

에코프로(086520)

매수(신규) / TP: 54,000원

주가(10/10, 원)	40,800
시가총액(십억원)	901
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	44,200/26,950
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	25,255
유동주식비율(%)	81.8
외국인지분율(%)	4.8
주요주주(%)	이동채 외 10 인 18.2
	국민연금 5.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	170	10	(9)	(487)	NM	29	NM	12.7	1.6	(6.1)	0.0
2017A	329	22	(7)	(313)	NM	45	NM	24.0	5.9	(4.7)	0.0
2018F	626	53	31	1,405	NM	83	29.0	14.5	5.2	19.3	0.0
2019F	871	81	41	1,846	31.4	117	22.1	10.8	4.2	21.1	0.0
2020F	1,194	115	64	2,902	57.2	155	14.1	8.7	3.3	26.6	0.0

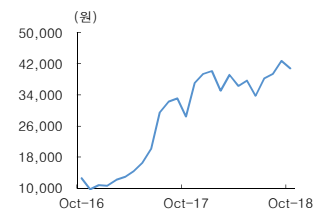
주: 순이익은 지분법적용 순이익

성장의 열쇠는 NCA

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.4	3.9	21.6
상대주가(%p)	10.8	18.7	7.4

주가추이



무선 기기등장의 최대 수혜: 매수 의견과 목표주가 54,000원으로 분석을 개시한다. 2019년 예상 EPS에 국내 2차전지 소재 업체들의 2019년 평균 PER에 20% 할증 적용했다. 국내 2차전지 소재업체 내 가장 공격적인 증설 계획과 과점화된 NCA시장내 점유율 상승으로 프리미엄이 타당하다. 소형기기들이 점점 무선화 되어가는 트렌드 속에 에코프로가 NCA 시장내 가장 큰 폭의 수혜를 누릴 전망이다. 에코프로 매출의 90% 이상은 NCA 양극활물질이며 대부분 높은 초기출력을 필요로 하는 전동공구, 전기자전거 등 소형 전지향이다. 글로벌 전동공구와 전기자전거용 2차전지 시장은 15년 6,732억원 규모에서 20년 9,945억원 규모로 성장할 것으로 전망된다. 또한 기존 어플리케이션에 더해 신규 어플리케이션이 확대돼 NCA양극활물질의 중장기적인 성장이 예상된다. 이에 따라 에코프로의 2019년 매출 및 영업이익은 전년대비 각각 39.1%, 52.1% 증가할 것이다.

경쟁 강도가 약한 NCA 시장: 17년 출하량 기준 에코프로의 글로벌 NCA 시장점유율은 17.1%로 글로벌 2위다. 1위는 파나소닉을 거쳐 최종수요자인 테슬라로 납품하는 일본의 SMM으로 점유율 60%를 차지한다. 에코프로는 NCA 양극활물질 증설을 단계적으로 진행하고 있다. 올해 말 총 생산능력은 2,000톤/월, 내년말에는 4,700톤/월에 이를 것이다. 이는 NCA 시장 점유율 1위기업인 SMM의 생산능력을 넘어서는 수준이다. SMM 고객사는 파나소닉 100%로 편중되어 있고 내년 4,550톤/월까지 생산능력을 확대할 계획이지만 타 고객사의 소형기기 향으로의 납품 여력이 제한적이다. 이에 따라 NCA 시장은 수요는 25년까지 연평균 54.2%로 급증하는 반면 공급할 회사는 에코프로를 제외하면 제한적인 상황이다.

높아지는 전기차 시장 신규 진출 가능성: 국내 2차전지 업체와 함께 파우치 타입의 CSG(NCM811) 배터리 양산을 성공했다. 기존 NCA 대비 10% 정도 비싼 고부가가치 제품이다. 18년부터 사업화를 진행한 CSG는 에코프로BM의 매출 중 10% 이상을 차지한다. 아직 양산 단계전의 테스트 물량인긴 하나 연간 1,000톤 이상의 규모를 납품 중이다. 전사 매출에서 전기차용 비중이 꾸준히 높아질 것으로 예상된다. CSG 제품의 연간 예상 공급규모는 18년 1,000톤 에서 21년 20,000톤 규모로 확대돼 외형성장을 이끌 것이다.

조민영

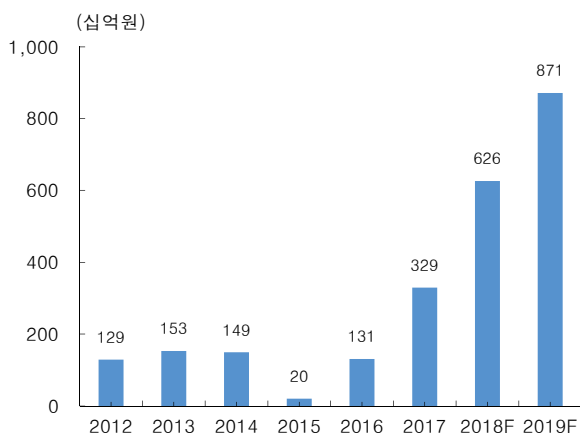
minyoung@truefriend.com

〈표 29〉 에코프로 목표주가 산출내역

항목	2018F	2019F	비고
순이익(십억원)	31.0	40.8	
유통주식수(천주)	22,090	22,090	국내 2차전지 소재 업체들의 2019년 평균 PER에 20% 할증 적용
EPS(원)	1,404.9	1,846.5	
Target PER(배)	29	29	
주당가치(원)	40,460	53,548	
목표주가(원)		54,000	

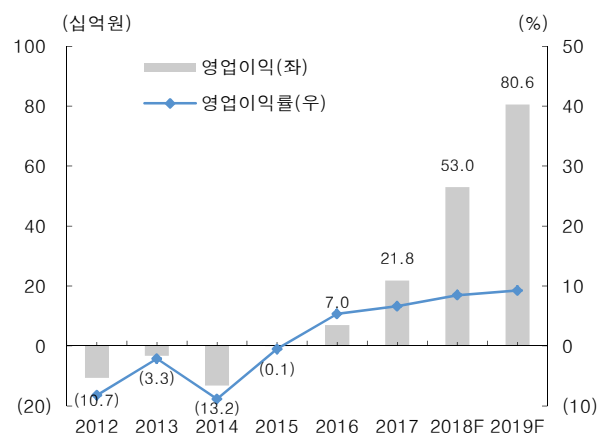
자료: 한국투자증권

[그림 99] 매출액 추이



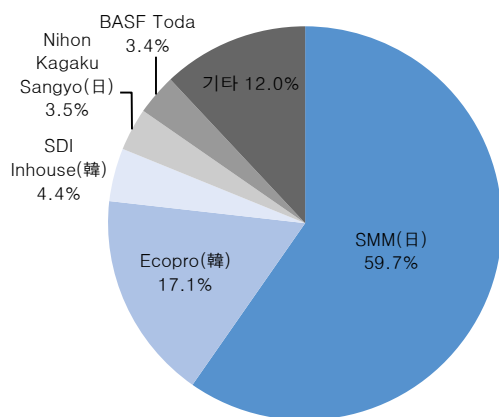
자료: 에코프로, 한국투자증권

[그림 100] 영업이익 및 영업이익률



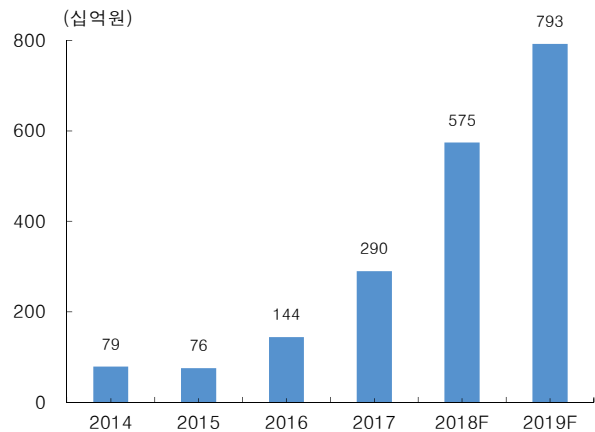
자료: 에코프로, 한국투자증권

[그림 101] 2017년 NCA 시장 점유율



자료: 에코프로, 한국투자증권

[그림 102] 에코프로BM 매출액



자료: 에코프로, 한국투자증권

〈표 30〉 에코프로비엠 생산능력 추이

공장	준공	생산 MT/월(전구체)	비고
CAM1	2008년	50(50)	NCA
CAM2	2010년	150(300)	NCA/NCM 다기능
CAM3	2015년	150	NCA
CAM3N	2016년	120	NCA
CAM4	2017년	450	NCA
CAM4N	2018년	1,000	NCA/CSG
포항 1단계	2019년	2,300	NCA/CSG

자료: 에코프로, 한국투자증권

〈표 31〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2018F				2019F				2018F	2019F	2020F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	128.0	136.2	163.5	198.7	203.3	214.6	223.2	230.1	626.3	871.3	1,193.6
2차전지	113.5	129.3	149.2	182.6	183.6	195.4	204.5	209.2	567.9	780.9	780.9
환경	15.1	7.7	14.3	16.1	19.7	19.3	18.7	20.9	53.3	78.5	78.5
매출원가	108.8	115.3	138.8	169.9	173.8	182.4	187.5	192.2	532.7	735.9	1,019.4
매출원가율	85.0	84.6	84.9	85.5	85.5	85.0	84.0	83.5	85.1	84.5	85.4
매출총이익	19.2	20.9	24.7	28.8	29.5	32.2	35.7	38.0	93.6	135.4	174.3
매출총이익률	15.0	15.4	15.1	14.5	14.5	15.0	16.0	16.5	14.9	15.5	14.6
판매비	8.9	9.8	10.6	11.3	12.1	13.4	14.0	15.3	40.7	54.8	59.7
판매비율	7.0	7.2	6.5	5.7	6.0	6.2	6.3	6.6	6.5	6.3	5.0
영업이익	10.2	11.1	14.1	17.5	17.3	18.8	21.7	22.7	53.0	80.6	114.6
영업이익률	8.0	8.2	8.6	8.8	8.5	8.8	9.7	9.9	8.5	9.2	9.6

자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

에코프로는 대기오염 방지 및 사후처리 부문인 환경 사업과 2차전지 산업 영위. 환경 사업부는 반도체, 디스플레이 등 고객사의 요청에 따라 VOC, NOX, SOX 등 각종 유해가스 제어 솔루션을 개발하고 상용화 준비 중. 2차전지 사업부는 2013년 High-Nickel계 양극활물질 중심으로 사업 재편을 한 뒤 NCA 분야에서 시장점유율을 꾸준히 높이는 중. 매출 비중은 2018년 2분기 누적 기준 2차전지 사업부문 91%, 환경 사업부문 9%, 최대주주는 이동채(12.79%).

- NCA: 차기 중대형 배터리 양극활물질 소재로 니켈, 코발트, 알루미늄을 사용.
- 전동공구: 전동기의 힘을 이용하여 쉽고 빠르게 작업할 수 있도록 만든 공구

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	126	165	298	423	592
현금성자산	22	23	50	70	84
매출채권및기타채권	36	49	75	113	179
재고자산	61	76	144	200	275
비유동자산	220	283	351	410	469
투자자산	27	21	29	40	55
유형자산	164	233	278	309	330
무형자산	20	20	25	35	48
자산총계	346	448	649	834	1,060
유동부채	109	179	262	356	444
매입채무및기타채무	30	41	69	96	131
단기차입금및단기사채	65	85	95	105	115
유동성장기부채	13	47	82	116	151
비유동부채	64	84	163	201	261
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	59	76	149	181	233
부채총계	173	264	426	558	705
지배주주지분	144	147	175	213	270
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	137	147	147	147	147
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	(4)	(11)	18	56	113
비지배주주지분	29	38	49	63	86
자본총계	174	184	224	276	356

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	4	24	32	67	55
당기순이익	(7)	(3)	40	53	80
유형자산감가상각비	16	20	26	32	34
무형자산상각비	3	3	3	4	6
자산부채변동	(27)	(23)	(58)	(46)	(98)
기타	19	27	21	24	33
투자활동현금흐름	(99)	(103)	(110)	(110)	(115)
유형자산투자	(61)	(84)	(72)	(63)	(55)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(36)	(17)	(14)	(18)	(21)
무형자산순증	(2)	(2)	(9)	(14)	(19)
기타	(1)	0	(15)	(15)	(20)
재무활동현금흐름	112	80	106	62	75
자본의증가	66	8	0	0	0
차입금의순증	49	75	117	77	97
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(3)	(3)	(11)	(15)	(22)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	17	1	27	20	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	170	329	626	871	1,194
매출원가	142	274	533	736	1,019
매출총이익	29	55	94	135	174
판매관리비	19	33	41	55	60
영업이익	10	22	53	81	115
금융수익	1	0	23	13	0
이자수익	1	0	1	1	2
금융비용	6	7	14	14	0
이자비용	6	7	11	16	19
기타영업외손익	(8)	(10)	(13)	(13)	(13)
관계기업관련손익	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)
세전계속사업이익	(7)	(1)	49	66	100
법인세비용	1	2	9	13	20
연결당기순이익	(7)	(3)	40	53	80
지배주주지분순이익	(9)	(7)	31	41	64
기타포괄이익	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	(8)	(4)	39	52	80
지배주주지분포괄이익	(9)	(7)	28	38	57
EBITDA	29	45	83	117	155

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(487)	(313)	1,405	1,846	2,902
BPS	6,757	6,636	7,914	9,622	12,215
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	93.0	90.4	39.1	37.0
영업이익증가율	NM	115.6	143.1	52.1	42.2
순이익증가율	NM	NM	NM	31.4	57.2
EPS증가율	NM	NM	NM	31.4	57.2
EBITDA증가율	NM	55.9	84.2	41.6	32.6
수익성(%)					
영업이익률	5.9	6.6	8.5	9.2	9.6
순이익률	(5.2)	(2.1)	5.0	4.7	5.4
EBITDA Margin	16.8	13.6	13.2	13.4	13.0
ROA	(2.1)	(0.8)	7.2	7.1	8.5
ROE	(6.1)	(4.7)	19.3	21.1	26.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	109	170	251	298	368
차입금/자본총계비율(%)	78.6	113.2	145.6	145.9	140.5
Valuation(X)					
PER	NM	NM	29.0	22.1	14.1
PBR	1.6	5.9	5.2	4.2	3.3
EV/EBITDA	12.7	24.0	14.5	10.8	8.7