

2023. 11. 8



▲ 이차전지/석유화학

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

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	290,000 원
현재주가 (11.7)	284,500 원
상승여력	1.9%
KOSDAQ	824.37pt
시가총액	278,245억원
발행주식수	9,780만주
유동주식비율	47.46%
외국인비중	7.90%
52주 최고/최저가	462,000원/92,100원
평균거래대금	2,953.5억원
주요주주(%)	
에코프로 외 12 인	51.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.8	13.8	161.7
상대주가	19.6	16.7	122.4

주가그래프



에코프로비엠 247540

3Q23 Review: ASP 약세 구간

- ✓ 3Q23 Review: 매출액 1.8조원, 영업이익 459억원(OPM 2.5%): 판매단가 -18% QoQ
- ✓ 4Q23 Preview: 매출액 1.6조원, 영업이익 281억원(OPM 1.8%): 판매단가 -10% QoQ
- ✓ 최종 고객사들의 다소 비관적 수요 전망 제시에도 불구하고, 주력 셀 고객사들의 투자기조 변화없고, 동사의 양극재 역시 출하량 유지 중
- ✓ 관건은 원재료 가격 박스권 전망에 2024년 판매단가/수익성 반등 시점 고민 필요
- ✓ 현재는 투자의견 Hold 유지, ASP 하락 반영으로 적정주가 29만원으로 하향 제시

3Q23 Review: 출하량 +15% QoQ 증가, 반면 판매단가 -18% QoQ 하락

동사의 3Q23 영업실적은 매출액 1.8조원, 영업이익 459억원을 기록했다. 최근 완성차 기업들의 다소 보수적 수요 전망/EV 전환 속도 조절 가능성 제시 등에도 불구하고, 동사는 주력 고객사들의 가동률 상승/물량 증가에 동행했다. 특히 미주 최종 고객사 Ford의 F-150 Lighting 10월 판매량 3,712대(+298% MoM)를 기록한 점은 동사의 출하량 증가 배경이다. 반면 국내 양극재 기업들의 공통된 난제는 지난 1년간 하락했던 원재료 가격 영향이다. 당분기 ASP는 -18% QoQ 하락했다.

4Q23 Preview: 매출액 1.6조원, 영업이익 281억원 추정

차분기 역시 투입 원재료 가격 약세에 ASP -10% QoQ 하락을 가정한다. 최종 고객사들의 연말 재고조정 가능성에 동사의 출하량에 보수적 전망이 요구된다. 동사의 2023~25년 3개년간 출하량 전망은 +50%, +18%, +65% 증가할 전망이다. 최근 완성차 기업들의 EV 출시 속도조절 가능성 제시 등에도 불구하고, 주력 셀 고객사들의 투자기조에 변화가 없고, 동사 또한 기존의 연간 생산 Capa 가이던스가 유지된 점이다. 또한 고객사들과 연구개발→ 최종 납품까지 연계되는 양극재 특성상, 예정된 투자/출하량 기조는 유효하다.

2024년 낮아진 원재료 가격이 후행적으로 반영되는 시점, 보수적 접근

긍정적 외형성장 전망에도 불구하고, 제조업의 핵심변수 P가 관건이다. 주요 원재료 가격 흐름은 과거 공급 병목현상 이후 level-down, 이는 후행적으로 국내 소재 기업들에 반영 중이다. 2024년 역시 해당 영향이 유효하여 ASP 약세 및 과거 대비 낮아진 수익성 불가피하다. 투자의견 Hold를 유지한다. 또한 연간 ASP 하락 변수 반영에 추정치 변화, 적정주가는 29만원으로 하향 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	7,279.4	308.7	162.1	1,658	-26.3	15,383	171.6	18.5	53.9	11.3	185.6
2024E	8,937.3	400.2	201.1	2,056	23.1	16,990	138.4	16.7	34.9	12.7	282.2
2025E	14,769.0	837.1	443.8	4,538	121.1	21,079	62.7	13.5	20.1	23.8	324.6

(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,803.3	1,563.2	15.4	1,906.3	-5.4	2,123.2	-15.1	1,993.3	-9.5
영업이익	45.9	141.5	-67.6	114.7	-60.0	102.5	-55.2	61.8	-25.7
세전이익	24.5	133.2	-81.6	105.5	-76.8	84.1	-70.9	47.9	-48.9
순이익(지배주주)	18.4	100.2	-81.6	56.5	-67.5	52.2	-64.8	36.4	-49.5
영업이익률(%)	2.5	9.1		6.0		4.8		3.1	
순이익률(%)	1.0	6.4		3.0		2.5		1.8	

자료: 에코프로비엠, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,011.0	1,906.2	1,803.3	1,558.9	1,791.3	2,050.1	2,322.8	2,773.1	7,279.4	8,937.3	14,769.0
영업이익	107.3	114.7	45.9	28.1	60.9	90.2	111.5	144.2	296.0	406.8	906.7
%OP	5.3%	6.0%	2.5%	1.8%	3.4%	4.4%	4.8%	5.2%	4.1%	4.6%	6.1%
세전이익	97.5	105.5	24.5	13.2	43.5	68.4	85.4	114.6	240.7	311.8	744.1
순이익(지배주주)	70.3	56.5	18.4	8.4	29.5	43.2	57.4	75.3	153.7	205.4	491.2
%YoY											
매출액	203.6	60.6	15.4	-19.8	-10.9	7.5	28.8	77.9	35.9	22.8	65.3
영업이익	161.4	11.5	-67.6	-70.5	-43.3	-21.4	143.0	413.9	-22.3	37.5	122.9
세전이익	172.6	17.7	-81.6	-79.3	-55.4	-35.2	248.6	767.4	-25.4	29.5	138.6
순이익(지배주주)	169.8	-18.0	-81.6	-77.3	-58.0	-23.6	211.8	795.8	-33.9	33.7	139.1
%QoQ											
매출액	3.4	-5.2	-5.4	-13.6	14.9	14.4	13.3	19.4			
영업이익	12.7	6.9	-60.0	-38.8	117.1	48.1	23.6	29.3			
세전이익	52.6	8.1	-76.8	-46.1	229.2	57.2	24.9	34.2			
순이익(지배주주)	89.5	-19.6	-67.5	-54.3	250.9	46.4	32.8	31.3			

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	7,279.4	-10.2	389.1	296.0	-23.9	235.2	153.7	-34.7
2024E	11,820.8	8,937.3	-24.4	779.5	406.8	-47.8	463.4	205.4	-55.7
2025E	20,551.6	14,769.0	-28.1	1,501.9	906.7	-39.6	911.7	491.2	-46.1

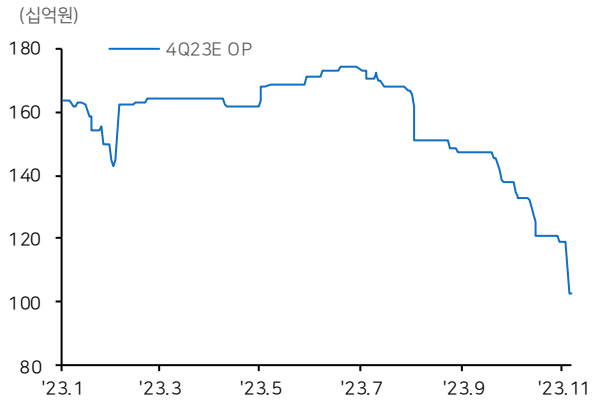
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 에코프로비엠의 적정주가 Valuation Table

사업가치 (A)	2025년 기준 EBITDA	Fair Value	Multiple
	1,651	33,012	20
기업가치		33,011	
순차입금/보증 (B)		5,040	
적정 시가총액 (A-B)		27,972	
발행 주식수(천주)		98,000	
적정주가(원)		290,000	

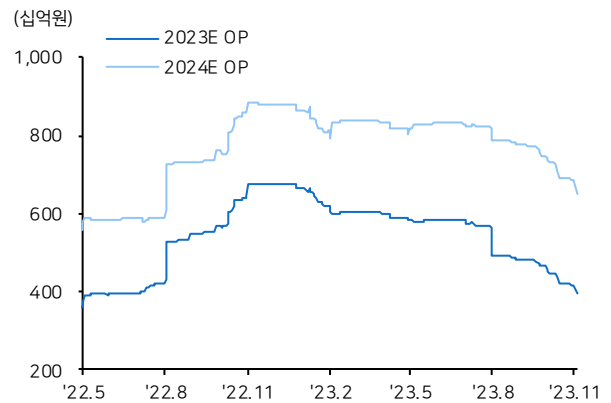
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q23 에코프로비엠의 영업이익 컨센서스 흐름



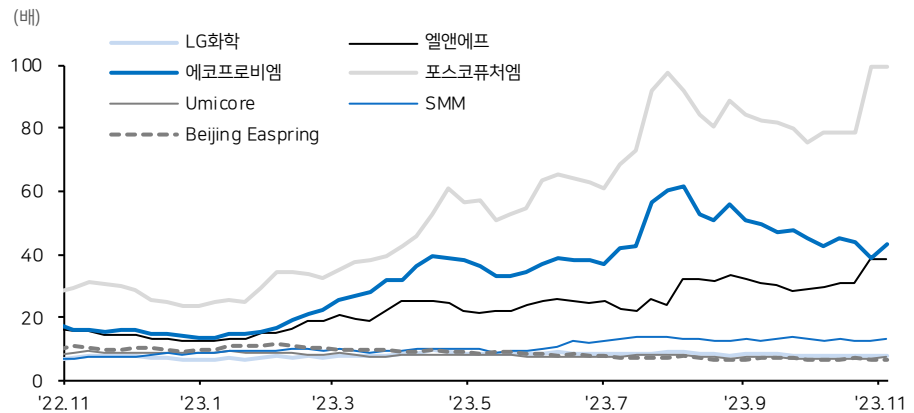
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 에코프로비엠의 영업이익 컨센서스 흐름



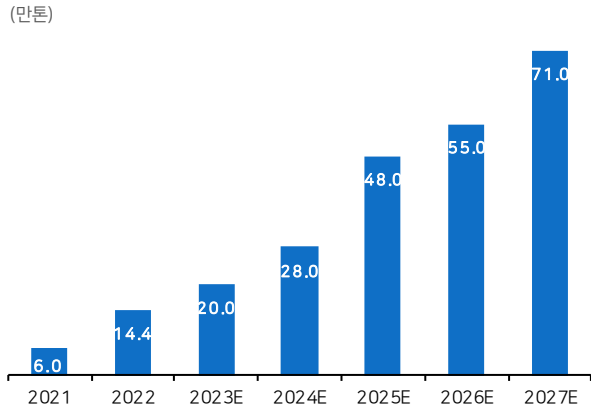
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 주요 양극재 생산기업들의 EV/EBITDA 추이



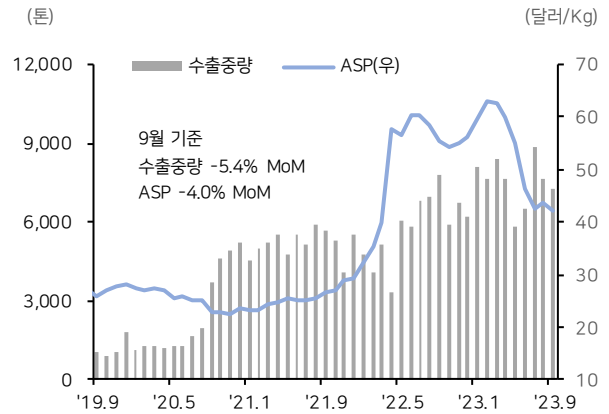
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에코프로비엠의 양극재 생산Capa 전망



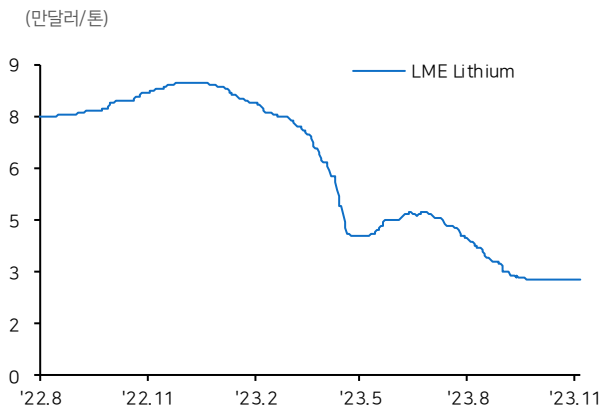
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 청주시(에코프로비엠) 양극재 수출량 및 ASP 추이



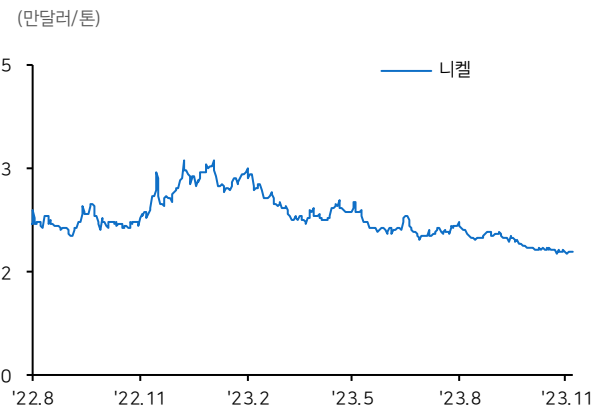
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리튬 가격 추이



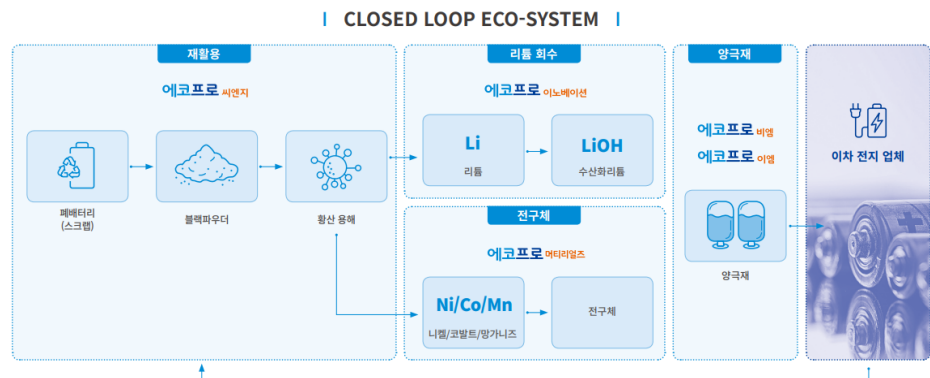
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 니켈 가격 추이



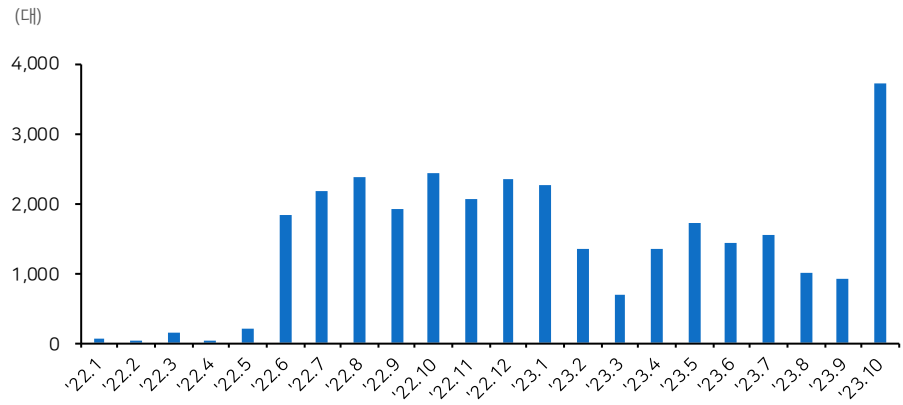
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 에코프로 이차전지 Closed-Loop 생태계



자료: 에코프로, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Ford의 F-150 Lighting 월간 판매량 추이



자료: EV POST, 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,485.6	5,357.6	7,279.4	8,937.3	14,769.0
매출액증가율(%)	73.8	260.6	35.9	22.8	65.3
매출원가	1,295.5	4,841.4	6,792.9	8,376.0	13,845.6
매출총이익	190.1	516.2	486.5	561.3	923.4
판매관리비	75.1	135.5	145.9	183.1	303.0
영업이익	115.0	380.7	308.7	400.2	837.1
영업이익률(%)	7.7	7.1	4.7	4.2	4.2
금융손익	-0.4	-24.8	-46.8	-94.9	-162.5
종속/관계기업손익	0.0	-0.0	0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-0.2	-33.3	-8.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	114.4	322.5	253.9	305.3	674.5
법인세비용	16.6	49.9	48.1	51.9	114.2
당기순이익	97.8	272.7	205.8	253.4	560.3
지배주주지분 손이익	100.8	232.3	162.1	201.1	443.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-100.9	-241.3	207.2	-102.7	539.7
당기순이익(손실)	97.8	272.7	205.8	253.4	560.3
유형자산상각비	40.6	61.5	240.1	503.7	813.5
무형자산상각비	2.8	3.4	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-267.4	-683.1	272.6	-954.8	-996.7
투자활동 현금흐름	-237.3	-534.7	-1,123.7	-1,616.1	-1,944.9
유형자산의증가(CAPEX)	-236.0	-455.3	-1,115.5	-1,600.0	-1,920.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-49.5	-4.8	-32.3	-33.7
재무활동 현금흐름	383.6	993.2	1,380.8	1,466.4	1,626.1
차입금의 증감	356.2	395.1	1,429.6	1,621.4	1,841.4
자본의 증가	19.4	622.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.4	215.7	460.9	-252.5	220.9
기초현금	59.2	104.7	320.4	781.3	528.7
기말현금	104.7	320.4	781.3	528.7	749.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	739.1	2,274.3	2,859.1	4,185.2	6,054.0
현금및현금성자산	104.7	320.4	781.3	528.7	749.7
매출채권	247.4	877.4	785.3	1,397.0	2,035.4
재고자산	339.4	856.4	1,073.0	1,908.8	2,781.2
비유동자산	686.7	1,099.9	2,032.7	3,161.3	4,301.4
유형자산	638.9	1,003.5	1,931.5	3,027.9	4,134.4
무형자산	12.1	13.4	15.4	15.4	15.4
투자자산	1.9	51.4	56.2	88.4	122.1
자산총계	1,425.9	3,374.2	4,891.8	7,346.4	10,355.4
유동부채	612.9	1,547.9	2,372.7	3,803.7	5,361.5
매입채무	142.3	736.1	611.6	1,087.9	1,585.1
단기차입금	265.0	377.8	1,225.7	1,605.7	2,045.7
유동성장기부채	91.9	254.1	312.5	752.5	1,232.5
비유동부채	216.8	338.1	806.2	1,620.4	2,555.2
사채	0.0	0.0	200.0	600.0	1,040.0
장기차입금	193.5	313.3	585.0	985.0	1,465.0
부채총계	829.7	1,886.0	3,178.9	5,424.1	7,916.7
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	550.4	707.6	1,107.4
비지배주주지분	44.5	124.8	208.5	260.8	377.2
자본총계	596.2	1,488.2	1,712.9	1,922.4	2,438.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,872	56,104	74,430	91,382	151,010
EPS(지배주주)	1,145	2,433	1,658	2,056	4,538
CFPS	1,747	4,226	-176	9,242	16,877
EBITDAPS	1,799	4,665	5,612	9,242	16,877
BPS	5,930	13,941	15,383	16,990	21,079
DPS	227	450	450	450	450
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	108.1	37.9	171.6	138.4	62.7
PCR	70.8	21.8	-1,613.7	30.8	16.9
PSR	7.3	1.6	3.8	3.1	1.9
PBR	20.9	6.6	18.5	16.7	13.5
EBITDA(십억원)	158.4	445.5	548.8	903.9	1,650.6
EV/EBITDA	72.4	21.8	53.9	34.9	20.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	24.3	11.3	12.7	23.8
EBITDA 이익률	10.7	8.3	7.5	10.1	11.2
부채비율	139.2	126.7	185.6	282.2	324.6
금융비용부담률	0.3	0.4	0.8	1.2	1.2
이자보상배율(x)	25.6	17.0	5.3	3.6	4.9
매출채권회전율(x)	9.1	9.5	8.8	8.2	8.6
재고자산회전율(x)	6.0	9.0	7.5	6.0	6.3

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

