



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2024년 03월 28일

에코프로(086520)

Reduce | TP 420,000원 | CP 658,000원

에코프로비엠(247540)

BUY | TP 337,000원 | CP 277,500원

포스코퓨처엠(003670)

BUY | TP 464,000원 | CP 302,500원



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 3월 29일 | 산업분석_Industry

2차전지

감사보고서가 말하는 양극재 업황

1분기 실적 바닥론

LG에너지솔루션과 삼성SDI의 4분기 원재료 매입 금액이 각각 QoQ -47%, -16% 감소했다. LG에너지솔루션의 경우 양극재 매입 단가가 QoQ -8% 하락했음을 감안하면, 매입 물량은 약 -40% 감소한 셈이다. 원재료 매입 물량이 크게 감소했음에도 LG에너지솔루션과 삼성SDI의 4분기 배터리 출하량은 각각 QoQ +19%, +4% 증가했고(SNE 기준), 1분기는 Flat, 2분기는 +10% 이상 증가(5월 이후 전기차 신차 출시 모델 수 증가 고려) 가능성 높기 때문에, 셀 메이커들의 양극재 재고는 1분기 중 바닥을 통과했을 것으로 추정된다. 한국의 양극재 수출 증량이 4개월 연속 MoM 감소한 이후 최근 2개월 연속 MoM 증가한 것도 이를 방증한다. 양극재 기업들의 재고자산회전율은 역대 최저로 하락했는데(에코프로비엠 기준 2022년 연평균 2.0, 4Q23 1.1), 이 역시 점진적 개선이 전망된다. 한편, 양극재 기업들은 향후 6개월 예상 수요를 고객사로부터 받아서 매입 물량을 조절하는데, 4분기 전구체 등 원재료 매입 물량이 크게 증가한 것도(LG화학 +152%, 에코프로비엠 기준 +79%) 상반기 Q 증가를 예상케 하는 요인이다.

내재화 수준은 아직 미흡

양극재 기업들의 미래 실적 및 Valuation factor를 결정하는 수직계열화 정도는 특수관계자로부터의 매입 규모를 통해 가늠할 수 있다. 에코프로비엠의 전체 원재료 매입 금액 대비 특수관계자(에코프로이노베이션, 에코프로머티리얼즈 등)로부터의 매입 비중은 2023년 연간 21%, 포스코퓨처엠은 15%로 아직 낮은 수준이다. 물론, 각 기업들의 전구체 및 리튬 가공 CAPA는 이제 성장 초입 단계라는 점을 고려해야한다.

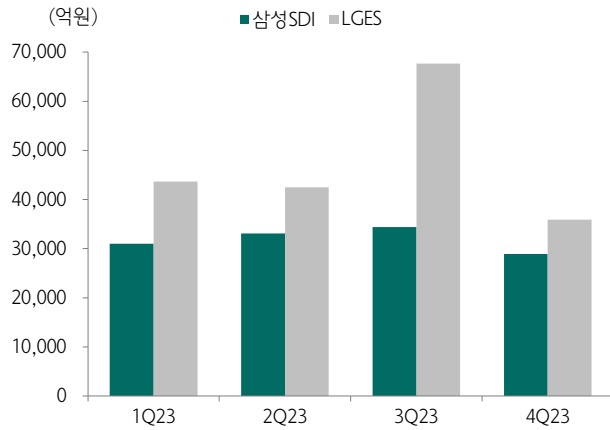
미국 시장 중요성 재확인

포스코퓨처엠과 에코프로비엠의 4분기 유럽향 매출은 각각 QoQ -56%, -22% 감소했다. 반면, 포스코퓨처엠의 미국향 매출은 QoQ +35% 증가했는데, 이는 1분기 대비 4배 증가한 수치다. 유럽 시장 상황 악화 및 미국 수요 강세를 읽을 수 있는 부분이다. 다만, 에코프로비엠의 미국향 매출은 QoQ -76% 급감했는데, 이는 Ford-SK 진영의 물량 조절에 따른 것으로 추정된다. 미국 내에서도 GM과 Ford의 전기차 계획 관련 온도차가 뚜렷하다.

5개 분기만의 QoQ 증익 구간 적극 활용, 하반기 실적 눈높이는 여전히 부담

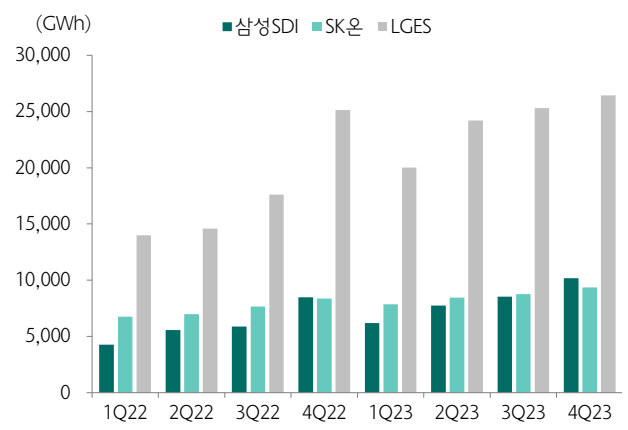
2분기는 5개 분기만의 QoQ 증익이라는 점 고려할 때, 당분간 포스코퓨처엠, 에코프로비엠, 엘앤에프 등 주요 양극재 기업들의 주가 상승세 지속될 것으로 판단한다. 다만, 소재-셀 체인의 재고 축적 사이클이 수요 사이클로 이어져야 하반기 높은 수준의 실적 눈높이 부합 가능한데, 아직 미국 전기차 판매가 부진(2월 누적 YoY +21%) 한 점 고려하면, 추세적 상승을 확신하기는 이르다. 춤을 추되, 아직은 출구 앞에서 취야 하는 시기다.

도표 1. 셀 메이커 원재료 매입금액 추이



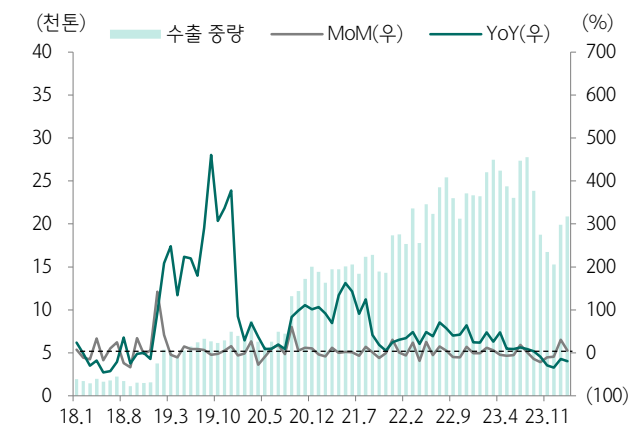
자료: 각 사 사업보고서, 하나증권

도표 2. 한국 배터리 3사 최근 8개 분기 배터리 출하량



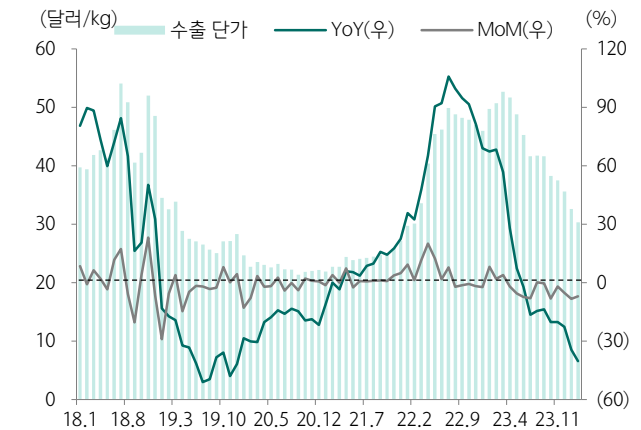
자료: SNE Research, 하나증권

도표 3. 양극재 수출 중량 추이 및 YoY/MoM



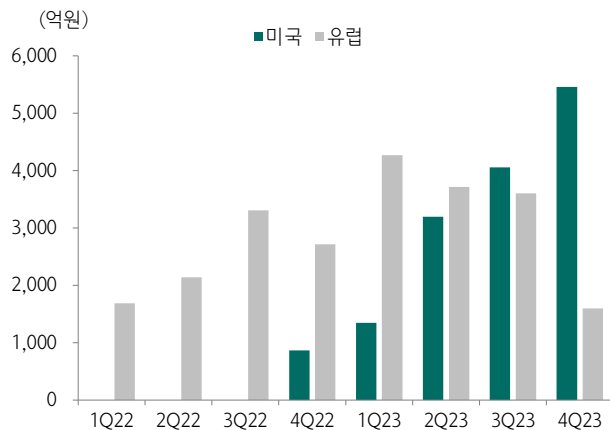
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 4. 양극재 수출 단가 추이



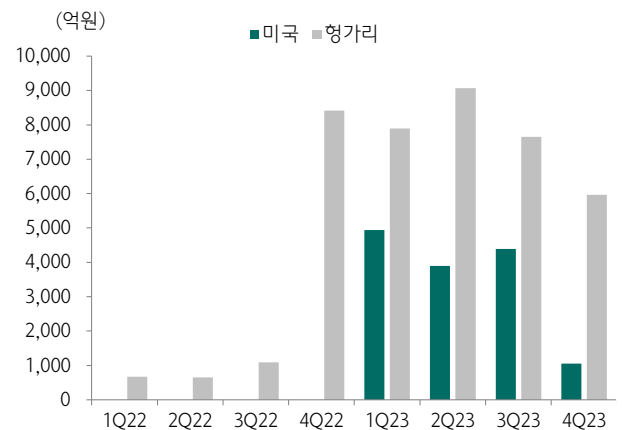
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 5. 포스코퓨처엠 최근 8개 분기 미국 및 유럽 매출 추이



자료: 각 사 사업보고서, 하나증권

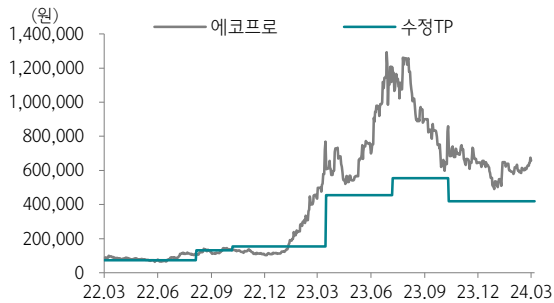
도표 6. 에코프로비엠 최근 8개 분기 미국 및 헝가리 매출 추이



자료: 각 사 사업보고서, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에코프로



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.8	Reduce	420,000		
23.8.4	Reduce	555,000	70.02%	7.57%
23.4.12	Reduce	455,000	69.42%	14.51%
22.11.3	BUY	153,470	43.76%	401.08%
22.9.2	BUY	131,129	-2.78%	10.44%
22.2.18	BUY	73,923	16.34%	59.12%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에코프로비엠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.8	BUY	337,000		
23.8.4	BUY	446,000	-37.81%	-22.76%
23.5.19	BUY	285,000	3.71%	62.11%
22.7.14	BUY	153,000	-6.10%	93.46%
22.5.23	BUY	152,929	-19.82%	-11.14%
22.5.13	BUY	15,293	674.78%	636.88%
22.5.9	BUY	152,929	-23.53%	-21.82%
22.2.14	BUY	150,720	-33.60%	-14.74%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

포스코퓨처엠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.1	BUY	464,000		
23.7.25	BUY	650,000	-45.28%	-13.85%
23.5.19	BUY	391,000	-1.73%	38.62%
22.11.8	BUY	263,000	-6.75%	57.41%
22.10.25	BUY	227,000	-10.35%	-5.51%
22.9.2	BUY	206,000	-17.01%	-5.58%
22.1.27	BUY	165,000	-24.15%	2.73%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 3월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2024년 3월 29일 현재 해당회사의 유가증 권을 보유하고 있지 않습니다.
- 에코프로 온/는 투자자문업(타 자산운용사가 운영하는 펀드의 종목 선정 또는 포 트폴리오 비중 의견 제시 등에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여 하지 않음

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으 므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경 우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사 용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.93%	5.61%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 03월 26일