Issue Comment

2021. 3. 2

에코프로 086520

인적분할 대응 전략

전기전자/2차전지
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

에코프로는 분할신설회사(환경사업부문)와 분할존속회사(지주)로 인적분할 예정. 3월 30일 주주총회, 4월 29일 거래정지를 거쳐 5월 28일 분할 재상장 예정. 분할의 목적은 지주와 환경사업 영역 전문화를 통한 효율성 향상과 환경사업부문에 대한 디스카운트 해소. 분할 비율은 0.169(에코프로에이치엔) 대 0.831(에코프로 지주).

당사는 에코프로에이치엔의 적정가치를 7,400억원, 에코프로 지주의 적정가치를 1.2조원으로 평가하고 있음(표3). **합산 시가총액이 현재 에코프로의 시가총액(1.4조원) 보다 낮게 거래 중.** 거래정지가 되는 4월 29일까지 에코프로의 시가총액은 1.9조원을 향해 우상향할 것으로 예상하며, 4월 29일까지 1.9조원에 미치지 못한다면 분할 재상장 이후 매도하는 전략 권고.

최근 3년간 인적분할을 발표한 기업들의 매수시점 별 수익률을 분석한 결과 **분할기일(에코프로는 5월 1일) 8주전 수익률이 가장 높았음.** 따라서 현 시점이 가장 좋은 매수 타이밍이라 판단.

에코프로의 가치는 환경부문 영업가치(에코프로에이치엔)와 자회사 지분가치로 결정이 되는데, 에코프로에이치엔의 가치 산정이 특히 중요함. 지분가치는 계산방식이 정해져 있어 누가 계산해도 큰 편차가 없는 반면에 에코프로에이치엔에 대한 평가는 편차가 존재할 수 있기 때문.

전세계 기업들의 ESG 경영은 과거엔 '비용의 영역' 이었으나, 최근에는 '의무의 영역'으로 변화하는 중. 과거엔 돈이 안된다는 이유로 할 필요가 없었던 ESG 경영이 이제는 필수가 되어가고 있는 것. 에코프로에이치엔은 이런 ESG 트렌드에 최적화된 사업포트폴리오를 갖추고 있음.

에코프로에이치엔의 사업영역은 1) 케미컬필터, 2) 온실가스 분해, 3) 대기방지 시스템, 4) CDM 사업으로 나뉨.

케미컬필터는 주로 반도체 클린룸 천장부와 장비부에 사용되며 3년에 한번 교체하는 소모품. 클린룸 내 파티클과 가스가 웨이퍼에 영향을 주기 때문에 이를 걸러주기 위한 필터 역할 수행. 수율에 지대한 영향을 줄 수 있는 품목인 만큼 한번 선정된 공급사를 변경하는 일은 매우 어려움. 공급안정성과 마진 뛰어남.국내 최대 반도체 업체가 일본에 의존해 오던 이 품목을 에코프로(점유율 55%)와 젬백스(점유율 45%)가 국산화

온실가스 분해는 반도체 생산공정에서 발생하는 온실가스(PFCs)를 촉매를 이용해 분해하는 사업. 삼성전자와 SK하이닉스가 온실가스 감축 목표치를 달성하기 위해서는 온실가스 분해 시스템(장비+촉매) 수요 증가 필연적. 신규 증설하는 반도체 공장은 물론이고, 이미 가동중인 공장에도 설치가 확대될 예정이므로 잠재시장은 큼. 온실가스 분해를 위한 촉매를 공급할 수 있는 국내 업체는 에코프로에이치엔이 유일.

대기방지시스템은 도장시설과 석유화학 플랜트에서 주로 발생하는 미세먼지 원인 물질인 VOC(휘발성 유기화합물)를 제거하는 설비. 고온 연소방식(800도 이상)과 촉매 연소방식(200도 이상)으로 VOC를 제거하는 기존 방식들과 달리 에코프로에이치엔은 마이크로 웨이브를 이용하는 새로운 방식을 최초로 개발. 필요하지 않은 부분까지 전체를 가열해야 했던 기존 방식과 달리, 필요한 부분만 마이크로 웨이브를 통해 가열할 수 있어 고객의 유틸리티 비용이 30% 이상 절감됨. 국내 최대 조선사향 공급 레퍼런스가 있으며 향후 확대 예상. 더 나아가서는 전자소자와 양극재 제조라인(건조공정)향으로도 확대적용 예상.

CDM 사업은 온실가스 저감시설을 설치하고, 감축 실적만큼 유엔기후변화협약(UNFCCC)으로부터 감축실적을 인증받는 사업. 감축실적은 배출권 거래시장에 판매해 수익화 가능. 한국거래소 배출권 시장에서 배출권 가격 확인 가능. 코로나 이전까지 톤당 40,800원까지 상승했던 배출권 가격은 현재 코로나로 인한 전세계 공장 가동 차질로 톤당 26,000원(2월 26일 기준)까지 하락한 상태. 현재 6개사와 9개 CDM 프로젝트 추진중. 2022년 6월 첫 저감시설 설치가 이뤄질 전망이며 매출 발생 시점은 2024년 예상. 배출권 가격에 따라 CDM 실적 변동성 존재하나, 톤당 30,000원 기준 영업이익률은 30%대로 추정.

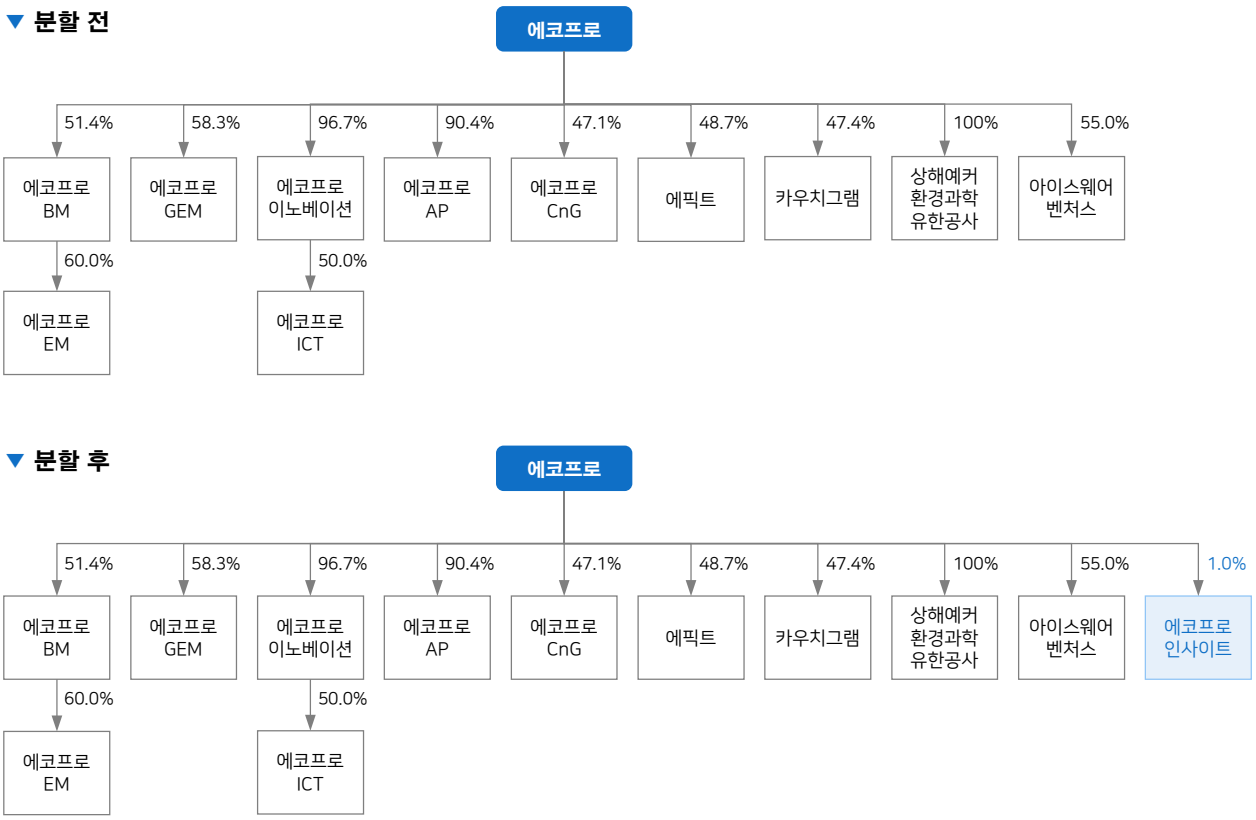
위 4가지 사업영역은 전세계 기업들의 ESG 경영이 가속화되는 과정에서 안정적인 성장이 기대됨. 이러한 성장성에 더해 에코프로에이치엔의 기술 경쟁력에도 주목할 필요. 에코프로에이치엔이 보유한 촉매기술, 마이크로웨이브 기술, 필터기술은 국내에서 비교 대상을 찾기 어려울 정도로 높음. 그나마 유사한 비즈니스 포트폴리오를 갖추고 있는 후성(반도체 전방, CDM 사업)과 이엔드디(매연저감장치, 촉매)가 있음. 이들의 평균 PER인 25배를 부여해 에코프로에이치엔의 적정 시가총액은 7,500억원이라고 판단함.

표1 분할 주요 일정

주요 일정	일자
이사회 결의일	2020년 11월 05일
승인을 위한 주주총회일	2021년 03월 30일
분할 기일	2021년 5월 1일
거래정지	2021년 4월 29일 ~ 변경상장전일
분할재상장	2021년 05월 28일

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 분할 전후 지배구조



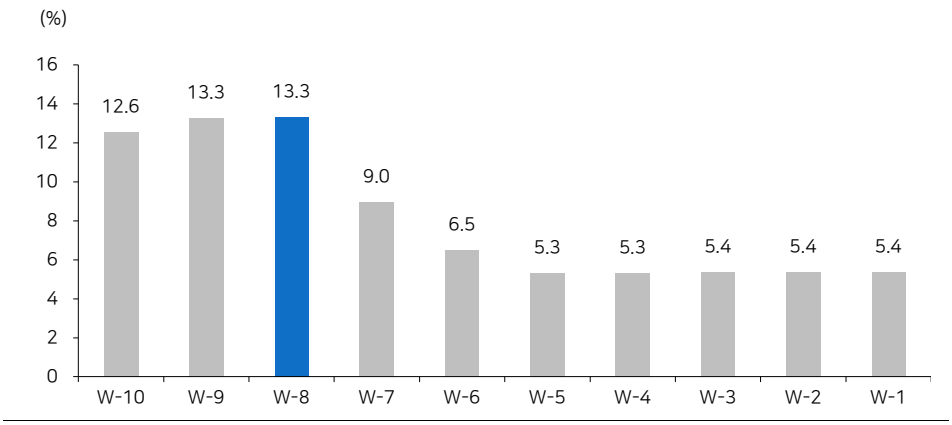
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 최근 3년간 인적분할을 발표한 기업

분할회사	존속회사	신설회사	발표일	분할기일
세아제강	세아제강지주	세아제강	2018-04-09	2018-09-01
한일시멘트	한일홀딩스	한일시멘트	2018-01-26	2018-07-01
두산	두산	두산솔루스, 두산퓨얼셀	2019-04-15	2019-10-01
케이씨씨	케이씨씨	케이씨씨글라스	2019-07-11	2020-01-01
이지홀딩스	이지홀딩스	이지바이오	2019-11-04	2020-05-01
솔브레인	솔브레인홀딩스	솔브레인	2020-01-22	2020-07-01
대덕	대덕	대덕전자	2019-12-02	2020-05-01
태영건설	태영건설	티와이홀딩스	2020-01-22	2020-09-01
대림산업	디엘	디엘이앤씨	2020-09-10	2021-01-01
화승알앤에이	화승코퍼레이션	화승알앤에이	2020-09-28	2021-02-28
에코프로	에코프로	에코프로인사이트	2020-11-06	2021-05-01
LG	LG	LG신설지주	2020-11-26	2021-05-01
F&F	에프앤에프홀딩스	에프앤에프	2020-11-20	2021-05-01
AJ네트웍스	에이제이네트웍스	에이제이피앤엘	2020-11-03	미확정

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 분할기일(W-0) 기준 매수시점 별 평균 수익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 에코프로 적정주가 산정표

(십억원)	지분율 (%)	적정시총	현재시총	평가액	비고
1) 에코프로에이치엔 가치				**742**	
영업가치				752	21년 순이익에 이엔드디, 후성 21년 평균 PER 25배 적용
순차입금				10	증권신고서 분할 재무제표 기준
2) 상장사 지분가치				**1,755**	
에코프로비엠	51%		3,414	1,755	에코프로비엠 현재 시가총액에 지분율 적용
3) 비상장사 지분가치				**784**	
에코프로GEM	58%	663		387	21년 순이익에 40배 적용후 지분율 적용
에코프로이노베이션	97%	206		199	21년 순이익에 40배 적용후 지분율 적용
에코프로AP.	90%	89		80	22년 순이익에 40배 적용후 지분율 적용
에코프로CNG.	47%	250		118	23년 순이익에 40배 적용후 지분율 적용
4) 순차입금				**60**	**2020년 말 별도 순차입금에서 에코프로에이치엔 순차입금 제거**
5) 에코프로 지주 NAV				**2,479**	**2)+3)-4)**
6) 할인율(%)				**50%**	**삼성물산, SK, LG, CJ, 한화 할인율 평균 50%**
7) 에코프로 지주 적정가치				**1,239**	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 에코프로 실적 테이블

(십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
환율 (원)	1,166	1,185	1,103	1,071
매출액	**702.3**	**950.7**	**1,695.1**	**2,692.6**
(% QoQ)				
(% YoY)	4.9%	35.4%	78.3%	58.8%
에코프로에이치엔	93.4	105.9	170.5	204.7
에코프로비엠	616.1	855.2	1,327.1	2,016.2
에코프로GEM	132.7	216.0	545.6	931.0
에코프로이노베이션	9.8	13.0	26.4	38.1
에코프로CNG.			23.5	113.1
에코프로AP.			13.5	45.0
내부거래 조정	149.6	239.5	411.6	655.5
영업이익	**47.8**	**83.0**	**152.3**	**231.4**
(% QoQ)				
(% YoY)	-23.3%	73.6%	83.6%	51.9%
영업이익률 (%)	6.8%	8.7%	9.0%	8.6%
세전이익	24.8	72.1	134.9	213.3
지배주주순이익	21.3	40.5	85.3	151.9
지배주주순이익률 (%)	3.0%	4.3%	5.0%	5.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.