



에코프로비엠 (247540)

상반기까지는 눈높이를 낮추자

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(하향): 260,000원

현재 주가(5/3)	226,000원
상승여력	▲ 15.0%
시가총액	221,031억원
발행주식수	97,801천주
52 주 최고가 / 최저가	462,000 / 188,600원
90 일 일평균 거래대금	2,008.05억원
외국인 지분율	9.7%

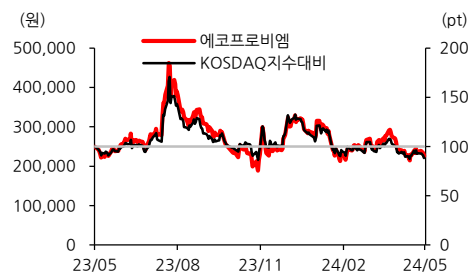
주주 구성	
에코프로 (외 13 인)	50.4%
에코프로비엠우리사주 (외 1 인)	1.3%
권우석 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.9	-1.3	-1.7	-9.4
상대수익률(KOSDAQ)	-6.3	-7.5	-12.4	-12.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,358	6,901	4,414	7,171
영업이익	381	156	96	551
EBITDA	445	249	249	766
지배주주순이익	232	-9	20	313
EPS	2,376	-89	208	3,207
순차입금	597	1,314	2,420	3,627
PER	38.8	-3,224.7	1,086.9	70.5
PBR	6.6	20.5	15.9	13.0
EV/EBITDA	21.6	118.5	98.5	33.6
배당수익률	0.5	n/a	n/a	n/a
ROE	24.3	-0.6	1.5	20.2

주가 추이



에코프로비엠은 1 분기 재고평가손 환입을 제외하면 적자를 기록했습니다. SKon 향 수요 부진으로 2 분기에도 적자가 예상됩니다. 양극재 판가는 2 분기가 저점으로 가동률만 회복되면 하반기 정상화된 수익성을 기대할 수 있습니다. 수요 회복을 확인하며 접근할 것을 추천드립니다.

1분기: 재고평가충당금 환입 제외하면 적자

동사의 1분기 실적은 매출액 9,705억 원, 영업이익 67억 원으로 시장 기대치를 상회했다. 지난 4Q23 당시 인식된 1,245억 원의 재고평가손실 중 제품 판매가 이루어지며 456억 원이 환입됐기 때문이다. 이를 제외하면 389억 원의 적자를 기록한 셈이다. 양극재 출하량과 판가는 각각 전분기 대비 5%, 13%씩 하락했다. 1) SKon향 NCM 판매가 급감하며 가동률 저하에 따른 고정비 부담이 증가했고, 2) 판가 하락으로 판가-원가 스프레드도 악화됐다. 2022년 매출의 60%를 차지했던 에코프로비엠(이엠 제외)의 비중은 4Q23부터 20% 수준까지 하락했다.

2분기도 적자 지속

동사의 2분기 실적으로 매출액 7,844억 원, 영업적자 266억 원을 전망한다. 전분기 대비 양극재 출하량과 판가는 각각 1% 증가, 20% 하락할 것으로 예상되며, 재고평가손환입 규모는 추정하기 어려우나 200억 원의 환입을 가정했다. 1) 가동률 부진에 따른 고정비와 2) 판가 하락에 따른 스프레드 부담으로 상반기까지 수익성 개선은 제한적일 것으로 예상된다. 다만, 하반기부터 전기차 수요 회복이 예상되기에 3분기부터는 Q 증가와 함께 판가 안정화에 따른 수익성 개선이 기대된다.

목표주가 26만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 26만 원으로 하향한다. 25년 실적 추정치를 하향 조정했다. 전방 수요 약세로 24년 말 양산을 목표한 CAM9(5.4만 톤)은 25년으로 연기됐으며, 3자 JV로 예상되는 캐나다 공장 또한 고객사 사정으로 양산 일정이 불투명해졌다. 연초 제시했던 2024년 가이던스(출하량 YoY +15%)도 달성하기 어려울 것으로 예상된다. 현시점 가장 중요한 부분은 SKon향 수요 회복이다. 양극재 판가는 2Q24가 저점으로 예상되기에 가동률만 회복되면 하반기부터는 정상화된 수익성을 기대할 수 있기 때문이다. 매수 의견은 유지하나, 수요 회복세를 확인하며 보수적인 접근을 추천한다.

[표1] 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,011.0	1,906.2	1,803.3	1,180.4	970.5	784.4	1,210.5	1,448.9	5,357.6	6,900.9	4,414.4	7,170.9
EV	1,606.1	1,658.4	1,554.5	953.1	788.9	647.7	969.6	1,225.9	3,157.3	5,772.1	3,632.0	6,298.7
P/T	358.0	218.8	179.5	177.6	102.9	84.2	177.4	153.7	1,996.0	933.9	518.2	548.7
ESS 및 기타	46.9	29.0	69.3	49.7	69.3	52.6	63.5	69.3	204.3	194.9	254.7	323.4
영업이익	107.3	114.7	45.9	(111.9)	6.7	(26.6)	35.3	80.6	380.7	156.0	95.9	551.3
영업이익률	5.3%	6.0%	2.5%	-9.5%	0.7%	-3.4%	2.9%	5.6%	7.1%	2.3%	2.2%	7.7%
양극재 출하량(톤)	26,440	25,710	29,669	22,060	20,858	21,075	30,395	36,380	82,673	103,879	108,708	180,050
QoQ/YoY	1.4%	-2.8%	15.4%	-25.6%	-5.4%	1.0%	44.2%	19.7%	65.7%	25.7%	4.6%	65.6%

자료: 에코프로비엠, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에코프로비엠 밸류에이션

구분		비고
EPS(원)	3,202	2025년 EPS
Target P/E(배)	81	동종 업체 25E P/E에 30% 프리미엄
주당 적정가치(원)	258,072	
목표 주가(원)	260,000	
현재 주가(원)	226,000	5월 3일 종가
상승 여력(%)	15.0%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,486	5,358	6,901	4,414	7,171
매출총이익	190	516	293	254	808
영업이익	115	381	156	96	551
EBITDA	158	445	249	249	766
순이자손익	-4	-19	-58	-95	-157
외화관련손익	4	-4	8	0	0
지분법손익	0	0	-4	0	0
세전계속사업손익	114	323	78	28	494
당기순이익	98	273	55	22	405
지배주주순이익	101	232	-9	20	313
증가율(%)					
매출액	73.8	260.6	28.8	-36.0	62.4
영업이익	110.0	230.9	-59.0	-38.5	474.7
EBITDA	72.9	181.2	-44.2	0.1	207.7
순이익	109.6	178.8	-79.9	-58.9	1,704.2
이익률(%)					
매출총이익률	12.8	9.6	4.3	5.7	11.3
영업이익률	7.7	7.1	2.3	2.2	7.7
EBITDA 이익률	10.7	8.3	3.6	5.6	10.7
세전이익률	7.7	6.0	1.1	0.6	6.9
순이익률	6.6	5.1	0.8	0.5	5.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-101	-241	21	298	197
당기순이익	98	273	55	22	405
자산상각비	43	65	93	153	215
운전자본증감	-267	-683	-360	123	-333
매출채권 감소(증가)	-168	-671	83	-9	-367
재고자산 감소(증가)	-183	-524	-418	156	-363
매입채무 증가(감소)	74	630	-98	-24	397
투자현금흐름	-237	-535	-673	-1,403	-1,404
유형자산처분(취득)	-236	-455	-756	-1,400	-1,400
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-1	-43	29	0	0
재무현금흐름	384	993	847	700	1,200
차입금의 증가(감소)	356	393	913	700	1,200
자본의 증가(감소)	9	588	-44	0	0
배당금의 지급	9	21	44	0	0
총현금흐름	154	404	439	175	530
(-)운전자본증감(감소)	251	630	23	-123	333
(-)설비투자	236	455	756	1,400	1,400
(+)자산매각	-1	0	0	-1	-1
Free Cash Flow	-335	-682	-340	-1,103	-1,204
(-)기타투자	15	89	283	3	3
잉여현금	-350	-771	-623	-1,106	-1,207
NOPLAT	98	322	110	78	452
(+) Dep	43	65	93	153	215
(-)운전자본투자	251	630	23	-123	333
(-)Capex	236	455	756	1,400	1,400
OpFCF	-346	-699	-577	-1,046	-1,066

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	739	2,274	2,443	1,892	2,616
현금성자산	106	352	513	107	100
매출채권	267	887	785	794	1,161
재고자산	339	856	1,109	953	1,315
비유동자산	687	1,100	1,918	3,169	4,358
투자자산	36	83	80	82	85
유형자산	639	1,004	1,824	3,071	4,256
무형자산	12	13	14	15	16
자산총계	1,426	3,374	4,362	5,061	6,973
유동부채	613	1,548	2,131	2,109	2,507
매입채무	240	875	866	842	1,238
유동성이자부채	358	633	1,232	1,232	1,232
비유동부채	217	338	631	1,333	2,534
비유동이자부채	195	315	596	1,296	2,496
부채총계	830	1,886	2,762	3,441	5,041
자본금	11	49	49	49	49
자본잉여금	293	877	914	914	914
이익잉여금	224	432	375	396	709
자본조정	23	5	34	34	34
자기주식	-5	-15	-15	-15	-15
자본총계	596	1,488	1,599	1,620	1,933

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,084	2,376	-89	208	3,207
BPS	24,071	13,941	14,023	14,231	17,433
DPS	227	450	0	0	0
CFPS	1,653	4,126	4,492	1,788	5,416
ROA(%)	9.1	9.7	-0.2	0.4	5.2
ROE(%)	20.3	24.3	-0.6	1.5	20.2
ROIC(%)	11.9	20.9	4.5	2.2	9.4
Multiples(x, %)					
PER	114.2	38.8	-3,224.7	1,086.9	70.5
PBR	5.1	6.6	20.5	15.9	13.0
PSR	7.7	1.7	4.1	5.0	3.1
PCR	74.9	22.3	64.1	126.4	41.7
EV/EBITDA	72.1	21.6	118.5	98.5	33.6
배당수익률	0.2	0.5	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	139.2	126.7	172.7	212.5	260.8
Net debt/Equity	74.9	40.1	82.2	149.4	187.7
Net debt/EBITDA	282.0	133.9	528.4	971.7	473.3
유동비율	120.6	146.9	114.6	89.7	104.4
이자보상배율(배)	25.6	17.0	2.2	0.9	3.3
자산구조(%)					
투하자본	88.0	82.4	83.0	95.5	96.8
현금+투자자산	12.0	17.6	17.0	4.5	3.2
자본구조(%)					
차입금	48.1	38.9	53.3	60.9	65.9
자기자본	51.9	61.1	46.7	39.1	34.1

[Compliance Notice]

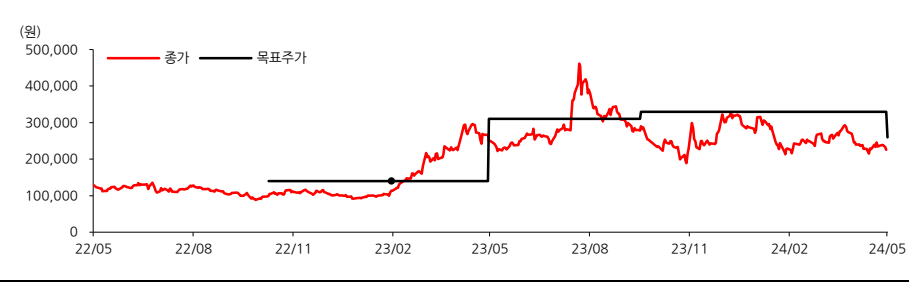
(공표일: 2024 년 05 월 07 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에코프로비엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.10.12	2022.10.12	2022.10.18	2023.01.25	2023.02.06	2023.05.03
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용욱	140,000	140,000	140,000	140,000	310,000
일 시	2023.08.30	2023.09.20	2023.11.02	2023.11.08	2023.11.14	2024.02.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	310,000	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2024.05.07					
투자의견	Buy					
목표가격	260,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.12	Buy	140,000	7.50	111.43
2023.05.03	Buy	310,000	-5.07	49.03
2023.09.20	Buy	330,000	-21.94	-0.3
2024.05.07	Buy	260,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%