

2021. 5. 4



▲ 전기전자/2차전지  
Analyst **주민우**  
02. 6454-4865  
minwoo.ju@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	240,000 원
현재주가 (5.4)	178,600 원
상승여력	34.4%
KOSDAQ	967.20pt
시가총액	38,434억원
발행주식수	2,192만주
유동주식비율	42.78%
외국인비중	7.21%
52주 최고/최저가	197,500원/71,100원
평균거래대금	312.5억원
<b>주요주주(%)</b>	
에코프로 외 11 인	53.38

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	6.4	32.1	151.2
상대주가	6.7	12.9	66.7

### 주가그래프



# 에코프로비엠 247540

## 1Q21 review: 역시 제일 잘한다

- ✓ 1Q21 매출액과 영업이익은 컨센서스 부합
- ✓ Non-IT항 재고조정을 EV와 ESS항 출하 증가로 만회
- ✓ 4Q20 메탈가격 상승에 의한 원가 상승에도 OPM 6.8% 기록(vs 경쟁사 Low single)
- ✓ 에코프로비엠 24년 18만톤, 25년 20만톤 계획에는 해외공장 반영 안되어 있음
- ✓ 반영 시 23년 이후 실적 눈높이 상향으로 이어질 것
- ✓ 수직계열화 완성되는 3Q21 이후 에코프로비엠의 원가경쟁력 더욱 강화될 전망

### 1Q21 review: 컨센서스에 부합하는 무난한 실적

1Q21 매출액(2,632억원)과 영업이익(178억원)은 컨센서스에 부합했다. Non-IT항 재고조정에 의한 출하량 감소를 EV와 ESS항 출하 증가로 상쇄했다. 4Q20 니켈, 코발트 등을 높은 가격에서 구매(원가↑)했음에도 1Q21 영업이익률은 6.8%를 기록하며 한자리 초반의 마진을 기록한 경쟁사들 대비 월등한 원가경쟁력을 보여줬다.

### 2Q21 Preview: 컨센 6% 상회 & 수직계열화 완성 & 해외진출 준비

2Q21 매출액(3,067억원)과 영업이익(220억원)은 컨센서스를 각각 4%, 6% 상회할 전망이다. 의미 있는 실적 성장은 Gen5 양산(초기 CAM5 Line3 대응)이 본격화되는 3Q21부터 나타날 것이다.

에코프로비엠은 궁극적으로 오창 3만톤, 포항 15만톤(현재 포항 3만톤), 유럽(검토중), 미국(검토중)에 양극재 생산능력을 갖추게 된다. 2020년 공개한 계획은 2025년 20만톤(풀가동 매출액 약 5조원)의 양극재 생산능력을 갖추는 것이었으나 이는 유럽과 미국 공장 증설 계획이 반영되어있지 않은 수치다. 구체적인 증설 계획이 발표되면 2023년 이후 실적에 대한 의미 있는 전망치 상향조정이 발생할 것이다.

성장성 외에도 원가경쟁력을 더욱 공고히 하기 위한 노력도 진행중이다. 에코프로비엠은 포항에서 양극재 일괄생산 체계(가스/리튬/전구체/리사이클 수직계열화)를 갖추는 작업을 진행중이다. 전세계 양극재 업체들 중 최초로 시도하는 일이다. 3Q21 에코프로CNG의 습식양산을 끝으로 일괄생산 체계가 완성되면 에코프로비엠의 원가경쟁력은 더욱 강화된다. 기술경쟁을 넘어 가격경쟁까지 해야 하는 양극업체들의 숙명을 감안시 원가경쟁력은 기술경쟁력보다 더 중요한 가치일 수 있다. 같은 영업이익, 같은 순이익이어도 에코프로비엠이 경쟁사 대비 멀티플을 더 인정 받아야 하는 이유다. 2022년 지배주주순이익을 7.7% 상향해 적정주가를 24만원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	589.2	50.3	36.9	2,345	흑전	10,213	0.0	0.0	0.0	26.7	189.3
2019	616.1	37.1	34.5	1,684	-28.2	18,083	33.8	3.2	20.1	13.0	75.7
2020	855.2	56.0	47.0	2,244	33.2	21,175	79.6	8.4	34.6	11.6	73.8
2021E	1,339.8	97.6	77.5	3,391	51.1	22,681	52.7	7.9	22.5	16.1	99.7
2022E	2,219.0	169.5	136.8	5,992	76.7	28,523	29.8	6.3	13.6	23.4	117.2

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	263.2	167.7	57.0%	247.4	6.4%	271.4	-3.0%	270.3	-2.6%
영업이익	17.8	8.8	102.2%	15.4	15.9%	17.9	-0.4%	18.1	-1.5%
세전이익	18.2	9.8	84.9%	11.0	65.8%	15.1	20.5%	18.4	-1.1%
지배주주 순이익	15.6	8.4	85.0%	10.9	43.0%	14.6	6.5%	15.8	-1.5%
영업이익률(%)	6.8%	5.3%		6.2%		6.6%		6.7%	
지배주주 순이익률(%)	5.9%	5.0%		4.4%		5.4%		5.8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

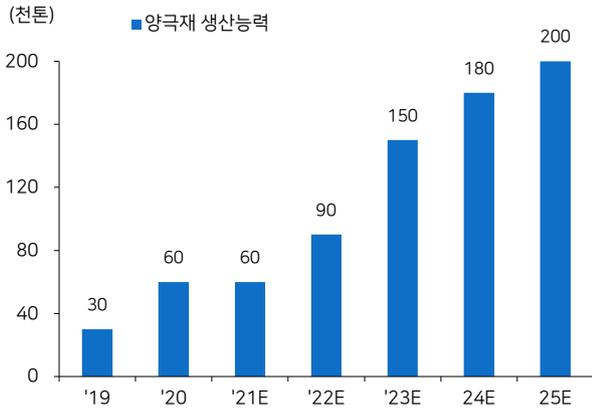
비교	New			Old			차이(%)		
	2Q21E	2021E	2022E	2Q21E	2021E	2022E	2Q21E	2021E	2022E
(십억원)									
매출액	306.7	1,339.8	2,219.0	293.8	1,327.3	2,182.5	4.4%	0.9%	1.7%
영업이익	22.0	97.6	169.5	20.2	92.4	158.0	9.0%	5.6%	7.3%
영업이익률 (%)	7.2%	7.3%	7.6%	6.9%	7.0%	7.2%			
세전이익	19.8	90.6	160.1	17.9	85.4	148.6	10.2%	6.1%	7.7%
순이익	16.9	77.5	136.8	15.3	73.0	127.0	10.2%	6.1%	7.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
환율(원)	1,194	1,221	1,187	1,118	1,110	1,108	1,095	1,085	1,180	1,100	1,071
<b>매출액</b>	<b>167.7</b>	<b>189.9</b>	<b>250.2</b>	<b>247.4</b>	<b>263.2</b>	<b>306.7</b>	<b>354.8</b>	<b>415.0</b>	<b>855.2</b>	<b>1,339.8</b>	<b>2,219.0</b>
(% QoQ)	13.8%	13.3%	31.7%	-1.1%	6.4%	16.5%	15.7%	17.0%			
(% YoY)	-7.2%	39.7%	64.5%	67.9%	57.0%	61.5%	41.8%	67.8%	38.8%	56.7%	65.6%
Non-IT	110.8	99.5	141.5	157.3	142.7	160.1	175.6	205.4	509.1	683.9	958.4
EV	47.0	77.6	98.2	86.0	104.1	128.8	159.7	186.8	308.8	579.4	1,143.0
ESS	7.0	11.9	9.7	1.8	15.2	16.3	17.7	20.8	30.4	70.0	111.0
기타	2.9	0.9	0.8	2.3	1.2	1.5	1.8	2.1	6.9	6.6	6.7
<b>영업이익</b>	<b>8.8</b>	<b>13.9</b>	<b>17.9</b>	<b>15.4</b>	<b>17.8</b>	<b>22.0</b>	<b>26.9</b>	<b>30.9</b>	<b>56.0</b>	<b>97.6</b>	<b>169.5</b>
(% QoQ)	441.1%	57.7%	28.5%	-13.9%	15.9%	23.2%	22.3%	15.0%			
(% YoY)	-39.4%	25.9%	81.4%	843.6%	102.2%	58.0%	50.5%	101.0%	51.0%	74.4%	73.6%
<b>영업이익률(%)</b>	<b>5.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.8%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.6%</b>
세전이익	9.8	12.1	15.2	11.0	18.2	19.8	24.0	28.6	48.1	90.6	160.1
지배주주 순이익	8.4	14.0	13.7	10.9	15.6	16.9	20.5	24.5	47.0	77.5	136.8
지배주주 순이익률(%)	5.0%	7.4%	5.5%	4.4%	5.9%	5.5%	5.8%	5.9%	5.5%	5.8%	6.2%

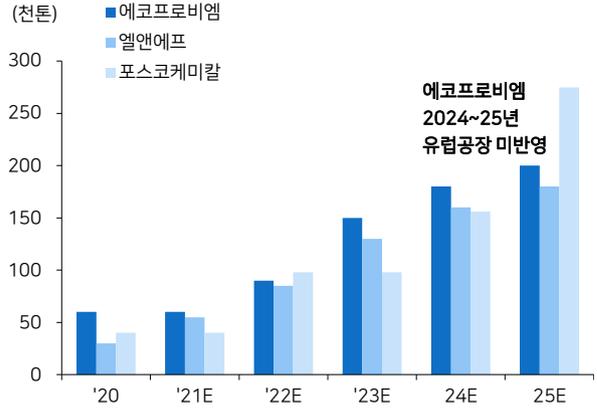
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 양극재 생산능력 추정 (2024~25년 유럽공장 미반영)



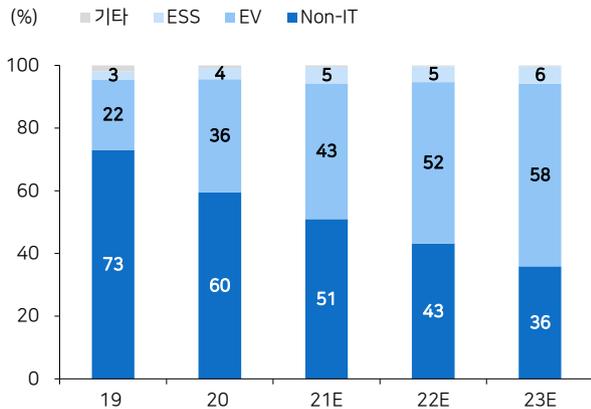
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 양극재 생산능력 경쟁사 비교



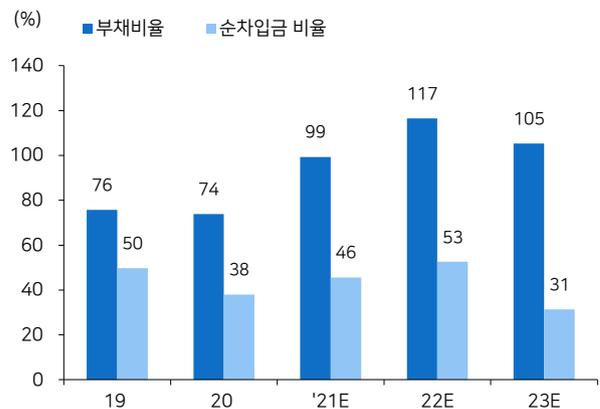
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 어플리케이션별 매출 비중 추정



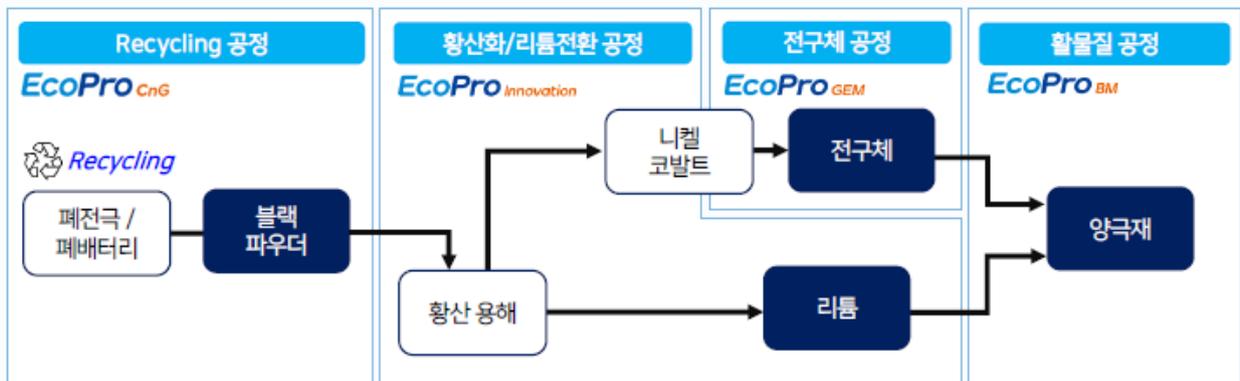
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 부채비율/순차입금 비율 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 양극재 제조 수직계열화



자료: 에코프로비엠, 메리츠증권 리서치센터

**표4 밸류에이션 테이블**

	2019	2020	2021E	2022E
<b>주가 (원)</b>				
High	74,500	175,000		
Low	44,550	50,000		
Average	56,973	113,840		
<b>확정치 기준 PER (배)</b>				
High	44.2	78.0		
Low	26.5	22.3		
Average	33.8	50.7		
EPS (원)	1,684	2,244	3,391	5,992
EPS Growth (%)	-28.2	33.2	51.1	76.7
<b>컨센서스 기준 PER (배)</b>				
High	39.6	74.6		
Low	23.7	21.3		
Average	30.3	48.5		
EPS (원)	1,881	2,346	3,643	5,707
EPS growth (%)	-20.1	24.7	55.3	56.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

**표5 에코프로비엠 적정주가 산정표**

(원)	2022E	비고
EPS	5,992	2022E EPS
적정배수 (배)	40.0	2019~2020년 평균 멀티플
적정가치	239,718	
<b>적정주가</b>	<b>240,000</b>	
현재주가	178,600	
상승여력 (%)	34.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	589.2	616.1	855.2	1,339.8	2,219.0
매출액증가율 (%)	103.3	4.6	38.8	56.7	65.6
매출원가	509.6	543.0	749.2	1,161.9	1,917.9
매출총이익	79.6	73.1	106.0	177.9	301.1
판매관리비	29.3	36.0	50.1	80.4	131.6
<b>영업이익</b>	<b>50.3</b>	<b>37.1</b>	<b>56.0</b>	<b>97.6</b>	<b>169.5</b>
영업이익률	8.5	6.0	6.5	7.3	7.6
금융손익	-7.3	-4.7	-4.3	-5.9	-8.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-4.0	-3.0	-1.1	-1.1
세전계속사업이익	42.9	28.3	48.1	90.6	160.1
법인세비용	6.0	-6.1	1.1	13.1	23.2
<b>당기순이익</b>	<b>36.9</b>	<b>34.5</b>	<b>47.0</b>	<b>77.5</b>	<b>136.8</b>
지배주주지분 순이익	36.9	34.5	47.0	77.5	136.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>23.8</b>	<b>12.8</b>	<b>127.0</b>	<b>159.7</b>	<b>241.2</b>
당기순이익(손실)	36.9	0.0	0.0	77.5	136.8
유형자산상각비	20.5	26.7	34.2	45.5	76.9
무형자산상각비	2.0	2.4	2.6	2.9	3.1
운전자본의 증감	-29.1	-29.1	-2.6	13.9	-9.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-73.0</b>	<b>-182.3</b>	<b>-106.8</b>	<b>-243.0</b>	<b>-299.3</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-72.8	-181.8	-74.9	-169.9	-226.2
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	-36.4	-73.4	-73.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>44.9</b>	<b>180.1</b>	<b>-14.9</b>	<b>55.2</b>	<b>99.8</b>
차입금의 증감	43.5	13.9	-11.1	85.0	129.8
자본의 증가	9.8	175.6	4.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.2	10.6	4.7	14.3	21.0
기초현금	13.8	9.6	20.1	24.8	39.1
기말현금	9.6	20.1	24.8	39.1	60.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	211.6	245.5	270.1	345.4	465.1
현금및현금성자산	9.6	20.1	24.8	39.1	60.1
매출채권	49.3	56.9	79.2	125.9	188.4
재고자산	138.7	158.9	156.8	159.1	187.9
비유동자산	252.8	404.9	501.2	689.0	949.5
유형자산	233.1	376.7	407.8	532.1	681.4
무형자산	14.0	14.1	13.3	17.4	21.0
투자자산	0.4	0.4	36.2	109.7	183.1
<b>자산총계</b>	<b>464.5</b>	<b>650.4</b>	<b>771.3</b>	<b>1,034.4</b>	<b>1,414.6</b>
유동부채	206.1	137.9	185.4	310.3	420.5
매입채무	58.8	25.4	68.7	114.2	178.6
단기차입금	80.2	55.7	60.0	65.0	70.0
유동성장기부채	18.4	16.3	8.9	34.1	34.1
비유동부채	97.8	142.3	142.2	206.1	342.7
사채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	89.9	132.3	124.3	179.1	303.9
<b>부채총계</b>	<b>303.9</b>	<b>280.2</b>	<b>327.6</b>	<b>516.4</b>	<b>763.2</b>
자본금	8.1	10.3	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	95.6	269.4	274.5	274.5	274.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	55.7	93.0	135.8	210.1	343.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>160.6</b>	<b>370.2</b>	<b>443.7</b>	<b>518.0</b>	<b>651.4</b>

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	37,481	29,971	40,656	58,457	96,817
EPS(지배주주)	2,345	1,684	2,244	3,391	5,992
CFPS	-270	513	223	623	915
EBITDAPS	2,762	3,222	4,413	6,370	10,888
BPS	10,213	18,083	21,175	22,681	28,523
DPS	0	150	150	150	150
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	33.8	79.6	52.7	29.8
PCR	0.0	348.0	799.3	286.6	195.2
PSR	0.0	1.9	4.4	3.1	1.8
PBR	0.0	3.2	8.4	7.9	6.3
EBITDA	43	66	93	146	250
EV/EBITDA	0.0	20.1	34.6	22.5	13.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	26.7	13.0	11.6	16.1	23.4
EBITDA 이익률	84.9	52.1	50.7	53.1	54.8
부채비율	189.3	75.7	73.8	99.7	117.2
금융비용부담률	1.1	0.6	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	7.8	8.3	13.1	19.3	21.8
매출채권회전율(x)	23.9	11.6	12.6	13.1	14.1
재고자산회전율(x)	5.1	3.6	4.7	7.4	11.1

**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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.03	기업분석	Buy	87,000	주민우	-29.1	-23.0	
2019.06.20	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-28.4	-18.4	
2019.09.17	기업브리프	Buy	72,000	주민우	-30.6	-26.0	
2019.10.18	기업브리프	Buy	68,000	주민우	-26.5	-23.1	
2019.11.05	산업분석	Buy	63,000	주민우	-16.7	5.4	
2020.02.06	기업브리프	Buy	100,000	주민우	-22.9	13.5	
2020.05.26	기업브리프	Buy	150,000	주민우	-18.7	-11.1	
2020.07.06	기업브리프	Buy	170,000	주민우	-20.7	-18.9	
2020.07.21	기업브리프	Buy	200,000	주민우	-26.6	-6.4	
2021.01.06	기업브리프	Buy	225,000	주민우	-21.3	-12.2	
2021.05.04	기업브리프	Buy	240,000	주민우	-	-	