

2020. 4. 23

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	BUY	
목표주가	26,000원	(30%)
현재주가	20,000원	
시가총액	4,418.0억원	
Shares (float)	22,090,191주 (81.5%)	
52주 최저/최고	13,900원/28,050원	
60일-평균거래대금	152.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에코프로 (%)	23.8	3.4	-28.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-8.8	6.7	-14.5

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	26,000	26,000	0.0%
2020E EPS	1,736	1,752	-0.9%
2021E EPS	3,486	3,295	5.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	26,000
Recommendation	4.0

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

에코프로 (086520)

무거워진 사업, 가벼워진 가치

- 발표실적 vs 컨센서스: 1분기 매출액은 1,783억원, 영업이익은 107억원을 달성, 영업이익 기준으로 당사 예상치 하회.
- 목표주가 26,000원, 투자의견 BUY 유지.

실적 해석 및 시사점

1분기 리뷰: 연결기준 매출은 1,783억원, 영업이익 107억원 기록. 본업인 환경 부문만 보면, 매출 129억원에 영업이익 9억원 기록해 당사 예상치를 하회. 하지만 영업이익률 기준으로는 당사 예상치에 부합. 본업 내 사업별로 보면 온실가스 저감장치 매출이 전년비 증가한 반면, 전분기 291억 매출을 올렸던 마이크로웨이브 부문은 계절성으로 인해 실적 반영이 없었음.

지속 벌어진 지주사 할인갭: 핵심 자회사 에코프로비엠의 시장가치가 2월 SKI와 장기공급계약, SDI와의 합작사 설립과 더불어 급등한 이후 지분가치대비 모회사 할인율이 벌어져 지속되는 상황. 지주사로서의 에코프로의 가치는 지분가치 대비 0.53배 수준으로 지난해 분할 상장 이후 시장에서 받아왔던 30%의 할인갭이 벌어진 것.

목표주가 26,000원, 투자의견 BUY 유지: 한 달 전에 비해, 목표가 산정에 쓰이는 EV/EBITDA 배수가 10.9배에서 12.8배로 17% 상승한데다, 자회사 에코프로비엠의 시장가치 또한 1,309억원에서 1,517억원으로 16% 상승한 상황. 목표주가는 26,000원으로 유지함. 사업영역에서의 펀더멘털 변화보다 시장 평가의 눈높이가 달라진 부분이기 때문에 자회사 에코프로비엠의 지분가치에 20% 수준의 주가 변동성 할인 적용이 적절할 것으로 판단.

에코프로 1Q20 review

(십억원)	1Q20	4Q19	전분기 대비 (%)	1Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	178.3	189.4	(5.9)	196.0	(9.0)	176.2	1.2	176.2	1.2
영업이익	10.7	5.0	114.9	16.3	(34.4)	14.4	(25.7)	14.4	(25.9)
세전이익	7.9	(2.1)	(476.2)	13.5	(41.3)	11.4	(30.7)	11.4	(30.6)
당기순이익	7.8	2.6	201.2	10.9	(28.1)	9.4	(17.0)	9.4	(16.8)
이익률 (%)									
영업이익	6.0	2.6		8.3		8.2		8.2	
세전이익	4.4	(1.1)		6.9		6.5		6.5	
당기순이익	4.4	1.4		5.5		5.3		5.3	

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	EPS성장률 (%)	P/E (배)	순부채 (KRWb)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
2018	669	62	55	46	1,781	흑전	11.3	275	8.3	2.5	24.0
2019	702	48	25	37	964	(45.9)	20.9	336	10.7	1.6	9.3
2020E	1,023	87	74	70	1,736	80.2	11.6	317	6.8	1.4	13.2
2021E	1,776	169	157	141	3,486	100.8	5.8	317	4.6	1.2	22.5
2022E	2,501	205	192	172	4,252	21.9	4.7	299	4.1	1.0	22.3

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

자료: 에코프로, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	669	702	1,023	1,776	2,501
매출원가	561	592	846	1,453	2,081
매출총이익	108	110	177	323	420
(매출총이익률, %)	16.2	15.7	17.3	18.2	16.8
판매 및 일반관리비	46	62	90	154	215
영업이익	62	48	87	169	205
(영업이익률, %)	9.3	6.8	8.5	9.5	8.2
영업외손익	(8)	(23)	(13)	(12)	(13)
금융수익	19	9	7	11	12
금융비용	20	26	15	18	19
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(7)	(6)	(5)	(5)	(6)
세전이익	55	25	74	157	192
법인세	9	(13)	4	16	19
(법인세율, %)	15.5	(50.7)	5.0	10.0	10.0
계속사업이익	46	37	70	141	172
중단사업이익	0	(0)	0	0	0
순이익	46	37	70	141	172
(순이익률, %)	6.9	5.3	6.9	8.0	6.9
지배주주순이익	39	21	38	77	94
비지배주주순이익	7	16	32	64	79
EBITDA	93	89	135	222	264
(EBITDA 이익률, %)	13.9	12.7	13.2	12.5	10.5
EPS (지배주주)	1,781	964	1,736	3,486	4,252
EPS (연결기준)	2,092	1,691	3,188	6,402	7,807
수정 EPS (원)*	1,781	964	1,736	3,486	4,252

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	12	(15)	180	71	138
당기순이익	46	37	70	141	172
현금유출입이없는 비용 및 수익	53	60	60	76	85
유형자산 감가상각비	28	38	45	52	57
무형자산 상각비	3	3	2	2	2
기타	22	18	12	22	26
영업활동 자산부채 변동	(84)	(105)	53	(130)	(100)
투자활동에서의 현금흐름	(106)	(215)	(96)	(96)	(96)
유형자산 증감	(113)	(214)	(100)	(100)	(100)
장단기금융자산의 증감	(4)	14	(3)	(8)	(8)
기타	10	(15)	7	11	12
재무활동에서의 현금흐름	87	249	129	(14)	16
차입금의 증가(감소)	83	80	151	11	42
자본금의 증가(감소)	(0)	(1)	0	0	0
배당금	0	0	(7)	(7)	(7)
기타	4	170	(15)	(18)	(19)
현금증감	(7)	19	219	(39)	59
기초현금	23	16	35	253	214
기말현금	16	35	253	214	273
Gross cash flow	99	97	130	217	258
Free cash flow	(101)	(229)	80	(29)	38

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	271	368	632	841	1,132
현금 및 현금등가물	16	35	253	214	273
매출채권	73	65	97	178	227
재고자산	165	231	227	355	500
기타	17	37	54	93	132
비유동자산	396	560	609	662	710
투자자산	27	13	9	16	23
유형자산	342	507	562	610	653
무형자산	17	17	14	12	10
기타	11	23	23	23	23
자산총계	668	928	1,241	1,502	1,842
유동부채	259	261	419	493	615
매입채무	58	31	79	118	167
단기차입금	110	136	196	196	196
기타 유동부채	91	94	144	179	252
비유동부채	177	220	311	363	416
사채 및 장기차입금	130	172	262	302	342
기타 비유동부채	46	49	49	62	74
부채총계	436	481	730	857	1,031
자배주주지분	181	275	307	377	465
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	147	146	146	146	146
이익잉여금	23	118	150	221	308
기타	(0)	(0)	(0)	0	0
비지배주주지분	51	172	204	268	347
자본총계	232	447	511	646	811
순부채	275	336	268	317	299

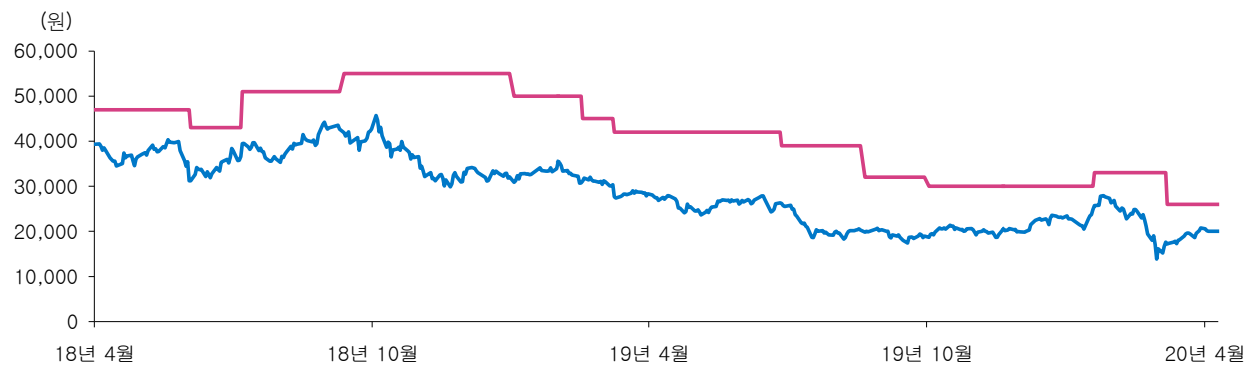
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	103.5	4.9	45.7	73.6	40.9
영업이익	186.1	(23.3)	82.8	93.1	21.2
순이익	흑전	(19.1)	88.5	100.8	21.9
수정 EPS**	흑전	(45.9)	80.2	100.8	21.9
주당지표					
EPS (지배주주)	1,781	964	1,736	3,486	4,252
EPS (연결기준)	2,092	1,691	3,188	6,402	7,807
수정 EPS**	1,781	964	1,736	3,486	4,252
BPS	8,188	12,459	13,933	17,129	21,092
DPS (보통주)	0	300	300	300	300
Valuations (배)					
P/E***	11.3	20.9	11.6	5.8	4.7
P/B***	2.5	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.3	10.7	6.8	4.6	4.1
비율					
ROE (%)	24.0	9.3	13.2	22.5	22.3
ROA (%)	8.3	4.7	6.5	10.3	10.3
ROIC (%)	12.9	11.5	10.8	17.6	17.8
배당성향 (%)	0.0	31.1	17.2	8.6	7.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	1.5	1.5	1.5	1.5
순부채비율 (%)	118.6	75.2	52.4	49.1	36.8
이자보상배율 (배)	5.2	4.2	5.7	9.3	10.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 4월 22일 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	2018/3/30	6/22	7/26	10/1	2019/1/21	3/7	3/28	7/16	9/8	10/21	2020/2/7	3/26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	47,000	43,000	51,000	55,000	50,000	45,000	42,000	39,000	32,000	30,000	33,000	26,000
과리율 (평균)	(18.91)	(19.67)	(22.97)	(35.07)	(33.97)	(31.08)	(36.56)	(45.97)	(39.69)	(29.89)	(30.52)	
과리율 (최대or최소)	(9.57)	(10.70)	(13.33)	(16.91)	(29.10)	(28.78)	(30.95)	(33.85)	(35.31)	(17.17)	(15.30)	

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 2020년 3월 31일 기준

매수 (75%) | 중립 (25%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



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