



BUY (유지)

목표주가(12M) 337,000원  
현재주가(2.07) 230,500원

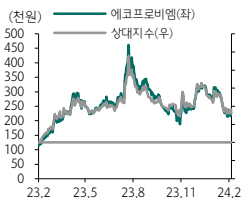
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	811.92
52주 최고/최저(원)	462,000/121,800
시가총액(십억원)	22,543.2
시가총액비중(%)	5.91
발행주식수(천주)	97,801.3
60일 평균 거래량(천주)	1,212.4
60일 평균 거래대금(십억원)	340.3
외국인지분율(%)	8.58
주요주주 지분율(%)	
에코프로 외 11 인	50.34

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	7,306.9	8,172.7
영업이익(십억원)	292.3	421.3
순이익(십억원)	200.9	305.0
EPS(원)	1,568	2,394
BPS(원)	15,117	17,253

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,485.6	5,357.6	6,900.9	5,626.7
영업이익	115.0	380.7	153.2	118.8
세전이익	114.4	322.5	73.4	(20.1)
순이익	100.8	232.3	113.0	(12.4)
EPS	1,145	2,433	1,155	(126)
증감율	106.68	112.49	(52.53)	적전
PER	108.07	37.85	249.35(1,829.37)	
PBR	20.69	6.53	18.88	15.70
EV/EBITDA	72.39	21.84	112.46	67.79
ROE	20.26	24.26	7.96	(0.85)
BPS	5,981	14,099	15,258	14,683
DPS	227	450	450	450



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

하나증권 리서치센터

2024년 02월 08일 | 기업분석\_Earnings Review

## 에코프로비엠 (247540)

### 재고 부담은 최악의 상황 통과

#### 4Q23 Review : 재고자산 회전을 하락

4분기 실적은 매출 1.2조원(YoY -39%, QoQ -35%), 영업적자 -1,147억원(YoY 적자전환, QoQ 적자전환)으로 컨센서스 하회하며, 분할 상장 이후 처음으로 영업적자 전환했다. 전기차 수요 둔화로 주요 배터리 고객사의 매출이 모두 감소한 가운데(삼성SDI 배터리 부문 매출 YoY -6%, QoQ -6% / SK on 배터리 부문 매출 YoY -5%, QoQ -14%), 에코프로비엠의 주요 공장 위치한 지역들의 합산 양극재 수출 중량(해당 도시 내 다른 기업 수출 중량도 포함된 수치)이 4분기에 YoY -43%, QoQ -51% 감소하며, 매출이 크게 감소했다. 한편, 전기차 수요 둔화로 재고자산이 증가한 가운데(재고자산회전을 4Q22 2.05, 2Q23 1.5, 4Q23 0.99), 4분기 상기 지역 양극재 수출 판가가 YoY -25%, QoQ -14% 하락하면서 재고평가손실이 크게 발생했다(4분기 재고평가손실 1,245억원). 이에 따라, 영업적자율은 -9.7%로 QoQ -12.2%p 악화됐다. 다만 재고 평가손실 제외 시에는 소폭 흑자(영업이익 98억원, 영업이익률 0.8%) 기록했다.

#### 1분기 재고평가손실 감소 전망

1분기 실적은 매출 1조원(YoY -49%, QoQ -12%), 영업적자 -375억원(YoY 적자전환, QoQ 적자지속)을 전망한다. 1분기에도 전기차 판매 부진 지속될 것으로 예상되는 가운데(1월 미국 BEV 판매 YoY +9%, MoM -35%), 판가 하락에 따른 역래깅 영향 지속되며 수익성 회복이 더딜 것으로 판단한다. 다만, 분기말 기준 최근 3개월 메탈 가격 하락폭이 1Q24에는 전분기 대비 축소될 것으로 예상됨에 따라, 재고평가손실 금액은 전분기 대비 크게 줄어든 전망이다. 이에 따라 분기 영업적자율은 -3.6%(QoQ +6.1%p)를 전망한다.

#### 증설 스케줄 조정 고려 한 트레이딩 접근

메탈 가격 하락으로 수익성 악화되는 구간이나 가공 마진이 절대값으로 보장되는 산업 특성상, 현재의 적자가 장기 예상 이익의 훼손을 가져오지는 않는다. Valuation 기준 시점인 2027년 이후의 추정치에는 변함이 없으므로 투자의견 BUY 및 목표주가 337,000원을 유지한다. 최근 3년간 나타난 것처럼 양극재는 수익성 변동폭 매우 큰 산업이나, 시계열을 길게 놓고 보면 산업의 평균 마진은 5~7%에 수렴해 왔다. 주가 역시 해당 마진 기준 Valuation 통해 도출된 장기 기업가치(33조원)에 수렴할 것으로 판단한다. 2개월 전 44조원 수주 공시에도 이 것이 기존 발표된 2027년 CAPA 계획 내에서의 수주였기에 주가 상승하지 못했던 것처럼, 현재의 영업 적자를 가져온 메탈 가격 하락이 2027년 실적의 훼손을 가져오지 않기에 20조원 초반인 현 시총에서는 주가 상승 여력 있다고 판단한다. 다만, 마진의 변동성은 양극재 산업의 시클리컬 산업 귀속을 의미하며, 이는 멀티플의 De-rating을 수반할 수밖에 없다. 전방 수요 성장률 둔화(2021년 +110%, 2022년 +61%, 2023년 +26%)와 마진 변동성을 고려한 De-rating을 염두에 둔 트레이딩이 필요하다. 근본적으로는, 자동차 기업들의 전동화 속도 조절로 인한 2025-2027년 투자 계획 조정 가능성도 함께 고려해야 한다. 이를 종합해, 20조원-30조원 내에서의 트레이딩 접근 적절하다고 판단한다.

도표 1. 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	2,011.0	1,906.2	1,803.3	1,180.4	1,034.4	1,168.7	1,490.1	1,933.5	6,900.9	5,626.7	9,379.4
YoY(%)	203.6	60.6	15.4	(39.3)	(48.6)	(38.7)	(17.4)	63.8	28.8	(18.5)	66.7
QoQ(%)	3.4	(5.2)	(5.4)	(34.5)	(12.4)	13.0	27.5	29.8			
매출원가	1,869.2	1,750.1	1,718.3	1,270.7	1,049.4	1,129.7	1,410.1	1,796.5	6,608.3	5,385.7	8,685.1
판관비	34.4	41.4	39.1	24.3	22.5	24.7	32.0	43.0	139.3	122.2	204.9
영업이익	107.3	114.7	45.9	(114.7)	(37.5)	14.4	47.9	94.0	153.2	118.8	489.4
YoY(%)	161.4	11.5	(67.6)	적자전환	적자전환	(87.5)	4.5	흑자전환	(59.7)	(22.4)	311.8
QoQ(%)	12.7	6.9	(60.0)	적자전환	적자지속	흑자전환	233.9	96.2			
영업이익률(%)	5.3	6.0	2.5	(9.7)	(3.6)	1.2	3.2	4.9	2.2	2.1	5.2
YoY(%p)	(0.9)	(2.7)	(6.5)	(14.6)	(9.0)	(4.8)	0.7	14.6	(4.9)	(0.1)	3.1
QoQ(%p)	0.4	0.7	(3.5)	(12.3)	6.1	4.8	2.0	1.6			

자료: 에코프로비엠, 하나증권

도표 2. 주요 원자재 가격 가정

	COVID-19 및 러-우 전쟁 1년 전 평균	최근 5년 평균	COVID-19 및 러-우 전쟁 이후 평균 가격
	Bear	Base	Bull
수산화리튬	8.9	23.4	33.8
니켈	13,518	16,498	19,861
코발트	31.91	50.54	46,864
망간	1,187	1,407	1,433
양극재	28.3	40.1	49.7

자료: 하나증권

도표 3. 에코프로그룹 Valuation (Base Scenario)

(단위: 십억원)

사업 영역	2028년 출하전망 (천톤)	ASP (\$/kg)	매출	OPM	OP	자회사별 지배주주 NP	Target P/E	2028년 기준 적정가치	2024년 말 기준 현재가치	에코프로 보유 지분율	에코프로 보유 가치	자회사 가치 반영비율	에코프로 향유가치
BM 양극재	715	40.1	37,560	7.3%	2,742	1,764	24.8	43,757	33,035	45.60%	15,064	49%	7,381
Mat. 전구체	212	16.8	4,666	5.1%	238	186	22.7	4,204	3,174	52.78%	1,675	49%	821
Inno. 수산화리튬	84	23.4	2,575	10.5%	270	211	13.5	2,847	2,149	97.46%	2,095	100%	2,095
CnG 리사이클링	9	19.0	219	15.6%	34	27	54.5	1,453	1,097	47.50%	521	100%	521
HN 탄소저감장치	`							2,400	1,812	31.55%	572	49%	280
							에코프로 그룹 합산시총			지주 에코프로 적정시총			
Total									41,266	11,098			

주1: Target P/E : 에코프로BM - 향후 10년 평균 전기차 배터리 시장 CAGR 반영 및 10% 프리미엄 반영

주2: Target P/E : 에코프로Materials - 중국 전구체 기업 P/E(15.1배)의 50% 프리미엄 반영

주3: Target P/E : 에코프로Innovation - 글로벌 리튬 기업 P/E(9배)의 50% 프리미엄 반영

주4: Target P/E : 에코프로CnG - 한국 리사이클링 기업 P/E 부여

주5: 전체 CAPA 중 에코프로EM(삼성SDI와 지분율 5:5 JV) CAPA 비중 35%

주6: 6대 지주회사 평균 NAV 대비 할인율 51% 반영

주7: 비상장 자회사 NAV 할인율 0% 가정

주8: 에코프로HN의 현 시총 대비 2배 가정

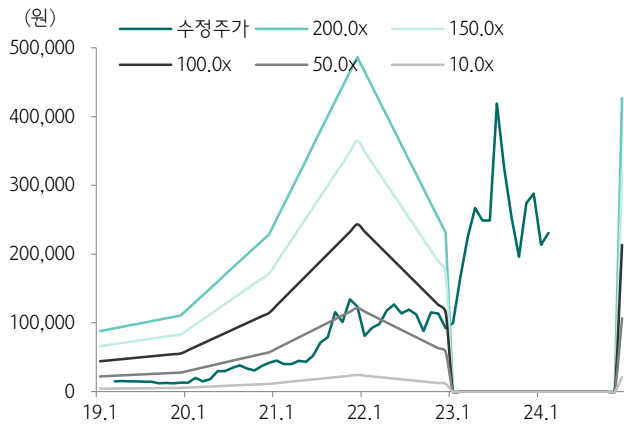
주9: 유효법인세율 22% 가정

주10: 환율 1,310원/달러 가정

주11: 현재가치 할인율(WACC) 7.28% 적용

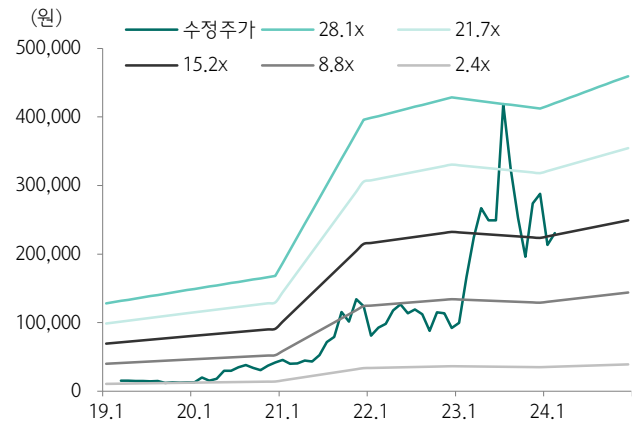
자료: 하나증권

도표 4. 에코프로비엠 12M Fwd P/E



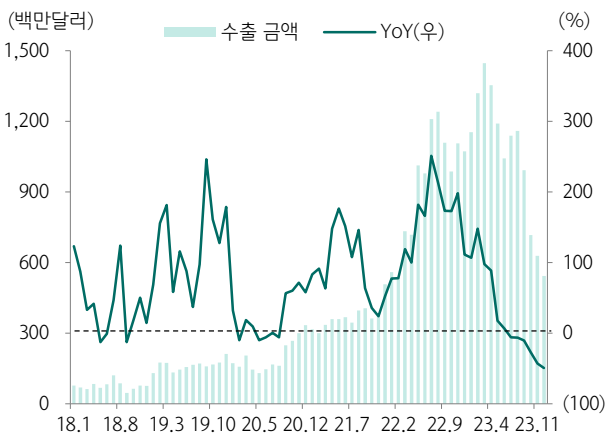
자료: 하나증권

도표 5. 에코프로비엠 12M Fwd P/B



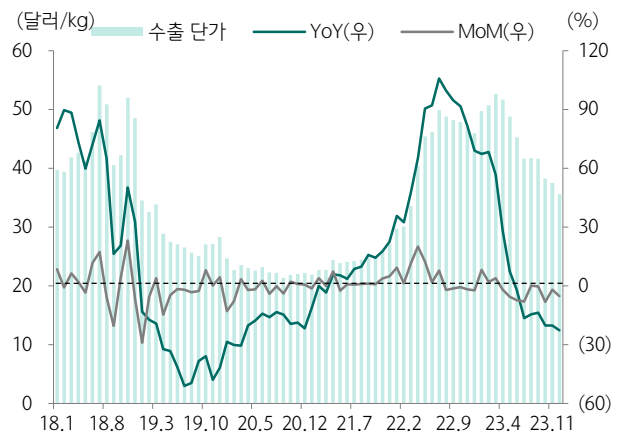
자료: 하나증권

도표 6. 한국 양극재 수출 금액 추이



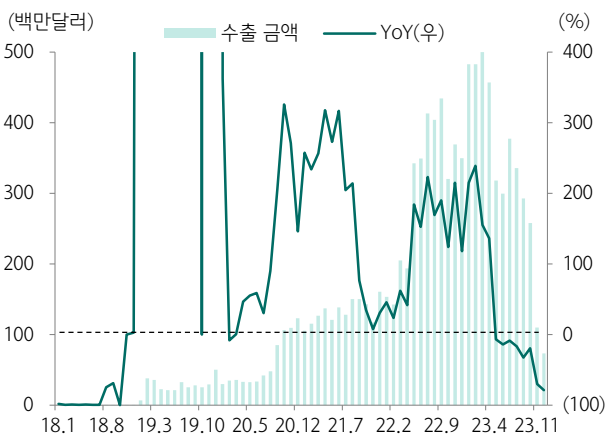
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 7. 한국 양극재 수출 단가 추이



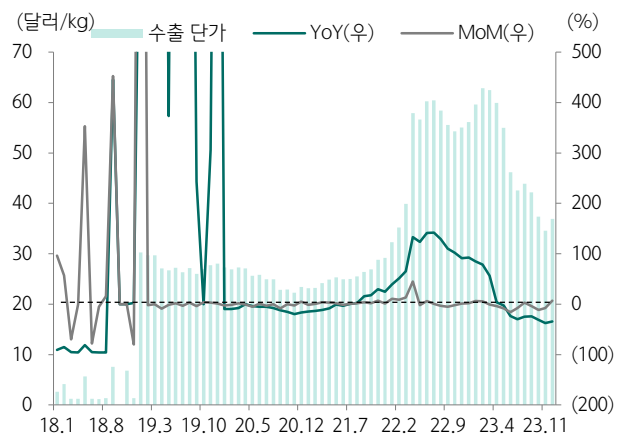
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 8. 청주 양극재 수출 금액 추이



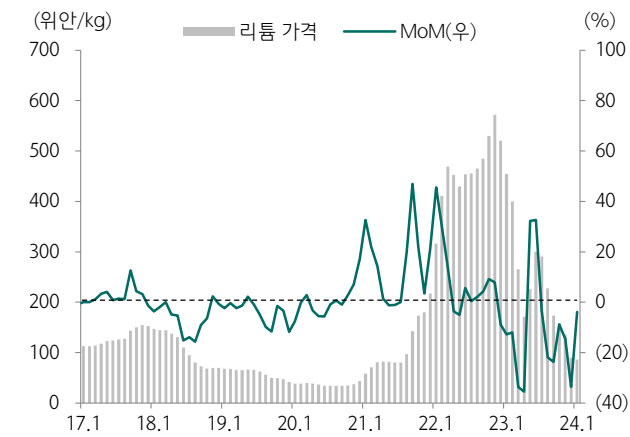
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 9. 청주 양극재 수출 단가 추이



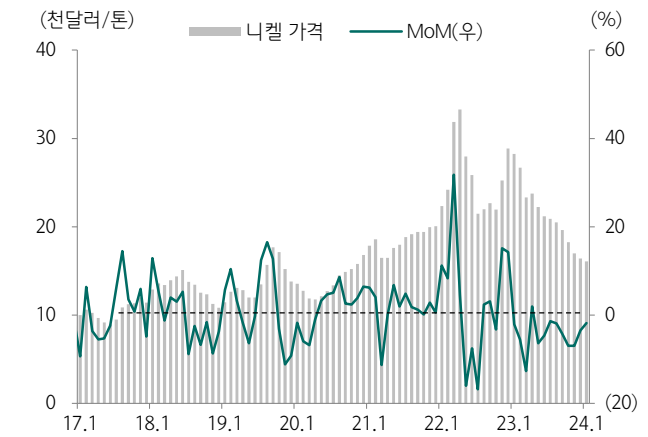
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 10. 리튬 월별 평균 가격 추이



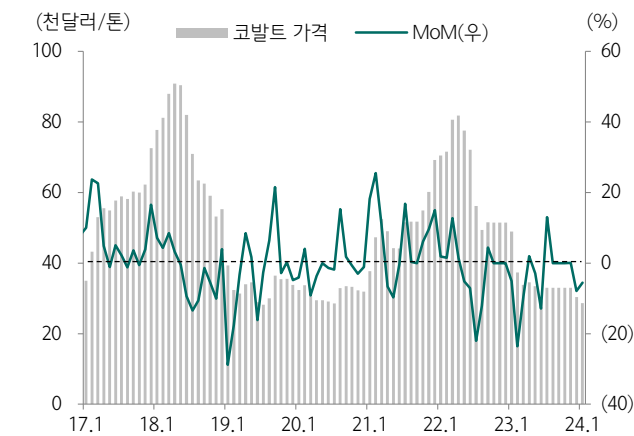
자료: 한국광물자원공사, 하나증권

도표 11. 니켈 월별 평균 가격 추이



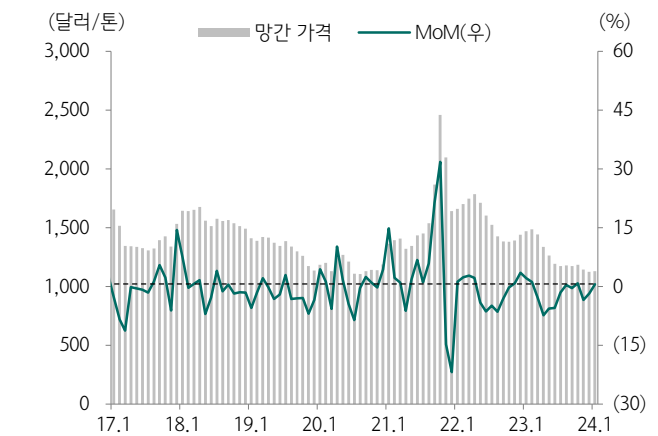
자료: 한국광물자원공사, 하나증권

도표 12. 코발트 월별 평균 가격 추이



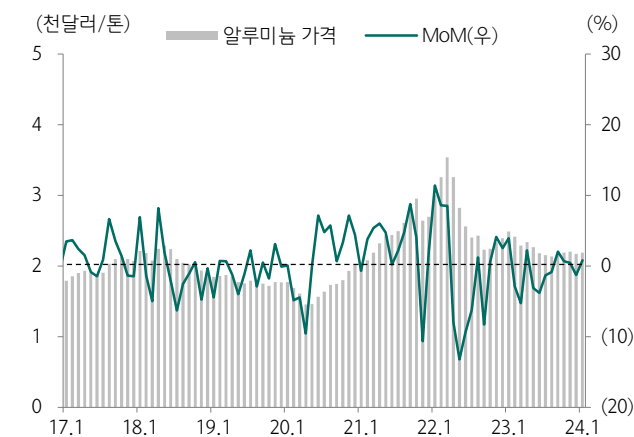
자료: 한국광물자원공사, 하나증권

도표 13. 망간 월별 평균 가격 추이



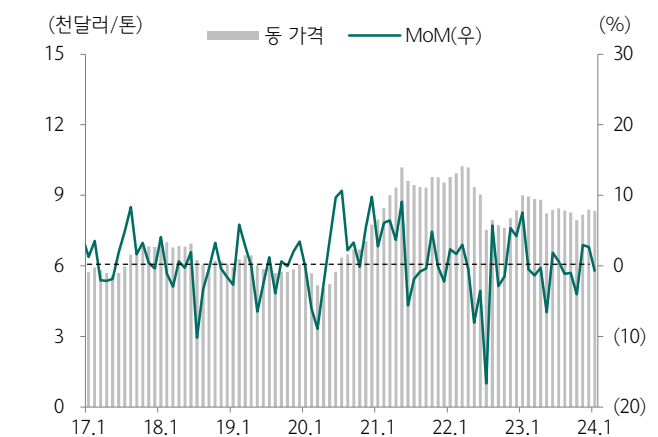
자료: 한국광물자원공사, 하나증권

도표 14. 알루미늄 월별 평균 가격 추이



자료: 한국광물자원공사, 하나증권

도표 15. 동 월별 평균 가격 추이



자료: 한국광물자원공사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,485.6	5,357.6	6,900.9	5,626.7	9,379.4
매출원가	1,295.5	4,841.4	6,608.3	5,385.7	8,685.1
매출총이익	190.1	516.2	292.6	241.0	694.3
판매비	75.1	135.5	139.3	122.2	204.9
영업이익	115.0	380.7	153.2	118.8	489.4
금융손익	(0.4)	(24.8)	(46.1)	(138.9)	(180.8)
종속/관계기업손익	0.0	(0.0)	7.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(33.3)	(41.2)	0.0	0.0
세전이익	114.4	322.5	73.4	(20.1)	308.6
법인세	16.6	49.9	27.4	(4.4)	44.6
계속사업이익	97.8	272.7	46.0	(15.6)	264.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	97.8	272.7	46.0	(15.6)	264.1
비지배주주지분 순이익	(3.0)	40.3	(67.0)	(3.3)	55.5
지배주주순이익	100.8	232.3	113.0	(12.4)	208.6
지배주주지분포괄이익	97.7	226.7	588.8	51.8	(874.6)
NOPAT	98.3	321.8	96.1	92.7	418.8
EBITDA	158.4	445.5	269.5	361.5	802.9
성장성(%)					
매출액증가율	73.82	260.64	28.81	(18.46)	66.69
NOPAT증가율	83.05	227.37	(70.14)	(3.54)	351.78
EBITDA증가율	72.93	181.25	(39.51)	34.14	122.10
영업이익증가율	109.85	231.04	(59.76)	(22.45)	311.95
(지배주주)순이익증가율	114.93	130.46	(51.36)	적전	흑전
EPS증가율	106.68	112.49	(52.53)	적전	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	12.80	9.63	4.24	4.28	7.40
EBITDA이익률	10.66	8.32	3.91	6.42	8.56
영업이익률	7.74	7.11	2.22	2.11	5.22
계속사업이익률	6.58	5.09	0.67	(0.28)	2.82

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,145	2,433	1,155	(126)	2,133
BPS	5,981	14,099	15,258	14,683	16,367
CFPS	1,746	4,226	(4,623)	3,699	8,212
EBITDAPS	1,799	4,665	2,756	3,696	8,209
SPS	16,872	56,104	70,560	57,532	95,902
DPS	227	450	450	450	450
주기지표(배)					
PER	108.07	37.85	249.35	(1,829.37)	108.06
PBR	20.69	6.53	18.88	15.70	14.08
PCFR	70.87	21.79	(62.30)	62.31	28.07
EV/EBITDA	72.39	21.84	112.46	67.79	31.71
PSR	7.33	1.64	4.08	4.01	2.40
재무비율(%)					
ROE	20.26	24.26	7.96	(0.85)	13.88
ROA	9.06	9.68	2.90	(0.24)	3.12
ROIC	13.07	22.50	3.90	2.55	8.78
부채비율	139.18	126.73	181.00	290.30	331.03
순부채비율	74.93	40.09	129.83	216.66	241.15
이자보상배율(배)	25.61	16.97	2.14	0.79	2.63

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	739.1	2,274.3	2,457.6	2,654.1	3,492.9
금융자산	106.5	351.7	214.0	176.2	369.5
현금성자산	104.6	320.4	195.0	166.7	357.3
매출채권	247.4	877.4	1,052.9	1,210.8	1,550.4
재고자산	339.4	856.4	1,027.7	1,130.4	1,447.5
기타유동자산	45.8	188.8	163.0	136.7	125.5
비유동자산	686.7	1,099.9	1,967.5	3,259.7	3,986.9
투자자산	1.9	51.4	39.2	54.0	64.7
금융자산	1.9	14.4	16.8	17.2	17.6
유형자산	638.8	1,003.5	1,885.2	3,162.6	3,879.1
무형자산	12.1	13.4	14.7	14.7	14.7
기타비유동자산	33.9	31.6	28.4	28.4	28.4
자산총계	1,425.9	3,374.2	4,425.2	5,913.8	7,479.8
유동부채	612.9	1,547.9	2,109.4	2,448.9	2,693.4
금융부채	357.7	633.0	1,531.4	1,531.8	1,532.1
매입채무	142.3	736.1	446.8	731.9	937.2
기타유동부채	112.9	178.8	131.2	185.2	224.1
비유동부채	216.8	338.1	740.9	1,949.7	3,051.1
금융부채	195.5	315.3	727.1	1,927.1	3,022.1
기타비유동부채	21.3	22.8	13.8	22.6	29.0
부채총계	829.7	1,886.0	2,850.4	4,398.6	5,744.4
지배주주지분	551.7	1,363.4	1,477.0	1,420.7	1,585.4
자본금	11.5	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	292.9	877.5	913.6	913.6	913.6
자본조정	23.3	12.2	18.2	18.2	18.2
기타포괄이익누계액	0.0	(7.4)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
이익잉여금	224.0	432.2	501.3	445.0	609.7
비지배주주지분	44.4	124.8	97.8	94.5	149.9
자본총계	596.1	1,488.2	1,574.8	1,515.2	1,735.3
순금융부채	446.7	596.6	2,044.6	3,282.8	4,184.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(100.9)	(241.3)	(483.9)	352.6	498.0
당기순이익	97.8	272.7	46.0	(15.6)	264.1
조정	68.7	169.1	(534.7)	381.8	494.5
감가상각비	43.4	64.8	116.3	242.6	313.5
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	(651.0)	139.2	181.0
영업활동 자산부채 변동	(267.4)	(683.1)	4.8	(13.6)	(260.6)
투자활동 현금흐름	(237.3)	(534.7)	(930.7)	(1,514.6)	(1,038.5)
투자자산감소(증가)	(0.7)	(49.4)	19.6	(14.8)	(10.6)
자본증가(감소)	(236.0)	(455.2)	(970.9)	(1,520.0)	(1,030.0)
기타	(0.6)	(30.1)	20.6	20.2	2.1
재무활동 현금흐름	383.6	993.2	1,336.9	1,006.6	865.5
금융부채증가(감소)	356.2	395.1	1,310.3	1,200.4	1,095.3
자본증가(감소)	19.4	622.0	36.1	0.0	0.0
기타재무활동	17.4	(2.9)	34.4	(149.9)	(185.9)
배당지급	(9.4)	(21.0)	(43.9)	(43.9)	(43.9)
현금의 증감	45.4	215.7	(127.5)	(28.3)	190.6
Unlevered CFO	153.8	403.5	(452.1)	361.7	803.2
Free Cash Flow	(336.9)	(696.6)	(1,454.8)	(1,167.4)	(532.0)

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 에코프로비엠



날짜	투자의견	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 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 2월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2024년 2월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 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	93.52%	6.02%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 02월 05일