

전구체 및 수산화리튬 증설 가속화 전망

3Q22 Review : 실적 성장 지속

에코프로 3분기 연결 실적은 매출 1.6조원(YoY +299%, QoQ +32%), 영업이익 2,114억원(YoY +358%, QoQ +24%)로 시장 기대치 상회했다. 연결 매출의 95% 차지하는 에코프로BM의 매출이 YoY +283%, QoQ +32% 증가하며 실적 성장 견인했다. 에코프로BM이 영업이익률 9%로 고수익성 유지한 가운데, 수산화리튬 비상장 자회사인 에코프로 이노베이션은 리튬 가격 상승 영향으로 영업이익률 38%를 기록했다(QoQ +11%p 상승). 리사이클링 비상장 자회사 에코프로 CNG 역시 영업이익률 45%로 전분기 대비 +6%p 상승하며 높은 수준의 수익성 유지됐다. 다만, 전구체 비상장 자회사 에코프로 머티리얼즈는 전구체 신규 라인 가동에 따른 고정비 부담 증가 및 고가로 매입한 원재료 투입 과정에서의 전구체 판가 하락으로 영업이익률 2%를 기록, 전분기 대비 영업이익률 -14%p 하락했다.

4분기 일시적인 수익성 하락

4분기 실적은 매출 1.9조원(YoY +259%, QoQ +15%), 영업이익 1,663억원(YoY 흑자전환, QoQ -21%)으로 전년 동기 대비 성장세 지속될 전망이다. 한편, 중장기적으로는 이번 3분기부터 가동 돌입한 에코프로 머티리얼즈의 전구체 2공장이 2023년 1분기부터 풀가동 체제 돌입하며 본격적인 실적 성장 전망된다. 에코프로 이노베이션의 경우 2023년 1분기 중 수산화리튬 2공장 착공 예상되며, 해당 공장은 2024년 1분기부터 가동될 전망이다. 이를 통해 2024년에는 연간 26,000톤의 수산화리튬 공급 가능할 전망이다. 중장기적으로는 에코프로BM 양극재 CAPA 55만톤의 예상 수산화리튬 수요 약 30만톤 감안할 때, 에코프로 이노베이션의 CAPA 증설 속도 가속화될 전망이다.

향후 비상장 자회사 이익 성장에 따른 재평가 여력 충분

상장 자회사 에코프로BM 목표 시총 15.4조원의 지분율 46% 및 지분가치 할인율 50%, 에코프로HN 현재 시총 0.8조원의 지분율 31% 및 지분가치 할인율 50% 적용해 각각 지분가치 3.5조원, 0.1조를 도출하였다. 한편, 각 비상장 자회사들의 가파른 실적 성장 예상되나 현 시점에서는 보수적으로 현재 순자산규모만을 기업가치 평가에 반영하여 비상장 자회사 가치 약 0.5조원을 도출하였다. 총 기업가치 4.1조원 및 순차입금 0.2조원 감안해, 목표 시총 및 목표 주가를 각각 3.9조원, 158,000원으로 상향한다.

기업분석(Report)

BUY
| TP(12M): 158,000원(상향) | CP(11월02일): 134,600원

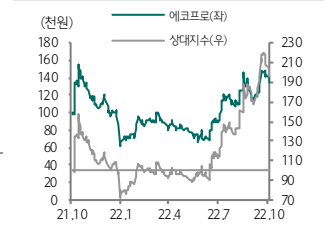
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	697.37
52주 최고/최저(원)	154,550/62,300
시가총액(십억원)	3,371.9
시가총액비중(%)	1.05
발행주식수(천주)	25,051.5
60일 평균 거래량(천주)	928.0
60일 평균 거래대금(십억원)	117.6
22년 배당금(예상, 원)	422
22년 배당수익률(예상, %)	0.35
외국인지분율(%)	9.01
주요주주 지분율(%)	
이동재 외 9인	27.02

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	5,012.9	6,745.3
영업이익(십억원)	495.5	592.3
순이익(십억원)	503.5	605.6
EPS(원)	16,450	20,023
BPS(원)	62,042	81,739

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	850.8	1,504.1	5,422.4	9,162.9	11,089.0
영업이익	십억원	63.6	86.5	601.5	921.8	1,133.1
세전이익	십억원	42.0	(171.0)	544.1	931.7	1,171.2
순이익	십억원	24.6	240.5	273.8	484.5	605.3
EPS	원	1,071	11,326	11,089	19,340	24,164
증감율	%	15.66	957.52	(2.09)	74.41	24.94
PER	배	47.09	10.37	12.14	6.96	5.57
PBR	배	3.49	2.50	2.23	1.70	1.31
EV/EBITDA	배	14.87	24.48	7.40	4.67	3.70
ROE	%	8.18	32.70	20.67	27.81	26.59
BPS	원	14,432	47,038	60,405	79,327	103,072
DPS	원	288	422	422	422	422


Analyst 김현수

02-3771-7503

hyunsoo@hanafn.com

RA 위경재

02-3771-7699

kyungjae.wee@hanafn.com

표 1. 에코프로 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
연결 매출	263	310	408	523	681	1,232	1,632	1,878	851	1,504	5,422	9,163
친환경 및 기타	-1	-0	0	19	18	45	68	73	-4	19	205	348
에코프로 비엠	263	310	408	504	662	1,187	1,563	1,805	855	1,486	5,218	8,815
연결 영업이익	19	30	46	-9	54	170	211	166	64	86	602	922
영업이익률	7%	10%	11%	-2%	8%	14%	13%	9%	7%	6%	11%	10%

자료: 하나증권

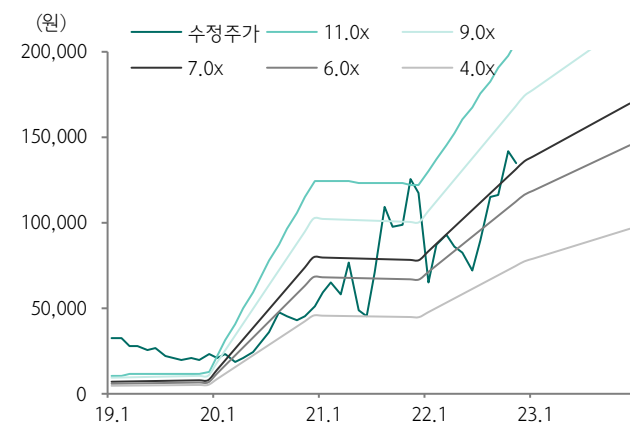
표 2. 에코프로 Valuation

(단위: 십억원)

구분	가치	비고
상장사		
에코프로BM	3,542	목표 시총 15.4조원 대비 지분을 46%, 지분가치 할인을 50% 현 시총 대비 지분을 31%, 지분가치 할인을 50%
에코프로HN	119	
비상장사		
에코프로 이노베이션	397	순자산가치(4,093억원), 지분을 97% 순자산가치(1,460억원), 지분을 51%
에코프로 머티리얼즈	74	
기타(에코프로씨엔지, 에코프로AP 등)	10	
기업가치	4,143	
채권자 가치(별도 기준 순차입금)	209	
순자산가치	3,933	
주식수(주)	24,940,571	
주당 순자산가치(원)	157,706	

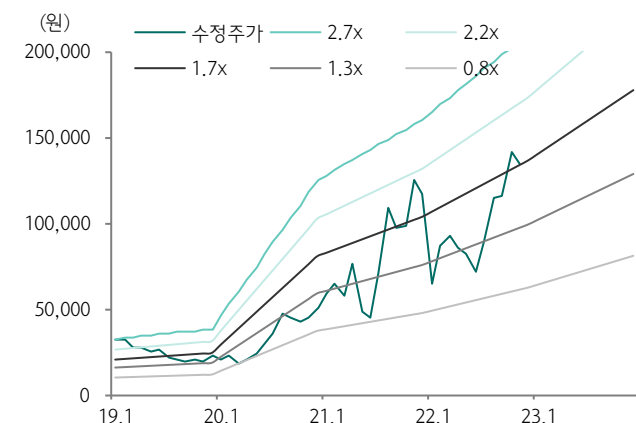
자료: 하나증권

그림 1. 에코프로 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나증권

그림 2. 에코프로 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	850.8	1,504.1	5,422.4	9,162.9	11,089.0
매출원가	723.9	1,271.8	4,561.8	7,735.5	9,357.3
매출총이익	126.9	232.3	860.6	1,427.4	1,731.7
판매비	63.3	145.8	259.1	505.7	598.6
영업이익	63.6	86.5	601.5	921.8	1,133.1
금융손익	(20.8)	(49.5)	(43.2)	10.0	38.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.9)	(208.0)	(14.3)	0.0	0.0
세전이익	42.0	(171.0)	544.1	931.7	1,171.2
법인세	3.0	85.4	87.4	186.3	239.9
계속사업이익	38.9	(256.4)	456.7	745.4	931.3
중단사업이익	16.2	535.3	0.0	0.0	0.0
당기순이익	55.1	278.9	456.7	745.4	931.3
비배주주지분 순이익	30.5	38.5	182.9	260.9	325.9
지배주주순이익	24.6	240.5	273.8	484.5	605.3
지배주주지분포괄이익	29.5	241.9	189.8	309.7	387.0
NOPAT	59.1	129.6	504.9	737.4	901.0
EBITDA	114.5	149.0	672.2	1,097.6	1,333.6
성장성(%)					
매출액증가율	21.14	76.79	260.51	68.98	21.02
NOPAT증가율	(17.92)	119.29	289.58	46.05	22.19
EBITDA증가율	28.51	30.13	351.14	63.28	21.50
영업이익증가율	33.05	36.01	595.38	53.25	22.92
(지배주주)순이익증가율	15.49	877.64	13.85	76.95	24.93
EPS증가율	15.66	957.52	(2.09)	74.41	24.94
수익성(%)					
매출총이익률	14.92	15.44	15.87	15.58	15.62
EBITDA이익률	13.46	9.91	12.40	11.98	12.03
영업이익률	7.48	5.75	11.09	10.06	10.22
계속사업이익률	4.57	(17.05)	8.42	8.13	8.40

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,071	11,326	11,089	19,340	24,164
BPS	14,432	47,038	60,405	79,327	103,072
CFPS	6,390	(3,804)	(5,605)	43,814	53,236
EBITDAPS	4,983	7,020	27,227	43,814	53,236
SPS	37,033	70,845	219,611	365,763	442,647
DPS	288	422	422	422	422
주가지표(배)					
PER	47.09	10.37	12.14	6.96	5.57
PBR	3.49	2.50	2.23	1.70	1.31
PCR	7.89	(30.89)	(24.01)	3.07	2.53
EV/EBITDA	14.87	24.48	7.40	4.67	3.70
PSR	1.36	1.66	0.61	0.37	0.30
재무비율(%)					
ROE	8.18	32.70	20.67	27.81	26.59
ROA	2.23	10.27	5.68	6.99	7.28
ROIC	7.35	8.88	18.75	20.22	21.74
부채비율	117.96	100.37	139.20	128.32	111.17
순부채비율	58.08	16.35	31.30	21.25	4.39
이자보상배율(배)	3.87	5.71	13.10	16.24	18.80

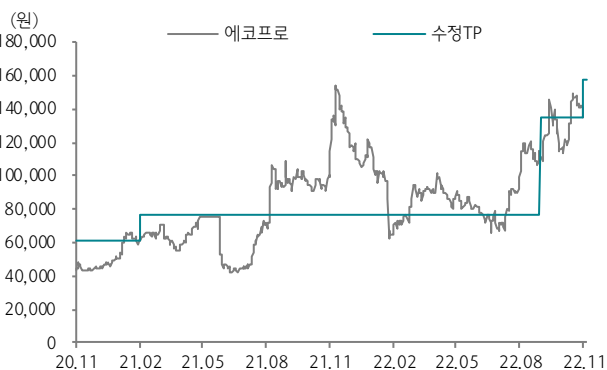
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	515.2	1,616.1	4,008.5	5,122.8	6,438.9
금융자산	159.2	829.7	1,184.1	1,492.4	2,018.0
현금성자산	136.5	291.8	1,109.5	1,396.4	1,931.6
매출채권	99.0	285.5	1,025.3	1,318.0	1,605.0
재고자산	226.9	463.8	1,665.4	2,140.8	2,607.1
기타유동자산	30.1	37.1	133.7	171.6	208.8
비유동자산	767.9	1,784.9	2,228.6	2,508.6	2,563.8
투자자산	16.3	29.2	38.5	44.4	50.1
금융자산	16.3	27.5	32.5	36.6	40.7
유형자산	685.3	1,090.4	1,527.4	1,801.5	1,851.0
무형자산	17.0	622.3	618.8	618.8	618.8
기타비유동자산	49.3	43.0	43.9	43.9	43.9
자산총계	1,283.2	3,401.0	6,237.1	7,631.4	9,002.7
유동부채	385.9	967.4	2,253.0	2,543.1	2,827.7
금융부채	222.5	535.9	1,216.4	1,218.9	1,221.4
매입채무	63.4	111.9	402.0	516.7	629.3
기타유동부채	100.0	319.6	634.6	807.5	977.0
비유동부채	308.5	736.3	1,376.6	1,745.8	1,911.8
금융부채	278.6	571.2	783.8	983.8	983.8
기타비유동부채	29.9	165.1	592.8	762.0	928.0
부채총계	694.5	1,703.7	3,629.6	4,289.0	4,739.5
지배주주지분	326.6	1,144.1	1,504.9	1,978.9	2,573.7
자본금	11.0	12.0	12.2	12.2	12.2
자본잉여금	85.9	735.2	735.1	735.1	735.1
자본조정	89.5	21.4	94.7	94.7	94.7
기타포괄이익누계액	5.8	11.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	134.5	364.5	662.7	1,136.8	1,731.6
비지배주주지분	262.1	553.2	1,102.6	1,363.5	1,689.5
자본총계	588.7	1,697.3	2,607.5	3,342.4	4,263.2
순금융부채	341.9	277.4	816.1	710.4	187.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	159.1	(140.6)	401.1	740.0	925.8
당기순이익	55.1	278.9	456.7	745.4	931.3
조정	89.8	(374.4)	(816.5)	165.9	162.5
감가상각비	50.8	62.6	70.7	175.9	200.6
외환거래손익	0.3	1.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	38.7	(438.5)	(887.2)	(10.0)	(38.1)
영업활동 자산부채 변동	14.2	(45.1)	760.9	(171.3)	(168.0)
투자활동 현금흐름	(224.8)	(408.4)	(484.1)	(410.5)	(147.8)
투자자산감소(증가)	(3.4)	(12.9)	(9.3)	(5.9)	(5.8)
자본증가(감소)	(205.0)	(444.5)	(497.2)	(450.0)	(250.0)
기타	(16.4)	49.0	22.4	45.4	108.0
재무활동 현금흐름	168.1	704.3	1,228.4	135.3	(68.2)
금융부채증가(감소)	128.0	600.9	899.2	202.5	2.5
자본증가(감소)	(59.9)	650.0	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	108.0	(535.6)	339.4	(56.7)	(60.2)
배당지급	(8.0)	(11.0)	(10.2)	(10.5)	(10.5)
현금의 증감	101.8	155.4	817.2	286.9	535.2
Unlevered CFO	146.8	(80.8)	(138.4)	1,097.6	1,333.6
Free Cash Flow	(45.9)	(585.2)	(96.3)	290.0	675.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에코프로



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.11.3	BUY	158,000		
22.9.2	BUY	135,000	-2.78%	10.44%
22.2.18	BUY	76,105	16.34%	59.12%
22.2.3	1년 경과		-	-
21.2.3	BUY	76,105	8.60%	103.07%
21.1.10	BUY	60,741	4.03%	8.25%
20.9.2	BUY	60,741	-23.31%	-2.27%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	94.92%	5.08%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 10월 31일

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 2022년 11월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2022년 11월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않

본 조사자료는 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 중립자료로 사용될 수 없습니다.