

# 에코프로HN

## (383310)

분할상장예정

May 28, 2021

Not Rated

### 진짜 ESG에 딱 맞는 기업 입성

#### 에코프로의 환경사업부문 인적분할

에코프로HN은 5월 1일이 분할기일로 에코프로의 유해가스저감장치 등을 제조 및 판매하는 환경사업부문을 인적분할 방식으로 분할하여 신설된 회사로 4월 29일~5월 27일 거래정지기간을 통해 5월 28일 재상장이 진행.

#### ESG트렌드에 부합하는 유일무이한 기술력을 가진 기업

**①ESG에 딱 맞는 기업** :기업의 비재무적 성과 및 지속가능성을 평가하는 ESG트렌드와 밀접한 환경개선사업(미세먼지 저감솔루션, 온실가스감축솔루션, 클린룸 케미컬 필터)을 영위하고 있어 향후 전방산업의 투자로 인한 실적 개선 및 상장 주식의 수급 요인이 강화 될 것으로 전망. **②유일무이한 기술력**: 동사의 기술적 특징은 촉매, 흡착제 화학 기반 기술을 통해 고객사에서 발생하는 미세먼지분석, 관련 촉매 개발과 제품 판매 이후 유지보수 등의 사후관리를 해주는 토털서비스를 갖고 있어 '20년 기준 글로벌 동종업계 평균 영업이익률인 14.3%대비 높은 수준인 20.7%의 영업이익률을 보여주며 확실한 유해물질 제거 효과와 투자비용 및 운영비용의 절감효과로 시장점유율 확대와 해외 고객사 확보가 활발하게 이루어지고 있음. **③전방산업 및 고객사 다변화 진행** : 향후 각 사업부별로 신제품 출시 및 산업군 다각화를 통해 고객사 다변화가 이루어 질 것.

#### 평가가격 62,200원 대비 +175%, 그 이상의 상승여력

2021년 매출액 1,682억원(YoY +74.3%), 영업이익 320억원(YoY +40.5%)을 전망. 환경규제강화 트렌드 속에서 고객사들의 수주가 이어지며 코로나로 인해 감소되었던 현대중공업 물량회복이 주요한 실적 상승의 원인이 될 것으로 예상. '21F EPS 7,070원에 국내 외 Peer 6개 업체의 '21년 평균 P/E 24.2배 적용시 단순 적정 시가총액은 약 6,546억원으로 상장가 대비 +175%의 상승여력이 있으나 **매출의 100%가 ESG와 관련되어 멀티플 상향이 가능해 추가적 상승 여력 보유.**

#### Company Data

KOSPI (05/27)	3165.51p
KOSDAQ (05/27)	974.08p
평가가격(05/28)	62,200 원
최초가격	31,100~124,400 원
액면가(원)	500 원
예정시가총액	2,380 억원
발행주식수(보통주)	383 만주
자본금	19 억원
주요주주	
이동채	13.11%
특수관계인	5.17%
에코프로	1.01%
기타	81.71%



IT 최보영

3771-9724, 20190031@iprovest.com

#### Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2018.12	2019.12	2020.12E	2021.12E	2022.12E
매출액(억원)	831	909	965	1682	2079
YoY(%)	104.6	9.4	6.2	74.3	23.6
영업이익(억원)	119	182	228	320	413
OP 마진(%)	14.3	20.0	23.6	19.0	19.8
순이익(억원)	81	68	144	270	304
EPS(원)				7070	7971
YoY(%)					12.7

# CON- TENTS

## 1. 인적분할 개요

에코프로 환경사업부 인적분할

지주사 요건 충족을 위한 현물출자 유상증자 전망

## 2. 실적 및 밸류에이션

2021년 매출액 1,682억원(YoY +74.3%), 영업이익 320억원(YoY +40.5%) 전망

2021년 EPS에 동종업계 평균 PER 적용시 상장가 대비 +176% 상승여력

## 3. 투자포인트

3-1. ESG 트렌드와 밀접한 사업포트폴리오

3-2. 유일무이한 기술력으로 높은 마진 기록 중

3-3. 사업부별 순조로운 산업영역확대와 고객사 다변화

## Appendix. 주요 제품 및 사업내용



# 1. 인적분할 내용

## 에코프로 환경사업부 인적분할

에코프로HN은 1998년 코리아제오름으로 설립되어 에코프로로 사명이 변경되었으며 5월 1일 분할 기일로 에코프로의 유해가스저감장치 등을 제조 및 판매하는 환경사업부문을 인적분할 방식으로 분할하여 신설된 회사로 4월 29일~5월 27일 거래정지기간을 통해 5월 28일 재상장이 진행된다. 에코프로HN의 분할비율은 0.1698463주이며 이를 통해 62,200원의 평가가격이 산정, 장 개시이전 31,100원~124,400원의 최초가격이 형성될 것.

## 에코프로 공개매수방식 현물출자 유상증자 전망

에코프로는 지주회사의 행위요건 중 상장기업 20%, 비상장기업 40% 이상의 자회사 보유주식에 대한 지분을 규제 요건을 충족 하지 못하는 상황이다. 따라서 향후 에코프로는 에코프로HN의 주식을 현물출자를 통해 에코프로의 지분을 배부하는 공개매수방식의 현물출자 유상증자를 통하여 지주회사 자산요건 및 자회사 지분을 규제를 충족시킬 계획이다. 시점은 미정이다.

[도표 1] 회사소개

대표이사	윤성진
자본금	19 억원
직원수	236 명
주요 고객	삼성전자, SK 하이닉스, 현대중공업 등
본사 주소	충북 청주시 청원구 오창읍

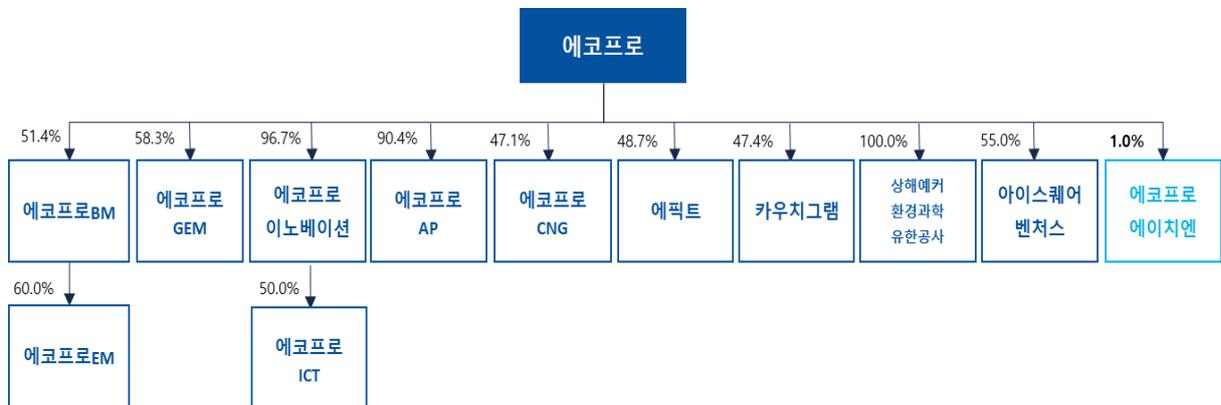
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 에코프로 분할내용

구분	회사명	사업부문
분할존속회사	에코프로	지주회사, 투자사업
분할신설회사	에코프로 HN	환경사업부문

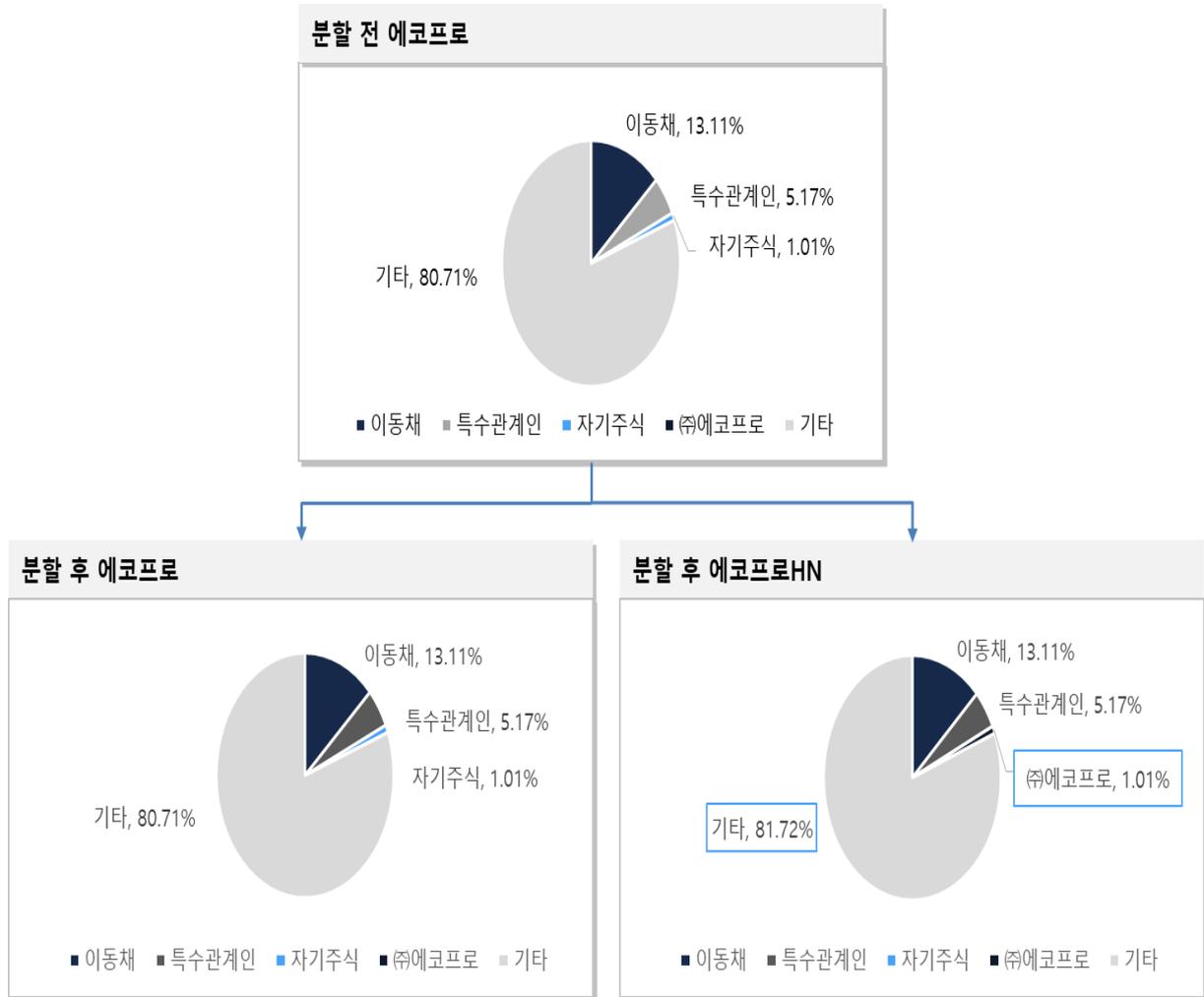
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 에코프로 지배구조



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 에코프로 대주주 등 지분 변동 사항



자료: 교보증권 리서치센터

## 2. 실적 전망 및 밸류에이션

### 2021년 코로나19 부진 회복

에코프로HN의 2분기 매출액 218억원(YoY +7.8%, QoQ +5.0%), 영업이익 9억원(YoY -79.6%, QoQ +4.1%), 2021년 매출액 1,682억원(YoY +74.3%), 영업이익 320억원(YoY +40.5%)을 전망한다. 환경규제강화 트렌드 속에서 고객사들의 수주가 이어지며 코로나19로 인해 감소되었던 현대중공업 물량회복이 주요한 실적 상승의 원인이 될 것으로 예상된다.

### 평가가격 대비 +175%, 그 이상의 잠재력

에코프로HN의 2021년 당기순이익 270억원(YoY +136.3%), EPS는 7,070원을 전망한다. 동종사업을 영위하고 있는 국내 외 기업 6개 업체의 2021년 평균 PER은 24.2배로 이를 적용시 동사의 향후 시가총액은 약 6,546억원으로 추정한다. 합병비율을 통한 에코프로HN의 상장 시가총액은 2,380억원으로 상장가 대비 +175%의 상승여력을 보유한다[도표8]. 그러나 매출의 100%가 ESG와 관련되어 추가적인 멀티플 상향이 가능해 높은 잠재력을 보유하고 있다.

[도표 5] 에코프로HN 부분별 실적 추정

(단위:억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>126</b>	<b>202</b>	<b>331</b>	<b>305</b>	<b>204</b>	<b>218</b>	<b>235</b>	<b>1,025</b>	<b>909</b>	<b>965</b>	<b>1,682</b>	<b>2,079</b>
YoY	-19.4%	73.6%	87.6%	-33.5%	61.6%	7.8%	-29.1%	235.9%	9.4%	6.2%	74.3%	23.6%
QoQ	-72.5%	60.4%	63.7%	-7.9%	-33.2%	5.0%	22.0%	38.0%				
케미컬 필터	66	83	131	125	86	54	59	229	346	405	428	596
온실가스저감	56	105	119	102	37	53	57	269	156	381	416	437
미세먼지저감	3	13	81	77	81	110	119	525	405	174	835	1,042
기타(임대수익 등)	1	2	1	1	0	1	0	2	2	5	3	4
<b>영업이익</b>	<b>22</b>	<b>44</b>	<b>91</b>	<b>71</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>30</b>	<b>259</b>	<b>182</b>	<b>228</b>	<b>320</b>	<b>413</b>
OPM	17.7%	21.8%	27.4%	23.1%	2.2%	4.1%	12.8%	25.2%	20.0%	23.6%	19.0%	19.8%
YoY	-19.7%	28.9%	71.2%	6.8%	-79.9%	-79.6%	-66.9%	266.3%	53.3%	25.4%	40.5%	28.9%
QoQ	-66.1%	97.4%	105.1%	-22.2%	-93.6%	100.0%	233.3%	761.7%				
<b>당기순이익</b>									<b>68</b>	<b>114</b>	<b>270</b>	<b>305</b>
NPM									7.5%	11.9%	16.1%	14.7%
<b>EPS</b>											<b>7,070</b>	<b>7,971</b>

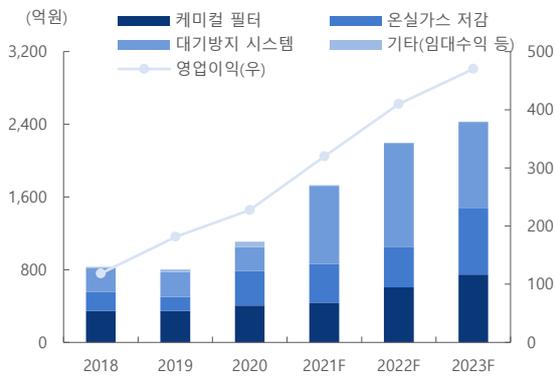
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 주요 경쟁사 Valuation Table

기업	P/E		P/B	
	21E	22E	21E	22E
씨에스윈드	32.7	28.9	3.8	3.4
휴켄스	10.4	10.2	1.2	1.2
이엔드디	22.5	N/A	3.8	N/A
Air Liquide	25.6	23.6	3.6	3.1
Entegris	35.9	30.5	8.9	7.1
Johnson Matthey	18.2	14.2	2.1	1.9
<b>평균</b>	<b>24.2</b>	<b>21.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.3</b>

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 에코프로HN 향후 실적 추정 전망



자료: 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 에코프로 HN Valuation Table

'21년 EPS (원)	7,070
동종업종 '21년 Average PER(배)	24.2
Target Price (원)	171,094
주가 (원)	62,200
Target 시가총액 (억원)	6,546
시가총액 (억원)	2,380
<b>Up Side</b>	<b>175%</b>

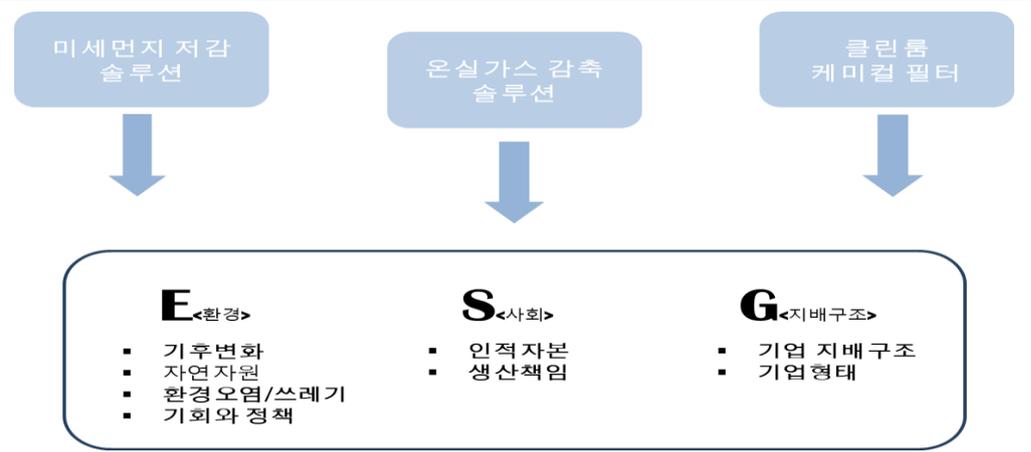
자료: Fnguide, 교보증권 리서치센터

### 3. 투자포인트

#### 3-1. ESG트렌드와 밀접한 사업포트폴리오

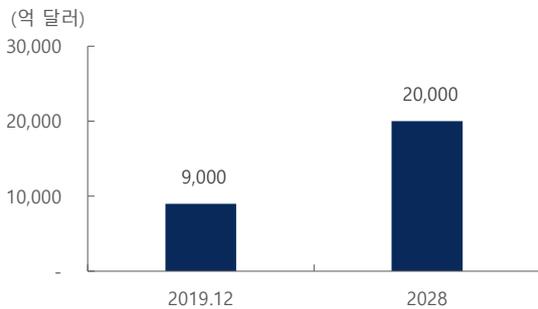
기업의 비재무적 성과 및 지속가능성을 평가하는 ESG와 관련되어 동사는 **ESG트렌드와 밀접한 환경개선사업(미세먼지 저감솔루션, 온실가스감축솔루션, 클린룸 케미컬 필터)**을 영위하고 있어 **향후 전망산업의 투자로 인한 실적 개선 및 상장 주식의 수요요인이 강화 될 것으로 전망한다.** 글로벌 ESG 펀드 규모는 2019년말 9,000억달러에서 2028년에는 2조달러 수준까지 확대될 것으로 전망되고 있으며(금융투자협회), 국내 ESG펀드 설정액 추이는 2017년 2,905억원에서 2021년 3월까지 1조6,313억원으로 성장하여(에프앤가이드) 과거 CAGR을 기반으로 추정된 2025년 ESG펀드는 10조 6,909억원 규모로 성장할 것을 전망한다.

[도표 9] 에코프로HN의 사업영역과 ESG



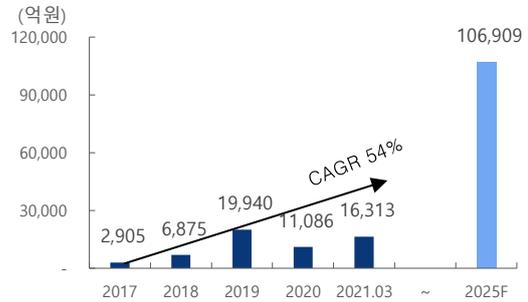
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] 글로벌 ESG 펀드 규모 전망



자료: 금융투자협회, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 국내 ESG 설정액 추이

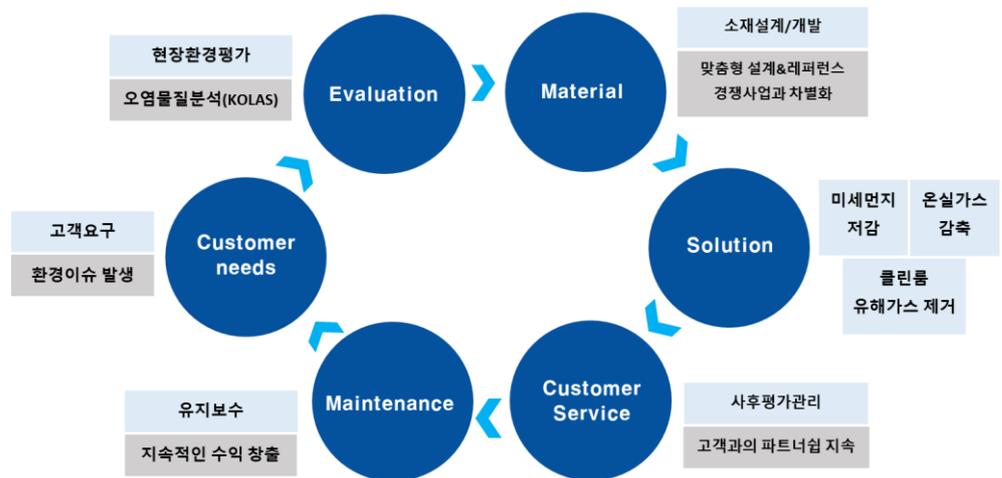


자료: Fnguide, 교보증권 리서치센터

### 3-2. 유일무이한 기술력으로 높은 마진 기록 중

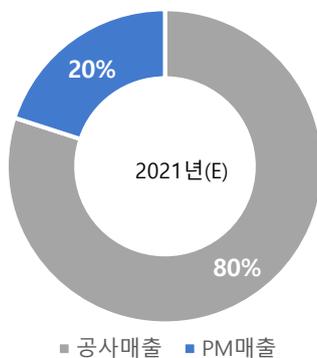
흡착제 화학 기반 기술을 통해 고객사에서 발생하는 미세먼지분석, 관련 촉매 개발과 제품 판매 이후 유지보수 등의 사후관리를 해주는 토탈서비스를 갖고 있는 것이 특징이다. 이는 경쟁사가 기성 제품을 통해 촉매와 흡착제를 만들어 단순 판매 하는 것과는 대조적으로 **경쟁사 대비 높은 대당 판매가격과 이익률을 보인다**. 그럼에도 불구하고 확실한 유해물질 제거 효과와 투자비용 및 운영비용의 절감효과로 시장점유율 확대와 해외 고객사 확보가 활발하게 이루어지고 있다. 필터, 촉매 및 흡착제 등 소모품의 지속적인 매출과 안정적인 수익을 유지하는 점도 비즈니스 모델상 장점이다. 이를 통해 **2020년 기준 글로벌 동종업계 평균 영업이익률인 14.3% 대비 높은 수준인 20.7%의 영업이익률을 보여주고 있다**.

[도표 12] 에코프로 HN의 토탈솔루션



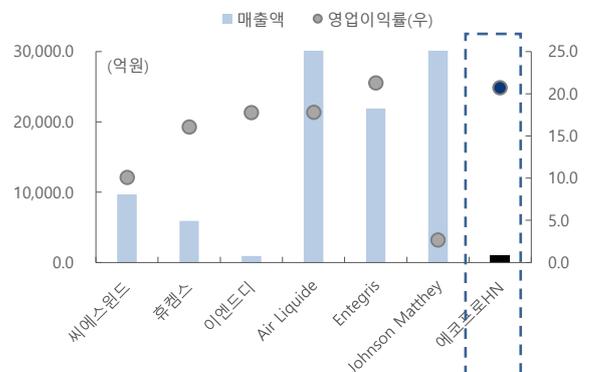
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 13] PM 기반의 매출로 사후매출, 교체품 매출 발생



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 14] 경쟁사 대비 높은 영업이익률



자료: 교보증권 리서치센터

### 3-3. 사업부별 순조로운 산업영역확대와 고객사 다변화

#### 미세먼지 저감솔루션 : 유일무이 기술력 바탕으로 MW 신제품 효과와 유럽 진출 기대

VOCs(휘발성 유기화합물이며 지구온난화의 주범)를 제거하기 위해 고객사에서 발생하는 미세먼지를 분석하여 촉매부터 설비 개발 및 관리까지 국내 유일의 토탈 솔루션을 제공하여 정확한 미세먼지 제거와 에너지 절약에 강점을 갖고 있다.

기존 설비 대비 30%이상 에너지가 절감되는 Microwave 에너지를 이용한 설비를 세계 첫 상용화 했으며 현대중공업 수주를 시작으로 향후 화학, 철강, 유럽 자동차 산업 영역으로 확대될 것으로 전망한다.

#### 온실가스감축솔루션 : 온실가스 감축 트렌드 속 타겟시장 및 '22년 이후 고객사 확대

반도체 및 디스플레이 등 초정밀 제조 환경에서 발생하는 6대 온실가스 중 반도체 식각 공정에서 나오는 PFCs(과불화탄소)에 주력한 대용량 촉매식 분해 시스템이다. 온실가스가 지구온난화에 기여하는 정도를 지수화한 지구 온난화 지수(100년 기준 이산화탄소 1Kg의 온난화 효과 =1)는 CO2가 1인것에 대비 PFCs는 6,500~9,200으로 높아 정부의 2017년 배출량 대비 24.4% 감축하는 목표에 큰 감축이 필요한 6대 온실가스 중 하나이다.

일반적인 PFCs제거기술은 식각 공정내 각각의 장비에 적용되어 낮은 공간활용도 운영비 유지비용이 높았던 단점을 보완하여 동사의 기술은 대용량 촉매식 처리 설비로 옥상까지 PFCs를 끌어올려 일괄 처리하는 방식을 적용해 에너지효율을 95%이상 개선하고 Capex비용과 관리비용, 공간활용도 개선에 용이하다. 향후 2022년 7월 이후 신규 고객사 확대가 기대되며 반도체 증착 공정으로 사업영역을 확대를 추진 중이다.

#### 클린룸케미컬필터 : 안정적인 필터 교체사업, 반도체 전방 투자와 중화권 및 북미 진출

반도체 디스플레이 공정의 클린룸에 존재하는 각종 유해물질(VOCs, NH3, Acid 등)을 제거하여 공정 불량방지와 수율 개선, 엔지니어의 건강을 개선시킨다.

유해물질 종류에 따른 소재개발과 타겟 부위에 설치되며 필터는 단기적으로 2개월에서 1~3년 주기로 교체되어 꾸준하고 안정적인 실적이 발생된다. 향후 2030년까지 반도체 전방산업의 신규 공장건설과 장비용 필터의 국산화가 시작되며 상해법인을 통한 중화권 및 북미 매출 확대가 기대된다.

## Appendix. 주요 제품 및 사업내용

[도표 15] 주요 용어 설명

용어	설명	비고
NH3	암모니아	질소(N)와 수소(H) 화합물
Amines(아민)	아민	NH3 에서 유도된 유기화합물
Acid	산	물에 녹았을 때 산성을 띠는 물질
HF	불화수소	Hydrogen Fluoride
NOx	질소산화물	NO, N2O, NO2, N2O4 등이 있음
SOx	황산화물	Sulfur Oxides
VOCs	휘발성유기화합물	Volatile Organic Compound
Toluene	톨루엔	벤젠의 수소원자 1 개를 메틸기로 치환한 화합물
PGMA	프로필렌 글리콜 모노메틸 아세트산	Propylene Glycol Methyl Acetate 고순도 용제로 리소그래피(노광공정)에서 감광액(PR)의 용제등으로 사용
Siloxane	실록산	규소, 산소, 수소로 되어 있는 화합물을 총칭
O3	오존	
H2S	황화수소	수소의 황화물
ppb	part per billion	1ppb=1/1000ppm 10 억분의 1(10 <sup>-9</sup> )을 의미 대기오염물질의 대기 중 농도에 표시
PFCs	과불화탄소	6 대 온실가스 중 하나

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 16] VOCs 제거 기술 비교

	기존 경쟁사	에코프로 HN
방식	소재/ENG 분리	소재+ENG 통합
건식처리	흡착제 소재 기반	자체개발 흡착제
습식처리	용해도와 화학반응	다공판 용해 기술
연소처리	RTO 효율 95~98%	<b>RTO+CTO ECO-CTO 으로 효율 99% Microwave 로 기존 대비 최대 30% 에너지 절감</b>
복합처리	Hybrid 95%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 17] PFCs 제거 기술 비교

	기존 경쟁사	에코프로 HN
방식	직화식/전기히터 /플라즈마	촉매식 대용량 처리기술
운전온도	1400 도 이상	780 도
에너지효율	낮음	95% 이상(열분해 대비)
NoX 발생량	많음 (고온*)	적음

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 18] Microwave 특징



Microwave 제습	Microwave Air Dryer
제습설비용 제습제 및 제습로터 자체 개발 이중배관 구성을 통한 독창적 폐열회수 기술 보유 제습로터에 MW추가 여부 선택가능 경쟁사 대비 에너지효율 20~30% 우수	Microwave 이용하여 재생효율/흡착효율 및 시간 증가 기존 기술 대비 에너지효율 30% 우수 기존 에어드라이어대비 시스템 유지비용 감축

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 19] 케미컬 필터의 종류와 적용

케미컬필터 적용		
형태	제품종류	특징
	CAFILDEX SW series	SandWich형태로 제작된 판넬형 제품. 여러겹의 Layer로 구성되어 2개이상의 복합 가스 제어 가능 외조기, 순환기, FFU, EFU, DCC 등 다양한 부분에 사용가능
	CAFILDEX HECY series	원통형으로 FFU, EFU 등에 맞춤 설계 적용. (Fan에 직접 설치 가능. 단 Fan 상부에 설치공간 필요) 수명이 상대적으로 길게 사용
	CAFILDEX TY series	반도체/디스플레이 FAB의 공조시설(외조기, 순환기 등)에 설치. 유지관리시 Tray만 교체.

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2021.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.1	3.3	1.6	0.0

[ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하