2019. 1. 18

▲ 핸드셋/전기전자
Analyst 주민우
02. 6098-6677
minwoo.ju@meritz.co.kr

에코프로 086520

잘 키운 아들 하나 열 자식 안 부럽다

- ✓ 4Q18 매출 2,104억원(+17% QoQ), 영업이익 204억원(+19% QoQ)으로 컨센상회예상.
- ✓ 양극재 신규공장 CAM4N 램프업과 본업인 환경 사업부 수주 증가에 기인한 결과
- ✓ 환경 매출은 18년 800억원에서 19년 1,300억원으로 +63% 성장 예상
- ✓ 에코프로비엠의 매출은 18년 5,736억원에서 19년 9,140억원으로 +59% 증가할 전망
- ✓ 향후 에코프로비엠의 성장성이 두각을 나타낼수록, 에코프로의 지분가치 또한 부각될 전망. 양호한 실적에도 불구하고, 수급 이슈로 하락한 현 주가는 매수의 기회

Buy

적정주가 (12 개월)	43,000 원
현재주가 (1.17)	31,850 원
상승여력	35.0%
KOSDAQ	686.35pt
시가총액	7,036억원
발행주식수	2,209만주
유동주식비율	81.92%
외국인비중	6.63%
52주 최고/최저가	45,700원/29,900원
평균거래대금	259.2억원
주요주주(%)	
이동채 외 10 인	18.08
국민연금	6.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	-9.4	-27.2
상대주가	-0.8	8.2	-6.0

주가그래프

4Q18 매출 2,104억원(+17% QoQ), 영업이익 204억원(+19% QoQ) 예상

4Q18 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 +1.6%, +14.7% 상회할 전망이다. 양극재 신규공장 CAM4N 램프업 효과와 본업인 환경 사업부 수주 증가에 기인한 결과다.

환경과 양극재의 콜라보

에코프로의 본업인 환경 매출은 18년 800억원에서 19년 1,300억원으로 +63% 성장이 예상된다. 반도체 공장과 조선소 도장공정향 수주가 증가하고 있기 때문이다. 연결자회사 에코프로비엠의 매출은 18년 5,736억원에서 19년 9,140억원으로 +59% 증가할 전망이다. 판가는 소폭 감소할 전망이지만, 출하량이 전년대비 +74% 증가하며 전체 매출성장을 견인할 전망이다. 견조한 본업에 양극재의 성장이 더해지며 19년 연결 매출액은 18년대비 +59%성장한 1조원을 예상한다.

투자의견 Buy, 적정주가 43,000원으로 하향

19년 영업이익 추정치를 기존대비 22% 상향조정함에도, 적정주가는 밸류에이션 방법의 변경으로 기존대비 14% 하향한다. 에코프로비엠의 적정가치에 에코프로의 예상 지분율을 적용하고, 본업인 환경사업부의 적정가치를 합산해 산정했다. 향후 에코프로비엠의 성장성이 두각을 나타낼수록, 에코프로의 지분가치 또한 부각될 전망이다. 양호한 실적에도 불구하고, 수급 이슈로 하락한 현 주가는 매수의 기회다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	170.5	10.1	-8.8	-465	적전	7,612	N/A	1.6	11.7	-7.2	99.4
2017	329.0	21.8	-6.9	-313	적지	6,709	N/A	3.4	14.8	-4.7	143.0
2018E	652.9	58.9	38.3	1,732	흑전	8,564	18.4	3.7	13.7	22.9	183.0
2019E	1,042.9	106.2	48.4	2,174	25.5	11,911	14.7	2.7	12.1	21.6	207.7
2020E	1,717.6	178.9	96.4	4,332	99.3	17,669	7.4	1.8	9.4	29.8	210.0

표1 에코프로 4Q18 preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	**210.4**	103.4	103.4%	178.4	17.9%	207.0	1.6%
영업이익	**20.4**	3.7	458.0%	17.1	19.3%	17.8	14.7%
세전이익	**18.7**	-7.8	nm	14.8	26.4%	6.4	192.6%
지배주주 순이익	**11.6**	-9.1	nm	10.3	12.9%	5.6	106.4%
영업이익률 (%)	**9.7%**	3.5%		9.6%		8.6%	
지배주주순이익률 (%)	**5.5%**	-8.8%		5.8%		2.7%	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 에코프로 실적 추정치 변경

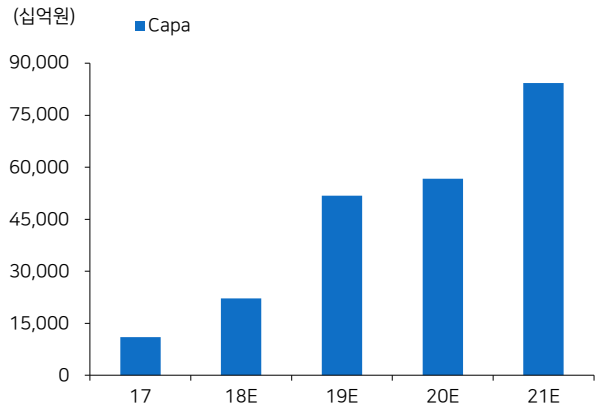
비교	New			Old			차이(%)		
(십억원)	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	210	653	1,043	207	649	903	1.6%	0.5%	15.5%
영업이익	20	59	106	19	57	87	9.7%	3.2%	22.5%
영업이익률 (%)	9.7%	9.0%	10.2%	9.0%	8.8%	9.6%			
세전이익	19	57	89	12	50	62	56.0%	14.5%	43.2%
순이익	12	38	48	8	34	42	54.9%	13.4%	15.8%

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 에코프로 실적 테이블

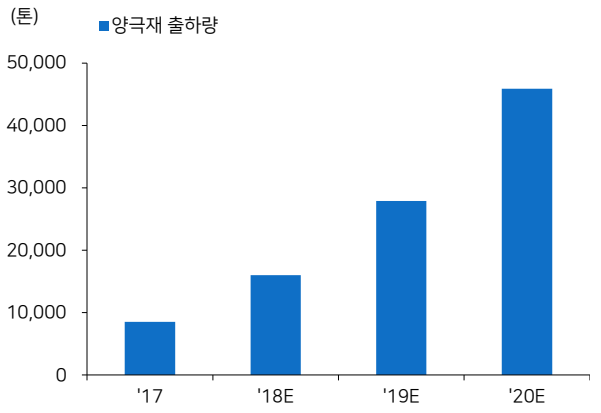
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,100	1,090
매출액	**128.0**	**136.2**	**178.4**	**210.4**	**229.2**	**239.2**	**264.1**	**310.4**	**329.0**	**652.9**	**1,042.9**
(%, QoQ)	23.7%	6.4%	31.0%	17.9%	8.9%	4.4%	10.4%	17.5%			
(%, YoY)	78.6%	87.5%	119.3%	103.4%	79.1%	75.7%	48.1%	47.6%	93.0%	98.4%	59.8%
에코프로비엠	113.5	129.3	163.2	167.6	196.3	211.3	230.7	275.7	289.9	573.6	914.0
에코프로	15.1	7.7	16.0	41.2	32.9	25.3	33.3	38.9	40.6	80.0	130.4
기타	4.6	13.9	25.8	27.5	17.7	22.9	34.3	39.6	7.5	71.8	114.4
내부거래	5.3	14.7	26.6	25.9	17.7	20.2	34.1	43.8	8.9	72.5	115.9
영업이익	**10.2**	**11.1**	**17.1**	**20.4**	**22.5**	**24.3**	**27.1**	**32.4**	**21.8**	**58.9**	**106.2**
(%, QoQ)	179.5%	8.7%	54.0%	19.3%	10.0%	8.0%	11.9%	19.2%			
(%, YoY)	30.0%	60.9%	412.6%	458.0%	119.6%	118.1%	58.6%	58.4%	115.4%	170.4%	80.3%
영업이익률 (%)	8.0%	8.2%	9.6%	9.7%	9.8%	10.1%	10.3%	10.4%	6.6%	9.0%	10.2%

그림1 에코프로비엠 양극재 생산능력



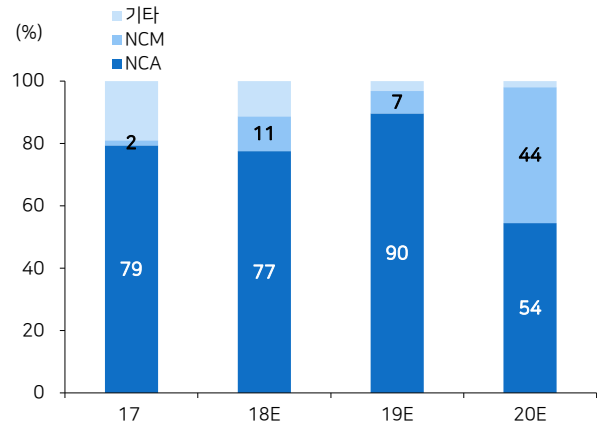
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 에코프로비엠 출하량 전망



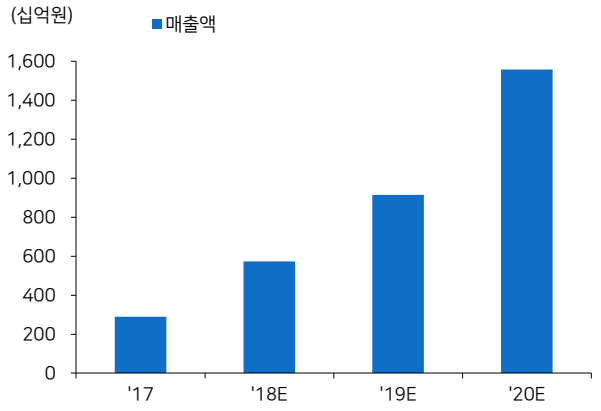
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 에코프로비엠 제품 믹스



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 에코프로비엠 매출액 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 에코프로 적정가치 산출

(십억원)	금액	비고
19년 환경 매출액(A)	130	
19년 환경 영업이익(B)	26	
19년 환경 순이익(C)	19	
환경 가치(D)	**188**	**Cx10**
19년 에코프로비엠 매출(E)	914	
19년 에코프로비엠 영업이익(F)	82	
19년 에코프로비엠 순이익(G)	59	
에코프로비엠 가치(H)	**755**	**Gx25x51%**
에코프로 총 가치(십억원)	943	
에코프로 총 주식수(만주)	2,209	
에코프로 주당 적정가치(원)	42,684	
에코프로 적정주가(원)	**43,000**	
에코프로 현재주가(원)	31,850	
상승여력	35.0%	

참고: 에코프로의 에코프로비엠 지분율은 51%로 추정
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

에코프로 (086520)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**170.5**	**329.0**	**652.9**	**1,042.9**	**1,717.6**
매출액증가율 (%)	58.9	93.0	98.4	59.8	64.7
매출원가	141.7	273.8	538.9	834.0	1,376.2
매출총이익	28.8	55.2	113.9	208.9	341.4
판매관리비	18.7	33.5	55.0	102.7	162.5
영업이익	**10.1**	**21.8**	**58.9**	**106.2**	**178.9**
영업이익률	5.9	6.6	9.0	10.2	10.4
금융손익	-4.8	-6.9	5.2	-13.3	-21.8
종속/관계기업손익	-3.9	-5.9	0.5	0.9	0.9
기타영업외손익	-7.9	-10.4	-7.6	-4.7	-4.6
세전계속사업이익	-6.5	-1.5	56.9	89.2	153.4
법인세비용	0.7	1.8	10.3	16.1	27.6
당기순이익	**-7.2**	**-3.3**	**46.7**	**73.1**	**125.8**
지배주주지분 순이익	-8.8	-6.9	38.3	48.4	96.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**3.7**	**23.7**	**-13.2**	**73.7**	**94.1**
당기순이익(손실)	-7.2	-3.3	46.7	73.1	125.8
유형자산상각비	16.1	20.4	24.8	37.8	41.8
무형자산상각비	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
운전자본의 증감	-27.4	-23.5	-122.4	-124.3	-212.3
투자활동 현금흐름	**-98.5**	**-102.9**	**-71.9**	**-138.6**	**-138.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-60.9	-84.2	-80.0	-150.0	-150.0
투자자산의감소(증가)	-36.2	-16.8	9.8	13.0	13.0
재무활동 현금흐름	**111.9**	**80.5**	**94.4**	**137.2**	**145.5**
차입금의 증감	34.9	69.8	65.7	137.2	145.5
자본의 증가	23.5	1.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.1	1.1	-4.4	3.2	-3.2
기초현금	4.5	21.6	22.7	18.3	21.5
기말현금	21.6	22.7	18.3	21.5	18.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	126.2	165.0	262.5	439.0	733.1
현금및현금성자산	21.6	22.7	18.3	21.5	18.3
매출채권	32.1	41.7	82.5	138.9	246.1
재고자산	60.6	75.7	141.5	253.0	433.7
비유동자산	220.2	283.2	394.7	500.4	603.4
유형자산	163.6	232.6	311.6	423.7	532.0
무형자산	20.3	19.6	20.4	25.1	29.8
투자자산	34.6	28.4	60.6	48.5	36.4
자산총계	**346.4**	**448.1**	**657.2**	**939.4**	**1,336.5**
유동부채	108.7	179.5	250.2	312.9	440.8
매입채무	12.1	16.4	35.1	66.4	115.2
단기차입금	65.1	84.8	136.0	121.0	130.0
유동성장기부채	12.5	47.1	5.5	16.2	20.4
비유동부채	64.0	84.3	174.8	321.2	464.6
사채	0.0	0.0	10.0	70.0	110.0
장기차입금	59.0	74.5	120.7	202.1	294.4
부채총계	**172.7**	**263.7**	**425.0**	**634.1**	**905.3**
자본금	10.7	11.1	11.1	11.1	11.1
자본잉여금	137.4	146.6	146.5	146.5	146.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-3.8	-11.1	29.6	102.7	228.5
비지배주주지분	29.3	37.8	45.1	45.1	45.1
자본총계	**173.7**	**184.4**	**232.2**	**305.3**	**431.1**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	8,990	15,057	29,554	46,859	77,172
EPS(지배주주)	-465	-313	1,732	2,174	4,332
CFPS	899	52	-200	145	-145
EBITDAPS	1,515	2,050	2,226	2,509	3,200
BPS	7,612	6,709	8,564	11,911	17,669
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	18.4	14.7	7.4
PCR	13.7	437.2	-159.2	220.1	-220.2
PSR	1.4	1.5	1.1	0.7	0.4
PBR	1.6	3.4	3.7	2.7	1.8
EBITDA	29	45	49	56	71
EV/EBITDA	11.7	14.8	13.7	12.1	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.2	-4.7	22.9	21.6	29.8
EBITDA 이익률	-30.7	-15.3	77.8	86.6	135.4
부채비율	99.4	143.0	183.0	207.7	210.0
금융비용부담률	3.2	2.1	1.4	1.3	1.3
이자보상배율(x)	1.7	3.0	5.7	7.5	7.8
매출채권회전율(x)	6.3	8.9	10.5	9.4	8.9
재고자산회전율(x)	3.1	4.0	5.0	4.2	4.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 1 월 18 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 1 월 18 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 1 월 18 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:주민우)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

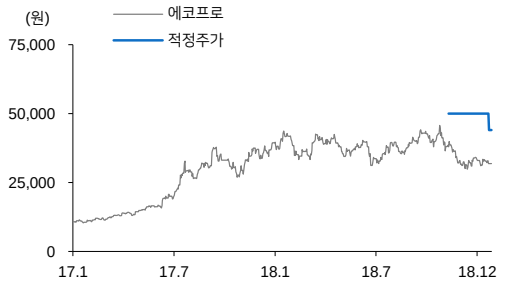
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018 년 12 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

에코프로 (086520) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1 년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.11.07	산업분석	Buy	50,000	주민우	-33.3	-20.2
2019.01.18	기업브리프	Buy	43,000	주민우	-	-

주가 및 적정주가 변동추이