이차전지

이차전지

김광진
02 3770 5594
kwangjin.kim@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
에코프로	Not Rated (M)	0 (M)
에코프로비엠	BUY (M)	680,000(U)

에코프로 4.5조원, 에코프로비엠 15조원이 적정

공격적인 증설 계획, 차세대 양극재 개발 로드맵 공개

에코프로는 지난 4~5일 Eco Friendly Day 행사를 통해 공격적인 중장기 증설 계획을 공개. 급증하는 고객사 수요를 고려해 '25년말까지 양극재 생산능력을 연 48만톤(국내 23만톤, 유럽 14만톤, 미국 11만톤)까지 확대할 계획. **이는 올해 생산능력 7.7만톤 대비 6배, 기존 '25년 가이던스 29만톤 대비 1.7배 늘어난 것. 유럽 증설 계획 상향, 미국 진출 공식화가 핵심.** 그 외 주요 자회사들의 증설 계획도 공개 (GEM 올해 2.4만톤 → '25년말 19.5만톤, CNG 건식Capa 기준 올해 2만톤 → '25년말 10만톤)

또한, 차세대 양극재 개발 로드맵 공개. 코발트 대신 망간 비중을 높인 NMX(High-end), OLO(Mid~Low-end, LFP경쟁) 양극재 '26년 이전 양산을 언급했으며, 수명 특성 개선을 위해 내년부터 단결정 기술 적용 계획

에코프로 기업가치 상승. 적정가치 4.5조원(희석 포함)

에코프로비엠을 비롯 주요 자회사들의 '25년까지의 중장기 성장 계획이 공식화됨에 따라 에코프로의 기업가치 상승. **적정 기업가치를 4.5조원(희석 포함)으로 산정**. 상장사(BM, HN) 지분가치 2.9조원(11/5 종가 기준), 비상장사(GEM, INNO, CNG) 합산 가치 2.1조원으로 산정. GEM과 INNO의 기업가치는 내년 예상 순이익에 Target P/E 70.X(이차전지 소재 업종 평균 수준) 적용해 산정. CNG의 기업가치는 미국 Li-Cycle 시가총액을 20% 할인. 또한 GEM과 CNG는 향후 상장 유력하다는 점을 고려해 보수적으로 지분가치를 50% 할인 반영

지난 3개월(8~10월)간 에코프로의 주가는 지주사 전환 이슈로 인해 제자리에 머물렀음. 반면 같은 기간 에코프로비엠의 주가는 약 30% 상승. 최근 주가 급등에도 불구 에코프로의 주가는 여전히 자회사들의 지분가치를 적절히 반영하지 못하는 상황. 지주사 전환을 위한 지분스왑 이슈가 완전히 해소된 만큼 적정 가치를 빠르게 찾아갈 것으로 기대

에코프로비엠 목표주가 68만원으로 상향. 적정가치 15조원

에코프로비엠에 대해 목표주가를 기존 57만원에서 68만원으로 +19.2% 상향. 증설 일정이 기존 계획대비 앞당겨 진 점을 감안해 '22년, '23년, '24년 예상 매출 추정치를 각각 +4%, +12%, +12% 상향 조정한 점을 반영. 목표주가는 '24년 예상 EPS에 Target P/E 30.X 적용. 동사의 '24년 예상 매출은 약 6.6조원에 달할 것으로 예상되며, 수직계열화를 통해 10% 수준의 영업이익률 방어가 가능할 것으로 판단.

에코프로 NAV 산정 (단위 : 십억원, 원, %)

항목	가치	비고
상장사	2,897.7	
에코프로 BM	2,639.8	지분 48.3%, 50% 할인. 11/5종가 기준
에코프로 HN	257.9	지분 31.0% 가정, 50% 할인. 11/5종가 기준
비상장사		
에코프로 GEM	803.2	지분 51.0%(RCPS 희석 가정). 지분 가치 50% 할인
에코프로 CNG	451.2	Li-Cycle(LICY.US) 시가총액 20% 할인. 지분 가치 50% 할인
에코프로 INNO	880.1	
순차입금	512.0	1H21말 기준
NAV	4,520.3	
주식 수	18,701,387	
주식 수(희석 후)	23,975,672	
주당 NAV	190,000	
현재주가	137,000	11/5 종가
Upside	38.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터

에코프로 주요 자회사 개요 및 실적 추정 (단위 : 십억원)

자회사	지분	사업		'19	'20	'21E	'22E	'23E
BM	48%	양극재	매출	616	855	1,440	2,646	4,418
			영업이익	37	55	130	266	453
			OPM(%)	6%	6%	9%	10%	10%
GEM	51%	전구체	매출	133	217	331	590	787
			영업이익	5	13	23	50	75
			OPM(%)	4%	6%	7%	9%	10%
HN	31%	케미컬필터	매출	93	102	146	192	221
			영업이익	7	15	32	46	58
			OPM(%)	7%	15%	22%	24%	26%
CNG	47%	리사이클	매출	-	-	-	100	150
			영업이익	-	-	-	5	15
			OPM(%)	-	-	-	5%	10%
INNO	97%	수산화리튬	매출	10	13	20	100	133
			영업이익	1	3	3	15	20
			OPM(%)	6%	20%	15%	15%	15%

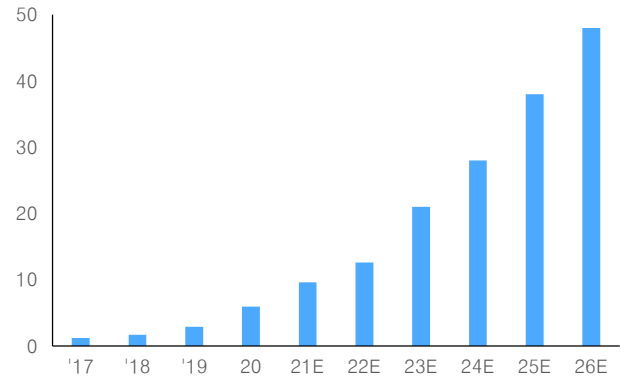
자료: 유안타증권 리서치센터
주) 에코프로HN은 컨센서스 기준

에코프로비엠 분기별 실적 추이(연결) (단위 : 십억원, %)

	1Q21A	2Q21A	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	263.2	310.4	408.1	458.7	514.0	597.4	699.0	835.3	1,440.4	2,645.7	4,417.7
NCA 등	155.0	169.6	264.3	313.1	366.9	449.3	538.2	657.2	902.1	2,011.6	3,381.3
NCM	108.2	140.8	143.8	145.5	147.1	148.1	160.9	178.1	538.3	634.1	1,036.4
YoY%	57.0%	63.4%	63.1%	85.7%	95.3%	92.5%	71.3%	82.1%	68.5%	83.7%	67.0%
NCA 등	25.9%	45.6%	67.7%	107.5%	136.7%	164.9%	103.6%	109.9%	64.6%	123.0%	68.1%
NCM	142.5%	91.8%	55.2%	51.5%	35.9%	5.2%	11.9%	22.4%	75.5%	17.8%	63.4%
매출총이익	32.5	46.3	64.5	69.0	80.2	94.4	112.3	130.0	212.3	417.0	706.1
YoY%	75.1%	69.9%	112.1%	136.7%	146.9%	104.1%	74.1%	88.5%	101.5%	96.5%	69.3%
매출총이익율%	12.3%	14.9%	15.8%	15.0%	15.6%	15.8%	16.1%	15.6%	14.7%	15.8%	16.0%
영업이익	17.8	29.0	40.7	42.2	51.2	60.1	72.5	82.3	129.7	266.1	453.0
YoY%	102.2%	108.9%	130.3%	193.0%	187.2%	107.2%	78.2%	95.0%	101.5%	96.5%	69.3%
영업이익율%	6.8%	9.3%	10.0%	9.2%	10.0%	10.1%	10.4%	9.8%	9.0%	10.1%	10.3%

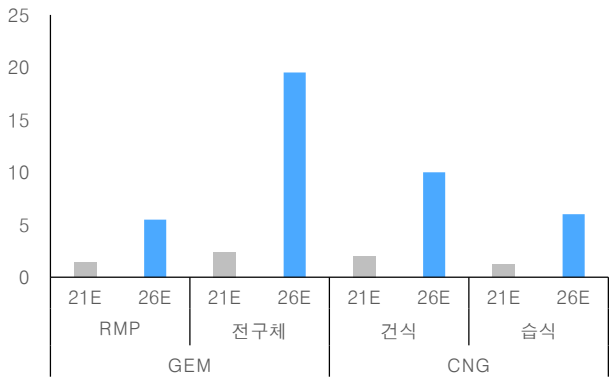
자료: 유안타증권 리서치센터

에코프로비엠 양극재 생산능력 추이 (단위 : 만 톤/연)



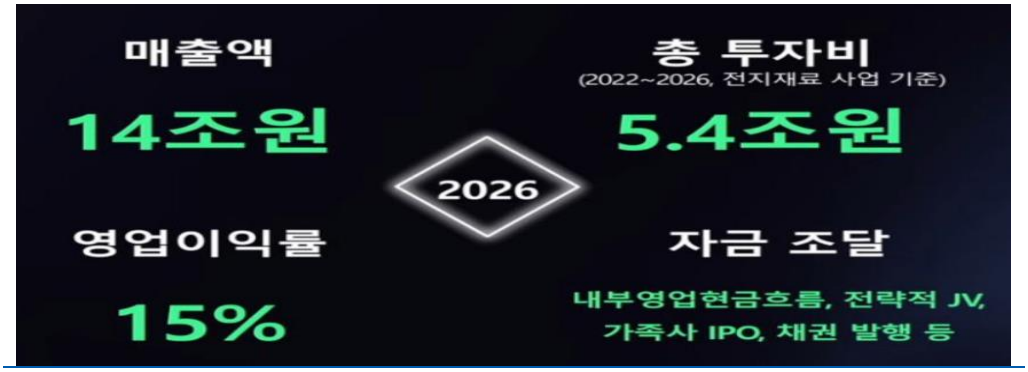
자료: 에코프로비엠, 유안타증권 리서치센터

에코프로 주요 자회사 생산능력 추이 (단위 : 만 톤/연)



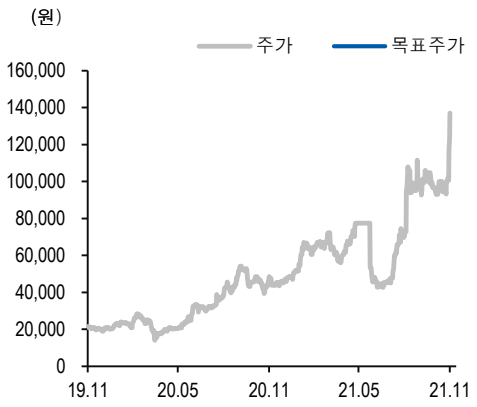
자료: 에코프로비엠, 유안타증권 리서치센터

에코프로 Eco Friendly Day 경영 비전



자료: 유안타증권 리서치센터

에코프로 (086520) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-08	Not Rated	-	1년		
2021-08-09	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

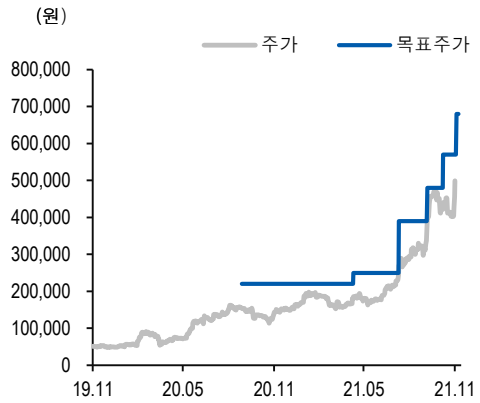
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자:김광진)
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 김광진은 에코프로의 기업설명회에 에코프로의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 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.

에코프로비엠 (247540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-08	BUY	680,000	1년		
2021-10-12	BUY	570,000	1년	-24.62	-12.44
2021-09-10	BUY	480,000	1년	-7.18	-1.65
2021-07-15	BUY	390,000	1년	-22.31	-8.31
2021-04-14	BUY	250,000	1년	-23.37	-2.16
2020-09-01	BUY	220,000	1년	-27.75	-10.23
2020-06-03	담당자변경 1년 경과 이후		1년	70.18	100.49
2019-06-03	BUY	81,000	1년	-3.64	100.49

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자:김광진)
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 김광진은 에코프로의 기업설명회에 에코프로의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다
- 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.