

Company Brief

2023-04-12

에코프로비엠(247540)

2027~2030년을 선반영한 주가

Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	265,000 원(상향)
증가(2023/04/11)	294,500 원
상승여력	-10.0 %

Stock Indicator	
자본금	49십억원
발행주식수	9,780만주
시가총액	28,802십억원
외국인지분율	9.5%
52주 주가	88,100~294,500원
60일평균거래량	2,864,215주
60일평균거래대금	551.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	52.1	194.8	199.3	160.8
상대수익률	38.1	168.1	165.0	163.3



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	5,358	9,128	11,825	16,821
영업이익(십억원)	381	555	765	1,064
순이익(십억원)	232	381	527	699
EPS(원)	2,433	3,893	5,386	7,148
BPS(원)	13,941	17,327	22,206	28,847
PER(배)	37.9	75.7	54.7	41.2
PBR(배)	6.6	17.0	13.3	10.2
ROE(%)	24.3	24.9	27.3	28.0
배당수익률(%)	0.5	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	21.7	45.6	33.6	23.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q23 원-달러 환율 하락, 고정비 부담 증가 영향으로 영업이익률 5.3% 기록

동사 1Q23 잠정실적은 매출액 2.01 조원(YoY: +204%, QoQ: +3%), 영업이익 1,070 억원(YoY: +161%, QoQ: +13%)으로 시장기대치(매출액 1.96 조원, 영업이익 1,137 억원) 대비 매출은 견조했으나 영업이익은 소폭 하회했다. 전세계 경기 둔화 영향으로 전동공구, e-모빌리티 등 Non-IT 기기 수요는 부진하나 계절적 비수기임에도 불구하고 유럽, 북미 프리미엄 전기차 배터리항 양극재 수요가 견조해 출하량은 전분기 대비 5% 가량 증가한 것으로 추측된다. 그러나 ① 원-달러 환율이 전분기 대비 약 6% 하락했고, ② 지난해 하반기부터 CAM5N(30K), CAM7(54K) 신규 라인이 순차적으로 가동되기 시작해 고정비 부담이 높아지면서 영업이익률 5.3%를 기록했다. 올해 1 분기부터 나타나기 시작한 리튬, 코발트의 원재료가 가격 하락세는 2Q23 양극재 판가에 점진적으로 영향을 미칠 전망이다. 다만 계절적 성수기인 하반기로 가면서 CAM5N, CAM7 라인 가동이 본격화될 경우 고정비 부담이 점차 완화되면서 수익성 개선될 것으로 예상된다. 이를 반영한 2023년 매출액과 영업이익은 각각 9.1 조원(YoY: +70%), 5,550 억원(YoY: +46%)을 기록할 것으로 추정된다.

현 주가는 2027~2030년 실적까지 선반영된 수준

최근 동사 주가는 단기에 급등세를 나타내며 연초 대비 약 220% 상승했다. 지난 4Q22를 기점으로 2023년, 2024년 실적 컨센서스는 꾸준히 하향 조정되어왔기 때문에 지금의 주가 상승은 기업가치의 상승이 아닌 밸류에이션 상승에 따른 것이다. 동사는 전세계 양극재 산업 내 가장 높은 기술력을 바탕으로 최대 캐파를 확보한 1등 업체로서 좋은 기업임에는 틀림없다. 그러나 지금의 주가 흐름은 이른바 유튜브발 FOMO 주식이 되어버린 탓에 기업 본연의 가치와 밸류에이션을 무시한 주가 상승세가 나타나고 있다는 판단이다. 동사가 밝힌 공식적인 미래성장전략은 2027년말 양극재 생산 캐파 71만 t, 2027년 양극재 판매량 60만 t을 달성하겠다는 것이다. 2027년 양극재 판가를 지금보다 약 20% 하락한 \$45로 가정시 동사의 공식적인 판매량 계획 60만 t에서 발생하는 매출은 약 34조원, 영업이익률 7% 가정시 영업이익은 약 2.4조원으로 전망된다. 배터리 셀, 완성차 제조사들과의 합작사를 고려한 지배주주순이익은 약 1.4조원으로 추정된다. 현재 동사의 시가총액 28.8조원은 2027년 공식적인 중장기 사업계획 기준 P/E 19.9배 수준으로 볼 수 있으며, 양극재 판가를 \$40로 가정시에는 P/E 22.4배까지 밸류에이션이 상승하게 되는 것으로 분석된다. 이를 근거로 당사는 현 시점에서 동사 주가의 상승 여력이 제한적이라고 판단한다.

목표주가 265,000 원으로 상향하나 투자의견 Hold 하향

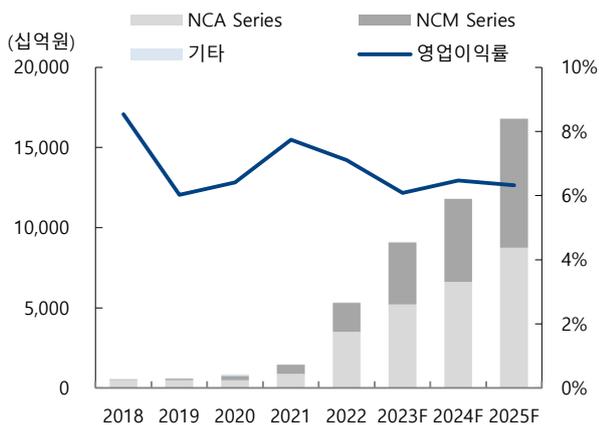
동사에 대한 목표주가를 2027년 공식적인 미래 성장 계획을 반영하여 265,000 원으로 상향하나 투자의견은 Hold로 하향한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS 13,141 원에 2030년 전세계 전기차 침투율이 50%까지 상승하는 과정에서 실적 성장세가 점차 둔화될 것을 고려하여 PEG 1.0 수준인 P/E 20 배를 적용해 산출했다. 현 주가의 밸류에이션은 2025년 예상 실적 기준 P/E 41.2 배로 2027~2030년 실적이 선반영된 수준까지 상승했으며, 전세계 이차전지 셀, 소재 업종 내 가장 높은 멀티플을 적용 받고 있다. 지금은 분명 오버슈팅 구간이다. 따라서 주가 조정이 발생하지 않는다면 당분간 상승 여력을 기대하기 어렵다고 판단한다. 주식 시장이 합리적이라면 지금의 주가 상승세는 얼마 남지 않았을 것이다. 단기에 주가가 급등한 만큼 현 시점에서는 주가 조정에 주의할 필요가 있다.

1Q23 저점으로 하반기 갈수록 수익성 개선세 나타날 전망

1Q23 매출 견조한 반면  
영업이익 시장 기대치  
소폭 하회

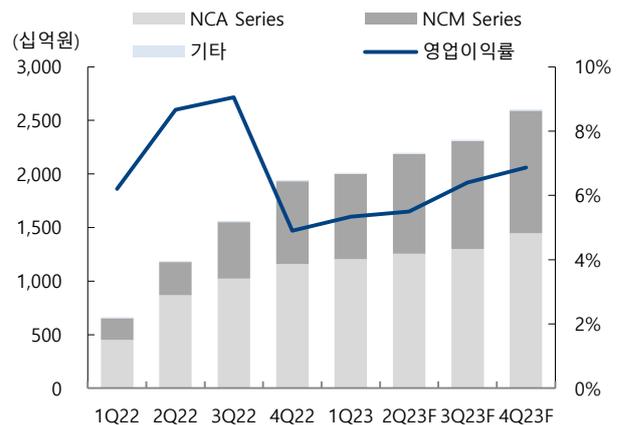
동사 1Q23 잠정실적은 매출액 2.01 조원(YoY: +204%, QoQ: +3%), 영업이익 1,070 억원(YoY: +161%, QoQ: +13%)으로 시장기대치(매출액 1.96 조원, 영업이익 1,137 억원) 대비 매출은 견조했으나 영업이익은 하회했다. 전세계 경기 둔화 영향으로 전동공구, e-모빌리티 등 Non-IT 기기 수요는 부진하나 계절적 비수기임에도 불구하고 유럽, 북미 프리미엄 전기차 배터리향 양극재 수요가 견조해 출하량은 전분기 대비 5% 가량 증가한 것으로 추측된다. 그러나 ① 원-달러 환율이 전분기 대비 약 6% 하락했고, ② 지난해 하반기부터 CAM5N(30K), CAM7(54K) 신규 라인이 순차적으로 가동되기 시작해 고정비 부담이 높아지면서 영업이익률 5.3%를 기록했다. 올해 1 분기부터 나타나기 시작한 리튬, 코발트 등의 원재료 가격 하락세는 2Q23 양극재 판가에 점진적으로 영향을 미칠 전망이다. 1Q23 리튬과 코발트 가격 하락폭은 각각 34%, 23%를 기록했으며, 2Q23 에도 하락세가 이어지고 있다. 다만 계절적 성수기인 하반기로 갈수록 북미, 유럽 전기차 판매량 증가와 함께 동사의 CAM5N, CAM7 라인 가동이 본격화될 경우 고정비 부담이 점차 완화되면서 수익성은 소폭 개선될 것으로 예상된다. 이를 반영한 2023 년 매출액과 영업이익은 각각 9.1 조원(YoY: +70%), 5,550 억원(YoY: +46%)을 기록할 것으로 추정된다.

그림 1. 에코프로비엠 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 에코프로비엠, 하이투자증권

그림 2. 에코프로비엠 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



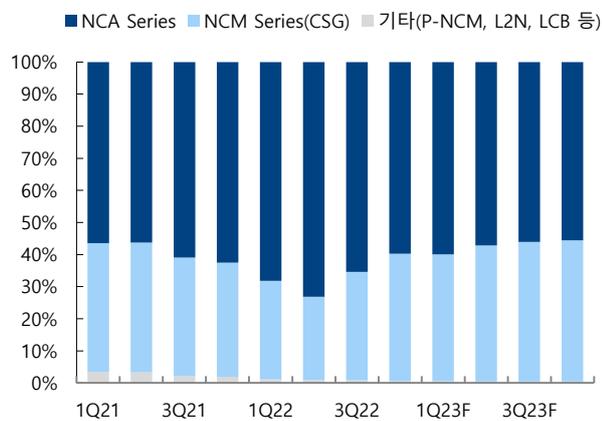
자료: 에코프로비엠, 하이투자증권

표 1. 에코프로비엠 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)												
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
출하량 가정(천t)	13	17	20	26	27	30	35	40	38	75	132	188
매출액	662	1,187	1,563	1,944	2,011	2,197	2,318	2,601	1,486	5,357	9,127	11,823
NCA Series	452	868	1,022	1,161	1,204	1,257	1,300	1,445	887	3,503	5,206	6,617
NCM Series	203	308	529	771	796	930	1,009	1,146	561	1,811	3,880	5,170
기타	8	11	12	13	11	10	10	10	38	43	41	36
YoY	152%	282%	283%	286%	204%	85%	48%	34%	74%	261%	70%	30%
QoQ	31%	79%	32%	24%	3%	9%	6%	12%				
매출원가	599	1,048	1,382	1,813	1,861	2,031	2,123	2,369	1,295	4,841	8,384	10,831
매출원가율	90%	88%	88%	93%	93%	92%	92%	91%	87%	90%	92%	92%
매출총이익	63	140	181	132	149	166	195	232	190	515	743	993
매출총이익률	10%	12%	12%	7%	7%	8%	8%	9%	13%	10%	8%	8%
판매비 및 관리비	22	37	40	36	42	46	47	53	75	135	188	228
판매비율	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	5%	3%	2%	2%
영업이익	41	103	141	95	107	121	148	179	115	381	555	765
영업이익률	6%	9%	9%	5%	5%	6%	6%	7%	8%	7%	6%	6%
YoY	130%	254%	248%	247%	161%	17%	5%	88%	110%	231%	46%	38%
QoQ	49%	151%	37%	-33%	13%	13%	23%	20%				
세전이익	36	90	133	64	99	112	139	169	114	323	519	721
순이익	30	78	110	55	82	91	119	149	98	273	442	611
순이익률	5%	7%	7%	3%	4%	4%	5%	6%	7%	5%	5%	5%
YoY	120%	261%	245%	79%	171%	17%	8%	172%	110%	179%	62%	38%
QoQ	-1%	156%	41%	-50%	50%	11%	30%	26%				

자료: 에코프로비엠, 하이투자증권

그림 3. 에코프로비엠 제품별 연간 매출 비중 추이 및 전망



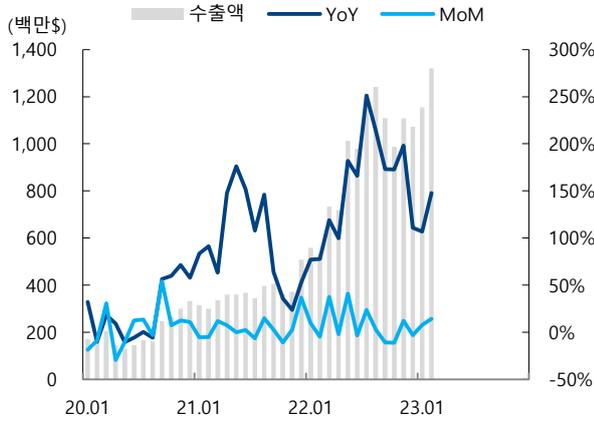
자료: 에코프로비엠, 하이투자증권

그림 4. 에코프로비엠 분기별 ASP 추정치 가정



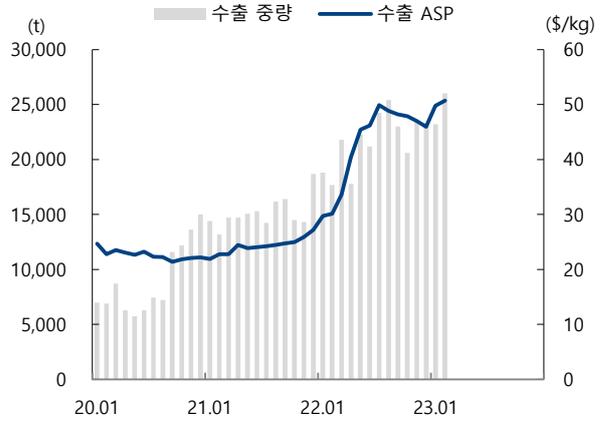
자료: 하이투자증권

그림 5. 한국 양극재 수출액 추이 및 전망



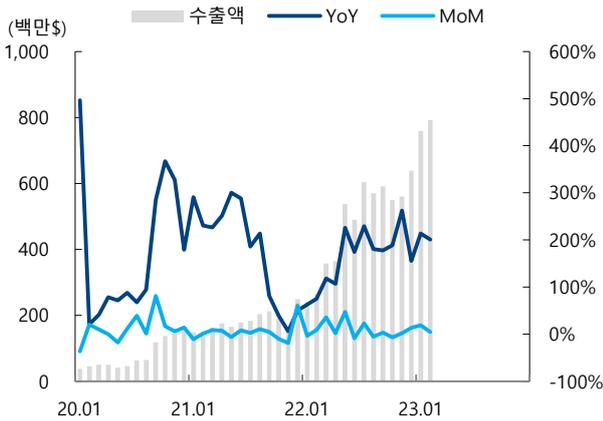
자료: KITA, 하이투자증권

그림 6. 한국 양극재 수출 중량, ASP 추이 및 전망



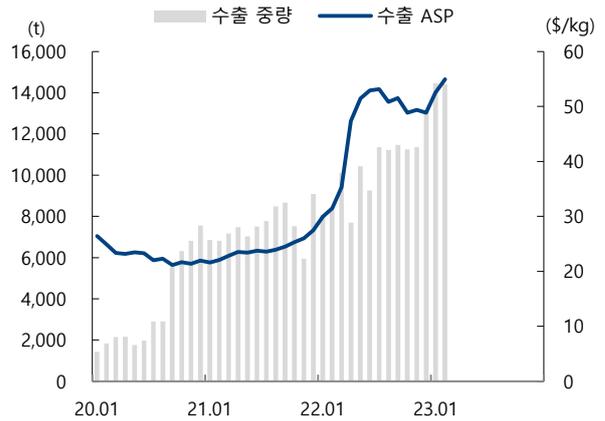
자료: KITA, 하이투자증권

그림 7. 충북 청주+경북 포항 양극재 수출액 추이 및 전망



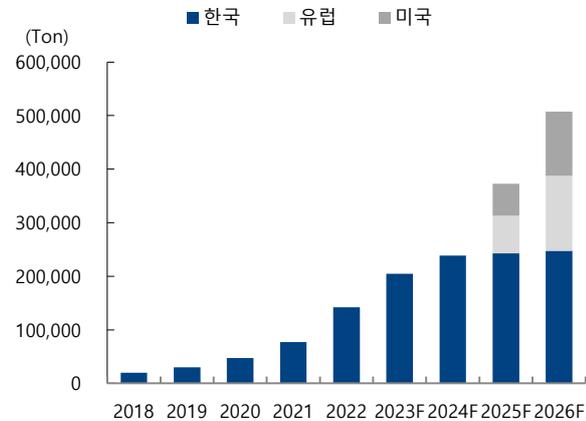
자료: KITA, 하이투자증권

그림 8. 충북 청주+경북 포항 양극재 수출 중량, ASP 추이 및 전망



자료: KITA, 하이투자증권

그림 9. 에코프로비엠 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



자료: 에코프로비엠, 하이투자증권

그림 10. 에코프로비엠 분기별 가동률 추정치



자료: 하이투자증권

**현 주가는 2027~2030년 실적까지 선반영된 수준**

**현 주가 2025년 예상 실적 기준 P/E 41.2 배로 연초 이후 주가 상승은 밸류에이션 상승에 기인**

최근 동사 주가는 단기에 급등세를 나타내며 연초 대비 약 220% 상승했다. 지난 4Q22 를 기점으로 2023년, 2024년 실적 컨센서스는 꾸준히 하향 조정되어왔기 때문에 지금의 주가 상승은 기업가치의 상승이 아닌 밸류에이션 상승에 따른 것이다. 현 주가는 당사의 2025년 예상 실적 기준 P/E 41.2 배까지 높아졌으며, 국내 양극재 업체들의 높은 기술력과 시장 지배력을 감안하더라도 이차전지 소재 업종 평균 P/E 27.6 배 대비 부담스러운 밸류에이션 수준이다. 동사는 전세계 양극재 산업 내 가장 높은 기술력을 바탕으로 최대 캐파를 확보한 1위 업체로서 좋은 기업임에는 틀림없다. 그러나 지금의 주가 흐름은 이른바 유틸리티 FOMO (자신만 뒤처지거나 소외되어 있는 것 같은 두려움을 가지는 증상) 주식이 되어버린 탓에 기업 본연의 가치와 밸류에이션을 무시한 주가 상승세가 나타나고 있다는 판단이다.

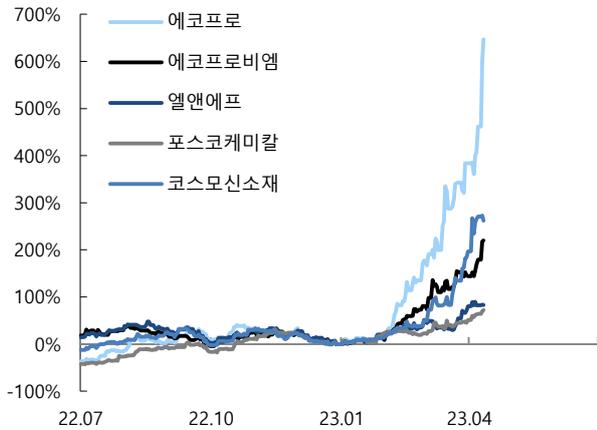
**2027년 양극재 판매 계획 60만t 반영한 실적 기준으로도 P/E 20~25배 수준**

현 주가가 합리적인 수준인지 판단하기 위해 장기적인 성장성까지 생각해볼 필요가 있다. 동사가 지난 12월 1일에 2022 ECO-Friendly Day 에서 밝힌 공식적인 미래성장전략은 2027년말 양극재 생산 캐파 71만 t, 2027년 양극재 판매량 60만 t 을 달성하겠다는 것이다. 변수는 양극재 판가이다. 현재 동사의 양극재 판가는 약 \$55 수준으로 추정되나 중장기적으로 전세계 원재료 채굴량 증가와 리사이클링 산업 확대 등을 통해 리튬, 니켈, 코발트 등의 주요 원재료 가격이 점차 하락할 경우 양극재 판가도 하향 안정화될 가능성이 높다. 최근 수산화리튬/탄산리튬 가격과 코발트 가격이 각각 2022년초, 2021년초 수준까지 하락했다는 점을 고려해 2027년 양극재 판가를 지금보다 약 20% 하락한 \$45 로 가정시 동사의 판매량 계획 60만 t 에서 발생하는 매출은 약 34조원이며, 영업이익률 7% 가정시 영업이익은 약 2.4조원으로 전망된다. 또한 배터리 셀, 완성차 제조사들과의 합작사를 고려한 지배주주순이익은 약 1.4조원으로 추정된다 (법인세율 20%, 지배주주비중 75% 반영). 현재 동사의 시가총액 28.8조원은 2027년 공식적인 중장기 사업계획 기준 P/E 19.9 배 수준으로 볼 수 있으며, 양극재 판가를 \$40 로 가정시에는 P/E 22.4 배까지 밸류에이션이 상승하게 되는 것으로 분석된다.

**2030년 양극재 생산 캐파 100만t 가정시의 실적 기준으로도 P/E 15~16배 수준**

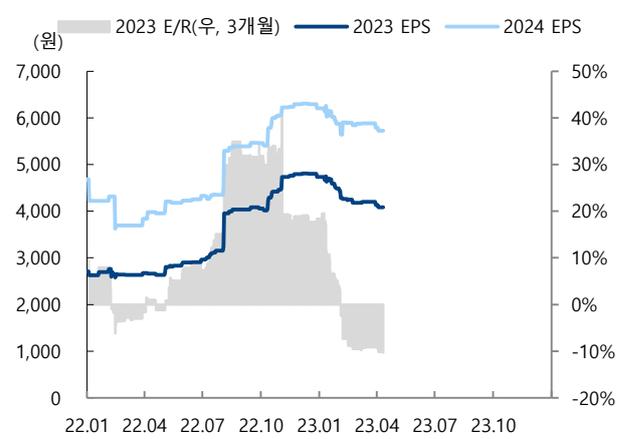
2030년 북미, 유럽, 중국 전기차 침투율이 약 60%까지 상승하면서 전세계 전기차 침투율이 약 50%를 달성한다면 2030년 전기차 배터리 수요 성장세는 대당 배터리 탑재용량 증가(2023년 약 47kWh → 2030년 약 68kWh)를 감안하더라도 약 19% 수준까지 둔화될 것으로 전망된다(2023년 약 701GWh → 2030년 약 3,541GWh). 따라서 향후 이차전지 셀, 소재 업종의 점진적인 밸류에이션 하락은 당연한 흐름일 것이다. 향후 동사의 캐파가 2030년에 100만 t 까지 확대된다고 가정하더라도 추가적으로 양극재 단가가 하향 안정화될 경우 2030년 실적까지 일부 선반영되었을 가능성도 존재한다. 이를 근거로 당사는 현 시점에서 동사 주가의 상승 여력이 제한적이라고 판단한다.

그림 11. 주요 양극재 업종 상대주가 추이(2023. 01. 01=0%)



자료: 하이투자증권

그림 12. 에코프로비엠 실적 Consensus 변화 추이



자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림 13. 에코프로비엠 2027년말 기준 양산 캐파 계획 71만 t



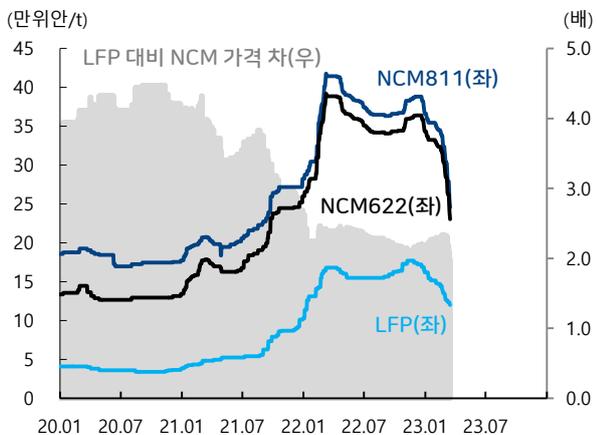
자료: 에코프로비엠, 하이투자증권

그림 14. 에코프로비엠 2027년 양극재 판매량 계획 60만 t



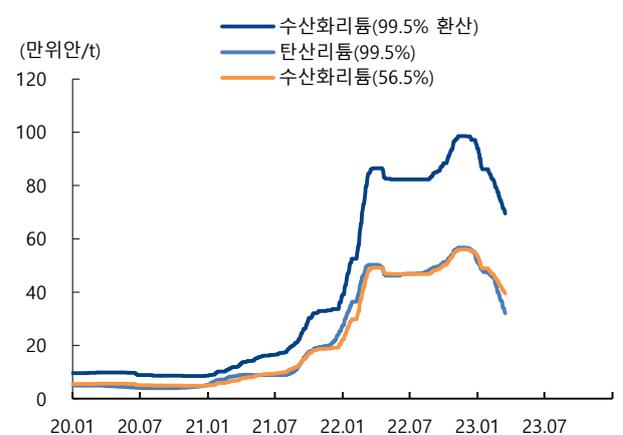
자료: 에코프로비엠, 하이투자증권

그림 15. 주요 양극재 현물가격 월별 추이



자료: Iccsino, Xinyu Information, 하이투자증권

그림 16. 수산화리튬/탄산리튬 현물가격 월별 추이



자료: Iccsino, Xinyu Information, 하이투자증권

표 2. 에코프로비엠 2027년, 2030년 ASP, 영업이익률 가정에 따른 실적 추정치와 P/E 밸류에이션 비교

에코프로비엠 2027년 미래 성장 전략(공식)					에코프로비엠 2030년 Capa. 가정				
*에코프로비엠 2027년말 양극재 Capa.		710,000 t			*에코프로비엠 2030년말 양극재 Capa.(가정)		1,000,000 t		
*에코프로비엠 2027년 양극재 판매량 계획		600,000 t			*에코프로비엠 2030년 양극재 판매량 계획(가정)		850,000 t		
양극재 ASP 가정	\$45	\$40	\$35	\$30	양극재 ASP 가정	\$45	\$40	\$35	\$30
매출액(십억원)	34,425	30,600	26,775	22,950	매출액(십억원)	48,769	43,350	37,931	32,513
① 영업이익률 7% 가정					① 영업이익률 7% 가정				
영업이익률	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	영업이익률	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
영업이익(십억원)	2,410	2,142	1,874	1,607	영업이익(십억원)	3,414	3,035	2,655	2,276
법인세율	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	법인세율	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
당기순이익(십억원)	1,928	1,714	1,499	1,285	당기순이익(십억원)	2,731	2,428	2,124	1,821
지배주주 비중	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	지배주주 비중	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
지배주주순이익(십억원)	1,446	1,285	1,125	964	지배주주순이익(십억원)	2,048	1,821	1,593	1,366
2027년 예상 실적 기준 P/E	19.9 x	22.4 x	25.6 x	29.9 x	2030년 예상 실적 기준 P/E	14.1 x	15.8 x	18.1 x	21.1 x
② 영업이익률 6% 가정					② 영업이익률 6% 가정				
영업이익률	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	영업이익률	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
영업이익(십억원)	2,066	1,836	1,607	1,377	영업이익(십억원)	2,926	2,601	2,276	1,951
법인세율	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	법인세율	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
당기순이익(십억원)	1,652	1,469	1,285	1,102	당기순이익(십억원)	2,341	2,081	1,821	1,561
지배주주 비중	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	지배주주 비중	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
지배주주순이익(십억원)	1,239	1,102	964	826	지배주주순이익(십억원)	1,756	1,561	1,366	1,170
2027년 예상 실적 기준 P/E	23.2 x	26.1 x	29.9 x	34.9 x	2030년 예상 실적 기준 P/E	16.4 x	18.5 x	21.1 x	24.6 x

자료: 하이투자증권

## 양극재 업체들에게 AMPC 보조금 효과는 중립적

### 미국 IRA 법안 시행으로 전기차 세액공제 보조금 지급 예정

미국 재무부는 지난 3월 31일 IRA(인플레이션 감축법) 전기차 세액공제 세부지침 규정을 발표하고 오는 4월 18일부터 시행한다고 밝혔다. 미국 정부가 배터리 부품 및 핵심 광물 규정 조건 충족시 전기차 구매시 대당 최대 7,500 달러까지 보조금을 지급한다. 세액공제 형태로 지급되는 보조금은 북미에서 생산, 조립한 배터리 부품 사용시 3,750 달러, 미국이나 FTA(자유무역협정) 체결국에서 채굴 혹은 제련한 핵심광물 사용시 3,750 달러가 각각 지급되는 구조이다. 반드시 북미에서 생산한 전기차 이어야 하나 리스 등 상업용으로 판매하는 차량은 북미 생산 조건에서 제외된다. 전기차 가격 상한선은 전기승용차 5.5만 달러, SUV, 픽업 트럭, 밴 8만 달러이다.

### 양극재가 포함된 핵심 광물은 미국 혹은 FTA 체결국에서 추출 혹은 제련 가능

중요한 것은 배터리 부품 및 핵심 광물 조건이다. 배터리 부품에는 양극판, 음극판, 고체메탈전극, 분리막, 전해액, 고체전해질, 배터리 셀, 배터리 모듈 등이 포함되며, 일정 비율을 북미에서 생산하거나 조립하여야 한다. 일정 비율은 2024년 이전 50%, 2024~2025년 60%, 2026년 70%, 2027년 80%, 2028년 90%, 2029년 100%이다. 특히 2024년부터 우려 외국 집단에서 생산, 조립된 부품 사용시 보조금 지급 대상에서 제외된다. 핵심 광물에는 양극활물질, 음극활물질, 박(Al/Cu), 고체메탈전극, 바인더, 전해질염, 전해질 첨가제 등이 포함되며, 일정 비율을 미국 혹은 FTA 체결국에서 추출 혹은 제련하거나 북미에서 재활용하여야 한다. 일정 비율은 2024년 이전 40%, 2024년 50%, 2025년 60%, 2026년 70%, 2027년 80%이다. 특히 2025년부터 우려 외국집단 핵심 광물 사용시 보조금 지급 대상에서 제외된다. 다만 당분간은 핵심 광물을 추출 혹은 제련, 재활용시 미국 혹은 FTA 체결국에서 50% 이상 부가가치를 창출하면 조건에 충족한다.

### AMPC 효과는 배터리 셀에게 긍정적인 반면, 양극재 업체들에게는 중립적

이번 IRA 세액공제 세부지침에는 배터리 셀, 전극활물질 업체들에게 지급될 수 있는 AMPC(첨단제조 생산세액공제)에 관한 내용은 포함되지 않았다. 업계에 따르면 AMPC 관련 세부지침은 6월경 발표 계획인 것으로 알려졌다. 기존에 발표된 IRA 가이드라인에 따르면 배터리 셀의 경우 1kWh 당 \$35을, 전극활물질의 경우 해당 업체가 발생시킨 비용의 10%에 해당하는 금액을 세액공제 형태로 지급할 예정이다. 현 시점에서 선불리 짐작할 수는 없지만 만일 상한선이 없을 경우 배터리 셀 업체들에게 미치는 AMPC 효과는 상당히 클 수 있다. 미-중 갈등으로 전기차의 배터리 셀, 소재 공급망에서 중국을 배제하고자 하는 목적이 담긴 IRA 법안 시행으로 반드시 배터리 셀을 북미에서 조달해야 하는 완성차 업체들에게 유일한 대안은 국내 배터리 셀 업체들이었다. 이로 인해 구매 협상력이 높아진 국내 배터리 셀 업체들은 북미 지역의 높은 인프라 투자비와 인건비 등을 고려해 단가 협상을 진행하여 북미 공장 증설에 나서고 있기 때문에 AMPC 보조금이 없더라도 안정적인 수익이 발생할 수 있는 구조이다. 특히 미국

내 배터리 셀 공장들은 완성차 업체들과의 합작사 형태가 많기 때문에 절반 가량의 AMPC 보조금을 나눠 가질 수 있는 완성차 업체 입장에서조차 높아진 배터리 셀 가격으로 발생할 전기차 제조원가 부담을 낮출 수 있다.

**양극재 업체들이 AMPC 보조금 혜택을 받더라도 미국의 높은 인프라 투자비, 인건비는 수익성 부담 요인으로 작용**

반면 핵심 광물에 속해있는 양극재 업체들은 상황이 다르다. 아직까지 ‘해당 업체가 발생시킨 비용’의 정의가 불분명하지만 AMPC 보조금을 받고 미국에 증설하는 것이 FTA 체결국인 한국에 공장을 건설에 수출하는 것보다 큰 이점이 없을 가능성이 높으며, 오히려 한국에서 수출하는 것이 유리할 수도 있다. 미국의 높은 인프라 투자비, 인건비 등으로 인해 미국 증설 비용이 한국(양극재 캐파 1 만 t 당 약 600~700 억원) 대비 약 3 배 가량 상승하는 반면 양극재 가격을 높이는 것이 어렵기 때문이다. 따라서 향후 추가적인 IRA 세무조항 발표시 AMPC 보조금이 양극재 업체들에게 적용된다고 하더라도 기업 가치가 상승할 것으로 보기에 는 무리가 있다.

표 3. IRA(인플레이션 감축법) 전기차 세액공제 세부지침 규정안

친환경차 보조금 혜택(2023~2032) → 2023년 4월 18일 시행	
1. 완성차 제조업체당 보조금 지원 판매량 한도 기준 삭제(기준 20만대 초과시 보조금 미지원)	
2. 전기차 구매시 대당 최대 \$7,500 보조금 지급. 단, 배터리 부품 및 핵심 광물 규정에 따라 조건 충족시 각각 \$3,750 지급	
세부 조건	
필수 조건	<p><b>1. 완성차</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 북미(North America)에서 생산한 전기차(EV, PHEV)일 것. 단, 리스 등 상업용으로 판매하는 전기차는 북미 생산 조건 제외</li> <li>② \$5.5만 이하 전기 승용차, \$8만 이하 전기 SUV, 픽업 트럭, 밴 지급 대상</li> <li>③ 개인 소득 연 \$15만, 부부 합산 소득 연 \$30만 미만</li> <li>④ 전기차 배터리 최소 탑재 용량 기준 4kWh → 7kWh로 상향</li> </ul>
선택 조건	<p><b>2. 배터리 부품 → 충족시 \$3,750 지급</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 배터리 부품의 일정 비율을 북미에서 생산하거나 조립할 것                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2024년 이전 50%, 2024~2025년 60%, 2026년 70%, 2027년 80%, 2028년 90%, 2029년 100%</li> <li>- 구성 요소: 양극판, 음극판, 고체메탈전극, 분리막, 전해액, 고체전해질, 배터리 셀, 배터리 모듈 등</li> </ul> </li> <li>② 2024년부터 우려 외국 집단(foreign entity of concern) 부품 사용시 보조금 지급 대상 제외</li> </ul>
	<p><b>3. 핵심 광물 → 충족시 \$3,750 지급</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 핵심 광물의 일정 비율을 미국 혹은 자유무역협정(FTA) 체결국에서 추출 혹은 제련(extracted or processed)하거나 북미에서 재활용할 것                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2024년 이전 40%, 2024년 50%, 2025년 60%, 2026년 70%, 2027년 80%</li> <li>- 핵심 광물 추출 혹은 제련, 재활용시 미국 혹은 자유무역협정(FTA) 체결국에서 50% 이상 부가가치 창출시 조건 인정 → 점진적 조건 상향</li> <li>- 구성 요소: 양극활물질, 음극활물질, 박(AI/Cu), 고체메탈전극, 바인더, 전해질염, 전해질 첨가제 등</li> </ul> </li> <li>② 2025년부터 우려 외국 집단(foreign entity of concern) 핵심 광물 사용시 보조금 지급 대상 제외</li> </ul>

자료: 하이투자증권

그림 17. 미국 IRA 법안 내 AMPC(Advanced Manufacturing Production Credit) 가이드 라인

"SEC. 45X. ADVANCED MANUFACTURING PRODUCTION CREDIT.

"(b) CREDIT AMOUNT.—

"(1) IN GENERAL.—Subject to paragraph (3), the amount determined under this subsection with respect to any eligible component, including any eligible component it incorporates, shall be equal to—

"(A) in the case of a thin film photovoltaic cell or a crystalline photovoltaic cell, an amount equal to the product of—

"(i) 4 cents, multiplied by

"(ii) the capacity of such cell(expressed on a per direct current watt basis),

"(B) in the case of a photovoltaic wafer, \$12 per square meter,

"(C) in the case of solar grade polysilicon, \$3 per kilogram,

"(D) in the case of a polymeric backsheets, 40 cents per square meter,

"(E) in the case of a solar module, an amount equal to the product of—

"(i) 7 cents, multiplied by

"(ii) the capacity of such module(expressed on a per direct current watt basis),

"(F) in the case of a wind energy component—

"(i) if such component is a related offshore wind vessel, an amount equal to 10 percent of the sales price of such vessel, and

"(ii) if such component is not described in clause (i), an amount equal to the product of—

"(I) the applicable amount with respect to such component (as determined under paragraph (2)(A)), multiplied by

"(II) the total rated capacity (expressed on a per watt basis) of the completed wind turbine for which such component is designed,

"(G) in the case of a torque tube, 87 cents per kilogram,

"(H) in the case of a structural fastener, \$2.28 per kilogram,

"(I) in the case of an inverter, an amount equal to the product of—

"(i) the applicable amount with respect to such inverter (as determined under paragraph (2)(B)), multiplied by

"(ii) the capacity of such inverter (expressed on a per alternating current watt basis),

"(J) in the case of electrode active materials, an amount equal to 10 percent of the costs incurred by the taxpayer with respect to production of such materials, ("(J) 전극활물질의 경우 그 물질의 생산에 관하여 해당 납세자가 발생시킨 비용의 10%에 해당하는 금액)

"(K) in the case of a battery cell, an amount equal to the product of— ("(K) 배터리전지의 경우, 아래 (i)에다 (ii)를 곱한 결과값에 해당하는 금액)

"(i) \$35, multiplied by ("(i) 35달러)

"(ii) subject to paragraph (4), the capacity of such battery cell (expressed on a kilowatt-hour basis), ("(ii) 제(4)호를 조건으로 하여 위 배터리전지의 용량(킬로와트시 기준으로 표시된 것)

"(L) in the case of a battery module, an amount equal to the product of— ("(L) 배터리모듈의 경우, 아래 (i)에다 (ii)를 곱한 결과값에 해당하는 금액)

"(i) \$10 (or, in the case of a battery module which does not use battery cells, \$45), multiplied by ("(i) 10달러 (또는 배터리전지를 사용하지 아니하는 배터리모듈의 경우, 45달러)

"(ii) subject to paragraph (4), the capacity of such battery module (expressed on a kilowatt-hour basis), and ("(ii) 제(4)호를 조건으로 하여 위 배터리모듈의 용량(kWh 기준으로 표시된 것)

"(M) in the case of any applicable critical mineral, an amount equal to 10 percent of the costs incurred by the taxpayer with respect to production of such mineral. ("(M) 적용 대상 핵심광물의 경우, 그 광물의 생산에 관하여 해당 납세자가 발생시킨 비용의 10%에 해당하는 금액)

자료: GPO, 하이투자증권

목표주가 265,000 원으로 상향하나 투자의견 Hold 하향

지금은 분명 오버슈팅 구간, 주가의 밸류에이션 정상적인 판단 수준 벗어난 것으로 판단

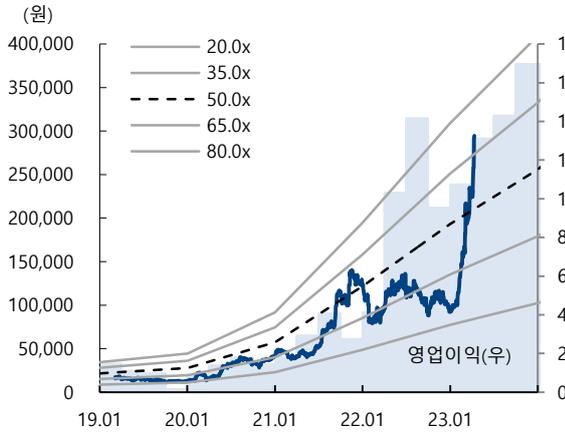
동사에 대한 목표주가를 2027 년 공식적인 미래 성장 계획안을 반영하여 265,000 원으로 상향하나 투자의견은 Hold 로 하향한다. 목표주가는 2027 년 예상 EPS 13,141 원에 2030 년 전세계 전기차 침투율이 50%까지 상승하는 과정에서 실적 성장세가 점차 둔화될 것을 반영하여 PEG 1.0 수준인 P/E 20 배를 적용해 산출했다. 현 주가의 밸류에이션은 2025 년 예상 실적 기준 P/E 41.2 배로 2027~2030 년 실적이 선반영된 수준까지 상승했으며, 전세계 이차전지 셀, 소재 업종 내 가장 높은 멀티플을 적용 받고 있다. 지금은 분명 오버슈팅 구간이다. 따라서 주가 조정이 발생하지 않는다면 당분간 상승 여력을 기대하기 어렵다고 판단한다. 동사는 높은 기술력을 확보한 전세계 1 위 양극재 소재 기업임은 틀림없으나 지금의 주가 밸류에이션은 정상적인 판단 수준을 벗어나고 있다. 주식 시장이 합리적이라면 지금의 주가 상승세는 얼마 남지 않았을 것이다. 단기에 주가가 과도하게 상승한 만큼 현 시점에서는 주가 조정 발생 가능성에 주의할 필요가 있다.

표 4. 에코프로비엠 목표주가 산출

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	... 2027F	비고
EPS (원)	554	1,145	2,433	3,893	5,386	7,148	13,141	지배주주순이익 기준
BPS (원)	5,195	5,930	13,941	17,327	22,206	28,847	-	
고점 P/E (배)	75.9	122.4	55.9	75.7				최근 5년간 평균: 74.5
평균 P/E (배)	50.6	63.4	44.2	41.0				최근 5년간 평균: 47.7
저점 P/E (배)	22.3	33.0	32.4	23.7				최근 5년간 평균: 28.4
고점 P/B (배)	8.1	23.6	9.7	17.0				최근 5년간 평균: 11.4
평균 P/B (배)	5.4	12.2	7.7	9.2				최근 5년간 평균: 7.1
저점 P/B (배)	2.4	6.4	5.7	5.3				최근 5년간 평균: 4.2
ROE	10.0%	18.4%	26.2%	26.2%	28.3%	30.5%		
적용 EPS (원)				13,141				2027년 예상 EPS 적용
Target P/E (배)				20.0				PEG 1.0 수준 반영
적정주가 (원)				262,818				
목표주가 (원)				265,000				25년 기준 P/E 37.1배, P/B 9.2배
전일 증가 (원)				294,500				25년 기준 P/E 41.2배, P/B 10.2배
상승 여력				-10.0%				

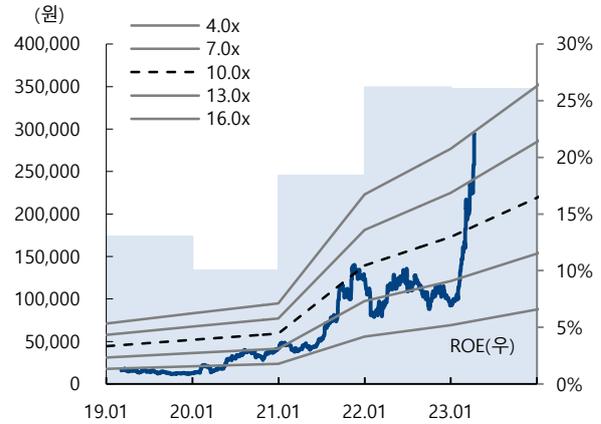
자료: 에코프로비엠, 하이투자증권

그림 18. 에코프로비엠 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 19. 에코프로비엠 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

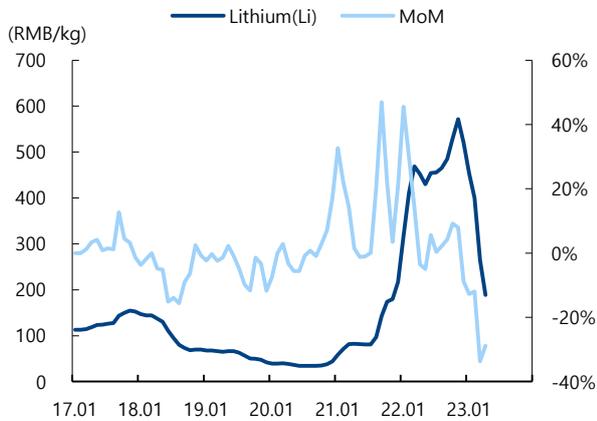
표 5. 국내 주요 이차전지 소재, 부품 업종 Peer valuation table

소재	업체명	주가 (원) (4/11)	시가총액 (십억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			지배주주순이익 증가			ROE (%)		
				22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
셀	LGES	596,000	139,464	139	69.4	47.0	5.7	6.7	5.9	37.2	26.6	18.1	-3%	162%	48%	5.8	10.2	13.3
	삼성SDI	749,000	51,505	21.7	25.0	20.4	2.4	2.7	2.3	10.4	13.9	11.4	67%	8%	22%	12.5	12.0	12.8
양극재	에코프로비엠	292,500	28,607	107	71.6	51.1	18.7	16.6	12.4	23.6	39.7	28.5	130%	72%	40%	24.3	25.9	27.8
	포스코퓨처엠	305,000	23,626	96	84.9	53.1	4.6	8.3	7.1	67.1	47.8	31.0	-12%	135%	60%	4.9	10.4	14.4
	엘앤에프	319,000	11,490	28.5	36.9	23.0	5.6	6.9	5.2	18.0	25.6	16.4	흑전	15%	61%	28.3	22.1	27.9
	코스모신소재	193,100	5,919	57	142	78.4	6.3	18.8	14.1	30.8	78.3	46.9	54%	50%	81%	12.1	14.7	20.6
분리막	SKIET	89,800	6,403	-230	231	47.2	3.1	2.9	2.7	35.7	34.1	19.2	적전	흑전	389%	-1.4	1.3	5.9
	더블유씨피	52,700	1,776	24.5	32.4	21.4	1.7	1.8	1.7	11.1	15.3	11.1	흑전	-1%	52%	8.3	5.7	8.0
전지박	SKC	112,000	4,241	-72.1	49.5	17.8	2.6	2.0	1.8	10.3	18.2	10.5	적전	흑전	178%	-3.7	4.7	11.7
	롯데에너지머티	71,200	3,283	81.7	34.2	23.7	2.5	3.1	2.8	13.6	15.7	11.9	-30%	119%	44%	N/A	N/A	N/A
	솔루스첨단소재	46,700	1,640	-199	498	41.3	4.3	4.2	3.8	74.9	28.4	13.8	적전	흑전	1105%	-2.7	0.8	9.7
전해액/ 전해질	천보	281,500	2,815	67.9	46.5	27.4	7.4	7.0	5.6	38.2	26.8	17.0	-15%	62%	70%	11.9	16.3	23.0
	후성	16,200	1,529	16.7	20.1	15.0	4.5	N/A	N/A	6.3	9.6	7.4	330%	-22%	34%	31.6	N/A	N/A
	동화기업	58,300	1,178	37.5	97.0	19.6	2.0	1.5	1.4	11.5	16.4	8.6	-3%	-68%	395%	5.9	1.8	8.2
실리콘 음극재	한솔케미칼	245,500	2,783	16.0	19.0	15.7	3.1	3.0	2.5	9.0	11.5	9.7	5%	-6%	21%	21.4	17.6	18.2
	대주전자재료	132,000	2,043	1331	185	58.8	10.7	14.8	11.8	75.9	70.9	34.4	-96%	1003%	215%	0.8	8.8	23.4
도전재	나노신소재	184,800	2,005	46.5	108	60.2	4.6	11.1	9.4	33.6	63.7	36.4	158%	9%	80%	12.8	10.5	17.3
	제이오	39,900	1,250	N/A	136	50.9	N/A	13.1	10.4	N/A	65.4	31.1	적지	흑전	171%	N/A	12.3	24.5
부품	신흥에스이씨	55,700	432	25.1	11.3	9.6	1.6	1.4	1.2	7.6	6.5	5.4	-26%	130%	18%	6.6	13.4	13.6
평균				88.6	99.9	35.9	5.1	7.0	5.7	28.6	32.3	19.4	43%	111%	162%	10.5	11.1	16.5

자료: Quantwise, 하이투자증권  
주: 2023년 4월 11일 종가 기준

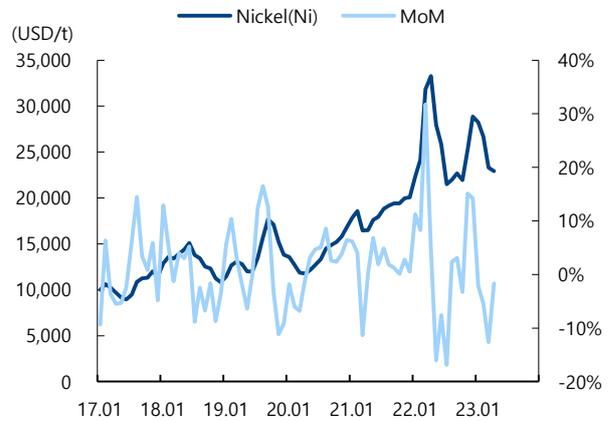
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림 20. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



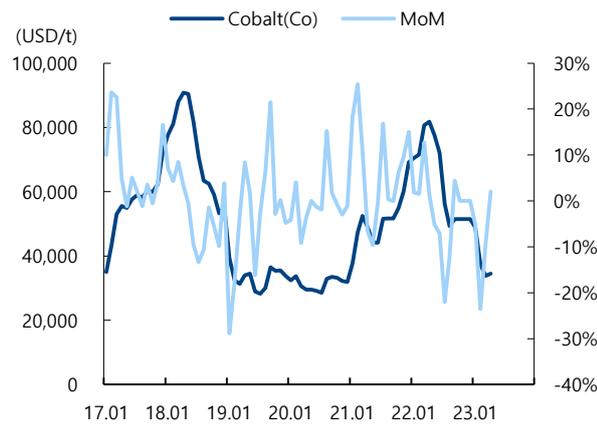
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 21. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



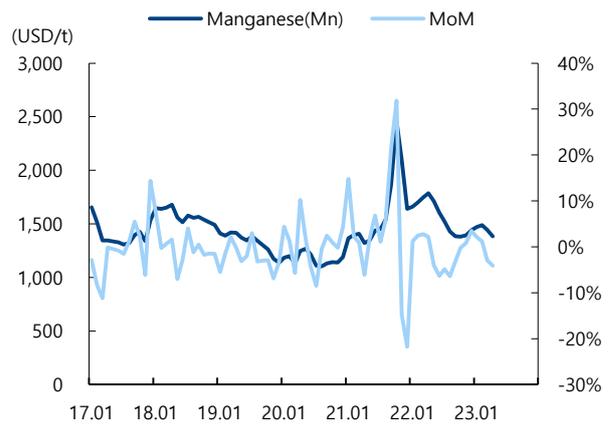
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 22. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



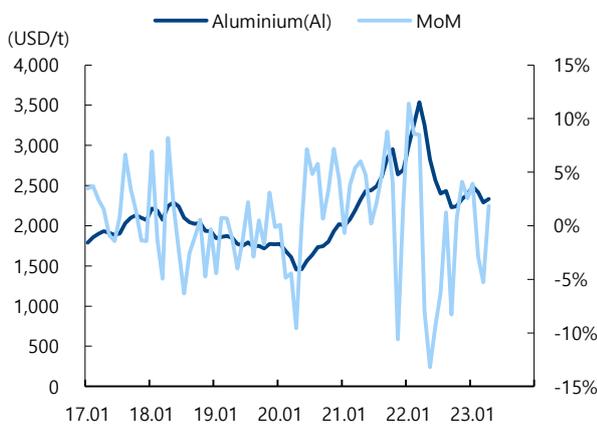
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 23. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



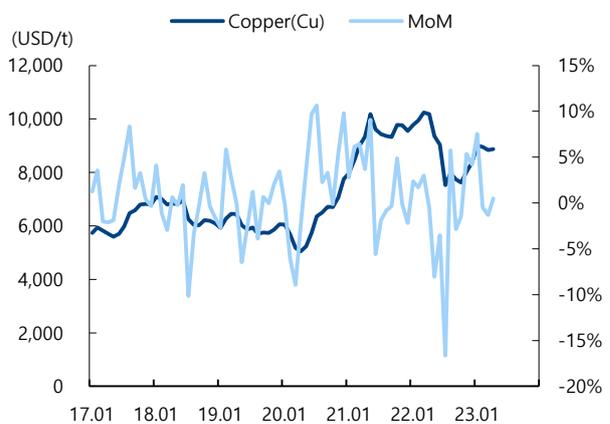
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 24. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 25. 구리 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(단위:십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,274	3,707	4,100	5,079	매출액	5,358	9,128	11,825	16,821
현금 및 현금성자산	320	494	604	436	증가율(%)	260.6	70.4	29.5	42.3
단기금융자산	31	15	23	34	매출원가	4,841	8,385	10,832	15,430
매출채권	887	1,420	1,709	2,271	매출총이익	516	743	993	1,391
재고자산	856	1,418	1,584	2,068	판매비와관리비	135	188	228	327
비유동자산	1,100	1,495	1,868	2,170	연구개발비	5	12	12	17
유형자산	1,004	1,352	1,682	1,938	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	10	8	6	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,374	5,202	5,968	7,249	영업이익	381	555	765	1,064
유동부채	1,548	1,984	2,388	3,048	증가율(%)	230.9	45.8	37.8	39.1
매입채무	875	1,380	1,756	2,430	영업이익률(%)	7.1	6.1	6.5	6.3
단기차입금	379	379	379	379	이자수익	3	3	5	4
유동성장기부채	254	198	226	212	이자비용	22	30	34	27
비유동부채	338	1,338	1,138	938	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-33	-8	-13	-13
장기차입금	315	1,315	1,115	915	세전계속사업이익	323	519	721	1,026
부채총계	1,886	3,322	3,527	3,986	법인세비용	50	78	110	155
자배주주지분	1,363	1,695	2,172	2,821	세전계속이익률(%)	6.0	5.7	6.1	6.1
자본금	49	49	49	49	당기순이익	273	442	611	871
자본잉여금	877	877	877	877	순이익률(%)	5.1	4.8	5.2	5.2
이익잉여금	432	769	1,252	1,907	지배주주귀속 순이익	232	381	527	699
기타자본항목	12	12	12	12	기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
비지배주주지분	125	186	270	442	총포괄이익	267	436	605	866
자본총계	1,488	1,880	2,442	3,263	지배주주귀속총포괄이익	228	376	522	695

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-241	156	1,226	995	주당지표(원)				
당기순이익	273	442	611	871	EPS	2,433	3,893	5,386	7,148
유형자산감가상각비	61	107	125	199	BPS	13,941	17,327	22,206	28,847
무형자산상각비	1	1	1	0	CFPS	3,085	4,991	6,673	9,187
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	450	450	450	450
투자활동 현금흐름	-535	-488	-510	-514	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-455	-455	-455	-455	PER	37.9	75.7	54.7	41.2
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-	PBR	6.6	17.0	13.3	10.2
금융상품의 증감	244	159	118	-157	PCR	29.9	59.0	44.1	32.1
재무활동 현금흐름	993	911	-204	-246	EV/EBITDA	21.7	45.6	33.6	23.6
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	24.3	24.9	27.3	28.0
자본의증감	121	1,000	-200	-200	EBITDA 이익률	8.3	7.3	7.5	7.5
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	126.7	176.7	144.4	122.1
현금및현금성자산의증감	216	174	110	-169	순부채비율	40.1	73.5	44.8	31.8
기초현금및현금성자산	105	320	494	604	매출채권회전율(x)	9.3	7.9	7.6	8.5
기말현금및현금성자산	320	494	604	436	재고자산회전율(x)	9.0	8.0	7.9	9.2

자료 : 에코프로비엠, 하이투자증권 리서치본부

**에코프로비엠**  
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2021-04-28	Buy	250,000	1년	-64.0%	-43.9%
2021-08-06	Buy	385,000	1년	-71.6%	-63.6%
2021-09-13	Buy	520,000	1년	-78.4%	-73.0%
2021-11-08	Buy	640,000	1년	-82.6%	-78.1%
2022-02-14	Buy	450,000	1년	-75.8%	-68.6%
2022-05-04	Buy	650,000	1년	-80.5%	-54.7%
2022-08-04	Buy	170,000	1년	-24.0%	73.2%
2022-10-05	Buy	140,000	1년	-3.0%	110.4%
2022-11-02	Buy	160,000	1년	-11.9%	84.1%
2023-04-12	Hold	265,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2023-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	97.3%	2.7%	-