에코프로 (086520.KQ / 매수 / TP 54,000원, 신규)

반도체/디스플레이 담당 이원식
T. 2004-9984 / lee.won-sik@shinyoung.com

Capa 증설에 대한 기대감

- **2차전지용 양극소재 생산 업체**
  - 에코프로는 양극재 중 NCA를 주력으로 공급 중이나, 향후 NCM811(CSG) 제품 공급을 본격화할 전망
  - 주요 고객사로 삼성SDI, 무라타, SK이노베이션 등을 확보 하고 있으며, 국내 2차전지 소재 업체들 가운데 가장 공격적인 Capa 증설을 단행 중

- **외형 성장의 본격화**
  - 향후 공격적인 Capa 증설과 함께 실적 성장세는 지속될 전망(rf. Capa: 17년말 1,000톤/월 → 18년말 2,000톤/월 → 19년말 4,300톤/월 추정)
  - 현재, 전구체 공급 내재화를 위한 설비(에코프로 지이엠) 또한 증설 중. 20년말 생산 Capa는 3,000톤/월 추정
  - 19년에도 안정적인 Q 증가 및 원재료 내재화율 확대 등을 통한 수익성 개선을 기대. 19년 실적은 매출액 8,622억원(+35%YoY), 영업이익 828억원(+46%YoY)을 기록할 전망

- **투자의견 매수, 목표주가 5.4만원 제시**
  - 에코프로에 대한 투자의견 매수, 목표주가 54,000원으로 커버리지 개시. 목표주가 54,000원은 19년 EPS 1,798원에 2차전지 소재업체들의 18/19년 평균 PER 30배를 적용

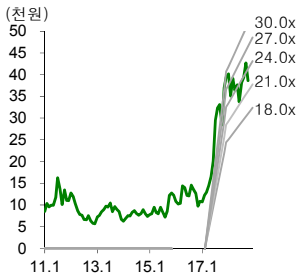
수익예상 및 투자지표

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	170.5	329.0	636.5	862.2	1,034.7
영업이익(십억원)	10.1	21.8	56.3	82.8	106.3
세전손익(십억원)	-6.5	-1.5	39.2	65.8	90.0
지배순이익(십억원)	-8.8	-6.8	30.0	39.7	54.3
EPS(원)	-465	-313	1,356	1,798	2,458
증감율(%)	na	적지	흑전	32.5	36.7
ROE(%)	-6.1	-4.7	18.6	20.3	22.4
PER(배)	na	na	28.5	21.5	15.7
PBR(배)	1.6	5.9	5.4	4.4	3.5
EV/EBITDA(배)	12.8	24.1	13.4	9.7	7.5

Key Data	(2018.10.29)
KOSPI(pt)	1996.05
KOSDAQ(pt)	629.70
액면가(원)	500
시가총액(억원)	8,538
발행주식수(천주)	22,090
평균거래량(3M,주)	956,901
평균거래대금(3M, 백만원)	40,518
52주 최고/최저	45,700 / 27,050
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(18F,%)	0.0
외국인지분율(%)	5.2
주요주주 지분율(%)	
이동채 외 10 인	18.2 %
국민연금	5.1 %

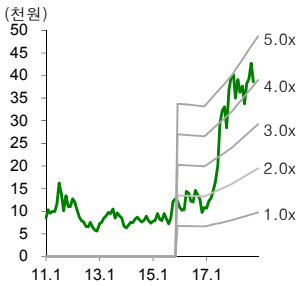
자료 : 신영증권 리서치센터

에코프로 PER 밴드



자료 : 신영증권 리서치센터

에코프로 PBR 밴드



자료 : 신영증권 리서치센터

에코프로 (086520.KQ / 매수 / TP 54,000원, 신규)

- **독점적 지위는 향후에도 지속될 전망**
  - 19년에도 NCA와 CSG 공급 가시화에 따른 안정적인 공급 확대가 예상됨
  - 특히, 고객사의 21700 전지 공급 확대는 양극재 업체들에게도 긍정적. 이는, 기존 18650 대비 21700 제품의 양극재 탑재량이 18g에서 25g로 약 40% 수준 증가하기 때문
  - 19년 실적은 Capa 증설 효과 본격화로 매출액 8,622억원(+35%YoY), 영업이익 828억원(+46%YoY)를 기록할 전망

에코프로 분기실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	18F	19F
매출액	2차전지	113.5	129.3	162.8	175.8	181.6	183.6	200.2	214.5	581.4	780.0
	환경	15.1	7.7	15.6	16.6	17.3	21.5	22.2	21.3	55.0	82.3
	합계	**128.6**	**137.0**	**178.4**	**192.5**	**198.9**	**205.1**	**222.4**	**235.8**	**636.5**	**862.2**
QoQ/YoY	2차전지	20%	14%	26%	8%	3%	1%	9%	7%	101%	34%
	환경	41%	-49%	103%	7%	4%	24%	3%	-4%	36%	49%
	합계	**22%**	**7%**	**30%**	**8%**	**3%**	**3%**	**8%**	**6%**	**93%**	**35%**
매출비중	2차전지	88%	94%	91%	91%	91%	90%	90%	91%	91%	90%
	환경	12%	6%	9%	9%	9%	10%	10%	9%	9%	10%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
영업이익		**10.2**	**11.1**	**17.1**	**17.9**	**17.9**	**19.6**	**22.8**	**22.5**	**56.3**	**82.8**
OPM		8%	8%	10%	9%	9%	10%	10%	10%	9%	10%
QoQ/YoY		176%	9%	54%	5%	0%	9%	16%	-1%	158%	46%

자료 : 신영증권 리서치센터

에코프로 (086520.KQ / 매수 / TP 54,000원, 신규)

- **투자의견 매수, 목표주가 54,000원으로 신규 커버리지 개시**
  - 에코프로에 대한 투자의견 매수와 목표주가 54,000원으로 신규 커버리지 개시
  - 목표주가 54,000원은 19년 EPS 1,798원에 2차전지 소재 업체들의 18년/19년 평균 PER 30배를 적용

		일진머티리얼즈	에코프로	엘앤에프	포스코켐텍	평균
Coverage		Coverage	Coverage			
투자의견		매수	매수			
목표주가						
주가	10월 19일	48,600	42,700	36,050	71,500	
매출액	2017A	454.0	329.0	403.0	1,197.2	
	2018F	510.2	631.6	513.0	1,362.2	
	2019F	660.3	882.4	673.9	1,480.6	
영업이익	2017A	49.5	21.8	29.4	104.0	
	2018F	55.4	54.7	32.0	111.9	
	2019F	90.1	83.3	52.2	142.4	
순이익	2017A	42.2	-6.8	19.9	103.6	
	2018F	50.5	32.5	21.1	146.6	
	2019F	78.0	42.5	36.1	173.2	
EPS	2017A	1,026	-313	963	1,753	
	2018F	1,093	1,466	923	2,478	
	2019F	1,737	1,926	1,598	2,932	
ROE (%)	2017A	8.2	3.0	20.4	19.9	12.8
	2018F	9.4	20.0	15.9	20.8	16.5
	2019F	**13.8**	**21.5**	**22.6**	**20.6**	**19.6**
P/E (X)	2017A	65.5	203.6	30.6	33.4	83.3
	2018F	44.5	29.1	39.0	28.9	35.4
	2019F	**28.0**	**22.2**	**22.6**	**24.4**	**24.3**
P/B (X)	2017A	4.4	5.8	5.7	6.1	5.5
	2018F	4.0	5.3	6.1	5.5	5.2
	2019F	**3.7**	**4.3**	**4.9**	**4.6**	**4.4**

자료: Bloomberg, Fnguide, 신영증권 리서치센터
참고: Bloomberg 18-10-21일 컨센서스 준용

Top Picks 및 관심종목

에코프로 (086520.KQ / 매수 / TP 54,000원, 신규)

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**170.5**	**329.0**	**636.5**	**862.2**	**1,034.7**
증가율(%)	NA	93.0	93.5	35.5	20.0
매출원가	**141.7**	**273.8**	**516.2**	**693.1**	**824.7**
매출총이익	**28.8**	**55.2**	**120.3**	**169.2**	**209.9**
매출총이익률(%)	16.9	16.8	18.9	19.6	20.3
판메비와 관리비 등	**18.7**	**33.5**	**64.0**	**86.4**	**103.6**
영업이익	**10.1**	**21.8**	**56.3**	**82.8**	**106.3**
증가율(%)	NA	115.8	158.3	47.1	28.4
영업이익률(%)	5.9	6.6	8.8	9.6	10.3
EBITDA	**28.7**	**44.8**	**87.9**	**121.3**	**152.3**
EBITDA마진(%)	16.8	13.6	13.8	14.1	14.7
순금융손익	**-4.8**	**-6.9**	**-7.1**	**-7.0**	**-6.3**
기타영업외손익	**-7.9**	**-10.4**	**-10.0**	**-10.0**	**-10.0**
종속및관계기업 관련손익	**-3.9**	**-5.9**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
법인세차감전계속사업이익	**-6.5**	**-1.5**	**39.2**	**65.8**	**90.0**
계속사업손익법인세비용	**0.7**	**1.8**	**5.9**	**9.9**	**13.5**
세후중단사업손익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
당기순이익	**-7.2**	**-3.3**	**33.3**	**55.9**	**76.5**
지배주주지분 당기순이익	**-8.8**	**-6.8**	**30.0**	**39.7**	**54.3**
증가율(%)	**NA**	**-22.7**	**-541.2**	**32.3**	**36.8**
기타포괄이익	**-0.5**	**-0.6**	**-0.6**	**-0.6**	**-0.6**
총포괄이익	**-7.8**	**-3.9**	**32.7**	**55.4**	**75.9**

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**126.2**	**165.0**	**180.6**	**217.7**	**314.9**
현금및현금성자산	21.6	22.7	2.8	15.6	75.8
매출채권 및 기타채권	36.2	48.5	78.9	94.1	112.2
재고자산	60.6	75.7	79.6	86.2	103.5
비유동자산	**220.2**	**283.2**	**320.3**	**360.6**	**363.3**
유형자산	163.6	232.6	273.5	317.3	323.2
무형자산	20.3	19.6	17.1	14.8	12.9
투자자산	27.1	21.2	19.9	18.7	17.4
자산총계	**346.4**	**448.1**	**500.9**	**578.2**	**678.2**
유동부채	**108.7**	**179.5**	**199.5**	**221.5**	**245.5**
단기차입금	65.1	84.8	84.8	84.8	84.8
매입채무및기타채무	30.1	41.0	61.1	83.0	107.1
유동성장기부채	12.5	47.1	47.1	47.1	47.1
비유동부채	**63.9**	**84.2**	**84.2**	**84.2**	**84.2**
부채총계	**172.7**	**263.7**	**283.8**	**305.7**	**329.8**
지배주주지분	**144.4**	**146.6**	**176.0**	**215.1**	**268.9**
자본금	10.7	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	137.4	146.6	146.6	146.6	146.6
비지배주주지분	**29.3**	**37.8**	**41.1**	**57.4**	**79.5**
자본총계	**173.7**	**184.4**	**217.1**	**272.5**	**348.4**
총차입금	**136.6**	**208.7**	**208.7**	**208.7**	**208.7**
순차입금	**108.7**	**169.9**	**189.0**	**174.5**	**113.4**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	**3.7**	**23.7**	**50.2**	**93.8**	**110.4**
당기순이익	**-7.2**	**-3.3**	**33.3**	**55.9**	**76.5**
현금유출이없는비용및수익	**38.6**	**51.1**	**44.6**	**55.4**	**65.8**
유형자산감가상각비	16.1	20.4	29.0	36.3	44.0
무형자산상각비	2.5	2.6	2.6	2.2	1.9
영업활동관련자산부채변동	**-27.4**	**-23.5**	**-14.7**	**-0.6**	**-12.0**
매출채권의감소(증가)	-12.0	-14.6	-30.3	-15.3	-18.0
재고자산의감소(증가)	-28.9	-15.1	-3.9	-6.7	-17.2
매입채무의증가(감소)	14.4	3.0	20.1	21.9	24.1
투자활동으로인한현금흐름	**-98.5**	**-102.9**	**-86.5**	**-97.4**	**-66.6**
투자자산의 감소(증가)	-27.1	5.9	1.3	1.3	1.3
유형자산의 감소	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-60.9	-84.2	-70.0	-80.0	-50.0
단기금융자산의감소(증가)	-6.3	-9.8	-0.8	-1.7	-0.9
재무활동으로인한현금흐름	**111.8**	**80.5**	**4.4**	**4.4**	**4.4**
장기차입금의증가(감소)	25.4	40.9	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	27.5	16.9	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	23.5	1.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	**0.0**	**-0.1**	**11.9**	**11.9**	**11.9**
현금의 증가	**17.1**	**1.1**	**-19.9**	**12.8**	**60.2**
기초현금	4.5	21.6	22.7	2.8	15.6
기말현금	21.6	22.7	2.8	15.6	75.8