2차전지/철강
정진수
02)6742-3577
jsjeong@heungkuksec.co.kr

(247540)

에코프로비엠

HOLD(하향)

유럽 양극재 시장 주도권 강화

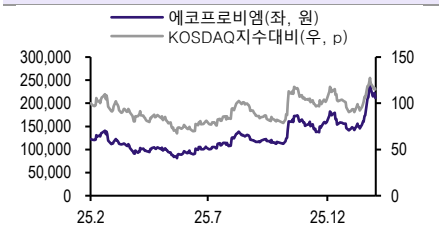
목표주가	240,000원(상향)
현재주가(02/05)	211,500원
상승여력	13.5%
시가총액	20,685십억원
발행주식수	97,801천주
52주 최고가 / 최저가	246,000 / 81,200원
3개월 일평균거래대금	143십억원
외국인 지분율	14.2%
주요주주	
에코프로 (외 15인)	45.6%
권우석 (외 1인)	0.2%
에코프로비엠우리사주 (외 1인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	45.1	33.9	69.9	71.1
상대수익률 (KOSDAQ)	29.3	11.0	31.1	19.5

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,901	2,767	2,534	3,285
영업이익	156	-34	143	79
EBITDA	249	76	175	211
지배주주순이익	-9	-97	53	50
EPS	-89	-987	540	509
순차입금	1,314	1,426	1,917	2,397
PER	n/a	n/a	391.6	415.4
PBR	20.5	6.3	11.8	11.5
EV/EBITDA	118.5	161.2	129.4	109.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-0.6	-6.3	3.0	2.8
컨센서스 영업이익	-	-	127	121
컨센서스 EPS	-	-	370	588

주가추이



에코프로비엠에 대한 투자의견을 Hold로 조정하고 목표주가는 240,000원으로 상향합니다. '26년 고객사 신차 출시 효과 및 헝가리 공장 가동을 통해 지속적인 판매량 성장이 기대됩니다.

4Q25 Review: 선방한 EV향 판매량

4Q25 매출액은 4,992억 원(QoQ -20.1%, YoY +7.4%), 영업이익 410억 원(QoQ -18.8%, YoY 흑자전환)으로 시장 예상치(영업이익 254억 원)을 상회했다. 당기 일회성 비경상적 이익(내용연수 조정/인니 제련소 지분투자/리튬 가치 상승) 인식을 통해 흑자 기조를 유지했다. 양극재 판매량은 QoQ -10% 이상 감소하며 본업에서 BEP 수준을 기록했다. 미국 EV 수요 둔화에도 불구하고 유럽향 수요가 안정화됨에 따라 EV용 양극재 판매량은 전분기대비 수준을 유지했다. 한편, ESS 및 PowerTool 용 양극재 판매량은 기저효과 및 고객사 연말 재고조정 영향으로 감소했다.

'26년 양극재 판매량 YoY +28% 이상 기대

'26년 연간 판매량은 YoY +28% 이상 증가한 90,000 톤 수준으로 전망하며 2년 연속 판매량 증가가 기대된다. 미국 주요 고객사의 공장 가동 계획으로 인해 직접적인 수요 타격이 불가피하나, OEM 신차 출시 효과를 통해 제한적 개선이 기대된다. 특히, 유럽 헝가리 공장의 양산 안정화 및 유럽 현지 신규 고객 확보가 Upside 요인으로 작용할 전망이다. 한편, ESS향 양극재 수요는 견고한 시장 성장세를 바탕으로 YoY +70% 대의 판매량 증가를 전망한다.

투자의견 Hold 하향, 목표주가 240,000원 상향

목표주가를 240,000원으로 상향하나, 투자의견은 Hold로 하향한다. 단기 실적 추정치 하향에도 불구하고, DCF 밸류에이션 시점을 '26년로 이월함에 따라 현금 유출 구간('25년)이 추정 범위에서 제외되며 내재 가치가 종전 대비 6% 증가했다. 다만, 최근 주가 급등으로 목표주가 대비 상승 여력이 15% 이내로 축소돼 투자의견을 조정한다. 향후 신규 캐미스트리(전고체/LMR 등) 및 어플리케이션으로의 확장성 등 잠재적 성장 기회를 통해 추가적인 기업 가치 상향 가능성에 주목한다.

표 1 에코프로비엠 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	**630**	**780**	**625**	**499**	**649**	**760**	**933**	**942**	**2,534**	**3,285**
YoY	*-35%*	*-4%*	*19.8%*	*7%*	*3%*	*-2%*	*49%*	*89%*	*-8%*	*30%*
QoQ	*35%*	*24%*	*-19.8%*	*-20%*	*30%*	*17%*	*23%*	*1%*	*-*	*-*
별도	**234**	**290**	**313**	**164**	**174**	**231**	**381**	**438**	**1,001**	**1,223**
에코프로이엠	402	454	324.8	459	464	518	540	492	1,593	2,014
영업이익	**2**	**49**	**51**	**41**	**1**	**-13**	**29**	**63**	**143**	**79**
YoY	*-66%*	*1,159%*	*흑전*	*흑전*	*-57%*	*적전*	*-43%*	*53%*	*흑전*	*-44%*
QoQ	*흑전*	*2,059%*	*3.0%*	*-19%*	*-98%*	*적전*	*흑전*	*117%*		
영업이익률(%)	**0.4%**	**6.3%**	**8.1%**	**6.7%**	**0.2%**	**-1.7%**	**3.1%**	**6.7%**	**5.6%**	**2.4%**

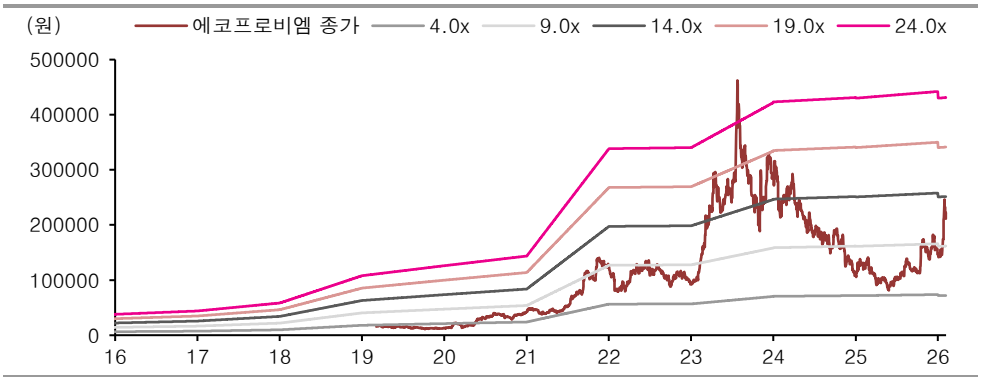
자료: 에코프로비엠, 흥국증권 리서치센터

표 2 에코프로비엠 목표주가 산정 DCF Valuation Model (단위: 십억원, %)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Capa(k tons)	220	260	330	370	370
가동률(%)	*41%*	*47%*	*67%*	*74%*	*82%*
매출액	3,285	4,033	7,128	9,119	10,617
YoY	*30%*	*23%*	*77%*	*28%*	*16%*
영업이익	79	250	468	727	915
OPM	*2.4%*	*6.2%*	*6.6%*	*8.0%*	*8.6%*
NOPLAT[영업이익x(1-t)]	64	190	355	553	695
(+)감가상각비	131	140	148	155	171
(-)Capex	332	394	349	299	212
(-)운전자본 변동	244	36	278	179	135
FCFF	-381	-101	-124	229	519
NPV of DCF (WACC 5.7%)	1,913				
NPV of TV	24,064				
1. EV	25,977				
2. 순차입금	2,397				
3. 주주가치(=1-2)	23,580				
발행주식수(천주)	97,801				
목표주가(원)	240,000				
현재주가(2/5)	211,500				
상승여력(%)	13.5%				

자료: 에코프로비엠, 흥국증권 리서치센터

그림 1 에코프로비엠 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**6,901**	**2,767**	**2,534**	**3,285**	**4,033**
증가율 (Y-Y,%)	28.8	(59.9)	(8.4)	29.6	22.8
영업이익	**156**	**(34)**	**143**	**79**	**272**
증가율 (Y-Y,%)	(59.0)	적전	흑전	(44.4)	243.1
EBITDA	249	76	175	211	413
영업외손익	(78)	(59)	(38)	2	(14)
순이자수익	(58)	(68)	(47)	(35)	(44)
외화관련손익	8	1	(3)	11	5
지분법손익	(4)	0	0	0	0
세전계속사업손익	78	(93)	105	82	258
당기순이익	**55**	**(59)**	**114**	**62**	**196**
지배기업당기순이익	**(9)**	**(97)**	**53**	**50**	**157**
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	(5.7)	215.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	100.6	23.0	(22.1)	(21.9)	13.4
영업이익증가율(3Yr)	41.8	n/a	(27.9)	(20.2)	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	39.5	(21.9)	(26.8)	(5.3)	76.2
순이익증가율(3Yr)	5.4	n/a	(25.3)	4.4	n/a
영업이익률(%)	2.3	(1.2)	5.6	2.4	6.8
EBITDA마진(%)	3.6	2.7	6.9	6.4	10.2
순이익률 (%)	0.8	(2.1)	4.5	1.9	4.9
NOPLAT	**110**	**(25)**	**104**	**60**	**207**
(+) Dep	93	110	32	132	141
(-) 운전자본투자	23	(552)	150	319	47
(-) Capex	756	1,024	379	328	403
OpFCF	(577)	(387)	(394)	(456)	(103)

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,443	1,378	1,383	1,665	2,372
현금성자산	513	522	434	116	658
매출채권	785	148	401	602	721
재고자산	1,109	616	444	838	880
비유동자산	1,918	2,946	3,351	3,563	3,840
투자자산	80	134	298	310	322
유형자산	1,824	2,793	3,025	3,228	3,496
무형자산	14	19	28	25	22
자산총계	**4,362**	**4,324**	**4,734**	**5,227**	**6,212**
유동부채	2,131	1,297	1,940	2,300	2,411
매입채무	865	359	316	596	714
유동성이자부채	1,232	920	1,621	1,700	1,693
비유동부채	631	1,049	756	840	1,556
비유동이자부채	596	1,028	730	813	1,529
부채총계	**2,762**	**2,347**	**2,696**	**3,140**	**3,967**
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	914	915	915	915	915
이익잉여금	375	275	312	362	519
자본조정	34	473	141	141	141
자기주식	(15)	(8)	(8)	(8)	(8)
자본총계	**1,599**	**1,977**	**2,038**	**2,088**	**2,245**
투하자본	2,898	3,385	3,798	4,322	4,639
순차입금	1,314	1,426	1,917	2,397	2,564
ROA	(0.2)	(2.2)	1.2	1.0	2.7
ROE	(0.6)	(6.3)	3.0	2.8	8.4
ROIC	4.5	(0.8)	2.9	1.5	4.6

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(89)	(987)	540	509	1,608
BPS	14,023	17,505	17,911	18,420	20,026
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	391.6	415.4	131.5
PBR	20.5	6.3	11.8	11.5	10.6
EV/ EBITDA	118.5	161.2	129.4	109.3	56.2
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	60.8	177.6	n/a	113.3	69.1
PSR	4.1	3.9	8.2	6.3	5.1
재무건전성 (%)					
부채비율	172.7	118.7	132.3	150.4	176.7
Net debt/Equity	82.2	72.1	94.1	114.8	114.2
Net debt/EBITDA	528.4	1,888.0	1,097.3	1,134.9	620.2
유동비율	114.6	106.2	71.3	72.4	98.4
이자보상배율	2.7	n/a	3.0	2.3	6.1
이자비용/매출액	1.0	3.1	2.6	1.9	1.9
자산구조					
투하자본(%)	83.0	83.8	83.8	91.0	82.5
현금+투자자산(%)	17.0	16.2	16.2	9.0	17.5
자본구조					
차입금(%)	53.3	49.6	53.6	54.6	58.9
자기자본(%)	46.7	50.4	46.4	45.4	41.1

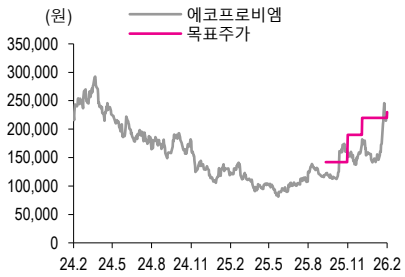
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**21**	**670**	**(9)**	**(137)**	**252**
당기순이익	55	(59)	114	62	196
자산상각비	93	110	32	132	141
운전자본증감	(384)	650	80	(319)	(47)
매출채권감소(증가)	83	623	31	(201)	(119)
재고자산감소(증가)	(442)	551	60	(394)	(42)
매입채무증가(감소)	(98)	(442)	(10)	280	118
투자현금	**(673)**	**(1,022)**	**(438)**	**(344)**	**(419)**
단기투자자산감소	29	(15)	(0)	(1)	(1)
장기투자증권감소	39	0	(58)	(6)	(7)
설비투자	(756)	(1,024)	(379)	(328)	(403)
유무형자산감소	(0)	(7)	(12)	(3)	(3)
재무현금	**847**	**323**	**364**	**162**	**709**
차입금증가	913	58	417	162	709
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(44)	0	0	0	0
현금 증감	192	(13)	(82)	(318)	541
총현금흐름(Gross CF)	**463**	**61**	**(71)**	**183**	**299**
(-) 운전자본증가(감소)	23	(552)	150	319	47
(-) 설비투자	756	1,024	379	328	403
(+) 자산매각	(0)	(7)	(12)	(3)	(3)
Free Cash Flow	(317)	(418)	(612)	(468)	(154)
(-) 기타투자	(39)	0	58	6	7
잉여현금	(277)	(418)	(670)	(474)	(161)

에코프로비엠 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-09-15	담당자변경			
2025-09-15	Buy	142,000	(2.7)	22.6
2025-11-05	Buy	190,000	(19.8)	(8.8)
2025-12-09	Buy	220,000	(22.0)	11.8
2026-02-06	Hold	240,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32, 14층 (여의도파이낸스타워 14층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286