

2020. 7. 21



▲ 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)	200,000 원
현재주가 (7.20)	135,100 원
상승여력	48.0%
KOSDAQ	781.96pt
시가총액	28,323억원
발행주식수	2,096만주
유동주식비율	43.01%
외국인비중	5.21%
52주 최고/최저가	137,800원/45,150원
평균거래대금	1,003.9억원
주요주주(%)	
에코프로 외 5인	53.45

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.3	140.0	113.4
상대주가	-1.0	109.7	84.0

주가그래프



에코프로비엠 247540

생각보다 큰 CAM5의 수익성 개선 효과

- ✓ 2Q20 실적은 CAM5 가동효과로 서프라이즈 기록
- ✓ CAM5는 소품종 대량생산 방식, 높은 자동화율, 폐슬러리 재활용 등 구공장 대비 생산효율성이 월등해 매출액 뿐만 아니라 수익성 개선에도 기여할 전망
- ✓ 3Q20은 CAM5 가동을 추가 개선으로 컨센서스를 재차 상회할 전망
- ✓ CAM5 가동 비중 증가에 따른 수익성 개선을 감안해 2021년 순이익 17% 상향
- ✓ 적정주가도 20만원으로 17% 상향조정, 2차전지 소재 탐픽 유지.

2Q20 review: CAM5 효과

2Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 10%, 45% 상회했다. 메리츠 추정치는 각각 2%, 13% 상회했다. 부문별로는 Non-IT항 NCA출하가 예상대로 전분기 대비 소폭 부진했으며, EV항 출하량이 전분기 대비 큰폭으로 개선됐다. 기아차 Niro의 2Q20 판매량은 전분기 대비 소폭 부진한 것으로 파악되나 하반기 수요 회복에 대비한 CSG (NCM811) 재고축적 수요가 강했다. 이에 따라 3월부터 시운전을 시작한 CAM5 (CSG 공장) 공장 가동률이 증가했다. 기존 구공장(CAM1~4N)은 다품종 소량생산 방식이었으나, CAM5는 소품종 대량생산 방식이다. 이외 높은 자동화율, 폐슬러리 재활용 등 생산 효율성이 구공장 대비 월등해 수익성 개선에 기여했다.

3Q20 매출액 2,522억원(+66% YoY), 영업이익 180억원(+82% YoY) 예상

3Q20 Non-IT항 NCA 수요는 연말 수요시즌을 대비하기 위한 재고축적으로 2Q20 대비 개선될 전망이다. EV항 수요는 2Q20에 이어 여전히 강할 것으로 예상된다. 이에 따라 3Q20 중에 CAM5 내 1개 라인인 3개 라인으로 가동이 확대되고, 가동률도 50% 이상 유지될 전망이다. 무엇보다 CAM5의 수익성 개선 효과에 주목해야 한다. 소품종 대량생산 중심, 높은 자동화율, 폐슬러리 재활용 등 생산효율성이 기존 구공장 대비 월등히 높아 CAM5의 가동증가는 매출액 성장 뿐 아니라 수익성 개선으로도 이어진다 (전체 생산량 중 CAM5 비중은 2Q20 7%에서 2H20 약 40%로 추정). 이런 영향으로 3Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 11%, 19% 상회할 전망이다.

CAM5 공장 가동효과를 반영해 2021년 추정치를 종전 대비 매출액은 +7%, 영업이익은 +15%, 순이익은 +17% 상향했다. 이를 반영해 적정주가도 20만원(2021년 EPS x 2019~20년 멀티플 상단평균 55배)으로 +17% 상향한다. 동화기업과 함께 2차전지 소재 탐픽 유지한다.

(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	913.9	61.0	47.6	2,074	37.9	17,938	65.1	7.5	15.8	12.2	98.2
2021E	1,525.0	111.0	84.5	3,683	77.6	21,471	36.7	6.3	10.4	18.7	120.7
2022E	2,306.1	166.4	129.0	5,627	52.8	26,947	24.0	5.0	7.4	23.2	115.3

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	189.9	136.0	39.7%	167.7	13.3%	173.5	9.5%	186.0	2.1%
영업이익	13.9	11.1	25.7%	8.8	57.5%	9.6	44.7%	12.3	12.9%
세전이익	12.1	9.8	23.3%	9.8	23.2%	8.4	44.3%	9.9	22.4%
지배주주 순이익	14.1	14.0	1.2%	8.4	67.9%	6.5	117.2%	8.1	74.3%
영업이익률(%)	7.3%	8.1%		5.3%		5.5%		6.6%	
지배주주 순이익률(%)	7.4%	10.3%		5.0%		3.7%		4.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

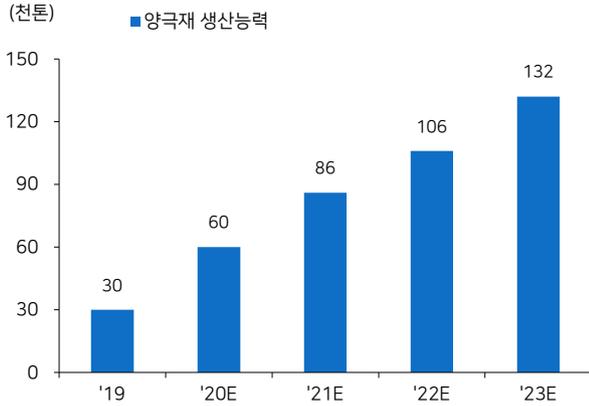
비교	New			Old			차이(%)		
	3Q20	2020E	2021E	3Q20	2020E	2021E	3Q20	2020E	2021E
(십억원)									
매출액	252.2	913.9	1,525.0	242.7	879.9	1,420.1	3.9%	3.9%	7.4%
영업이익	18.0	61.0	111.0	16.6	54.7	96.1	8.1%	11.4%	15.5%
영업이익률 (%)	7.1%	6.7%	7.3%	6.8%	6.2%	6.8%			
세전이익	15.5	52.3	99.4	14.2	45.3	84.4	9.5%	15.4%	17.7%
순이익	12.9	47.6	84.5	12.4	38.5	71.7	4.1%	23.5%	17.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20P	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
매출액	167.7	189.9	252.2	304.1	298.3	328.5	409.4	488.6	913.9	1,525.0	2,306.1
(% QoQ)	13.8%	13.3%	32.8%	20.6%	-1.9%	10.1%	24.6%	19.3%			
(% YoY)	-7.2%	39.7%	65.8%	106.4%	77.9%	73.0%	62.3%	60.7%	48.3%	66.9%	51.2%
Non-IT	110.8	103.5	136.4	152.3	146.2	131.4	143.3	131.9	503.1	552.8	473.5
EV	47.0	75.0	103.4	136.8	137.2	180.7	245.7	332.3	362.3	895.9	1,710.4
ESS	7.0	8.2	11.1	13.4	13.4	14.8	18.4	22.0	39.6	68.6	115.3
기타	2.9	3.2	1.3	1.5	1.5	1.6	2.0	2.4	8.9	7.6	6.9
영업이익	8.8	13.9	18.0	20.3	21.2	24.7	31.4	33.6	61.0	111.0	166.4
(% QoQ)	441.1%	57.5%	29.3%	13.1%	4.7%	16.2%	27.4%	7.0%			
(% YoY)	-39.4%	25.7%	82.3%	1145.2%	140.9%	77.8%	75.2%	65.8%	64.4%	82.2%	49.8%
영업이익률(%)	5.3%	7.3%	7.1%	6.7%	7.1%	7.5%	7.7%	6.9%	6.7%	7.3%	7.2%
세전이익	9.8	12.1	15.5	14.8	21.1	21.8	28.6	27.9	52.3	99.4	151.8
지배주주 순이익	8.4	14.1	12.9	12.1	17.4	18.1	24.9	24.2	47.6	84.5	129.0
지배주주 순이익률(%)	5.0%	7.4%	5.1%	4.0%	5.8%	5.5%	6.1%	4.9%	5.2%	5.5%	5.6%

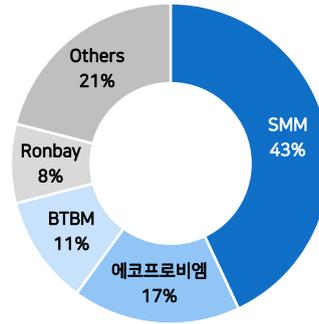
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 양극재 생산능력 추정



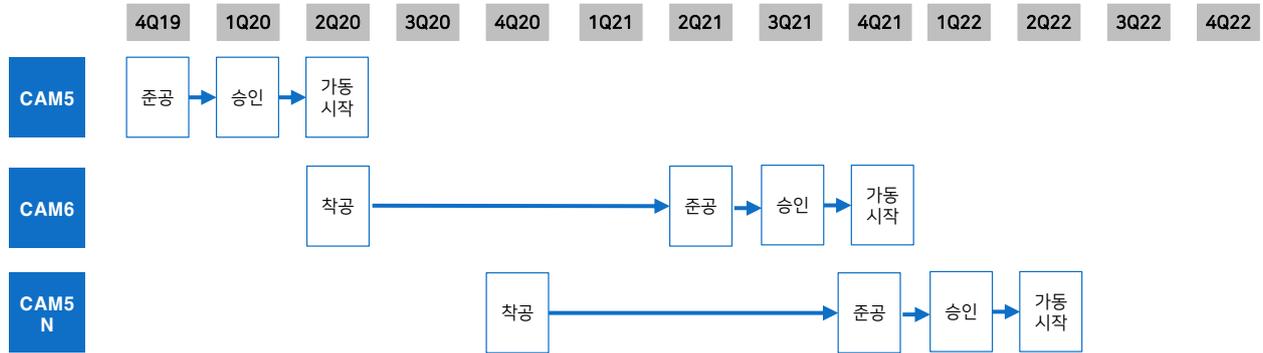
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 NCA 점유율 (2019년 기준)



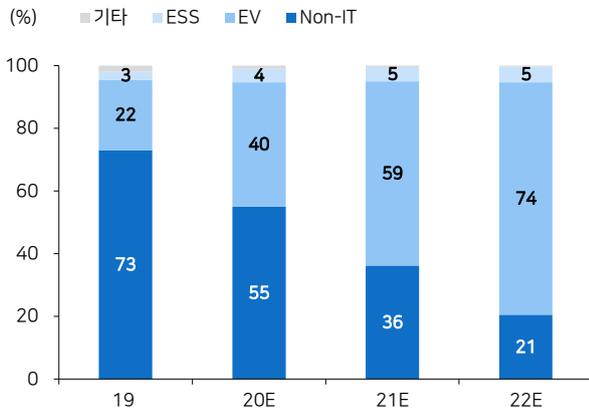
자료: Fuji Research report 19, 메리츠증권 리서치센터

그림3 포항 신규 공장 가동 스케줄



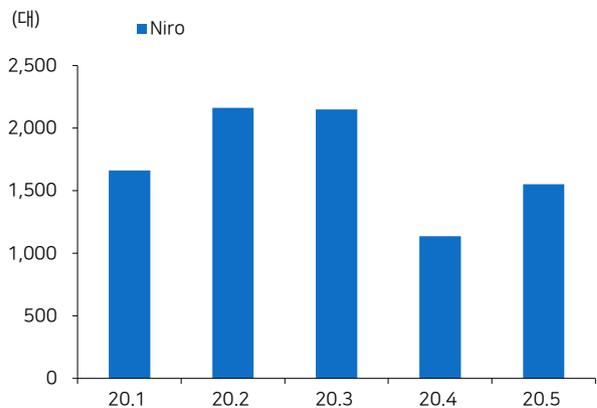
참고: CAM5 생산능력 3만톤, CAM6 생산능력 2.6만톤, CAM5N 생산능력 2만톤
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 어플리케이션별 매출 비중 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 기아차 BEV 니로 월별 판매대수



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

표4 밸류에이션 테이블

	2019	2020E	2021E
주가 (원)			
High	74,500	137,800	
Low	44,550	50,000	
Average	56,973	86,538	
확정치 기준 PER (배)			
High	49.5	66.4	
Low	29.6	24.1	
Average	37.9	41.7	
EPS (원)	1,504	2,074	3,683
EPS Growth (%)	-35.9	37.9	77.6
컨센서스 기준 PER (배)			
High	39.6	73.1	
Low	23.7	26.5	
Average	30.3	45.9	
EPS (원)	1,881	1,886	3,781
EPS growth (%)	-0.2	0.3	0.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 에코프로비엠 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
EPS	3,683	2021E EPS
적정배수 (배)	55.0	2019~20년 누적 high 멀티플 평균
적정가치	202,696	
적정주가	200,000	
현재주가	135,100	
상승여력 (%)	48.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	589.2	616.1	913.9	1,525.0	2,306.1
매출액증가율 (%)	103.3	4.6	48.3	66.9	51.2
매출원가	509.6	543.0	799.5	1,322.6	2,003.2
매출총이익	79.6	73.1	114.4	202.4	302.9
판매관리비	29.3	36.0	53.5	91.3	136.5
영업이익	50.3	37.1	61.0	111.0	166.4
영업이익률	8.5	6.0	6.7	7.3	7.2
금융손익	-7.3	-4.7	-5.3	-7.8	-10.6
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	52.3	99.4	151.8
법인세비용	6.0	-6.1	4.7	14.9	22.8
당기순이익	36.9	34.5	47.6	84.5	129.0
지배주주지분 순이익	36.9	34.5	47.6	84.5	129.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	23.8	12.8	89.5	140.7	218.3
당기순이익(손실)	36.9	34.5	47.6	84.5	129.0
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	-24.3	-39.1	-37.9
투자활동 현금흐름	-73.0	-182.3	-152.6	-212.6	-177.6
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
재무활동 현금흐름	44.9	180.1	47.5	97.5	-8.6
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	20.0	12.4	7.6
기초현금	13.8	9.6	20.1	40.1	52.6
기말현금	9.6	20.1	40.1	52.6	60.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	211.6	245.5	327.1	432.7	558.1
현금및현금성자산	9.6	20.1	40.1	52.6	60.2
매출채권	49.3	56.9	99.6	169.5	252.1
재고자산	138.7	158.9	165.7	177.3	193.7
비유동자산	252.8	404.9	488.1	654.0	772.6
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
자산총계	464.5	650.4	815.2	1,086.7	1,330.7
유동부채	206.1	137.9	232.8	313.5	401.4
매입채무	58.8	25.4	44.6	68.1	106.9
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	171.1	280.9	311.3
사채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	89.9	132.3	153.7	253.0	273.0
부채총계	303.9	280.2	403.9	594.4	712.7
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	134.1	215.1	340.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	160.6	370.2	411.3	492.3	617.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	37,481	29,971	44,459	74,186	112,188
EPS(지배주주)	2,345	1,504	2,074	3,683	5,627
CFPS	-270	513	975	605	371
EBITDAPS	2,762	2,877	5,060	8,123	11,367
BPS	10,213	16,144	17,938	21,471	26,947
DPS	0	150	150	150	150
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	37.9	65.1	36.7	24.0
PCR	0.0	263.2	138.6	223.3	364.2
PSR	0.0	1.9	3.0	1.8	1.2
PBR	0.0	3.5	7.5	6.3	5.0
EBITDA	43	59	104	167	234
EV/EBITDA	0.0	22.5	15.8	10.4	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.7	13.0	12.2	18.7	23.2
EBITDA 이익률	84.9	58.3	45.7	50.6	55.2
부채비율	189.3	75.7	98.2	120.7	115.3
금융비용부담률	1.1	0.6	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	7.8	8.3	10.2	12.9	14.8
매출채권회전율(x)	23.9	11.6	11.7	11.3	10.9
재고자산회전율(x)	5.1	3.6	4.9	7.7	10.8

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

투자 의견 비율

투자 의견	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	투자 의견	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	-20.7	-18.9	
2020.07.21	기업브리프	Buy	200,000	주민우	-	-	