2022. 8. 4

에코프로비엠 247540

양극재 기업들의 P 상승 Rally 유효

▲ 이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

- ✓ 2Q22 매출액 1.1조원, 영업이익 1,029억 달성: Q증가, P상승 효과
- ✓ 2022년 연간 추정치 상향: 매출액 5.2조원, 영업이익 4,162억원
  연말까지 판매단가 상승기조 유효, 외형성장 또한 유지
- ✓ 최대 고객사 SK On은 2022년 구조적 성장 Story가 시현되는 시점
  SK On은 소재 외부조달 계획에 변함없어, 동사에 대한 양극재 의존도 심화 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 18만원으로 상향 제시

Buy

적정주가 (12 개월)	**180,000 원**
현재주가 (8.3)	**127,500 원**
상승여력	**41.2%**
KOSDAQ	815.36pt
시가총액	124,697억원
발행주식수	9,780만주
유동주식비율	45.28%
외국인비중	10.75%
52주 최고/최저가	140,219원/70,764원
평균거래대금	1,209.8억원
주요주주(%)	
에코프로 외 15 인	51.67

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.4	52.2	76.2
상대주가	5.0	66.5	124.0

주가그래프

2Q22 Review Highlight: 판매량 및 판가단가 Rally

동사의 매출액 1.1조원, 영업이익 1,029억원을 달성, 매분기 성장기조를 시현 중이다. 당분기 시장 예상치를 상회했던 배경은 메탈가격 강세(리튬 +46% YTD)/판매단가 상승(+86% YTD)으로 수익성 개선, 또한 화재로 가동이 중단된 CAM4 설비 재가동/CAM6 신규 가동으로 판매량도 증가한 점이다. 2022년 연간 매출액은 5.2조원, 영업이익 4,162억원으로 기존 추정대비 상향 제시한다. (1) 판매물량 증가를 예상: 연초 화재 사건으로 가동중단된 CAM4 재가동, CAM6-7 양산 효과, (2) 분기별 판매단가 상승세 유지: 22.7월 국내 NCM 평균 수출단가는 +9.8% MoM 상승, Upstream의 타이트한 공급여건으로 메탈가격 강보합세를 예상하여 동사의 양극재 판매단가 하락반전 여지는 적다는 판단이다.

고객사 SK On의 구조적 성장 Story 현재 진행형: 양극재 의존도 심화

주력 고객사의 SK On의 외형성장 속도에 맞춰 동사의 구조적 성장 Story에 확신을 얻을 수 있다. Non-Tesla 주요 OEM들을 고객사로 보유한 SK On은 22년 기점으로 구조적 외형성장이 시현되겠다. SK On의 25년 생산Capa는 250Gw(Ford JV 터키투자 확정 시)가 예상된다. 향후 4년 연평균 생산Capa 증가율은 +27%, 동기간 양극재 수요 증가량은 +34%이다. SK On의 원재료 조달 전략은 기존 벤더들과의 파트너쉽 강화이다. 고객사의 미국/유럽/중국 거점별 투자 전략에 맞춰 동사는 해외 투자 의사결정이 가시화되고 있는 점이 추가 성장 모멘텀이다.

투자의견 Buy, 유무상 증자 반영한 적정주가 18만원

하이니켈 양극재 공급 쇼티지 국면에서 구조적 외형성장을 시현하는 동사에 투자의견 Buy를 유지한다. 적정 시가총액은 기존 대비 +13% 상향한 17.2조원 (적용 EV/EBITDA 멀티플 17배)이며, 적정주가 18만원을 제시한다.

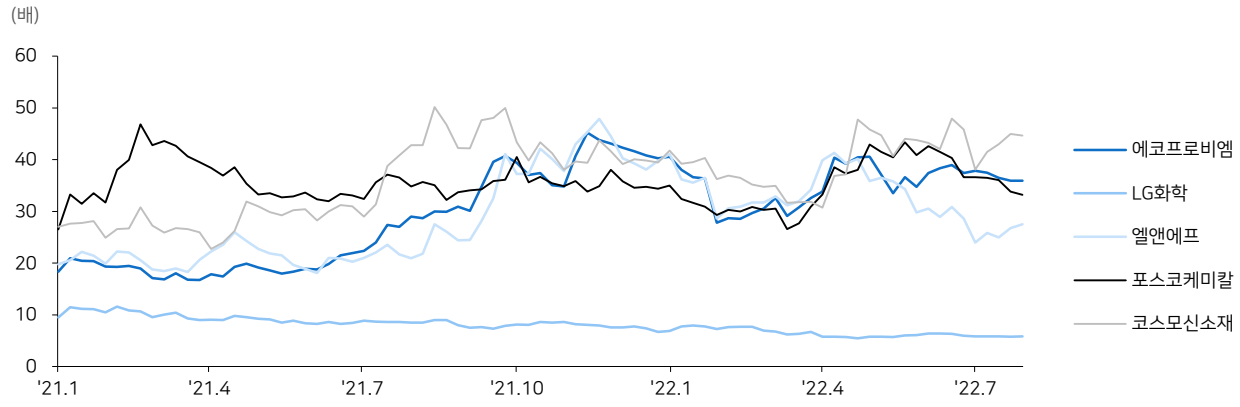
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	854.8	54.8	46.9	554		5,195	75.9	8.1	40.8	10.6	71.0
2021	1,485.6	115.0	100.8	1,145	101.7	5,930	108.1	20.9	72.4	20.3	139.2
2022E	5,215.0	416.3	323.0	3,382	213.1	13,872	37.7	9.2	25.6	33.9	179.8
2023E	9,595.4	744.6	542.8	5,550	66.8	19,196	23.0	6.6	15.8	33.6	191.1
2024E	12,348.7	929.0	677.1	6,924	24.4	25,893	18.4	4.9	12.9	30.7	183.4

표1 에코프로비엠 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	**662.5**	**1,187.1**	**1,531.5**	**1,833.9**	**2,066.1**	**2,387.3**	**2,465.7**	**2,676.3**	**5,215.0**	**9,595.4**	**12,348.7**
Non-IT	280.1	535.8	596.8	661.8	775.4	878.7	817.8	856.1	2,074.5	3,328.1	3,364.5
EV	348.1	587.5	868.7	1,092.3	1,201.3	1,404.9	1,541.0	1,704.1	2,896.6	5,851.3	8,448.7
ESS	28.0	52.5	66.0	79.8	89.5	103.6	106.9	116.1	226.3	416.0	535.5
기타	6.3	11.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.6	0.0	0.0
영업이익	**41.1**	**102.9**	**125.6**	**146.7**	**161.2**	**186.2**	**189.9**	**207.4**	**416.2**	**744.6**	**929.0**
%OP	*6.2%*	*8.7%*	*8.2%*	*8.0%*	*7.8%*	*7.8%*	*7.7%*	*7.8%*	*8.0%*	*7.8%*	*7.5%*
세전이익	**35.8**	**89.7**	**121.3**	**142.0**	**155.7**	**179.9**	**183.2**	**200.5**	**388.8**	**719.3**	**896.4**
순이익(지배주주)	**26.1**	**76.0**	**98.1**	**123.4**	**116.5**	**130.9**	**139.3**	**156.2**	**323.5**	**542.8**	**677.1**
%YoY											
매출액	151.7	282.4	275.3	263.9	211.9	101.1	61.0	45.9	251.0	84.0	28.7
영업이익	130.3	254.3	208.7	434.1	292.5	81.0	51.2	41.4	261.9	78.9	24.8
세전이익	107.4	215.3	182.0	452.5	335.0	100.6	51.0	41.2	239.8	85.0	24.6
순이익(지배주주)	84.0	245.2	199.3	286.9	346.8	72.3	42.0	26.6	220.8	67.8	24.7
%QoQ											
매출액	31.5	79.2	29.0	19.7	12.7	15.5	3.3	8.5			
영업이익	49.5	150.6	22.1	16.8	9.8	15.5	2.0	9.2			
세전이익	39.2	150.6	35.3	17.1	9.6	15.6	1.8	9.5			
순이익(지배주주)	-18.3	191.4	29.1	25.8	-5.6	12.4	6.4	12.1			

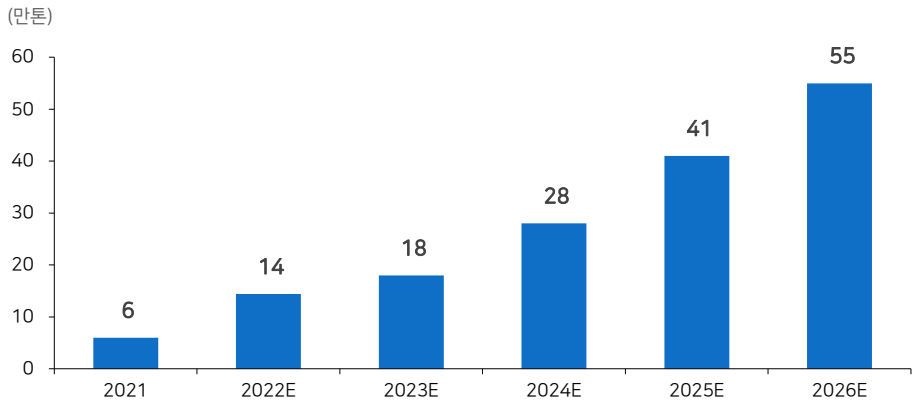
자료: 에코프로비엠, 메리츠증권 리서치센터

그림1 주요 양극재 생산 기업 EV/EBITDA 추이



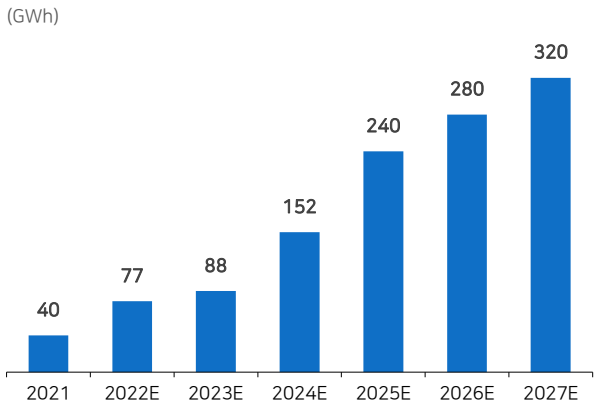
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 에코프로비엠 양극재 생산 Capa 전망



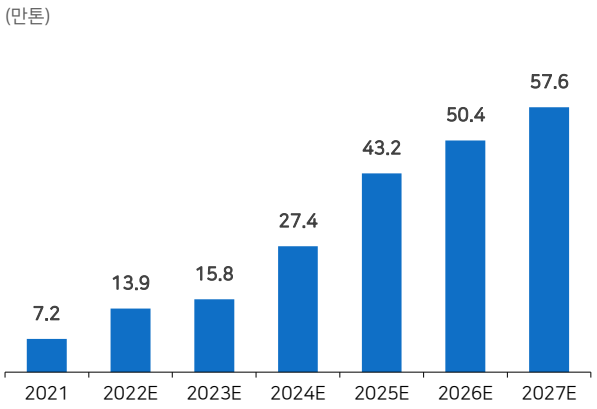
자료: 에코프로비엠, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK On의 배터리 생산 Capa 전망



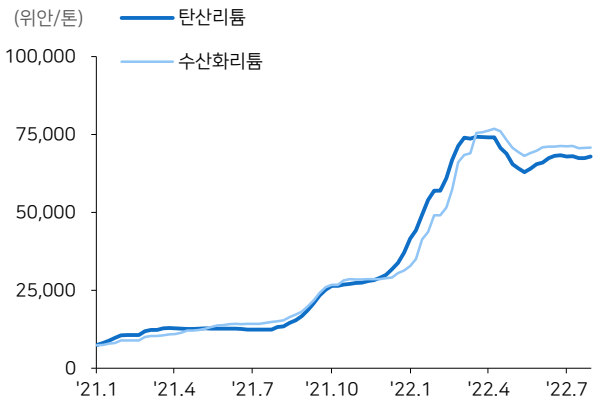
자료: SK이노베이션, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK On의 필요 양극재 전망



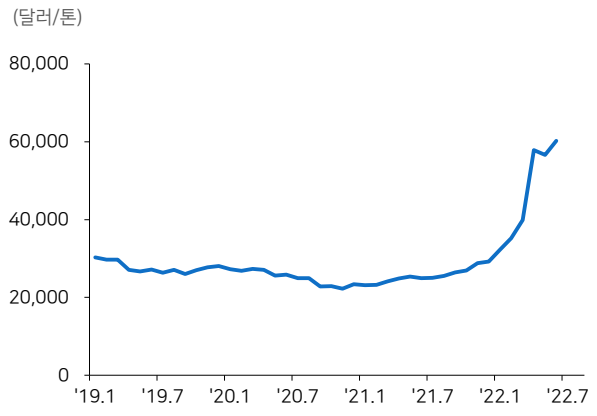
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 에코프로비엠 양극재 수출 단가



자료: Bandtrass, 메리츠증권 리서치센터
주: 6월 기준

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**854.8**	**1,485.6**	**5,215.0**	**9,595.4**	**12,348.7**
매출액증가율 (%)		73.8	251.0	84.0	28.7
매출원가	749.2	1,295.5	4,655.9	8,558.4	11,018.1
매출총이익	105.6	190.1	559.0	1,037.0	1,330.6
판매관리비	50.8	75.1	168.4	310.0	399.2
영업이익	**54.8**	**115.0**	**416.3**	**744.6**	**929.0**
영업이익률	6.4	7.7	7.5	7.6	7.5
금융손익	-4.2	-4.3	-23.6	-25.4	-32.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.0	3.7	-4.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	47.6	114.4	388.2	719.3	896.5
법인세비용	1.0	16.6	56.1	151.9	190.7
당기순이익	**46.7**	**97.8**	**332.1**	**567.3**	**705.8**
지배주주지분 순이익	46.9	100.8	323.0	542.8	677.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**125.0**	**-100.9**	**-647.6**	**56.3**	**365.5**
당기순이익(손실)	46.7	97.8	332.1	567.3	705.8
유형자산상각비	34.3	40.6	106.9	117.3	135.0
무형자산상각비	2.6	2.8	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	29.8	-267.4	-904.8	-653.7	-507.8
투자활동 현금흐름	**-94.4**	**-237.3**	**-241.6**	**-246.3**	**-312.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-98.4	-236.0	-241.4	-250.0	-320.0
투자자산의감소(증가)	-1.3	-0.7	-1.8	-1.2	-0.9
재무활동 현금흐름	**9.1**	**383.6**	**1,224.2**	**558.7**	**577.4**
차입금의 증감	197.0	356.2	723.1	611.1	640.9
자본의 증가	285.0	19.4	524.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.1	45.4	335.1	368.7	630.7
기초현금	20.1	59.2	104.7	439.7	808.4
기말현금	59.2	104.7	439.7	808.4	1,439.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	304.8	739.1	3,154.7	4,769.1	6,367.5
현금및현금성자산	59.2	104.7	439.7	808.4	1,439.2
매출채권	79.2	247.4	1,070.8	1,562.7	1,944.8
재고자산	156.8	339.4	1,448.1	2,113.3	2,630.1
비유동자산	494.2	686.7	836.5	970.4	1,156.3
유형자산	436.0	638.9	786.5	919.3	1,104.3
무형자산	13.3	12.1	12.9	12.9	12.9
투자자산	1.3	1.9	3.7	4.9	5.8
자산총계	**799.0**	**1,425.9**	**3,991.2**	**5,739.5**	**7,523.9**
유동부채	189.0	612.9	1,953.5	2,720.9	3,393.9
매입채무	68.7	142.3	758.4	1,106.8	1,377.5
단기차입금	60.0	265.0	648.2	858.2	1,098.2
유동성장기부채	8.9	91.9	92.0	92.0	92.0
비유동부채	142.7	216.8	611.5	1,047.2	1,475.0
사채	0.0	0.0	150.0	250.0	350.0
장기차입금	124.3	193.5	381.7	681.7	981.7
부채총계	**331.7**	**829.7**	**2,565.0**	**3,768.1**	**4,868.9**
자본금	10.5	11.5	11.5	11.5	11.5
자본잉여금	274.5	292.9	816.9	816.9	816.9
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	135.7	224.0	505.0	1,025.7	1,680.6
비지배주주지분	23.7	44.5	69.5	94.0	122.7
자본총계	**467.3**	**596.2**	**1,426.3**	**1,971.4**	**2,655.0**

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	10,087	16,872	54,600	98,111	126,263
EPS(지배주주)	554	1,145	3,382	5,550	6,924
CFPS	1,118	1,747	3,249	8,813	10,879
EBITDAPS	1,082	1,799	5,477	8,813	10,879
BPS	5,195	5,930	13,872	19,196	25,893
DPS	111	227	227	227	227
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	75.9	108.1	37.7	23.0	18.4
PCR	37.6	70.8	39.2	14.5	11.7
PSR	4.2	7.3	2.3	1.3	1.0
PBR	8.1	20.9	9.2	6.6	4.9
EBITDA	91.7	158.4	523.1	861.9	1,064.0
EV/EBITDA	40.8	72.4	25.6	15.8	12.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	20.3	33.9	33.6	30.7
EBITDA 이익률	10.7	10.7	10.0	9.0	8.6
부채비율	71.0	139.2	179.8	191.1	183.4
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	12.9	25.6	23.2	24.6	22.5
매출채권회전율(x)	10.8	9.1	7.9	7.3	7.0
재고자산회전율(x)	5.5	6.0	5.8	5.4	5.2

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 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)	

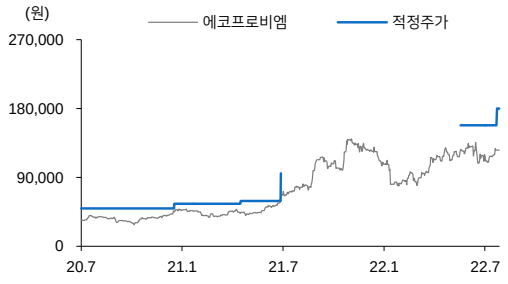
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 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 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.07.21	기업브리프	Buy	49,417	주민우	-26.6	-6.4
2021.01.06	기업브리프	Buy	55,594	주민우	-21.3	-12.2
2021.05.04	기업브리프	Buy	59,300	주민우	-19.5	1.9
2021.07.15	기업브리프	Buy	95,127	주민우	-28.3	-24.8
2021.07.30				Univ Out		
2022.05.31	산업분석	Buy	157,943	노우호	-23.3	-14.0
2022.08.04	기업브리프	Buy	180,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이