

에코프로(086520)

Not rated

주가(3/14, 원)	12,500
시가총액(십억원)	267
발행주식수(백만)	21
52주 최고/최저가(원)	15,495/8,650
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	4,579
유동주식비율(%)	81.2
외국인지분율(%)	2.9
주요주주(%)	이동채 외 10 인 18.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2014A	83	7	1	107	NM	21	69.0	9.2	1.4	2.0	0.0
2015A	107	6	0	13	(87.9)	21	943.8	14.2	2.0	0.2	0.0
2016F	170	10	4	230	1,668.6	31	47.0	9.6	1.3	3.1	0.0
2017F	315	24	14	655	184.8	49	19.1	6.0	1.4	7.4	0.0

가파른 수요 증가, 생산능력 대폭 확대

글로벌 2위 NCA 소재 생산 업체: 에코프로는 국내에서 유일하게 2차전지 소재 중 하나인 NCA(Nickel-Cobalt-Aluminum Oxide) 계열 양극활 소재를 생산하는 업체다. 2015년 글로벌 시장 점유율은 26%로 일본의 스미토모에 이어 2위이다. 삼성SDI, SONY 등을 주요 고객사로 두고 있다. 2016년 5월 2차전지 사업 부문을 물적 분할해 에코프로비엠(지분율 71.9%)을 설립했다. 모회사는 환경 사업을 영위하고 있다. 환경 사업은 대기오염 및 온실가스 저감 등에 쓰이는 산업용 장비, 필터, 촉매제를 개발 및 판매한다. 2016년 3분기 누적 기준 매출 비중은 2차전지 80.7%, 환경 16.4% 그리고 기타 2.9% 등이다.

주행거리에 대한 갈증, 해답은 NCA: 전기차 보급 확대로 소재 출하 증가가 가속화될 전망이다. 2016년 2차전지 소재 출하량은 3,806톤으로 전년 대비 100.1% 증가했다. 이 중 전기차용 출하량은 150톤으로 전체의 3.9%에 불과하다. 다만, 전기차 소재 출하량은 최근 급격히 증가하고 있는 것으로 파악된다. NCA는 양극활 물질 중에서도 에너지 밀도가 가장 높은 소재다. NCA 소재는 기존에 주로 전동공구, 무선/로봇 청소기 등 순간 고출력을 필요로 하는 non-IT 기기에 사용됐다. Non-IT 기기들의 배터리 고용량화와 적용 기기의 확대로 2차전지 수요 확대 추세는 지속될 전망이다. 향후에는 전기차의 출력과 운행거리 확대에 대한 필요성이 커지면서 NCA 소재 배터리에 대한 수요 증가가 가속화될 것이다. 특히 중국 정부가 에너지 밀도, 주행거리 등 기술적 요인에 대한 특혜를 확대해 삼원계 배터리 탑재가 확대될 것이다.

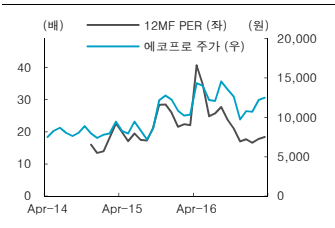
수요 증가에 선제적 capa 증설 전략 성공적: 늘어나는 수요에 대응한 대규모 capa 증설 효과가 본격화될 전망이다. 2016년 7월 시작된 제5공장(CAM4) 증설이 2017년 2분기에 완공될 예정이다. Capa는 기존 월간 470톤에서 970톤으로 대폭 늘어나 글로벌 최대 생산 능력을 갖 추게 된다. 향후 2차전지 수요 증가에 따라 추가적인 증설 계획(제6공장)을 가지고 있으며 이를 위한 부지는 이미 확보했다. 제5공장에서는 NCA와 NCM(Nickel-Cobalt-Manganese Oxide)의 장점을 살린 신규 소재 CSG(advanced NCM)의 생산이 본격화되어 제품 포트폴리오가 다각화될 것이다.

Valuation 하락: 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 85.0%, 139.5% 증가할 것으로 추정된다. 영업이익률은 7.7%로 1.8%p 상승할 전망이다. 2차전지 부문의 가동률 상승과 수익성 높은 환경 사업 부문의 매출 확대에 힘입은 것이다. 2017년 PER은 19.7배(BW 감안)로 valuation 부담이 완화됐다. 전방산업의 성장으로 멀티플이 빠르게 하락하는 구간이다.

주가상승률

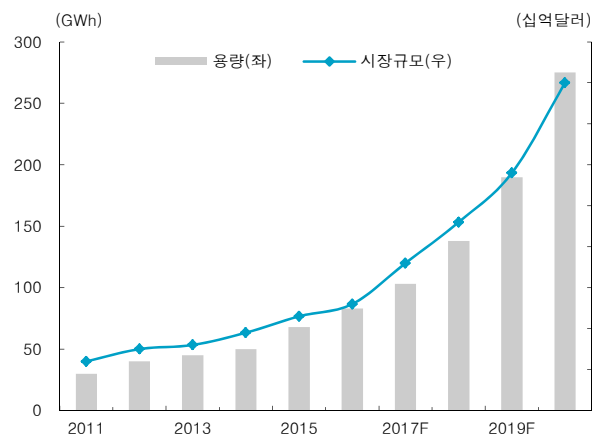
	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.8	(2.8)	4.8
상대주가(%p)	4.9	(9.5)	(3.4)

12MF 추이



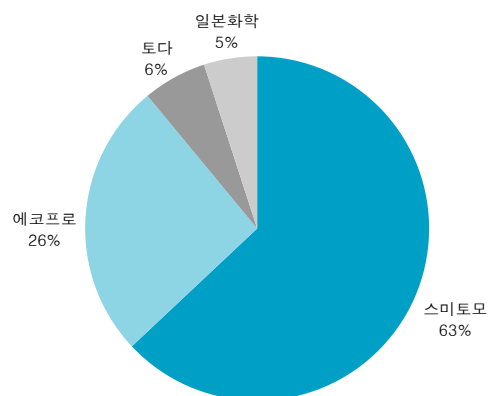
한상웅 3276-4563
sangung@truefriend.com

[그림 68] 리튬이온전지 시장규모 추이와 전망



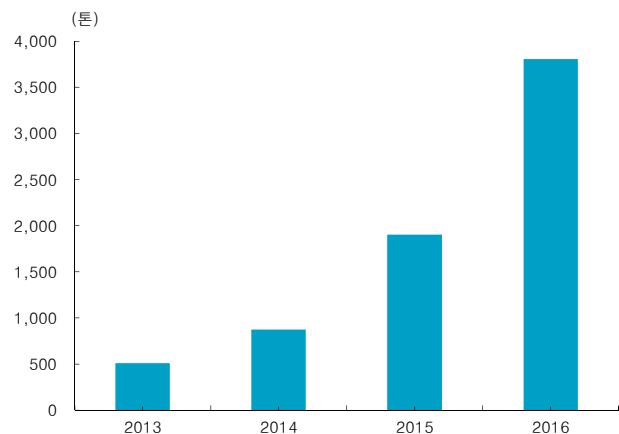
자료: SNE리서치

[그림 69] 글로벌 NCA 시장 점유율(2015년 출하량 기준)



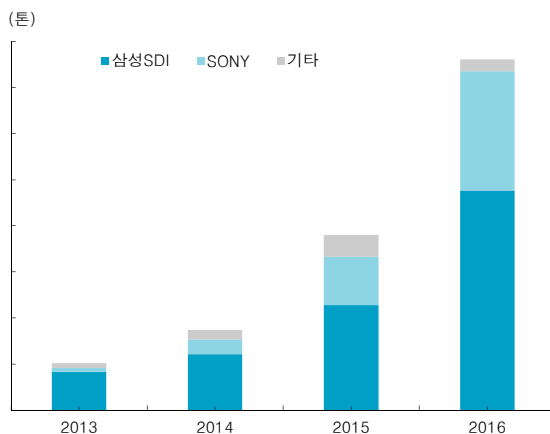
자료: 에코프로

[그림 70] 연간 NCA 소재 출하량 추이



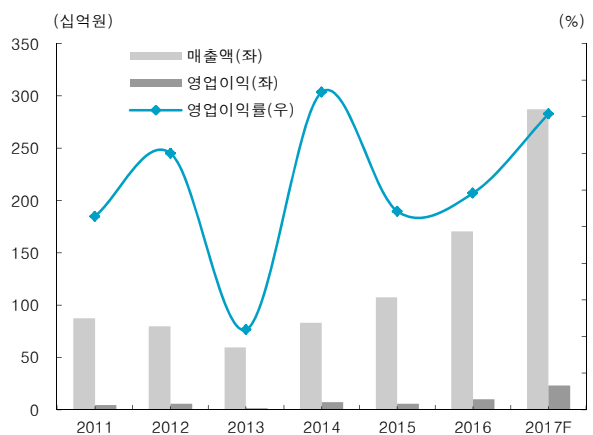
자료: 에코프로

[그림 71] 고객사별 NCA 소재 출하량 추이



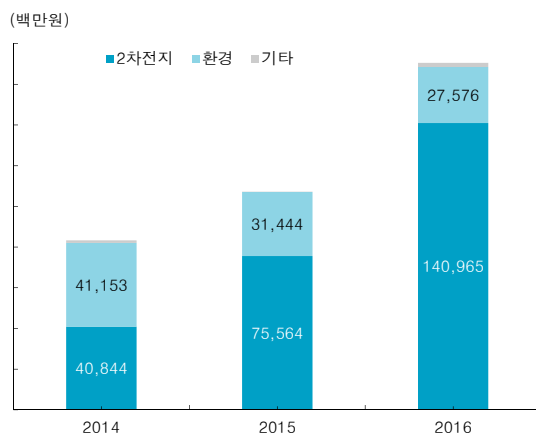
자료: 에코프로

[그림 72] 실적 추이와 전망



자료: 에코프로, 한국투자증권

[그림 73] 부문별 매출액 추이



자료: 에코프로

〈표 33〉 Capa 증설 계획

Plant	준공	생산MT/월	비고
CAM1	2008	50	NCA
CAM2	2010	150	NCA/NCM
CAM3	2015	150	NCA
CAM3N	2016	120	NCA
CAM4	2016	500	NCA/CSG
CAM5	미정	900 이상	NCA/CSG

자료: 에코프로

〈표 34〉 경쟁사 capa와 주요 고객사

	스미토모	토다	일본화확산업	에코프로
생산용량(MT/mo.)	850	~300	~200	~470/~970
주요 고객	Panasonic	Nissan/NEC	SONY	SDI/SONY

주: 2017년 2분기 중 CAM4 공장 가동, capa 470톤에서 970톤으로 확대
 자료: 에코프로

〈표 35〉 중국 Top-10 베스트셀링 전기차 판매대수(2016)

(단위: 대, 달러, km, mi, kWh)

브랜드	모델	판매대수	가격	주행거리(km)	주행거리(mi)	배터리용량	효율성
Beijing	Senova	38,035	34.69	210	130	38	5.5
BYD	e6	20,605	36.98	400	249	61.4	6.5
Emgrand	EC7	17,181	10.18	253	157	45.3	5.6
Zotye	Cloud 100	16,417	15.98	200	124	22	9.1
BYD	e5	15,639	24.98	305	190	48	6.4
Chery	QQ	14,936	5.28	200	124	22.3	9
Zotye	E200	13,154	7	200	124	24.5	8.2
ZD	D1	11,201	10.88	180	112	15.1	11.9
BYD Auto	Qin EV300	10,656	15.08	300	186	37.7	8
JMC	E100	9,569	6.5	150	93	15	10

주: 중국의 실제 주행거리는 발표된 수치의 1/3정도로 추정됨
 자료: Marklines, 한국투자증권

〈표 36〉 향후 출시 예정 주요 전기차

(단위: km(mi), kWh)

브랜드	모델	주행거리	배터리용량	효율성	출시시기
Tesla Motors	Model 3	362(225)	65	5.6	2017
Opel/Vauxhall (GM)	Ampera-e	500(311)	60	8.3	2017
VW	e-Crafter	208(124)	43	4.8	2017
Nissan	Leaf	200(124.3)	60	3.3	2017
Audi (VW)	e-tron quattro concept	500(311)	95	5.3	2018
Jaguar	I-PACE Concept	354(220)	90	3.9	2018
GLM	G4	400(249)	-	-	2019
Porsche (VW)	Mission E	500(311)	-	-	2020
Mitsubishi	eX Concept	400(249)	45	8.9	2020
Mercedes-Benz	Urban eTruck	200(124.3)	212	0.9	2020
VW	I.D. BUZZ	600(373)	111	5.4	2020

자료: Marklines, 한국투자증권

[그림 74] 중국 전기차 산업체인 정책 재정비

구분	신규 정책	변경 내용
보조금	2016~2020 신규 재정지원책 2017년 1월 1일부터 시행	단계별 보조금 20% 삭감 (2017~2018 / 2019~2020)
보조금 지원 모델	2016년 리스트 폐지, 신규 리스트 발표(현재 1차 발표)	기술 요건 강화, 보조금 지원 모델 감소
배터리 기준	2017 배터리 산업 규범 (의견 수렴단계, 발표 예정)	생산 캐파 30~50억Wh 기술적 요건 강화
제조기업	신규 제조기업 및 제품 기준 발표, 2017년 7월 1일 시행	진입장벽 제고

자료: 한국투자증권

<표 37> 중국 전기차 배터리 관련 신규 정책 내용

발표일자	발표기관	신규 정책	발표 내용
2016.11	MIIT	전기차 배터리 산업 규범조건	- 리튬배터리 생산업체의 생산능력을 0.2Gwh → 8Gwh로 상향
2016.12	MIIT	신재생에너지 보조금 지급 정책(2017)	1. 전기 승용차의 경우: 배터리 에너지밀도가 최소 90wh/kg, 120wh/kg 이상일 경우 보조금의 1.1배 지급 2. 전기 버스의 보조금 지급 기준을 배터리 에너지밀도, 충전배수, 에너지절감률 등 지표 추가
2017.3.1	MIIT	전기차 배터리 산업발전행동 방안	1. 제품 가성비 제고: 단일 배터리 에너지밀도 300wh/kg이상; 시스템배터리 에너지밀도 260wh/kg 이상, 생산단가 1위안/wh 이하로 감소. 2. 대규모 보급이 가능토록 제품 안전성 확보 3. 2020년까지 생산능력100Gwh, 판매규모가 40Gwh 이상인 글로벌 배터리 선두기업 육성 4. 핵심 부품에서 기술력을 글로벌 수준으로 제고할 것 5. 2020년까지 배터리 생산라인 자동화를 통해 단가 인하할 것

자료: MIIT, 한국투자증권

<표 38> Top 20 로컬 배터리기업의 생산캐파(2016년 말)

(단위: GWh)

회사명	전체 생산캐파	LFP	삼원계 전지
Optimum Nano	12.0	12.0	
BYD	10.0	10.0	
Tianneng Group	8.0	6.0	2.0
CATL	7.5	3.8	3.8
CBAK	6.0		6.0
Guo xuan	5.6	3.2	2.4
National Battery	5.0	5.0	
Wanxiang	4.0	4.0	
Zhuo neng	3.4		3.4
Farasis	3.0		3.0
Zhihang	2.9		2.9
Yinlong	2.8		
EVE	2.5	1.5	1.0
Phylion Battery	2.5		
First Battery	2.5		2.5
Aviation Lithium Battery	2.4	2.3	0.2
Chaowei	2.3	1.0	1.3
Great Power	2.2	2.2	
Luotuo	2.0	1.5	0.5
Lishen	2.0	1.3	0.7
합계	88.6	53.8	29.7

자료: 화태증권, 한국투자증권

전기차

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F
유동자산	57	64	126	234
현금성자산	1	5	22	41
매출채권및 기타채권	16	23	43	79
재고자산	33	32	55	101
비유동자산	128	157	229	289
투자자산	1	7	12	22
유형자산	103	119	159	174
무형자산	21	21	43	63
자산총계	185	221	356	523
유동부채	98	85	141	294
매입채무및 기타채무	10	15	17	32
단기차입금및단기사채	59	66	56	46
유동성장기부채	20	4	4	4
비유동부채	11	34	32	34
사채	3	20	20	20
장기차입금및금융부채	6	10	10	10
부채총계	109	119	172	328
자본금	7	8	11	8
자본잉여금	64	88	163	163
기타자본	(0)	0	0	0
이익잉여금	6	6	10	24
자본총계	77	102	183	195

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F
영업활동현금흐름	14	22	43	114
당기순이익	1	0	4	14
유형자산감가상각비	12	14	16	18
무형자산상각비	2	2	4	6
자산부채변동	(8)	0	21	76
기타	7	6	(3)	(0)
투자활동현금흐름	(18)	(33)	(93)	(83)
유형자산투자	(10)	(27)	(56)	(33)
유형자산매각	0	0	0	0
투자자산순증	(2)	(3)	(5)	(10)
무형자산순증	(6)	(2)	(26)	(27)
기타	1	0	(6)	(13)
재무활동현금흐름	3	14	68	(12)
자본의증가	0	2	78	(2)
차입금의순증	6	15	(10)	(10)
배당금지급	0	0	0	0
기타	(3)	(3)	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0
현금의증가	(1)	3	18	19

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	83	107	170	315
매출원가	65	89	142	267
매출총이익	19	18	28	49
판매관리비	11	12	18	25
영업이익	7	6	10	24
금융수익	0	0	1	2
이자수익	0	0	1	2
금융비용	5	6	6	4
이자비용	5	5	5	3
기타영업외손익	(1)	(2)	(3)	(5)
관계기업관련손익	(1)	1	(0)	(0)
세전계속사업이익	0	(1)	2	16
법인세비용	(1)	(1)	(2)	2
당기순이익	1	0	4	14
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	1	(0)	4	14
EBITDA	21	21	31	49

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F
주당지표(원)				
EPS	107	13	230	655
BPS	5,187	6,003	8,584	9,114
DPS	0	0	0	0
성장성(% YoY)				
매출증가율	39.7	28.9	58.9	85.0
영업이익증가율	453.2	(19.5)	73.5	139.5
순이익증가율	NM	(87.3)	2,200.5	220.8
EPS증가율	NM	(87.9)	1,668.6	184.8
EBITDA증가율	53.0	0.0	43.4	58.2
수익성(%)				
영업이익률	8.7	5.4	5.9	7.7
순이익률	1.8	0.2	2.6	4.4
EBITDA Margin	25.7	20.0	18.0	15.4
ROA	0.8	0.1	1.5	3.2
ROE	2.0	0.2	3.1	7.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성				
순차입금(십억원)	91	93	64	33
차입금/자본총계비율(%)	126.1	97.8	48.9	40.9
Valuation(X)				
PER	69.0	943.8	47.0	19.1
PBR	1.4	2.0	1.3	1.4
EV/EBITDA	9.2	14.2	9.6	6.0

■ Compliance notice

- 당사는 2017년 3월 15일 현재 한온시스템, S&T모티브, 우리산업, 엘앤에프, 에코프로, 피엔티 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 씨아이에스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.
- 당사는 2017년 3월 15일 현재 씨아이에스 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.

■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.