

2023. 9. 27



▲ 이차전지/석유화학

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

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **360,000 원**

현재주가 (9.26) **254,500 원**

상승여력 **41.5%**

KOSDAQ 827.82pt

시가총액 248,904억원

발행주식수 9,780만주

유동주식비율 47.43%

외국인비중 8.10%

52주 최고/최저가 462,000원/88,100원

평균거래대금 6,761.7억원

주요주주(%)

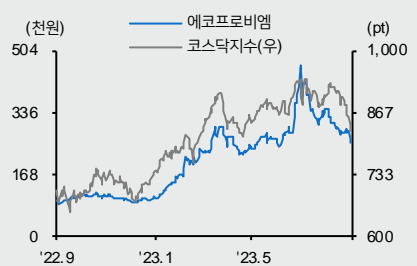
에코프로 외 12 인 51.10

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -25.7 9.2 175.7

상대주가 -19.3 8.7 130.6

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,485.6	115.0	100.8	1,145	101.7	5,930	108.1	20.9	72.4	20.3	139.2
2022	5,357.6	380.7	232.3	2,433	157.1	13,941	37.9	6.6	21.8	24.3	126.7
2023E	8,103.6	390.6	222.0	2,270	-2.1	15,996	112.1	15.9	43.0	15.2	196.9
2024E	11,820.8	785.7	448.6	4,586	98.7	20,133	55.5	12.6	22.2	25.4	249.3
2025E	20,551.6	1,512.6	891.5	9,116	96.5	28,799	27.9	8.8	13.6	37.3	281.8

에코프로비엠 247540

양극재는 Commodity가 아니다

- ✓ 3Q23 Preview: 매출액 1.9조원, 영업이익 618억원(OPM 6.0%) 추정
- ✓ 주요 원재료 가격/판매단가 하락 영향에 분기 수익성 눈높이는 하반기 단계별 하락
- ✓ 그럼에도 동사의 꾸준한 증설(CAM 8~9)과 수직계열화 기반으로 이익 창출력 우수
- ✓ 2023년 연말 전후 예상 범위 안팎의 신규 수주 기대감 유효
- ✓ 향후 3년간의 추정치 변화 미미, 기존 투자의견 Hold와 적정주가 36만원 유지

3Q23 Preview: 영업이익 618억원으로 시장 예상치를 다소 하회할 전망

당분기 동사는 매출액 1.9억원, 영업이익 618억원(OPM 6.0%)으로 시장 예상치를 각각 2.1%/40.5% 하회할 전망이다. QoQ 실적 변동 요인은 전방 고객사들의 생산 규모 확대에 맞춰 판매량은 +18% QoQ 증가, 반면 전분기부터 이어온 판매단가 하락 영향(-10% QoQ)에 부진한 이익 흐름이 예상된다. 동사는 고객사 연계 및 양극재 생산 수직계열화 기반으로 단계별 생산 Capa 규모를 확대 중이다. 이에 3개년 간의 매출액 성장률은 +36%를 예상한다.

전지소재는 고객사와의 약 3년간의 연구개발을 통해 최종 물량 납품

양극재는 배터리의 에너지 Performance를 책임지는 가장 중요한 소재에 속한다. 양극재 생산기업들은 고객사들과의 소재 연구개발 → 최종 납품까지 최소 3년간의 시간이 필요, 계약된 물량 기준으로 생산 Capa 투자를 결정한다. 동사가 제시한 중장기 생산규모는 2027년 7만톤이다. 이는 기존 고객사향 확정된 출하량을 포함, 공동 연구개발을 진행하는 수주 가시성이 높은 고객사향 물량이 포함된 규모로 해석한다. 권역별 공급망 정책에 소재 기업에 요구되는 핵심은 (1) 생산 수직계열화 및 현지화, (2) 제품 포트폴리오 다변화, (3) 배터리 재활용/재사용 능력 등이다. 동사는 생산 수직계열화 기반(정/제련 → 전구체 → 양극재 → 재활용)으로 원가 경쟁력과 성장성을 긍정적으로 판단한다.

2024년 국내 배터리 고객사들의 신규 투자활동 재개, 동사의 기존 및 신규 고객사향 수주 Rally 기대 가능

현재는 기존 투자의견 Hold, 적정주가 36만원(기존 적용했던 EV/EBITDA 18배 유지)을 유지한다. 동사의 공격적 사업가치는 31조원을 추정, 향후 신규 수주 확정건에 맞춰 투자의견은 상향 예정이다.

(십억원)	3Q23E	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,993.3	1,563.2	27.5	1,906.2	4.6	2,037.00	-2.1
영업이익	61.8	141.5	-56.3	114.7	-46.1	103.9	-40.5
세전이익	47.9	133.2	-64.1	105.5	-54.6	90.8	-47.3
순이익(지배주주)	36.4	100.2	-63.6	56.5	-35.6	63.9	-43.0

자료: 에코프로비엠, 메리츠증권 리서치센터

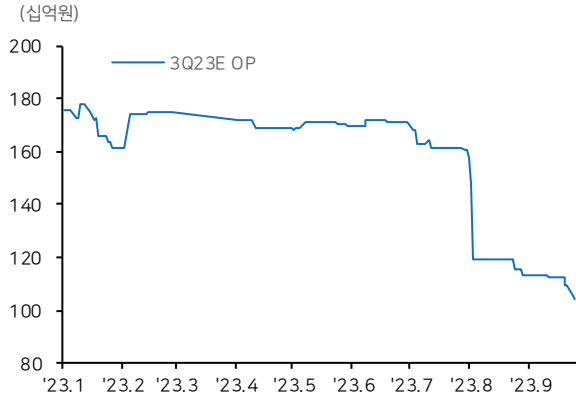
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,011.0	1,906.2	1,993.3	2,193.1	2,666.3	2,882.5	2,993.5	3,278.6	8,103.6	11,820.8	20,551.6
영업이익	107.3	114.7	61.8	89.9	120.0	135.5	155.7	180.3	373.7	591.4	1,249.4
%OP	5.3%	6.0%	3.1%	4.1%	4.5%	4.7%	5.2%	5.5%	4.6%	5.0%	6.1%
세전이익	97.5	105.5	47.9	73.1	99.2	110.2	127.2	149.7	323.9	486.4	1,073.0
순이익(지배주주)	70.3	56.5	36.4	47.7	66.6	67.4	87.2	99.8	211.0	321.0	708.1
%YoY											
매출액	203.6	60.6	27.5	12.8	32.6	51.2	50.2	49.5	51.3	45.9	73.9
영업이익	161.4	11.5	-56.3	-5.6	11.8	18.1	151.9	100.5	-1.8	58.3	111.2
세전이익	172.6	17.7	-64.1	14.3	1.7	4.5	165.8	104.9	0.4	50.1	120.6
순이익(지배주주)	169.8	-18.0	-63.6	28.5	-5.3	19.2	139.2	109.3	-9.2	52.1	120.6
%QoQ											
매출액	3.4	-5.2	4.6	10.0	21.6	8.1	3.9	9.5			
영업이익	12.7	6.9	-46.1	45.5	33.4	12.9	14.9	15.8			
세전이익	52.6	8.1	-54.6	52.7	35.8	11.1	15.4	17.7			
순이익(지배주주)	89.5	-19.6	-35.6	30.9	39.6	1.3	29.3	14.5			

자료: 에코프로비엠, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	기존 매출액 추정	신규 매출액 추정	변화율	기존 영업이익 추정	신규 영업이익 추정	변화율	기존 순이익 추정	신규 순이익 추정	변화율
2023E	8,103.7	8,103.6	0.0%	389.1	373.7	-3.9%	235.2	211.0	-10.3%
2024E	11,820.8	11,820.8	0.0%	779.5	591.4	-24.1%	463.4	321.0	-30.7%
2025E	20,551.6	20,551.6	0.0%	1,501.9	1,249.4	-16.8%	911.7	708.1	-22.3%

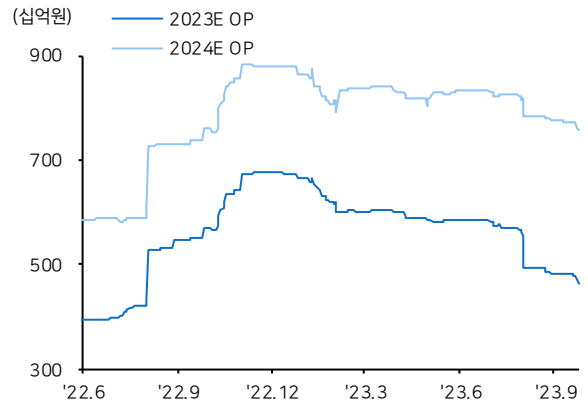
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q23 에코프로비엠의 영업이익 컨센서스 흐름



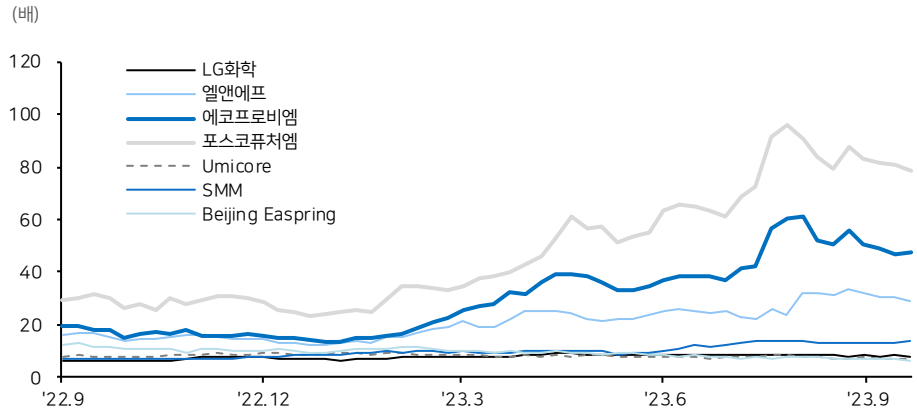
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 에코프로비엠의 영업이익 컨센서스 흐름



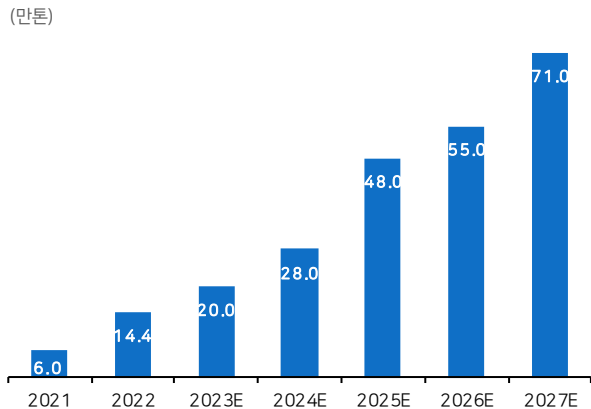
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 주요 양극재 생산기업들의 EV/EBITDA 추이



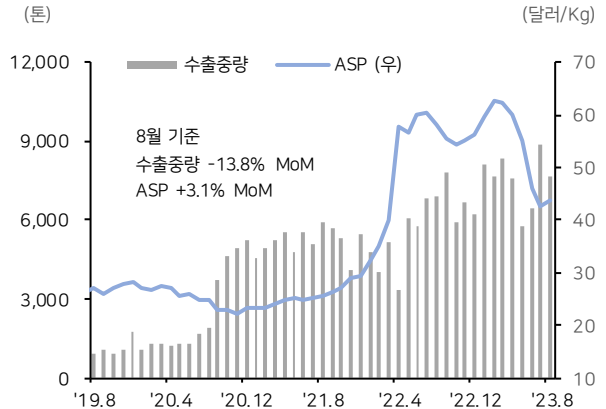
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에코프로비엠의 양극재 생산Capa 전망



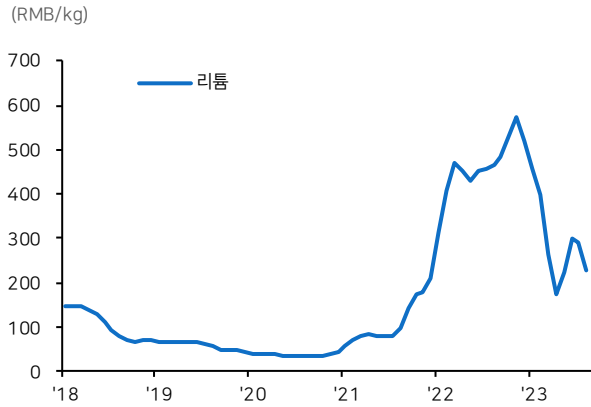
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 청주시(에코프로비엠) 양극재 수출량 및 ASP 추이



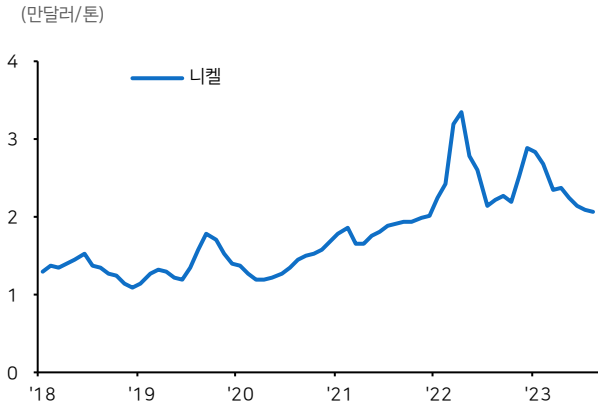
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리튬 가격 추이



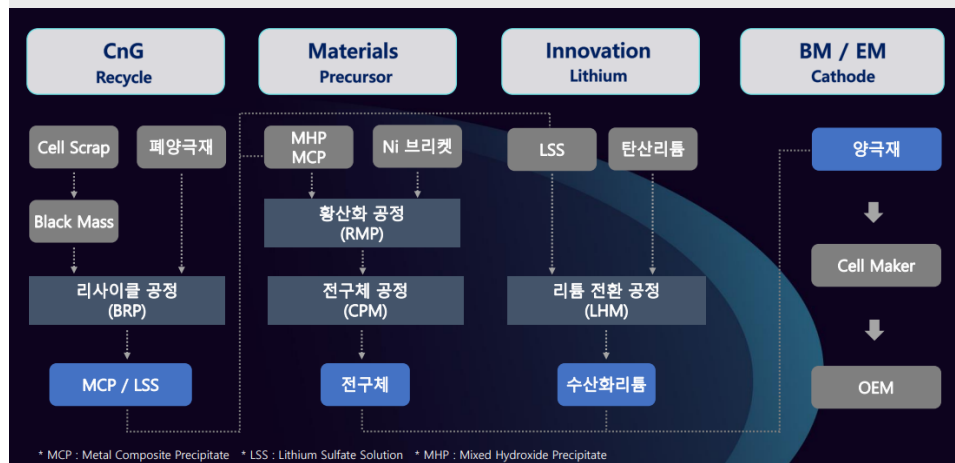
자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 니켈 가격 추이



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 에코프로 그룹의 생산 수직계열화



자료: 에코프로, 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,485.6	5,357.6	8,103.6	11,820.8	20,551.6
매출액증가율(%)	73.8	260.6	51.3	45.9	73.9
매출원가	1,295.5	4,841.4	7,480.6	10,893.7	18,943.2
매출총이익	190.1	516.2	623.0	927.1	1,608.4
판매관리비	75.1	135.5	160.4	238.1	414.2
영업이익	115.0	380.7	390.6	785.7	1,512.6
영업이익률(%)	7.7	7.1	5.7	5.8	5.8
금융손익	-0.4	-24.8	-49.2	-105.1	-176.4
종속/관계기업손익	0.0	-0.0	7.5	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-33.3	-8.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	114.4	322.5	340.8	680.6	1,336.2
법인세비용	16.6	49.9	67.4	137.4	269.0
당기순이익	97.8	272.7	273.4	543.2	1,067.2
지배주주지분 순이익	100.8	232.3	222.0	448.6	891.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	739.1	2,274.3	3,236.4	4,789.4	8,220.2
현금및현금성자산	104.7	320.4	334.0	475.7	510.0
매출채권	247.4	877.4	1,104.8	1,651.6	2,967.6
재고자산	339.4	856.4	1,509.6	2,256.8	4,054.9
비유동자산	686.7	1,099.9	2,049.5	3,174.7	4,392.3
유형자산	638.9	1,003.5	1,931.5	3,027.9	4,176.2
무형자산	12.1	13.4	15.4	15.4	15.4
투자자산	1.9	51.4	73.1	101.9	171.2
자산총계	1,425.9	3,374.2	5,285.9	7,964.1	12,612.5
유동부채	612.9	1,547.9	2,691.8	4,058.1	6,632.7
매입채무	142.3	736.1	860.4	1,286.2	2,311.0
단기차입금	265.0	377.8	1,225.7	1,605.7	2,205.7
유동성장기부채	91.9	254.1	312.5	752.5	1,412.5
비유동부채	216.8	338.1	813.6	1,626.3	2,676.8
사채	0.0	0.0	200.0	600.0	1,100.0
장기차입금	193.5	313.3	585.0	985.0	1,505.0
부채총계	829.7	1,886.0	3,505.4	5,684.4	9,309.5
자본금	11.5	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	292.9	877.5	877.5	877.5	877.5
기타포괄이익누계액	0.0	-7.4	11.8	11.8	11.8
이익잉여금	224.0	432.2	610.3	1,014.9	1,862.5
비지배주주지분	44.5	124.8	216.1	310.7	486.4
자본총계	596.2	1,488.2	1,780.5	2,279.7	3,303.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-100.9	-241.3	-228.9	298.3	-39.0
당기순이익(손실)	97.8	272.7	273.4	543.2	1,067.2
유형자산상각비	40.6	61.5	240.1	503.7	771.7
무형자산상각비	2.8	3.4	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-267.4	-683.1	-226.1	-853.6	-2,054.2
투자활동 현금흐름	-237.3	-534.7	-1,135.5	-1,622.8	-1,986.6
유형자산의증가(CAPEX)	-236.0	-455.3	-1,115.5	-1,600.0	-1,920.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-49.5	-14.2	-28.8	-69.3
재무활동 현금흐름	383.6	993.2	1,381.5	1,466.2	2,059.9
차입금의 증감	356.2	395.1	1,430.3	1,621.2	2,282.9
자본의 증가	19.4	622.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.4	215.7	13.6	141.7	34.3
기초현금	59.2	104.7	320.4	334.0	475.7
기말현금	104.7	320.4	334.0	475.7	510.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,872	56,104	82,858	120,866	210,136
EPS(지배주주)	1,145	2,433	2,270	4,586	9,116
CFPS	1,747	4,226	661	13,184	23,356
EBITDAPS	1,799	4,665	6,449	13,184	23,356
BPS	5,930	13,941	15,996	20,133	28,799
DPS	227	450	450	450	450
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	108.1	37.9	112.1	55.5	27.9
PCR	70.8	21.8	385.1	19.3	10.9
PSR	7.3	1.6	3.1	2.1	1.2
PBR	20.9	6.6	15.9	12.6	8.8
EBITDA(십억원)	158.4	445.5	630.7	1,289.4	2,284.3
EV/EBITDA	72.4	21.8	43.0	22.2	13.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	24.3	15.2	25.4	37.3
EBITDA 이익률	10.7	8.3	7.8	10.9	11.1
부채비율	139.2	126.7	196.9	249.3	281.8
금융비용부담률	0.3	0.4	0.7	0.9	0.9
이자보상배율(x)	25.6	17.0	6.7	7.1	8.4
매출채권회전율(x)	9.1	9.5	8.2	8.6	8.9
재고자산회전율(x)	6.0	9.0	6.9	6.3	6.5

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 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	항후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

