

에코프로비엠 (247540)

이차전지



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	81,000원 (I)
현재주가 (5/31)	59,800원
상승여력	35%

시기총액	12,176억원
총발행주식수	20,361,366주
60일 평균 거래대금	188억원
60일 평균 거래량	287,955주
52주 고	73,000원
52주 저	53,400원
외인지분율	2.10%
주요주주	에코프로 외 3 인 54.91%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.5)	0.0	0.0
상대	4.5	0.0	0.0
절대(달력환산)	(5.4)	0.0	0.0

Quarterly earning Forecasts

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	1,691		-6.4	1,811	-6.6	
영업이익	118		-18.9	147	-19.7	
세전계속사업이익	96		-27.0	96	0.3	
지배순이익	75		-29.0	72	5.0	
영업이익률 (%)	7.0		-1.1 %pt	8.1	-1.1 %pt	
지배순이익률 (%)	4.4		-1.5 %pt	3.9	+0.5 %pt	

자료: 유안타증권

곧 시작될 이차전지 사이클의 중심

신규 커버리지 개시, 목표주가 81,000원 제시

에코프로비엠(이하 동사)에 대해 목표주가 81,000원을 제시(12M Fwd EPS에 엘앤에프 과거 3년 12M Fwd P/E 평균 30.3x 적용)하며 커버리지를 개시한다. 올해 연간 매출액은 8,071억원 (YoY +37%), 영업이익 663억원(YoY +32%)을 예상하며, 2020년 매출액은 11,967억원(YoY +48%), 영업이익 1,061억원(YoY +60%)을 예상한다. 연간 CAPA(연말기준)는 올해 29,000톤, 20년 55,000톤, 21년 113,000톤, 22년 168,000톤, 23년 180,000톤으로 가파르게 증가하면서, High-N 양극재(NCA, NCM811)을 중심으로 생산하는 이차전지 섹터 단연 Top Pick이다.

Non-IT형 수요 확산의 중심, 높은 기술력과 빠른 CAPA 확장 중심에 서다

동사의 가장 중요한 포인트는 주력 고객사들의 향후 기술발전방향과 전략적 포지셔닝의 구조적 방향성에서 가장 중요한 위치에 동사가 자리잡고 있다는 점이다. 1) SDI는 향후 EV용으로도 양극재 기술 발전방향을 NCA로 결정했기 때문에, 동사가 SDI로부터 갖는 지위는 이제 Non-IT형으로도 압도적으로 강화될 것으로 보인다. 글로벌 NCA 시장 MS 60%를 차지하는 스미토모가 사실상 파나소닉 위주로 공급을 하고 있는 상황에서, 동사는 글로벌 MS 35% 이상을 점유하면서 SDI 내에 대부분의 NCA를 공급할 것으로 추정된다. SDI의 EV 수주 확보에 대한 의지는 보수적이나, SDI의 원통형 NCA 재규어향 공급(올해 하반기 본격화)과 향후 지속적인 NCA로의 방향성은 동사에게 무조건 긍정적이다. 향후 SDI의 EV 물량공급은 NCA로 귀결될 것임이 분명하다.

또한 2) SDI의 다소 보수적인 수주확보는 동사의 차세대 주력 고객사인 SKI로 이어지고 있다. 동사의 향후 물량의 증대와 CAPA 증설의 핵심은 대부분 CSG(NCA811)향으로, SKI 중심의 매우 공격적인 물량 증대가 예상되고 있는 상황이다. SKI의 특징상, 공급망 확보에 매우 절실하기 때문에, 상대적으로 글로벌 고객사로 볼 수 있는 Umicore(벨기에)나 중국업체인 Easpring 보다는 NCM8시리즈로 공급체계를 갖추고 있고, High-Nickel 기술력이 가장 뛰어난 동사가 SKI의 전략적 파트너가 될 가능성이 매우 높고, 실제로 그렇게 진행 중이다.

종합하자면, 국내 배터리 3社 중에서 SDI와 SKI를 사실상 동사가 양극재 공급을 줄고 간다고 판단해야 하며, 두 업체는 양극재 내재화율이 상대적으로 낮고, EV용 NCA와 NCM811 내재화율은 더 낮을 것으로 보인다. 투자관점에서도 SDI와 SKI가 각자의 단점(SDI는 보수적인 수주 정책, SKI는 부족한 양산경험과 기술력)으로 디스카운트를 받는 반면, 동사는 그 두 업체를 모두 가져갈 수 있다는 점에서 가장 합리적인 투자처로서, 이차전지 섹터 내에서 중요 역할을 담당할 것으로 보인다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	2,899	5,892	8,071	11,967
영업이익	223	503	663	1,061
지배순이익	152	369	441	665
PER	-	-	27.6	18.3
PBR	-	-	3.2	2.7
EV/EBITDA	-	-	14.2	10.7
ROE	14.1	26.7	16.4	16.2

자료: 유안타증권

2분기 실적은 단기적인 ESS 부분 둔화와 Non-IT용 전동 공구 수요가 주춤하면서 1분기 대비 부진할 것으로 판단되나, 대부분 양극재 업체가 상반기 부진한 실적을 보여줄 것을 시장이 이미 인지하고 있기에, 추가에 큰 타격을 주지 못할 것으로 보인다. 오히려 하반기부터는 1) SDI의 재규어향 원통형 소형전지 EV용 공급과 함께, 2) ESS 수요 회복, 3) 가파른 CAPA 증설 텔리와, 4) 2020년 이차전지 업종 이익 및 밸류에이션 상승 추세를 선반영한 추가호름을 보여줄 것으로 예상된다. 올해 2분기 실적을 저점으로, 실적은 QoQ, YoY 증익 추세로 2020년 접근하게 되며, 이차전지 업종 투자심리 또한 당연히 개선되는 추세로 진입할 것으로 예상되는 가운데, 동사가 중추적인 역할을 담당할 것으로 보인다.

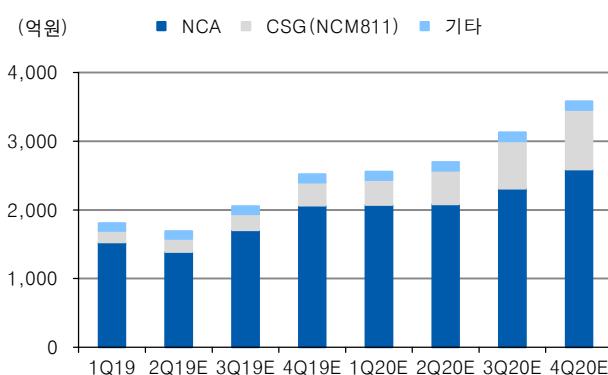
[표 1] 에코프로비엠 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,807	1,691	2,053	2,520	2,559	2,696	3,128	3,584	5,892	8,071	11,967	18,021
YoY(%)	84%	109%	118%	92%	42%	59%	52%	42%	103%	37%	48%	51%
NCA	1,525	1,387	1,704	2,065	2,072	2,083	2,311	2,591	4,951	6,680	9,058	12,024
CSG(NCM811)	169	189	232	336	366	489	690	864	462	927	2,408	5,468
기타	112	115	117	119	122	124	127	129	479	463	501	529
% of Sales												
NCA	84%	82%	83%	82%	81%	77%	74%	72%	84%	83%	76%	67%
CSG(NCM811)	9%	11%	11%	13%	14%	18%	22%	24%	8%	11%	20%	30%
기타	6%	7%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	8%	6%	4%	3%
매출원가	1,579	1,502	1,778	2,164	2,228	2,372	2,683	3,054	5,096	7,023	10,338	15,348
영업이익	145	118	174	225	215	211	292	344	503	663	1,061	1,820
YoY(%)	43%	10%	26%	55%	47%	79%	67%	53%	126%	32%	60%	72%
영업이익률(%)	8.1%	7.0%	8.5%	8.9%	8.4%	7.8%	9.3%	9.6%	8.5%	8.2%	8.9%	10.1%
지배주주순이익	106	75	114	146	134	126	185	220	369	441	665	1,183

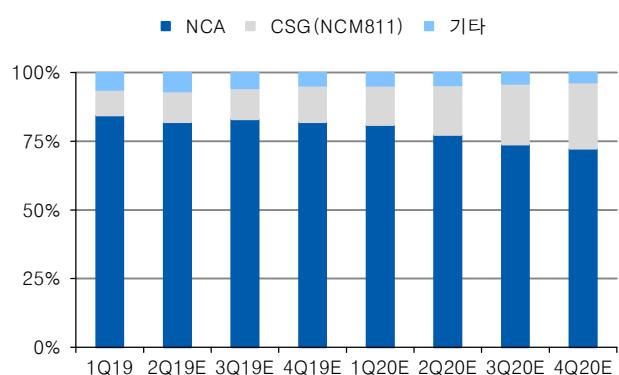
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 에코프로비엠 분기별 실적 추정



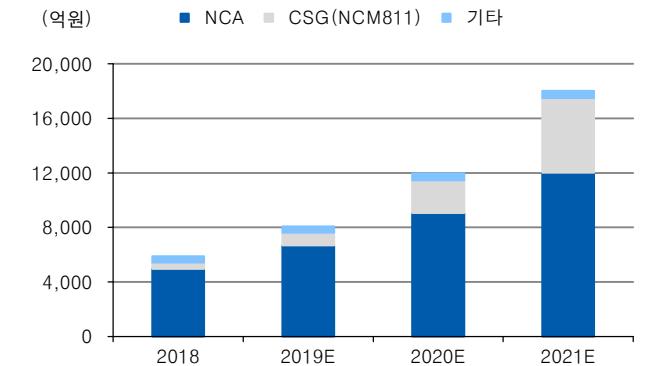
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 에코프로비엠 분기별 실적 추정



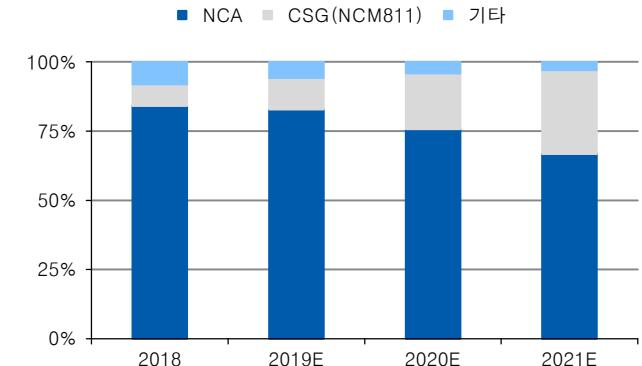
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 에코프로비엠 연간 실적 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 에코프로비엠 연간 실적 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

SDI: NCA 기술방향 결정, SKI: NCM811로 공격적 수주물량 확보

동사의 가장 중요한 포인트는 주력 고객사들의 향후 기술발전방향과 전략적 포지셔닝에서 동사가 가장 중요한 위치에 자리잡고 있다는 점이다. SDI의 경우, 자체적인 원통형 NCA 기술을 기반으로 향후 중대형 전지쪽에서도 NCA 기술을 적용, 셀 타입은 원통형과 각형 모두 대응 가능한 체제로 EV 시장에 대응하려는 방침이다. 올해 하반기부터 양산에 들어가는 재규어 모델에 원통형 21700 NCA 제품을 탑재하기 때문에, 이는 결국 동사 입장에서는 Non-IT향으로 NCA의 판매량이 증가하는 시나리오로 연결될 수 있다.

보수적인 SDI의 EV 수주 확보 의지가 동사의 리스크로 판단할 수 있으나, 오히려 SDI의 기술방향(NCA)과 전략적 포지셔닝(EV 원통형 셀에 대한 시장 지배력 강화)에는 동사가 중심에 있다. 사실상 Panasonic이 테슬라와의 협업관계가 다소 느슨해진 상황에서 어차피 테슬라 외의 북미, 유럽고객으로는 물량대응을 거의 안하고 있기 때문에, 늘어나는 EV향 원통형 NCA 시장 수요는 동사가 점유하게 될 가능성이 매우 크다.

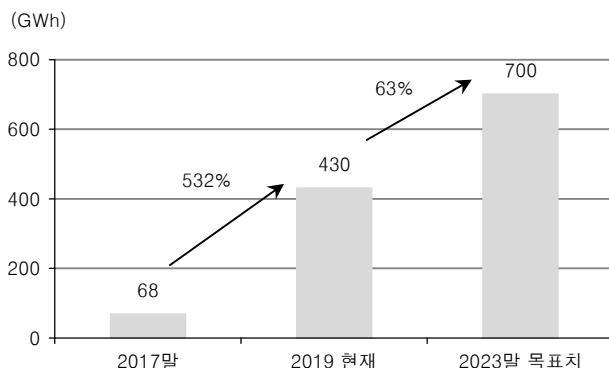
SKI의 경우, 현재 양극재를 Umicore, 동사, Easpring 3社에게 주로 공급받고 있는데, 상대적으로 Umicore와 Easpring이 글로벌 수요 대응을 위해 양극재 공급에 나선다면, 동사는 SKI의 EV향 8시리즈의 전략적 고객이 될 가능성이 매우 크다. SKI 자체적으로 일렉포일(얇은 지분투자자)이나 분리막 등은 자체 조달에 나서고 있으나, 양극재는 자체 내재화 계획이 사실상 없기 때문에, 동사에 대한 의존도가 높아질 수밖에 없다. SKI의 50조원 이상의 수주잔고 대부분이 3세대 이후의 전기차로서, NCM8시리즈 이상의 니켈함량을 요구하기 때문에, 동사의 CSG(NCM811)의 SKI향 공급은 현시점에서 매우 시기 적절한 CAPA 증설타이밍이다.

[표 2] SDI, SKI 양극재 조달 비교

			삼성 SDI	SK 이노베이션
소형	Non-EV (IT, 전동틀 등)	NCA(High-N)	에코프로비엠 중심	-
	EV	NCA(High-N)	에코프로비엠 중심	-
중대형	ESS, EV	NCM111, 532, 622	Umicore, 엘앤에프, 에코프로비엠 등	Umicore, Easpring 등
	EV only	NCM811	-	Umicore, 에모프로비엠, Easpring → 향후 에코프로비엠 중심

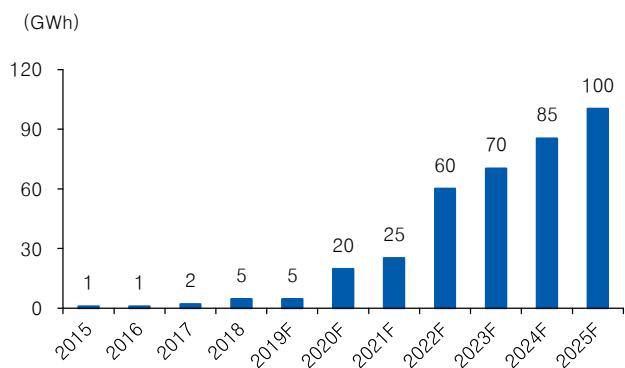
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] SK 이노베이션 수주 잔고 목표치(2023년 700GWh 이상을 제시)



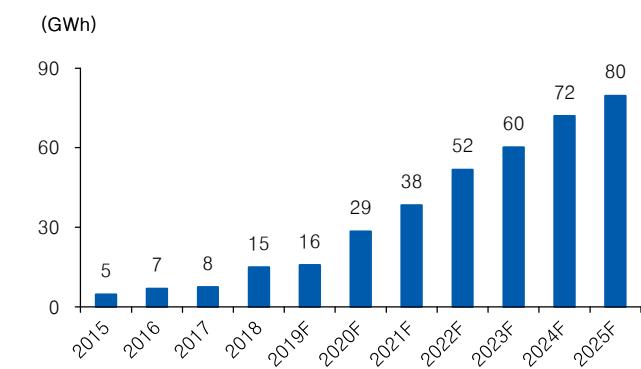
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] SK 이노베이션 EV 용 배터리 CAPA 추정



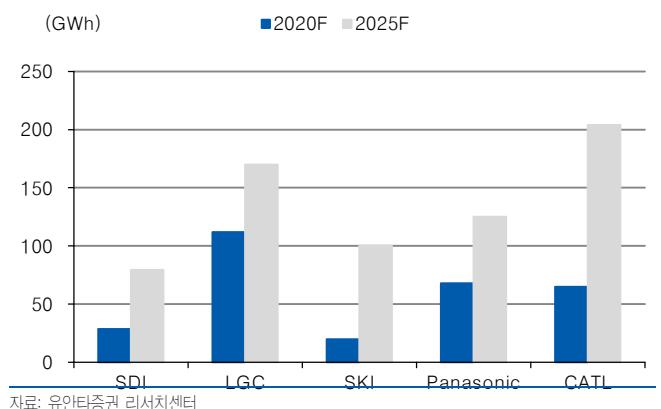
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 삼성 SDI 중대형 배터리 CAPA 추정



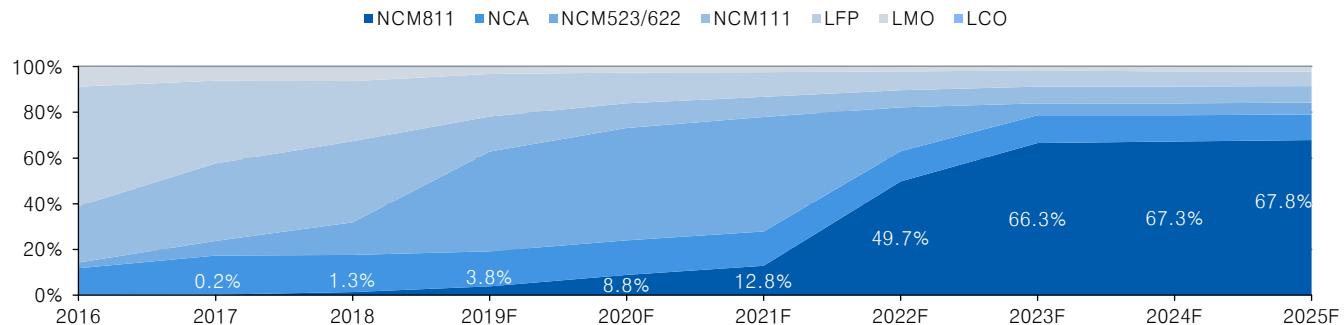
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] Top 5 CAPA 비교 2020 vs. 2025



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 양극재 기술별 향후 중요도 변화 - 3 세대 전기차 출하 시점부터 8 시리즈 수요가 급증, 이를 위한 선제적인 시장 진입 필수



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 핵심업체별(Top 5) CAPA 정리

(단위: GWh)

	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
SDI	4.7	6.9	7.5	14.9	15.8	28.5	38.4	51.7	60.2	72.0	79.6
LGC	6.8	8.0	20.0	38.0	82.0	112.0	123.0	135.0	150.0	160.0	170.0
SKI	1.0	1.0	2.1	4.7	4.7	19.7	25.3	60.1	70.3	85.3	100.3
Panasonic	10.0	10.0	15.0	48.0	51.0	68.0	75.0	85.0	100.0	115.0	125.0
CATL	2.5	7.2	15.0	28.0	44.0	65.0	94.0	125.0	150.0	187.0	204.0
Top 5 Total	25.0	33.1	59.6	133.6	197.5	293.2	355.7	456.8	530.5	619.3	678.9
Top 5 % of World	35.6%	32.6%	30.4%	37.9%	46.5%	51.2%	54.0%	56.7%	58.7%	62.1%	62.6%

자료: 유안타증권 리서치센터. 표시는 업체별 기능성 높은 CAPA 목표치

업종 평균과 유사한 밸류에이션 수준, 프리미엄 반영 덜 되어있다

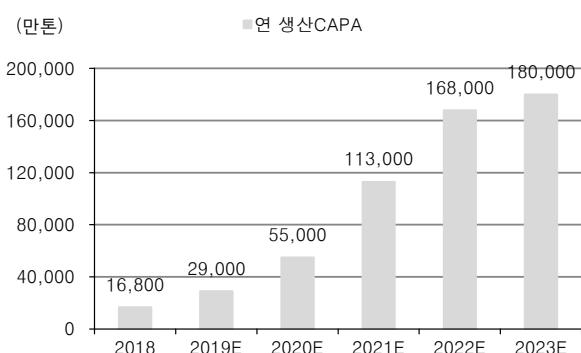
현재 동사의 12MF P/E는 약 22x로, 국내 이차전지 업종 평균 12MF P/E 23x 수준과 거의 일치하는 수준이다. 동사와 가장 유사하게 비교할 수 있는 순수 양극재 업체인 엘앤에프의 경우, 12MF P/E 31x 수준을 형성하고 있으며, 당사 추정치 기준으로 20F P/E는 엘앤에프 23.8x를 형성하고 있는 상황이다. 그러나 동사의 20F P/E는 18.3x 수준으로, 동사가 향유하고 있는 1) High-N 중심의 높은 기술력과, 2) 가장 많은 CAPA 확보 등을 고려한다면, 동사는 이차전지 평균 멀티플 대비 더 높은 프리미엄을 받는 것이 타당하다는 판단이다.

현재 당사가 부여한 목표주가 81,000원의 경우, 12MF EPS와 동사와 가장 유사한 peer 업체인 엘앤에프의 과거 3개년 12MF P/E 30x를 적용한 수준이다. 이는 현재 동사의 12MF P/E는 약 22x 수준에서, 향후 이차전지 소재업체들의 본격적인 CAPA 램프업 및 가동률과 실적 회복 구간 진입 시에는 더 높은 밸류에이션 리레이팅 구간에 진입할 수 있음을 가정한 수준이다.

CAPA 기준으로 비교하더라도, 국내 주요 양극재 경쟁사인 엘앤에프가 올해 연 CAPA(연말기준) 약 19,000톤에서 2020년 42,000톤으로 증설하는 반면, 동사는 올해 29,000톤에서 내년 55,000톤 수준으로 역시 경쟁사 내에 가장 많은 CAPA를 점유하며, 증설을 진행하게 된다. 특

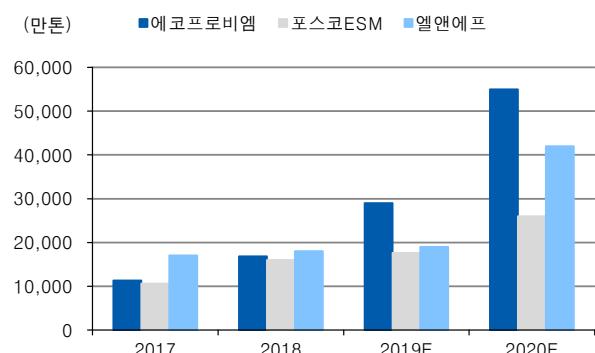
히나 엘앤에프는 NCM811 비중이 2차 증설분내 70~80% 정도가 될 것으로 보이나, 동사는 100% High-N로 증설을 진행하기 때문에, 확실히 더 높은 기술 프리미엄 부여가 가능할 것으로 보인다.

[그림 9] 에코프로비엠 연생산 양극재 CAPA 예상



자료: 유인타증권 리서치센터

[그림 10] 국내 양극재 주요 3社 CAPA 비교 - 에코프로비엠과 엘앤에프는 8 시리즈 중심으로 증설 감안 필요



자료: 유인타증권 리서치센터

포스코ESM의 경우, 올해 CAPA 17,600톤에서 2020년 26,000톤 수준으로 증설을 하게 되고, 상대적으로 NCM 5나 6시리즈 중심의 증설을 진행할 것으로 보인다. 포스코케미칼이 갖는 장점 인 1) 모회사 POSCO의 리튬 생산에 따른 안정적 원재료 구매와, 2) 높은 재무 안전성 등은 긍정적이나, 단순히 양극재 업체로만 놓고 판단했을 때, 동사가 갖는 고객사 다변화와 높은 기술력, CAPA 확장 속도에 더 프리미엄을 줄 수 있다는 판단이다.

2020년부터는 기존에 다소 commodity화 되었던 양극재 시장이 본격적으로 NCM8시리즈 이상으로 넘어갈 수 있는 업체(에코프로비엠, 엘앤에프)와 NCM5, 6시리즈로 본격화되는 업체(코스모신소재, 포스코케미칼)가 구분될 수 있는 해로 판단되며, 동사가 양극재 업체 중 가장 많은 CAPA와 가장 높은 기술력을 보유하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

리스크 분석: 큰 방향성을 훼손시킬 정도는 아니라고 봄야

동사에게 기존에 주로 적용되었던 디스카운트 요소는 1) Non-EV 중심의 소형전지 위주로 실적이 구성되어있다는 점과, 2) 현재 유럽 및 해외 소형전지 수요가 약해지면서 동사의 단기적인 실적 둔화에 대한 우려, 3) 매년 가파른 CAPA 증설에 따른 차입금 증가와 이로 인한 자금 조달 우려 등이다.

그러나 당사는 이러한 우려가 동사의 중장기 방향성을 훼손시킬 정도의 큰 리스크라 판단하고 있지 않으며, 동사의 펀더멘털은 오히려 시간이 지날수록 더 견고해질 것으로 판단된다. 먼저 2018년 기준 동사 실적의 90%가 NCA 위주로 형성되어있었으나, 이러한 부분이 올해부터 완화되면서 CSG(NCM811) 비중이 2020년 매출액내 20%, 21년 30%까지 빠르게 확장될 것으로 판

단된다. 또한 하반기부터는 SDI의 재규어형 NCA 원통형 공급이 본격화되기 때문에, EV형으로 단순히 NCM811만 확장되는 것이 아닌, 이제 NCA형으로도 EV매출이 더욱 확대될 것으로 예상된다. 앞서 제시하였듯, SDI가 EV용 양극재를 NCA로 이미 가닥을 잡았기 때문에, SDI의 EV 공급 물량은 동사의 NCA가 대응하게 될 가능성이 매우 높다.

가파른 CAPA 증설에 대한 차입금 증가 우려는 동사처럼 대규모 CAPEX 투입이 필요한 업체에게는 항상 당면하는 우려가 될 수밖에 없다. 다만, 2021년부터는 동사 EBITDA 연 2,500억원 이상을 창출할 것으로 예상되면서, 21년부터의 CAPEX는 EBITDA 기준으로 충분히 관리가 가능할 것으로 예상된다. 현재 증설하는 19~20년 CAPEX의 핵심인 CSG(NCM811)는 고객사의 물량 요청이 매우 가파르게 이뤄지고 있기 때문에 기동률 우려가 없는 상황에서, 차입금 증가기 조는 21년 이후로 안정화 단계로 들어갈 것으로 예상된다.

반면, 동사 CAPA 증설은 포항 CAM5 15만톤(연간)을 2023년까지 캠프업 완료하여 총 CAPA CAM 1~4까지 포함한 약 18만톤으로 증설할 계획에 있기 때문에, 21년 이후부터는 안정적인 현금흐름 내에서의 가파른 CAPA 확장 추세가 지속될 것으로 보인다. 무엇보다 중요한 것은, 고객사 요청에 따른 CAPA 증설이기 때문에, 충분히 차입을 통한 레버리지에 대해서 긍정적인 점수를 줄 필요가 있다는 점이다. 물량 확보에 대한 확신 없이 증설하는 것이 아니기 때문에, 오히려 레버리지를 통한 물량 증대는 동사 기업가치의 확장성 측면에서 부정적으로 판단할 점은 아님라는 판단이다.

[그림 11] 에코프로비엠 사업장 및 CAPA 현황



자료: 에코프로비엠, 유안타증권 리서치센터

이차전지 업종의 이익과 밸류에이션 변수, 점점 강화될 것

당사는 금번 하반기 전망자료 ‘삼성 비메모리 사업 전략과 IT 산업 전망(19/05/22)’에서 언급한 이차전지 산업에 대한 기존 view 전망을 유지한다. 당사는 2H18~2H19까지 다소 힘든 시기를 보낼 것으로 예상되는 이차전지 셀/소재 업종들의 주가 추세가 2020년부터 본격적인 개선세로 진입할 것으로 예상, 2H19에 바닥구간을 형성해가는 이차전지 업종에 대한 적극적인 매수 의견을 제시한다. 당사가 판단하는 Key Factor 6가지 - 1) EV 판매량 견인 요소, 2) 셀 업체들의 가동률(=수요), 3) 소재 업체들의 수익성(=메탈 가격 움직임), 4) 셀 업체들의 수익성, 5) Tech 변화 추세, 6) 소재 업체들의 경쟁 심화 강도가 2020년부터 본격적으로 개선되는 추세로 진입하기 때문이다.

[그림 12] 이차전지 산업 주요 변수들의 변화 - 2020년부터 본격적인 이익변수와 밸류에이션 변수들의 변화 예상

	2016~1H18	2H18~2H19	1H20~	Implication
1) EV 판매 동력	강력한 각 지역/국가별 친환경규제 확인	중국 보조금 축소 및 Tesla의 부진 가속화	VW MEB 시작 (Mega PJT 본격화)	새로운 수요처와 대규모 수주 물량 본격화 시점
2) 수요(=가동률)	ESS 호조, 소형전지 시장 확대로 가동률 ↑	ESS 부진, EV향 가동률 미흡한 시기 - 가동률 ↓	ESS 정상화, EV향 출하 물량 출하 본격화로 가동률 ↑	가동률 회복에 따른 Q 회복 사이클 진입
3) 소재 업체 수익성 (=메탈 가격 움직임)	메탈가격 상승 (EV 수요확인, 제한적 공급)	메탈가격 급락 (급등 따른 조정, 채굴량 ↑)	가격 바닥형성, 소폭반등 (적어도 추가 급락은 제한적)	수익성 회복 관점
4) 셀 업체들 수익성 (EV only, ESS 제외)	적자, but 수주 확대에 주목했던 시기	LGC, SKI 수주 급증, but 적자 지속 + 경쟁 ↑	LGC 연간 흑전, SDI 분기 흑전 목표	셀업체들 흑자 실현에 따른 멀티플 상향조정
5) Tech	NCM 523, 622 시장 본격화, 삼원계 주목	NCM 523, 622의 commodity화	EV향 NCM 8시리즈 및 SiOx 등 Tech upgrade	Tech 진보에 따른 기술 격차 발생, 프리미엄 부여 가능
6) 소재 경쟁 심화 강도	소재 CAPA 연이은 발표, 내재화나 경쟁 이슈 ↓	셀 업체 내재화 이슈 및 경쟁사 진입 ↑	내재화 이슈 및 경쟁사 진입 이슈 마무리 단계 (이미 주가에 반영된 상태)	안정된 공급 벤더 확립 마무리 단계

자료: 유안타증권 리서치센터

구체적으로, 2020년부터는 본격적인 Mega project가 시작되는 해로, 대표적으로 VW 의 MEB 프로젝트가 시작되면서, 본격적인 셀 업체들의 가동률이 올라오는 시기로 보인다. 이 외에 추가적인 완성차 업체들의 PJT 가 시작되면서, 동시에 ESS 또한 국내 불확실성이 해소되면서 정상화되는 해로 진입할 것으로 보인다. 이는 결국 셀 업체들의 가동률이 올해 대비 내년에는 상승하는 구간에 진입하게 되며, 이는 부족한 출하량을 보였던 소재 업체들의 출하물량이 증가하는 사이클에 진입함을 의미한다. (Q 증가에 대한 의구심 없음)

또한, 가파르게 하락한 코발트 가격이 톤당 30,000불을 low point로 잡았던 Glencore 社의 언급처럼, 톤당 30,000불에 바닥구간을 형성하고 상승하는 추세에 진입하고 있기 때문에, 이러한 메탈가격 상승 추세 전환이 결국 수익성 확보에 있어 소재 업체들에게 도움이 될 것으로 예상한다. 비록 메탈 가격은 예측하기 매우 어려운 변수임에는 틀림없으나, 적어도 Glencore 의 보수적인 공급 채굴량 발표를 하면서, 추가적인 가격 급락은 제한적임에는 분명하다. 굳이 메탈

가격 상승을 가정하지 않더라도, 추가 급락 가능성만 배제한다면, 소재 업체들의 수익성 상승은 분명하다는 판단이다. (수익성 정상화로 보는 것이 합리적)

셀 업체들의 EV 부분 실적 또한 LG 화학 연간 흑자전환, SDI 4분기 흑자전환, SK 이노베이션은 4분기 EBITDA 기준 흑자전환을 목표로 하는 시기로, 이제 셀 업체들이 본격적으로 EV 부분에서 이익을 회수하는 시기로 진입할 것으로 보인다. (셀 업체들의 이익 개선추세 진행)

무엇보다 기존에 다소 commodity 화의 느낌이 강했던 NCM 5시리즈 및 6시리즈가 이제는 8 시리즈로 전환되는, 기술력 프리미엄을 부여할 수 있는 업체들이 나타날 것으로 보인다. 올해 이차전지 업종 주가 흐름이 어려웠음에도 불구하고, 첨가제 업체들의 주가 흐름이 좋았던 이유도 결국 시장은 Tech 변화에서 수혜받는 업체에 대해 프리미엄을 주고 있다는 것을 의미하며, 이는 당연한 것으로 판단된다. 2020부터는 EV 향으로 NCM8시리즈 및 High-Nickel로의 진입을 시작하는 시기인 만큼, 이차전지 핵심 4대 소재 기술 진보에 따른 수혜 업체 또한 본격화될 것으로 보인다. 당사는 이러한 측면에서, 현재 단기실적으로는 에코프로비엠과 엘앤에프가 2분기까지는 부진하나, 하반기부터 QoQ 증익 추세에 돌입, 올 연말부터 빠른 CAPA 확장에 진입하면서 2020년 이익 증가와 벨류에이션 회복의 기조를 보여줄 것으로 판단한다. 양극재 commodity에 대한 시장 우려는 NCM8시리즈 진입을 통해 씻어낼 것으로 보인다.

에코프로비엠 (247540) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,899	5,892	8,071	11,967	18,021
매출원가	2,452	5,096	7,023	10,338	15,348
매출총이익	447	796	1,047	1,630	2,673
판관비	224	293	385	569	853
영업이익	223	503	663	1,061	1,820
EBITDA	395	728	1,022	1,614	2,512
영업외손익	-71	-74	-102	-208	-304
외환관련손익	-19	0	-5	-4	-4
이자손익	-47	-64	-97	-203	-298
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-5	-10	0	-2	-2
법인세비용차감전순손익	152	429	561	853	1,517
법인세비용	1	60	121	188	334
계속사업순손익	152	369	441	665	1,183
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	152	369	441	665	1,183
지배지분순이익	152	369	441	665	1,183
포괄순이익	148	342	441	665	1,183
지배지분포괄이익	148	342	441	665	1,183

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,178	2,116	4,668	5,572	7,141
현금및현금성자산	138	96	895	492	458
매출채권 및 기타채권	401	612	952	1,348	1,819
재고자산	630	1,387	2,067	2,980	4,111
비유동자산	1,785	2,528	4,406	6,853	8,462
유형자산	1,593	2,331	4,216	6,683	8,308
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	2	3	3	3	3
자산총계	2,963	4,645	9,074	12,425	15,603
유동부채	1,284	2,061	2,318	2,843	3,491
매입채무 및 기타채무	292	1,015	1,221	1,574	2,013
단기차입금	654	802	796	968	1,176
유동성장기부채	313	184	199	199	199
비유동부채	527	978	2,992	5,154	7,099
장기차입금	401	899	2,886	5,048	6,993
사채	101	15	0	0	0
부채총계	1,811	3,039	5,311	7,997	10,590
지배지분	1,152	1,605	3,763	4,428	5,013
자본금	78	81	100	100	100
자본잉여금	855	956	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	215	557	997	1,663	2,247
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,152	1,605	3,763	4,428	5,013
순차입금	1,328	1,803	2,316	5,053	7,240
총차입금	1,469	1,900	3,913	6,246	8,400

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	117	238	94	221	672
당기순이익	152	369	441	665	1,183
감가상각비	154	204	337	533	675
외환손익	-2	-4	4	4	4
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-296	-504	-794	-1,045	-1,250
기타현금흐름	108	173	107	63	61
투자활동 현금흐름	-477	-730	-2,987	-3,000	-2,300
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-467	-728	-2,283	-3,000	-2,300
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-10	-2	-704	0	0
재무활동 현금흐름	441	449	3,650	2,286	2,107
단기차입금	172	151	-8	172	209
사채 및 장기차입금	291	265	2,003	2,162	1,945
자본금	0	60	1,728	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-23	-27	-72	-48	-47
연결범위변동 등 기타	0	0	42	90	-513
현금의 증감	80	-42	800	-403	-34
기초 현금	58	138	96	895	492
기말 현금	138	96	895	492	458
NOPLAT	223	503	663	1,061	1,820
FCF	-368	-575	-2,197	-2,664	-1,439

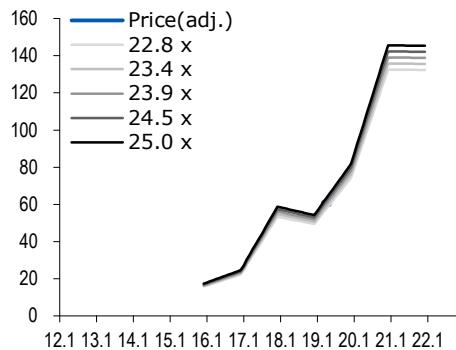
자료: 유안타증권

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

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	978	2,345	2,163	3,266	5,811
BPS	7,434	9,880	18,499	21,768	24,643
EBITDAPS	2,550	4,628	5,021	7,925	12,335
SPS	18,701	37,480	39,637	58,775	88,507
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	-	27.6	18.3	10.3
PBR	-	-	3.2	2.7	2.4
EV/EBITDA	-	-	14.2	10.7	7.7
PSR	-	-	1.5	1.0	0.7
재무비율					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	190.3	103.3	37.0	48.3	50.6
영업이익 증가율 (%)	137.6	125.6	31.8	60.1	71.6
지배순이익 증가율 (%)	120.8	143.1	19.5	51.0	77.9
매출총이익률 (%)	15.4	13.5	13.0	13.6	14.8
영업이익률 (%)	7.7	8.5	8.2	8.9	10.1
지배순이익률 (%)	5.2	6.3	5.5	5.6	6.6
EBITDA 마진 (%)	13.6	12.3	12.7	13.5	13.9
ROIC	10.1	14.7	10.9	10.6	13.0
ROA	5.8	9.7	6.4	6.2	8.4
ROE	14.1	26.7	16.4	16.2	25.1
부채비율 (%)	157.1	189.3	141.1	180.6	211.3
순차입금/자기자본 (%)	115.2	112.3	61.6	114.1	144.4
영업이익/금융비용 (배)	4.8	7.8	6.3	5.0	6.0

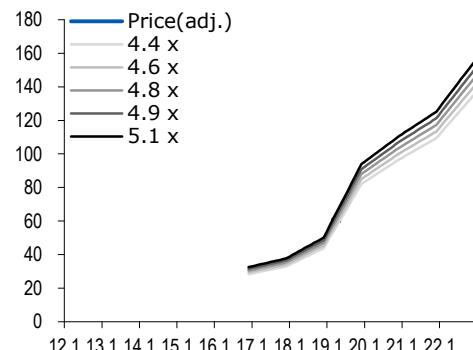
P/E band chart

(천원)



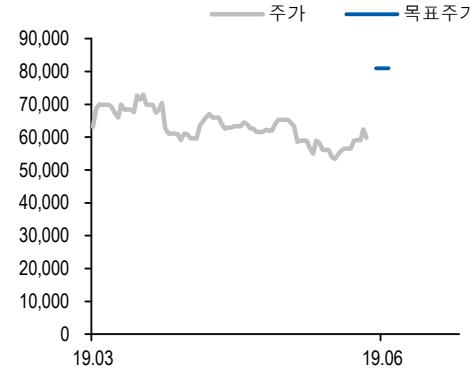
P/B band chart

(천원)



에코프로비엠 (247540) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-03	BUY	81,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.6
Hold(중립)	11.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-31

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영선)
- 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 기준 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 투자 의사결정은 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.