

에코프로비엠(247540) 가장 빠르고, 가장 확실하다

Analyst 주민우 02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	87,000원
현재주가 (5.28)	59,200원
상승여력	47.0%
KOSDAQ	702.76pt
시가총액	12,054억원
발행주식수	2,036만주
유동주식비율	41.33%
외국인비중	2.23%
52주 최고/최저가	73,000원/53,400원
평균거래대금	241.1억원
주요주주(%)	
에코프로 외 3인	54.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.9	0.0	0.0
상대주가	1.3	0.0	0.0



2Q19 OP 118억원(-19% QoQ), 2019년 OP 591억원(+17% YoY), 2020년 OP 972억원(+64% YoY)

- 2Q19 OP는 1) 주 고객사의 NCA 재고조정, 2) ESS향 공급중단 및 코발트 가격 하락으로 전분기 대비 역성장
- 3Q19부터 NCA 물동량이 회복되고 ESS향 공급이 재개되며 실적 회복 예상

가장 빠르고, 가장 확실하다

- SK이노베이션의 증설속도에 대응하기 위해 에코프로비엠의 양극재 Capa 또한 19년말 5.5만톤, 20년말 11만톤, 21년말 16만톤으로 증설 예정
- SK이노베이션이 NCM 811을 적용한 배터리 출하를 늘리며 고객사 내 동사 M/S 증가 중 (3월누적 80%)
- 지금 당장의 Cash-Cow인 NCA보다는 주 성장 동력인 NCM의 성장세에 주목

투자의견 Buy, 적정주가 87,000원 유지

- 2020년 예상 EPS(3,100원)에 엘앤에프 타깃 멀티플 28배 적용 (2차전지 성장 기대감 반영되던 15~17년 평균 멀티플을 10% 할인- 코발트 가격 변동에 따른 실적 변동성이 높다는 점을 반영해 디스카운트)
- 미행사 BW 140만주, 미행사 스탁옵션 117만주 모두 반영했음에도 현 주가는 2020년 EPS 기준 19배

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	289.9	22.3	15.2	978	적지	7,434	0.0	0.0	0.0	14.1	157.1
2018	589.2	50.3	36.9	2,345	흑전	10,213	0.0	0.0	0.0	26.7	189.3
2019E	738.4	59.1	46.3	2,017	-14.0	24,078	29.3	2.5	15.6	17.2	85.7
2020E	1,190.7	97.2	71.1	3,100	53.7	28,601	19.1	2.1	11.4	17.2	150.3
2021E	1,954.2	155.5	109.7	4,785	54.3	35,582	12.4	1.7	8.8	21.8	191.5

에코프로비엠 실적 테이블

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 13
2차전지_대세를 향한 마지막 파도

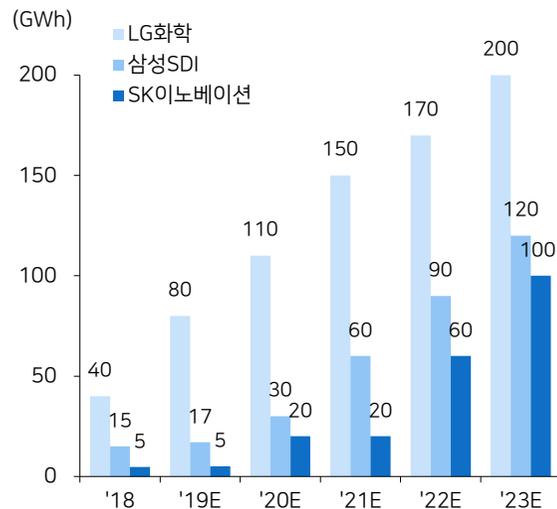
(십억원)	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
환율	1,125	1,171	1,170	1,150	1,135	1,125	1,115	1,110	1,154	1,121	1,100
매출액	180.7	157.1	194.2	206.4	275.1	286.0	302.8	326.8	738.4	1,190.7	1,954.2
(%, QoQ)	-1.4%	-13.0%	23.6%	6.3%	33.3%	4.0%	5.9%	7.9%			
(%, YoY)	59.2%	21.5%	19.0%	12.7%	52.3%	82.1%	55.9%	58.3%	25.3%	61.3%	64.1%
영업이익	14.6	11.8	15.8	16.9	22.3	23.5	25.1	26.3	59.1	97.2	155.5
(%, QoQ)	2.0%	-18.9%	33.8%	7.3%	31.5%	5.5%	6.7%	4.7%			
(%, YoY)	43.2%	4.6%	8.3%	18.8%	53.2%	99.2%	59.0%	55.1%	17.5%	64.5%	60.0%
영업이익률 (%)	8.1%	7.5%	8.1%	8.2%	8.1%	8.2%	8.3%	8.0%	8.0%	8.2%	8.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

가장 빠르고, 가장 확실하다

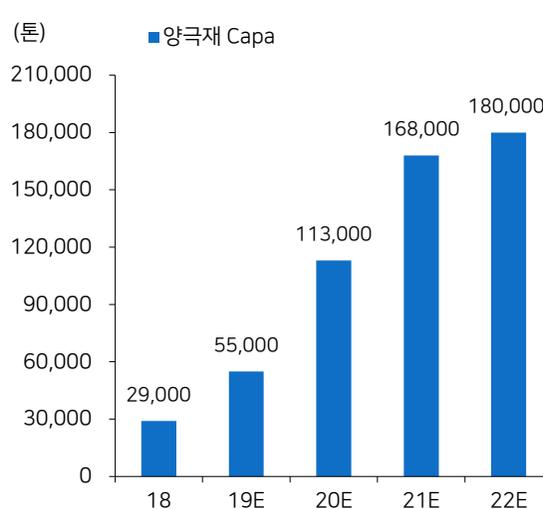
- 19년 기준 NCA 고객사 비중은 삼성SDI 60%, NCM 고객사 비중은 SK이노베이션 70% 추정
- 가장 빠르게 성장하는 고객사 (SK이노베이션)를 확보했고, SK이노베이션 내에서도 M/S 80%로 1위
- SK이노베이션이 NCM 811을 적용한 배터리 출하를 늘리며 에코프로비엠의 M/S 증가 중
- SK이노베이션의 증설 및 가동 스케줄이 늦춰지지 않는 한, 에코프로비엠의 고성장은 지속될 전망

국내 3사 중대형 배터리 Capa 전망 (연말기준)



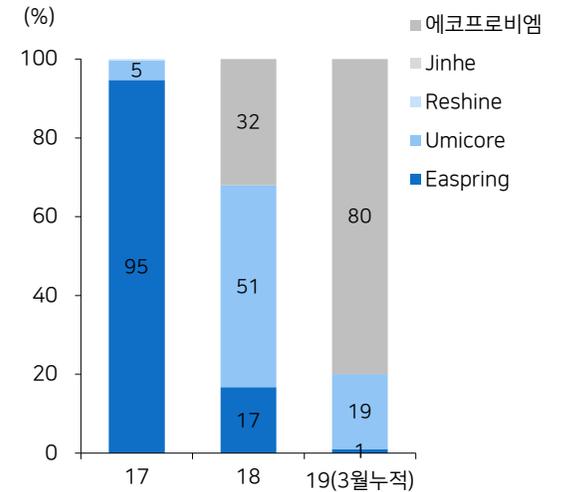
자료: SNE리서치, 메리츠증권증권 리서치센터

에코프로비엠 양극재 Capa 전망 (연말기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK이노베이션 EV 배터리 양극재 공급사 비중



자료: SNE리서치, 메리츠증권증권 리서치센터

에코프로비엠(247540)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	289.9	589.2	738.4	1,190.7	1,954.2
매출액증가율(%)	190.3	103.3	25.3	61.3	64.1
매출원가	245.2	509.6	642.9	1,029.1	1,697.8
매출총이익	44.7	79.6	95.4	161.6	256.3
판매비와관리비	22.4	29.3	36.4	64.4	100.9
영업이익	22.3	50.3	59.1	97.2	155.5
영업이익률(%)	7.7	8.5	8.0	8.2	8.0
금융손익	-6.6	-7.3	-2.4	-7.3	-16.7
충속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	15.2	42.9	50.2	90.0	138.9
법인세비용	0.1	6.0	10.5	18.9	29.2
당기순이익	15.2	36.9	46.3	71.1	109.7
지배주주지분 순이익	15.2	36.9	46.3	71.1	109.7

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	117.8	211.6	351.9	524.1	791.1
현금및현금성자산	13.8	9.6	87.7	98.9	111.0
매출채권	0.0	49.3	66.4	93.2	159.0
재고자산	63.0	138.7	183.7	308.2	482.8
비유동자산	178.5	252.8	351.1	601.4	839.4
유형자산	159.3	233.1	347.3	595.1	828.2
무형자산	15.0	14.0	1.3	3.6	6.0
투자자산	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
자산총계	296.3	464.5	703.0	1,125.4	1,630.4
유동부채	128.4	206.1	246.3	303.5	463.6
매입채무	0.0	58.8	60.0	100.0	172.5
단기차입금	65.4	80.2	86.5	90.0	100.0
유동성장기부채	31.3	18.4	36.4	19.9	30.4
비유동부채	52.7	97.8	78.3	372.3	607.5
사채	10.1	2.0	0.0	100.0	100.0
장기차입금	40.1	89.9	69.0	259.0	488.5
부채총계	181.1	303.9	324.5	675.8	1,071.1
자본금	7.8	8.1	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	85.5	95.6	265.3	265.3	265.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	21.5	55.7	102.0	173.1	282.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	115.2	160.6	378.5	449.6	559.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	11.7	23.8	94.3	16.7	15.6
당기순이익(손실)	15.2	36.9	46.3	71.1	109.7
유형자산감가상각비	15.4	20.5	33.0	52.1	67.0
무형자산상각비	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
운전자본의 증감	0.0	-6.4	15.5	-101.9	-151.3
투자활동 현금흐름	-47.7	-73.0	-710.1	-860.1	-860.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-46.7	-72.8	-150.0	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	44.1	44.9	114.7	968.2	941.2
차입금증감	43.6	43.5	1.6	277.0	250.0
자본의증가	0.0	6.0	691.2	691.2	691.2
현금의증가(감소)	8.0	-4.2	78.1	11.2	12.1
기초현금	5.8	13.8	9.6	87.7	98.9
기말현금	13.8	9.6	87.7	98.9	111.0

Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	18,701	37,481	41,814	67,431	110,668
EPS(지배주주)	978	2,345	2,017	3,100	4,785
CFPS	518	-270	4,424	635	687
EBITDAPS	2,550	2,762	5,330	8,569	12,713
BPS	7,434	10,213	24,078	28,601	35,582
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	29.3	19.1	12.4
PCR	0.0	0.0	13.4	93.2	86.2
PSR	0.0	0.0	1.4	0.9	0.5
PBR	0.0	0.0	2.5	2.1	1.7
EBITDA	40	43	94	151	224
EV/EBITDA	0.0	0.0	15.6	11.4	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.1	26.7	17.2	17.2	21.8
EBITDA이익률	38.3	84.9	49.2	47.0	48.9
부채비율	157.1	189.3	85.7	150.3	191.5
금융비용부담률	1.6	1.1	0.4	0.6	0.8
이자보상배율(x)	4.8	7.8	17.7	11.3	8.3
매출채권회전율(x)	23.2	23.9	12.8	14.9	15.5
재고자산회전율(x)	4.4	5.1	4.0	4.2	4.3