



에코프로비엠 (247540)

양극재 업체 내 가장 견조한 Q 성장

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 330,000원

현재 주가(11/7)	284,500원
상승여력	▲ 16.0%
시가총액	278,245억원
발행주식수	97,801천주
52 주 최고가 / 최저가	462,000 / 92,100원
90 일 일평균 거래대금	3,022.89억원
외국인 지분율	7.9%
주주 구성	
에코프로 (외 13 인)	51.1%
에코프로비엠우리사주 (외 1 인)	1.3%
권우석 (외 1 인)	0.2%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.8	-16.3	13.8	161.7
상대수익률(KOSDAQ)	19.8	-8.1	16.2	144.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,486	5,358	7,374	8,340
영업이익	115	381	340	611
EBITDA	158	445	399	789
지배주주순이익	101	232	176	338
EPS	1,084	2,376	1,800	3,466
순차입금	447	597	1,725	2,692
PER	114.2	38.8	158.0	82.1
PBR	5.1	6.6	18.6	15.5
EV/EBITDA	72.1	21.6	74.0	38.7
배당수익률	0.2	0.5	0.2	0.2
ROE	20.3	24.3	12.3	20.6

주가 추이



에코프로비엠의 3 분기 실적은 부진했으나 4 분기부터 점차 회복해 나갈 것으로 기대됩니다. 여전히 밸류에이션 부담은 존재하나, 수직계열화/차세대 제품 등을 통해 기업가치의 추가 상승여력을 기대해 봅니다.

3분기 리뷰: 수익성은 부진했으나, Q 성장이 긍정적

동사의 3분기 실적은 매출액 1.8조 원, 영업이익 459억 원(OPM 2.5%)을 기록했다. 출하량과 판가는 각각 QoQ +15% 상승, 18% 하락했다. EV/PT/ESS 출하량이 각각 QoQ +15%/3%/191% 상승하며, 역대 분기 최대 출하량을 기록했다. 반면, 판가가 큰 폭으로 하락하며 재고평가손실(340억 원)이 발생하여 수익성은 부진했다. 이를 제외하면, 영업이익은 799억 원(OPM 4.4%)으로 판가-원가 스프레드가 축소됐음에도 견조한 수익성을 달성한 것으로 판단한다.

4분기 영업이익 722억 원 전망

동사의 4분기 실적으로 매출액 1.7조 원, 영업이익 722억 원(OPM 4.4%)을 전망한다. 출하량과 판가는 각각 QoQ 3% 하락, 7% 하락할 것으로 전망한다. 전방 수요가 둔화되고 있으나, 주력 고객사인 삼성 SDI와 SKon은 상대적으로 잘 방어하고 있어 출하량 감소 폭은 경쟁사 대비 덜 할 것으로 추정된다. 한편, 판가의 추가 하락으로 4Q23에도 재고평가손실이 발생할 것으로 예상되나, 판가 하락폭이 가팔랐던 3Q23 대비 손실폭은 적을 것으로 예상된다. 1Q24부터는 메탈 변동폭 및 원가 래깅 효과가 줄어들며 수익성이 점차 회복될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 33만 원 유지

동사는 양극재 업체 중 가장 견조한 출하량을 기록하고 있다. 수요 부진이 대부분 미드니켈을 탑재하는 차종 위주로 일어나기 때문에, 하이 니켈 비중이 높은 동사는 상대적으로 안정적인 것으로 판단된다. 최근 공매도 금지 발표 이후 주가는 큰 폭으로 반등했다. 우리는 2030년 하이니켈 양극재 수요는 191만 톤(중국 제외 기준)에 달할 것으로 예상하며, 이에 따른 시장 가치는 107조 원 수준으로 전망한다. 현재 동사의 시가총액 감안 시, 2030년 M/S 26%를 차지하는 수준이다. 이미 중장기 가치가 어느정도 반영된 것으로 판단하나, 1) 수직계열화에 따른 수익성 개선, 2) NMX/OLO 등 차세대 제품까지 안정적으로 시장을 확대해 나가면 기업가치의 추가 상승여력을 기대해 볼 수 있다.

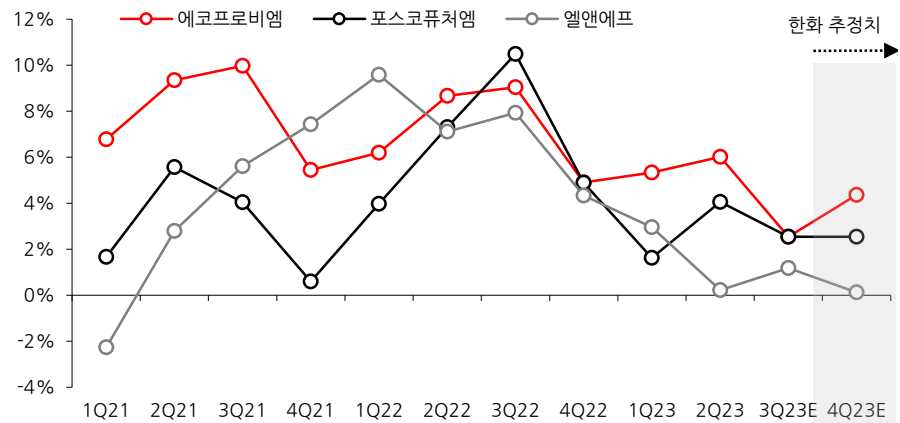
[표1] 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2,011.0	1,906.2	1,803.3	1,653.1	1,753.7	2,004.9	2,213.8	2,367.2	1,485.6	5,357.6	7,373.5	8,339.6
EV	1,606.1	1,658.4	1,554.5	1,380.2	1,472.2	1,665.6	1,816.8	1,929.4	631.4	3,157.3	6,199.2	6,256.9
ESS	46.9	29.0	69.3	83.5	49.0	81.6	110.2	142.9	175.3	204.3	228.7	359.3
P/T 및 기타	358.0	218.8	179.5	189.4	232.6	257.6	286.8	294.9	678.9	1,996.0	945.6	1,723.5
영업이익	107.3	114.7	45.9	72.2	95.4	143.0	182.6	190.0	115.0	380.7	340.1	610.9
영업이익률	5.3%	6.0%	2.5%	4.4%	5.4%	7.1%	8.2%	8.0%	7.7%	7.1%	4.6%	7.3%
양극재 출하량(톤)	26,440	25,710	29,669	28,700	31,145	35,605	39,315	42,040	49,905	82,673	110,519	148,105
QoQ/YoY	1.4%	-2.8%	15.4%	-3.3%	8.5%	14.3%	10.4%	6.9%	68.6%	65.7%	33.7%	34.0%

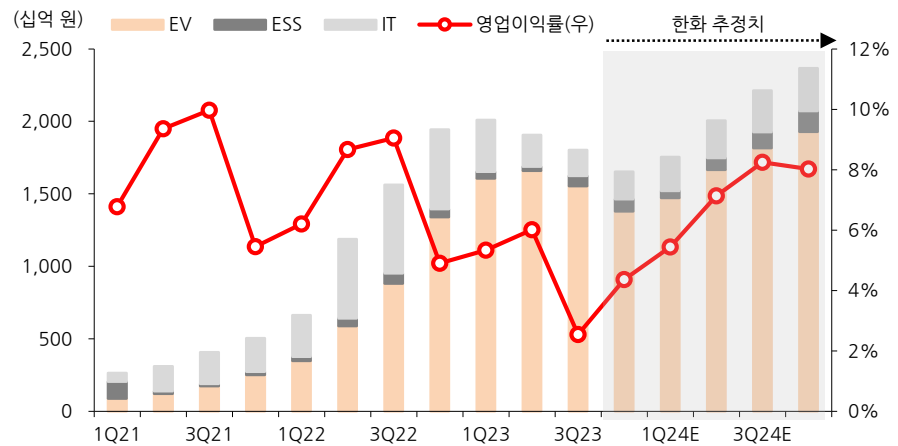
자료: 에코프로비엠, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 경쟁사 대비 견조한 수익성 유지



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에코프로비엠의 실적 추이 및 전망



자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	855	1,486	5,358	7,374	8,340
매출총이익	106	190	516	491	792
영업이익	55	115	381	340	611
EBITDA	92	158	445	399	789
순이자손익	-4	-4	-19	-53	-99
외화관련손익	-3	4	-4	2	0
지분법손익	0	0	0	7	0
세전계속사업손익	48	114	323	283	556
당기순이익	47	98	273	227	434
지배주주순이익	47	101	232	176	338
증가율(%)					
매출액	n/a	73.8	260.6	37.6	13.1
영업이익	n/a	110.0	230.9	-10.7	79.6
EBITDA	n/a	72.9	181.2	-10.3	97.6
순이익	n/a	109.6	178.8	-16.7	90.9
이익률(%)					
매출총이익률	12.4	12.8	9.6	6.7	9.5
영업이익률	6.4	7.7	7.1	4.6	7.3
EBITDA 이익률	10.7	10.7	8.3	5.4	9.5
세전이익률	5.6	7.7	6.0	3.8	6.7
순이익률	5.5	6.6	5.1	3.1	5.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	125	-101	-241	-58	379
당기순이익	47	98	273	227	434
자산상각비	37	43	65	59	178
운전자본증감	30	-267	-683	237	-138
매출채권 감소(증가)	-23	-168	-671	47	-352
재고자산 감소(증가)	2	-183	-524	209	-168
매입채무 증가(감소)	44	74	630	-16	388
투자현금흐름	-94	-237	-535	-1,027	-1,302
유형자산처분(취득)	-98	-236	-455	-1,055	-1,300
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	0	-1
투자자산 감소(증가)	0	-1	-43	26	0
재무현금흐름	9	384	993	1,156	856
차입금의 증가(감소)	-12	356	393	1,186	900
자본의 증가(감소)	2	9	588	-44	-44
배당금의 지급	3	9	21	44	44
총현금흐름	95	154	404	-255	518
(-)운전자본증감(감소)	126	251	630	277	138
(-)설비투자	98	236	455	1,055	1,300
(+)자산매각	0	-1	0	0	-1
Free Cash Flow	-130	-335	-682	-1,587	-921
(-)기타투자	-161	15	89	-517	1
잉여현금	30	-350	-771	-1,071	-923
NOPLAT	54	98	322	273	477
(+) Dep	37	43	65	59	178
(-)운전자본투자	126	251	630	277	138
(-)Capex	98	236	455	1,055	1,300
OpFCF	-134	-346	-699	-1,000	-783

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	305	739	2,274	2,620	3,081
현금성자산	59	106	352	393	326
매출채권	81	267	887	919	1,271
재고자산	157	339	856	1,103	1,271
비유동자산	494	687	1,100	2,164	3,287
투자자산	45	36	83	96	97
유형자산	436	639	1,004	2,052	3,174
무형자산	13	12	13	16	17
자산총계	799	1,426	3,374	4,783	6,369
유동부채	189	613	1,548	2,172	2,562
매입채무	106	240	875	899	1,287
유동성이자부채	70	358	633	1,230	1,230
비유동부채	143	217	338	911	1,812
비유동이자부채	127	195	315	888	1,788
부채총계	332	830	1,886	3,083	4,374
자본금	11	11	49	49	49
자본잉여금	275	293	877	877	877
이익잉여금	136	224	432	564	859
자본조정	23	23	5	9	9
자기주식	-5	-5	-15	-15	-15
자본총계	467	596	1,488	1,700	1,994

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	549	1,084	2,376	1,800	3,466
BPS	21,088	24,071	13,941	15,327	18,339
DPS	111	227	450	450	450
CFPS	1,109	1,653	4,126	-2,602	5,293
ROA(%)		9.1	9.7	4.3	6.1
ROE(%)		20.3	24.3	12.3	20.6
ROIC(%)		11.9	20.9	10.1	11.9
Multiples(x, %)					
PER	76.5	114.2	38.8	158.0	82.1
PBR	2.0	5.1	6.6	18.6	15.5
PSR	4.2	7.7	1.7	3.8	3.3
PCR	37.9	74.9	22.3	-109.3	53.7
EV/EBITDA	40.5	72.1	21.6	74.0	38.7
배당수익률	0.3	0.2	0.5	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	71.0	139.2	126.7	181.4	219.3
Net debt/Equity	29.5	74.9	40.1	101.5	135.0
Net debt/EBITDA	150.3	282.0	133.9	431.8	341.0
유동비율	161.3	120.6	146.9	120.6	120.2
이자보상배율(배)	12.9	25.6	17.0	5.8	6.0
자산구조(%)					
투하자본	85.3	88.0	82.4	87.3	91.6
현금+투자자산	14.7	12.0	17.6	12.7	8.4
자본구조(%)					
차입금	29.7	48.1	38.9	55.5	60.2
자기자본	70.3	51.9	61.1	44.5	39.8

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 11월 08일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 종목을 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		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	310,000	330,000	330,000	330,000		

[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	-5.08	49.03
2023.09.21	Buy	330,000		

[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: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%