

# 에코프로 (086520)



## Great company, but Bad stock

### FOMO 發 매수 및 회피 경계

끝까지 이성의 끈을 놓쳐선 안된다. FOMO 매수 및 회피를 모두 경계한다. 리스크를 떠안는 매수도 위험하지만 3개월 주가 562% 상승을 전부 시장의 광기로 치부하는 것 역시 현재 서있는 좌표를 오독할 위험이 있다. 적정 가치에 대한 면밀한 검토가 필요한 시점이다. 켄 피셔에 따르면, 시장은 3~30개월 뒤를 내다본다. 시장은 초단기과제는 이미 처리했고, 30개월을 넘어선 초장기 과제를 처리하는데 한계가 있다. 물론 탄소 중립 경제로의 대전환기에 선진 시장의 에너지 공급망 탈중국 기조는 한국 2차전지 산업의 미래 실적 가시성을 크게 높이고 있다. 보다 먼 시점의 실적을 주가에 반영할 수 있는 논거를 갖추고 있는 셈이다. 다만 이를 감안하더라도, 60개월, 84개월 후까지 나아가는 것은 막대한 리스크 부담을 요한다. 산업 성장성 확고하나, 성장의 원인 변수인 탈탄소 정책 기조 및 미중 분쟁 구도 역시 각국의 정치/경제적 상황에 따라 그 경로의 변화 가능성을 배제할 수 없기 때문이다. 산업의 성장 과정에서 시간 경과에 따른 신규 경쟁자 진입 리스크 역시 고려해야 한다. 미국 및 유럽의 정책 구도, 자동차 기업들의 평균 전기차 프로젝트 기간(5년~7년)을 감안할 때, 한국 2차전지 산업이 적절한 리스크를 감내하며 현재 가치화 할 수 있는 최장 시점은 약 50~60개월 후라고 판단한다. 2023년 초 현재 기준 대략 2027년이다.

### 연결 자회사들, 내부 거래 조정 후 미실현 이익 반영 본격화

그동안 에코프로는 연결 자회사들의 내부거래(전구체 및 수산화리튬 법인의 양극재 법인항 매출) 조정 후 연결 미실현 이익 반영 규모에 대한 불확실성으로, 자회사별 장기(2027년) 이익 가치 산정 Valuation의 어려움 있었으나 최근 사업보고서 및 비상장 자회사 감사보고서 통해 안정적 이익 창출 능력 확인된 바, 이익 가치 기준 Valuation의 논거를 확보했다. 전구체 및 수산화리튬 매출의 원천인 에코프로BM의 양극재 2027년 예상 CAPA 전량이 고객사 바인딩 계약 기초하고 있다는 점에서 양극재의 매출 가시성 확고하며, 이에 따라 전구체 및 수산화리튬 자회사의 2027년 실적 가시성 역시 매우 높다고 판단한다.

### 2027년 기준 적정 시가총액 11.8조원 도출

2027년 자회사별 예상 이익에 근거한 에코프로의 향유 가치는 BM 5.8조원, Materials 3.6조원, Innovation 0.6조원, CnG 0.8조원이며(상장 자회사 NAV 할인율 51% 및 비상장 자회사 할인 미적용, 표1 참조), 합산 목표 시총은 11.8조원이다. 위대한 기업이나 현 주가는 그 위대함을 상당 부분 반영하고 있다. 목표 주가 454,000원을 제시하고, 투자의견을 매도로 하향한다.

### 기업분석(Report)

## Reduce(하향)

TP(12M): 454,000원(상향) | CP(4월11일): 769,000원

Key Data		Consensus Data	
		2023	2024
KOSDAQ 지수 (pt)	898.94		
52주 최고/최저(원)	769,000/64,302	매출액(십억원)	8,173.9 14,251.0
시가총액(십억원)	19,899.5	영업이익(십억원)	948.3 1,613.0
시가총액비중(%)	4.68	순이익(십억원)	746.2 1,297.0
발행주식수(천주)	26,627.7	EPS(원)	21,612 41,986
60일 평균 거래량(천주)	1,612.4	BPS(원)	77,577 119,492
60일 평균 거래대금(십억원)	557.9		
23년 배당금(예상, 원)	486	<b>Stock Price</b>	
23년 배당수익률(예상, %)	0.07		
외국인지분율(%)	7.27		
주요주주 지분율(%)			
이동채 외 10인	26.18		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	149.3 572.6 745.8		
상대	118.7 401.0 767.4		

Financial Data						
투자지표	단위	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	십억원	850.8	1,504.2	5,639.7	9,746.5	11,861.6
영업이익	십억원	63.6	86.0	613.2	968.2	1,274.6
세전이익	십억원	42.0	(171.5)	306.6	938.8	1,263.6
순이익	십억원	24.6	240.3	36.1	638.4	854.2
EPS	원	1,041	11,001	1,418	24,052	32,078
증감율	%	15.67	956.77	(87.11)	1,596.19	33.37
PER	배	47.06	10.37	72.64	31.97	23.97
PBR	배	3.49	2.50	2.03	10.54	7.36
EV/EBITDA	배	14.87	28.01	6.82	14.16	10.72
ROE	%	8.18	32.69	2.94	39.39	36.28
BPS	원	14,025	45,708	50,641	72,933	104,529
DPS	원	280	410	486	486	486



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

RA 위경재  
02-3771-7699  
kyungjae.wee@hanafn.com

## 1. Valuation

### 목표 시가 총액 11.8조원

에코프로 그룹은 장기적으로 에코프로BM의 양극재 생산 시 필요한 전구체 및 수산화리튬의 30%를 계열사로부터 조달 예정이다. 따라서 에코프로 그룹 Valuation의 가장 중요한 연결 고리는 에코프로BM의 양극재 CAPA다. 전구체(에코프로Materials) 및 수산화리튬(에코프로Innovation) 실적은 결국 에코프로BM의 양극재 출하량에 달려있기 때문이다.

에코프로BM의 2027년 예상 양극재 CAPA는 71만톤이며, 예상 출하량은 60만톤이다. 이 때, 지역별 예상 출하량은 유럽 29만톤(비중 49%), 북미 19만톤(31%), 아시아 12만톤(20%)이다. 상기 출하량은 모두 고객사와의 공급 바인딩 계약에 기초하고 있어 실적 가시성 매우 높다.

리스크 factor는 1) 전방 수요 성장률 둔화 및 2) 시장 내 경쟁 심화 가능성이다. 1) 전방 수요 리스크 : 유럽의회 2035년 내연 기관차 판매 금지 의결, 미국 환경 보호청(EPA)의 2030년 전기차 판매 비중 목표 60% 이상 감안하면 수요 성장 둔화 리스크는 현저히 적다고 판단한다. 여전히 낮은 지역별 전기차 침투율(2022년 연간 유럽 19%, 미국 7%) 및 북미 전기차 보조금 지급 본격화 감안할 때 가파른 수요 성장 국면 지속될 것으로 판단한다.

표 1. 에코프로 Valuation

(단위: 십억원)

	사업 영역	2027년 예상 CAPA (천톤)	ASP (\$/kg)	환율 가정 (₩/\$)	매출	OPM	OP	자회사별 지배주주 NP <sup>주1)</sup>	Target P/E	적정가치	에코프로 보유 지분율	에코프로 보유 가치	자회사 가치 반영 비율	에코프로 향유 가치
에코프로 BM	양극재	710	40	1,200	34,080	6.7%	2,283	1,158 <sup>주2)</sup>	25	28,942	45.60%	13,197	49%	6,467 <sup>주3)</sup>
에코프로 Materials	전구체	207	28	1,200	6,955	5.0%	348	271	25	6,781	52.78%	3,579	100%	3,579 <sup>주4)</sup>
에코프로 Innovation	수산화 리튬	82	8	1,200	787	4.5%	35	28	25	691	97.46%	673	100%	673 <sup>주4)</sup>
에코프로 CnG	리사이클링	90	20	1,200	2,160	4.0%	86	67	25	1,685	47.50%	800	100%	800 <sup>주4)</sup>
에코프로 HN	탄소 저장장치									1,500 <sup>주5)</sup>	31.55%	473	49%	232 <sup>주3)</sup>
										그룹합산 적정시총			에코프로 적정시총	
Total										39,598			11,751	

주1: 유효법인세율 22% 가정, 주2: 에코프로BM의 2027년 JV CAPA 30% 가정, 주3: 6대 지주회사 평균 NAV 대비 할인율 51% 반영

주4: 비상장 자회사 3곳의 경우 NAV 할인을 0% 가정, 주5: 에코프로HN의 경우 목표시총 1.5조원 가정

자료: 하나증권

2) 경쟁 심화 리스크 : 2027년 유럽 및 북미 전기차 침투율 50% 가정 시 예상되는 양극재 수요는 각각 78만톤, 115만톤이다. IRA 체제하에서 중국 양극재 기업들의 미국 시장 침투 어려움에도 불구하고, 상기 에코프로BM의 북미 예상 판매량(19만톤)은 시장 내 점유율 17% 수준에 불과해 경쟁 심화에 따른 실적 추정치 미스 가능성은 매우 낮다고 판단한다. 유럽 예상 출하량 29만톤 역시 마찬가지다.

한편, 미국 시장의 경우 추가 증설 가능성도 배제할 수 없다. 이에 따라 2027년 추정치를 상향 조정하거나 2030년 기준 예상 CAPA를 선제적으로 Valuation에 반영할 수도 있겠으나, 최근 북미 OEM들의 LFP 배터리 니즈 증가 및 셀 메이커들의 양극재 조달처 다변화 기조 감안하면, 2030년 예상 실적에 대한 선제적 Valuation 반영은 과도한 리스크 부담이라고 판단한다. 게다가 아시아 예상 판매량 12만톤의 경우, IRA Critical mineral 규정 상 전량 미국 대응 가능할 것으로 예상되는데, 이때 예상되는 미국 시장 내 점유율은 27%까지 상승한다는 점도 감안해야 한다.

2027년 자회사별 예상 이익에 근거한 에코프로의 향유 가치는 BM 5.8조원, Materials 3.6조원, Innovation 0.6조원, CnG 0.8조원이며(상장 자회사 NAV 할인율 51% 및 비상장 자회사 할인 미적용, 표1 참조), 합산 목표 시총은 11.8조원이다. 위대한 기업이나 현 주가는 그 위대함을 상당 부분 반영하고 있다. 목표주가 454,000원을 제시하고, 투자 의견을 매도로 하향한다.

에코프로는 하나증권이 지난 3년간 강조해온 배터리 산업의 성장 가치, 메탈 비즈니스의 차별적 가치를 모두 담고 있는 기업이다. 섹터 내 커버리지 기업 중 미래에 대한 준비가 가장 잘 된 기업이라고 판단한다. 다만, 현 시가 총액은 5년 후 예상 기업 가치를 넘어섰으며, 주가 추가 상승을 위해 필요한 것은 2030년을 반영하기 위한 시간의 경과 그 자체다. 2030년 실적을 주가에 반영하려면 당분간 중기 실적을 확인해 가는, 상당한 기간 조정이 필요하다. 위대한 기업이나 2023년 4월 11일 현재, 좋은 주식이라고 보기 어렵다고 판단한다.

## 2. 메탈 소재의 중요성

### 1) 원가 구조상의 이유

배터리 산업은 변동비 비즈니스다. 배터리 셀 기준 변동비 비중이 80%이며, 변동비의 절반 이상이 메탈이다. 이에 따라 서플라이 체인 전반에 걸쳐 메탈 가격 변동성 확대에 따른 영향이 매우 크다.

2021년 1월 배터리 주요 메탈 가격은 리튬 58위안/kg, 니켈 18,568달러/톤, 코발트 37,692달러/톤, 망간 1,365달러/톤이었으나, 2022년 11월에는 리튬 572위안/kg, 니켈 25,257달러/톤, 코발트 51,506달러/톤, 망간 1,392달러/톤으로 각각 +879%, +36%, +37%, +2% 상승한 바 있다. 동 기간 메탈 가격 상승에 따른 전기차, 배터리 셀, 양극재 제조원가 상승률은 각각 +14%, +41%, +77%였다.

반면, 2022년 11월 이후 메탈 가격은 하락세 전환했고 2023년 4월 기준 리튬 189위안/kg, 니켈 22,920달러/톤, 코발트 34,506달러/톤, 망간 1,385달러/톤으로 각각 -67%, -9%, -33%, -1% 하락했다. 동 기간 메탈 가격 하락함에 따라 전기차, 배터리 셀, 양극재 제조원가는 각각 -5%, -15%, -28% 하락했다.

이처럼 메탈 가격이 서플라이 체인 전반에 걸쳐, 양극재 및 배터리 셀, 나아가 전기차의 가격 결정 구조에 큰 영향을 미치고 있는 바, 장기적으로는 리튬 가공 기업 및 가공 메탈의 조합물인 양극재 및 전구체 관련 기업들이 서플라이 체인 내 핵심적인 지위를 차지할 것으로 판단한다.

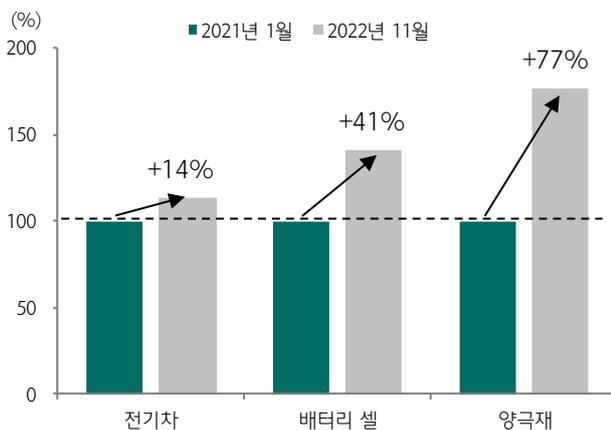
표 2. 제조원가 내 메탈 비중

(단위: %)

		리튬	니켈	코발트	망간	천연흑연	합계
NCM622	양극재	17.8	59.7	19.2	0.8		97.5
	배터리 셀	6.8	22.7	7.4	0.3	13.9	51.1
	전기차	2.1	6.9	2.3	0.1	4.2	15.6
NCM811	양극재	16.2	72.9	8.5	0.3		97.9
	배터리 셀	6.5	29.1	3.6	0.1	13.4	52.8
	전기차	2.0	9.1	1.1	0.0	4.2	16.5

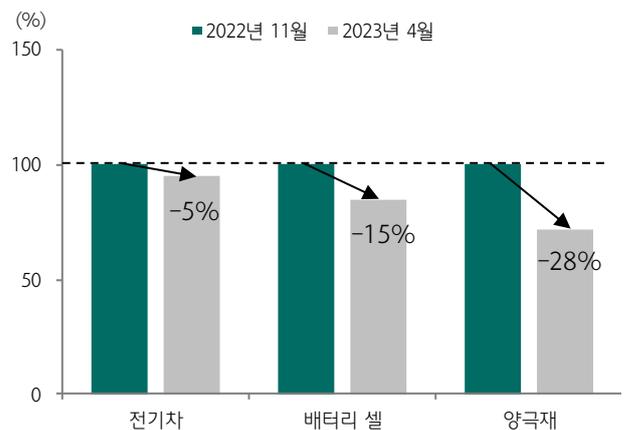
자료: 하나증권

그림 1. 메탈 가격 상승에 따른 Stream별 원가 부담 증가분



자료: 하나증권

그림 2. 메탈 가격 하락에 따른 Stream별 원가 부담 감소분



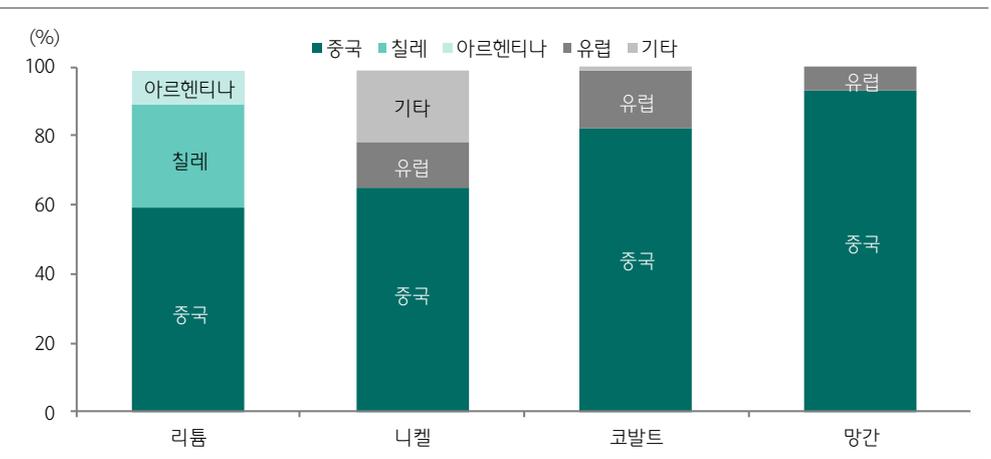
자료: 하나증권

## 2) 미국과 유럽의 정책

배터리 핵심 광물의 정제련은 대부분 중국에서 진행되고 있다. 주요 메탈에 대한 중국 정제련 의존도가 매우 높은 상황에서 전기차 시장이 본격적으로 성장할 경우, 중국 정부가 메탈을 매개로 자원 무기화에 나설 가능성을 배제할 수 없다.

미국과 유럽은 이를 방지하기 위한 공급망 재편 관련 법률을 발표한 바 있다. 1) 미국은 IRA 내 Critical Mineral 규정을 통해 자국 및 FTA 체결국에서의 메탈 조달을 보조금 지급의 기준으로 제시했으며, 2) 유럽은 CRMA 통해 역내 메탈 공급망을 구축하고 동시에 특정 국가 수입 의존도를 65% 이하로 낮추고자 한다.

그림 3. 주요 메탈 정제련 점유율



자료: 산업자료, 하나증권

표 3. IRA 내 Critical Mineral 규정

정의	미국 및 FTA 체결 국가에서 채굴 혹은 가공되었거나, 북미에서 재활용된 Critical Minerals의 Value 비율을 만족해야 함	
비율 요건	2023년 40%, 2024년 50%, 2025년 60%, 2026년 70%, 2027년 이후 80%	
주요 용어	채굴	Extraction. 자연 및 이전 채굴의 폐기물/잔여물에서 추출하는 것. 이에 더해 추출을 위해 수행되는 활동 포함
	가공	Processing. 추출된 물질을 정제하는 것. 추출 물질을 구성 물질(Constituent Materials)로 전환하는 데 사용되는 공정도 포함
	재활용	Recycling. 핵심 광물을 포함한 물질을 재활용하여 구성 물질(Constituent Materials)을 만드는 활동
	구성 물질	Constituent Materials. 핵심 광물을 포함하고 있으며, Battery Component 제조에 직접적으로 사용되는 물질 Ex) 양극활물질 분말, 음극활물질 분말, Foils, 고체전극용 메탈, 바인더, 전해질 염, 전해질 첨가제 등 Cell에 필요한 물질
	가치	Value. 세법 및 관련 규정에 따라 결정된, 특수 관계가 없는 구매자가 지불했거나 지불 예정인 가격
	부가가치	Value added. 재활용, 채굴, 가공 등의 관련 활동으로 증가한 핵심 광물의 가치
특이점	채굴/가공	핵심 광물 채굴/가공 단계의 Value added 50% 이상이 미국(또는 FTA 국가)에서 발생된 경우, 미국(또는 FTA 국가)에서 채굴/가공된 것으로 간주
	재활용	재활용 단계의 Value added 50% 이상이 북미에서 발생된 경우 북미 재활용으로 간주

자료: 하나증권

표 4. 유럽 CRMA 개요

정의	유럽연합(EU)은 역내 공급망 불안정성 확대됨에 따라 핵심원자재법(CRMA) 입법을 추진, 6대 당면과제와 4대 정책목표 제시
내용	2030년까지 전략원자재의 EU 연간 수요 대비 역내 채굴 10%, 제련과 정제 40%, 재활용 15%까지 확대 이에 더해, 특정 국가에 대한 수입 의존도를 65% 이하로 축소
전략원자재	코발트, 구리, 리튬, 마그네슘, 망간, 천연흑연, 니켈, 실리콘메탈 등 16종
핵심원자재	코발트, 구리, 리튬, 마그네슘, 망간, 천연흑연, 니켈, 실리콘메탈 등 34종

자료: 하나증권

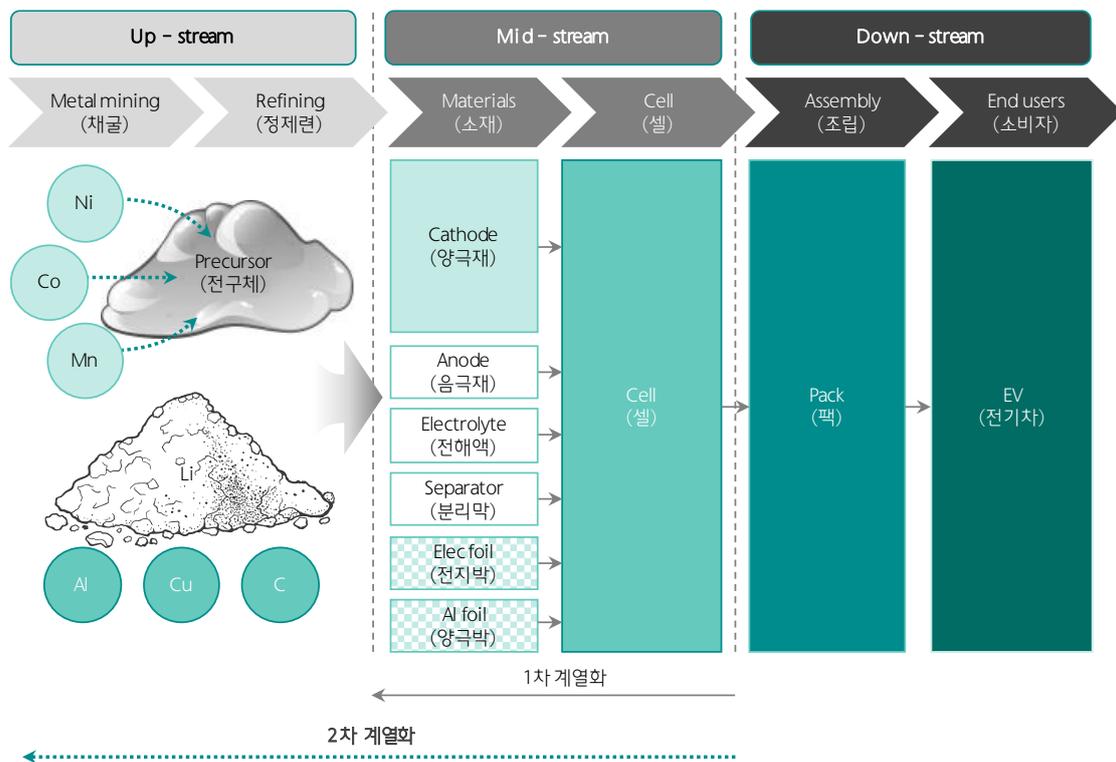
### 3. 배터리 산업에 요구되는 역량, 그리고 에코프로

#### 1) 수직계열화

2장에서 살펴본 배터리 산업의 원가 구조 및 글로벌 정책 흐름을 통해 얻을 수 있는 결론은 Up-stream 수직 계열화의 중요성이다. 중장기적으로 기업별 Up-stream 수직 계열화의 강도에 따라 배터리 서플라이 체인에 속한 기업들의 실적 및 Valuation Factor 차별화가 나타날 것으로 판단한다.

서플라이 체인의 원가 구조 및 정책 흐름 상 Up-stream 메탈을 다루거나 이를 바탕으로 소재를 만드는 기업들(전구체 및 양극재)의 가격 협상력이 높아질 것으로 판단하며, 이 과정에서 메탈 가공-전구체-양극재 제조까지 계열화를 이룬 기업의 경우 막대한 부가가치 창출이 가능할 것으로 판단한다.

그림 4. 전기차 기업들의 배터리 서플라이 체인 지분 투자



자료: 하나증권

## 2) 에코프로 그룹

에코프로 그룹은, 지주 에코프로와 6개의 주요 계열사로 구성된다(JV 및 해외법인, 투자법인 제외). 1) 지주 에코프로(코스닥 상장)는 전지 재료, 환경 사업 및 계열사 관리를 주 사업으로 영위하고 있으며, 2) 에코프로BM(코스닥 상장)은 배터리 양극재 제조를 주 사업으로 영위한다. 3) 에코프로HN(코스닥 상장)은 온실가스 감축, 미세먼지 저감 등의 환경사업을 영위하고 있으며, 4) 에코프로Innovation(비상장)은 수산화리튬 사업을, 5) 에코프로Materials(비상장, 상장 추진 중)는 전구체 사업을, 6) 에코프로CnG(비상장)는 폐배터리 리사이클링 사업을 영위하고 있다. 7) 에코프로AP(비상장)는 산소 및 질소 등의 산업가스 생산 사업을 영위 중이다.

표 5. 에코프로 그룹 주요 가족사 2022년 실적 및 자본

(단위: 십억원)

	매출액	YoY(%)	영업이익	YoY(%)	영업이익률(%)	자본
에코프로	5,640	275	619	616	11	2,522
에코프로BM	5,358	261	383	232	7	1,488
에코프로HN	218	140	42	199	19	87
에코프로Innovation	425	800	149	흑전	35	419
에코프로Materials	665	130	39	144	6	314
에코프로CnG	109	-	33	-	30	65
에코프로AP	21	372	6	5,900	28	24

자료: 하나증권

에코프로 그룹은 지난 2022년 12월 1일, ECO-Friendly Day를 통해, CAPA 증설을 통한 배터리 소재 공급 능력 확보, Up-stream 수직계열화를 통한 수익성 확보 전략을 중심으로 향후 계획을 공유, 이에 따른 현재 준비 상황과 상세 수치를 제시한 바 있다.

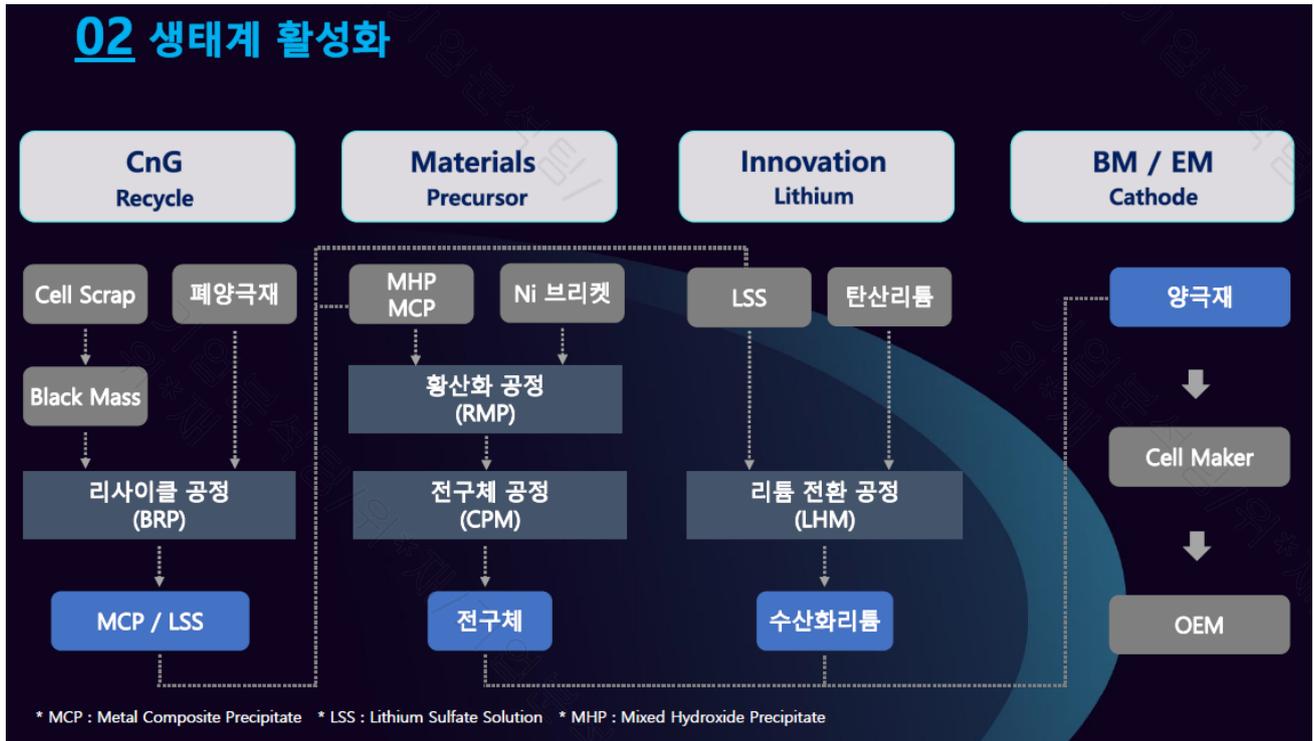
1) 에코프로는 계열사인 BM, Innovation, Materials, CnG 통해 양극재, 리튬, 전구체, 리사이클링으로 연결되는 수직계열화 생태계를 구축하고,

2) 2027년 기준 전구체 33%, 니켈 31%, 리튬 26%을 자체적으로 내재화할 계획이다. 배터리 산업에서 가장 중요한 메탈 중 하나인 리튬의 경우, 2027년 기준 8.2만톤 CAPA 확보할 전망이다.

3) 에코프로 그룹은 주 사업인 양극재를 기반으로 2027년 매출 30조원 목표를 제시했고, 해당 목표 달성 위해 향후 5년간 약 11조원의 투자 집행 계획이다.

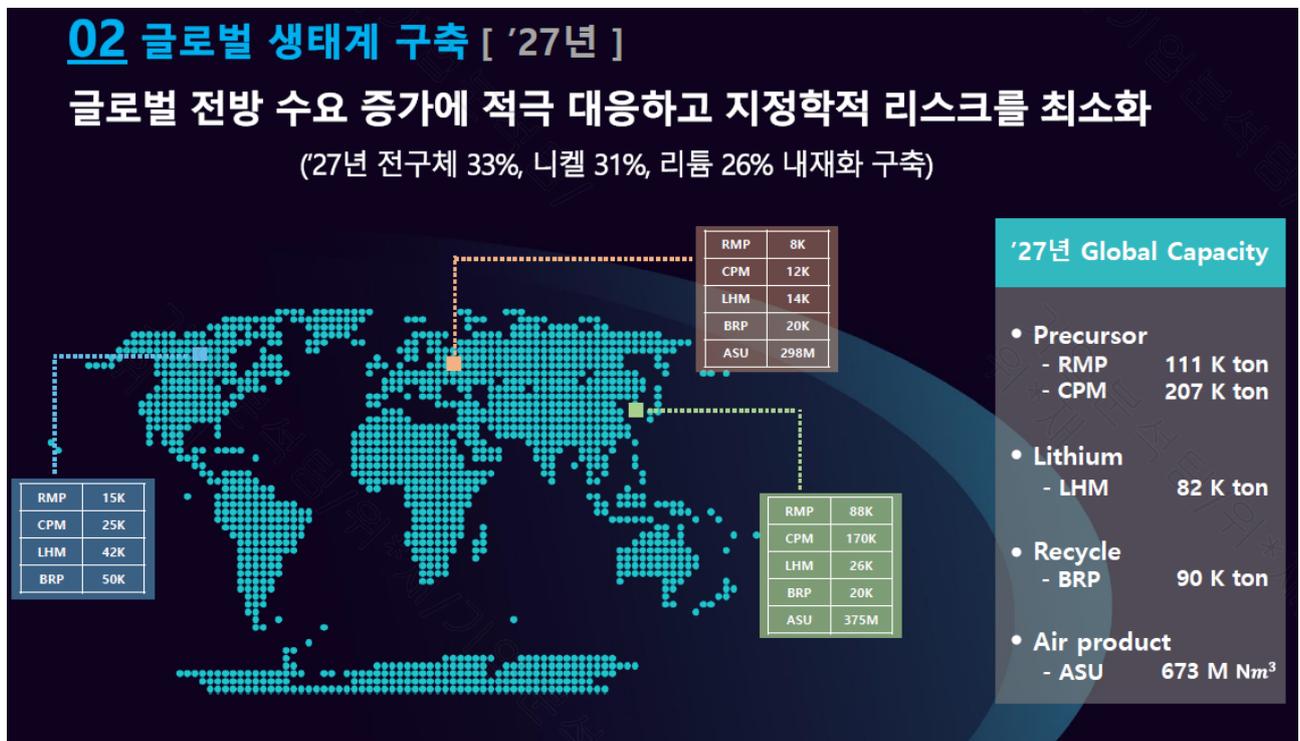
4) 유럽 및 북미 시장 진출 통해 2027년 기준 글로벌 양극재 CAPA는 71만톤, 판매량은 60만톤을 목표로 제시했다. 지역별 예상 판매 비중은 아시아 20%(12만톤), 북미 31%(18.6만톤), 유럽 49%(29.4만톤)다.

그림 5. Up-stream 수직계열화 청사진



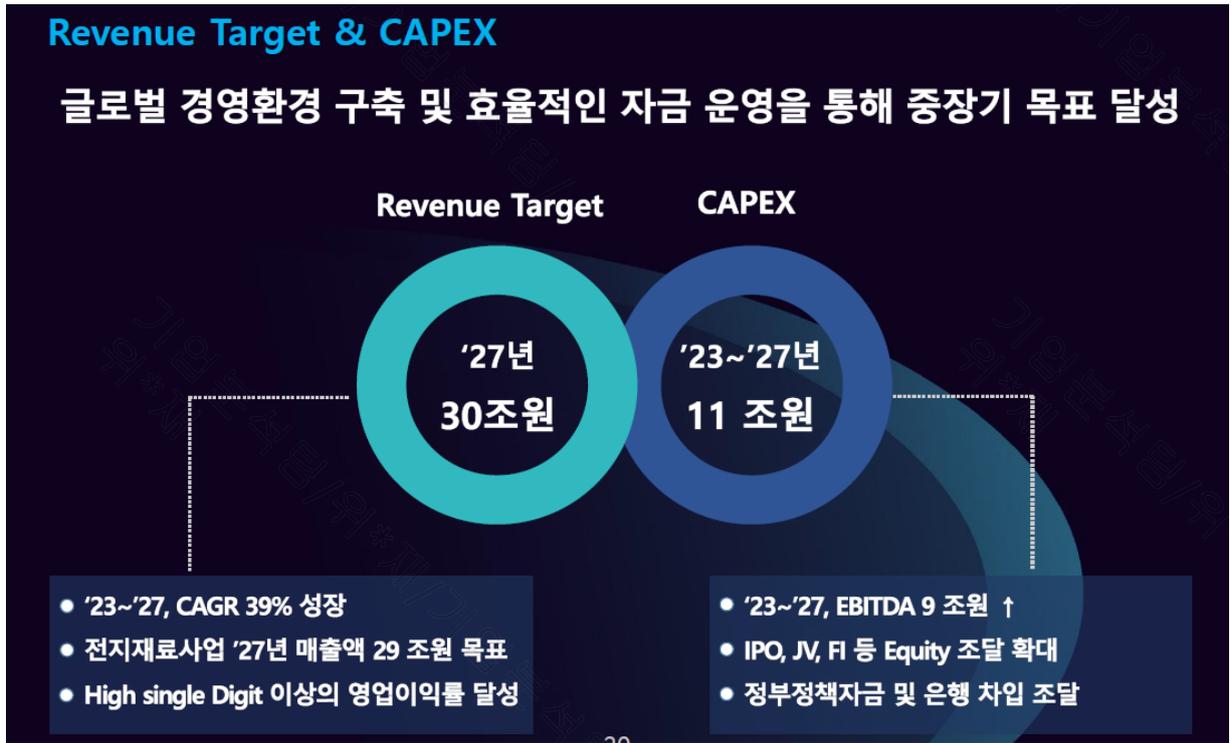
자료: 에코프로그룹, 하나증권

그림 6. 글로벌 메탈 CAPA



자료: 에코프로그룹, 하나증권

그림 7. 에코프로그룹 2027년 매출 및 CAPEX 목표



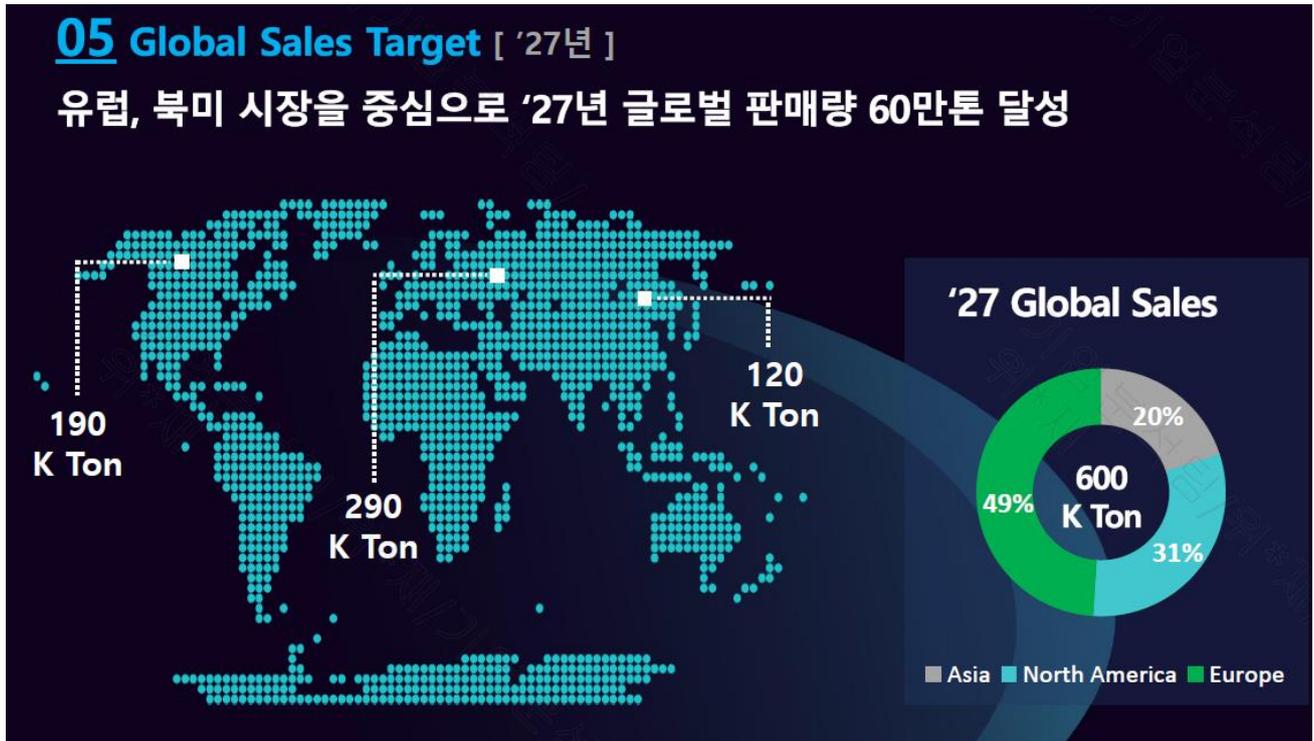
자료: 에코프로그룹, 하나증권

그림 8. 양극재 CAPA 및 판매량 목표



자료: 에코프로그룹, 하나증권

그림 9. 양극재 CAPA 및 판매량 목표



자료: 에코프로그룹, 하나증권

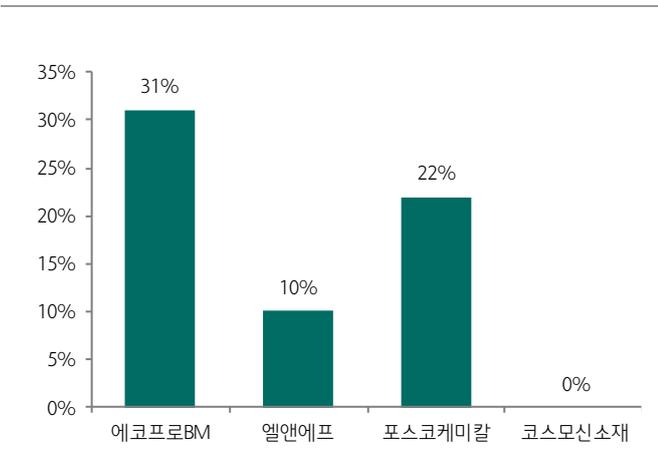
### 3) 에코프로Materials

전구체 사업 영위하는 에코프로Materials는 2023년 4월 말 상장 예비심사 신청 예정이다. 배터리 진영의 수직계열화 과정에서 전구체 내재화는 양극재 사업의 수익성을 결정하는 핵심 요소인 만큼 에코프로Materials의 역할이 그룹 차원에서 점진적으로 확대될 전망이다.

전구체(Precursor)는 양극재 완제품이 되기 직전의 메탈 합성 물질(니켈-코발트-망간, 니켈-코발트-알루미늄)로, 양극재 제조원가의 70% 이상을 차지한다. 전구체 내재화는 양극재 사업의 안정적 수익성 확보를 위해 필수적이다. 국내 양극재 법인의 전구체 내재화율은 에코프로BM 31%, 엘앤에프 10%, 포스코퓨처엠 22%, 코스모신소재 0%로 에코프로 그룹이 한 발 앞서 있다.

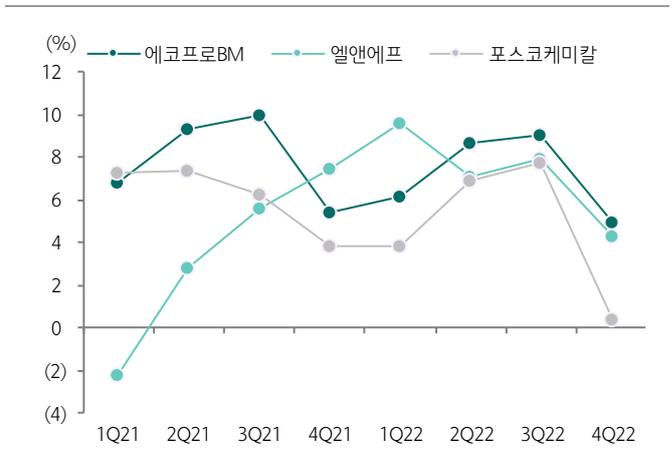
2022년 에코프로Materials의 전구체 CAPA는 총 6.2만톤(CPM 4.8만톤, RMP 1.4만톤)이다. 에코프로Materials는 해당 CAPA를 2027년까지 총 31.8만톤(CPM 20.7만톤, RMP 11.1만톤)까지 늘릴 계획이며, 이를 통해 에코프로BM의 전구체 수요 중 약 33%를 공급할 전망이다.

그림 10. 국내 양극재 업체 전구체 내재화 비율



자료: 각 사, 하나증권

그림 11. 국내 양극재 업체 OPM 추이



자료: 각 사, 하나증권

#### 4) 에코프로Innovation

수산화리튬 사업 영위하는 에코프로Innovation은 에코프로 그룹의 비상장 계열사다. 2022년 리튬 가격의 가파른 상승 과정에서, 에코프로Innovation 연간 실적 역시 크게 성장했다. 매출은 YoY +800% 증가했고 영업이익은 흑자로 전환하며 이익률 35%를 기록한 바 있다.

리튬은 배터리 산업 내 핵심 광물이다. 다만, 리튬은 아르헨티나, 칠레 등 몇 개 국가의 기업들을 제외하면 시장 내 플레이어가 매우 적다. 에코프로 그룹은 에코프로 Innovation의 수산화리튬 가공을 통한 메탈 소재 생태계 구축에 나설 전망이다.

일반적인 리튬 제련 방식은 정광에서 직접 리튬을 채굴하는 경암형, 염호에서 태양광 증발을 통해 추출하는 염수형 두 가지로 나뉜다. POSCO홀딩스는 호주 Pilbara사와 협력해 수산화리튬을 생산하는 경암형 방식과 아르헨티나 염호 인수 및 공장 착공을 통한 염수형 방식 두 가지를 동시 추진 중이다. POSCO홀딩스는 두 가지 방식 외에도 자체 리튬 추출 기술인 PosLX를 개발하는 등 리튬 채굴을 통한 Up-stream 생태계에서의 M/S를 확보한다는 청사진을 제시한 바 있다.

에코프로Innovation은 직접 리튬을 채굴하는 사업을 영위하지는 않으나, 배터리에 쓰이는 수산화리튬을 생산함으로써 리튬 서플라이 체인과 양극재 체인이 만나는 접점에 위치한 기업이다. 상기한 염수리튬 및 광석리튬을 조달 후 수산화리튬을 생산하는 구조다. 2022년 1.3만톤 수준이었던 에코프로Innovation의 리튬 생산 CAPA는 2027년 8.2만톤까지 확대될 전망이며, 이를 통해 에코프로BM의 리튬 수요 중 26%를 에코프로 Innovation이 공급할 전망이다.

양극재 기업은 리튬 가격이 가파르게 변하는 과정에서 원재료 비용 부담을 지속적으로 안고 있으나, 에코프로 그룹의 경우 에코프로Innovation 통해 리튬 수요의 일부를 자체 조달함으로써 안정적인 메탈 공급망 구축할 것으로 전망된다.

그림 12. 염호 리튬



자료: 각 사, 하나증권

그림 13. 리튬 광산(호주 Pilbara사)



자료: 각 사, 하나증권

### 5) 에코프로CnG

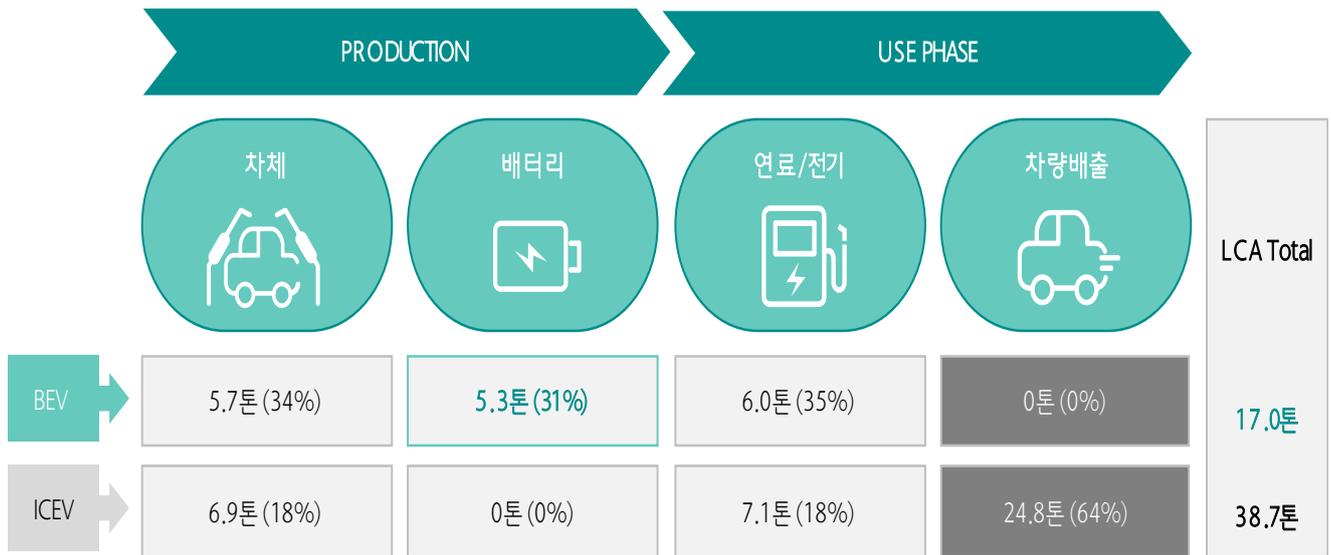
폐배터리 리사이클링 사업 영위하는 에코프로CnG는 에코프로 그룹의 비상장 계열사다. 메탈 소재의 중요성 지속 증대될 것으로 예상되는 가운데, 폐배터리 리사이클링 통한 메탈 확보는 향후 소재 기업들의 장기 성장을 위한 필요조건이 될 전망이다.

에코프로CnG는 2021년 3분기부터 스크랩 2만톤 규모의 리사이클링 공장을 가동했으며, 2022년 2분기부터 수익성 개선 본격화된 것으로 추정된다. 2022년 연간 매출 1,090억원, 영업이익률 30% 기록했다.

1) 유럽연합은 2030년 기준 메탈 수요 중 리사이클링 메탈 조달 비중 리튬 4%, 니켈 4%, 코발트 12%를 규정하고 있다. 2035년에는 리튬 수요의 10%, 니켈 수요의 12%, 코발트 수요의 20%를 리사이클링 통해 조달해야 한다. 2) 중국 공신부 역시 2021년부터 전기차 배터리 제조사에 폐배터리 리사이클링에 적극 참여할 것을 권고하고 있다. 3) 미국은 ‘첨단 배터리 연방 컨소시엄(FCAB)’을 구축하여, 단기적으로는 2025년까지 리튬, 니켈, 코발트 등의 핵심 소재 회수율을 향상시키고, 장기적으로는 2030년까지 전기차 배터리의 약 90%를 리사이클링 통해 조달하는 인센티브 제도 도입할 계획이다.

글로벌 폐배터리 리사이클링 산업의 성장 과정에서 에코프로 그룹은 에코프로CnG 통한 선제적인 시장 대응 가능할 전망이다.

그림 14. 전기차 밸류체인 Carbon Footprint 종합



자료: 포스코경영연구원, 하나증권

### 4. 결론

그동안 에코프로는 연결 자회사들의 내부거래(전구체 및 수산화리튬 법인의 양극재 법인향 매출) 조정 후 연결 미실현 이익 반영 규모에 대한 불확실성으로, 자회사별 장기 (2027년) 이익 가치 산정 Valuation의 어려움 있었으나 최근 사업보고서 및 비상장 자회사 감사보고서 통해 안정적 이익 창출 능력 확인된 바, 이익 가치 기준 Valuation의 논거를 확보했다. 전구체 및 수산화리튬 매출의 원천인 에코프로BM의 양극재 2027년 예상 CAPA 전망이 고객사 바인딩 계약 기초하고 있다는 점에서 양극재의 매출 가시성 확고하며, 이에 따라 전구체 및 수산화리튬 자회사의 2027년 실적 가시성 역시 매우 높다고 판단한다. 이를 반영해 기존의 자본 가치 기준 Valuation을 미래 이익 가치 기준 Valuation으로 변경하였다.

2027년 자회사별 예상 이익에 근거한 에코프로의 향유 가치는 BM 5.8조원, Materials 3.6조원, Innovation 0.6조원, CnG 0.8조원이며(상장 자회사 NAV 할인율 51% 및 비상장 자회사 할인 미적용, 표1 참조), 합산 목표 시총은 11.8조원이다. 위대한 기업이나 현 주가는 그 위대함을 상당 부분 반영하고 있다. 목표주가 454,000원을 제시하고, 투자 의견을 매도로 하향한다.

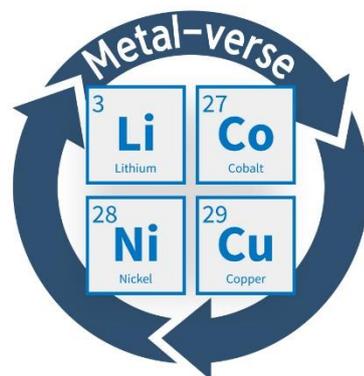
에코프로는 하나증권이 지난 3년간 강조해온 배터리 산업의 성장 가치, 메탈 비즈니스의 차별적 가치를 모두 담고 있는 기업이다. 섹터 내 커버리지 기업 중 미래에 대한 준비가 가장 잘 된 기업이라고 판단한다. 다만, 현 시가 총액은 5년 후 예상 기업 가치를 넘어섰다. 향후 주가 추가 상승을 위해 필요한 것은 2030년을 반영하기 위한 시간의 경과 그 자체다. 2030년 실적을 주가에 반영하려면 당분간 중기 실적을 확인해 가는, 상당한 기간 조정이 필요하다. 위대한 기업이나 2023년 4월 11일 현재, 좋은 주식이라고 보기 어렵다고 판단한다.

그림 15. 글로벌 공급망 재편 움직임



자료: 각 사, 하나증권

그림 16. 배터리 산업의 Metal-verse Closed-loop



자료: 각 사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	850.8	1,504.2	5,639.7	9,746.5	11,861.6
매출원가	723.9	1,272.4	4,844.7	8,327.6	10,176.5
매출총이익	126.9	231.8	795.0	1,418.9	1,685.1
판매비	63.3	145.8	181.8	450.6	410.5
영업이익	63.6	86.0	613.2	968.2	1,274.6
금융손익	(20.8)	(48.3)	(73.0)	(29.4)	(11.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.9)	(209.2)	(233.6)	0.0	0.0
세전이익	42.0	(171.5)	306.6	938.8	1,263.6
법인세	3.0	85.2	86.0	187.8	258.7
계속사업이익	38.9	(256.8)	220.6	751.0	1,004.9
중단사업이익	16.2	535.3	0.0	0.0	0.0
당기순이익	55.1	278.6	220.6	751.0	1,004.9
비배주주지분 손익	30.5	38.2	184.5	112.7	150.7
지배주주순이익	24.6	240.3	36.1	638.4	854.2
지배주주지분포괄이익	29.5	241.8	23.2	1,055.8	1,412.7
NOPAT	59.1	128.7	441.2	774.6	1,013.6
EBITDA	114.5	148.5	733.4	1,482.7	1,917.0
성장성(%)					
매출액증가율	21.14	76.80	274.93	72.82	21.70
NOPAT증가율	(17.92)	117.77	242.81	75.57	30.85
EBITDA증가율	28.51	29.69	393.87	102.17	29.29
영업이익증가율	33.05	35.22	613.02	57.89	31.65
(지배주주)순이익증가율	15.49	876.83	(84.98)	1,668.42	33.80
EPS증가율	15.67	956.77	(87.11)	1,596.19	33.37
수익성(%)					
매출총이익률	14.92	15.41	14.10	14.56	14.21
EBITDA이익률	13.46	9.87	13.00	15.21	16.16
영업이익률	7.48	5.72	10.87	9.93	10.75
계속사업이익률	4.57	(17.07)	3.91	7.71	8.47

투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,041	11,001	1,418	24,052	32,078
BPS	14,025	45,708	50,641	72,933	104,529
CFPS	6,210	(3,720)	28,378	55,862	71,993
EBITDAPS	4,843	6,799	28,838	55,862	71,993
SPS	35,990	68,852	221,760	367,210	445,461
DPS	280	410	486	486	486
주가지표(배)					
PER	47.06	10.37	72.64	31.97	23.97
PBR	3.49	2.50	2.03	10.54	7.36
PCR	7.89	(30.68)	3.63	13.77	10.68
EV/EBITDA	14.87	28.01	6.82	14.16	10.72
PSR	1.36	1.66	0.46	2.09	1.73
재무비율(%)					
ROE	8.18	32.69	2.94	39.39	36.28
ROA	2.23	10.26	0.82	10.64	11.78
ROIC	7.35	7.50	14.35	20.18	23.72
부채비율	117.96	100.39	111.98	103.97	84.65
순부채비율	58.08	46.56	47.15	30.37	9.21
이자보상배율(배)	3.87	5.67	12.50	14.85	18.21

자료: 하나증권

대차대조표

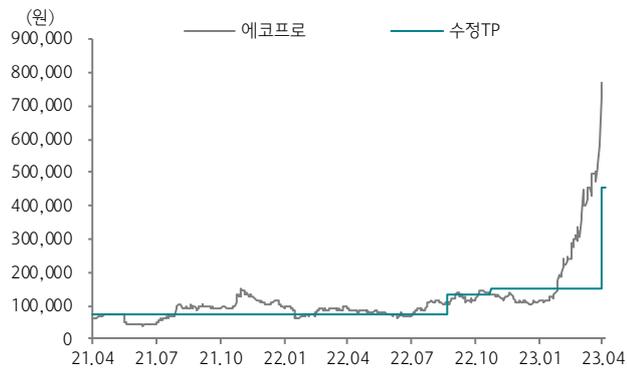
	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	515.2	1,619.7	3,162.6	4,266.5	5,352.4
금융자산	159.2	317.0	451.1	851.1	1,450.2
현금성자산	136.5	291.8	356.4	725.0	1,336.7
매출채권	99.0	285.5	952.2	1,266.8	1,447.4
재고자산	226.9	467.4	1,270.4	1,690.1	1,931.0
기타유동자산	30.1	549.8	488.9	458.5	523.8
비유동자산	767.9	1,780.8	2,183.2	2,383.6	2,499.7
투자자산	16.3	29.2	74.6	89.5	98.0
금융자산	16.3	27.5	31.6	32.2	32.6
유형자산	685.3	1,086.3	1,629.5	1,815.0	1,922.6
무형자산	17.0	622.3	420.5	420.5	420.5
기타비유동자산	49.3	43.0	58.6	58.6	58.6
자산총계	1,283.2	3,400.4	5,345.8	6,650.1	7,852.1
유동부채	385.9	967.4	2,082.7	2,392.4	2,570.2
금융부채	222.5	535.9	1,068.4	1,069.4	1,070.0
매입채무	63.4	111.9	705.6	938.7	1,072.5
기타유동부채	100.0	319.6	308.7	384.3	427.7
비유동부채	308.5	736.2	741.3	997.4	1,029.5
금융부채	278.6	571.2	571.8	771.8	771.8
기타비유동부채	29.9	165.0	169.5	225.6	257.7
부채총계	694.5	1,703.5	2,824.0	3,389.8	3,599.7
지배주주지분	326.6	1,143.9	1,307.8	1,933.6	2,775.0
자본금	11.0	12.0	12.6	12.6	12.6
자본잉여금	85.9	732.2	799.1	799.1	799.1
자본조정	89.5	24.3	73.8	73.8	73.8
기타포괄이익누계액	5.8	11.0	(2.6)	(2.6)	(2.6)
이익잉여금	134.5	364.4	424.9	1,050.7	1,892.1
비지배주주지분	262.1	553.0	1,214.0	1,326.7	1,477.4
자본총계	588.7	1,696.9	2,521.8	3,260.3	4,252.4
순금융부채	341.9	790.2	1,189.0	990.1	391.6

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	159.1	(144.8)	(518.6)	1,037.2	1,427.6
당기순이익	55.1	278.6	220.6	751.0	1,004.9
조정	89.8	(374.7)	328.6	543.9	653.4
감가상각비	50.8	62.6	120.2	514.5	642.4
외환거래손익	0.3	1.5	5.5	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	38.7	(438.8)	202.9	29.4	11.0
영업활동 자산부채 변동	14.2	(48.7)	(1,067.8)	(257.7)	(230.7)
투자활동 현금흐름	(224.8)	(404.3)	(444.9)	(710.4)	(686.9)
투자자산감소(증가)	(3.4)	(12.9)	(45.3)	(14.9)	(8.5)
자본증가(감소)	(205.0)	(440.4)	(675.4)	(700.0)	(750.0)
기타	(16.4)	49.0	275.8	4.5	71.6
재무활동 현금흐름	168.1	704.3	1,029.8	123.3	(82.2)
금융부채증가(감소)	128.0	600.9	532.4	201.0	0.6
자본증가(감소)	(59.9)	647.1	67.3	(0.4)	0.0
기타재무활동	108.0	(532.7)	455.0	(64.8)	(70.0)
배당지급	(8.0)	(11.0)	(24.9)	(12.5)	(12.8)
현금의 증감	101.8	155.4	64.6	366.4	611.7
Unlevered CFO	146.8	(81.3)	721.7	1,482.7	1,917.0
Free Cash Flow	(45.9)	(585.2)	(1,194.2)	337.2	677.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에코프로



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.4.12	Reduce	454,000		
22.11.3	BUY	153,470	43.76%	401.08%
22.9.2	BUY	131,129	-2.78%	10.44%
22.2.18	BUY	73,923	16.34%	59.12%
22.2.3	1년 경과		-	-
21.2.3	BUY	73,923	8.60%	103.07%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.26%	4.74%	0.00%	100%

\* 기준일: 2023년 04월 09일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 4월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2023년 4월 12일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 에코프로 은/는 투자자문업(타 자산운용사가 운영하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.