



# 에코프로비엠 (247540)

밸류에이션 부담은 시간이 해결해줄 것

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

**Buy**(유지)

목표주가(상향): 310,000원

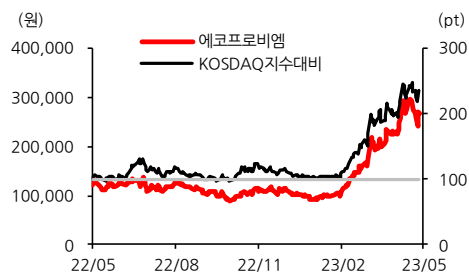
현재 주가(5/2)	267,000원
상승여력	▲ 16.8%
시가총액	261,130억원
발행주식수	97,801천주
52 주 최고가 / 최저가	296,000 / 88,100원
90 일 일평균 거래대금	6,763.71억원
외국인 지분율	9.4%
주주 구성	
에코프로 (외 14인)	51.6%
에코프로비엠우리사주 (외 1인)	3.1%
권우석 (외 1인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.9	134.2	143.4	120.5
상대수익률(KOSDAQ)	18.0	122.3	120.7	125.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,486	5,358	9,383	12,278
영업이익	115	381	544	813
EBITDA	158	445	660	991
지배주주순이익	101	232	326	468
EPS	1,084	2,378	3,340	4,791
순차입금	447	597	2,213	3,432
PER	114.2	38.7	80.0	55.7
PBR	5.1	6.6	15.6	12.3
EV/EBITDA	72.1	21.6	42.9	29.8
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1
ROE	20.3	24.3	21.5	24.7

**주가 추이**



에코프로비엠은 단기간 주가 급등으로 밸류에이션 부담이 큼니다. 단기 조정을 걸칠 수는 있으나, 1) 연간 가파른 성장률, 2) 수직계열화를 통한 수익성 개선, 3) 망간리치/LFP 등 세그먼트 확대를 통한 캐파 업사이드를 감안하면, 현재의 밸류 부담은 시간이 해결해 줄 것으로 기대합니다.

**1분기 실적: 출하량은 예상치 하회했으나, 평가 상승 지속**

동사의 1분기 실적은 매출액 2.0조 원, 영업이익 1,073억 원(OPM 5.3%)을 기록했다. 전월 대비 양극재 출하량은 1%, 평가(달러 기준)는 8% 증가했다. CAM7(연 5.4만 톤) 가동이 시작됐지만, 전동공구 수요 감소로 예상대비 출하량 상승폭이 작았다. 평가는 작년 4분기 메탈 가격 상승분을 반영하며 시장 기대치보다 크게 상승했다. 수산화리튬 수입가격이 4월부터 하락한 점을 감안하면 평가는 2, 3분기에 걸쳐 하락할 것으로 예상된다.

**2분기 영업이익 1,121억 원 전망**

2분기 실적으로 매출액 2.1조 원, 영업이익 1,121억 원(OPM 5.3%)을 전망한다. 출하량과 평가(달러 기준)는 각각 QoQ 7% 증가, 5% 감소할 것으로 추정한다. 평가가 하락하며 평가-원가 스프레드가 감소하지만, 환율이 재차 상승하며 수익성은 1Q23과 비슷한 수준이 유지될 전망이다. 한편, 2분기에도 출하량 증가 폭은 제한적이지만, 3분기에는 전동공구 수요 회복, CAM7 전라인 및 셋다운됐던 CAM4까지 본격 가동되며 출하량과 수익성이 큰 폭 증가할 것으로 전망한다.

**목표주가 31만 원으로 상향, 투자의견 Buy 유지**

동사는 업스트림 확보 전략을 통해 IRA 내 핵심 광물 요건을 충분히 충족시킬 수 있음을 발표했다. 최근 헝가리 공장까지 착공하며 동사의 중장기 캐파 확대 및 안정적 가동률 상승에 대한 우려를 불식시키고 있다. 메탈 가격 하락으로 2~3분기 당초 예상대비 수익성 부진 우려와 단기간 내 주가 급등으로 밸류에이션에 대한 부담은 존재한다. 그러나 1) 가파른 성장률(양극재 출하량 23/24/25년 각각 YoY 57%/40%/40% 증가)이 예상되고, 2) 원소재의 수직계열화로 중장기 수익성이 개선될 여지가 있으며, 3) 하이니켈뿐 아니라 망간리치/LFP까지 개발하며 세그먼트를 넓히며 캐파가 확대될 여지가 높다. 단기 조정을 거칠 수는 있지만, 중장기 성장성에는 변함없다.

[표1] 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23 P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>662.5</b>	<b>1,187.1</b>	<b>1,563.2</b>	<b>1,944.8</b>	<b>2,011.0</b>	<b>2,133.2</b>	<b>2,527.6</b>	<b>2,710.9</b>	<b>1,485.6</b>	<b>5,357.6</b>	<b>9,382.6</b>	<b>12,277.7</b>
EV	348.1	587.5	881.5	1,340.2	1,606.1	1,628.4	1,866.9	2,026.6	631.4	3,157.3	7,128.0	9,152.1
Non-IT	28.0	52.5	69.9	53.9	46.9	57.2	88.6	106.3	175.3	204.3	298.9	628.5
ESS	286.4	547.1	611.8	550.7	358.0	447.6	572.1	578.0	678.9	1,996.0	1,955.6	2,497.1
<b>영업이익</b>	<b>41.1</b>	<b>102.9</b>	<b>141.5</b>	<b>95.3</b>	<b>107.3</b>	<b>112.1</b>	<b>157.1</b>	<b>167.9</b>	<b>115.0</b>	<b>380.7</b>	<b>544.4</b>	<b>813.3</b>
영업이익률	6.2%	8.7%	9.0%	4.9%	5.3%	5.3%	6.2%	6.2%	7.7%	7.1%	5.8%	6.6%
<b>양극재 출하량(톤)</b>	<b>16,200</b>	<b>19,233</b>	<b>21,160</b>	<b>26,080</b>	<b>26,440</b>	<b>28,413</b>	<b>36,200</b>	<b>38,825</b>	<b>49,905</b>	<b>82,673</b>	<b>129,878</b>	<b>181,280</b>
QoQ/YoY	7.6%	18.7%	10.0%	23.3%	1.4%	7.5%	27.4%	7.3%	68.6%	65.7%	57.1%	39.6%

자료: 에코프로비엠, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 원소재 확보 전략을 통해 IRA 광물 요건 충분히 충족



자료: 에코프로비엠, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에코프로비엠 밸류에이션

구분	비고
EPS(원)	7,250
Target P/E(배)	43
주당 적정가치(원)	311,740
<b>목표 추가(원)</b>	<b>310,000</b>
현재 추가(원)	267,000
상승 여력(%)	16.8%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	855	1,486	5,358	9,383	12,278
매출총이익	106	190	516	705	1,023
영업이익	55	115	381	544	813
EBITDA	92	158	445	660	991
순이자손익	-4	-4	-19	-71	-127
외화관련손익	-3	4	-4	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	48	114	323	491	757
당기순이익	47	98	273	405	590
지배주주순이익	47	101	232	326	468
<b>증가율(%)</b>					
매출액	n/a	73.8	260.6	75.1	30.9
영업이익	n/a	110.0	230.9	43.0	49.4
EBITDA	n/a	72.9	181.2	48.2	50.1
순이익	n/a	109.6	178.8	48.5	45.8
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	12.4	12.8	9.6	7.5	8.3
영업이익률	6.4	7.7	7.1	5.8	6.6
EBITDA 이익률	10.7	10.7	8.3	7.0	8.1
세전이익률	5.6	7.7	6.0	5.2	6.2
순이익률	5.5	6.6	5.1	4.3	4.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>영업현금흐름</b>	125	-101	-241	-291	107
당기순이익	47	98	0	405	590
자산상각비	37	43	65	116	178
운전자본증감	30	-267	-683	-742	-540
매출채권 감소(증가)	-23	-168	-671	-509	-509
재고자산 감소(증가)	2	-183	-524	-629	-419
매입채무 증가(감소)	44	74	630	402	394
<b>투자현금흐름</b>	-94	-237	-535	-1,304	-1,305
유형자산처분(취득)	-98	-236	-455	-1,300	-1,300
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	-1	-43	-1	-1
<b>재무현금흐름</b>	9	384	993	1,378	1,278
차입금의 증가(감소)	-12	356	393	1,400	1,300
자본의 증가(감소)	2	9	588	-22	-22
배당금의 지급	3	9	21	22	22
<b>총현금흐름</b>	95	154	131	450	647
(-)운전자본증가(감소)	126	251	630	742	540
(-)설비투자	98	236	455	1,300	1,300
(+)자산매각	0	-1	0	-2	-2
Free Cash Flow	-130	-335	-955	-1,593	-1,195
(-)기타투자	-161	15	89	1	1
잉여현금	30	-350	-1,044	-1,594	-1,196
<b>NOPLAT</b>	54	98	322	449	634
(+) Dep	37	43	65	116	178
(-)운전자본투자	126	251	630	742	540
(-)Capex	98	236	455	1,300	1,300
OpFCF	-134	-346	-699	-1,477	-1,028

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	305	739	2,274	3,203	4,220
현금성자산	59	106	352	135	217
매출채권	81	267	887	1,396	1,905
재고자산	157	339	856	1,485	1,905
<b>비유동자산</b>	494	687	1,100	2,287	3,412
투자자산	45	36	83	84	86
유형자산	436	639	1,004	2,188	3,310
무형자산	13	12	13	15	17
<b>자산총계</b>	799	1,426	3,374	5,490	7,632
<b>유동부채</b>	189	613	1,548	1,951	2,347
매입채무	106	240	875	1,277	1,672
유동성이자부채	70	358	633	633	633
<b>비유동부채</b>	143	217	338	1,739	3,040
비유동이자부채	127	195	315	1,715	3,015
<b>부채총계</b>	332	830	1,886	3,690	5,387
자본금	11	11	49	49	49
자본잉여금	275	293	877	877	877
이익잉여금	136	224	432	736	1,182
자본조정	23	23	5	12	12
자기주식	-5	-5	-15	-15	-15
<b>자본총계</b>	467	596	1,488	1,800	2,245

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	549	1,084	2,378	3,340	4,791
BPS	21,088	24,071	13,941	17,127	21,684
DPS	111	227	230	230	230
CFPS	1,109	1,653	1,338	4,605	6,613
ROA(%)		9.1	9.7	7.4	7.1
ROE(%)		20.3	24.3	21.5	24.7
ROIC(%)		11.9	20.9	15.0	13.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	76.5	114.2	38.7	80.0	55.7
PBR	2.0	5.1	6.6	15.6	12.3
PSR	4.2	7.7	1.7	2.8	2.1
PCR	37.9	74.9	68.8	58.0	40.4
EV/EBITDA	40.5	72.1	21.6	42.9	29.8
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	71.0	139.2	126.7	205.0	239.9
Net debt/Equity	29.5	74.9	40.1	123.0	152.8
Net debt/EBITDA	150.3	282.0	133.9	335.1	346.3
유동비율	161.3	120.6	146.9	164.1	179.8
이자보상배율(배)	12.9	25.6	17.0	7.6	6.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	85.3	88.0	82.4	94.8	94.9
현금+투자자산	14.7	12.0	17.6	5.2	5.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	29.7	48.1	38.9	56.6	61.9
자기자본	70.3	51.9	61.1	43.4	38.1

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2023년 05월 03일)

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 책임소지에 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

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.12	Buy	140,000	6.90	111.43
2023.05.03	Buy	310,000		

[ 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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%