

에코프로 에이치엔 (383310)

감히 평가할 수 없는 환경에 대한 가치



한상원

sangwon.han@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

220,000

현재주가

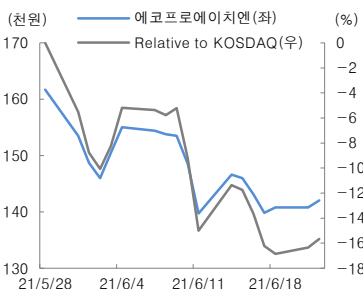
(21.06.22)

142,000

화학업종

KOSDAQ	1011.56
시가총액	543십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	2십억원
52주 최고/최저	161,700원 / 139,700원
120일 평균거래대금	229억원
외국인지분율	12.17%
주요주주	이동채 외 10 인 19.31% 삼성자산운용 13.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	N/A	N/A	N/A	N/A
상대수익률	N/A	N/A	N/A	N/A



지금까지 이런 기업은 없었다

- 에코프로의 인적분할을 통해 신설된 사업 자회사로 실적이 모두 환경 사업(미세먼지, 온실가스 감축 등)에서 발생한다는 점이 특징적
- 코로나19라는 유례없는 상황을 겪으면서 환경에 대한 관심은 더욱 고조, 인류의 생존 문제와 직결된다는 위기 의식의 확산 때문
- 핵심 투자 포인트 역시 이와 관련하여 1) ESG 트렌드 확산에 따른 최대 수혜, 2) MW System의 운영 효율성, 3) 신사업을 통한 성장 도모 등

2025년까지 연평균 매출 성장률 +32%, 이익 성장률 +47% 전망

- 2021년 실적은 매출액 1,681억원(+74% YoY), 영업이익 331억원(+120% YoY)으로 전망. 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과로 수익성 개선도 기대. 또한 올해 역시 뚜렷한 상저하고(연간 실적의 80%가 4분기에 발생)의 흐름이 예상
- 2025년까지 연평균 매출 성장률은 32%를 기록할 전망. MW System 기술을 중심으로 미세먼지 저감 사업의 높은 성장성을 기대. 2024년부터는 신사업 추진을 통한 제 2의 도약기가 도래할 전망. 보수적인 추정을 위해 신규 고객사는 반영되지 않은 추정치로 추가적인 성장의 여력과 가능성도 존재

투자 의견 매수, 목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 12MF 예상 EPS에 목표 PER 28배를 적용하여 산출. 목표 PER은 국내 환경 사업 업체들의 평균 대비 약 15% 할증한 수치
- 환경에 대한 가치 평가는 쉽지 않은 일이지만 1) 중장기 높은 성장성, 2) 2차전지, 신재생 등 친환경 업종의 높은 Valuation을 감안하면 현재 주가 수준(12MF PER 18배)이 저평가 상태임은 분명한 사실
- 인적분할에 따른 Hidden Value의 부각이라는 측면에서 주가 재평가(Re-rating)에 대한 기대감은 여전. 특히 최근의 주가 하락이 펀더멘털과 무관한 수급적인 이슈였다는 측면에서 반등 가능성 역시 높다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	91	97	168	201	215
영업이익	7	15	33	41	49
세전순이익	83	192	33	43	49
총당기순이익	87	181	26	34	38
자배분순이익	87	181	26	34	38
EPS			6,666	8,803	9,943
PER			21.3	16.1	14.3
BPS			18,406	25,449	33,403
PBR			7.7	5.6	4.3
ROE			36.2	34.6	29.8

주1: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출

주2: 과거 이익은 분할 이전 에코프로 별도 기준으로 작성

자료: 에코프로에이치엔 대신증권 Research Center

Contents

I . Summary	3
II . 기업 개요	4
III . 투자 포인트	6
IV . 실적 전망	15
V . Valuation	17

I. Summary

투자의견 매수, 목표주가 220,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수와 목표주가 220,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF 예상 EPS에 목표 PER 28배를 적용하여 산출했다. 높은 성장성(2025F 연평균 매출액 성장률 +32%)과 전기차/2차전지, 신재생에너지 등 친환경 업종의 Valuation을 감안하면 현재 주가 수준(12MF PER 18배)은 분명 저평가 상태다. 인적분할 이전 Hidden Value의 부각이라는 측면에서 재평가에 대한 기대감은 여전하다.

투자 포인트: 1) ESG 확대, 2) 기술 경쟁력, 3) 신사업 추진

코로나19라는 유례없는 상황을 겪으면서 환경에 대한 위기 의식은 더욱 고조되었다. 인류의 생존 문제와도 직결되는 이슈이기 때문이다. 환경과 관련된 문제는 더 이상 선택이 아닌 필수의 영역에 해당한다. 핵심적인 투자 포인트도 여기에 있다.

1) ESG 트렌드 확산에 따른 최대 수혜가 기대된다. 실적이 모두 환경 사업에서 창출되기 때문에 주요 제품 전반에 걸쳐서 수요 확대가 나타날 수 있다. ESG의 본질은 비재무적 요소에 대한 평가다. 그런데 ESG가 성장의 지표로도 인식되기 시작했다. 비용, 수요 등 재무적 요소에도 영향을 주기 시작했기 때문이다.

2) 환경 문제가 필수더라도 당연히 효율적인 방식이 선호된다. 고객사 입장에서 가성비가 중요하다는 뜻이다. MW System 중심의 기술력이 주목받는 이유다. 에너지 효율이 30% 이상 높아 운영 비용이 저렴하기 때문이다. 초기 설치 비용이 높음에도 국내외 고객사가 확대되고 있는 이유다.

3) 2024년부터는 2차 도약기이다. 신사업 덕분이다. 가장 가시화된 사업은 CDM이다. 총 2개 그룹(합산 2.5백만톤/년 규모)으로 진행되며, 2024~25년부터 매출 발생이 예상된다. MW 기술의 확장도 기대된다. 제습, Air Dryer 공정에서의 활용이 대표적이다. 계열사인 에코프로비엠을 통해 테스트를 진행하고 있다. 전방산업 확대의 기회다.

2021년 매출액 1,681억원(+74% YoY), 영업이익 331억원(+120% YoY) 전망

2021년 매출액은 1,681억원으로 전년 대비 74.1% 증가가 예상된다. 미세먼지 저감 사업의 매출액이 대폭 증가(+402% YoY)하겠다. 영업 레버리지 효과에 따른 전사 수익성 개선(OPM +4%p YoY)도 기대된다. 분기별로는 연간 실적의 약 80%가 4분기에 발생하겠다. 매년 발생하는 계절성이다. 1~3분기 실적만으로 걱정할 필요는 없다는 뜻이다. 2025년까지 연평균 매출 성장률은 32%로 예상된다. 기존 사업의 성장 가운데 신사업 추진을 통한 제 2의 도약기를 기대한다. 신규 고객사 확보는 반영하지 않은 보수적인 추정치이다. 추가적인 성장의 여력과 가능성도 남았다는 뜻이다.

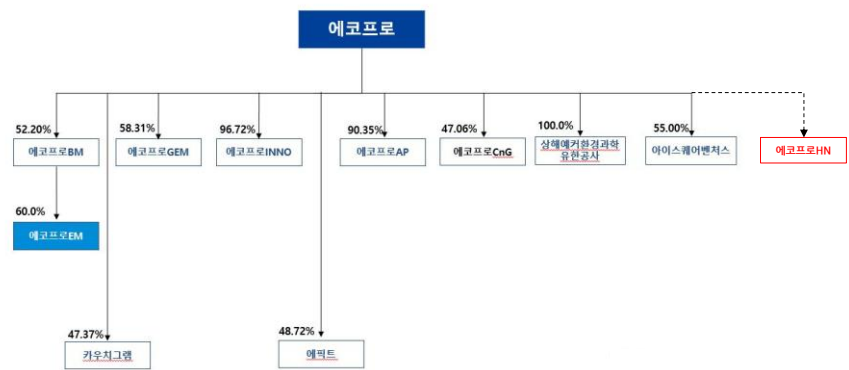
II. 기업 개요

친환경을 넘어선 친환경 기업의 등장

에코프로의 인적분할을 통해 설립(분할기일 5월 1일)된 분할 신설 회사다. 분할 전 에코프로가 영위하던 환경 사업을 승계했다. 모든 실적이 환경 사업에서 창출된다는 점이 특징적이다. 사업부는 미세먼지 저감 솔루션, 온실가스 감축 솔루션, 클린룸 케미컬 필터 등으로 구분된다. 매출 비중은 각각 18%, 40%, 42%(2020년 연간 기준) 등이다.

미세먼지 저감은 제조업 공정 등에서 발생하는 VOCs(휘발성 유기화합물)를 제거하는 기술이다. 온실가스 감축은 지구온난화지수가 상대적으로 높은 과불화탄소(PFCs)의 저감이다. 클린룸 케미컬 필터는 각종 유해가스를 제거하는 소모품이다. 온실가스와 케미컬 필터의 경우 반도체, 디스플레이 분야가 주요 고객이다. 신사업으로는 CDM(탄소배출권) 사업과 MW 기술의 확장을 준비하고 있다.

그림 1. 에코프로 계열사 지배구조



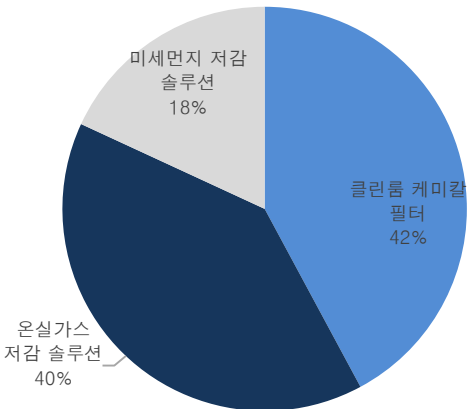
자료: 에코프로에이치엔 대산증권 Research Center

그림 2. 에코프로에이치엔의 사업 영역



자료: 에코프로에이치엔 대산증권 Research Center

그림 3. 에코프로에이치엔의 매출 비중



자료: 에코프로에이치엔 대산증권 Research Center

미세먼지 저감, 온실가스 감축, 케미컬 필터 등은 환경 관련 영역 중에서도 대기오염 문제와 밀접한 연관이 있다. 대기오염의 경우 지구 온난화의 원인으로 꼽힌다.

지구의 온도 변화는 인류의 삶에 중차대한 영향을 미친다. 평균 기온이 1.5도 넘게 상승하면 생존 한계온도(35도)를 넘어서면서 인류의 40%가 생존을 위협받을 것으로 예측(미국 프린스턴대)되기도 한다. 지구 온난화와 관련하여 다양한 주장들이 존재하지만 대기 오염과 관련된 인간 활동이 주원인으로 지목(NASA GISS, 2016년)된다.

코로나19라는 유례없는 상황을 겪으면서 환경 문제에 대한 위기 의식은 더욱 고조되었다. 주요국에서 환경 규제가 강화되고 있는 이유다. 지난 4월 기후정상회의에서도 온실가스 감축, 배출권 거래 제도 확대 등에 대한 논의가 이뤄졌다. 인류의 발전과 함께 지구 온도 역시 상승세를 경험했다. 앞으로의 작은 변화는 되돌릴 수 없는 결과를 야기할 수 있다. 환경과 관련한 문제는 이제 더 이상 선택이 아닌 필수의 영역이라는 뜻이다.

그림 4. 온실가스 배출과 지구 온도 변화

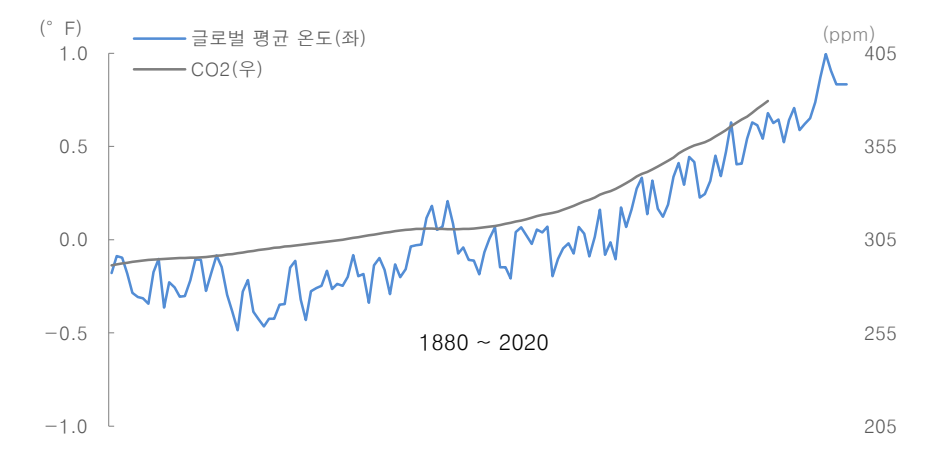


그림 5. 이산화탄소 농도 vs. 기온 변화

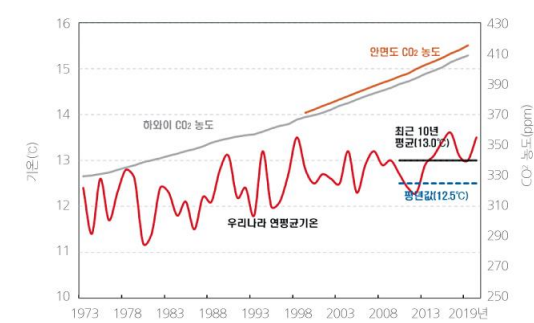
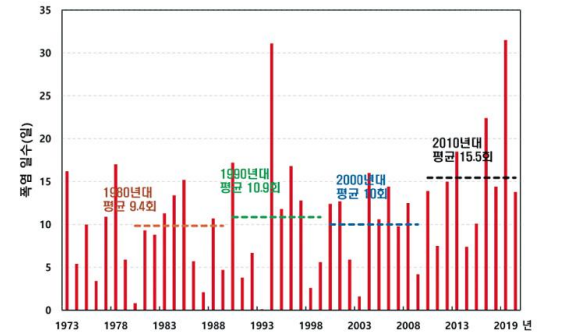


그림 6. 연도별 폭염일수 추이



Ⅲ. 투자 포인트

1) ESG 트렌드 확산의 최대 수혜

ESG 활동에 대한 관심이 높아짐에 따라 수혜가 기대된다. 환경(Environment) 분야와 밀접한 관련이 있는 에코프로에이치엔에게는 호재이기 때문이다. 기업들이 환경 관련 활동을 확대할수록 에코프로에이치엔의 주요 제품에 대한 수요가 확대되는 구조다. 모든 사업부 전반에 걸쳐서 긍정적인 영향을 기대 가능하다.

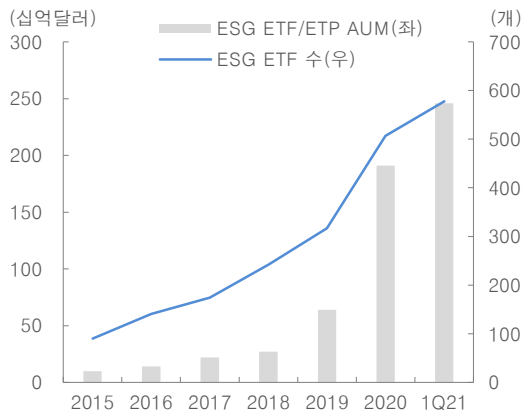
금융 시장에서는 이미 발 빠르게 ESG를 트렌드로 받아들이기 시작했다. ESG 평가에 기반한 투자가 확대되고 있다. 1Q21 기준 글로벌 ESG 관련 ETF/ETP의 AUM(운용자산 규모)은 2.5천억달러(vs. 2015년 1백억달러)에 이른다. 2020년을 기점으로 가파른 증가세가 나타나고 있다. 물론 성과(수익률)도 좋다.

기후정상회의 주요 내용 정리(2021년 4월 개최)

	내용
요약	1. 온실가스 감축목표 상향 및 배출권 거래제 확대 - 선진국: 온실가스 감축목표 상향, 개도국: 각국의 여건에 맞는 협력방안 2. 주요국의 배출감축 노력, 탄소중립 전환 유도 및 취약국 지원, 기후변화 대응 기술개발 3. 온실가스 감축에서 일자리, 경제, 산업 측면에 다양하게 확대해서 적용
상세목표	1. 선진국은 적극적인 온실가스 감축목표 상향 의지 표명 - 미국: 2030년까지 온실가스 배출량을 50% 이상 감축 목표 제시 - EU: 2030년까지 온실가스 감축목표 상향조정(vs. 기존 40%) - 일본: 2030년까지 13년 대비 46% 감축 목표 상향 - 캐나다: 2030년까지 40~50% 감축(vs. 기존 30%) 2. 개도국은 온실가스 감축 목표 유지 - 중국: 기존 목표 재확인 및 2030년까지 온실가스 배출 정점 후 2060년까지 탄소중립 실현 - 인도: 2030년까지 450GW 용량의 재생에너지 설치 - 러시아: 2050년까지 순 누적 배출량 상당 수준 감축 목표 - 한국: 올해안 온실가스 감축목표 추가 상향 약속, 신규 및 해외 석탄 발전소 건설을 위한 금융지원 중단

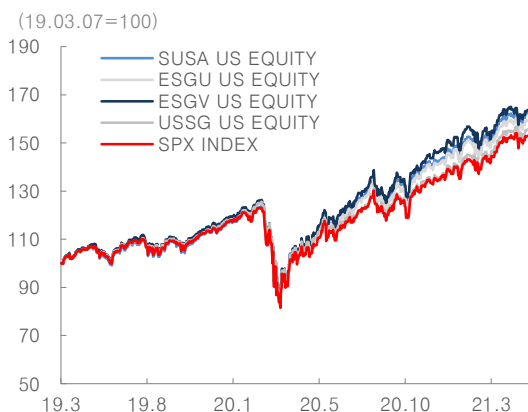
자료: KIEP, 대신증권 Research Center

그림 7. ESG 관련 ETF 규모 추이



자료: ETFGI, 대신증권 Research Center

그림 8. ESG 관련 ETF의 성과



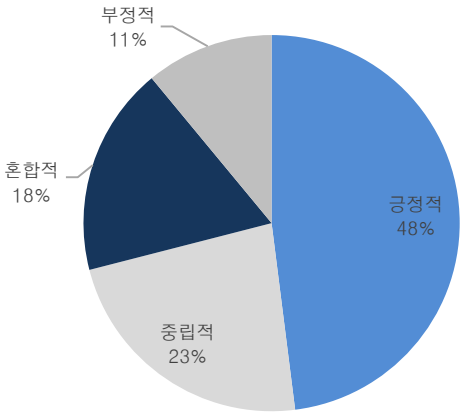
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ESG의 본질은 비재무적 요소에 대한 평가다. 재무제표만으로는 표현되지 않는 분야에 대한 평가이기 때문이다. 그런데 ESG가 성장의 지표로도 인식되기 시작했다. 재무적 요소에도 영향을 준다는 뜻이다. 1) 주요국에서의 규제 강화로 환경 설비가 의무화(=비용 증가)되고 있고, 2) 소비자들의 인식 변화가 제품 구매 패턴 변화(=수요 변동)로 이어지고 있다. 대한상공회의소의 조사 결과에 따르면 기업의 ESG 활동이 제품 구매에 영향을 주는지를 묻는 질문에 63%가 ‘영향이 있다’고 답했다.

기업이 생산하는 제품에 대한 수요와 비용은 재무적 평가(매출액, 이익 등)와 직결되는 요소다. 더 이상 ESG가 기업들에게 선택의 문제가 아닌 근본적인 이유다. 환경 분야에서 주요 평가 척도는 온실가스, 유해화학물질, 폐기물 등의 배출량이다. 모두 에코프로에이치엔의 사업 영역에 해당한다. 특히 MW System 기반의 기술력이 핵심이다. 고객사들로 하여금 에너지 절감을 통한 비용 효율화를 가능하게 하기 때문이다. 향후 견조한 수요 성장과 ESG 트렌드 확산에 따른 최대 수혜를 기대하는 이유다.

그림 9. ESG가 기업재무성과를 개선시키는가

그림 10. ESG, 환경 관련 주요 평가 요소



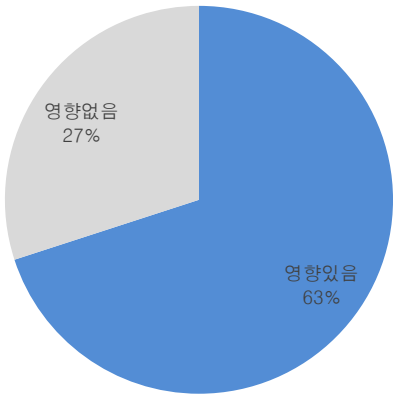
자료: Friede, Busch & Bassen, 대산증권 Research Center



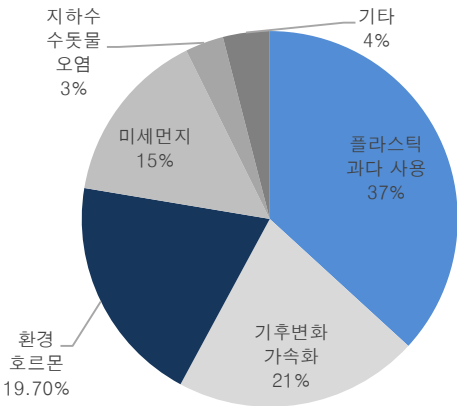
자료: 산업 자료, 대산증권 Research Center

그림 11. ESG 활동의 제품 구매에 대한 영향 여부

그림 12. 환경 부문 주요 관심 사항 설문 결과



자료: 대한상공회의소, 대산증권 Research Center



자료: 대한상공회의소, 대산증권 Research Center

2) 비싸도 고객사가 찾는 이유? 가성비.

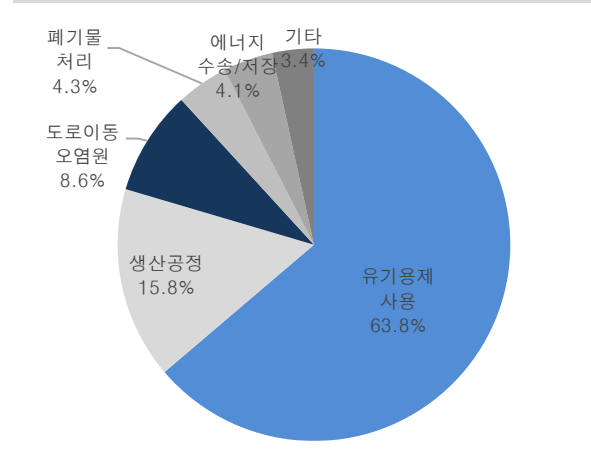
핵심 사업 중에서 향후 가장 높은 성장(2025F 연평균 매출 성장률 +53%)이 기대되는 분야는 미세먼지 저감 솔루션이다. VOCs(휘발성 유기화합물)를 제거하는 기술을 기반으로 토탈 솔루션을 제공하는 사업이다. VOCs는 대기 중으로 쉽게 증발되는 유기화합물에 대한 총칭이다. 인체에 유해(발암성)하다는 점 외에도 오존층 파괴, 지구온난화, 광화학 스모그 등의 환경 문제를 야기한다. 주요국에서 배출을 강하게 규제하고 있는 이유다. 유기용제(도장, 세정, 세탁 등) 사용 과정에서 가장 많이 배출(한국 기준 64%)된다.

주요국 VOCs 배출 규제 현황

국가	규제 현황
미국	- 지역별 대기오염 현황 및 적용 기술을 고려한 배출허용 기준의 차등적 적용 - 고정오염원의 설치인가 또는 사전인가 방식 - 오염물질, 배출시설에 따른 관리주체 이원화 (연방정부/ 주정부) - 연방정부에서 제정한 Clean Air Act를 근거로 환경청은 대기질 목표인 국가대기질기준을 결정 - 이행 기준은 '신규배출원 검토', '심각한 악화 방지', '연방 유해대기물질 배출기준' 등의 구체적 수단을 통한 대기질 관리 - 배출시설 인허가 2 단계 구분. 미달성지역의 경우 가장 엄격한 기준인 LAER (Lowest Achievable Emission Rate)을 적용
중국	- VOCs 배출 전체 과정에 대한 관리 강화 - 기술수준 향상, 환경오염이 상대적으로 낮은 원자재 사용 권장 - 기업의 신규 오염물 배출 설비 및 기존 오염물 배출 시설에 대한 개선 추진 요구 - 석유화학관련 업종에 대한 VOCs 오염물질 배출 비용 징수를 통해 규제를 강화 - 2015년 10월 1일부터 중국 정부는 VOCs 오염물질 배출 비용 징수
EU	- EU는 2050년 탄소중립 달성을 위해 2030년까지 온실가스 배출량을 55% 감축 발표 - Europe Commission은 Zero Pollution Action Plan을 통해 대기오염으로 인한 사망률을 2030년까지 줄이기로 발표 - 대기질 관련해서 '대기환경지침(Ambient Air Quality Directives)'의 적합성 검사 결과를 반영하여 대기오염 모니터링 및 모델링
한국	- 대기오염물질 총량관리제도를 통해 사업장의 연도별 배출허용총량 할당, 방지시설 설치/개선, 배출권 거래를 통해 할당량 준수 - VOCs 중 질소산화물, 황산화물, 암모니아의 배출 허용 기준이 기존대비 강화되어 적용 - 배출량 중 산업부문의 미세먼지 저감을 위해 총량 관리제 등의 다양한 정책 및 규제 실시 - 오염물질 측정 기술 및 IoT 기술 통한 측정, '대기관리구역법'에 따라 관련 사업장의 모든 배출구 굴뚝에 자동 측정기 부착 의무화

자료: 환경부, KETI, 중국환경보호부, 대신증권 Research Center

그림 13.VOCs 배출 비중



자료: 환경부, 대신증권 Research Center

그림 14.광화학 스모그 현상



자료: Google, 대신증권 Research Center

VOC 규제대상 물질 및 물질별 위해성

물질명	주요 위해성	비고
아세트알데히드	졸음, 의식불명, 통증, 설사, 현기증, 구토	특정대기유해물질
아세틸렌	현기증, 무기력증 및 액체상태로 접촉시 동상	오존 전구물질
아세틸렌 디클로라이드	현기증, 무기력증 및 액체상태로 접촉시 동상	—
아크롤레인	화상, 숨참, 통증, 수포, 복부경련	—
아크릴로니트릴	두통, 구토, 설사, 질식 / 발암성	특정대기유해물질
벤젠	졸음, 의식불명, 통증, 설사, 현기증, 경련, 구토 / 발암성(특히 백혈병 유발)	특정대기유해물질, 오존 전구물질
1,3-부타디엔	졸음, 구토, 의식불명, 액체상태로 접촉시 동상 / 발암성(B2)	특정대기유해물질
부탄	졸음, 액체상태로 접촉시 동상	오존 전구물질
1-부텐, 2-부텐	현기증, 의식불명, 액체상태로 접촉시 동상	오존 전구물질
사염화탄소	현기증, 졸음, 두통, 구토, 복통, 설사 / 발암성(B2)	특정대기유해물질
클로로포름	졸음, 두통, 통증, 설사, 현기증, 복통, 구토, 의식불명 / 발암성(B2)	특정대기유해물질
사이클로헥산	현기증, 두통, 메스꺼움, 구토	오존 전구물질
1,2-디클로로에탄	졸음, 의식불명, 통증, 설사, 현기증, 구토, 시야가 흐려짐, 복부경련	특정대기유해물질
디에틸아민	호흡곤란, 수포, 고통화상, 설사, 구토, 시력상실	—
디메틸아민	복부통증, 설사, 호흡곤란, 고통, 화상, 시야가 흐려짐	—
에틸렌	졸음, 의식불명	오존 전구물질
포름알데히드	호흡곤란, 심각한 화상, 통증, 수포, 복부경련 / 발암성(B1)	특정대기유해물질
n-헥산	현기증, 졸음, 무기력증, 두통, 호흡곤란, 구토, 의식불명, 복통	—
이소프로필 알코올	현기증, 졸음, 두통, 구토, 시야가 흐려짐	—
메탄올	현기증, 구토, 복통, 호흡곤란, 의식불명	—
메틸에틸케톤	현기증, 졸음, 무기력증, 두통, 구토, 호흡곤란, 의식불명, 복부경련	—
메틸렌클로라이드	현기증, 졸음, 두통, 구토, 의식불명, 화상, 복통, 발암성	—
엠티비이(MTBE)	현기증, 졸음, 두통	—
프로필렌	졸음, 질식, 액체상태로 접촉시 동상	오존 전구물질
프로필렌옥사이드	졸음, 질식, 두통, 메스꺼움, 구토, 화상 / 발암성(B2)	특정대기유해물질
1,1,1-트리클로로에탄	졸음, 두통, 구토, 숨참, 의식불명, 설사	—
트리클로로에탄	현기증, 졸음, 두통, 의식불명, 통증, 복통	특정대기유해물질
취발유	졸음, 두통, 구토, 의식불명	—
납사	졸음, 두통, 구토, 경련	—
원유	두통, 구토	—
아세트산(초산)	두통, 현기증, 호흡곤란, 수포, 화상, 시력상실, 복통, 설사	—
에틸벤젠	현기증, 두통, 졸음, 통증, 시야가 흐려짐	특정대기유해물질, 오존 전구물질
니트로벤젠	두통, 청색증, 현기증, 구토, 의식불명	—
톨루엔	현기증, 졸음, 두통, 구토, 의식불명, 복통	오존 전구물질
테트라클로로에틸렌	현기증, 졸음, 두통, 구토, 의식불명, 수포, 화상, 복통	특정대기유해물질
자일렌(o-, k-, p-포함)	현기증, 졸음, 두통, 의식불명, 복통	오존 전구물질
스티렌	현기증, 졸음, 두통, 구토, 복통	특정대기유해물질

자료: 환경부, 대신증권 Research Center

VOCs의 저감/제거에는 다양한 방식이 존재한다. 연소, 건식(흡착), 습식(흡수) 등이 대표적인 기술들이다. 고온에서 분해되는 VOCs의 특성상 연소 방식이 상대적으로 처리능력이 우수하다. 에코프로에이치엔의 기술적 우위도 연소 처리 방식에 있다.

1) 촉매 기술에 강점을 보유하고 있다. 직접 연소의 경우 800~1,000℃에 이르는 높은 온도가 필요하지만 촉매를 활용(RTO+CTO)하는 경우에는 300~400℃ 수준이면 충분하다. 2) Microwave(MW) 기술 확보다. 전자레인지와 같은 원리이지만 산업용으로 확장하는 경우 위험성이 높아 쉽지 않은 기술이다. 세계 최초로 MW를 활용하여 VOCs 제거 기술을 상용화했다는 사실은 진입장벽 등의 측면에서 의미가 크다는 뜻이다.

결국 고온 처리가 요구되는 VOCs 제거에 있어서 위와 같은 기술은 고객사 입장에서 운영비 절감을 야기한다. 설비 단가가 높아 초기 투자비가 크다는 단점이 있지만 운영비 절감을 고려하면 이득인 셈이다. 에너지 효율이 30% 이상 높기 때문에 1~2년 내 투자비 회수가 가능하다. 상대적으로 높은 가격에도 불구하고 국내외 고객사가 확대되고 있다는 사실이 이를 입증한다. 최근 일본 전자 업체와 공급 계약을 체결한 것이 대표적인 사례다. 시운전 이후 표준 설비로 인정받는 경우 생산라인 전체로 확대되며 1천억원 이상의 매출 창출이 예상된다. 추가적인 매출 성장의 여력도 높다는 뜻이다.

VOCs 제거 기술 비교

제거방법	투자비	운영비	처리능력	특징
연소처리	열 산화법(TO)	고	고	폭발 위험, 보조연료 필요, 2차 오염원 발생
	촉매 산화법(CTO)	중	중	촉매독으로 인한 효율 저하
	촉열식 열소각(RTO)	고	중	에너지 소비량 감소, NOx 발생, 낮은 열 회수율
	촉열식 촉매산화(RCO)	고	중	경제적인 폐열회수, 한정적인 적용 범위
	무화염 열 산화법(FTO)	중	저	산화기의 예열 필요, 고효율의 분해 효율
	흡·탈착 촉매산화(CCO)	중	저	저농도로 연속적 배출되는 공정에 유리
건식처리	흡착법	고	중	선택적 회수 가능, 응축에 의한 유해성
	응축법	고	중	비경제적, 특정화합물에 사용
습식처리	흡수법	저	중	어느 공정이나 쉽게 적용, 처리대상 물질에 맞는 흡수제 사용
	농축법	중	중	농축배출 결정

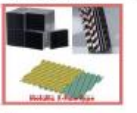
자료: Konetic, 대신증권 Research Center

그림 15. 에코프로 HN의 VOCs 제거 기술

건식처리: 자체 개발 흡착제 / 습식처리: 다공판 용해 기술

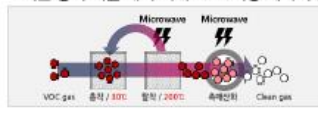
연소처리: 소재+엔지니어링 기술(Hybrid, 제거율 99%)

- RTO+CTO: 소재 자체 개발과 최적 엔지니어링으로 맞춤형 시스템
- ECO-CTO: 저온영역 에너지 전달 개선 고효율 금속촉매 개발



- MW System (제거율, 99%)

- : Microwave 에너지 이용 VOC 제거설비 세계 첫 상용화
- : 기존 농축 기술 대비 최대 30% 이상 에너지 절감 가능



자료: 에코프로에이치엔 대신증권 Research Center

그림 16. 미세먼지 저감 솔루션 고객사















자료: 에코프로에이치엔 대신증권 Research Center

3) 신사업을 통한 성장성 확보

2024년부터는 Top-line 성장이 재차 크게 확대되는 시기다. 신규 사업 진출이 예상되기 때문이다. CDM, MW 기술 확장 등이 이에 해당된다.

1) 가장 가시화된 사업은 CDM(청정개발체제)이다. 교토의정서 규정에 따라 선진국이 개도국에 온실가스 감축 투자를 진행하고, UNFCCC에 감축 실적(CER)을 인정받는다. 이를 탄소배출권 시장에 판매하여 수익화하는 제도다. 국내에서 이와 동일한 사업을 진행하는 대표적인 업체로는 휴켄스(질산 공장 보유, 연간 1.6백만톤 인증)가 있다.

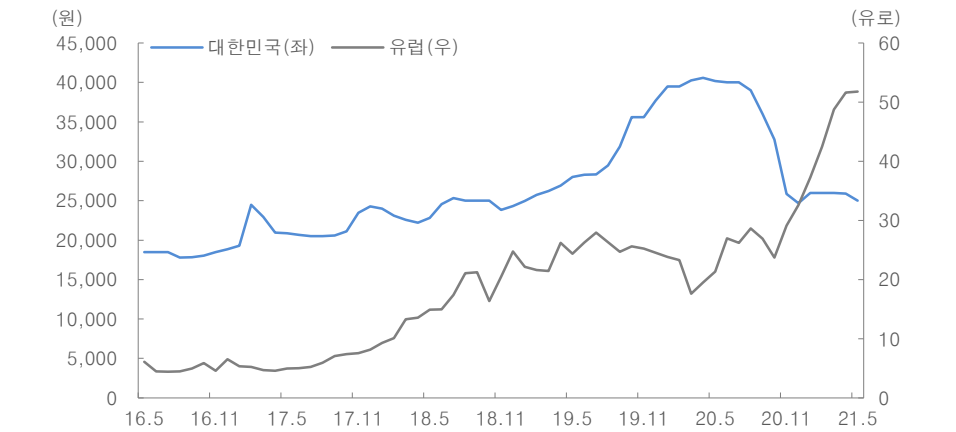
에코프로에이치엔은 중국 업체들과 함께 사업을 진행한다. 총 2개 그룹으로 1그룹(1.0백만톤/년)과 2그룹(1.5백만톤/년) 각각 2024년, 2025년부터 매출 발생이 예상된다. 배출권 가격을 18.1천원(5월 한국 평균)으로 가정 시 매출 규모는 4.5백억원에 이른다. 가격 3만원 기준 예상 마진율은 30% 내외다. 올해 7월부터 3차 계획 기간이 본격적으로 시행되면 국내 배출권 가격은 반등할 가능성이 크다. 코로나19 확산 이전 2020년의 고점은 42.5천원이었다. 이 경우 매출액은 1천억원에 이르며 마진율은 40% 수준까지 상승이 가능하다. 참고로 유럽의 배출권 가격은 약 7만원(5월 평균)이다.

배출권 가격에 따른 실적 변동 시나리오 분석 (단위: 십억원, %)

		탄소배출권 가격(만원)						
		1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5
1.0 백만톤	매출액	15	25	35	45	55	65	75
	영업이익	-2	6	13	20	27	34	41
	영업이익률	-10	22	36	43	48	52	54
2.5 백만톤	매출액	38	63	88	113	138	163	188
	영업이익	-4	14	31	49	66	84	101
	영업이익률	-10	22	36	43	48	52	54

자료: 대신증권 Research Center

그림 17.탄소배출권 가격 추이 (유럽 vs. 한국)



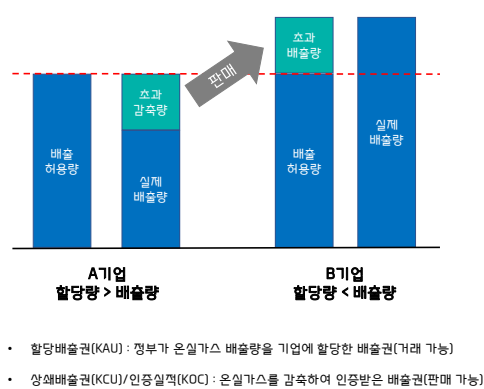
자료: KRX, Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국의 탄소배출권 2 차, 3 차 계획 기간 비교

	2 차(2018~20 년)	3 차(2021~25 년)	비고
국가 감축 후 배출량(백만톤)	691	663	4%감소
ETS 커버리지(직접배출량 기준)	70.10%	73.50%	교통/건설업종, 공정/시설 추가
배출허용총량(연평균, 백만톤)	592	609	+3.2%(ETS 커버리지 확대)
할당량 산정 단위	시설	사업장	사업장 단위로 전환
배출효율기준(BM) 적용 대상	7 개 업종 (총배출량의 50%)	12 개 업종(총 배출량의 60%)	
유상할당 비율	3%	10%	
무상할당 업종 기준	비용발생도≥30%, 무역집약도≥30% 비용발생도≥5% & 무역집약도≥10%	비용발생도 X 무역집약도 ≥ 0.2%	
무상할당 인정 특례 업체	-	학교 병원, 지자체, 대중교통운영자	공공성 기관/단체
배출권 거래 허용대상	할당대상업체	할당대상업체 + 금융기관/개인	거래참여자 확대
장내파생상품	-	선물거래 도입	미래가격발견, 예측가능성 확대
예비분 종류	기타, 시장안정화, 시장조성	기타, 시장안정화, 시장조성, 유동성	적정 유동성 관리 추가

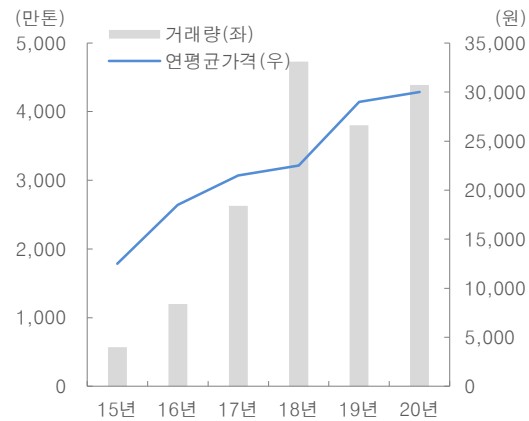
자료: 환경부, 대신증권 Research Center

그림 18.탄소배출권 거래 제도 개요



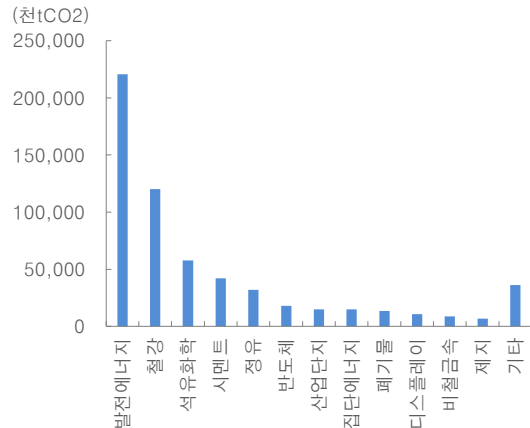
자료: KRX, 대신증권 Research Center

그림 19.한국의 연도별 배출권 거래량 및 가격 추이



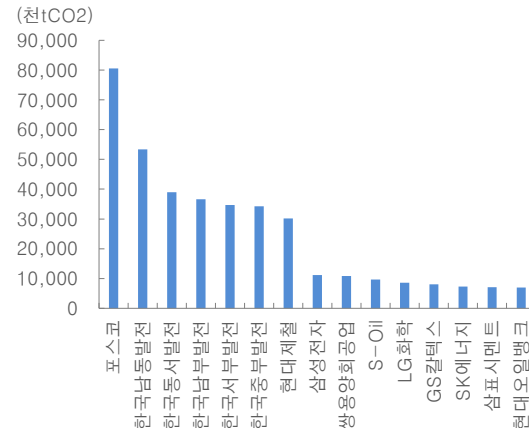
자료: KRX, 환경부, 대신증권 Research Center

그림 20.한국의 탄소배출 상위 업종



자료: 환경부, 대신증권 Research Center

그림 21.한국의 탄소배출 상위 기업



자료: 환경부, 대신증권 Research Center

2) 미세먼지 저감 솔루션 사업에서의 핵심 기술인 MW(Microwave) System의 기술 확장도 기대된다. VOCs 제거에서와 마찬가지로 에너지 효율(Energy Saving) 측면의 강점을 활용할 수 있기 때문이다. 제습, Air Dryer 공정에서의 활용이 대표적이다.

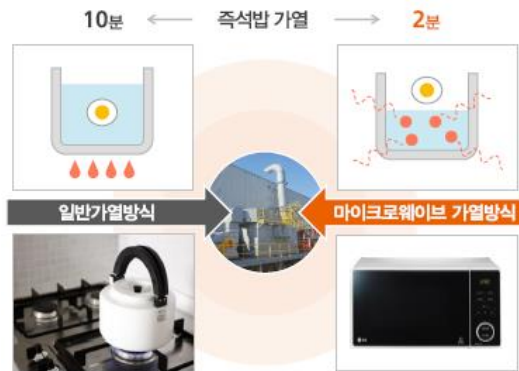
MW 기술을 활용한 VOCs 제거의 경우 국내 조선사를 시작으로 다양한 전방산업으로 고객사를 확장하는 단계이다. 제습, Dryer로 영역을 넓히는 경우 2차전지, 전자재료(IT) 등으로의 고객사 전방산업 확장이 기대된다. 계열사인 에코프로비엠(2차전지 양극재)의 생산 라인에서 테스트를 진행하고 있다.

국내 업체들 중에서는 신성이엔지의 사업 영역과 유사하다. CE(클린환경) 사업부 내에서 드라이룸 시스템, 제습기 등이 2차전지, OLED(디스플레이) 등을 전방 고객사로 두고 있다. V-master(휘발성 물질 제거 장비)를 통한 VOCs 역시 공통점이다.



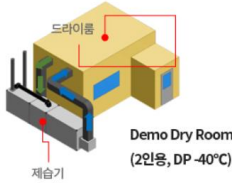
자료: 에코프로에이치엔 대신증권 Research Center

그림 23. Microwave 기술 개요: Energy Saving



자료: 에코프로에이치엔 대신증권 Research Center

그림 24. 신성이엔지의 드라이룸 시스템



제품정보
Dew Point -10°C (습도 2%) 이하의 저습한 공간을 지칭
이차 전지 생산, 제약 설비, 반도체 라인, OLED 생산, 필름 제조, 식품 제조 및 보관 등

적용분야
이차전지, 식품제조, OLED, 제약

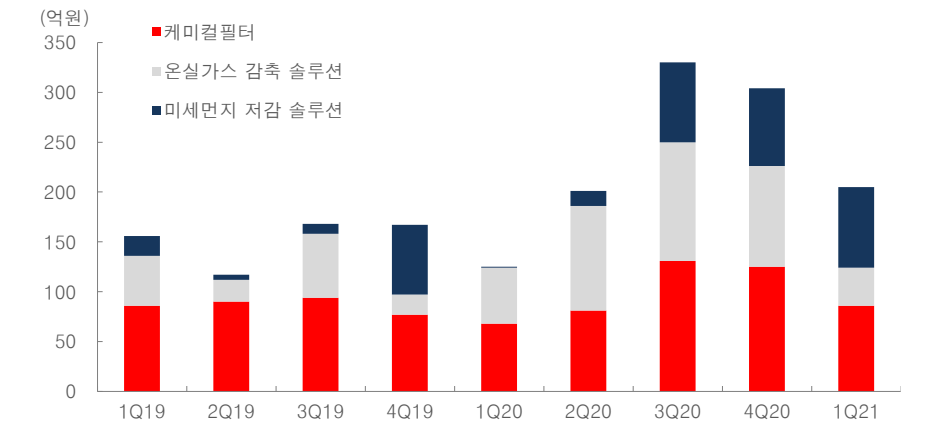
자료: 신성이엔지 대신증권 Research Center

4) 안정적인 Cash-Cow

케미컬 필터 사업은 안정적인 Cash-Cow에 해당한다. 미세먼지 저감, 온실가스 감축도 토탈 솔루션이라는 측면에서 PM(유지보수)을 통해 안정적인 실적 창출이 가능하겠다.

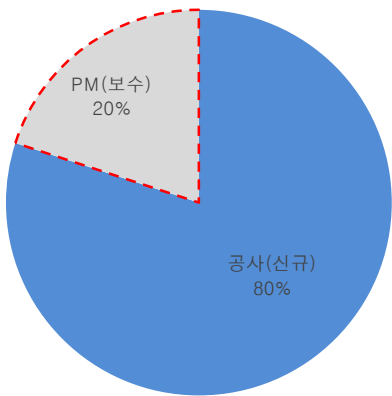
- 1) 케미컬 필터는 반도체 및 디스플레이 공정의 클린룸에서 사용되는 소모품이다. 제품 별로 차이는 존재하겠으나 교체주기는 대략 6~24개월로 지속적인 수요가 발생하는 제품이다. 다른 사업부의 분기별 매출액 변동성이 큰 것과 달리 안정적인 매출을 유지하는 이유다. 국내에서는 에코프로에이치엔과 쥘벡스가 시장을 양분하고 있다.
- 2) 아직은 비중이 작지만 PM도 향후 안정적인 Cash-Cow로 자리잡을 수 있다. 물론 미세먼지 저감, 온실가스 감축의 경우 아직은 시장 초기 진입 단계에서의 매출 창출(공사 매출)이 더 크다. 다만 지금의 신규 매출이 미래의 안정적인 실적으로 이어질 수 있다. 토탈 솔루션 제공에 따른 PM 사업 덕분이다. 실제로 온실가스 감축 사업의 경우 매출액의 약 20%가 PM에서 발생하고 있다.

그림 25.분기별 사업부 매출액 추이



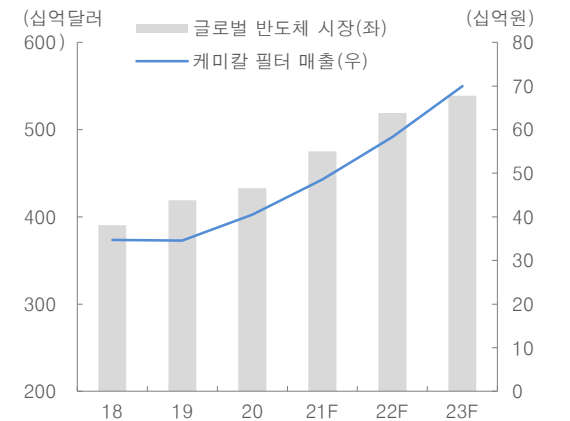
자료: 에코프로에이치엔 대신증권 Research Center

그림 26.온실가스 저감 사업 매출 구성



자료: 에코프로에이치엔 대신증권 Research Center

그림 27.반도체 시장 규모 vs. 케미칼 필터 매출 추이 및 전망



자료: WSTS, 에코프로에이치엔 대신증권 Research Center

Ⅳ. 실적 전망

2021년 매출액 1,681억원(+74% YoY), 영업이익 331억원(+120% YoY) 전망

2021년 매출액은 전년 대비 74.1% 증가한 1,681억원을 기록할 전망이다. 미세먼지 저감 사업의 매출액이 가장 크게 증가(874억원, +402% YoY)하겠다. 전년도에는 코로나19 확산에 따른 고객사 투자 집행 연기로 매출액이 감소(-57% YoY)했었다. 연간 영업이익은 331억원으로 전년 대비 120% 급증할 전망이다. 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과로 수익성 개선(영업이익률 +4%p YoY)이 기대된다.

분기별로는 4분기(매출액 915억원, 영업이익 264억원)가 가장 기대된다. 연간 이익의 약 80%가 4분기에 발생하는 셈이다. 고객사 투자와 밀접한 관련을 갖는 사업 구조상 매년 말에 매출 집중 현상이 나타난다. 1~3분기 실적만을 두고 걱정할 필요는 없다는 뜻이다. 수익성 역시 4분기가 가장 높겠다.

에코프로에이치엔의 부문별 실적 추이 및 전망						(단위: 십억원, %)							
		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	전체	12.6	20.2	33.1	30.5	20.6	24.4	31.6	91.5	168.1	201.1	214.8	329.6
	케미칼 필터	6.6	8.3	13.1	12.5	8.6	9.9	12.3	11.1	42.0	46.2	48.5	52.1
	미세먼지 저감	0.3	1.3	8.1	7.7	8.1	7.7	10.2	61.5	87.4	104.0	114.8	131.3
	온실가스 저감	5.6	10.5	11.9	10.2	3.8	6.7	9.0	18.8	38.3	50.4	51.0	55.8
	탄소배출권 신사업												40.0 50.0
영업이익		-0.2	3.0	7.0	5.1	0.3	1.3	5.1	26.4	33.1	41.5	48.8	80.8
순이익		3.3	101.1	20.0	56.6	0.2	1.0	3.9	20.3	25.5	33.7	38.0	63.0
영업이익률		-1.5	15.0	21.3	16.8	1.3	5.4	16.2	28.9	19.7	20.6	22.7	24.5
순이익률		25.8	499.5	60.4	185.3	1.0	4.1	12.5	22.2	15.2	16.8	17.7	19.1
증감률(%YoY)													
매출액	전체	-19.4	73.6	87.6	-33.5	62.9	20.7	-4.6	199.8	74.1	19.6	6.8	53.4
	케미칼 필터	-22.7	-7.7	39.9	63.0	30.4	19.8	-5.7	-11.3	3.7	10.0	5.0	7.4
	미세먼지 저감	-85.2	185.7	341.8	-78.6	2,612.2	491.7	26.3	693.3	402.2	19.0	10.4	14.3
	온실가스 저감	10.3	378.9	84.8	421.7	-32.6	-36.2	-24.1	85.0	0.5	31.6	1.2	9.4
	탄소배출권 신사업												N/A N/A
영업이익		적전	278.7	167.8	85.7	흑전	-56.8	-27.2	414.2	120.4	25.2	17.6	65.6
순이익		-96.0	1,281.8	717.9	-1,306.9	-93.5	-99.0	-80.3	-64.1	-85.9	32.1	12.9	65.6
증감률(%QoQ)													
매출액	전체	-72.5	60.4	63.7	-7.9	-32.6	18.8	29.5	189.2				
	케미칼 필터	-13.6	25.2	58.0	-4.7	-30.9	15.1	24.4	-10.3				
	미세먼지 저감	-99.2	337.7	519.0	-3.8	4.1	-4.5	32.1	504.3				
	온실가스 저감	185.6	88.4	12.9	-14.2	-63.1	78.3	34.3	109.2				
	탄소배출권 신사업												
영업이익		적전	흑전	132.0	-27.1	-94.6	372.7	291.0	415.0				
순이익		흑전	2,999.1	-80.2	182.4	-99.6	372.7	291.0	415.0				

주: 분할 이전 실적은 에코프로 별도 기준을 참고하여 작성
자료: 에코프로에이치엔, 대신증권 Research Center

2025년 매출액 3,922억원 전망: CAGR +32%

2021년의 호실적에는 기저효과의 영향이 분명 존재한다. 2020년으로 예정됐던 매출액 중 일부가 코로나19 탓에 2021년으로 이연되었기 때문이다. 2022년의 실적이 우려스러울 수 있다는 뜻이다. 하지만 2022년에도 전년 대비 20%의 매출 성장을 예상한다. ESG 트렌드 강화와 함께 수주 증가가 예상되기 때문이다. 2021년 상대적으로 부진했던 온실가스 역시 2022년에는 큰 폭의 매출 성장이 기대된다.

중장기 성장 전망은 더욱 밝다. 2025년 매출액은 3,922억원으로 2020년(965억원) 대비 4배 이상 증가하겠다. 연평균 32%의 성장률을 의미한다. 미세먼지 저감, 온실가스 감축 등 기존 사업에서 성장이 이어지는 가운데 Cash-Cow 사업의 실적도 Level-up이 기대된다. 2024년부터는 신사업이 시작됨에 따라 제 2의 도약기가 도래할 전망이다. 다만 중장기 실적 전망에는 신규 고객사 확보는 반영하지 않았다. 불확실성을 고려하여 보수적으로 추정했다는 뜻이다. 역으로 추가적인 성장의 여력과 가능성이 남은 셈이다.

그림 28.에코프로에이치엔의 중장기 매출액 추이 및 전망

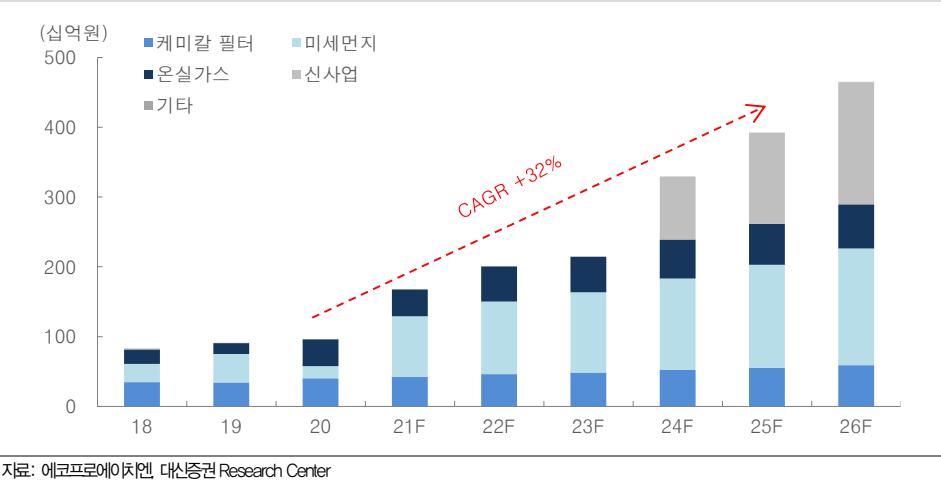


그림 29.에코프로에이치엔 매출 비중 추이 및 전망

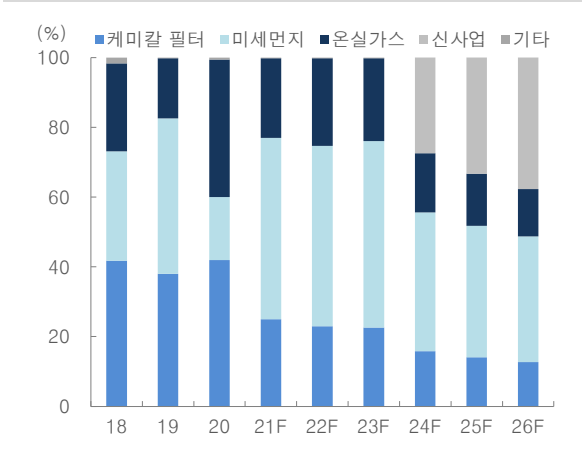
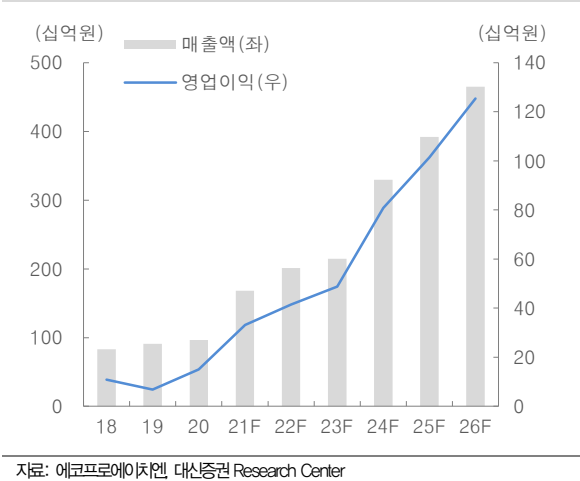


그림 30.에코프로에이치엔 영업실적 추이 및 전망



V. Valuation

투자의견 매수, 목표주가 220,000 원 제시

투자의견 매수와 목표주가 220,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF 예상 EPS에 목표 PER 28배를 적용하여 산출했다. 목표 PER 28배는 국내 환경 사업을 영위하는 업체들의 평균(25배 전후) 대비 약 15% 할증한 수치다. 신사업 확장 등에 따른 상대적으로 높은 Top-line 성장성(2025F 연평균 +32% vs. Peer Group 평균 +25% 내외; Range 15~30%)을 고려하여 Peer Group 대비 할증을 적용했다.

인적분할 재상장 첫날(5월 28일) 주가는 급격한 재평가가 이뤄졌다. 이후 주가 흐름이 완만하게 약세를 보이고 있으나 반등의 여지가 크다는 판단이다. 분할 이전 Hidden Value에 속했던 환경 사업의 가치 재평가에 대한 기대감은 여전하다는 뜻이다. 특히 최근의 주가 하락은 펀더멘털과 무관한 이슈였다. 6월 11일 2차전지 ETF에서 편출되면서 주가가 급락(-6% DoD)했기 때문이다. 현재 주가는 12MF PER 18배에 불과하다. 환경 사업에 대한 가치를 가늠하기 어려운 점을 감안해도 2차전지, 태양광, 풍력, 수소 등 친환경 업종과 비교 시 현저한 저평가 상태다. 더욱이 중장기 성장성마저도 높다. 주가 재평가(Re-rating)의 여지는 충분하다.

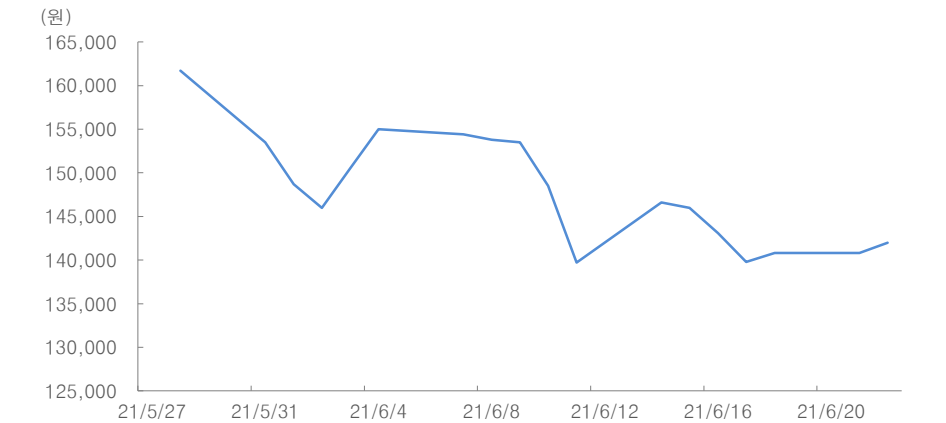
에코프로에이치엔의 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배, %)

	2021F	12MF	2022F
EPS	6,666	7,735	8,803
Target PER	33.0	28.4	25.0
목표주가	220,000	220,000	220,000
현재주가	142,000	142,000	142,000
현재 PER	21.3	18.4	16.1

주 1: 에코프로에이치엔과 유사한 사업을 영위하는 업체들의 평균 PER은 25 배 내외 수준
주 2: 적정 PER 31 배는 높은 매출 성장률을 고려하여 동종사 평균 대비 25% 할증한 수치
주 3: 2025년까지 연평균 매출 성장률 32%로 동종사 평균(25%)과 비교 시 할증 타당
자료: 대신증권 Research Center

그림 31.인적분할 재상장 이후 에코프로에이치엔의 주가 흐름

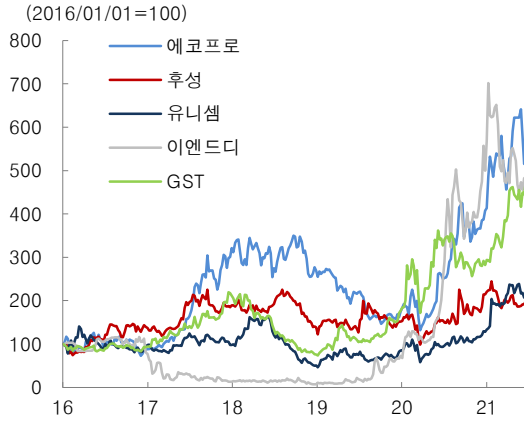


자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

Peer Group Valuation Table											
(단위: 십억원, %, 배)											
		시가총액	주가 수익률(%)			Valuation(2021F)			Valuation(2022F)		
		(십억원)	1M	3M	6M	PER	PBR	EV/EBITDA	PER	PBR	EV/EBITDA
환경 사업	에코프로	799	-17.6	9.9	31.7	11.8	2.0	6.9	8.4	1.6	5.3
	후성	949	2.5	-3.8	-6.4	38.0	4.0	17.3	21.6	3.4	11.9
	젬백스	840	-3.2	-19.8	-3.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	유니셈	405	-14.0	-0.8	60.0	11.3	2.2	7.7	9.4	1.8	6.3
	이엔드디	287	-0.4	-2.6	-13.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	GST	246	-1.1	12.6	61.7	7.9	1.7	5.1	5.9	1.3	3.8
2 차전지	CATL	191,494	24.7	54.1	47.3	114.2	14.8	63.0	79.5	12.6	42.3
	BYD	112,743	40.3	27.4	15.9	110.5	7.6	32.5	81.7	6.9	27.7
	LG 화학	58,945	-6.6	7.7	3.6	19.8	3.0	8.8	20.8	2.7	8.4
	삼성SDI	47,035	6.4	9.6	23.5	43.8	3.4	21.2	33.7	3.1	17.1
	Panasonic	31,207	5.4	-11.6	6.9	12.9	1.1	4.7	11.0	1.0	4.5
양극재	Umicore	16,680	-0.4	8.7	29.0	19.3	4.0	11.4	20.8	3.6	11.4
	SMM	13,348	-3.7	-4.7	2.6	9.2	1.1	7.4	9.3	1.0	7.4
	에코프로비엠	4,686	23.2	36.8	33.6	57.8	8.9	34.9	36.8	7.2	22.4
	Easpring	4,797	23.7	40.9	1.5	43.4	6.2	32.4	32.3	5.2	24.8
	Shanshan	6,344	32.5	46.1	20.3	33.3	2.7	20.5	26.1	2.5	15.7
	엘앤에프	2,671	8.7	40.9	40.5	175.0	5.9	57.0	33.5	5.1	20.3
	Nichia	1,926	-0.9	-4.1	18.0	12.0	1.3	6.1	10.8	1.2	5.6
음극재	포스코케미칼	11,581	1.4	4.5	43.1	94.1	5.3	45.6	78.9	5.0	35.5
	SD(Hitachi)	5,177	-1.0	5.1	56.1	12.4	1.1	7.9	8.5	1.0	7.2
	Baoan(BTR)	7,153	62.4	75.9	105.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	TokaiCarbon	3,656	-8.0	-8.3	26.9	11.6	1.5	5.8	10.3	1.4	5.3
	대주전자재료	776	11.0	21.2	11.9	44.8	N/A	N/A	29.9	N/A	N/A
태양광	한화솔루션	8,914	2.2	6.8	3.6	9.5	1.2	7.6	9.4	1.0	7.0
	OCI	2,778	-8.6	1.7	41.7	11.2	1.1	7.6	8.8	1.0	6.6
	신성이엔지	596	6.7	-9.1	-12.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	현대에너지솔루션	357	-0.8	-7.4	-15.3	27.4	1.1	12.9	12.5	1.0	7.3
풍력	씨에스월드	3,285	7.2	18.4	0.5	32.4	3.9	18.2	27.9	3.5	14.4
	삼강엠엔티	636	-2.5	0.3	-7.0	26.1	2.9	16.8	20.6	2.6	13.3
	세진중공업	409	11.5	36.6	7.8	25.2	1.4	23.7	52.9	1.3	21.9
	씨에스베어링	265	-1.6	-5.3	-8.4	29.7	4.2	21.1	20.2	3.8	13.7
수소	두산중공업	10,985	87.1	120.3	98.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	두산퓨어셀	3,255	21.5	1.9	-9.6	172.4	7.6	79.1	70.8	6.9	35.1
	효성중공업	706	15.0	3.6	28.1	11.5	0.8	9.6	7.4	0.7	7.9

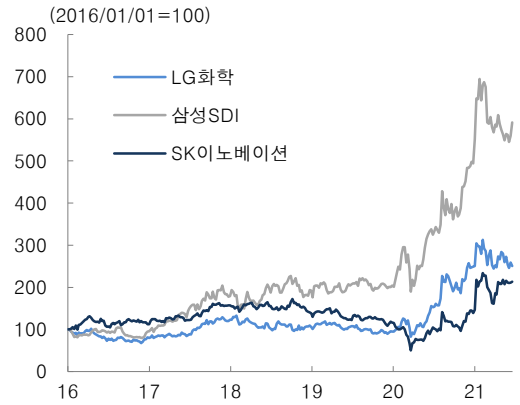
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

환경 업체 상대주가 추이



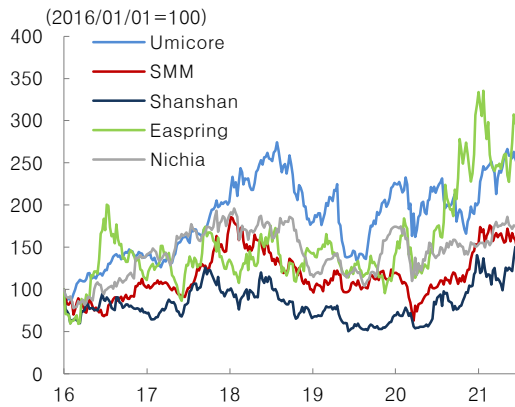
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2차전지 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 양극재 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국 양극재 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국 태양광 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국 풍력 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한상원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

에코프로에이치엔(383310) 투자의견 및 목표주가 변경 내용		투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210620)			
(원) Adj. Price Adj. Target Price 21.05		구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
		비율	91.2%	7.9%	0.9%
		산업 투자의견			
		- Overweigh(비중확대)			
		: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상			
		- Neutral(중립)			
		: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상			
		- Underweigh(비중축소)			
		: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상			
		기업 투자의견			
		- Buy(매수)			
		: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상			
		- Marketperform(시장수익률)			
		: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상			
		- Underperform(시장수익률 하회)			
		: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상			
제시일자	21.06.24				
투자의견	Buy				
목표주가	220,000				
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					