

에코프로비엠 247540

비싼 데는 이유가 있지만

고멀티플을 유지하기 위해서는 수직계열화에 따른 마진 확장이 중요

에코프로비엠에 대한 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가는 30만원으로 상향한다. 2025년 순이익에 PER 29배를 적용했다. 경쟁사 대비 높은 밸류에이션이나 2027년 까지 가시성 높은 계획과 견조한 물량/판가가 이를 뒷받침해주고 있다. 추가적인 기업가치의 상승을 위해서는 CAPA 상향 외에도 수익성 향상이 동반되어야 한다. 계열사의 수직계열화에 따른 마진 확장 여부가 프리미엄의 지속성을 좌우할 것이다. 현재 시가총액은 PER로 보면 25년 26배, 27년 19배로 고성장을 이미 가정 중이다.

1Q23 매출액/영업이익 +3%/+7% QoQ, 2Q23 매출액 +5% 예상

2023년 1분기 매출액/영업이익은 각각 2.01조원(+204% YoY)/1,073억원(+161%), 영업이익률 5.3%(-0.9%p)로 시장기대치(OP 1,140억원)를 하회했다. 전분기 대비로는 3%/7% 증가했다. 전분기 대비 ASP는 2% 상승했고 물량은 1% 증가했다. 2Q23 매출액/영업이익은 5%/23% QoQ 증가한 2.1조원/1,320억원, 영업이익률 6.3%(+1.0%p)를 예상한다. 판가는 소폭 하락할 수 있지만 CAM7 1라인이 1Q23에 생산을 시작한 가운데 2~3라인이 2Q23 중 양산되면서 물량 증가에 따른 규모의 경제로 외형 성장과 수익성 개선이 동반될 전망이다.

컨콜 내용: 우려보다 평가 하락폭 낮을 전망. 리튬 업스트림 진출 예정

23년 매출액 10조원 목표를 유지했다. 2Q23 CAM7 증산에 이어 하반기 물량 증가 요인은 CAM4N의 풀가동, CAM5N의 가동률 상승이다. 메탈가 하락으로 평가가 하락할 수 있지만 우려보다 하락폭이 크지 않을 것으로 보고 있다. 당초 예상보다 원달러 환율이 견조한 가운데 ASP 하락우려의 근거인 리튬가격은 시장에서 보는 중국 탄산리튬 기준과 동사의 아시아 시장가격의 괴리가 있기 때문이다. IRA에 대해서는 리튬/니켈 적격성 확보가 핵심이고 업스트림향 전략 확대에 충족할 전망이다. 리튬 광산에 업스트림 진출도 계획 중이다. 장기 리튬가격 전망은 \$20, 니켈은 \$30이다.

Financial Data

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------|------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 855 | 1,486 | 5,358 | 9,006 | 11,895 |
| 영업이익 | 55 | 115 | 381 | 541 | 807 |
| 영업이익률(%) | 6.4 | 7.7 | 7.1 | 6.0 | 6.8 |
| 세전이익 | 48 | 114 | 323 | 483 | 799 |
| 지배주주지분순이익 | 47 | 101 | 232 | 385 | 637 |
| EPS(원) | 549 | 1,084 | 2,378 | 3,828 | 6,191 |
| 증감률(%) | 적지 | 97.3 | 119.4 | 61.0 | 61.7 |
| ROE(%) | n/a | 20.3 | 24.3 | 18.0 | 18.3 |
| PER (배) | 76.5 | 114.2 | 38.7 | 69.8 | 43.1 |
| PBR (배) | 2.0 | 5.1 | 6.6 | 9.4 | 6.9 |
| EV/EBITDA (배) | 40.5 | 72.1 | 21.6 | 39.5 | 26.1 |

자료: 에코프로비엠, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

구성종 2 차전자·인터넷
02-709-2337
gu.sungjoong@ds-sec.co.kr

2023.05.03

매수(유지)

| | |
|-------------|----------|
| 목표주가(상향) | 300,000원 |
| 현재주가(05/02) | 267,000원 |
| 상승여력 | 12.4% |

Stock Data

| | |
|------------------|------------|
| KOSDAQ | 855.6pt |
| 시가총액(보통주) | 26,113십억원 |
| 발행주식수 | 97,801천주 |
| 액면가 | 500원 |
| 자본금 | 49십억원 |
| 60일 평균거래량 | 3,221천주 |
| 60일 평균거래대금 | 683,995백만원 |
| 외국인 지분율 | 9.4% |
| 52주 최고가 | 556,900원 |
| 52주 최저가 | 86,900원 |
| 주요주주 | |
| 에코프로(외 14인) | 51.6% |
| 에코프로비엠우리스주(외 1인) | 3.1% |

주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M | 18.9 | 18.0 |
| 3M | 134.2 | 122.3 |
| 6M | 143.4 | 120.7 |

주가차트

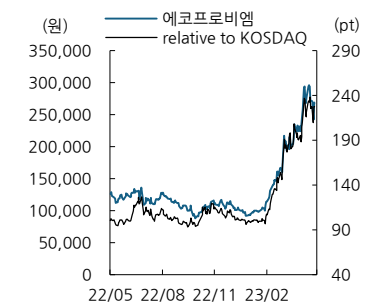


표1 에코프로비엠의 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23P | 2Q23F | 3Q23F | 4Q23F | 2022P | 2023F | 2024F |
|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 매출 | 663 | 1,187 | 1,563 | 1,944 | 2,011 | 2,108 | 2,311 | 2,576 | 5,357 | 9,006 | 11,895 |
| EV | 348 | 588 | 882 | 1,340 | 1,606 | 1,609 | 1,864 | 2,099 | 3,157 | 7,178 | 9,890 |
| ESS | 28 | 53 | 70 | 54 | 50 | 55 | 58 | 66 | 204 | 229 | 307 |
| Non-IT | 280 | 536 | 597 | 502 | 318 | 416 | 361 | 379 | 1,914 | 1,473 | 1,528 |
| 기타 | 6 | 11 | 15 | 48 | 37 | 28 | 28 | 31 | 81 | 125 | 170 |
| 매출비중 | | | | | | | | | | | |
| EV | 53% | 49% | 56% | 69% | 80% | 76% | 81% | 81% | 59% | 80% | 83% |
| ESS | 4% | 4% | 4% | 3% | 2% | 3% | 3% | 3% | 4% | 3% | 3% |
| Non-IT | 42% | 45% | 38% | 26% | 16% | 20% | 16% | 15% | 36% | 16% | 13% |
| 기타 | 1% | 1% | 1% | 2% | 2% | 1% | 1% | 1% | 2% | 1% | 1% |
| 영업이익 | 41 | 103 | 141 | 97 | 107 | 132 | 167 | 134 | 382 | 541 | 807 |
| 순이익 | 26 | 69 | 100 | 37 | 83 | 94 | 120 | 93 | 232 | 385 | 637 |
| Margin | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 6.2% | 8.7% | 9.0% | 5.0% | 5.3% | 6.3% | 7.2% | 5.2% | 7.1% | 6.0% | 6.8% |
| 순이익률 | 3.9% | 5.9% | 7.3% | 2.8% | 4.1% | 4.4% | 5.2% | 3.6% | 4.9% | 4.3% | 5.4% |
| YoY | | | | | | | | | | | |
| 매출 | 152% | 282% | 283% | 286% | 204% | 78% | 48% | 32% | 261% | 68% | 32% |
| 영업이익 | 131% | 255% | 248% | 254% | 161% | 29% | 18% | 41% | 233% | 42% | 49% |
| 순이익 | 84% | 218% | 246% | 56% | 219% | 36% | 20% | 151% | 130% | 46% | 65% |

자료: 에코프로비엠, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 에코프로비엠 1Q23 실적 VS. 컨센서스

| (십억원, %) | 1Q23 실적 | YoY | QoQ | 1Q23 DS 추정치 | 차이 (%) | 1Q23 컨센서스 | 차이 (%) |
|----------|---------|-----|-----|-------------|--------|-----------|--------|
| 매출액 | 2,011 | 286 | 24 | 1,993 | 1 | 1,959 | 3 |
| 영업이익 | 107 | 248 | -33 | 101 | 6 | 114 | -6 |

자료: 에코프로비엠, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 에코프로비엠의 실적 전망 변경

| (십억원, %) | 변경전 | | 변경후 | | 차이 (%) | |
|----------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|
| | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F |
| 매출액 | 9,194 | 11,155 | 9,006 | 11,895 | -2 | 7 |
| 영업이익 | 537 | 782 | 541 | 807 | 1 | 3 |

자료: 에코프로비엠, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 에코프로비엠의 목표주가 산정방식

| (십억원, 천주) | 실적 | 배수 | 비고 |
|----------------|----------------|----|---|
| 지배주주순이익 | 1,015.6 | 29 | 2023~2025년 순이익 CAGR +54%에 PEG 0.47 배 적용 |
| 적정 시가총액 | 29,777 | | |
| 주식수 | 97,801 | | |
| 목표주가 | 300,000 | | |
| 현재주가 | 267,000 | | |
| 업사이드 | 12 | | |

자료: 에코프로비엠, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 IRA법안에 관련된 주요 사항과 에코프로비엠의 대응방안

- 에코프로만의 국내 전지재료 생태계 운영으로 IRA 대응에 보다 유리한 조건 확보
- 외국우려집단 (Foreign Entities of Concern)에 대한 구체적 정의 부재, 세부 내용 발표 후 추가 해석 필요

IRA Requirement

■ 적격(Qualified) 핵심 광물 지정

1. 미국, FTA 체결 국가 또는 일본에서 핵심 광물의
 - ① 추출(Extraction) 또는 ② 가공(Processing)으로 부가가치의 50% 이상 창출
 - * 25년부터 외국우려집단의 채굴/가공 광물이 포함 될 경우 충족 불가능
 - 2. 북미 內 핵심 광물 재활용(Recycling)으로 부가가치 50% 이상 창출

■ 적용 가능한 핵심 광물의 부가가치

'23년부터 적용 가능한 핵심 광물의 부가가치 비율 40% 이상 충족
 * '23년 이후 27년까지 매년 10%씩 증가

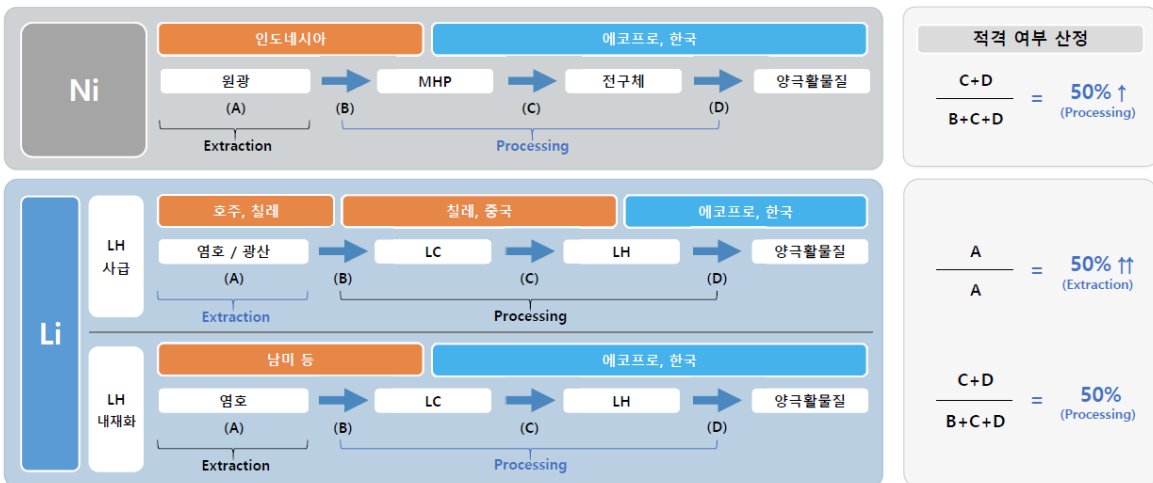


자료: 에코프로비엠, DS투자증권 리서치센터

그림2 에코프로비엠의 IRA 충족 현황

- IRA의 Critical Minerals 요건은 Ni, Li이 핵심이며 에코프로의 단기 충족 가능성은 높은 상황, 중장기 Upstream 전략 추진 및 생산능력 확대를 통해 핵심광물 비율 충족 대응
- 인도네시아 등 IPEF 국가들에 대한 지위가 FTA Level로 조정될 경우 중장기 IRA 충족 가능성 대폭 상향

에코프로 IRA 충족 현황



자료: 에코프로비엠, DS투자증권 리서치센터

[에코프로비엠 247540]

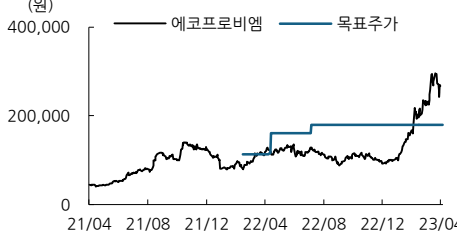
| 재무상태표 | (십억원) | | | | | 손익계산서 | (십억원) | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| 유동자산 | 305 | 739 | 2,274 | 3,869 | 4,169 | 매출액 | 855 | 1,486 | 5,358 | 9,006 | 11,895 |
| 현금 및 현금성자산 | 59 | 105 | 320 | 1,209 | 785 | 매출원가 | 749 | 1,295 | 4,841 | 8,311 | 10,885 |
| 매출채권 및 기타채권 | 81 | 267 | 887 | 1,187 | 1,535 | 매출총이익 | 106 | 190 | 516 | 695 | 1,010 |
| 재고자산 | 157 | 339 | 856 | 1,254 | 1,621 | 판매비 및 관리비 | 51 | 75 | 135 | 154 | 203 |
| 기타 | 8 | 28 | 210 | 219 | 228 | 영업이익 | 55 | 115 | 381 | 541 | 807 |
| 비유동자산 | 494 | 687 | 1,100 | 2,395 | 4,034 | (EBITDA) | 92 | 158 | 445 | 681 | 1,063 |
| 관계기업투자등 | 0 | 1 | 50 | 52 | 54 | 금융손익 | -8 | 0 | -23 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 436 | 639 | 1,004 | 2,297 | 3,933 | 이자비용 | 4 | 4 | 22 | 0 | 0 |
| 무형자산 | 13 | 12 | 13 | 12 | 11 | 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 799 | 1,426 | 3,374 | 6,264 | 8,203 | 기타영업외손익 | 0 | -1 | -36 | -58 | -8 |
| 유동부채 | 189 | 613 | 1,548 | 2,292 | 2,871 | 세전계속사업이익 | 48 | 114 | 323 | 483 | 799 |
| 매입채무 및 기타채무 | 106 | 240 | 875 | 1,118 | 1,445 | 계속사업법인세비용 | 1 | 17 | 50 | 111 | 184 |
| 단기금융부채 | 70 | 358 | 633 | 1,133 | 1,383 | 계속사업이익 | 47 | 98 | 273 | 372 | 615 |
| 기타유동부채 | 14 | 15 | 39 | 41 | 43 | 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 143 | 217 | 338 | 939 | 1,140 | 당기순이익 | 47 | 98 | 273 | 372 | 615 |
| 장기금융부채 | 127 | 195 | 315 | 915 | 1,115 | 지배주주 | 47 | 101 | 232 | 385 | 637 |
| 기타비유동부채 | 15 | 21 | 23 | 23 | 24 | 총포괄이익 | 47 | 98 | 273 | 372 | 615 |
| 부채총계 | 332 | 830 | 1,886 | 3,230 | 4,010 | 매출총이익률 (%) | 12.4 | 12.8 | 9.6 | 7.7 | 8.5 |
| 지배주주지분 | 444 | 552 | 1,363 | 2,908 | 4,068 | 영업이익률 (%) | 6.4 | 7.7 | 7.1 | 6.0 | 6.8 |
| 자본금 | 11 | 11 | 49 | 51 | 53 | EBITDA마진률 (%) | 10.7 | 10.7 | 8.3 | 7.6 | 8.9 |
| 자본잉여금 | 275 | 293 | 877 | 2,125 | 2,749 | 당기순이익률 (%) | 5.5 | 6.6 | 5.1 | 4.1 | 5.2 |
| 이익잉여금 | 136 | 224 | 432 | 720 | 1,254 | ROA (%) | n/a | 9.1 | 9.7 | 8.0 | 8.8 |
| 비지배주주지분(연결) | 24 | 44 | 125 | 125 | 125 | ROE (%) | n/a | 20.3 | 24.3 | 18.0 | 18.3 |
| 자본총계 | 467 | 596 | 1,488 | 3,033 | 4,193 | ROIC (%) | n/a | 11.9 | 20.9 | 14.3 | 12.9 |

| 현금흐름표 | (십억원) | | | | | 주요투자지표 | (원, 배) | | | | |
|-------------|-------|------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| 영업활동 현금흐름 | 125 | -101 | -241 | 73 | 500 | 투자지표 (x) | | | | | |
| 당기순이익(손실) | 47 | 98 | 0 | 372 | 615 | P/E | 76.5 | 114.2 | 38.7 | 69.8 | 43.1 |
| 비현금수익비용가감 | 48 | 56 | 131 | 162 | 278 | P/B | 2.0 | 5.1 | 6.6 | 9.4 | 6.9 |
| 유형자산감가상각비 | 34 | 41 | 61 | 137 | 253 | P/S | 4.2 | 7.7 | 1.7 | 3.0 | 2.3 |
| 무형자산상각비 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | EV/EBITDA | 40.5 | 72.1 | 21.6 | 39.5 | 26.1 |
| 기타현금수익비용 | 11 | 13 | 66 | 21 | 22 | P/CF | 37.9 | 74.9 | 68.8 | 50.4 | 30.8 |
| 영업활동 자산부채변동 | 30 | -267 | -683 | -461 | -394 | 배당수익률 (%) | 0.3 | 0.2 | 1.1 | 0.4 | 0.4 |
| 매출채권 감소(증가) | -23 | -168 | -671 | -300 | -348 | 성장성 (%) | | | | | |
| 재고자산 감소(증가) | 2 | -183 | -524 | -398 | -367 | 매출액 | n/a | 73.8 | 260.6 | 68.1 | 32.1 |
| 매입채무 증가(감소) | 44 | 74 | 630 | 242 | 327 | 영업이익 | n/a | 110.0 | 230.9 | 42.0 | 49.3 |
| 기타자산 부채변동 | 7 | 9 | -118 | -6 | -6 | 세전이익 | n/a | 140.3 | 181.9 | 49.8 | 65.4 |
| 투자활동 현금 | -94 | -237 | -535 | -1,437 | -1,896 | 당기순이익 | n/a | 109.6 | 178.8 | 36.5 | 65.4 |
| 유형자산처분(취득) | -98 | -236 | -455 | -1,430 | -1,889 | EPS | n/a | 97.3 | 119.4 | 61.0 | 61.7 |
| 무형자산 감소(증가) | 0 | -1 | -1 | -2 | -2 | 안정성 (%) | | | | | |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | -1 | -85 | -3 | -3 | 부채비율 | 71.0 | 139.2 | 126.7 | 106.5 | 95.7 |
| 기타투자활동 | 5 | 1 | 6 | -1 | -1 | 유동비율 | 161.3 | 120.6 | 146.9 | 168.8 | 145.2 |
| 재무활동 현금 | 9 | 384 | 993 | 2,252 | 972 | 순차입금/자기자본(x) | 29.5 | 74.9 | 40.1 | 26.6 | 40.0 |
| 차입금의 증가(감소) | -12 | 356 | 393 | 1,100 | 450 | 영업이익/금융비용(x) | 12.9 | 25.6 | 17.0 | n/a | n/a |
| 자본의 증가(감소) | 2 | 9 | 588 | 1,152 | 522 | 총차입금 (십억원) | 197 | 553 | 948 | 2,048 | 2,498 |
| 배당금의 지급 | 3 | 9 | 21 | 98 | 103 | 순차입금 (십억원) | 138 | 447 | 597 | 807 | 1,679 |
| 기타재무활동 | 20 | 18 | 12 | 0 | 0 | 주당지표(원) | | | | | |
| 현금의 증가 | 39 | 45 | 216 | 889 | -424 | EPS | 549 | 1,084 | 2,378 | 3,828 | 6,191 |
| 기초현금 | 20 | 59 | 105 | 320 | 1,209 | BPS | 21,088 | 24,071 | 13,941 | 28,291 | 38,631 |
| 기말현금 | 59 | 105 | 320 | 1,209 | 785 | SPS | 10,010 | 15,968 | 54,781 | 89,395 | 115,480 |
| NOPLAT | 54 | 98 | 322 | 416 | 622 | CFPS | 1,109 | 1,653 | 1,338 | 5,298 | 8,675 |
| FCF | 30 | -351 | -1,087 | -1,364 | -1,396 | DPS | 111 | 227 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |

자료: 에코프로비엠, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

에코프로비엠 (247540) 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) | | (원) |
|------------|-------|---------|--------|------------|-----|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 | |
| 2022-03-14 | 담당자변경 | | | | |
| 2022-03-14 | 매수 | 460,000 | -6.8 | 13.1 | |
| 2022-05-11 | 매수 | 640,000 | -24.4 | -15.3 | |
| 2022-07-18 | 매수 | 160,450 | -26.9 | -20.4 | |
| 2022-08-03 | 매수 | 180,000 | -22.4 | 64.4 | |
| 2022-10-18 | 매수 | 180,000 | -16.1 | 64.4 | |
| 2022-11-02 | 매수 | 180,000 | -14.0 | 64.4 | |
| 2022-12-13 | 매수 | 180,000 | -6.2 | 64.4 | |
| 2023-02-06 | 매수 | 180,000 | 17.2 | 64.4 | |
| 2023-05-03 | 매수 | 300,000 | | | |



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

| 기업 | 업종 | 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견 |
|----|------|----------------------------|
| 매수 | 비중확대 | |
| 중립 | 중립 | |
| 매도 | 비중축소 | |

투자의견 비율

| 매수 | 중립 | 매도 | 기준일 2023.03.31 |
|--------|------|------|----------------|
| 100.0% | 0.0% | 0.0% | |

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.