

2020. 3. 26

EV/Mobility Team

장정훈  
(2차전지/ 디스플레이)  
Analyst  
jhooni.chang@samsung.com  
02 2020 7752

이경록

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

▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>BUY</b>	
목표주가	26,000원	(47.3%)
현재주가	17,650원	
시가총액	3,898.9억원	
Shares (float)	22,090,191주 (81.8%)	
52주 최저/최고	13,900원/30,350원	
60일-평균거래대금	150.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에코프로 (%)	-30.0	-6.1	-41.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-9.0	16.4	-15.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	26,000	33,000	-21.2%
2019E EPS	907	907	0.0%
2020E EPS	1,752	2,152	-18.6%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	33,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 에코프로 (086520)

### 지주사 할인폭 과다

WHAT'S THE STORY

**본업인 환경 부문은 코로나영향 제한 전망:** 환경부문내 대기방지 시스템 부분은 납품 완료 시점이 2분기로 다소 지연되면서 1분기 실적이 기존 추정치 보다 낮아질 전망이나 2분기가 오히려 커질 것으로 추정됨. 동사의 환경 부문의 고객사는 주로 국내 제조업체이고 수주 기반 사업. 따라서 코로나19의 국내 확산으로 인한 고객사의 국내 사업 계획 차질로 이어지지 않는다면, 연간 매출 추정치를 크게 조정할 이유 없음. 따라서 20년 매출액은 전년비 40% 늘어난 1,269억원으로 예상. 영업이익은 동기간 123% 늘어난 159억원 전망.

**2월 이후 지주사 할인폭이 커진 상황:** 2차전지 재료 상장 자회사 '에코프로비엠' 지분을 54.46% 보유한 상황인데 19년 3월 자회사 분할 상장 이후, 지주사 할인폭이 20년 3월 들어 50%이상 확대. (그림1 참고) 통상 지주사의 사업자회사 지분가치 대비 할인폭은 30%로 반영되어온 점에 비하면 과도하게 벌어진 상황임.

**목표주가 26,000원 하향, 투자의견 BUY 유지:** 목표주가를 26,000원으로 하향 조정함. 배경은 본업 가치를 산정하는데 쓰이는 EV/EBITDA 배수가 기존 12.9배에서 10.9배로 하락한 점과 자회사의 가치 산정에 포함되는 에코프로비엠 시가총액 하락에 따른 것. 현 주가 수준에서 판단해 보면, 연결 자회사 에코프로비엠의 적정가치 수준으로의 주가 회복과 더불어 지나친 지주사 할인폭이 해소될 수 있기 때문에 투자의견 BUY 바람직.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	669	702	1,021	1,771
영업이익 (십억원)	62	48	94	170
순이익 (십억원)	46	37	72	135
EPS (adj) (원)	1,781	907	1,752	3,295
EPS (adj) growth (%)	흑전	(49.1)	93.1	88.1
EBITDA margin (%)	13.9	12.2	13.4	12.4
ROE (%)	24.0	10.5	17.6	26.4
P/E (adj) (배)	9.9	19.5	10.1	5.4
P/B (배)	2.2	1.9	1.6	1.2
EV/EBITDA (배)	7.7	8.6	5.9	4.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

그림 1. 에코프로비엠 분할 사장 후 지분가치와 시가총액 비교



자료: WiseFn, 삼성증권

1분기 예상 실적

(십억원)	1Q20E	1Q19	4Q19	증감 (%)	
				전년동기 대비	전분기 대비
매출액	176.2	196.0	189.3	(10.1)	(6.9)
영업이익	14.4	16.3	5.4	(11.4)	166.8
세전계속사업이익	11.4	13.5	2.3	(15.5)	396.3
순이익	9.4	10.9	2.3	(13.6)	301.0
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	8.2	8.3	2.9		
세전계속사업이익	6.5	6.9	1.2		
순이익	5.3	5.5	1.2		

자료: 에코프로, 삼성증권

연간 실적 추정 변경

(십억원)	2020E			2021E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	1,231.3	1,021.2	(17.1)	1,781.9	1,771.1	(0.6)
영업이익	116.4	94.0	(19.3)	170.2	170.5	0.2
세전사업계속이익	97.8	75.4	(22.9)	149.4	149.8	0.2
순이익	88.1	71.7	(18.6)	134.5	134.8	0.2

자료: 삼성증권 추정

## 목표 주가 산정

## (십억원)

## 모회사

환경부문 기업가치(A)	185	
EBITDA	24	
EV/EBITDA 배수*	10.9	*WICS 기준 전기제품군 20년 평균 배수
할인율(%)	30%	

## 자회사

에코프로비엠 지분가치(B)	713	
지배지분율 (%)	54.5%	
적정 기업가치(십억원)*	1309	* 에코프로비엠 밸류에이션

순부채(C)	322	2020년 말 기준
--------	-----	------------

순자산가치(D=A+B-C)	576	
주당 순자산가치(원)	26,070	
12개월 목표주가(원)	26,000	
현주가(원)	17,650	3월 25일 종가 기준
상승 여력(%)	47.3%	

자료: 삼성증권 추정

## 분기별 실적 추이 및 전망

(KRWb)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	196.0	147.6	169.2	189.4	176.2	165.9	292.3	386.8	364.9	415.0	481.2	510.0	702.2	1,021.2	1,771.1
2차전지	180.7	136.0	152.1	147.3	161.0	134.1	250.4	348.8	323.8	372.3	437.1	485.6	616.1	894.3	1,618.8
환경	15.7	12.3	18.4	45.8	15.2	31.7	41.9	38.1	41.1	42.6	44.2	24.4	90.6	126.9	152.3
영업이익	16.3	12.4	14.1	5.4	14.4	14.2	29.3	36.0	32.1	40.9	48.0	49.5	48.2	94.0	170.5
영업이익률(%)	8.3	8.4	8.4	2.9	8.2	8.6	10.0	9.3	8.8	9.8	10.0	9.7	6.9	9.2	9.6

자료: 에코프로, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	329	669	702	1,021	1,771
매출원가	274	561	592	838	1,447
매출총이익	55	108	110	184	324
(매출총이익률, %)	16.8	16.2	15.7	18.0	18.3
판매 및 일반관리비	33	46	62	90	154
영업이익	22	62	48	94	170
(영업이익률, %)	6.6	9.3	6.9	9.2	9.6
영업외손익	(23)	(8)	(19)	(19)	(21)
금융수익	0	19	9	1	1
금융비용	7	20	25	19	21
지분법손익	(6)	0	0	0	0
기타	(10)	(7)	(3)	0	0
세전이익	(1)	55	29	75	150
법인세	2	9	(12)	4	15
(법인세율, %)	(125.3)	15.5	(41.1)	5.0	10.0
계속사업이익	(3)	46	41	72	135
중단사업이익	0	0	(4)	0	0
순이익	(3)	46	37	72	135
(순이익률, %)	(1.0)	6.9	5.3	7.0	7.6
지배주주순이익	(7)	39	20	39	73
비지배주주순이익	4	7	17	33	62
EBITDA	45	93	86	137	219
(EBITDA 이익률, %)	13.6	13.9	12.2	13.4	12.4
EPS (지배주주)	(313)	1,781	907	1,752	3,295
EPS (연결기준)	(150)	2,092	1,680	3,245	6,102
수정 EPS (원)*	(313)	1,781	907	1,752	3,295

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	24	12	107	85	100
당기순이익	(3)	46	37	72	135
현금유출입이없는 비용 및 수익	51	53	41	66	84
유형자산 감가상각비	20	28	35	41	47
무형자산 상각비	3	3	2	2	2
기타	28	22	3	22	36
영업활동 자산부채 변동	(23)	(84)	17	(48)	(104)
투자활동에서의 현금흐름	(103)	(106)	(101)	(110)	(124)
유형자산 증감	(84)	(113)	(100)	(100)	(100)
장단기금융자산의 증감	(6)	(4)	(1)	(10)	(25)
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	27	(25)
기초현금	22	23	16	82	108
기말현금	23	16	82	108	83
Gross cash flow	48	99	78	137	219
Free cash flow	(61)	(101)	7	(15)	(0)

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	305	433	647
현금 및 현금등가물	23	16	82	108	83
매출채권	42	73	78	113	197
재고자산	76	165	128	186	322
기타	25	17	18	26	45
비유동자산	283	396	454	521	596
투자자산	21	27	22	32	56
유형자산	233	342	407	465	518
무형자산	20	17	14	12	11
기타	10	11	11	11	11
자산총계	448	668	759	954	1,242
유동부채	179	259	263	345	447
매입채무	16	58	39	57	99
단기차입금	85	110	130	160	160
기타 유동부채	78	91	94	128	188
비유동부채	84	177	227	268	320
사채 및 장기차입금	53	130	180	220	260
기타 비유동부채	31	46	46	48	60
부채총계	264	436	490	613	767
지배주주지분	147	181	201	240	312
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	147	147	147	147	147
이익잉여금	(11)	23	43	82	155
기타	0	(0)	(0)	0	0
비지배주주지분	38	51	68	101	163
자본총계	184	232	269	341	475
순부채	170	275	279	322	367

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	93.0	103.5	4.9	45.4	73.4
영업이익	115.6	186.1	(22.6)	94.8	81.4
순이익	적지	흑전	(19.7)	93.1	88.1
수정 EPS**	적지	흑전	(49.1)	93.1	88.1
주당지표					
EPS (지배주주)	(313)	1,781	907	1,752	3,295
EPS (연결기준)	(150)	2,092	1,680	3,245	6,102
수정 EPS**	(313)	1,781	907	1,752	3,295
BPS	6,636	8,188	9,095	10,848	14,143
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	9.9	19.5	10.1	5.4
P/B***	2.7	2.2	1.9	1.6	1.2
EV/EBITDA	13.3	7.7	8.6	5.9	4.2
비율					
ROE (%)	(4.7)	24.0	10.5	17.6	26.4
ROA (%)	(0.8)	8.3	5.2	8.4	12.3
ROIC (%)	16.9	12.9	13.4	15.3	21.3
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	103.7	94.6	77.2
이자보상배율 (배)	3.0	5.2	3.1	4.9	8.0

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 3월 25일 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2018/1/3	3/30	6/22	7/26	10/1	2019/1/21	3/7	3/28	7/16	9/8	10/21	2020/2/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	45,000	47,000	43,000	51,000	55,000	50,000	45,000	42,000	39,000	32,000	30,000	33,000
과리율 (평균)	(13.96)	(18.91)	(19.67)	(22.97)	(35.07)	(33.97)	(31.08)	(36.56)	(45.97)	(39.69)	(29.89)	(30.52)
과리율 (최대or최소)	(2.78)	(9.57)	(10.70)	(13.33)	(16.91)	(29.10)	(28.78)	(30.95)	(33.85)	(35.31)	(17.17)	(15.30)
일 자	3/26											
투자의견	BUY											
TP (₩)	26,000											
과리율 (평균)												
과리율 (최대or최소)												

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

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2019년 12월 31일 기준

매수 (77%) | 중립 (23%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpoc.com](http://www.samsungpoc.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM