



에코프로비엠 (247540)

끝나지 않은 시련

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

Hold (하향)

목표주가(하향): 160,000원

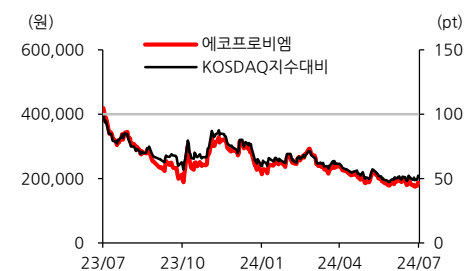
현재 주가(7/31)	179,900원
상승여력	▼ 11.1%
시가총액	175,945억원
발행주식수	97,801천주
52 주 최고가 / 최저가	419,000 / 174,000원
90 일 일평균 거래대금	1,183.89억원
외국인 지분율	10.1%
주주 구성	
에코프로 (외 13 인)	50.3%
에코프로비엠우리사주 (외 1 인)	1.3%
권우석 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.7	-24.6	-15.7	-57.1
상대수익률(KOSDAQ)	2.7	-17.0	-16.2	-42.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,358	6,901	3,230	5,717
영업이익	381	156	1	325
EBITDA	445	249	88	484
지배주주순이익	232	-9	-75	171
EPS	2,376	-89	-771	1,754
순차입금	597	1,314	2,210	3,560
PER	38.8	-3,224.7	-233.2	102.6
PBR	6.6	20.5	13.5	12.0
EV/EBITDA	21.6	118.5	224.7	43.7
배당수익률	0.5	n/a	n/a	n/a
ROE	24.3	-0.6	-5.6	12.4

주가 추이



에코프로비엠은 2분기 재고평가손 환입으로 겨우 흑자를 유지했습니다. 그러나 3분기에는 양극재 판매량 급감과 함께 대규모 적자가 전망됩니다. 중장기 기대했던 캐파와 실적은 순연될 것으로 예상하고, 둔화된 업황을 고려하면 밸류에이션 부담도 높아졌습니다. 투자의견을 하향합니다.

2분기도 재고평가충당금 환입으로 흑자 유지

동사의 2분기 실적은 매출액 8,095억 원, 영업이익 39억 원으로 컨센서스(8,447억 원, 영업이익 -135억 원)를 상회했다. 양극재 출하량과 판가는 각각 QoQ 4%, 16% 하락했다. SKon의 수요 부진이 지속되고 있으며, 그동안 상대적으로 견조한 생산량을 유지하던 삼성SDI도 유럽 중심으로 수요가 감소했다. 이에 따라 에코프로비엠/이엠의 매출 비중은 약 2:8 수준으로 추정된다. 저조한 가동률이 지속됐으나, 1Q24와 마찬가지로 474억 원의 재고평가충당금이 환입되며 흑자를 유지했다.

3분기 양극재 출하량 급감(QoQ -30% 전망)

동사의 3분기 실적은 매출액 5,491억 원, 영업적자 317억 원으로 컨센서스(매출액 1.2조 원, 영업이익 316억 원)를 대폭 하회할 것으로 전망한다. 양극재 출하량과 판가는 각각 30%, 3% 하락할 것으로 예상된다. 3분기에도 재고평가손 환입 100억 원을 가정했음에도 대규모 적자가 예상된다. SKon의 회복이 제한적인 가운데, 삼성SDI향 출하가 급감하기 때문이다. 유럽 업황 부진 및 OEM의 전동화 전략의 연기로 두 고객사 모두 가동률 회복 시기가 지연되고 있다.

투자의견 HOLD, 목표주가 16만 원으로 하향

전기차/배터리 시장 성장 속도 및 국내 업체들의 향후 M/S 불확실성을 고려하여 25~26년 실적 추정치 및 밸류에이션을 하향 조정했다. 동사의 2024년 출하량은 YoY 25% 감소(vs. 연초 가이드선스 +15%)할 것으로 전망한다. 당초 예상했던 상저하고 업황과는 전혀 다른 흐름이다. 동사는 실적발표에서 28년까지 유럽에 18만 톤의 캐파를 확보하겠다고 언급했으나, 기존 목표했던 27년 71만 톤(CAM9, 캐나다 JV 포함)은 연기될 것으로 예상된다. 실적 전망치가 빠르게 하락하며 25년/26년 PER은 각각 103배, 44배로 오히려 높아졌다. 중장기 기대했던 실적은 순연되고 있고, 둔화된 업황을 감안한 밸류에이션 부담은 가중됐다. 수요 회복 및 밸류에이션 정상화가 필요한 시점이다.

[표1] 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,011.0	1,906.2	1,803.3	1,180.4	970.5	809.5	549.1	900.9	5,357.6	6,900.9	3,229.9	5,717.0
EV	1,606.1	1,658.4	1,554.5	953.1	788.9	569.1	316.4	653.4	3,157.3	5,772.1	2,306.3	4,436.5
P/T	358.0	218.8	179.5	177.6	102.9	137.3	121.5	131.1	1,996.0	933.9	514.3	659.9
ESS 및 기타	46.9	29.0	69.3	49.7	78.7	103.1	111.2	116.4	204.3	194.9	409.3	620.6
영업이익	107.3	114.7	45.9	(111.9)	6.7	3.9	(31.7)	22.0	380.7	156.0	0.9	324.6
영업이익률	5.3%	6.0%	2.5%	-9.5%	0.7%	0.5%	-5.8%	2.4%	7.1%	2.3%	0.0%	5.7%
양극재 출하량(톤)	26,440	25,710	29,669	22,060	20,858	20,110	13,980	22,935	82,673	103,879	77,883	145,550
QoQ/YoY	1.4%	-2.8%	15.4%	-25.6%	-5.4%	-3.6%	-30.5%	64.1%	65.7%	25.7%	-25.0%	86.9%

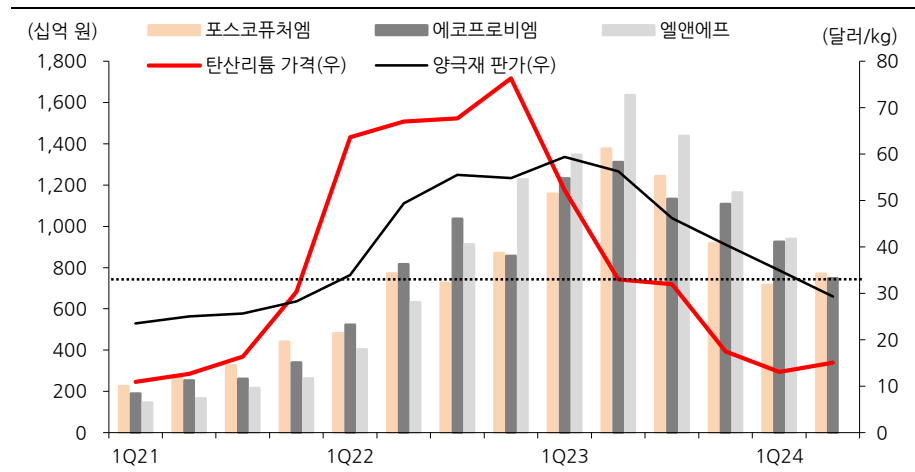
자료: 에코프로비엠, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에코프로비엠 밸류에이션

구분	비고
EPS(원)	4,125 2026년 EPS
Target P/E(배)	38 양극재 동종 업체 26E P/E
주당 적정가치(원)	158,409
목표 주가(원)	160,000
현재 주가(원)	179,900
상승 여력(%)	-11.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 국내 양극재 업체별 재고자산 추이



자료: Wiseon, Kita, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,486	5,358	6,901	3,230	5,717
매출총이익	190	516	293	140	570
영업이익	115	381	156	1	325
EBITDA	158	445	249	88	484
순이자손익	-4	-19	-58	-93	-153
외화관련손익	4	-4	8	1	0
지분법손익	0	0	-4	0	0
세전계속사업손익	114	323	78	-62	273
당기순이익	98	273	55	-49	224
지배주주순이익	101	232	-9	-75	171
증가율(%)					
매출액	n/a	260.6	28.8	-53.2	77.0
영업이익	n/a	230.9	-59.0	-99.4	36,290.4
EBITDA	n/a	181.2	-44.2	-64.6	449.3
순이익	n/a	178.8	-79.9	적전	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	12.8	9.6	4.3	4.3	10.0
영업이익률	7.7	7.1	2.3	0.0	5.7
EBITDA 이익률	10.7	8.3	3.6	2.7	8.5
세전이익률	7.7	6.0	1.1	-1.9	4.8
순이익률	6.6	5.1	0.8	-1.5	3.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-101	-241	21	524	55
당기순이익	98	273	55	-49	224
자산상각비	43	65	93	87	160
운전자본증감	-267	-686	-360	369	-278
매출채권 감소(증가)	-168	-671	83	135	-293
재고자산 감소(증가)	-183	-527	-418	332	-299
매입채무 증가(감소)	74	630	-98	-96	316
투자현금흐름	-237	-535	-673	-1,397	-1,404
유형자산처분(취득)	-236	-455	-756	-1,401	-1,400
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-1	-43	29	4	0
재무현금흐름	384	993	847	802	1,200
차입금의 증가(감소)	356	393	913	820	1,200
자본의 증가(감소)	9	588	-44	0	0
배당금의 지급	-9	-21	-44	0	0
총현금흐름	154	457	439	155	333
(-)운전자본증감(감소)	251	630	23	-424	278
(-)설비투자	236	455	756	1,401	1,400
(+)자산매각	-1	0	0	-1	-1
Free Cash Flow	-335	-629	-340	-823	-1,346
(-)기타투자	15	92	283	54	3
잉여현금	-350	-721	-623	-877	-1,349
NOPLAT	98	322	110	1	266
(+) Dep	43	65	93	87	160
(-)운전자본투자	251	630	23	-424	278
(-)Capex	236	455	756	1,401	1,400
OpFCF	-346	-699	-577	-889	-1,252

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	739	2,274	2,443	1,620	2,066
현금성자산	106	352	513	447	297
매출채권	267	887	785	494	786
재고자산	339	856	1,109	592	891
비유동자산	687	1,100	1,918	3,186	4,430
투자자산	36	83	80	95	98
유형자산	639	1,004	1,824	3,076	4,317
무형자산	12	13	14	15	16
자산총계	1,426	3,374	4,362	4,806	6,496
유동부채	613	1,548	2,131	1,783	2,100
매입채무	240	875	866	523	839
유동성이자부채	358	633	1,232	1,216	1,216
비유동부채	217	338	631	1,483	2,685
비유동이자부채	195	315	596	1,440	2,640
부채총계	830	1,886	2,762	3,266	4,785
자본금	11	49	49	49	49
자본잉여금	293	877	914	914	914
이익잉여금	224	432	375	300	471
자본조정	23	5	34	36	36
자기주식	-5	-15	-15	-15	-15
자본총계	596	1,488	1,599	1,539	1,711

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,084	2,376	-89	-771	1,754
BPS	24,071	13,941	14,023	13,279	15,031
DPS	227	450	0	0	0
CFPS	1,653	4,668	4,492	1,586	3,401
ROA(%)	9.1	9.7	-0.2	-1.6	3.0
ROE(%)	20.3	24.3	-0.6	-5.6	12.4
ROIC(%)	11.9	20.9	4.5	0.0	5.9
Multiples(x, %)					
PER	114.2	38.8	-3,224.7	-233.2	102.6
PBR	5.1	6.6	20.5	13.5	12.0
PSR	7.7	1.7	4.1	5.4	3.1
PCR	74.9	19.7	64.1	113.5	52.9
EV/EBITDA	72.1	21.6	118.5	224.7	43.7
배당수익률	0.2	0.5	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	139.2	126.7	172.7	212.2	279.7
Net debt/Equity	74.9	40.1	82.2	143.6	208.1
Net debt/EBITDA	282.0	133.9	528.4	2,507.2	735.2
유동비율	120.6	146.9	114.6	90.9	98.3
이자보상배율(배)	25.6	17.0	2.2	0.0	1.9
자산구조(%)					
투하자본	88.0	82.4	83.0	87.3	93.0
현금+투자자산	12.0	17.6	17.0	12.7	7.0
자본구조(%)					
차입금	48.1	38.9	53.3	63.3	69.3
자기자본	51.9	61.1	46.7	36.7	30.7

[Compliance Notice]

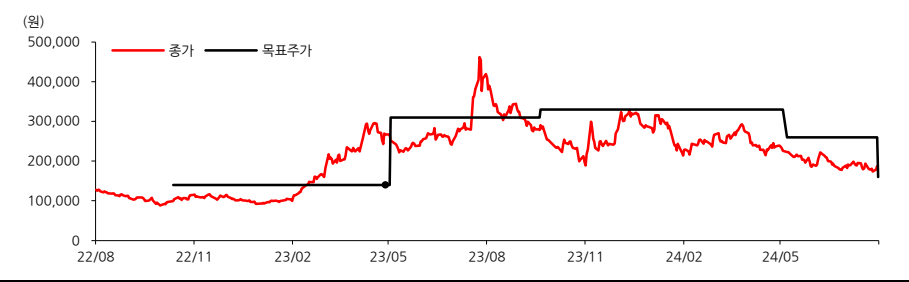
(공표일: 2024년 08월 01일)

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 3자에게 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에코프로비엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	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
일시	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
일시	2024.05.07	2024.06.05	2024.08.01			
투자의견	Buy	Buy	Hold			
목표가격	260,000	260,000	160,000			

[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	-0.30
2024.05.07	Buy	260,000	-24.79	-14.23
2024.08.01	Hold	160,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%