



# 한국코트렐 (009440)

2007년 4월 6일

환경설비,서비스업

## 1,000억 원의 갑옷

1. 기존사업 - 환경설비 시장의 포화 (2007년부터 수주계약 불투명)
2. 신규사업 - 환경서비스 및 태양광 발전 시장의 본격적인 성장까지 Time Lag

### ◆ 기로에 선 한국코트렐

한국코트렐은 환경설비 전문기업으로서 1973년도에 설립되어 전기집진설비 및 배연탈황설비 등의 제조에 집중해 온 중견기업이다. 30년이 넘는 기간 동안의 꾸준한 성장 속에서 한국코트렐은 몇 번의 새로운 전기를 맞게 되는데, 그 중 2000년 이후의 실적에 집중해보자. 우선 주가 추이를 살펴보면 05년을 기점으로 한국코트렐이 시장에서 새롭게 평가 받게 되었다는 사실을 발견한다.



주가상승요인을 파악하기 위해 가장 먼저 재무제표를 들여다 본다. 05년 이후의 주가 상승을 설명해 주는 요소는 대규모의 수주계약으로 인한 획기적인 실적개선이었다. 이 때 발전소와 제철소로부터의 탈황, 탈질설비의 발주가 이어지면서 2~3년 간의 안정적인 성장동력을 확보하게 되었다. 05년 중에 뚜렷이 늘어난 수주잔고로 이를 재확인한다. (표1 참고)

그러나 가스처리 및 분진처리 사업부문에서의 수주로 인한 외형성장 및 수익성 개선은 많은 부분 이미 주가에 반영되었다고 생각한다. 05년 말의 주가에 비해 현재 주가는 이미 1000% 이상 상승하였다. 이제 한국코트렐은 주주가치 증대를 위해 추가적인 성장동력을 찾아야 할 뿐만 아니라 기존사업부문의 호황을 유지시켜야 하는 기로에 다다랐다. 한국코트렐이 어떠한 전략적 선택을 할 것이며 이에 대해 우리는 어떠한 평

HOLD

### Valuation

Target Price: 6,500

Price: 6,330

Margin of Safety: 2.6 %

MktCap.(억원): 1,076

ROE: 24.06%

Op.Magin: 6.5%

PER: 6.63

PBR: 1.52

Dividend Yield: 2.3%

Major Sh.Holder:

이태영 19.01 %

Foreign Shr.: 8.04 %

52weeks Beta: 0.74

52weeks High/Low:

6890/2790

### 기업분석 1팀

부은영, 이정욱, 심민규,  
김성진, 우승민

가를 내려야 할 것인가?

[표1, 수주잔고현황, 한국코트렐 사업보고서]

(단위: 백만원, 천미분, 천일엔)

	2003년 말	2004년 말	2005년 1분기	2005년 반기	2005년 3분기
원화	60,620	42,630	34,876	141,944	155,691
USD	US\$4,613	US\$4,070	US\$2,847	US\$3,358	US\$5,173
기타	NTD43,207	JPY38,380	JPY 2,245	JPY 473,737	JPY 630,407

[표2, 요약손익계산서 中 일부]

(단위: 천 원)

	2003/12	2004/12	2005/12	2006/12
매출액	74,507,743	72,299,465	66,821,537	136,752,543
매출원가	67,553,311	71,794,420	59,570,275	121,924,070
매출총이익	6,954,432	505,045	7,251,262	14,828,473
당기순이익	2,073,876	-2,464,338	6,927,897	10,105,624

◆ 사업 부문 소개 및 전망 - 환경설비부문(기존사업)

1. 제품 소개

한국코트렐은 환경오염 방지 시설을 설치하는 것을 주사업으로 삼고 있다. 사업보고서 상에 19가지의 다양한 사업이 나열되어 있으나 지난해 1300억대의 매출액 중 85% 이상이 환경오염 방지 시설 설치 사업에 의해 발생되었다.

- a. 분진 처리 설비: 매출액의 25%를 차지하고 있고, 소각산업이나 철강, 시멘트, 화학 산업등에서 발생하는 배기가스 중 먼지와 유해 물질을 걸러내는 시설이다. 전기장을 이용하거나, 여과기, 원심력등을 이용해 유해 먼지, 물질을 걸러내는 시설이다.
- b. 가스 처리 설비: 매출액의 60.5%를 차지하고 있고, 탈질설비와 탈황설비로 나뉜다. 탈질설비는 제철, 시멘트, 발전소, 소각로 등에서 발생하는 질소산화물을 해롭지 않은 질소 가스와 물로 바꾸어주는 역할을 한다. 탈황설비는 석탄이나 석유를 연소시키는 과정에서 주로 발생하는 황산화물을 제거하는 역할을 한다.

설비의 규모는 집진설비를 1로 봤을 때, 탈황설비는 2배, 탈질 설비는 1.3배 정도의 규모

다. 이런 차이로 같은 사업장에 탈황설비와 집진설비를 설치해도 탈황설비가 매출액이 훨씬 높다. 대신 규모가 큰 탈황, 탈질 설비는 하도급이 많이 들어가기 때문에 이익률이 집진 설비가 가장 높다. 일반적으로 사업장에는 세 가지 설비가 모두 설치 되고 있다.

[표3, 한국코트렐 매출액 구성, 한국코트렐 사업보고서]

사업부문	매출유형	품 목	구체적용도	주요상표등	매출액	비율(%)
기 계	내수	분진처리설비	공장등의 집진	KC	26,948	19,71%
	수출		처리장치		7,360	5,38%
	계				34,308	25,09%
및	내수	GAS처리설비	공장등의 유해	KC	81,364	59,50%
	수출		가스처리장치		1,448	1,06%
	계				82,812	60,56%
장비제조	내수	산업기기	공장등의 산업	KC	16,701	12,21%
	수출	및	기기, 집진기부		2,932	2,14%
	계	기타단품	품,기술용역수		19,633	14,35%
계	내수	-	-	-	125,013	91,42%
	수출	-	-	-	11,740	8,58%
	계	-	-	-	136,753	100,00%

## 2. Business Model

한국코트렐 환경설비사업의 BM은 단순하다. 오염물질 배출이 불가피한 제철소나 발전소에 환경정화설비를 설치해주고 매출액을 올리고, 이후 이 시설을 유지, 보수해주면서 부가적인 매출액을 올리는 구조다. 아래는 환경정화 설비를 설치하기까지의 과정을 보여주고 있다.

- a. 내수 : 입찰공고 → 견적제출 → 견적협상 → 공사입찰 → 낙찰 → 공사계약체결 → 착공계 제출 → 공사시공 → 기성고 청구 → 수금 → 준공
- b. 수출 : 국제입찰공고 → 입찰등록 → 자격심사 → 기술검토 → 우선협상대상선정 → 세부심사(가격협상) → 공사계약 → 공사시공 → 기성고청구 → 수금 → 준공

이를 보면 한 건의 계약을 체결하는데 거치는 과정이 정형화 되어 있는 것을 알 수 있다. 그렇기 때문에 과거의 공사실적 Backlog 데이터를 이용한 매출액 전망은 회사에서 공시하는 예측치와 거의 맞아떨어지는 현상이 발생하게 된다. 또한 다른 업체들과 입찰을 통해 경쟁 하는 구조이기 때문에 기술력은 물론, 영업력, 가격책정에서도 뛰어난 능력을 보여야 수주가 가능한 구조라고 할 수 있다. 즉, 이익의 상당 부분을 포기하고 입찰가격을 낮게 책정하는 업체가 존재하기 때문에 기술력이 높다고 수주가능성이 높은 것은 아니다.

### 3. 환경설비 부문의 발전 전망

삼성경제연구소의 연구에 따르면 국내 환경산업시장은 평균 11%로 성장하고 있는 추세에 있다. 그러나 한국코트렐이 주력으로 삼고 있는 환경설비업은 2005년 이후 6%대의 성장을 보일 것으로 예상하고 있는데 이는 이미 2000년대 초반 환경오염 정화 설비가 각 사업자에 갖춰져 신규 수요가 감소될 것으로 생각되고 있기 때문이다. 탈황, 탈진 등의 설비는 투자규모가 큰 대신 교체주기가 30년 이상으로 긴 편이다. 우리나라의 탈황, 탈진 설비들은 산업화가 진전되던 70년대 후반 이후에 설치되기 시작되었기 때문에 적어도 2010년 이후에야 신규교체수요가 나타날 것으로 예측되고 있다. 그러나 이러한 일반적인 교체 수요 외에도 포스코, 현대제철 등의 대기업 중심의 대규모 일회성 신규 설비 투자는 언제든지 일어날 수 있다.

[표4, 국내 환경산업 시장 전망, 삼성경제연구소 2001]

구분	1999	2005	2010	연평균 성장률(%)	
				1999~2005	2005~2010
환경서비스업	38,980	78,850	136,390	12.5	11.6
환경자원이용업	28,380	62,770	118,540	14.1	13.6
환경설비업	22,610	46,350	62,620	12.7	6.2
계	89,870	187,970	317,550	13.1	11.1

#### ◆ 사업 부문 소개 및 전망 - 태양광 발전 부문(신사업)

##### 1. 진출 배경

환경설비 시장의 감소추세에 따라 한국코트렐은 새로운 성장동력을 찾기 위하여 2000년부터 태양광 발전 산업에 진출할 준비를 하였다. 이후 2005년에 자회사를 설립하고 2006년 영흥에 첫 태양광 발전소를 건설하면서 본격적으로 태양광 발전 시장에 진출하였다. 태양광 발전 사업 중에서도 한국코트렐은 태양광 전지 모듈을 수입하여 발전소로 건설하는 시공 부문을 맡고 있다.

##### 2. 기술 소개

태양광 발전은 태양열 발전과는 달리 날씨가 흐린 날에도 발전이 가능하다는 특징을 비롯한 여러 가지 장점을 바탕으로 좀 더 효율적인 발전이 가능한 기술이다. 따라서 차세대 대체 에너지원으로서 추후 지속적인 개발과 투자가 예상되는 기술이다.

하지만 태양광 발전은 발전 비용이 2006년에 750원/kWh로서 기존의 화석에너지보다 아직까지 두 배 이상 높다는 점을 고려할 때 경쟁력을 갖추고 있지 못하고 있다. 하지만, 화석 연료 사용량을 줄여 공해물질을 줄일 수 있고, 향후 지속적인 투자를 바탕으로 화석 에너지와의 가격 경쟁력에서 뒤처지 않는 경쟁력이 기대된다는 점에서 국가적 차원의 프로젝트가 꾸준히 진행되고 있다.

### 3. 태양광 발전 시장

국내 태양광 발전 시장은 독일, 일본 등의 기술 선진국에 비하여 시장규모가 현격히 작으며 시장의 성숙속도가 미진하다.(표5 참조) 정부가 주도적으로 신재생에너지사업 등을 통하여 태양광 보급 계획을 추진시키고 있지만 2007년 시장규모가 3,000억 원에도 미치지 못할 만큼 시장성이 크지는 않은 실정이다.(표6 참조) 또한 지자체의 에너지 사업 자체가 정부 정책의 영향을 많이 받기 때문에 시장규모를 정확히 예측하기 힘들다. 이러한 시장의 특성상 태양광 발전 사업에 뛰어 드는 기업들은 그 성장가능성에 매료되기도 하면서 조심스러운 수를 두게 되는 것이다.

국내 태양광 발전 사업은 태양광 발전의 핵심 기술인 태양광 전지를 생산할 수 있는 국내 업체 자체가 적고 시장의 성장 전망은 불투명한 반면 회수할 수 없는 기초 설비 투자액은 커야 하기 때문에 경쟁이 심하지는 않은 상태이다. 현재 태양광 발전 시장에서 한국코트렐의 경쟁자는 독일의 썬테크닉스 등 태양광 발전 부문에 대한 축적된 노하우를 보유하고 있는 선진국의 기업들과 모듈생산 시장에 뛰어든 현대중공업을 들 수 있다. 시장의 성장전망이 확실하게 플러스의 신호를 보일 때 이 외에도 일본의 전기설비 회사들이 뛰어 들 수 있을 것이다.

[표5, 연도별 태양광 발전량 증가 현황]

단위 : [MW]

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
미국	9.0	9.7	11.7	11.9	17.2	21.5	29.0	44.4	63.0	90.0
독일	5.3	10.1	14.0	12.0	15.6	44.3	80.9	83.4	153.0	363.0
일본	12.2	16.2	31.7	42.1	75.2	121.6	122.6	184.0	222.8	272.4
한국	0.1	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.8	0.6	1.0	3.5

자료 : <http://solarpv.kier.re.kr/pds/ge/read.html?idx>

[표6, 태양광 발전 시장규모 전망, 한국코트렐 IR자료]

구분	2006	2007	2008	2009	2010	합계
산업용	500억 원	1,400	3,500	5,000	6,000	16,400
	8MWp	20	50	80	100	258
주택용	470	630	1,350	1,800	2,250	6,500
	7	7	15	20	25	74
일반 및 건물용	440	800	1,200	2,000	5,000	9,440
	6	8	12	20	50	96
계	1,410	2,830	6,050	8,800	13,250	32,340
	21	35	77	120	175	428

#### 4. 산업 수요

태양광 발전의 수요는 크게 세가지로 나눌 수 있다.



② 기업체의 경우 대기업에서 자신들 회사에 전력을 자급자족하기 위한 형태로 수요-공급이 이루어지고 있으며, ③ 개인 사용자의 경우에는 영세규모의 발전회사에서 가구별 발전설비를 설치해주는 형식으로 시장이 이루어져있다. 한국코트렐의 경우에는 주로 ① 지자체로부터 수주 받아 발전소를 건설하는 형식을 취하고 있다. 뿐만 아니라 최근에 김해시와 MOU를 체결하면서 산업용 태양광 발전소뿐만 아니라 앞으로 김해시의 ② 개인 주택에도 발전 설비를 공급할 것으로 예상되어진다.

#### 5. 실적 및 추후 사업 전략

한국코트렐이 07년 4월까지 태양광 발전 부문에서 올린 수주실적은 3건(이 중 1 건은 MOU)이다. 가장 최근인 4월 3일 경기도 화성의 1MW급 태양광발전소 제1호기를 69억 원에 수주하였으며 김해시와는 3월에 1MW급 태양광 발전소 건설에 대한 양해각서를 체결하였다. 또한 06년 5월에는 한국남동발전과 영흥에 1MW급 태양광 발전시스템을 59억 원에 수주하였다.

한국코트렐은 기본적으로 태양광 발전 부문에 많은 리스크를 지고 가지 않는다. 왜냐하면 태양광 발전에 가장 중요한 기술인 모듈생산능력이 없을 뿐만 아니라 모듈 자체를 협력사이자 경쟁사인 썬테크놀로지로부터 전량 수입하기 때문에 가격 협상력도 낮기 때문이다. 경쟁우위가 없는 상태에서 불확실한 시장에 대규모 자금을 투자하는 것은 기존 사업 부문에서 불확실한 활로를 걷고 있는 한국코트렐로서는 부담하기 힘들 것이다. 따라서 한국코트렐은 2010년까지 태양광 발전 부문에서 안정적이고 보수적인 성장전략을 추구할 것으로 예상된다. IR 자료에서 태양광 발전 부문의 매출액을 확실한 계약을 중심으로 추정할 것도 같은 이유이다.

[표7, 한국코트렐 수주 목표, 한국코트렐 IR 자료]

구분	2006	2007	2008	2009	2010	합계
산업용	80	140	280	500	600	1,600
	1	2	4	8	10	25
주택용	4	45	90	270	350	759
	0.1	0.5	1	3	5	9.6
일반 및	-	70	200	300	400	970
건물용	-	1	2	3	4	10
계	84	255	570	1,070	1,350	3,329
	1.1	3.5	7	14	19	44.6

◆ 사업 부문별 전망 - 자회사

한국코트렐은 2006년 12월 31일 현재, 10개의 자회사를 보유하고 있으며, 각각의 자회사를 통해 환경관련사업으로의 다각화를 꾀함과 동시에 환경산업관련 지주회사로서의 입지를 다지고 있다.

1. 환경 서비스

KC환경서비스는 산업폐기물을 소각하는 업체로서, 2005년 순이익 32억원, 순이익률 50%라는 좋은 실적을 보였으며, 2006년에는 순이익 및 순이익률이 대폭 감소하였음에도

순이익 14억원, 순이익률 22%의 실적을 보이고 있다. 2007년에는 폐기물 매립에 대한 인허가를 취득함에 따라 그 매출 및 이익이 더 늘어날 것으로 예상된다. 또한 현재 계획이 확립되지 않은 SCR Recycling을 KC환경서비스의 폐기물 소각시 발생하는 열을 사용하는 형태로 진행된다면 시너지 효과까지 기대할 수 있어 실적은 더 상승할 여지가 있을 것으로 한국코트렐은 기대하고 있다.

[표8, 한국코트렐 보유 자회사]

기업명	지분율	비고
KC환경서비스	100%	지분법 적용 자회사, 산업폐기물 소각 KC환경개발(폐기물 매립) 자회사로 보유
조드KC	50%	
클레스트라하우저만	50%	지분법 적용 자회사
장춘KC환보유한공사	100%	지분법 적용 자회사(해외)
Lodge Sturtevant Limited	100%	지분법 적용 자회사(해외)
KC환보설비 제조안장(무순) 유한공사	50%	(해외)
한국환경경영파트너스(주)	30%	
KC태양광발전(주)	100%	태양광 발전사업
Lodge Cottrell Inc.	80%	(해외)
Veolia ES&KC Ecocycle Co.,Ltd	49%	합작회사, 폐플라스틱 재활용

이와 더불어 폐기물의 최종 매립을 담당하는 KC환경개발(KC환경서비스의 자회사, 지분율 50%) 역시 2005년 순이익 40억원, 순이익률 29%의 실적과 함께 2006년에 어려움을 겪어왔던(2006년 매출액 56억 감소, 순이익 16억 감소) 매립장의 확장 및 인허가가 최근 완료되면서 2007년부터 새로운 성장을 전망하고 있다.

2005년 11월 설립된 KC태양광발전은 한국코트렐이 시공하는 태양광발전소의 발전사업을 통한 매출을 기대할 수 있으며(KCSP 화성 태양광발전소 제1호기 건립 완료 후 KC태양광발전에서 발전사업을 시작함), 2006년 Veolia ES사와 합작하여 설립한 Veolia ES&KC Ecocycle Co.,Ltd를 통해 폐플라스틱 재활용사업에 진출하여 07년 25억 매출, 4.3억원의 순이익을 기대하고 있다.

## 2. 환경 설비(해외)

해외 소재의 장춘KC환보유한공사(중국), Lodge Sturtevant Limited Lodge(영국) 등의 자회사들을 통해 해외 사업 수주 기회를 확보하고, 엔지니어링 및 시공을 통해 지속적인 매출을 창출하고 있다.

장춘KC환보유한공사의 경우 2005년에 비해 작년 매출액 및 순이익이 큰 폭으로 감소했으나, 향후 중국 시장의 성장성으로 인해 소폭의 상승을 기대하고 있으나, 중국 시장의 큰 변동성은 Risk로서 작용할 가능성이 크다.

Lodge Sturtevant Limited는 기존 기업이 보유하고 있던 Name Value 및 기존 진행하였던 600여 Project를 통한 인지도 및 신인도를 활용하여 유럽시장에서의 매출에 기여하고 있



으며 향후 유럽진출의 교두보로서의 역할을 기대하고 있다.

그리고 미국 진출을 목표로 설립한 Lodge Cottrell Inc. 은 미국 A/S 시장에 진출하였으며 향후 영업활동을 통해 한국, 중국, 유럽, 미국을 잇는 Value Chain 상의 Global Network 구축을 목표로 하고 있다.

### 3. 환경 제조업

Clestra Hauserman Ltd.는 Clean Room, 천장재, 철제이동식 칸막이, 인테리어 서비스 등을 제공하며, 조드KC는 호주의 Jord Holdings와의 합작회사로서 안성공장의 설비를 이용하여 열교환기의 생산을 담당함을 통해 공장 가동률을 안정적으로 유지하는데 기여하고 있다. 그리고 해외의 KC환보설비 제조안장(무순)유한설비는 중국의 장춘KC환보유한공사의 설비자재를 생산하고 있다.

#### ◆ 투자포인트 및 Risk

현재 한국코트렐의 수주 잔고는 1300억 원 가량으로 2007년 중으로 공사가 완료되어 전액 당기의 매출로 인식된다. 현재의 수주 잔고 공사는 원가율이 낮아 영업이익이 6.8%에서 10%까지 상승할 것으로 전망하고 있다. 또한 자회사 분야에서는 한국코트렐의 손자회사(지분을 50%)인 KC환경개발의 순이익이 2005년 40억 2006년14억으로 감소했으나 2007년 다시 예년의 수준을 회복할 것으로 예상된다.

한국코트렐의 현재 수주 잔고는 2007년 중으로 모두 소진되며 대형 공사를 수주할 경우에만 한해서만 1000억 원 대의 매출을 지속할 수 있다. 현재의 수주 잔고로 2007년까지는 현재 매출 수준을 유지할 수 있으나, 2007년 하반기에 입찰 예정인 대만과 현대제철, 포스코, 한전에서 발주하는 대규모 설비 공사 수주가 성사되지 않을 경우에는 2006년 이전의 매출규모로 하락할 가능성도 생각하지 않을 수 없다. 오히려 국내 설비 시장의 경우에는 대형 제조기업들의 국내 설비 투자가 저조해지고 있어 신규 수요는 감소할 것으로 예상되며, 2010년부터 본격적으로 교체수요가 발생해 성숙된 시장이 다시 활력을 띄겠지만 해당 시장의 규모나 정확한 수요는 예측하기가 힘들다.

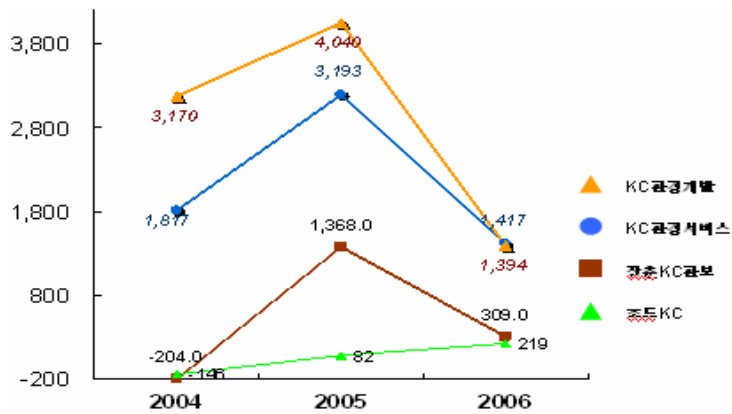
한국 코트렐은 이러한 국내 환경설비 시장의 침체에 대비해 몇 년 전부터 자회사를 통해 해외 환경설비 시장으로의 진출을 도모하고 있다. 중국 제조기업의 활발한 투자와 함께 동반 성장하고 있는 환경설비 시장을 공략하고자 2002년 중국장춘KC환보(유) 를 설립했으나 중국 시장은 고속 성장이 기대되는 만큼 쟁쟁한 외국 회사들이 대거 진출해 있어 경쟁이 치열해 안정적인 매출을 기대하기 힘든 상황이다. 이는 2005년 160억 원의 매출이 2006년 60억 원으로 감소한 사실에서도 알 수 있듯이 수주 계약 하나하나가 매출로 직결되기 때문

에 안정적인 수주를 확보해 놓지 않은 현 상태에서는 미래를 예견하기가 힘들다.

해외 시장 공략과 더불어 한국코트렐이 성장 정체의 돌파구로 찾은 것이 **환경서비스와 태양광 발전** 사업이다.

환경서비스 사업은 1) 2000년부터 진출하기 시작해 아직 더 많은 투자를 요하므로 규모나 매출의 성장에 상당한 시간이 소요될 것으로 예상되고 2) 일회성 사건이나 외부 요인에 민감하게 반응해 수익성이 불안정하다. [그림1 참조] 예를 들어 KC환경개발의 경우, 2006년에 주민들의 반발로 정부의 매립지 인허가가 지연돼 사업이 예상대로 진행되지 않았고, 이에 따라 매출과 순이익이 크게 감소했다.

[그림1, 한국코트렐 자회사의 순이익]



태양광 발전 사업은 한국코트렐이 태양광 발전소를 건립하고 자회사인 KC태양광발전은 태양광 발전으로 전력을 생산해서 한전에 판매한다. 태양광 발전소 건설은 태양전지 모듈을 사와서 조립, 시공 과정을 거쳐 이루어진다. 기존사업에서 화력 발전소 등을 고객으로 해온 건설 경험과 엔지니어링 노하우를 활용할 수 있으나 국내외 태양광모듈 생산업체나 기존의 국내 건설사 등이 진출할 가능성이 높다.

실제로 2006년에는 독일의 태양광모듈 생산업체인 쉐텍크닉스가 한국 시장에 진출해 한국 코트렐과 함께 영흥에 1MW급 발전소를, 독자적으로 1.2MW급 발전소를 지었으며 올해에는 법인 외에 지사를 설립해 태양광 발전에 유리한 전남 지역에 추가적으로 발전소를 건립할 계획이다.

현대중공업은 2006년 태양광모듈 생산 및 수출을 시작했으며, 독일의 IBC솔라는 공사비용 3200억 원을 전액 부담해 올해부터 고흥시에 세계 최대 규모(40MW급)의 태양광 발전소를 짓는 등 국내 태양광 시장의 성장 전망이 밝은 것만은 확실하다.

그러나 태양광 시장은 이제 막 태동하기 시작해 구체적인 규모 및 경쟁상황 등은 1-2년 후에나 윤곽이 드러날 것이며, 시장의 성장이 매출의 성장으로 직결될지는 미지수다. 최근 MOU를 체결한 김해시 공사 외 추가적으로 진행되고 있는 수주계획은 없는 상황이다.

◆ Valuation

Assumptions

1. 환경설비시장이 정체되어 있으므로 향후 5년간 매출액 성장을 2%, 영구성장을 1%로 가정
2. WACC= 10.57%에 부채조달비용과 낮은 추정 성장률, 즉 현재 매출 수준을 유지하는데 따른 위험을 가산하여 최종 할인율은 13%로 가정
3. 2006년 절반으로 감소한 지분법 이익을 바탕으로 향후 5년간 지분법 이익의 성장을 10%, 영구성장률은 3%, 할인율은 20%로 가정

Valuation result

주당 영업가치	\5,318
주당 지분법가치	\1,182
적정 주가	\6,500

◆ 결론

기업 분석을 끝내며 1팀이 첫 날 단편적인 뉴스 기사들과 공시자료로 바라 보았던 한국코트렐과 현재 한국코트렐을 바라 보는 시각에 엄청난 변화가 있게됨을 느꼈다. 우선 한 가지는 B2B 사업, 특히 플랜트수주 사업에서 기대관리의 중요성이다. 기업 선정을 할 때 1팀이 주목하였던 점들은 대규모 공사 수주로 인한 외형성장 및 이익률 향상이었다. 한국코트렐은 2006년 매출액 1,000억 원을 훌쩍 넘기면서 회사 연혁에서 기록적인 순간을 맞이하였지만 이후 계속하여 1,000억 원 이상의 실적을 기대하는 투자자들을 만족시켜야 한다는 부담을 안게 된다. 결국 너무나 큰 옷을 입게 되어 살을 찌워야 하는 체질변화의 고통을 겪어야 한다는 의미이다. 현재 한국코트렐의 경영진은 매출 구조를 다변화시키기 위하여 환경서비스 분야의 자회사 설립, 해외 거래처 발굴, 신사업 분야 진출 등의 노력을 기울이고 있다. 그러나 이 모든 부분의 성과는 아직까지 기존의 기대감을 만족시켜 주기에는 부족한 면이 있다.

정리하자면, 한국코트렐의 기존 주력 사업인 환경설비 시장은 이제 포화 상태에 이르렀으며 지속 성장을 위해 자회사를 통해 다양한 환경서비스 및 대체에너지 사업으로 확장해나가고 있다. 2007년 현재 수주계획이 불투명한 상황에서 2008년부터는 현재 매출 수준을 이어갈 수 있을지 여부가 불확실하고, 신규 사업 역시 장기적으로 환경서비스 및 태양광 산업 자체는 전망이 밝지만, 산업이 본격적으로 성장하기 위해서는 당분간 정부 지원 및 관련 법 제정 등 넘어야 할 산이 많으므로 1-2년 내에 코트렐의 매출이 크게 성장할 것으로 보이지

않는다.

따라서 최근 주가 6,330원과 Valuation 결과 6,500에 의한 안전마진이 위에 언급된 리스크를 상쇄하기 힘들다고 보고 HOLD 결정을 내린다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.