

# 에코프로비엠 (247540)

## 이차전지

김광진



02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>220,000원 (M)</b>
현재주가 (10/15)	<b>130,000원</b>
상승여력	<b>69%</b>

시가총액	27,346억원		
총발행주식수	21,035,166주		
60일 평균 거래대금	565억원		
60일 평균 거래량	383,722주		
52주 고	162,400원		
52주 저	47,350원		
외인지분율	6.21%		
주요주주	에코프로 외 5인 53.27%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.3)	(1.7)	160.5
상대	(7.7)	(9.0)	99.5
절대(달러환산)	(10.9)	2.9	169.2

## 3Q20 잠정실적 Review

### 3Q20 컨센서스 부합

3Q20 동사의 잠정실적은 매출액 2,502억원(+31.7% QoQ, +64.5% YoY), 영업이익 177억원(+27.1% QoQ, +79.3% YoY)로 시장 기대치 부합. 전분기 대비 코로나19 영향으로 위축되었던 Non-IT 수요가 회복되고, CAM5 가동을 추가 상승하며 EV 배터리용 공급물량 확대된 것에 기인. 각 제품군별 상세 매출은 Non-IT 1,376억원, ESS 100억원, EV 1,001억원, 기타 25억원 수준이며, EV향 비중은 전분기와 유사한 40%를 유지한 것으로 추정. 다만, 최근 니켈 가격 상승(QoQ +16.8%)으로 인해 전분기 대비 OPM 소폭 감소한 것으로 추정

### 최근의 EV배터리 안정성 이슈는 동사의 가치를 더욱 부각시킬 것

동사의 향후 실적 성장을 이끌 트리거는 단연 EV 배터리용 하이니켈 양극재. 이미 CAM5 가동 본격화로 2Q20부터 EV 배터리용 매출비중이 40%를 상회하기 시작했으며, 내년 하반기부터 CAM6 가동 및 삼성SDI 차세대 배터리 Gen5 탑재로 EV 배터리용 매출 비중은 더욱 상승할 것. 동사의 EV향 매출은 지난해 1,450억원(매출비중 23.6%) 수준에서 올해 3,450억원(매출비중 39.3%), 내년 7,450억원(매출비중 56.3%)로 급성장 전망

특히, 이번 코나 EV 화재 사건으로 배터리 셀 안정성에 대한 중요도가 재조명되는 상황. 하이니켈 양극재를 대체할 수 있는 소재가 마땅치 않은 상황에서 향후 양극재 시장의 판도는 기술적으로 검증된 소수의 상위 업체로 수요가 집중되는 형태일 것으로 판단. 동사는 국내 업체들 중 EV용으로 하이니켈 양극재를 가장 먼저 상용화한 업체로 공급 레퍼런스를 지속 축적 중이라는 점에서 중장기적으로 동사의 사업 가치는 더욱 부각될 수밖에 없을 것으로 판단

### 투자 의견 BUY, 목표주가 220,000원 유지. 중장기 관점에서 바라볼 필요

지난 9/23 테슬라 배터리데이 이후 전반적인 국내 이차전지 업종에 대한 투자 심리 악화 영향으로 동사의 주가는 약 15.8% 하락하며 내년 실적 기준 P/E 32.X 수준에서 거래중. 옆친데 덮친 격으로 코나 EV 화재 사건이라는 노이즈 발생함에 따라 양호한 실적 달성에도 불구하고 단기간 내 강한 강도의 추가 반등 가능성은 제한적일 것. 그러나 동사의 본격적인 실적 성장은 내년부터 시작된다는 점과 양극재 시장의 판도 변화 과정에서 중요한 한 축을 담당할 수 있다는 점을 고려해 중장기적 관점으로 접근하는 것이 타당

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	250	64.5	31.7	236	6.3
영업이익	18	79.4	26.9	17	4.2
세전계속사업이익	15	87.0	24.2	12	23.0
지배순이익	15	69.2	7.6	11	41.2
영업이익률 (%)	7.1	+0.6 %pt	-0.2 %pt	7.2	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	6.0	+0.1 %pt	-1.4 %pt	4.5	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	589	616	878	1,323
영업이익	50	37	60	97
지배순이익	37	34	53	85
PER	-	34.0	51.8	32.3
PBR	-	3.2	6.4	5.9
EV/EBITDA	-	20.3	38.0	22.2
ROE	26.7	13.0	13.3	19.0

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	3Q20P			4Q20E			2020E			2021E		
	기존	실적	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출	233.7	250.2	7.0	274.8	269.9	-1.8	866.2	877.8	1.3	1,330.3	1,322.6	-0.6
영업이익	17.1	17.7	3.5	20.3	19.2	-5.4	60.1	59.6	-0.8	101.4	97.3	-4.0
당기순이익	12.4	15.1	21.7	15.2	15.3	-0.7	50.0	52.8	5.6	82.1	84.6	3.0

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. 에코프로비엠 분기별 실적 추이(연결)

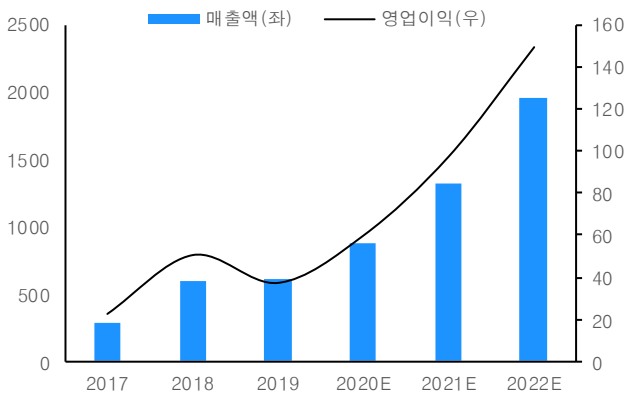
(단위 : 십억원, %)

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20E	4Q20E	Y2020E	Y2021E	Y2022E
매출액	180.7	136.0	152.1	147.3	167.7	189.9	250.2	269.9	877.8	1,322.6	1,955.2
NCA 등	143.5	103.7	117.7	116.2	123.1	116.5	157.6	156.0	553.1	700.9	1,101.9
NCM	37.2	32.3	34.4	31.1	44.6	73.4	92.6	114.0	324.7	621.6	853.4
YoY%	59.2%	5.2%	-6.8%	-19.6%	-7.2%	39.7%	64.5%	83.2%	42.5%	50.7%	47.8%
	26.4%	-19.8%	-27.9%	-36.6%	-14.2%	12.3%	33.9%	34.2%	15.0%	26.7%	57.2%
					20.0%	127.5%	169.0%	266.8%	140.5%	91.5%	37.3%
매출총이익	22.7	19.1	17.8	13.4	18.6	27.2	34.2	36.8	116.9	185.0	278.7
YoY%	-	-	-18.2%	-45.5%	-18.3%	42.6%	92.3%	174.4%	60.0%	58.2%	50.7%
매출총이익율%	12.6%	14.0%	11.7%	9.1%	11.1%	14.3%	13.7%	13.7%	13.3%	14.0%	14.3%
영업이익	14.6	11.1	9.9	1.6	8.8	13.9	17.7	19.2	59.6	97.3	149.3
YoY%	-	-	-32.4%	-88.6%	-39.4%	25.7%	79.3%	1087.8%	60.0%	58.2%	50.7%
영업이익율%	8.1%	8.1%	6.5%	1.1%	5.3%	7.3%	7.1%	7.1%	6.8%	7.4%	7.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 에코프로비엠 연도별 매출액 및 영업이익 추이

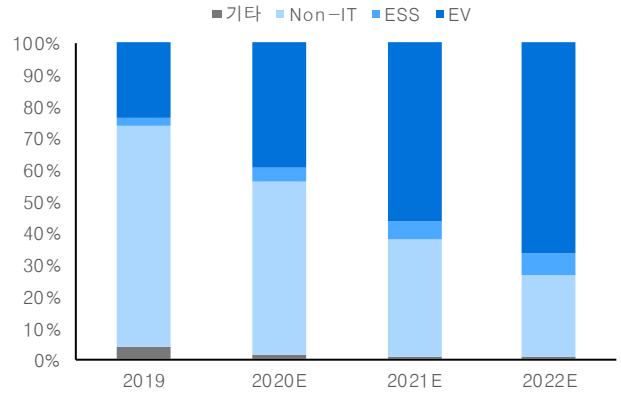
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 에코프로비엠 Application 별 매출비중

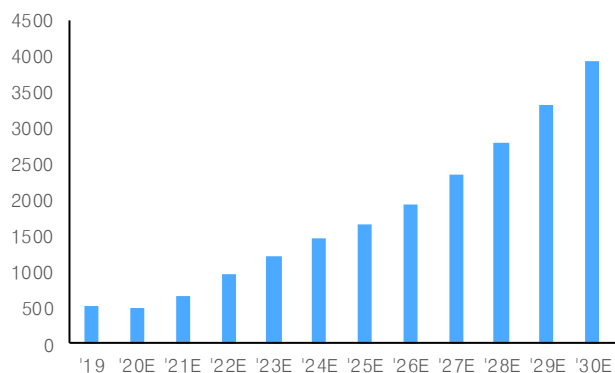
(단위 : %)



자료: 에코프로비엠, 유안타증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 양극재 수요 전망

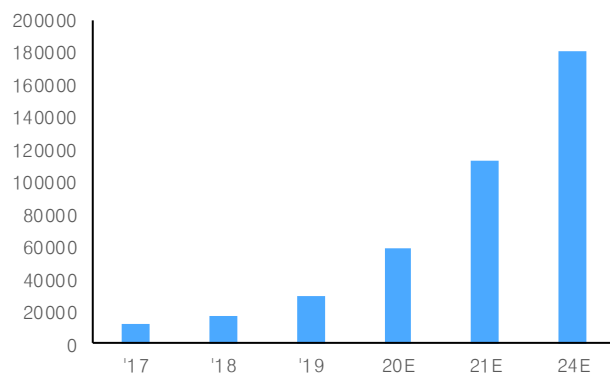
(단위 : 천톤)



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 에코프로비엠 양극재 생산능력 추이

(단위 : GWh)



자료: 에코프로비엠, 유안타증권 리서치센터

표3. 에코프로비엠 Valuation

(단위 : 십억원, %)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
영업이익(a)	37	60	97	149	194	234	268	312	379	451	536	636
유효법인세(b)	-8	2	7	27	35	42	48	56	68	81	96	114
NOPLAT(c=a-b)	45	57	90	122	159	192	220	255	311	370	439	521
감가상각비(d)	24	19	44	52	60	60	60	60	60	60	60	60
운전자본 증감(e)	-55	-38	-112	-68	-73	-84	-75	-77	-79	-77	-78	-78
Capex(f)	-182	-70	-170	-80	-300	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30
FCF(g=c+d+e+f)	-162	-34	-148	26	-154	137	174	208	262	322	391	473
WACC		7.5%										
PV of FCF(h)		828										
Terminal Value(i)		4,812										
사업가치(j=h+i)		5,640										
순차입금(k)		196										
기업가치(l=j-k)		5,445										
발행주식수(천주)		21,035										
주당가치		219,476										
목표주가		220,000										
현재주가		130,000										
Upside(%)		69.2										

자료: 유안타증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	589	616	878	1,323	1,955
매출원가	510	543	761	1,138	1,677
매출총이익	80	73	117	185	279
판매비	29	36	57	88	129
영업이익	50	37	60	97	149
EBITDA	73	66	77	141	201
영업외손익	-7	-9	-5	-6	-7
외환관련손익	0	-1	0	1	1
이자손익	-6	-4	-5	-6	-8
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-4	0	0	0
법인세비용차감전순손익	43	28	55	92	142
법인세비용	6	-6	2	7	26
계속사업순손익	37	34	53	85	116
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	37	34	53	85	116
지배지분순이익	37	34	53	85	116
포괄순이익	34	37	53	85	116
지배지분포괄이익	34	37	53	85	116

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	24	13	99	80	163
당기순이익	37	34	53	85	116
감가상각비	20	27	17	44	52
외환손익	0	0	1	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-50	-55	-38	-112	-68
기타현금흐름	17	6	66	64	64
투자활동 현금흐름	-73	-182	-70	-162	-73
투자자산	0	0	-7	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-73	-182	-70	-170	-80
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	7	8	7
재무활동 현금흐름	45	180	109	183	-3
단기차입금	15	-24	33	50	10
사채 및 장기차입금	27	40	74	132	-13
자본	10	170	4	0	0
현금배당	0	0	-3	-3	-3
기타현금흐름	-6	-6	0	4	4
연결범위변동 등 기타	0	0	-36	-121	-79
현금의 증감	-4	11	101	-21	9
기초 현금	14	10	20	121	101
기말 현금	10	20	121	101	110
NOPLAT	50	45	60	97	149
FCF	-57	-162	-34	-148	26

자료: 유안타증권

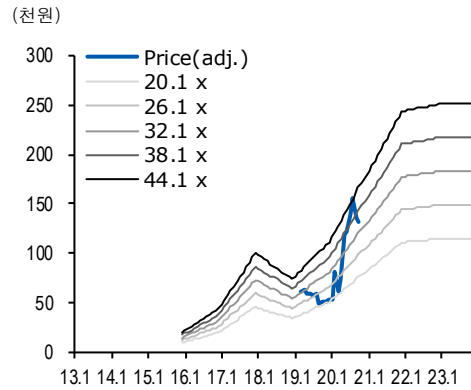
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	212	246	389	512	617
현금및현금성자산	10	20	122	101	110
매출채권 및 기타채권	61	65	86	130	166
재고자산	139	159	180	280	339
비유동자산	253	405	437	563	591
유형자산	233	377	400	526	554
관계기업 등 지분관련자산	0	0	7	7	7
기타투자자산	0	0	1	1	1
자산총계	464	650	826	1,076	1,208
유동부채	206	138	186	264	297
매입채무 및 기타채무	101	63	71	99	122
단기차입금	80	56	89	139	149
유동성장기부채	18	16	22	22	22
비유동부채	98	142	216	348	334
장기차입금	90	132	200	332	319
사채	1	0	0	0	0
부채총계	304	280	402	612	631
지배지분	161	370	424	464	577
자본금	8	10	11	11	11
자본잉여금	96	271	275	275	275
이익잉여금	56	93	143	182	296
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	161	370	424	464	577
순차입금	180	186	196	398	386
총차입금	190	206	317	499	496

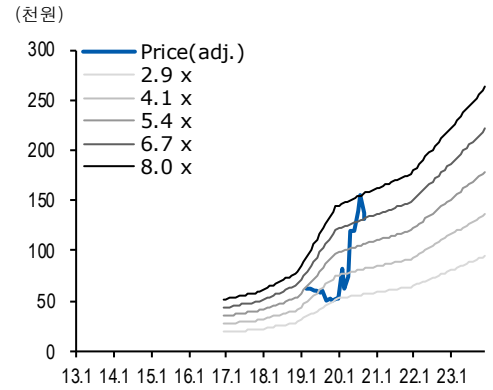
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,268	1,677	2,509	4,020	5,533
BPS	9,880	18,010	20,165	22,057	27,440
EBITDAPS	4,628	3,353	3,665	6,702	9,569
SPS	37,480	31,185	41,730	62,874	92,951
DPS	0	150	150	150	150
PER	-	34.0	51.8	32.3	23.5
PBR	-	3.2	6.4	5.9	4.7
EV/EBITDA	-	20.3	38.0	22.2	15.5
PSR	-	1.8	3.1	2.1	1.4

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	103.3	4.6	42.5	50.7	47.8
영업이익 증가율 (%)	125.6	-26.3	60.8	63.1	53.5
지배순이익 증가율 (%)	143.1	-6.4	53.0	60.2	37.6
매출총이익률 (%)	13.5	11.9	13.3	14.0	14.3
영업이익률 (%)	8.5	6.0	6.8	7.4	7.6
지배순이익률 (%)	6.3	5.6	6.0	6.4	6.0
EBITDA 마진 (%)	12.3	10.8	8.8	10.7	10.3
ROIC	14.7	10.1	9.9	12.3	13.6
ROA	9.7	6.2	7.1	8.9	10.2
ROE	26.7	13.0	13.3	19.0	22.4
부채비율 (%)	189.3	75.7	94.7	131.9	109.3
순차입금/자기자본 (%)	112.3	50.1	46.1	85.9	66.8
영업이익/금융비용 (배)	7.8	8.3	11.1	14.5	17.4

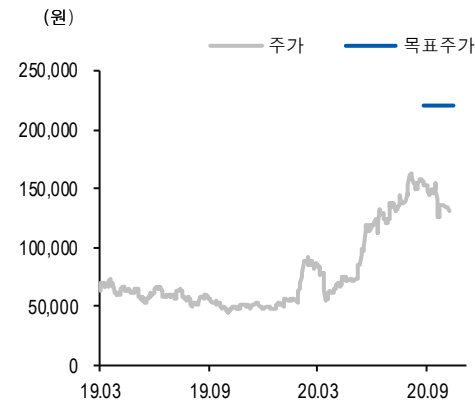
P/E band chart



P/B band chart



에코프로비엠 (247540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-10-16	BUY	220,000	1년		
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: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-10-13

※해의 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 기존 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 투자의사결정은 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.