



2020년 10월 16일 | Equity Research

에코프로 (086520)

친환경 부문 가파른 성장

3Q20 Review : 본업+연결 자회사 고른 성장

3분기 연결 매출은 2,828억원(YoY +31%), 영업이익 294억원(YoY +108%)으로 컨센서스를 상회했다. 연결 매출 기준 88% 차지하는 에코프로비엠의 매출 성장(YoY +65%) 외에도 본업인 친환경 부문이 가파르게 성장한 것으로 추정된다(친환경 부문 매출 328억원(YoY +86%) 추정). 친환경 부문의 경우 매출 급성장으로 인한 규모의 경제 효과로 이익 기여도 크게 확대된 것으로 추정된다. 에코프로GEM(전구체), 에코프로 이노베이션(수산화리튬) 역시 이번 분기부터 연결 매출 이익 기여도 확대된 것으로 추정된다.

친환경 부문 영업 레버리지 효과 확대

2020년 실적은 매출 1조원(YoY +47%), 영업이익 931억원(YoY +95%)으로 가파른 성장이 전망된다. 친환경 부문의 2020년 매출은 1,309억원으로 YoY +52% 성장이 전망되며, 이 과정에서 공헌 이익률 상승에 따른 영업 레버리지 효과 역시 확대될 전망이다. 반도체/디스플레이 케미칼 필터, 온실가스 저감 장치 등 대규모 공장에 의무 설치 해야하는 탄소 배출 저감 장치 수요 증가 및 저감 기준 강화 과정에서 전방 수요 확대에 따른 낙수 효과 지속 확대될 전망이다. 사업 확장에 따른 추가 고정비 증가 크지 않은 친환경 부문 특성 상 향후 친환경 부문의 영업이익 기여도가 가파르게 증가할 것으로 전망된다.

연결 자회사 이익 기여도 지속 증가 전망

에코프로에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 61,000원을 유지한다. 에코프로비엠의 현 시가총액 2.7조원과 에코프로 보유 지분 52% 감안 시 최소 1조원 이상의 지분가치 평가 가능하다고 판단된다. 친환경 부문의 연 매출은 2020년 1,309억원, 2021년 2,022억원, 2022년 2,686억원이 전망되며 이 과정에서 상기한 영업 레버리지 효과 확대될 것으로 판단한다. 2021년부터 본격 매출 기여 예상되는 배터리 소재 자회사 에코프로 GEM(전구체), 에코프로CNG(리싸이클링) 등 연결 자회사들에 대한 향후 가치 평가 역시 추가 상향 여력 만들어낼 요인이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 61,000원 | CP(10월15일): 45,050원

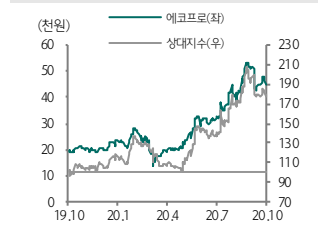
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	844.44
52주 최고/최저(원)	53,400/13,900
시가총액(십억원)	995.2
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	22,090.2
60일 평균 거래량(천주)	869,432.7
60일 평균 거래대금(십억원)	37.4
20년 배당금(예상, 원)	300
20년 배당수익률(예상, %)	0.67
외국인지분율(%)	12.22
주요주주 지분율(%)	
이동채 외 10인	18.03
삼성자산운용	6.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.0) 130.4 132.2
상대	(7.4) 66.5 77.9

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,042.2	1,625.2
영업이익(십억원)	92.3	148.2
순이익(십억원)	78.5	130.3
EPS(원)	1,879	3,074
BPS(원)	14,654	18,714

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	669.4	702.3	1,004.5	1,413.8	1,972.0
영업이익	십억원	62.3	47.8	93.1	134.2	188.5
세전이익	십억원	54.7	24.8	76.1	114.5	168.9
순이익	십억원	39.3	21.3	57.9	70.4	102.8
EPS	원	1,781	964	2,620	3,189	4,653
증감율	%	흑전	(45.87)	171.78	21.72	45.91
PER	배	18.53	23.29	17.19	14.13	9.68
PBR	배	4.03	1.80	3.06	2.56	2.05
EV/EBITDA	배	11.33	11.27	23.23	19.52	11.67
ROE	%	24.03	9.33	19.43	19.99	23.76
BPS	원	8,188	12,459	14,733	17,624	21,980
DPS	원	0	300	300	300	300



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

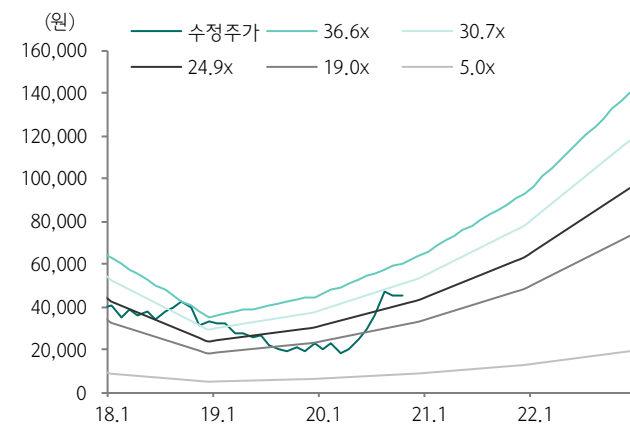
표 1. 에코프로 연결 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F
연결 매출	178	209	283	334	306	334	330	443	669	702	1,005	1,414
친환경 및 기타	11	19	33	65	39	40	40	80	81	86	128	199
에코프로 비엠	168	190	250	269	267	294	291	363	588	616	876	1,215
연결 영업이익	11	19	29	34	28	31	31	44	62	48	93	134
영업이익률	6%	9%	10%	10%	9%	9%	9%	10%	9%	7%	9%	9%

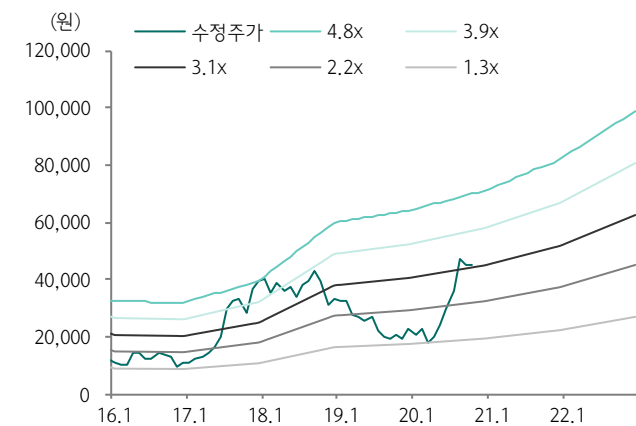
자료: 하나금융투자

그림 1. 에코프로 12M Fwd P/E 추이



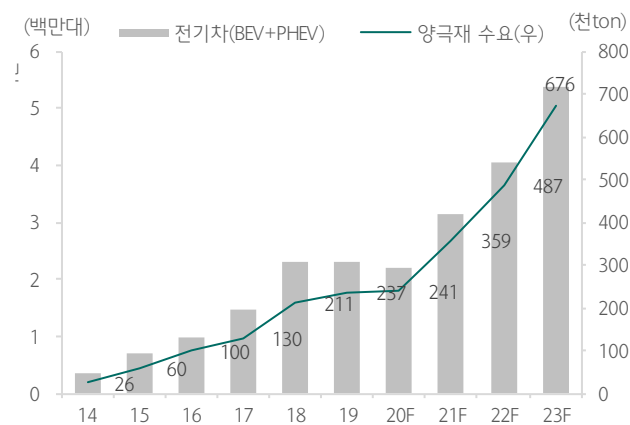
자료: 하나금융투자

그림 2. 에코프로 12M Fwd P/B 추이



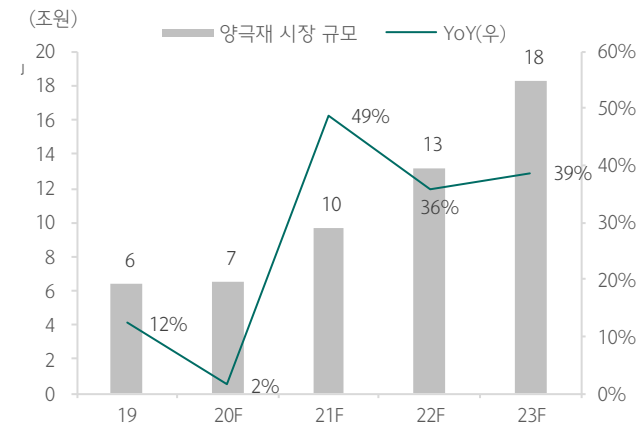
자료: 하나금융투자

그림 3. 전기차 및 양극재 시장 추이 및 전망



자료: SNE Research, 하나금융투자

그림 4. 양극재 시장 규모 추이 및 전망



자료: SNE Research, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	669.4	702.3	1,004.5	1,413.8	1,972.0
매출원가	561.2	592.1	840.0	1,184.3	1,652.4
매출총이익	108.2	110.2	164.5	229.5	319.6
판매비	45.9	62.4	71.4	95.3	131.1
영업이익	62.3	47.8	93.1	134.2	188.5
금융손익	(0.5)	(16.8)	(13.8)	(19.7)	(19.6)
종속/관계기업손익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.4)	(6.2)	(3.2)	0.0	0.0
세전이익	54.7	24.8	76.1	114.5	168.9
법인세	8.5	(12.6)	15.7	24.2	37.1
계속사업이익	46.2	37.4	60.3	90.3	131.8
중단사업이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.2	37.4	60.3	90.3	131.8
비자배주주지분 손이익	6.9	16.1	2.5	19.9	29.0
지배주주순이익	39.3	21.3	57.9	70.4	102.8
지배주주지분포괄이익	34.3	25.2	40.9	62.4	91.0
NOPAT	52.6	72.0	73.8	105.8	147.1
EBITDA	93.1	89.1	69.3	82.6	130.8
성장성(%)					
매출액증가율	103.47	4.91	43.03	40.75	39.48
NOPAT증가율	7.13	36.88	2.50	43.36	39.04
EBITDA증가율	107.81	(4.30)	(22.22)	19.19	58.35
영업이익증가율	185.78	(23.27)	94.77	44.15	40.46
(지배주주)순이익증가율	흑전	(45.80)	171.83	21.59	46.02
EPS증가율	흑전	(45.87)	171.78	21.72	45.91
수익성(%)					
매출총이익률	16.16	15.69	16.38	16.23	16.21
EBITDA이익률	13.91	12.69	6.90	5.84	6.63
영업이익률	9.31	6.81	9.27	9.49	9.56
계속사업이익률	6.90	5.33	6.00	6.39	6.68

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,781	964	2,620	3,189	4,653
BPS	8,188	12,459	14,733	17,624	21,980
CFPS	4,478	4,389	4,313	3,738	5,923
EBITDAPS	4,214	4,032	3,138	3,738	5,923
SPS	30,303	31,791	45,471	64,000	89,268
DPS	0	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	18.53	23.29	17.19	14.13	9.68
PBR	4.03	1.80	3.06	2.56	2.05
PCR	7.37	5.12	10.45	12.05	7.61
EV/EBITDA	11.33	11.27	23.23	19.52	11.67
PSR	1.09	0.71	0.99	0.70	0.50
재무비율(%)					
ROE	24.03	9.33	19.43	19.99	23.76
ROA	7.05	2.67	5.48	5.60	7.11
ROIC	12.80	11.44	8.70	10.97	14.54
부채비율	187.89	107.58	135.18	126.71	118.59
순부채비율	118.59	75.22	85.66	70.36	42.05
이자보상배율(배)	5.18	4.20	5.28	6.69	9.32

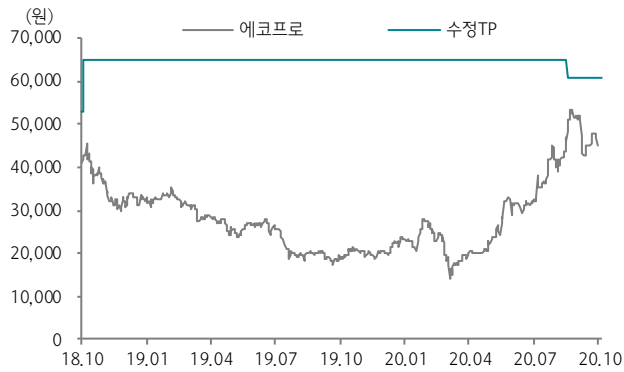
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	271.4	367.7	555.7	647.6	810.0
금융자산	16.6	35.8	58.0	77.1	192.2
현금성자산	15.7	34.6	55.4	73.8	187.8
매출채권	73.5	64.7	97.0	116.4	128.1
재고자산	165.2	231.2	323.7	388.5	427.3
기타유동자산	16.1	36.0	77.0	65.6	62.4
비유동자산	396.1	560.1	629.4	684.7	748.3
투자자산	27.1	12.9	24.0	27.7	33.6
금융자산	27.1	12.9	24.0	27.7	33.6
유형자산	341.6	507.2	569.1	617.3	670.9
무형자산	16.5	16.6	19.1	22.6	26.6
기타비유동자산	10.9	23.4	17.2	17.1	17.2
자산총계	667.5	927.8	1,185.1	1,332.3	1,558.3
유동부채	259.0	260.6	467.4	521.2	606.7
금융부채	129.5	168.4	305.2	306.1	307.4
매입채무	58.4	30.9	54.6	72.4	100.8
기타유동부채	71.1	61.3	107.6	142.7	198.5
비유동부채	176.7	220.2	213.8	223.4	238.7
금융부채	162.1	203.6	184.5	184.5	184.5
기타비유동부채	14.6	16.6	29.3	38.9	54.2
부채총계	435.7	480.9	681.2	744.6	845.4
지배주주지분	180.9	275.2	320.5	384.4	480.6
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	146.6	145.7	144.0	144.0	144.0
자본조정	0.0	0.0	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	23.2	118.5	169.7	233.6	329.8
비지배주주지분	51.0	171.8	183.4	203.3	232.3
자본총계	231.9	447.0	503.9	587.7	712.9
순금융부채	275.0	336.2	431.6	413.5	299.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	12.3	(15.0)	(10.9)	48.5	146.4
당기순이익	46.2	37.4	60.3	90.3	131.8
조정	5	5	2	(3)	(4)
감가상각비	30.8	41.3	(23.8)	(51.6)	(57.6)
외환거래손익	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(25.1)	(36.1)	25.8	48.6	53.6
영업활동 자산부채 변동	(84.4)	(105.5)	(89.1)	(10.3)	52.0
투자활동 현금흐름	(106.5)	(215.1)	(64.9)	(4.4)	(7.0)
투자자산감소(증가)	(5.9)	14.2	(11.0)	(3.7)	(5.9)
자본증가(감소)	(113.1)	(214.2)	(61.1)	0.0	0.0
기타	12.5	(15.1)	7.2	(0.7)	(1.1)
재무활동 현금흐름	87.2	249.1	97.0	(25.7)	(25.4)
금융부채증가(감소)	82.8	80.5	117.6	0.9	1.4
자본증가(감소)	(0.0)	(0.9)	(1.7)	0.0	0.0
기타재무활동	4.4	169.5	(10.9)	(20.0)	(20.2)
배당지급	0.0	0.0	(8.0)	(6.6)	(6.6)
현금의 증감	(7.0)	19.0	20.8	18.3	114.0
Unlevered CFO	98.9	97.0	95.3	82.6	130.8
Free Cash Flow	(100.9)	(229.3)	(72.0)	48.5	146.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에코프로



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.2	BUY	61,000	-	-
19.10.18	1년 경과			
18.10.18	BUY	65,000	-56.64%	-29.69%
18.9.17	BUY	53,000	-21.65%	-16.60%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.19%	7.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 10월 16일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 10월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.