

에코프로비엠 (247540.KQ)

2Q23 Preview: 일시적 부진

2Q23 실적은 평가하락과 전환투자로 일시적 부진 불가피하나, 중장기 경쟁력 향상을 위한 자금조달, 추가수주, 신규제품 양산 준비는 순항중

Analyst 주민우
02)2229-6167, minwoo.ju@nhqv.com

Jr. Analyst 하늘
02)768-7308, neul.ha@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

선순환 구조에 들어서다

투자 의견 Buy, 목표주가 31만원 유지(6/30 공시된 전환사채 4,400억원의 희석 1.6% 반영). 평가하락, 전환투자, 전동공구 수요 부진으로 단기적인 실적 부진이 예상되나 중장기 경쟁력 향상을 위한 준비는 잘 진행중. 전환사채를 통해 조달한 자금은 해외 공장 증설에 활용될 것으로 보임. 동사의 시가총액(24조원)을 감안시 후발 업체들 대비 희석을 최소화해 적기에 자본조달을 할 수 있음. 고객사가 요구하는 대규모 증설을 적기에 이행함으로써 수주를 받고 기업가치가 향상되는 선순환 구조에 들어섬. 향후 기업가치 향상의 드라이버는 기존 고객사향 양극재 추가 수주 및 신규제품(LFP, OLO, NMx) 대응이 될 것으로 예상

2Q23 Preview: 평가하락과 전환투자에 따른 일시적 부진

2Q23 매출액은 1.98조원(+67% y-y, -1% q-q), 영업이익은 1,192억원(+16% y-y, 영업이익률 6.0%)으로 컨센서스 대비 각각 -9%, -10% 예상

매출액 부진의 이유는 1) 연초 리튬 가격 하락 영향으로 2Q23 평가가 -5% q-q로 하락하고, 2) CAM5N(NCM811 1개라인+NCM9반반 1개라인)의 전환투자(NCM9반반 2개라인)에 따른 일시적 출하부진, 3) 예상보다 늦어지는 전동공구 수요 회복이 주요 원인. CAM5N 전환투자는 F-150 Lightning의 생산 Capa 증가(4만대→15만대)에 대응하기 위한 투자로 추정. 1Q23 재고자산이 1.2조원(+44% q-q)으로 늘어난 것은 전환투자에 앞서 NCM811 제품들을 선행생산한 것으로 보임. 평가하락과 CAM5N 전환투자에 따른 영향은 3Q23까지도 일부 영향 있을 것으로 예상. 3Q23 평가는 전분기 대비 -8%를 예상(4Q23부터는 반등)하고, 출하량은 전분기 대비 +18%를 예상함

Buy (유지)

목표주가	310,000원 (유지)
현재가 (23/06/30)	249,000원
업종	일반전기전자
KOSPI / KOSDAQ	2564.28 / 868.24
시가총액(보통주)	24,352.5십억원
발행주식수(보통주)	97.8백만주
52주 최고가('23/04/18)	296,000원
최저가('22/09/30)	88,100원
평균거래대금(60일)	435,903백만원
배당수익률(2023E)	0.18%
외국인지분율	8.7%
주요주주	
에코프로 외 13인	51.4%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	9.9 170.4 119.4
상대수익률 (%p)	7.7 111.5 88.4

에코프로비엠 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E					3Q23F
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	1,187	1,563	1,945	2,011	1,987	67.4	(1.2)	2,195	2,181	2,072
영업이익	103	141	95	107	119	15.9	11.1	121	132	118
영업이익률	8.7	9.0	4.9	5.3	6.0			5.5	6.1	5.7
세전이익	90	133	64	98	110	23.0	13.0	110	123	112
(지배)순이익	69	100	37	70	68	-1.6	-3.5	69	86	67

자료: 에코프로비엠, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	5,358	8,639	10,967	19,404
증감률	260.6	61.2	27.0	76.9
영업이익	381	486	719	1,319
증감률	230.9	27.7	47.9	83.5
영업이익률	7.1	5.6	6.6	6.8
(지배지분)순이익	232	253	353	756
EPS	2,433	2,548	3,555	7,601
증감률	112.5	4.7	39.5	113.8
PER	37.9	97.7	70.0	32.8
PBR	6.6	15.1	11.7	8.0
EV/EBITDA	21.8	35.4	25.9	15.0
ROE	24.3	16.9	18.8	29.1
부채비율	126.7	166.6	162.9	172.1
순차입금	593	1,481	1,986	2,430

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

에코프로비엠은 2016년 5월 양극재 사업 전문화를 위해 (주)에코프로에서 물적분할로 설립됨. 2019년 3월 코스닥에 상장. 주력 생산 소재는 하이니켈 양극재. 주요 고객사는 삼성SDI, SK이노베이션 등임. 특히 삼성SDI와 합작 법인 '에코프로이엠'을 설립. 합작 설비(CAM6)는 한국 포항에 소재했고, 생산능력 총 3만톤/년 규모로 구축. 본격 양산은 2021년 4분기 조기 가동 시작. 동사는 글로벌 대표 2차전지 업체와 하이니켈 양극재 사업 노출도가 높아 2차전지 산업 성장에 따른 수혜 가능

Share price drivers/Earnings Momentum

- 주요 고객사의 2차전지 생산량 증가
- 양극재 사업 관련 고객사 증가
- NCMX(사원계), 하이망간 양극재 사업 확대

Downside Risk

- 주 고객사들의 2차전지 사업 부진
- 고객사 내 시장 점유율 하락
- 하이니켈 양극재 적용 2차전지 화재/폭발

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
포스코케미칼	103.9	64.2	9.9	8.5	9.5	13.2
엘앤에프	36.5	18.7	5.8	4.4	15.9	23.7
Umicore	13.4	13.7	1.6	1.6	12.2	11.3
Ningbo ShanShan	12.1	10.1	1.4	1.2	11.3	12.3
Beijing Easpring	11.2	9.6	1.9	1.6	17.0	16.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	108.1	37.9	97.7	70.0	32.8
PBR	20.9	6.6	15.1	11.7	8.0
PSR	7.3	1.6	2.8	2.2	1.3
ROE	20.3	24.3	16.9	18.8	29.1
ROIC	15.6	25.3	9.5	4.0	2.1

자료: NH투자증권 리서치본부

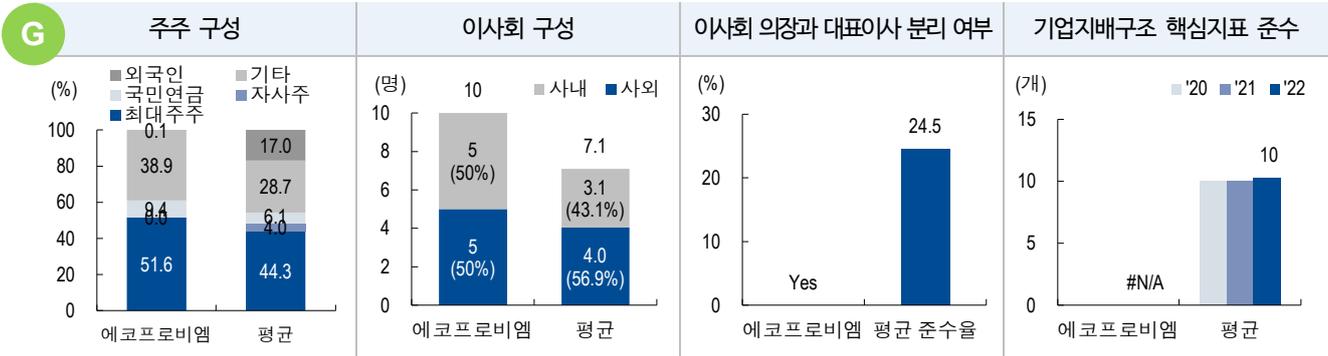
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

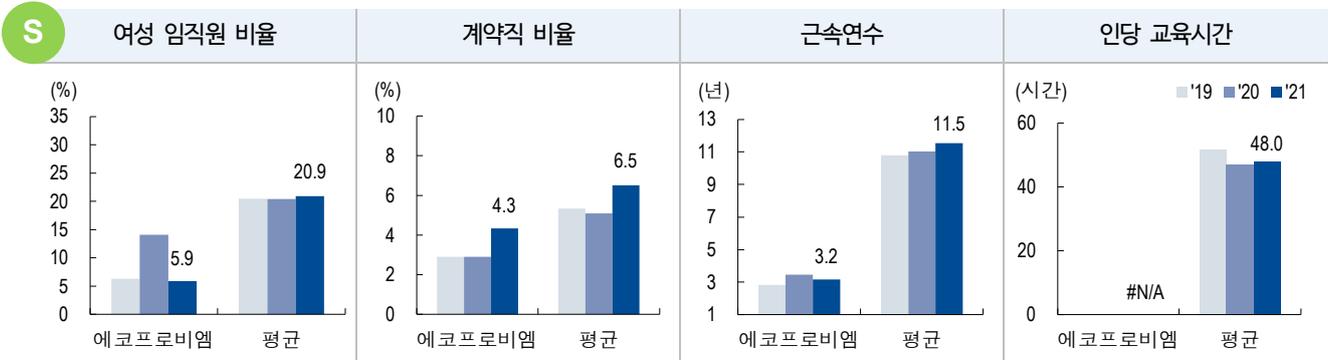
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	-	-	-	-	-	616	855	1,486	5,358
영업이익	-	-	-	-	-	37	55	115	381
영업이익률(%)	-	-	-	-	-	6.0	6.4	7.7	7.1
세전이익	-	-	-	-	-	28	48	114	323
순이익	-	-	-	-	-	34	47	98	273
지배지분순이익	-	-	-	-	-	34	47	101	232
EBITDA	-	-	-	-	-	66	92	158	445
CAPEX	-	-	-	-	-	182	98	236	455
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	-169	27	-337	-697
EPS(원)	-	-	-	-	-	430	554	1,145	2,433
BPS(원)	-	-	-	-	-	4,437	5,195	5,930	13,941
DPS(원)	-	-	-	-	-	37	111	227	450
순차입금	-	-	-	-	-	184	134	444	593
ROE(%)	-	-	-	-	-	9.3	11.5	20.3	24.3
ROIC(%)	-	-	-	-	-	N/A	6.2	15.6	25.3
배당성향(%)	-	-	-	-	-	8.9	20.1	20.8	18.9
배당수익률(%)	-	-	-	-	-	0.3	0.3	0.2	0.5
순차입금 비율(%)	-	-	-	-	-	49.8	28.7	74.5	39.9

자료: 에코프로비엠, NH투자증권 리서치본부

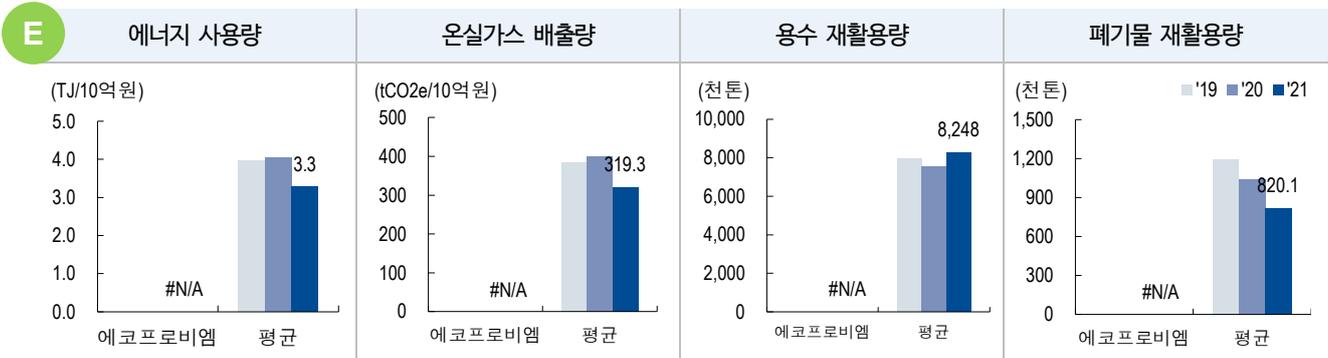
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 에코프로비엠, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 에코프로비엠, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 에코프로비엠, NH투자증권 리서치본부

ESG Event	
E	2018.9 - 동종업계 폐기물 감량 2년 연속 1위를 기록하며 환경부가 주관하는 '자원순환 선도기업'으로 선정됨
	2020.9 - 2차전지 리사이클링 계열사인 에코프로 씨엔지의 BRP (Battery Recycle Plant) 공장을 착공
S	2019.7 - NCA 양극재를 주력 제품으로 세계 시장 점유율 2위를 달성하며, '2019 코스닥 라이징 스타'에 선정됨
G	2016.5 - 전지소재사업 전문화를 위해 모기업인 에코프로로부터 물적분할
	2019.3 - 코스닥 시장 상장

자료: 에코프로비엠, NH투자증권 리서치본부

표1. 에코프로비엠 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	5,357.6	8,638.8	10,967.3	19,403.6
	- 수정 전		9,676.9	10,755.0	17,784.2
	- 변동률		-10.7	2.0	9.1
영업이익	- 수정 후	380.7	485.9	718.8	1,319.0
	- 수정 전		556.3	785.3	1,366.0
	- 변동률		-12.6	-8.5	-3.4
영업이익률(수정 후)		7.1	5.6	6.6	6.8
EBITDA		445.5	728.9	1,017.8	1,791.4
(지배지분)순이익		232.3	253.3	353.3	755.6
EPS	- 수정 후	2,433	2,548	3,555	7,601
	- 수정 전		2,854	4,027	7,298
	- 변동률		-10.7	-11.7	4.2
PER		37.9	97.7	70.0	32.8
PBR		6.6	15.1	11.7	8.0
EV/EBITDA		21.8	35.4	25.9	15.0
ROE		24.3	16.9	18.8	29.1

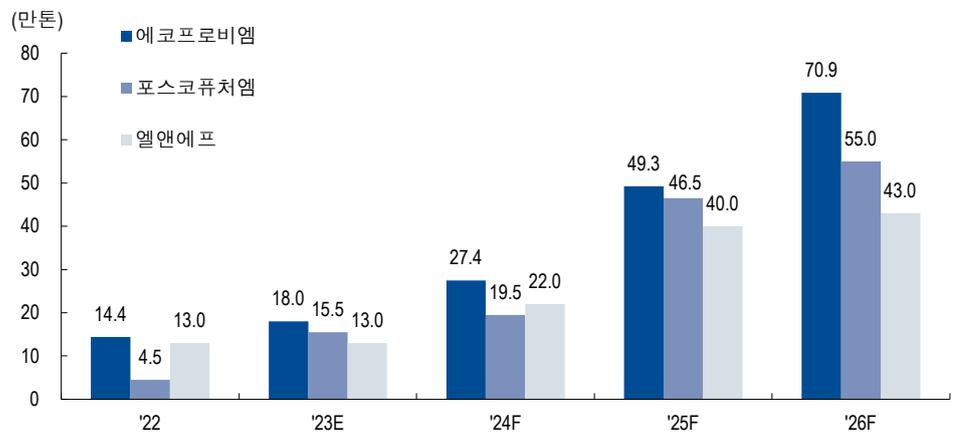
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 에코프로비엠 사업부별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23F	4Q23F	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	662	1,187	1,563	1,945	2,011	1,987	2,072	2,568	5,358	8,639	10,967	19,404
(%, q-q)	31.5%	79.2%	31.7%	24.4%	3.4%	-1.2%	4.3%	23.9%				
(%, y-y)	151.7%	282.4%	283.1%	285.9%	203.6%	67.4%	32.6%	32.1%	260.6%	61.2%	27.0%	76.9%
영업이익	41	103	141	95	107	119	118	141	381	486	719	1,319
(%, q-q)	49.5%	150.6%	37.5%	-32.7%	12.7%	11.1%	-0.9%	19.6%				
(%, y-y)	130.3%	254.3%	247.7%	246.8%	161.4%	15.9%	-16.5%	48.3%	230.9%	27.7%	47.9%	83.5%
영업이익률	6.2%	8.7%	9.0%	4.9%	5.3%	6.0%	5.7%	5.5%	7.1%	5.6%	6.6%	6.8%
세전이익	36	90	133	64	98	110	112	82	323	402	611	1,210
지배주주순이익	26	69	100	37	70	68	67	48	232	253	353	756

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 경쟁사 생산능력 비교 (연말기준)



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 에코프로비엠 DCF 밸류에이션 테이블 (단위: 십억원, %)

	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	8,639	10,967	19,404	25,502	33,421	34,962
y-y	61.2%	27.0%	76.9%	31.4%	31.1%	4.6%
영업이익	486	719	1,319	1,722	2,262	2,361
OPM	5.6%	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
당기순이익	315	471	968	1,233	1,677	1,780
세율	21.7%	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPLAT [영업이익x(1-t)]	381	553	1,055	1,377	1,809	1,889
-감가상각비	243	299	472	571	523	450
-Capex	1,300	1,000	500	400	300	150
-운전자본 변동	30	-258	-1,599	-783	-1,118	-891
FCFF	-646	-405	-571	766	915	1,297
가중평균자본비용(WACC)	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
6년치 기업가치	826					
6년치 이후 잔존가치	31,597					
EV	32,423					
순차입금	1,481					
주주가치	30,942					
주식수(백만주)	99					
주당주가	311,283					
목표주가	310,000					
현재주가	249,000					
상승여력 (%)	24.5%					

주: 자기자본비용 10.6%(무위험수익률 3.5%, 베타 1.17, 요구수익률 9.6%), 타인자본비용 3.4%, 가중평균자본비용 5.7%, 영구성장률 1.5% 가정
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. WACC, 영구성장률 가정에 따른 시가총액 시나리오 분석 (단위: 십억원)

구분	가중평균자본비용(WACC)			
	5.2%	5.7%	6.2%	
영구성장률	0.5%	27,278	24,575	22,349
	1.0%	30,786	27,417	24,701
	1.5%	35,251	30,942	27,556
	2.0%	41,125	35,428	31,098

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12
매출액	5,358	8,639	10,967	19,404
증감률 (%)	260.6	61.2	27.0	76.9
매출원가	4,841	7,890	9,899	17,428
매출총이익	516	749	1,068	1,976
Gross 마진 (%)	9.6	8.7	9.7	10.2
판매비와 일반관리비	135	263	349	657
영업이익	381	486	719	1,319
증감률 (%)	230.9	27.7	47.9	83.5
OP 마진 (%)	7.1	5.6	6.6	6.8
EBITDA	445	729	1,018	1,791
영업외손익	-58	-84	-107	-109
금융수익(비용)	-25	-54	-76	-78
기타영업외손익	-33	-33	-31	-31
중속, 관계기업관련손익	0	3	0	0
세전계속사업이익	323	402	611	1,210
법인세비용	50	62	95	187
계속사업이익	273	340	517	1,023
당기순이익	273	315	471	968
증감률 (%)	178.8	15.4	49.7	105.6
Net 마진 (%)	5.1	3.6	4.3	5.0
지배주주지분 순이익	232	253	353	756
비지배주주지분 순이익	40	61	117	212
기타포괄이익	-6	0	0	0
총포괄이익	267	315	471	968

Valuations/profitability/stability				
	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12
PER(X)	37.9	97.7	70.0	32.8
PBR(X)	6.6	15.1	11.7	8.0
PCR(X)	21.8	33.2	23.3	13.3
PSR(X)	1.6	2.8	2.2	1.3
EV/EBITDA(X)	21.8	35.4	25.9	15.0
EV/EBIT(X)	25.5	53.2	36.6	20.3
EPS(W)	2,433	2,548	3,555	7,601
BPS(W)	13,941	16,499	21,237	30,975
SPS(W)	56,104	88,330	112,139	198,399
자기자본이익률(ROE, %)	24.3	16.9	18.8	29.1
총자산이익률(ROA, %)	11.4	7.7	8.8	13.1
투자자본이익률(ROIC, %)	25.3	9.5	4.0	2.1
배당수익률(%)	0.5	0.2	0.2	0.2
배당성장률(%)	18.9	17.3	12.4	5.8
총현금배당금(십억원)	44	44	44	44
보통주 주당배당금(W)	450	450	450	450
순부채(현금)/자기자본(%)	39.9	82.5	87.6	75.1
총부채/자기자본(%)	126.7	166.6	162.9	172.1
이자발생부채	948	1,671	2,138	2,549
유동비율(%)	146.9	126.9	140.4	95.6
총발행주식수(mn)	98	99	99	99
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	92,100	249,000	249,000	249,000
시가총액(십억원)	9,008	24,353	24,353	24,353

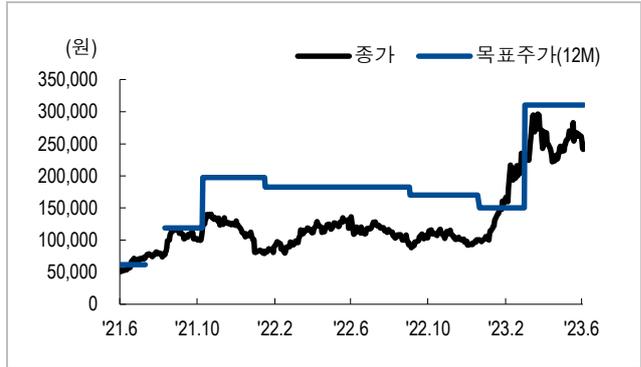
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12
현금및현금성자산	320	184	136	67
매출채권	877	3,164	11,411	41,150
유동자산	2,274	2,814	2,814	3,280
유형자산	1,004	1,869	2,574	2,606
투자자산	51	46	46	46
비유동자산	1,100	1,970	2,678	2,775
자산총계	3,374	4,784	5,958	8,799
단기성부채	633	965	507	544
매입채무	736	849	1,115	2,076
유동부채	1,548	2,218	2,004	3,432
장기성부채	315	706	1,631	2,006
장기충당부채	18	67	241	868
비유동부채	338	772	1,688	2,133
부채총계	1,886	2,990	3,692	5,565
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	877	877	877	877
이익잉여금	432	693	1,164	2,132
비지배주주지분	125	155	155	155
자본총계	1,488	1,795	2,266	3,234

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12
영업활동 현금흐름	-241	-1,163	-1,222	-1,808
당기순이익	273	315	471	968
+ 유/무형자산상각비	65	243	299	472
+ 중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	2	41	58	58
Gross Cash Flow	404	734	1,044	1,827
- 운전자본의증가(감소)	-683	30	-258	-1,599
투자활동 현금흐름	-535	-1,453	-1,153	-653
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-455	-1,301	-1,001	-501
+ 투자자산의매각(취득)	-55	6	0	0
Free Cash Flow	-697	-2,463	-2,222	-2,308
Net Cash Flow	-776	-2,615	-2,374	-2,461
재무활동 현금흐름	993	-952	-1,217	-1,300
자기자본 증가	622	0	0	0
부채증감	371	-952	-1,217	-1,300
현금의증가	216	-136	-48	-69
기말현금 및 현금성자산	320	184	136	67
기말 순부채(순현금)	593	1,481	1,986	2,430

투자이전 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이전	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.03.30	Buy	310,000원(12개월)	-	-
2023.01.16	Buy	150,000원(12개월)	5.4%	56.7%
2022.09.28	Buy	170,000원(12개월)	-39.1%	-31.4%
		총 주식수 변동으로 인한 목표주가 변경		
2022.02.11	Buy	740,000원(12개월)	-39.6%	-25.7%
2021.11.05	Buy	800,000원(12개월)	-40.3%	-29.1%
2021.09.06	Buy	480,000원(12개월)	-11.3%	-1.6%
		담당 Analyst 변경		
2021.01.14	Buy	250,000원(12개월)	-16.7%	32.0%

에코프로비엠 (247540.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이전 분포는 다음과 같습니다. (2023년 6월 30일 기준)

- 투자이전 분포

Buy	Hold	Sell
82.2%	17.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이전은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이전 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '에코프로비엠'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.