에코프로비엠
(247540.KQ)

전기차發 고성장이 시작된다!

EV/Alternative Energy

2020. 05. 13



EV/Alternative Energy 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	90,000원
현재주가(5/12)	72,800원

Key Data	(기준일: 2020.5.12)
KOSPI(pt)	1,922
KOSDAQ(pt)	684
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,526
52 주 최고/최저(원)	93,200 / 44,550
52 주 일간 Beta	1.23
발행주식수(천주)	20,964
평균거래량(3M,천주)	818
평균거래대금(3M,백만원)	60,812
배당수익률(A,%)	-
외국인 소유지분율(%)	3.5
주요주주지분율(%)	
에코프로 (외 6 인)	53.7
에코프로비엠우리사주(외1 인)	3.6

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.7	-17.3	46.8	23.4
KOSPI 대비상대수익률	-7.2	-16.9	43.9	28.7

Financial Data			
결산기(12 월)	2019A	2020E	2021E
매출액(십억원)	616.1	765.8	1,237.2
영업이익(십억원)	37.1	48.6	93.2
세전계속사업손익(십억원)	28.3	41.5	83.9
당기순이익(십억원)	34.5	33.8	65.5
EPS(원)	1,677.4	1,642.4	3,185.5
증감률(%)	(26.0)	(2.1)	94.0
PER(배)	43.4	44.3	22.9
ROE(%)	13.0	8.7	15.0
PBR(배)	4.0	3.7	3.2
EV/EBITDA(배)	25.9	18.6	12.4

▪ 투자의견 BUY, 목표주가 9만원으로 분석 시작

에코프로비엠 대해 투자의견 BUY, 목표주가 9 만원을 제시한다. 목표주가는 2021 년 평균 EPS 3,185 원 기준 PER 28 배 수준이다. 양극재 설비 증설효과가 하반기부터 본격화되면서 2019~2023 년까지 매출액과 영업이익은 각각 46%, 61% 성장할 것으로 예상된다. 특히 동사가 특화된 하이니켈 양극재 분야에서는 일본의 스미토모메탈마이닝과 함께 글로벌 양대 산맥으로 성장했다. 주력시장인 유럽의 전기차 시장의 고성장세와 글로벌 지위를 감안하면 높은 밸류에이션을 적용하는데 무리가 없다고 판단된다.

▪ 양극재 생산능력 5년동안 7.7배 증가

2017 년 동사의 양극재 생산능력은 1.1 만톤이었으나, 2019 년 5.9 만톤으로 급증한데 이어 2021 년말 기준으로는 8.5 만톤에 달할 것으로 예상된다. 삼성 SDI, SK 이노베이션과의 공급계약을 통해 증설물량의 중장기 수요처도 확정된 상태이다. NCM811 은 SK 이노베이션에, NCA811 은 SDI 에 납품될 것으로 판단된다. 두 고객사들의 현재의 주력시장은 유럽이고 향후 중국과 미국 전기차 시장에서의 공급도 큰 폭으로 증가될 예정이다. 따라서 에코프로비엠의 성장세는 글로벌 전기차 시장과 연계되어있다. 당사는 국내 전기차 배터리 업체들의 주력시장인 유럽의 전기차 시장은 코로나에도 불구하고 2019~2025 년 연평균 35% 고성장 할 것으로 예상한다.

▪ 올해부터 전기차 부문 비중 급상승

동사 양극재는 대부분 전동공구 등 전기차 이외 부문에 사용되었다. 하지만 2015 년부터 전기차용 양극재의 납품이 시작되었고, 올 해에는 비중이 41%까지 상승할 것으로 예상된다. 2021 년에는 58%, 2022 년에는 71%로 전기차향 양극재 비중이 급증할 것으로 추정된다. 전동공구 등 비 IT 부문용 양극재 매출은 과거 동사의 성장을 주도했으나, 경기에 민감하고 향후 성장률이 낮을 것으로 판단된다. 두 개의 상위 전기차 배터리 업체와의 계약을 확정했기 때문에 미래의 성장은 대부분 전기차부문에서 발생한다. 글로벌 전기차 배터리 양극재 시장은 동사가 주도하는 하이니켈계가 주도권을 잡고 있다. 상대적으로 가격이 싸고 공급의 지역적인 분포가 다양해 니켈의 비중이 높아지는 것은 당연한 것이다. 테슬라가 주도하던 하이니켈계 배터리 채택이 여타 완성차 업체들에게 확산되면서 기술을 선점하고 있던 에코프로비엠의 고속성장이 시작된 것이다.

목표주가 9 만원 제시

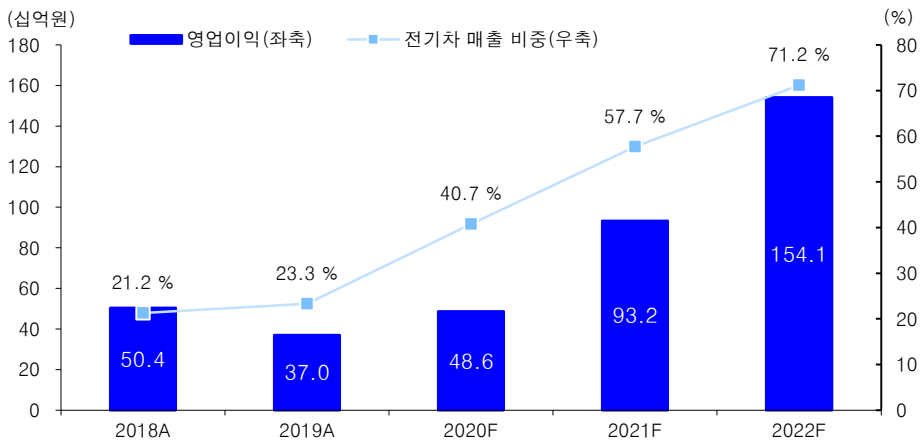
에코프로비엠에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 9 만원을 제시한다. 목표주가는 2021 년 EPS 3,185 원에 PER 28 배를 적용한 수준이다. 지난 연말 완공된 CAM5 의 양극재 공장증설 효과가 올 하반기부터 본격화되고 내년에는 연중 반영될 것으로 보인다. 또한, SDI 와의 합작 공장은 올 하반기 건설을 시작해서 내년 말에 완공될 예정이다. 따라서 2022 년 이후의 추가 성장도 사실상 확정된 상태이다. 2021 년의 실적을 기준으로 동사의 가치를 평가하는 것도 합리적이라는 판단이다. 증설에 따른 동사의 2019~2022 년 매출액과 영업이익은 각각 46%, 61% 급증할 것으로 예상된다. 가치 산정 시 PER 28 배를 적용하는 것이 부담 없는 이유이다.

도표 1 에코프로비엠 실적 추정

.	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q20A	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20fF	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**180.7**	**136.0**	**152.1**	**147.3**	**167.7**	**176.3**	**191.8**	**230.0**	**616.1**	**765.8**	**1237.2**	**1896.0**
제품별 증가율 QoQ, YoY	59.2%	5.3%	-6.8%	-19.7%	-7.2%	29.6%	26.1%	56.1%	5%	24%	62%	53%
제품별 매출액												
Non-IT	137.9	100.6	112.3	99.6	110.8	95.0	99.0	117.0	450.4	421.8	486.7	501.0
EV	**37.8**	**32.4**	**31.3**	**41.9**	**47.0**	**75.0**	**85.0**	**105.0**	**143.4**	**312.0**	**713.8**	**1350.0**
ESS	4.5	2.6	7.8	1.8	7.0	4.0	5.0	5.0	16.7	21.0	18.5	25.0
기타	0.5	0.4	0.7	4.0	2.9	2.3	2.8	3.0	5.6	11.0	18.2	20.0
제품별 매출비중(%)												
Non-IT	76.3	74.0	73.8	67.6	66.1	53.9	51.6	50.9	73.1	55.1	39.3	26.4
EV	20.9	23.8	20.6	28.4	28.0	42.5	44.3	45.7	23.3	40.7	57.7	71.2
ESS	2.5	1.9	5.1	1.2	4.2	2.3	2.6	2.2	2.7	2.7	1.5	1.3
기타	0.3	0.3	0.5	2.7	1.7	1.3	1.5	1.3	0.9	1.4	1.5	1.1
영업이익	**14.5**	**11.0**	**9.8**	**1.6**	**8.8**	**10.3**	**12.6**	**16.9**	**37.0**	**48.6**	**93.2**	**154.1**
yoy증가율	42.5%	-2.2%	-33.0%	-88.6%	-39.3%	-6.6%	27.5%	943.2%	-26.5%	31.3%	91.8%	65.3%
영업이익률	8.0%	8.1%	6.5%	1.1%	5.3%	5.9%	6.5%	7.4%	6.0%	6.3%	7.5%	8.1%
세전이익	13.2	9.8	8.1	-2.7	9.8	8.9	10.9	11.9	28.3	41.5	83.9	144.6
당기순이익	**10.6**	**14.0**	**8.9**	**1.2**	**8.4**	**7.1**	**8.7**	**9.5**	**34.6**	**33.8**	**65.5**	**112.8**

자료: 에코프로비엠, 유진투자증권

도표 2 전기차 매출 비중 증가에 따른 영업이익의 성장

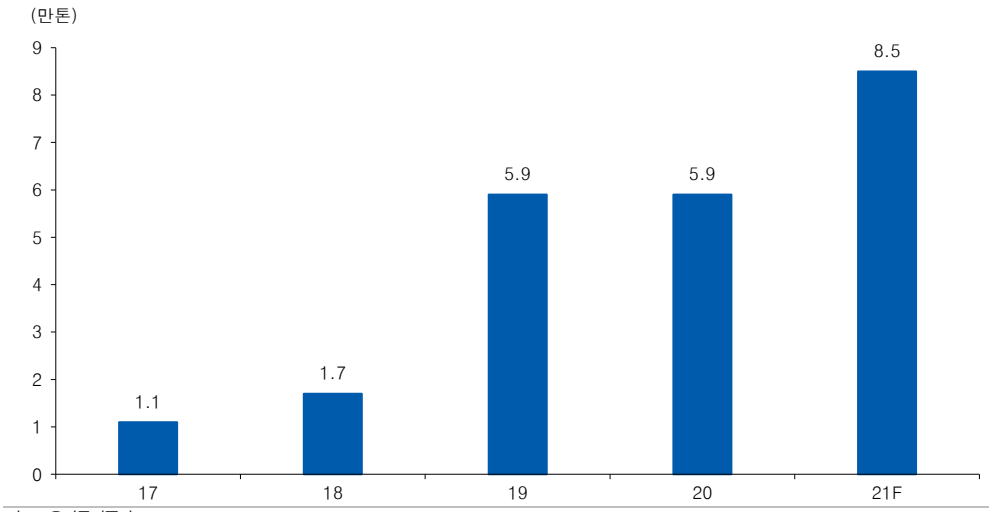


자료: 에코프로비엠, 유진투자증권

양극재 생산능력 7.7배 증가

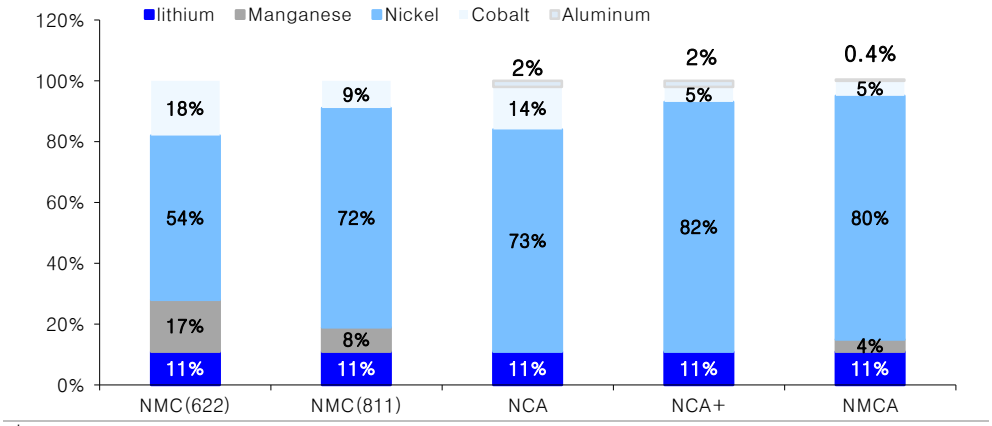
동사의 양극재 생산능력은 2017 년 1.1 만톤에서 2019 년 5.9 만톤으로 증가한데 이어 2021 년말이면 8.5 만톤까지 커질 것으로 예상된다. 기존 주고객인 삼성 SDI 와는 증설을 위한 합작법인(에코프로이엠)을 설립한 상태이고, SK 이노베이션과는 2023 년까지 2.7 조원의 공급계약을 체결한 바 있다. 하이니켈계 양극재의 수요 증가가 빠르게 진행되고 있기 때문에 상위 2 개의 업체들과 중장기 계약을 체결한 것으로 파악된다. 2023 년 이후에는 전기차와 내연기관차의 생애주기 운영비용이 동일해지는 구간에 진입하면서 전기차에 대한 수요증가 속도가 더욱 빨라질 것으로 판단된다. 에코프로비엠의 양극재 생산능력도 현재의 추이만 가정해도 약 15 만톤 수준까지는 상승할 것으로 추정된다.

도표 3 에코프로비엠 양극재 생산능력



자료: 유진투자증권

도표 4 재료 구성비율에 따른 배터리 종류



자료: BNEF

도표 5 전기차 배터리 관련주 밸류에이션 비교

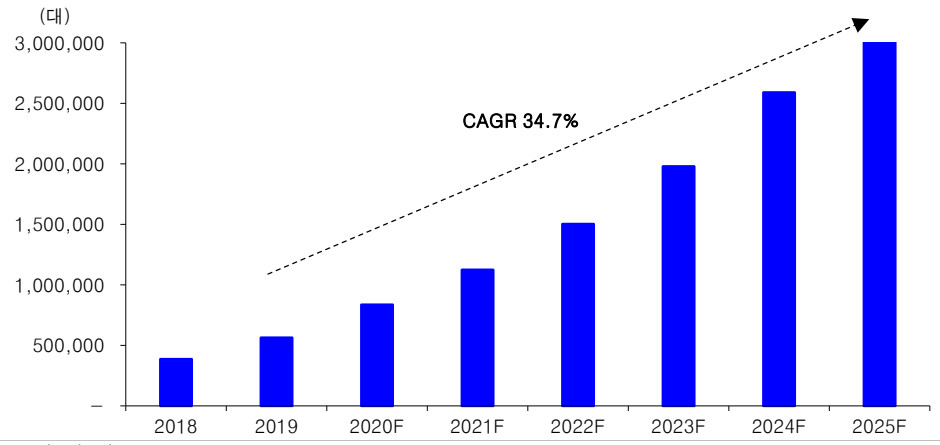
	에코프로비엠	일진머티리얼즈	상아프론테크	신흥에스이씨	후성	천보	두산솔루스
국가	한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국
2020-05-12	72,800	39,350	13,400	34,700	6,780	66,100	33,800
통화	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(십억원)	1,526.2	1,814.5	207.0	233.3	627.9	661.0	1,033.9
PER(배)							
FY17A	-	45.7	15.5	24.5	22.3	-	-
FY18A	-	44.4	18.1	15.7	93.9	26.2	-
FY19F	43.4	31.6	15.2	13.1	30.4	21.0	23.1
FY20F	44.3	21.7	13.6	9.1	14.3	14.4	16.7
FY21F	22.9	17.7	-	-	10.1	10.5	19.0
PBR(배)							
FY17A	-	3.6	1.6	2.8	3.3	-	-
FY18A	-	3.5	1.6	2.5	3.6	2.9	4.5
FY19F	4.0	2.8	1.3	1.8	2.7	3.1	6.3
FY20F	3.7	2.5	1.2	1.5	2.3	2.6	4.8
FY21F	3.2	2.2	-	-	1.9	2.0	4.7
매출액(십억원)							
FY17A	289.9	502.0	182.1	215.4	274.9	120.1	-!
FY18A	589.2	550.2	186.2	239.5	248.9	135.3	-!
FY19F	616.1	655.9	196.0	317.2	282.6	175.5	471.4
FY20F	765.8	836.8	217.7	430.1	357.4	250.3	654.4
FY21F	1,237.2	993.6	-!	-!	428.9	321.9	801.0
영업이익(십억원)							
FY17A	22.3	48.7	14.1	14.1	39.6	27.0	-!
FY18A	50.3	47.0	14.9	20.2	13.5	27.2	0.0
FY19F	37.1	70.0	16.4	27.0	28.5	36.2	72.0
FY20F	48.6	103.9	18.5	38.0	56.4	52.9	99.5
FY21F	93.2	126.2	-!	-!	80.7	71.2	108.6
영업이익률(%)							
FY17A	7.7	9.7	7.8	6.6	14.4	22.5	-!
FY18A	8.5	8.5	8.0	8.4	5.4	20.1	-!
FY19F	6.0	10.7	8.4	8.5	10.1	20.6	15.3
FY20F	6.3	12.4	8.5	8.8	15.8	21.2	15.2
FY21F	7.5	12.7	-!	-!	18.8	22.1	13.6
순이익(십억원)							
FY17A	15.2	41.3	12.1	9.6	30.8	22.6	-!
FY18A	36.9	46.8	12.5	16.0	8.1	23.0	-!
FY19F	34.5	57.4	13.6	19.6	20.6	30.4	49.7
FY20F	33.8	83.4	15.0	28.4	44.0	44.2	68.3
FY21F	65.5	102.6	-!	-!	62.5	59.2	74.4
EV/EBITDA(배)							
FY17A	3.4	23.4	9.8	13.1	13.2	-	-
FY18A	2.5	22.7	11.1	10.4	23.0	14.9	-
FY19F	25.9	14.5	9.7	8.4	12.9	12.1	11.1
FY20F	18.6	10.6	8.6	6.4	8.3	8.8	8.5
FY21F	12.4	8.8	-	-	6.5	6.7	11.3
ROE(%)							
FY17A	14.1	7.8	10.6	12.5	16.0	24.5	-
FY18A	26.7	8.5	9.5	17.3	3.8	14.5	-
FY19F	13.0	9.7	9.1	14.9	12.3	17.3	26.2
FY20F	8.7	12.5	9.4	17.6	17.0	20.6	27.3
FY21F	15.0	13.6	-	-	20.0	28.3	-

자료: Bloomberg, 유진투자증권

코로나 불구 유럽 전기차 시장 고성장 예상

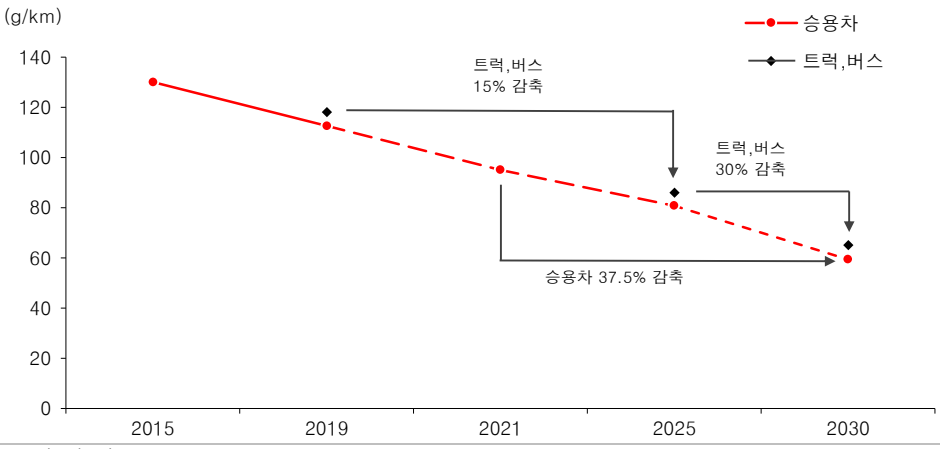
당분간 국내 배터리업체들의 주력 공급지역은 유럽이다. 유럽의 완성차 업체들과 5~10 년간의 배터리 공급 계약을 체결한 상태이기 때문이다. 유럽은 2021 년까지 대당 평균 95g/km 의 이산화탄소 배출 한도를 맞추어야 하고, 2030 년까지는 추가적으로 37.5%를 더 감축해야 한다. 유럽 기반 완성차업체들이 전기차 신규모델을 쏟아내고 있는 이유이다. 코로나 팬데믹으로 4, 5 월의 유럽 전기차 판매가 1 분기대비 감소하는 것은 불가피하다. 하지만 추가적인 코로나의 확산만 없다면 하반기부터 유럽의 전기차 판매는 정상화될 것이다. 당사는 2020 년 유럽의 전기차 판매를 83.5 만대로 예상한다. 전년대비 증가율은 48%로 2019 년의 성장률 46%을 상회할 것으로 보는 것이다. 1 분기 유럽의 전기차 판매는 22.9 만대를 기록했다. 폭스바겐 I.D, 피아트 500e 등 대중화 모델과 일부 프리미엄 모델들도 하반기 신규출시가 많아서 상반기대비 판매량이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 국내 배터리 관련업체들이 유럽발 수요 때문에 하반기부터 큰 폭 성장할 수 있을 것으로 판단한다.

도표 6 유럽 전기차 연간 판매량 전망



자료: 유진투자증권

도표 7 EU 의 연도별 차량 CO2 배출감축 목표



자료: 유진투자증권

에코프로비엠(247540.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
유동자산	**117.8**	**211.6**	**245.5**	**263.3**	**313.9**
현금및 현금성자산	13.8	9.6	20.1	8.2	15.9
단기금융상품	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
매출채권	40.1	61.2	65.5	81.0	92.0
재고자산	63.0	138.7	158.9	173.0	205.0
기타	0.6	2.1	1.1	1.1	1.1
비유동자산	**178.5**	**252.8**	**404.8**	**456.0**	**506.3**
투자자산	4.2	5.8	14.0	14.6	15.1
유형자산	159.3	233.1	376.7	427.8	478.1
무형자산	15.0	14.0	14.1	13.6	13.1
자산총계	**296.3**	**464.5**	**650.4**	**719.3**	**820.2**
유동부채	**128.4**	**206.1**	**137.9**	**162.7**	**182.9**
매입채무	29.0	91.1	50.3	78.0	103.0
단기차입금	96.7	98.5	73.1	70.1	65.1
기타유동부채	2.7	16.5	14.5	14.7	14.8
비유동성부채	**52.7**	**97.8**	**142.3**	**152.6**	**167.9**
장기금융부채	50.6	91.3	133.7	143.7	158.7
기타	2.1	6.4	8.6	8.9	9.3
부채총계	**181.1**	**303.9**	**280.1**	**315.3**	**350.8**
자본금	7.8	8.1	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	85.5	95.6	271.0	271.0	271.0
자본조정	0.5	1.1	-4.1	-4.1	-4.1
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	21.5	55.7	93.0	126.8	192.2
자본총계	**115.2**	**160.5**	**370.2**	**404.0**	**469.4**
순차입금	**133.2**	**180.2**	**186.6**	**205.5**	**207.8**

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	**289.9**	**589.2**	**616.1**	**765.8**	**1,237.2**
매출원가	245.2	509.6	543.0	676.0	1,089.9
매출총이익	**44.7**	**79.6**	**73.1**	**89.8**	**147.3**
판매비및관리비	22.4	29.3	36.0	41.2	54.1
영업이익	**22.3**	**50.3**	**37.1**	**48.6**	**93.2**
영업외손익	**-7.1**	**-7.4**	**-8.7**	**-7.1**	**-9.3**
이자수익	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
이자비용	4.7	6.4	4.5	4.2	4.4
외환손익	-1.9	0.0	-0.9	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손익	-0.5	0.0	-0.7	0.0	0.0
기타	-9.3	-13.8	-12.3	-11.3	-13.7
세전계속사업손익	**15.2**	**42.9**	**28.3**	**41.5**	**83.9**
계속사업법인세비용	0.1	6.0	-6.1	7.8	18.5
계속사업이익	15.2	36.9	34.5	33.8	65.5
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**15.2**	**36.9**	**34.5**	**33.8**	**65.5**
(포괄손익)	15.2	36.9	34.5	33.8	65.5
EBITDA	39.5	72.8	66.2	94.1	144.0
매출총이익률	15.4	13.5	11.9	11.7	11.9
EBITDA마진율(%)	13.6	12.3	10.8	12.3	11.6
영업이익률(%)	7.7	8.5	6.0	6.3	7.5
세전계속사업이익률(%)	5.3	7.3	4.6	5.4	6.8
ROA(%)	5.8	9.7	6.2	4.9	8.5
ROE(%)	14.1	26.7	13.0	8.7	15.0
수정ROE*(%)	14.1	26.7	13.0	8.7	15.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동 현금	**11.6**	**23.7**	**12.6**	**77.8**	**98.7**
당기순이익	15.2	36.9	34.5	33.8	65.5
비현금수익비용가감	26.7	39.4	38.9	45.8	51.1
유형자산감가상각비	15.4	20.4	26.7	43.4	48.8
무형자산상각비	1.9	2.0	2.4	2.1	2.0
기타현금수익비용	0.4	-0.3	9.8	0.3	0.3
영업활동 자산부채변동	-29.7	-50.5	-54.9	-1.8	-17.9
매출채권 감소(증가)	-13.7	-21.3	-4.8	-15.5	-11.0
재고자산 감소(증가)	-15.4	-75.7	-21.0	-14.1	-32.0
매입채무 증가(감소)	-1.5	46.6	-31.2	27.7	25.0
기타자산,부채변동	0.9	0.0	2.1	0.1	0.1
투자활동 현금	**-47.7**	**-73.0**	**-182.3**	**-96.6**	**-101.1**
유형자산처분(취득)	-46.7	-72.8	-181.8	-94.6	-99.0
무형자산감소(증가)	-0.7	-0.3	-1.2	-1.5	-1.5
투자자산감소(증가)	-0.3	0.2	0.1	0.0	0.0
기타투자활동	-0.1	-0.1	0.7	-0.6	-0.6
재무활동 현금	**44.2**	**45.0**	**180.2**	**7.0**	**10.0**
차입금의 증가(감소)	46.4	41.8	14.9	7.0	10.0
자본의 증가(감소)	0.0	9.7	175.6	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-2.3	-6.5	-10.3	0.0	0.0
현금의 증가	**8.0**	**-4.2**	**10.6**	**-11.9**	**7.6**
기초현금	5.8	13.8	9.6	20.1	8.2
기말현금	13.8	9.6	20.1	8.2	15.9

주요투자지표

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
투자지표					
PER(배)	-	-	43.4	44.3	22.9
수정 PER(배)	-	-	43.4	44.3	22.9
PBR(배)	-	-	4.0	3.7	3.2
배당수익율(%)	0.0	0.0	-	-	-
EV/ EBITDA(배)	3.4	2.5	25.9	18.4	12.0
성장성(%,YOY)					
매출액	190.3	103.3	4.6	24.3	61.6
영업이익	137.6	125.6	-26.3	31.1	91.8
세전계속사업손익	149.1	181.7	-33.9	46.5	102.2
포괄손익	120.8	143.1	-6.4	-2.1	94.0
EPS	120.8	131.9	-26.0	-2.1	94.0
안정성(배,%)					
유동비율	91.8	102.7	178.1	161.8	171.7
부채비율	157.1	189.3	75.7	78.1	74.7
이자보상배율	4.8	7.8	8.3	11.5	21.3
순차입금/자기자본	1.2	1.1	0.5	0.5	0.4
주당지표(원)					
EPS	978.0	2,268.1	1,677.4	1,642.4	3,185.5
수정EPS	978.0	2,268.1	1,677.4	1,642.4	3,185.5
BPS	7,434.4	9,879.7	18,009.7	19,652.1	22,837.5
EBITDA/Share	2,550.5	4,477.4	3,222.2	4,579.0	7,005.6
CFPS	2,699.9	4,693.4	3,572.2	3,872.2	5,671.0
DPS	-	-	-	-	-

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2020-05-13	Buy	90,000	1년		

에코프로비엠(247540.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

