



Not Rated

예상 시가총액: 3,427억원



스몰캡 Analyst 오현진 ohj2956@kiwoom.com

RA 조재원 jwon2004@kiwoom.com

공모개요

예상시가총액	3,427 억원
공모가액	34,700 원
공모금액	721 억원
공모주식수	2,079,000 주
상장 후 주식수	9,877,043 주
보호예수 주식수	7,554,093 주
유통가능 주식수	2,322,950 주

보호예수 현황

최대주주 등	71.0%	2년 6개월
기타주주	1.5%	6개월 ~ 2년 6개월
우리사주조합	2.3%	1년
상장주선인	0.3%	3개월
	0.7%	6개월
	0.4%	3개월
수요예측 기관확약분	0.2%	1개월
	0.1%	15일

공모일정

수요예측일	2023.11.01~2023.11.07
청약일	2023.11.10~2023.11.13
환불/납입일	2023.11.15
상장예정일	2023.11.21

투자지표

(억 원, IFRS)	2020	2021	2022	1H23
매출액	95.5	269.9	601.2	533.1
영업이익	3.9	101.6	200.3	198.1
당기순이익	-1.6	80.0	155.6	159.3
영업이익률(%)	4.2	37.8	33.3	37.1

에코아이 (448280)

독보적인 탄소배출권 기업



온실가스 감축 사업을 통해 탄소배출권을 확보하여 판매하는 사업을 영위하고 있다. 온실가스 배출 규제 강화로 인해 상당 수의 기업들은 추가적인 비용 지출 등으로 피해를 보는 상황이다. 반면, 관련 규제가 강화됨에 따라 수혜를 볼 수 있다는 점이 동사가 갖는 차별점이다. 향후, 글로벌 온실가스 감축 트렌드가 더욱 강화됨에 따라, 동사의 중장기 실적 성장 또한 지속될 것으로 판단한다.

>>> 글로벌 트렌드에 부합하는 비즈니스

동사는 온실가스 감축 사업으로 탄소배출권을 확보하여 판매하는 기업이다. 현재 14개 국가에서 18개의 프로젝트를 진행 중이며 주요 프로젝트로는 쿡스 토브 보급, PNG 누출 방지 등이 있다. 프로젝트당 약 10년간 사업권이 보장되어 안정적인 탄소배출권 확보가 가능하다. 2021~2023년 i-KOC 누적 발행량 점유율은 55.3%로, 시장 내 높은 입지에 있음을 확인할 수 있다. 온실가스 감축이라는 글로벌 트렌드와 관련 규제들이 강화될수록 동사의 투자 매력도 상승을 전망한다.

>>> 1) 신규 감축 사업 확대, 2) 판매 시장 다변화

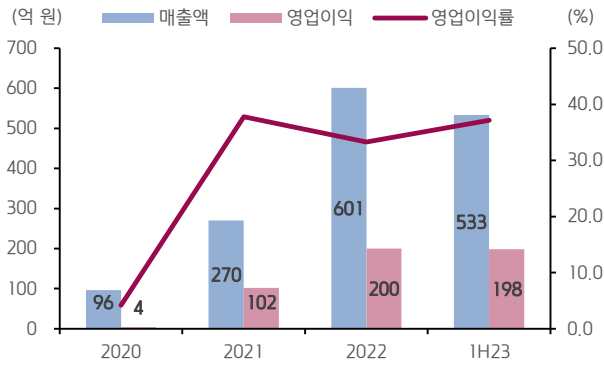
동사는 2027년까지 기존 및 신규 사업에 투자하여, 총 1,259백만tCO2e의 탄소배출권을 확보할 것으로 예상된다. 이를 위해 쿡스토브 200만대를 추가 보급하고 PNG누출 방지 사업 진출 국가를 2개로 확대하는 등 기존 사업을 확대할 계획이다. 이외에도 바이오매스 발전, 폐냉매 회수 및 재생 사업 등 총 8종류의 신규 사업에 진출할 계획이다.

국내 규제적 시장을 넘어 글로벌 자발적 시장으로 판매처를 확대했다는 점 또한 주목해야 한다. 국내 시장은 높은 무상할당 비율(할당량의 90%), 상쇄배출권 거래 제한(할당량의 5%) 등으로, 상쇄배출권 시장 규모가 상대적으로 작기 때문이다. 동사의 VCM(자발적 시장) 매출 비중은 2022년 10%, 1H23 37%로 확대되었다. 판매 시장 다변화를 통해 **탄소배출권 발행량 증가가 곧 실적 성장으로 직결될 것이라 판단한다.**

>>> 중장기 실적 성장 기초 뚜렷

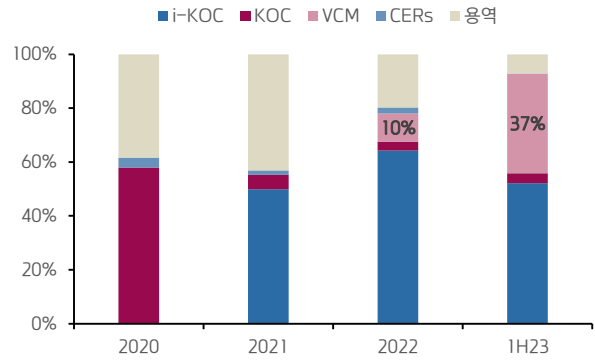
배출권 발행 전 모니터링 기간, 배출권 판매 시점 및 규모가 유동적일 수 있기에 단기 실적 변동성이 확대될 수 있다. 그럼에도 탄소배출권 발행량 확대 및 국내외 탄소배출권 시장 성장 등에 힘입어 향후 실적 성장 기초는 지속될 것이라 판단한다. 2025년 이후 무상할당 비중 축소, 2026년 EU의 CBAM(탄소국경조정제도) 본격 시행 등으로 기업들의 탄소배출권 수요는 지속적으로 증가할 전망이다. 더불어, 올해 9월 배출권 이월 한도 완화(순매도량 1배→3배) 등을 통해 **국내 배출권 가격의 정상화 가능성이 높아진 점도 동사에 긍정적이다.** 상장 후 6개월 이내 오버행 물량은 전체 주식 수 대비 2.68%로, 기업 펀더멘탈 외 추가 변동 요인 역시 제한적이라고 판단한다.

매출액, 영업이익, 영업이익률 추이



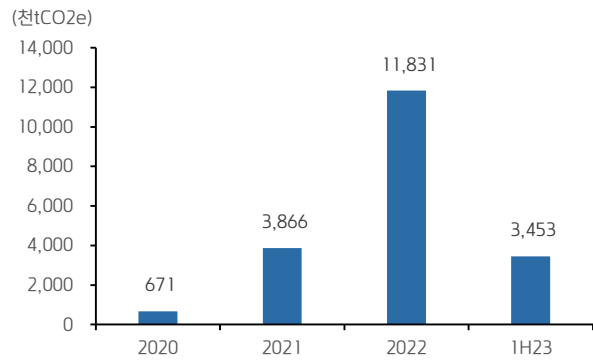
자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

제품군별 매출 비중 추이



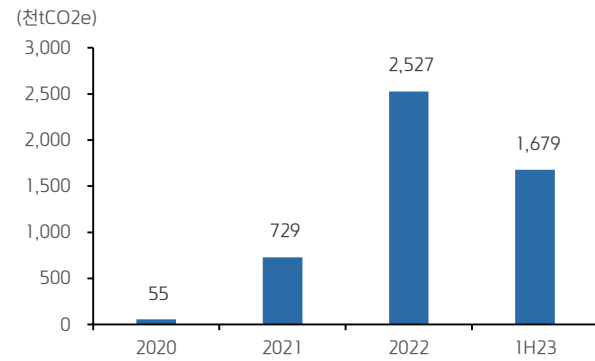
자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

에코아이 탄소배출권 발행 추이



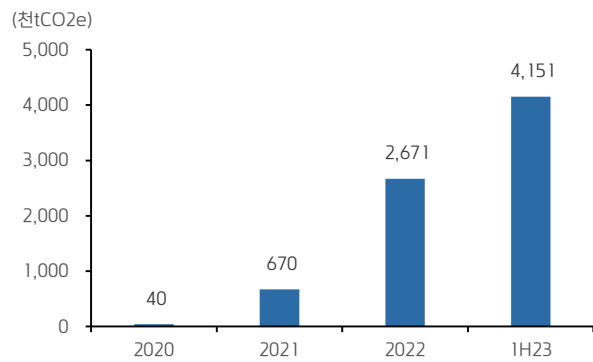
자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

에코아이 탄소배출권 전환(CER → i-KOC) 추이



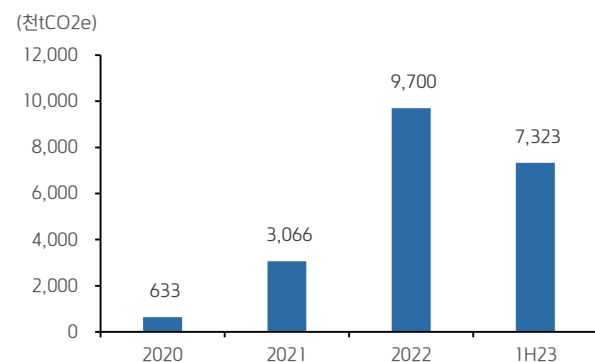
자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

에코아이 탄소배출권 판매 추이



자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

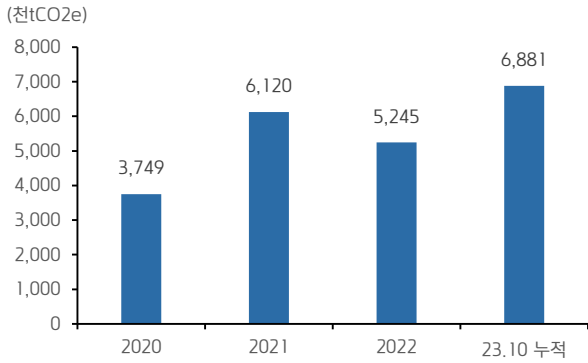
에코아이 탄소배출권 재고 추이



자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

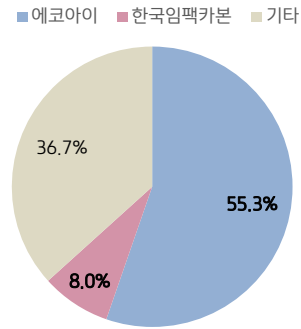
주) 당기 재고 = 전기 말 재고 + 당기 발행 - 당기 전환 - 당기 판매

국내 외부사업 인증실적(KOC, i-KOC) 거래량



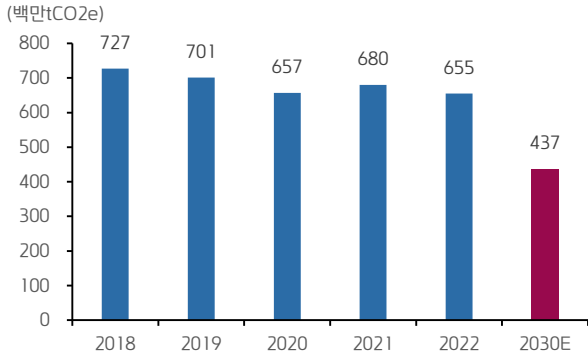
자료: 배출권등록부시스템, 키움증권 리서치센터

2021~2023년 누적 i-KOC 점유율(발행량)



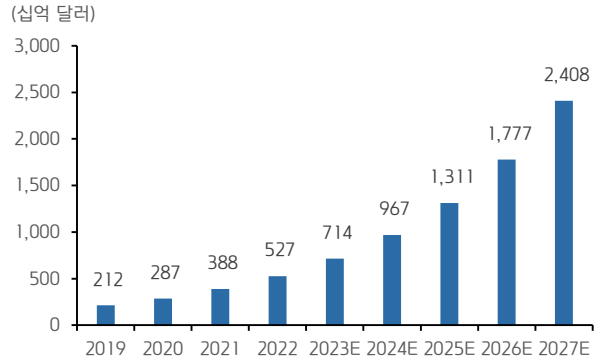
자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터
주) 한국임팩카본은 에코아이의 자회사

국내 온실가스 배출량 및 목표치



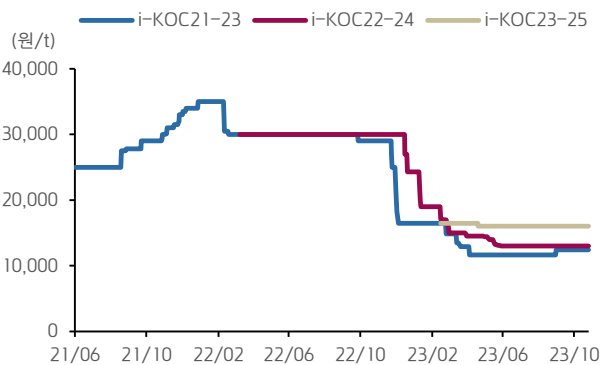
자료: 환경부, 키움증권 리서치센터

글로벌 탄소배출권 시장 전망



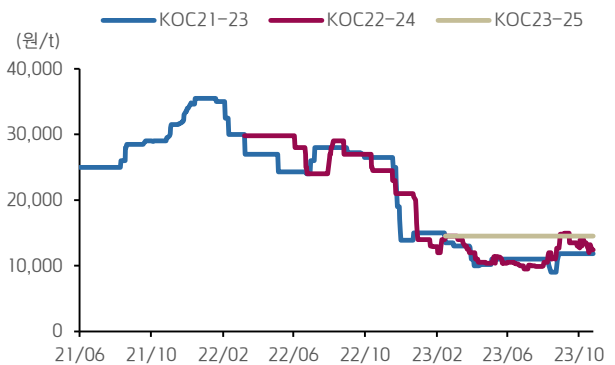
자료: Coherent Market Insights, 키움증권 리서치센터

국내 i-KOC 가격 추이



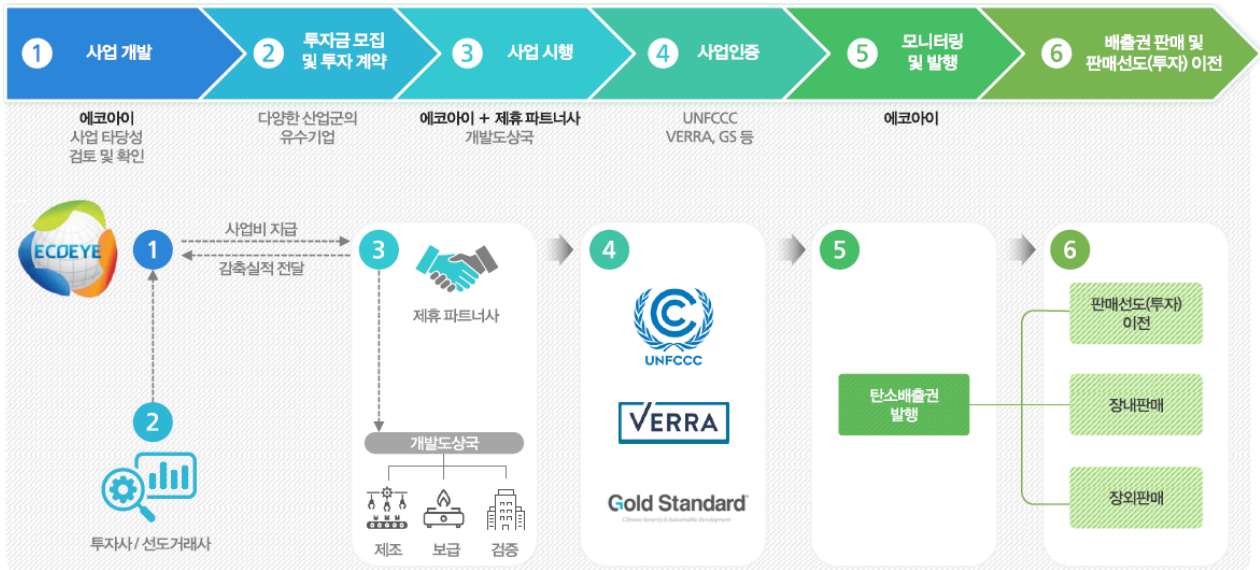
자료: KRX 배출권시장 정보플랫폼, 키움증권 리서치센터

국내 KOC 가격 추이



자료: KRX 배출권시장 정보플랫폼, 키움증권 리서치센터

온실가스 감축 사업 프로세스



자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

관련 용어 및 개념

용어 및 개념	내용
규제적 시장	정부의 규제를 받는 기업들이 탄소배출권을 거래하는 시장. 해당 규제를 받는 기업들을 할당 대상 업체라고 명명
자발적 시장	정부의 규제와는 무관하게 자발적으로 탄소 크레딧을 창출하고 거래하는 민간 시장
할당배출권(KAU)	할당 대상 업체에 할당되는 배출 허용량. 실제 배출량을 차감하고 남은 잉여 배출량의 거래 가능
상쇄배출권(KCU)	외부사업을 통해 감축한 온실가스 감축 실적을 인증 받아, 탄소배출권으로 전환한 것 KOC, i-KOC 모두 전환 가능하며, 23년 9월부터 전환 가능 기간이 기존 2년에서 5년으로 연장
CER	UNFCCC(유엔기후변화협약)에서 인증해주는 온실가스 감축 실적. CER을 발행 받아, 국내에서 i-KOC로 전환 가능
KOC	국내 에서 진행한 외부사업을 통해 발생한 온실가스 감축 실적 중, 환경부에서 인증 받은 감축 실적
i-KOC	해외 에서 진행한 외부사업을 통해 발생한 온실가스 감축 실적 중, 환경부에서 인증 받은 감축 실적
VCU, VER	자발적 시장에서 감축 실적을 인정해주는 대표적인 발행기관으로 Verra, Gold Standard가 있음 Verra에서 발행하는 배출권이 VCU, Gold Standard에서 발행하는 배출권이 VER

자료: 언론종합, 에코아이, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 20일 현재 '에코아이(448280)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2022/10/01~2023/09/30)

매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%