

2023. 4. 4

EV/모빌리티팀

장정훈
Senior Analyst
jhooni.chang@samsung.com

에코프로 (086520)

지주사가 NAV 프리미엄받는 혼돈

- 자회사 주가 급등에 따른 보유 지분가치 증가로 목표주가 380,000원 상향하나, NAV 대비 현 주가는 현저한 고평가 영역이기 때문에 투자의견 HOLD로 하향 조정함.

WHAT'S THE STORY?

지주회사가 보유 지분가치보다 20% 프리미엄을 받는 이상한 상황: 22년 사업보고서상에 에코프로의 사업목적은 자회사 관리를 비롯한 투자사업 부문을 영위한다고 되어 있음. 지주회사는 지배하는 자회사들로부터 받는 배당금이 주요 수입원이고 지주회사의 가치는 보유 지분에 대한 가치로 일정한 할인율을 받아 평가되어 왔음. 지주사의 할인율이 적절하냐에 대한 논쟁은 지속되고 있긴 하나, 적어도 한국 시장에서 지주사는 사업자회사의 보유 지분 가치 대비 30~50%의 할인율이 시장이 동의하는 수준. 에코프로 역시 에코프로비엠과 에코프로에이치엔 분할 이후 적게는 30%, 많게는 70% 할인되어 평가받아 왔었는데, 3월부터 할인이 아닌 프리미엄을 받기 시작해, 3월 말 기준 20% 더 높게 평가받고 있는 상황.

비상장 자회사에 대한 가치 부여는 시기 상조: 사업 자회사보다 지주사를 더 평가해주는 이유를 비상장 자회사의 사업가치에서 찾으려는 시도도 부담. 시장에서 기대하고 있는 비상장 회사의 가치는 전구체를 영위하는 에코프로머티리얼즈와 수산화리튬 임가공 사업의 에코프로이노베이션 등임. 하지만 이들 제품의 대부분은 에코프로의 상장 자회사 에코프로비엠 양극재 제조 원료에 들어가는 상황. 따라서 계열사 내부매출이 주력인 비상장사에 대해 자산 가치나 수익가치에 근거하여 시장 가치를 부여하겠다는 것. 풀어서 설명해 보자면 A가 음식 준비를 도와준 자녀 B에게 준 용돈을 그 집안의 새로운 가치로 평가하는 셈.

목표가 380,000원 상향, 투자의견은 HOLD로 하향: 에코프로의 사업목적이 보고서에 나와 있는 대로 자회사를 지배하며 수익은 일반 용역 및 브랜드 사용료, 배당금 수익 통해 이뤄지는 지주회사라는 데 동의한다면, 회사의 적정가치는 보유 지분가치에 순차입금을 제외한 NAV 평가가 적절할 것. 목표가 상향은 2개월간 자회사 에코프로비엠과 에코프로에이치엔의 주가 급등에 따른 NAV 증가를 반영. 하지만 이를 토대로 산출된 적정주가는 380,000원으로 현 주가 대비 24% 낮은 수준이기 때문에 HOLD 투자의견으로 하향 조정함.

▶ AT A GLANCE

투자의견	HOLD	
목표주가	380,000원	-23.9%
현재주가	499,500원	
시가총액	12.9조원	
Shares (float)	26,627,668주 (72.8%)	
52주 최저/최고	64,302원/499,500원	
60일-평균거래대금	4,309.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에코프로 (%)	66.8	344.5	476.5
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	56.5	249.7	534.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	BUY	
목표주가	380,000	160,000	138%
2022 EPS	7,495	7,495	0.0%
2023E EPS	27,769	27,769	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

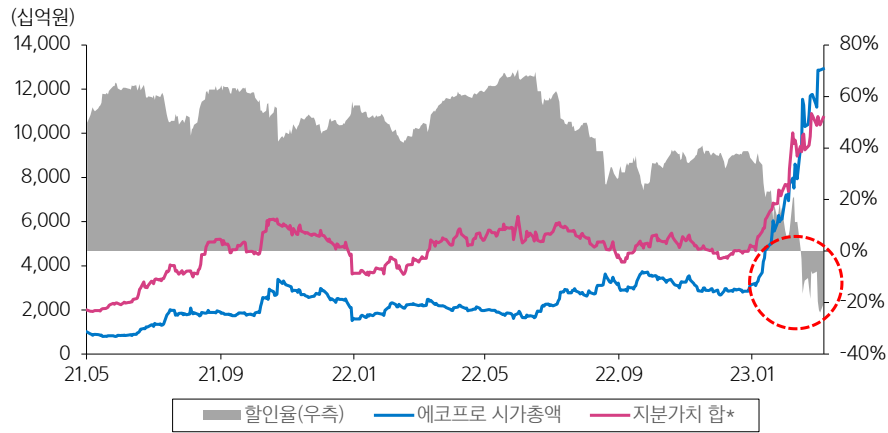
No of estimates	1
Target price	160,000
Recommendation	4.0
BUY★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★: 1	

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	1,504	5,640	9,224	14,251
영업이익 (십억원)	86	619	1,065	1,613
순이익 (십억원)	279	221	838	1,297
EPS (adj) (원)	10,999	7,495	27,769	42,175
EPS (adj) growth (%)	957.1	-31.9	270.5	51.9
EBITDA margin (%)	9.9	13.2	14.1	13.4
ROE (%)	32.7	15.4	42.7	43.0
P/E (adj) (배)	10.4	72.6	98.8	65.1
P/B (배)	2.5	2.0	9.2	8.6
EV/EBITDA (배)	27.9	7.1	4.8	3.2
Dividend yield (%)	0.4	0.3	0.3	0.3

자료: 에코프로, 삼성증권 추정

에코프로 상장 자회사 지분가치 대비 할인율



참고: *에코프로비엠과 에코프로에이치엔 지분가치 합. 4월 3일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

목표 주가 산정

(십억원)		
상장자회사(A)		
에코프로비엠 지분가치	9,312	
지배지분율	45.6%	2022년 4분기 말 기준
현 기업가치	22,690	2023년 4월 3일 종가 기준
할인율	10%	지주사 할인 + Governance 리스크 할인
에코프로에이치엔 지분가치	334	
지배지분율	31.4%	2022년 4분기 말 기준
현 기업가치	1,181	4월 3일 종가 기준
할인율	10%	지주사 할인 + Governance 리스크 할인
비상장 자회사(B)		
비상장 자회사 기업가치	100	
에코프로이노베이션 외	100	2022년 3분기 말 장부가 기준
할인율(%)	0%	
순부채(C)	1,396	
순자산가치(D=A+B-C)	8,350	
주당 순자산가치(원)	377,984	
12개월 목표주가(원)	380,000	
현재 주가(원)	499,500	2023년 4월 3일 종가 기준
상승 여력(%)	-23.9%	

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	851	1,504	5,640	9,224	14,251
매출원가	724	1,272	4,481	7,273	11,273
매출총이익	127	232	1,159	1,951	2,979
(매출총이익률, %)	15	15	21	21	21
판매 및 일반관리비	63	146	541	885	1,365
영업이익	64	86	619	1,065	1,613
(영업이익률, %)	7	6	11	12	11
영업외손익	-6	278	-310	-79	-88
금융수익	31	9	18	7	13
금융비용	52	59	74	87	101
자본법손익	0	0	0	0	0
기타	15	327	-253	0	0
세전이익	58	364	309	986	1,526
법인세	3	85	88	148	229
(법인세율, %)	5	23	28	15	15
계속사업이익	39	-256	221	838	1,297
중단사업이익	16	535	0	0	0
순이익	55	279	221	838	1,297
(순이익률, %)	6	19	4	9	9
지배주주순이익	25	240	191	722	1,118
비지배주주순이익	30	38	31	116	179
EBITDA	114	149	742	1,302	1,906
(EBITDA 이익률, %)	13	10	13	14	13
EPS (지배주주)	1,040	10,999	7,495	27,769	42,175
EPS (연결기준)	2,329	12,759	8,694	32,214	48,926
수정 EPS (원)*	1,040	10,999	7,495	27,769	42,175

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	159	-141	324	960	1,425
당기순이익	55	279	221	838	1,297
현금유출입이없는 비용 및 수익	92	-360	228	414	559
유형자산 감가상각비	51	63	123	237	292
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	41	-422	105	177	267
영업활동 자산부채 변동	14	-45	-37	-144	-202
투자활동에서의 현금흐름	-225	-408	-961	-1,752	-1,070
유형자산 증감	-205	-445	-900	-1,700	-1,000
장단기금융자산의 증감	-16	-1	-68	-59	-83
기타	-4	37	8	7	13
재무활동에서의 현금흐름	168	704	343	858	546
차입금의 증가(감소)	128	601	378	906	608
자본금의 증가(감소)	-60	650	0	0	0
배당금	-8	-11	-10	-11	-11
기타	108	-536	-24	-37	-51
현금증감	102	155	-287	63	895
기초현금	35	136	292	5	68
기말현금	136	292	5	68	963
Gross cash flow	147	-81	449	1,252	1,856
Free cash flow	-46	-585	-576	-740	425

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)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	515	1,616	2,854	4,398	7,372
현금 및 현금등가물	136	292	5	68	963
매출채권	99	286	705	1,153	1,781
재고자산	227	464	1,410	2,306	3,563
기타	53	575	734	872	1,065
비유동자산	768	1,785	2,578	4,054	4,781
투자자산	16	29	45	59	78
유형자산	685	1,090	1,867	3,330	4,038
무형자산	17	622	622	622	622
기타	49	43	43	43	43
자산총계	1,283	3,401	5,432	8,452	12,153
유동부채	386	967	1,822	2,723	3,986
매입채무	63	112	332	543	838
단기차입금	129	404	404	404	404
기타 유동부채	193	451	1,086	1,776	2,744
비유동부채	309	736	1,690	2,983	4,135
사채 및 장기차입금	230	485	985	1,885	2,485
기타 비유동부채	78	251	705	1,099	1,650
부채총계	694	1,704	3,512	5,706	8,122
지배주주지분	327	1,144	1,336	2,047	3,153
자본금	11	12	12	12	13
자본잉여금	86	735	735	735	735
이익잉여금	134	365	545	1,256	2,362
기타	95	32	43	43	43
비지배주주지분	262	553	584	699	878
자본총계	589	1,697	1,919	2,746	4,032
순부채	341	788	1,396	2,189	1,833

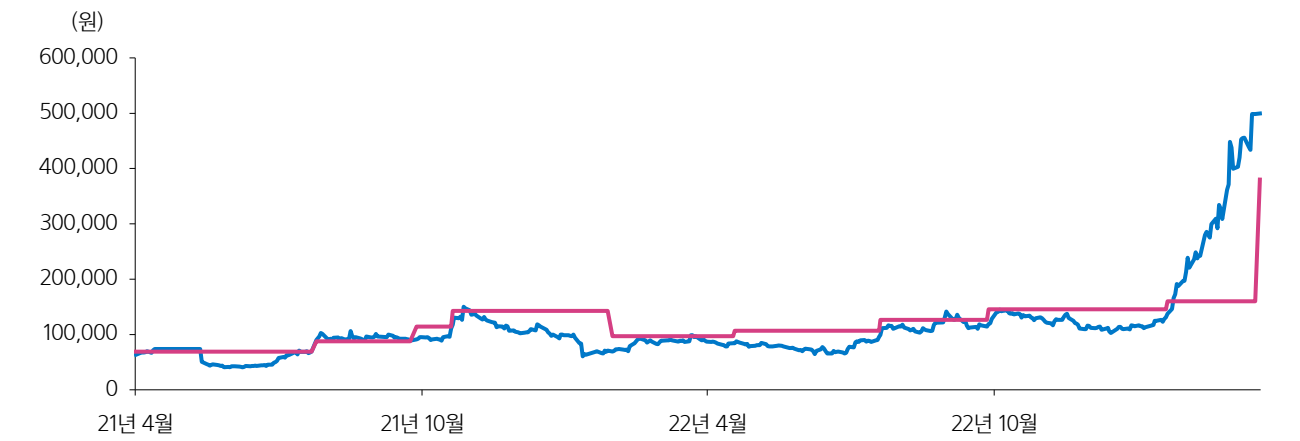
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	21.2	76.8	275.0	63.5	54.5
영업이익	33.1	35.9	615.7	72.1	51.5
순이익	47.5	406.2	-20.7	278.7	54.8
수정 EPS**	15.6	957.1	-31.9	270.5	51.9
주당지표					
EPS (지배주주)	1,040	10,999	7,495	27,769	42,175
EPS (연결기준)	2,329	12,759	8,694	32,214	48,926
수정 EPS**	1,040	10,999	7,495	27,769	42,175
BPS	13,944	45,853	51,835	79,438	117,808
DPS (보통주)	280	409	430	430	430
Valuations (배)					
P/E***	47.1	10.4	72.6	98.8	65.1
P/B***	3.5	2.5	2.0	9.2	8.6
EV/EBITDA	14.9	27.9	7.1	4.8	3.2
비율					
ROE (%)	8.2	32.7	15.4	42.7	43.0
ROA (%)	5.0	11.9	5.0	12.1	12.6
ROIC (%)	7.1	8.7	16.4	20.9	22.6
배당성향 (%)	26.7	4.2	5.7	1.6	1.0
배당수익률 (보통주, %)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
순부채비율 (%)	58.0	46.4	72.7	79.7	45.5
이자보상배율 (배)	3.9	5.7	25.4	29.2	31.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 4월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 4월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 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 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/2/4	8/9	10/12	11/4	2022/1/11	2/14	5/3	8/4	10/12	2023/2/3	4/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (₩)	68995	87633	114304	142879	142880	97133	106846	126273	145699	160000	380000
과리율 (평균)	-14.07	7.53	-17.43	-17.59	-43.20	-12.11	-27.08	-7.70	-15.49	101.89	
과리율 (최대/최소)	6.86	0.76	-3.00	5.07	-29.98	1.60	-10.09	11.92	-0.60	212.19	

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 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA