

2019. 10. 21

# Company Update

## 에코프로 (086520)

### 환경부문이 전지재료 성장성을 앞지른 19년



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

**이경록**  
Research Associate  
kyungrokkevin.lee@samsung.com  
02 2020 7765

- 3분기 연결기준 영업이익은 시장 컨센서스 상회.
- 4분기 환경부문 사상 최고 실적이 전지재료 부문 약세 상쇄.
- 목표주가 30,000원으로 소폭 하향, 투자의견 BUY 유지.

#### WHAT'S THE STORY

**3분기 리뷰:** 연결기준 매출액은 1,693억원, 영업이익은 144억원을 달성. 매출액 기준으로는 시장 컨센서스 대비 하회했으나 영업이익 기준으로는 상회. 영업이익이 예상 대비 상회한 것은 환경 부문의 수익성이 두자리수 중반대를 넘어섰기 때문으로 풀이.

#### 19년 환경부문 수익성이 전지재료 약세를 메꾸다:

- 연결 자회사 에코프로비엠은 올해 들어 글로벌 고객사의 전동구형 물량 감소 영향으로 NCA 재료 출하가 예상보다 부진. 이에 따라 전기차향 CSG재료 수요는 기대 이상으로 증가하고 있으나 연간 매출 추정치 하향은 불가피.
- 반면, 환경 부문은 케미컬 필터의 꾸준한 매출 외에도 미세먼지 저감 장치의 지속 수주가 이뤄지면서 4분기는 매출과 이익면 사상 최고 실적 기대. 이에 따라 4분기 연결기준 매출액은 2,378억원 영업이익 260억원 예상.
- 19년 연간 연결기준 매출액은 7,507억원, 영업이익은 691억원 전망. 영업이익 기준으로 기존 추정치와 유사. 반면, 20년 매출액은 1.2조원, 영업이익은 1,195억원으로 8% 하향 조정.

**목표주가 30,000원, 투자의견 BUY유지:** 현 주가는 19년 P/E 12.7배, 20년 기준 6.6배에 거래되고 있으며, 자회사 에코프로비엠의 시가총액을 감안한 지분가치와 비교하면 25% 할인 받고 있음. 투자의견 BUY를 유지하는데, 이는 전지재료 자회사 실적 성장에 대한 실망감은 2개 분기를 거치면서 상당부분 반영된 반면, 환경 부문의 실적이 전사 손익에 대한 부담감을 덜어주기 때문. 목표주가를 30,000원으로 기존 대비 6% 소폭 하향함. 이는 자회사 실적 추정 하향에 따른 것. 목표가는 SOTP 방식으로 산출하였는데, 모회사에 대해선 환경부문 EBITDA 예상치에 WICS기준 전기제품군 EV/EBITDA 평균 배수 값을 적용하였고, 자회사에 대해선 적정 기업가치를 산출하고 지배 지분율을 감안하여 계산.

#### 분기 실적

(십억원)	3Q19	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	169.3	(5.1)	14.7	(13.9)	(13.9)
영업이익	14.4	(15.9)	16.3	12.4	12.5
세전이익	9.3	(37.1)	150.4	(0.0)	n/a
순이익	9.2	(31.3)	(31.2)	26.0	n/a
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	8.5				
세전이익	5.5				
순이익	5.4				

자료: 에코프로, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

	2018	2019E	2020E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	10.5	12.7	6.6
P/B	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA	7.9	7.1	5.2
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	흑전	(17.2)	91.7
ROE (%)	24.0	16.5	25.5
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,781	1,474	2,826
BVPS	8,188	9,662	12,488
DPS	0	0	0

#### AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	30,000원 (60.4%)
현재주가	18,700 원
시가총액	4,130.9억원
Shares (float)	22,090,191주 (81.9%)
52주 최저/최고	17,400원/45,700원
60일-평균거래대금	50.3억원

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에코프로 (%)	-8.1	-34.0	-56.2
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-8.1	-22.5	-50.0

#### KEY CHANGES

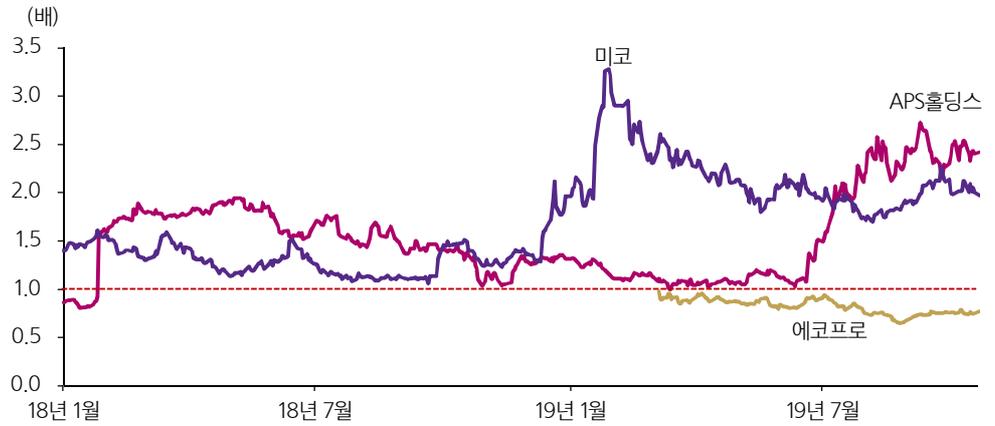
(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	30,000	32,000	-6.3%
2019E EPS	1,474	1,468	0.4%
2020E EPS	2,826	3,166	-10.7%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	32,000
Recommendation	4.0

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

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)
APS홀딩스	210.1	0.8	-1.5	21.4%	87.1	406.9	2.4
미코	177.3	20.6	1.5	39.9%	89.8	225.1	2.0
에코프로	413.1	12.3	0.8	54.8%	539.2	984.6	0.8

참고: 별도 손익은 19년 2분기 기준, 시가총액은 10월 21일 종가 기준  
 자료: WiseFn, 삼성증권

3분기 실적

(십억원)	3Q19	3Q18	2Q19	증감 (%)	
				전년동기 대비	전분기 대비
매출액	169.3	178.4	147.6	(5.1)	14.7
영업이익	14.4	17.1	12.4	(15.8)	16.4
세전계속사업이익	9.3	14.8	3.7	(37.3)	149.2
순이익	9.2	13.4	13.4	(31.2)	(31.1)
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	8.5	9.6	8.4		
세전계속사업이익	5.5	8.3	2.5		
순이익	5.4	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	809.7	750.7	(7.3)	1,359.4	1,221.0	(10.2)
영업이익	68.9	69.1	0.2	129.6	117.6	(9.3)
세전사업계속이익	51.5	51.7	0.4	111.0	99.1	(10.7)
순이익	46.3	46.5	0.4	99.9	89.2	(10.7)

자료: 삼성증권 추정

목표 주가 산정

(십억원)			
<b>모회사</b>			
환경부문 기업가치(A)		239	
EBITDA		30.0	
EV/EBITDA 배수*		11.4	*WICS 기준 전기제품군 19년 평균 배수
할인율(%)		30	
<b>자회사</b>			
에코프로비엠 지분가치(B)		757	
지배지분율 (%)		54.8	
적정 기업가치(십억원)*		1,383	* 에코프로비엠 밸류에이션
<b>순부채(C)</b>		332	<b>2020년 말 기준</b>
<b>순자산가치(D=A+B-C)</b>		665	
주당 순자산가치(원)		30,095	
<b>12개월 목표주가(원)</b>		<b>30,000</b>	
현주가(원)		18,700	10월 21일 종가 기준
상승 여력(%)		60.4	

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	128.0	136.2	178.4	226.9	196.0	147.6	169.3	237.8	194.5	294.3	317.5	414.8	669.4	750.7	1,221.0
2차전지	113.5	129.3	163.2	183.2	180.7	136.0	152.1	183.8	164.3	262.9	284.8	383.4	589.2	652.5	1,095.3
환경	15.1	7.7	16.0	44.3	15.7	12.3	18.5	54.0	30.2	31.4	32.7	31.4	83.1	100.5	125.7
영업이익	10.2	11.1	17.1	23.8	16.3	12.4	14.4	26.0	16.7	28.7	33.4	38.9	62.3	69.1	117.6
영업이익률(%)	8.0	8.2	9.6	10.5	8.3	8.4	8.5	10.9	8.6	9.7	10.5	9.4	9.3	9.2	9.6

자료: 에코프로, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	329	669	751	1,221	1,770
매출원가	274	561	630	1,021	1,478
매출총이익	55	108	121	200	291
(매출총이익률, %)	16.8	16.2	16.1	16.4	16.5
판매 및 일반관리비	33	46	52	83	119
영업이익	22	62	69	118	172
(영업이익률, %)	6.6	9.3	9.2	9.6	9.7
영업외손익	(23)	(8)	(17)	(19)	(21)
금융수익	0	19	0	1	1
금융비용	7	20	16	19	21
지분법손익	(6)	0	0	0	0
기타	(10)	(7)	(2)	(0)	(0)
세전이익	(1)	55	52	99	152
법인세	2	9	5	10	15
(법인세율, %)	(125.3)	15.5	10.0	10.0	10.0
계속사업이익	(3)	46	47	89	136
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(3)	46	47	89	136
(순이익률, %)	(1.0)	6.9	6.2	7.3	7.7
지배주주순이익	(7)	39	33	62	95
비지배주주순이익	4	7	14	27	41
EBITDA	45	93	106	161	221
(EBITDA 이익률, %)	13.6	13.9	14.2	13.2	12.5
EPS (지배주주)	(313)	1,781	1,474	2,826	4,323
EPS (연결기준)	(150)	2,092	2,106	4,037	6,176
수정 EPS (원)*	(313)	1,781	1,474	2,826	4,323

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	24	12	109	80	128
당기순이익	(3)	46	47	89	136
현금유출입이없는 비용 및 수익	51	53	58	72	84
유형자산 감가상각비	20	28	35	41	47
무형자산 상각비	3	3	2	2	2
기타	28	22	21	28	36
영업활동 자산부채 변동	(23)	(84)	9	(71)	(77)
투자활동에서의 현금흐름	(103)	(106)	(102)	(115)	(117)
유형자산 증감	(84)	(113)	(100)	(100)	(100)
장단기금융자산의 증감	(6)	(4)	(3)	(15)	(18)
기타	(13)	10	0	1	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)	66	16	10
기초현금	22	23	16	82	99
기말현금	23	16	82	99	109
Gross cash flow	48	99	104	161	221
Free cash flow	(61)	(101)	9	(20)	28

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 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	321	487	672
현금 및 현금등가물	23	16	82	99	109
매출채권	42	73	83	136	197
재고자산	76	165	136	222	322
기타	25	17	19	31	45
비유동자산	283	396	455	527	596
투자자산	21	27	24	39	56
유형자산	233	342	407	465	518
무형자산	20	17	14	12	11
기타	10	11	11	11	11
자산총계	448	668	777	1,014	1,267
유동부채	179	259	271	377	447
매입채무	16	58	42	68	99
단기차입금	85	110	130	160	160
기타 유동부채	78	91	99	149	188
비유동부채	84	177	227	269	317
사채 및 장기차입금	53	130	180	220	260
기타 비유동부채	31	46	47	49	56
부채총계	264	436	498	646	763
지배주주지분	147	181	213	276	371
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	147	147	147	147	147
이익잉여금	(11)	23	56	118	214
기타	0	(0)	0	0	0
비지배주주지분	38	51	65	92	133
자본총계	184	232	278	368	504
순부채	170	275	278	332	341

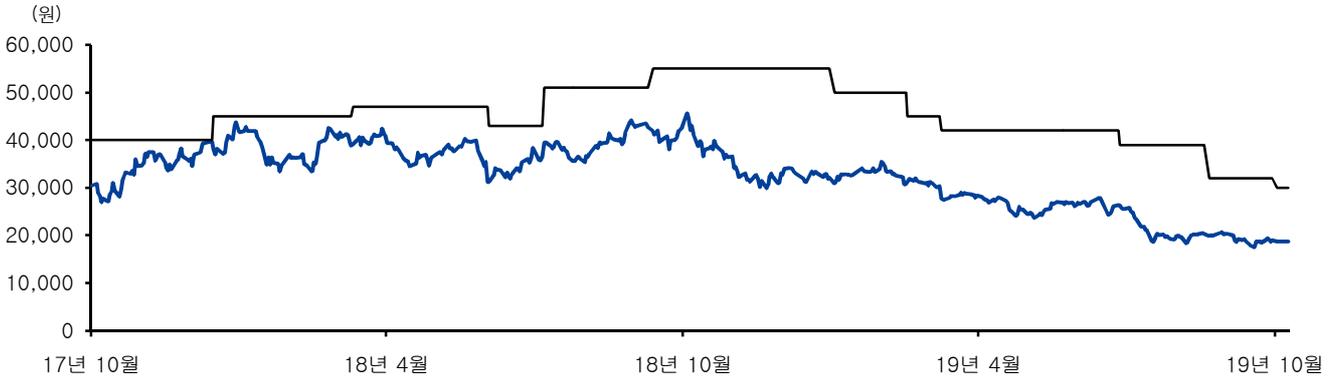
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	93.0	103.5	12.2	62.6	44.9
영업이익	115.6	186.1	10.9	70.2	46.4
순이익	적지	흑전	0.7	91.7	53.0
수정 EPS**	적지	흑전	(17.2)	91.7	53.0
주당지표					
EPS (지배주주)	(313)	1,781	1,474	2,826	4,323
EPS (연결기준)	(150)	2,092	2,106	4,037	6,176
수정 EPS**	(313)	1,781	1,474	2,826	4,323
BPS	6,636	8,188	9,662	12,488	16,811
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	10.5	12.7	6.6	4.3
P/B***	2.8	2.3	1.9	1.5	1.1
EV/EBITDA	13.9	7.9	7.1	5.2	4.0
비율					
ROE (%)	(4.7)	24.0	16.5	25.5	29.5
ROA (%)	(0.8)	8.3	6.4	10.0	12.0
ROIC (%)	16.9	12.9	12.2	17.6	21.1
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	100.0	90.2	67.7
이자보상배율 (배)	3.0	5.2	4.4	6.2	8.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 18일 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	2017/9/24	2018/1/3	3/30	6/22	7/26	10/1	2019/1/21	3/7	3/28	7/16	9/8	10/21
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	40,000	45,000	47,000	43,000	51,000	55,000	50,000	45,000	42,000	39,000	32,000	30,000
과리율 (평균)	(15.87)	(13.96)	(18.91)	(19.67)	(22.97)	(35.07)	(33.97)	(31.08)	(36.56)	(45.97)	(39.69)	
과리율 (최대or최소)	(0.75)	(2.78)	(9.57)	(10.70)	(13.33)	(16.91)	(29.10)	(28.78)	(30.95)	(33.85)	(35.31)	

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

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)