

이테크건설 (016250)

기업이슈 브리프 | 건설/건자재

NR (Not Rated)

목표주가	NR 원
현재주가	69,400 원
시가총액	1,943 억원
KOSDAQ (3/26)	516.61pt

좋은 점, 걱정스러운 점

Analyst 김세련 _ 02 3779 8634 _ sally.kim@ebestsec.co.kr

컨센서스 대비 (2020E OP 기준)

상회	부합	하회

Stock Data

90 일 일평균거래대금	11.46 억원
외국인 지분율	3.1%
절대수익률 (YTD)	-5.1%
상대수익률 (YTD)	17.8%
배당수익률 (FY19)	0.5%

재무데이터

(십억원)	2016	2017	2018	2019
매출액	1,192	1,466	1,488	1,698
영업이익	90	145	113	77
순이익	61	65	71	32
ROE (%)	16.6	11.7	13.1	6.7
PER (x)	10.3	12.0	5.9	9.5
PBR (x)	1.6	1.4	0.8	0.7

자료: 이테크건설, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결 기준

Stock Price



합병으로 인한 히든 밸류 부각, 계열 지배력 확대

—삼광글라스의 물적분할, 이테크건설의 인적분할을 거친 후에 삼광글라스의 투자부문, 이테크건설의 투자부문(산설법인), 그리고 비상장 자회사인 군장에너지가 합병할 예정. 합병에 따라 신설 지주사격인 군장에너지(가칭)가 고부가 에너지 사업인 군장에너지를 필두로 계열 지배력 확대와 효율성이 극대화될 것으로 기대

—합병 법인의 EV/EBITDA 멀티플 적용에 따른 단순 순자산가치는 5,126억원으로 추산되며, 이는 최근 주가 슈팅에도 불구하고 3/26 기준 삼광글라스, 이테크건설의 시가총액 합산 대비 33.3%의 Upside를 보유

—전력과 스팀 판매를 하는 군장에너지, EBITDA 마진 34.8% 수준으로 가장 우량한 비즈니스 영역. 향후 온실가스배출할당이 감소한다고 하더라도 온실가스 배출권 가격 증가에 따른 이익 기조는 지속될 것으로 보여, 추가적인 멀티플 상승 포텐셜 기대

—현재 기준 이테크건설 1주를 보유할 경우, 합병 법인의 시가총액 5천억원 및 이테크건설(존속, 사업회사)의 시가총액 1천억원 가정시 각각 99,034원, 20,171원의 주식을 보유하게 되는 셈

경영권 승계에 효율적, 삼광글라스 반대매수청구권은 대비할 필요

—금번 합병으로 인해 이복영 회장의 장남인 이우성 부사장의 계열사 지배력이 확대됨. 기존 삼광글라스 지배구조 하에서의 지분율은 6.1%에 불과했으나, 군장에너지와 이테크건설의 지분을 고루 보유하고 있던 이우성 부회장의 합병 후 보유 지분은 20.75%로 지배력이 확대됨. 차남인 이원준 전무도 마찬가지로 18.68%까지 지분을 확대

—삼광글라스 합병가액 산정이 자산가치가 아닌 기준시가가 적용되면서, 경영권 승계를 위한 삼광글라스 가치의 과소계상에 대한 노이즈가 있음. 최근 삼광글라스의 영업 적자를 감안 시 자산가치 보다는 시가 적용이 합리적이라고 판단한 것으로 보이나, 삼광글라스 주주의 반대매수청구권 제기에 따른 리스크는 고려할 필요가 있음. 현 합병가액 기준으로는 삼광글라스의 군장에너지 지분가치에 대한 평가가 반영되지 못한 것으로 해석할 여지가 있음. 과거 삼양홀딩스와 삼양제넥스의 사례에서도 알 수 있듯이, 적법성이 아닌 적합성의 원칙에 따라 합병 비율 조정 등의 가능성을 열어놓고 판단하는 것이 합리적으로 보임

표1 삼광글라스, 군장에너지, 이테크건설 합병 기본 정보

합병등기일: 2020년 7월 1일				
회사(보통주)	합병가액 (원)	합병비율	반대매수청구권 가격 (원)	종가 (3/26, 원)
삼광글라스	26,460	1	27,804	24,600
군장에너지	67,137	2.53728647	67,137	-
이테크건설	235,859	3.87946366	48,547	69,400

자료: Dart, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 삼광글라스, 군장에너지, 이테크건설 합병 및 재상장 스케줄 정리

구 분	일자
주주확정 기준일	2020년 04월 02일
합병 및 분할합병	2020년 04월 29일
반대의사표시 접수	2020년 05월 13일
합병 및 분할합병계약승인을 위한 임시 주주총회일	2020년 05월 14일
주식매수청구권 행사기간	2020년 05월 14일 ~ 2020년 06월 03일
분할합병기일	2020년 06월 30일
합병등기일	2020년 07월 01일
삼광글라스 보통주 변경상장일	2020년 07월 17일
이테크건설 보통주 변경상장일	2020년 08월 21일

자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 삼광글라스, 군장에너지, 이테크건설 합병가액 산정 내역

▶ 삼광글라스+군장에너지+이테크건설(투자부문, 인적분할 기준 분할회사)

I. 삼광글라스 보통주 합병가액			II. 군장에너지 보통주 합병가액			III. 이테크건설 투자부문 보통주 합병가액		
삼광글라스	(원)	비고		(원)	적용비율		(원)	적용비율
기준시가	26,460		자산가치	40,769	1.0	자산가치	118,770	1.0
자산가치	36,451		수익가치	84,715	1.5	수익가치	313,918	1.5
합병가액(A)	26,460	기준시가 적용	합병가액(B)	67,137		합병가액(C)	235,859	

※ II, III의 피합병법인의 합병가액은 자산가치와 수익가치를 1:1.5의 비율로 가중평균 산정

IV. 삼광글라스와 군장에너지 분할합병가액 산정 기준 (I & II)

	(원)	합병비율	비고
삼광글라스	26,460	1	(A)
군장에너지	67,137	2.5373	(B)

V. 삼광글라스와 이테크건설(투자부문①) 분할합병가액 산정 기준 (I & III)

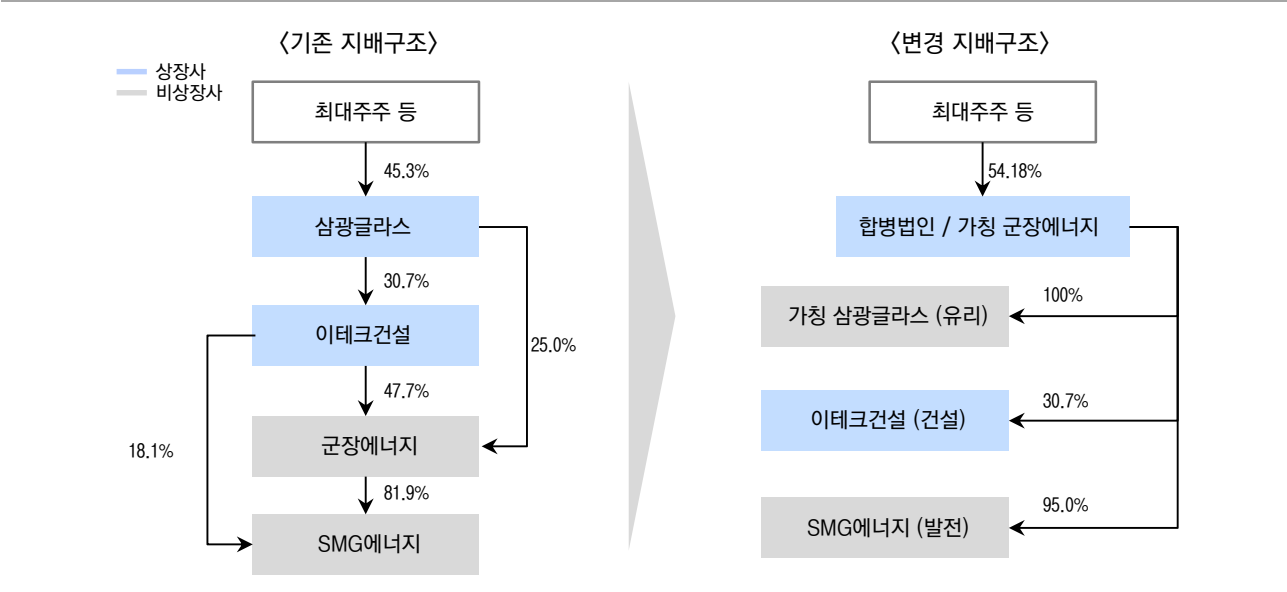
	(원)	합병비율	비고
삼광글라스	26,460	1	(A)
이테크건설 투자	235,859	8.9138	(C)
-인적부문 분할비율 고려시		0.4352	인적분할비율(D)
최종 합병 비율		3.8795	C*D

※ 이테크건설 인적분할 비율

사업/존속②	1
투자/분할①	0.4352

자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 삼광글라스, 군장에너지, 이테크건설 합병 전 후 지배구조 비교



자료: 이테크건설, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 합병전/합병후 단순 합산 재무제표

(단위: 십억원)	삼광글라스	군장에너지	이테크건설_투자회사	단순합산
자산총계	474.0	1,323.3	216.7	2,014.1
부채총계	292.6	898.9	72.0	1,263.5
자본총계	181.5	424.4	140.0	745.9
자본금	24.3	52.1	6.1	82.4
매출액	273.6	478.8	540.6	1,293.0
당기순이익	-8.3	32.5	12.0	36.3

자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 이테크건설의 경우 분할비율을 곱한 값으로, 각사 별도 단순 합산 기준임

표4 삼광글라스 합병에 따른 최대주주 지분율 변화

	삼광글라스 (합병전)		군장에너지 (합병전)		비발행차감	이테크건설 (분할/합병전)		비발행차감	합병법인 (합병후)	
항목	주식수	지분율 (%)	주식수	지분율 (%)	계산주식수	주식수	지분율 (%)	계산주식수	주식수	지분율 (%)
전체주식수	4,854,418	100	10,410,000	100	2,840,000	2,800,000	100	1,940,000	19,586,470	100.00
자사주	51,802	1.07	0	0		182,423	6.52		759,505	3.88
이복영	1,076,600	22.18				159,720	5.70		1,696,227	8.66
이원준	429,200	8.84	1,272,654	12.23					3,658,287	18.68
이우성	296,052	6.10	1,265,225	12.15		144,008	5.14		4,064,963	20.75
(주)유니드	293,000	6.04	0	0.00		204,883	7.32		1,087,836	5.55
이정현	103,000	2.12							103,000	0.53
문병도	1,000	0.02							1,000	0.01
최대주주 등	2,198,852	45.30	2,537,879	24.38		508,611	18.16		10,611,313	54.18

자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 삼광글라스가 보유하고 있는 군장에너지 주식, 이테크건설이 보유하고 있는 군장에너지 주식에 대해서는 합병 신주를 배정하지 않으며, 삼광글라스가 보유하고 있는 이테크건설 주식에 대해서도 분할합병신주를 배정하지 않음. 합병법인의 실제 주식수는 19,586,519주로, 표의 주식수는 단순 처리를 고려하지 않은 단순 계산값임

표5 단순 순자산가치 계산에 따른 합병 법인 Upside 계산

(단위: 십억원)	EBITDA	EV/EBITDA (X)	영업가치	비중 (%)
삼광글라스	24.8	7	173.5	54.0
이테크건설	29.5	5	147.7	46.0
영업가치 합산 (A)	54.3		321.1	100.0
			순차입금	비중 (%)
삼광글라스			8.6	23.6
이테크건설			27.8	76.4
순차입금 합산 (B)			36.4	100.0
비상장자회사	장부가액	당기순이익	적정가치	비고
군장에너지 (C)	106.0	33	227.8	PER 7 적용
NAV (A-B+C)			512.6	
시가총액 (3/26)			385.4	
삼광글라스			162.4	
이테크건설			223.0	
Upside (%)			33.0	

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 삼광글라스 기준 반대매수청구권 비율에 따른 필요 현금 비교

반대매수청구 비율	매수청구주식수	매수청구권 (원)	필요 현금 (십억원)	비고
5%	242,721	27,804	6.7	
10%	485,442	27,804	13.5	
15%	728,163	27,804	20.2	분할효력 취소 가능성 발생
20%	970,884	27,804	27.0	
25%	1,213,605	27,804	33.7	
30%	1,456,325	27,804	40.5	
42.2%	2,048,564	27,804	57.0	소액주주 전체 가정시

자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 현재 이테크건설 1 주 보유시, 합병 재상장 후 시가총액 변화에 따른 주당 가격 비교

합병법인 (가칭 군장에너지)					이테크건설 (존속법인)				
시가총액 (십억원)	총발행주식수	주당가격 (원)	합병비율	최종주가 (원)	시가총액 (십억원)	총발행주식수	주당가격 (원)	분할비율	최종주가 (원)
300	19,586,519	15,317	3.8795	59,420	50	2,800,000	17,857	0.5647794	10,085
350	19,586,519	17,869	3.8795	69,324	100	2,800,000	35,714	0.5647794	20,171
400	19,586,519	20,422	3.8795	79,227	150	2,800,000	53,571	0.5647794	30,256
450	19,586,519	22,975	3.8795	89,131	200	2,800,000	71,429	0.5647794	40,341
500	19,586,519	25,528	3.8795	99,034	250	2,800,000	89,286	0.5647794	50,427
550	19,586,519	28,081	3.8795	108,937	300	2,800,000	107,143	0.5647794	60,512
600	19,586,519	30,633	3.8795	118,841	350	2,800,000	125,000	0.5647794	70,597

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이테크건설 목표주가 추이

(원)

200,000

150,000

100,000

50,000

0

— 주가

— 목표주가

18/03

18/09

19/03

19/09

20/03

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.03.27	신규	김세련									
2020.03.27	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)