



2023년 11월 8일 | 기업분석\_Earnings Review

# 에코프로 (086520)

## Reduce

목표주가(12M) 420,000원(하향)  
현재주가(11.07) 859,000원

### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	824.37
52주 최고/최저(원)	1,293,000/103,000
시가총액(십억원)	22,873.2
시가총액비중(%)	5.67
발행주식수(천주)	26,627.7
60일 평균 거래량(천주)	700.0
60일 평균 거래대금(십억원)	683.5
외국인지분율(%)	10.44
주요주주 지분율(%)	
이동차 외 10 인	26.14

### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	9,078.0	10,778.9
영업이익(십억원)	737.2	847.2
순이익(십억원)	489.0	601.0
EPS(원)	15.857	19.427
BPS(원)	66,963	86,114

Financial Data (십억원, %, 배, 원)				
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,504.2	5,639.7	7,744.6	8,288.4
영업이익	86.0	613.2	478.9	500.5
세전이익	(171.5)	306.6	355.3	397.2
순이익	240.3	36.1	157.5	356.2
EPS	11,001	1,418	5,936	13,376
증감율	956.77	(87.11)	318.62	125.34
PER	10.37	72.64	144.71	64.22
PBR	2.50	2.03	15.38	12.50
EV/EBITDA	28.01	6.82	40.05	37.95
ROE	32.69	2.94	11.39	21.83
BPS	45,708	50,641	55,836	68,732
DPS	410	486	486	486



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com  
RA 위경재 kyungjae.wee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

### 3Q23 Review : 비상장 자회사 실적 악화

3분기 연결 실적은 매출 1.9조원(YoY +17%, QoQ -6%), 영업이익 650억원(YoY -69%, QoQ -62%)으로 부진했다. BM 영업이익이 메탈 가격 하락에 따른 수익성 악화로 인해 YoY -68%, QoQ -60% 감소한 데 따른 영향이 커다. 리튬 및 리사이클링 자회사 실적 상세는 공시되지 않았으나, 지주사 연결 이익에서 상장 자회사 이익 제외한 영업이익이 76억 원(4Q22 611억원, 1Q23 630억원, 2Q23 444억원)에 불과한 것 감안하면, 에코프로 이노베이션 등 비상장 법인 실적은 매우 부진했을 것으로 추정된다. 4분기의 경우, 전기차 수요둔화에 따른 양극재 수요 감소로 양극재 출하 증가 기대하기 어려운 상황에서 메탈 가격 하락에 따른 수익성 악화로 인해 3분기 대비 매출 및 영업이익 모두 감익 불가피할 전망이다.

### 명확한 판단 기준 필요

주가는 단기적으로 인기투표와 같지만 장기적으로는 저울과 같다. 인기투표는 Social media, 지수 편입 등과 같이 수급의 쏠림을 만들어내는, 내재가치와 무관한 이슈로 주인공을 만들어 내지만, 저울의 눈금은 결국 장기적으로 기업의 내재가치를 가리킨다. 열기가 가라앉은 후 저울이 가리킬 지점에 대한 판단 기준을 갖고 있어야 손실을 최소화할 수 있고, 언젠가 도래할 시장의 외면 속에서도 다시 기회를 찾을 수 있다.

### Valuation 공백 상태

BM의 장기 내재 가치는 32.9조원(금리 상승 및 가중평균자본비용(WACC) 상승으로, 현가 할인한 시가총액 감소 반영)이며, 이 중 지주사의 향유 가치는 7.4조원이다(보유 지분율 및 상장 자회사 할인율 적용). 머티리얼즈의 경우 2.5조원으로 상장하겠으나, 미국 FTA 체결국 내 전구체 공급 부족에 따른 장기 실적 성장성 감안할 때, 현재 가치 할인한 적정 가치는 2.9조원이라고 판단한다. 2.9조원 중 지주사 향유 가치는 0.8조원이다. 에코프로 이노베이션의 경우, 수산화리튬 가격이 지난 4년간 급등락(6\$ → 82\$ → 22\$)하는 국면에서 극심한 수익성 변동성을 보여주고 있음을 고려해야 한다. 리튬 산업의 가격 및 마진 변동성으로 인해 미국 Albemarle, 중국 Ganfeng Lithium 등의 12M Fwd P/E는 7.5배 불과하다. 에코프로 이노베이션의 경우 그룹사 순환 생태계 보유 고려해 글로벌 리튬 기업 대비 80%의 Valuation 프리미엄 부여하여 적정 가치 2조원을 도출하였다. 이외 기타 자회사들의 가치 합산한 지주사 에코프로의 가치를 현가 할인하면 10.9조원이 도출된다. 현 시총 22.9조원과의 격차를 감안하면, 현 주가는 사실상 Valuation 공백 상태다. 이러한 Valuation 변수의 공백은 극심한 주가 변동성을 야기한다. “시장의 변동성은 벌금이 아니라 입장료(Morgan Housel)”라 했으나, 이는 주가가 본질 가치로 상승 수렴하는 과정에서 유효한 정의다. 본질 가치를 초과한 버블의 영역에서 변동성 전투 참전은 결국 벌금으로 돌아올 뿐이다. 금리 상승에 따른 현재가치 할인 반영해 목표주가를 42만원으로 하향 조정하고 투자의견 매도를 유지한다.

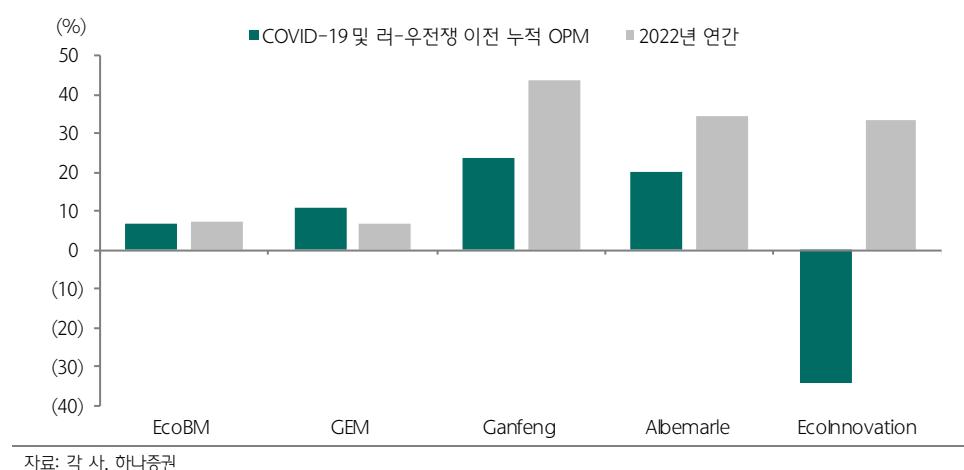
도표 1. 에코프로 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
연결 매출	681	1,232	1,632	2,096	2,064	2,017	1,904	1,759	5,640	7,745	8,288
친환경 및 기타	18	45	68	151	53	111	101	199	283	464	666
에코프로비엠	662	1,187	1,563	1,944	2,011	1,906	1,803	1,560	5,357	7,280	7,623
연결 영업이익	54	170	211	178	182	170	65	61	613	479	501
영업이익률	8%	14%	13%	8%	9%	8%	3%	3%	11%	6%	6%

자료: 에코프로, 하나증권

도표 2. 주요 금속 소재 기업들의 영업이익률(Covid-19 및 전쟁 이전 시점과 비교)



자료: 각 사, 하나증권

도표 3. 주요 원자재 가격 가정

	COVID-19 및 러-우 전쟁 1년 전 평균	최근 5년 평균		COVID-19 및 러-우 전쟁 이후 평균 가격
		Bear	Base	
수산화리튬	8.9	23.4		33.8
니켈	13,518	16,498		19,861
코발트	31.91	50.54		46,864
망간	1,187	1,407		1,433
양극재	28.3	40.1		49.7

자료: 하나증권

도표 4. 에코프로 Valuation (Base Scenario)

(단위: 십억원)

사업 영역	2028년 출하전망 (천톤)	ASP (\$/kg)	매출	OPM	OP	자회사별 지배주주 NP	Target P/E	2028년 기준 적정가치	2024년 말 기준 현재가치	에코프로 보유 지분율	에코프로 보유 가치	자회사 가치 반영비율	에코프로 향유가치
BM	양극재	772	43.1	40,610	7.3%	2,965	1,908	22.9	43,686	32,981	45.60%	15,039	49% 7,369
Mat.	전구체	212	16.8	4,347	5.1%	222	173	22.7	3,917	2,957	52.78%	1,561	49% 765
Inno.	수산화리튬	84	23.4	2,399	10.5%	252	196	13.5	2,652	2,003	97.46%	1,952	100% 1,952
CnG	리싸이클링	9	19.0	204	15.6%	32	25	54.5	1,353	1,022	47.50%	485	100% 485
HN	탄소저감장치	'							2,400	1,812	31.55%	572	49% 280
							에코프로 그룹 합산시총			지주 에코프로 적정시총			
Total										40,774			10,851

주1: Target P/E : 에코프로BM – 향후 10년 평균 전기차 배터리 시장 CAGR 반영

주2: Target P/E : 에코프로Materials – 중국 전구체 기업 P/E(15.1배)의 50% 프리미엄 반영

주3: Target P/E : 에코프로Innovation – 글로벌 리튬 기업 P/E(9배)의 50% 프리미엄 반영

주4: Target P/E : 에코프로CnG – 한국 리싸이클링 기업 P/E 부여

주5: 전체 CAPA 중 에코프로EM(삼성SDI와 지분율 5:5 JV) CAPA 비중 35%

주6: 6대 지주회사 평균 NAV 대비 할인율 51% 반영

주7: 비상장 지주회사 NAV 할인율 0% 가정

주8: 에코프로HN의 현 시총 대비 2배 가정

주9: 유효법인세율 22% 가정

주10: 환율 1,221원/달러 가정

주11: 현재가치 할인율(WACC) 7.28% 적용

자료: 하나증권

도표 5. 에코프로 Valuation (Bull Scenario)

(단위: 십억원)

사업 영역	2028년 출하전망 (천톤)	ASP (\$/kg)	매출	OPM	OP	자회사별 지배주주 NP	Target P/E	2028년 기준 적정가치	2024년 말 기준 현재가치	에코프로 보유 지분율	에코프로 보유 가치	자회사 가치 반영비율	에코프로 향유가치
BM	양극재	772	47.4	44,689	7.7%	3,425	2,271	22.9	52,007	39,264	45.60%	17,904	49% 8,773
Mat.	전구체	212	18.5	4,784	5.4%	256	200	22.7	4,526	3,417	52.78%	1,803	49% 884
Inno.	수산화리튬	84	33.5	3,432	18.9%	649	506	20.0	10,119	7,639	97.46%	7,445	100% 7,445
CnG	리싸이클링	9	22.8	245	17.2%	42	33	54.5	1,787	1,349	47.50%	641	100% 641
HN	탄소저감장치	'							2,880	2,174	31.55%	686	49% 336
							에코프로 그룹 합산시총			지주 에코프로 적정시총			
Total										53,843			18,079

자료: 하나증권

도표 6. 에코프로 Valuation (Bear Scenario)

(단위: 십억원)

사업 영역	2028년 출하전망 (천톤)	ASP (\$/kg)	매출	OPM	OP	자회사별 지배주주 NP	Target P/E	2028년 기준 적정가치	2024년 말 기준 현재가치	에코프로 보유 지분율	에코프로 보유 가치	자회사 가치 반영비율	에코프로 향유가치
BM	양극재	772	28.3	26,676	6.9%	1,831	1,214	22.9	27,792	20,982	45.60%	9,568	49% 4,688
Mat.	전구체	212	15.12	3,914	4.6%	180	140	22.7	3,174	2,396	52.78%	1,265	49% 620
Inno.	수산화리튬	84	8.9	913	5.3%	48	37	13.5	505	381	97.46%	371	100% 371
CnG	리싸이클링	9	18	193	10.9%	21	16	54.5	898	678	47.50%	322	100% 322
HN	탄소저감장치	'							1,920	1,450	31.55%	457	49% 224
							에코프로 그룹 합산시총			지주 에코프로 적정시총			
Total										25,886			6,225

자료: 하나증권

# 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,504.2	5,639.7	7,744.6	8,288.4	13,498.1
매출원가	1,272.4	4,844.7	6,796.7	7,259.6	11,800.3
매출총이익	231.8	795.0	947.9	1,028.8	1,697.8
판관비	145.8	181.8	469.0	528.3	705.8
영업이익	86.0	613.2	478.9	500.5	991.9
금융손익	(48.3)	(73.0)	(115.6)	(103.4)	(120.7)
종속/관계기업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(209.2)	(233.6)	(8.0)	0.0	0.0
세전이익	(171.5)	306.6	355.3	397.2	871.2
법인세	85.2	86.0	94.7	114.1	253.8
계속사업이익	(256.8)	220.6	260.6	283.0	617.4
중단사업이익	535.3	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	278.6	220.6	260.6	283.0	617.4
비지배주주지분 순이익	38.2	184.5	103.1	(73.2)	(159.6)
지배주주순이익	240.3	36.1	157.5	356.2	777.0
지배주주지분포괄이익	241.8	23.2	165.6	360.1	785.5
NOPAT	128.7	441.2	351.2	356.7	703.0
EBITDA	148.5	733.4	642.0	706.7	1,250.7
성장성(%)					
매출액증가율	76.80	274.93	37.32	7.02	62.86
NOPAT증가율	117.77	242.81	(20.40)	1.57	97.08
EBITDA증가율	29.69	393.87	(12.46)	10.08	76.98
영업이익증가율	35.22	613.02	(21.90)	4.51	98.18
(지배주주)순이익증가율	876.83	(84.98)	336.29	126.16	118.14
EPS증가율	956.77	(87.11)	318.62	125.34	118.16
수익성(%)					
매출총이익률	15.41	14.10	12.24	12.41	12.58
EBITDA이익률	9.87	13.00	8.29	8.53	9.27
영업이익률	5.72	10.87	6.18	6.04	7.35
계속사업이익률	(17.07)	3.91	3.36	3.41	4.57

## 투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,001	1,418	5,936	13,376	29,181
BPS	45,708	50,641	55,836	68,732	97,432
CFPS	(3,720)	28,378	(599)	26,540	46,969
EBITDAPS	6,799	28,838	24,189	26,540	46,969
SPS	68,852	221,760	291,787	311,272	506,919
DPS	410	486	486	486	486
<b>주가지표(배)</b>					
PER	10.37	72.64	144.71	64.22	29.44
PBR	2.50	2.03	15.38	12.50	8.82
PCFR	(30.68)	3.63	(1,434.06)	32.37	18.29
EV/EBITDA	28.01	6.82	40.05	37.95	21.63
PSR	1.66	0.46	2.94	2.76	1.69
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	32.69	2.94	11.39	21.83	35.56
ROA	10.26	0.82	2.65	4.85	8.66
ROIC	7.50	14.35	8.17	6.23	10.08
부채비율	100.39	111.98	129.80	159.76	163.11
순부채비율	46.56	47.15	79.30	110.34	102.79
이자보상배율(배)	5.67	12.50	5.24	4.26	6.71

자료: 하나증권

## 대차대조표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	1,619.7	3,162.6	3,516.9	4,515.3	5,845.4
금융자산	317.0	451.1	442.5	158.6	274.8
현금성자산	291.8	356.4	362.9	87.0	171.0
매출채권	285.5	952.2	799.3	1,132.7	1,472.6
재고자산	467.4	1,270.4	2,032.6	2,880.4	3,600.5
기타유동자산	549.8	488.9	242.5	343.6	497.5
<b>비유동자산</b>	1,780.8	2,183.2	3,048.7	3,608.2	3,973.5
투자자산	29.2	74.6	67.0	82.7	106.7
금융자산	27.5	31.6	30.9	31.5	32.6
유형자산	1,086.3	1,629.5	2,501.9	3,045.7	3,387.0
무형자산	622.3	420.5	421.4	421.4	421.4
기타비유동자산	43.0	58.6	58.4	58.4	58.4
<b>자산총계</b>	3,400.4	5,345.8	6,565.5	8,123.5	9,818.8
<b>유동부채</b>	967.4	2,082.7	2,824.8	3,153.0	3,653.3
금융부채	535.9	1,068.4	1,966.7	1,967.8	1,969.4
매입채무	111.9	705.6	592.3	839.4	1,215.9
기타유동부채	319.6	308.7	265.8	345.8	468.0
<b>비유동부채</b>	736.2	741.3	883.8	1,843.1	2,433.6
금융부채	571.2	571.8	741.4	1,641.4	2,141.4
기타비유동부채	165.0	169.5	142.4	201.7	292.2
<b>부채총계</b>	1,703.5	2,824.0	3,708.5	4,996.2	6,087.0
<b>지배주주지분</b>	1,143.9	1,307.8	1,459.5	1,803.0	2,567.2
자본금	12.0	12.6	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	732.2	799.1	814.8	814.8	814.8
자본조정	24.3	73.8	57.2	57.2	57.2
기타포괄이익누계액	11.0	(2.6)	4.8	4.8	4.8
이익잉여금	364.4	424.9	569.5	912.9	1,677.1
<b>비지배주주지분</b>	553.0	1,214.0	1,397.5	1,324.3	1,164.7
<b>자본총계</b>	1,696.9	2,521.8	2,857.0	3,127.3	3,731.9
<b>순금융부채</b>	790.2	1,189.0	2,265.6	3,450.6	3,836.1

## 현금흐름표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	(144.8)	(518.6)	(154.4)	(216.8)	335.3
당기순이익	278.6	220.6	260.6	283.0	617.4
조정	(374.7)	328.6	(391.2)	309.6	379.5
감가상각비	62.6	120.2	163.2	206.2	258.7
외환거래손익	1.5	5.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(438.8)	202.9	(554.4)	103.4	120.8
영업활동자산변동	(48.7)	(1,067.8)	(23.8)	(809.4)	(661.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	(404.3)	(444.9)	(955.9)	(743.6)	(629.0)
투자자산감소(증가)	(12.9)	(45.3)	7.6	(15.7)	(24.0)
자본증가(감소)	(440.4)	(675.4)	(1,012.8)	(750.0)	(600.0)
기타	49.0	275.8	49.3	22.1	(5.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	704.3	1,029.8	1,022.8	770.7	341.0
금융부채증가(감소)	600.9	532.4	1,067.7	901.1	501.7
자본증가(감소)	647.1	67.3	16.0	0.0	0.0
기타재무활동	(532.7)	455.0	(48.4)	(117.6)	(147.9)
배당지급	(11.0)	(24.9)	(12.5)	(12.8)	(12.8)
<b>현금의 증감</b>	155.4	64.6	4.3	(276.0)	84.1
Unlevered CFO	(81.3)	721.7	(15.9)	706.7	1,250.7
Free Cash Flow	(585.2)	(1,194.2)	(1,167.2)	(966.8)	(264.7)

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과정을

### 에코프로



날짜	투자의견	목표주가	과거율	
			평균	최고/최저
23.11.8	Reduce	420,000		
23.4.12	Reduce	-	-	-
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%

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 11월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2023년 11월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 에코프로 은/는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 범인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음

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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

#### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 예상  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

#### 산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.59%	4.95%	0.45%	100%

\* 기준일: 2023년 11월 05일