

2010년 05월 14일

KC코트렐(119650)

BUY

실천하는 가치투자, 함께해요 녹색투자!

√ 인적분할을 통하여 지주회사인 KC그린홀딩스와 사업 회사 KC코트렐로 분리

- 인적 분할 이후 KC그린홀딩스는 동사에 대한 지분 미보유
- 조만간 현물출자 유상증자 방식을 통하여 자회사로 편입하기 위해 주가관리가 예상되는 시점
- 주식스왑을 통해 최대주주의 지주 회사에 대한 지분확보와 지주 회사의 자회사 지분 확보에 대한 움직임을 주시 필요

√ 동사의 재무상황과 인적분할을 통한 개선효과

- 인적분할 이후 동사의 안정성 증대!
- 경쟁사 대비 안정적인 동사의 수익성!
- 동사의 꾸준한 성장성!

√ 넉넉한 수주잔고에 놀라운 해외수주의 성장세

- 개도국의 환경시장 성장속에 동사의 해외수주는 큰 폭으로 성장!
- 국내시장은 오염물질배출 규제 강화로 환경설비의 수요 증가 전망!

적정주가:
19,084원
현재주가:
13,900원 (05/14 기준)
상승여력: 37%

시가총액	708억원
ROE	70.24%
ROA	9.75%
영업이익률	8.54%
배당수익률	0.00%
P/E Ratio	4.92
P/B Ratio	3.45

주요주주:
이태영 외 10인 34.13%
신영자산운용 8.67%



SMIC 리서치 1팀

팀장 장해수

팀원 김수정

권기홍

김종빈

유호상

목차

1. 단기적 투자포인트: 지주회사 편입	3
1.1. 구 KC 코트렐 기업분할	
1.2. 휴맥스의 기업분할	
1.3. 현물출자 유상증자	
2. KC 코트렐	5
2.1. 인적분할	
2.2. 분할 후의 BUSINESS MODEL	
2.3. INESS MODEL 신재생에너지 사업진출	
3. 왜 KC 코트렐인가?	8
3.1. 동사의 재무상황과 개선효과	
3.1.1. 인적분할을 통한 안정성 증대	
3.1.2. 경쟁사 대비 우수한 수익성	
3.1.3. 동사의 꾸준한 성장성	
3.2. 환경산업의 발전과 함께 부각되는 동사의 성장성	
3.2.1. 환경산업의 발전	
3.2.2. 동사의 주력산업인 환경설비업의 발전	
- 해외수주의 성장세	
- KC그린홀딩스의 해외영업	
- 굳건한 내수시장: 화력발전은 죽지 않는다	
- 철강산업의 수주잔고는 충분하다	
- 수도권 대기오염 총량제의 확대 실시	
4. ISSUE & RISK	16
4.1. Carbon Capture and Storage	
4.2. 환 헛지	
5. VALUATION	19
5.1. 매출액 추정 및 2010 년 EPS 추정	
5.2. 동사의 1 분기 재무제표를 바탕으로 한 IC 추정 Carbon Capture and Storage	
5.3. 절대적 가치평가(DCF)	
5.4. 상대적 가치평가(PER)	

1. 단기적 투자포인트: 지주회사 편입

구 KC코트렐 기업분할

동사는 구 KC코트렐이 인적분할 통하여 재상되었다.

동사는 구 KC코트렐이 지주회사인 KC그린홀딩스와 사업 회사인 동사로 분할되면서 2010년 1월 29일 재상장되었다. 현재 지주회사인 KC그린홀딩스가 동사의 지분을 전혀 보유하고 있지 않기 때문에 조만간 현물출자 유상증자 방식을 통하여 동사의 주식을 취득하여 자회사로 편입할 것으로 보인다. 지주회사인 KC그린홀딩스가 신주를 발행하여 유상증자를 진행하면 주주들은 인적분할시 배정받은 동사의 주식을 현물출자함으로써 지주회사의 지분을 취득하게 된다.

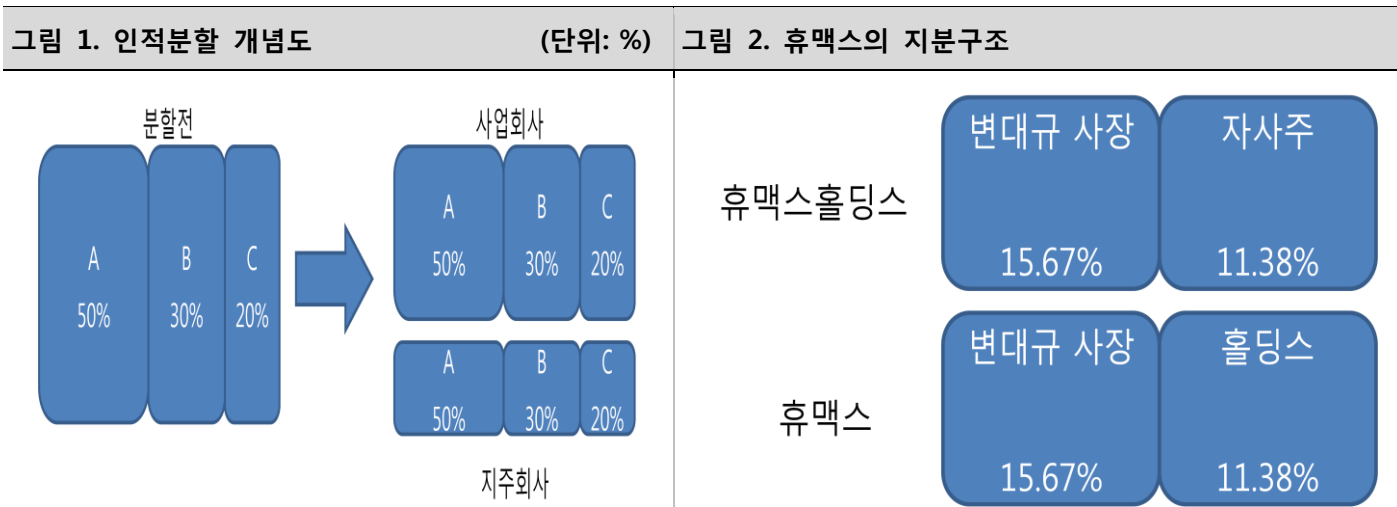
주식스왑을 통한 지주 회사에 대한 지분확보 및 자회사 편입

대주주 입장에서는 굳이 사업 회사인 동사의 주식을 소유할 필요가 없고 오히려 경영권을 확보하기 위해 지주 회사의 주식이 필요하기 때문에 인적 분할시에 배정받은 동사의 주식을 유상증자시 지주 회사인 KC그린홀딩스에 납부하고 대가로 KC그린홀딩스의 신주를 받아오는 주식 스왑을 하게 된다. 그 결과 대주주의 동사에 대한 지분은 줄어들게 되고 그 대가로 받은 지주 회사의 주식으로 인한 지분 확대로 지주 회사에 대한 경영권이 강화된다. 또한 지주 회사인 KC그린홀딩스는 신주를 발행하여 동사의 지분과 스왑을 통해 지분을 확보함으로써 동사를 자회사로 흡수하게 된다.

휴맥스의 기업분할

인적분할을 하면 지분 구조는 변하지 않는다

얼마 전 인적분할을 통해 기업분할을 한 휴맥스의 사례를 보면 좀 더 간단해진다. 분할하기 전 휴맥스의 지분구조를 살펴보면 최대주주인 변대규 외 특수관계인(이하 변대규 사장) 지분이 15.67%, 자사주 11.38%로 이루어져 있었다. 인적분할이기 때문에 분할되는 회사인 휴맥스와 지주 회사인 휴맥스 홀딩스 모두 똑같은 지분구조를 가지게 되고 따라서 분리된 이후 사업 회사인 휴맥스의 지분구조를 살펴보면 그림 2와 같이 변대규 사장 15.67%, 휴맥스홀딩스 11.38%가 된다. 현재 상태로는 변대규 사장의 지주 회사 지분은 작고 공정거래법상 자회사가 상장법인인 경우 지주 회사가 자회사의 주식을 20% 이상 소유하도록 되어있기 때문에 이 경우 휴맥스를 자회사로 두지 못한다.



출처: Research Team 1

출처: Research Team 1

경영권 확보와 자회사 흡수를 동시에!!

이 상태에서 현물출자 유상증자를 진행하게 된다. 지주 회사인 휴맥스홀딩스의 경우 지분 중에서 자사주는 의결권이 없기 때문에 최대주주 입장에서는 경영권 확보를 위해 추가적인 주식 확보가 필요하고 사업 회사인 휴맥스의 주식은 직접 보유하는 것 보다는 지주회사가 가지고 있는 것이 유리하다.

주식스왑을 통한 지주 회사에 대한 지분확보 및 자회사 편입

휴맥스 홀딩스에서 유상증자를 통해 신주를 발행하고 대금을 휴맥스 주식으로 납부받는 현물출자 유상증자를 통해 주식스왑을 한다. 주식스왑을 하게 되면 지분구조는 그림 3과 같이 변하게 된다. 변대규 사장이 소유하고 있는 휴맥스 주식을 휴맥스 홀딩스에 납부하고 휴맥스 홀딩스의 신주를 받아온다. 결과적으로 변대규 사장의 휴맥스홀딩스의 지분은 15.67%에서 35.68%로 높아지고 휴맥스 홀딩스가 소유한 휴맥스 지분은 11.38%에서 33.58%로 높아졌다. 별다른 비용 지출 없이 지배구조를 개편하게 되는 것이다.

현물출자 유상증자

사업 회사의 주가가 높을수록, 지주회사의 주가가 낮을수록 유리

대주주 입장에서는 현물출자 유상증자시 사업 회사의 주가가 높을수록, 지주회사의 주가가 낮을수록 유리하다. 자신이 소유하고 있는 사업 회사의 주식을 팔아서 지주 회사의 주식을 받아오는 개념이기 때문이다. 이러한 이유로 일반적으로 분할하고 재상장 이후에 지주 회사의 주가는 하락하는 경향이 있고 사업 회사의 주가는 높아지는 경향이 있다. 하지만 지주 회사의 경우 소유하고 있는 다른 자회사들의 실적이나 기타 환경의 영향을 받게 되어 주가가 오르는 경우도 있다. 그래서 상대적으로 사업 회사의 주가를 띄우는 방법을 많이 이용한다. 휴맥스도 그렇고 최근 분할한 코오롱인더스트리, SK의 경우도 주가추이를 살펴보면 이러한 경향을 찾을 수 있다.

현재 KC코트렐의 지분 구조는 이태영 외 특수관계인 지분 34.13%로 구성되어 있고 인적분할 당시 자사주가 없었기 때문에 KC그린홀딩스가 소유한 지분도 당연히 없다. 조만간 유상 증자를 거치면 이태영 외 특수관계인 지분 34.13% 중 거의 대부분이 지주회사로 넘어가 자회사 요건을 충족하게 되고 대가로 부여받은 KC그린홀딩스 신주로 인하여 지주 회사에 대한 최대주주의 지분율은 증가하게 된다.

그림 3. 유상증자 전후 대주주 및 지주회사의 지분율 변화

유상증자 전	변대규	휴맥스홀딩스	➔	유상증자 후	변대규	휴맥스홀딩스
휴맥스홀딩스	15.67%	11.38%		휴맥스홀딩스	36.56%	11.38%
휴맥스	15.67%	11.38%	휴맥스	1.3%	33.58%	

출처: Research Team 1

현재는 기업 분할 이후 유상증자 전이므로 유상증자 전까지 KC코트렐의 주가 부양을 예상할 수 있다.

2. KC코트렐

KC코트렐은 1973년에 설립하여 전기집진설비 및 배연탈황/탈질 설비 등의 제조에 집중해 온 대기환경설비 전문기업이다. 설립 당시 ㈜한국코트렐공업에서 1990년 ㈜한국코트렐으로, 2008년 ㈜KC코트렐으로 상호변경하였다.

인적 분할

인적 분할을 통해
제조업만을 분리

KC코트렐은 2010년 1월6일 (구)KC코트렐이 인적분할로 분리된 신설법인이다. 2009년 9월 28일, (구)KC코트렐은 환경산업을 영위하는 KC코트렐과 투자사업부문을 담당하는 순수 지주회사인 KC그린홀딩스로 인적분할을 통한 회사분할을 공시했다. 분할비율은 분할대상부문 순자산의 장부가액을 분할 전 순자산의 장부가액으로 나누어 산정한 0.85:0.15이다. 따라서 지금의 ㈜KC코트렐은 제조업부문만 분리되어 나온 분할신설회사로, 심사 후 재상장되었다. 분할기준일은 2010년 1월 1일이며, 재상장 및 변경상장 시기는 2010년 1월 29일이다.

표 1. (구)KC코트렐의 자회사 현황

(주) KC 그린홀딩스 지분법 적용 자회사		지분율	사업부문
국내	(주)클레스트라하우저만	50.00%	클린룸, 천장재 등
	KC 환경서비스(주)	100.00%	산업용폐기물처리
	조드 KC(주)	50.00%	열교환기 생산 법인
	베올리아이에스앤케이씨에코사이클㈜	49.00%	플라스틱 폐기물 고형연료
	안성유리공업(주)	68.98%	유리병제조
	케이씨태양광발전(주)	100.00%	태양광발전소운영
	(주)코리아카본뱅크	5.49%	배출권 거래, 신재생에너지
	KC 환경개발(주)	20.00%	폐기물 매립
	KC 한미산업(주)	71.43%	폐기물 처리
	KC 삼양정수(주)	30.93%	폐수 및 취수 처리
	코리아솔라홀딩컴퍼니(주)	59.00%	청정에너지 생산
	엔더블유엘퍼시픽(주)	50.00%	전기집진기 부품
	KC 인발그린에너지(주)	50.00%	태양광, 풍력사업
해외	KC Cottrell China Co., Ltd.	100.00%	중국
	Lodge Cottrell Ltd.	100.00%	영국
	KC Envirotech E&C(Fushun)Co.,Ltd	25.00%	중국
	Lodge Cottrell Inc.	80.00%	영국
	KC Cottrell Vietnam Co.,Ltd.	100.00%	베트남
	Lodge Cottrell India Pvt., Ltd.	100.00%	인도

출처: 사업보고서

**KC그린홀딩스는
환경산업 관련
지주회사**

(구)KC코트렐(현 KC그린홀딩스) 역시 대기환경설비 전문기업이지만, 내면을 알아보면 규모가 큰 환경산업관련 지주회사임을 알 수 있다. 다양한 환경 관련 사업을 수행하는 19개의 자회사에 대한 다수지분을 보유하고 있는데, 동사의 자회사는 대부분 폐기물처리(KC환경서비스, KC한미산업, KC환경개발)와 태양광발전(KC태양광발전, 솔라토피아), 폐기물재활용(Veolia ES&KC) 및 폐수처리(KC삼양정수) 사업 등 환경설비산업에 특화되어 있다. 따라서 사업영역은 청정설비engineering, 자원 재활용, 폐수처리 설비 및 쓰레기 매립지와 소각장 운영사업에 달한다. 녹색성장이라는 큰 흐름 아래 환경산업이 매년 11%씩 성장(1998년 제외)하고 있는 시점에서, KC코트렐은 환경산업 밸류 체인에 대한 폭넓은 커버리지를 가진 거대한 환경지주회사로서 국내에서 가장 강력한 입지를 가진다.

**인적분할을 통해 제조
업 이외의 리스크를
제거하면서 밸류 체인
효과는 여전히 유지**

한편, 자회사의 확장을 통해 환경산업 밸류 체인의 상당 부분을 완성한 것은 좋으나 기업의 규모에 비하여 사업분야가 많지 않느냐는, 소위 무리한 다각화에 대한 우려를 받았다. 이번 인적분할을 통해 분할되는 법인의 주요 사업부문인 제조업만을 수행하게 된 KC코트렐에게는 자회사의 채무보증 리스크를 제거하여 제조업에만 전념할 수 있는 환경을 조성하고자 하였고, 제조업 부문을 제외한 나머지 투자사업부문을 수행하는 KC그린홀딩스는 19개 자회사의 효율적인 통합관리로 자회사간 시너지를 강화하는 등 분할을 통해 역할 구분을 명확하게 하고자 하였으므로, 이러한 우려가 더 이상 동사의 주가의 디스카운트 요소로 작용하지 않을 것으로 보인다. 그러면서도 동시에 환경산업의 밸류체인 효과는 누릴 수 있다.

분할 후의 Business Model

**배기가스 청정설비와
전기집진기가 매출의
84%를 구성**

동사의 BM은 탈황/탈질 설비와 같은 배기가스 청정설비와 전기 집진기 등의 분진처리 설비 등을 제조하여 화력발전소와 일관제철소(용광로 사용) 등에 경쟁입찰을 거쳐 납품하는 것이다. 분진처리설비가 매출의 36%, 탈황/탈질 설비를 말하는 GAS처리 설비가 48%, 그리고 공장 등의 산업기기·집진기 부품·기존 시공 시설의 교체 및 보수를 말하는 기술용역 수수료 등을 포함하는 기타의 비율이 16%이다. 화력발전소, 제철소 등 황산화물과 질산화물 등이 포함된 배기가스를 방출하는 시설에 주로 납품이 이루어지므로 전방산업은 발전, 제철 및 정유 등과 관련된 산업설비 시장이다. 따라서 그림5과 같이 세계 석탄 소비량의 증가가 예상되는 경우 동사의 수주량 증가를 기대할 수 있다. 강화된 환경관련법규상 대부분의 시설에는 대개 탈황/탈질 설비 및 전기 집진기가 한꺼번에 설치되는 편이다.

영업 및 개발

국내시장에서 주요 수요처는 발전 부문의 한전과 제철설비 부문에서 POSCO 등이다. 안성공장의 평균 가동률은 88.9%이며, 판매 방법은 내수의 경우 현금과 어음이 9:1의 비율이고, 수출의 경우 납품 후 30일 이내 송금결제 또는 NEGO처리한다. 제품별 국내 시장점유율은 2010년 3월 기준 전기집진기 70~80%, 배연탈황설비 30~35%, 배연탈질 설비 25~30%이며 해외 매출 비중은 31%으로 미·일·유럽·한국에 비해 기술력이 취약한 중국 및 동남아 등 아시아 지역이 주요 수출처이다.

그림 4. 제품별 매출 비중

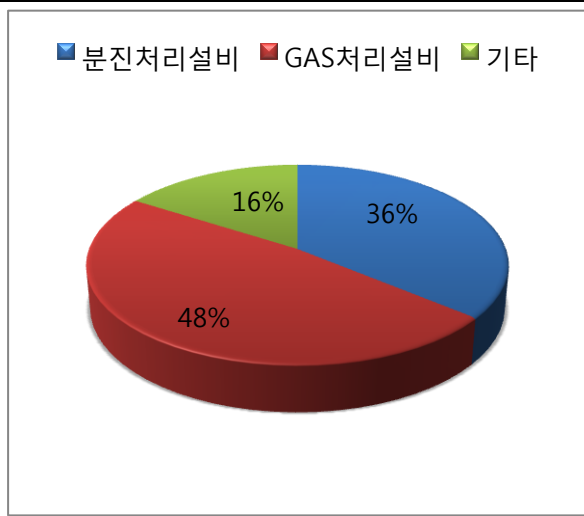
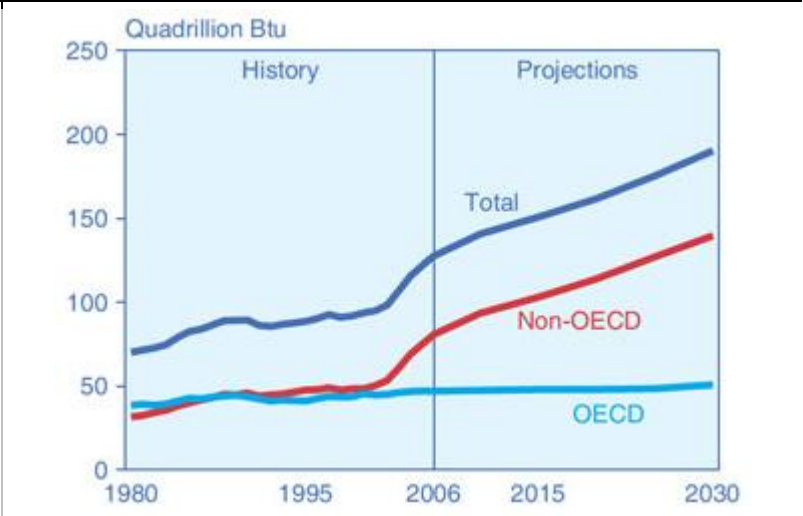


그림 5. World Coal Consumption by Country Grouping



출처: 사업보고서

출처: EIA 2009, World Energy Projections Plus

시장 내 경쟁은 과열되지 않았다

대기오염관련 청정설비 시장은 국내에서는 두산중공업, 한라산업개발이 참여하고 있으며 해외에서는 알스톰 및 미쓰비시 등과 같은 초대형 플랜트 업체가 참여하고 있다. 두산중공업의 경우에는 CCS 사업에만 집중하고 있어 타 환경플랜트 사업 진출예정인 없다. 반면 한라산업개발은 환경·산업·에너지 플랜트뿐만 아니라 토목·건축 등 기타 사업 부문이 매우 다양한 업체로, 환경플랜트에서 폐기물처리설비 그리고 대기오염방지설비에서 동사와 사업부문이 겹치게 된다. 확실한 기준이 주어져 있는 시장이 아니기 때문에 매출액 기준으로 비교했을 때 폐기물처리설비(전기집진기)에서 동사가 우월한 점유율을 보이며, 대기오염방지설비(탈황/탈질설비)에서는 비슷한 점유율을 가지고 과점 시장을 이루고 있다. 그러나 두산중공업, 한라산업개발 모두 동사와 함께 연구개발 중인 프로젝트가 있어 경쟁이라기 보다는 시장을 양분하고 있거나 함께 기술적 측면에서의 향상을 우선적으로 이루고자 한다고 볼 수 있다.

PM 경험과 기술력을 바탕으로 한 선점효과

동사는 2007년 POSCO 광양제철소에 배기가스 및 분진처리 통합설비를 성공적으로 납품하였으며, 이외에도 KEPCO(한국전력공사) 등 국내 발전소, 제철소 및 정유사에 다수의 설비를 납품한 전적을 보유하고 있다. 이를 통해 검증된 동사의 기술력과 시공능력으로 볼 때, 환경설비 시장의 매출은 꾸준할 것으로 예상된다. 또한 정화수준에 있어서는 기술 수준의 차이가 나타나지만, 환경설비 자체는 고도의 기술이 아니기 때문에, PM(Project Managing) 결국 사업 경험이 가장 큰 경쟁력이 되기 때문에 선점효과를 가진다. 기업들이 자발적으로 환경설비를 설치하고자 하지 않는 환경산업의 특성상 실질적으로 매출은 예측하기 힘든 법규 개정에 의해 성장하게 되는 데다, 장치산업인 만큼 초기 투자 비용이 높다. 환경산업에 다수의 기업들이 난립하는 것은 사실이지만, 과거 적절한 규모로 탈황시설에 집중했던 지엔텍홀딩스나 유사 BM을 가지고 있던 케너텍 등이 상장 폐지된 사실 등을 미루어 볼 때 점점 몸집을 불리면서도 꾸준히 근 10년간 성장해온 동사의 사업능력을 높게 평가할 수 있다.

**다소 불투명한
국내 태양광산업의
성장가능성**

신재생에너지 사업 진출

동사는 지난 2005년 태양광사업에 진출했다. 동사가 담당하는 분야는 태양광산업 가운데서도 시스템 사업 분야인데 이는 이미 개발된 모듈을 구입한 뒤 설비를 제조하여 그것으로부터 태양광 발전 시스템을 설치 및 관리해주는 사업이다. 영흥에 1Mw, 김해 명동 정수장에 1.5Mw 규모의 태양광발전소를 시공함으로써 시공실적을 확보한 상태이다.

유럽이 시장을 선도하고 있는 태양광산업은 2030년까지 세계 그린홈 시장규모가 2,000억 달러 이상으로 성장할 것으로 보이는 유망한 미래산업이다. 우리나라 또한 추후 2020년까지 그린홈(기존 방식의 에너지가 전혀 사용되지 않은 주택) 100만호 보급을 목표로 하고 있으며 태양광이 그 주된 에너지 공급원이 될 것으로 보인다. 하지만 이러한 정부의 정책과 지원이 본격화되며 경쟁이 심화되어 현재 태양광 발전 업체만 약 150개가 난립하고 있어 과잉투자가 우려되는 상황이며, 설치를 위한 초기투자 비용이 크기 때문에 태양광산업의 장밋빛 미래를 선불리 예단하기는 어렵다고 볼 수 있다.

그 외 풍력산업은 지주회사인 KC그린홀딩스의 자회사인 KC인발그린에너지가 진출해 있는데 아직까지는 시범적인 수준에 그치고 있다.

3. 왜 KC코트렐 인가?

동사는 인적분할을 통해 안정성이 크게 개선되었으며, 경쟁사대비 우수한 수익성을 보여왔다. 환경산업이 다시금 부각되면서 동사의 성장세는 앞으로 더욱 돋보일 것이다.

투자포인트 1. 동사의 재무상황과 개선효과

1) 인적분할을 통한 안정성 증대

동사는 인적분할을 통해 단기차입금등이 지주회사쪽으로 넘어감

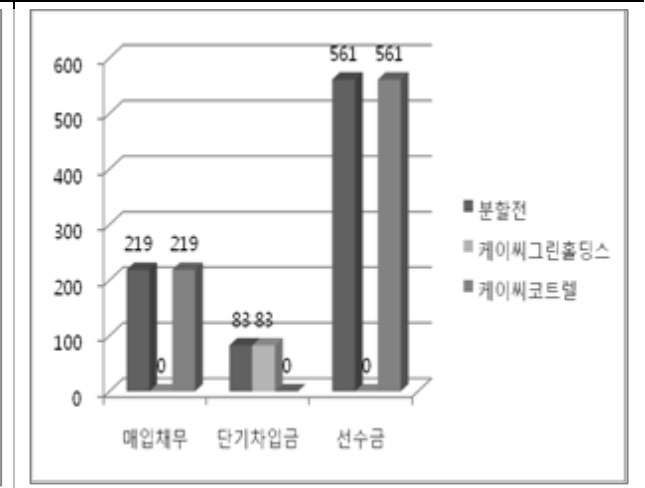
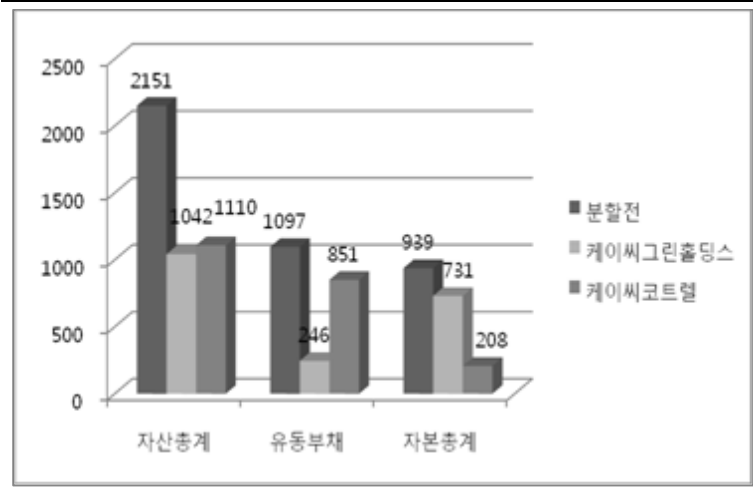
동사는 인적분할을 통해 안정적으로 영업을 영위할 수 있게 되었다. 자산의 분할을 보면 거의 50:50 비율이지만 유동부채의 경우 동사 쪽으로 넘어 온 것을 볼 수 있다. 하지만 이를 상세히 살펴보면 동사의 경우 영업과 관련 된 선수금과 매입채무 등을 가져온 상황이다. 현재 KC그린홀딩스에서 단기차입금 등을 모두 가져간 상황이기 때문에 이를 통해 동사는 앞으로 영업에만 더욱 집중 할 수 있는 환경이 만들어졌다.

부채비율의 큰 증가는 선수금과 공사지연 때문

동사는 분할과 동시에 부채비율이 크게 증가 했음을 알 수 있다. 이는 인적분할시 자본의 비율을 홀딩스와 동사가 0.85:0.15의 비율로 했기 때문이며 동시에 선수금을 동사가 모두 가져왔기 때문이다. 전기에 신규수주를 많이 받음과 동시에 선수금의 규모가 크게 증가하였으나 동시에 공사의 지연으로 인해 금액이 아직까지 줄어들지 않은 상황이다. 하지만 현재 공사가 진행되어가면서 선수금 규모는 60% 수준으로 줄어들어 현재 부채비율은 감소한 상황이다. 앞으로 영업에 집중할 수 있는 환경이 만들어졌기 때문에 향후에는 분할 전보다 안정적인 부채비율을 확보 할 수 있을 것으로 생각된다.

자회사 관련 채무보증 리스크의 감소 이와 더불어 동사의 경우 인적분할을 하기 전에 많은 자회사 보유로 인해 자회사들에 대한 채무보증 리스크를 가지고 있었다. 하지만 이번 분할을 통해서 홀딩스 쪽에 자회사들이 모두 편입되면서 채무보증에 대한 금액 역시 감소하여 이 역시 안정성에 긍정적인 영향을 줄 것으로 생각 된다.

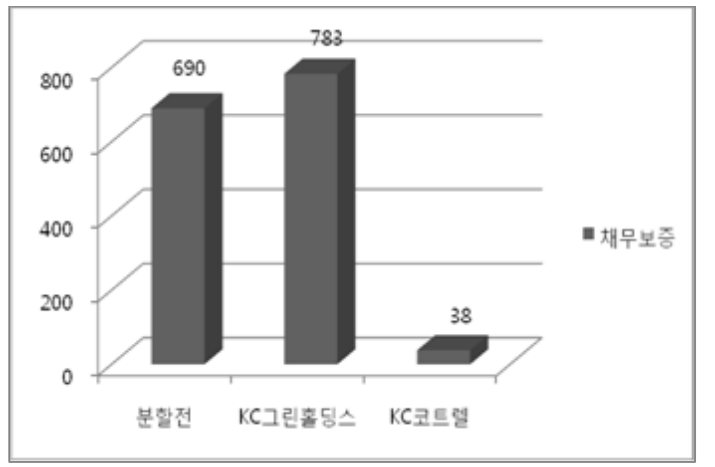
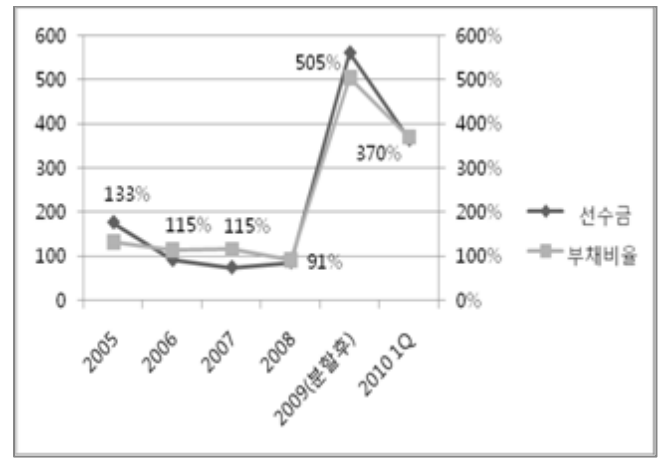
그림 6. 분할 전 후 자산의 변화 (단위: 억 원) **그림 7. 분할 전 후 부채의 변화 (단위: 억 원)**



출처: Research Team 1

출처: Research Team 1

그림 8. 선수금 및 부채비율 (단위: 억 원, %) **그림 9. 분할 이후 채무보증 상황 (단위: 억 원)**



출처: Research Team 1

출처: Research Team 1

2) 경쟁사 대비 우수한 수익성

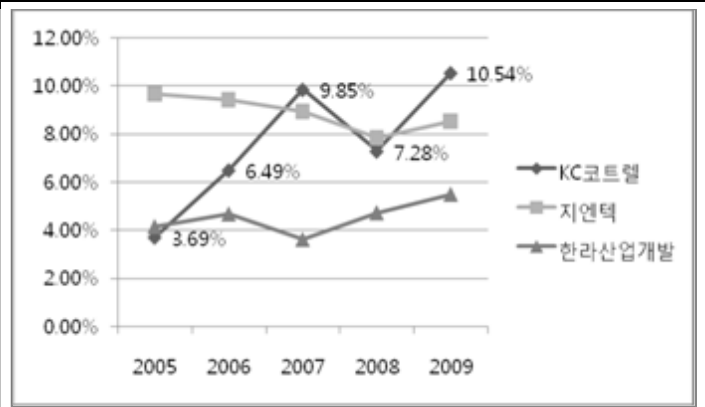
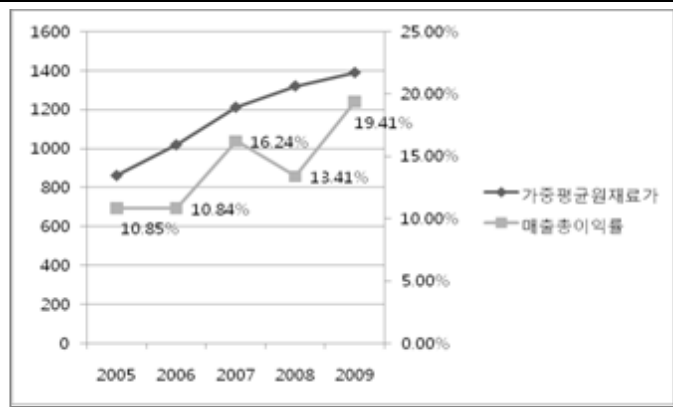
동사의 매출총이익률 꾸준한 증가 추세

동사는 매출총이익률의 꾸준한 증가를 통해 수익성이 꾸준히 개선되어왔다. 그런데 이를 자세히 살펴보면 특이한 현상을 볼 수 있는데 원재료의 가격이 증가하면서 매출총이익률이 함께 증가하는 모습을 보여준다는 것이다. 정확한 결과를 위해 원재료의 매입비율 별로 가중평균을 해보았으며 원화기준으로 계산하였다. 이러한 매출총이익률의 성장을 바탕으로 동사의 이익은 꾸준히 증가했다. 이를 통해 단순한 가격전가력 보유를 넘어 제품자체의 이익률 역시 증가하고 있음을 알 수 있다.

경쟁사 대비 우수한 영업이익률 보유

동사는 현재 경쟁사 대비해서도 우수한 영업이익률을 보이고 있음을 알 수 있다. 2005년 이전까지 동사의 영업이익은 4%에 못 미치는 수준이었지만 꾸준한 매출총이익률의 증가를 통해 영업이익률 역시 꾸준히 증가해 왔으며 현재는 10% 수준에 이르렀다. 이는 동종업계에 있는 경쟁사들과 비교해 봤을 때 높은 수준인데, 집진설비와 저감설비 등의 환경산업을 영위하고 있는 지엔텍과 한라산업개발과 비교해 봤을 때 동사의 영업이익률이 더 나음을 알 수 있다.

그림 10. 원재료가와 매출총이익 추이 (단위: 억 원) **그림 11. 경쟁사와 영업이익률 비교**



출처: Research Team 1

출처: Research Team 1

3) 동사의 꾸준한 성장성

매출액의 꾸준한 증가세가 이어져 왔음

동사의 매출은 꾸준히 증가하여 왔다. 2009년에는 최대규모의 수주잔고를 보유 했음에도 불구하고 매출액은 그에 미치지 못하는 성과를 기록했는데, 이는 앞서서도 말했듯이 공사의 지연으로 인해 매출액이 인식되지 못했기 때문이다. 하지만 영업이익률은 역대 최대규모를 달성했으며 이를 통해 영업이익 역시 149억 원으로 역대 최대규모를 달성했다.

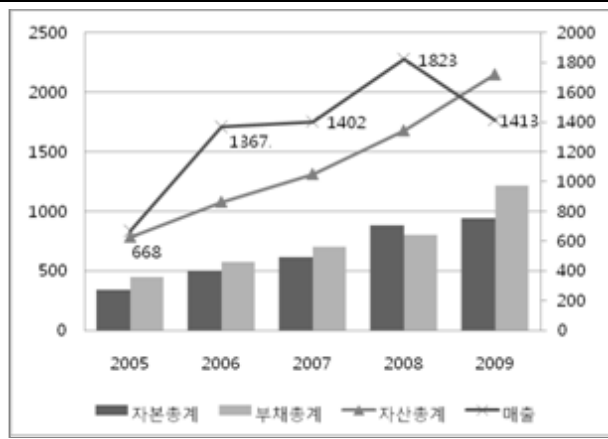
지분법이익을 제거한 순이익률 성장역시 양호

현재 동사는 자회사를 제외한 영업외수익관련 사항을 모두 가지고 온 상황이기 때문에 이를 제외한 당기순이익을 살펴 보았다. 2008년 파생상품으로 인한 손실을 제하고는 지분법손익을 제거한 당기순이익의 성장규모도 양호한 수준이다.

1분기 영업이익률은 좋지 않으나 특성상 하반기에 좋아질 것으로 예상

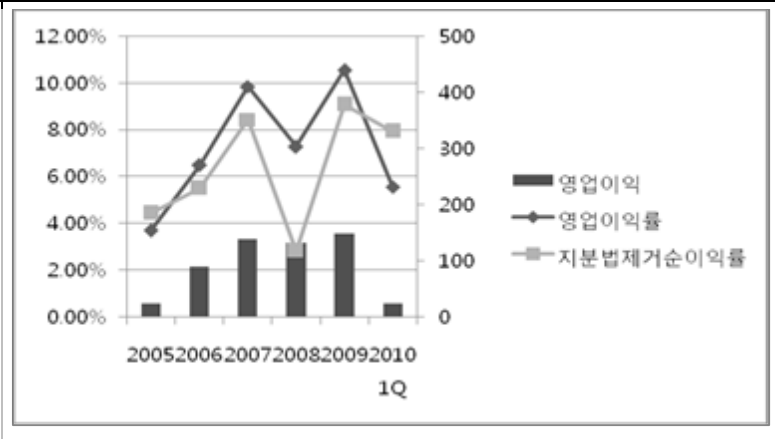
그런데 동사의 이번 1분기의 실적은 썩 좋지 못하다. 하지만 동사의 분기별 영업이익률 추이를 보면 매 분기마다 편차가 큼을 알 수 있다. 2008년을 제외하고는 대체적으로 수주가 마무리 되는 시기에 영업이익률이 높아 지는 경향이 있기 때문에 본격적으로 납기가 마감되는 시기인 하반기에는 영업이익률이 높게 나올 것으로 예상된다.

그림 12. 매출과 자산 증감 추이 (단위: 억 원)



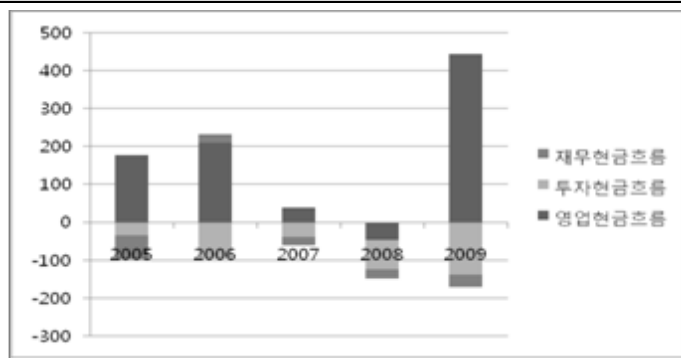
출처: Research Team 1

그림 13. 영업이익 및 영업이익률 순이익률 추이 (단위: 억 원)



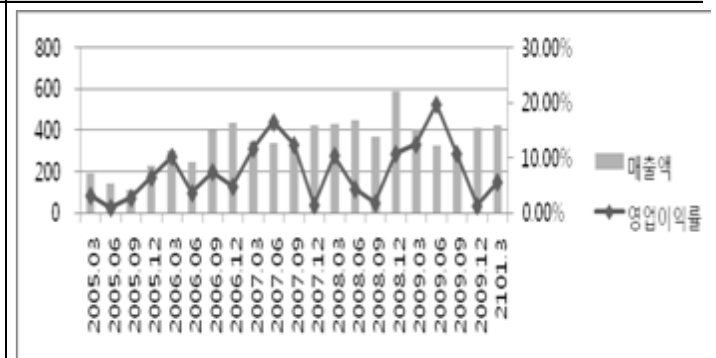
출처: Research Team 1

그림 14. 현금흐름 추이 (단위: 억 원)



출처: Research Team 1

그림 15. 분기별 영업이익률 (단위: 억 원)



출처: Research Team 1

투자포인트 2. 환경산업의 발전과 함께 부각되는 동사의 성장성

1) 환경산업의 발전

정부주도로 이뤄지는 환경산업의 발전

환경오염의 방지와 처리와 관련된 제품 및 서비스를 제공하는 환경산업은 공공재적 특성이 강하다. 직접적인 경제적 부가가치를 창출하지는 않지만 공공복지를 위한 사회간접자본의 성격을 갖는다. 따라서 환경산업의 발전은 민간주도보다는 정부의 주도에 의해 이루어져 왔다. 즉, 국가가 법률을 통해 규제를 하고 피규제 기업들은 최소한의 요건을 지켜 법에 저촉되지 않도록 하는 수준에 그쳐왔다. 경제규모가 성장하고 국민들의 소득이 높아질수록 환경 개선의 필요성은 더욱 높아져왔고 그에 따라 법률 및 규제가 조금씩 강화되면서 환경산업 또한 함께 발전해왔다.

그림 16. 세계 환경산업의 성장

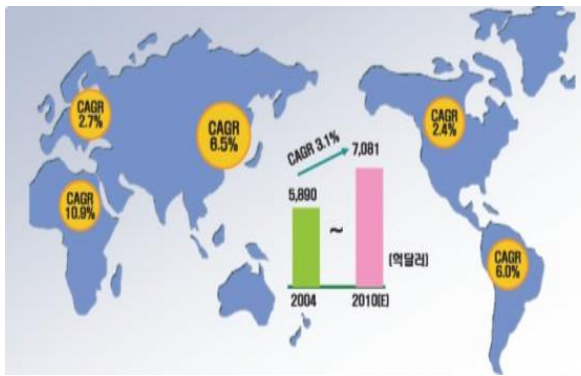


표 2. 환경산업의 특성

특성	비고
공공재적산업	공공복지를 위한 사회간접자본 성격
규제의존산업	환경규제, 정부정책에 의해 시장수요 창출
선진국형산업	소득수준 향상에 따른 삶의 질 개선욕구로부터 발전
복합기술산업	기초과학, 응용과학이 모두 동원되는 종합기술

출처: EBI, 와이엔텍 재인용

출처: 2015 산업발전 비전과 전략, 산업자원부/전국경제인연합회

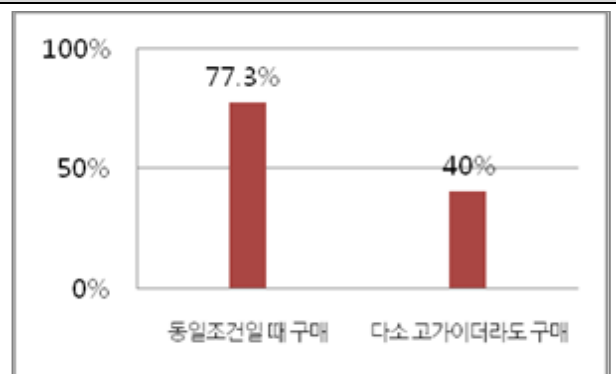
녹색보호주의의 대두, 친환경은 경쟁력이다

그런 환경산업이 최근 다시 새롭게 조명 받고 있다. 이제 환경문제는 단순한 경영 상의 제약조건이 아니라 기업에게 있어 새로운 부가가치를 창출할 수 있는 새로운 원천이 되었다. 유럽 등 선진시장을 중심으로 반환경 제품에 대한 규제가 본격화되고 있다. 일종의 비관세 장벽이라고 표현될 만큼 환경기준을 충족하지 못하는 제품의 수입이 제한되고 있다. 실제로 지난 2005년부터 일본기업 소니는 CSR표준을 지키지 않는 기업과는 거래를 하지 않겠다고 그 기준 가운데 하나로 환경오염기준을 제시하기도 했다. 또한 제품 생산 과정에서 발생한 탄소만큼 세금을 매기는 탄소세도 활발히 논의되고 있다. 한편 소비자들 역시 친환경 기업과 제품에 신뢰를 보내고 있는데, 최근 제일기획의 소비자 설문조사에서는 응답자의 77%가 친환경 제품에 대한 구매의사를 밝혔다.

표 3. TBT(무역기술장벽) 통보문 건수 (TBT: 서로 다른 표준, 규정으로 인한 무역마찰)

구분	미국	EU	중국	일본
전체 TBT 통보건수	75	66	202	35
녹색 관련 통보건수	28 (37.3%)	28 (42.4%)	27 (13.4%)	5 (14.3%)

그림 17. 친환경 제품 구매의사 설문조사 (복수응답)



출처: 국제무역연구원

출처: 제일기획

OECD 최하위 수준의 녹색생산성

삼성경제연구소가 최근 발표한 보고서 '기술 혁신을 통한 녹색경영'에 따르면 우리나라의 생산성은 세계 3위 수준인 반면 탄소, 황산화물 배출 등 환경요소를 고려한 녹색생산성은 OECD 국가 중 최하위 수준인 22위에 그쳤다. 녹색성장을 이루지 못했다는 것을 뜻하기도 하지만 반대로 생각하면 우리나라는 그만큼 친환경 산업이 발전할 수 있

는 여지가 크다는 것을 뜻하기도 한다.

**정부의 적극적인
녹색성장 추진**

이러한 실태를 개선하기 위해 정부에서는 적극적으로 녹색성장을 추진하고 있다. 특히 정부는 지난 2008년 '그린 에너지 산업 발전전략'을 발표하며 정부와 민간이 향후 5년간 3조원을 투자한다는 계획을 세운 뒤 현재 실천 중에 있으며, 올해 2월에는 녹색성장 기본법 시행령의 입법을 예고하였다. 이 시행령은 온실가스를 많이 배출하는 대규모 기업에게 온실가스 감축 및 에너지 절약 계획을 강제하는 것을 그 골자로 한다. 그 외에도 다양한 환경 규제 강화가 예상되는데 예를 들면 올해부터 질소 산화물(NOx) 배출 규제가 강화되기도 했다.

이러한 정부의 강력한 녹색성장 추진계획과 선진국 중심의 녹색보호주의는 환경산업 시장의 규모 확대에 바로 이어질 것이며, 국내 대기환경 설비업을 주도하고 있는 동사의 입장에서는 매출을 증대시킬 수 있는 기회들이 앞으로 더 많아질 것으로 보인다. IR에 따르면 실제로 당장 올해 하반기 이후 지난 분기 대비 훨씬 많은 경쟁입찰 기회가 있어 매출액 확대가 예상된다고 한다.

표 4. 주요국의 연평균 생산성 및 녹색생산성 (1990~2006년, OECD 24개국 분석)					그림 18. 환경설비업 시장규모		
국가	생산성		녹색생산성		1999	2005	2010(E)
	지수(%)	순위	지수(%)	순위			
노르웨이	3.29	8	2.00	1	22610	1180	62620
스웨덴	2.41	17	1.21	2	46350	1660	2070
핀란드	2.55	15	0.88	3			
일본	1.10	24	0.75	5			
독일	1.56	22	0.55	7			
한국	4.84	3	-0.39	22			
OECD	2.62	-	0.14	-			

출처: 삼성경제연구소

출처: (주)콘테크, 산업연구원

2) 해외수주의 성장세와 넉넉한 수주잔고

동사의 주된 산업인 환경 설비업은 제2의 부흥기를 맞았다. 2005년부터 국내 발전소와 제철소들로부터 대규모 수주를 통해 수주잔고가 늘었다. 이후 07년부터는 국내 수주와 함께 본격적으로 해외 수주량이 늘면서 사상최대의(09년 12월 기준) 수주 잔고량을 보이고 있다.

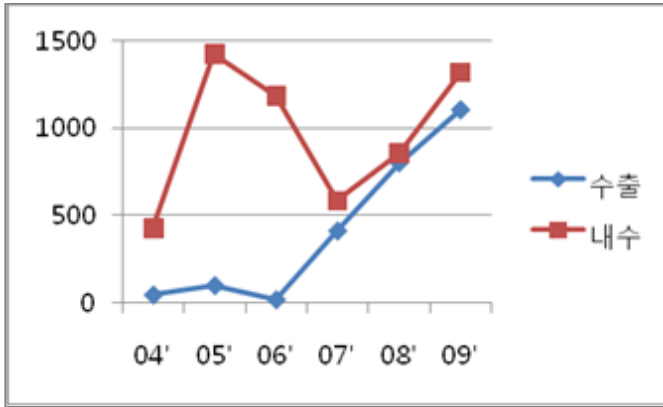
**개도국 환경설비시장
에 성공적으로 진출**

해외수주의 성장세

동사의 해외 수주 잔고량(30억 원 규모 이상)은 06년 19억에서 09년 1100억으로 급격히 증가하였다. 07년 충청, 관동성, 다렌에서 시작해서 08년 카자흐스탄, 대만, 칠레, 베트남 등의 국가로부터 발전관련 환경설비를 연이어 수주받으면서 09년12월31일 기준으

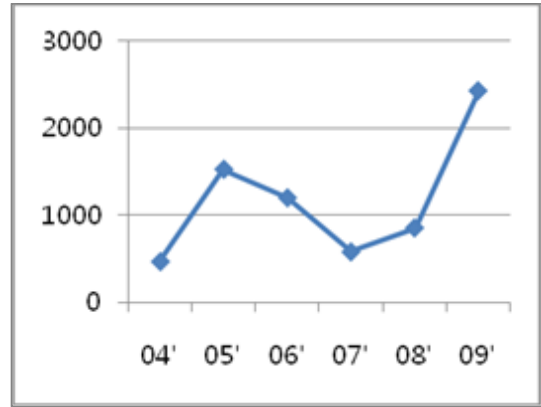
로 해외 수주잔고는 1100억에 이르렀다. 앞으로도 해외수주가 지속될 것으로 보인다. 동남아시아 개발도상국과 중국의 전력부족으로 인해 화력발전소 건설이 늘어날 예정이며 국제 환경규제의 강화로 개발도상국의 환경시장은 급격히 성장할 것이 예상된다.

그림 19. 수주잔량(30억원 규모 이상) (단위: 억 원)



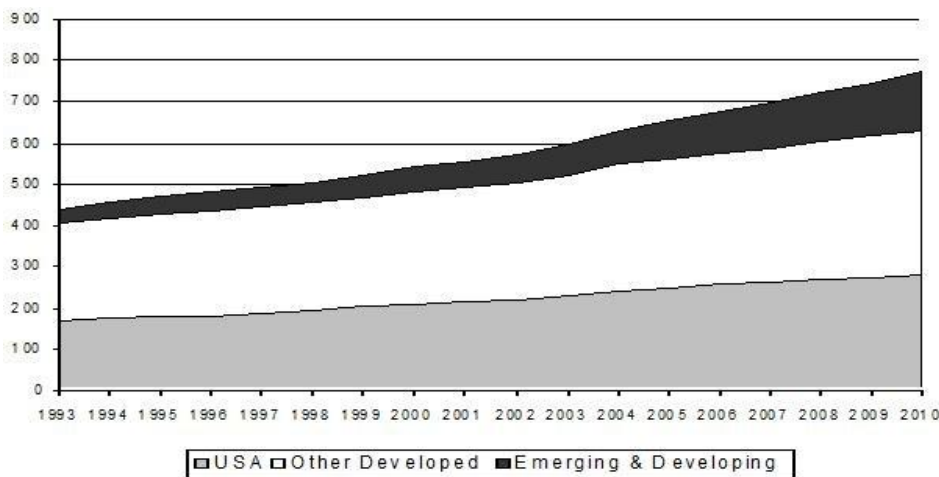
출처: KC코트렐, Research Team 1

그림 20. 수주잔량(30억원 규모 이상) (단위: 억 원)



출처: KC코트렐, Research Team 1

그림 21. 세계 환경시장의 비율



출처: Environmental Business International Inc

KC그린홀딩스의 해외영업

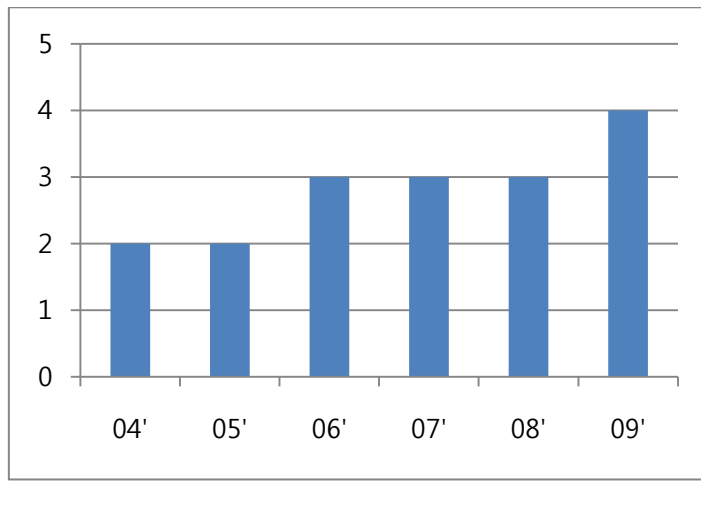
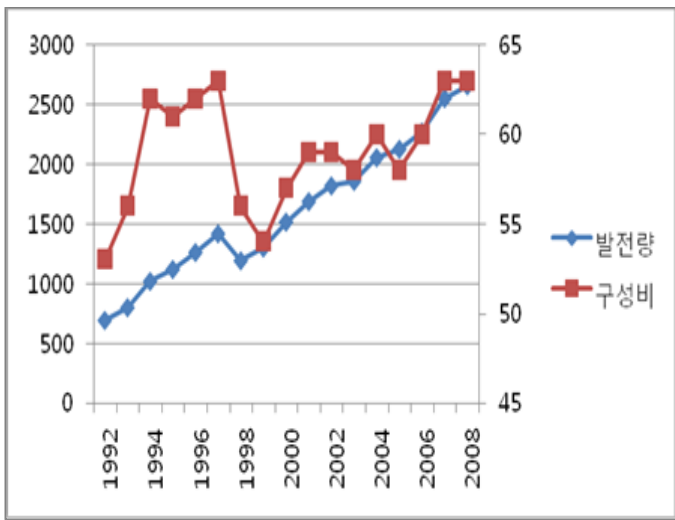
동사의 해외 영업은 동사와 인적 분할된 KC그린홀딩스의 자회사들이 맡고있다. 영국 Lodge Cottrell Ltd. 중국의 KC Cottrell China Co., Ltd 미국의 Lodge Cottrell Inc.가 진출해있으며, 2009년에는 베트남과 인도에 각각 KC Cottrell Vietnam Co.,Ltd.과 Lodge Cottrell India Pvt., Ltd.이 설립되었다. KC그린홀딩스의 자회사들이 발주를 받아오면 동사가 설비를 제조해 공급하는 시스템으로 동사는 제조부분에만 집중할 수 있다.

굳건한 내수시장: 화력발전은 죽지 않는다!

전방산업으로부터
꾸준한 수주 예정

국내 환경설비시장의 성장세는 둔화되었다. 하지만 동사의 주요 전방산업인 화력발전의 발전량은 98년 잠깐 떨어진 이후 꾸준히 증가하고 있다. 우리나라 전체 발전 구성비로 보아도 화력발전은 99년 이후 증가추세이며 현재 전체 전력생산의 63%를 담당하고 있다. 화력발전이 지속됨에 따라 환경설비의 교체수요가 주기적으로 발생한다. 내수 시장만 살펴본다면 10년 1분기 기준으로 동사의 발전관련 수주현황은 2군데의 신설발전기 환경설비와 7개의 기존 화력발전의 설비개선 및 보완 수주를 가지고 있다.

그림 22. 국내 화력발전 발전량과 구성비 (단위: 억 kWh, %) **그림 23. 동사의 국내 화력발전관련 수주 (단위 :개)**



출처: 전력통계정보시스템

출처: Research Team 1

철강업계의 당분간 설비투자는 감소할 전망이다

최근 철강업계 설비투자는 감소하지만 수주잔고의 여유가 있다

철강업계 역시 동사의 주요 전방산업이다. 철강업계 전체의 환경투자 설비액은 2007년 5천 465억으로 최대를 기록한 이후 2008년 3천 66억 원, 2009년 2천 83억 원(E)으로 점차 감소세에 있다. 그러나 동사의 철강업계 관련 수주는 08년부터 늘기 시작했으며 09년에 들어와서 두 번의 큰 발주를 받았다. 현재 10년 1분기 기준으로 수주잔고 822억 원 가량 남아 있다.

대기오염물질 배출허용 기준 강화

대기환경 규제강화,
동사에게는
매출확대를 위한 호재

대기환경보전법이 2010년부터 대폭 강화된다. 환경부는 황산화물(Sox)과 질소산화물(Nox) 배출허용 기준을 강화하여 사업장의 방지시설 교체·보완을 촉진할 계획이다. 보통 배출허용기준치를 정부가 정했을 경우, 기업체는 비용부담으로 인해 최소한의 기준치만 지키는 수준에서 설비를 투자한다. 따라서 배출허용치가 강화되면 방지시설의 보완은 필수적이다. 동사의 주 사업영역인 집진, 탈황, 탈질 부문 모두에서 기준이 대폭 강화됨에 따라 내수시장 새로운 수요증가가 예상된다.

수도권대기오염총량제의 확대실시

대기오염 총량제는 사업장에 연도별로 배출할 수 있는 오염물질의 총량을 할당하고, 할당량보다 오염물질을 적게 배출할 경우 그 만큼 다른 사업장에 팔 수 있도록 하는 제도이다. 2008년 시행 후 수도권의 질소산화물과 황산화물의 배출량은 각각 18%, 25% 만큼 줄었다. 2010년 1월부터는 기존 117개의 사업장에서 서 350여 곳으로 사업장이 확대되었다. 총량제에 포함되는 사업장은 향후 5년간 대기오염물질 절감 계획을 제출하고 실행하여야 한다.

이렇게 단장기적으로 대기오염물질 배출에 대한 규제가 강화되고 있다. 이러한 규제의 강화로 동사의 매출확대 기회는 커지고 있다.

표 5. 대기환경보전법 강화(2010년 개정)

황산화물 (발전소등 : 고체연료 사용, 100MW이상)	150ppm	100ppm
질소산화물(발전소등 : 액체연료 사용, 100MW이상)	250ppm	100ppm
먼지(소각시설)	80mg/Sm ³	40mg/Sm ³

출처: 환경부

4. ISSUE & RISK

1. Carbon Capture and Storage

정부의 온실가스 감축목표계획 발표

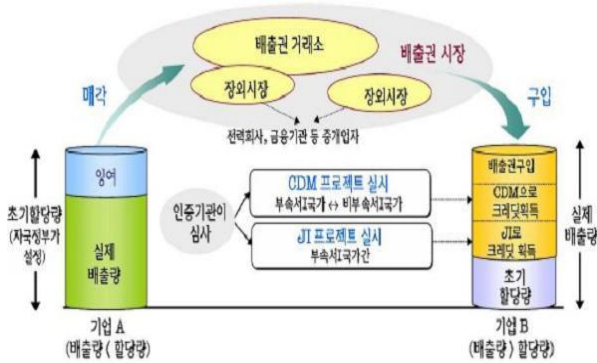
녹색성장을 주요한 정책목표로 삼은 정부는 지난 해 11월, 앞으로 2020년까지 온실가스 배출량을 2005년 대비 4% 줄이겠다는 온실가스 감축안을 발표했다. 하지만 이는 주요 선진국들의 감축목표(EU 13%, 미국 20%, 일본 30%)에 비해 매우 낮은 수준이기 때문에 논란이 되고 있으며 추후 정치적인 논의를 거쳐 더욱 더 강화될 가능성이 높은 상황이다.

국내 탄소배출권 시장 설립예정

정부가 이렇게 온실가스 감축안을 추진하고 있는 이유는 앞으로 우리나라에서도 탄소배출권이 시장가격이 매겨지는 상품이 되어 거래될 예정이기 때문이다. 우리나라는 2013년부터 교토의정서 의무감축국에 포함되면서 탄소배출권 거래시장에 자동으로 진입하게 된다.

현재로서는 지식경제부가 자발적으로 온실가스 배출량을 줄이는 기업에 인센티브를 지급하는 '온실가스 감축량 정부구매제도(2009년 기준 총 90억 원)'를 통해 지원을 받는 데에 그쳤지만 2013년 이후부터는 정부가 본격적으로 각 기업의 탄소배출량을 제한하게 되면서 탄소에도 교환가치가 생긴다. 이를 위해 정부는 온실가스 배출권 거래제를 한국거래소 주관으로 시범적으로 도입하여 운영하고 있으며 시범운영이 끝난 뒤 2013년부터는 국내에서도 본격적으로 탄소 선물계약 등이 도입되어 시행되게 된다. 참고로 현재 유럽연합의 탄소배출권 가격은 톤 당 약 16유로 선에서 유지되고 있다.

그림 24. 탄소배출권 시장 메커니즘



출처: 국가환경정보센터

그림 25. 탄소배출권 거래제도

제도	국제배출권 거래제도 (IET)	청정개발제도 (CDM)	공동이행제도 (JI)
내용	국가별로 부과된 배출 quota의 매매를 허용	선진국이 개발도상국에 투자하여 감축한 온실가스의 일정량을 자국의 실적으로 인정	선진국이 다른 선진국에 투자하여 감축한 온실가스의 일정량을 자국의 실적으로 인정

출처: Research Team 1

더욱 더 커지는 CSS기술의 가치

이러한 현실 속에서 CCS(Carbon Capture and Storage) 기술이 주목 받고 있다. CSS기술이란 고농도의 CO₂를 포집·압축·수송하여 암반층에 안전하게 대량 저장하는 기술로서 CO₂의 대량방출을 직접적으로 감축할 수 있다.

OECD는 CCS기술을 온실가스 직접 감축기술로 천명하고 청정개발체제사업(CDM)으로 채택할 예정이다. CDM이란 선진국이 개발도상국에 투자하여 감축한 온실가스의 일정량을 자국의 실적으로 인정해주는 것이다. CCS기술은 CDM의 대표적인 기술 가운데 하나로서, 만약 우리나라가 높은 기술력을 개발도상국에 제공하여 해당국가의 탄소배출량을 줄여주면 그만큼을 자국의 탄소배출량 감소분으로 인정받을 수 있다.

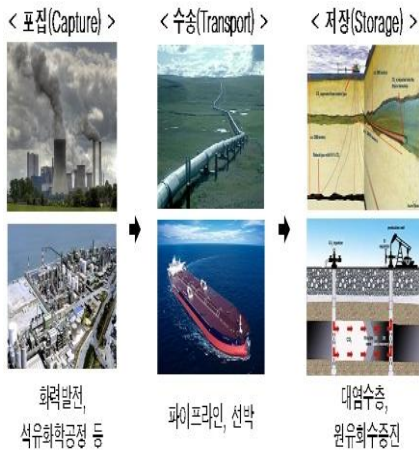
CSS의 기술 현황

현재 EU, 미국에서는 CCS기술이 전반적으로 상용화 단계에 들어서있다. 우리나라는 CO₂ 포집 분야에서 기술검증을 완료하였으며, 한국과학기술기획평가원에 따르면 기술력은 최고 기술대비 84% 수준이며 약 1.3년의 격차가 있다고 한다. 아직까지는 CO₂ 저장기술 실증 및 저장장소 확보에 어려움을 겪고 있어 상용화까지는 보다 긴 시간이 걸릴 것으로 보인다.

국내 CCS기술을 선도하고 있는 동사

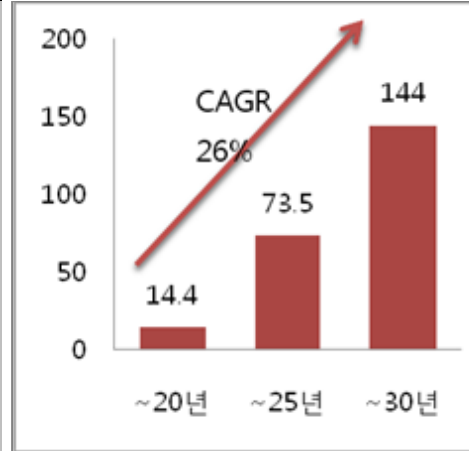
올해 3월, 동사는 세계최초로 건식흡수제를 이용한 포집 플랜트(설비용량 0.5MW×1기)를 한국에너지기술연구원, 한국남부발전 등과 함께 공동 개발했다. 우리나라와 대등한 기술력을 가진 미국 RTI사의 제거율이 77%인데 반해 해당 포집 플랜트의 제거율은 85% 수준으로 매우 우수하다. 시범운영을 마친 뒤에는 10MW급으로 격상된 포집 플랜트를 설치할 예정인데, 이는 지식경제부 중대형 전략과제로 추진 중에 있다. 이후 상업화 가능성이 입증되면 2014년 12월 준공 예정인 삼척그린파워발전소에 세계 최초의 상용급 건식 CO₂ 포집설비(300MW급)를 설치할 예정이다. CCS기술은 현재까지는 R&D 수준에 머무르고 있어 시장성이 없다. 하지만 몇 년 내로 기술이 개선되어 상용화가 시작되고 나면 시장규모가 크게 확대될 것이므로 장기적인 관점에서 성장성이 기대되는 분야이다.

그림 26. CCS 기술 응용메커니즘



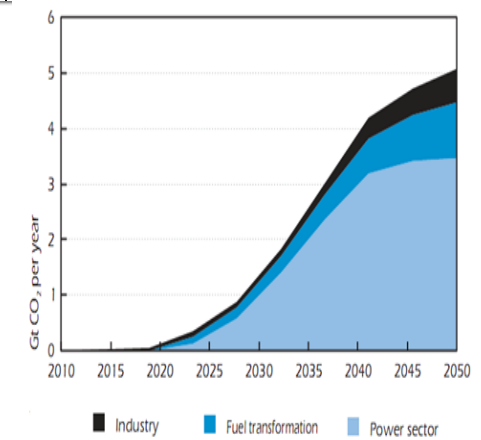
출처: IMCK

그림 27. CCS 시장 전망 (단위: 조 원)



출처: IEA, 두산중공업IR REPORT 재인용

그림 28. 분야별 이산화탄소 포집전망치 (단위: 기가 톤)



출처: IEA

2. 환 헷지

동사의 환헷지 규모는 상당히 큰 편

동사는 계약 체결시 또는 의향서 등의 접수 시에 선물환계약을 체결하여 향후의 환 변동으로부터의 위험을 제거하고 있다. 또한 프로젝트의 이익을 계약시점에 확정함으로써 공사의 진행 팀이 환 위험으로부터 벗어나 공사에만 전념할 수 있도록 하고 있다. 그렇기 때문에 동사의 환 헷지 규모는 상당히 큰 편이다.

2008년, 2009년에 손실 규모가 컸으나 최근 다시 잘하고 있음

2008년의 급격한 환 변동으로 인해 2008년, 2009년 동사의 외화와 파생상품관련 손실이 모두 크게 증가한 모습이다. 하지만 그 전까지의 모습을 볼 때 환 헷지를 상당히 잘 해 온 것으로 판단되며 최근 들어 다시 정상적인 궤도로 들어서고 있는 모습이다. 또한 수출 규모가 늘고 있기 때문에 환 변동의 위험을 관리 해주는 것은 긍정적으로 판단된다.

그림 29. 파생상품 거래 현황

계약처	포지션	계약일	만기일	계약금액	계약종류	평가손익
외환은행	매도	2009-03-30	2010-06-28	500,000 USD	1,326.80	1.90
	매도	2009-03-30	2010-07-29	1,100,000 USD	1,324.80	5.44
	매도	2009-03-30	2010-09-30	900,000 USD	1,317.80	3.11
	매도	2009-03-30	2010-10-28	1,300,000 USD	1,313.80	18.21
	매도	2009-08-18	2010-06-22	52,470,000 JPY	13,228	7
	매도	2009-08-18	2010-07-20	52,470,000 JPY	13,228	57
	매도	2009-08-18	2010-08-24	52,470,000 JPY	13,188	90
	매도	2009-08-18	2010-09-28	52,470,000 JPY	13,118	1.12
	매도	2009-08-18	2010-10-26	52,470,000 JPY	13,118	1.48
	매도	2009-08-18	2010-11-23	52,470,000 JPY	13,118	1.68
	매도	2009-08-18	2010-12-14	52,470,000 JPY	13,118	1.69
	매도	2009-05-25	2010-06-17	40,930,000 GBP	1,941.80	6.41
	매도	2008-09-24	2010-07-01	278,430 GBP	2,019.36	22.84
	매도	2008-09-30	2011-07-05	277,292 GBP	2,043.17	21.86
	매도	2010-01-22	2010-09-30	936,000 USD	1,154.00	3.97
	매도	2010-02-05	2010-12-16	1,750,000 USD	1,174.20	19.04

출처: Research Team 1

그림 30. 파생 및 외화관련손익 (단위: 천만 원)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 1Q
파생관련손익	61	3	31	-774	-90	66
외화관련손익	-22	-21	22	155	-154	-36
합계	39	-18	53	-619	-244	29

출처: Research Team 1

5. Valuation

인적분할 이후 동사의 현재 주가는 상당히 저평가되어있는 상태이다. 이 때문에 일단 절대적 가치평가인 DCF를 통해서 동사의 가치를 구해 본 후에 상대적 가치인 PER을 이용하여 비교해 보기로 하였다.

1. 매출액 추정 및 2010년 EPS 추정

현재 2010년 까지 마무리 되어야 하는 수주잔고는 대략 1511억 규모이다. 대형 수주 (30억)의 규모가 평균적으로 매출액의 약 60~70%를 차지 하고 있는 것과 각 분야의 성장성을 근거로 하여 2010년 매출액 규모는 1,925억 원으로 예상되었다.

매출총이익률은 전기 19.41% 와 1분기 **14.64%** 중 1분기의 매출총이익률을 적용하였다. 이를 통해 영업이익은 153억 원으로 추정되었으며 당기 순이익은 155억 원 규모가 나왔다. 이를 통해 EPS는 3,043원으로 추정 되었다.

과 목	2008	2009	2010(E)
매출액	1,823	1,413	1,925
매출총이익	244	274	282
영업이익	133	149	153
법인세비용차감전 계속사업이익	116	171	199
당기순이익	82	139	155

2. 동사의 1분기 재무제표를 바탕으로 한 IC 추정

	2010 1Q
유동자산 총계	674
현금 + 시장성유가증권	236
영업용 유동자산	438
유동부채 총계	693
이자발생유동부채	0
비이자발생유동부채	693
영업용 운전자본	-256
순유형고정자산	270
순무형고정자산	1
기타 영업용 자산	27
기타 영업용 부채	83
기타 영업용 순자산	-56
IC	-42

3. 절대적가치평가(DCF)

FCFF 추정을 위한 가정

매출액 성장률

현재 수주잔고로 인한 매출액의 증가를 예상해 본 결과, 이번 기수와 비슷한 매출액을 올릴 수 있을 것으로 예상된다. 2011년 에는 금년 하반기에 물려있는 대형수주를 성공할 경우 성장이 예상되지만 그렇지 못할 경우를 예상해 수주잔고의 만기가 대부분 2010년 이기 때문에 매출액 자체가 동기대비 감소할 것으로 예상되어 성장률을 -5%로 잡았다. 향후에는 해외시장과 더불어 이정도 규모의 수주 유지와 함께 탄소배출권 시장이 커짐으로써 5~10%의 추가 성장이 가능할 것으로 예상하였다.

영업이익률

1분기 영업이익률은 5.57%였다. 동사의 특성상 하반기 영업이익률이 회복 될 것으로 예상되어 8% 수준으로 잡았으며 앞서 나왔듯이 영업이익은 153억 수준이다. 향후에도 비슷한 규모의 영업이익률을 유지할 것으로 생각 했으며, 점착 감소하여 2014년부터는 5%수준을 유지 할 것으로 가정하였다.

유, 무형자산 상각비,

유, 무형자산의 상각비는 동사의 경우 정액법으로 계산하는 것을 토대로 하여 2010년 1분기의 자료를 토대로 정하였다. 그 결과 동사의 현재 유형자산과 무형자산 그리고 감가상각비를 토대로 구한 결과 0.57% 로 추정되었다.

영업용운전자본, 순유형고정자산, 순무형고정자산

공사진행과 함께 매출액 증대와 선수금규모감소를 통해 영업용 운전자본은 증대 될 것으로 생각 하였으며 기타자료는 2010년 1분기 자료를 통해서 추정하였다.

WACC를 구하기 위한 가정

자기자본비용

상장 이후 동사의 베타는 **0.3**이다. 하지만 동사의 경우 상장한지 4달 밖에 되지 않았기 때문에 이를 적용하기에는 문제가 있다. 그렇기 때문에 동사의 인적분할 하기 전 회사인 KC그린홀딩스의 베타를 적용하기로 하였다. KC그린홀딩스는 인적분할 이전 동사의 BM을 그대로 유지하고 있었으며 지분법손익의 경우 그 규모가 영업이익에 비해 작은 수준이었기 때문에 이를 적용하는데 무리가 없다고 판단하였다. 그렇기 때문에 우선적으로 KC그린홀딩스의 2009년의 1년치 일별베타인 0.97을 적용하기로 하였다.

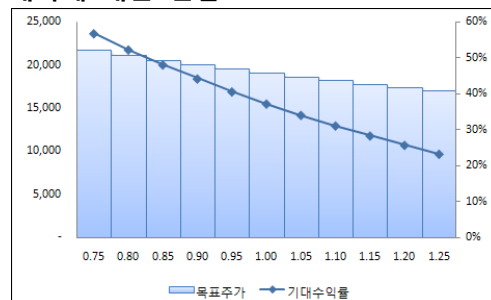
타인자본비용

한계조달금리는 동사 차입금의 연 이자율 가중평균을 통해서 구하였다. 하지만 현재 이자발생부채가 모두 홀딩스 쪽으로 넘어간 상황이라서 타인자본비용으로 인한 WACC의 변화는 없었다. 이를 통해 WACC는 **11.05%**가 나왔으며 영구성장률은 산업의 불확실성을 고려해 보수적으로 **0%**로 설정하였다.

매출액대비비율	2009	2010	2011	2012	2013	2014	10년 평균치
영업이익률	10.54%	8.00%	8.00%	8.00%	7.00%	5.00%	4.92%
유,무형자산 상각비	0.57%	0.57%	0.70%	1.00%	1.20%	1.50%	1.49%
영업용운전자본	-22.43%	-12.78%	-13.00%	-15.00%	-11.00%	-10.00%	-11.25%
순유형고정자산	18.89%	13.52%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	23.61%
순무형고정자산	0.07%	0.05%	0.07%	0.07%	0.07%	0.10%	0.22%
기타영업용순자산	-2.89%	-2.82%	-2.90%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	-3.95%
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
예상매출액	141,347,925	192,586,548	182,957,220	182,957,220	195,176,749	201,408,708	
매출액성장률	집진기	40.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	2.0%	
매출액	56,539,170	79,154,838	75,197,096	75,197,096	78,956,951	80,536,090	
매출액성장률	가스처리	40.0%	-5.0%	0.0%	10.0%	5.0%	
매출액	63,606,566	89,049,193	84,596,733	84,596,733	93,056,406	97,709,227	
매출액성장률	기타부품	15.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
매출액	21,202,189	24,382,517	23,163,391	23,163,391	23,163,391	23,163,391	
가중평균성장률		36.3%	-5.0%	0.0%	6.7%	3.2%	
예상EBIT	14,902,897	15,406,924	14,636,578	14,636,578	13,662,372	10,070,435	
NOPLAT	10,804,600	11,940,366	11,343,348	11,416,531	10,656,650	7,854,940	
(+)유,무형자산 상각비	804,145	1,097,743	1,280,701	1,829,572	2,342,121	3,021,131	
출현금유입	11,608,746	13,038,109	12,624,048	13,246,103	12,998,771	10,876,070	
영업용 운전자본	(31,698,000)	(24,612,561)	(23,784,439)	(27,443,583)	(21,469,442)	(20,140,871)	
순유형고정자산	26,696,000	26,037,701	27,443,583	27,443,583	29,276,512	30,211,306	
기타 영업용 순자산	(4,084,000)	(5,430,941)	(5,305,759)	(5,488,717)	(5,855,302)	(6,042,261)	
IC	(9,086,000)	(4,005,800)	(1,646,615)	(5,488,717)	1,951,767	4,028,174	
예상ROIC(평균)	131.0%	-182.4%	-401.4%	-320.0%	-602.6%	262.7%	
예상ROIC(기초)	42.9%	-131.4%	-283.2%	-693.3%	-194.2%	402.5%	
IC증가액		5,080,200	2,359,185	(3,842,102)	7,440,484	2,076,407	
(+)유,무형자산 상각비		1,097,743	1,280,701	1,829,572	2,342,121	3,021,131	
총투자액		6,177,943	3,639,886	(2,012,529)	9,782,605	5,097,537	
예상 FCFF		6,860,166	8,984,162	15,258,632	3,216,166	5,778,533	
합인기간		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	
현재가치		6,177,825	7,285,839	11,143,422	2,115,156	3,422,335	

자기자본비용	11.05%	현재가치의 합	30,144,578
1년차일별베타	0.9700	PV of TV	42,119,391
Adj.한국시장프리미엄	7.50%	현금 + 시장성유가증권	23,631,331
9년만기국채수익률(2009년 평균)	3.77%	비영업용자산	1,432,535
WACC	11.05%	Value of the Firm	97,327,836
차입금가치(이자발생부채)	0	(-)Value of the Debt	0
주주지분가치(시가총액)	70,890,000	전환사채	0
현재조달금리	6.24%	신주인수권부사채 및 S/O 등	0
WACC	11.05%	우선주 현재주가	0
영구성장률	0.00%	우선주 발행주식수	0
예상 ROIC(2단계)	262.71%	(-) Value of the preferred stock	0
FCFF추정(2단계)	7,854,940	Value of the Equity	97,327,836
Terminal Value	71,117,606	발행주식수	5,100,000
		회성주식수	
		목표주가	₩ 19,084
		현재주가	₩ 13,900
		기대수익률	37%

베타에 대한 민감도



DCF를 통해 벨류에이션을 한 결과 목표주가 19,084원으로 기대수익률은 37% 가 나왔 다.

4. 상대적 가치평가(PER)

동사의 전 4분기 지분법관련 손익을 제거한 당기순이익 기준 PER은 4.92로 나왔다.

동사의 인적분할 전 2009년 1년 동안 과거 KC그린홀딩스의 PER인 9.72와 동사의 매출액과 영업이익 규모를 고려하여 여타 환경산업을 영위하고 있는 기업들과의 PER을 비교했을 때 현재의 PER인 4.92는 상당히 낮은 수준으로 저평가되어 있음을 알 수 있다. 이를 통해 과거의 PER을 회복할 수 있을 것으로 생각하며, 2010년 적정 PER는 9로 예상한다.

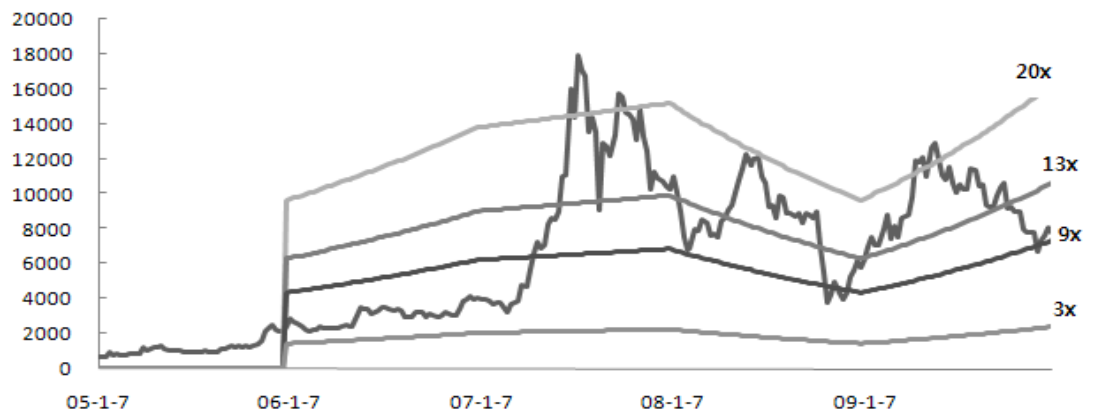
	단위:천 원		단위: 원
직전 4분기 당기순이익	14,418,266	2010년 EPS(E)	3,043
시가총액	70,890,000	2010년 PER(E)	9
현재 PER	4.92	목표주가	27,387
현재주가	13,900	기대수익률	97%

이를 통해 도출된 목표주가는 27,387원 이다.

환경산업 간 비교

환경산업 비교	인선이엔티	자연과환경	에코솔루션	한택	케이아이씨	대경기계
BM	쓰레기매립	환경생태복원	토양복원, 환경오염정화	친환경에너지 절감설비	질소산화물 저감설비	열교환기
매출액	1104	413	572	302	1506	2437
영업이익	266	16	-7	42	119	241
당기순이익	113	13	-327	32	43	167
시가총액	1467	431	122	312	1220	1532
PER	17.77	39.71	-0.43	12.17	27.27	10.44
PBR	1.51	1.33	0.66	1.01	1.02	2.42
EPS	293	26	-1676	533	290	306
EV/EBITDA	5.58	16.2	33.65	5.9	13.9	7.25

동사의 과거 PER 추이



5. 결론

DCF와 PER를 통해 동사의 12개월 목표주가를 19,347원으로 설정하여 기대수익률 39%로 BUY를 제시하는 바이며, 장기적으로는 더 높은 수익률을 올릴 수 있을 것으로 기대한다.

*** APPENDIX (KC그린홀딩스)**

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	1,368	1,403	1,823	1,413	유동자산	677	729	692	992
매출원가	1,219	1,175	1,579	1,139	예금등가액 및 만기금융	397	307	100	438
매출총이익	148	228	244	274	시장성유가증권	1	0	0	0
판매비 및 일반관리비	60	90	112	125	매출채권	187	301	384	372
인건비	19	31	38	45	재고자산	42	58	49	50
광고상각비	3	3	3	3	비유동자산	402	585	988	1,159
부동산상각비	0	1	1	1	투자자산	209	381	578	723
기타판매비 및 일반관리비	12	17	23	21	유형자산	171	170	376	396
영업이익	89	138	133	149	무형자산	2	2	1	7
영업외손익	21	32	-16	22	자산총계	1,079	1,314	1,680	2,151
이자수익	12	17	12	17	유동부채	522	561	608	1,097
이자비용	3	1	7	5	매입채무	403	303	329	219
외환차손익	2	1	19	0	단기차입금				83
외환환산손익	-4	2	-4	-16	유동성장기차입금	4	4	4	140
지분법이익	27	26	48	45	비유동부채	54	142	193	116
기타영업외손익	-15	-3	11	17	사채	0	0	0	0
세전계속사업이익	110	171	116	171	장기차입금	13	77	73	0
법인세비용	9	42	34	32	부채총계	576	703	801	1,213
계속사업이익	101	129	82	139	자본금	85	85	85	85
종단사업이익					자본잉여금	269	269	269	269
당기순이익	101	129	82	139	이익잉여금	150	262	315	415
EPS (원)	749	757	482	816	자본조달				-9
수절EPS					자본총계	503	611	879	939
현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(%,%)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한관련금액	210	40	-45	443	Growth Ratios				
당기순이익	101	129	82	139	매출액성장률 %	104.7%	2.6%	30.0%	-22.5%
비환급수익비용가감	15	15	29	13	EBITDA성장률 %	182.6%	52.0%	-3.6%	12.6%
유형자산감가상각비	7	8	8	9	EBIT성장률 %	259.6%	55.7%	-3.9%	12.3%
부동산상각비	0	1	1	1	총자산성장률 %	37.6%	21.7%	27.9%	28.1%
회피급여	16	16	16	15	Profitability Ratios				
외환환산손익	2	-0	4	2	매출총이익률 %	10.8%	16.2%	13.4%	19.4%
지분법평가손익	-27	40	-45	443	EBITDA마진률 %	7.1%	10.4%	7.7%	11.3%
기타	17	-49	45	-457	EBIT마진률 %	6.5%	9.8%	7.3%	10.5%
영업활동으로인한자산부	93	-104	-156	291	세전계속사업이익률 %	8.0%	12.2%	6.4%	12.1%
투자활동으로인한관련금액	-95	-39	-78	-138	당기순이익률 %	7.4%	9.2%	4.5%	9.8%
유형자산 투자	-11	-7	-33	-34	Stability Ratios				
유형자산 처분	1	2	0	2	부채비율 %	114.6%	115.1%	91.2%	129.2%
부동산 투자	-1	-0	-0	-2	순부채비율 %	-75.8%	-37.0%	-2.6%	-22.9%
부동산 처분	-29	-95	-90	-43	유동비율 %	129.8%	130.0%	113.8%	90.4%
기타	-54	62	46	-61	당좌비율 %	121.7%	119.7%	105.7%	85.9%
재무활동으로인한관련금액	23	-21	-25	-32	이자보상배율	27.4	179.6	17.8	30.0
장기차입금증가	0	0	0	-8	Performance Ratios				
사채증발	0	0	0	0	ROE %	24.1%	23.1%	11.0%	15.3%
자본증발	80	0	0	0	ROA %	10.8%	10.8%	5.5%	7.2%
배당금외지급	-13	-17	-29	-20	ROI %	1520.0%	-628.9%	77.0%	56.6%
기타	-44	-4	4	-4	Per Share Ratios				
영업투자재무활동기타	0	0	0	1	수절EPS	692	761	482	816
순연금흐름	138	-20	-148	274	주당순자산	2,958	3,593	5,168	5,521
기초현금	125	263	243	95	주당현금흐름	744	811	532	875
기말현금	263	243	95	369	주당배당금	1,000	170	120	180

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.