

**BUY**

목표주가(12M) 337,000원(하향)
현재주가(11.07) 284,500원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	824.37
52주 최고/최저(원)	462,000/92,100
시가총액(십억원)	27,824.5
시가총액비중(%)	6.90
발행주식수(천주)	97,801.3
60일 평균 거래량(천주)	1,068.0
60일 평균 거래대금(십억원)	295.4
외국인지분율(%)	7.90
주요주주 지분율(%)	
에코프로 외 12 인	51.07

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	7,994.6	10,369.8
영업이익(십억원)	396.2	647.9
순이익(십억원)	288.6	488.4
EPS(원)	2,454	4,088
BPS(원)	15,960	20,088

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,485.6	5,357.6	7,280.3	7,622.7
영업이익	115.0	380.7	305.4	319.8
세전이익	114.4	322.5	253.4	247.6
순이익	100.8	232.3	161.5	162.5
EPS	1,145	2,433	1,651	1,661
증감율	106.68	112.49	(32.14)	0.61
PER	108.07	37.85	172.32	171.28
PBR	20.69	6.53	18.32	16.99
EV/EBITDA	72.39	21.84	75.09	61.37
ROE	20.26	24.26	11.26	10.40
BPS	5,981	14,099	15,533	16,745
DPS	227	450	450	450



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 위경재 kyungjae.wee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 8일 | 기업분석_Earnings Review

에코프로비엠 (247540)**수익성 악화와 금리상승 리스크****3Q23 Review : 수익성 악화**

3분기 실적은 매출 1.8조원(YoY +15%, QoQ -5%), 영업이익 459억원(YoY -68%, QoQ -60%) 기록하며, 분할 상장 이후 처음으로 영업이익이 전년 동기 및 전분기 대비 모두 감소했다. 전기차용 양극재 수요 증가 및 ESS 제품 판매 증가로 출하량은 QoQ +15% 증가했으나, 제품 판가는 메탈 가격 하락으로 인해 QoQ -18% 하락했다. 양극재 판가 하락에 따른 역래킹과 원재료 가격 하락에 따른 재고 평가손실이 함께 발생하며 영업이익률은 QoQ -3.5%p 하락한 2.5% 기록했다.

4분기 매출 감소 전망

4분기 실적은 매출 1.6조원(YoY -20%, QoQ -13%), 영업이익 375억원(YoY -61%, QoQ -18%)을 전망한다. 유럽의 경우, 주요 3개국(영/독/프)의 3분기 전기차 판매량이 QoQ -1% 감소한 가운데, 프랑스의 10월 전기차 판매량 역시 MoM -12% 감소하는 등 전방 수요 부진한 상황 감안하면 4분기 유럽향 매출 증가를 기대하기 어렵다. 북미 시장의 경우, Ford의 F-150 예약 취소 건수 증가로 인해 에코프로비엠 매출의 35% 차지하는 NCM 부문 4분기 부진 불가피하다. 이에 따라 전사 매출은 전년 동기 및 전분기 대비 감소를 전망한다. 수익성의 경우 가동률 하락에 따른 고정비 부담 증가 불구, 메탈 가격 하락폭 축소로 재고 평가 손실 규모가 전분기 대비 줄어들며 영업이익률은 전분기와 유사한 2.4%를 전망한다.

목표주가 하향 조정

한국 양극재 기업 Valuation 시 고려해야할 핵심 요소는 3가지다 : 1) LFP 침투율, 2) 수익성, 3) 금리. 1) 자동차 기업들의 LFP 배터리 탑재가 늘고 있다. 하지만 중국 리스크 및 리사이클링 경제성 감안할 때, LFP가 배터리 시장을 완전히 장악할 가능성은 극히 낮다. 다만 5% 내외 불과한 미국 및 유럽의 LFP 침투율은, LFP의 가격 매력/화재 안정성/조달 용이성 감안할 때 장기적으로 30% 수준까지 상승할 수 있음을 염두에 두어야한다. 이는 삼원계의 성장 속도를 저해하는 요소라는 점에서 Multiple De-rating 불가피하다. 2) 2년간 메탈 가격 급등락(수산화리튬 가격 6\$ -> 82\$ -> 22\$)을 겪으며 양극재 산업은 수익성 변동폭이 매우 큰 산업임이 확인됐다. 큰 폭의 가격 및 수익성 변동성은, 장기적으로 양극재 산업의 시클릭 산업 귀속을 의미한다. 이제 양극재 산업도 Buy&Hold가 아닌 트레이딩 구간에 들어섰다. 3) 특히 금리가 중요하다. 5년 후 실적을 당겨오는 2차전지 산업은 금리 상승 시 현재가치 할인폭 확대에 따른 타격이 상대적으로 매우 크다. 금리 상승으로 인해 에코프로그룹의 가중평균자본비용(WACC)이 2021년 4%대에서 최근 8% 수준까지 상승함에 따라 현재가치 할인한 적정 시가총액이 크게 감소했다(장기 Max value 33조원 전망). 투자 의견 BUY를 유지하나, 1)-3)을 반영해 목표주가를 337,000원으로 하향 조정한다.

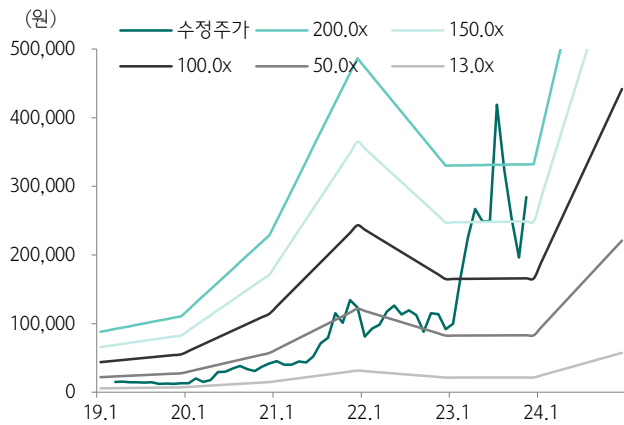
도표 1. 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023	2024
매출	662.5	1,187.1	1,563.2	1,944.8	2,011.0	1,906.2	1,803.3	1,559.8	5,357.6	7,280.3	7,622.7
YoY(%)	151.7	282.4	283.1	285.9	203.6	60.6	15.4	(19.8)	260.6	35.9	4.7
QoQ(%)	31.5	79.2	31.7	24.4	3.4	(5.2)	(5.4)	(13.5)			
매출원가	599.0	1,047.6	1,382.2	1,812.6	1,869.2	1,750.1	1,718.3	1,485.8	4,841.4	6,823.4	7,133.0
판관비	22.4	36.6	39.5	36.9	34.4	41.4	39.1	36.6	135.5	151.6	170.0
영업이익	41.1	102.9	141.5	95.3	107.3	114.7	45.9	37.5	380.7	305.4	319.8
YoY(%)	130.3	254.3	247.7	246.8	161.4	11.5	(67.6)	(60.6)	230.9	(19.8)	4.7
QoQ(%)	49.5	150.6	37.5	(32.7)	12.7	6.9	(60.0)	(18.3)			
영업이익률(%)	6.2	8.7	9.0	4.9	5.3	6.0	2.5	2.4	7.1	4.2	4.2
YoY(%p)	(0.6)	(0.7)	(0.9)	(0.6)	(0.9)	(2.7)	(6.5)	(2.5)	(0.6)	(2.9)	0.0
QoQ(%p)	0.7	2.5	0.4	(4.2)	0.4	0.7	(3.5)	(0.1)			

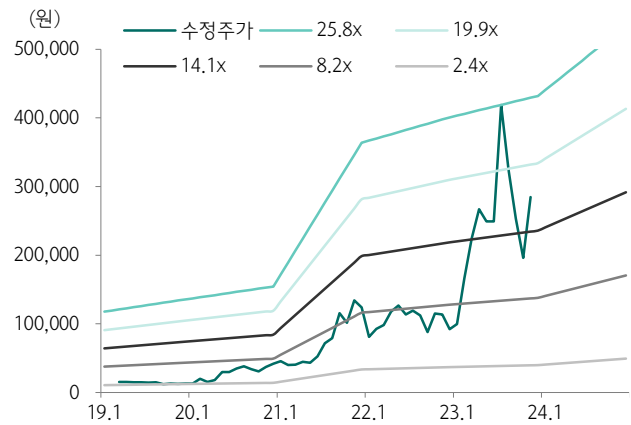
자료: 에코프로비엠, 하나증권

도표 2. 에코프로비엠 12M Fwd P/E



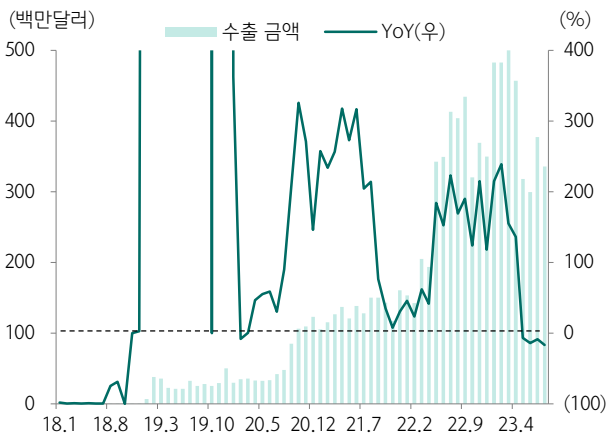
자료: 하나증권

도표 3. 에코프로비엠 12M Fwd P/B



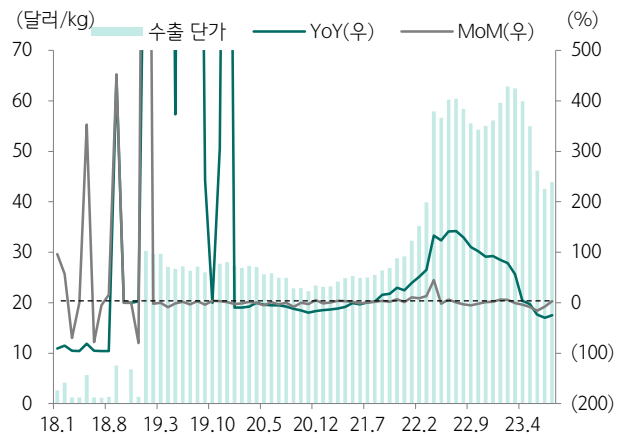
자료: 하나증권

도표 4. 청주 양극재 수출 금액 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 5. 청주 양극재 수출 단가 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,485.6	5,357.6	7,280.3	7,622.7	12,617.9
매출원가	1,295.5	4,841.4	6,823.4	7,133.0	11,581.3
매출총이익	190.1	516.2	456.9	489.7	1,036.6
판매비	75.1	135.5	151.5	170.0	286.2
영업이익	115.0	380.7	305.4	319.8	750.4
금융손익	(0.4)	(24.8)	(40.9)	(72.2)	(92.2)
종속/관계기업손익	0.0	(0.0)	7.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(33.3)	(18.6)	0.0	0.0
세전이익	114.4	322.5	253.4	247.6	658.2
법인세	16.6	49.9	47.8	41.9	111.2
계속사업이익	97.8	272.7	205.6	205.7	547.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	97.8	272.7	205.6	205.7	547.0
비지배주주지분 순이익	(3.0)	40.3	44.1	43.2	114.9
지배주주순이익	100.8	232.3	161.5	162.5	432.2
지배주주지분포괄이익	97.7	226.7	176.0	144.5	384.3
NOPAT	98.3	321.8	247.8	265.6	623.7
EBITDA	158.4	445.5	412.7	516.4	997.7
성장성(%)					
매출액증가율	73.82	260.64	35.89	4.70	65.53
NOPAT증가율	83.05	227.37	(23.00)	7.18	134.83
EBITDA증가율	72.93	181.25	(7.36)	25.13	93.20
영업이익증가율	109.85	231.04	(19.78)	4.72	134.65
(지배주주)순이익증가율	114.93	130.46	(30.48)	0.62	165.97
EPS증가율	106.68	112.49	(32.14)	0.61	166.04
수익성(%)					
매출총이익률	12.80	9.63	6.28	6.42	8.22
EBITDA이익률	10.66	8.32	5.67	6.77	7.91
영업이익률	7.74	7.11	4.19	4.20	5.95
계속사업이익률	6.58	5.09	2.82	2.70	4.34

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,145	2,433	1,651	1,661	4,419
BPS	5,981	14,099	15,533	16,745	20,714
CFPS	1,746	4,226	(1,675)	5,280	10,202
EBITDAPS	1,799	4,665	4,220	5,280	10,202
SPS	16,872	56,104	74,440	77,941	129,016
DPS	227	450	450	450	450
주기지표(배)					
PER	108.07	37.85	172.32	171.28	64.38
PBR	20.69	6.53	18.32	16.99	13.73
PCR	70.87	21.79	(169.85)	53.88	27.89
EV/EBITDA	72.39	21.84	75.09	61.37	32.50
PSR	7.33	1.64	3.82	3.65	2.21
재무비율(%)					
ROE	20.26	24.26	11.26	10.40	23.79
ROA	9.06	9.68	4.28	3.38	6.78
ROIC	13.07	22.50	10.53	8.20	14.92
부채비율	139.18	126.73	143.35	191.18	206.94
순부채비율	74.93	40.09	89.93	117.16	118.44
이자보상배율(배)	25.61	16.97	5.82	3.96	7.49

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	739.1	2,274.3	2,393.0	2,766.8	4,072.8
금융자산	106.5	351.7	156.8	296.3	521.9
현금성자산	104.6	320.4	131.7	283.7	503.5
매출채권	247.4	877.4	1,052.9	1,210.8	1,774.9
재고자산	339.4	856.4	1,027.7	1,130.4	1,657.1
기타유동자산	45.8	188.8	155.6	129.3	118.9
비유동자산	686.7	1,099.9	1,774.8	2,691.3	3,224.9
투자자산	1.9	51.4	45.5	59.6	80.5
금융자산	1.9	14.4	15.8	16.2	16.9
유형자산	638.8	1,003.5	1,684.3	2,586.7	3,099.4
무형자산	12.1	13.4	15.4	15.4	15.4
기타비유동자산	33.9	31.6	29.6	29.6	29.6
자산총계	1,425.9	3,374.2	4,167.8	5,458.1	7,297.6
유동부채	612.9	1,547.9	1,968.9	2,294.0	2,773.1
금융부채	357.7	633.0	1,229.0	1,229.4	1,230.0
매입채무	142.3	736.1	590.4	863.4	1,265.7
기타유동부채	112.9	178.8	149.5	201.2	277.4
비유동부채	216.8	338.1	486.2	1,289.6	2,147.0
금융부채	195.5	315.3	468.0	1,263.0	2,108.0
기타비유동부채	21.3	22.8	18.2	26.6	39.0
부채총계	829.7	1,886.0	2,455.1	3,583.6	4,920.1
지배주주지분	551.7	1,363.4	1,503.8	1,622.4	2,010.6
자본금	11.5	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	292.9	877.5	877.5	877.5	877.5
자본조정	23.3	12.2	15.9	15.9	15.9
기타포괄이익누계액	0.0	(7.4)	11.8	11.8	11.8
이익잉여금	224.0	432.2	549.8	668.3	1,056.5
비지배주주지분	44.4	124.8	208.9	252.1	366.9
자본총계	596.1	1,488.2	1,712.7	1,874.5	2,377.5
순금융부채	446.7	596.6	1,540.2	2,196.1	2,816.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(100.9)	(241.3)	58.7	458.2	458.9
당기순이익	97.8	272.7	205.6	205.7	547.0
조정	68.7	169.1	(417.3)	268.8	339.5
감가상각비	43.4	64.8	107.3	196.6	247.3
외환거래손익	(0.3)	2.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	25.6	101.9	(524.6)	72.2	92.2
영업활동 자산부채변동	(267.4)	(683.1)	270.4	(16.3)	(427.6)
투자활동 현금흐름	(237.3)	(534.7)	(700.1)	(1,092.0)	(778.8)
투자자산감소(증가)	(0.7)	(49.4)	13.4	(14.2)	(20.9)
자본증가(감소)	(236.0)	(455.2)	(735.5)	(1,099.0)	(760.0)
기타	(0.6)	(30.1)	22.0	21.2	2.1
재무활동 현금흐름	383.6	993.2	706.1	670.7	701.5
금융부채증가(감소)	356.2	395.1	748.7	795.4	845.6
자본증가(감소)	19.4	622.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	17.4	(2.9)	1.3	(80.8)	(100.2)
배당지급	(9.4)	(21.0)	(43.9)	(43.9)	(43.9)
현금의 증감	45.4	215.7	(190.8)	152.0	219.8
Unlevered CFO	153.8	403.5	(163.8)	516.4	997.7
Free Cash Flow	(336.9)	(696.6)	(676.8)	(640.8)	(301.1)

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에코프로비엠



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.8	BUY	337,000		
23.8.4	BUY	446,000	-37.81%	-22.76%
23.5.19	BUY	285,000	3.71%	62.11%
22.7.14	BUY	153,000	-6.10%	93.46%
22.5.23	BUY	152,929	-19.82%	-11.14%
22.5.13	BUY	15,293	674.78%	636.88%
22.5.9	BUY	152,929	-23.53%	-21.82%
22.2.14	BUY	150,720	-33.60%	-14.74%
21.11.9	BUY	172,958	-32.39%	-18.93%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2023년 11월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자조건 비율공시

- 투자건의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.59%	4.95%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 05일