

# 에코프로 (086520)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>Not Rated</b>
목표주가	-
현재주가 (8/6)	<b>72,800원</b>
상승여력	-

시가총액	13,615억원
총발행주식수	18,701,387주
60일 평균 거래대금	346억원
60일 평균 거래량	590,986주
52주 고	77,400원
52주 저	39,296원
외인지분율	13.97%
주요주주	이동채 외 9인 18.26%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	56.6	(5.9)	80.4
상대	54.4	(13.9)	45.4
절대(달러환산)	54.6	(7.4)	86.6

## 적정가치 2.8조원

### 적정 기업가치 2.8조원으로 산정

에코프로의 NAV를 2.8조원으로 산정(주당 NAV 11만원, 희석 반영). 상장사(BM, HN) 지분 가치 1.8조원(HN 지분을 연결 자회사 편입 최소 기준 20% 가정), 비상장사(GEM, INNO, CNG) 가치 1.35조원으로 산정. 상장사 및 상장 가능성 높은 비상장사(GEM)에 대해서는 50% 할인을 적용. 에코프로BM 유상증자 참여를 위한 CB(1,500억원)와 에코프로HN 지분 스왑을 위해 발행될 신주(약 2,500억원)로 인한 희석 가능성을 모두 반영했으며, 이를 감안해도 Upside 55% 수준으로 현 주가는 현저한 저평가 상태

### 숨겨진 보석들. GEM, INNO, CNG 적정 가치 반영 필요

그동안 동사 주가는 에코프로BM의 지분가치만을 반영. 그러나 소재 업체들의 경쟁력으로 수직 계열화가 강조되는 국면인 만큼 주요 자회사들(GEM, INNO, CNG)의 적정 가치를 주가에 반영할 필요. 자회사 3사 모두 양극재 밸류체인 상에서 핵심적인 역할(GEM : 전구체, INNO : 수산화리튬, CNG : 리사이클)을 담당 중이며, 향후 추가 증설을 통해 그룹 내 역할을 확대해 나갈 예정. 3사 모두 내년 말까지 현 수준 대비 2배 이상 Capa 확대 계획(GEM 2.4만톤→5만톤, INNO 1.3만톤→2.6만톤, CNG 2만톤→4만톤). 내년 기준 3사의 합산 사업 가치는 3조원을 상회(GEM 1.6조원, INNO 0.45조원, CNG 1조원).

### HN과의 지분스왑 임박 추정. 지금부터 매수할 필요

시장에서 주목하고 있는 에코프로HN 연결 자회사 편입을 위한 지분스왑은 에코프로HN의 무상증자 신주 상장(8/20 예정) 이후 늦어도 9~10월경 진행될 것으로 판단. 주식 매수 청구 기간 등 절차 진행 상 필요한 소요 기간 때문. 지분스왑 이후 에코프로HN 자회사 편입 효과와 함께 기타 자회사들의 가치도 빠르게 주가에 반영될 것으로 판단. 지분스왑 시점이 임박한 만큼 지금부터 적극 매수할 필요

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	310	+48.1	-	-	-
영업이익	30	+55.1	-	-	-
세전계속사업이익	25	+42.1	-	-	-
지배순이익	558	+3,977.6	-	-	-
영업이익률 (%)	9.7	-	-	-	-
지배순이익률 (%)	180.0	-	-	-	-

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	669	702	947	1,350
영업이익	62	48	82	145
지배순이익	39	21	24	-
PER	21.9	26.9	32.3	-
PBR	4.8	2.1	2.3	-
EV/EBITDA	12.4	11.9	9.8	-
ROE	24.0	9.3	7.9	-

자료: 유안타증권

## 적정 기업가치 2.8조원

### 희석 가능성 감안해도 현저한 저평가

에코프로의 NAV를 2.8조원으로 평가한다. 상장사(에코프로BM, 에코프로HN) 지분가치를 1.8조원, 주요 비상장사(에코프로GEM, 에코프로CNG, 에코프로INNO) 사업가치를 1.35조원, 순차입금을 0.35조원(1Q21말 기준) 반영하였다. 상장사와 비상장사 중 상장 가능성 높은 에코프로GEM에 대해서는 할인율 50%를 적용하였다.

NAV 2.8조원을 기준으로 한 주당 NAV는 11만원이다. 에코프로BM 유상증자 참여를 위한 CB 1,500억원(2,332,814주 예상)과 에코프로HN 지분스왑을 위한 신주 발행 약 2,500억원(3,800,000주 예상)으로 인한 희석 가능성을 모두 반영했다. CB 1,500억원 중 600억원에 대해 최대주주의 콜옵션 행사가 가능하다는 점을 감안하면 실제 희석 가능 수량은 추정치 대비 적을 가능성도 존재하나, 이를 배제하고 보수적으로 산정한 값으로 현 주가 수준(72,800원, 8/6종가)은 최근 주가 상승에도 불구하고 여전히 현저한 저평가 상태이다.

항목	가치	비고
상장사	1,808.9	
에코프로 BM	1,650.9	지분 51.4%, 50% 할인. 8/6종가 기준
에코프로 HN	158.0	지분 20.0% 가정, 50% 할인. 8/6종가 기준
비상장사		
에코프로 GEM	459.2	지분 58.3%(RCPS 희석 가정). 50% 할인
에코프로 CNG	435.2	
에코프로 INNO	450.7	
순차입금	346.5	1Q21말 기준
NAV	2,807.5	
주식 수	18,701,387	
주식 수(희석 후)	24,834,201	잠재 희석가능물량 100% 반영
주당 NAV	113,051	
현재주가	72,800	8/6 종가
Upside	55%	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 숨겨진 보석들

### 숨겨진 보석들. GEM, INNO, CNG 적정가치 반영 필요

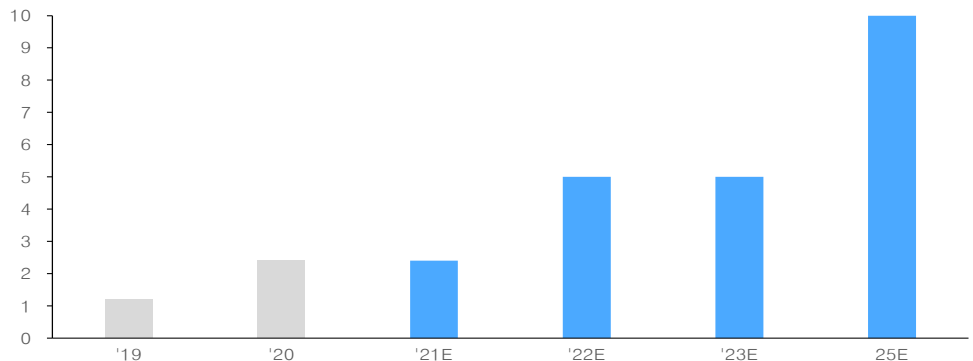
그동안 에코프로의 적정 기업가치에 대한 평가는 핵심 자회사인 에코프로BM의 지분가치에만 집중되어 이루어져왔다. 그러나 최근 들어 이차전지 소재 업체들의 경쟁력으로써 수직계열화에 대한 부분들이 강조되고 있는 만큼, 그동안 상대적으로 부각되지 못했던 에코프로의 주요 자회사들인 **에코프로GEM(전구체)**, **에코프로INNO(수산화리튬)**, **에코프로CNG(리사이클)**의 적정 가치에 대한 고민이 필요한 시점으로 판단된다.

먼저, **에코프로GEM은 전구체 제조 자회사로 사업가치는 1.6조원 수준으로 평가한다.** 내년 예상 실적에 Target P/E 35.X(중국GEM(002340.SZ)의 내년 예상 실적 기준 P/E)를 적용해 산출하였다. 현재 에코프로BM의 EV용 전구체를 단독 공급 중(나머지는 중국GEM을 통해 조달)이며, 향후 에코프로BM의 EV 매출 비중 확대에 연동되어 높은 실적 성장이 예상된다. 현재 에코프로BM의 전구체 내재화율은 30%에 못 미치는 수준으로 파악되나, 향후 EV비중 확대에 따라 50% 수준까지 확대될 것으로 판단된다. 특히 삼성SDI Gen5용 NCA(니켈함량 88%), SK이노베이션 NCM9.5.5용 전구체를 담당하면서 하이니켈 계열 전구체 기술력이 검증되었다는 점은 추가 프리미엄 요소로 작용할 수 있을 것으로 판단된다.

에코프로GEM의 생산 Capa는 올해 24,000톤/년 수준이나 지난 5월부터 비슷한 규모의 2공장 증설 진행중으로, 완공 시 50,000톤/년으로 확대될 예정이다. 2공장 가동은 2H22부터 가능할 것으로 예상된다. 내년 예상 실적은 매출액 5,900억원(+78% YoY), 영업이익 501억원(+116% YoY) 달성 가능할 것으로 전망한다.

에코프로 GEM Capa 추이

(단위 : 만 톤)



자료: 에코프로, 유안타증권 리서치센터

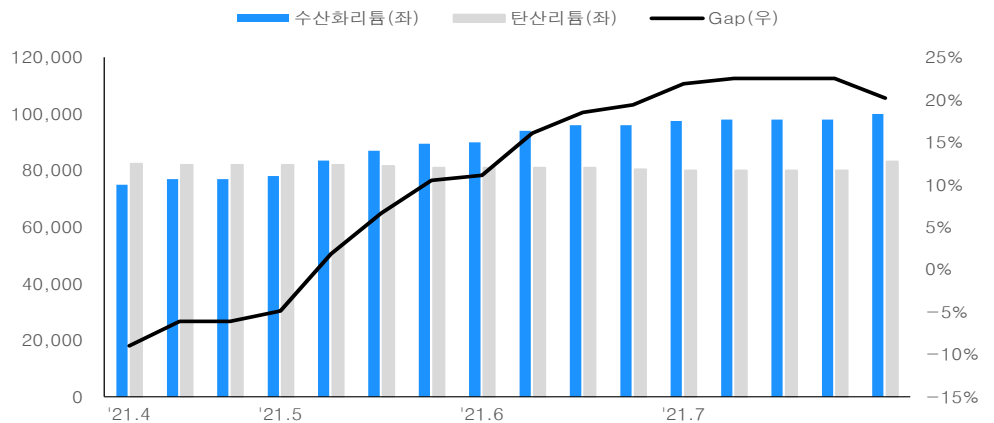
	'18	'19	'20	'21E	'22E
매출액	2192.0	2439.0	2132.0	3536.5	4451.7
YoY(%)	21%	11%	-13%	66%	26%
영업이익	160.4	152.7	127.5	300.2	397.6
OPM(%)	7%	6%	6%	8%	9%
YoY(%)	28%	-5%	-16%	135%	32%
순이익	110.9	128.0	79.3	220.1	296.2
NPM(%)	5%	5%	4%	6%	7%
YoY(%)	10%	15%	-38%	177%	35%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에코프로INNO는 수산화리튬 가공 자회사로 사업가치는 4,500억원 수준으로 판단된다. 수산화리튬은 탄산리튬 대비 고가이나 우수한 반응 특성으로 인해 하이니켈 계열 양극재 제조 시 상대적으로 적합해 사용 증가 추세이다. 동사는 현재 수산화리튬을 매입해 단순 분쇄/가공하는 역할만을 담당하고 있으나, 내년부터는 보다 저렴한 탄산리튬을 매입해 수산화리튬으로 전환하는 공정까지 내재화 할 예정으로, 급격한 실적 성장이 가능할 것으로 예상된다. 수산화리튬 전환을 위한 가공 Capa는 올해 말 13,000톤/연 수준 확보 가능할 것으로 판단되며, 내년 말까지 26,000톤/연으로 증설을 계획 중인 것으로 파악된다. 내년 예상 실적은 매출액 1,000억원(+407% YoY), 영업이익 150억원(+407% YoY) 달성 가능할 것으로 전망한다.

탄산리튬과 수산화리튬 가격 Gap

(단위 : RMB/ton)



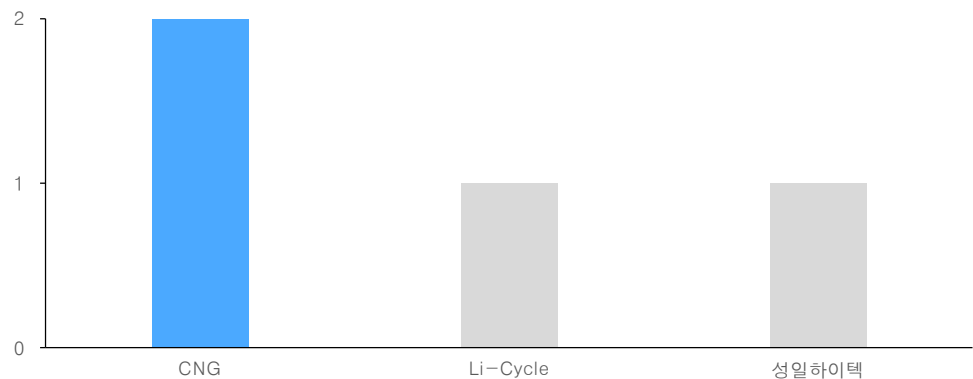
자료: KOMIS, 유안타증권 리서치센터

에코프로CNG는 폐배터리 리사이클 자회사로 사업가치는 1조원 수준으로 판단된다. 폐배터리 리사이클 시장은 현재는 배터리 제조 라인에서 발생하는 셀 스크랩만을 대상으로 하지만, 1세대 전기차 수명이 종료되는 '25년부터 급격한 성장이 가능할 것으로 예상된다. 에코프로CNG는 지난 9월 LG에너지솔루션의 폐배터리 공급 계약을 체결하며 업계 최선두에 있음을 증명한 바 있으며, 현재 연 2만톤 수준(셀 10GWh 분량)의 Capa가 상업 가동을 앞두고 있다. 3Q 중 나스닥 스팩 상장을 앞두고 있는 Li-Cycle의 현재 구축된 Capa가 1만톤/연(Spoke, 폐배터리 해체 후 블랙파우더 제조라인)으로 에코프로CNG의 절반 수준이나 1~1.5조원 수준의 사업가치 평가를 받고 있는 점을 감안하면 1조원이 부담스러운 밸류는 아니라 판단된다.

에코프로CNG의 2만톤 Capa는 3Q 건식 라인(블랙파우더 제조) 가동을 시작해 4Q부터 습식라인(블랙파우더에서 메탈 추출)까지 본격 양산 가동에 들어갈 예정이며, '23까지 4만톤 수준으로 증설 예정이다. 리사이클 실적이 온기로 반영되는 내년 예상실적은 매출 1,000억원, 영업이익 50억원 수준을 전망한다.

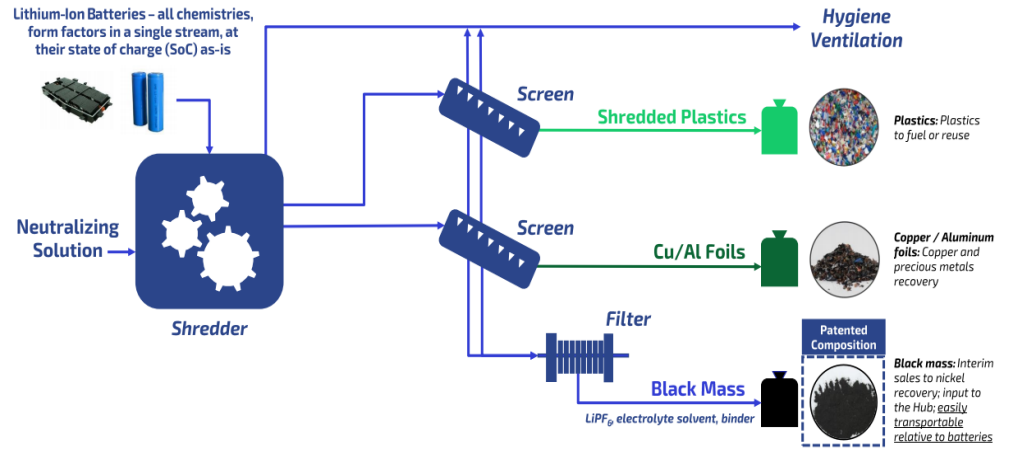
리사이클 Capa 비교(2021, 습식 기준)

(단위 : 만 톤)



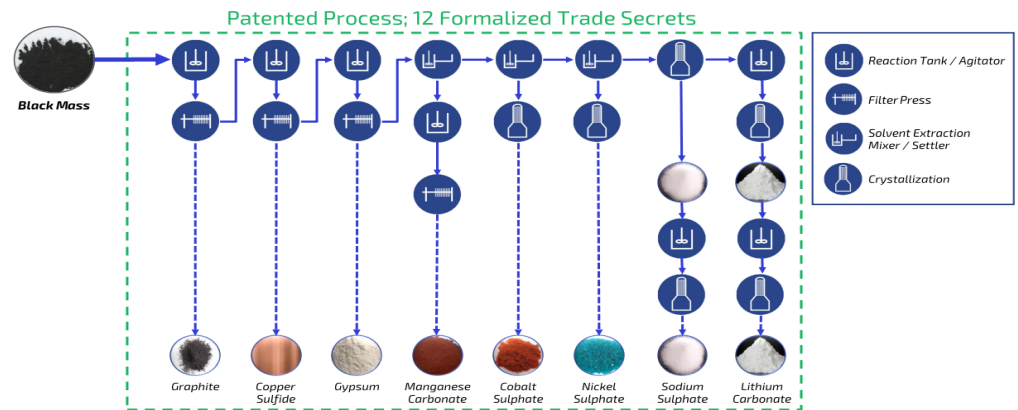
자료: 유안타증권 리서치센터

리사이클링 공정 개요(건식)



자료: Li-Cycle, 유안타증권 리서치센터

리사이클링 공정 개요(습식)



자료: Li-Cycle, 유안타증권 리서치센터

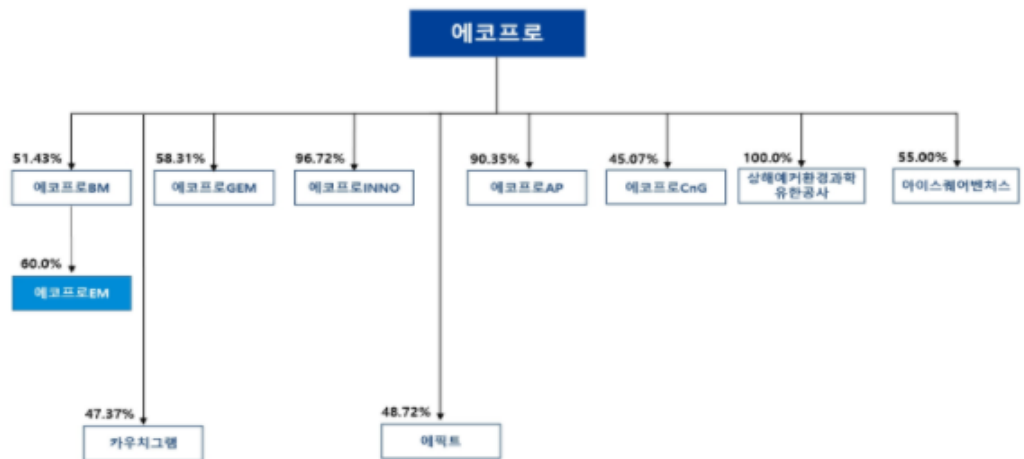
에코프로 주요 자회사 개요 및 실적 추정

(단위 : 십억원)

자회사	지분	사업		'19	'20E	'21E	'22E	'23E
BM	51.4%	양극재	매출	616	855	1,387	2,541	3,953
			영업이익	37	55	125	244	393
			OPM(%)	6%	6%	9%	10%	10%
GEM	58.3%	전구체	매출	133	217	331	590	787
			영업이익	5	13	23	50	75
			OPM(%)	4%	6%	7%	9%	10%
HN	1.0%	케미컬필터	매출	93	102	169	204	228
			영업이익	7	15	33	41	47
			OPM(%)	7%	15%	7%	9%	10%
CNG	45.1%	리사이클	매출	-	-	-	1,000	1500
			영업이익	-	-	-	50	150
			OPM(%)	-	-	-	5%	10%
INNO	96.7%	수산화리튬	매출	10	13	20	1,000	1,333
			영업이익	1	3	3	150	200
			OPM(%)	6%	20%	15%	15%	15%

자료: 유안타증권 리서치센터  
 주) 에코프로 HN 은 컨센서스 기준

에코프로 지배구조



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

## Key Chart

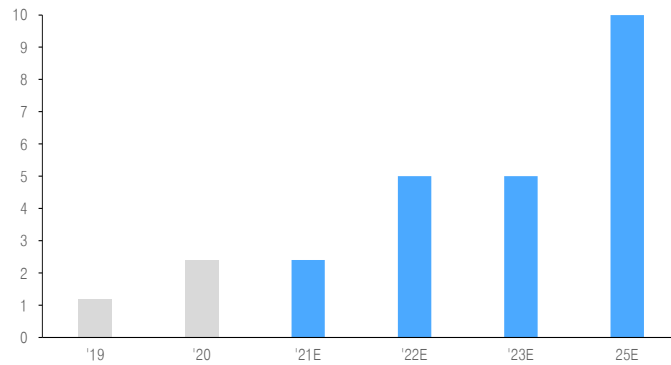
에코프로 NAV 산정

(단위 : 십억원, 원, %)

항목	가치	비고
상장사	1,808.9	
에코프로 BM	1,650.9	지분 51.4%, 50% 할인. 8/6증가 기준
에코프로 HN	158.0	지분 20.0% 가정, 50% 할인. 8/6증가 기준
비상장사		
에코프로 GEM	459.2	지분 58.3%(RCPS 회석 가정), 50% 할인
에코프로 CNG	435.2	
에코프로 INNO	450.7	
순차입금	346.5	1Q21말 기준
NAV	2,807.5	
주식 수	18,701,387	
주식 수 (회석 후)	24,834,201	잠재 회석가능수량 100% 반영
주당 NAV	113.051	
현재주가	72,800	8/6 증가
Upside	55%	

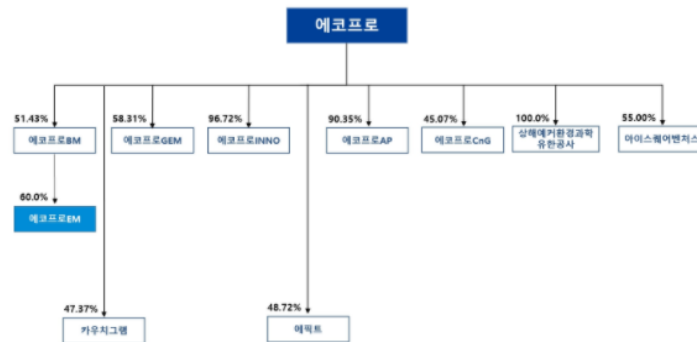
자료: 유안타증권 리서치센터

에코프로 GEM Capa 추이



자료: 에코프로, 유안타증권 리서치센터

에코프로 지배구조



자료: DART, 유안타증권 리서치센터



에코프로 (086520) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	170	329	669	702	947
매출원가	142	274	561	592	786
매출총이익	29	55	108	110	160
판매비	19	33	46	62	78
영업이익	10	22	62	48	82
EBITDA	29	45	93	89	133
영업외손익	-17	-23	-8	-23	-23
외환관련손익	0	-2	0	-1	-1
이자손익	-5	-7	-12	-10	-16
관계기업관련손익	-4	-6	0	0	0
기타	-8	-8	4	-12	-5
법인세비용차감전순이익	-7	-1	55	25	60
법인세비용	1	2	9	-13	5
계속사업순이익	-7	-3	46	37	54
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	-3	46	37	54
지배지분순이익	-9	-7	39	21	24
포괄순이익	-8	-4	40	43	58
지배지분포괄이익	-9	-7	34	25	28

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	4	24	12	-15	159
당기순이익	-7	-3	46	37	54
감가상각비	16	20	28	41	51
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	4	6	0	0	0
자산부채의 증감	-27	-23	-84	-105	14
기타현금흐름	19	24	23	12	40
투자활동 현금흐름	-99	-103	-106	-215	-225
투자자산	-36	-17	7	0	-25
유형자산 증가 (CAPEX)	-61	-84	-113	-214	-205
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	-2	0	-1	5
재무활동 현금흐름	112	80	87	249	168
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	49	75	94	81	117
자본	23	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-8
기타현금흐름	39	5	-7	168	59
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	-1
현금의 증감	17	1	-7	19	102
기초 현금	5	22	23	16	35
기말 현금	22	23	16	35	136
NOPLAT	11	49	53	72	75
FCF	-57	-61	-101	-229	-46

자료: 유안타증권

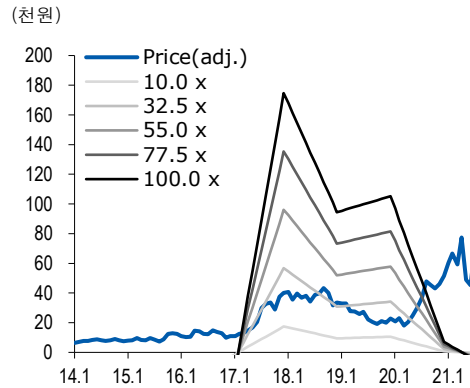
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	126	165	271	368	515
현금및현금성자산	22	23	16	35	136
매출채권 및 기타채권	36	49	87	78	107
재고자산	61	76	165	231	227
비유동자산	220	283	396	560	768
유형자산	164	233	342	507	685
관계기업등 지분관련자산	21	19	0	0	0
기타투자자산	6	2	27	13	16
자산총계	346	448	668	928	1,283
유동부채	109	179	259	261	386
매입채무 및 기타채무	30	41	122	85	140
단기차입금	65	85	110	136	129
유동성장기부채	13	27	20	31	16
비유동부채	64	84	177	220	309
장기차입금	59	43	129	172	230
사채	0	10	1	0	0
부채총계	173	264	436	481	694
지배지분	144	147	181	275	327
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	137	147	147	146	155
이익잉여금	-4	-11	23	118	134
비지배지분	29	38	51	172	262
자본총계	174	184	232	447	589
순차입금	109	170	275	335	310
총차입금	137	209	292	371	468

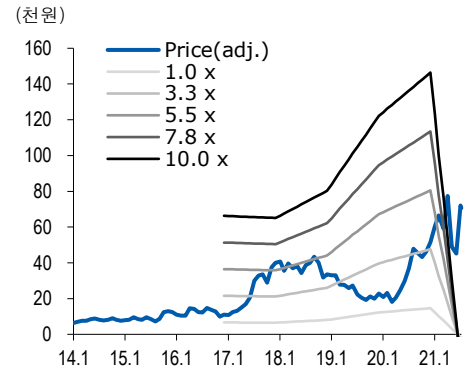
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
EPS	-456	-307	1,747	945	1,052
BPS	6,626	6,507	8,029	12,217	14,643
EBITDAPS	1,515	2,050	4,214	4,032	6,030
SPS	8,816	14,765	29,715	31,174	42,029
DPS	0	0	0	294	294
PER	-27.5	-74.7	21.9	26.9	32.3
PBR	1.9	3.5	4.8	2.1	2.3
EV/EBITDA	12.7	15.7	12.4	11.9	9.8
PSR	1.4	1.6	1.3	0.8	0.8

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액 증가율 (%)	0.0	93.0	103.5	4.9	34.8
영업이익 증가율 (%)	0.0	115.6	186.1	-23.3	72.3
지배순이익 증가율 (%)	0.0	-22.3	-674.6	-45.9	11.3
매출총이익률 (%)	16.9	16.8	16.2	15.7	16.9
영업이익률 (%)	5.9	6.6	9.3	6.8	8.7
지배순이익률 (%)	-5.2	-2.1	5.9	3.0	2.5
EBITDA 마진 (%)	16.8	13.6	13.9	12.7	14.1
ROIC	8.9	16.9	12.9	11.7	9.1
ROA	-5.1	-1.7	7.1	2.7	2.1
ROE	-12.2	-4.7	24.0	9.3	7.9
부채비율 (%)	99.4	143.0	187.9	107.6	118.0
순차입금/자기자본 (%)	62.6	92.1	118.6	74.9	52.6
영업이익/금융비용 (배)	1.7	3.0	5.2	4.2	4.8

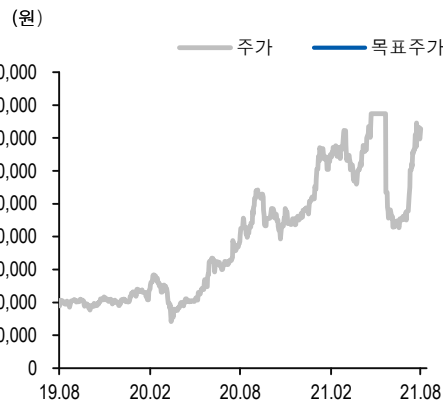
P/E band chart



P/B band chart



에코프로 (086520) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-09	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-04

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김광진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.