SK COMPANY Analysis

SK securities

에코프로 (086520/KQ | 매수(신규편입) | T.P 150,000 원(신규편입))

배터리 리사이클링 시너지와 잠재력은 내가 최고

- 에코프로 자회사 중 에코프로 머티리얼즈는 양극재 전구체 생산, 에코프로이노베이션은 수산화리튬 생산, 에코프로 CNG 는 리사이클링 담당
- 에코프로머티리얼즈: 하반기 2 공장 가동에 따른 매출 성장 + 황산화 공정 본격화로 이익 개선(적정시총 2 조원)
- 에코프로 CNG: 높은 리튬 회수율과 전구체 계열사를 보유해 장기적으로 원가경쟁력이 높을 것으로 전망(적정시총 6 천억원)

하이니켈 양극재에 특화된 에코프로 그룹의 지주사

에코프로는 하이니켈 양극재에 특화된 에코프로 그룹의 지주사로, 자회사로는 상장사 에코프로비엠(지분율 46%, 양극재 제조), 에코프로에이치엔(지분율 31%, 케미컬필터 등 환경 사업), 비상장사 에코프로머티리얼즈(지분율 51%, 양극재전구체 제조), 에코프로 CNG(지분율 48%, 배터리 Recycling), 에코프로이노베이션(지분율 97%, 수산화리튬 제조), 에코프로 AP(지분율 90%, 양극소재용 O_2, N_2 생산) 등을 보유하고 있다.

에코프로머티리얼즈: 중국에 의존하는 전구체. 국산화의 선두주자

양극재 전구체 수입 물량 중 중국비중은 95%로 미중 무역갈등과 배터리 업체들의 미국 진출 등에 따라 높은 중국 의존도를 낮춰야 할 필요성이 높아지고 있다. 에코프로머티리얼즈의 전구체 CPM1 공장은 2.4 만톤이 풀 가동 중에 있으며, CPM2 공장 2.4 만톤은 7 월부터 양산에 들어가며 생산량 확대가 예상된다. 전구체 가격도 니켈, 코발트 가격 상승에 따라 전년 대비 대폭 상승한 수준으로 큰 폭의 매출 증가가 예상된다. 2021 년 하반기부터 가동된 황산화 공장은 올해 본격적으로 양산에 들어가면서 이익률 개선도 기대된다. 에코프로머티리얼즈 실적은 2021 년 매출액 3,429 억원, 영업이익 176 억원(OPM 5.1%)에서 2022 년 매출액 6,000 억원, 영업이익 780 억원(OPM 13.0%)로 크게 개선될 것으로 전망한다. 에코프로머티리얼즈의 적정가치는 2023 년 실적에 PER 20 배를 적용한 2 조원으로 추정된다.

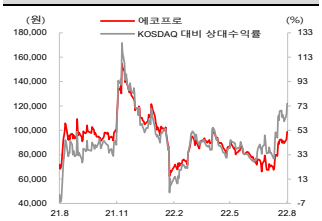
(다음 페이지에 계속)

Analyst
윤혁진
hjyoon2019@sks.co.kr
02-3773-9025

Company Data	
자본금	120 억원
발행주식수	2,470 만주
자사주	22 만주
액면가	500 원
시가총액	25,038 억원
주요주주	
이동채(외8)	27.67%
외국인지분률	8.50%
배당수익률	0.40%

Stock Data	
주가(22/08/04)	102,400 원
KOSDAQ	825.16 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	154,550 원
52주 최저가	62,300 원
60일 평균 거래대금	424 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	46.1%	30.7%
6개월	39.9%	53.0%
12개월	37.8%	75.1%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	7,023	8,508	15,041	50,200	67,831	88,224
yoy	%	4.9	21.2	76.8	233.8	35.1	30.1
영업이익	억원	478	636	865	4,208	5,464	7,075
yoy	%	-23.3	33.1	35.9	386.6	29.9	29.5
EBITDA	억원	891	1,145	1,490	5,757	7,623	11,470
세전이익	억원	248	420	-1,710	1,323	2,699	4,375
순이익(지배주주)	억원	213	246	2,405	5,978	7,161	8,602
영업이익률%	%	6.8	7.5	5.8	8.4	8.1	8.0
EBITDA%	%	12.7	13.5	9.9	11.5	11.2	13.0
순이익률	%	5.3	6.5	18.6	12.9	11.3	10.3
EPS(계속사업)	원	928	368	-13,899	2,582	7,372	13,204
PER	배	24.1	137.2	N/A	38.3	13.4	7.5
PBR	배	1.9	3.6	2.5	1.4	1.0	0.8
EV/EBITDA	배	11.5	15.3	24.7	5.9	4.1	2.4
ROE	%	9.3	8.2	32.7	41.6	34.5	30.2
순차입금	억원	3,363	3,423	2,774	3,295	-141	-4,589
부채비율	%	107.6	118.0	100.4	142.3	137.4	127.4

Analyst 윤혁진 hjyoon2019@sks.co.kr / 02-3773-9025

에코프로 CNG: 전구체 계열사와 높은 리튬회수율이 경쟁력의 핵심

배터리 리사이클링 산업의 경쟁력은 원재료 소싱 측면에서는 단기적으로는 양질의 셀 스크랩을 좋은 가격에 많은 양을 구매할 수 있는 능력과 장기적으로는 자동차 폐배터리를 잘 수급할 수 있는 능력이 중요하다. 생산 경쟁력 측면에서는 습식제련에서 얼마나 적은 비용과 높은 효율로 각종 메탈을 순도 높게 뽑아낼 수 있는 기술에 달려 있다. 또한 에코프로 CnG 는 리사이클 돼 나오는 제품을 황산니켈 등의 상품화를 거치지 않고, 솔루션(MCP Metal Composite Precipitate 금속복합침전물, LS Lithium Sulfate 리튬황산염) 형태로 바로 전구체 제조공장(에코프로머티리얼즈)과 양극재 제조공장(에코프로비엠)에 공급이 가능해 건조공정의 비용 또는 액체 운송비용의 절감이 가능하다. 배터리 리사이클링 공장은 현재 2 만톤(스크랩투입기준) 전처리 공장이 본격 가동되고 있으며, 1, 2 분기 매출액 증가에서 확인할 수 있듯이 습식제련 공장이 본격적으로 가동되고 있는 것으로 판단된다. 자동차용 폐배터리 시장이 급격하게 커지는 2025 년 이후에는 에코프로 그룹의 가장 중요한 자회사 중 하나가 될 것으로 예상된다.

현 주가는 에코프로비엠 지분가치도 하회. 향후 비상장 자회사가 에코프로 가치 상승 이끌 것

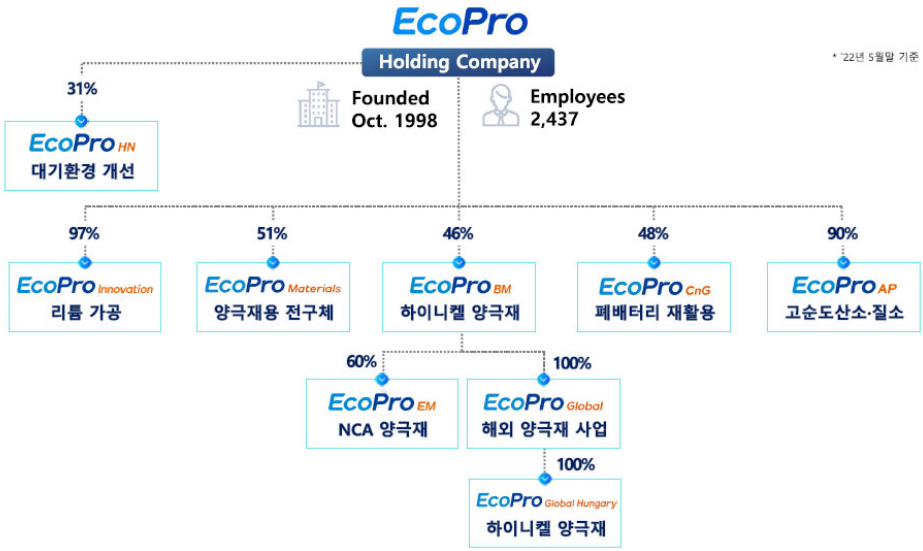
에코프로비엠 지분가치만 시가로 5.7 조원을 상회하고 있으며, 일반적인 지주사 할인율 50%를 적용해도 현재 에코프로의 시가총액을 상회한다. 그 동안은 에코프로비엠의 지분 가치가 에코프로 주가의 핵심이었다면, 앞으로는 비상장 자회사의 가치 특히 전구체(에코프로머티리얼즈), 배터리 recycling(에코프로 CNG), 수산화리튬(에코프로이노베이션)의 성장이 에코프로의 가치를 이끌 것으로 전망한다.

에코프로 적정가치 산정 (단위: 십억원, 주, 원)

	Value(십억원)	비고
상장사		
에코프로BM	2,294.4	지분 46%, 60% 할인
에코프로HN	76.2	지분 31%, 60% 할인
비상장사		
에코프로머티리얼즈	714.2	23년 순이익 PER 20배. 지분율 51%. 30% 할인
에코프로CNG	201.6	성일하이텍 대비 40% 할인, 지분율 48%. 30% 할인
에코프로이노베이션	704.0	23년 순이익 PER 20배, 지분율 97%, 30% 할인
순차입금	326.0	현금성 975억원, 단기금융 75억원, 유동부채 140억원, 단기차입금 104억원, 장차 1,132억원 등
NAV	3,664	십억원
주식수	24,450,875	주
주당 NAV	**150,000**	**원**

자료: 에코프로, SK 증권

에코프로 그룹 조직도

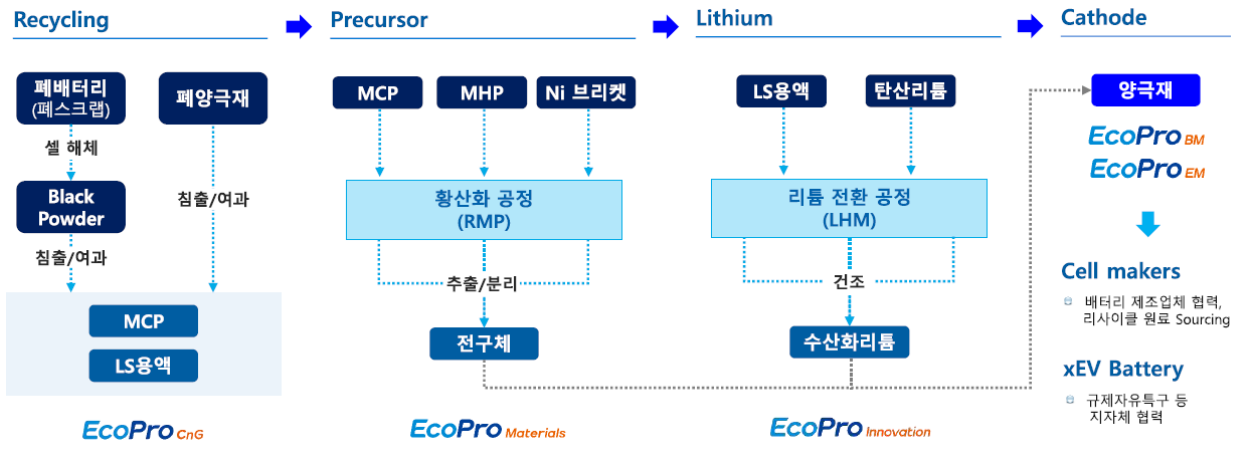


자료 : 에코프로, SK 증권

에코프로는 하이니켈 양극재 선도기업인 에코프로비엠(지분율 46%, 시가총액 12.5 조원)의 모회사이며, 비상장사로 양극활물질 전구체를 생산하는 에코프로머티리얼즈(지분율 51%), 하이니켈 양극재를 제조할 때 필요한 수산화리튬(LiOH)을 생산하는 에코프로이노베이션(지분율 97%), 하이니켈 양극재를 제조할 때 고압의 산소가 필요하기 때문에 O_2, N_2 를 생산하는 에코프로 AP(지분율 90%), 폐배터리의 recycling 을 담당해 리튬, 코발트, 니켈, 망간 등을 회수해 다시 전구체 및 양극활물질 제조에 사용하는 에코프로 CNG(지분율 48%) 등을 자회사로 가지고 있는 지주회사다.

즉 에코프로는 하이니켈 양극재 생산에 특화된 밸류체인을 내재화하며 원가경쟁력을 극대화하고 있는 하이니켈 양극재 ETF 라고도 할 수 있는 기업이다.

에코프로 전지재료 자회사들의 value chain 흐름도



자료 : 에코프로, SK 증권

주: MCP(Metal Composite Precipitate, RMP(Raw Material Precipitate), MHP(Mixed Hydroxide Precipitate), LHM(Lithium Hydroxide Material)

Analyst 윤혁진 hjyoon2019@sks.co.kr / 02-3773-9025

에코프로 그룹 자회사 최근 실적 (단위: 억원, %)

매출액	1Q22	2Q22	사업개요
에코프로(연결)	6,806	12,290	에코프로 그룹 지주사
에코프로비엠(별도)	4,919	7,008	하이니켈 양극재 생산
에코프로EM(개별)	2,144	4,939	하이니켈 양극재 생산(삼성SDI와의 JV)
에코프로HN	213	442	케미컬필터 등 환경사업
에코프로머티리얼즈(개별)	1,151	1,504	양극재 전구체 제조
에코프로이노베이션(개별)	423	1,235	수산화리튬 제조
에코프로CnG(개별)	80	298	배터리 리사이클링
에코프로AP(개별)	41	44	양극소재용 산소, 질소 생산
영업이익			
에코프로(연결)	539	1,700	
에코프로BM(별도)	325	771	
에코프로EM(개별)	92	252	
에코프로HN(별도)	4	77	
에코프로머티리얼즈(개별)	115	241	
에코프로이노베이션(개별)	59	333	
에코프로CnG(개별)	36	116	
에코프로AP(개별)	7	14	
OPM			
에코프로(연결)	7.9%	13.8%	
에코프로BM(별도)	6.6%	11.0%	
에코프로EM(개별)	4.3%	5.1%	
에코프로HN(별도)	1.9%	17.4%	
에코프로머티리얼즈(개별)	10.0%	16.0%	
에코프로이노베이션(개별)	14.0%	27.0%	
에코프로CnG(개별)	45.0%	39.0%	
에코프로AP(개별)	17.0%	31.0%	

자료: 에코프로, SK 증권

에코프로 전지재료 자회사들의 사업 현황

양극재 사업

EcoPro BM

국내투자 현황

- **CAM5N : `22. 4Q 조기 양산 예정** (30,000톤/년)

해외투자 현황

∨ **헝가리 법인, 토지구매 계약 체결 완료** (6월)
: 헝가리 남부 산업단지 내 17만 8,062m^2
(1공장) `24. 2H 양산 목표 / (2공장) `25. 2H 양산 목표

∨ **BM - SK온 - 포드, 북미 공동투자를 위한 LOI 체결**
: `23. 2H 착공 목표, 투자규모 및 지역 등 협의 진행 중

EcoPro EM (삼성SDI JV)

- **CAM6 : `22. 3월 Full Capa 가동** (36,000톤/년)
- **CAM7 : `21. 4Q 착공, `22. 4Q 양산 예정** (54,000톤/년)
  - 연내 #1, 2라인 선 가동 후 #3라인 `23. 1H 가동 예정

전구체 / 리튬 / 리사이클링 / 산소·질소 사업

EcoPro Materials (구 에코프로GEM)

- **황산화 2공장 : `22. 5월 착공, `23. 2H 양산 예정**
- **전구체 2공장 : `21. 2Q 착공, 라인별 순차 양산** (24,000톤/년)
  - `22. 7월 일부 라인 양산 진행 중

EcoPro Innovation

- **LHM1 : Ramp up 진행 중** (13,000톤/년)
- **LHM2 : 투자 검토 중, `24. 1H 양산 목표** (13,000톤/년)

EcoPro CnG

- **BRP1 : Ramp up 진행 중**
  - Cell 스크랩 · 폐양극재 · 폐전구체 등 다양한 원료 투입을 진행하며 양산 조건 최적화 중

EcoPro AP

- **ASU1 : 양산 중** (O_2 112 백만Nm^3/년)
- **ASU2 : `22. 6월 착공, `23. 3Q 완공 예정** (O_2 115 백만Nm^3/년)

자료 : 에코프로, SK 증권

에코프로머티리얼즈: 적정가치 2 조원

전구체(Presucor)란, 다른 화합물을 생성하는 화학반응에 참여하는 화합물을 일컫는 말로서 양극재 주원료인 전구체는 희귀 금속인 니켈(Ni)·코발트(Co)·망간(Mn), 알루미늄(Al) 등을 원재료로 주로 공침법을 통해 제조하게 된다.

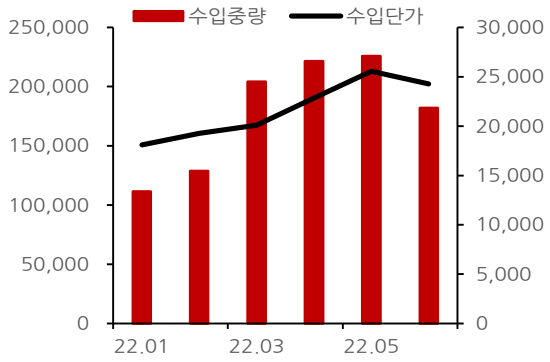
NCM 전구체 제조 공정은 일반적으로 Ni, Co, Mn 수화물 용액 제조(강산 용액에 금속을 용해하여 금속 용액 제조) → 금속 수화물 용액과 착화제, pH 조절제를 혼합 및 교반 하여 공침 → (NiCoMn) 복합수산화물을 세척 및 건조해 전구체를 제조한다. 이렇게 만들어진 전구체를 리튬계 물질(LiOH, Li_2CO_3 등)과 고온 산소 분위기에서 소성해서 NCM 양극활물질을 제조하게 된다.

에코프로머티리얼즈는 하이니켈 전구체를 생산하는 기업으로 매출의 대부분이 에코프로비엠에서 발생하고 있다. 에코프로비엠이 생산하는 NCM 양극재의 경우 전구체는 전량 에코프로머티리얼즈에서 공급하고 있으며, NCA 양극재는 중국 GEM 에서 수입한 대입경 전구체와 에코프로머티리얼즈의 소입경 양극재를 섞어서 제작하고 있는 것으로 추정된다.

전구체 선행기술 개발 및 중국 의존도 낮춰야 해서 전구체 내재화 필수

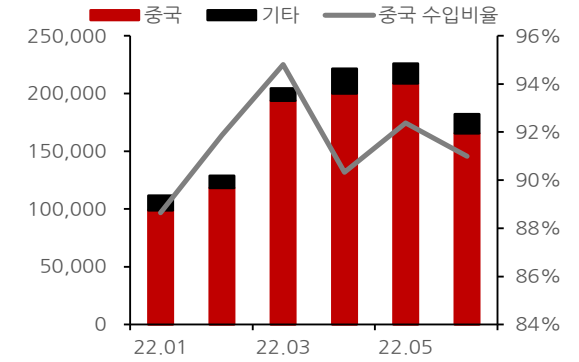
2022 년 6 월까지 집계된 한국의 NCM 전구체 수입량 중 중국에서 수입하는 비중은 91.7%를 차지해 여전히 높은 중국 의존도를 보이고 있다. 전기차용 이차전지 수요 증가 및 고용량·고출력화가 지속되고 있기 때문에 NCM 양극재의 생산량도 급증할 수밖에 없다. 따라서 전구체 품질과 선행 기술 개발 그리고 중국 의존도를 낮추기 위한 전구체의 내재화가 필수적인 상황이 되고 있다.

NCM 전구체 수입 추이 (단위 : 톤, 달러/톤)



자료 : 관세청, SK 증권
주 : NCM 전구체 HsCode 기준 수출중량 및 수입액

NCM 전구체 수입액 및 중국 수입액 비율 (단위 : 천달러, %)



자료 : 관세청, SK 증권
주 : NCM 전구체 HsCode 기준 수입액

Analyst 윤혁진 hjyoon2019@sks.co.kr / 02-3773-9025

소입경 전구체 경쟁력 있는 한국 전구체 업체들

양극재를 구성하는 전구체는 입자의 표면적이 넓을수록 고용량 및 고출력에 유리하다. 표면적이 넓을수록 전기화학적 반응이 더 빠르게 진행되고, 에너지 저장 용량 또한 증가하기 때문이다. 고효율이 핵심인 EV 용 이차전지에는 입자의 직경이 큰 대입경 전구체와 소입경 전구체를 7:3 정도의 비율로 혼합하여 사용하기도 하며, 균일한 소입경 전구체만 사용해 양극재를 생산하기도 한다(소입경 전구체는 입자 크기가 5 마이크로미터(㎛) 이하 단위로 대부분 국내 업체들이 담당. 대입경은 중국의 원가경쟁력을 이기기 어려움).

원재료 조달 능력도 전구체 업체의 중요한 경쟁력

안정적인 결정 구조와 우수한 용량을 확보하기 위해서 균일한 전구체 생산과 수율 확보 등에 기술력이 더 필요한 상황이다. 또한 전구체 업체들은 기술력도 중요하지만 기초 희소 원료를 얼마나 저렴하고, 안정적으로 조달할 수 있는지가 핵심 경쟁력으로 작용할 것으로 판단한다. 에코프로 CNG 에서 생산되는 MCP(Metal Composite Precipitate 금속복합침전물)를 에코프로머티리얼즈가 전구체 제조에 활용하고 LS (Lithium Sulfate 리튬황산염)를 에코프로비엠이 양극재 제조에 활용하면 더욱 경쟁력이 높아질 것으로 전망한다.

에코프로머티리얼즈 생산능력 2021 년 2.4 만톤, 2023 년 9 만톤, 2025 년 20 만톤 전망

에코프로머티리얼즈의 전구체 생산능력은 2020 년말 기준 24,000 톤/연에서 전구체 2 공장이 2022 년 7 월부터 가동되면 48,000 톤/연으로 2 배 증가할 것으로 추정된다. 통상 양극재와 전구체 사용량은 1: 0.95 또는 1:1 수준으로 알려져 있으며, 에코프로비엠의 증설 계획을 고려해 필요한 전구체인 에코프로머티리얼즈의 생산능력을 추정해보면 (MS 50% 가정), 2024 년과 2025 년 전구체 생산능력은 7.5 만톤, 15.5 만톤까지 확대되야 할 것으로 전망한다.

에코프로머티리얼즈 전구체 Capacity 및 에코프로비엠 양극재 설비 Capacity 추이 및 전망 (단위: 톤/연, 십억원, %)

구분	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
에코프로비엠 CAPA (톤/연, 연말기준)	**30,000**	**40,000**	**60,000**	**125,000**	**179,000**	**239,000**	**399,000**
CAM1~3	12,500	12,500	12,500	13,000	13,000	13,000	13,000
CAM4	17,500	17,500	17,500	16,000	16,000	16,000	16,000
CAM5		10,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
CAM6(에코프로이엠)				36,000	36,000	36,000	36,000
CAM5N				30,000	30,000	30,000	30,000
CAM7(에코프로이엠)					54,000	54,000	54,000
CAM8(유럽)						60,000	140,000
CAMX (NCMX)							80,000
에코프로머티리얼즈 전구체 Capa 추정 (톤/연, 연말기준)		**15,600**	**24,000**	**30,000**	**48,000**	**75,000**	**155,000**
에코프로머티리얼즈 매출액 추정 (십억원)	**132.7**	**216.7**	**342.9**	**600.0**	**1,056.0**	**1,485.0**	**2,325.0**
에코프로머티리얼즈 영업이익 (십억원)	**4.9**	**12.5**	**17.6**	**78.0**	**123.5**	**156.3**	**220.2**
OPM (%)	3.7%	5.8%	5.1%	13.0%	11.7%	10.5%	9.5%

자료: 에코프로비엠, 에코프로, SK 증권

에코프로머티리얼즈 2022 년 실적은 매출액뿐만 아니라 이익률도 큰 개선이 있을 것으로 추정되는데, 황산화 공장에서 MHP(Mixed hydroxide precipitate, 니켈 및 코발트 수산화 혼합물) 공정 적용이 핵심으로 판단된다. 기존에는 니켈브리켓, 니켈파우더로 황산니켈을 만들었지만, 2021 년 3 분기부터 MHP 에서도 황산니켈을 추출하면서 원가 경쟁력이 높아지고 있다.

황산니켈 생산자는 일관(광석 → 황산니켈), 정제(중간물 → 황산니켈), 가공(니켈금속 → 황산니켈)업체로 구분된다. 황산니켈 가공업체는 LME 시세 100% 수준으로 니켈 금속을 구매해, 가공 프리미엄을 붙여서 황산니켈을 판매하며, 정제업체는 MHP 와 같은 중간물을 LME 시세의 80~90%에 구매해서 가공 프리미엄까지 붙여서 판매할 수 있는 구조다. 삼원계 전구체 업체로서 원가 경쟁력을 가지려면 MHP 에서 황산니켈을 정제해서 뽑아낼 수 있는 구조를 갖춰야 할 것이며, 에코프로머티리얼즈는 국내에서 유일하게 황산니켈 정제 생산공정을 확보하고 있다.

황산니켈 생산 공정 (일관 생산, 정제 생산, 가공 생산)

자료 : POSCO, SK 증권

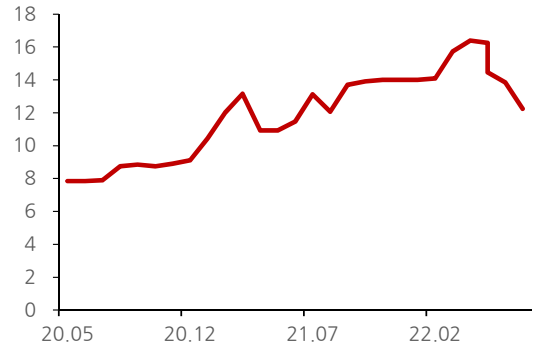
Analyst 윤혁진 hjyoon2019@sks.co.kr / 02-3773-9025

2025 년 전구체 20 만톤 생산능력은 최대 매출액 4 조원 규모

전구체 가격은 Ni, Co, Mn, Al 등 메탈가격에 따라서 계속 변할 수밖에 없지만, 중국 전구체 가격은 NCM622 기준 2021 년 초 10.4 만위안/톤(1.6 만달러/톤)에서 올해 4 월 16.4 만위안(2.5 만달러/톤)까지 상승했다가 최근에는 13.3 만위안/톤(2.0 만달러/톤)에 거래되고 있다.

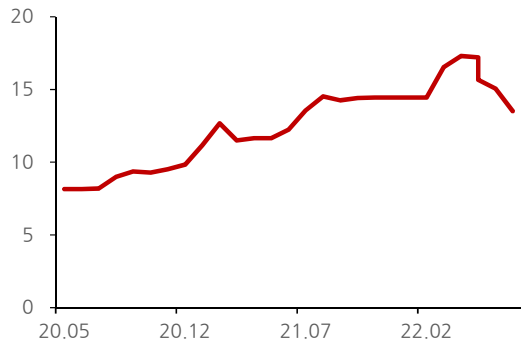
전구체의 가격을 장기적으로 2,500 만원/톤으로 가정할 경우 2025 년 전구체 155,000 톤의 생산 능력은 최대 매출액 4 조원을 만들 수 있는 규모다. 증설 계획과 가동률 등을 고려해 추정되는 에코프로머티리얼즈의 2023 년 매출액은 1.06 조원, 영업이익 1,235 억원(OPM 11.7%)으로 추정되며, PER 20 배를 적용시 적정 가치는 2 조원으로 추정된다.

중국 NCM622 전구체 가격 추이 (단위 : 만위안/톤)



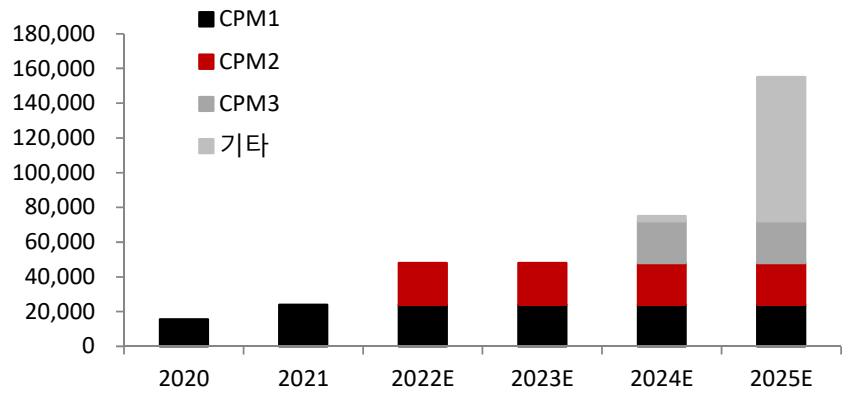
자료 : icbattery, SK 증권

중국 NCM811 전구체 가격 추이 (단위 : 만위안/톤)



자료 : icbattery, SK 증권

에코프로머티리얼즈 양극재 전구체 Capacity 추이 및 전망 (단위 : 톤/연)

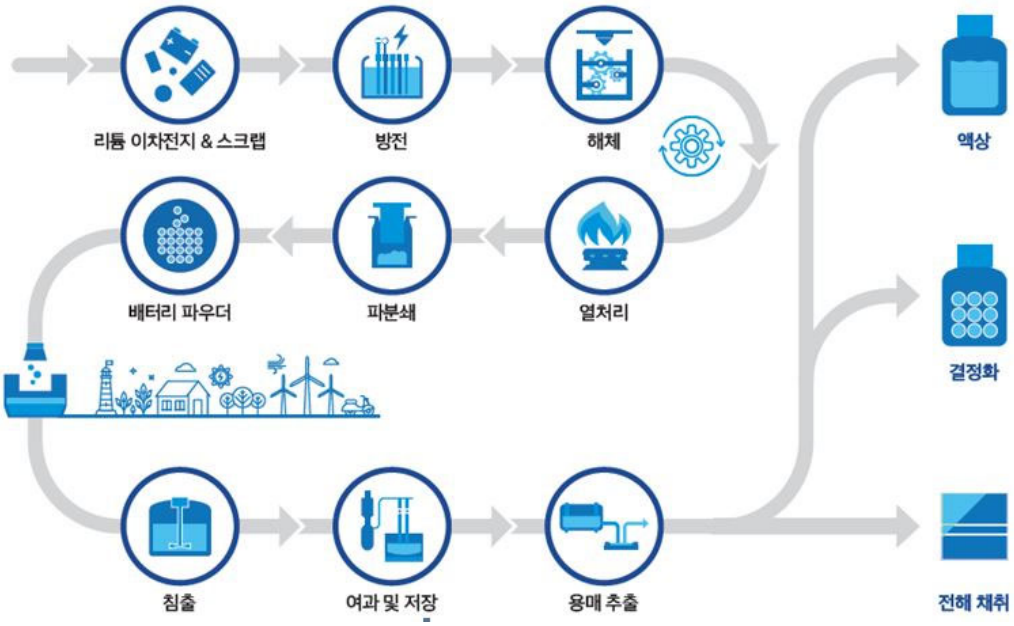


자료 : 에코프로, SK 증권

에코프로 CNG: 배터리 Recycling. 경쟁력의 시작이자 끝

배터리 재활용이란 이차전지에서 핵심 소재를 추출하여 재활용(Recycle)하거나, 사용 후 용량이 감소한 배터리를 재사용(Re-use)하는 것을 의미한다. 배터리 재사용의 경우 초기 용량대비 70% 수준까지 감소한 사용 후 배터리를 ESS 등으로 재사용하는 방식이며, 배터리 재활용은 배터리를 분리 · 분해하여 파쇄, 열처리, 화학적처리 등을 통해 핵심소재(활물질 등) 및 금속(Co, Li, Ni) 등을 회수하여 재사용하는 방식을 일컫는다.

배터리 재활용 공정



자료: 성일하이텍, SK 증권

2021 년 하반기부터 배터리 재활용 사업 본격화

에코프로 CNG 는 포항에 배터리재활용 공장을 건설해 Black Powder 를 양산하는 건식 생산 라인(스크랩 2 만톤/연 규모)은 2021 년 3 분기부터 양산하고, MCP(Metal Composite Precipitate 금속복합침전물), LS(Lithium Sulfate, 리튬황산염)을 생산할 수 있는 습식 생산라인은 2021 년말부터 양산에 들어갔다. 습식제련 라인의 가동으로 에코프로 CNG 매출액은 1 분기 80 억원에서 2 분기 298 억원으로 크게 증가했으며, 과거 구매한 저가 셀 스크랩이 투입되면서 영업이익률은 2 분기 39%로 높은 수준을 유지하고 있다.

아직은 배터리 생산 라인에서 발생하는 셀 스크랩 위주로 재활용하는 구조이지만, 장기적으로 전기차 배터리의 재활용으로 사업이 확대될 수밖에 없을 것으로 판단한다. 국내에서도 많은 기업들이 배터리 재활용 사업에 뛰어들지만, 배터리 재활용에서 발생하는 각종 메탈을 바로 전구체와 양극재 생산에 사용할 수 있는 에코프로 CNG 가 단연코 경쟁력이 더 높을 수밖에 없다고 생각한다.

Analyst 윤혁진 hjyoon2019@sks.co.kr / 02-3773-9025

배터리 업체 배터리 리사이클링

기업	구분	리사이클링 업체	내용
LGES	재활용	에코프로CNG	오창 및 폴란드 공장 셀 스크랩 공급계약, 2021년부터 4년간 공급
	재활용	Li-Cycle	LG화학과 Li-Cycle에 600억원 투자, 2023년부터 10년간 황산니켈 2만톤 공급계약 체결
	재사용	현대자동차, KST모빌리티	전기 택시 배터리 대여 및 배터리 재사용(ESS) 실증사업
	재사용	내재화	전기차 사용자용 배터리 상태 모니터링 서비스 'B-라이프케어' 출시, 배터리 진단 시스템 개발
삼성 SDI	재활용	성일하이텍	천안, 울산 공장 셀 스크랩 재활용 진행 중, 헝가리 공장 재활용 확대 계획
	재활용	내재화	폐배터리 리사이클 연구소 신설, 공정 설계 등 R&D 진행
SK온	재활용	SK이노베이션	SK이노베이션 배터리 재활용 사업 투자, 상업공장 착공 등 계획
	재사용	SK에코플랜트 등	사용 후 배터리 활용 ESS 구축 및 공동운영, 공사현장 소형 ESS 등 구축, 운영 중
	재사용	내재화	AI 기술 적용한 배터리 모니터링 서비스 출시, SK렌터카 배터리 진단, 상태관리 시스템 적용
CATL	재활용	Brunp	자회사 Brunp를 통한 배터리 재활용 Capa 증설, 2023년 1단계 가동 및 2025년 2단계 가동 전망
BYD	재사용	China Tower	통신 백업전력용 ESS에 BYD 사용 후 배터리 적용 등

자료: 각 사, SK 증권

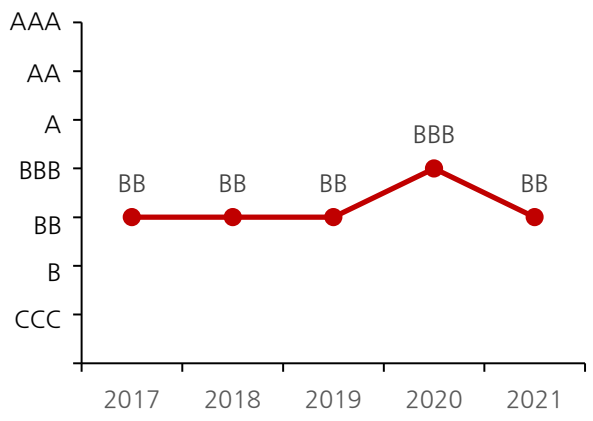
소재 업체 리사이클링 개요

기업	리사이클링 업체	내용
에코프로비엠	내재화	에코프로CNG, 에코프로GEM, 에코프로BM 등으로 이어지는 재활용 소재부터 전구체, 양극재까지 이어지는 밸류체인 구축
엘앤에프	Redwood Materials	양극재, 전구체 및 재활용 메탈, 리튬 소재 공급 파트너쉽 체결
포스코케미칼	화유코발트	JV 포스코HY클린메탈 설립, 리사이클링 사업 투자 계획 2H22말 자체 Capa 8천톤, 포스코HY클린메탈 연간 생산량 니켈, 리튬 2,500t, 코발트 800t 전망
코스모화학	내재화	유상증자 통해 배터리 리사이클링 투자 자금 조달, 코스모에코켐의 황산코발트 제련 기술 바탕으로 사업 진출 계획
GEM	내재화	재활용 소재부터 전구체 가공까지 이어지는 밸류체인 구축 2021년말 배터리 재활용 Capa 10만톤에서 2025년 25만톤까지 증설 계획

자료: 각 사, SK 증권

ESG 하이라이트

에코프로 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
에코프로 종합 등급	**BB**	**N/a**	**N/a**
환경(Environment)	10.1	N/a	N/a
사회(Social)	45.0	N/a	N/a
지배구조(Governance)	53.0	N/a	N/a

<비교업체 종합 등급>

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 에코프로 ESG 평가

자료: SK 증권

에코프로 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N/a	N/a	N/a	N/a

자료: KRX, SK 증권

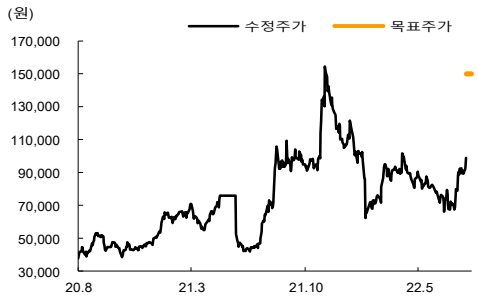
에코프로 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.03.30	ESG 종합	에코프로 "ESG ·준법경영 확립하고 해외진출 박차"
2022.05.12	지배구조 (Governance)	미공개 정보 이용 11 억 이득 취한 에코프로 전회장 등 기소
2022.01.21	사회 (Social)	청주 오창 2 차 전지 공장서 큰 불 1 명 고립... 40 여명 자력대피
2022.01.03	환경 (Environment)	에코프로 폐수 배출에 해상 오염 우려

자료: 주요 언론사, SK 증권

Analyst 윤혁진 hjyoon2019@sks.co.kr / 02-3773-9025

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.08.05	매수	150,000원	6개월		
2021.10.08	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 8 월 5 일 기준)

매수	93.6%	중립	6.4%	매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,152	16,161	34,643	46,785	61,024
현금및현금성자산	1,365	2,918	10,999	14,935	19,683
매출채권및기타채권	1,057	2,855	8,483	11,463	14,909
재고자산	2,269	4,638	13,780	18,619	24,217
비유동자산	7,679	17,849	21,825	26,279	29,256
장기금융자산	148	255	286	286	286
유형자산	6,853	10,904	14,792	19,224	22,078
무형자산	170	6,223	6,226	6,244	6,261
자산총계	12,832	34,010	56,468	73,064	90,280
유동부채	3,859	9,674	20,920	25,622	30,829
단기금융부채	2,225	5,359	8,102	8,302	8,302
매입채무 및 기타채무	1,223	2,356	7,001	9,460	12,303
단기충당부채	6	0	0	0	0
비유동부채	3,085	7,363	12,239	16,659	19,753
장기금융부채	2,786	5,712	6,473	6,773	7,073
장기매입채무 및 기타채무	27	26	42	57	57
장기충당부채	12	26	74	99	162
부채총계	6,945	17,037	33,159	42,281	50,582
지배주주지분	3,266	11,441	17,271	24,265	32,699
자본금	110	120	120	120	120
자본잉여금	859	7,352	7,352	7,352	7,352
기타자본구성요소	895	214	214	214	214
자기주식	-50	-60	-60	-60	-60
이익잉여금	1,345	3,645	9,520	16,559	25,038
비지배주주지분	2,621	5,532	6,038	6,518	6,999
자본총계	5,887	16,973	23,309	30,783	39,698
부채와자본총계	12,832	34,010	56,468	73,064	90,280

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	8,508	15,041	50,200	67,831	88,224
매출원가	7,239	12,718	44,045	59,737	77,728
매출총이익	1,269	2,323	6,155	8,094	10,496
매출총이익률 (%)	14.9	15.4	12.3	11.9	11.9
판매비와관리비	633	1,458	1,947	2,630	3,421
영업이익	636	865	4,208	5,464	7,075
영업이익률 (%)	7.5	5.8	8.4	8.1	8.0
비영업손익	-217	-2,575	-2,885	-2,765	-2,700
순금융비용	159	99	177	93	18
외환관련손익	-10	11	27	27	27
관계기업투자등 관련손익	1	180	0	0	0
세전계속사업이익	420	-1,710	1,323	2,699	4,375
세전계속사업이익률 (%)	4.9	-11.4	2.6	4.0	5.0
계속사업법인세	30	854	185	378	613
계속사업이익	389	-2,564	1,138	2,321	3,761
중단사업이익	162	5,353	5,340	5,340	5,340
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	551	2,789	6,478	7,661	9,102
순이익률 (%)	6.5	18.6	12.9	11.3	10.3
지배주주	246	2,405	5,978	7,161	8,602
지배주주귀속 순이익률(%)	2.89	15.99	11.91	10.56	9.75
비지배주주	305	385	500	500	500
총포괄이익	594	2,784	6,413	7,597	9,037
지배주주	295	2,419	5,933	7,116	8,557
비지배주주	299	365	480	480	480
EBITDA	1,145	1,490	5,757	7,623	11,470

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,591	-1,406	10,234	10,248	11,870
당기순이익(손실)	542	2,789	6,478	7,661	9,102
비현금성항목등	917	-3,597	1,621	5,302	7,708
유형자산감가상각비	508	626	1,549	2,159	4,395
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	186	-5,199	-184	2,694	2,694
운전자본감소(증가)	142	-451	1,766	-3,524	-4,327
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-142	-1,692	555	-2,979	-3,446
재고자산감소(증가)	20	-2,039	-6,008	-4,840	-5,598
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	330	695	2,856	2,459	2,844
기타	-67	2,584	4,363	1,836	1,874
법인세납부	-9	-148	369	809	-613
투자활동현금흐름	-2,248	-4,084	-5,544	-6,392	-6,976
금융자산감소(증가)	-251	200	-92	0	0
유형자산감소(증가)	-2,050	-4,445	-5,491	-6,590	-7,249
무형자산감소(증가)	-21	-17	-18	-18	-18
기타	73	178	57	215	290
재무활동현금흐름	1,681	7,043	3,390	80	-146
단기금융부채증가(감소)	-383	2,461	2,611	200	0
장기금융부채증가(감소)	1,742	4,204	853	300	300
자본의증가(감소)	-54	417	0	0	0
배당금의 지급	-80	-110	0	-122	-122
기타	457	71	-75	-297	-324
현금의 증가(감소)	1,018	1,554	8,081	3,936	4,748
기초현금	346	1,365	2,918	10,999	14,935
기말현금	1,365	2,918	10,999	14,935	19,683
FCF	-494	-4,144	-7,372	-3,472	-1,115

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	21.2	76.8	233.8	35.1	30.1
영업이익	33.1	35.9	386.6	29.9	29.5
세전계속사업이익	69.0	적전	흑전	104.0	62.1
EBITDA	28.5	30.2	286.3	32.4	50.5
EPS(계속사업)	-60.4	-3,881.8	-118.6	185.5	79.1
수익성 (%)					
ROE	8.2	32.7	41.6	34.5	30.2
ROA	5.0	11.9	14.3	11.8	11.1
EBITDA마진	13.5	9.9	11.5	11.2	13.0
안정성 (%)					
유동비율	133.5	167.1	165.6	182.6	197.9
부채비율	118.0	100.4	142.3	137.4	127.4
순차입금/자기자본	58.1	16.4	14.1	-0.5	-11.6
EBITDA/이자비용(배)	7.0	9.8	19.3	24.7	37.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	368	-13,899	2,582	7,372	13,204
BPS	14,216	46,791	69,915	98,227	132,371
CFPS	3,284	14,283	30,472	37,727	52,612
주당 현금배당금	288	422	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	144.7	N/A	43.2	15.1	8.4
PER(최저)	37.7	N/A	24.1	8.5	4.7
PBR(최고)	3.7	3.3	1.6	1.1	0.8
PBR(최저)	1.0	0.9	0.9	0.6	0.5
PCR	15.4	8.2	3.3	2.6	1.9
EV/EBITDA(최고)	15.8	28.6	6.4	4.5	2.6
EV/EBITDA(최저)	8.2	11.2	4.3	2.9	1.6

자료 : 에코프로, SK증권 추정