

2024. 2. 7



▲ 이차전지/석유화학

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

**Hold** (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** 290,000 원

**현재주가 (2.7)** 230,500 원

**상승여력** 25.8%

KOSDAQ	811.92pt
시가총액	225,432억원
발행주식수	9,780만주
유동주식비율	48.19%
외국인비중	8.58%
52주 최고/최저가	462,000원/121,800원
평균거래대금	3,400.3억원

**주요주주(%)**  
에코프로 외 11 인 50.34

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-26.8	-32.2	89.2
상대주가	-20.8	-25.0	80.1

주가그래프



# 에코프로비엠 247540

## 4Q23 Review: 업황은 바닥을 통과 중

- ✓ 4Q23 Review: 국내 최대 양극재 생산기업도 극복하지 못한 원재료 급락의 후유증
- ✓ 1Q24E 매출액 9,123억원/OP -438억원: 재고손실 반영, 향후 가격반등 고민 필요
- ✓ 24년E 매출액 4,8조원/OP 900억원: 연간 EPS 변동률 고려, 올 상반기가 주가 바닥
- ✓ 2024년 업황 둔화 우려에도 신규 수주, 생산 Capa 투자, Mix 다변화 노력 진행 중
- ✓ P가 지배하는 업황: 업황 바닥을 다지고 있다는 판단으로 다가올 주가 Re-rating의 계기를 준비할 시점. 현재는 투자의견 Hold와 적정주가 29만원을 유지

### 4Q23 Review: 원재료 가격 급락의 나비효과, 재고평가손실 발생

동사는 4Q23 매출액 1.1조원/영업적자 -1,147억원을 기록, 연간 매출액 6.9조원/영업이익 1,532억원을 달성했다. 연말 자동차 판매량 증가의 과거 수요 패턴과 달리, 전방 EV 수요 심리 훼손과 고객사들의 적체된 재고량에 의한 셀 업체들의 저율 운영과 판매단가 하락으로 Q와 P 모두 부진했다. 특히 당분기 반영된 재고평가손실 규모는 -1,245억원(순수 이익률 0.8%)이다. 2024~25년 연간 추정치를 다소 하향하여 매출액/영업이익 4.8조원/900억원, 9.2조원/5,058억원을 전망한다. 주요 가정은 (1) 중단기 판매단가 하락: 2개년간 각각 -35%, -12%, (2) 동기간 주력 고객사 SK On의 저율 가동 일정에 맞춘 분기별 출하량 이연을 반영했다.

### 아직은 투자의견 Hold/적정주가 29만원을 유지하나, 현 시점을 업황 바닥 권으로 판단. 향후 투자의견 상향 가능성을 염두

주력 고객사 SK On의 시장 경쟁력 훼손 지속, 메탈가 하락 영향으로 이차전지 업황에 부정적 의견이 다수이다. 그럼에도 올 상반기를 동사가 처한 업황 및 주가 바닥시점으로 판단한다. 결국 투입 원재료 가격 방향성이 핵심변수이다. 낙관적 EV 수요 전망과 중단기 채굴기업들의 감산 이행 가능성으로 현재 가격수준 대비 Upside Risk를 고민할 시점이다. 또한 동사는 실적 설명회에서 중장기 생산능력 확대/양극재 Chemistry 다변화 노력을 기반으로 한 신규 고객사들 확보를 언급했다. 이는 그룹사 수직 계열화를 강점으로 한 유럽 및 북미 시장에서의 배터리 셀/OEM들과의 신규 거래선 확보 가시성이다. 향후 업황 회복 시점에 맞물린 KOSPI 이진 상장을 통한 수급 유입 효과는 덤이다. 현재는 다소 보수적 업황 변수를 감안하여 동사에 투자의견 Hold와 적정주가 29만원을 유지한다. 단, 동사는 향후 주가 Re-rating 변수에 따라 국내 양극재 생산기업 중에 의견 상향 가시성이 높은 편이다.

(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	6,900.9	153.2	9.3	95	-83.5	14,042	3,034.8	20.5	89.4	0.7	203.9
2024E	4,831.9	90.0	6.7	68	-30.7	12,555	3,374.8	18.4	46.5	0.5	357.2
2025E	9,259.5	505.9	224.1	2,292	965.5	9,643	100.6	23.9	22.6	20.6	600.3

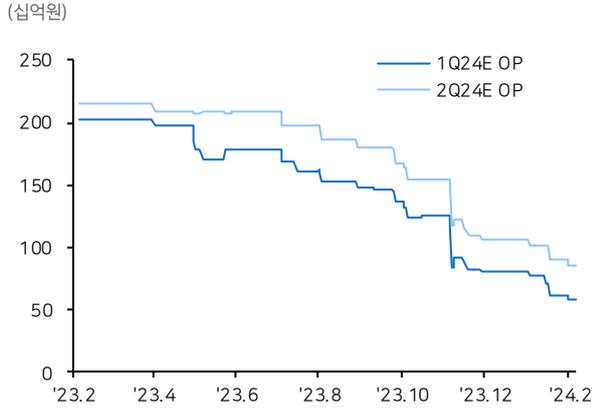
(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,180.4	1,944.8	-39.3	1,803.3	-34.5	1,624.0	-27.3	1,558.9	-24.3
영업이익	-114.7	95.3	적전	45.9	적전	30.0	적전	28.1	적전
세전이익	-154.1	63.9	적전	24.5	적전	2.5	적전	13.2	적전
순이익(지배주주)	-120.1	37.1	적전	2.5	적전	18.6	적전	8.4	적전
영업이익률(%)	-9.7	4.9		2.5		1.8		1.8	
순이익률(%)	-10.2	1.9		0.1		1.1		0.5	

자료: 에코프로비엠, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	2,011.0	1,906.2	1,803.3	1,180.4	912.3	1,068.2	1,304.7	1,546.8	6,900.9	4,831.9	9,259.5
영업이익	107.3	114.7	45.9	-114.7	-43.8	15.0	43.1	75.8	153.2	90.0	505.8
%OP	5.3%	6.0%	2.5%	-9.7%	-4.8%	1.4%	3.3%	4.9%	2.2%	1.9%	5.5%
세전이익	97.5	105.5	24.5	-154.1	-53.1	3.3	27.9	57.7	73.4	35.8	392.2
순이익(지배주주)	70.3	56.5	2.5	-120.1	-39.3	2.2	10.9	32.8	9.3	6.7	232.2
%YoY											
매출액	203.6	60.6	15.4	-39.3	-54.6	-44.0	-27.6	31.0	28.8	-30.0	91.6
영업이익	161.4	11.5	-67.6	적전	적전	-87.0	-6.1	흑전	-59.7	-41.3	462.0
세전이익	172.6	17.7	-81.6	적전	적전	-96.9	13.8	흑전	-77.2	-51.3	996.5
순이익(지배주주)	169.8	-18.0	-97.5	적전	적전	-96.1	333.1	흑전	-96.0	-28.0	3,374.7
%QoQ											
매출액	3.4	-5.2	-5.4	-34.5	-22.7	17.1	22.1	18.6			
영업이익	12.7	6.9	-60.0	적전	적자축소	흑전	187.9	76.0			
세전이익	52.6	8.1	-76.8	적전	적자축소	흑전	745.2	107.2			
순이익(지배주주)	89.5	-19.6	-95.6	적전	적자축소	흑전	387.8	201.5			

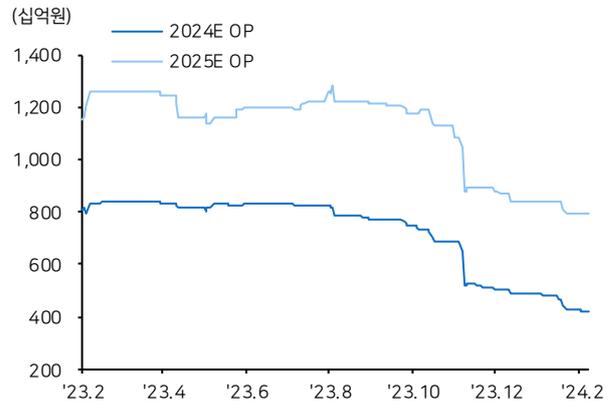
자료: 에코프로비엠, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q24E 에코프로비엠의 영업이익 컨센서스 흐름



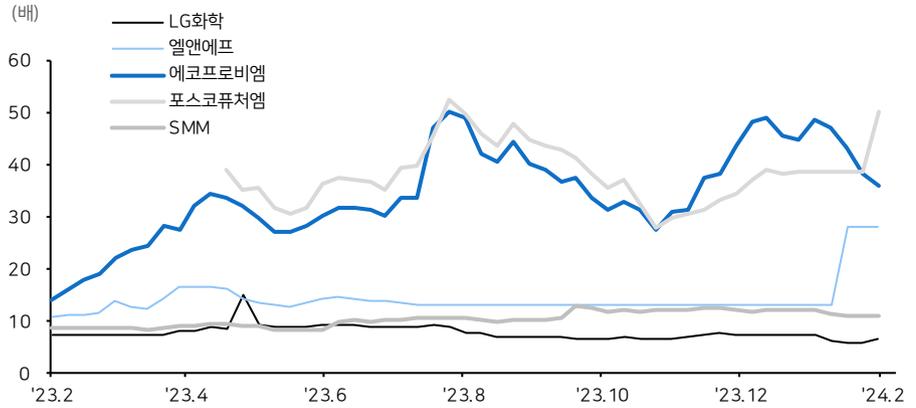
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 에코프로비엠의 영업이익 컨센서스 흐름



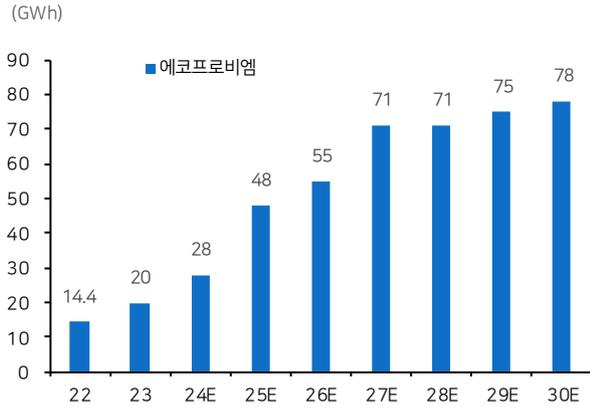
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 주요 양극재 생산기업들의 EV/EBITDA 추이



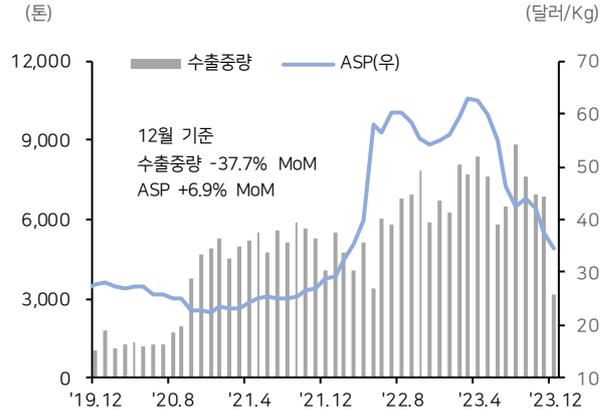
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에코프로비엠의 양극재 생산Capa 전망



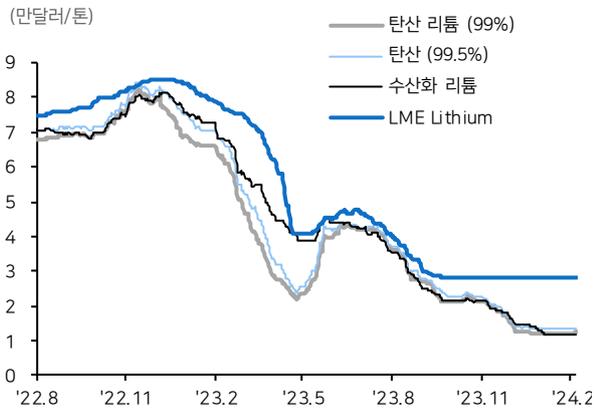
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 청주시(에코프로비엠) 양극재 수출량 및 ASP 추이



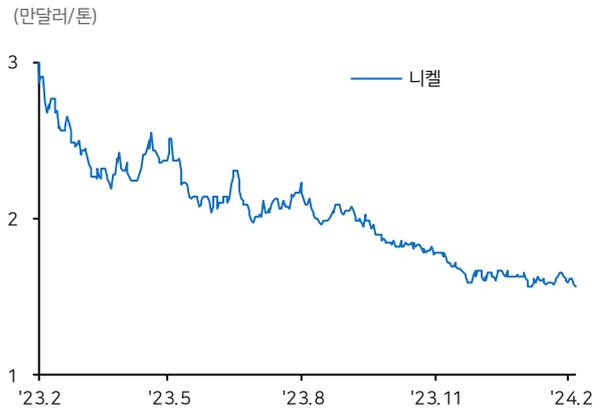
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리튬 가격 추이



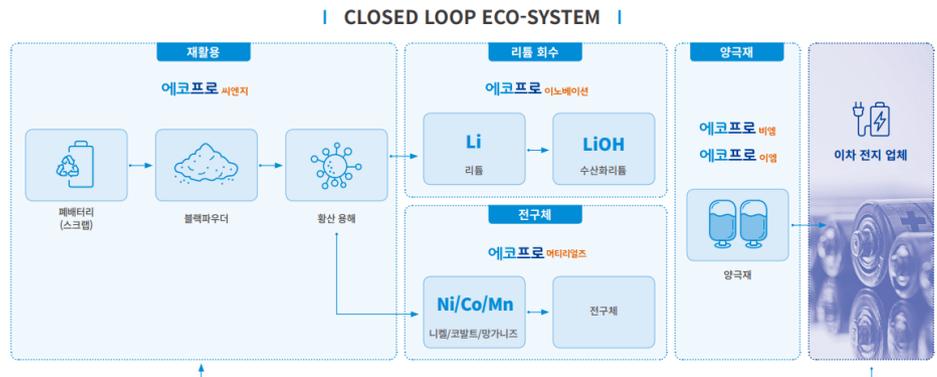
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 니켈 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 에코프로 이차전지 Closed-Loop 생태계



자료: 에코프로, 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,485.6</b>	<b>5,357.6</b>	<b>6,900.9</b>	<b>4,831.9</b>	<b>9,259.5</b>
매출액증가율(%)	73.8	260.6	28.8	-30.0	91.6
매출원가	1,295.5	4,841.4	6,608.3	4,771.8	9,242.8
매출총이익	190.1	516.2	292.6	60.1	16.7
판매관리비	75.1	135.5	139.3	100.3	192.6
<b>영업이익</b>	<b>115.0</b>	<b>380.7</b>	<b>153.2</b>	<b>90.0</b>	<b>505.9</b>
영업이익률(%)	7.7	7.1	2.2	-0.8	-1.9
금융손익	-0.4	-24.8	-44.2	-54.1	-113.5
중속/관계기업손익	0.0	-0.0	-11.4	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-0.2	-33.3	-24.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	114.4	322.5	73.3	35.8	392.3
법인세비용	16.6	49.9	27.3	3.9	52.4
<b>당기순이익</b>	<b>97.8</b>	<b>272.7</b>	<b>46.0</b>	<b>31.9</b>	<b>339.9</b>
지배주주지분 순이익	100.8	232.3	9.3	6.7	224.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-100.9</b>	<b>-241.3</b>	<b>147.9</b>	<b>110.8</b>	<b>-383.5</b>
당기순이익(손실)	97.8	272.7	46.0	31.9	339.9
유형자산상각비	40.6	61.5	179.6	461.4	730.1
무형자산상각비	2.8	3.4	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-267.4	-683.1	556.5	-328.6	-1,102.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-237.3</b>	<b>-534.7</b>	<b>-969.3</b>	<b>-1,476.2</b>	<b>-1,604.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-236.0	-455.3	-970.9	-1,520.0	-1,640.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-49.5	23.0	-0.4	-1.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>383.6</b>	<b>993.2</b>	<b>1,690.2</b>	<b>1,658.0</b>	<b>1,706.8</b>
차입금의 증감	356.2	395.1	1,665.6	1,800.3	1,901.0
자본의 증가	19.4	622.0	36.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.4	215.7	862.6	292.6	-281.0
기초현금	59.2	104.7	320.4	1,182.9	1,475.5
기말현금	104.7	320.4	1,182.9	1,475.5	1,194.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>739.1</b>	<b>2,274.3</b>	<b>2,903.1</b>	<b>3,709.5</b>	<b>5,151.4</b>
현금및현금성자산	104.7	320.4	1,182.9	1,475.5	1,194.5
매출채권	247.4	877.4	795.8	1,042.8	1,871.2
재고자산	339.4	856.4	741.8	972.1	1,744.3
<b>비유동자산</b>	<b>686.7</b>	<b>1,099.9</b>	<b>1,882.0</b>	<b>2,940.9</b>	<b>3,851.8</b>
유형자산	638.9	1,003.5	1,821.9	2,880.6	3,790.4
무형자산	12.1	13.4	14.7	14.7	14.7
투자자산	1.9	51.4	17.0	17.3	18.3
<b>자산총계</b>	<b>1,425.9</b>	<b>3,374.2</b>	<b>4,785.1</b>	<b>6,650.4</b>	<b>9,003.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>612.9</b>	<b>1,547.9</b>	<b>2,324.4</b>	<b>3,385.5</b>	<b>4,913.1</b>
매입채무	142.3	736.1	426.2	558.5	1,002.2
단기차입금	265.0	377.8	1,480.5	1,900.5	2,340.5
유동성장기부채	91.9	254.1	260.2	720.2	1,200.2
<b>비유동부채</b>	<b>216.8</b>	<b>338.1</b>	<b>885.9</b>	<b>1,810.2</b>	<b>2,804.6</b>
사채	0.0	0.0	502.1	942.1	1,402.1
장기차입금	193.5	313.3	367.3	847.3	1,367.3
<b>부채총계</b>	<b>829.7</b>	<b>1,886.0</b>	<b>3,210.3</b>	<b>5,195.7</b>	<b>7,717.6</b>
<b>자본금</b>	<b>11.5</b>	<b>48.9</b>	<b>48.9</b>	<b>48.9</b>	<b>48.9</b>
자본잉여금	292.9	877.5	913.6	913.6	913.6
기타포괄이익누계액	0.0	-7.4	-5.0	-113.1	-578.1
이익잉여금	224.0	432.2	397.6	360.3	540.5
비지배주주지분	44.5	124.8	201.5	226.7	342.5
<b>자본총계</b>	<b>596.2</b>	<b>1,488.2</b>	<b>1,574.8</b>	<b>1,454.6</b>	<b>1,285.6</b>

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	16,872	56,104	70,560	49,406	94,677
EPS(지배주주)	1,145	2,433	95	68	2,292
CFPS	1,747	4,226	-3,804	4,532	7,883
EBITDAPS	1,799	4,665	3,403	5,638	12,638
BPS	5,930	13,941	14,042	12,555	9,643
DPS	227	450	450	450	450
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	108.1	37.9	3,034.8	3,374.8	100.6
PCR	70.8	21.8	-75.7	50.9	29.2
PSR	7.3	1.6	4.1	4.7	2.4
PBR	20.9	6.6	20.5	18.4	23.9
EBITDA(십억원)	158.4	445.5	332.8	551.4	1,236.0
EV/EBITDA	72.4	21.8	89.4	46.5	22.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.3	24.3	0.7	0.5	20.6
EBITDA 이익률	10.7	8.3	4.8	11.4	13.3
부채비율	139.2	126.7	203.9	357.2	600.3
금융비용부담률	0.3	0.4	1.1	2.0	1.6
이자보상배율(x)	25.6	17.0	2.1	0.9	3.4
매출채권회전율(x)	9.1	9.5	8.2	5.3	6.4
재고자산회전율(x)	6.0	9.0	8.6	5.6	6.8

**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 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

