

2023. 5. 2

EV/모빌리티팀

장정훈

Senior Analyst

jhooni.chang@samsung.com

에코프로 (086520)

선량한 지주사에 금도끼 은도끼 주문

- NAV 대비 50% 프리미엄을 받는 현저한 고평가 상황 지속
- 자회사 보유지분 가치 상승에 따라 목표가 400,000원으로 기존보다 5% 상향하나, HOLD 의견 유지

WHAT'S THE STORY?

HOLD의견 유지, 목표가는 5% 상향 조정: 에코프로비엠의 시가총액 상승(투자 의견 변경 시점, 4월 4일 증가 기준 22.7조원 → 4.28일 증가 기준 26.1조원)함에 따라 목표가를 40만원으로 상향 조정. 하지만 현재 주가는 지주사로의 적정가치를 넘어선 상황으로 현 주가 대비로는 45% 낮음. HOLD 의견 유지.

• **금도끼 - 설명하기 어려운 NAV 대비 50% 프리미엄:** 투자 의견 변경 시점 이후 주가는 46% 상승. 이에 따라 상장 자회사의 보유 지분 가치에 비해 프리미엄 50%까지 확대. 지주사 NAV 할인율이 없다고 해도 추가로 7조원(에코프로의 시가총액 19.4조원대, 상장 자회사 지분가치 합 12.2조원)가량의 가치를 설명할 수 있어야 함. 비상장 자회사의 가치를 따진다고 해도 IPO를 준비하고 있는 에코프로머티리얼즈(현재 에코프로의 보유 지분 52.78%)로서는 (투자자금 조달을 위한 공모 증자와 지분 희석이 불가피하겠지만, 이를 무시하더라도) 14조원의 상장 가치를 받기 어려움(참고로 지난해 에코프로머티리얼즈의 개별 매출은 6,653억원 영업이익 325억원)

• **은도끼 - 23년 P/E 178배로 사업 자회사보다 더 비싼 밸류에이션:** 지주사로 회사의 가치를 평가하지 않겠다면 이익 가치로 따져볼 필요. 추정 연결 순이익 기준으로 현 주가를 설명해 보면 23년 P/E 기준 178배에 해당. 이전 투자 의견 제시 시점의 99배보다 더 높아진 상황. 한국 2차전지 소재 밸류체인 평균 P/E가 42배이고, 자회사 에코프로비엠의 23년 P/E가 61배임을 감안하면 더욱 부담스러운 수준. 회사의 이익이 연결 자회사의 이익으로 부터 상당 부분 설명이 되기 때문에 비지배 지분 순이익 비율이 높을 수밖에 없음.

23년 연결 매출 9.1조원, 영업이익 1조원으로 전망치 소폭 하향: 23년 주력 상장 자회사 에코프로비엠은 매출 8.9조원에 영업이익 662억원으로 7% 하향 조정함에 따라 연결 영업이익 규모도 1조원으로 기존보다 5.5% 소폭 하향 조정. 에코프로비엠은 에코프로EM 캠7 증설 효과와 캠4N과 5N 가동률 향상에 따른 출하 증가는 예정대로이지만, 메탈가 하락에 따른 판가 하락 및 매출 규모 조정은 불가피.

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	400,000원	-45.4%
현재주가	733,000원	
시가총액	19.5조원	
Shares (float)	26,627,668주 (72.9%)	
52주 최저/최고	64,302원/769,000원	
60일-평균거래대금	8,251.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
에코프로 (%)	47.0	460.7	769.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	45.7	357.0	816.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	400,000	380,000	5.3%
2023E EPS*	4,103	27,769	-85.2%
2024E EPS*	5,722	42,175	-86.4%

*비지배 주주 비중 21년 13.7%에서 22년 83.7%로 변경.

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	417,000
Recommendation	2.5
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

분기 실적

(십억원)	1Q23	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	2,064.1	203.3	-1.5	2.0	2.0
영업이익	182.4	238.4	2.5	-7.7	-7.7
세전이익	187.3	276.6	흑전	-7.9	n/a
순이익	187.3	337.9	흑전	-7.9	n/a
이익률 (%)					
영업이익	8.8				
세전이익	9.1				
순이익	9.1				

자료: 에코프로, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2022	2023E	2024E
Valuation (배)			
P/E	72.6	177.9	127.6
P/B	2.0	13.7	13.2
EV/EBITDA	6.8	18.4	14.0
Div yield (%)	0.5	0.1	0.1
EPS 증가율 (%)	-87.1	189.4	39.4
ROE (%)	2.9	8.0	10.6
주당지표 (원)			
EPS	1,418	4,103	5,722
BVPS	50,803	53,204	55,342
DPS	486	486	486

1분기 실적

(십억원)	1Q23P	1Q22	4Q22	증감 (%)	
				전년동기 대비	전분기 대비
매출액	2,064.1	680.6	2,095.6	203.3	-1.5
영업이익	182.4	53.9	178.0	238.4	2.5
세전계속사업이익	187.3	49.7	-68.9	276.6	흑전
순이익*	187.3	42.8	-99.3	337.9	흑전
이익률 (%)					
영업이익	8.8	7.9	8.5		
세전계속사업이익	9.1	7.3	-3.3		
순이익	9.1	6.3	-4.7		

참고: * 중단사업이익 반영
자료: 에코프로, 삼성증권

연간 실적 추정 변경

(십억원)	2023E			2024E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	7,091.3	9,110.4	28.5	14,251.3	12,776.2	-10.4
영업이익	820.6	995.3	21.3	1,613.5	1,418.0	-12.1
세전계속사업이익	757.5	888.3	17.3	1,525.5	1,278.9	-16.2
순이익*	643.8	666.2	3.5	1,296.7	959.1	-26.0

참고: * 중단사업이익 반영
자료: 삼성증권 추정

목표 주가 산정

(십억원)		
상장자회사(A)		
에코프로비엠 지분가치	10,717	
지배지분율	45.6%	2022년 4분기 말 기준
현 기업가치	26,113	4월 28일 증가 기준
할인율(%)	10%	지주사 할인 + Governance 리스크 할인
에코프로에이치엔 지분가치	289	
지배지분율	31.4%	2022년 4분기 말 기준
현 기업가치	1,022	4월 28일 증가 기준
할인율	10%	지주사 할인 + Governance 리스크 할인
비상장 자회사(B)		
비상장 자회사 기업가치	102	
에코프로이노베이션 외	102	2022년 4분기 말 장부가 기준
순부채(C)		
	2,368	
순자산가치(D=A+B-C)		
	8,739	
주당 순자산가치(원)	395,611	
12개월 목표주가(원)		
	400,000	
현재 주가(원)	730,000	4월 28일 증가 기준
상승 여력(%)	-45.2%	

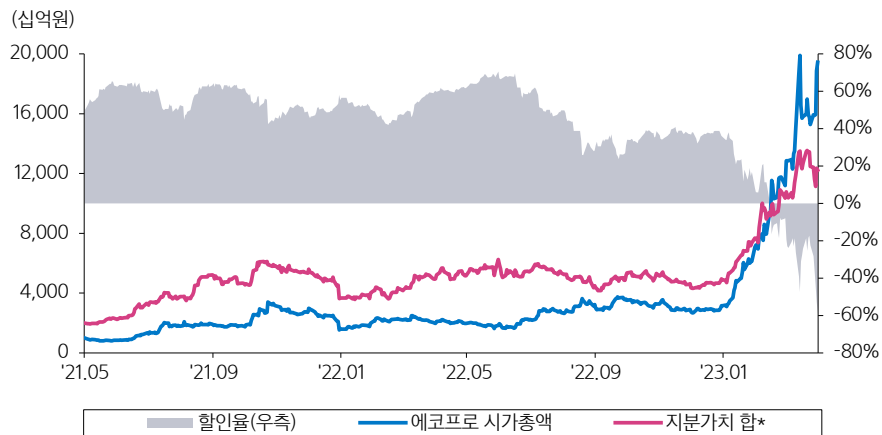
자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(KRWb)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	680.6	1,231.8	1,631.7	2,095.6	2,064.1	2,177.6	2,456.3	2,482.5	5,639.7	9,110.4	12,776.2
2차전지	662.5	1,187.1	1,563.2	1,944.8	2,011.0	2,125.2	2,390.8	2,390.8	5,357.6	8,854.9	12,474.9
기타 및 조정	21.3	47.0	60.6	89.4	59.5	52.4	65.5	91.7	218.3	262.0	301.3
영업이익	53.9	169.9	211.4	183.7	182.4	225.0	295.8	292.2	618.9	995.3	1,418.0
영업이익률(%)	7.9	13.8	13.0	8.8	8.8	10.3	12.0	11.8	11.0	10.9	11.1

참고: 21년 5월 환경부문 분할로 2분기 이후 연결 제외. 22년은 재연결 감안
자료: 에코프로, 삼성증권 추정

에코프로 상장 자회사 지분가치 대비 할인율



참고: *에코프로비엠과 에코프로에이치엔 지분가치 합, 4월 28일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,504	5,640	9,110	12,776	17,428
매출원가	1,272	4,845	7,820	10,946	14,852
매출총이익	232	795	1,290	1,830	2,576
(매출총이익률, %)	15.4	14.1	14.2	14.3	14.8
판매 및 일반관리비	146	182	295	412	560
영업이익	86	613	995	1,418	2,016
(영업이익률, %)	5.7	10.9	10.9	11.1	11.6
영업외손익	278	-307	-107	-139	-99
금융수익	23	224	17	12	18
금융비용	71	297	124	151	117
지분법손익	0	-0	0	0	0
기타	326	-234	-0	-0	-0
세전이익	364	307	888	1,279	1,917
법인세	85	86	222	320	499
(법인세율, %)	23.4	28.1	25.0	25.0	26.0
계속사업이익	-257	221	666	959	1,418
중단사업이익	535	0	0	0	0
순이익	279	221	666	959	1,418
(순이익률, %)	18.5	3.9	7.3	7.5	8.1
지배주주순이익	240	36	109	157	232
비지배주주순이익	38	185	557	802	1,186
EBITDA	149	733	1,280	1,777	2,442
(EBITDA 이익률, %)	9.9	13.0	14.0	13.9	14.0
EPS (지배주주)	11,001	1,418	4,103	5,722	8,221
EPS (연결기준)	12,751	8,674	25,099	35,000	50,287
수정 EPS (원)*	11,001	1,418	4,103	5,722	8,221

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	-145	-519	612	633	961
당기순이익	279	221	666	959	1,418
현금유출입이없는 비용 및 수익	-360	501	564	768	1,024
유형자산 감가상각비	63	120	285	359	426
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	-422	381	279	409	598
영업활동 자산부채 변동	-49	-1,068	-396	-774	-982
투자활동에서의 현금흐름	-404	-445	-1,742	-1,051	-1,062
유형자산 증감	-440	-675	-1,700	-1,000	-1,000
장단기금융자산의 증감	-3	-69	-59	-63	-80
기타	39	300	17	12	18
재무활동에서의 현금흐름	704	1,030	805	488	172
차입금의 증가(감소)	601	532	892	602	303
자본금의 증가(감소)	647	67	0	0	0
배당금	-11	-25	-13	-13	-14
기타	-533	455	-74	-101	-117
현금증감	155	65	-352	42	35
기초현금	136	292	356	4	47
기말현금	292	356	4	47	82
Gross cash flow	-81	722	1,230	1,727	2,442
Free cash flow	-585	-1,194	-1,088	-367	-39

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,620	3,163	3,478	4,918	6,727
현금 및 현금등가물	292	356	4	47	82
매출채권	286	952	1,012	1,420	1,936
재고자산	467	1,270	1,518	2,129	2,905
기타	575	584	943	1,322	1,804
비유동자산	1,781	2,183	3,626	4,297	4,908
투자자산	29	75	102	131	169
유형자산	1,086	1,629	3,045	3,686	4,260
무형자산	622	421	421	421	421
기타	43	59	59	59	59
자산총계	3,400	5,346	7,104	9,214	11,635
유동부채	967	2,083	1,984	2,437	3,013
매입채무	112	706	660	926	1,263
단기차입금	404	756	856	856	856
기타 유동부채	451	621	468	656	894
비유동부채	736	741	1,946	2,656	3,096
사채 및 장기차입금	509	557	1,657	2,257	2,557
기타 비유동부채	227	184	288	399	538
부채총계	1,704	2,824	3,929	5,093	6,109
지배주주지분	1,144	1,308	1,404	1,547	1,766
자본금	12	13	13	13	14
자본잉여금	732	799	799	799	799
이익잉여금	364	425	521	664	882
기타	35	71	71	71	71
비지배주주지분	553	1,214	1,771	2,574	3,760
자본총계	1,697	2,522	3,175	4,121	5,526
순부채	786	1,182	2,368	2,867	3,056

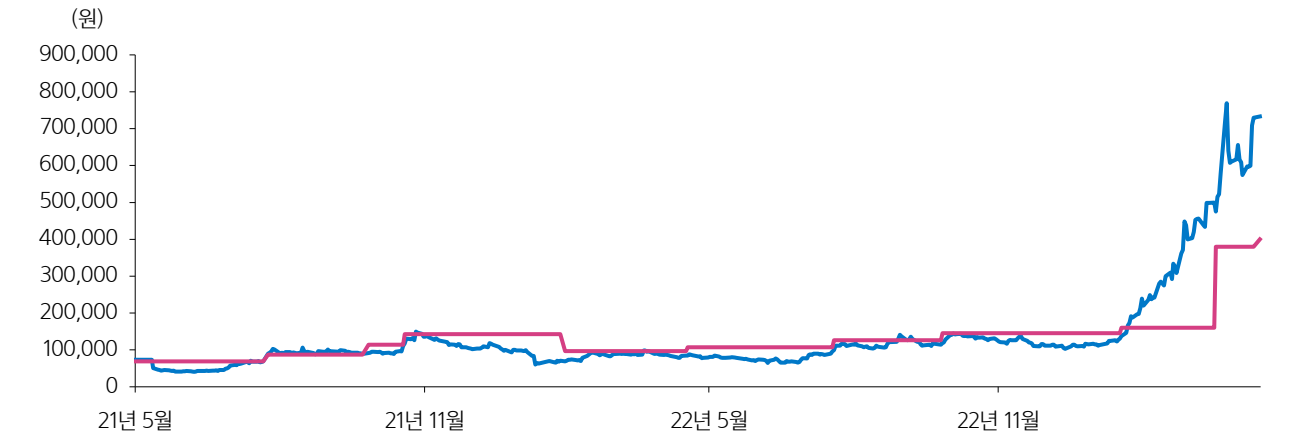
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	76.8	274.9	61.5	40.2	36.4
영업이익	35.1	613.4	62.3	42.5	42.2
순이익	405.5	-20.8	202.0	44.0	47.9
수정 EPS**	956.6	-87.1	189.4	39.4	43.7
주당지표					
EPS (지배주주)	11,001	1,418	4,103	5,722	8,221
EPS (연결기준)	12,751	8,674	25,099	35,000	50,287
수정 EPS**	11,001	1,418	4,103	5,722	8,221
BPS	45,880	50,803	53,204	55,342	61,345
DPS (보통주)	410	486	486	486	486
Valuations (배)					
P/E***	10.4	72.6	177.9	127.6	88.8
P/B***	2.5	2.0	13.7	13.2	11.9
EV/EBITDA	28.0	6.8	18.4	14.0	10.8
비율					
ROE (%)	32.7	2.9	8.0	10.6	14.0
ROA (%)	11.9	5.0	10.7	11.8	13.6
ROIC (%)	7.4	13.9	15.8	16.5	18.5
배당성향 (%)	4.3	34.7	12.1	8.7	6.0
배당수익률 (보통주, %)	0.4	0.5	0.1	0.1	0.1
순부채비율 (%)	46.3	46.9	74.6	69.6	55.3
이자보상배율 (배)	5.7	12.5	13.4	14.0	17.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 4월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 4월 28일 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	5/2
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
TP (₩)	68995	87633	114304	142879	142880	97133	106846	126273	145699	160000	380000	400000
과리율 (평균)	-14.07	7.53	-17.43	-17.59	-43.20	-12.11	-27.08	-7.70	-15.49	101.89	64.77	
과리율 (최대/최소)	6.86	0.76	-3.00	5.07	-29.98	1.60	-10.09	11.92	-0.60	212.19	35.53	

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