

2023. 8. 4



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

Hold (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 360,000 원
현재주가 (8.3) 390,000 원
상승여력 -7.7%

KOSDAQ	920.32pt
시가총액	381,425억원
발행주식수	9,780만주
유동주식비율	47.43%
외국인비중	10.49%
52주 최고/최저가	462,000원/88,100원
평균거래대금	6,430.2억원

주요주주(%)
에코프로 외 12 인 51.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	48.0	241.8	205.9
상대주가	43.0	184.8	171.0

주가그래프



에코프로비엠 247540

2030년 양극재 시장 점유율 16.1% 추정

- ✓ 2Q23 Review: 매출액 1.9조원/영업이익 1,147억원. 메탈가격/환율 변동성 확대 영향
- ✓ 2023년 연간 영업실적은 매출액 8.1조원, 영업이익 3,891억원(OPM 4.8%)을 추정
- ✓ 2030년 배터리 시장은 3.4Tw, 필요 양극재는 484만톤(양극재 시장규모 214조원) 동사는 EV용 양극재 규모의 경제 시현과 제품 포트폴리오 다변화 중: 점유율 16.1%
- ✓ 향후 가시화될 신규 공급선 확정에 따른 수주잔고/생산Capa 변화를 감안, 현재 동사의 적정가치는 35.8조원으로 판단. 투자 의견 Hold, 적정주가 36만원 제시

2Q23 Review: 외부 변수 변동성 확대에 부진한 수익성을 기록

당분기 매출액은 1.9조원, 영업이익 1,147억원으로 당사/시장 예상치를 하회했다. 앞서 영업실적을 발표했던 국내 경쟁사들과 마찬가지로 실적 변수(메탈가격 및 환율) 변동성에 판매단가 하락 영향이 반영되었다. 또한 주력 고객사들의 생산Site별 양산수율 안정화 기초에 동사의 양극재 출하 절대규모는 유지되었다.

3Q23 Preview: 물량 증가는 긍정적이나 판매단가 하락기조는 고민거리

차분기 매출액 1.99조원, 영업이익 618억원(OPM 3.1%)을 추정한다. 특이사항은 (1) 메탈가격 급락에 판매단가 하락(-12% QoQ 추정)으로 이익률 감소, (2) 그럼에도 물량 증가 효과는 긍정적, 이는 주력 고객사들의 생산Site 양산수율 안정화 및 배터리 출하량 증가를 배경으로 한다.

동사의 중장기 양극재 점유율 16.1%, 적정가치 35.8조원을 제시

동사의 주가는 23년 YTD +323% 상승, 1개월간 +48% 상승했다. 국내 양극재 1위 기업 프리미엄과 주력 고객사들의 시장 점유율 확대에 따른 성장성 반영이다. 당사가 추정한 EV배터리 시장 규모는 3.4Tw(EV 침투율 58%, 3.6천만대), 이에 탑재될 양극재는 484만톤이다(23~30년 연평균 +21% 성장). 동사는 2027년 생산Capa 7만톤을 확정하였다. 현재 기준 2029~30년 동사가 확보 가능한 양극재 사업규모는 33.1조원, 34.4조원으로 추정한다. 향후 양극재 제품 Mix 다변화(Mid~High 니켈, LFP 등)/신규 공급선 확보(국내/해외 배터리 셀, OEM JV 등)로 2030년 목표 생산Capa/수주잔고 상향 가능성에 기업가치 변경 여지는 남아있다.

메탈가격 약세에 따른 양극재 판가하락, 최종 고객사의 EV 판매 가이던스 다소 지연 등으로 투자 의견은 Hold 제시, 적정주가는 국내/외 양극재 Peer 멀티플 변화에 EV/EBITDA 18배를 적용한 36만원(시총 35.8조원)을 제시한다.

(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	8,103.7	389.0	235.2	2,405	-2.9	15,609	162.2	25.0	60.2	16.3	224.4
2024E	11,820.8	779.4	463.4	4,738	97.3	19,897	82.3	19.6	32.1	26.7	278.0
2025E	20,551.6	1,501.9	911.7	9,259	97.3	28,707	42.1	13.6	19.2	38.1	307.1

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,906.3	1,187.1	60.6	2,011.0	-5.2	2,320.4	-17.8	2,214.8	-13.9
영업이익	114.7	102.9	11.5	107.3	6.9	160.5	-28.5	130.7	-12.2
세전이익	105.5	89.6	17.7	97.5	8.1	146.4	-27.9	118.1	-10.7
순이익(지배주주)	71.7	69.0	4.0	70.3	2.0	99.6	-28.0	89.0	-19.4
영업이익률(%)	5.3	8.7		5.3		6.9		5.9	
순이익률(%)	3.8	5.8		3.5		4.3		4.0	

자료: 에코프로비엠, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,011.0	1,906.3	1,993.3	2,193.1	2,666.3	2,882.5	2,993.5	3,278.6	8,103.7	11,820.8	20,551.6
영업이익	107.3	114.7	61.8	105.3	165.3	187.4	200.6	226.2	389.1	779.5	1,501.9
%OP	5.3%	6.0%	3.1%	4.8%	6.2%	6.5%	6.7%	6.9%	4.8%	6.6%	7.3%
세전이익	97.5	105.5	47.4	87.6	143.6	161.1	170.9	194.5	337.9	670.0	1,320.7
순이익(지배주주)	70.3	71.7	36.1	57.2	96.4	110.4	123.4	133.2	235.2	463.4	911.7
%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	10.5	54.0	63.3	224.6	114.9	2.2	100.3	92.7
세전이익	172.6	17.7	-64.6	37.1	47.3	52.7	262.0	121.9	4.8	98.3	97.1
순이익(지배주주)	169.8	4.0	-64.1	54.2	37.1	53.8	243.3	132.9	1.2	97.0	96.7
%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	70.4	57.0	13.3	7.0	12.8			
세전이익	52.6	8.1	-55.2	85.7	63.9	12.1	6.1	13.8			
순이익(지배주주)	89.5	2.0	-49.9	59.2	68.5	14.5	11.8	8.0			

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	9,332.8	8,103.7	-13.2%	565.1	389.1	-31.1%	364.5	235.2	-35.5%
2024E	12,052.5	11,820.8	-1.9%	850.6	779.5	-8.4%	527.6	463.4	-12.2%
2025E	20,646.3	20,551.6	-0.5%	1,506.3	1,501.9	-0.3%	945.7	911.7	-3.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 에코프로비엠의 적정주가 Valuation Table

사업가치 (A)	2025년 기준 EBITDA	Fair Value	Multiple
	2,286.3	41,153.3	18
기업가치		41,153.3	
순차입금/보증 (B)		5,260	
적정 시가총액 (A-B)		35,894	
발행 주식수(천주)		98,000	
적정주가(원)		360,000	

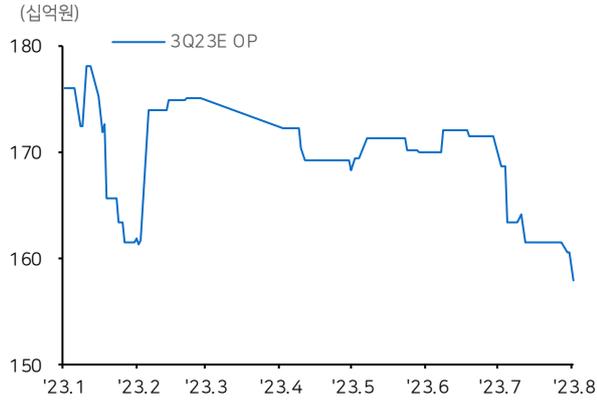
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 양극재 시장 규모 전망

	2022	2023E	2024E	2025E	2027E	2028E	2029E	2030E
EV배터리(Gw)	513.0	643.0	885.0	1,150.0	1,952.0	2,358.0	2,851.0	3,460.0
EV 침투율 가정(%)	12.0	16.0	19.0	31.0	37.0	43.0	50.0	58.0
EV배터리 양극재 탑재	71.8	90.0	123.9	161.0	273.3	330.1	399.1	484.4
시장 규모(십억원)	36,628.2	42,237.4	56,389.9	71,809.5	121,746.2	146,243.2	176,419.9	213,892.3
이차전지 총 수요(Gw)	638.0	793.0	1,065.0	1,367.0	2,243.0	2,689.0	3,220.0	3,873.0
양극재 총 필요량	89.3	111.0	149.1	191.4	314.0	376.5	450.8	542.2
시장 규모(십억원)	45,553.2	52,0910.6	67,859.0	85,36059.6	139,887.0	166,790.5	199,254.6	239,423.4
국내 양극재 생산Capa (만톤)	34.8	46.8	74.0	126.0	209.5	231.0	260.0	303.0
에코프로비엠	14.4	20.0	28.0	48.0	71.0	71.0	75.0	78.0
포스코퓨처엠	3.6	7.8	20.0	40.0	63.5	74.0	85.0	100.0
엘앤에프	8.8	10.0	14.0	22.0	43.0	48.0	55.0	60.0
LG화학	8.0	9.0	12.0	16.0	32.0	38.0	45.0	65.0
EV 기준 기업별 점유율(%)								
에코프로비엠	20.1	22.2	22.6	29.8	26.0	21.5	18.8	16.1
포스코퓨처엠	5.0	8.7	16.1	24.8	23.2	22.4	21.3	20.6
엘앤에프	12.3	11.1	11.3	13.7	15.7	14.5	13.8	12.4
LG화학	11.1	10.0	9.7	9.9	11.7	11.5	11.3	13.4
확보 가능한 사업규모 (십억원)								
에코프로비엠	7,346.0	9,386.1	12,743.5	21,409.0	31,628.2	31,454.9	33,153.3	34,441.8
포스코퓨처엠	1,836.5	3,660.6	9,102.5	17,840.9	28,287.2	32,784.0	37,573.8	44,156.1
엘앤에프	4,489.3	4,693.0	6,371.7	9,812.5	19,155.1	21,265.3	24,312.4	26,493.7
LG화학	4,081.1	4,223.7	5,461.5	7,136.3	14,255.0	16,835.0	19,892.0	28,701.5

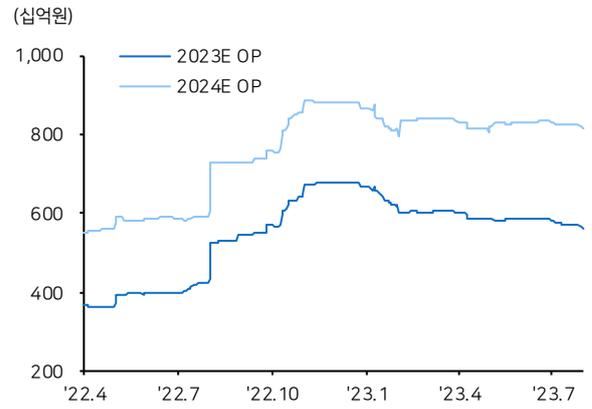
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q23 에코프로비엠의 영업이익 컨센서스 흐름



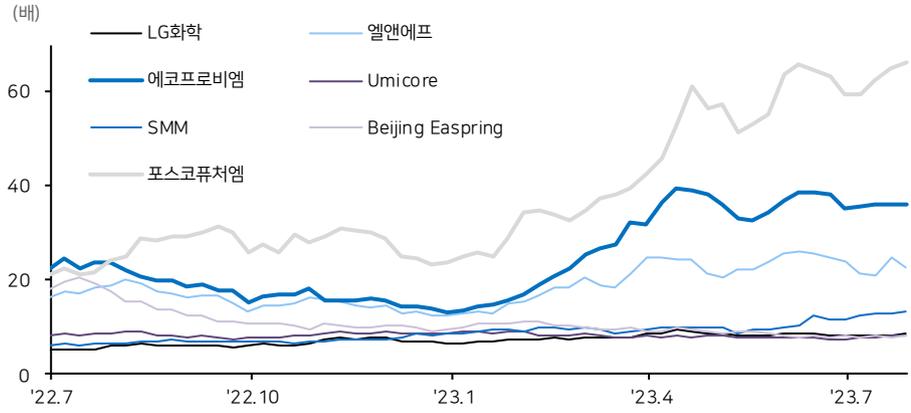
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 에코프로비엠의 영업이익 컨센서스 흐름



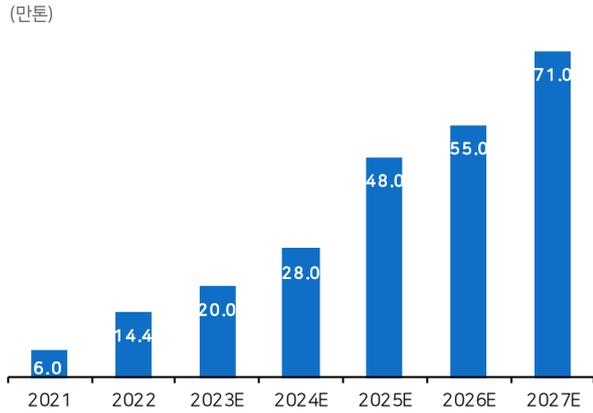
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 주요 양극재 생산기업들의 EV/EBITDA 추이



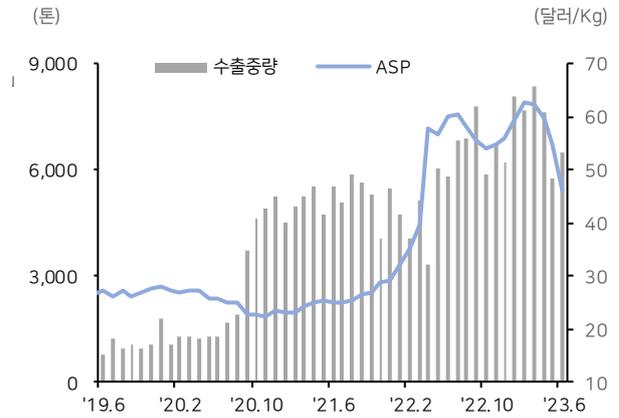
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에코프로비엠의 양극재 생산Capa 전망



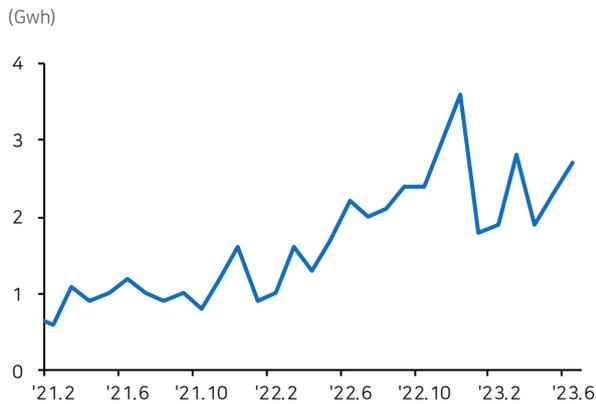
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 청주시(에코프로비엠) 양극재 수출량 및 ASP 추이



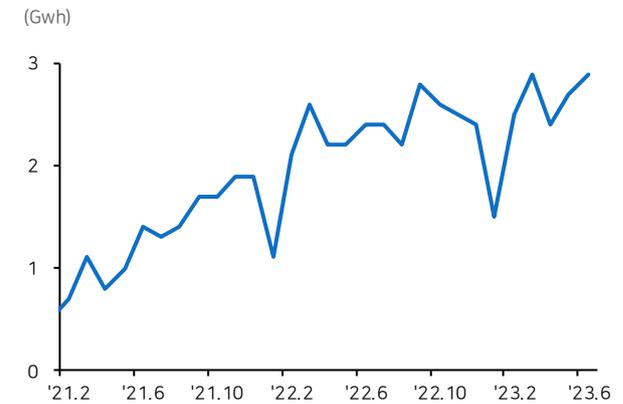
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 삼성SDI의 배터리 출하량 추이



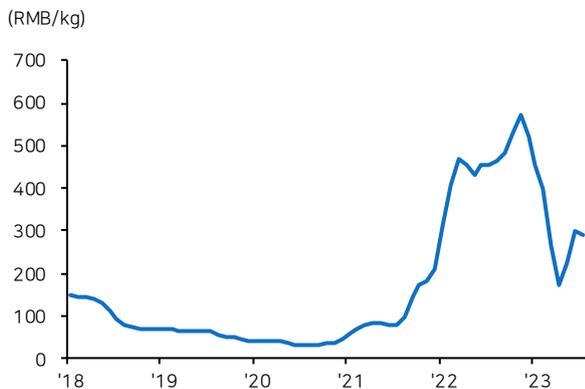
자료: SNE 리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림7 SK On의 배터리 출하량 추이



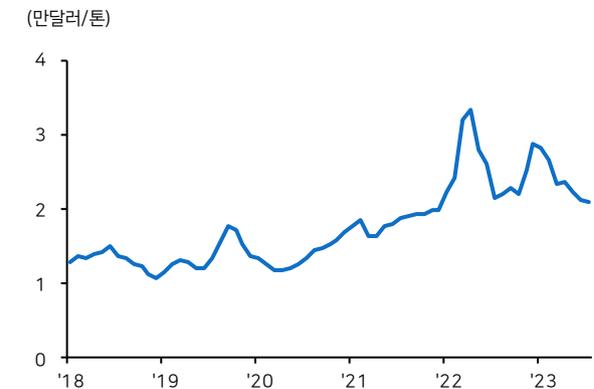
자료: SNE 리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림8 리튬 가격 추이



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 니켈 가격 추이



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,485.6	5,357.6	8,103.7	11,820.8	20,551.6
매출액증가율(%)	73.8	260.6	51.3	45.9	73.9
매출원가	1,295.5	4,841.4	7,480.5	10,893.5	18,942.8
매출총이익	190.1	516.2	623.2	927.3	1,608.8
판매관리비	75.1	135.5	164.5	244.5	425.3
영업이익	115.0	380.7	389.0	779.4	1,501.9
영업이익률(%)	7.7	7.1	5.7	5.8	5.8
금융손익	-0.4	-24.8	-51.6	-109.4	-181.1
종속/관계기업손익	0.0	-0.0	2.8	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-33.3	-2.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	114.4	322.5	337.9	670.0	1,320.7
법인세비용	16.6	49.9	66.8	135.2	265.8
당기순이익	97.8	272.7	271.0	534.8	1,055.0
지배주주지분 손이익	100.8	232.3	235.2	463.4	911.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	739.1	2,274.3	3,475.2	5,140.4	8,702.0
현금및현금성자산	104.7	320.4	561.4	809.9	962.1
매출채권	247.4	877.4	1,250.8	1,869.9	3,359.8
재고자산	339.4	856.4	1,343.6	2,008.6	3,609.1
비유동자산	686.7	1,099.9	2,062.1	3,168.5	4,363.3
유형자산	638.9	1,003.5	1,954.0	3,035.8	4,171.4
무형자산	12.1	13.4	15.7	15.7	15.7
투자자산	1.9	51.4	63.5	88.1	147.3
자산총계	1,425.9	3,374.2	5,537.3	8,308.9	13,065.3
유동부채	612.9	1,547.9	2,913.1	4,381.2	7,136.0
매입채무	142.3	736.1	1,051.1	1,571.3	2,823.3
단기차입금	265.0	377.8	1,035.3	1,415.3	1,970.3
유동성장기부채	91.9	254.1	568.3	1,008.3	1,648.3
비유동부채	216.8	338.1	917.1	1,729.7	2,720.2
사채	0.0	0.0	300.0	700.0	1,180.0
장기차입금	193.5	313.3	589.2	989.2	1,469.2
부채총계	829.7	1,886.0	3,830.1	6,110.9	9,856.3
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	7.2	7.2	7.2
이익잉여금	224.0	432.2	579.6	999.0	1,860.6
비지배주주지분	44.5	124.8	180.6	252.0	401.4
자본총계	596.2	1,488.2	1,707.1	2,198.0	3,209.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-100.9	-241.3	8.5	405.9	200.0
당기순이익(손실)	97.8	272.7	271.0	534.8	1,055.0
유형자산상각비	40.6	61.5	278.9	518.1	784.4
무형자산상각비	2.8	3.4	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-267.4	-683.1	-129.2	-756.5	-1,820.5
투자활동 현금흐름	-237.3	-534.7	-1,243.9	-1,608.2	-1,962.0
유형자산의증가(CAPEX)	-236.0	-455.3	-1,232.9	-1,600.0	-1,920.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-49.5	-9.3	-24.6	-59.2
재무활동 현금흐름	383.6	993.2	1,475.6	1,450.8	1,914.2
차입금의 증감	356.2	395.1	1,547.9	1,620.6	2,156.5
자본의 증가	19.4	622.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.4	215.7	241.0	248.5	152.2
기초현금	59.2	104.7	320.4	561.4	809.9
기말현금	104.7	320.4	561.4	809.9	962.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,872	56,104	82,859	120,866	210,136
EPS(지배주주)	1,145	2,433	2,405	4,738	9,259
CFPS	1,747	4,226	2,084	13,268	23,377
EBITDAPS	1,799	4,665	6,829	13,268	23,377
BPS	5,930	13,941	15,609	19,897	28,707
DPS	227	450	450	450	450
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	108.1	37.9	162.2	82.3	42.1
PCR	70.8	21.8	187.1	29.4	16.7
PSR	7.3	1.6	4.7	3.2	1.9
PBR	20.9	6.6	25.0	19.6	13.6
EBITDA(십억원)	158.4	445.5	667.9	1,297.6	2,286.3
EV/EBITDA	72.4	21.8	60.2	32.1	19.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	24.3	16.3	26.7	38.1
EBITDA 이익률	10.7	8.3	8.2	11.0	11.1
부채비율	139.2	126.7	224.4	278.0	307.1
금융비용부담률	0.3	0.4	0.8	1.1	1.0
이자보상배율(x)	25.6	17.0	5.9	6.2	7.6
매출채권회전율(x)	9.1	9.5	7.6	7.6	7.9
재고자산회전율(x)	6.0	9.0	7.4	7.1	7.3

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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균증가대비 -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

