



# 에코프로비엠 (247540)

## 이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	220,000원 (I)
현재주가 (8/31)	155,000원
상승여력	42%

시가총액	32,494억원
총발행주식수	20,964,166주
60일 평균 거래대금	832억원
60일 평균 거래량	608,870주
52주 고	162,400원
52주 저	45,150원
외인지분율	6.73%
주요주주	에코프로 외 5 인 53.45%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	10.6 29.3 160.9
상대	6.3 8.8 87.8
절대(달러환산)	11.2 35.2 166.9

## Quarterly earning Forecasts

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(십억원, %)
매출액	234	53.7	23.1	234	-0.3	
영업이익	17	73.8	23.2	17	3.0	
세전계속사업이익	15	87.3	24.5	15	1.3	
지배순이익	12	39.0	-11.6	12	7.6	
영업이익률 (%)	7.3	+0.8 %pt	0	7.1	+0.2 %pt	
지배순이익률 (%)	5.3	-0.6 %pt	-2.1 %pt	4.9	+0.4 %pt	

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

	2018A	2019A	2020F	2021F	(십억원, 원, %, 배)
결산 (12월)					
매출액	589	616	866	1,330	
영업이익	50	37	60	101	
지배순이익	37	34	50	82	
PER	-	34.0	65.0	39.6	
PBR	-	3.2	7.8	7.1	
EV/EBITDA	-	20.3	39.5	24.9	
ROE	26.7	13.0	12.7	18.8	

자료: 유안타증권

## EV비중 확대로 성장 담보

### 투자의견 BUY, 목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

국내 대표 양극재 업체 에코프로비엠에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 220,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 높은 중장기 성장 잠재력을 감안해 현금흐름할인(DCF) 밸류에이션 방식을 적용해 산출. WACC 7.5%, RF 1.1%(국고채 5년 수익률), 시장프리미엄 8%, 베타 1.2 적용. 현 주가는 내년 실적 기준 P/E 39.6X에서 거래중으로 단기 밸류에이션 부담 존재하나, 이차전지 시장의 본격 성장이 예상되는 '22년 이후의 중장기 실적 성장 잠재력에 주목할 때

### EV향 매출 비중 확대 본격화

올해 CAM5, 내년 CAM6 가동으로 EV향 매출비중 본격 확대되며 전사 실적 성장을 견인할 것으로 판단. CAM5는 이미 2Q20부터 가동 본격화되어 SK이노베이션향 대응 중이며, 하반기 가동률을 상승 및 전방시장 수요 회복으로 공급물량은 더욱 늘어날 것으로 기대. 또한 CAM6는 내년 하반기 양산 가동을 통해 삼성SDI 차세대 EV용 배터리인 Gen5에 탑재될 것으로 추정. EV 배터리향 매출 비중 확대의 기폭제가 될 것으로 판단. 동사의 EV향 매출은 지난해 1,450억원(매출비중 23.6%) 수준에서 올해 3,400억원(매출비중 39.3%) 내년 7,400억원(매출비중 55.5%)으로 급격히 증가할 전망

### 중장기 확실한 성장 그림에 주목

동사의 현 생산능력은 연 39,000톤 수준이나, CAM5와 CAM6 가동 본격화로 내년 말 기준 연간 112,000톤 수준의 생산능력을 확보할 것으로 예상. 이는 이론적으로 약 3조원 이상의 매출이 가능한 규모. 지난 실적 발표 컨퍼런스콜을 통해 '24년 매출 4조원 달성을 목표를 제시. '24년까지 180,000톤으로 생산능력 확대 예정. 장기공급계약 혹은 JV형태를 통해 공급처가 선확보된 상태에서 증설이 진행된다는 점에서 성장이 담보되어 있다는 점이 가장 큰 장점.

특히, 하이니켈 양극재를 국내 업체들 중 EV용으로 가장 먼저 상용화하며 레퍼런스를 축적 중인 업체라는 점에 주목할 필요. 중장기적으로 EV시장 내 하이니켈 양극재 수요는 주행거리 확보를 위해 증가할 수밖에 없지만 안정성에 대한 이슈가 상존할 수밖에 없다는 점에서 기술적으로 검증된 동사의 가치가 지속 부각될 것으로 판단.

자료: 유안타증권

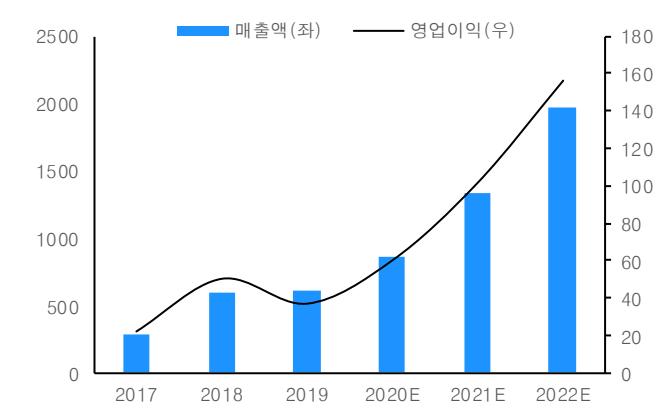
표1. 에코프로비엠 Valuation

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
영업이익(a)	37	60	101	156	202	244	279	325	396	471	559	663
유효법인세(b)	-8	6	11	28	36	44	50	58	71	85	101	119
NOPLAT(c=a-b)	45	54	90	128	166	200	229	266	324	386	458	544
감가상각비(d)	24	30	46	54	61	61	61	61	61	61	61	61
운전자본 증감(e)	-55	-30	-108	-58	-65	-77	-67	-69	-71	-69	-70	-70
Capex(f)	-182	-72	-170	-80	-300	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30
FCF(g=c+d+e+f)	-162	-20	-142	44	-138	154	194	228	285	348	420	505
WACC		7.5%										
PV of FCF(h)		976										
Terminal Value(i)		4,801										
사업가치(j=h+i)		5,778										
순차입금(k)		214										
기업가치(l=j-k)		5,564										
발행주식수(천주)		20,964										
주당가치		218,824										
목표주가		220,000										
현재주가		155,000										
Upside(%)		41.9										

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 에코프로비엠 연도별 매출액 및 영업이익 추이

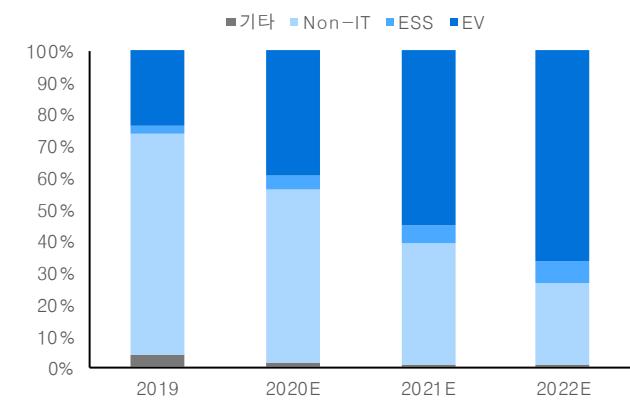
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 에코프로비엠 Application 별 매출비중

(단위 : %)



자료: 에코프로비엠, 유안타증권 리서치센터

표2. 에코프로비엠 분기별 실적 추이(연결)

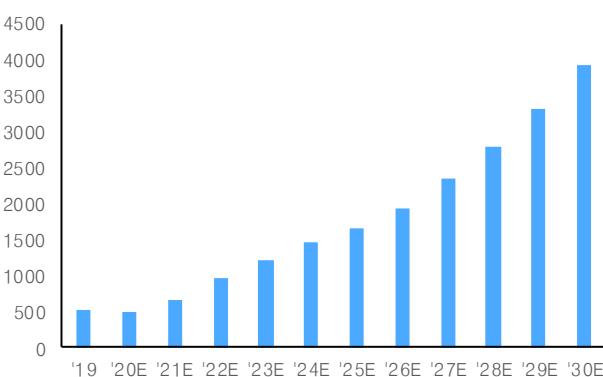
(단위 : 십억원, %)

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20E	4Q20E	Y2020E	Y2021E	Y2022E
매출액	180.7	136.0	152.1	147.3	167.7	189.9	233.7	274.8	866.2	1,330.3	1,966.4
NCA 등	143.5	103.7	117.7	116.2	123.1	116.5	148.8	156.0	544.4	700.9	1,101.9
NCM	37.2	32.3	34.4	31.1	44.6	73.4	84.9	118.9	321.8	629.4	864.6
YoY%	59.2%	5.2%	-6.8%	-19.6%	-7.2%	39.7%	53.7%	86.6%	40.6%	53.6%	47.8%
	26.4%	-19.8%	-27.9%	-36.6%	-14.2%	12.3%	26.5%	34.2%	13.1%	28.8%	57.2%
					20.0%	127.5%	146.6%	282.5%	138.4%	95.6%	37.4%
매출총이익	22.7	19.1	17.8	13.4	18.6	27.2	31.4	38.2	115.5	188.2	283.5
YoY%	-	-	-18.2%	-45.5%	-18.3%	42.6%	76.5%	184.7%	58.0%	63.0%	50.6%
매출총이익률%	12.6%	14.0%	11.7%	9.1%	11.1%	14.3%	13.4%	13.9%	13.3%	14.1%	14.4%
영업이익	14.6	11.1	9.9	1.6	8.8	13.9	17.1	20.3	60.1	101.4	155.7
YoY%	-	-	-32.4%	-88.6%	-39.4%	25.7%	73.7%	1154.2%	58.0%	63.0%	50.6%
영업이익률%	8.1%	8.1%	6.5%	1.1%	5.3%	7.3%	7.3%	7.4%	6.9%	7.6%	7.9%

자료: 유안티증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 양극재 수요 전망

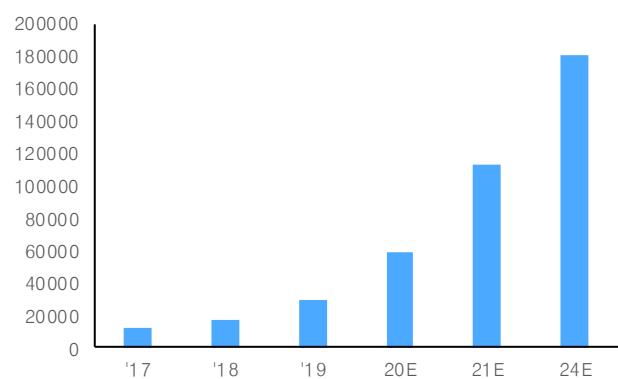
(단위 : 천톤)



자료: 산업자료, 유안티증권 리서치센터

그림 4. 에코프로비엠 양극재 생산능력 추이

(단위 : GWh)



자료: 에코프로비엠, 유안티증권 리서치센터

## 에코프로비엠 (247540) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

순익계산서		(단위: 십억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	589	616	866	1,330	1,966	
매출원가	510	543	751	1,142	1,683	
매출총이익	80	73	115	188	284	
판관비	29	36	55	87	128	
영업이익	50	37	60	101	156	
EBITDA	73	66	88	147	209	
영업외손익	-7	-9	-5	-9	-11	
외환관련손익	0	-1	3	-1	-1	
이자손익	-6	-4	-6	-9	-11	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-1	-4	-1	1	1	
법인세비용차감전순손익	43	28	56	92	144	
법인세비용	6	-6	6	10	26	
계속사업순손익	37	34	50	82	118	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	37	34	50	82	118	
지배지분순이익	37	34	50	82	118	
포괄순이익	34	37	50	82	118	
지배지분포괄이익	34	37	50	82	118	

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

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	24	13	82	54	148	
당기순이익	37	34	50	82	118	
감가상각비	20	27	26	44	52	
외환손익	0	0	-1	1	1	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-50	-55	-30	-108	-58	
기타현금흐름	17	6	37	35	34	
투자활동 현금흐름	-73	-182	-79	-170	-80	
투자자산	0	0	-7	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-73	-182	-72	-170	-80	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	0	0	0	0	0	
재무활동 현금흐름	45	180	201	152	2	
단기차입금	15	-24	5	0	0	
사채 및 장기차입금	27	40	196	150	0	
자본	10	170	0	0	0	
현금배당	0	0	-3	-3	-3	
기타현금흐름	-6	-6	3	5	5	
연결범위변동 등 기타	0	0	-28	-88	-47	
현금의 증감	-4	11	176	-52	23	
기초 현금	14	10	20	196	144	
기말 현금	10	20	196	144	167	
NOPLAT	50	45	60	101	156	
FCF	-57	-162	-20	-142	44	

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

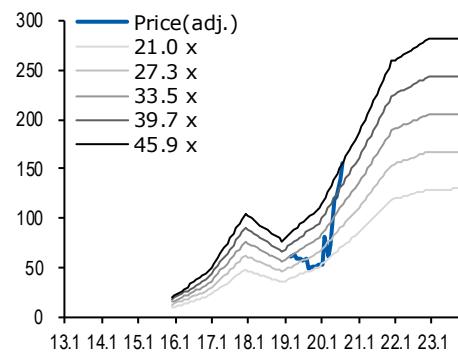
재무상태표		(단위: 십억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		212	246	471	558	667
현금및현금성자산		10	20	196	144	167
매출채권 및 기타채권		61	65	90	133	160
재고자산		139	159	183	280	339
비유동자산		253	405	443	568	594
유형자산		233	377	410	536	564
관계기업등 지분관련자산		0	0	7	7	7
기타투자자산		0	0	1	1	1
자산총계		464	650	915	1,126	1,261
유동부채		206	138	161	185	205
매입채무 및 기타채무		101	63	72	96	116
단기차입금		80	56	61	61	61
유동성장기부채		18	16	21	21	21
비유동부채		98	142	337	487	487
장기차입금		90	132	323	473	473
사채		1	0	0	0	0
부채총계		304	280	497	672	692
지배지분		161	370	417	454	570
자본금		8	10	10	10	10
자본잉여금		96	271	271	271	271
이익잉여금		56	93	140	177	292
비지배지분		0	0	0	0	0
자본총계		161	370	417	454	570
순차입금		180	186	214	416	393
총차입금		190	206	410	560	560

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		2,268	1,677	2,386	3,914	5,641
BPS		9,880	18,010	19,912	21,679	27,170
EBITDAPS		4,628	3,353	4,184	7,021	9,990
SPS		37,480	31,185	41,317	63,457	93,799
DPS		0	150	150	150	150
PER		-	34.0	65.0	39.6	27.5
PBR		-	3.2	7.8	7.1	5.7
EV/EBITDA		-	20.3	39.5	24.9	17.4
PSR		-	1.8	3.8	2.4	1.7

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		103.3	4.6	40.6	53.6	47.8
영업이익 증가율 (%)		125.6	-26.3	62.2	68.7	53.5
지배순이익 증가율 (%)		143.1	-6.4	45.1	64.1	44.1
매출총이익률 (%)		13.5	11.9	13.3	14.1	14.4
영업이익률 (%)		8.5	6.0	6.9	7.6	7.9
지배순이익률 (%)		6.3	5.6	5.8	6.2	6.0
EBITDA 마진 (%)		12.3	10.8	10.1	11.1	10.7
ROIC		14.7	10.1	9.2	12.2	14.1
ROA		9.7	6.2	6.4	8.0	9.9
ROE		26.7	13.0	12.7	18.8	23.1
부채비율 (%)		189.3	75.7	119.1	147.8	121.4
순차입금/자기자본 (%)		112.3	50.1	51.2	91.5	69.0
영업이익/금융비용 (배)		7.8	8.3	8.1	9.9	12.5

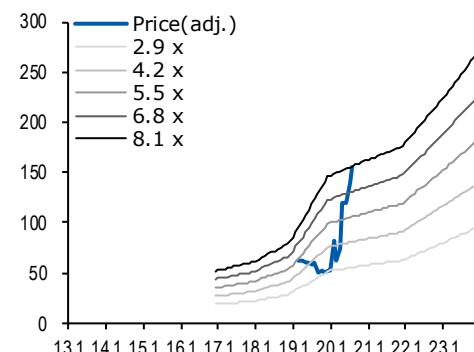
## P/E band chart

(천원)



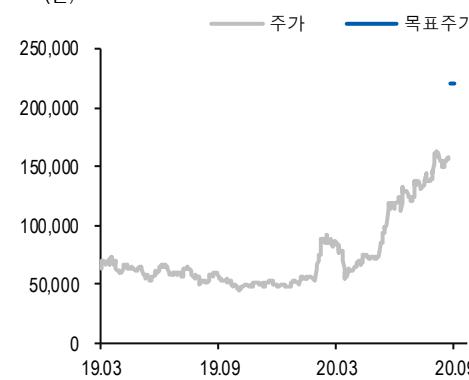
## P/B band chart

(천원)



## 에코프로비엠 (247540) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-09-01	BUY	220,000	1년		
2020-06-03	담당자변경 1년 경과 이후		1년	70.18	100.49
2019-06-03	BUY	81,000	1년	-3.64	100.49

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)	1.3
Buy(매수)	86.7
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김광진)
- 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 의사 결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자 행위 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.