

# 에코프로비엠 (247540. KQ)

## 헝가리 공장 완공과 중저가 라인업 확대

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**180,000** 원(유지)

현재주가

**161,800** 원(11/04)

시가총액

**15.8**(조원)

그린산업/ESG 한병화\_02)368-6171\_bhh1026@eugenefn.com

- 3분기 매출액, 영업이익 각각 6,250억원, 507억원으로 컨센서스 (7,517억원 440억원) 매출 하회, 영업이익 부합
- 주 고객사의 유럽 전기차용 재고 조정으로 매출 부진했으나, 전동공구와 ESS 매출합계는 전년비 21% 증가
- 영업이익 호조는 인도네시아 니켈 제련소 투자사에 대한 관련 투자 이익 418억원 계상 효과
- 4분기 전기차향 수요 부진은 지속되나, ESS 판매 확대와 감가비 연한 늘리는 회계 변경으로 흑전 유지 전망
- 헝가리공장은 완공되었고 3개라인 중 1개 라인 내년 2분기 가동, 하반기 1개 라인 추가 예정
- 고전압 미드니켈, LMR 양극재 각 2027년, 2028년 양산 가능성 높아. 개발은 완료된 상태. LFP 양극재는 오창에 4천톤 캐파 확보. 4세대 기술 확보한 상태이고, 3세대는 무전구체 제품으로 고객사들과 논의
- 하이니켈 제품 중심에서 중저가 양극재로 포트폴리오 확대하고 있고, 유럽 역내에 공장 완공한 것이 핵심 투자 포인트. 투자의견 BUY 목표주가 18만원 유지

|              |         |
|--------------|---------|
| 주가(원, 11/04) | 161,800 |
| 시가총액(십억원)    | 15,824  |

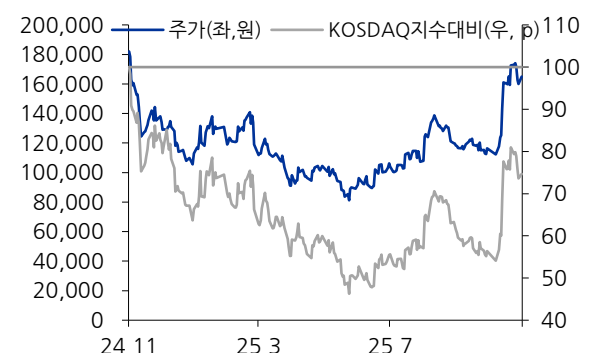
|                   |          |
|-------------------|----------|
| 발행주식수             | 97,801천주 |
| 52주 최고가           | 183,100원 |
| 최저가               | 81,100원  |
| 52주 일간 Beta       | 2.03     |
| 60일 평균거래대금        | 1,140억원  |
| 외국인 지분율           | 13.0%    |
| 배당수익률(2025E)      | 0.0%     |
| 주주구성              |          |
| 에코프로 (외 15인)      | 45.6%    |
| 권우석 (외 1인)        | 0.2%     |
| 에코프로비엠우리사주 (외 1인) | 0.2%     |

| 주가상승(%) | 1M   | 6M   | 12M   |
|---------|------|------|-------|
| 상대기준    | 30.7 | 26.5 | -34.0 |
| 절대기준    | 39.1 | 54.8 | -11.1 |

| (원, 십억원) | 현재      | 직전      | 변동 |
|----------|---------|---------|----|
| 투자의견     | BUY     | BUY     | -  |
| 목표주가     | 180,000 | 180,000 | -  |
| 영업이익(25) | 130.8   | 129.9   | ▲  |
| 영업이익(26) | 172.0   | 142.1   | ▲  |

| 12월 결산(십억원)  | 2024A     | 2025F   | 2026F   | 2027F |
|--------------|-----------|---------|---------|-------|
| 매출액          | 2,766.8   | 2,612.8 | 3,402.0 | 5,280 |
| 영업이익         | (34.1)    | 130.8   | 172.0   | 254   |
| 세전손익         | (93.0)    | 66.0    | 123.0   | 203   |
| 당기순이익        | (58.5)    | 84.7    | 98.4    | 162   |
| EPS(원)       | (1,129.9) | 361.1   | 804.9   | 1,328 |
| 증감률(%)       | 적지        | 흑전      | 122.9   | 65.0  |
| PER(배)       | -         | 448.1   | 201.0   | 121.8 |
| ROE(%)       | (7.2)     | 2.3     | 5.9     | 9.0   |
| PBR(배)       | 9.2       | 12.2    | 11.5    | 10.5  |
| EV/EBITDA(배) | 228.4     | 69.8    | 54.5    | 35.4  |

자료: 유진투자증권



## 전기차용은 예상대비 저조하나 비전기차 부문이 선방

에코프로비엠의 3 분기 매출액과 영업이익은 각각 6,253 억원(전년동기대비 +19.8%), 507억원(전년동기대비 흑자전환)으로 컨센서스(7,517억원, 440억원) 대비 매출은 하회했으나 영업이익은 상회했다. 매출이 예상보다 부진한 원인은 고객사의 유럽향 전기차용 양극재 재고조정이 있었기 때문이다. 반면 전동공구와 ESS 용 양극재 매출은 전년대비 21% 증가하며 예상을 상회했다. 영업이익은 인도네시아 투자법인의 투자 관련 이익 418 억원이 계상되면서 흑자기조를 유지했다. 인도네시아 니켈 관련 투자법인은 중국 관련 지분율 25%로 미국의 PFE 예외 규정(중국 관련 지분율 40% 이하)을 충족한 상태여서 동사의 미국향 사업에 이상이 없을 것으로 판단된다.

## 하이니켈 위주에서 중저가 포트폴리오 확대 긍정적

에코프로비엠은 하이니켈 양극재 글로벌 1 위라는 명성이 있지만, 글로벌 시장은 중저가 배터리 위주로 성장하고 있다. 동사는 이에 대응하기 위해 1) 고전압 미드니켈 2) LMR 3) LFP 용 양극재 개발을 완료하고 샘플테스트 등 고객사와 협의를 하고 있다. 미국 ESS 수요 증가가 크고, PFE 규정에 의해 비중국 LFP 배터리에 대한 수요가 큰 상태이다. 에코프로비엠은 오창에 4 천톤의 LFP 양극재 라인을 보유하고 있고, 3 세대 무전구체, 4 세대용 제품 개발을 완료한 상태이다. 미드니켈, LMR 양극재도 국내와 북미 고객 중심으로 각 2027 년, 2028 년부터 양산이 예상된다.

## 유럽 공장 가동은 중장기 매력 포인트

동사는 11 월에 헝가리 양극재 공장을 완공했고, 내년 2 분기부터 순차적으로 가동을 예정하고 있다. 국내 업체들 중에는 유일한 유럽 기지이다. EU 는 배터리 소재/부품의 역내 생산을 유도하기 위한 TCA(Trade and Cooperation Agreement: 셀 기준 역내가치 비율 65% 이상 확보 미 충족 시 10% 관세 부과)의 2027 년부터 시행 이외에도 다양한 정책을 준비 중이다. 역내 진출이 활발한 중국업체들이 EU 내에서 일정 수준의 소재와 부품을 이용하도록 유도하는 정책을 사용할 것으로 예상된다. 이는 동사의 헝가리 공장에 대한 현지 수요를 확대해주는 역할을 할 것으로 판단된다. 에코프로비엠에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 18 만을 유지한다.

도표 1. 에코프로비엠 분기 실적 전망(수정 후)

| (십억원)     | 1Q24A  | 2Q24A  | 3Q24A  | 4Q24A     | 1Q25A  | 2Q25A   | 3Q25P  | 4Q25F  |
|-----------|--------|--------|--------|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액       | 970.5  | 809.5  | 521.9  | 464.9     | 629.8  | 779.7   | 625.3  | 578.0  |
| yoy(%)    | (51.7) | (57.5) | (71.1) | (60.6)    | (35.1) | (3.7)   | 19.8   | 24.3   |
| Non-IT    | 102.9  | 137.3  | 74.0   | 70.4      | 79.4   | 120.0   | 110.1  | 115.0  |
| EV        | 788.9  | 569.1  | 275.2  | 285.9     | 502.6  | 533.2   | 304.8  | 250.0  |
| ESS/기타    | 78.7   | 103.1  | 172.7  | 108.6     | 47.8   | 126.5   | 210.4  | 213.0  |
| 매출원가      | 926.5  | 769.3  | 526.4  | 449.8     | 594.6  | 695.6   | 533.1  | 508.6  |
| 매출총이익     | 44.0   | 40.2   | (4.4)  | 15.2      | 35.2   | 84.1    | 92.2   | 69.4   |
| 매출총이익률(%) | 4.5    | 5.0    | (0.9)  | 3.3       | 5.6    | 10.8    | 14.7   | 12.0   |
| 판관비       | 37.3   | 36.3   | 36.8   | 18.6      | 32.9   | 35.1    | 41.5   | 40.5   |
| 영업이익      | 6.7    | 3.9    | (41.2) | (3.5)     | 2.3    | 49.0    | 50.7   | 28.9   |
| yoy(%)    | (93.8) | (96.6) | 적자전환   | 적자유지      | (66.0) | 1,159.1 | 흑자전환   | 흑자전환   |
| 영업이익률(%)  | 0.7    | 0.5    | (7.9)  | (0.7)     | 0.4    | 6.3     | 8.1    | 5.0    |
| 영업외손익     | (13.2) | (17.5) | (31.1) | 2.9       | (16.4) | (20.4)  | (13.1) | (15.0) |
| 세전이익      | (6.5)  | (13.6) | (72.3) | (0.5)     | (14.1) | 28.6    | 37.6   | 13.9   |
| 법인세       | (1.6)  | (20.6) | (22.7) | 10.4      | (4.1)  | (5.6)   | (11.7) | 2.8    |
| 법인세율(%)   | 24.1   | 151.0  | 31.5   | (1,933.7) | 29.2   | (19.7)  | (31.1) | 20.0   |
| 당기순이익     | (4.9)  | 6.9    | (49.5) | (11.0)    | (10.0) | 34.3    | 49.3   | 11.1   |

자료: 에코프로비엠, 유진투자증권

도표 2. 에코프로비엠 분기 실적 전망(수정 전)

| (십억원)     | 1Q24A  | 2Q24A  | 3Q24A  | 4Q24A     | 1Q25A  | 2Q25A   | 3Q25F  | 4Q25F  |
|-----------|--------|--------|--------|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액       | 970.5  | 809.5  | 521.9  | 464.9     | 629.8  | 779.7   | 782.0  | 950.0  |
| yoy(%)    | (51.7) | (57.5) | (71.1) | (60.6)    | (35.1) | (3.7)   | 49.8   | 104.3  |
| Non-IT    | 102.9  | 137.3  | 74.0   | 70.4      | 79.4   | 120.0   | 117.0  | 115.0  |
| EV        | 788.9  | 569.1  | 275.2  | 285.9     | 502.6  | 533.2   | 512.0  | 661.0  |
| ESS/기타    | 78.7   | 103.1  | 172.7  | 108.6     | 47.8   | 126.5   | 153.0  | 174.0  |
| 매출원가      | 926.5  | 769.3  | 526.4  | 449.8     | 594.6  | 695.5   | 696.0  | 878.8  |
| 매출총이익     | 44.0   | 40.2   | (4.4)  | 15.2      | 35.2   | 84.2    | 86.0   | 71.3   |
| 매출총이익률(%) | 4.5    | 5.0    | (0.9)  | 3.3       | 5.6    | 10.8    | 11.0   | 7.5    |
| 판관비       | 37.3   | 36.3   | 36.8   | 18.6      | 32.9   | 35.2    | 38.1   | 40.5   |
| 영업이익      | 6.7    | 3.9    | (41.2) | (3.5)     | 2.3    | 49.0    | 47.9   | 30.8   |
| yoy(%)    | (93.8) | (96.6) | 적자전환   | 적자유지      | (66.0) | 1,159.1 | 흑자전환   | 흑자전환   |
| 영업이익률(%)  | 0.7    | 0.5    | (7.9)  | (0.7)     | 0.4    | 6.3     | 6.1    | 3.2    |
| 영업외손익     | (13.2) | (17.5) | (31.1) | 2.9       | (16.4) | (20.4)  | (13.0) | (15.0) |
| 세전이익      | (6.5)  | (13.6) | (72.3) | (0.5)     | (14.1) | 28.6    | 34.9   | 15.8   |
| 법인세       | (1.6)  | (20.6) | (22.7) | 10.4      | (4.1)  | (5.7)   | 7.0    | 3.2    |
| 법인세율(%)   | 24.1   | 151.0  | 31.5   | (1,933.7) | 29.2   | (19.9)  | 20.0   | 20.0   |
| 당기순이익     | (4.9)  | 6.9    | (49.5) | (11.0)    | (10.0) | 34.3    | 27.9   | 12.6   |

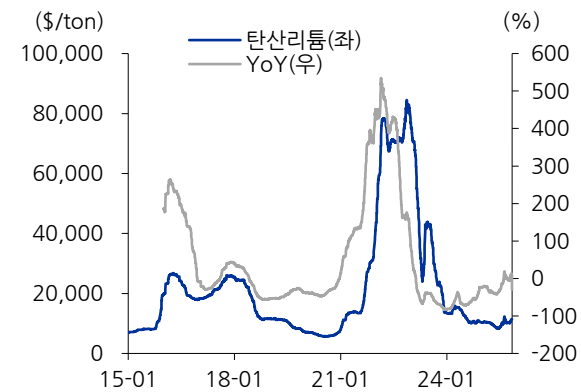
자료: 에코프로비엠, 유진투자증권

도표 3. 에코프로비엠 연간 실적 전망

| (십억원)      | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   | 2028F   | 2029F    | 2030F    |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 매출액        | 5,357.6 | 6,900.9 | 2,766.8 | 2,612.8 | 3,402.0 | 5,280.0 | 8,507.0 | 13,307.0 | 17,453.0 |
| yoy(%)     | 260.6   | 28.8    | (59.9)  | (5.6)   | 30.2    | 55.2    | 61.1    | 56.4     | 31.2     |
| Non-IT     | 1,914.2 | 883.3   | 384.6   | 424.5   | 432.0   | 551.0   | 631.0   | 699.0    | 751.0    |
| EV         | 3,157.3 | 5,771.6 | 1,919.1 | 1,590.6 | 2,185.0 | 3,591.0 | 6,405.0 | 10,838.0 | 14,290.0 |
| ESS/기타     | 286.1   | 246.0   | 463.1   | 597.7   | 785.0   | 1,138.0 | 1,471.0 | 1,770.0  | 2,412.0  |
| 매출원가       | 4,841.4 | 6,607.5 | 2,672.0 | 2,331.9 | 3,072.0 | 4,847.0 | 7,826.4 | 12,255.7 | 16,056.8 |
| 매출총이익      | 516.2   | 293.4   | 94.8    | 280.9   | 330.0   | 433.0   | 680.6   | 1,051.3  | 1,396.2  |
| 매출총이익률(%)  | 9.6     | 4.3     | 3.4     | 10.8    | 9.7     | 8.2     | 8.0     | 7.9      | 8.0      |
| 판매비        | 135.5   | 137.4   | 129.0   | 150.1   | 158.0   | 179.0   | 208.0   | 251.0    | 275.0    |
| 영업이익       | 380.7   | 156.0   | (34.1)  | 130.8   | 172.0   | 254.0   | 472.6   | 800.3    | 1,121.2  |
| yoy(%)     | 230.9   | (59.0)  | 적자전환    | 흑자전환    | 31.5    | 47.7    | 86.1    | 69.3     | 40.1     |
| 영업이익률(%)   | 7.1     | 2.3     | (1.2)   | 5.0     | 5.1     | 4.8     | 5.6     | 6.0      | 6.4      |
| 영업외손익      | (58.1)  | (78.3)  | (58.9)  | (64.8)  | (49.0)  | (51.0)  | (53.0)  | (49.0)   | (47.0)   |
| 세전이익       | 322.5   | 77.7    | (93.0)  | 66.0    | 123.0   | 203.0   | 419.6   | 751.3    | 1,074.2  |
| 법인세        | 49.9    | 23.0    | (34.5)  | (18.7)  | 24.6    | 40.6    | 83.9    | 150.3    | 214.8    |
| 법인세율(%)    | 15.5    | 29.6    | 37.1    | (28.3)  | 20.0    | 20.0    | 20.0    | 20.0     | 20.0     |
| 당기순이익      | 272.7   | 54.7    | (58.5)  | 84.7    | 98.4    | 162.4   | 335.6   | 601.0    | 859.4    |
| 지배주주 순이익   | 232.3   | (8.7)   | (96.5)  | 37.3    | 78.7    | 129.9   | 268.5   | 480.8    | 687.5    |
| 목표주가기준 PER |         |         |         | 471.9   | 223.6   | 135.5   | 65.6    | 36.6     | 25.6     |

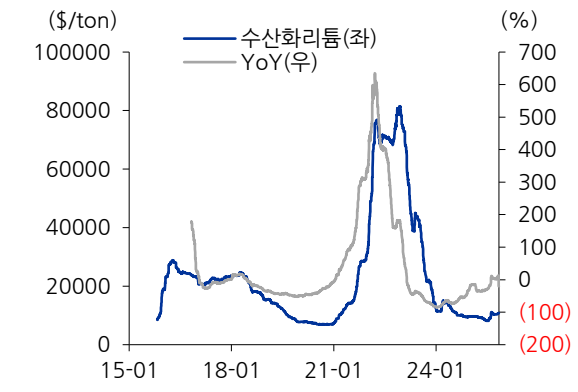
자료: 에코프로비엠, 유진투자증권

도표 4. 탄산리튬 가격 추이



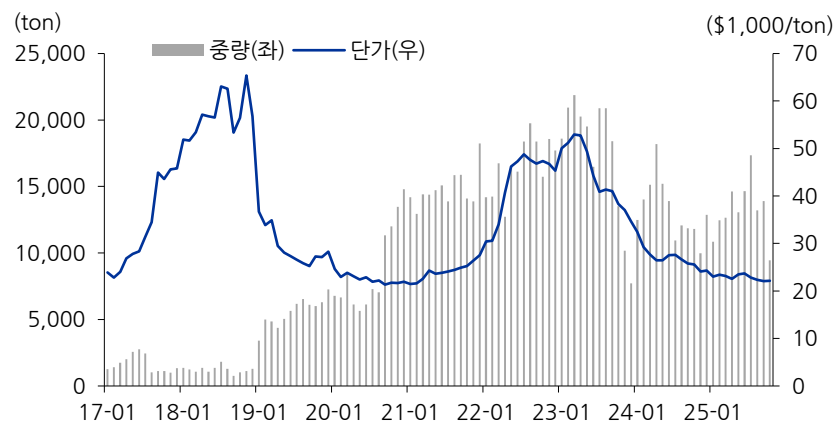
자료: Bloomberg, 유진투자증권  
\* China Lithium Carbonate 99.5 DEL 가격

도표 5. 수산화리튬 가격 추이



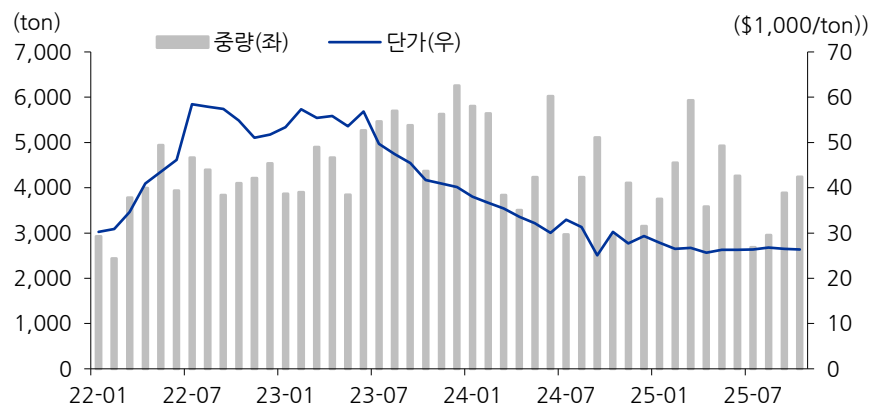
자료: Bloomberg, 유진투자증권  
\* China Lithium Hydroxide Monohydrate 56.6% DEL 가격

도표 6. NCM 양극재 월별 수출 중량과 단가



자료: 관세청, 유진투자증권  
\* HS 코드: 2841909020

도표 7. NCA 양극재 월별 수출 중량과 단가



자료: 관세청, 유진투자증권  
\* HS 코드: 2841909030

도표 8. 국가별 전기차 판매 예상

| (천대)                    | 2022A         | 2023A         | 2024A         | 2025F         | 2026F         | 2027F         | 2028F         | 2029F         | 2030F         |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>북미 전기차 판매량</b>       | <b>1,042</b>  | <b>1,621</b>  | <b>1,808</b>  | <b>1,871</b>  | <b>2,048</b>  | <b>2,453</b>  | <b>3,007</b>  | <b>3,897</b>  | <b>5,258</b>  |
| 미국 전기차 판매량              | 918           | 1,436         | 1,570         | 1,629         | 1,772         | 2,116         | 2,602         | 3,400         | 4,648         |
| YoY(%)                  | 51.2          | 56.3          | 9.3           | 3.8           | 8.8           | 19.4          | 22.9          | 30.7          | 36.7          |
| 미국 전기차 판매 비중(%)         | 6.7           | 9.3           | 9.9           | 10.0          | 10.7          | 12.5          | 15.0          | 19.3          | 25.8          |
| 캐나다 전기차 판매량             | 124           | 185           | 238           | 242           | 276           | 336           | 405           | 497           | 610           |
| <b>아시아, 대양주 전기차 판매량</b> | <b>6,234</b>  | <b>8,497</b>  | <b>11,558</b> | <b>14,685</b> | <b>17,580</b> | <b>20,107</b> | <b>22,651</b> | <b>24,662</b> | <b>26,307</b> |
| 중국 전기차 판매량              | 5,924         | 8,095         | 11,156        | 14,178        | 16,964        | 19,372        | 21,767        | 23,594        | 25,007        |
| YoY(%)                  | 83.7          | 36.6          | 37.8          | 27.1          | 19.7          | 14.2          | 12.4          | 8.4           | 6.0           |
| 중국 전기차 판매 비중(%)         | 22.1          | 26.9          | 36.0          | 44.4          | 51.6          | 57.2          | 62.4          | 65.7          | 67.6          |
| 일본 전기차 판매량              | 59            | 89            | 60            | 77            | 97            | 127           | 161           | 202           | 248           |
| YoY(%)                  | 39.4          | 50.5          | (31.9)        | 27.0          | 27.1          | 30.8          | 26.4          | 25.2          | 23.2          |
| 일본 전기차 판매 비중(%)         | 1.3           | 1.9           | 1.3           | 1.6           | 1.9           | 2.5           | 3.1           | 3.8           | 4.6           |
| 기타 아시아 총합               | 501           | 628           | 683           | 862           | 1,036         | 1,215         | 1,445         | 1,732         | 2,103         |
| <b>유럽 전기차 판매량</b>       | <b>2,602</b>  | <b>3,010</b>  | <b>2,945</b>  | <b>3,755</b>  | <b>4,523</b>  | <b>5,582</b>  | <b>6,330</b>  | <b>7,389</b>  | <b>8,763</b>  |
| YoY(%)                  | 15.1          | 15.6          | (2.1)         | 27.5          | 20.4          | 23.4          | 13.4          | 16.7          | 18.6          |
| 유럽 전기차 판매 비중(%)         | 22.3          | 23.2          | 22.9          | 28.8          | 34.0          | 41.1          | 45.7          | 52.3          | 60.9          |
| 기타국가 전기차 판매량            | 213           | 562           | 1,313         | 1,680         | 2,100         | 2,583         | 3,100         | 3,658         | 4,280         |
| 전세계 자동차 판매량             | 79,475        | 87,242        | 89,860        | 92,556        | 95,332        | 97,239        | 99,184        | 101,167       | 103,191       |
| YoY(%)                  | (1.1)         | 8.0           | 3.0           | 3.0           | 3.0           | 2.0           | 2.0           | 2.0           | 2.0           |
| <b>전세계 전기차 판매량</b>      | <b>10,091</b> | <b>13,689</b> | <b>17,623</b> | <b>21,992</b> | <b>26,250</b> | <b>30,725</b> | <b>35,088</b> | <b>39,606</b> | <b>44,607</b> |
| YoY(%)                  | 55.0          | 35.7          | 28.7          | 24.8          | 19.4          | 17.0          | 14.2          | 12.9          | 12.6          |
| <b>전세계 전기차 판매 비중(%)</b> | <b>12.7</b>   | <b>15.7</b>   | <b>19.6</b>   | <b>23.8</b>   | <b>27.5</b>   | <b>31.6</b>   | <b>35.4</b>   | <b>39.1</b>   | <b>43.2</b>   |

자료: EV-Sales, 유진투자증권 추정

## 에코프로비엠(247540.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계     | 4,361.8 | 4,323.7 | 4,563.3 | 5,217.1 | 5,798.1 |
| 유동자산     | 2,443.5 | 1,378.0 | 1,344.8 | 1,849.1 | 2,274.0 |
| 현금성자산    | 513.2   | 521.9   | 506.6   | 810.9   | 935.9   |
| 매출채권     | 784.9   | 148.4   | 257.0   | 378.0   | 512.0   |
| 재고자산     | 1,108.8 | 616.3   | 489.0   | 567.0   | 732.0   |
| 비유동자산    | 1,918.3 | 2,945.7 | 3,218.5 | 3,368.0 | 3,524.1 |
| 투자자산     | 79.7    | 133.6   | 139.0   | 144.6   | 150.5   |
| 유형자산     | 1,824.2 | 2,793.3 | 3,043.5 | 3,174.6 | 3,315.4 |
| 기타       | 14.3    | 18.8    | 36.0    | 48.7    | 58.1    |
| 부채총계     | 2,762.4 | 2,346.6 | 2,996.3 | 3,571.3 | 4,022.4 |
| 유동부채     | 2,131.3 | 1,297.2 | 1,546.0 | 1,720.2 | 1,870.4 |
| 매입채무     | 865.4   | 359.4   | 578.0   | 712.0   | 832.0   |
| 유동성이자부채  | 1,231.9 | 920.1   | 950.1   | 990.1   | 1,020.1 |
| 기타       | 34.0    | 17.7    | 17.9    | 18.1    | 18.3    |
| 비유동부채    | 631.1   | 1,049.4 | 1,450.3 | 1,851.2 | 2,152.1 |
| 비유동이자부채  | 595.6   | 1,028.0 | 1,428.0 | 1,828.0 | 2,128.0 |
| 기타       | 35.5    | 21.4    | 22.3    | 23.1    | 24.1    |
| 자본총계     | 1,599.4 | 1,977.0 | 1,567.0 | 1,645.7 | 1,775.6 |
| 자배지분     | 1,371.5 | 1,712.0 | 1,302.0 | 1,380.7 | 1,510.6 |
| 자본금      | 48.9    | 48.9    | 48.9    | 48.9    | 48.9    |
| 자본잉여금    | 913.6   | 915.1   | 915.1   | 915.1   | 915.1   |
| 이익잉여금    | 375.3   | 275.4   | 310.7   | 389.4   | 519.3   |
| 기타       | 33.6    | 472.5   | 27.2    | 27.2    | 27.2    |
| 비자배지분    | 227.9   | 265.0   | 265.0   | 265.0   | 265.0   |
| 자본총계     | 1,599.4 | 1,977.0 | 1,567.0 | 1,645.7 | 1,775.6 |
| 충차입금     | 1,827.4 | 1,948.1 | 2,378.1 | 2,818.1 | 3,148.1 |
| 순차입금     | 1,314.3 | 1,426.2 | 1,871.5 | 2,007.1 | 2,212.2 |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)         | 2023A   | 2024A     | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------------------|---------|-----------|---------|---------|---------|
| 영업현금             | 20.6    | 670.1     | (50.0)  | 168.8   | 144.3   |
| 당기순이익            | 54.7    | (58.5)    | 84.7    | 98.4    | 162.4   |
| 자산상각비            | 92.7    | 109.6     | 122.5   | 154.9   | 193.2   |
| 기타비현금성손익         | 315.8   | 9.3       | (493.8) | (18.8)  | (31.6)  |
| 운전자본증감           | (384.3) | 650.1     | 236.6   | (65.7)  | (179.8) |
| 매출채권감소(증가)       | 83.2    | 622.6     | (108.6) | (121.0) | (134.0) |
| 재고자산감소(증가)       | (441.6) | 551.0     | 127.3   | (78.0)  | (165.0) |
| 매입채무증가(감소)       | (98.0)  | (441.6)   | 218.6   | 134.0   | 120.0   |
| 기타               | 72.0    | (81.9)    | (0.7)   | (0.7)   | (0.8)   |
| 투자현금             | (672.5) | (1,021.8) | (396.2) | (305.4) | (350.3) |
| 단기투자자산감소         | 29.4    | (15.0)    | (0.9)   | (1.0)   | (1.0)   |
| 장기투자증권감소         | 39.1    | 0.0       | (0.7)   | (0.8)   | (0.8)   |
| 설비투자             | (756.2) | (1,023.8) | (363.2) | (272.2) | (316.8) |
| 유형자산처분           | 0.0     | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 무형자산처분           | (0.3)   | (6.7)     | (26.6)  | (26.6)  | (26.6)  |
| 재무현금             | 847.4   | 323.1     | 430.0   | 440.0   | 330.0   |
| 차입금증가            | 912.6   | 58.3      | 430.0   | 440.0   | 330.0   |
| 자본증가             | (43.9)  | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당금지급            | 43.9    | 0.0       | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금 증감            | 192.3   | (13.5)    | (16.2)  | 303.4   | 124.0   |
| 기초현금             | 320.4   | 512.7     | 499.2   | 483.0   | 786.3   |
| 기말현금             | 512.7   | 499.2     | 483.0   | 786.3   | 910.3   |
| Gross Cash flow  | 463.2   | 60.5      | (286.6) | 234.5   | 324.1   |
| Gross Investment | 1,086.2 | 356.7     | 158.7   | 370.2   | 529.1   |
| Free Cash Flow   | (623.1) | (296.2)   | (445.3) | (135.7) | (205.0) |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)   | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 6,900.9 | 2,766.8 | 2,612.8 | 3,402.0 | 5,280.0 |
| 증가율(%)     | 28.8    | (59.9)  | (5.6)   | 30.2    | 55.2    |
| 매출원가       | 6,607.5 | 2,672.0 | 2,331.9 | 3,072.0 | 4,847.0 |
| 매출총이익      | 293.4   | 94.8    | 280.9   | 330.0   | 433.0   |
| 판매 및 일반관리비 | 137.4   | 149.2   | 150.1   | 158.0   | 179.0   |
|            | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 영업이익       | 156.0   | (34.1)  | 130.8   | 172.0   | 254.0   |
| 증가율(%)     | (59.0)  | 적전      | 흑전      | 31.5    | 47.7    |
| EBITDA     | 248.7   | 75.5    | 253.4   | 326.9   | 447.2   |
| 증가율(%)     | (44.2)  | (69.6)  | 235.4   | 29.0    | 36.8    |
| 영업외손익      | (78.3)  | (58.9)  | (64.8)  | (49.0)  | (51.0)  |
| 이자수익       | 12.0    | 17.9    | 5.3     | 6.7     | 10.4    |
| 이자비용       | 69.7    | 86.2    | 81.2    | 98.7    | 116.0   |
| 지분법손익      | (4.3)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업손익     | (16.4)  | 9.5     | 11.1    | 43.0    | 54.6    |
| 세전순이익      | 77.7    | (93.0)  | 66.0    | 123.0   | 203.0   |
| 증가율(%)     | (75.9)  | 적전      | 흑전      | 86.3    | 65.0    |
| 법인세비용      | 23.0    | (34.5)  | (18.7)  | 24.6    | 40.6    |
| 당기순이익      | 54.7    | (58.5)  | 84.7    | 98.4    | 162.4   |
| 증가율(%)     | (79.9)  | 적전      | 흑전      | 16.2    | 65.0    |
| 지배주주지분     | (8.7)   | (110.5) | 35.3    | 78.7    | 129.9   |
| 증가율(%)     | 적전      | 적지      | 흑전      | 122.9   | 65.0    |
| 비지배지분      | 63.4    | 52.0    | 49.4    | 19.7    | 32.5    |
| EPS(원)     | (89)    | (1,130) | 361     | 805     | 1,328   |
| 증가율(%)     | 적전      | 적지      | 흑전      | 122.9   | 65.0    |
| 수정EPS(원)   | (89)    | (1,130) | 361     | 805     | 1,328   |
| 증가율(%)     | 적전      | 적지      | 흑전      | 122.9   | 65.0    |

## 주요투자지표

|             | 2023A  | 2024A   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)     |        |         |        |        |        |
| EPS         | (89)   | (1,130) | 361    | 805    | 1,328  |
| BPS         | 14,023 | 17,505  | 13,313 | 14,117 | 15,446 |
| DPS         | 0      | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 밸류에이션(배, %) |        |         |        |        |        |
| PER         | -      | -       | 448.1  | 201.0  | 121.8  |
| PBR         | 20.5   | 9.2     | 12.2   | 11.5   | 10.5   |
| EV/EBITDA   | 118.5  | 228.4   | 69.8   | 54.5   | 40.3   |
| 배당수익률       | 0.0    | -       | -      | -      | -      |
| PCR         | 60.8   | 261.5   | n/a    | 67.5   | 48.8   |
| 수익성(%)      |        |         |        |        |        |
| 영업이익률       | 2.3    | (1.2)   | 5.0    | 5.1    | 4.8    |
| EBITDA이익률   | 3.6    | 2.7     | 9.7    | 9.6    | 8.5    |
| 순이익률        | 0.8    | (2.1)   | 3.2    | 2.9    | 3.1    |
| ROE         | (0.6)  | (7.2)   | 2.3    | 5.9    | 9.0    |
| ROIC        | 4.5    | (0.8)   | 2.8    | 3.9    | 5.3    |
| 안정성 (배, %)  |        |         |        |        |        |
| 순차입금/자기자본   | 82.2   | 72.1    | 119.4  | 122.0  | 124.6  |
| 유동비율        | 114.6  | 106.2   | 87.0   | 107.5  | 121.6  |
| 이자보상배율      | 2.2    | (0.4)   | 1.6    | 1.7    | 2.2    |
| 활동성 (회)     |        |         |        |        |        |
| 총자산회전율      | 1.8    | 0.6     | 0.6    | 0.7    | 1.0    |
| 매출채권회전율     | 8.3    | 5.9     | 12.9   | 10.7   | 11.9   |
| 재고자산회전율     | 7.0    | 3.2     | 4.7    | 6.4    | 8.1    |
| 매입채무회전율     | 7.9    | 4.5     | 5.6    | 5.3    | 6.8    |

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

|                                                         |                            |  |               |
|---------------------------------------------------------|----------------------------|--|---------------|
| 종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) |                            |  | 당사 투자의견 비율(%) |
| · STRONG BUY(매수)                                        | 추천기준일 종가대비 +50%이상          |  | 0%            |
| · BUY(매수)                                               | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 |  | 97%           |
| · HOLD(중립)                                              | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 |  | 3%            |
| · REDUCE(매도)                                            | 추천기준일 종가대비 -10%미만          |  | 0%            |

(2025.09.30 기준)

