



Outperform (Maintain)

목표주가: 340,000원(하향)

주가(11/7): 284,500원

시가총액: 278,245억원



이차전지 Analyst 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/7)	824.37pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	462,000 원	92,100원	
최고/최저가 대비 등락율	-38.4%	208.9%	
수익률	절대	상대	
	1M	20.8%	19.6%
	6M	13.8%	16.7%
	1Y	161.7%	122.4%

Company Data

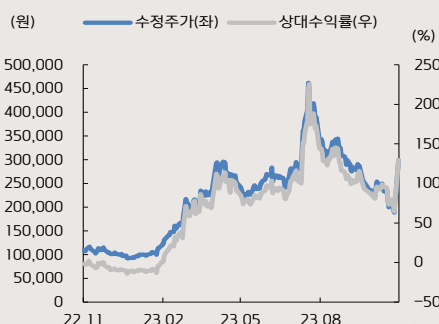
발행주식수	97,801	전주
일평균 거래량(3M)	1,023	전주
외국인 지분율	7.9%	
배당수익률(23E)	0.2%	
BPS(23E)	15,137원	
주요 주주	에코프로 외 12인	51.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,485.6	5,357.6	7,302.6	9,206.5
영업이익	115.0	380.7	312.3	560.2
EBITDA	158.4	445.5	386.3	739.2
세전이익	114.4	322.5	273.7	517.2
순이익	97.8	272.7	213.5	403.4
지배주주지분순이익	100.8	232.3	166.5	363.0
EPS(원)	1,145	2,433	1,703	3,712
증감률(%YoY)	106.9	112.5	-30.0	118.0
PER(배)	108.1	37.9	175.6	80.5
PBR(배)	20.87	6.61	19.75	16.30
EV/EBITDA(배)	72.4	21.8	79.4	42.2
영업이익률(%)	7.7	7.1	4.3	6.1
ROE(%)	20.3	24.3	11.7	22.2
순부채비율(%)	74.9	40.1	76.0	85.8

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

에코프로비엠 (247540)

단기 실적 부진은 불가피



3Q23 영업이익 459억원으로 시장 컨센서스 하회. 메탈 가격 약세에 따른 스프레드 마진 축소와 재고자산평가손실이 발생하며(연결 기준, 340억원) 전분기 대비 악화. 4Q23 영업이익 443억원 전망. 가동률 하락에 따른 고정비 부담 증가 등 수익성 개선은 제한적일 것으로 예상. 실적 추정치 변경 반영해 목표주가는 340,000원으로 하향하나, 투자 의견은 Outperform을 유지함.

>>> 3Q23 영업이익 459억원, 시장 컨센서스 하회

3Q23 실적은 매출액 1.8조원(-5%QoQ, +15%YoY), 영업이익 459억원(-60%QoQ, -68%YoY)으로, 시장 컨센서스를 하회했다(영업이익 컨센서스 940억원). 삼성SDI, SK온 등 주요 고객사의 수요에 힘입어 EV용 양극재 출하량은 전분기비 +15%QoQ 증가했으나, 메탈 가격 하락에 따른 ASP 하락으로(약 -18%QoQ) 매출액은 전분기비 소폭 감소했다. 한편 Non-IT 부문의 경우 건설 경기 둔화에 따른 수요 감소로 전분기 대비 출하량이 +3%QoQ에 그쳤으나, ESS는 +191%QoQ로 큰 폭 증가했다. 수익성의 경우 메탈 가격 약세에 따른 스프레드 마진 축소와 재고자산평가손실이 발생하며(연결 기준, 340억원) 전분기 대비 악화됐다.

>>> 4Q23 영업이익 443억원(-54%YoY) 전망

4Q23 실적은 매출액 1.6조원(-12%QoQ, -19%YoY), 영업이익 443억원(-3%QoQ, -54%YoY)을 기록할 전망이다. 전기차 시장을 중심으로 한 수요 둔화 및 고객사들의 연말 재고 조정이 예상됨에 따라 전분기 대비 어느 정도의 출하량 감소는 불가피하다고 판단한다. BMW/Audi 등 일부 EV 차종에 대해서는 상대적으로 수요가 양호한 것으로 보이나, 고급리/보조금 축소 여파로 그 외 전방 EV 수요에 대한 판매 감소가 나타나고 있으며, 전동공구를 포함한 Non-IT형 양극재의 경우도 전방 건설 업황 부진으로 판매량 감소가 예상된다. 한편 4분기에도 하락폭은 감소해도 메탈 가격 하락세는 지속될 것으로 보이며, 가동률 하락에 따른 고정비 부담 증가와 일회성 비용의 발생 등으로 수익성 개선은 제한적일 것으로 예상된다.

>>> 목표주가 340,000원, 투자 의견 'Outperform' 유지

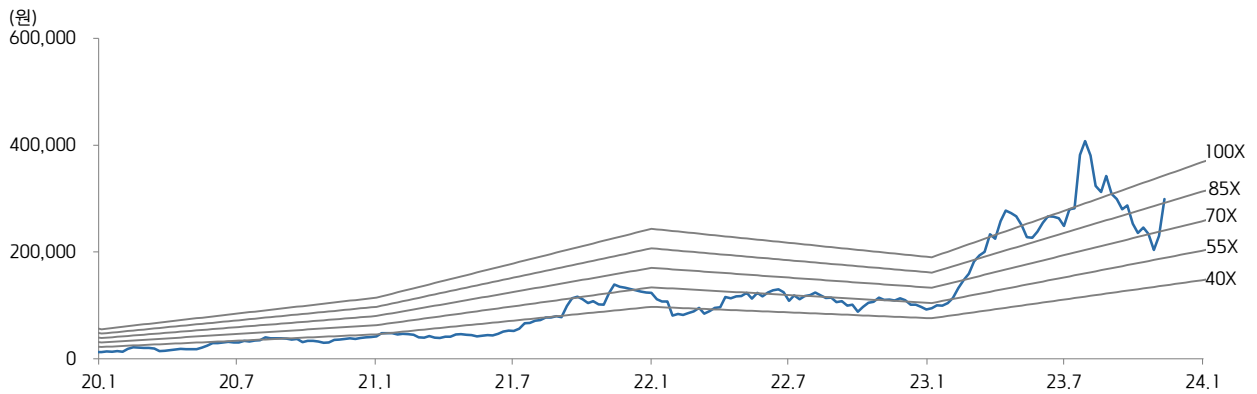
최근 이차전지 업종 내 불가피한 전동화 속도조절, 메탈 가격 하락 이슈 등으로 단기적인 실적 불확실성이 확대될 것으로 판단한다. 그러나 동사의 경우 상대적으로 전방 OEM 고객사가 다변화되어 있고, 북미 출하량 비중도 점차 높아지고 있으며 내년 CAM8/9(9만톤) 양산도 예정되어 있어 24년부터 출하량 증가가 이루어질 것으로 전망한다. 동사는 그동안 계열사를 통한 Upstream 내재화율을(전구체 30%, 리튬 20% 이상 추정) 강조해왔으며, 최근 인도네시아 QMB 프로젝트 참여(니켈), 해외 리튬사업 지분투자 등을 통해 계획을 실행에 옮기고 있어 중장기 실적 성장 모멘텀이 유효하다고 판단한다. 실적 추정치 변경 반영해 목표주가는 340,000원으로 하향하나, 중장기 성장성은 긍정적인 점을 감안해 투자 의견은 Outperform을 유지한다.

에코프로비엠 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
매출액	662.5	1,187.1	1,563.2	1,944.8	2,011.0	1,906.2	1,803.3	1,582.1
영업이익	41.1	102.9	141.5	95.3	107.3	114.7	45.9	44.3
영업이익률(%)	6.2	8.7	9.0	4.9	5.3	6.0	2.5	2.8
세전이익	35.8	89.6	133.2	63.9	97.5	105.5	24.5	46.2
순이익	30.4	77.8	109.6	54.8	80.4	82.5	21.2	29.4
지배주주순이익	26.1	69.0	100.2	37.1	70.3	56.5	16.5	23.1

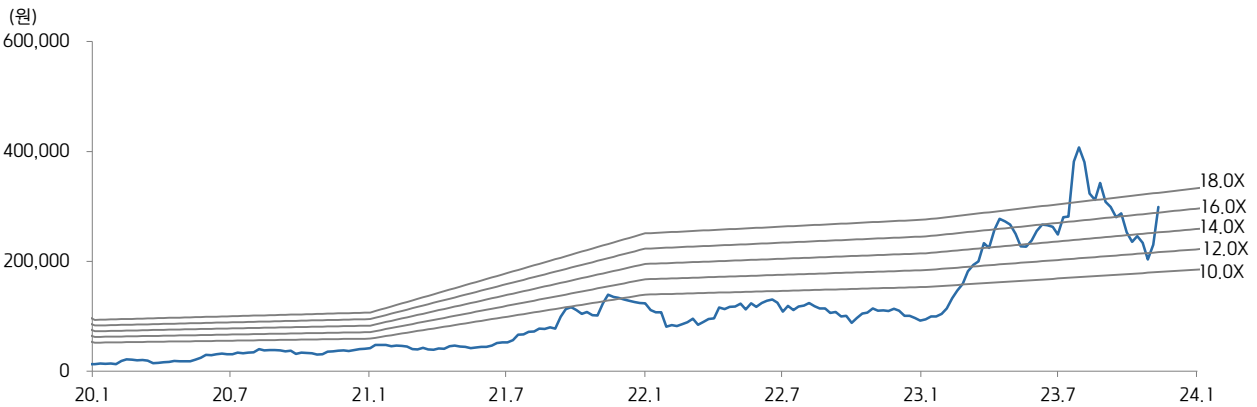
자료: 키움증권 리서치센터

에코프로비엠 12M Fwd. P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

에코프로비엠 12M Fwd. P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

에코프로비엠 목표주가 340,000원 제시

EPS(원)	6,573 원	25년 EPS
Target PER(배)	52 배	포스코퓨처엠 25년 P/E
목표주가(원)	341,796 원	

자료: 키움증권 리서치센터

에코프로비엠 전지재료사업 생태계: 글로벌 Closed Loop 체제(니켈)

MHP 구매 전략 (지주사)

- ✓ 지주사의 프로젝트 직접 참여로 투자효과 확대 (QMB 프로젝트 지분 참여율 대비 2배 이상의 물량 확보)
- ✓ LME 시세 대비 저가의 니켈, 코발트 원재료를 확보, 전구체 사업의 수익성 확대 기여 가능

QMB 프로젝트 개요



프로젝트 개요

- 글로벌 Tier-1 배터리 및 이차전지 소재 기업 등으로 구성된 인도네시아 지역의 대규모 니켈 제련 프로젝트

당사 참여 현황

- 8월, 지주사 에코프로의 QMB 프로젝트 1단계 투자 참여, Ni 기준, 연 6천톤 규모의 Ni-MHP Offtake 권리 확보
- 9월, QMB로부터 Ni-MHP 구매 개시, 전구체 생산라인 투입
- 11월, 1단계 프로젝트 성공을 바탕으로 2단계 투자 계약 체결

투자 구분	확보물량	프로젝트 양산일정
1단계	6천톤	'23. 1H
2단계	미정	'24. 2H

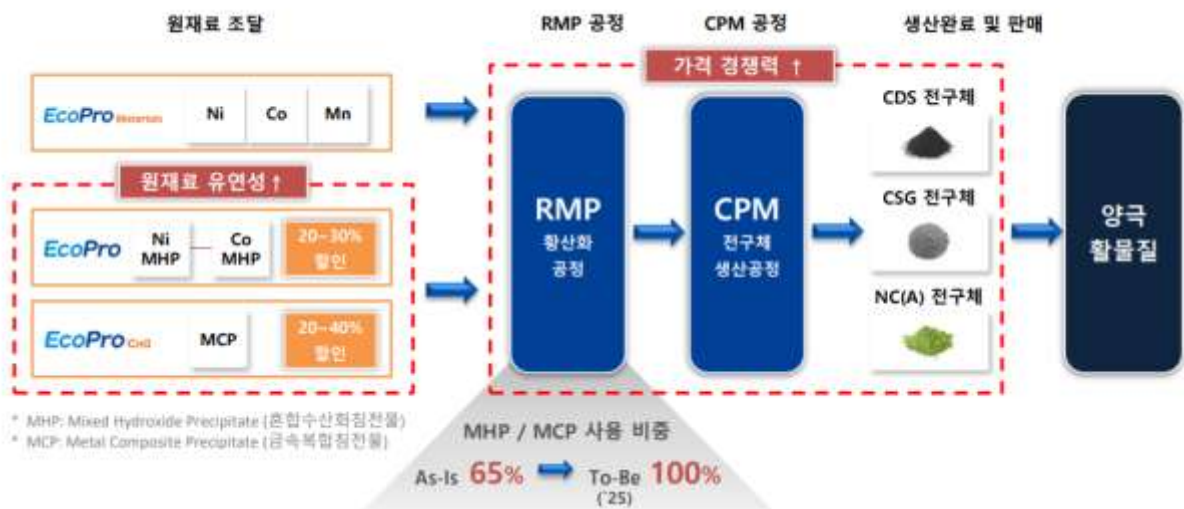
자료: 에코프로, 키움증권 리서치센터

에코프로머티리얼즈 MHP 사용 계획 및 효과(전구체)

MHP 사용계획 및 효과 (에코프로 머티리얼즈)

- ✓ MHP / MCP / 메탈 등 다양한 형태의 조달을 통해 원재료 유연성 확보
- ✓ 원료 정련(RMP) 및 하이니켈 전구체(CPM) 기술이 내재화된 생산 구조로 전구체 사업 경쟁력 확대
- 중장기 MHP, MCP 원료 사용 비중 제고로 원가절감

전구체 생산 구조



자료: 에코프로, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,485.6	5,357.6	7,302.6	9,206.5	12,892.2
매출원가	1,295.5	4,841.4	6,841.0	8,458.2	11,682.3
매출총이익	190.1	516.2	461.6	748.4	1,209.9
판매비	75.1	135.5	149.3	188.1	263.4
영업이익	115.0	380.7	312.3	560.2	946.4
EBITDA	158.4	445.5	386.3	739.2	1,220.7
영업외손익	-0.6	-58.1	-38.6	-43.1	-50.6
이자수익	0.3	3.4	8.1	3.5	3.1
이자비용	4.5	22.4	49.4	49.4	56.5
외환관련이익	12.3	185.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	8.1	188.5	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.6	-35.6	2.7	2.8	2.8
법인세차감전이익	114.4	322.5	273.7	517.2	895.8
법인세비용	16.6	49.9	60.2	113.8	197.1
계속사업손익	97.8	272.7	213.5	403.4	698.7
당기순이익	97.8	272.7	213.5	403.4	698.7
지배주주순이익	100.8	232.3	166.5	363.0	642.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	73.8	260.6	36.3	26.1	40.0
영업이익 증감율	110.0	231.0	-18.0	79.4	68.9
EBITDA 증감율	72.8	181.3	-13.3	91.4	65.1
지배주주순이익 증감율	114.9	130.5	-28.3	118.0	77.1
EPS 증감율	106.9	112.5	-30.0	118.0	77.1
매출총이익률(%)	12.8	9.6	6.3	8.1	9.4
영업이익률(%)	7.7	7.1	4.3	6.1	7.3
EBITDA Margin(%)	10.7	8.3	5.3	8.0	9.5
지배주주순이익률(%)	6.8	4.3	2.3	3.9	5.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	739.1	2,274.3	2,877.4	2,529.8	3,017.6
현금 및 현금성자산	104.6	320.4	801.6	335.9	287.4
단기금융자산	1.8	30.5	30.5	30.5	30.5
매출채권 및 기타채권	267.5	887.3	1,063.4	1,156.5	1,619.5
재고자산	339.4	856.4	802.2	827.2	900.5
기타유동자산	25.8	179.7	179.7	179.7	179.7
비유동자산	686.7	1,099.9	2,067.9	3,030.9	3,998.6
투자자산	1.9	51.4	93.4	135.4	177.5
유형자산	638.8	1,003.5	1,933.3	2,856.9	3,784.6
무형자산	12.1	13.4	9.7	7.0	5.1
기타비유동자산	33.9	31.6	31.5	31.6	31.4
자산총계	1,425.9	3,374.2	4,945.3	5,560.7	7,016.2
유동부채	612.9	1,547.9	1,815.1	2,076.7	2,583.1
매입채무 및 기타채무	240.1	875.5	1,142.7	1,404.3	1,910.7
단기금융부채	357.7	632.8	632.8	632.8	632.8
기타유동부채	15.1	39.6	39.6	39.6	39.6
비유동부채	216.8	338.1	1,478.1	1,478.1	1,778.1
장기금융부채	195.5	315.3	1,455.3	1,455.3	1,755.3
기타비유동부채	21.3	22.8	22.8	22.8	22.8
부채총계	829.7	1,886.0	3,293.2	3,554.8	4,361.2
지배지분	551.7	1,363.4	1,480.4	1,793.8	2,387.0
자본금	11.5	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	292.9	877.5	877.5	877.5	877.5
기타자본	23.3	12.2	12.2	12.2	12.2
기타포괄손익누계액	0.0	-7.4	-13.0	-18.7	-24.3
이익잉여금	224.0	432.2	554.8	873.9	1,472.8
비지배지분	44.4	124.8	171.7	212.1	268.0
자본총계	596.1	1,488.2	1,652.1	2,005.9	2,655.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-100.9	-241.3	819.1	1,112.1	1,329.4
당기순이익	0.0	0.0	213.5	403.4	698.7
비현금항목의 가감	56.0	130.9	239.2	402.3	588.5
유형자산감가상각비	40.6	61.5	70.3	176.3	272.4
무형자산감가상각비	2.8	3.3	3.7	2.7	1.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	12.6	66.1	165.2	223.3	314.2
영업활동자산부채증감	-267.4	-683.1	145.4	143.5	-29.9
매출채권및기타채권의감소	-167.9	-670.7	-176.1	-93.1	-463.0
재고자산의감소	-182.6	-523.9	54.2	-25.0	-73.3
매입채무및기타채무의증가	73.6	629.5	267.2	261.6	506.4
기타	9.5	-118.0	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	110.5	310.9	221.0	162.9	72.1
투자활동 현금흐름	-237.3	-534.7	-1,042.8	-1,142.8	-1,242.8
유형자산의 취득	-236.0	-455.3	-1,000.0	-1,100.0	-1,200.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.4	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-49.5	-42.1	-42.1	-42.1
단기금융자산의감소(증가)	-1.8	-28.7	0.0	0.0	0.0
기타	2.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
재무활동 현금흐름	383.6	993.2	1,107.5	-32.5	267.5
차입금의 증가(감소)	357.1	394.2	1,140.0	0.0	300.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	18.8	624.6	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-16.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.4	-21.0	-43.9	-43.9	-43.9
기타	17.1	11.4	11.4	11.4	11.4
기타현금흐름	0.0	-1.5	-402.5	-402.5	-402.5
현금 및 현금성자산의 순증가	45.4	215.7	481.3	-465.8	-48.5
기초현금 및 현금성자산	59.2	104.6	320.4	801.6	335.9
기말현금 및 현금성자산	104.6	320.4	801.6	335.9	287.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,145	2,433	1,703	3,712	6,573
BPS	5,930	13,941	15,137	18,342	24,407
CFPS	1,746	4,226	4,629	8,238	13,161
DPS	920	450	450	450	450
주당배수(배)					
PER	108.1	37.9	175.6	80.5	45.5
PER(최고)	124.1	64.4	343.0		
PER(최저)	31.3	29.8	52.9		
PBR	20.87	6.61	19.75	16.30	12.25
PBR(최고)	23.96	11.23	38.58		
PBR(최저)	6.05	5.20	5.95		
PSR	7.33	1.64	4.00	3.18	2.27
PCFR	70.8	21.8	64.6	36.3	22.7
EV/EBITDA	72.4	21.8	79.4	42.2	25.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	21.5	16.1	20.6	10.9	6.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2
ROA	8.8	11.4	5.1	7.7	11.1
ROE	20.3	24.3	11.7	22.2	30.7
ROIC	13.2	21.4	10.1	13.7	18.2
매출채권회전율	8.5	9.3	7.5	8.3	9.3
재고자산회전율	6.0	9.0	8.8	11.3	14.9
부채비용	139.2	126.7	199.3	177.2	164.3
순차입금비용	74.9	40.1	76.0	85.8	78.0
이자보상배율	25.6	17.0	6.3	11.3	16.8
총차입금	553.2	948.2	2,088.2	2,088.2	2,388.2
순차입금	446.7	597.3	1,256.0	1,721.8	2,070.2
NOPLAT	158.4	445.5	386.3	739.2	1,220.7
FCF	-355.3	-746.9	-537.0	-340.5	-217.4

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 7일 현재 '에코프로비엠' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

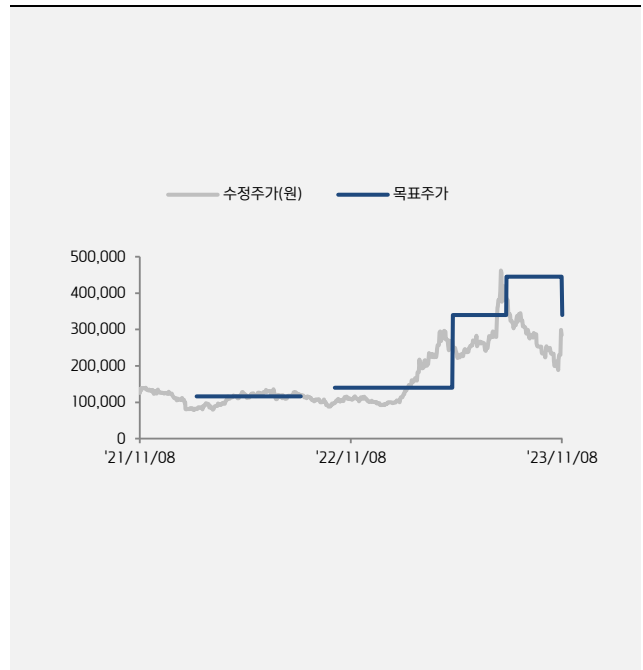
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
에코프로비엠	2022-02-14	Buy(Maintain)	116,129원	6개월	-5.54	17.03
*담당자 변경	2022-10-11	Buy(Reinitate)	140,000원	6개월	-23.40	-17.50
(247540)	2022-11-03	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-25.46	-16.71
	2023-02-06	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-3.80	108.93
	2023-05-03	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-17.45	35.88
	2023-08-04	Outperform (Downgrade)	445,000원	6개월	-35.91	-14.49
	2023-11-08	Outperform (Maintain)	340,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2022/10/01~2023/09/30)

매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%