.1	121.5	63.7	55.4	48.4	36.0	143.3	51.0	49.5
% QoQ											
매출액	4.8	8.7	6.6	9.0	12.5	0.9	4.5	3.8			
영업이익	17.6	14.6	13.9	12.5	16.0	5.5	7.5	5.2			
세전이익	61.4	13.4	13.1	12.4	16.2	4.7	7.3	5.3			
순이익(지배)	54.9	10.7	12.0	15.3	14.5	5.1	7.0	5.7			

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	854.8	1,485.6	5,356.9	9,188.6	12,052.5
매출액증가율(%)		73.8	260.6	71.5	31.2
매출원가	749.2	1,295.5	4,841.1	8,325.0	10,943.4
매출총이익	105.6	190.1	515.8	863.6	1,109.1
판매비와관리비	50.8	75.1	133.4	227.7	294.1
영업이익	54.8	115.0	382.4	560.9	850.6
영업이익률(%)	6.4	7.7	7.1	6.9	6.8
금융손익	-4.2	-4.3	-44.3	-39.3	-67.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.0	3.7	-13.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	47.6	114.4	325.0	521.6	783.3
법인세비용	1.0	16.6	56.1	134.3	204.7
당기순이익	46.7	97.8	269.0	387.3	578.5
지배주주지분 순이익	46.9	100.8	245.3	370.4	553.8
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	304.8	739.1	2,768.3	3,876.0	4,725.1
현금및현금성자산	59.2	104.7	148.3	417.4	471.6
매출채권	79.2	247.4	1,048.0	1,388.0	1,710.3
재고자산	156.8	339.4	1,290.0	1,708.6	2,105.2
비유동자산	494.2	686.7	1,018.3	2,147.4	3,254.8
유형자산	436.0	638.9	959.5	2,088.1	3,195.2
무형자산	13.3	12.1	13.8	13.8	13.8
투자자산	1.3	1.9	15.2	15.7	16.1
자산총계	799.0	1,425.9	3,786.6	6,023.3	7,979.9
유동부채	189.0	612.9	1,881.5	2,926.3	3,901.2
매입채무	68.7	142.3	820.6	1,086.8	1,339.2
단기차입금	60.0	265.0	518.7	838.7	1,166.7
유동성장기부채	8.9	91.9	299.9	679.9	999.9
비유동부채	142.7	216.8	401.8	1,228.5	1,653.9
사채	0.0	0.0	0.0	400.0	600.0
장기차입금	124.3	193.5	317.5	717.5	917.5
부채총계	331.7	829.7	2,283.3	4,154.8	5,555.0
자본금	10.5	11.5	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	274.5	292.9	877.5	877.5	877.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	135.7	224.0	443.5	791.7	1,323.3
비지배주주지분	23.7	44.5	108.2	125.0	149.8
자본총계	467.3	596.2	1,503.4	1,868.5	2,424.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동현금흐름	125.0	-100.9	-715.4	229.5	614.8
당기순이익(손실)	46.7	97.8	269.0	387.3	578.5
유형자산감가상각비	34.3	40.6	68.3	271.4	413.0
무형자산상각비	2.6	2.8	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	29.8	-267.4	-242.2	-468.5	-444.0
투자활동 현금흐름	-94.4	-237.3	-442.6	-1,397.3	-1,517.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-98.4	-236.0	-404.5	-1,400.0	-1,520.0
투자자산의 감소(증가)	-1.3	-0.7	-13.3	-0.4	-0.4
재무활동 현금흐름	9.1	383.6	1,202.3	1,436.9	956.5
차입금증감	197.0	356.2	589.0	1,501.4	1,049.3
자본의증가	285.0	19.4	622.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	39.1	45.4	43.7	269.0	54.3
기초현금	20.1	59.2	104.7	148.3	417.4
기말현금	59.2	104.7	148.3	417.4	471.6
Key Financial Data					
	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	10,087	16,872	56,087	93,951	123,235
EPS(지배주주)	554	1,145	2,568	3,787	5,662
CFPS	1,118	1,747	-4,676	8,510	12,920
EBITDAPS	1,082	1,799	4,719	8,510	12,920
BPS	5,195	5,930	14,266	17,827	23,262
DPS	111	227	227	227	227
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	75.9	108.1	35.9	30.1	20.2
PCR	37.6	70.8	-19.7	13.4	8.8
PSR	4.2	7.3	1.6	1.2	0.9
PBR	8.1	20.9	6.5	6.4	4.9
EBITDA	91.7	158.4	450.7	832.3	1,263.6
EV/EBITDA	40.8	72.4	22.4	16.2	11.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	20.3	25.2	23.6	27.6
EBITDA이익률	10.7	10.7	8.4	9.1	10.5
부채비율	71.0	139.2	151.9	222.4	229.1
금융비용부담률	0.5	0.3	0.4	0.5	0.6
이자보상배율(x)	12.9	25.6	19.6	13.2	12.0
매출채권회전율(x)	10.8	9.1	8.3	7.5	7.8
재고자산회전율(x)	5.5	6.0	6.6	6.1	6.3

HL만도 (204320) 거인의 어깨에 올라선 국내 부품 업체

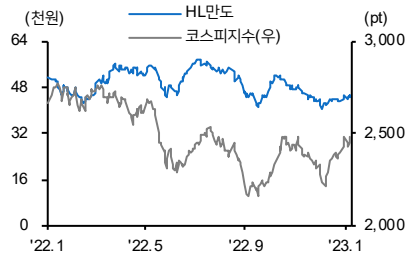
Analyst 김준성 02. 6454-4866
joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	75,000원
현재주가 (2. 3)	45,350원
상승여력	+65.4%
KOSPI	2,480.40pt
시가총액	21,295억원
발행주식수	4,696만주
유동주식비율	68.48%
외국인비중	23.30%
52주 최고/최저가	57,500원/40,300원
평균거래대금	100.3억원
주요주주(%)	
한라홀딩스 외 4 인	30.26
국민연금공단	11.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.7	-21.0	-11.1
상대주가	-4.6	-21.6	-2.9

주가그래프



부품 업체의 기업 가치 개선 근거는 언제나 외형 성장에서 시작, 2023년 매출 8.4조원 (+12% YoY) 전망

- 부품 업종은 낮은 수익성의 제조업을 영위
- 긴 시간을 돌이켜 봤을 때, 기업 가치 개선은 '전방 업체의 판매 증가 → 공급 부품 확대 → 부품 업체 매출 성장 → 고 정비 승수효과 발현 → 영업 실적 호조 → 실적과 동행한 주가 상승'의 공식을 지켜왔음
- 지난 2009-2013년 국내 최대 자동차 업체인 현대/기아의 폭발적 판매 성장기 이른바 '차화정' 시대가 마무리되고 부품 업종의 매출 성장은 멈춰섰고, 만도의 매출 또한 정체 (2013-2020년 연평균 매출 성장률 -0.2%)
- 그러나 2020년 이후 Parking Brake와 EPS를 독점 공급해온 북미 BEV 업체의 가파른 판매 성장 시작됐고, 이에 따라 만도의 매출 또한 긴 정체를 깨고 높은 증가세를 개시
- 2021년 6.1조원 (+10% YoY), 2022년 예상 7.5조원 (+21% YoY), 2023년 예상 8.4조원 (+12% YoY)

북미 BEV 업체 수요 둔화에 대한 우려 영향으로 낮아진 밸류에이션, 지금이 바로 매수 적기

- 북미 BEV 업체의 수요 둔화 우려 커지며, 만도의 성장성에 대한 시장 기대치 또한 위축
- 그러나 북미 BEV 업체는 가격 인하, 원가 혁신 통해 2023년에도 높은 판매 성장을 이어가고 있음이 확인되고 있음
- 기존 적정주가 75,000원, 투자의견 Buy 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	5,563.5	88.7	5.8	123	-94.8	36,407	367.8	1.2	8.2	0.4	188.9
2021	6,147.4	232.3	167.1	3,559	2,787.0	43,535	12.7	1.0	6.1	8.9	179.0
2022E	7,466.9	272.0	255.8	5,447	53.0	46,360	8.3	1.0	5.3	12.1	185.4
2023E	8,360.8	380.0	272.3	5,799	6.5	50,694	7.8	0.9	4.3	11.9	178.3
2024E	8,989.5	418.3	282.7	6,021	3.8	55,268	7.5	0.8	3.9	11.4	169.3

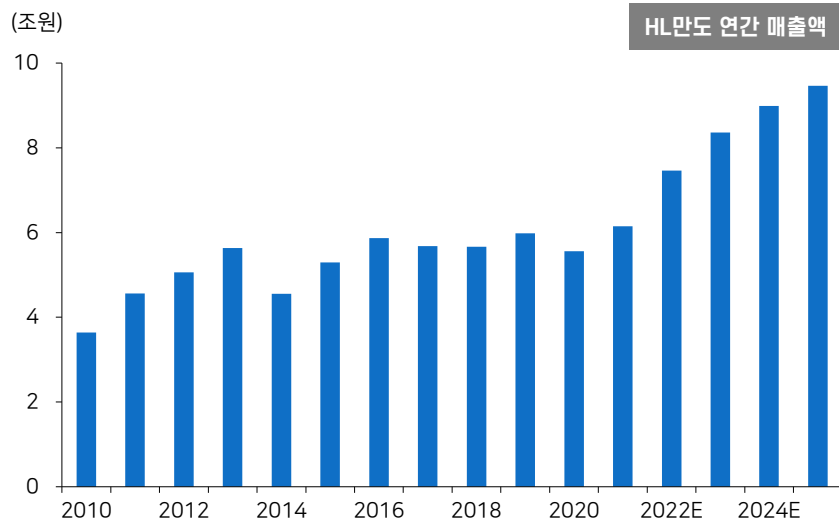
북미 BEV 업체와 동행 성장 시작된 2021년 이후 두 자릿 수 외형 성장 개시

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

업종 내 차별화된 외형 성장

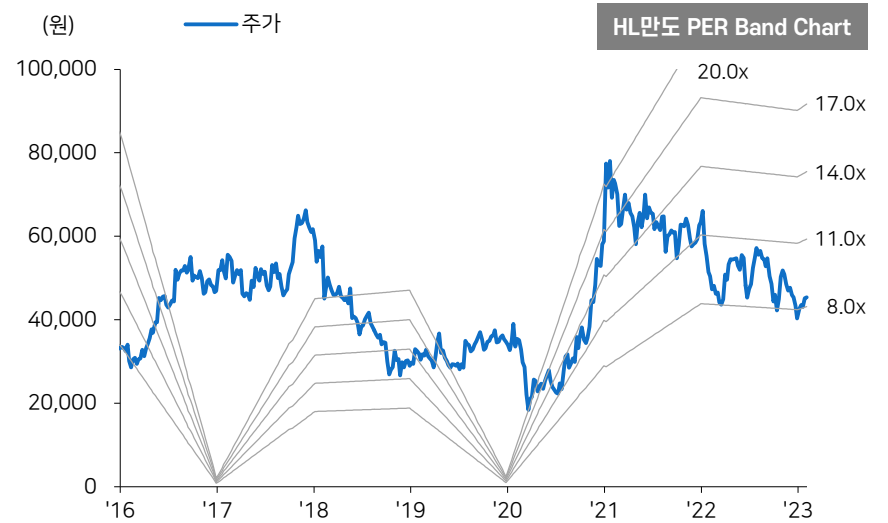
- 북미 BEV 업체의 연간 생산 규모가 50만대에 도달한 2020년부터 두 자릿 수 매출 성장 시작
- 북미 BEV 업체 매출 비중, 2020년 6%, 2021년 11%, 2022년 · 2023년 · 2024년 예상 16%, 23%, 31%
- 성장하는 전방 업체와의 동행 성장과 이를 통한 수익성 개선은 부품 업체의 기업 가치 상승 조건

북미 BEV 업체와의 동행 성장 통해 높은 매출 성장 시작



자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

만도, PER Band Chart



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,687.8	1,679.0	1,968.4	2,131.6	1,883.3	2,101.3	2,054.2	2,321.9	7,466.9	8,360.8	8,989.5
(% YoY)	12.4	12.9	37.1	23.8	11.6	25.2	4.4	8.9	21.5	12.0	7.5
OP	68.9	45.7	76.6	80.8	82.6	96.3	92.8	108.3	272.0	380.0	418.3
(% YoY)	-4.0	-40.4	44.0	163.8	19.8	110.8	21.1	34.1	17.1	39.7	10.1
RP	52.7	68.9	179.9	81.5	81.0	93.4	91.4	107.0	383.0	372.9	388.0
(% YoY)	-22.6	-32.6	466.5	212.5	53.7	35.7	-49.2	31.3	67.9	-2.6	4.0
NP	29.8	35.9	129.1	61.0	59.0	68.2	66.8	78.3	255.8	272.3	282.7
(% YoY)	-39.3	-54.2	469.5	256.4	98.1	90.2	-48.3	28.5	53.0	6.5	3.8
OP margin (%)	4.1	2.7	3.9	3.8	4.4	4.6	4.5	4.7	3.6	4.5	4.7
RP margin (%)	3.1	4.1	9.1	3.8	4.3	4.4	4.5	4.6	5.1	4.5	4.3
NP margin (%)	1.8	2.1	6.6	2.9	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.3	3.1

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

HL만도 (204320)

EV War #3
extreme SUPPLY
vs. DEMAND woes

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,563.5	6,147.4	7,466.9	8,360.8	8,989.5
매출액증가율(%)	-7.0	10.5	21.5	12.0	7.5
매출원가	4,893.8	5,246.1	6,450.6	7,152.2	7,677.1
매출총이익	669.7	901.3	1,016.3	1,208.6	1,312.5
판매비와관리비	581.0	669.0	744.2	828.6	894.2
영업이익	88.7	232.3	272.0	380.0	418.3
영업이익률(%)	1.6	3.8	3.6	4.5	4.7
금융손익	-49.9	-36.3	8.3	-25.3	-25.8
종속/관계기업관련손익	33.4	101.7	19.8	40.0	50.0
기타영업외손익	-67.1	-69.6	82.8	-21.9	-54.5
세전계속사업이익	5.2	228.1	383.0	372.9	388.0
법인세비용	-8.7	49.5	110.5	83.9	87.3
당기순이익	13.9	178.6	272.5	289.0	300.7
지배주주지분 손이익	5.8	167.1	255.8	272.3	282.7

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,407.0	2,944.3	3,391.5	3,831.0	4,235.9
현금및현금성자산	561.4	852.3	970.7	1,086.9	1,168.6
매출채권	1,334.0	1,359.7	1,493.4	1,672.2	1,887.8
재고자산	322.6	544.1	660.9	740.0	795.7
비유동자산	2,531.3	2,760.1	2,820.5	2,793.1	2,752.7
유형자산	2,039.4	2,193.0	2,137.6	2,072.5	2,000.5
무형자산	125.2	113.9	177.5	178.4	182.3
투자자산	157.9	221.6	269.2	301.5	324.1
자산총계	4,938.3	5,704.4	6,212.0	6,624.1	6,988.6
유동부채	2,031.6	2,129.6	2,558.3	2,749.6	2,900.8
매입채무	1,098.8	969.0	1,120.0	1,337.7	1,438.3
단기차입금	108.5	127.2	248.0	248.0	255.4
유동성장기부채	502.7	597.7	579.7	585.5	568.0
비유동부채	1,197.2	1,530.5	1,476.7	1,494.1	1,492.6
사채	548.5	828.0	703.8	710.8	703.7
장기차입금	518.7	584.0	642.4	648.9	655.4
부채총계	3,228.8	3,660.1	4,035.0	4,243.7	4,393.4
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	603.1	603.1	603.1	603.1
기타포괄이익누계액	-5.2	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1
이익잉여금	722.3	915.5	1,096.3	1,343.0	1,596.8
비지배주주지분	343.8	480.9	432.8	389.5	350.5
자본총계	1,709.6	2,044.3	2,176.9	2,380.4	2,595.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	430.0	412.7	578.4	635.9	568.2
당기순이익(손실)	13.9	178.6	272.5	289.0	300.7
유형자산감가상각비	253.6	280.3	305.5	315.1	321.9
무형자산상각비	52.2	46.5	36.4	39.2	40.0
운전자본의 증감	52.4	-140.1	36.3	-47.1	-159.8
투자활동 현금흐름	-144.4	-376.6	-402.1	-496.7	-428.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-177.6	-207.3	-250.0	-250.0	-250.0
투자자산의 감소(증가)	15.5	-24.8	-66.5	-0.8	-4.0
재무활동 현금흐름	71.4	229.0	-107.0	-23.0	-57.7
차입금증감	126.9	253.1	-61.4	19.3	-10.7
자본의증가	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
현금의증가(감소)	356.1	290.8	118.4	116.2	81.7
기초현금	205.3	561.4	852.3	970.7	1,086.9
기말현금	561.4	852.3	970.7	1,086.9	1,168.6

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	118,481	130,916	159,014	178,053	191,441
EPS(지배주주)	123	3,559	5,447	5,799	6,021
CFPS	11,956	18,150	20,672	23,147	24,887
EBITDAPS	8,401	11,907	13,073	15,638	16,616
BPS	36,407	43,535	46,360	50,694	55,268
DPS	0	800	900	1,000	1,100
배당수익률(%)	0.0	1.8	2.0	2.2	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	367.8	12.7	8.3	7.8	7.5
PCR	6.8	4.3	3.6	3.4	3.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
EBITDA	394.5	559.1	613.9	734.3	780.2
EV/EBITDA	8.2	6.1	5.3	4.3	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.4	8.9	12.1	11.9	11.4
EBITDA이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	188.9	179.0	185.4	178.3	169.3
금융비용부담률	8.1	8.3	7.6	8.7	8.0
이자보상배율(x)	0.2	0.5	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율(x)	4.2	4.6	5.2	5.3	5.1
재고자산회전율(x)	16.9	14.2	12.4	11.9	11.7

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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

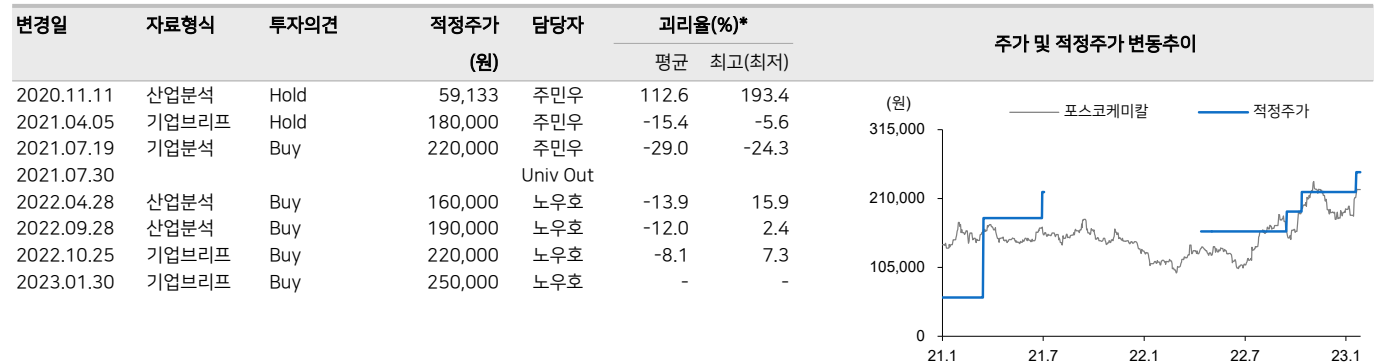
LG에너지솔루션 (373220) 투자등급변경 내용

* 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	-	-	

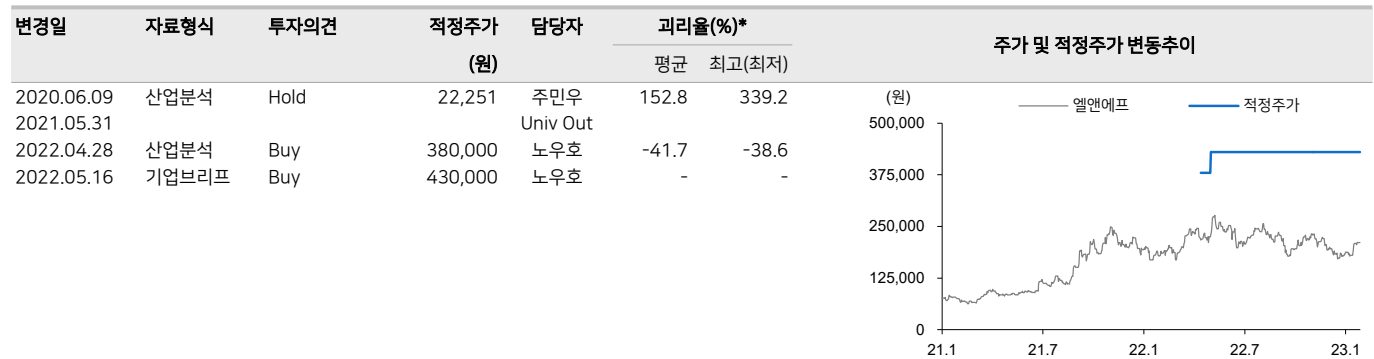
포스코케미칼 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



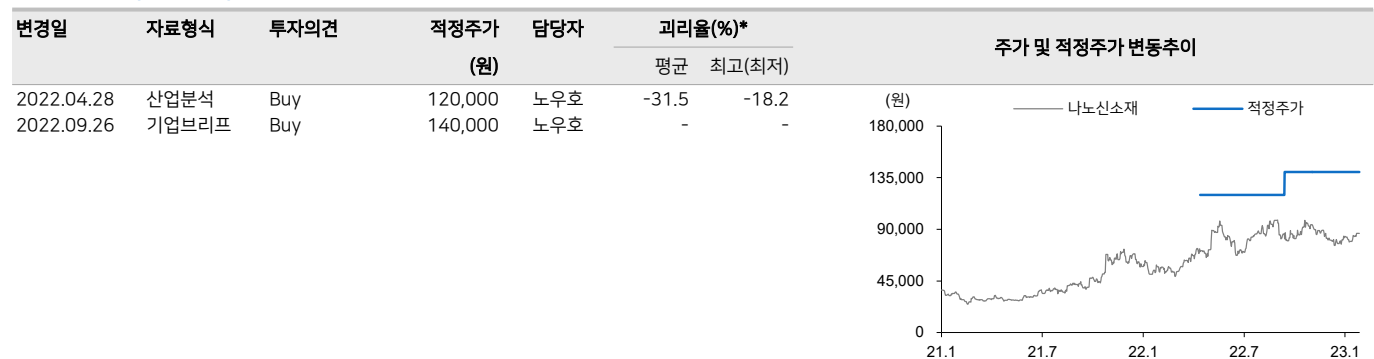
엘앤에프 (066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



나노신소재 (121600) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



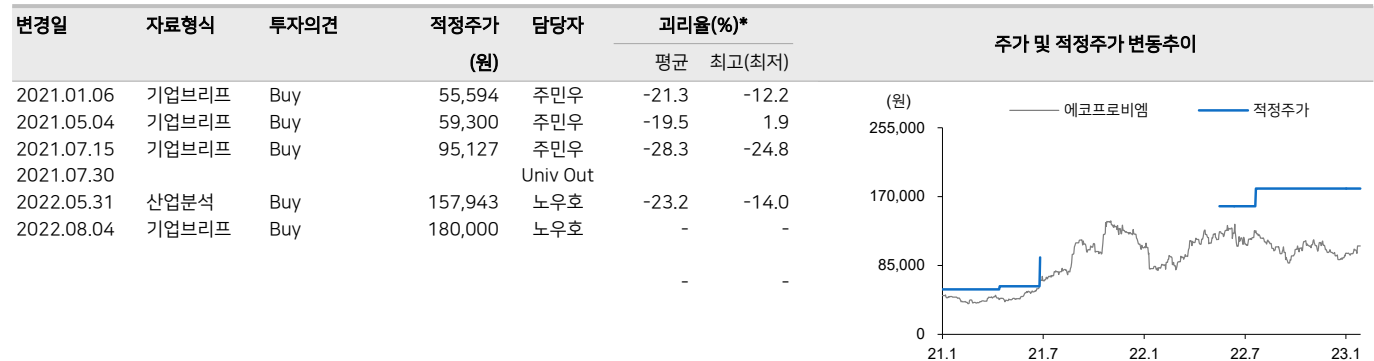
SK이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



HL만도(204320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

