

2009년 10월 10일

인선ENT(060150)

BUY

▶ 건설폐기물 처리업체 중 압도적인 1위, 군·계·일·학!

매출액, 처리능력, 사업장 규모 모두 업계 내에서 독보적인 위치를 차지하고 있다. 2위 업체와의 매출규모 차이는 무려 4배.

▶ 정책의 수혜주, 나를 키운건 8할이 정책이오.

건설경기의 변동에도 아랑곳 하지 않고 성장한다. 폐기물 처리 법률이 강화될수록 지속적으로 시장이 개발되기 때문이다. 아직도 법망을 피해가는 폐기물 무단처리는 동사의 잠재시장이다.

▶ 따라올 수 없는 확장전략, Catch me if you can!

원가절감과 특허 기술 경쟁력은 후발업체들이 이미 턱 밑까지 따라온 상태! 압도적인 자금력과 탐욕스런 성장욕을 바탕으로 M&A등 기업의 규모를 한차원 올린다.

▶ 차세대 에너지 업체로의 변환 가능성, 대세는 나의 것

지금까지 환경친화적인 시대 흐름을 따라 폐기물 처리업에서 성장해왔고, 앞으로 환경 에너지 업에서 성장할 수 있는 가능성이 점쳐지고 있다.

적정주가: 9,612원
현재주가: 6,720원
(10월 9일 기준)
상승여력: 43%

시가총액	2,293억원
ROE	14.6%
ROA	9.4%
영업이익률	26.8%
배당수익률	
P/E Ratio	20.89
P/B Ratio	2.36

주요주주:

오종택 외(32.45%)
올림푸스 (17.09%)
Genesis (9.8%)
한투 (4.46%)
외국인지분율: 23.55%

SMIC 리서치 3팀

팀장 신태현
taehyun3@snu.ac.kr

팀원 박상민
wkwkdz1@snu.ac.kr

임수진
nina6001sj@snu.ac.kr

황용주
peaches2@snu.ac.kr



I. 건설폐기물 처리 산업 소개

1. 건설폐기물이란?

건설 폐기물이란?

건설폐기물이란 도시 재개발과 고속도로·교량 공사, 아파트 등 건축물의 해체나 신축 과정에서 발생하는 폐기물을 말한다. 건설폐기물에는 토사, 폐 벽돌 및 폐 블록, 폐 콘크리트, 폐 아스콘, 폐 목재, 폐합성수지, 철근을 포함한 폐 금속편류 등이 있다. 건설폐기물은 한번 발생하면 다량으로, 재활용 가능성이 높지만 공사 현장에서 혼합 배출되기 때문에 재활용률이 낮을 뿐만 아니라 효율적인 처리 체계를 구축하지 못한 실정이라서 어렵게 조성한 매립지의 수명을 단축한다. 따라서 이 혼합 배출된 폐기물을 잘 처리할 수 있는 기술이 매우 중요하다.

2. 건설폐기물처리산업이란?

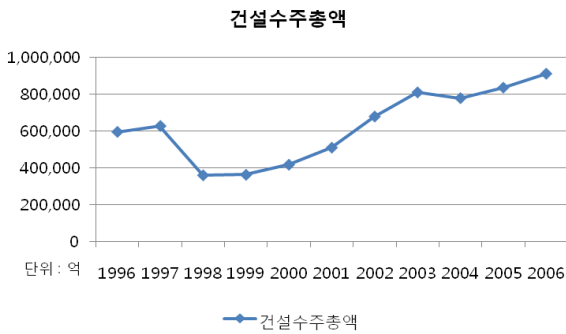
건축물의 해체나 신축과정에서 발생하는 폐기물을 수집·운반하여 중간처리를 통해 재활용하고 최종처리를 통해 매립하거나 소각하는 것을 말한다.

3. 건설폐기물처리 산업의 특성

해당 산업은 건설업 경기의 성장과 정부의 환경정책에 힘입어 성장한다.

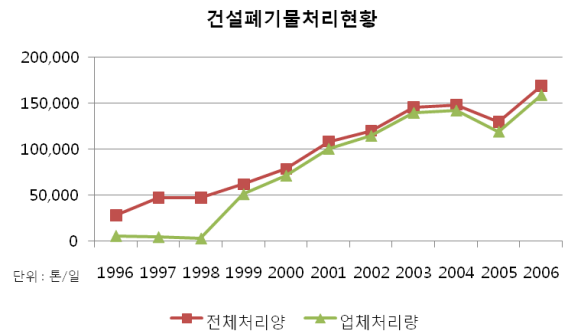
건설폐기물 산업은 건설업의 경기에 영향을 받는다. 건설수주총액과 전체처리량 사이의 상관계수는 0.77정도로 높은 편이지만 그림 1,2에서 볼 수 있듯이 IMF로 인한 건설업의 불황에도 건설폐기물의 양은 크게 변하지 않았다. 건설업의 호황은 보통 건설폐기물 산업의 경기에 긍정적 영향을 준다. 하지만 건설업이 불황이더라도 이를 상쇄시켜줄 또 다른 강력한 요인이 있다. 이는 바로 정부의 강력한 환경 정책이다.

차트 1. 건설수주총액 추이



출처: 통계청

차트 2. 건설폐기물처리현황



출처: 통계청

환경규제는 성장의 원천이다

환경관련 규제는 사회적 인식의 변화와 함께 꾸준히 생겨나고 있다. 건설폐기물처리산업의 초창기에 일어난 일을 살펴보자. 1997년까지는 건설폐기물관리의 제도적 장치가 부실했으며 사회적 인식 또한 부족하였다. 1998년~2001년까지 건설폐기물의 적정처리를 위한 법 개정 등 제도적 준비가 활발하게 이루어지며 자리를 잡아갔다. 또한 부적정 처리자에 대한 단속 및 사법처리 등이 엄격하게 집행되기 시작했다. 1998년~1999년

사이의 업체처리량의 엄청난 증가는 이러한 제도적 정비로부터 기인한 것이다. 이후 폐기물 관리법, 건설 폐기물 재활용 촉진에 관한 법률, 수질환경보전법, 대기환경보전법, 토양환경보전법 등의 제도들이 정비되면서 건설폐기물 처리량은 지속적으로 증가했다. 이렇게 건설폐기물 산업은 환경 규제 및 폐기물 관련법안 강화에 따라 성장해왔다.

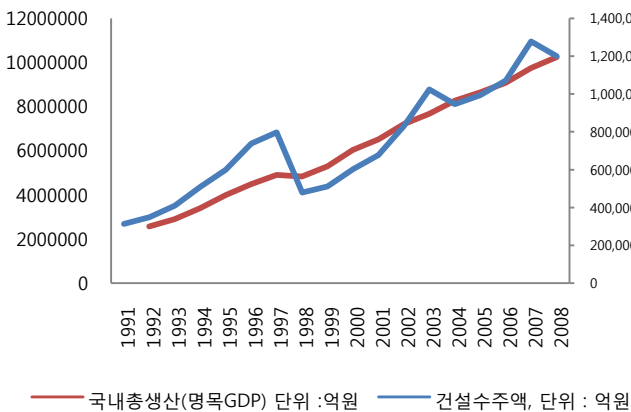
사업자 허가과 매립지 확보가 진입장벽이다

건설폐기물처리 산업은 정부의 직접적인 영향력 아래 있는 허가제 산업이기 때문에 건설폐기물 처리업의 허가에 관한 21 조를 만족시켜야 한다는 1 차적인 진입장벽이 존재한다. 또한 폐기물 처리를 위해 매립지 확보와 처리장 신축이 필요한데, 이 또한 만만치 않다. 즉, 법적, 물리적 문제로 인해 용지를 확보하기 어렵고 신규투자비용도 많이 든다는 점, 게다가 주민들의 반대가 많다는 점까지 2차 진입장벽요인이다.

4. 건설폐기물 산업의 성장 전망

건설 폐기물의 전망을 위해 건설경기와 건설 폐기물 처리 관련 법규의 방향성을 살펴 보자.

차트 3. GDP증가와 건설경기 동향

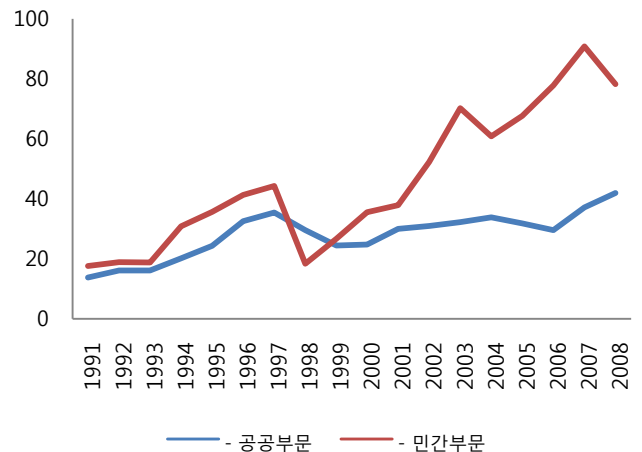


출처: 통계청

건설 경기는 장기적으로 성장할 것이나 일시적으로 침체를 겪고 있다.

차트 3에서 보이듯이 건설경기의 선행지표인 건설 수주액은 장기적으로 보면 GDP의 성장과 함께 증가하는 모습을 보인다. 다만 건설 경기는 거시 경제 상황에 다소 크게 영향을 받으며 그 진폭이 심한 모습을 볼 수 있다. 1997년, 2004년, 그리고 세계 경기 침체를 겪은 2008년도 건설 수주액들이 다소 감소하는 모습을 보이고 있는데 이는 차트 4를 참고하면 민간부문의 수주액 감소였던 것을 알 수 있다. 따라서 이번 민간 건설 부문 침체가 회복되는 시점이 건설 경기가 한 단계 성장하는 시점이 될 것으로 전망되며 단기적으로는 어려운 시점으로 보인다. 그렇다면 이번 건설업의 약세 파동을 견뎌낼 정부의 대책을 알아보자.

차트 4. 민간 부문과 공공부문의 수주액



출처: 통계청

표1. 공공·민간 건설수주액 동향과 2009년 전망

	2006	2007	2008	2009(e)
공공부문(단위:조원)	29.5	37.1	41.8	54.5
민간부문	77.8	90.8	40.6	62.4
합계	107.3	127.9	82.4	116.9

출처: 건설산업연합, 2009 건설경기 전망

5년간은 정부의 경기 부양 정책으로 건설업의 부진을 받쳐준다

정부 자원에서 제시한 건설경기 침체를 이겨낼 방법은 재개발, 재건축 및 SOC사업의 추진이다. 현 정부에서는 그린벨트 지역 해제를 통한 보금자리주택 공급과 더불어 도심지 내 재건축/재개발, 재정비촉진사업(뉴타운 사업, 역세권 개발사업) 등이 활성화되고 있다. 또한 2009년 정부 및 공공기관 SOC투자를 전년대비 26%, 약13 조 원을 증액하였으며 향후 5년간 주요 SOC사업에 투자될 금액은 100조원에 달한다. 이로 인해 약 5년 동안은 민간 건설부문의 침체를 받쳐줄 안전망이 생긴 것이다. 그리고 정부의 재개발, 재건축, SOC사업의 추진은 건설폐기물의 수집·처리·중간처리·재활용·매립·소각을 담당하고 있는 건설폐기물산업의 이익에 그대로 반영될 것이다. 그리고 일반적으로 공공부문 폐기물 처리가 가격경쟁이 심한 민간부문보다 수익성이 좋아 관련 업체들의 수익성 개선이 예상된다.

녹색성장 추진으로 환경관련 규제는 더욱 강화될 것

정책적인 측면에서 살펴보자. 정부는 공식적으로 녹색성장을 추진하겠다고 발표했다. 앞으로도 환경규제는 계속해서 강화될 것이다. 환경규제의 강화는 곧 건설폐기물 시장의 성장을 의미한다고 앞에서 언급했었다. 앞으로는 신재생 에너지, 폐석면 처리 등의 분야에서 더욱 높은 성장성을 기대해볼 수 있다.

II. 인선이엔티는 어떤 기업?

1. 인선이엔티의 사업 구조

건설폐기물을 수거, 재활용, 매립, 소각을 통해 수익을 창출한다

동사는 위에서 언급한 건설폐기물 관련 산업에 속해있는 기업이다. 구체적인 영업 내용을 살펴보면, 구조물 해체 작업을 진행한 후 중간처리 시설로 가져와 분해작업을 실시한다. 그리고 이 과정에서 재활용이 가능한 것들을 분류해 순환골재를 생산하고, 나머지 잔해는 매립 또는 소각을 통해 최종 처리를 하게 된다. 중간처리 및 최종 처리 과정 모두에서 수익을 얻게 되며, 이 과정에서 부산물로 얻어지는 골재를 통해 원가가 0원인 추가 수익을 기대할 수 있게 된다. 쓰레기로 가치를 창출하는 동사의 능력이 나타나는 부분이다. 이렇게 중간 처리를 거치지 않고, 바로 매립 또는 소각하는 건설폐기물 역시 동사의 매출에 일조하고 있다.

그림 1. 동사의 사업 구조



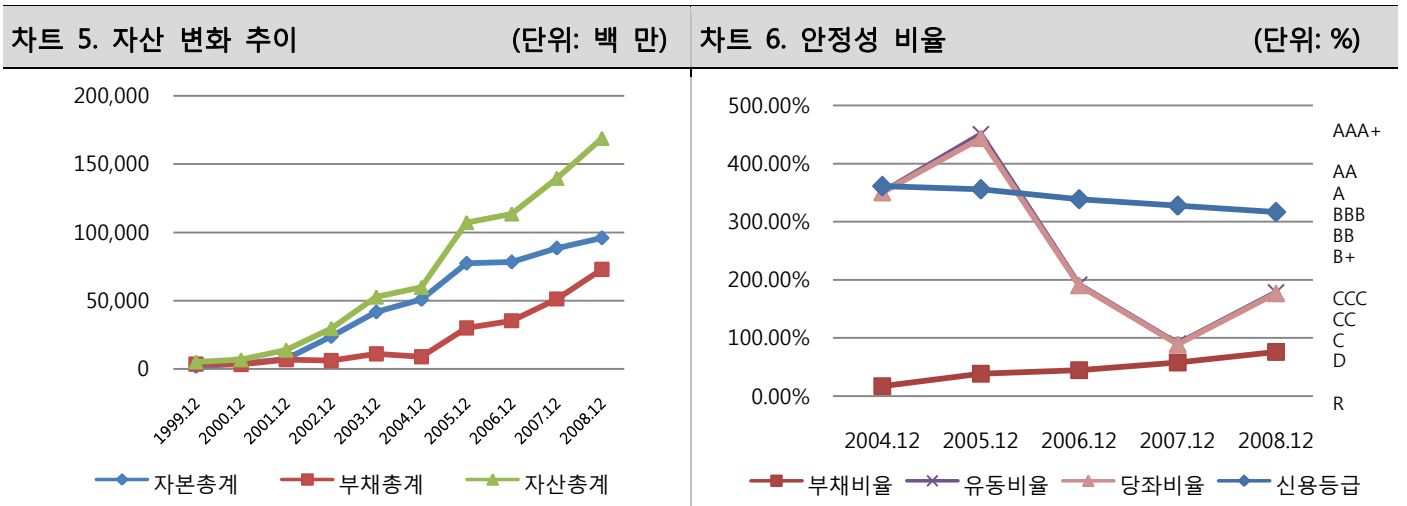
출처: Research Team 3 database

2. 재무분석

지속적인 외형 성장

동사는 외형적으로 지속적인 성장을 보이고 있다. (차트 4)을 살펴보면 알 수 있듯이, 최근 10년 동안 정도의 차이가 있었을 뿐 꾸준한 성장을 지속해오고 있다. 자본과 부채

가 함께 상승하고 있는 모습을 보이고 있으며, 부채가 자본에 비해 상대적으로 빠르게 상승하고 있다. 이러한 이유로 부채비율이 (차트 5)에서 보이는 것과 같이 계속 상승하는 모습을 보인다. 동사는 이러한 부채의 증가를 압도하는 당좌자산을 보유하고 있어, 현재까지 크게 부담이 되는 수준은 아니다. 그러나 꾸준한 부채의 지속적인 증가 따라 동사의 신용등급 역시 계속 하락하고 있으며, 이러한 이유로 꾸준한 부채 차입이 무엇 때문인지. 앞으로도 부채 차입이 추가로 필요한 것인지. 그리고 부채 증가에 따른 이자비용의 상승을 감당할 수 있도록 매출액이 함께 상승해 주었는지 등을 확인해 보아야 할 것이다.

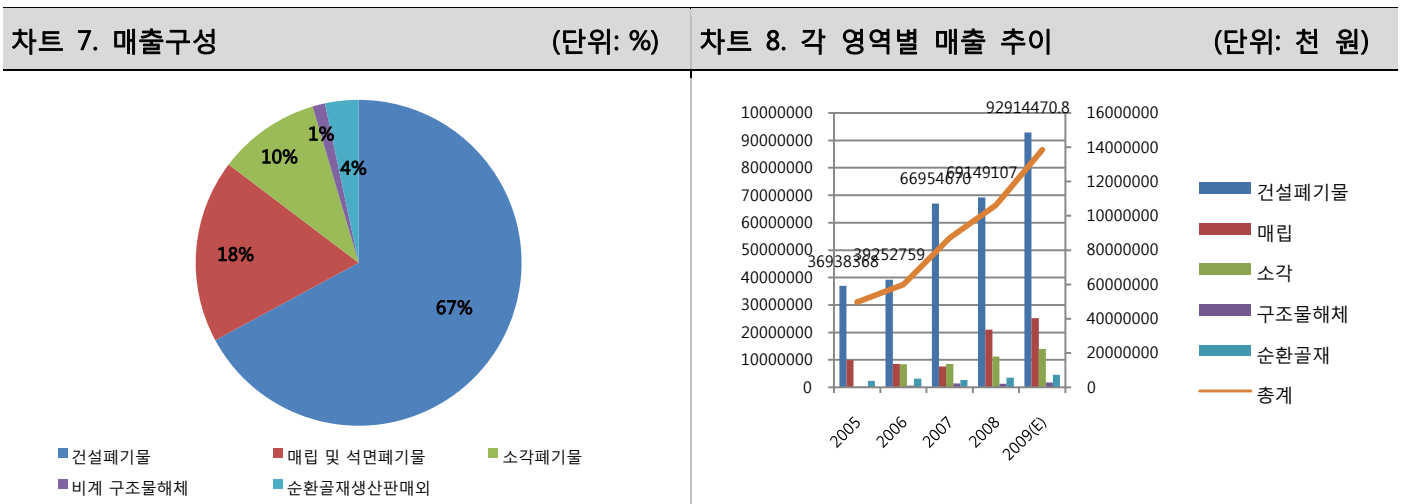


출처: 사업보고서

출처: 사업보고서, 한신평 정보

지속적인 매출액 상승

매출액 변화 추이를 살펴보기에 앞서 매출액 구성을 먼저 살펴보면 건설폐기물 처리가 전체 매출의 67% 정도로 비중이 가장 크며, 그 다음으로 매립, 소각, 순환골재 판매 순이다. 각 각의 매출은 (차트 8)에서 보는 것과 같이 고르게 성장하고 있는 모습을 보이고 있다. 특히 건설폐기물 처리 부분의 매출이 크게 증가하고 있는데, 이는 위에서 살펴본 바와 같이 관련 산업의 지속적인 성장과 관련한다고 볼 수 있다. 각 부분의 꾸준한 성장에 힘입어 동사의 매출액 역시 지속적인 상승을 보이고 있다.



출처: 사업보고서

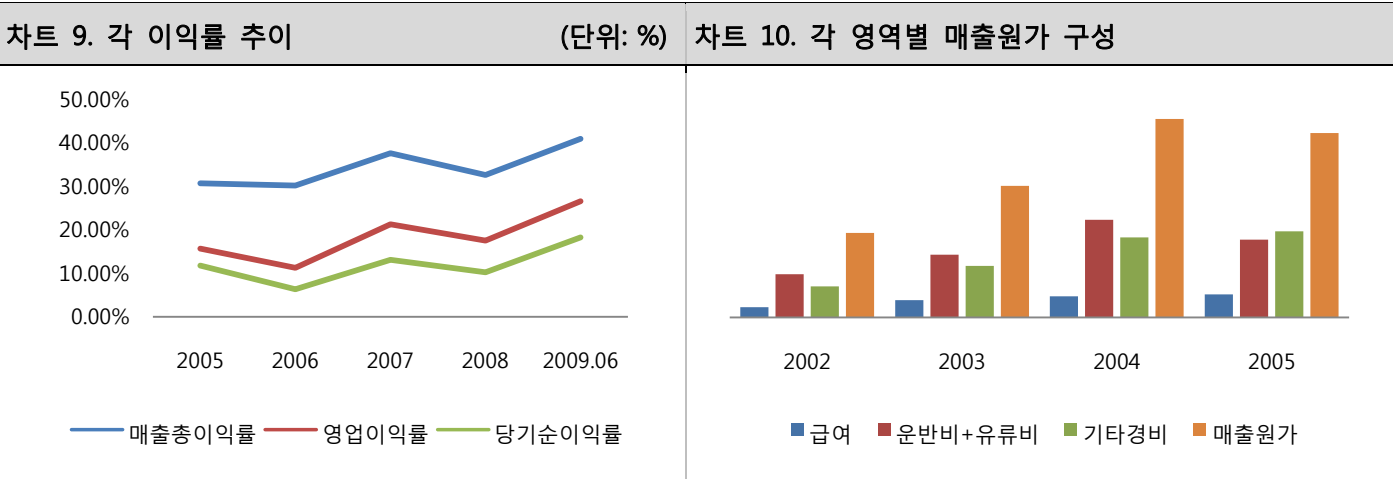
출처: 사업보고서

수익률 지속 상승

동사는 매출액뿐만 아니라 수익률 역시 상승하는 추세를 보이고 있다. 각 이익률의 차이를 살펴보면, 판관비와 영업외수익 및 영업외비용의 비율이 5년 동안 크게 변화하지 않는 것을 확인할 수 있다. 이에 반해 매출원가는 크게 변동하고 있다. 즉 동사의 수익성을 결정하는 요소는 매출원가이며, 최근에 수익률이 꾸준히 상승한 이유는 매출원가가 감소했기 때문이다. 따라서 이 원인은 무엇인지. 그리고 그것이 지속가능한지 살펴 보아야 할 것으로 판단된다.

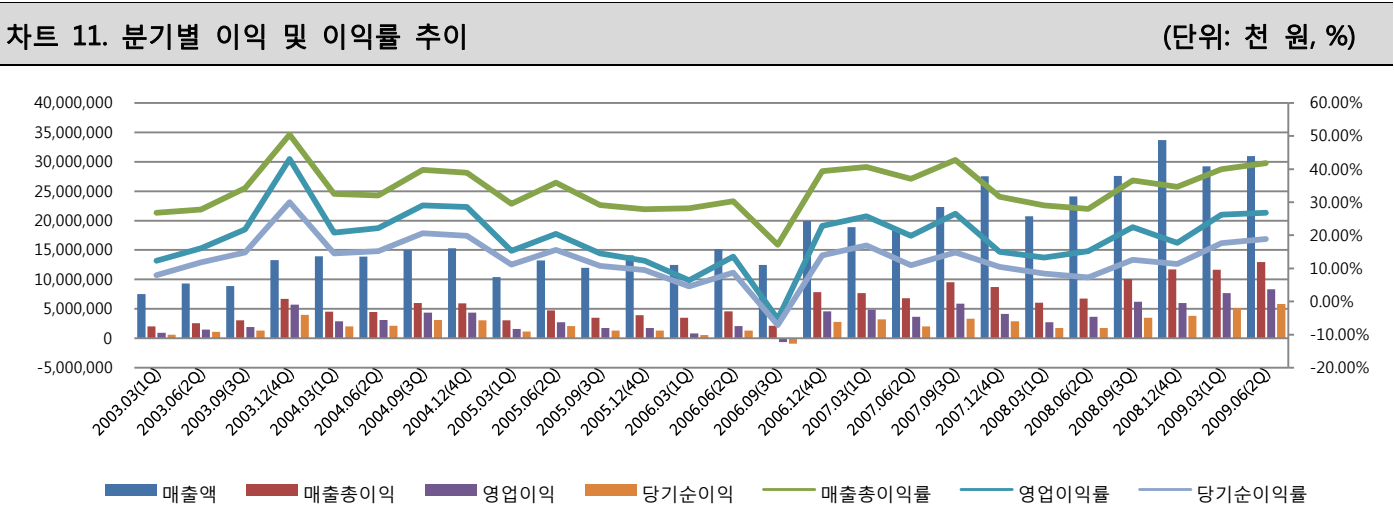
운반비와 유류비의 비중이 크다

이를 위해 매출원가 항목을 살펴보면, 운반비와 유류비 두 계정의 가격 변동이 매우 큰 것을 확인할 수 있다. 실제로 (차트 10)에서 운반비와 유류비가 줄어든 해에는 다른 비용이 증가하더라도 전체 원가는 감소하는 모습을 확인할 수 있다. 지금까지의 분석을 통해 동사의 수익성을 판가름 짓는 가장 큰 요소 중 하나는 운반비와 유가인 것을 알 수 있다. 따라서 운반비에 영향을 끼칠 수 있는 요소들과 함께 향후 유가 동향에 주목해야 할 필요가 있다.



출처: 한신평 정보, 사업보고서

출처: 한신평 정보



출처: 분기보고서, SMIC research team 3.

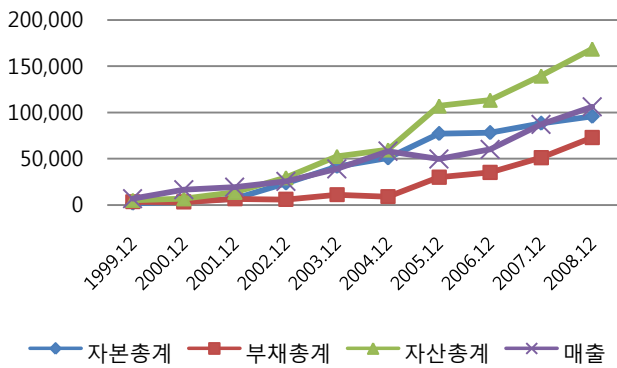
**매출액의 계절성,
그리고 규모의
경제성**

다음으로 동사의 매출액을 분기별로 살펴보면, 매출액에 계절성이 존재한다는 것을 알 수 있다. 각 해당 년도의 1,2분기와 3,4분기의 매출액이 평균적으로 30%정도 차이를 보인다. 이는 건설업의 계절성과 연관이 있는 것으로 보인다. 또한 계절별 매출액의 차이에 따라 이익률 역시 함께 변하는 모습을 보이는데, 이를 통해 매출액이 클수록 이익률이 오르는 '규모의 경제성'을 지니고 있다는 것을 알 수 있다. 이는 VALUATION에서 2009하반기 매출규모 추산에 이용되었다.

**매출과 자산의 추이
비교**

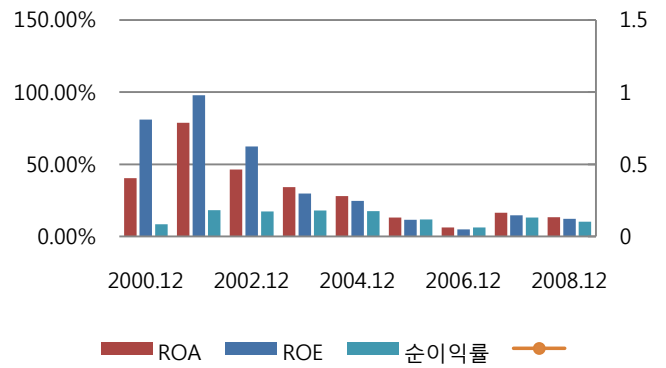
자산(부채+자본)과 매출액이 함께 증가한 추세를 앞에서 보았다. 이제 둘 중에서 어떤 것이 더 빠른 속도로 증가했는지 살펴보겠다. (차트 11) 자산의 증가 속도가 더 빠른 것을 볼 수 있다. 즉 투자자산 대비 효율성이 떨어지고 있는 것이다. 이를 ROA, ROE 추이를 통해 살펴볼 수 있다. (차트 12) 기업의 수익을 자산으로 쌓는 속도가 빠르다는 것을 알 수 있다.

차트 12. 매출증가율을 앞선 자산증가율



출처: 사업보고서, SMIC research team 3.

차트 13. ROA, ROE 추이



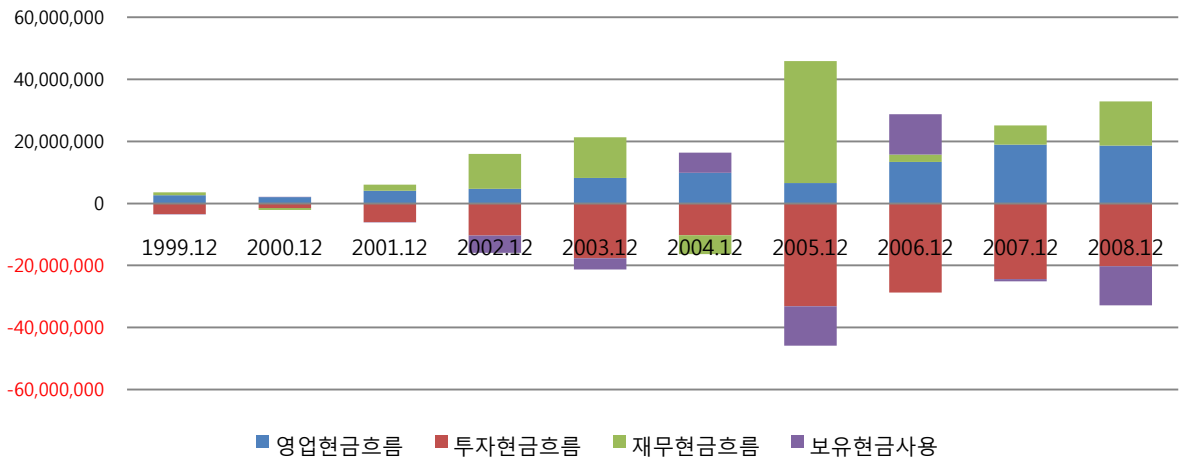
출처: 사업보고서, SMIC research team 3.

돈은 어디에 투자되었을까?

최근 몇 년간의 현금흐름을 분석해보면, 투자활동 현금흐름이 매우 컸던 것을 알 수 있다. 이는 늘어난 자산, 부채가 큰 투자활동을 위한 것이었다는 것을 나타낸다. 이 투자 금액이 어떻게 사용되었는지 알 수 있다면, 동사의 전략이 어떤지 알 수 있다고 판단된다. 동사의 투자 내용을 사업보고서와 공시 내용에서 살펴보면 첫 째는 영업 분야에서의 확장이고 두 번째는 M&A를 통한 신규 사업으로의 진출이다. 이제부터 동사의 투자 자산 대비 효율성이 어째서 떨어지고 있는지, 최근의 투자 활동이 이를 극복시켜줄 수 있을지 확인해보겠다.

먼저 영업 분야인 건설폐기물처리 산업 내에서의 경쟁력은 무엇인지. 그리고 동사가 벌인 투자 활동이 이러한 KSF를 충족시켜줄 수 있을지에 대해 분석해보도록 하겠다.

차트 14. 현금 흐름의 변화



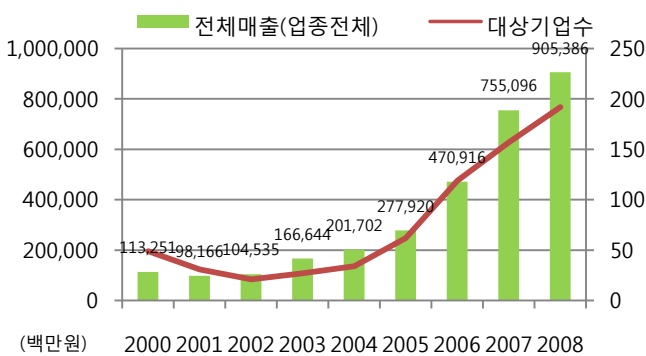
출처: 사업보고서, SMIC research team 3.

III. 인선ENT의 경쟁력

1. 업계 현황

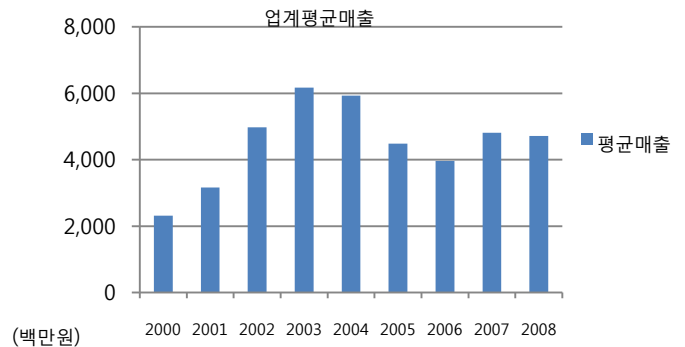
다음은 건축폐기물 처리업체들의 전체 매출 규모와 사업체수이다.

차트15. 건설폐기물처리업 전체매출과 조사 대상 업체 수



출처: 한신평정보

차트 16. 업계 평균매출



출처: 한신평정보

성장하는 산업 많은 기업들이 참여했다

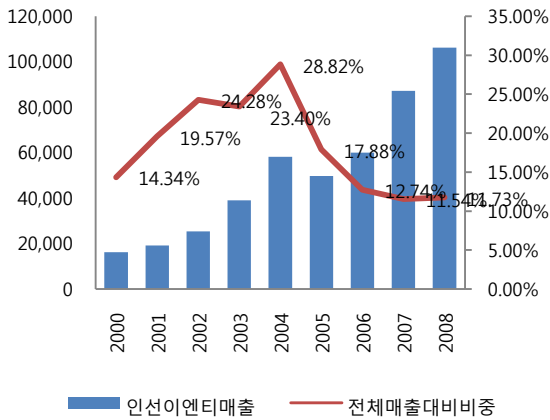
앞서 산업전망에서 살펴본 바와 같이 건축폐기물 처리업은 건설업 성장과도 함께 커가지만, 그보다 규제 및 폐기물 관련 법안을 강화함에 따라서도 성장하기 때문에 건설업 경기 변동을 비교적 적게 받으며 지속적으로 성장해 왔고, 앞으로도 성장 할 것이라 예상된다. 게다가 일반 폐기물에 비해 3배 정도의 처리 비용이 드는 지정폐기물 증가 및

매립소각에 대한 규제 강화에 따라 건설 폐기물 시장이 성장할 것이라는 데 긍정적으로 작용한다. 하지만 시장의 성장이 개별 기업의 성장으로 무조건 귀결되는 것은 아니기 때문에 개별 기업의 평균 매출 동향을 알아볼 필요가 있다.

산업은 2006년을 기준으로 재편되었다

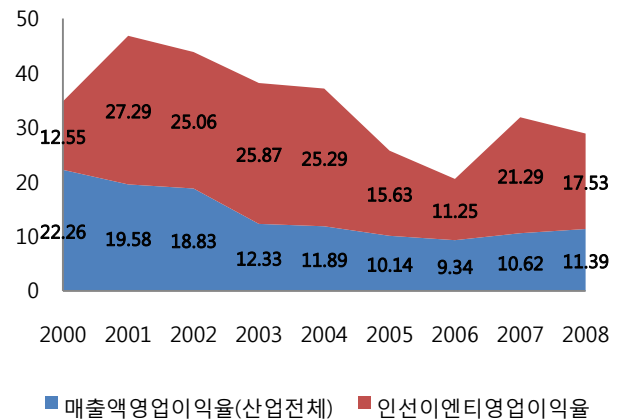
차트 16을 참고하면 2003년까지는 평균 매출이 급속도로 증가했지만 2004년을 기준으로 2006년까지는 급속도로 감소한다. 이는 건설폐기물 처리업이 정책적인 지원을 받으려 앞으로 성장 가능성이 있어 보여 많은 업체들이 진출한 결과 수익성이 악화된 것으로 판단된다. 그러나 2007년부터 다시 평균 매출이 증가세로 돌아서는 것으로 보아 경쟁력을 갖춘 기업들 위주로 업계가 재편된 것이라고 예상할 수 있다. 이러한 업계의 변화 속에 동사의 수익은 어떻게 변해왔을까

차트 17. 동사 매출 추이와 업계전체대비 매출비중



출처: 한신평 정보, 사업보고서

차트 18. 동사와 업계전체 영업이익률 비교



출처: 한신평 정보

동사의 매출과 영업이익률은 경쟁을 넘어 성장해왔다

동사의 매출은 2005년을 제외하곤 꾸준히 성장해왔다. 2000년부터 2004년까지는 전체 매출에서 차지하는 비율도 함께 높아졌으나, 업계평균 차트에서도 보았듯이 2004년을 기준으로 업계에서의 비중이 줄어드는 것으로 보아 업체들이 많이 등장했음을 확인할 수 있다. 하지만 2007년 최저 비율을 기준으로 소폭 상승하는 것으로 보아 업계가 경쟁에 살아남은 기업들 위주로 재편되었고, 앞으로의 산업 성장성과 과실을 적은 기업들이 나눌 수 있을 것이라고 생각할 수 있다. 영업이익률도 항상 업계평균보다 높았고, 2006년 이후로 한 단계 높아진 모습을 보이고 있다.

여기까지의 자료들을 바탕으로 건축폐기물 처리업은 산업의 성장속도보다 신규업체 생성 비율이 빠르지 않고, 기존 업체들끼리 과실을 나누는 구조가 될 것을 예상할 수 있었다.

그렇다면 춘추전국시대를 거치며 업계 1위를 차지하고 있는 동사의 매출은 경쟁업체 대비 어느 정도 수준이며 그러한 차이를 만드는 경쟁력은 어디서 나오는 걸까?

다음은 동종업계 매출액 기준 상위 5위까지의 업체들을 나열한 표이다.

표 2. 건축폐기물 매출기준 상위 5개 업체(2008)			표 3. 폐기물 처리업 매출기준 상위 5개 업체(2008)		
순위	기업명	매출액	순위	기업명	매출액
1	인선이엔티(주)	106,173	1	인선이엔티(주)	106,173
2	(주)방태	24,215	2	에코서비스코리아(주)	38,883
3	제이에이치개발(주)	23,938	3	(주)조양	35,224
4	우광개발(주)	19,162	4	(주)와이엔텍	31,045
5	(주)수도권환경	18,576	5	홍보산업(주)	30,939

출처:한신평정보

출처: 한신평정보

동사 매출의 65%를 차지하는 건축폐기물 처리 부문과 나머지를 차지하는 폐기물 처리업 기준으로 봤을 때, 3~4배의 차이를 보이는 인선이엔티의 실적은 균계일척이라고 할 수 있다. 이와 같은 지배적인 매출을 거두는 요인으로는 다음과 같다.

2. 경쟁력 분석

1) 전국적인 영업 네트워크와 수익성을 극대화 시켜주는 수직계열화

사업장 규모와의 개수는 매출로 직결된다

건축폐기물 업체의 매출은 고 마진의 사업이 아니기 때문에 얼마나 많은 양을 처리하느냐에 달려있다. 본사 처리물량만 비교해 보아도 동사는 2008년 3,915,135톤의 폐기물을 처리 한데 반해 2위 업체는 1,938,343톤을 처리해 단순 처리용량 면에서도 2배 가량의 차이를 보인다. 게다가 동사는 4개의 거점사업과 3개의 계열사를 보유하며 전국을 대상으로 영업을 벌이기 때문에 모든 사업장의 처리량을 합하면 격차는 더욱 벌어진다.

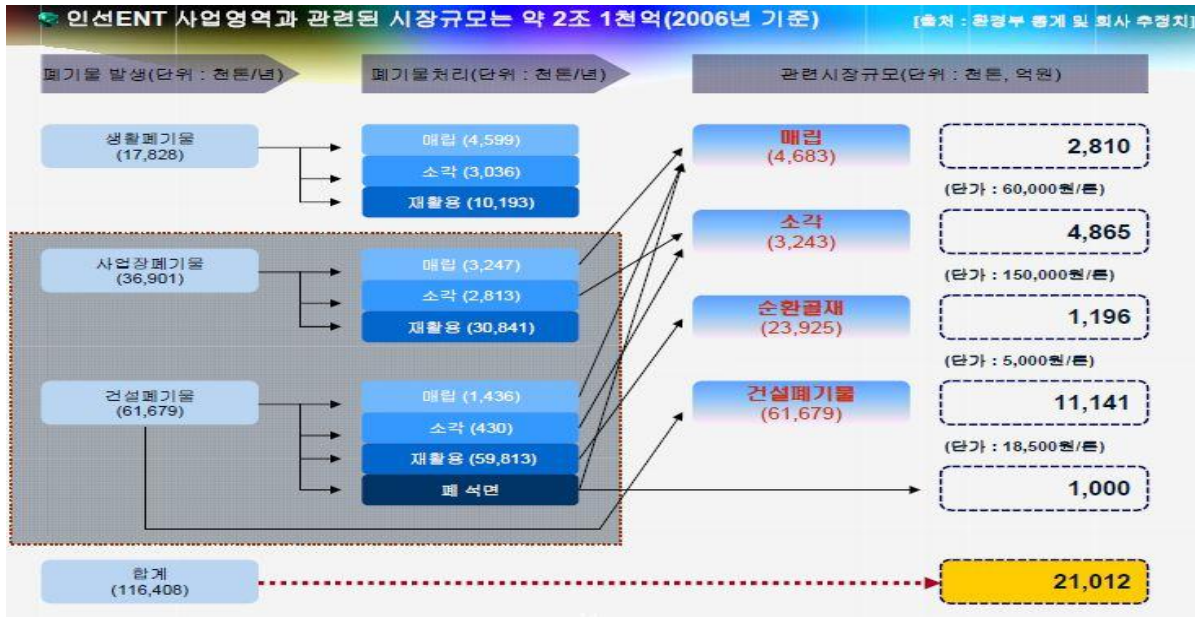
그림 2. 인선이엔티 전국사업장	그림 3. (주)방태의 사업장	그림 4. (주)제이에이치개발 사업장
		

출처: google earth

수직계열화로 처리 단위당 수익성이 높다

차이는 이뿐만 아니다. 2위 업체에 비해 처리물량이 2~3배 가량 많은 데 비하여 매출액이 4배 이상 차이가 나는 것은 폐기물의 활용도에서 나오는 차이이다. 동사는 국내에서 유일하게 건축폐기물을 철거하여 수송해오고, 재활용 가능한 물량은 순환골재로 재생산하며 그 외의 폐기물들은 소각하거나 매립까지 할 수 있는 일괄처리 능력을 지니고 있다. 단일 사업부만을 주로 운영하는 타 업체들과 현격한 차이를 만드는 사업구조상의 강점이다.

그림 5. 수직계열화를 통해 같은 량의 폐기물에서도 다양한 수익을 올릴 수 있는 구조를 갖춘 인선이엔티



출처: IR자료

2) 민간계약 수주 경쟁력: 싼 가격+선도 업체로서의 신뢰도

민간 계약은 영업력에 기인한 가격경쟁력, 신뢰도가 관건이다

민간계약 수주 경쟁에서 가장 중요한 점은 낮은 처리 비용과 대외적인 신뢰도이다. 동사가 가격경쟁력에서 우위를 점할 수 있는 요건은 영업력이다. 건축폐기물 처리업계에서 조직적인 영업부서를 가진 업체는 동사 하나뿐이다. 영업부서를 꾸릴 수 있을 정도의 규모와 여력을 가진 업체가 인선이엔티 밖에 없다는 것이 IR과의 통화에서 알아냈다. 이 부서는 업계에서 10년 이상 형성된 인맥과 경험을 가진 구성원들로 이루어져있으며 철저한 입찰분석을 통해 경쟁력 있는 가격으로 수주를 따낼 수 있다. 게다가 업계 선도기업으로서의 브랜드 이미지와 처리능력에서 신뢰도를 쌓아 대형 건설업체들에 협력업체로도 등록되어 안정적인 수주를 획득하고 있다. 협력업체로는 롯데건설, 대우건설, 남광토건, 대림산업, 쌍용건설, 현대건설, 현대산업개발등이 있다.

동사가 가지는 대외적인 신뢰도는 한국건설자원협회의 건설폐기물 중간처리업체 용역 이행능력평가액 공시자료를 통해 살펴볼 수도 있다. 이는 중간처리업자의 용역이행실적, 자본금, 기술능력, 경력, 신인도 등을 종합 평가해서 측정하는 지표로 1위인 인선이엔티는 644억, 2위 하나환경은 153억, 3위 대길환경산업은 138억으로 후발 업체들과 큰 격차를 보이고 있다.

3) 관급 부문 수주 경쟁력: 입찰은 업무처리 신용등급+수익계약은 영업력

관급 계약의 낙찰에 결정적인 요소는 신용 등급이다

관급 수주에서 가장 중요한 요소는 환경부 적격심사기준에서 높은 점수를 받아 낙찰률을 높이는 것이다. 적격심사기준에는 수행실적, 수행능력기술, 개발 및 경영상태 등의 항목들이 있다. 수행능력기술의 경우 몇 해 전까지 만해도 동사가 강력한 경쟁력을 가진 항목이었으나, 회사 정책상 일반 업체들에게 기술을 공개하여 더 이상 타 업체들과

기술격차는 중요하지 않다고 한다. 처리능력 또한 일정규모 이상이기만 하면 문제가 없어 경쟁요소가 아니라고 한다. 동사가 가장 차별성을 가지는 부문은 국내에서 유일하게 AAA+를 받은 신용등급부문이다. 경쟁업체들의 경우 가장 높은 업체가 A 내지는 BB 등급을 받고 있어 기술격차가 없어진 상태에서도 현격한 차이로 관급수주에서 우위를 보이고 있다.

**관급 수요는 건설경기
보단 정책의 영향을
받는다**

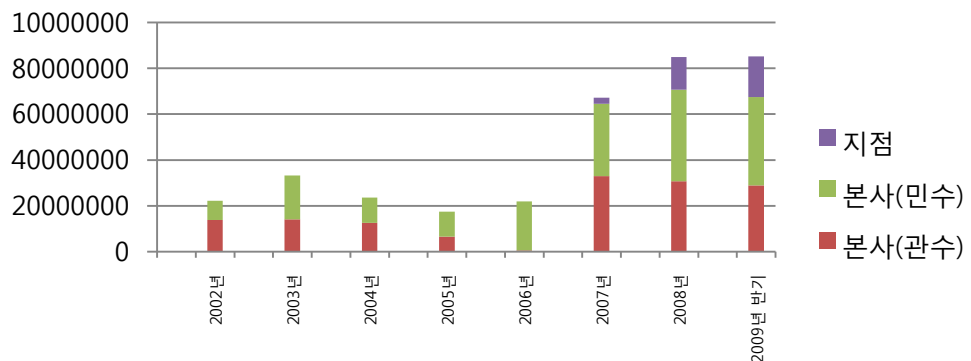
동사의 관급 수요는 건설공사를 발주하는 서울, 경기지역의 시군구청 등의 지방자치단체가 있다. 구체적으로는 수도권 및 지방 시군구청, 조달청, 한국토지공사, 대한주택공사, SH공사, 도로공사, 농어촌공사 등이 있다. 소각폐기물과 매립폐기물의 경우 1년 단위 단가계약 기준으로 폐기물을 수집하는 관청이 주를 이룬다. 즉 동사의 주요 매출처는 시군구청 등의 지방자치단체로 다변화 되어있어 주로 신도시 택지 조성, 토지 평탄화 작업, 도로 공사 및 하천정비 등 인프라 투자에서 대규모 수주가 이루어지기 때문에 단순 건설 경기와는 차이가 있다.

현재 신도시 건설 및 경기 악화에 따른 정부차원 SOC사업추진, 수도권 재건축, 재개발 규제 완화 움직임은 동사에 긍정적인 상황이다. 규모뿐만 아니라 민간 부분의 고단가 프로젝트 계약을 제외하면 관급 부분은 기술력을 바탕으로 하기 때문에 규모의 경제를 통한 가격경쟁을 해야 하는 민급 수주에 비해 톤당 ASP가 높은 상황이어서 수익성이 높다.

**수익성이 높은 관급
비중을 늘려 수익구조
를 개선했다**

동사의 건설폐기물 중간처리부문을 살펴보면, 최근 주택공사 및 농어촌 공사 등의 건설폐기물에 대한 수주 계약이 지속적으로 이루어지고 있는 등 관급 부문의 수주가 급증하고 있다. 2008년 기준으로 5:5 이었던 민간 대 관급 부문의 수주 비율은 올 1분기 3:7에서 2분기에는 2:8로 관급 부문 수주가 급증하고 있다. 또한 동사는 상온식 재생아스콘 시설에 지속적인 투자를 단행해 왔는데 2009년 7월 1일 공공기관이 재생아스콘 사용에 앞장선다는 환경부의 협약이 시행되어 관급수주 관련 새로운 매출원이 될 것이다.

차트 19. 민·관 계약 수주의 비율과 전체 잔액 증가추이 (단위: 천원)



출처: 사업보고서, SMIC research Team 3

**관급 수의계약도 영업
력이 중요하다**

대규모의 관급계약은 점차 경쟁입찰에 의한 방식이 늘고 있지만 실질적으로는 소규모 관급계약과 민간계약은 대부분이 수의계약 형태로 진행된다. 경쟁입찰은 환경부 적격심사기준에서 높은 점수를 받을 수 있도록 기술력이 중요하지만 수의계약은 홍보, 즉 영업력이 필요하다. 그렇다면 건설폐기물 처리업에 있어서 두 번째로 중요한 수익 창출 요건은 영업력인데 이에선 여러 가지 경로를 통한 로비활동이 수반된다. 2008.8 월에 영입된 최성호 공동대표이사는 현대산업개발과 서희건설의 이사를 거치며 건설업계 쪽에서 풍부한 인맥을 통해 탄탄한 영업전선을 구축하여 수주 확보에서 강점을 보인다. 관련 법령의 강화로 인해 경쟁입찰에 의한 관급수주도 계속 증가하고 있다.

요약하면 동사는 기술력뿐만 아니라 영업환경 측면에서 정책수혜, 법령강화에 따른 진입장벽 수혜도 보고 있는 것이다. 앞으로 법령 강화에 따른 수혜는 삶의 질에 대한 요구가 높아지면서 계속 증가할 것으로 예상된다. 즉 동사는 동종업계에서 유일하게 환경부, 건설부가 인정한 신기술을 보유한 폐기물 중간처리 회사로 기술뿐만 아니라 10여 년간 쌓아온 영업력을 바탕으로 정부기관, 관공서 위주의 안정적인 거래처를 확보하고 있다.

IV. 후발 업체들의 추격

피할 수 없는 후발 업체들의 추격

동사는 오랜 기간 산업 내 독보적인 1위의 자리를 유지하고 있지만 안심하고 있을 수만은 없다. 업체들의 추격에 하나 둘씩 경쟁력을 잃어가고 있기 때문이다.

1. 경쟁업체에 비해 더 이상 낮지 않은 매출원가

매출원가 경쟁력은 잃
어버렸다

동사는 2006년 당시만 해도 본사의 위치가 후발업체들에 비해 수도권 매립지와 가까워 매출원가의 40%가량을 차지하는 유류비용을 절감함으로써 경쟁력을 가질 수 있었다. 하지만 계속되는 후발업체들의 추격은 계속되었다.

표 4. 건축폐기물처리업 전체매출과 조사 대상 업체 수

	수도권매립지까지의 거리(km)	소요시간(분)
인선이엔티	31.36km	51 분
방태	57.72km	65 분
제이에이치	6,.14km	13 분
수도권환경	2.23km	5 분

출처: naver 지도 검색

기술격차도 줄어 규모 확대와 신 사업진출로 방향을 선회한다

2. 좁혀지는 기술격차

특허를 자체 연구개발로 얻을 수 없는 업체들이 특허권을 사들이기 시작하면서 자체 연구개발로 기술격차를 벌려오던 동사에세는 좋지 않은 상황이 된 것이다. 그래서 더 이상 기술격차로 경쟁력을 갖기 보단 덩치를 키워 매출 규모와 시장 점유율을 늘려나가고, 신 사업 부문에 진출하여 새로운 매출을 만들어나가는 전략을 선택하게 된다.

V. 기업의 새로운 성장방향

1. 투자활동에 대한 분석

1) 현 사업 확장 전략-덩치 불리기

현금은 사업 확장과 신 사업부문 개발에 쓰였다

동사는 사업의 확장을 위해 M&A를 하여 타 지역에 사업장의 수를 늘리고, 처리 설비를 늘려 처리 용량을 늘리는 방향으로 매출을 늘리고 있다. 다음은 2009년도 투자 계획이고, 향후 2년 내에 총 400억 규모의 대규모 투자가 마무리될 것이다. 원가 경쟁력과 기술격차로 더 이상 차별화를 할 수 없게 되어 동사만큼 투자 여력을 갖추지 못한 기업들이 쉽게 따라 할 수 없는 전략을 선택한 것이다.

표 5. 처리 설비 확장 계획

2009 투자부문	단위:억
투자 내용 금액	
매립 조성 공사	120
폐유정제 설비 구축	60
재생 아스콘 설비 구축	10
주유설비 구축	10
운반 차량 구매	15
기타	35
합계	250

출처: IR자료

다음은 동사의 신규사업 진출부문에 관련된 사항들을 정리한 표이다.

표 6. 동사의 확장 사업부문 총 정리

신규투자사업	사업내용	진행상황	기투자액	향후투자액	예상이익
폐석면	발암물질인 석면 해체 및 고형화	현재 사업 중	-	-	09' 82 억 10' 100 억 예상
우드칩열병합발전소	기존병커 C 유 발전소보다 효율적인 에너지 생산가능	이천 에너지 설립, 2010년 시공착수	40.5 억(지분율 81%)	50 억 추정	200 억 매출 30%영업이익 예상
스팀에너지	폐기물 소각 시 발생하는 소각열로 스팀공급	현재 사업 중. 09' 4 분기부터 매출발생	-	-	20년간 18 억 매출예상
풍력	풍력을 이용한 발전	풍황 계측기 설치로 사업성 검토 중	-	-	-
태양력	매립용량이 다 된 광양 매립지에서 태양발전시설 설치	현재까진 계획단계	-	-	-
폐유정제	하루 57 톤의 폐유 처리시설	폐유정제 사업허가 취득 후, 시설 조성 중	60 억	70 억	10'부터 80 억 매출기대

출처: 사업보고서,IR자료, SMIC research Team 3

2) 현 사업 확장 전략-폐석면 사업

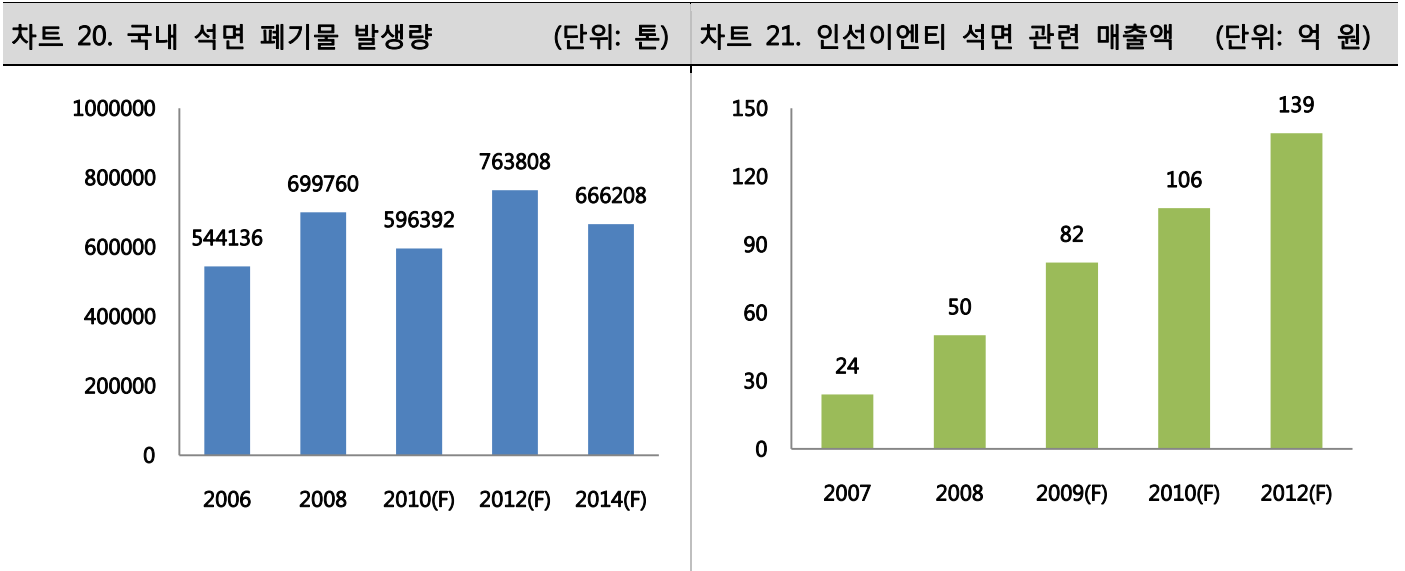
동사는 2007년 4월에 KASCO를 인수하면서 수익성 높은 폐석면 처리업에 진출했다

동사는 2007년 4월 비계 구조물 해체 및 처리를 위한 계열사 KASCO(한국석면안전공사)를 인수하여 24억 원의 석면 관련 매출이 났고 2008년 7월부터 석면이 지정폐기물로 지정되어 광양매립지에서 고형화 후 매립형태로 처리되어 50억 원의 매출이 났다. 동사는 2009년 4월 16일 광양지점의 지정폐기물 매립 및 석면고형화 중간처리 허가 취득 등으로 이제 자체적으로 원활한 석면영업이 가능하여 KASCO(한국석면안전공사) 주식을 전량 매도함으로써 계열회사에서 분리하고 기존 폐석면 해체, 제거 및 수집운반, 고형화 중간처리, 폐석면 매립의 확고한 시장지배력 강화 및 시너지 효과를 위하여 폐석면 처리의 최초단계인 조사, 분석 및 진단 전문 업체인 한국석면안전진단을 계열사로 편입했다.

석면 관련 정책 강화 되어 수익성 높은 석면 폐기물 관련 매출이 활성화 될 것이다

향후 1급 발암 물질인 석면의 추가적인 처리 정책이 수립될 가능성이 크며 1980년대 이후 수입된 석면의 80% 이상이 건축자재로 사용되었음을 감안할 때 석면 폐기물 활성화 가능성이 매우 높다. 또한 수입 석면의 80%가 건축자재로 사용되었고, 석면 함유량 10%를 가정했을 때 2012년경에는 연간 38만톤 정도의 석면폐기물 발생이 예상된다. 현재 석면 처리비용이 톤당 20만원 정도인 것을 고려하면 2012년 석면 처리 시장 규모는 800억 원 정도에 달할 것으로 전망된다. 따라서 동사의 석면관련 매립부분 매출은 2009년 기준 매립부분 매출의 약 32%정도를 차지할 것으로 전망되며

동사의 앞으로 2010년 2011년 석면 관련 매출은 신생기업들의 진출을 고려하여 상승폭이 점차 감소할 것으로 전망된다.



출처: 사업보고서, SMIC research team 3

출처: 사업보고서, SMIC research team 3

3) 신재생 에너지 사업- 소각 여열 회수를 이용한 스팀 에너지 공급

동사는 스팀에너지를 4분기부터 공급하여 매년 18억의 매출이 발행한다

동사는 폐석면 사업과 함께 폐기물을 소각할 때 발생하는 열을 이용해 스팀을 만들어 난방업체에 공급하는 스팀공급판매 사업에 진출하였다. 인천 청라에너지(주)에 이 폐기물 재생열에너지를 2009년부터 20년 동안 장기공급하기로 2007년 8월에 계약하여 이번 2009년 4분기부터 매년 18억의 매출이 발생하게 된다.

4) 신재생 에너지 사업-우드칩 열병합 발전소 (이천에너지(주))

동사는 이천에너지를 인수하여 우드칩열병합 발전소를 설립하여 가동할 계획이다

동사는 2009년 7월 에너지솔루션즈와 협력하여 두산 건설로부터 이천 에너지를 인수하였다. 이 열병합 발전소는 벙커C유 열원사용으로 가동돼 오다 유가상승으로 인한 수익성 감소로 인해 현재까지 가동이 중단돼 왔었다. 이천에너지는 이 벙커C유 열병합 발전소를 우드칩 열병합 발전소로 변경하여 가동할 계획이다. 현재 열병합 발전소 플랜트 시공사를 선정 중이며 이르면 내년 말께 본격 가동에 들어가게 되는데 가동이 본격화되면 주변 식음료 공장들에 스팀 등을 공급하여 매년 200억 원 안팎의 매출을 올릴 전망이다. 발전에 사용되는 우드칩은 인선이엔티의 주요 사업인 건설 폐자재 처리 과정에서 생산해 공급된다. 우드칩 열병합 발전소는 잘게 분쇄한 목재 폐기물을 소각해 열과 전기를 생산하는 설비로 벙커C유 열병합보다 온실가스 배출량이 적고 발열량이 높으며 또한 생산단가 저렴하다. 동사는 기존 사업과 시너지 효과를 높일 수 있는 우드칩

열병합발전을 시작으로 소수력, 풍력, 태양광 등 신규 프로젝트들을 진행하고 있다.

5) 신재생 에너지 사업-풍력, 태양광

동사는 풍력, 바이오 에탄올 사업 추진을 모색 중이다

동사는 전남 고흥군과 신재생 에너지 클러스터 사업 추진을 위한 양해각서(MOU)를 교환했다. 동사는 고흥군 거금도에 75MW급 풍력발전 단지를 세우고, 고흥군 인근 해역의 해조류를 활용해 바이오 에탄올을 만드는 사업도 추진할 예정이다. 동사는 정밀 조사를 거쳐 사업 타당성이 확인되면 2010년부터 이와 관련된 사업을 본격화할 계획이다. 현재 예정 사업지에 풍향 계측기를 설치하여 사업성 분석을 하고있다.

동사는 또한 광양 매립지에서 태양광 발전 시설을 설치할 계획이다

또한 동사는 사전조사 후 현재 광양만 매립지의 일부를 태양광 사업 및 기타 신재생 에너지사업 관련한 용도로 활용할 전망이다. 매립 용량이 다 찬 3만3000㎡(1만평) 규모의 광양매립지 위에 태양광발전 시설을 지어 20년 관리기간 동안 태양광 발전시설을 설치 운용할 계획이다.

6) 폐유 정제업

2010년 첫해부터 80억의 매출이 예상된다

동사는 2008년 12월 폐유 정제업 신규사업 진출하였다. 2009년 올해 인천 서구 경서동의 인천지점 내 폐유 정제유 시설투자를 진행한 뒤 2010년 1월부터 사업을 개시할 예정이다며 하루 약 57톤의 폐유를 처리하게 될 것으로 보인다. 폐유 정제업 매출은 사업 첫해 80억 원에 이를 것으로 추정된다.

7) 주유소 사업 - 인선에너지(주)

동사와 인선에너지는 수직계열화를 이뤄 시너지효과를 내고 있다

인선에너지가 영위하는 석유를 사업은 주유소 운영 및 석유류 도·소매업으로서 동사의 수직계열화를 위해 2001년 계열사에 편입되었다. 동사의 매출원가에서 높은 비중을 차지하는 유류비를 절감하여 시너지 효과가 발생하여왔다.

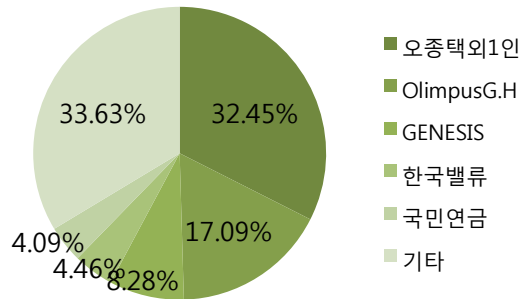
VI. Risk & issue

1. 신주 인수권부 사채 - 오버행 리스크

2005년 발행된 분리형 BW의 사채 권은 전액 상환되었고 신주인수권만 420만주 존속하고 있다

2009년 10월까지 조회공시에 의하면 동사의 지분은 오종택(CEO)외 특수관계자(김기자) 1인이 32.25%, 그리고 외국계 Olympus Green Holdings L.P. 가 17.09%, Genesis (Genesis Asset Managers LLP, Genesis Smaller Companies SICAV)가 8.28%, 한국투자밸류자산운용이 4.46%, 국민연금이 4.09%를 소유하고 있다. Olympus capital은 2010년 11월 16일 만기인 신주인수권부 사채(BW)를 보유하고 있으며 이 신주인수권부사채는 2005년 11월 16일 발행된 것으로 총액 180억 원이다. 또한 분리형 BW 로서 사채권은 조기상환 청구권행사에 따라 2008년 11월 25일자로 상환되었으며, 2009년 6월 30일 현재 신주인수권(Warrant) 물량이 약 420만주 존속하고 있는 상황이다.

차트22. 인선이엔티 지분구조 (단위: %)



출처: dart.fss.kr (2009.10월 기준)

신주인수권의 행사가 격은 4267원으로 오버행 리스크는 없는 것으로 판단된다

이 Warrant의 상환 시 Olympus capital의 지분비율은 17.09%에서 26% 로 상승하게 된다. 현재 동사의 주가가 6,600원대이고, 2005년에 투자를 시작하여 행사가격이 4,267원 (2007 무상증자 결과 반영)으로 50%가량의 차익을 확보한 셈이다. 따라서 신주인수권 행사 후 한꺼번에 매도 물량이 나오지 않을까 하는 오버행 리스크가 우려되고 있다. 하지만 장기 투자 성격이 크고 2009년 2월에 홍콩에서 열린 컨퍼런스 및 주주총회에서 Olympus측은 동사의 성장에 믿음을 보이며 동사와 전략적 파트너 관계임을 보인바 있다. 올림푸스 캐피탈 홀딩스의 Frederick J. Long이 동사의 비상근 이사로 참여하고 있는 모습에서도 동사의 성장에 대한 신뢰를 엿볼 수 있다. 따라서 Olympus capital의 차익실현 가능성은 낮은 것으로 판단되므로 오버행 리스크 보다 동사의 실적에 포커스를 맞춘 투자가 필요하다고 판단된다.

2. 대기업 자본 참여 이슈

동사는 2009년 7월부터 신성장 동력을 위한 자본조달을 위해 여러 기업을 물색해왔다

2009년 7월 동사의 최대주주의 지분 매각설 소문이 돌았다. 이에 대한 동사의 8월 19일자 조회공시에 의하면 유상증자 등 다양한 자본조달 방법 등을 추진 중에 있으나 구체적으로 확정된 바 없다고 답해 소문을 부정하지 않으면서 매각설이 사실화되기 시작했다. 구체적으로 살펴보면 동사는 7월부터 비공개로 SK가스, 삼성, 아세아시멘트, 한솔이엠이 등 국내 대기업과 일본계, 말레이시아계 사모펀드 등의 후보를 대상으로 대주주 지분(32.45%)과 같은 수준의 투자유치를 타진해왔었다.

SK 가스가 자본참여 협상자로 선정되어 최종 조율 중에 있다

2009년 9월28일 뉴스에 따르면 동사는 최근 SK가스를 자본참여 우선협상 대상자로 선정하고 자본조달 형태와 시기 등을 최종 조율 중이며 빠르면 10월에 본 계약을 체결하게 된다. 자본조달 방식은 우선주를 발행해 SK가스에 제3자 배정 유상증자로 넘기는 형식이다. SK가스가 투자하는 자금의 총 규모는 대주주인 오종택 회장의 지분과 거의 같은 약 700억 원(1100만주)이다.

SK가스의 자본참여로 인한 경영권 다툼 리스크는 우려할만한 내용이 아니다

SK가스가 제 3자 배정 유상증자를 통해 보유하게 되는 우선주를 보호예수가 풀리는 시점에 보통주로 전환해 경영에 참여할 수도 있겠지만 이는 오종택 대표가 최대주주자리를 sk가스에 내주고 경영권을 포기하는 것을 의미하진 않는다. 다만 sk가스는 사업 확대를 위한 자본참여로 판단된다. 따라서 경영권 다툼을 우려할 만한 내용은 아니다.

sk가스가 지분참여를 위해 제 3자 배정 방식을 취하게 된 이유는 최대주주 및 Olympus capital의 BW 물량을 전량 인수하는 방안은 58% 이상의 지분을 즉시 확보하게 되어 안정적인 경영이 가능하지만 인수 프리미엄 부담이 있기 때문으로 분석된다. 제3자 배정 방식은 하지만 기존 주주들의 지분가치가 떨어지는 문제점이 있어 어떤 식으로 합의가 가능할지 귀추가 주목된다.

표 6. 인선이엔티 자본참여 계획

인선이엔티 자본참여 계획	
대상	SK 가스
시기	이르면 10월 본 계약
방식	우선주를 발행해 제 3자 유상증자 배정 (보통주 전환 가능)
자본참여 목적	SK 가스의 친환경, 차세대에너지 사업 진출
지분 및 금액	대주주 지분과 같은 수준(32.45%)인 700억 원(1100만주 규모)

출처: SMIC research Team 3

SK가스는 신재생에너지 시장에 진출하여 사업포트폴리오를 다각화할 계획이다

SK 가스가 자본 참여를 하는 이유는 건설폐기물 업계에서의 1위의 독보적인 지위를 가진 동사를 통해서 대기업 자체 계열사의 폐기물 물량 처리하고 동사의 성장성 높은 폐기물 에너지 자원 사업 진출을 위한 것으로 분석된다. 왜냐하면 폐기물 처리가 법적으로 폐기물 전문 업체를 통해서 처리되어야 한다는 점과 폐기물 에너지 사업 진출을 위해서는 매립지 및 소각장을 신규로 취득해야 된다는 점을 고려해야 하기 때문이다. 액화석유가스(LPG) 전문기업인 SK가스는 친환경, 차세대 에너지 분야로 사업 포트폴리오

를 확장하고 있어 이번 자본참여에 적극적으로 나섰다. SK는 그룹 차원에서 SK가스는 물론 SK에너지의 에너지 절감, 폐수처리 기술, 그리고 SK E & S의 집단에너지 시설 등과 시너지를 낼 것으로 기대하고 있다.

동사 또한 신재생에너지사업에 진출하고자 SK가스와 손을 잡았다

동사는 2007 년경부터 건설폐기물 전문기업이라는 틀에서 벗어나 열병합, 풍력, 태양광, 소수력 등 신재생 에너지 분야에 적극적으로 진출하고 있다. 지난 7월 열병합 발전소인 이천 에너지를 에너지솔루션과 공동 설립했고 전남 고흥에 풍력, 전남 광양에 태양광 사업 등을 준비 중이다. 또 정부가 4대강 정비사업에 적용할 계획이 있는 소수력 발전에서도 주도권을 잡으려고 하고 있다. 이에 따라 대규모 자본이 필요했고 SK가스의 자본참여가 이루어지게 된 것이라 할 수 있다.

SK가스의 자본참여는 단기적 주가희석보다는 시너지효과에 주목해야한다

따라서 단기적인 주가희석 요인보다는 SK 계열사에서 나올 수 있는 안정적 물량 및 신규 사업의 성장성과 SK 그룹과의 시너지 효과 측면을 주목해야 한다.. 7월초 환경부에서도 '폐자원 및 바이오매스 에너지 대책 실행계획'을 발표함으로써 폐기물을 통한 에너지 사업의 정책적 지원을 기대해 볼 수 있다. 따라서 자본 조달이 실현되면 국내 폐기물 시장에서 독보적인 지위를 가지고 있는 동사가 폐기물 에너지 산업의 선두주자가 될 가능성이 크다.

3. 광양매립지 대지 함몰 이슈

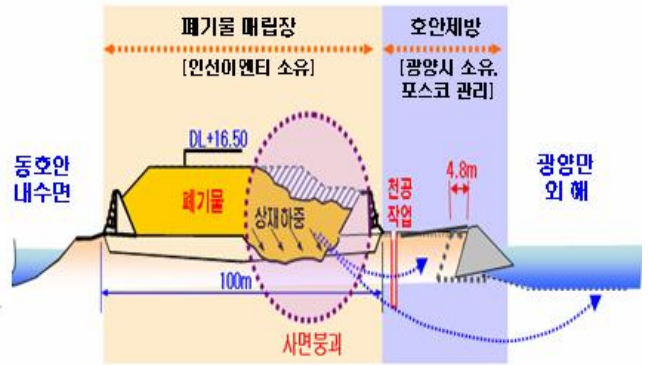
동사의 광양매립지가 붕괴되면서 환경사고가 발생했으나 광양제철소 책임으로 보인다

2009 년 8 월 23 일 포스코 광양제철소 동호안 매립지 제방 안에 위치한 인선이엔티 지정폐기물 4 단계 매립장이 붕괴되면서 제방도로가 파괴되고 침출수가 흘러나가는 환경사고가 발생했다. 동사의 광양만매립지는 2004 년 환경부로부터 인수받아 2003 년 10 월 이후 직접 조성한 매립장으로 폐기물 중 65%는 전국에서, 35%는 광양제철소에서 유입돼 처리되고 있다. 인선이엔티 측은 광양 제철소의 무리한 모래 채취가 원인이라 주장하고, 광양제철소 측은 인선이엔티가 매립지 과도한 폐기물을 쌓은 것이 사고의 원인이라 주장하며 책임규명이 명확히 이뤄지지 않아 영산강환경유역청과 광양시, 포스코 광양제철소, 동사가 4 자 공동으로 사고 원인 조사를 한국지반공학회에 의뢰하여 2009 년 12 월 7 일로 조사가 완료되면 책임소재가 밝혀질 예정이다. 한편 광양지역 환경보호국민운동본부와 광양환경운동연합, 광양시어민회 등은 사고 원인을 광양제철소가 제공한 것으로 보인다는 견해를 밝혀 현 시점에서 동사가 이 사건과 관련하여 책임소재 우려는 높지 않아 보인다.

그림 6. 광양 동호안 사고 발생지역 조감도 그림 7. 사고 발생 지역 구조도



출처: 한겨레신문



출처: 경향신문

4. 자산주 이슈

동사의 자산 시가평가
시 약 100억 원의
평가차액이 발생한다

다음은 2008년 말 기준 동사 소유토지의 장부가액과 공시지가 차이이다. 그 차이는 약 100억원 정도로 자산주로서의 가치 또한 지니고 있다. 동사는 현재 시가총액의 75%에 육박하는 자산을 보유하고 있다. 2009년 사업보고서 기준으로 토지 및 건물을 장부가 기준으로 평가한 순자산 가치는 494억원으로 평가된다. 공시지가 기준으로 평가하면 토지만 505억원에 달하며 건물 및 구축물, 매립지, 기계장치 등에 장부가를 적용시킨 가치는 737억원에 달한다.

표 6. 소유 토지의 시가 평가액

주소	면적(m ²)	장부가액	단위 : 백만원	
			공시지가	평가액
경기 고양	72,883	13,447	25,175	
전남 광양	129,250	5,154	9,311	
인천 서구	11,405	6,088	6,569	
충남 연기	49,295	4,007	1,758	
경기 용인	-	-	-	
경기 화성	27,825	3,720	1,129	
경남 사천	54,823	6,533	6,195	
충남 태안	50	2	30	
제주 서귀포	3,504	298	22	
강원 홍천	68	12	12	
경기 고양	1,904	360	307	
합계	351,007	39,623	50,509	

출처: 한겨레 신문

VII. Valuation

1. 영업이익률 추정

동사는 사업 분야별 영업이익률 및 매출액 전망이 매우 상이하기 때문에, 각 사업부 별로 위에서 언급한 시장 전망을 바탕으로 영업이익률과 매출액을 따로 전망해보도록 하겠다.

1) 건설폐기물

영업이익률이 4.5% 전후에서 이루어져 온 사업 부분이다. 그러나 최근 이루어진 대규모의 투자로 인해 규모의 경제성이 증대되는 것을 고려해, 2009년에 5%로 상향 적용하였으며, 후발 업체들의 추격을 고려해 다시 4.6%까지 차등 적용하였다.

2) 매립

50% 정도의 영업이익률을 보이는 사업 부분이다. 중간처리 과정이 필요 없기 때문에 상대적으로 영업이익률이 높은 부분이다. 석면 부분의 매출 단가가 꾸준히 상승할 것으로 예상되므로 향후 영업이익률 역시 꾸준한 상승을 보일 것으로 예상된다. 2009년 48%에서 향후 52%까지 상향 적용하였다.

3) 소각

43% 정도의 영업이익률을 보여온 사업 부분이다. 스팀 에너지에 대한 투자가 끝난 상태에서 추가로 요구되는 원가가 크지 않으므로 향후 영업이익률의 상승이 기대된다. 따라서 45%의 영업이익률을 하향 차등 적용하였다.

4) 순환골재

영업이익률 60% 전후로 예측되는 알짜배기 영역이다. 예측 방식은 다음과 같다. 원재료의 가격은 0원이므로 고려하지 않았으며, 타 사업부분의 운송비 및 유류비와 그 외 판관비 수준을 고려해 영업이익률을 산출하였다. 60%의 영업이익률을 적용하였다.

5) 폐유정제

신규 사업 부분이므로 영업이익률을 산출하기가 쉽지 않다. 기존에 폐유정제 사업을 하고 있던 기업들을 선발해 영업이익률을 예측해 보았다. 선정된 기업은 한국동서발전, 한국남동발전, 한국서부발전, 한국중부발전 등 6개 기업이며, 사업보고서 상의 최근 3개년 영업이익률을 계산해 총 18개의 영업이익률의 평균을 구했다. 평균은 4.38%이며, 폐유정제 사업 부분의 영업이익률은 4%를 적용하였다.

6) 우드칩 열병합 발전소

우드칩 열병합 발전소에 대한 자료가 많지 않아 영업이익률을 계량하기 상당히 어렵다. 열병합 발전소를 운영하고 있는 기업의 영업이익률은 1.5% 수준이다. (대전열병합발전소 기준) 매출원가가 차지하는 비중이 약 95% 수준인데, 우드칩 열병합 발전소는 이에 비해 발전 단가가 상당히 싸다. 게다가 동사의 경우 우드칩을 본 사업 영역인 건설폐기

물 처리 과정(폐목재 처리)에서 얻을 수 있기 때문에, 상당한 영업이익률을 기대할 수 있을 것으로 보인다. 우드칩을 생산해서 운반하는 비용이 매출원가가 될 것으로 예상되는데, 이 비용은 우드칩 전문 생산업체인 우드칩코리아(주)를 통해 계산해볼 수 있다. 우드칩코리아(주)의 영업이익률이 3개년 평균 8.7%정도이며, 동사는 우드칩을 구매할 때보다 이 이상의 매출원가 절감 효과를 누릴 수 있을 것으로 예상된다. 또한 우드칩이 다른 발전 방식보다 단가가 낮기 때문에 약 15% 수준의 영업이익률을 기록할 것으로 예상된다.

7) 기타 부분

동사의 10년 평균 영업이익률을 적용하였다.

	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년
건설폐기물	4.50%	5.00%	4.90%	4.80%	4.70%	4.60%
매립	48.10%	48.00%	49.00%	50.00%	51.00%	52.00%
소각	43.00%	45.00%	44.00%	43.00%	42.00%	41.00%
순환골재	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
폐유정제	4.38%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
우드칩	19.31%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
기타	19.31%	19.31%	19.31%	19.31%	19.31%	19.31%

2. 매출액 성장률 추정

1) 건설폐기물

건설폐기물 시장의 규모는 2008년 1.3조에서 2011년 1.7조로 CAGR로 연 10%가량을 성장할 것으로 예상된다. 이와 더불어 추가 사업장 공사 및 인수와 같은 공격적인 투자로 인해 시장의 성장률 이상으로 성장할 것이 기대되므로 2010년 15%부터 2013년 12%까지 차등 적용하였다. 2009년은 이미 발표된 1,2분기 매출액을 바탕으로 계절성을 고려해 30%의 성장을 예측하였다.

2) 매립

매립 부분은 성장이 가장 크게 기대되는 부분이다. 석면 사업 부분이 매립 부분에 속하기 때문이다. 최근 석면이 지정폐기물이 되면서, 처리 단가가 크게 상승했다. 이러한 이유로 매립 부분의 매출액은 2007년 70~80억 수준에서 2008년에 200억 수준으로 거의 세 배 가량 큰 상승을 보였다. 올해 역시 이미 공시된 자료를 통해 매립 부분의 매출액이 크게 상승할 것을 예상할 수 있다. 건설폐기물 시장의 성장과 석면 처리 시장의 성장을 함께 고려하여, 앞에서 언급한대로 매립 부분의 매출액 성장률을 2009년 40%로 잡았다. 그리고 향후 경쟁자의 진입을 고려해 성장률을 20%까지 차등 적용하였다.

3) 소각

소각 부분은 건설폐기물 시장과 비슷한 성장률을 보여왔으므로, 건설폐기물 부분과 비

슷한 성장을 보일 것으로 예상할 수 있다. 단, 올 4분기부터 인천 소각장에서 발생하는 스팀 에너지 사업 부분의 매출이 소각 부분에 속해 있으므로 2008년의 소각 부분 매출액에 비해, 20%정도의 추가 성장을 기대할 수 있을 것으로 판단된다. 따라서 2009년의 소각부분 매출액은 건설폐기물 부분의 성장 수준에 스팀 에너지 부분을 고려해 40%정도의 성장을 반영하였다. 향후 스팀 에너지 매출 단가가 크게 변하지 않을 것으로 예상되기 때문에, 2010년 이후의 성장률은 10%에서 하향 차등 적용하였다.

4) 순환골재

순환골재는 특유의 수익성에도 불구하고, 그 품질의 뒤처짐 때문에 매출액에서 큰 비중을 차지하지 못했던 부분이다. 그러나 최근 국내 최초로 콘크리트용 순환골재 품질인증을 획득함과 동시에, 골재채취가 감소하는 추세에 따라 향후 매출액 성장이 기대되는 부분이다. 동사는 현재 국내 최고 수준의 순환골재 생산 능력을 지니고 있으며, 유일한 인증 획득 업체이다. 게다가 순환골재 의무사용이 확대되면서 매출액 성장을 기대할 수 있을 것으로 예측된다. 따라서 매출액 성장률을 15%에서 11%까지 차등 적용하였다.

5) 폐유정제

동사가 2009년부터 매출액을 기대하는 부분이다. 현재 80억 가량의 연 매출을 기대하고 있으며, 향후 전망을 예측하기 쉽지 않아, 물가 수준의 성장을 보일 것으로 예측하였다.

6) 우드칩 열병합 발전

동사가 큰 투자를 행했던 부분이다. 2010년부터 연 200억 수준의 연 매출을 기대하고 있다. 발전소의 특성상 큰 설비투자를 진행하지 않는 한 발전용량이 크게 변화하지 않을 것으로 예상되므로, 향후 매출액 성장률은 물가 상승 수준으로 예측하였다.

7) 기타 부분

위에서 언급되지 않은 매출 부분과 향후 투자가 확실히 정해지지 않은 부분을 모두 기타 부분에 포함시켰다. 풍력 및 태양열 등의 사업 부분은 타당성 조사가 끝난 후이나 투자가 결정될 것이므로, Valuation을 진행하는 과정에서 매출액을 고려하지 않았다. 기타 부분 역시 물가 상승 수준의 성장률을 적용하였다.

3. 순유형고정자산

향후 135억의 추가 투자가 계획되어있는 상황이다. 그 외의 투자는 구체화되어 있지 않으며, 동사가 IR 자료를 통해 투자 자금의 회수를 언급하고 있는 점 등을 고려해, 135억 이외의 추가 투자는 고려하지 않았으며, 향후 순유형고정자산은 예상 매출액 성장률만큼 증가할 것이라 가정하였다. 2009년과 2010년의 순유형고정자산을 각각 70억씩 총 140억을 추가 반영하였으며, 그 이후에는 14.98%, 13.84%, 12.40%를 각각 적용하였다.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	106,172,575	148,372,035	194,473,238	223,600,930	254,557,409	286,119,563

매출액성장률		30.0%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%
건설폐기물	69,150,198	89,895,258	103,379,546	117,852,683	133,173,531	149,154,355
매출액성장률		40.0%	35.0%	30.0%	25.0%	20.0%
매립	20,990,318	29,386,445	39,671,701	51,573,212	64,466,514	77,359,817
매출액성장률		40.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%
소각	11,254,293	15,756,010	17,331,611	18,891,456	20,402,773	21,830,967
매출액성장률		15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	11.0%
순환골재	3,546,164	4,078,089	4,649,021	5,253,394	5,883,801	6,531,019
매출액성장률		0.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
폐유정제	0	8,000,000	8,160,000	8,323,200	8,489,664	8,659,457
매출액성장률		0.0%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%
우드칩 열병합 발전소	0	0	20,000,000	20,400,000	20,808,000	21,224,160
매출액성장률		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
기타	1,231,602	1,256,234	1,281,359	1,306,986	1,333,125	1,359,788
가중평균성장률		30.8%	16.4%	15.6%	14.3%	12.7%
예상 EBIT	18,608,000	28,699,893	38,493,883	46,364,204	54,954,737	63,750,090
NOPLAT	13,490,800	21,754,519	29,832,759	36,164,079	42,864,694	49,725,071
(+)유,무형자산 상각비	11,665,080	17,804,644	23,336,789	26,832,112	30,546,889	34,334,348
총현금유입	25,155,880	39,559,163	53,169,548	62,996,191	73,411,584	84,059,418
영업용 운전자본	20,372,404	20,237,946	26,526,150	30,499,167	34,721,631	39,026,708
순유형고정자산	88,718,166	95,718,166	102,718,166	118,105,347	134,451,127	151,123,067
기타 영업용 순자산	(1,863,494)	(2,373,953)	(3,111,572)	(3,577,615)	(4,072,919)	(4,577,913)
IC	107,227,076	113,582,159	126,132,744	145,026,899	165,099,839	185,571,863
예상 ROIC(평균)	14.6%	19.7%	24.9%	26.7%	27.6%	28.4%
예상 ROIC(기초)	17.3%	20.3%	26.3%	28.7%	29.6%	30.1%
IC 증가액		6,355,083	12,550,585	18,894,155	20,072,940	20,472,023
(+)유,무형자산 상각비		17,804,644	23,336,789	26,832,112	30,546,889	34,334,348
총투자액		24,159,727	35,887,373	45,726,267	50,619,829	54,806,371
예상 FCFF		15,399,436	17,282,175	17,269,924	22,791,754	29,253,047
할인기간		0.25	1.25	2.25	3.25	4.25
현재가치		15,012,188	15,215,780	13,732,289	16,367,673	18,973,042

4. 유,무형자산상각비, 영업용운전자본, 순무형고정자산, 기타영업용순자산
과거 10년치 평균을 사용하였다.

매출액대비비율	2008	10년 평균치
영업이익률	17.53%	19.31%
유,무형자산 상각비	10.99%	10.21%
영업용운전자본	19.19%	13.64%
순유형고정자산	83.56%	83.27%
순무형고정자산	3.63%	4.28%
기타영업용순자산	-1.76%	-1.60%

5. 기타 - 기타 수치는 다음과 같이 적용하였다.

자기자본비용	10.86%
1년치일별베타	0.926060061
Adj. 한국시장프리미엄	6.04%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	5.27%
WACC	10.72%
차입금가치(이자발생부채)	50,287,921
주주지분가치(시가총액)	2,150,000,000
한계조달금리	6.13%

WACC	10.72%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2단계)	28.36%
FCFF 추정(2단계)	49,725,071
Terminal Value	463,663,062
현재가치의 합	79,300,972
PV of TV	300,724,189
현금 + 시장성유가증권	17,888,607
비영업용자산	16,705,355
Value of the Firm	414,619,123
(-)Value of the Debt	50,287,921
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	4,218,420
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	368,549,622
발행주식수	34,125,000
희석주식수	4,218,420
목표주가	₩ 9,612
현재주가	₩ 6,720
기대수익률	43%

6. 3자 배정 유상증자를 통해 보유하게 되는 우선주 1100만주를 희석주식수에 포함하고, 현금 700억을 기업가치에 합하면 다음과 같은 적정주가가 산출된다.

Value of the Equity(단위:천원)	368,549,622
유상증자로 인한 현금유입	70,000,000
NEW Value of the Equity	438,549,622
발행주식수(단위:1 주)	34,125,000
희석주식수	4,218,420
sk 가스 유상증자분	11,000,000
예상 유통주식수	49,343,420
목표주가	₩8,888
현재주가	₩6,720
기대수익률	32%

유상증자를 통해 들어오는 700억은 풍력, 태양력, 열병합발전 등의 신규사업부문에 투입될 예정이고, 위 적정가치는 향후 신규투자부문의 기대 수익(혹은 손실)들이 반영되지 않은 결과이다.

Notice. 본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

VIII. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	497	600	871	1,062
매출원가	345	419	544	716
매출총이익	152	181	328	346
판매비 및 일반관리비	75	113	142	159
인건비	22	31	39	48
광고상각비	4	4	6	5
무형자산상각비	1	8	8	8
기타판매비 및 일반관리비	17	20	22	24
영업이익	78	67	185	186
영업외수익	1	-11	-27	-34
이자수익	1	3	6	2
이자비용	4	12	16	28
외환차익	-0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0
지분이익	0	1	1	0
기타영업외수익	2	-2	-6	-2
세전계속사업이익	78	56	159	152
법인세비용	20	18	45	44
계속사업이익	58	38	114	108
종단사업이익				
당기순이익	58	38	114	108
EPS (원)	575	333	334	317
수정EPS			325	

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한 현금흐름	65	134	189	186
당기순이익	58	38	114	108
비현금수익비용가액	79	105	136	165
유형자산상각비	63	67	77	109
무형자산상각비	1	8	8	8
회계급여	5	7	7	9
외환손익	0	0	0	0
지분변경가수익	0	134	189	186
기타	10	-110	-145	-146
영업활동으로인한 자산부	-72	-9	-61	-87
투자활동으로인한 현금흐름	-332	-287	-244	-203
유형자산 투자	-254	-128	-260	-170
유형자산 처분	3	2	3	29
무형자산 출판	-62	-0	0	-0
투자자산 출판	-4	-151	-5	-21
기타	-15	-11	18	-41
재무활동으로인한 현금흐름	394	23	61	142
장기차입금증가	26	41	73	365
사채증각	180	0	0	-180
자본증각	220	0	0	0
배당금의지급	-31	-18	-11	-34
기타	0	-0	-1	-9
영업투자재무활동기타	0	0	0	0
순현금흐름	127	-130	7	126
기초현금	28	155	25	31
기말현금	155	25	31	157

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	412	245	356	552
현금등가물 및 단기금융	205	25	31	161
시장성유가증권	0	0	2	0
매출채권	187	198	253	331
재고자산	6	1	4	5
비유동자산	660	889	1,039	1,135
투자자산	14	164	156	167
유형자산	571	630	800	887
무형자산	61	54	46	39
자산총계	1,072	1,134	1,395	1,688
유동부채	91	128	394	309
매입채무	17	27	32	31
단기차입금		30	60	140
유동성장기차입금			3	5
비유동부채	207	223	117	419
사채	143	164	0	0
장기차입금	26	37	78	358
부채총계	299	351	511	728
자본금	57	57	171	171
자본잉여금	454	443	329	329
이익잉여금	262	282	385	459
자본조정				
자본총계	773	783	885	959

주요투자지표

(%,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	-14.5%	20.7%	45.2%	21.9%
EBITDA성장률 %	-22.7%	0.1%	90.3%	12.1%
EBIT성장률 %	-47.2%	-13.1%	174.8%	0.3%
총자산성장률 %	79.7%	5.8%	23.0%	20.9%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	30.7%	30.1%	37.6%	32.5%
EBITDA마진률 %	28.5%	23.7%	31.0%	28.5%
EBIT마진률 %	15.6%	11.2%	21.3%	17.5%
세전계속사업이익률 %	15.8%	9.4%	18.2%	14.3%
당기순이익률 %	11.8%	6.3%	13.1%	10.2%
Stability Ratios				
부채비율 %	38.7%	44.9%	57.7%	75.9%
순부채비율 %	-4.8%	26.3%	31.7%	36.7%
유동비율 %	450.3%	191.6%	90.4%	178.6%
당좌비율 %	443.8%	190.5%	89.5%	177.1%
이자보상배율	21.3	5.6	11.9	6.6
Performance Ratios				
ROE %	9.1%	4.9%	13.7%	11.7%
ROA %	7.0%	3.4%	9.0%	7.0%
ROI %	9.6%	3.2%	15.7%	10.8%
Per Share Ratios				
수정EPS	192	111	334	317
주당순자산	2,265	2,294	2,592	2,811
주당현금흐름	402	329	582	659
주당배당금	155	100	100	0