



에코프로비엠 (247540)

BM 기저효과 기대되나, EM 둔화는 우려

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

Hold(유지)

목표주가(유지): 110,000원

현재 주가(2/11)	120,700원
상승여력	▼-8.9%
시가총액	118,046억원
발행주식수	97,801천주
52 주 최고가 / 최저가	292,500 / 105,500원
90 일 일평균 거래대금	881.12억원
외국인 지분율	11.1%

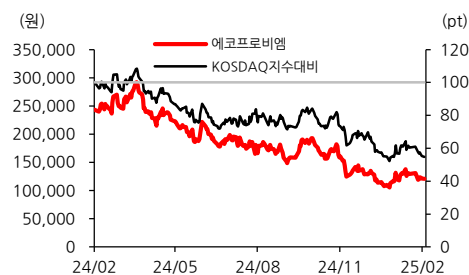
주주 구성	
에코프로 (외 14 인)	50.3%
에코프로비엠우리사주 (외 1 인)	1.3%
권우석 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.4	-21.0	-32.6	-50.4
상대수익률(KOSDAQ)	-4.0	-23.8	-30.7	-41.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	6,901	2,767	3,228	4,713
영업이익	156	-40	70	281
EBITDA	249	19	201	429
지배주주순이익	-9	-75	-9	146
EPS	-89	-763	-97	1,491
순차입금	1,314	1,842	2,208	2,754
PER	-3,224.7	-363.0	-1,249.2	81.0
PBR	20.5	16.6	7.3	6.7
EV/EBITDA	118.5	1,484.0	69.8	34.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-0.6	-5.0	-0.6	8.6

주가 추이



에코프로비엠은 2025년 분기별 판매량 회복과 2분기 흑자전환이 예상됩니다. 다만, 향후 삼성 SDI의 성장률 둔화가 우려되는 만큼 SKon의 회복과 신규 고객사 확보가 절실합니다. 낮아진 성장 가시성 대비 밸류에이션은 여전히 부담스러운 수준입니다.

4분기: 삼성SDI향 판매 감소

동사의 4분기 실적은 매출액 4,649억 원, 영업적자 96억 원을 기록했다. 재고자산평가충당금 124억 원이 환입됐고, 양극재 출하량과 판가는 각각 QoQ -5%, -9% 하락했다. SKon향 기저 효과로 EV향 양극재 판매 증가했으며, 삼성SDI향 ESS향 출하는 감소한 것으로 추정된다.

BM 기저효과 기대되나, EM 둔화는 우려

1분기 실적으로 매출액 5,926억 원, 영업적자 28억 원을 전망한다. 150억 원의 충당금 환입(2025년 총 400억 원)이 예상된다. 양극재 출하량과 판가는 각각 QoQ 27% 상승, 4% 하락할 것으로 예상한다. 출하량은 SKon 중심으로 회복하며, 포드의 F-150 픽업트럭 재고 소진 및 유럽/미국 EV 판매 회복 영향이다. 출하량 증가 및 환입에도 불구하고 1Q25에 저조한 가동률(약 34%)로 적자는 지속될 전망이다.

동사는 2025년 판매량 가이드선으로 YoY +40%를 제시했으나, 달성 가능성은 낮다고 판단한다. 삼성SDI는 올해 미국 STLA JV 및 ESS 부문만 출하량 증가가 기대되나, STLA JV는 동사가 납품하지 않는 것으로 파악된다. 이에 따라 2025년 EM 출하량은 최대 YoY Flat한 수준이 예상된다. 가이드선 달성을 위해 에코프로비엠(별도) 출하량이 YoY +2.3배 증가해야 한다. 2025년 가장 중요한 부분은 SKon 판매 회복일 것이다.

투자의견 Hold, 목표주가 11만 원 유지

2024년 말 캐파는 19만 톤이다. 향후 가장 먼저 추가될 캐파는 CAM8(EM 3.6만 톤, 2H25)과 헝가리 공장(5.4만 톤, 4Q25)으로 모두 삼성SDI향으로 추정된다. 그러나 삼성SDI의 성장 둔화로 양산 시기는 연기될 것으로 예상한다. 연내 계획 중인 신규 고객사 확보와 SKon의 회복이 더욱 중요해졌다. 한편, 2026년 PER은 81배로 여전히 부담이다. 1Q25 말 코스피 이전 상장을 목표하고 있어, 수급에 따른 주가 변동성은 클 것으로 예상되나 추세적인 주가 상승은 제한적이라 판단한다.

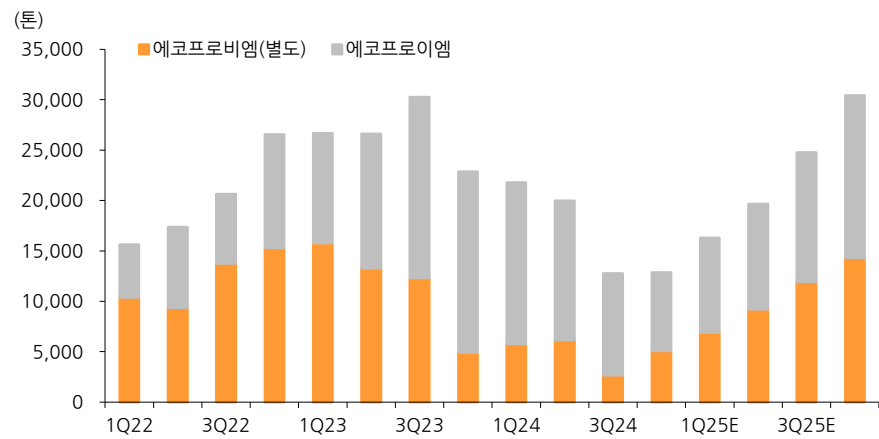
[표1] 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	970.5	809.5	521.9	464.9	592.6	705.2	876.3	1,053.6	6,900.9	2,766.8	3,227.7	4,713.3
EV	788.9	569.1	275.2	288.3	376.6	431.5	612.1	777.9	5,772.1	1,921.5	2,198.1	3,504.5
P/T	102.9	137.3	74.0	69.7	78.3	83.6	79.0	91.0	935.8	383.9	331.9	434.1
ESS 및 기타	78.7	103.1	172.7	106.9	137.6	190.1	185.1	184.7	192.9	461.4	697.6	774.7
영업이익	6.7	3.9	(41.2)	(9.6)	(2.8)	3.9	26.2	42.9	156.0	(40.2)	70.2	280.9
영업이익률	0.7%	0.5%	-7.9%	-2.1%	-0.5%	0.6%	3.0%	4.1%	2.3%	-1.5%	2.2%	6.0%
양극재 출하량(톤)	21,670	20,890	13,560	12,871	16,298	19,663	24,775	30,425	107,261	68,991	91,160	141,150
QoQ/YoY	-6.0%	-3.6%	-35.1%	-5.1%	26.6%	20.6%	26.0%	22.8%	29.7%	-35.7%	32.1%	54.8%

자료: 에코프로비엠, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] BM/EM 출하량 추이 및 전망(한화 추정치)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	5,358	6,901	2,767	3,228	4,713
매출총이익	516	293	94	232	517
영업이익	381	156	-40	70	281
EBITDA	445	249	19	201	429
순이자손익	-19	-58	-70	-81	-102
외화관련손익	-4	8	6	0	0
지분법손익	0	-4	0	0	0
세전계속사업손익	323	78	-90	-16	216
당기순이익	273	55	-39	-12	172
지배주주순이익	232	-9	-75	-9	146
증가율(%)					
매출액	n/a	28.8	-59.9	16.7	46.0
영업이익	n/a	-59.0	적전	흑전	300.0
EBITDA	n/a	-44.2	-92.2	929.0	113.7
순이익	n/a	-79.9	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.6	4.3	3.4	7.2	11.0
영업이익률	7.1	2.3	-1.5	2.2	6.0
EBITDA 이익률	8.3	3.6	0.7	6.2	9.1
세전이익률	6.0	1.1	-3.3	-0.5	4.6
순이익률	5.1	0.8	-1.4	-0.4	3.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	-241	21	374	139	259
당기순이익	273	55	-41	-12	172
자산상각비	65	93	60	130	148
운전자본증감	-686	-360	42	17	-36
매출채권 감소(증가)	-671	83	277	-267	-262
재고자산 감소(증가)	-527	-418	132	28	-69
매입채무 증가(감소)	630	-98	-366	258	297
투자현금흐름	-535	-673	-1,191	-505	-805
유형자산처분(취득)	-455	-756	-1,199	-500	-800
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-43	29	2	0	0
재무현금흐름	993	847	316	500	500
차입금의 증가(감소)	393	913	16	500	500
자본의 증가(감소)	588	-44	336	0	0
배당금의 지급	-21	-44	0	0	0
총현금흐름	457	439	360	122	295
(-)운전자본증감(감소)	630	23	-342	-17	36
(-)설비투자	455	756	1,199	500	800
(+)자산매각	0	0	-1	-1	-1
Free Cash Flow	-629	-340	-498	-362	-542
(-)기타투자	92	283	294	4	4
잉여현금	-721	-623	-791	-366	-546
NOPLAT	322	110	-29	51	225
(+) Dep	65	93	60	130	148
(-)운전자본투자	630	23	-342	-17	36
(-)Capex	455	756	1,199	500	800
OpFCF	-699	-577	-826	-302	-463

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	2,274	2,443	927	1,304	1,591
현금성자산	352	513	17	151	105
매출채권	887	785	229	496	759
재고자산	856	1,109	617	589	658
비유동자산	1,100	1,918	3,067	3,441	4,098
투자자산	83	80	107	110	114
유형자산	1,004	1,824	2,946	3,315	3,968
무형자산	13	14	14	15	16
자산총계	3,374	4,362	3,994	4,745	5,689
유동부채	1,548	2,131	1,337	1,596	1,894
매입채무	875	866	204	462	759
유동성이자부채	633	1,232	1,116	1,116	1,116
비유동부채	338	631	772	1,273	1,774
비유동이자부채	315	596	743	1,243	1,743
부채총계	1,886	2,762	2,109	2,869	3,668
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	877	914	914	914	914
이익잉여금	432	375	298	289	434
자본조정	5	34	373	373	373
자기주식	-15	-15	-15	-15	-15
자본총계	1,488	1,599	1,885	1,875	2,021

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,376	-89	-763	-97	1,491
BPS	13,941	14,023	16,708	16,612	18,100
DPS	450	0	0	0	0
CFPS	4,668	4,492	3,676	1,249	3,013
ROA(%)	9.7	-0.2	-1.8	-0.2	2.8
ROE(%)	24.3	-0.6	-5.0	-0.6	8.6
ROIC(%)	20.9	4.5	-0.9	1.3	5.1
Multiples(x, %)					
PER	38.8	-3,224.7	-363.0	-1,249.2	81.0
PBR	6.6	20.5	16.6	7.3	6.7
PSR	1.7	4.1	9.8	3.7	2.5
PCR	19.7	64.1	75.4	96.7	40.1
EV/EBITDA	21.6	118.5	1,484.0	69.8	34.0
배당수익률	0.5	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	126.7	172.7	111.9	153.0	181.5
Net debt/Equity	40.1	82.2	97.7	117.7	136.3
Net debt/EBITDA	133.9	528.4	9,445.3	1,100.3	642.3
유동비율	146.9	114.6	69.3	81.7	84.0
이자보상배율(배)	17.0	2.2	n/a	0.7	2.4
자산구조(%)					
투하자본	82.4	83.0	96.8	94.0	95.6
현금+투자자산	17.6	17.0	3.2	6.0	4.4
자본구조(%)					
차입금	38.9	53.3	49.6	55.7	58.6
자기자본	61.1	46.7	50.4	44.3	41.4

[Compliance Notice]

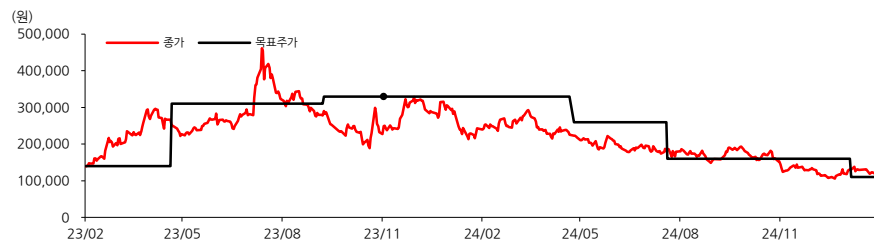
(공표일: 2025년 02월 12일)

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 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에코프로비엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.05.03	2023.08.30	2023.09.20	2023.11.02	2023.11.08	2023.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	310,000	310,000	330,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2024.02.08	2024.05.07	2024.06.05	2024.08.01	2024.11.05	2025.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	330,000	260,000	260,000	160,000	160,000	110,000
일 시	2025.02.12					
투자의견	Hold					
목표가격	110,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-24.90	-14.23
2024.08.01	Hold	160,000	-3.94	-34.06
2025.01.17	Hold	110,000		

[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 추정치에 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%