



△ 전기전자/2차전지

Analyst 주민우

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	385,000 원
현재주가 (7.14)	244,600 원
상승여력	57.4%
KOSDAQ	1,044.98pt
시가총액	53,615억원
발행주식수	2,192만주
유동주식비율	45.11%
외국인비중	11.06%
52주 최고/최저가	244,600원/114,000원
평균거래대금	403.0억원
주요주주(%)	
에코프로 외 11 인	51.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	29.2	23.8	83.5
상대주가	23.3	16.2	36.7

주가그래프**에코프로비엠 247540****실적이 폭발한다**

- ✓ 2Q21 호실적을 넘어 3Q21부터 상장 이후 최대 마진 시현 전망
- ✓ 양극재 일괄생산 체계(가스/리튬/전구체/리사이클)의 완성이 숫자로 나타나기 시작
- ✓ 고객사 증설 스케줄이 빨라지며 실적 전망치 상향 조정 불가피
- ✓ 2022년, 2023년 영업이익 추정치 각각 27%, 49% 상향 조정
- ✓ 2022년, 2023년 영업이익은 컨센서스를 각각 45%, 59% 상회할 전망
- ✓ 추정치 상향조정을 반영해 적정주가 385,000원으로 상향

2021년 실적 전망: 3Q21부터 가보지 않은 길 간다

2Q21 영업이익은 264억원으로 컨센서스(216억원)를 22% 상회하는 호실적이 예상되지만, 당사는 3Q21 수익성에 더 주목한다. 3Q21 마진은 9.2%로 에코프로비엠 상장 이후 최대 마진을 기록하며 영업이익 361억원을 달성할 전망이다. 이는 컨센서스를 39% 뛰어넘는 수준이다. 이는 당사가 지속적으로 강조해온 CAM5 양극재 일괄생산 체계(가스/리튬/전구체/리사이클)의 완성이 숫자로 나타나고 있는 것이다. 앞으로 신규 증설하는 모든 공장에는 일괄생산 체계가 적용된다. 여타 양극업체들과는 비교가 불가능한 원가 경쟁력이다.

2022년, 2023년 영업이익 추정치 각각 27%, 49% 상향조정

2022년 매출액은 2,46조원으로 컨센서스(2,03조원)를 21% 상회, 영업이익은 2,189억원으로 컨센서스(1,510억원)를 45% 상회할 전망이다.

2023년 매출액은 4,02조원으로 컨센서스(2,91조원)를 38% 상회, 영업이익은 3,585억원으로 컨센서스(2,250억원)를 59% 상회할 전망이다.

폭발적인 실적 성장의 이유는 SK이노베이션과 삼성SDI의 증설 속도가 빨라지고 있기 때문이다. 에코프로비엠 양극재 생산능력은 21년 말 6만톤, 22년 말 9만톤, 23년 말 15만톤, 24년 말 23만톤(유럽 투자 반영)으로 24년 캐파를 제외하면 23년 까지는 종전 추정과 같다. 해당 캐파에서 출하되는 출하량 전망을 상향(23년 9.9만톤→13.5만톤) 조정했고, 수익성 전망(8.2%→8.9%)도 상향 조정한 결과다.

22년과 23년 영업이익 추정치를 각각 27%, 49% 상향조정해 적정주가를 385,000원으로 상향한다. 2022~23년 평균 EPS에 2019~20년 평균 멀티플 39배를 적용했다. 현 주가는 23년 EPS 기준 PER 19배, 2024년 기준 13배 수준이다. 최근 주가가 가파르게 상승했으나, 실적 개선속도가 더 가파르게 진행되고 있어 벌류에이션 부담은 낮은 상황이다. 23년 기준 국내 양극재 업체 중 가장 저평가된 업체가 됐다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	109.0	11.6	34.6	11.6	73.8
2021E	1,457.5	124.1	92.7	4,057	80.8	22,937	60.3	10.7	18.7	19.2	108.9
2022E	2,466.3	218.9	169.5	7,422	82.9	30,208	33.0	8.1	11.3	27.9	116.4
2023E	4,021.8	358.5	283.8	12,426	67.4	42,634	19.7	5.7	7.4	34.1	108.8

표1 에코프로비엠 2Q21 Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	310.0	189.9	63.2%	263.2	17.8%	298.0	4.0%
영업이익	26.4	13.9	89.7%	18.9	39.6%	21.6	22.2%
세전이익	23.4	12.1	93.2%	17.8	31.9%	20.4	14.9%
지배주주 순이익	19.2	14.0	37.3%	14.3	34.1%	17.8	8.0%
영업이익률(%)	8.5%	7.3%		7.2%		7.2%	
지배주주 순이익률(%)	6.2%	7.4%		5.4%		6.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 에코프로비엠 실적 추정치 변경

비교	New			Old			차이(%)		
	3Q21E	2022E	2023E	3Q21E	2022E	2023E	3Q21E	2022E	2023E
매출액	392.7	2,466.3	4,021.8	359.2	2,213.4	2,923.4	9.3%	11.4%	37.6%
영업이익	36.1	218.9	358.5	27.1	171.3	239.7	33.3%	27.8%	49.6%
영업이익률 (%)	9.2%	8.9%	8.9%	7.5%	7.7%	8.2%			
세전이익	32.5	206.7	346.1	24.3	161.7	230.0	33.8%	27.8%	50.5%
순이익	26.7	169.5	283.8	20.8	138.3	196.7	28.2%	22.6%	44.3%

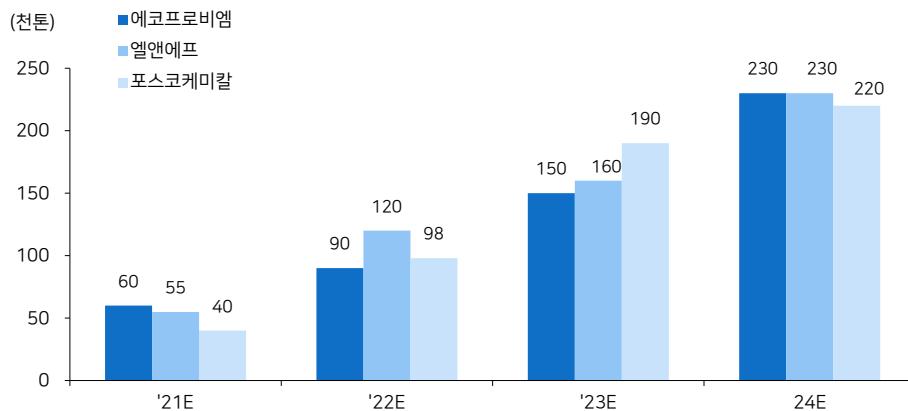
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 에코프로비엠 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
환율(원)	1,114	1,120	1,100	1,090	1,075	1,065	1,065	1,065	1,106	1,068	1,065
매출액	263.2	310.0	392.7	491.3	533.1	572.2	639.8	721.0	1,457.3	2,466.3	4,021.8
(% QoQ)	6.4%	17.8%	26.7%	25.1%	8.5%	7.3%	11.8%	12.7%			
(% YoY)	57.0%	63.2%	57.0%	98.6%	102.6%	84.6%	62.9%	46.8%	70.4%	69.2%	63.1%
영업이익	18.9	26.4	36.1	42.7	45.6	50.8	58.6	63.9	124.1	218.9	358.5
(% QoQ)	22.9%	39.6%	36.9%	18.1%	6.9%	11.3%	15.4%	9.1%			
(% YoY)	114.3%	89.7%	102.2%	177.5%	141.3%	92.4%	62.1%	49.8%	121.7%	76.4%	63.8%
영업이익률(%)	7.2%	8.5%	9.2%	8.7%	8.6%	8.9%	9.2%	8.9%	8.5%	8.9%	8.9%
세전이익	17.8	23.4	32.5	39.6	43.7	47.5	54.7	60.9	113.3	206.7	346.1
지배주주 순이익	14.3	19.2	26.7	32.5	35.8	38.9	44.9	49.9	92.7	169.5	283.8
지배주주 순이익률(%)	5.4%	6.2%	6.8%	6.6%	6.7%	6.8%	7.0%	6.9%	6.4%	6.9%	7.1%

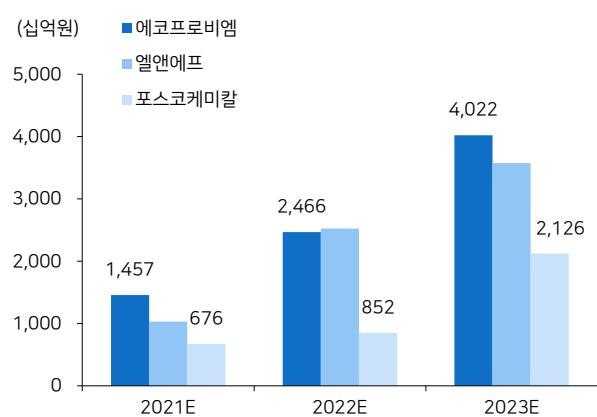
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 국내 양극재 3사 생산능력 비교 (연말기준)



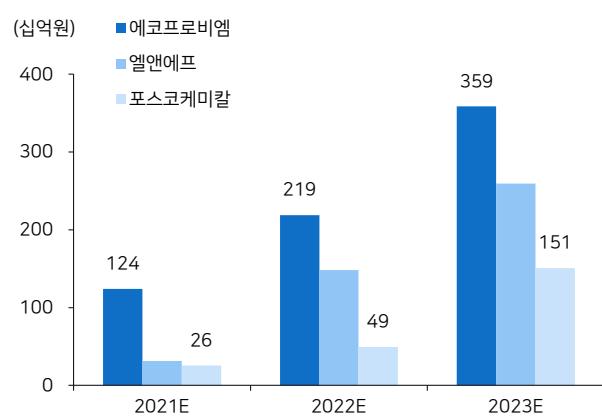
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 양극재 3사 매출액 비교



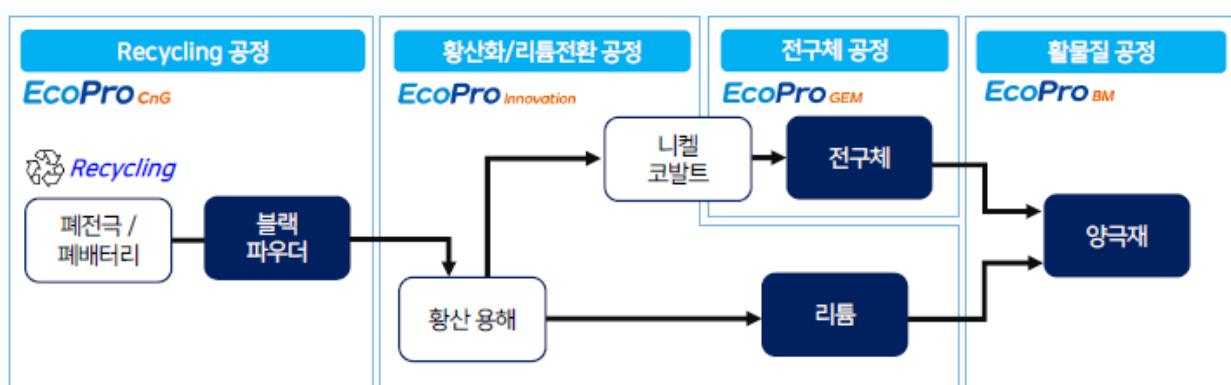
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 양극재 3사 영업이익 비교 (3사간 수익성 격차 커)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 양극재 제조 수직계열화



자료: 에코프로비엠, 메리츠증권 리서치센터

표4 밸류에이션 테이블

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주가 (원)					
High	74,500	175,000	244,600		
Low	44,550	50,000	153,100		
Average	56,973	113,840	182,986		
확정치 기준 PER (배)					
High	44.2	78.0	60.3		
Low	26.5	22.3	37.7		
Average	33.8	50.7	45.1		
EPS (원)	1,684	2,244	4,057	7,422	12,426
EPS Growth (%)	-28.2	33.2	80.8	82.9	67.4
컨센서스 기준 PER (배)					
High	39.6	74.6	69.1		
Low	23.7	21.3	43.2		
Average	30.3	48.5	51.7		
EPS (원)	1,881	2,346	3,540	5,511	7,833
EPS growth (%)	-20.1	24.7	50.9	55.7	42.1

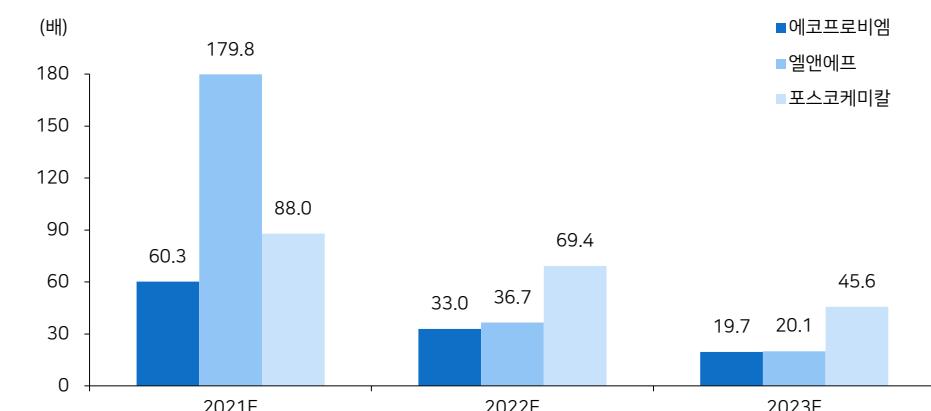
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 에코프로비엠 적정주가 산정표

(원)	2022/23E	비고
EPS	9,924	2022~23년 EPS 평균
적정배수 (배)	39.0	2019~2020년 평균 멀티플
적정가치	387,103	
적정주가	385,000	
현재주가	244,600	
상승여력 (%)	57.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 양극재 3사 PER 비교 (메리츠 추정치 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	616.1	855.2	1,457.5	2,466.3	4,021.8
매출액증가율 (%)	4.6	38.8	70.4	69.2	63.1
매출원가	543.0	749.2	1,245.4	2,100.9	3,434.5
매출총이익	73.1	106.0	212.1	365.4	587.3
판매관리비	36.0	50.1	88.0	146.5	228.8
영업이익	37.1	56.0	124.1	218.9	358.5
영업이익률	6.0	6.5	8.5	8.9	8.9
금융손익	-4.7	-4.3	-7.9	-9.3	-9.6
증속/관계기업손익	0.0	-0.6	-2.1	-2.1	-2.1
기타영업외손익	-4.0	-3.0	-0.8	-0.8	-0.8
세전계속사업이익	28.3	48.1	113.3	206.7	346.1
법인세비용	-6.1	1.1	20.6	37.2	62.3
당기순이익	34.5	47.0	92.7	169.5	283.8
지배주주지분 순이익	34.5	47.0	92.7	169.5	283.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	12.8	127.0	66.1	42.1	17.7
당기순이익(손실)	0.0	0.0	92.7	169.5	283.8
유형자산상각비	26.7	34.2	44.9	72.7	89.4
무형자산상각비	2.4	2.6	2.9	3.1	3.5
운전자본의 증감	-29.1	-2.6	-9.1	-122.8	-232.8
투자활동 현금흐름	-182.3	-106.8	-172.2	-228.5	-167.6
유형자산의증가(CAPEX)	-181.8	-74.9	-169.9	-226.2	-165.3
투자자산의감소(증가)	0.0	-36.4	-1.7	-1.7	-1.7
재무활동 현금흐름	180.1	-14.9	46.2	66.8	-51.1
차입금의 증감	13.9	-11.1	96.8	117.7	-0.2
자본의 증가	175.6	4.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.6	4.7	90.5	-4.8	9.3
기초현금	9.6	20.1	24.8	115.3	110.4
기말현금	20.1	24.8	115.3	110.4	119.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	245.5	270.1	507.3	713.1	1,144.7
현금및현금성자산	20.1	24.8	115.3	110.4	119.8
매출채권	56.9	79.2	149.0	210.4	349.2
재고자산	158.9	156.8	217.8	360.3	619.5
비유동자산	404.9	501.2	586.9	779.7	888.5
유형자산	376.7	407.8	512.6	666.1	742.0
무형자산	14.1	13.3	3.4	7.0	11.0
투자자산	0.4	36.2	35.5	35.1	35.1
자산총계	650.4	771.3	1,094.2	1,492.8	2,033.2
유동부채	137.9	185.4	363.2	457.3	670.1
매입채무	25.4	68.7	135.1	199.3	323.7
단기차입금	55.7	60.0	79.1	70.0	75.0
유동성장기부채	16.3	8.9	34.1	34.1	8.9
비유동부채	142.3	142.2	207.1	345.6	389.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	132.3	124.3	176.9	303.7	323.7
부채총계	280.2	327.6	570.4	802.9	1,059.5
자본금	10.3	10.5	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	269.4	274.5	274.5	274.5	274.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	93.0	135.8	215.9	382.0	665.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	370.2	443.7	523.8	689.9	973.7

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	29,971	40,656	63,592	107,604	175,473
EPS(지배주주)	1,684	2,244	4,057	7,422	12,426
CFPS	513	223	3,948	-211	407
EBITDAPS	3,222	4,413	7,498	12,860	19,694
BPS	18,083	21,175	22,937	30,208	42,634
DPS	150	150	150	150	150
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Valuation(Multiple))					
PER	33.8	109.0	60.3	33.0	19.7
PCR	476.6	1094.7	62.0	-1156.7	600.4
PSR	1.9	6.0	3.8	2.3	1.4
PBR	3.2	11.6	10.7	8.1	5.7
EBITDA	66	93	172	295	451
EV/EBITDA	20.1	34.6	18.7	11.3	7.4
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	13.0	11.6	19.2	27.9	34.1
EBITDA 이익률	52.1	50.7	53.9	57.5	62.9
부채비율	75.7	73.8	108.9	116.4	108.8
금융비용부담률	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(X)	8.3	13.1	24.0	27.7	34.9
매출채권회전율(X)	11.6	12.6	12.8	13.7	14.4
재고자산회전율(X)	3.6	4.7	6.6	7.3	7.0

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

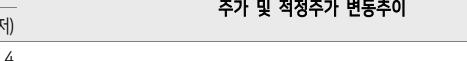
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.07.16	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-29.4	-18.4	520,000	
2019.09.17	기업브리프	Buy	72,000	주민우	-30.6	-26.0	390,000	
2019.10.18	기업브리프	Buy	68,000	주민우	-26.5	-23.1	260,000	
2019.11.05	산업분석	Buy	63,000	주민우	-16.7	5.4	130,000	
2020.02.06	기업브리프	Buy	100,000	주민우	-22.9	13.5	0	
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	-19.5	1.9		
2021.07.15	기업브리프	Buy	385,000	주민우	-	-		

