2021 년 10 월 18 일

산업분석 | 정유/화학/신소재

I. EV Battery

배터리 소재 중심 비중 확대 유효

Analyst
이안나
02 3779 8936
annalee@ebestsec.co.kr

Overweight

화학/신소재 (Overweight)

LG 화학	
투자의견	Buy (유지)
목표주가	939,000 원 (유지)
SK 이노베이션	
투자의견	Hold (유지)
목표주가	262,000 원 (유지)
에코프로비엠	
투자의견	Buy (유지)
목표주가	528,000 원 (유지)
SKC	
투자의견	Buy (유지)
목표주가	212,000 원 (유지)
포스코케미칼	
투자의견	Hold (유지)
목표주가	151,000 원 (유지)

Cell: 배터리 사업부 제외해도 의미 있는 기업 주목

EV Battery Cell 기업(LG 화학, SK 이노베이션)은 물적분할, 배터리 화재, 그로 인한 IPO 지연 등으로 인해 주가하락이 이어지고 있다. 현재 Cell 기업 주가의 저평가 여부는 배터리 사업부를 제외한 나머지 사업부의 매력도 분석을 통해 판단해야 한다. SK 이노베이션은 배터리, E&P 사업부를 분할시킴과 동시에 기존 본업도 점차 축소 시켜 나가며 '그린 포트폴리오 개발' 역할을 수행하는 지주사로 남게 되었다. 따라서 향후 분할한 각 사업부들의 상장을 기다리는 것이 바람직하다는 판단이다. LG 화학은 'LG 에너지솔루션'을 제외한 사업부 자체로 성장동력이 높다는 판단이다. 이는 1) PVC, ABS 중심 정리된 본업, 2) 배터리 소재 중심 첨단소재 사업부의 변화, 3) 친환경 플라스틱 산업(LA-PLA) 핵심 투자까지 의미 있는 성장 포트폴리오를 구축하고 있기 때문이다.

소재: 소재 별 투자포인트 다르게 가져가야

EV Battery 소재는 기술 개발이 진행되는 일부 소재를 제외하고 대부분 단가 압력이 시작되었다. 따라서 기술개발이 지속되는 소재는 '기술력', 단가압력이 시작된 소재는 '규모의 경제' 중심으로 소재 별 투자포인트를 다르게 가져가야 한다. 현재 기술개발에 대한 요구가 지속되고 있는 부분은 High-Ni 양극재와 음극재 중 실리콘+나노+CNT 도전재다. 양극재는 High-Ni(>80%)+안정성(Doping or Coating) 중심으로 기술 개발이 진행되고 있다. 다만, 양극재 역시, Ni 함량 80% 이상을 제외하고는 이미 단가 압력이 시작 되었다. 따라서 양극재 기업에 대한 투자는 기술력과 원가 경쟁력(안정적 공급망 확충 여부)을 동시에 고려해야 한다. 음극재는 실리콘 비중을 늘려 에너지밀도를 높이고자 한다. 실리콘 비중 확대를 위해서는 나노 기술과 CNT 도전재를 적용해야 한다. 다만, 아직 실리콘 비중 5% 이상 적용을 위한 나노 + CNT 도전재 기술 경쟁력을 가진 기업은 없기 때문에 지속적인 업데이트를 통해 확인할 필요가 있다.

Top Pick: 에코프로비엠 〉 LG 화학 〉 SKC

EV Battery 섹터에서는 증설 등에 대한 모멘텀이 마무리되었기 때문에 이제 실적이 주가 상승의 주된 요인이 될 것이다. 이에 셀 기업보다는 소재 기업 중심으로의 주가 상승은 여전히 유효하다는 판단이다. 셀 기업들의 3 분기 실적은 컨센서스 부합 또는 하회가 예상되며, 반면, 소재 기업들은 컨센서스 부합 또는 상회하는 실적을 기록할 것으로 보인다. 그 중에서도 '에코프로비엠'의 경우, High-Ni(>80%)+안정성(Doping or Coating) 중심 양극재에 대해 높은 기술력을 보유하고 있다. 동사는 국내 양극재 기업 중 영업이익률이 가장 높으며, 원재료 단 생태계 구축(리사이클링, 소재 가공)을 통한 원가 경쟁력 확보로 이익률은 점차 높아질 것으로 기대된다. 셀 기업은 배터리 사업부를 제외한 나머지 사업부 자체로 성장동력이 높다고 판단되는 'LG 화학' 에 주목할 필요가 있다. 'SKC' 역시, 노이즈로 인한 주가하락이 있었으나, 동박 및 친환경 소재 등에 대한 성장은 지속 가능하다는 판단이다.

이 베스트투자증권

EV Battery Cell: 배터리 사업부 제외해도 의미 있는 기업 주목

배터리 사업부 제외해도 매력적인 'LG 화학'

EV Battery Cell 기업(LG 화학, SK 이노베이션)은 물적분할, 배터리 화재, 그로 인한 IPO 지연 등으로 인해 주가하락이 이어지고 있다. 현재 Cell 기업 주가의 저평가 여부는 배터리 사업부를 제외한 나머지 사업부의 매력도 분석을 통해 판단해야 한다.

SK 이노베이션은 배터리, E&P 사업부를 분할시킴과 동시에 기존 본업도 점차 축소시켜 나가며 '그린 포트폴리오 개발' 역할을 수행하는 지주사로 남게 되었다. 다만, 동사는 E&P 및 SK 종합화학 매각 등을 통해 자금 확보를 계획했으나, 2019 년에 추진했던 페루 광구(약 1 조 2,400 억원) 및 종합화학 매각은 지연되고 있는 실정이다. 우선 기존 탄소관련 사업 중 SK 루브리컨츠 40% 지분 매각(1 조 1,200 억원)에 이어 SK 에너지가 보유한 주유소 115 곳 매각을 통해 7,600 억원의 자금을 마련하였다. 이 밖에 지연된 E&P 광구 및 SK 종합화학 지분 49% 매각을 추진 중이나 적당한 매각 상대가 나타나지 않는 상황이다. 동사는 'SK 온(배터리)' IPO 를 최대한 늦출 것이라고 언급하고 있다. 그러나 배터리 사업 투자금 마련이 시급한 상황에서 기존 사업 매각도 쉽지 않기 때문에 마냥 미룰 수는 없을 것이라는 판단이다. SK 이노베이션의 탄소사업 매각을 통한 배터리 사업 집중은 기업자체로 의미 있는 선택이다. 그러나 핵심 사업부는 분할→상장, 각 사업부에 대한 기업가치는 매각으로 인해 규모가 점점 축소됨을 고려한다면 현재 주가는 저평가 되어 있지 않다.

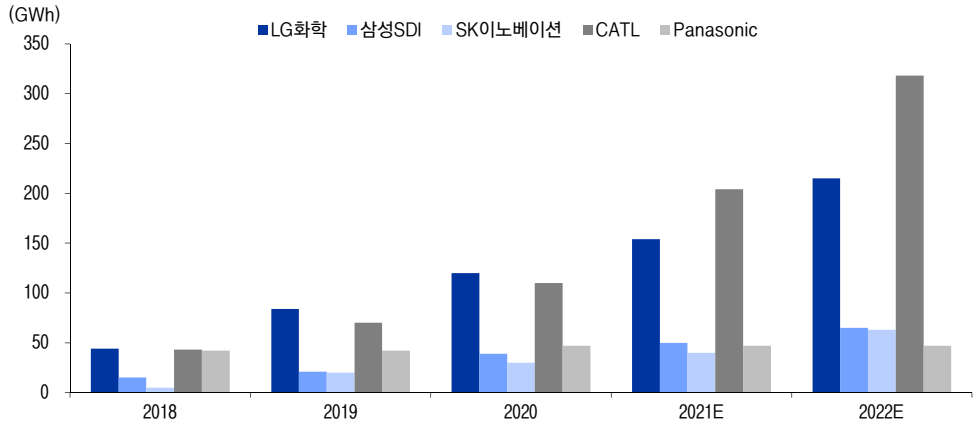
LG 화학은 'LG 에너지솔루션'을 제외한 사업부 자체로 성장동력이 높다는 판단이다. 이는 1) PVC, ABS 중심 정리된 본업, 2) 배터리 소재 중심 첨단소재 사업부의 변화, 3) 친환경 플라스틱 산업(LA-PLA) 핵심 투자까지 의미 있는 성장 포트폴리오를 구축하고 있기 때문이다.

최근 대부분 석유화학기업은 탄소저감이라는 글로벌 정책 트렌드에 맞춰 친환경 관련 사업을 성장동력으로 키우고자 하는 움직임이 활발하다. 그 중에서도 '수소'에 이어 '친환경 소재(플라스틱)'에 대한 투자 발표가 이어지고 있다. 다만, 빠르게 성장하는 친환경 소재 중 PLA, PBAT 의 경우에는 이미 진입장벽이 낮아졌으며 중국 기업들도 대거 진입한 상태이다. 따라서 이러한 소재에 대한 투자의 핵심은 수직계열화를 통한 규모의 경제 달성이다. 동사도 여러가지 친환경 소재에 대한 투자를 발표했다. 동사는 PLA 와 PBAT 중심으로 투자 발표를 했는데 PBAT 는 2024 년까지 연간 5 만톤, PLA 는 2025 년까지 7 만 5 천톤 생산을 목표로 한다. 대부분 기업들이 PLA 가공 또는 PLA 단독 양산만 목표로 하고 있어 큰 의미가 없는 반면, 동사는 LA 부터 PLA 까지 수직계열화 공장 설립을 계획하고 있다. PLA 는 바이오플라스틱 중 가장 큰 비중을 차지하는 소재로 이미 글로벌 플레이어도 많은 편이다. PLA 자체는 진입장벽이 낮지만 원료인 L-LA 는 기술 장벽이 상대적으로 높은 편이다. 이에 높은 수요에도 불구, 안정적인 LA 조달이 어려워 공급이 타이트한 상황이다. 따라서 동사는 이러한

투자 결정으로 연평균 26%의 성장을 보이는 PLA 시장에서 글로벌 핵심 플레이어가 될 것으로 기대된다.

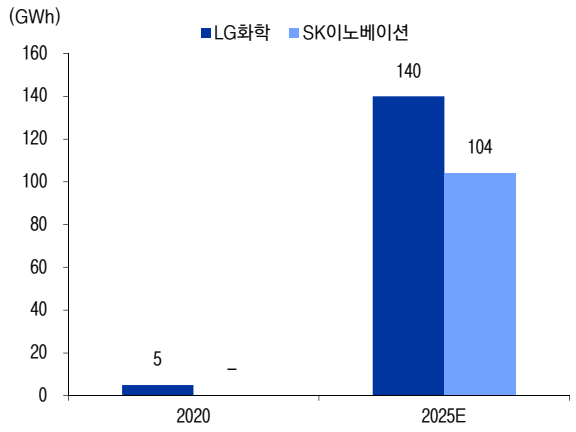
LG 화학은 LG 에너지솔루션과의 시너지를 위해 첨단소재 사업부의 경우, 배터리 소재 중심으로 투자를 확대하고 있다. 현재 내재화하고 있는 양극재의 경우, 청주, 구미, 중국 등 공장 증설을 통해 2026 년까지 26 만톤 생산능력을 확보할 계획이다. 동사는 배터리 리사이클링을 통해 양극재 내 리튬 등 소재 회수까지 계획하고 있어 원가 경쟁력 확보까지 꾀하고 있다. 또한 동사는 코발트 프리, LFP 등 양극재 기술개발도 진행 중이다. 이 밖에도 2021 년 7 월, LG 전자 CEM(분리막 등) 사업 인수, CNT 도전재 규모 확대(2021 년 1,700 톤 → 2025 년 5 천톤 이상) 등 소재 중심 성장 동력 확보를 위한 투자를 이어나가고 있다.

그림1 배터리 셀 기업 Capacity 비교



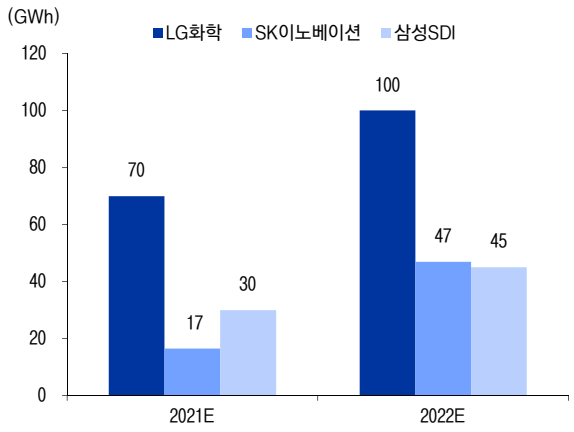
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 국내 배터리 3 사 미국 투자 계획



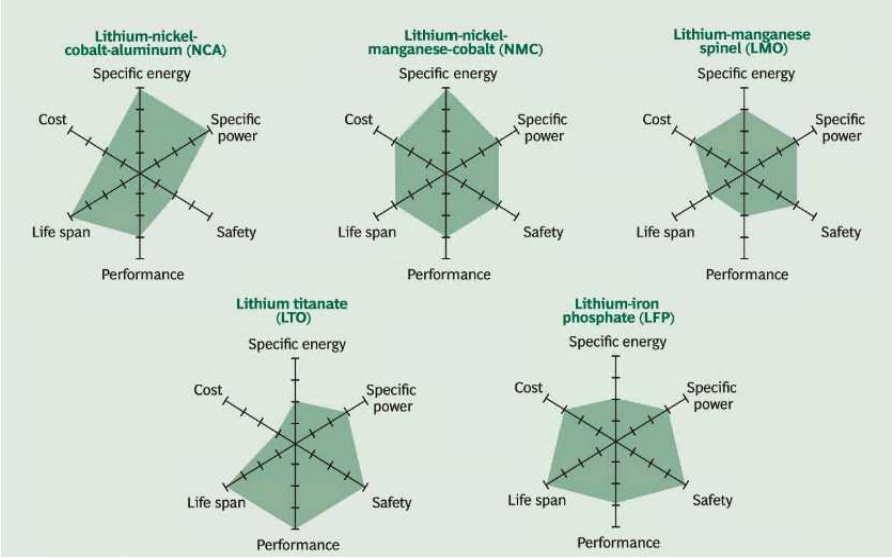
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 국내 배터리 3 사 유럽 투자 계획



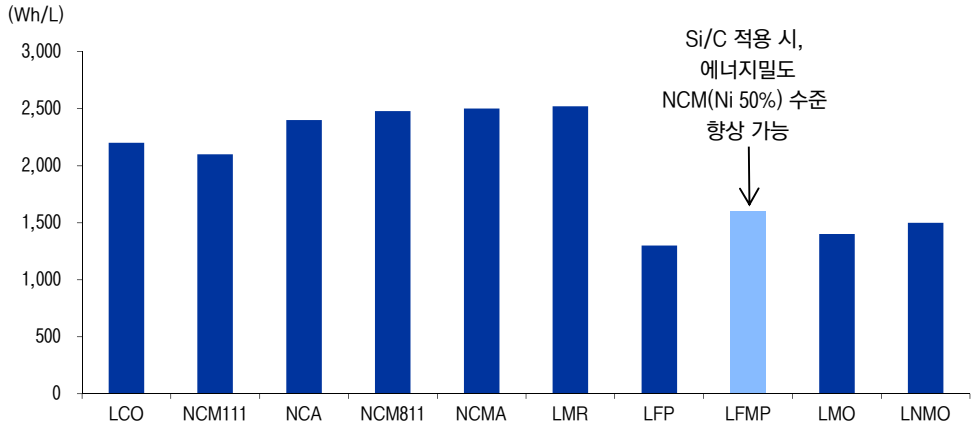
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 양극재 유형 별 속성



자료: Google, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 양극재 유형 별 에너지밀도 비교



자료: Nickel Institute, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 LFP vs NCM 에너지밀도 비교

종류	에너지밀도
표준 LFP	~100Wh/kg
수정 LFP (LFMP+Si/C 음극 적용)	200~240Wh/kg
Mid Ni – NCM	~250Wh/kg
High Ni – NCM	300Wh/kg

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

EV Battery 소재: 소재 별 투자포인트 다르게 가져가야

양극재: 기술력+원가경쟁력, 음극재: 실리콘 음극재

EV Battery 소재는 기술 개발이 진행되는 일부 소재를 제외하고 대부분 단가 압력이 시작되었다. 따라서 기술개발이 지속되는 소재는 '기술력', 단가압력이 시작된 소재는 '규모의 경제' 중심으로 소재 별 투자포인트를 다르게 가져가야 한다. 현재 기술개발에 대한 요구가 지속되고 있는 부분은 High-Ni 양극재와 음극재 중 실리콘+나노+CNT 도전재다.

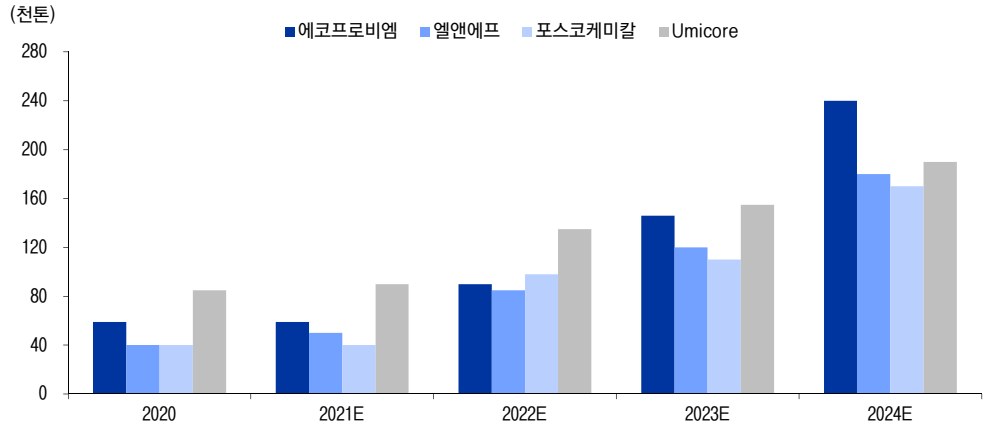
양극재는 High-Ni(>80%)+안정성(Doping or Coating) 중심으로 기술 개발이 진행되고 있다. 다만, 양극재 역시, Ni 함량 80% 이상을 제외하고는 이미 단가 압력이 시작 되었다. 배터리 셀 기업들은 High-Ni(>80%)과 그 이하 함량 양극재 공급 기업을 구분하고 있다. High-Ni(>80%)은 배터리 안정성 및 성능 저감 우려가 있기 때문에 높은 기술력을 요한다. High-Ni(>80%) 안정성을 높이기 위해 주로 Doping 기술이 적용되고 있는데, 대표적으로 'NCMA'로 불리는 Al Doping 양극재가 있다. NCMA 양극재를 가장 빠르게 양산 적용한 기업은 '에코프로비엠'이다. 2018 년 SK 이노베이션 배터리에 Ni 함량 80%로 적용되기 시작하였으며, SK 이노베이션 배터리 화재 'O'에도 이 영향이 일부 있다는 판단이다. 이 후, 엘앤에프, 포스코케미칼 등 'NCMA' 개발에 뛰어들었으며, 엘앤에프가 2021 년 양산이 시작되었다. 다만, Al Doping 양극재는 Ni 함량 90%부터는 용량이 유지되지 못하고 떨어지게 된다. 따라서 다른 Doping 물질 적용이 필요하며, 이 역시 먼저 개발한 기업은 '에코프로비엠'이다. 에코프로비엠은 NCMx 를 적용한 Ni 90% 양극재를 2022 년 SK 이노베이션 미국 조지아주 공장 포드향으로 공급할 예정이다.

양극재 기업에 대한 투자는 기술력뿐 아니라 원가 경쟁력(안정적 공급망 확충 여부)을 동시에 고려해야 한다. 결국 High-Ni 양극재도 향후에는 단가압력에서 자유로울 수 없기 때문이다. 특히, 양극재에 사용되는 소재의 경우, 광산부터 가공까지 대부분 중국 기업들이 점유하고 있으며 Freemarket 에서 거래되기 때문에 가격 변동성이 크다. 이에 중국, 일본 기업들 대비 상대적으로 국내 양극재 기업들의 영업이익률이 낮다. 이를 대비하고자 '포스코'와 '에코프로' 중심으로 광산 매입, 리사이클링, 소재 가공 기술 등을 진행하고 있다. 이 중, Ni, Co 보다도 LFP, 삼원계 등 리튬이온배터리에서는 꼭 필요한 Li 확보를 중심으로 투자를 확대하고 있다.

최근 배터리 소재 기술은 양극재의 에너지밀도 향상에도 한계에 도달하면서 음극재에서 에너지밀도를 높이고자 한다. 에너지밀도를 높일 수 있는 소재로 가장 주목받고 있는 음극 소재는 SiOx(약 1,500~2,000mAh/g 의 이론용량을 가지면서 순수 실리콘보다 용량 안정성이 월등하게 높음)계 음극재다. 다만, 실리콘 소재가 갖는 고용량에도 불구, 충방전 반복하면서 실리콘 물리적 구조 붕괴로 용량 안정성이 낮아진다. 이러한 단점을 보완하고 음극 소재 내 실리콘 비중을 확대하기 위해서는 1)나노 기술과 2)CNT

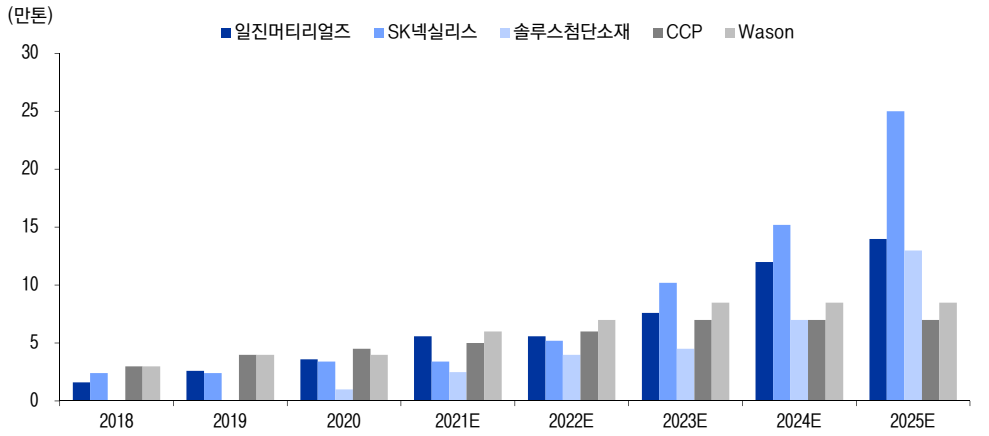
도전재를 적용해야 한다. 즉, 1) 나노 입자를 통해 표면적을 넓게 하여 리튬확산 거리 축소, 리튬 합금 상 변화 시 변이 완화, 2) CNT 도전재를 통해 부피 팽창에도 입자 사이의 접촉을 긴밀하게 유지하도록 하는 것이다. 다만, 아직 실리콘 비중 5% 이상 적용을 위한 나노 + CNT 도전재 기술 경쟁력을 가진 기업은 없기 때문에 지속적인 업데이트를 통해 확인할 필요가 있다.

그림6 글로벌 양극재 업체 Capacity 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 글로벌 동박 업체 Capacity 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

투자 전략: 배터리 소재 중심 비중 확대

Top Pick: 에코프로비엠 〉LG 화학 〉SKC

EV Battery 섹터에서는 증설 등에 대한 모멘텀이 마무리되었기 때문에 이제 실적이 주가 상승의 주된 요인이 될 것이다. 이에 셀 기업보다는 소재 기업 중심으로의 주가 상승은 여전히 유효하다는 판단이다. 셀 기업들의 3 분기 실적은 컨센서스 부합 또는 하회가 예상되며, 반면, 소재 기업들은 컨센서스 부합 또는 상회하는 실적을 기록할 것으로 보인다. 그 중에서도 '에코프로비엠'의 경우, High-Ni(>80%)+ 안정성(Doping or Coating) 중심 양극재에 대해 높은 기술력을 보유하고 있다. 동사는 국내 양극재 기업 중 영업이익률이 가장 높으며, 원재료 단 생태계 구축(리사이클링, 소재 가공)을 통한 원가 경쟁력 확보로 이익률은 점차 높아질 것으로 기대된다. 셀 기업은 배터리 사업부를 제외한 나머지 사업부 자체로 성장동력이 높다고 판단되는 'LG 화학'에 주목할 필요가 있다. 'SKC' 역시, 노이즈로 인한 주가하락이 있었으나, 동박 및 친환경 소재 등에 대한 성장은 지속 가능하다는 판단이다.

그림8 에코프로 배터리 수직계열화 모델

자료: 에코프로, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 LG 화학, 친환경 소재+배터리 소재 투자 계획

성장동력	투자규모	내용
친환경 소재	3 조원	Bio-SAP 등 친환경 소재 본격 생산 LA-PLA 수직계열화 미국 공장 설립 추진 플라스틱 순환경제 구축 신재생에너지산업 소재 사업 육성
전지 소재	6 조원	양극재 Global Top-tier 육성 분리막 사업 신속한 시장 진입 CNT 생산량 확대 양극재, 음극 바인더, 방열접착재 등 연구개발

자료: LG 화학, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

LG 화학 (051910)	9
SK 이노베이션 (096770)	12
에코프로비엠 (247540)	15
SKC (011790)	18
포스코케미칼 (003670)	21

Universe

종목명	투자판단	목표주가
LG 화학	Buy (유지)	939,000 원(유지)
SK 이노베이션	Hold (유지)	262,000 원(유지)
에코프로비엠	Buy (유지)	528,000 원(유지)
SKC	Buy (유지)	212,000 원(유지)
포스코케미칼	Hold (유지)	151,000 원(유지)

LG 화학 (051910)

2021. 10. 18 정유/화학/신소재

전지 제외해도 좋다

Analyst **이안나**
02. 3779-8936
annalee@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가 939,000 원
현재주가 836,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

3Q21 Preview: 컨센서스 대비 하회 예상

동사는 2021 년 3 분기 매출액 11 조 2,739 억원(-1.6% QoQ, +50.2% YoY), 영업이익은 6,695 억원(-70.0% QoQ, -25.8 YoY)으로 컨센서스 (11,078 억원) 대비 하회하는 실적이 예상된다. 이는 견조했던 PVC, ABS 스프레드에도 불구, GM 리콜 확정 이후, 일시 가동 중단 및 일회성 충당금 (6,200 억원) 설정으로 인한 전지, 첨단소재 사업부 실적 둔화로 인한 것이다.

실적보단 성장 포트폴리오에 주목

동사는 3, 4 분기 일회성 충당금 및 반도체 수급 이슈로 인해 실적이 저조할 것으로 예상된다. 그러나 이미 배터리 화재 및 IPO 지연 등 배터리 사업부 불확실성으로 인해 주가가 크게 하락한 상태다. 동사는 3 분기를 기점으로 GM 리콜 관련 충당금 확정, 기존 고객사 수주가 유지되고 있기 때문에 불확실성은 일단락되었다는 판단이다. 다만, 동사 주가에 대한 저평가 여부는 LG 에너지솔루션을 제외한 나머지 사업부 매력도 분석을 통해 판단해야 한다. 동사는 친환경 소재 및 배터리 소재 중심으로 의미있는 성장 포트폴리오를 마련했다는 판단이다. 친환경 소재의 경우, LA 부터 PLA 까지 수직계열화를 통해 연평균 26%의 성장을 보이는 PLA 시장에서 글로벌 핵심 플레이어가 될 것으로 기대된다. 배터리 소재는 기존 양극재의 경우, 2020 년 4 만톤에서 2026 년 26 만톤으로 확대할 계획이며, 양극재 재료가 되는 메탈의 안정적 수급을 위해 광산업체와의 JV 도 진행 중이다. 이 밖에도 2021 년 7 월, LG 전자 CEM(분리막 등) 사업 인수, CNT 도전재 규모 확대(2021 년 1,700 톤 → 2025 년 5 천톤 이상) 등 소재 중심 성장 동력 확보를 위한 투자를 이어나가고 있다.

동사에 대한 목표주가 및 투자의견 유지

동사는 자칫 문어발식 투자가 진행될 수 있었던 국내 바이오플라스틱 사업에서 핵심적인 투자 계획을 발표하면서 정돈된 본업(PVC, ABS)+ 핵심 친환경 플라스틱 산업(LA-PLA) + 배터리 소재 확대를 통한 에너지솔루션과의 시너지까지 의미 있는 성장 포트폴리오를 구축해나가고 있다. 이러한 가운데 현재 주가 수준은 화학과 생명과학 가치는 거의 반영되어 있지 않고 소재, 전지 가치에 지주사 할인까지 받은 수준으로 거래 중이다. 이에 동사에 대한 목표주가 및 투자의견 Buy 를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (10/15)		3,015.06 pt
시가총액		590,152 억원
발행주식수		70,592 천주
52 주 최고가/최저가		1,028,000 / 611,000
90 일 일평균거래대금		2,703.66 억원
외국인 지분율		47.2%
배당수익률(21.12E)		1.2%
BPS(21.12E)		260,722 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	20.8%
	6 개월	-0.6%
	12 개월	3.5%
주주구성	LG (외 4 인)	33.4%
	국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
	자사주 (외 1 인)	0.5%

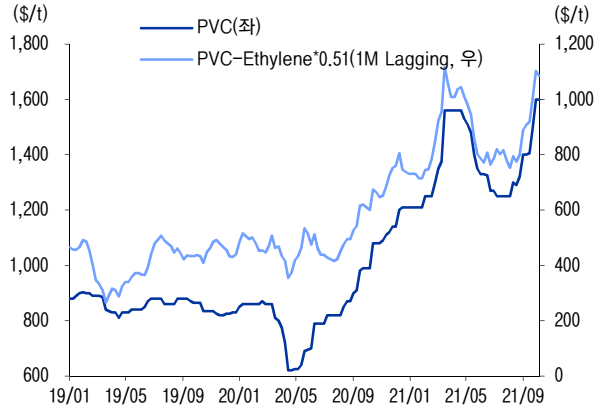
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	27,353	825	574	376	4,317	-79.1	2,682	73.5	11.3	1.5	1.8
2020	30,077	1,798	944	682	6,210	43.9	4,109	132.7	16.4	3.6	2.9
2021E	43,767	5,382	4,966	3,973	41,448	567.4	7,654	20.2	9.1	3.2	15.5
2022E	50,001	3,382	2,891	2,248	22,976	-44.6	5,731	36.4	12.9	3.0	8.0
2023E	62,501	5,750	5,084	4,041	42,180	83.6	8,404	19.8	9.0	2.7	13.2

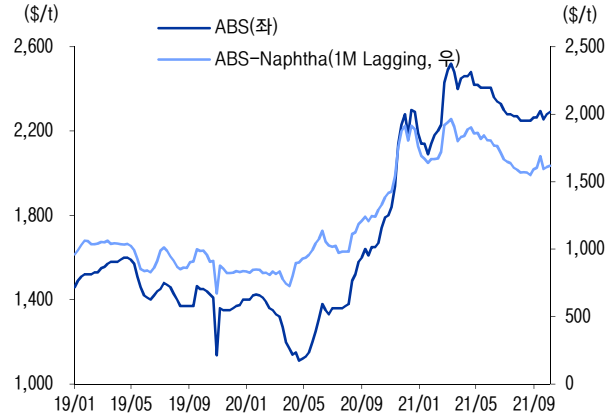
자료: LG 화학, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림9 PVC Spread 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 ABS Spread 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	**6,729**	**6,935**	**7,507**	**8,905**	**9,650**	**11,456**	**11,274**	**11,387**	**26,927**	**30,077**	**43,767**	**50,001**
석유화학	3,718	3,339	3,610	3,698	4,435	5,267	5,162	5,126	15,548	14,365	19,989	19,390
첨단소재	827	793	963	1,029	1,172	1,297	1,232	1,244	3,503	3,612	4,946	5,341
생명과학	159	160	172	170	162	203	186	183	628	661	734	749
팜한농	221	178	102	100	211	210	117	108	590	601	646	657
에너지솔루션	2,261	2,823	3,144	4,144	4,254	5,131	4,977	5,226	8,350	12,372	19,588	25,464
영업이익	**206**	**572**	**902**	**119**	**1,408**	**2,231**	**670**	**1,074**	**831**	**1,799**	**5,382**	**3,382**
석유화학	243	435	722	569	984	1,325	929	846	1,416	1,968	4,084	1,939
첨단소재	39	40	64	43	88	95	62	75	12	186	319	427
생명과학	24	14	9	8	23	29	9	9	37	54	70	55
팜한농	35	12	-10	-12	30	17	-9	-14	21	25	24	14
에너지솔루션	-52	156	169	-439	341	815	-321	209	-455	-167	1,044	1,146
매출액증가율 (% YoY)	*7*	*2*	*9*	*27*	*43*	*65*	*50*	*28*	*2*	*12*	*46*	*14*
석유화학	*-1*	*-15*	*-9*	*-5*	*19*	*58*	*43*	*39*	*-8*	*-8*	*39*	*-3*
첨단소재	*-7*	*-11*	*12*	*20*	*42*	*64*	*28*	*21*	*4*	*3*	*37*	*8*
생명과학	*11*	*4*	*4*	*3*	*2*	*27*	*8*	*8*	*9*	*5*	*11*	*2*
팜한농	*-3*	*5*	*9*	*1*	*-5*	*18*	*14*	*8*	*-2*	*2*	*7*	*2*
에너지솔루션	*37*	*40*	*42*	*67*	*88*	*82*	*58*	*26*	*28*	*48*	*58*	*30*
OPM(%)	*3*	*8*	*12*	*1*	*15*	*19*	*6*	*9*	*3*	*6*	*12*	*7*
석유화학	*7*	*13*	*20*	*15*	*22*	*25*	*18*	*17*	*9*	*14*	*20*	*10*
첨단소재	*5*	*5*	*7*	*4*	*8*	*7*	*5*	*6*	*0*	*5*	*6*	*8*
생명과학	*15*	*9*	*5*	*5*	*14*	*14*	*5*	*5*	*6*	*8*	*10*	*7*
팜한농	*16*	*7*	*-9*	*-12*	*14*	*8*	*-8*	*-13*	*4*	*4*	*4*	*2*
에너지솔루션	*-2*	*6*	*5*	*-11*	*8*	*16*	*-6*	*4*	*-5*	*-1*	*5*	*5*
지배주주 순이익	**21**	**382**	**512**	**-403**	**1,307**	**1,031**	**282**	**364**	**376**	**512**	**2,984**	**1,688**
NPM(%)	*0*	*6*	*7*	*-5*	*14*	*9*	*3*	*3*	*1*	*2*	*7*	*3*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

LG 화학(051910)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	11,870	16,320	16,818	18,542	21,456
현금 및 현금성자산	1,889	3,274	4,466	1,779	2,301
매출채권 및 기타채권	3,933	5,570	5,378	8,219	9,418
재고자산	5,034	5,350	5,342	6,712	7,706
기타유동자산	1,014	2,126	1,632	1,832	2,032
비유동자산	22,155	25,069	27,669	31,299	34,674
관계기업투자등	432	362	526	601	751
유형자산	18,594	20,567	23,594	26,990	29,887
무형자산	2,206	2,280	2,236	2,208	2,161
자산총계	**34,024**	**41,389**	**44,487**	**49,842**	**56,131**
유동부채	8,942	12,624	11,737	13,691	15,799
매입채무 및 기타재무	6,523	8,726	7,952	9,650	11,500
단기금융부채	1,356	1,566	1,785	1,981	2,199
기타유동부채	1,063	2,333	2,000	2,060	2,100
비유동부채	7,699	9,974	11,589	13,511	15,436
장기금융부채	7,059	8,679	10,962	12,542	14,474
기타비유동부채	640	1,295	628	969	962
부채총계	**16,641**	**22,598**	**23,326**	**27,203**	**31,235**
지배주주지분	17,005	18,039	20,410	21,888	24,145
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,275	2,692	2,692	2,692	2,692
이익잉여금	14,799	15,175	17,381	18,859	21,116
비지배주주지분(연결)	379	751	751	751	751
자본총계	**17,384**	**18,790**	**21,161**	**22,639**	**24,896**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**27,353**	**30,077**	**43,767**	**50,001**	**62,501**
매출원가	22,667	23,764	33,569	39,851	49,063
매출총이익	**4,686**	**6,312**	**10,198**	**10,150**	**13,438**
판매비 및 관리비	3,860	4,514	4,816	6,768	7,688
영업이익	**825**	**1,798**	**5,382**	**3,382**	**5,750**
(EBITDA)	2,682	4,109	7,654	5,731	8,404
금융손익	-151	-533	-472	-531	-585
이자비용	203	199	314	402	438
관계기업등 투자손익	23	321	172	130	162
기타영업외손익	-123	-643	-115	-90	-243
세전계속사업이익	**574**	**944**	**4,966**	**2,891**	**5,084**
계속사업법인세비용	169	368	993	643	1,042
계속사업이익	405	576	3,973	2,248	4,041
중단사업이익	-29	107	0	0	0
당기순이익	**376**	**682**	**3,973**	**2,248**	**4,041**
지배주주	313	513	2,984	1,688	3,035
총포괄이익	**494**	**603**	**3,973**	**2,248**	**4,041**
매출총이익률 (%)	17.1	21.0	23.3	20.3	21.5
영업이익률 (%)	3.0	6.0	12.3	6.8	9.2
EBITDA 마진률 (%)	9.8	13.7	17.5	11.5	13.4
당기순이익률 (%)	1.4	2.3	9.1	4.5	6.5
ROA (%)	1.0	1.4	6.9	3.6	5.7
ROE (%)	1.8	2.9	15.5	8.0	13.2
ROIC (%)	2.7	4.6	16.2	8.4	12.7

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**3,121**	**5,841**	**6,878**	**2,673**	**6,270**
당기순이익(손실)	574	944	3,973	2,248	4,041
비현금수익비용가감	3,147	4,317	3,313	3,079	2,730
유형자산감가상각비	1,720	2,130	2,079	2,158	2,468
무형자산상각비	137	181	193	190	186
기타현금수익비용	39	-238	1,041	730	76
영업활동 자산부채변동	115	1,266	-408	-2,654	-502
매출채권 감소(증가)	595	-3,182	192	-2,841	-1,199
재고자산 감소(증가)	-719	-566	8	-1,371	-993
매입채무 증가(감소)	217	3,652	-774	1,698	1,850
기타자산, 부채변동	21	1,362	166	-140	-160
투자활동 현금	**-6,111**	**-5,296**	**-5,227**	**-5,492**	**-5,348**
유형자산처분(취득)	-6,159	-5,498	-5,145	-5,601	-5,415
무형자산 감소(증가)	-232	-106	-149	-162	-139
투자자산 감소(증가)	0	0	8	55	11
기타투자활동	279	308	59	216	194
재무활동 현금	**2,301**	**938**	**-459**	**131**	**-400**
차입금의 증가(감소)	2,686	879	219	196	218
자본의 증가(감소)	-484	-178	-778	-210	-778
배당금의 지급	484	178	778	210	778
기타재무활동	99	237	100	145	161
현금의 증가	**-625**	**1,386**	**1,192**	**-2,688**	**522**
기초현금	2,514	1,889	3,274	4,466	1,779
기말현금	1,889	3,274	4,466	1,779	2,301

자료: LG 화학, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	73.5	132.7	20.2	36.4	19.8
P/B	1.5	3.6	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	11.3	16.4	9.1	12.9	9.0
P/CF	6.7	12.3	9.0	12.3	9.7
배당수익률 (%)	0.6	1.2	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	-2.9	10.0	45.5	14.2	25.0
영업이익	-63.3	117.8	199.3	-37.2	70.0
세전이익	-70.4	64.3	426.3	-41.8	75.8
당기순이익	-75.2	81.4	482.2	-43.4	79.8
EPS	-79.1	43.9	567.4	-44.6	83.6
안정성 (%)					
부채비율	95.7	120.3	110.2	120.2	125.5
유동비율	132.7	129.3	143.3	135.4	135.8
순차입금/자기자본(x)	37.3	33.7	36.1	53.5	55.2
영업이익/금융비용(x)	4.1	9.0	17.1	8.4	13.1
총차입금 (십억원)	8,415	10,245	12,746	14,523	16,673
순차입금 (십억원)	6,483	6,339	7,648	12,113	13,740
주당지표(원)					
EPS	4,317	6,210	41,448	22,976	42,180
BPS	217,230	230,440	260,722	279,605	308,433
CFPS	47,545	67,197	93,079	68,050	86,507
DPS	2,000	10,000	10,000	10,000	10,000

SK 이노베이션 (096770)

2021. 10. 18 정유/화학/신소재

‘SK 온’ IPO 를 기다려보자

Analyst 이안나
02. 3779-8936
annalee@ebestsec.co.kr

Hold(maintain)

목표주가 262,000 원
현재주가 258,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

3Q21 Preview: 영업이익 기준, 컨센서스 대비 부합 예상

동사는 2021 년 3 분기 매출액 12 조 5,171 억원(+12.6% QoQ, +48.7% YoY), 영업이익 4,338 억원(-14.4% QoQ, 흑전 YoY)으로 영업이익 기준, 컨센서스(4,504 억원) 대비 부합하는 실적이 예상된다. 이는 PX 등 주력 화학제품 스프레드 축소에도 불구, 정제마진 개선, 윤활유 및 배터리 사업부 실적 호조로 인한 것이다.

탄소관련 본업은 축소 중

동사는 배터리, E&P 사업부 분할시킴과 동시에 기존 본업도 점차 축소 시켜 나가며 ‘그린 포트폴리오 개발’ 역할을 수행하는 지주사로 남게 되었다. 다만, 동사는 E&P 및 SK 종합화학 매각 등을 통해 자금 확보를 계획했으나, 2019 년에 추진했던 페루 광구(약 1 조 2,400 억원) 및 종합화학 매각은 지연되고 있는 실정이다. 우선 기존 탄소관련 사업 중 SK 루브리컨츠 40% 지분 매각(1 조 1,200 억원)에 이어 SK 에너지가 보유한 주유소 115 곳 매각을 통해 7,600 억원의 자금을 마련하였다. 이 밖에 지연된 E&P 광구 및 SK 종합화학 지분 49% 매각을 추진 중이나 적당한 매각 상대가 나타나지 않는 상황이다. 동사는 ‘SK 온(배터리)’ IPO 를 최대한 늦출 것이라고 언급하고 있다. 그러나 배터리 사업 투자금 마련이 시급한 상황에서 기존 사업 매각도 쉽지 않기 때문에 마냥 미룰 수는 없을 것이라는 판단이다.

동사에 대한 목표주가 및 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가 및 투자의견은 Hold 를 유지한다. 이는 핵심 사업부는 분할→상장, 각 사업부에 대한 기업가치는 매각으로 인해 규모가 점점 축소됨을 고려한다면 현재 주가는 저평가 되어 있지 않다고 판단하기 때문이다.

Stock Data

KOSPI (10/15)		3,015.06 pt
시가총액		239,023 억원
발행주식수		92,466 천주
52 주 최고가 / 최저가		317,500 / 122,500 원
90 일 일평균거래대금		1,361.06 억원
외국인 지분율		24.7%
배당수익률(21.12E)		0.0%
BPS(21.12E)		167,879 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	8.6%
	6 개월	-0.9%
	12 개월	55.6%
주주구성	SK (외 2 인)	33.4%
	자사주 (외 1 인)	11.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.3%

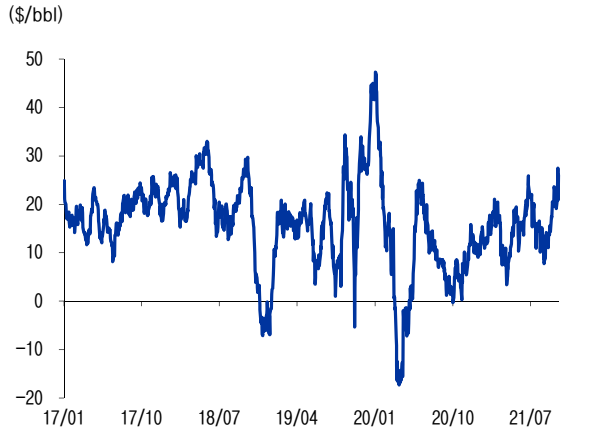
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	49,307	1,114	501	66	-455	적전	2,322	-329.8	9.3	0.8	-0.2
2020	34,165	-2,569	-2,870	-2,147	-26,389	적지	-1,202	-7.2	-22.9	1.2	-13.6
2021E	46,372	1,824	1,355	1,063	12,911	흑전	3,418	20.0	9.6	1.5	7.0
2022E	48,494	1,672	1,168	911	11,066	-14.3	3,311	23.4	9.7	1.5	5.6
2023E	51,889	1,764	1,203	962	11,689	5.6	3,649	22.1	8.7	1.4	5.6

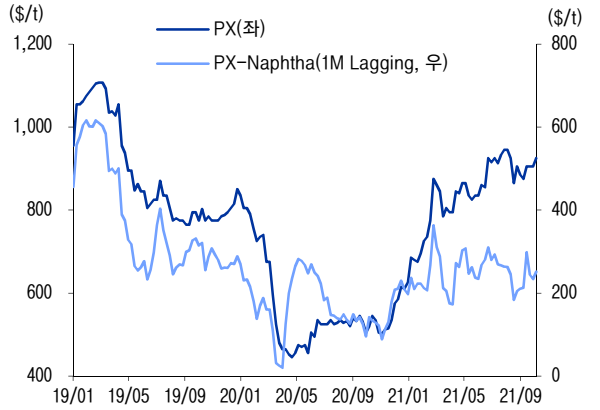
자료: SK 이노베이션, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림11 정제마진 추이(1 개월 lagging 기준)



자료: Petronet, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 PX Spread 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**11,163**	**7,200**	**8,419**	**7,383**	**9,240**	**11,120**	**12,517**	**13,495**	**34,165**	**46,372**	**48,494**
에너지	8,033	4,518	5,318	4,769	5,877	7,247	8,116	8,847	22,638	30,086	30,537
화학	1,972	1,681	1,782	1,619	2,062	2,344	2,485	2,559	7,054	9,450	9,592
루브리컨츠	642	475	602	652	636	763	915	911	2,371	3,225	3,322
소재 (IET 등)	93	110	103	126	93	96	103	112	432	404	505
E&P	134	78	128	14	25	20	20	21	355	85	88
배터리	289	338	486	497	526	630	838	1,006	1,610	3,000	4,351
영업이익	**−1,775**	**−440**	**−29**	**−325**	**503**	**507**	**434**	**381**	**−2,569**	**1,824**	**1,672**
에너지	−1,636	−433	39	−193	416	233	203	177	−2,222	1,029	702
화학	−90	68	−53	−46	118	168	109	102	−121	498	480
루브리컨츠	29	37	71	125	137	227	201	190	263	755	578
소재 (IET 등)	27	44	30	25	32	41	39	39	126	151	214
E&P	45	12	18	2	11	4	5	3	77	23	22
배터리	−105	−114	−99	−109	−177	−98	−84	−91	−427	−449	−305
OPM	*−16%*	*−6%*	*0%*	*−4%*	*5%*	*5%*	*3%*	*3%*	*−8%*	*4%*	*3%*
에너지	*−20%*	*−10%*	*1%*	*−4%*	*7%*	*3%*	*3%*	*2%*	*−10%*	*3%*	*2%*
화학	*−5%*	*4%*	*−3%*	*−3%*	*6%*	*7%*	*4%*	*4%*	*−2%*	*5%*	*5%*
루브리컨츠	*5%*	*8%*	*12%*	*19%*	*22%*	*30%*	*22%*	*21%*	*11%*	*23%*	*17%*
소재 (IET 등)	*29%*	*40%*	*29%*	*20%*	*34%*	*43%*	*38%*	*35%*	*29%*	*37%*	*43%*
E&P	*34%*	*15%*	*14%*	*11%*	*46%*	*18%*	*20%*	*14%*	*22%*	*27%*	*25%*
배터리	*−36%*	*−34%*	*−20%*	*−22%*	*−34%*	*−16%*	*−10%*	*−9%*	*−27%*	*−15%*	*−7%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

SK 이노베이션(096770)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	17,354	13,295	17,190	20,547	23,900
현금 및 현금성자산	2,196	2,941	6,446	9,404	12,258
매출채권 및 기타채권	4,888	2,920	3,212	3,372	3,541
재고자산	6,495	3,878	4,072	4,276	4,490
기타유동자산	3,775	3,556	3,460	3,495	3,611
비유동자산	22,181	25,203	25,748	26,623	27,644
관계기업투자등	3,771	4,092	4,910	5,647	6,042
유형자산	15,418	17,878	18,229	18,782	19,318
무형자산	1,173	1,224	1,217	1,224	1,246
자산총계	**39,535**	**38,498**	**42,938**	**47,170**	**51,545**
유동부채	10,457	11,015	12,526	13,868	15,391
매입채무 및 기타재무	5,458	4,780	5,258	5,783	6,362
단기금융부채	2,525	3,265	3,703	4,164	4,716
기타유동부채	2,475	2,971	3,565	3,921	4,313
비유동부채	10,864	12,025	13,960	15,839	17,777
장기금융부채	9,782	11,541	13,454	15,310	17,221
기타비유동부채	1,082	483	505	529	556
부채총계	**21,321**	**23,040**	**26,485**	**29,707**	**33,169**
지배주주지분	17,468	14,540	15,733	16,644	17,606
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,942	5,942	5,942	5,942
이익잉여금	12,175	9,891	10,954	11,865	12,828
비지배주주지분(연결)	745	918	720	819	770
자본총계	**18,213**	**15,458**	**16,453**	**17,463**	**18,376**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**49,307**	**34,165**	**46,372**	**48,494**	**51,889**
매출원가	46,344	34,643	42,922	45,085	48,360
매출총이익	**2,963**	**-478**	**3,450**	**3,409**	**3,528**
판매비 및 관리비	1,849	2,090	1,626	1,737	1,764
영업이익	**1,114**	**-2,569**	**1,824**	**1,672**	**1,764**
(EBITDA)	2,322	-1,202	3,418	3,311	3,649
금융손익	-346	-233	-412	-441	-503
이자비용	341	354	422	514	548
관계기업등 투자손익	54	-29	-2	-8	-3
기타영업외손익	-322	-39	-55	-55	-55
세전계속사업이익	**501**	**-2,870**	**1,355**	**1,168**	**1,203**
계속사업법인세비용	256	-628	292	257	241
계속사업이익	245	-2,242	1,063	911	962
중단사업이익	-179	95	0	0	0
당기순이익	**66**	**-2,147**	**1,063**	**911**	**962**
지배주주	-36	-2,173	1,063	911	962
총포괄이익	**164**	**-2,471**	**1,213**	**945**	**937**
매출총이익률 (%)	6.0	-1.4	7.4	7.0	6.8
영업이익률 (%)	2.3	-7.5	3.9	3.4	3.4
EBITDA 마진률 (%)	4.7	-3.5	7.4	6.8	7.0
당기순이익률 (%)	0.1	-6.3	2.3	1.9	1.9
ROA (%)	-0.1	-5.6	2.6	2.0	1.9
ROE (%)	-0.2	-13.6	7.0	5.6	5.6
ROIC (%)	2.6	-8.6	6.9	6.5	7.1

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**1,826**	**2,851**	**6,029**	**6,259**	**6,087**
당기순이익(손실)	66	-2,147	1,063	911	962
비현금수익비용가감	1,955	1,143	4,388	4,904	4,614
유형자산감가상각비	1,083	1,240	1,467	1,511	1,756
무형자산상각비	125	127	128	128	128
기타현금수익비용	-19	-51	2,793	3,265	2,730
영업활동 자산부채변동	535	4,272	578	444	510
매출채권 감소(증가)	292	1,495	-292	-161	-169
재고자산 감소(증가)	-67	2,635	-194	-204	-214
매입채무 증가(감소)	325	-1,208	478	526	578
기타자산, 부채변동	-15	1,351	586	282	314
투자활동 현금	**-3,167**	**-4,129**	**-2,962**	**-3,761**	**-3,785**
유형자산처분(취득)	-2,497	-3,757	-1,825	-2,070	-2,298
무형자산 감소(증가)	-167	-114	-121	-135	-150
투자자산 감소(증가)	17	-35	-716	-705	-437
기타투자활동	-520	-222	-300	-850	-900
재무활동 현금	**1,686**	**2,145**	**439**	**461**	**553**
차입금의 증가(감소)	2,892	2,438	439	461	553
자본의 증가(감소)	-1,004	-149	0	0	0
배당금의 지급	1,004	149	0	0	0
기타재무활동	-202	-144	0	0	0
현금의 증가	**370**	**745**	**3,505**	**2,958**	**2,854**
기초현금	1,826	2,196	2,941	6,446	9,404
기말현금	2,196	2,941	6,446	9,404	12,258

자료: SK 이노베이션, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-329.8	-7.2	20.0	23.4	22.1
P/B	0.8	1.2	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.3	-22.9	9.6	9.7	8.7
P/CF	7.0	#VALUE!	4.4	4.2	4.3
배당수익률 (%)	2.0	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-9.1	-30.7	35.7	4.6	7.0
영업이익	-47.0	적전	흑전	-8.3	5.5
세전이익	-79.0	적전	흑전	-13.8	3.0
당기순이익	-96.1	적전	흑전	-14.3	5.6
EPS	적전	적지	흑전	-14.3	5.6
안정성 (%)					
부채비율	117.1	149.0	161.0	170.1	180.5
유동비율	165.9	120.7	137.2	148.2	155.3
순차입금/자기자본(x)	42.1	63.3	53.1	46.5	41.9
영업이익/금융비용(x)	3.3	-7.3	4.3	3.3	3.2
총차입금 (십억원)	12,307	14,806	17,157	19,474	21,937
순차입금 (십억원)	7,665	9,781	8,732	8,129	7,700
주당지표(원)					
EPS	-455	-26,389	12,911	11,066	11,689
BPS	186,398	155,153	167,879	177,601	187,871
CFPS	21,564	n/a	58,163	62,048	59,504
DPS	3,000	n/a	n/a	n/a	n/a

에코프로비엠 (247540)

2021. 10. 18 정유/화학/신소재

Analyst 이안나
02. 3779-8936
annalee@ebestsec.co.kr

손색없는 EV 배터리 소재 Top Pick

Buy(maintain)

목표주가 528,000 원
현재주가 436,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

3Q21 Preview: 컨센서스 대비 상회하는 실적 예상

동사는 2021 년 3 분기 매출액 4,030 억원(+29.7% QoQ, +61.1% YoY), 영업이익 387 억원(+26.0% QoQ, +116.1% YoY)으로 컨센서스(350 억원) 대비 상회하는 실적이 예상된다. 이는 EV 향 양극재 공급 확대 및 Non-IT 수요 증가로 인한 것이다. EV 향 양극재의 경우, 삼성 SDI 유럽 내 Gen5 향 NCA, SK 이노베이션 Ni 90% NCM 양극재 공급 시작으로 외형 및 이익이 큰 폭으로 확대되었다.

앞으로가 더 기대된다

동사는 EV 배터리 성장에 따라 향후 외형 및 이익 성장이 기대된다. EV 배터리 양극재 관련 기업을 보는 포인트는 크게 두가지다. 첫째, 안정성 높은 양극재 제조기술, 둘째, 외형 성장 및 마진율 유지이다. 동사는 배터리 안정성을 위한 NCMA 양극재를 이미 SK 이노베이션을 통해 공급하고 있었으며 한발 앞 서 NCMx 기술 개발을 진행 중이다. 또한 양극재 제조 시 원가 절감을 위해 리사이클링, 수산화리튬 가공 등 밸류체인을 구축하였다. 2021 년에는 증설에 대한 모멘텀이 강했다면, 2022 년부터는 에코프로(CNG, 이노베이션)에서 진행하는 리사이클링과 가공에 대한 성과 반영(원가경쟁력 확보)이 모멘텀으로 작용될 것이다.

동사에 대한 목표주가 및 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가 및 투자의견 Buy 를 유지한다. 동사는 에코프로글로벌을 통해 현지해외공장 설립 시, 전구체, 리사이클링 등 수직계열화 형태가 될 것이다. 현재, 에코프로 CNG 는 기존 계획대로 건식 리사이클링이 이미 시작되었으며, 4 분기 내 습식이 시작될 것이다. 또한 에코프로이노베이션에서 4 분기 또는 2022 년 초부터 수산화리튬 가공을 시작할 것이다. 동사는 기존 증설 계획에서 미국 현지투자에 대한 규모 구체화 시, 그 규모는 최소 매해 3 만톤 이상 확대될 것이다. 또한 증설 규모가 확대될 때마다, 실적 추정 상향으로 인해 밸류는 낮아질 것이며, 이에 따라 주가 업사이드는 더욱 확대될 것이다.

Stock Data

KOSDAQ(10/15)		990.54 pt
시가총액		95,569 억원
발행주식수		21,919 천주
52 주 최고가 / 최저가		472,100 / 114,000 원
90 일 일평균거래대금		2,094.37 억원
외국인 지분율		16.1%
배당수익률(21.12E)		0.1%
BPS(21.12E)		25,735 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	3.0%
	6 개월	137.6%
	12 개월	154.0%
주주구성	에코프로 (외 12 인)	50.8%
	우리사주 (외 1 인)	3.4%
	자사주 (외 1 인)	0.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	616	37	28	34	1,700	n/a	66	31.2	19.3	2.9	13.0
2020	855	55	48	47	2,258	32.8	92	75.3	40.5	8.1	11.5
2021E	1,413	127	109	107	5,116	126.5	175	85.2	55.8	16.9	21.8
2022E	2,226	191	173	169	8,103	58.4	250	53.8	39.7	13.1	27.3
2023E	3,272	304	287	277	13,299	64.1	378	32.8	26.7	9.4	33.3

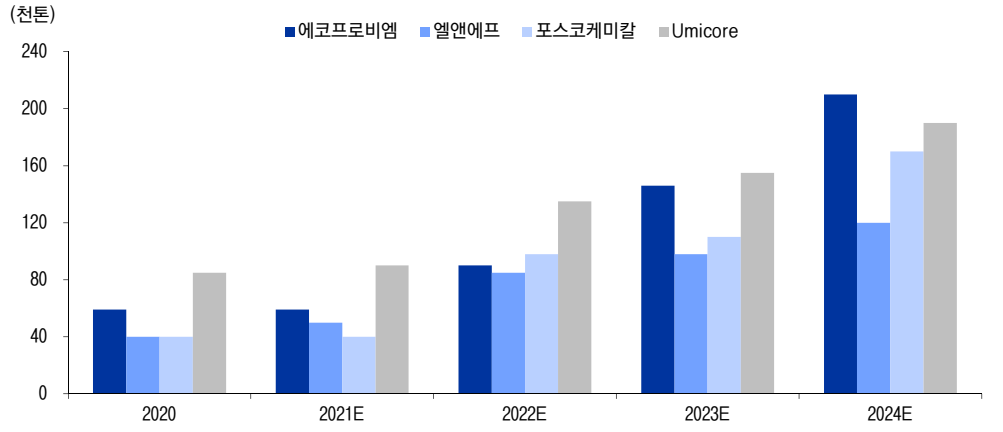
자료: 에코프로비엠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표5 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**168**	**190**	**250**	**247**	**263**	**311**	**403**	**436**	**855**	**1,413**	**2,226**
Non-IT	111	100	142	157	143	170	177	176	509	666	799
EV	47	78	98	86	104	121	206	241	309	671	1,336
ESS	7	12	10	2	15	18	19	17	30	69	83
Others	3	1	1	2	1	1	1	2	7	6	8
매출액 증가율(YoY)	-7%	40%	64%	68%	57%	64%	61%	76%	39%	65%	58%
Non-IT	-6%	-1%	26%	58%	29%	71%	25%	12%	18%	31%	20%
EV	12%	65%	27%	-12%	21%	56%	109%	180%	113%	117%	99%
ESS	56%	358%	24%	0%	744%	51%	95%	844%	82%	127%	20%
Others	-78%	-85%	14%	-43%	-39%	56%	75%	-13%	-71%	-10%	26%
영업이익	**9**	**14**	**18**	**15**	**19**	**31**	**39**	**39**	**56**	**127**	**191**
% qoq	*338%*	*59%*	*29%*	*-14%*	*23%*	*62%*	*26%*	*0%*			
% yoy	*-42%*	*26%*	*88%*	*670%*	*116%*	*121%*	*116%*	*152%*	*49%*	*127%*	*51%*
OPM	*5%*	*7%*	*7%*	*6%*	*7%*	*10%*	*10%*	*9%*	*7%*	*9%*	*9%*
매출비중											
Non-IT	*66%*	*52%*	*57%*	*64%*	*54%*	*55%*	*44%*	*40%*	*60%*	*47%*	*36%*
EV	*28%*	*41%*	*39%*	*35%*	*40%*	*39%*	*51%*	*55%*	*36%*	*48%*	*60%*
ESS	*4%*	*6%*	*4%*	*1%*	*6%*	*6%*	*5%*	*4%*	*4%*	*5%*	*4%*
Others	*2%*	*0%*	*0%*	*1%*	*1%*	*0%*	*0%*	*0%*	*1%*	*0%*	*0%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 글로벌 양극재 업체 Capacity 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

에코프로비엠(247540)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	246	305	351	448	622
현금 및 현금성자산	20	59	66	43	51
매출채권 및 기타채권	65	81	89	124	168
재고자산	159	157	188	273	396
기타유동자산	1	8	8	8	8
비유동자산	405	494	607	832	1,151
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	377	436	539	733	1,011
무형자산	14	13	11	10	10
자산총계	**650**	**799**	**958**	**1,280**	**1,774**
유동부채	138	189	215	299	433
매입채무 및 기타재무	50	94	103	124	173
단기금융부채	73	70	93	154	236
기타유동부채	15	26	19	21	24
비유동부채	142	143	178	256	346
장기금융부채	134	127	163	240	330
기타비유동부채	9	15	15	16	16
부채총계	**280**	**332**	**393**	**554**	**779**
지배주주지분	370	444	541	702	971
자본금	10	11	11	11	11
자본잉여금	269	275	275	275	275
이익잉여금	93	136	233	394	663
비지배주주지분(연결)	0	24	24	24	24
자본총계	**370**	**467**	**565**	**725**	**995**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**616**	**855**	**1,413**	**2,226**	**3,272**
매출원가	543	749	1,201	1,897	2,788
매출총이익	**73**	**106**	**212**	**329**	**484**
판매비 및 관리비	36	51	85	139	180
영업이익	**37**	**55**	**127**	**191**	**304**
(EBITDA)	66	92	175	250	378
금융손익	-5	-8	-15	-14	-15
이자비용	4	4	8	8	10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	0	-3	-3	-2
세전계속사업이익	**28**	**48**	**109**	**173**	**287**
계속사업법인세비용	-6	1	3	5	10
계속사업이익	34	47	107	169	277
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**34**	**47**	**107**	**169**	**277**
지배주주	34	47	107	170	279
총포괄이익	**34**	**47**	**107**	**169**	**277**
매출총이익률 (%)	11.9	12.4	15.0	14.8	14.8
영업이익률 (%)	6.0	6.4	9.0	8.6	9.3
EBITDA 마진률 (%)	10.8	10.7	12.4	11.2	11.5
당기순이익률 (%)	5.6	5.5	7.5	7.6	8.5
ROA (%)	6.2	6.5	12.2	15.2	18.3
ROE (%)	13.0	11.5	21.8	27.3	33.3
ROIC (%)	6.0	9.2	18.2	20.3	22.7

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**13**	**125**	**147**	**180**	**288**
당기순이익(손실)	28	48	107	169	277
비현금수익비용가감	44	48	68	109	124
유형자산감가상각비	27	34	45	56	72
무형자산상각비	2	3	3	2	1
기타현금수익비용	1	1	21	50	51
영업활동 자산부채변동	-55	30	-28	-98	-114
매출채권 감소(증가)	-8	-23	-8	-35	-43
재고자산 감소(증가)	-21	2	-31	-85	-123
매입채무 증가(감소)	-33	44	9	21	49
기타자산, 부채변동	7	7	2	2	3
투자활동 현금	**-182**	**-94**	**-149**	**-251**	**-351**
유형자산처분(취득)	-182	-98	-148	-250	-350
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	1	5	0	0	0
재무활동 현금	**180**	**9**	**8**	**48**	**72**
차입금의 증가(감소)	15	-12	23	61	82
자본의 증가(감소)	176	2	-9	-9	-9
배당금의 지급	0	3	9	9	9
기타재무활동	-10	20	-5	-4	-1
현금의 증가	**11**	**39**	**7**	**-23**	**8**
기초현금	10	20	59	66	43
기말현금	20	59	66	43	51

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	31.2	75.3	85.2	53.8	32.8
P/B	2.9	8.1	16.9	13.1	9.4
EV/EBITDA	19.3	40.5	55.8	39.7	26.7
P/CF	14.9	37.1	52.5	33.1	22.8
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	4.6	38.7	65.3	57.5	47.0
영업이익	-26.3	47.7	132.0	50.2	59.4
세전이익	-33.9	68.0	129.9	58.4	65.6
당기순이익	-6.4	35.3	128.5	58.4	64.1
EPS	n/a	32.8	126.5	58.4	64.1
안정성 (%)					
부채비율	75.7	71.0	69.5	76.4	78.3
유동비율	178.1	161.3	163.7	150.1	143.7
순차입금/자기자본(x)	50.4	29.5	33.5	48.4	51.8
영업이익/금융비용(x)	8.3	12.9	16.0	23.5	31.7
총차입금 (십억원)	207	197	255	394	566
순차입금 (십억원)	187	138	189	351	515
주당지표(원)					
EPS	1,700	2,258	5,116	8,103	13,299
BPS	18,010	21,088	25,735	33,359	46,158
CFPS	3,564	4,588	8,309	13,190	19,082
DPS	150	450	450	450	450

자료: 에코프로비엠, 이베스트투자증권 리서치센터

SKC (011790)

2021. 10. 18 정유/화학/신소재

동박 중심 외형성장은 계속된다

Analyst 이안나
02. 3779-8936
annalee@ebestsec.co.kr

Buy(maintain)

목표주가 212,000 원
현재주가 158,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

3Q21 Preview: 영업이익 기준 컨센서스 부합 예상

동사는 2021 년 3 분기 매출액 8,821 억원(+6.6% QoQ, +32.2% YoY), 영업이익 1,263 억원(-6.4% QoQ, +106.7% YoY)으로 영업이익 기준 컨센서스를 부합하는 실적이 예상된다. 이는 정읍 5 공장 가동 본격화로 인한 SK 넥실리스 외형 및 이익 성장으로 인한 것이다.

동박 중심 외형성장은 계속된다

동사는 최근 Financial day 를 통해 제시했던 실리콘음극재, 양극재 등 추가적인 배터리 소재 투자가 일부 불발되면서 추가 성장에 대한 실망감으로 주가가 하락했다. 그러나 동사 주가에는 동박 가치만 반영되어 있었으며, 실망감으로 인한 주가 하락으로 인해 투자 매력도가 높아진 상황이다. 동박은 특히, 규모의 경제가 중요한 소재이며, 동사의 경우, 2025 년 기준 25 만톤 증설(미국 5 만톤, 유럽 10 만톤 등)로 2020 년 기준 MS 16%에서 2025 년 MS 35%까지 확대할 계획이다. 동사는 동박 이외에도 연평균 26% 이상 성장하는 PLA, PBAT 등 친환경 소재 산업에서 가공 중심 시장 선점을 꾀하고 있다. 가공 이외에도 다양한 친환경 소재 개발도 진행하고 있으며, 반도체 소재의 경우에도 세라믹/CMP-Pad 뿐 아니라 2022 년 상업화를 목표로 하는 블랭크마스크, 세계 최초 high-Performance 컴퓨팅용 Glass 기판 사업화까지 계획하고 있다.

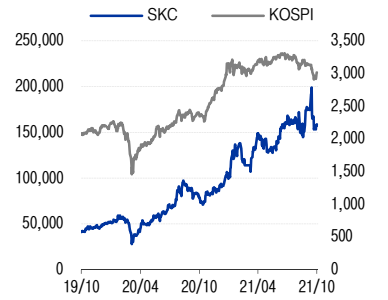
동사에 대한 목표주가 및 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가 및 투자의견 buy 를 유지한다. 동사는 석유화학 중심의 제품 포트폴리오에서 고부가가치 소재로 근본적인 혁신을 이루어낸 국내 몇 안되는 화학 기업이다. 단기적으로는 동박을 중심으로 주가 프리미엄을 받게 되겠지만 향후 '모빌리티', '반도체', '친환경'소재를 통한 성장 프리미엄이 이어질 것으로 기대된다.

Stock Data

KOSPI (10/15)		3,015.06 pt
시가총액		60,021 억원
발행주식수		37,868 천주
52 주 최고가 / 최저가		199,000 / 70,900 원
90 일 일평균거래대금		938.33 억원
외국인 지분율		13.7%
배당수익률(21.12E)		0.6%
BPS(21.12E)		52,428 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-5.8%
	6 개월	13.4%
	12 개월	73.7%
주주구성	SK (외 6 인)	41.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	9.4%
	자사주 (외 1 인)	5.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	2,361	140	60	67	1,686	-50.5	283	30.3	12.4	1.2	3.9
2020	2,702	191	207	74	1,048	-37.8	387	89.7	14.8	2.0	2.2
2021E	3,363	447	351	270	5,669	440.8	668	28.0	12.3	3.0	10.7
2022E	3,879	397	295	228	5,112	-9.8	619	31.0	13.3	2.8	8.9
2023E	4,655	489	394	307	6,864	34.3	718	23.1	11.5	2.6	11.0

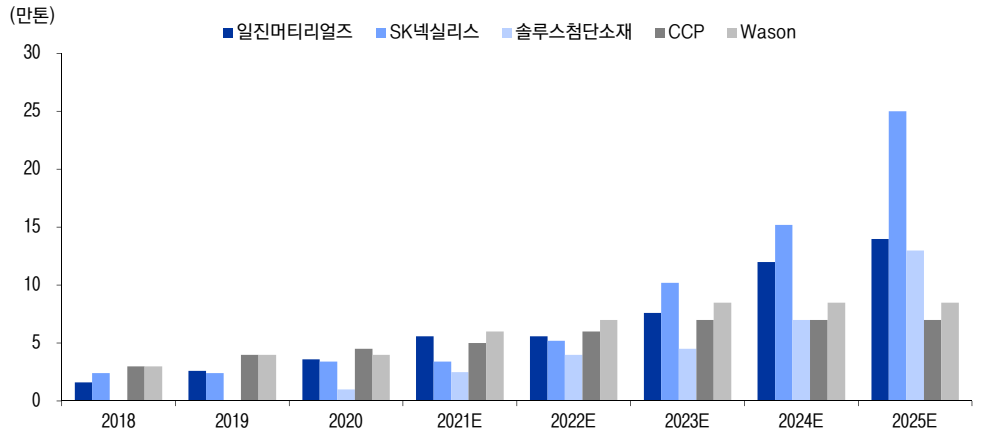
주: 매각 손익 반영 전
자료: SKC, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표6 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**594**	**572**	**667**	**632**	**745**	**827**	**882**	**908**	**2,465**	**3,363**	**3,879**
화학	188	163	185	163	234	280	302	308	699	1,124	1,202
Industry	251	230	273	240	260	274	285	273	994	1,093	1,147
반도체 소재	82	100	104	107	106	113	117	122	393	458	536
SK 넥실리스	71	76	103	120	142	158	177	203	371	679	985
기타	1	3	2	3	2	3	2	2	9	9	9
영업이익	**32**	**50**	**61**	**58**	**84**	**135**	**126**	**101**	**202**	**447**	**397**
화학	18	22	25	23	56	93	80	49	88	278	168
Industry	13	15	19	17	15	26	23	23	63	86	71
반도체 소재	1	4	6	6	4	8	7	7	17	25	31
SK 넥실리스	7	13	15	18	17	19	24	30	53	89	148
기타	-6	-4	-5	-6	-7	-11	-7	-8	-20	-32	-21
OPM	*5.4%*	*8.8%*	*9.2%*	*9.2%*	*11.3%*	*16.3%*	*14.3%*	*11.1%*	*8.2%*	*13.3%*	*10.2%*
화학	*9.3%*	*13.7%*	*13.7%*	*14.1%*	*23.9%*	*33.3%*	*26.5%*	*16.0%*	*12.6%*	*24.8%*	*14.0%*
Industry	*5.0%*	*6.4%*	*7.0%*	*7.0%*	*5.7%*	*9.5%*	*8.0%*	*8.3%*	*6.4%*	*7.9%*	*6.2%*
반도체 소재	*1.5%*	*3.9%*	*5.9%*	*5.7%*	*3.7%*	*6.9%*	*5.7%*	*5.4%*	*4.4%*	*5.5%*	*5.7%*
SK 넥실리스	*9.4%*	*17.2%*	*14.7%*	*14.9%*	*11.8%*	*11.9%*	*13.5%*	*14.7%*	*14.3%*	*13.1%*	*15.0%*
기타	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*

주: SK 텔레시스 통신사업 매각 따른 중간 손익 반영
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 글로벌 동박 업체 Capacity 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

SKC(011790)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	993	1,247	1,403	1,472	1,506
현금 및 현금성자산	80	429	475	495	460
매출채권 및 기타채권	379	402	412	425	446
재고자산	386	337	415	446	485
기타유동자산	148	80	102	105	115
비유동자산	2,980	4,159	4,303	4,498	4,770
관계기업투자등	498	459	446	432	419
유형자산	2,116	2,298	2,468	2,691	2,992
무형자산	255	1,308	1,295	1,279	1,261
자산총계	**3,973**	**5,406**	**5,706**	**5,970**	**6,276**
유동부채	1,043	1,734	1,815	1,884	1,927
매입채무 및 기타재무	297	339	350	372	383
단기금융부채	681	1,091	1,159	1,204	1,232
기타유동부채	65	304	306	309	312
비유동부채	1,203	1,757	1,799	1,845	1,898
장기금융부채	1,007	1,502	1,505	1,508	1,511
기타비유동부채	196	256	294	337	387
부채총계	**2,247**	**3,491**	**3,614**	**3,729**	**3,825**
지배주주지분	1,559	1,808	1,985	2,133	2,344
자본금	188	189	189	189	189
자본잉여금	141	337	337	337	337
이익잉여금	1,350	1,364	1,531	1,678	1,888
비지배주주지분(연결)	167	107	107	107	107
자본총계	**1,726**	**1,915**	**2,092**	**2,240**	**2,451**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**2,361**	**2,702**	**3,363**	**3,879**	**4,655**
매출원가	1,962	2,193	2,573	3,025	3,631
매출총이익	**399**	**509**	**790**	**854**	**1,024**
판매비 및 관리비	259	318	343	458	535
영업이익	**140**	**191**	**447**	**397**	**489**
(EBITDA)	283	387	668	619	718
금융손익	-51	-101	-79	-82	-79
이자비용	55	87	92	98	97
관계기업등 투자손익	-1	-33	0	-5	-2
기타영업외손익	-28	151	-17	-15	-13
세전계속사업이익	**60**	**207**	**351**	**295**	**394**
계속사업법인세비용	4	87	81	66	88
계속사업이익	56	120	270	228	307
중단사업이익	11	-46	0	0	0
당기순이익	**67**	**74**	**270**	**228**	**307**
지배주주	60	37	203	183	245
총포괄이익	**69**	**64**	**270**	**229**	**308**
매출총이익률 (%)	16.9	18.8	23.5	22.0	22.0
영업이익률 (%)	5.9	7.1	13.3	10.2	10.5
EBITDA 마진률 (%)	12.0	14.3	19.8	16.0	15.4
당기순이익률 (%)	2.9	2.7	8.0	5.9	6.6
ROA (%)	1.5	0.8	3.6	3.1	4.0
ROE (%)	3.9	2.2	10.7	8.9	11.0
ROIC (%)	5.0	3.4	9.2	7.8	9.1

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**41**	**337**	**379**	**434**	**475**
당기순이익(손실)	67	74	270	228	307
비현금수익비용가감	252	258	203	228	222
유형자산감가상각비	134	165	190	192	199
무형자산상각비	9	30	31	30	30
기타현금수익비용	4	32	-18	5	-8
영업활동 자산부채변동	-212	112	-94	-22	-54
매출채권 감소(증가)	-25	10	-10	-13	-21
재고자산 감소(증가)	-32	44	-78	-32	-38
매입채무 증가(감소)	-46	6	11	22	11
기타자산, 부채변동	-109	53	-16	1	-5
투자활동 현금	**-273**	**-1,055**	**-366**	**-422**	**-502**
유형자산처분(취득)	-254	-287	-360	-416	-501
무형자산 감소(증가)	-26	-19	-18	-15	-12
투자자산 감소(증가)	-7	4	11	8	10
기타투자활동	14	-754	0	0	0
재무활동 현금	**150**	**1,074**	**33**	**9**	**-7**
차입금의 증가(감소)	190	753	68	44	29
자본의 증가(감소)	-39	-39	-36	-36	-36
배당금의 지급	39	39	36	36	36
기타재무활동	-1	360	0	0	0
현금의 증가	**-80**	**349**	**46**	**20**	**-35**
기초현금	160	80	429	475	495
기말현금	80	429	475	495	460

자료: SKC, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	30.3	89.7	28.0	31.0	23.1
P/B	1.2	2.0	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	12.4	14.8	12.3	13.3	11.5
P/CF	6.0	10.6	12.7	13.2	11.4
배당수익률 (%)	2.0	1.1	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	-14.7	14.4	24.5	15.3	20.0
영업이익	-30.5	36.5	134.2	-11.2	23.2
세전이익	-66.8	242.7	69.5	-16.0	33.8
당기순이익	-52.2	9.2	267.1	-15.5	34.3
EPS	-50.5	-37.8	440.8	-9.8	34.3
안정성 (%)					
부채비율	130.1	182.3	172.7	166.5	156.0
유동비율	95.2	71.9	77.3	78.1	78.2
순차입금/자기자본(x)	92.6	112.7	104.3	98.6	92.7
영업이익/금융비용(x)	2.5	2.2	4.9	4.0	5.0
총차입금 (십억원)	1,688	2,592	2,664	2,712	2,743
순차입금 (십억원)	1,598	2,159	2,183	2,208	2,273
주당지표(원)					
EPS	1,686	1,048	5,669	5,112	6,864
BPS	41,542	47,746	52,428	56,337	61,899
CFPS	8,503	8,844	12,486	12,041	13,953
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

포스코케미칼 (003670)

2021. 10. 18 정유/화학/신소재

아직은 지켜볼 때

Analyst 이안나
02. 3779-8936
annalee@ebestsec.co.kr

Hold(maintain)

목표주가 151,000 원
현재주가 162,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

3Q21 Preview: 컨센서스 부합 예상

동사는 2021 년 3 분기 매출액 4,992 억원(+4.0% QoQ, +28.4% YoY), 영업이익 359 억원(+1.0% QoQ, +86.5% YoY)으로 컨센서스 대비 부합하는 실적이 예상된다. 이는 라임화성사업 실적 호조가 있었으나, 배터리 소재 부문에서 차량용 반도체 공급 이슈로 인한 고객사 생산 차질로 전분기 대비 성장성이 제한되었기 때문이다.

단기보단 장기적으로 접근하자

현재 EV 배터리 소재에 대한 투자 포인트는 1) 기술력, 2) 마진율 유지다. 동사는 NCM 양극재와 천연흑연 음극 소재를 통해 EV 배터리 산업에 진입했다. 그러나 현재 음극 소재쪽은 에너지밀도를 높이기 위해 실리콘 비중을 늘리고자 한다. 이에 그 외의 음극 소재에 대해서는 단가압력이 지속되고 있으며 중국 기업 점유율이 높은 상황이다. 동사의 양극재는 기술적으로 앞서 있지 않으며 이에 주요 고객사인 LG 에너지솔루션 내에서도 중간 함량 Ni 양극재 위주로 공급하고 있다. 따라서 동사의 양극재 공급은 원가 경쟁력이 핵심이 되어야 한다. 이는 향후 포스코 그룹의 소재 사업 수직계열화를 통해 가능할 것으로 기대된다. 동사는 2021 년 기준 양극재 capa 4 만톤에서 2030 년 40 만톤까지 확대할 계획이며 2030 년 기준 국내 16 만톤, 해외 24 만톤 증설을 목표로 한다. 미국 Ultium Cells 로의 계약은 1, 2 공장 중 1 공장에 대해서만 체결된 상태로 향후 2 공장 수주 가능성이 열려있는 상황이다.

동사에 대한 목표주가 및 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가 및 투자의견 Hold 를 유지한다. 동사는 현재 주가 수준을 고려했을 때, 단기보다는 장기적으로 좀 더 의미 있는 소재 기업이라는 판단된다. 동사는 양극재는 LG 에너지솔루션 중심으로 규모를 확대시키고 있으며, 음극재는 인조흑연 진출뿐 아니라 실리콘 음극재 진출까지 계획하고 있다.

Stock Data

KOSPI (10/15)		3,015.06 pt
시가총액		125,490 억원
발행주식수		77,463 천주
52 주 최고가 / 최저가		178,500 / 67,580 원
90 일 일평균거래대금		892.33 억원
외국인 지분율		7.8%
배당수익률(21.12E)		0.2%
BPS(21.12E)		25,202 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	4.7%
	6 개월	1.5%
	12 개월	90.2%
주주구성	포스코 (외 5 인)	62.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	1,484	90	113	101	1,569	-25.3	134	29.5	24.4	3.0	11.6
2020	1,566	60	35	30	450	-71.4	125	231.3	68.9	8.1	3.0
2021E	1,966	143	124	109	1,398	210.9	230	115.9	51.8	6.4	6.4
2022E	2,325	174	143	128	1,638	17.2	276	98.9	43.3	6.2	5.2
2023E	2,917	210	191	151	1,941	18.5	325	83.5	37.0	5.9	5.9

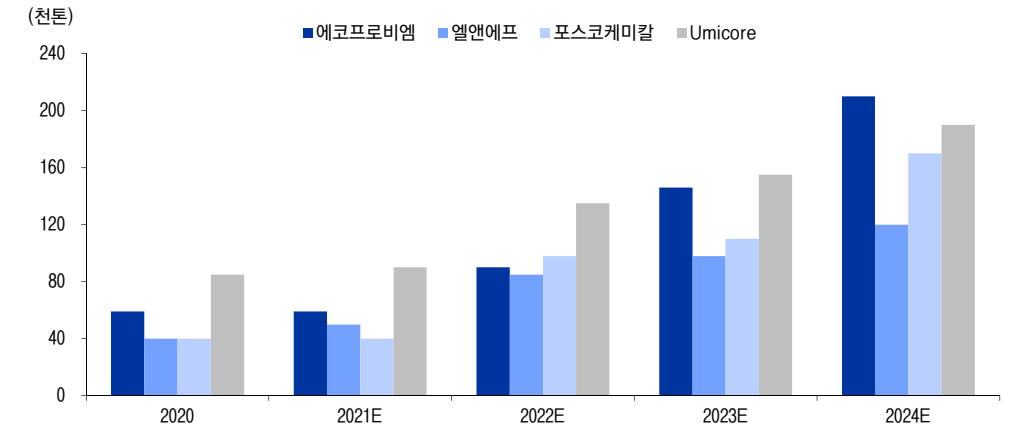
자료: 포스코케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표7 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**387.5**	**340.2**	**388.7**	**449.9**	**467.2**	**480.0**	**499.2**	**519.2**	**1,566.3**	**1,965.6**	**2,324.6**
(%, QoQ)	*0.2*	*-12.2*	*14.3*	*15.7*	*3.8*	*2.7*	*4.0*	*4.0*			
(%, YoY)	*9.1*	*-8*	*4.6*	*16.3*	*20.6*	*41.1*	*28.4*	*15.4*	*5.6*	*25.5*	*18.3*
내화물	61.8	52.5	51.3	53.5	55.4	54.2	54.3	53.8	219.1	217.7	221.0
로재정비	43.3	37	36.2	39.6	38.9	37.1	35.2	34.9	156.1	146.1	148.3
건설공사	24.4	18.6	6.8	9.9	14.7	12.4	7.4	8.2	59.7	42.7	43.3
생석회	82.7	67	75.5	81.3	79.7	75.4	76.3	72.5	306.5	303.9	308.5
화성	77.5	59	56.3	56.8	59.2	77.6	83.3	89.5	249.6	309.6	314.3
음극재	41.0	40.7	46.5	53.6	51.9	42.8	43.3	45.5	181.8	183.5	238.6
양극재(ESM)	46.0	53.8	105.3	146.3	154.7	167.7	187.8	206.6	351.4	716.8	1,003.6
기타	10.8	11.6	10.8	8.9	12.6	12.9	11.4	8.2	42.1	45.2	47.0
매출 비중 (%)	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*
내화물	*15.9*	*15.4*	*13.2*	*11.9*	*11.9*	*11.3*	*10.9*	*10.4*	*14.0*	*11.1*	*9.5*
로재정비	*11.2*	*10.9*	*9.3*	*8.8*	*8.3*	*7.7*	*7.1*	*6.7*	*10.0*	*7.4*	*6.4*
건설공사	*6.3*	*5.5*	*1.8*	*2.2*	*3.1*	*2.6*	*1.5*	*1.6*	*3.8*	*2.2*	*1.9*
생석회	*21.3*	*19.7*	*19.4*	*18.1*	*17.1*	*15.7*	*15.3*	*14.0*	*19.6*	*15.5*	*13.3*
화성	*20.0*	*17.3*	*14.5*	*12.6*	*12.7*	*16.2*	*16.7*	*17.2*	*15.9*	*15.8*	*13.5*
음극재	*10.6*	*12*	*12*	*11.9*	*11.1*	*8.9*	*8.7*	*8.8*	*11.6*	*9.3*	*10.3*
양극재(ESM)	*11.9*	*15.8*	*27.1*	*32.5*	*33.1*	*34.9*	*37.6*	*39.8*	*22.4*	*36.5*	*43.2*
기타	*2.8*	*3.4*	*2.8*	*2*	*2.7*	*2.7*	*2.3*	*1.6*	*2.7*	*2.3*	*2.0*
영업이익	**16.0**	**4.1**	**19.3**	**20.9**	**33.7**	**35.6**	**35.9**	**37.4**	**60.3**	**142.6**	**174.3**
(%, QoQ)	*-31.9*	*-74.4*	*370.0*	*8.5*	*61.0*	*5.8*	*1.0*	*4.0*			
(%, YoY)	*-26.9*	*-75.4*	*-30.4*	*-11.1*	*110.4*	*768.3*	*86.5*	*78.9*	*-32.9*	*136.6*	*22.3*
영업이익률 (%)	*4.1*	*1.2*	*5.0*	*4.6*	*7.2*	*7.4*	*7.2*	*7.2*	*3.8*	*7.3*	*7.5*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 글로벌 양극재 업체 Capacity 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

포스코케미칼(003670)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	650	811	2,341	2,847	3,400
현금 및 현금성자산	37	122	1,621	2,074	2,625
매출채권 및 기타채권	211	277	288	301	315
재고자산	188	187	194	203	212
기타유동자산	214	226	238	270	247
비유동자산	1,080	1,277	1,453	1,594	1,757
관계기업투자등	193	164	147	103	67
유형자산	755	932	1,121	1,281	1,437
무형자산	15	31	33	31	28
자산총계	**1,730**	**2,088**	**3,794**	**4,441**	**5,157**
유동부채	251	221	234	254	294
매입채무 및 기타재무	172	157	160	163	167
단기금융부채	20	23	36	56	91
기타유동부채	58	41	38	35	36
비유동부채	473	844	1,170	1,693	2,241
장기금융부채	462	831	1,158	1,681	2,229
기타비유동부채	11	13	12	12	12
부채총계	**724**	**1,064**	**1,403**	**1,947**	**2,535**
지배주주지분	998	1,001	2,367	2,471	2,598
자본금	30	30	39	39	39
자본잉여금	195	195	1,460	1,460	1,460
이익잉여금	774	779	869	973	1,100
비지배주주지분(연결)	9	23	23	23	23
자본총계	**1,006**	**1,024**	**2,390**	**2,494**	**2,621**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,484**	**1,566**	**1,966**	**2,325**	**2,917**
매출원가	1,317	1,422	1,740	2,039	2,567
매출총이익	**167**	**144**	**226**	**286**	**350**
판매비 및 관리비	77	84	83	112	140
영업이익	**90**	**60**	**143**	**174**	**210**
(EBITDA)	134	125	230	276	325
금융손익	1	-5	-7	-16	-21
이자비용	3	7	11	19	22
관계기업등 투자손익	21	-8	-25	-25	-3
기타영업외손익	1	-12	13	10	5
세전계속사업이익	**113**	**35**	**124**	**143**	**191**
계속사업법인세비용	12	5	15	15	40
계속사업이익	101	30	109	128	151
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**101**	**30**	**109**	**128**	**151**
지배주주	101	30	108	127	150
총포괄이익	**103**	**28**	**109**	**128**	**151**
매출총이익률 (%)	11.2	9.2	11.5	12.3	12.0
영업이익률 (%)	6.1	3.8	7.3	7.5	7.2
EBITDA 마진률 (%)	9.0	8.0	11.7	11.9	11.1
당기순이익률 (%)	6.8	1.9	5.5	5.5	5.2
ROA (%)	7.5	1.5	3.7	3.1	3.1
ROE (%)	11.6	3.0	6.4	5.2	5.9
ROIC (%)	11.1	4.3	8.5	9.2	8.7

현금흐름표

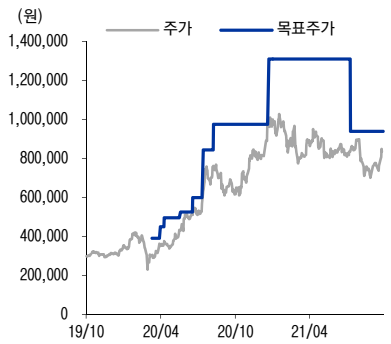
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**63**	**38**	**539**	**728**	**752**
당기순이익(손실)	101	30	109	128	151
비현금수익비용가감	71	106	439	622	619
유형자산감가상각비	42	60	86	98	110
무형자산상각비	2	4	1	4	4
기타현금수익비용	-21	1	352	520	505
영업활동 자산부채변동	-101	-93	-9	-21	-19
매출채권 감소(증가)	-11	-68	-11	-13	-14
재고자산 감소(증가)	-55	4	-7	-9	-10
매입채무 증가(감소)	-17	19	3	3	4
기타자산, 부채변동	-18	-48	6	-3	2
투자활동 현금	**-291**	**-254**	**-306**	**-273**	**-212**
유형자산처분(취득)	-308	-242	-275	-258	-267
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-3	-2	-1
투자자산 감소(증가)	-165	-7	-28	-12	56
기타투자활동	185	-3	0	0	0
재무활동 현금	**318**	**302**	**1,267**	**-3**	**12**
차입금의 증가(감소)	342	312	13	20	35
자본의 증가(감소)	-24	-25	1,255	-23	-23
배당금의 지급	24	25	18	23	23
기타재무활동	0	15	-1	0	0
현금의 증가	**-84**	**85**	**1,500**	**453**	**551**
기초현금	120	37	122	1,621	2,074
기말현금	37	122	1,621	2,074	2,625

자료: 포스코케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	29.5	231.3	115.9	98.9	83.5
P/B	3.0	8.1	6.4	6.2	5.9
EV/EBITDA	24.4	68.9	51.8	43.3	37.0
P/CF	17.3	50.3	27.6	20.3	19.7
배당수익률 (%)	0.9	0.3	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액	7.2	5.6	25.5	18.3	25.5
영업이익	-15.5	-32.9	136.7	22.2	20.5
세전이익	-36.0	-69.2	255.8	15.6	33.8
당기순이익	-23.8	-70.6	266.1	17.2	18.5
EPS	-25.3	-71.4	210.9	17.2	18.5
안정성 (%)					
부채비율	71.9	104.0	58.7	78.1	96.7
유동비율	259.2	367.4	1,002.4	1,119.0	1,154.8
순차입금/자기자본(x)	26.0	52.2	-27.0	-23.5	-20.3
영업이익/금융비용(x)	28.5	8.7	12.7	9.2	9.3
총차입금 (십억원)	483	854	1,194	1,737	2,320
순차입금 (십억원)	261	535	-645	-587	-532
주당지표(원)					
EPS	1,569	450	1,398	1,638	1,941
BPS	15,352	12,918	25,202	26,305	27,658
CFPS	2,673	2,068	5,861	7,979	8,204
DPS	400	300	300	300	300

LG 화학 목표주가 추이

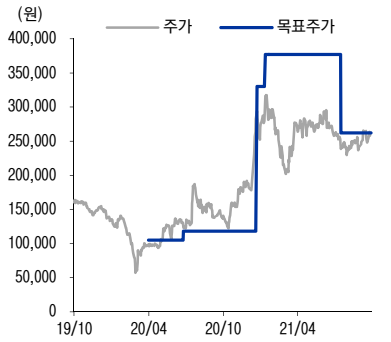


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.04.25	Buy	440,000	-4.7		-24.6
2020.01.02		커버리지제외			
2020.03.30	변경	이안나			
2020.03.30	Buy	390,000	-7.1		-19.5
2020.04.20	Buy	450,000	-19.4		-20.9
2020.04.29	Buy	495,000	-12.3		-24.2
2020.06.08	Buy	525,000	-1.7		-7.6
2020.07.07	Buy	600,000	-5.3		-11.7
2020.08.02	Buy	843,000	-9.6		-16.3
2020.08.28	Buy	975,000	2.5		-25.0
2021.01.11	Buy	1,310,000	-21.5		-33.1
2021.07.30	Hold	939,000	-4.4		-15.0
2021.09.27	Buy	939,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

SK 이노베이션 목표주가 추이

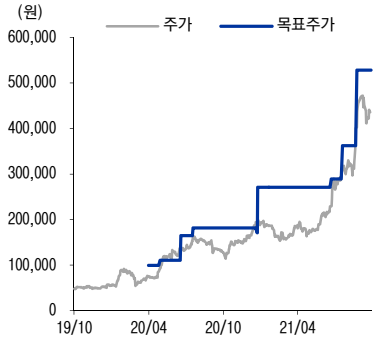


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.04.20	변경	이안나			
2020.04.20	Hold	105,000	30.0		10.3
2020.07.15	Hold	118,000		3.8	34.7
2021.01.11	Buy	330,000			
2021.02.01	Buy	377,000	-15.8		-29.8
2021.08.05	Hold	262,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

에코프로비엠 목표주가 추이

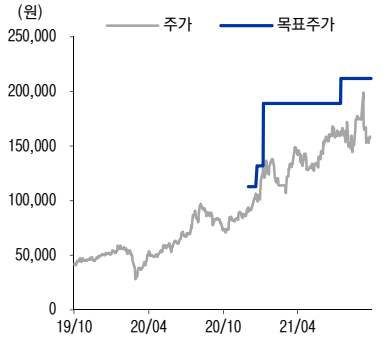


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.04.20	신규	이안나			
2020.04.20	Buy	99,200	-13.7		-24.2
2020.05.18	Buy	110,300	24.5		7.9
2020.07.08	Buy	165,000	-7.3		-15.8
2020.08.07	Buy	181,400	6.9		-18.0
2021.01.11	Buy	171,000		9.6	11.4
2021.01.13	Buy	271,000	-15.7		-32.9
2021.07.12	Buy	289,000	1.9		-5.1
2021.08.09	Buy	362,000	10.6		-11.3
2021.09.13	Buy	528,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

SKC 목표주가 추이

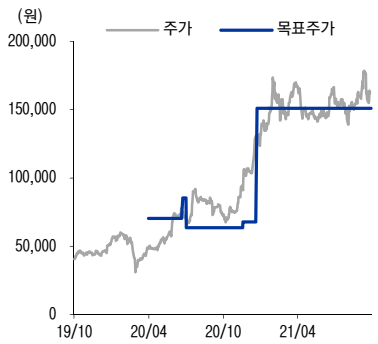


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.12.21	신규	이안나			
2020.12.21	Buy	113,000	-5.8		-14.5
2021.01.11	Buy	132,000	-1.5		-16.0
2021.01.27	Buy	189,000	-11.1		-27.2
2021.08.05	Buy	212,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

포스코케미칼 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.04.20	변경	이안나									
2020.04.20	Buy	75,000	10.5		-16.0						
2020.07.13	Hold	91,000	-12.0		-15.5						
2020.07.22	Hold	67,700		5.3	33.1						
2021.01.11	Buy	151,000	14.9		-0.2						
2021.04.27	Hold	151,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이안나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)