

2019. 6. 20



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6454-4880

sy.seo@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 80,000 원

현재주가 (6.19) 57,900 원

상승여력 38.2%

KOSDAQ 717.71pt

시가총액 11,789억원

발행주식수 2,036만주

유동주식비율 41.18%

외국인비중 0.97%

52주 최고/최저가 73,000원/53,400원

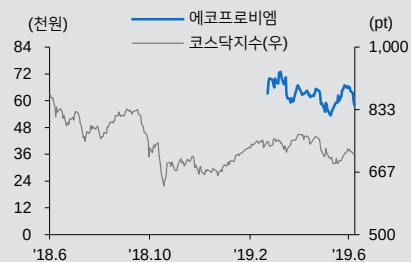
평균거래대금 147.5억원

주요주주(%)

에코프로 외 3 인 54.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	0.0	0.0
상대주가	2.7	0.0	0.0

주가그래프



에코프로비엠 247540

3Q19 불확실해도 회복이다

- ✓ 2Q19 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 11%, 23% 하회할 전망
- ✓ NCA 고객사의 재고조정(3달→1달)이 주요 원인. ESS향 출하부진 영향은 미미
- ✓ 3Q19 실적은 2Q19 대비 회복 예상. 1) 2Q19 NCA 재고조정이 일단락 되었고, 2) ESS향 출하량(전체 출하량의 5~10%)이 회복되고, 3) 매분기 출하량이 증가하는 본래의 계절성(성장) 때문
- ✓ 출하량 회복의 정도에 대한 불확실성은 존재하나, 회복의 방향성은 확실

2Q19 매출 1,457억원(-19% QoQ), 영업이익 96억원(+31% QoQ) 예상

2Q19 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 11%, 23% 하회할 전망이다. NCA 고객사의 재고조정(3달→1달)이 가장 큰 영향을 미쳤으며, ESS향 출하부진과 코발트 가격 하락의 영향은 미미할 전망이다.

3Q19 불확실해도 회복

3Q19 매출액과 영업이익은 각각 1,785억원(+22% QoQ, +9% YoY)과 126억원(+31% QoQ, -14% YoY)으로 2Q19 대비 회복을 예상한다. 1) 2Q19 NCA 재고조정이 일단락 되었고, 2) ESS향 출하량(전체 출하량의 5~10%)이 회복되고, 3) 매분기 출하량이 증가하는 본래의 계절성(성장) 때문이다. 다만, 3Q19 출하량 회복의 정도는 아직 불확실하다. NCA 고객사의 재고조정(3달→1달)은 2Q19로 일단락 되겠으나, 고객사가 3Q19에도 타이트한 재고 운영을 할 가능성이 존재하기 때문이다. 3Q19 출하량 회복의 정도에 대한 불확실성은 존재하겠으나, 회복은 확실하다.

투자의견 Buy, 적정주가 80,000원으로 소폭 하향

고객사의 재고조정을 감안해 2019년과 2020년 양극재 출하량 예상치를 종전 대비 각각 800톤(-3%), 500톤(-1%) 하향 조정했다. 성장 동력인 EV향 양극재 수요부진이 아닌, 종전 Cash-cow에서의 일시적인 재고조정이라는 점에서 EPS만 하향조정하고, 멀티플은 종전 멀티플 28배(엘앤에프 부여 멀티플)를 유지한다. 2020년 순이익 7% 조정분을 반영해 적정주가는 80,000원으로 소폭 하향 조정한다. 최근의 주가하락을 매수기회로 삼기를 권고한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	289.9	22.3	15.2	978	적지	7,434	0.0	0.0	0.0	14.1	157.1
2018	589.2	50.3	36.9	2,345	흑전	10,213	0.0	0.0	0.0	26.7	189.3
2019E	713.5	53.3	42.1	1,837	-21.7	23,815	31.5	2.4	16.6	15.8	87.1
2020E	1,145.7	89.6	66.0	2,876	56.6	28,010	20.1	2.1	12.0	16.2	157.9
2021E	1,735.3	130.6	91.0	3,969	38.0	33,801	14.6	1.7	9.9	18.7	204.9

표1 에코프로비엠 2Q19 preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	145.7	129.3	12.7%	180.7	-19.4%	164.7	-11.6%
영업이익	9.6	11.3	-15.1%	14.6	-34.1%	12.5	-23.3%
세전이익	9.8	5.9	66.0%	13.2	-25.6%	9.6	2.2%
지배주주 순이익	7.7	7.1	8.2%	10.6	-27.0%	7.0	10.3%
영업이익률 (%)	6.6%	8.7%		8.1%		7.6%	
지배주주순이익률 (%)	5.3%	5.5%		5.9%		4.3%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 에코프로비엠 실적 추정치 변경

비교	New			Old			차이(%)		
(십억원)	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	178	713	1,146	194	738	1,191	-8.1%	-3.4%	-3.8%
영업이익	13	53	90	16	59	97	-20.5%	-9.8%	-7.7%
영업이익률 (%)	7.0%	7.5%	7.8%	8.1%	8.0%	8.2%			
세전이익	12	44	82	15	50	90	-21.1%	-11.6%	-8.4%
순이익	10	42	66	13	46	71	-21.1%	-8.9%	-7.2%

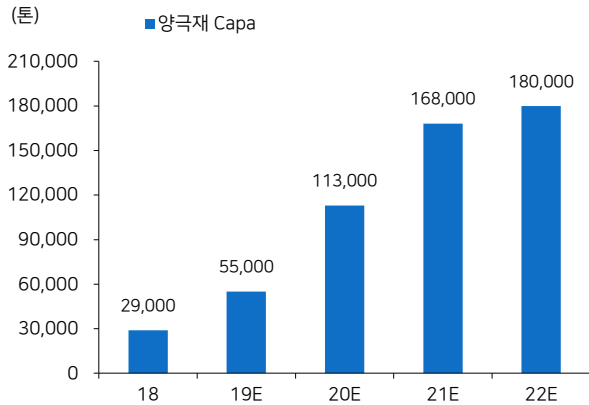
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 에코프로비엠 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
환율(원)	1,125	1,171	1,170	1,150	1,135	1,125	1,115	1,110	1,154	1,121	1,100
매출액	180.7	145.7	178.5	208.7	232.0	264.6	291.0	358.1	713.5	1,145.7	1,735.3
(% QoQ)	-1.4%	-19.4%	22.5%	16.9%	11.2%	14.1%	10.0%	23.1%			
(% YoY)	59.2%	12.7%	9.4%	13.9%	28.4%	81.7%	63.0%	71.6%	21.1%	60.6%	51.5%
영업이익	14.6	9.6	12.6	16.6	17.6	20.3	22.9	28.8	53.3	89.6	130.6
(% QoQ)	2.0%	-34.1%	31.0%	32.2%	6.1%	15.6%	12.4%	26.0%			
(% YoY)	43.2%	-15.1%	-13.9%	16.4%	21.0%	112.4%	82.1%	73.6%	6.0%	68.2%	45.6%
영업이익률(%)	8.1%	6.6%	7.0%	8.0%	7.6%	7.7%	7.9%	8.0%	7.5%	7.8%	7.5%
세전이익	13.2	9.8	12.1	15.9	15.5	19.1	21.2	26.6	44.4	82.4	113.8
지배주주 순이익	10.6	7.7	10.0	13.8	11.4	15.0	17.1	22.5	42.1	66.0	91.0
지배주주 순이익률(%)	5.9%	5.3%	5.6%	6.6%	4.9%	5.7%	5.9%	6.3%	5.9%	5.8%	5.2%

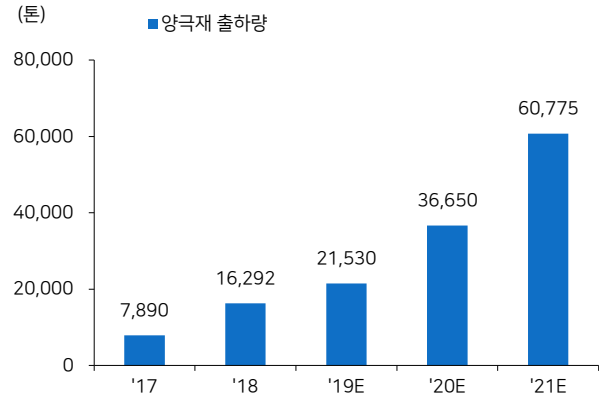
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 에코프로비엠 양극재 생산능력 (연말기준)



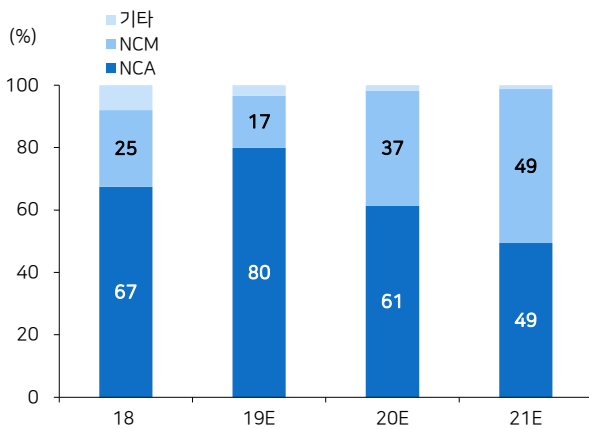
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 에코프로비엠 출하량 전망



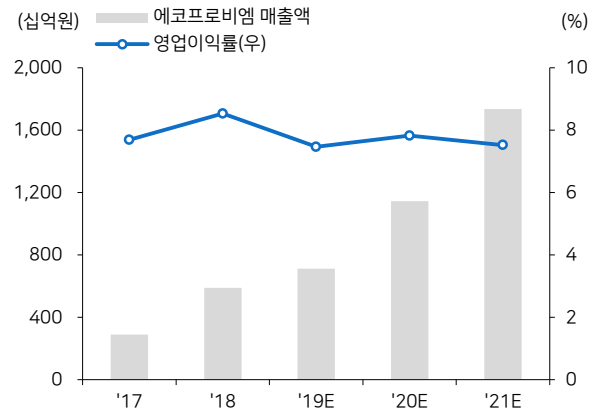
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 에코프로비엠 제품 믹스 (수량기준)



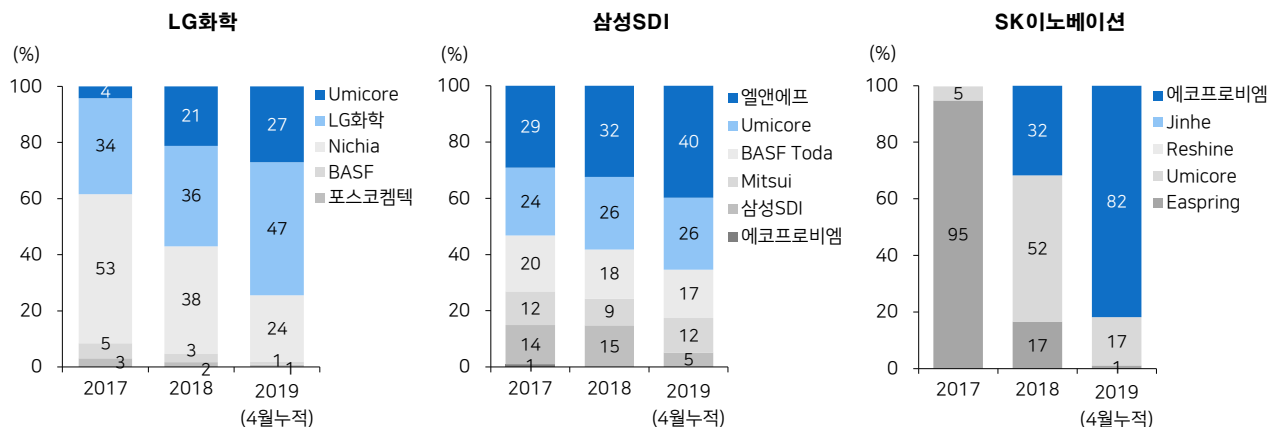
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 에코프로비엠 매출액 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 배터리 업체별 EV 양극재 조달 비중



자료: SNE리서치, 메리츠증권증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	289.9	589.2	713.5	1,145.7	1,735.3
매출액증가율 (%)	190.3	103.3	21.1	60.6	51.5
매출원가	245.2	509.6	625.0	994.1	1,514.8
매출총이익	44.7	79.6	88.5	151.6	220.5
판매관리비	22.4	29.3	35.2	62.0	89.9
영업이익	22.3	50.3	53.3	89.6	130.6
영업이익률	7.7	8.5	7.5	7.8	7.5
금융손익	-6.6	-7.3	-2.4	-7.3	-16.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	15.2	42.9	44.4	82.4	113.8
법인세비용	0.1	6.0	8.9	16.5	22.8
당기순이익	15.2	36.9	42.1	66.0	91.0
지배주주지분 순이익	15.2	36.9	42.1	66.0	91.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	11.7	23.8	94.4	17.6	12.0
당기순이익(손실)	15.2	36.9	42.1	66.0	91.0
유형자산상각비	15.4	20.5	33.0	52.1	67.0
무형자산상각비	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
운전자본의 증감	0.0	-6.4	18.8	-96.6	-138.4
투자활동 현금흐름	-47.7	-73.0	-710.1	-860.1	-860.1
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-72.8	-150.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	44.1	44.9	114.7	968.2	955.2
차입금의 증감	43.6	43.5	1.6	277.0	264.0
자본의 증가	0.0	6.0	691.2	691.2	691.2
현금의 증가(감소)	8.0	-4.2	77.6	15.9	16.3
기초현금	5.8	13.8	9.6	87.2	103.1
기말현금	13.8	9.6	87.2	103.1	119.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	117.8	211.6	349.2	534.0	780.5
현금및현금성자산	13.8	9.6	87.2	103.1	119.4
매출채권	0.0	49.3	67.1	102.1	160.6
재고자산	63.0	138.7	180.6	302.7	461.9
비유동자산	178.5	252.8	351.2	601.6	839.4
유형자산	159.3	233.1	347.3	595.1	828.2
무형자산	15.0	14.0	1.3	3.6	6.0
투자자산	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
자산총계	296.3	464.5	700.3	1,135.6	1,619.9
유동부채	128.4	206.1	247.6	322.0	466.9
매입채무	0.0	58.8	60.7	109.5	174.2
단기차입금	65.4	80.2	86.5	90.0	100.0
유동성장기부채	31.3	18.4	36.4	19.9	30.4
비유동부채	52.7	97.8	78.3	373.2	621.6
사채	10.1	2.0	0.0	100.0	100.0
장기차입금	40.1	89.9	69.0	259.0	502.5
부채총계	181.1	303.9	325.9	695.2	1,088.5
자본금	7.8	8.1	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	85.5	95.6	265.3	265.3	265.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	21.5	55.7	97.8	163.8	254.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	115.2	160.6	374.4	440.3	531.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	18,701	37,481	40,406	64,882	98,273
EPS(지배주주)	978	2,345	1,837	2,876	3,969
CFPS	518	-270	4,397	902	923
EBITDAPS	2,550	2,762	5,001	8,143	11,302
BPS	7,434	10,213	23,815	28,010	33,801
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	31.5	20.1	14.6
PCR	0.0	0.0	13.2	64.2	62.8
PSR	0.0	0.0	1.4	0.9	0.6
PBR	0.0	0.0	2.4	2.1	1.7
EBITDA	40	43	88	144	200
EV/EBITDA	0.0	0.0	16.6	12.0	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.1	26.7	15.8	16.2	18.7
EBITDA 이익률	38.3	84.9	47.7	45.9	45.6
부채비율	157.1	189.3	87.1	157.9	204.9
금융비용부담률	1.6	1.1	0.4	0.6	1.0
이자보상배율(x)	4.8	7.8	15.9	10.4	6.9
매출채권회전율(x)	23.2	23.9	12.3	13.5	13.2
재고자산회전율(x)	4.4	5.1	3.9	4.1	4.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 6 월 20 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 6 월 20 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 6 월 20 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 주민우, 서승연)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1 년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.03	기업분석	Buy	87,000	주민우	-29.9	-23.0	(원) 에코프로비엠 적정주가
2019.05.29	산업분석	Buy	87,000	주민우	-29.1	-23.0	
2019.06.20	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-	-	