

2019. 9. 8

Company Update

에코프로 (086520)

지나친 지주사 할인



장정훈
Analyst
jhooni.chang@samsung.com
02 2020 7752

- SOTP 밸류에이션 방식으로 변경에 따른 목표가 32,000원 하향, 투자의견 BUY 유지.
- 다른 지주회사에 비해 사업자회사 대비 지분가치만으로도 30% 할인되는 상황.
- 본업에서의 안정적 성장과 자회사의 성장 모멘텀이 시간에 걸쳐 긍정적 영향 기대.

WHAT'S THE STORY

목표가 32,000원 하향, 투자의견 BUY 유지: 자회사 분할 상장 이후 목표가 괴리율 과다에 따라 목표가 현실화 필요. 이에 따라 자회사 에코프로비엠에 대한 개별 목표주가 산정하고 모회사인 동사에 대해서는 기존 P/E 밸류에이션에서 SOTP 방식으로 변경함. 새로운 목표가 32,000원은 본사는 EV/EBIDA 기준으로, 자회사 에코프로비엠에 대해서는 동사의 적정 기업가치를 산출한 후 지분율만큼의 가치를 감안한 것. BUY 투자 의견을 유지하는 것은 시장의 우려와 달리 연결기준 자회사의 실적 개선세가 3분기를 거치면서 두드러질 것으로 보고 있는데다, 자회사 지분 가치 대비 할인율이 다른 비교 대상 기업에 비해 높기 때문.

19년 별도기준 매출 997억원 하향: 본업인 환경 부문은 수주 비즈니스이고 매출인식은 인도기준에 따르고 있음. 기대했던 마이크로웨이브 장치 수주가 지연되면서 연간 매출액 전망치를 1,163억원에서 997억원으로 하향 조정함. 전년 대비로는 20% 증가하는 셈. 별도사업에서 케미컬필터는 소모품인데다 국내 시장점유율 1위 업체로 꾸준한 매출 기대. 여기에 온실가스 저감장치와 미세먼지 필터 등은 정부의 친환경 정책을 바탕으로 주요 전방산업에서의 수요 확대 기회가 높을 것으로 판단됨.

지분가치에 비해 지나친 지주사 디스카운트: 자회사 분할 상장 이후 시장에서 평가하고 있는 모회사의 가치는 마이너스. 5일 기준 동사의 에코프로비엠 보유 지분(54.76%) 가치는 6,210억원이고 에코프로의 시가총액과 비교하면 0.7배에 평가되고 있음. 지주사/사업자회사 구조로 각각 상장된 테크 업종내 비교 대상(AP홀딩스/AP시스템, 미코/코미코)의 경우는 지주사 할인을 받고있기보다 오히려 지분가치 대비 1.9배에서 2.5배로 평가되고 있기 때문에, 1년차 지주사 평가 치고는 과도하게 할인되어 있다고 봄.

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	32,000원	(57.6%)
현재주가	20,300원	
시가총액	4,484.3억원	
Shares (float)	22,090,191주 (81.9%)	
52주 최저/최고	18,300원/45,700원	
60일-평균거래대금	61.2억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에코프로 (%)	9.1	-34.0	-49.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-4.6	-21.9	-35.0

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	32,000	39,000	-17.9%
2019E EPS	1,468	1,788	-17.9%
2020E EPS	3,166	3,259	-2.9%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	39,000
Recommendation	4.0

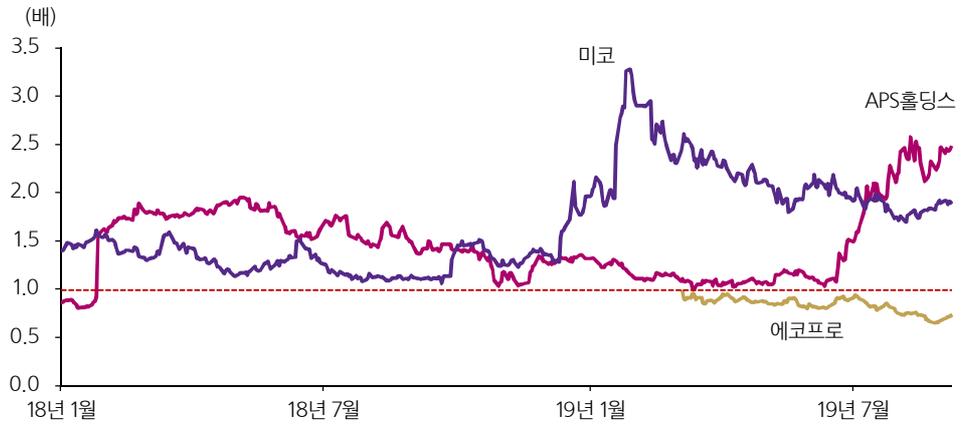
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	669	810	1,359	2,002
영업이익 (십억원)	62	69	130	192
순이익 (십억원)	46	46	100	154
EPS (adj) (원)	1,781	1,468	3,166	4,879
EPS (adj) growth (%)	흑전	(17.6)	115.6	54.1
EBITDA margin (%)	13.9	13.1	12.7	12.0
ROE (%)	24.0	16.5	28.2	32.0
P/E (adj) (배)	11.4	13.8	6.4	4.2
P/B (배)	2.5	2.1	1.6	1.1
EV/EBITDA (배)	8.3	7.6	5.1	3.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

사업 자회사를 둔 지주사의 할증/할인율 변화 비교



참고: 할증/할인율은 지주사 시가총액에 자회사 지분가치를 나누어 계산
 자료: WiseFn, 삼성증권

지주회사 손익 및 할증/할인율

(십억원)	시가총액	별도매출	별도영업이익	자회사보유지분	지분가치	자회사 시가총액	할증/할인율(배)
APSHolding	218.2	0.8	(1.5)	21.4%	88.6	413.8	2.5
미코	174.4	20.6	1.5	39.9%	92.1	230.8	1.9
에코프로	448.4	12.3	0.8	54.8%	619.9	1,132.1	0.7

참고: 별도 손익은 19년 2분기 기준, 시가총액은 9월 6일 종가 기준
 자료: WiseFn, 삼성증권

3분기 예상 실적

(십억원)	3Q19E	3Q18	2Q19	증감 (%)	
				전년동기 대비	전분기 대비
매출액	196.6	178.4	147.6	10.2	33.2
영업이익	12.8	17.1	12.4	(25.1)	3.5
세전계속사업이익	9.3	14.8	3.7	(37.0)	150.4
순이익	7.3	13.4	13.4	(45.5)	(45.4)
이익률 (%)					
영업이익	6.5	9.6	8.4		
세전계속사업이익	4.7	8.3	2.5		
순이익	3.7	7.5	9.1		

자료: 에코프로, 삼성증권

연간 실적 추정 변경

(십억원)	2019E			2020E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	866.5	809.7	(6.6)	1,379.3	1,359.4	(1.4)
영업이익	80.1	68.9	(14.0)	132.9	129.6	(2.4)
세전사업계속이익	62.7	51.5	(17.9)	114.3	111.0	(2.9)
순이익	56.4	46.3	(17.9)	102.9	99.9	(2.9)

자료: 삼성증권 추정

목표 주가 산정

(십억원)			
모회사			
환경부문 기업가치(A)		223	
EBITDA		28.2	
EV/EBITDA 배수*		11.3	*WICS 기준 전기제품군 19년 평균 배수
할인율(%)		30	
자회사			
에코프로비엠 지분가치(B)		811	
지배지분율 (%)		54.8	
적정 기업가치(십억원)*		1,482	* 에코프로비엠 밸류에이션
순부채(C)		346	2020년 말 기준
순자산가치(D=A+B-C)		688	
주당 순자산가치(원)		31,146	
12개월 목표주가(원)		32,000	
현주가(원)		20,300	9월 6일 종가 기준
상승 여력(%)		57.6	

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	128.0	136.2	178.4	226.9	195.9	147.6	196.6	269.6	289.1	327.4	353.4	389.4	669.4	809.7	1,359.4
2차전지	113.5	129.3	163.2	183.2	180.7	136.0	170.7	223.8	260.3	297.5	322.3	359.5	589.2	711.1	1,239.7
환경	15.1	7.7	16.0	44.3	15.7	12.3	25.9	45.8	28.7	29.9	31.1	29.9	83.1	119.6	119.6
영업이익	10.2	11.1	17.1	23.8	16.3	12.5	12.8	27.3	25.6	31.4	36.6	36.0	62.3	68.9	129.6
영업이익률(%)	8.0	8.2	9.6	10.5	8.3	8.5	6.5	10.1	8.9	9.6	10.3	9.3	9.3	8.5	9.5

자료: 에코프로, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	329	669	810	1,359	2,002
매출원가	274	561	685	1,138	1,676
매출총이익	55	108	124	221	326
(매출총이익률, %)	16.8	16.2	15.4	16.3	16.3
판매 및 일반관리비	33	46	56	92	134
영업이익	22	62	69	130	192
(영업이익률, %)	6.6	9.3	8.5	9.5	9.6
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	51	111	171
법인세	2	9	5	11	17
(법인세율, %)	(125.3)	15.5	10.0	10.0	10.0
계속사업이익	(3)	46	46	100	154
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(3)	46	46	100	154
(순이익률, %)	(1.0)	6.9	5.7	7.3	7.7
지배주주순이익	(7)	39	32	70	108
비지배주주순이익	4	7	14	30	46
EBITDA	45	93	106	173	240
(EBITDA 이익률, %)	13.6	13.9	13.1	12.7	12.0
EPS (지배주주)	(313)	1,781	1,468	3,166	4,879
EPS (연결기준)	(150)	2,092	2,098	4,523	6,970
수정 EPS (원)*	(313)	1,781	1,468	3,166	4,879

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	24	12	100	79	132
당기순이익	(3)	46	46	100	154
현금유출입이없는 비용 및 수익	51	53	58	73	86
유형자산 감가상각비	20	28	35	41	47
무형자산 상각비	3	3	2	2	2
기타	28	22	21	30	38
영업활동 자산부채 변동	(23)	(84)	0	(83)	(91)
투자활동에서의 현금흐름	(103)	(106)	(104)	(117)	(120)
유형자산 증감	(84)	(113)	(100)	(100)	(100)
장단기금융자산의 증감	(6)	(4)	(5)	(18)	(21)
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	13	11
기초현금	22	23	16	71	84
기말현금	23	16	71	84	95
Gross cash flow	48	99	104	173	240
Free cash flow	(61)	(101)	(0)	(21)	32

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	329	516	731
현금 및 현금등가물	23	16	71	84	95
매출채권	42	73	90	151	222
재고자산	76	165	147	247	364
기타	25	17	21	34	50
비유동자산	283	396	457	531	603
투자자산	21	27	26	43	63
유형자산	233	342	407	465	518
무형자산	20	17	14	12	11
기타	10	11	11	11	11
자산총계	448	668	786	1,047	1,334
유동부채	179	259	281	400	484
매입채무	16	58	45	76	112
단기차입금	85	110	130	160	160
기타 유동부채	78	91	106	164	213
비유동부채	84	177	227	270	318
사채 및 장기차입금	53	130	180	220	260
기타 비유동부채	31	46	47	49	57
부채총계	264	436	508	669	802
지배주주지분	147	181	213	283	391
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	147	147	147	147	147
이익잉여금	(11)	23	56	126	233
기타	0	(0)	0	0	(0)
비지배주주지분	38	51	65	95	141
자본총계	184	232	278	378	532
순부채	170	275	289	346	355

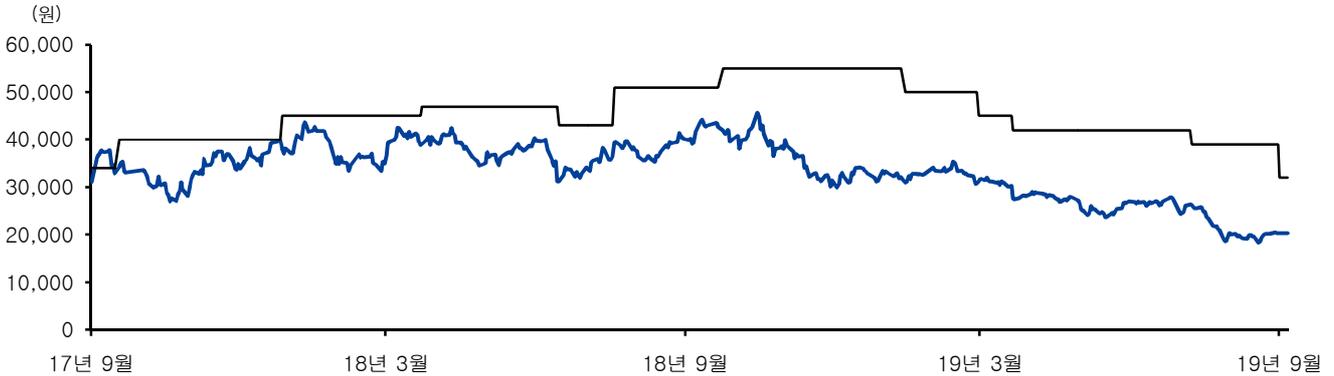
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	93.0	103.5	21.0	67.9	47.3
영업이익	115.6	186.1	10.6	88.0	48.0
순이익	적지	흑전	0.3	115.6	54.1
수정 EPS**	적지	흑전	(17.6)	115.6	54.1
주당지표					
EPS (지배주주)	(313)	1,781	1,468	3,166	4,879
EPS (연결기준)	(150)	2,092	2,098	4,523	6,970
수정 EPS**	(313)	1,781	1,468	3,166	4,879
BPS	6,636	8,188	9,657	12,823	17,701
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	11.4	13.8	6.4	4.2
P/B***	3.1	2.5	2.1	1.6	1.1
EV/EBITDA	14.6	8.3	7.6	5.1	3.9
비율					
ROE (%)	(4.7)	24.0	16.5	28.2	32.0
ROA (%)	(0.8)	8.3	6.4	10.9	12.9
ROIC (%)	16.9	12.9	12.1	18.9	22.6
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	104.0	91.6	66.8
이자보상배율 (배)	3.0	5.2	4.4	6.8	9.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 9월 6일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 9월 6일 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	2017/8/29	9/24	2018/1/3	3/30	6/22	7/26	10/1	2019/1/21	3/7	3/28	7/16	9/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	34,000	40,000	45,000	47,000	43,000	51,000	55,000	50,000	45,000	42,000	39,000	32,000
과리율 (평균)	(0.16)	(15.87)	(13.96)	(18.91)	(19.67)	(22.97)	(35.07)	(33.97)	(31.08)	(36.56)	(45.97)	
과리율 (최대or최소)	11.32	(0.75)	(2.78)	(9.57)	(10.70)	(13.33)	(16.91)	(29.10)	(28.78)	(30.95)	(33.85)	

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%)