

Company Update

2019. 7. 16

에코프로 (086520)

1년차 루키 비엠, 직구를 기다린다

WHAT'S THE STORY

2분기 리뷰: 연결기준 2분기 실적은 매출 1,457억원에 영업이익 125억원을 달성함. 이는 전년 동기 대비 각각 8.4%, 12.5% 증가했지만 당사의 기존 예상치를 하회. 이중 자회사 에코프로비엠 매출은 1,360억원, 영업이익 111억원을 달성했는데 3개월 전 예상치에 비해 낮았던 이유는 고객사의 재고조정 효과가 2분기까지 이어진 부분과 오창 공장에서 공급해오던 전구체 공급 중단 효과가 주 원인으로 풀이됨.

연간 실적 8% 하향하나...: 19년 연간 실적 전망을 8,665억원(에코프로비엠 개별로는 7,513억원)으로 8.6% 하향 조정함.

- 당초 NCA8 제품의 전기차용 확대 적용 기대감을 선반영했으나 이보다 재고조정으로 인한 가동률 하락으로 연간 눈높이 조정은 불가피. 하지만 2만6천톤 캐파를 가진 캄5의 준공이 3분기말 4분기 초에 예정되어 있기 때문에 고객사 요구에 따라 공급 물량이 개선될 가능성.
- 환경부문의 경우도 1,163억원으로 소폭 낮춤. 가장 큰 요인은 예상했던 국내 반도체 고객사의 17라인 공급이 늦어지면서 매출인식도 지연될 수 밖에 없기 때문. 하지만 미세면지 저감장치 고객사의 2차 납품진행 등으로 상반기 대비 하반기 매출은 3배 이상 커질 전망.

전지캐파 2배 증설로 성장성 부각: 3분기 주목할 이슈는 전지재료 자회사의 캐파증설 가시성. 계획하고 있는 캄6의 캐파 규모는 당사 추정 5만5천톤 규모로 기존 대비 2배 캐파에 해당되며, 소요 투자금액은 당사 추정 3,500억원대 내외. 만약 편딩에 성공한다면 기존 캐파를 감안하면 총 11만톤의 캐파를 확보하게 되는 것이며, 이로 인해 완공 이후 풀가동 가정시 매출규모는 3.5조원대를 넘어서는 의미있는 이벤트.

목표주가 39,000원 소폭 하향, 투자의견 BUY 유지: 재고조정 이슈는 일단락되며 3분기는 2분기 보다 개선된 실적이 예상. 여기에 캄6 연내 착공을 위한 편딩 마무리하는 자회사와 동사의 밸류에이션에 대한 재평가가 이뤄질 것으로 보임. 목표주가 39,000원은 기존 대비 7% 하향한 것으로 실적 하향조정에 따른 EPS 감소를 반영. Peer그룹의 P/E 평균 값이 상승했지만 할인율을 높혀 이로 인한 목표주가 영향은 없앴. 현 주가는 19년 P/E기준 15배, 20년 P/E로는 8배 수준임.

분기 실적

(십억원)	2Q19	증감 (%)	차이 (%)
		전년동기 대비	전분기 대비
매출액	147.6	8.4 (24.7)	(20.9) (20.9)
영업이익	12.5	12.5 (23.3)	(31.6) (31.7)
세전이익	8.7	(48.0) (35.3)	(35.4) n/a
순이익	8.7	(38.6) (19.7)	(24.1) n/a
이익률 (%)			
영업이익	8.5		
세전이익	5.9		
순이익	5.9		

자료: 에코프로, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	14.7	14.7	8.0
P/B	3.2	2.6	2.0
EV/EBITDA	9.7	8.0	5.8
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	흑전	0.4	82.3
ROE (%)	24.0	19.7	28.1
주당지표 (원)			
EPS	1,781	1,788	3,259
BVPS	8,188	9,976	13,236
DPS	0	0	0

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가 39,000원 (48.9%)

현재주가	26,200 원
시가총액	5,787.6억원
Shares (float)	22,090,191주 (81.9%)
52 주 최저/최고	23,650원/45,700원
60 일-평균거래대금	70.6억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에코프로 (%)	-2.1	-20.4	-27.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	4.9	-18.1	-10.8

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	39,000	42,000	-7.1%
2019E EPS	1,788	2,139	-16.4%
2020E EPS	3,259	3,823	-14.8%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	38,500
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

2분기 실적

(십억원)	2Q19P	2Q18	1Q19	증감 (%)	
				전년동기 대비	전분기 대비
매출액	147.6	136.2	196.0	8.4	(24.7)
영업이익	12.5	11.1	16.3	12.5	(23.3)
세전계속사업이익	8.7	16.8	13.5	(48.0)	(35.3)
순이익	8.7	14.2	10.9	(38.6)	(19.7)
이익률 (%)					
영업이익	8.5	8.2	8.3		
세전계속사업이익	5.9	12.3	6.9		
순이익	5.9	10.4	5.5		

자료: 에코프로, 삼성증권

연간 실적 추정 변경

(십억원)	2019E			2020E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	948.3	866.5	(8.6)	1,505.5	1,379.3	(8.4)
영업이익	92.5	80.1	(13.3)	152.6	132.9	(12.9)
세전사업계속이익	75.0	62.7	(16.4)	134.0	114.3	(14.7)
순이익	67.5	56.4	(16.4)	120.6	102.9	(14.7)

자료: 삼성증권 추정

목표 주가 산정

(원)	비고
EPS	2,582 12개월 Forward EPS
적용 P/E	21.1 국내 2차전지 밸류체인 평균
Discount (%)	30 지주사 할인 30% + 자회사 프리미엄 15%
주당 적정가치	38,137
목표주가	39,000
현재주가	26,350 7월 15일 종가 기준
상승 여력 (%)	48.0%

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	128.0	136.2	178.4	226.9	195.9	147.6	223.3	299.6	293.8	332.4	358.6	394.4	669.4	866.5	1,379.3
2차전지	113.5	129.3	163.2	183.2	180.7	136.0	193.1	241.5	260.3	297.5	322.3	359.5	589.2	751.3	1,239.7
환경	15.1	7.7	16.0	44.3	15.7	12.3	30.2	58.1	33.5	34.9	36.3	34.9	83.1	139.6	139.6
영업이익	10.2	11.1	17.1	23.8	16.3	12.5	20.4	30.9	26.4	32.2	37.5	36.8	62.3	80.1	132.9
영업이익률(%)	8.0	8.2	9.6	10.5	8.3	8.5	9.1	10.3	9.0	9.7	10.5	9.3	9.3	9.3	9.6

자료: 에코프로, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	329	669	866	1,379	1,876
매출원가	274	561	727	1,153	1,567
매출총이익	55	108	139	226	309
(매출총이익률, %)	16.8	16.2	16.1	16.4	16.5
판매 및 일반관리비	33	46	59	93	126
영업이익	22	62	80	133	183
(영업이익률, %)	6.6	9.3	9.3	9.6	9.7
영업외손익	(23)	(8)	(17)	(19)	(21)
금융수익	0	19	0	0	1
금융비용	7	20	16	19	21
지분법손익	(6)	0	0	0	0
기타	(10)	(7)	(2)	(0)	(0)
세전이익	(1)	55	63	114	162
법인세	2	9	6	11	16
(법인세율, %)	(125.3)	15.5	10.0	10.0	10.0
계속사업이익	(3)	46	56	103	146
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(3)	46	56	103	146
(순이익률, %)	(1.0)	6.9	6.5	7.5	7.8
지배주주순이익	(7)	39	39	72	102
비지배주주순이익	4	7	17	31	44
EBITDA	45	93	117	176	231
(EBITDA 이익률, %)	13.6	13.9	13.6	12.8	12.3
EPS (지배주주)	(313)	1,781	1,788	3,259	4,626
EPS (연결기준)	(150)	2,092	2,554	4,656	6,609
수정 EPS (원)*	(313)	1,781	1,788	3,259	4,626

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	24	12	101	87	145
당기순이익	(3)	46	56	103	146
현금유출입이없는 비용 및 수익	51	53	59	73	85
유형자산 감가상각비	20	28	35	41	47
무형자산 상각비	3	3	2	2	2
기타	28	22	22	30	37
영업활동 자산부채 변동	(23)	(84)	(8)	(77)	(71)
투자활동에서의 현금흐름	(103)	(106)	(106)	(116)	(116)
유형자산 증감	(84)	(113)	(100)	(100)	(100)
장단기금융자산의 증감	(6)	(4)	(6)	(16)	(16)
기타	(13)	10	0	0	1
재무활동에서의 현금흐름	80	87	54	51	(1)
차입금의 증가(감소)	72	83	70	70	20
자본금의 증가(감소)	10	(0)	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(1)	4	(16)	(19)	(21)
현금증감	1	(7)	55	22	28
기초현금	22	23	16	71	93
기말현금	23	16	71	93	122
Gross cash flow	48	99	115	176	231
Free cash flow	(61)	(101)	1	(13)	45

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 에코프로, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	165	271	347	532	718
현금 및 현금등가물	23	16	71	93	122
매출채권	42	73	96	153	208
재고자산	76	165	158	251	341
기타	25	17	22	35	47
비유동자산	283	396	459	532	599
투자자산	21	27	27	44	59
유형자산	233	342	407	465	518
무형자산	20	17	14	12	11
기타	10	11	11	11	11
자산총계	448	668	806	1,064	1,317
유동부채	179	259	290	403	464
매입채무	16	58	48	77	105
단기차입금	85	110	130	160	160
기타 유동부채	78	91	112	166	199
비유동부채	84	177	228	270	316
사채 및 장기차입금	53	130	180	220	260
기타 비유동부채	31	46	47	49	56
부채총계	264	436	517	673	780
지배주주지분	147	181	220	292	395
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	147	147	147	147	147
이익잉여금	(11)	23	63	135	237
기타	0	(0)	(0)	0	(0)
비지배주주지분	38	51	68	99	143
자본총계	184	232	288	391	537
순부채	170	275	290	337	329

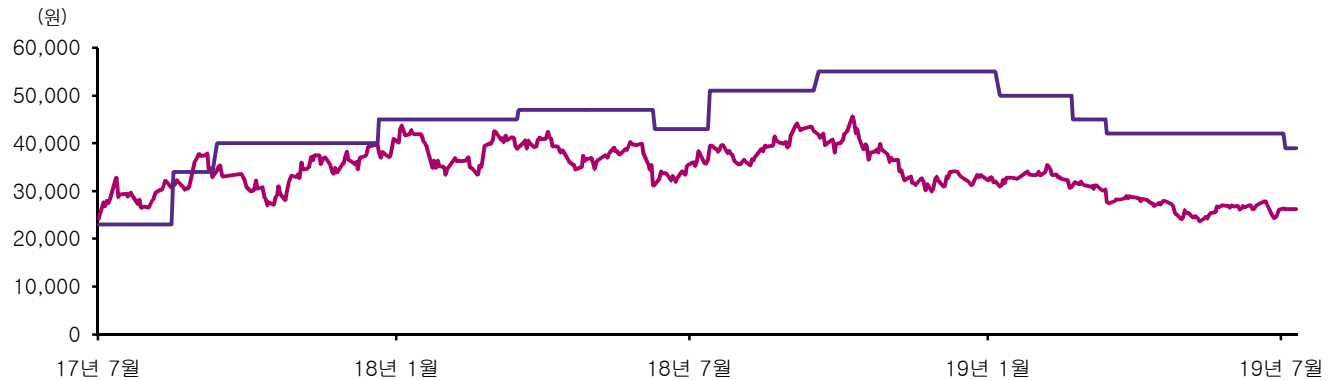
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	93.0	103.5	29.4	59.2	36.0
영업이익	115.6	186.1	28.6	65.8	37.6
순이익	적지	흑전	22.1	82.3	41.9
수정 EPS**	적지	흑전	0.4	82.3	41.9
주당지표					
EPS (지배주주)	(313)	1,781	1,788	3,259	4,626
EPS (연결기준)	(150)	2,092	2,554	4,656	6,609
수정 EPS**	(313)	1,781	1,788	3,259	4,626
BPS	6,636	8,188	9,976	13,236	17,862
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	14.7	14.7	8.0	5.7
P/B***	3.9	3.2	2.6	2.0	1.5
EV/EBITDA	17.6	9.7	8.0	5.8	4.5
비율					
ROE (%)	(4.7)	24.0	19.7	28.1	29.8
ROA (%)	(0.8)	8.3	7.7	11.0	12.3
ROIC (%)	16.9	12.9	14.0	19.2	21.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	92.1	118.6	100.4	86.1	61.2
이자보상배율 (배)	3.0	5.2	5.1	7.0	8.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/7/5	8/29	9/24	2018/1/3	3/30	6/22	7/26	10/1	2019/1/21	3/7	3/28	7/16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	23,000	34,000	40,000	45,000	47,000	43,000	51,000	55,000	50,000	45,000	42,000	39,000
과리율 (평균)	20.73	(0.16)	(15.87)	(13.96)	(18.91)	(19.67)	(22.97)	(35.07)	(33.97)	(31.08)	(36.56)	
과리율 (최대/최소)	42.61	11.32	(0.75)	(2.78)	(9.57)	(10.70)	(13.33)	(16.91)	(29.10)	(28.78)	(30.95)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 6월 30일 기준

매수 (75.5%) | 중립 (24.5%) | 매도 (0%)