

2020. 1. 6



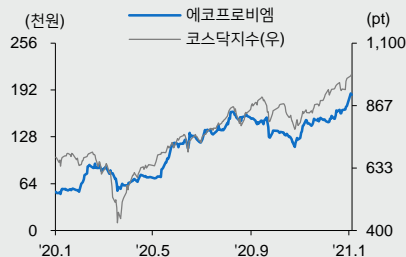
▲ 전기전자/2차전지
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	225,000 원
현재주가 (1.5)	185,800 원
상승여력	21.1%
KOSDAQ	985.76pt
시가총액	39,083억원
발행주식수	2,104만주
유동주식비율	43.07%
외국인비중	7.00%
52주 최고/최저가	187,200원/50,000원
평균거래대금	421.4억원
주요주주(%)	
에코프로 외 5인	53.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.4	48.8	262.2
상대주가	15.3	13.5	146.1

주가그래프



에코프로비엠 247540

2021년 무엇이 에코프로비엠 주가를 움직일까

- ✓ 4Q20 매출액과 영업이익은 일시적인 요인 탓에 컨센서스 하회 예상
- ✓ 1) 환율, 2) 니켈(원재료)가격 상승, 3) 니로 일시적 판매 차질 영향
- ✓ 2021년 주목할 포인트는 1) SK이노베이션을 통한 중국 시장 성장 공유, 2) 2021년형 유럽 코나EV향 신규 공급, 3) LG화학과 양극재 거래 가능성 증가, 4) 해외 법인 설립 확대에 따른 현지 진출 가속화에 주목
- ✓ 멀티플 상향 반영해 적정주가 225,000원으로 상향

4Q20 Preview: 컨센서스 하회 예상되나 일시적인 요인 탓

4Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 4%, 15% 하회할 전망이다. 1) 4Q20 가파른 원달러 환율 하락, 2) 니켈(원재료)가격 상승, 3) 기아차 니로 일시적 판매차질(유럽 오프라인 딜러 영업제한+2020년 Co2 과징금 면제조건 조기종족)영향이다. 모두 일시적인 것들에 의한 영향이다. 이제 관심은 2021년으로 돌려야 할 때다.

2021년 무엇이 에코프로비엠 주가를 움직일까?

- 1) SK이노베이션은 국내 배터리 3사중 중국 전기차 시장 익스포저가 가장 크다. SK이노베이션과 JV를 맺고 있는 BAIC, EVE 등 중국 로컬 업체향 양극재 공급으로 중국 전기차 시장 성장의 온기를 함께 누리게 된다.
 - 2) 현재 코나EV로 공급중인 SK이노베이션 배터리에는 Umicore의 NCM622 양극재가 사용됐으나, 2021년형 유럽향 모델부터는 에코프로비엠의 양극재가 사용될 예정이다. 즉 니로와 코나 모두 에코프로비엠의 실적 견인차 역할을 하게 된다. 단 E-GMP 1차(SK이노베이션)향 공급은 중국 양극재 업체가 담당하게 될 전망이다.
 - 3) 모회사 에코프로가 LG화학 폴란드 공장의 양극재 스크랩을 확보해 향후 리사이클 분야에서 양사간의 협업이 시작될 전망이다. 이는 '향후에' 에코프로비엠과 LG화학간에도 '신규 양극재' 거래가 가능해질 수 있다는 희망을 준 상징적인 거래라고 판단한다. 영원한 적은 없는 법이다.
 - 4) 2020년 미국 법인 설립을 마쳤고, 2021년에는 이를 다른 지역으로 확대해 양극재 공장의 해외진출이 가속화되는 원년이 될 전망이다.
- 위 4가지 의견에 기반한 멀티플 상향(2019~20년 평균 38배 → 2020년 평균 45배)을 반영해 적정주가를 225,000원으로 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	1,684	-28.2	18,083	33.8	3.2	29.9	13.0	75.7
2020E	868.7	57.5	47.7	2,089	24.1	21,493	88.9	8.6	33.4	11.8	69.6
2021E	1,327.1	94.9	75.2	3,293	57.6	24,665	56.4	7.5	23.4	15.9	89.7
2022E	2,016.2	141.4	113.4	4,964	50.7	29,700	37.4	6.3	17.3	20.4	91.0

표1 에코프로비엠 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	260.8	147.3	77.1%	167.7	55.6%	272.5	-4.3%
영업이익	16.9	1.6	937.3%	8.8	91.7%	19.9	-15.0%
세전이익	14.5	-2.7	nm	9.8	47.1%	16.0	-9.6%
지배주주 순이익	11.6	1.1	1002.6%	8.4	37.7%	14.5	-20.2%
영업이익률(%)	6.5%	1.1%		5.3%		7.3%	
지배주주 순이익률(%)	4.4%	0.7%		5.0%		5.3%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 에코프로비엠 실적 추정치 변경

비교	New			Old			차이(%)		
	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
(십억원)									
매출액	257.3	1,327.1	2,016.2	257.3	1,327.1	2,016.2	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익	18.4	94.9	141.4	17.9	95.7	147.6	2.5%	-0.8%	-4.2%
영업이익률 (%)	7.1%	7.2%	7.0%	7.0%	7.2%	7.3%			
세전이익	19.0	88.5	133.4	18.5	87.6	138.7	2.5%	1.0%	-3.8%
순이익	16.1	75.2	113.4	15.7	74.5	117.9	2.7%	1.0%	-3.9%

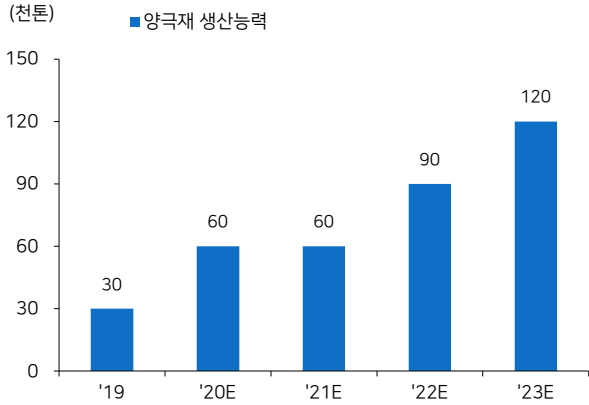
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 에코프로비엠 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율(원)	1,194	1,221	1,187	1,118	1,123	1,108	1,095	1,085	1,180	1,103	1,071
매출액	167.7	189.9	250.2	260.8	257.3	283.5	356.2	430.0	868.7	1,327.1	2,016.2
(% QoQ)	13.8%	13.3%	31.7%	4.3%	-1.4%	10.2%	25.7%	20.7%			
(% YoY)	-7.2%	39.7%	64.5%	77.1%	53.4%	49.3%	42.4%	64.9%	41.0%	52.8%	51.9%
Non-IT	110.8	99.5	141.5	145.0	133.8	134.7	165.7	195.7	496.8	629.8	813.8
EV	47.0	77.6	98.2	104.9	110.6	133.2	171.0	210.7	327.7	625.6	1,095.5
ESS	7.0	11.9	9.7	9.7	11.6	14.2	17.8	21.5	38.3	65.1	100.8
기타	2.9	0.9	0.8	1.3	1.3	1.4	1.8	2.2	5.9	6.6	6.0
영업이익	8.8	13.9	17.9	16.9	18.4	20.5	25.6	30.5	57.5	94.9	141.4
(% QoQ)	441.1%	57.7%	28.5%	-5.4%	8.6%	11.4%	25.3%	18.8%			
(% YoY)	-39.4%	25.9%	81.4%	937.3%	108.1%	47.1%	43.5%	80.1%	55.1%	65.0%	49.0%
영업이익률(%)	5.3%	7.3%	7.1%	6.5%	7.1%	7.2%	7.2%	7.1%	6.6%	7.2%	7.0%
세전이익	9.8	12.1	15.2	14.5	19.0	18.4	23.0	28.1	51.6	88.5	133.4
지배주주 순이익	8.4	14.0	13.7	11.6	16.1	15.7	19.5	23.9	47.7	75.2	113.4
지배주주 순이익률(%)	5.0%	7.4%	5.5%	4.4%	6.3%	5.5%	5.5%	5.6%	5.5%	5.7%	5.6%

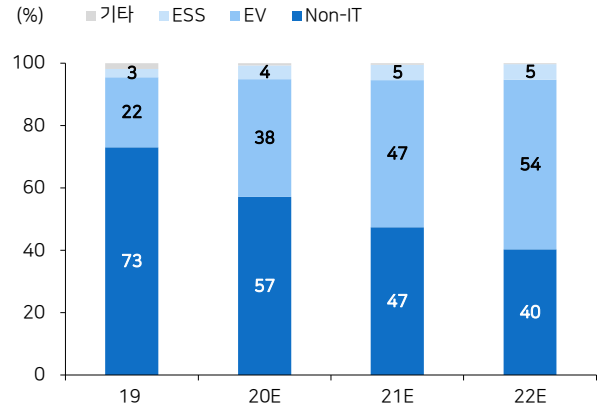
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 양극재 생산능력 추정



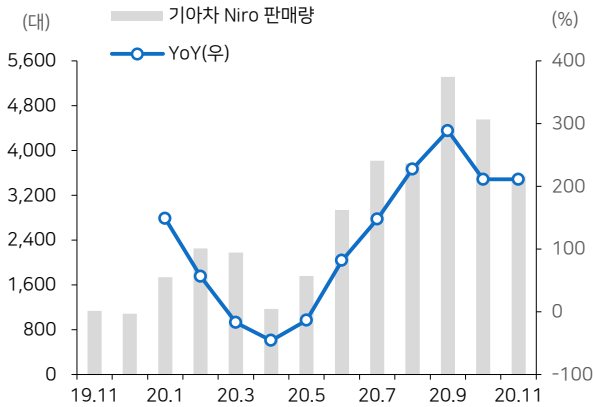
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 어플리케이션별 매출 비중 추정



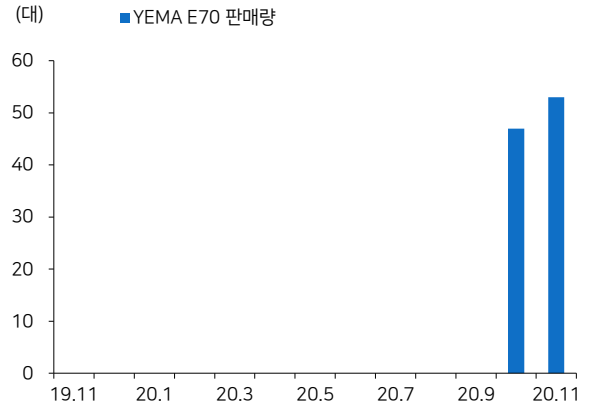
자료: Fuji Research report 19, 메리츠증권 리서치센터

그림3 기아차 Niro 월별 판매대수



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 YEMA E70 월별 판매대수



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

표4 밸류에이션 테이블

	2019	2020E	2021E	2022E
주가 (원)				
High	74,500	170,100		
Low	44,550	50,000		
Average	56,973	113,433		
확정치 기준 PER (배)				
High	49.5	81.4		
Low	29.6	23.9		
Average	37.9	54.3		
EPS (원)	1,504	2,089	3,293	
EPS Growth (%)	-35.9	24.1	57.6	4,964
컨센서스 기준 PER (배)				50.7
High	39.6	68.1		
Low	23.7	20.0		
Average	30.3	45.4		
EPS (원)	1,881	2,497	4,089	
EPS growth (%)	-0.2	0.5	1.0	5,828

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 에코프로비엠 적정주가 산정표

(원)	2022E	비고
EPS	4,964	2022E EPS
적정배수 (배)	45.4	2020년 멀티플 평균
적정가치	225,481	
적정주가	225,000	
현재주가	185,800	
상승여력 (%)	21.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	589.2	616.1	868.7	1,327.1	2,016.2
매출액증가율 (%)	103.3	4.6	41.0	52.8	51.9
매출원가	509.6	543.0	757.5	1,150.2	1,750.0
매출총이익	79.6	73.1	111.2	176.9	266.2
판매관리비	29.3	36.0	53.6	82.0	124.7
영업이익	50.3	37.1	57.5	94.9	141.4
영업이익률	8.5	6.0	6.6	7.2	7.0
금융손익	-7.3	-4.7	-5.3	-6.1	-7.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-4.0	-0.3	-0.3	-0.3
세전계속사업이익	42.9	28.3	51.6	88.5	133.4
법인세비용	6.0	-6.1	3.9	13.3	20.0
당기순이익	36.9	34.5	47.7	75.2	113.4
지배주주지분 순이익	36.9	34.5	47.7	75.2	113.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	23.8	12.8	122.5	232.2	336.5
당기순이익(손실)	36.9	34.5	47.7	75.2	113.4
유형자산상각비	20.5	26.7	34.2	41.3	45.3
무형자산상각비	2.0	2.4	2.7	2.9	3.2
운전자본의 증감	-29.1	-29.1	-40.6	-4.6	-3.6
투자활동 현금흐름	-73.0	-182.3	-148.7	-228.6	-193.6
유형자산의증가(CAPEX)	-72.8	-181.8	-123.0	-183.0	-148.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	-29.0	-44.0	-44.0
재무활동 현금흐름	44.9	180.1	28.4	194.9	125.6
차입금의 증감	43.5	13.9	-23.5	68.6	-0.7
자본의 증가	9.8	172.8	5.5	2.9	2.9
현금의 증가(감소)	-4.2	10.6	39.3	-36.0	-21.0
기초현금	13.8	9.6	20.1	59.4	23.4
기말현금	9.6	20.1	59.4	23.4	2.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	211.6	245.5	317.7	336.0	386.3
현금및현금성자산	9.6	20.1	59.4	23.4	2.4
매출채권	49.3	56.9	85.4	132.0	193.1
재고자산	138.7	158.9	154.3	151.3	145.5
비유동자산	252.8	404.9	428.7	621.9	774.9
유형자산	233.1	376.7	392.5	534.2	636.9
무형자산	14.0	14.1	3.9	8.0	12.4
투자자산	0.4	0.4	29.6	73.6	117.6
자산총계	464.5	650.4	746.4	957.9	1,161.2
유동부채	206.1	137.9	189.4	287.2	368.6
매입채무	58.8	25.4	38.2	60.0	92.9
단기차입금	80.2	55.7	51.4	60.0	70.0
유동성장기부채	18.4	16.3	29.2	49.9	29.2
비유동부채	97.8	142.3	116.9	165.8	184.5
사채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	89.9	132.3	100.2	139.5	149.5
부채총계	303.9	280.2	306.4	452.9	553.2
자본금	8.1	10.3	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	95.6	271.0	276.1	276.1	276.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	55.7	93.0	137.6	202.6	305.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	160.6	370.2	440.0	505.0	608.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	37,481	29,971	41,404	63,252	96,099
EPS(지배주주)	2,345	1,684	2,089	3,293	4,964
CFPS	-270	513	1,872	-1,714	-1,001
EBITDAPS	2,762	2,162	4,498	6,632	9,052
BPS	10,213	18,083	21,493	24,665	29,700
DPS	0	150	450	450	450
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	33.8	88.9	56.4	37.4
PCR	0.0	362.0	99.3	-108.4	-185.5
PSR	0.0	1.9	4.5	2.9	1.9
PBR	0.0	3.2	8.6	7.5	6.3
EBITDA	43	44	94	139	190
EV/EBITDA	0.0	29.9	33.4	23.4	17.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.7	13.0	11.8	15.9	20.4
EBITDA 이익률	84.9	77.6	50.6	54.1	59.7
부채비율	189.3	75.7	69.6	89.7	91.0
금융비용부담률	1.1	0.6	0.5	0.3	0.3
이자보상배율(x)	7.8	8.3	13.2	19.4	25.0
매출채권회전율(x)	23.9	11.6	12.2	12.2	12.4
재고자산회전율(x)	5.1	3.6	4.8	7.5	11.8

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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 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	-26.7	-6.4	
2021.01.06	기업브리프	Buy	225,000	주민우	-	-	