

2020. 7. 6



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst **주민우**  
02. 6454-4865  
minwoo.ju@meritz.co.kr

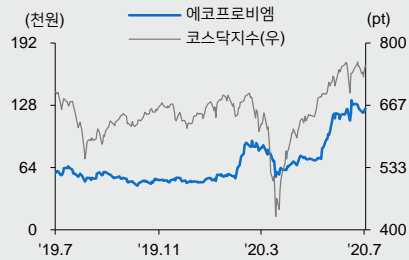
RA **서승연**  
02. 6454-4880  
sy.seo@meritz.co.kr

**Buy**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>170,000 원</b>
<b>현재주가 (7.3)</b>	<b>124,900 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>36.1%</b>
KOSDAQ	752.18pt
시가총액	26,184억원
발행주식수	2,096만주
유동주식비율	43.01%
외국인비중	5.23%
52주 최고/최저가	133,300원/45,150원
평균거래대금	959.6억원
<b>주요주주(%)</b>	
에코프로 외 5인	53.45

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	9.7	143.5	108.9
상대주가	7.5	116.8	92.4

**주가그래프**



# 에코프로비엠 247540

## 2Q20 Preview: 어닝 서프라이즈

- ✓ 2Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 11%, 34% 상회할 전망
- ✓ 강한 EV/ESS향 수요에 맞춰 CAM5 (CSG100%) 공장을 램프업할 수 있었기 때문
- ✓ 5월 하반기부터는 하반기 EV수요 회복에 대비하기 위한 배터리/소재 수요가 가파르게 회복 중
- ✓ 3Q20 삼성SDI를 통해 북미 고객사향으로 ESS용 21700 NCA 양극재 공급 예정
- ✓ 2020/2021년 EPS를 각각 9%, 8% 상향했고 이를 반영해 적정주가 17만원으로 상향

### 2Q20 매출액과 영업이익 각각 컨센서스 11%, 34% 상회

2Q20 매출액은 1,860억원, 영업이익은 123억원으로 컨센서스를 각각 11%, 34% 상회할 전망이다. 강한 EV/ESS향 수요에 맞춰 CAM5 (CSG100%) 공장을 램프업 시킨 영향이다. 3월 말부터 5월 상반기까지 코로나19 영향으로 주요 EV 업체들의 공장이 가동중단에 들어갔음에도, 배터리/소재 재고는 계속 축적했다. 또한 5월 하반기부터는 하반기 EV수요 회복에 대비하기 위한 배터리/소재 수요가 가파르게 회복되고 있다. 이는 최근 테슬라 2Q20 인도량 데이터를 통해서도 확인할 수 있었다. 에코프로비엠 EV 매출액 중 단일 모델로는 가장 큰 비중을 차지하는 모델이 SK이노베이션 배터리를 탑재하는 기아차 Niro다. 4월 판매량은 부진했으나, 5월부터 판매가 회복되고 있다. 하반기 Niro 수요 회복에 대비하기 위해 5월 하반기부터 에코프로비엠의 CSG(NCM811) 수요가 가파르게 증가한 것으로 추정된다.

### 3Q20 매출액 2,427억원, 영업이익 166억원 예상

3Q20 실적은 1) EV/ESS 수요 개선에 따른 CAM5 램프업이 지속되고, 2) Non-IT 수요 성수기 효과로 매출액은 2,427억원, 영업이익은 166억원이 예상된다. 3Q20부터 삼성SDI를 통해 북미 EV/ESS 업체향으로 ESS용 21700 NCA 양극재가 공급될 예정이다. 에코프로비엠 매출액 내 ESS 비중은 5% 미만으로 작지만, 향후 해당 고객사 내에서 에코프로비엠의 지위가 ESS 벤더 → EV 벤더로의 확장 가능성을 감안할 때 해당 공급이 가지는 의미는 매우 크다.

양극재의 경쟁력은 1) 니켈90% 상용화 여부, 2) 단결정 양극재 구현 여부로 결정된다. 2H21부터 양산을 계획하고 있는 NCMX(니켈90%+단결정)는 경쟁사들과의 격차를 더 벌리는 계기가 될 것이다. 또한 고객사들을 상대로한 협상력이 더욱 강해지는 계기가 될 것이다.

2020/2021년 EPS를 각각 9%, 8% 상향했고, 이를 반영해 적정주가를 17만원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	589.2	50.3	36.9	2,345	흑전	10,213	0.0	0.0	0.0	26.7	189.3
2019	616.1	37.1	34.5	1,504	-35.9	16,144	37.9	3.5	22.5	13.0	75.7
2020E	879.9	54.7	38.5	1,679	11.7	17,543	74.4	7.1	16.9	10.0	98.0
2021E	1,420.1	96.1	71.7	3,128	86.3	20,521	39.9	6.1	11.5	16.4	123.3
2022E	2,382.8	165.1	127.8	5,572	78.1	25,943	22.4	4.8	7.5	24.0	121.7

표1 에코프로비엠 2Q20 Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	186.0	136.0	36.8%	167.7	10.9%	167.8	10.9%
영업이익	12.3	11.1	11.7%	8.8	40.0%	9.2	34.2%
세전이익	9.9	9.8	0.8%	9.8	0.7%	7.7	28.7%
지배주주 순이익	8.1	14.0	-41.8%	8.4	-3.4%	6.4	26.9%
영업이익률(%)	6.6%	8.1%		5.3%		5.5%	
지배주주 순이익률(%)	4.4%	10.3%		5.0%		3.8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 에코프로비엠 실적 추정치 변경

비교	New			Old			차이(%)		
	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E
(십억원)									
매출액	242.7	879.9	1,420.1	229.5	843.7	1,373.9	5.8%	4.3%	3.4%
영업이익	16.6	54.7	96.1	14.9	51.3	94.2	11.3%	6.5%	2.1%
영업이익률 (%)	6.8%	6.2%	6.8%	6.5%	6.1%	6.9%			
세전이익	14.2	45.3	84.4	12.3	41.4	78.0	15.3%	9.4%	8.2%
순이익	12.4	38.5	71.7	10.7	35.2	66.3	15.8%	9.4%	8.2%

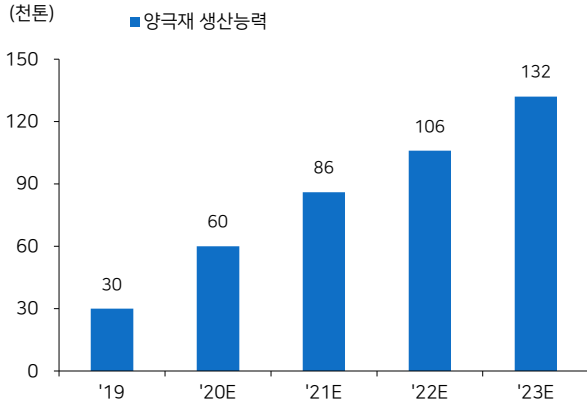
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 에코프로비엠 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율(원)	1,197	1,230	1,213	1,188	1,173	1,165	1,160	1,155	1,207	1,163	1,155
<b>매출액</b>	<b>167.7</b>	<b>186.0</b>	<b>242.7</b>	<b>283.4</b>	<b>280.1</b>	<b>300.6</b>	<b>381.8</b>	<b>457.6</b>	<b>879.9</b>	<b>1,420.1</b>	<b>2,382.8</b>
(% QoQ)	13.8%	10.9%	30.5%	16.8%	-1.2%	7.3%	27.0%	19.9%			
(% YoY)	-7.2%	36.8%	59.6%	92.4%	67.1%	61.6%	57.3%	61.5%	42.8%	61.4%	67.8%
Non-IT	110.8	106.6	131.3	142.0	137.3	120.2	133.6	123.6	490.7	514.7	489.3
EV	47.0	70.7	99.5	127.5	128.9	165.3	229.1	311.2	344.7	834.4	1,767.3
ESS	7.0	7.8	10.7	12.5	12.6	13.5	17.2	20.6	38.0	63.9	119.1
기타	2.9	0.9	1.2	1.4	1.4	1.5	1.9	2.3	6.4	7.1	7.1
<b>영업이익</b>	<b>8.8</b>	<b>12.3</b>	<b>16.6</b>	<b>16.9</b>	<b>18.6</b>	<b>21.0</b>	<b>26.9</b>	<b>29.5</b>	<b>54.7</b>	<b>96.1</b>	<b>165.1</b>
(% QoQ)	441.1%	40.0%	34.3%	2.0%	10.2%	12.9%	28.0%	9.7%			
(% YoY)	-39.4%	11.7%	68.3%	937.5%	111.2%	70.4%	62.4%	74.6%	47.4%	75.9%	71.7%
<b>영업이익률(%)</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.9%</b>
세전이익	9.8	9.9	14.2	11.4	18.4	18.1	24.1	23.8	45.3	84.4	150.3
지배주주 순이익	8.4	8.1	12.4	9.6	15.3	14.9	20.9	20.6	38.5	71.7	127.8
지배주주 순이익률(%)	5.0%	4.4%	5.1%	3.4%	5.5%	5.0%	5.5%	4.5%	4.4%	5.1%	5.4%

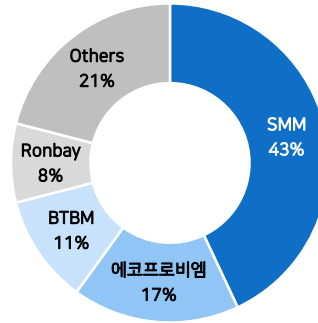
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 양극재 생산능력 추정



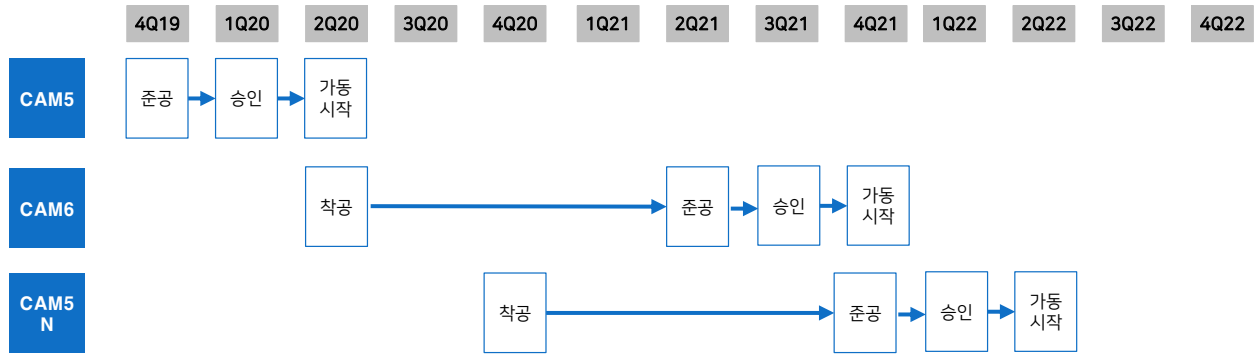
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 NCA 점유율 (2019년 기준)



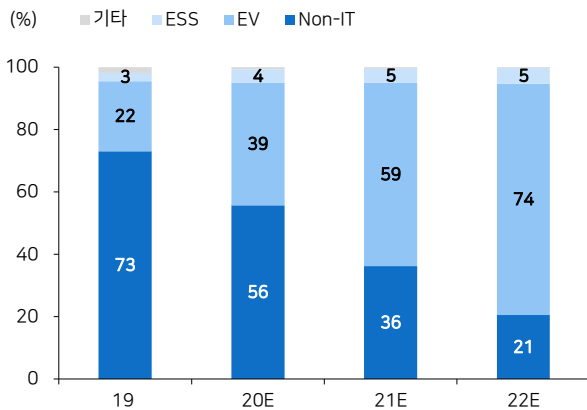
자료: Fuji Research report 19, 메리츠증권 리서치센터

그림3 포항 신규 공장 가동 스케줄



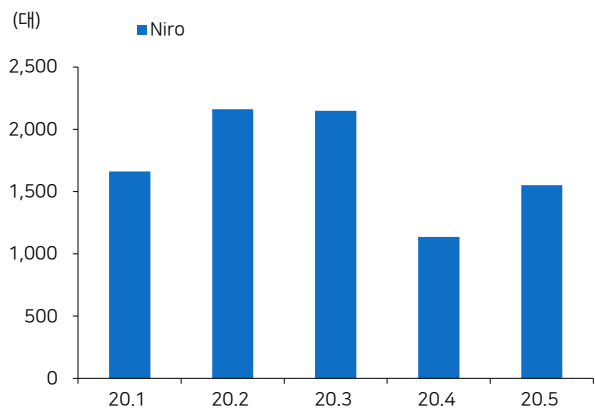
참고: CAM5 생산능력 3만톤, CAM6 생산능력 2.6만톤, CAM5N 생산능력 2만톤  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 어플리케이션별 매출 비중 추정



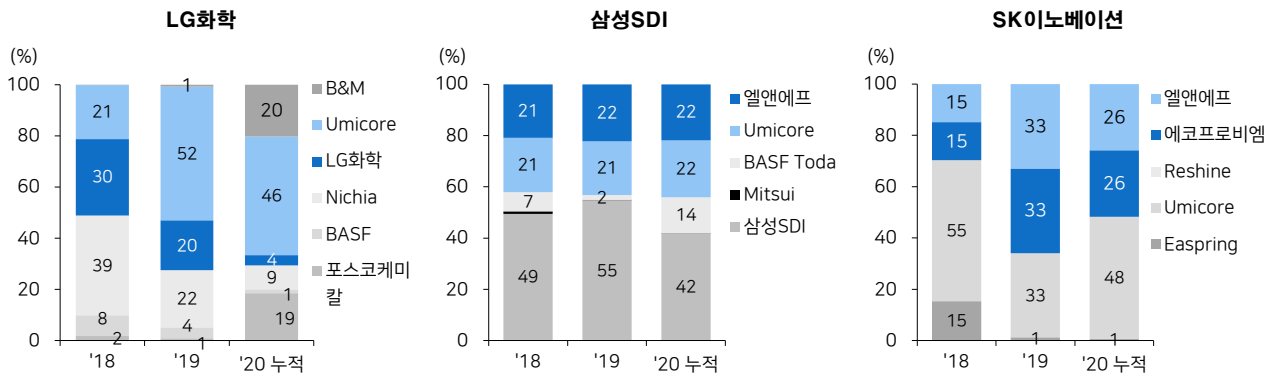
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 기아차 BEV 니로 월별 판매대수



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림6 배터리 업체별 EV 양극재 조달 비중



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

표4 밸류에이션 테이블

	2019	2020E	2021E
<b>주가 (원)</b>			
High	74,500	133,300	
Low	44,550	50,000	
Average	56,973	82,547	
<b>확정치 기준 PER (배)</b>			
High	49.5	79.4	
Low	29.6	29.8	
Average	37.9	49.2	
EPS (원)	1,504	1,679	3,128
EPS Growth (%)	-35.9	11.7	86.3
<b>컨센서스 기준 PER (배)</b>			
High	39.6	71.5	
Low	23.7	26.8	
Average	30.3	44.3	
EPS (원)	1,881	1,865	3,807
EPS growth (%)	-0.2	0.2	1.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 에코프로비엠 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
EPS	3,128	2021E EPS
적정배수 (배)	55.0	2019~20년 누적 high 멀티플 평균
적정가치	172,189	
<b>적정주가</b>	<b>170,000</b>	
현재주가	124,900	
상승여력 (%)	36.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	589.2	616.1	879.9	1,420.1	2,382.8
매출액증가율 (%)	103.3	4.6	42.8	61.4	67.8
매출원가	509.6	543.0	773.8	1,238.9	2,076.6
매출총이익	79.6	73.1	106.0	181.2	306.2
판매관리비	29.3	36.0	51.4	85.1	141.1
<b>영업이익</b>	<b>50.3</b>	<b>37.1</b>	<b>54.7</b>	<b>96.1</b>	<b>165.1</b>
영업이익률	8.5	6.0	6.2	6.8	6.9
금융손익	-7.3	-4.7	-5.3	-7.8	-10.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-4.0	-4.1	-3.9	-3.9
세전계속사업이익	42.9	28.3	45.3	84.4	150.3
법인세비용	6.0	-6.1	6.8	12.7	22.5
<b>당기순이익</b>	<b>36.9</b>	<b>34.5</b>	<b>38.5</b>	<b>71.7</b>	<b>127.8</b>
지배주주지분 순이익	36.9	34.5	38.5	71.7	127.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>23.8</b>	<b>12.8</b>	<b>82.4</b>	<b>128.8</b>	<b>212.4</b>
당기순이익(손실)	36.9	34.5	38.5	71.7	127.8
유형자산상각비	20.5	26.7	40.4	53.0	64.1
무형자산상각비	2.0	2.4	2.7	2.9	3.2
운전자본의 증감	-29.1	-29.1	-21.6	-35.8	-44.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-73.0</b>	<b>-182.3</b>	<b>-152.6</b>	<b>-212.6</b>	<b>-177.6</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-72.8	-181.8	-123.0	-183.0	-148.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	-28.0	-28.0	-28.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>44.9</b>	<b>180.1</b>	<b>47.5</b>	<b>97.5</b>	<b>-8.6</b>
차입금의 증감	43.5	13.9	55.4	105.4	-0.7
자본의 증가	9.8	172.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.2	10.6	10.7	1.5	7.8
기초현금	13.8	9.6	20.1	30.8	32.3
기말현금	9.6	20.1	30.8	32.3	40.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	211.6	245.5	308.8	397.1	546.2
현금및현금성자산	9.6	20.1	30.8	32.3	40.1
매출채권	49.3	56.9	92.8	158.7	260.5
재고자산	138.7	158.9	165.0	174.9	191.8
비유동자산	252.8	404.9	487.9	653.6	772.9
유형자산	233.1	376.7	452.5	582.5	666.4
무형자산	14.0	14.1	3.9	8.0	12.4
투자자산	0.4	0.4	28.6	56.6	84.6
<b>자산총계</b>	<b>464.5</b>	<b>650.4</b>	<b>796.7</b>	<b>1,050.7</b>	<b>1,319.1</b>
유동부채	206.1	137.9	224.2	300.7	411.8
매입채무	58.8	25.4	41.5	63.8	110.5
단기차입금	80.2	55.7	65.3	70.0	70.0
유동성장기부채	18.4	16.3	40.7	42.1	21.4
비유동부채	97.8	142.3	170.2	279.4	312.4
사채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	89.9	132.3	153.7	253.0	273.0
<b>부채총계</b>	<b>303.9</b>	<b>280.2</b>	<b>394.4</b>	<b>580.1</b>	<b>724.2</b>
자본금	8.1	10.3	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	95.6	271.0	271.0	271.0	271.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	55.7	93.0	125.0	193.3	317.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>160.6</b>	<b>370.2</b>	<b>402.3</b>	<b>470.6</b>	<b>594.9</b>

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	37,481	29,971	42,803	69,085	115,918
EPS(지배주주)	2,345	1,504	1,679	3,128	5,572
CFPS	-270	513	521	71	379
EBITDAPS	2,762	2,877	4,753	7,398	11,306
BPS	10,213	16,144	17,543	20,521	25,943
DPS	0	150	150	150	150
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	37.9	74.4	39.9	22.4
PCR	0.0	243.4	239.7	1755.0	329.4
PSR	0.0	1.9	2.9	1.8	1.1
PBR	0.0	3.5	7.1	6.1	4.8
EBITDA	43	59	98	152	232
EV/EBITDA	0.0	22.5	16.9	11.5	7.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	26.7	13.0	10.0	16.4	24.0
EBITDA 이익률	84.9	58.3	39.4	47.2	55.0
부채비율	189.3	75.7	98.0	123.3	121.7
금융비용부담률	1.1	0.6	0.6	0.6	0.5
이자보상배율(x)	7.8	8.3	9.2	11.3	14.7
매출채권회전율(x)	23.9	11.6	11.8	11.3	11.4
재고자산회전율(x)	5.1	3.6	4.8	7.3	11.3

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.03	기업분석	Buy	87,000	주민우	-29.1	-23.0	
2019.06.20	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-28.4	-18.4	
2019.09.17	기업브리프	Buy	72,000	주민우	-30.6	-26.0	
2019.10.18	기업브리프	Buy	68,000	주민우	-26.5	-23.1	
2019.11.05	산업분석	Buy	63,000	주민우	-16.7	5.4	
2020.02.06	기업브리프	Buy	100,000	주민우	-22.9	13.5	
2020.05.26	기업브리프	Buy	150,000	주민우	-18.7	-11.1	
2020.07.06	기업브리프	Buy	170,000	주민우	-	-	