



INDUSTRY
2022년 5월 26일

Mid-Small cap

폐기물: 매크로 불확실성 속 확실한 대안

“ 국내 폐기물 발생량은 '10년부터 '20년까지 연평균 +3.6% 증가하고 있습니다. 여러 변수에 의해 폐기물은 증가세를 이어왔으며 앞으로도 1) 코로나19로 인한 배달문화 확산, 2) 리오프닝 속 관광객 유입 가속화, 3) 1인가구 증가 등 다수의 증가 요인들의 혼재로 상승 기조는 유지될 개연성이 높습니다. 인플레이션과 경기둔화에 대한 우려가 완연한 가운데 개별 종목간 차별화 흐름이 나타나고 있지만, 폐기물 산업은 경기에 민감하지 않으며 오히려 인플레이션 환경에서 실적 개선 여지가 높아보이기까지 합니다. 이번 보고서를 통해 폐기물의 발생부터 처리까지의 과정을 파악하고 왜 폐기물 업종의 투자 매력도가 높은지 알아보려고 합니다. 최선호주로 코엔텍을 제시합니다. ”



| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 지표.....	05
III. 폐기물의 탄생부터 매립까지.....	08
1. 폐기물이란?.....	08
2. 폐기물의 발생.....	10
3. 폐기물의 처리.....	13
IV. 돌고 돌아 소각 혹은 매립되는 폐기물.....	17
1. 심화되는 폐기물 병목, 단가 상승.....	18
2. 소각열, 인플레이션 환경에서 더욱 뜨겁다.....	27
3. 효율적인 비용구조로 인한 영업 레버리지 효과.....	30
V. 리스크 요인.....	33
1. 매립지 조성 실패 가능성.....	33
2. 시멘트 업체의 폐기물 사용 가속화.....	34
VI. 기업분석.....	37
1. 코엔텍(029960).....	38
2. 와이엔텍(067900).....	49
VII.붙임.....	58
1. 국내 동종 업체 비교.....	59
2. 해외 동종 업체 비교.....	60

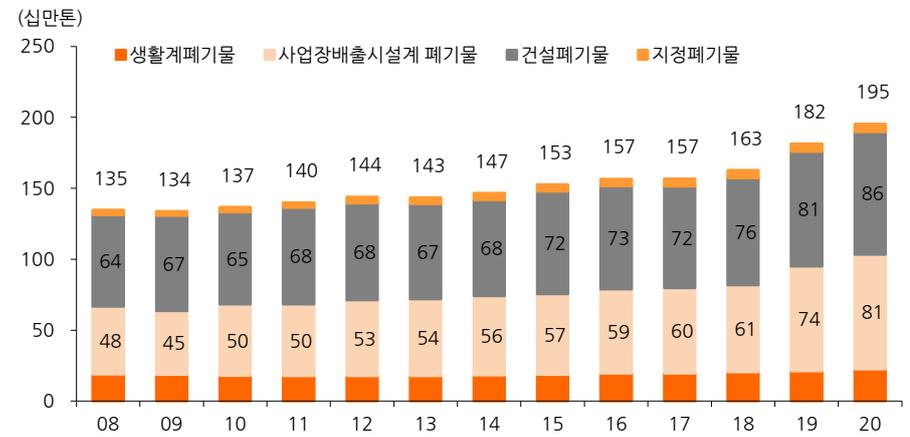
I. 핵심 요약

폐기물 발생량은 증가세	전체 폐기물 발생량은 '10년부터 '20년까지 10년간 +3.6%의 연평균 성장률을 보이며 지속 증가하고 있다. 같은 기간 생활계폐기물은 매년 +3.5% 증가했고 사업장폐기물은 +3.8% 증가하였다. 사업장폐기물 중에서도 사업장배출시설계 폐기물(+4.9%)과 지정폐기물(+4.9%)의 성장이 상대적으로 높았다. '20년 기준으로 총 1.9억톤의 폐기물이 배출되었으며 이 중 사업장폐기물이 88.5%, 생활계폐기물은 11.5%이다.
향후에도 증가세 지속 개연성	폐기물 발생량은 각각의 민감도는 다르나 경제규모 및 산업 생산량, 인구수 증감, 정부 정책 등 여러 변수에 영향을 받는다. 예컨대 '20년에는 코로나19 영향으로 생활계폐기물이 전년대비 +6.5% 증가했는데, 이는 최근 10년 만에 가장 높은 증가율이다. 한편, 폐기물 발생량은 1) 코로나19로 인한 배달문화 확산, 2) 리오프닝 속 관광객 유입 가속화, 3) 주택공급 확대 정책에 따른 건설경기 활성화 예상, 4) 1인가구 증가 등 여러 요인들의 혼재로 상승 기조가 유지될 것으로 예상된다.
정책적으로 재활용 처리량을 확대	폐기물을 땅에 묻어 최종처분하는 매립은 환경훼손, 매립지 확보 등 사회적 비용이 큰데, 특히 한국과 같이 좁은 국토 면적으로 인구 밀집도가 높은 국가일수록 더욱 그렇다. 폐기물의 지속적 증가, 각국의 정책 변화에 따른 폐기물 수출입 축소 등으로 자원순환의 중요성이 증대되고 있는 가운데 정부의 폐기물 정책 목표 또한 자원순환이 강조되고 있는 상황이다. '20년 기준 전체 폐기물 처리량 중 87.4%가 재활용 처리되었고, 5.2%가 소각, 5.1%가 매립으로 처리되었다. 재활용 처리량은 성장률 또한 타 처리방법 대비 높다. 재활용은 '15년~'20년 동안 연평균 +5.8% 증가해온 반면 소각은 연간 +1.3% 성장, 매립은 -6.2% 감소해왔다.
제한된 공급 속 처리수요 증가로 인한 수급 불균형으로 처리단가 상승	폐기물 처리단가는 '16년을 기점으로 소각과 매립 모두 가파른 상승을 이어왔다. 처리단가 상승을 이끈 건 기본적으로 공급 대비 수요가 확대되면서 발생한 병목현상이다. 제한된 공급으로 현재의 폐기물처리 시장은 공급자 우위, 즉 폐기물 처리업체가 가격결정력을 가지고 있다고 볼 수 있다. 처리단가의 상승은 결국 1) 정부 허가 산업으로 높은 진입장벽, 2) 환경규제 강화, 3) 활발한 인수합병 따른 파편화 축소 등에 기인한 것으로 나타난다. 1)과 3)은 공급 주도의 단가상승 동인이며, 2)는 수요 주도의 단가 상승 동인이라는 판단이다.
소각열은 유가에 연동되어 인플레이션 환경에서 매출액 및 이익 증가폭 확대	소각업체는 소각열을 통해 폐기물 위탁처리 외에 추가적인 매출을 창출할 수 있다. 소각업체의 소각열에너지 판매량은 '08년 1.3백만Gcal에서 '20년 3.8백만Gcal로 지속 증가 중에 있으며, 원유가격 등에 연동되는 판매단가 또한 1Gcal 당 1.4만원에서 3.5만원으로 상승하면서 매출을 견인하고 있다. 판매단가가 유가와 연동되는 만큼 인플레이션 환경에서 외형 및 이익 증가폭은 더욱 확대된다.

<p>효율적 비용구조로 높은 이익률을 자랑</p>	<p>소각 및 매립업은 자본집약적 산업으로 볼 수 있다. 초기 자본이 많이 투입되는 반면 노동력 투입은 상대적으로 적기 때문이다. 총 비용에서 감가상각비의 비중이 국내 상장사 평균 대비 높은 수준인데, 이는 전체 사업 비용 중 소각로 설치, 매립지 조성 등 초기 자본 투입 비중이 높은 반면, 이후의 추가적인 비용 투입이 상대적으로 적기 때문이라 해석할 수 있다. 게다가 변동비도 산업 특성상 낮은 수준이기 때문에 높은 영업이익률을 자랑한다. 효율적 비용구조로 인해 처리단가 상승 주도의 매출액 성장은 영업 레버리지 효과로 직결된다.</p>
<p>코엔텍을 최선호주로 제시</p>	<p>코엔텍을 최선호주로 제시한다. 코엔텍은 상장사 중 유일한 순수 폐기물 업체로 소각과 매립, 스팀 사업을 영위한다. 순수 폐기물 업체인 만큼 높은 수익성을 자랑하는 가운데 1Q22 영업이익률은 YoY +7.2%p 개선되었다. 1) 높아진 폐기물 처리단가(P) 속 영업 레버리지 효과 극대화, 2) 스팀 판매 단가의 LNG 가격 연동으로 인한 인플레이션 수혜 등 긍정적 요소가 주가에 반영이 안되어 있다고 판단한다.</p>

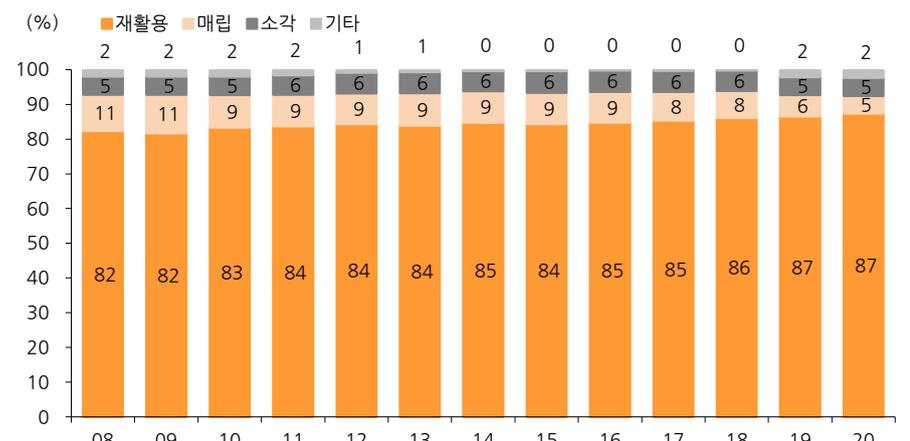
II. 주요 도표

[그림1] 폐기물 발생량 추이



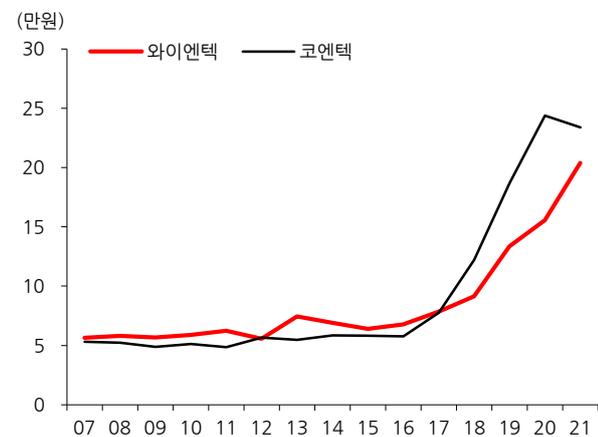
자료: 환경부, 폐기물협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 처리방법 비중 추이



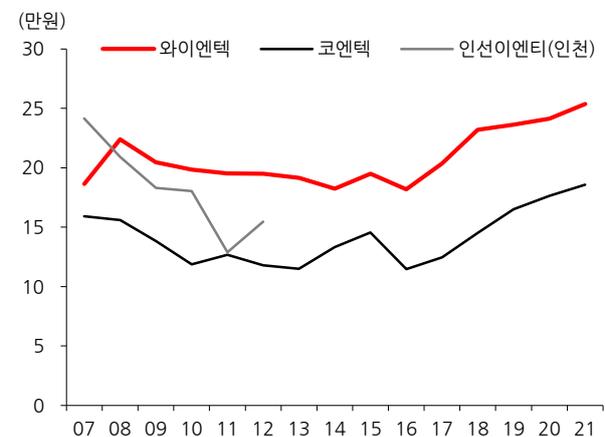
자료: 환경부, 폐기물협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 매립 처리단가 추이



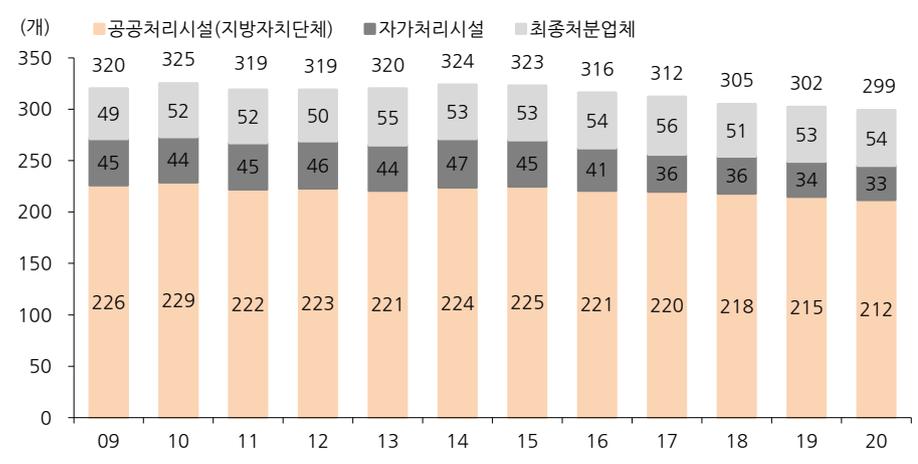
자료: 각사 사업보고서, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 소각 처리단가 추이



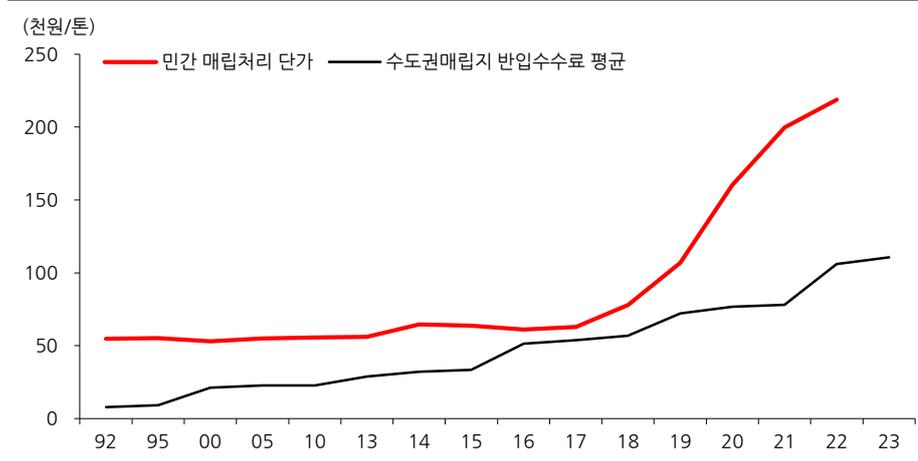
자료: 각사 사업보고서, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 매립 처리주체별 시설수 추이



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 수도권매립지 반입수수료와 민간 매립 처리단가 비교

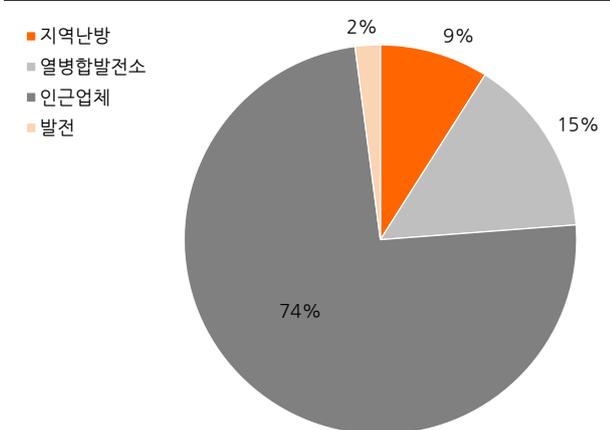


주1: 평균치

주2: 민간 매립 처리단가는 코엔텍 및 와이엔텍 처리단가의 평균치

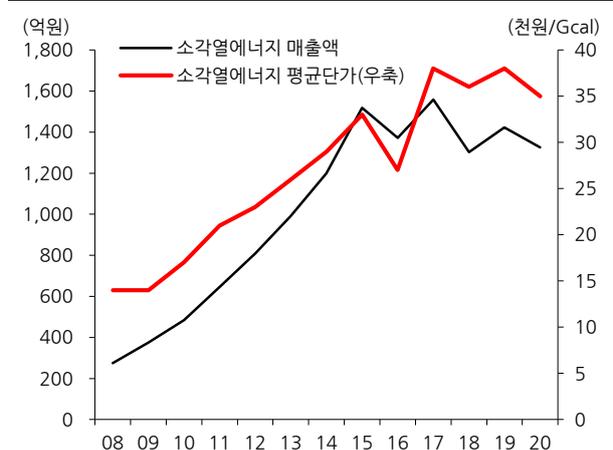
자료: 수도권매립지 통계연감, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 소각열에너지 수요처별 이용량 비중



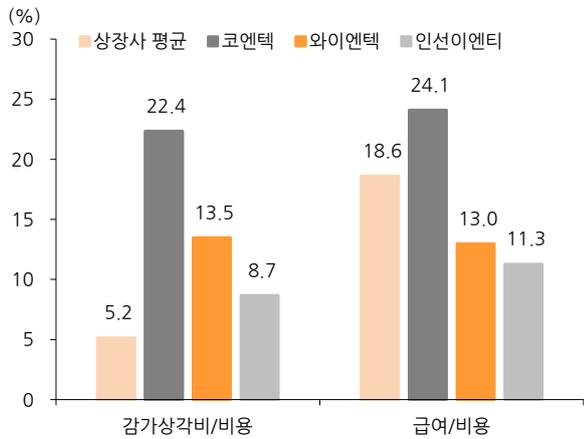
자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 소각열에너지 매출액 및 평균단가 추이



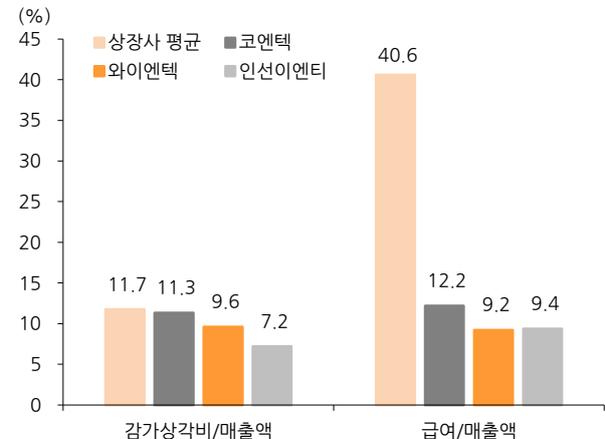
자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 총 비용 대비 감가상각비 및 급여 비중



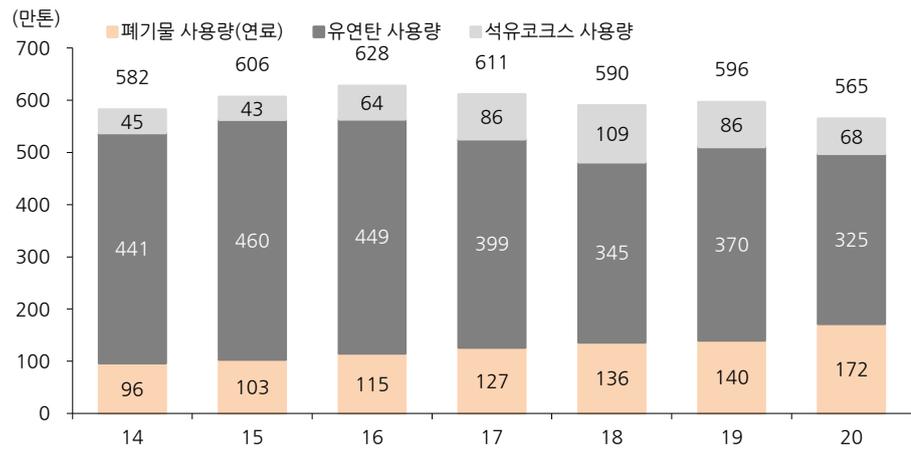
주: 금융업 제외
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 매출액 대비 감가상각비 및 급여 비중



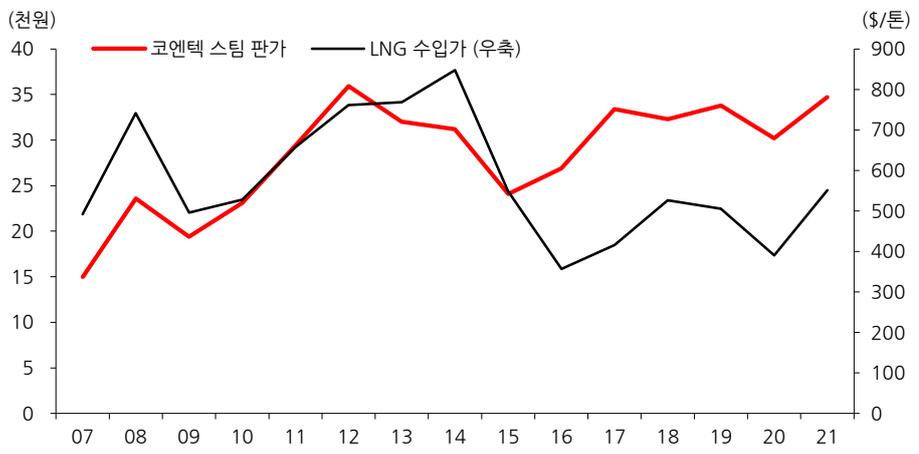
주: 금융업 제외
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 시멘트산업 연료 유형별 사용량 추이



자료: 한국시멘트협회, 유럽시멘트협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 스팀 판매단가와 LNG 가격은 연동



자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

III. 폐기물의 탄생부터 매립까지

1. 폐기물이란?

폐기물이란 쓰레기, 즉 사람의 생활 및 사업활동에 더이상 필요하지 않게 된 물질을 통칭한다. 폐기물관리법 상 폐기물은 크게 사업장폐기물과 생활폐기물로 구분되며, 사업장폐기물은 사업장일반폐기물, 지정폐기물, 건설폐기물로 세분된다. 또, 사업장일반폐기물은 사업장생활계폐기물과 사업장배출시설계폐기물로 나뉜다.

[그림13] 폐기물 계통도



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

투자 목적은
사업장폐기물이 중요

한편, 생활폐기물이라 함은 사업장폐기물 외의 폐기물로 가정 등에서 발생하는 폐기물 및 5톤 미만의 건설폐기물을 의미한다. 생활계폐기물은 조금 더 큰 범위로 생활폐기물과 사업장생활계폐기물을 포괄한다. 환경부 통계 목적으로는 생활계폐기물이 사용됨으로 생활폐기물과의 차이를 기억할 필요가 있다.

또, 후술하겠으나 상장사 투자 목적을 위해 주목해야할 폐기물 종류는 사업장폐기물이다. 생활계폐기물의 경우 지자체에서 처리하는 비중이 높을 뿐 아니라 폐기물 처리 사업을 영위하는 국내 주요 상장사들은 사업장폐기물을 다루기 때문이다. 각 폐기물 종류의 특징은 아래와 같이 정리된다.

[표1] 폐기물의 분류

<p>폐기물 ‘쓰레기·연소재·오니·폐유·폐산·폐알카리·동물의 사체 등으로서 사람의 생활이나 사업 활동에 필요하지 아니하게 된 물질’</p>	<p>생활폐기물 ‘생활폐기물’이란 사업장폐기물 외의 폐기물</p>	<p>사업장일반폐기물 사업장폐기물로서 지정폐기물과 건설폐기물을 제외한 폐기물</p>	<p>사업장생활계폐기물 폐기물을 1일 평균 300kg 이상 배출하는 사업장, 일련의 공사(건설공사는 제외) 또는 작업으로 폐기물을 5톤(공사를 착공하거나 작업을 시작할 때부터 마칠 때까지 발생하는 폐기물의 양을 말한다)이상 배출하는 사업장에서 발생하는 폐기물</p>	
	<p>사업장폐기물 ‘대기환경보전법’, 「물환경보전법 또」는 「소음·진동관리법」에 따라 배출시설을 설치·운영하는 사업장이나 그 밖에 대통령령으로 정하는 사업장에서 발생하는 폐기물</p>	<p>지정폐기물 사업장폐기물 중 폐유·폐산 등 주변환경을 오염시킬 수 있거나 의료폐기물 등 인체에 위해를 줄 수 있는 유해한 물질로서 대통령령으로 정하는 폐기물</p>	<p>사업장폐기물 ‘대기환경보전법’, 「물환경보전법」 또는 「소음·진동관리법」에 따라 배출시설을 설치·운영하는 사업장이나 그 밖에 대통령령으로 정하는 사업장에서 발생하는 폐기물</p>	<p>특정시설에서 발생되는 폐기물 부식성 폐기물, 유해물질 함유 폐기물, 폐유기 용제, 폐페인트 및 페래커, 폐유, 폐석면, 폴리클로리네티드비페닐 함유 폐기물, 폐유독물, 의료폐기물</p>
	<p>건설폐기물 「건설산업기본법」 제2조제4호에 해당하는 건설공사로 인하여 건설현장에서 발생하는 5톤이상의 폐기물(공사를 시작할 때부터 완료할 때까지 발생하는 것만 해당한다)로서 대통령령으로 정하는 것</p>	<p>의료폐기물 보건·의료기관, 동물병원, 시험·검사기관 등에서 배출되는 폐기물 중 인체에 감염 등 위해를 줄 우려가 있는 폐기물과 인체조직 등 적출물, 실험동물의 사체 등 보건·환경보호상 특별한 관리가 필요하다고 인정되는 폐기물로서 대통령령으로 정하는 폐기물</p>		

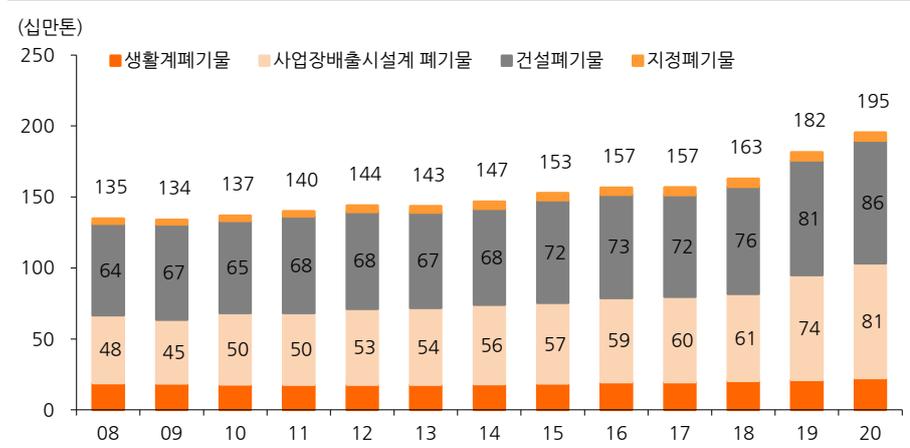
자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

2. 폐기물의 발생

폐기물 발생량
CAGR +3.6%

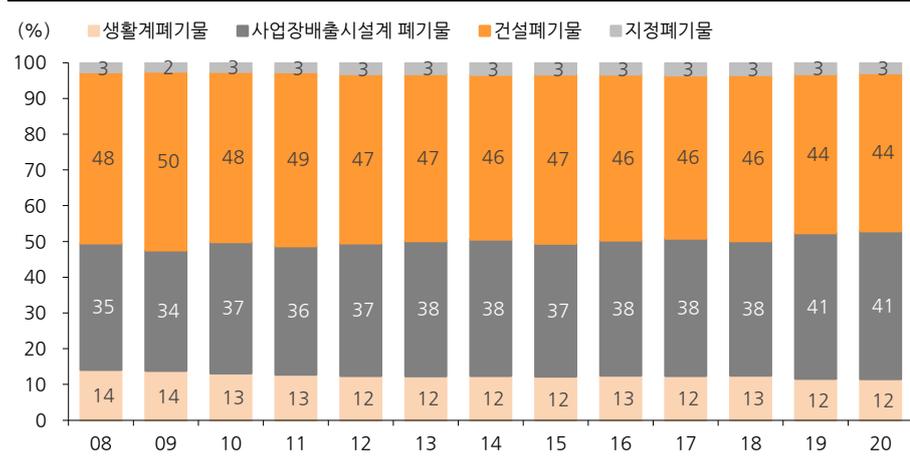
전체 폐기물 발생량은 ‘10년부터 ‘20년까지 10년간 +3.6%의 연평균 성장률을 보이며 지속 증가하고 있다. 같은 기간 생활계폐기물은 매년 +3.5% 증가했고 사업장폐기물은 +3.8% 증가하였다. 사업장폐기물 중에서도 사업장배출시설계 폐기물(+4.5%)과 지정폐기물(+4.9%)의 성장이 상대적으로 높았다. ‘20년 기준으로 총 1.9억톤의 폐기물이 배출되었으며 이 중 사업장폐기물이 88.5%, 생활계폐기물은 11.5%이다.

[그림14] 폐기물 발생량 추이



자료: 환경부, 폐기물협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 폐기물별 발생량 비중



자료: 환경부, 폐기물협회, 한화투자증권 리서치센터

폐기물 발생량은 여러 변수에 영향

폐기물 발생량은 각각의 민감도는 다르나 경제규모 및 산업 생산량, 인구수 증감, 정부 정책 등 여러 변수에 영향을 받는다. 예컨대 '20년에는 코로나19 영향으로 생활계폐기물이 전년대비 +6.5% 증가했는데, 이는 최근 10년간 가장 높은 증가율이다.

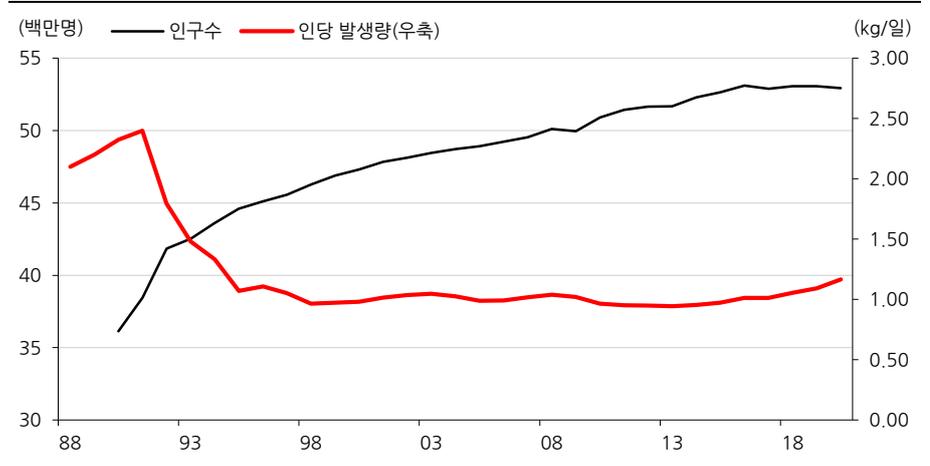
여러 변수들 중 높은 민감도를 가지는 것 중 하나는 정부정책 및 규제인데, 한 예로 생활계폐기물의 경우 '91년 쓰레기 분리수거와 '95년 종량제가 전면 시행되면서 생활계폐기물 배출량의 감소, 재활용의 확대 효과를 비교적 단기에 이룰 수 있었다. 실제 '91년에는 하루에 인당 2.40kg 배출되던 생활계폐기물은 이후 지속 감소하여 '99년에는 0.97kg으로 큰 폭 낮아졌다. 같은 기간 생활계폐기물 배출량은 연간 3.4천만톤에서 1.7천만톤으로 -50.1% 감소하였다.

다만, 이후 감소세는 정체기에 진입하였고 경제성장 속 삶의 질의 지속적인 개선으로 생활계폐기물 발생량은 CAGR +1.4%의 점진적인 상승세로 방향이 전환되었다. 또 증가율로 보아도 생활계폐기물이 인구수를 상회하고 있어 인당 생활계폐기물 배출량은 점진적 상승을 이어갈 것으로 전망된다.

폐기물 발생량의 상승 기조 유지 예상

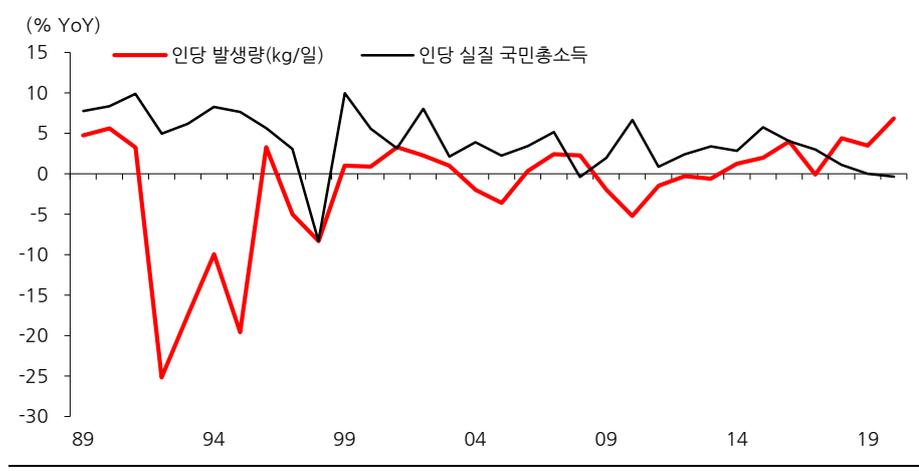
한편, 전체 폐기물 발생량 또한 1) 코로나19로 인한 배달문화 확산, 2) 리오프닝 속 관광객 유입 가속화, 3) 주택공급 확대 정책에 따른 건설경기 활성화 예상, 4) 1인가구 증가 등 여러 요인들의 혼재로 상승 기조가 유지될 것으로 예상된다.

[그림16] 정부정책으로 인해 생활계폐기물 인당 배출량 감소

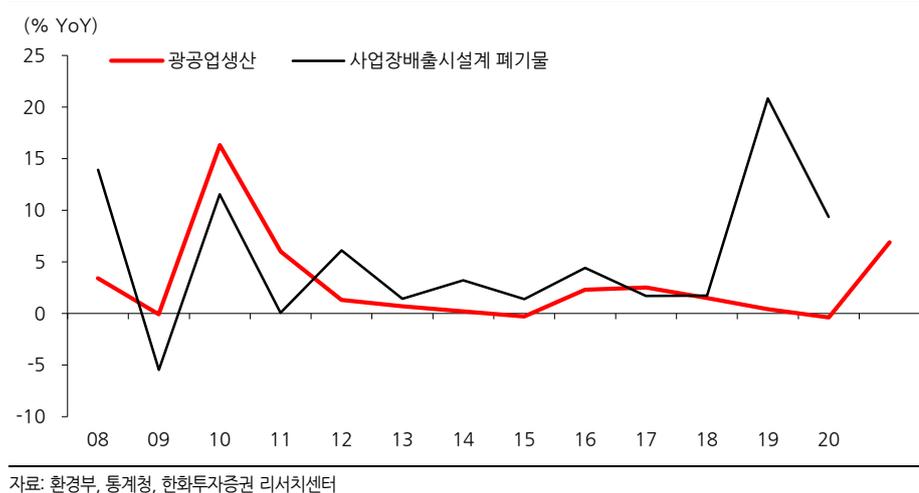


자료: 환경부, 폐기물협회, 한화투자증권 리서치센터

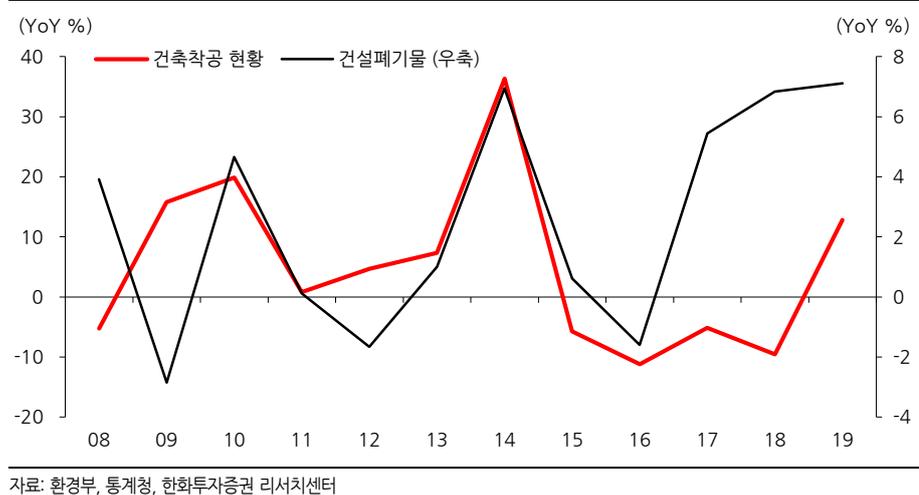
[그림17] 인당 실질 국민총소득 및 생활계폐기물 인당 발생량 증감을 추이



[그림18] 광공업생산 및 사업장배출시설계 폐기물 증감을 추이



[그림19] 건축착공 및 건설폐기물 증감을 추이



3. 폐기물의 처리

처리방법은 재활용의 비중이 증가세

대표적인 폐기물 처리방법은 재활용, 소각, 매립이다. 폐기물을 땅에 묻어 최종처분하는 매립은 환경훼손, 매립지 확보 등 사회적 비용이 큰데, 특히 한국과 같이 좁은 국토 면적으로 인구 밀집도가 높은 국가일수록 더욱 그렇다. 폐기물의 지속적 증가, 각국의 정책 변화에 따른 폐기물 수출입 축소 등으로 자원순환의 중요성이 증대되고 있는 가운데 정부의 폐기물 정책 목표 또한 자원순환이 강조되고 있는 상황이다.

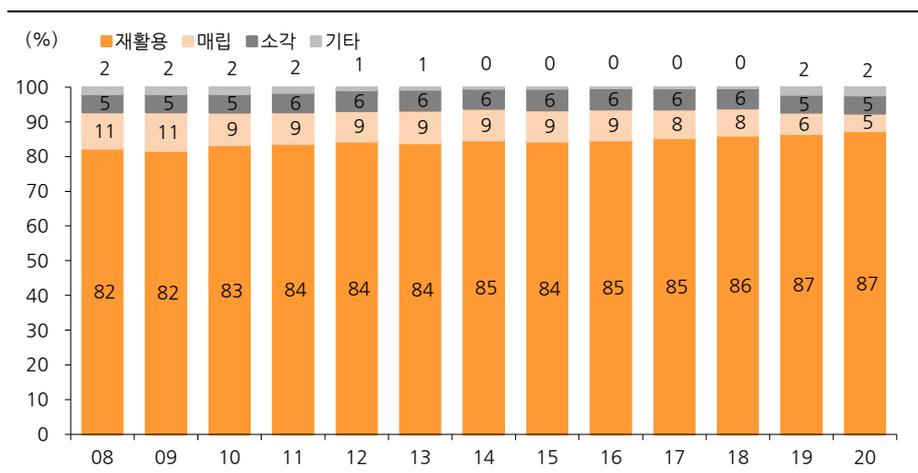
과거에는 폐기물의 안전한 처리가 중점이었다면 90년대에 들어서 재활용이 정책적으로 확대되었고, 재활용 처리량의 구조적 성장 정체 이후 폐기물 정책 목표는 자원순환에 방점을 두고 있다. 자원순환이란 채취-생산-소비-폐기로 이루어지는 선형 경제구조를 순환경제로 전환, 천연자원 사용 감량 및 재활용 확대를 통해 자원 손실을 최소화하여 투입 대비 높은 부가가치를 창출하는 것이다.

이러한 정책적 노력으로 폐기물 처리구조는 과거 매립에서 재활용으로 전환되었고 현재는 발생하는 대부분의 폐기물이 재활용되고 있다. 재활용되지 못한 폐기물은 소각 혹은 매립을 통해 처분된다. 비가연성 폐기물은 매립되며, 가연성 폐기물은 소각하여 중간처분 후 남은 소각잔재물은 매립되어 최종처분된다.

전체 처리량 중 재활용 비중이 87.4%

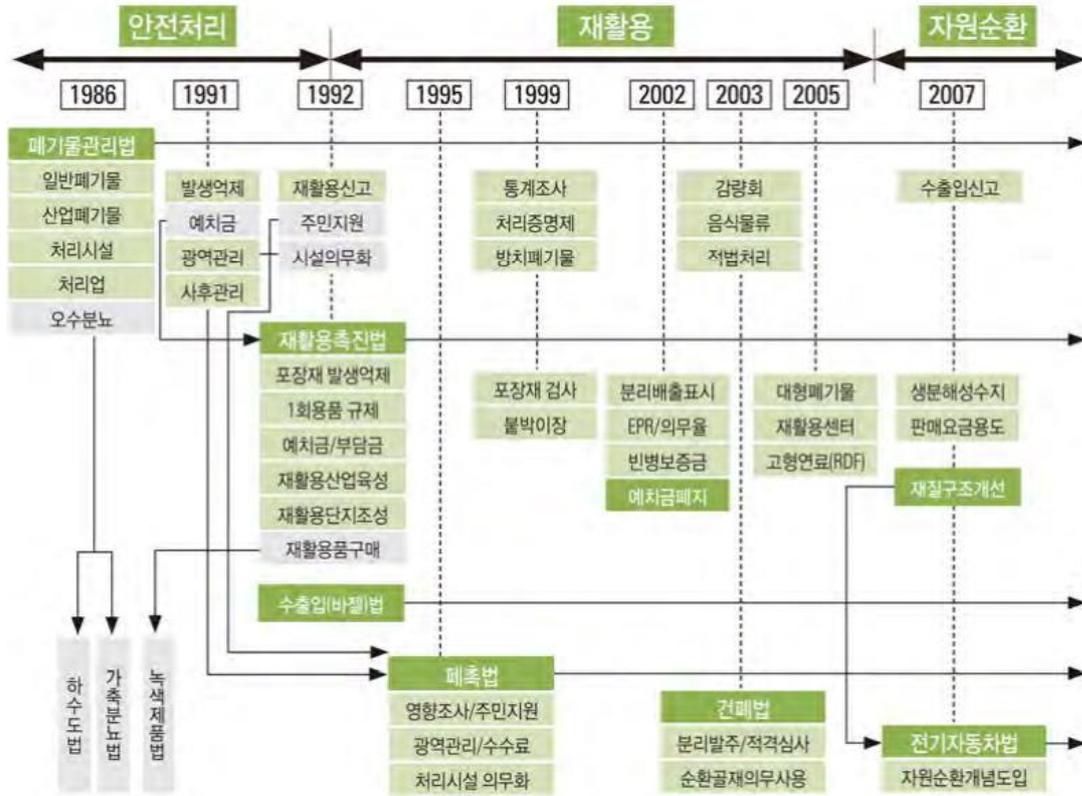
'20년 기준 전체 폐기물 처리량 중 87.4%가 재활용 처리되었고, 5.2%가 소각, 5.1%가 매립으로 처리되었다. 재활용 처리량은 성장률 또한 타 처리방법 대비 높다. 재활용은 '15년~'20년 동안 연평균 +5.8% 증가해온 반면 소각은 연간 +1.3% 성장, 매립은 -6.2% 감소해왔다.

[그림20] 처리방법 비중 추이



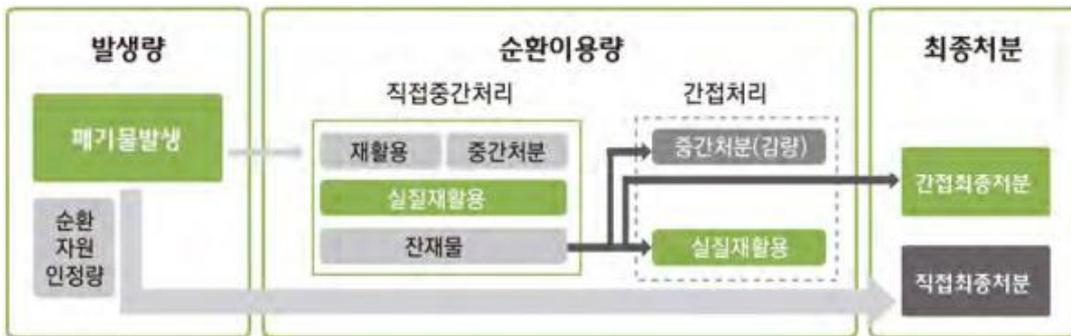
자료: 환경부, 폐기물협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 폐기물 관련 정책 및 제도의 변화



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 폐기물 처리 과정



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

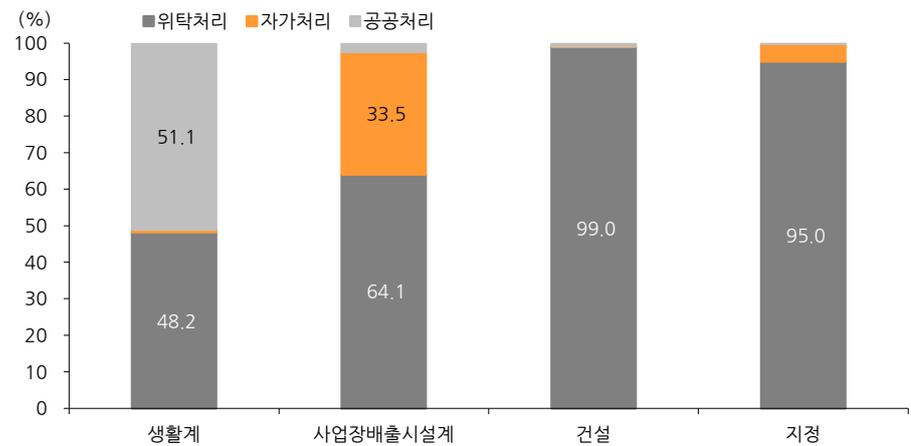
사업장폐기물의 민간처리 비중 82.5%

폐기물의 처리는 주체별로도 분류할 수 있다. 처리주체는 자치단체, 자가처리, 처리업체 등이 대표적이다. 자치단체는 시·도 또는 시·군·구의 처리시설을, 자가처리는 배출업소에서 직접 운영하는 처리시설을 의미한다. 처리업체는 폐기물 처리시설에 대한 인허가를 받아 폐기물을 위탁 받아 처분하는 민간업체를 말한다.

생활계폐기물은 종량제봉투에 담긴 폐기물과 분리수거 되는 재활용 폐기물로 분류되며 처리의무는 지자체에 있다. 따라서, 종량제봉투 폐기물은 지자체가 처리하고 재활용 폐기물은 지자체와 위탁계약을 맺은 민간업체에 의해 재활용 처리되는게 일반적이다.

한편, 사업장폐기물은 배출자, 즉 사업자가 처리주체가 된다. 지자체별로 허용여부에 따라 일정 부분 공공처리시설에서 처리되기도 하지만 통상적인 경우 사업자는 폐기물 처리를 위해 처리업체에 위탁하거나 자가처리시설을 구축하여 직접 처리해야 한다. 다만, 여건상 자가처리시설 구축보다는 처리업체에 위탁처리하는 경우가 많다. 이 같은 특성으로 생활폐기물은 지자체에서 처리되는 비중이 '20년 기준 51.2%로 가장 높고, 사업장폐기물은 위탁처리 비중이 82.5%에 육박한다.

[그림23] 처리주체별 처리량 비중



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 생활폐기물 관리를 위한 각급 정부의 역할 (서울시 기준)

구분	국가	서울시	25개 자치구
역할	<ul style="list-style-type: none"> - 폐기물관리계획 수립시행 - 폐기물처리기술 개발지원 - 지자체사업 기술재정지원 - 광역지자체 간 처리사업조정 - 지정폐기물 관리 - 광역시도처리시설 설치운영 	<ul style="list-style-type: none"> - 폐기물처리계획 수립시행 - 광역처리시설 설치운영 - 폐기물처리사업 능률화(관계인 자질 향상, 배출자 계도 등) - 자치구사업 기술재정지원 - 자치구처리사업 조정 	<ul style="list-style-type: none"> - 폐기물처리계획 수립시행 - 생활폐기물 수거처리 - 폐기물처리시설 설치운영 - 폐기물처리사업 능률화(관계인 자질 향상, 배출자 계도 등) - 폐기물 수집운반조례 운영
행정조직	<ul style="list-style-type: none"> - 자원순환정책과 - 폐자원관리과 - 자원재활용과 - 폐자원에너지과 	<ul style="list-style-type: none"> - 자원순환과 - 생활환경과 	<ul style="list-style-type: none"> - 청소행정과, 자원순환과 등 자치구에 따라 명칭 다양
관련조직	<ul style="list-style-type: none"> - 한국환경공단 - 수도권매립지관리공사 - 한국환경기술진흥원 	<ul style="list-style-type: none"> - 서울SR센터 - 4개 소각시설 	<ul style="list-style-type: none"> - 수집운반조직(대행업체 포함) - 음식물처리시설 - 재활용품선별장 - 적환장

주1: 서울시 발생 생활폐기물 처리책임은 1차) 25개 자치구, 2차) 서울시장

주2: 지정폐기물 제외한 사업장폐기물 배출자는 서울시가 관리, 지정폐기물 배출자 및 처리업자는 정부가 관리

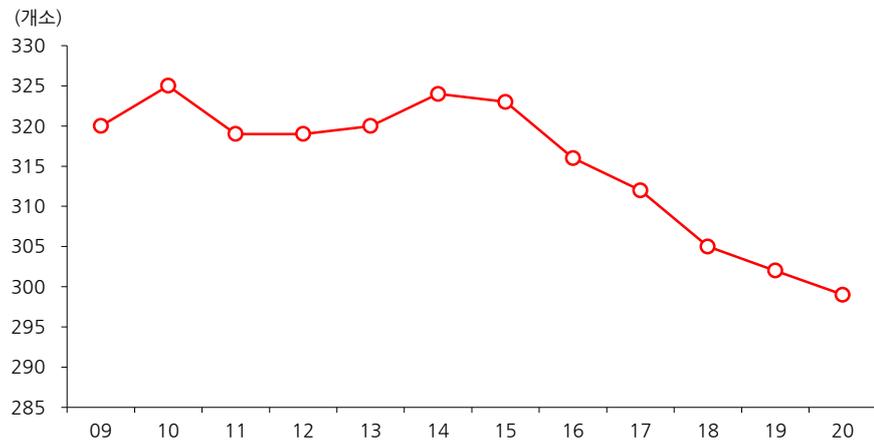
자료: 서울연구원, 한화투자증권 리서치센터

IV. 돌고 돌아 소각 혹은 매립되는 폐기물

국내에는 많은 수의 폐기물 업체가 있다. 폐기물의 종류, 처리방법 등에 따라 업태도 다르다. '20년 기준 일반 사업장폐기물 업체수는 소각은 75개, 매립은 32개이며, 재활용처리업체의 경우 약 5,900개, 수집운반 업체는 8,000개가 넘는다.

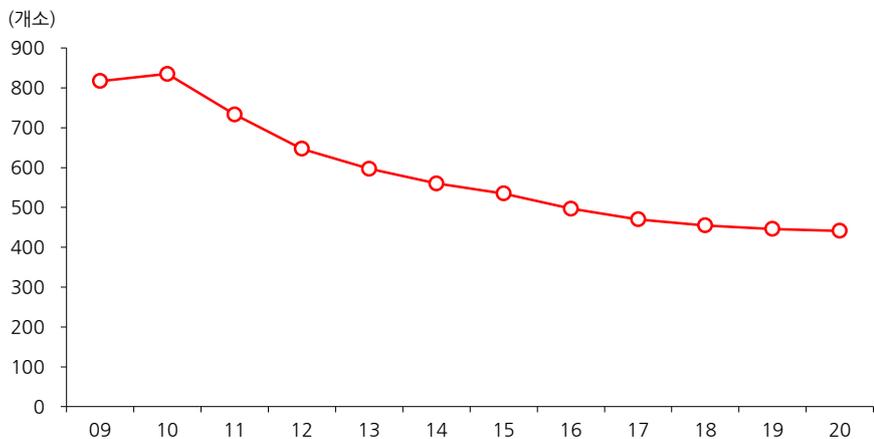
소각 및 매립은 대표적인 허가 산업이며 대규모 시설투자가 필요한 만큼 높은 진입장벽을 형성하고 있어 업체수가 적고 증가가 제한적이다. 국내 상장사 중 소각, 매립 등 폐기물처리를 주사업으로 영위하는 업체로는 인선이엔티, 코엔텍, 와이엔텍, 티와이홀딩스 등이 있다. 이번 파트에서는 사업장폐기물의 소각과 매립 시장에 대해 다루며, 폐기물 업체에 대한 투자 고려를 해야하는 이유에 대해 설명하고자 한다.

[그림24] 연도별 매립 업체 수



주: 일반 및 지정 매립시설 중복 허용
자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 연도별 소각 업체 수



주: 일반 및 지정 소각시설 중복 허용
자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

1. 심화되는 폐기물 병목, 단가 상승

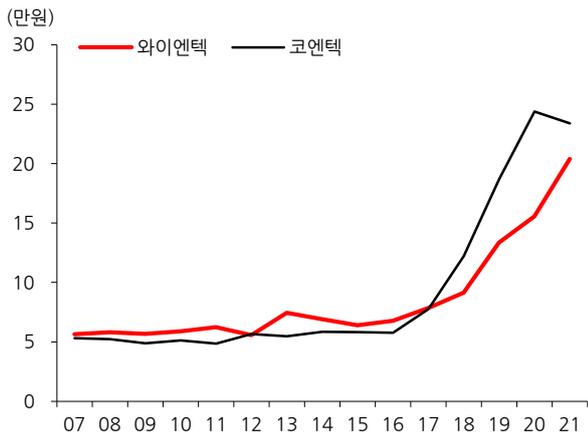
- 1) 높은 진입장벽, 2) 환경규제 강화, 3) 파편화 축소 등이 처리단가 상승 촉발

수년 간 폐기물 시장에 대한 투자자들의 관심이 높아진 요인 중 하나는 처리단가의 상승일 것이다. 처리단가란 폐기물업체들이 폐기물을 위탁처리 해주며 수취하는 톤당 가격이다. 처리단가는 '16년을 기점으로 소각과 매립 모두 가파른 상승을 이어왔다.

처리단가 상승을 이끈 건 기본적으로 공급 대비 수요가 확대되면서 발생한 병목현상이다. 수요와 공급의 불균형은 사업장폐기물의 지속적인 증가도 한 몫 했지만 그보다 폐기물을 위탁처리하는 공급 측면의 변화가 더욱 컸다고 분석된다.

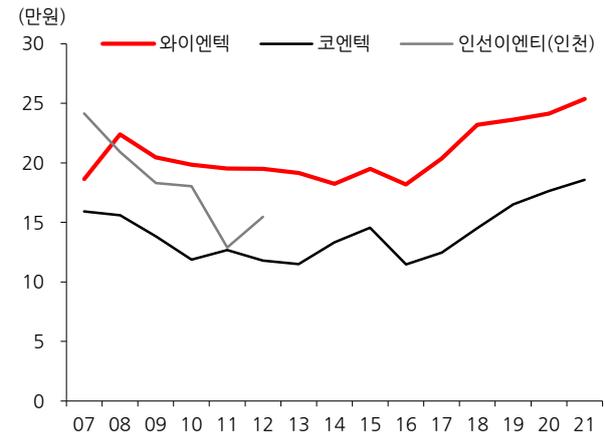
제한된 공급으로 현재의 폐기물처리 시장은 공급자 우위, 즉 폐기물 처리업체가 가격결정력을 가지고 있다고 볼 수 있다. 처리단가의 상승은 결국 1) 높은 진입장벽, 2) 환경규제 강화, 3) 활발한 인수합병 따른 파편화 축소 등에 기인한 것으로 나타난다. 1)과 3)은 공급 주도의 단가상승 동인이며, 2)는 수요 주도의 단가 상승 동인이라는 판단이다.

[그림26] 매립 처리단가 추이



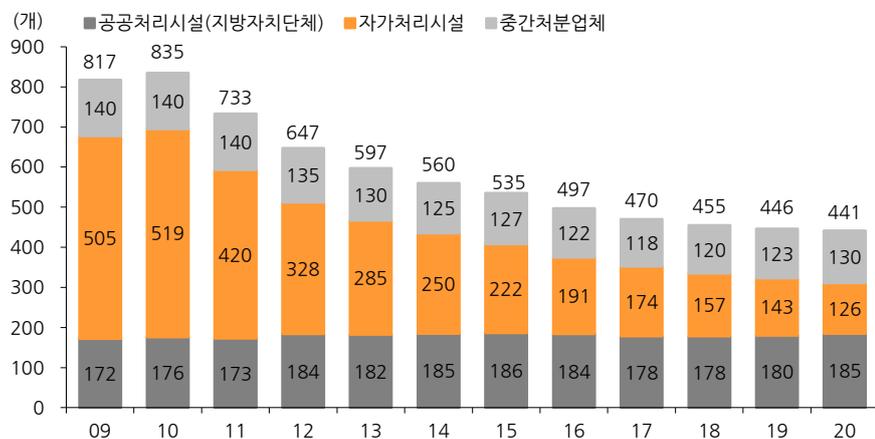
자료: 각사 사업보고서, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 소각 처리단가 추이



자료: 각사 사업보고서, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 소각 처리주체별 시설수 추이



주: 일반 및 지정 매립시설 중복 허용
 자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

① 높아지는 진입장벽으로 부족해지는 처리량 (공급↓)

폐기물처리업 허가 승인
난이도 증가

폐기물 중간처리(소각)와 최종처리(매립) 시장 진입에는 험난한 과정이 선행된다. 소각을 위한 소각로 설치 및 관리, 매립을 위한 매립지 공사 등 규모 있는 시설투자가 필요할 뿐 아니라 정부의 허가도 필수로 요구된다.

폐기물 처리업을 하기 위해서는 사업계획서를 도지사 혹은 시장에게 제출 해야하고, 지정폐기물의 경우는 환경부장관에게 제출해야한다. 관련 자료준비부터 시작해 인근에 민가가 위치할 시 주민의 동의도 필요하다. 악취, 침출수 등 발생 우려가 있는 폐기물 처리시설 같은 혐오시설이 자신의 생활권역 내 설치되는 것을 원하는 사람은 없을 것이다. 실제 여러 지역에서 폐기물 처리시설 설치를 반대하는 시위는 종종 발생했다. NIMBY 현상이 강화되는 상황 속 지자체 입장에서도 폐기물 처리시설 확충 허가 결정은 더욱 어려워진 상황이 되었다.

논란이 지속되고 있는 수도권매립지의 경우 '92년에 인천에 조성되어 현재까지도 수도권에서 발생하는 폐기물이 매립되고 있는데, 인천시가 '25년 수도권매립지의 사용종료를 결정하면서 대책마련이 시급한 상황이다. 하지만, 정부의 대체매립지 공모에도 지원하는 지자체가 없는 실정이다.

[그림29] 폐기물 처리시설 반대 시위는 종종 발생

-  인천뉴스 | 2021.03.17.
[용진군 영흥면 쓰레기 매립지 계획 철회 집회](#)
-  LG웹로비전 | 2021.05.10.
[김제 범시민연대, 폐기물처리장 반대 시위...빛장 건 전북도](#)
-  충청일보 | 2021.06.28.
[쌍용C&E 폐기물매립장 반대, 1만명 서명운동 '돌입'](#)
-  금강일보 | 2021.08.31.
[괴산군, 신기의료폐기물 처리시설 건립 강력 반대](#)
-  뉴스핌 | 2021.09.09.
[광주시청 앞 차량시위 "평동산단 폐기물 소각장 반대"](#)
-  경북매일신문 | 2022.01.10.
["의료 폐기물 소각장 반대" 들끓는 경북 민심](#)

자료: 언론, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 시민 반대로 폐기물 처리시설 설치 계획 철회 사례 다수

-  뉴스핌 | 2019.12.30.
[의정부시, 쓰레기소각장 이전 "자진철회했지만 포기한 것 아니다"](#)
-  뉴스핌 | 2020.10.05.
[세종시 전동면 쓰레기 소각장 주민동의 철회로 무산될듯](#)
-  매일경제 |  A28면 TOP | 2021.06.08. | 네이버뉴스
['최후 보루' 영흥도 매립지, 주민 반대로 휘청](#)
-  광주드림 | 2021.08.19.
[평동산단 폐기물시설, 소각장 설치 않기로](#)
-  금강일보 | 2022.02.10.
[태안군 폐기물 소각시설 확충, 법원서 제동](#)
-  뉴스핌 | 2022.02.17.
[세종시 폐기물처리시설 주민설명회 '원천봉쇄'로 무산](#)

자료: 언론, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 폐기물처리업 허가(신고) 절차



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

진입장벽으로 인한 처리량 확대 제한적

결국 신규 사업자와 기존 사업자들의 진입 또는 증설이 점차 힘들어지면서 소각, 매립 시설 등 민간처리시설은 처리용량이 부족해졌고, 결국 처리단가 상승으로 이어졌다. 다만, 이는 기존 사업자에게는 긍정적인 면이 분명 존재한다. 물론 증가하는 수요만큼 캐파 확충이 어려워 처리량(Q)을 쉽게 늘리기는 어렵지만, 그럼에도 처리단가(P)의 상승이 전체 매출액을 견인하고 있기 때문이다.

게다가 소각과 매립 특성상 타 산업 대비 인건비 등 고정비뿐 아니라 변동비 또한 투입량이 적은 것이 장점인데, 작금의 처리단가 상승은 비용 증가 요인이 아니기 때문에 이익 레버리지가 극대화되어 나타난다는 점 또한 긍정적이다.

이 같은 민간처리시설 부족 문제 해결을 위해 환경부는 폐기물처리시설의 설치비 일부를 주민특별기금, 주민투자금으로 충당하고 운영이익은 공유하는 방안과 더불어 민간 폐기물처리시설의 안정적 확충을 방해하는 조례를 제정하고 지자체 관리강화를 계획 중이다.

한편, 국가 자원순환기본계획('18~'27)에 따르면 정부의 자원순환 정책방향성은 폐기물처리 시설의 확충 보다는 기존 시설의 효율 개선을 통한 수명연장에 주력한다는 방침인데, 이를 위해 매립지의 순환이용, 노후 소각시설 현대화 등을 주요 방안으로 두고 있다.

종합하면, 신규 폐기물처리 시설의 허가는 더욱 어려워지고, 기존 허가업체들의 매립지와 소각로 효율화가 진행될 가능성이 높다고 예상된다. 결과적으로 폐기물 발생량 대비 제한된 폐기물 매립 및 소각 캐파는 유지되어 처리단가에 중장기 상승압력으로 작용할 것이라고 판단한다.

[표3] 자원순환 정책 추진 방향

정책방향	‘감량-재사용-재활용-에너지재활용-안전처리’ 등 우선순위 명확화
정책영역	폐기물 발생 이후의 사후적인 처리 대신 제품의 생산부터 재활용까지 전 과정에 대한 자원순환성 개선 추진
성과관리	국가 전체, 지역별, 업종별 등 다층화된 자원순환 성과를 측정·평가할 수 있도록 성과관리 시스템 개선
추진주체	정부, 지자체, 시민사회, 주민 등 국민 참여 거버넌스 확립
인프라	폐기물 처분 시설 확충 위주의 방식에서 벗어나, 기존 시설의 장수명화를 위한 효율 개선 및 재활용 기반 확충에 주력

자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

신규업체 보다는
기존업체가 유리

게다가 소각로의 증설(태우는 양을 늘림)이 가능하고 매립지도 가능여부에 따라 증설이 가능하다. 지자체 입장에서도 신규허가를 통해 주민갈등을 야기하기보다는 기존 시설의 폐기물 수용량을 확대하는 것이 합리적인 선택일 것이다.

이러한 시장 특성상 폐기물 업체는 지역내 난립하기 어려운 구조로 지역별로 강자가 존재한다. 폐기물 배출업체 또한 높은 운반비용을 고려하면 타지역의 폐기물 업체에 위탁하는 것은 실익이 없다. 즉, 단가 협상 측면에서 견고한 지역 기반을 보유한 폐기물 업체에 유리한 구조인 것이다.

[표4] 전국 민간 최종처분(매립)업체 현황(20년)

(단위: 만 m³)

지역	업체명	일반폐기물				지정폐기물			
		총매립용량	잔여매립가능량	20년 매립량	평균 잔여년수	총매립용량	잔여매립가능량	20년 매립량	평균 잔여년수
부산	강서구 부산그린파워	294	107	7	15.0	-	-	-	-
울산	남구 코엔텍	321	7	11	0.7	321	7	11	0.7
	유니콘	119	4	0	13.7	127	4	1	3.8
	울주군 이에스티	231	17	2	7.3	231	17	2	7.3
경기	화성시 진흥중공업	24	5	2	2.9	24	5	1	3.3
충북	청주시 이에스지청주	130	114	16	7.2	-	-	-	-
	이에스지청원	171	-	-	-	-	-	-	-
	제이에이그린	156	131	7	19.3	-	-	-	-
	충주시 센트로	114	88	10	9.0	-	-	-	-
	아세아테크	74	16	9	1.9	33	2	0	18.5
	(주)에코비트 그린	-	-	-	-	114	60	8	7.7
충남	보령시 보림씨에스	360	70	3	25.9	114	59	3	22.5
	아산시 세창이엔텍	36	6	1	10.3	36	6	1	4.5
	서천군 코리아션환경산업	5	-	-	-	-	-	-	-
전북	군산시 케이비아미국인산업	476	219	77	2.9	274	21	6	3.5
	익산시 진등산업	27	-	-	-	-	-	-	-
전남	여수시 케이씨환경서비스	11	6	1	4.7	3	2	0	8.0
	와이엔텍	122	-	9	-	190	169	6	27.4
	한맥테크코산업	389	52	9	5.8	258	22	3	6.9
	여수환경산업	28	3	4	0.8	-	-	-	-
	광양시 인선이엔티	104	15	8	1.9	70	15	8	1.9
경북	포항시 에코시스템	319	65	16	4.1	319	45	16	2.9
	네이처이엔티	155	2	1	1.2	19	2	0	4.4
	경주시 와이에스텍	343	90	15	6.2	343	82	15	5.7
	제넨바이오	120	22	0	47.7	120	28	0	79.7
	네이처이엔티	220	44	7	6.1	-	-	-	-
	구미시 에코시스템	322	126	9	13.9	265	48	6	7.4
	이앤컴퍼니	319	52	13	3.9	301	45	18	2.4
	고령군 양원이엔지	77	61	10	6.2	77	54	11	4.9
	성주군 지엠이앤씨	-	-	-	-	43	1	-	-
	경남	창원시 에코시스템	367	124	9	13.2	265	22	9
통영시 에스씨이노베이션	9	3	1	5.0	-	-	-	-	
사천시 인선이엔티	104	82	14	5.7	-	-	-	-	
합계	33 개	5,545	1,531	271	8.7	3,546	716	127	10.8

자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

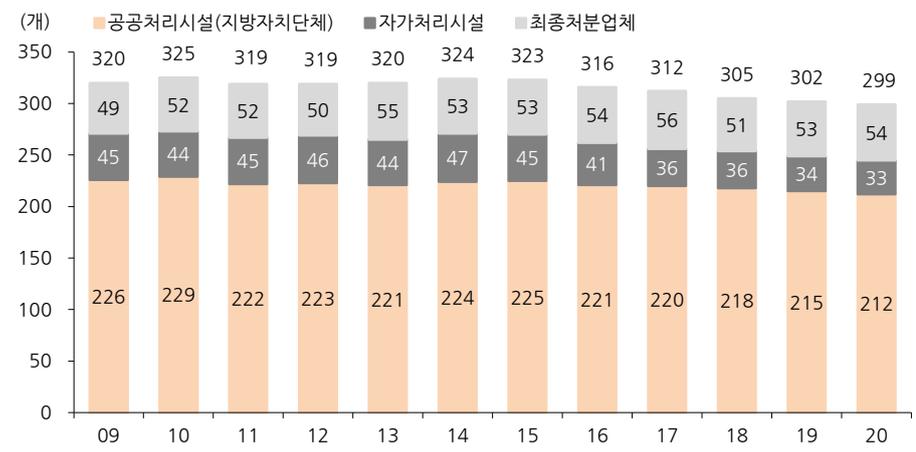
매립 시설수 감소 추세

매립의 경우, 실제로 전체 시설수가 점차 감소하고 있다. 최종처분업체, 즉 민간 매립시설의 경우 큰 변동은 아직 없으나 공공 및 자가매립지의 경우는 감소폭이 뚜렷하다. 이는 최종처분업체가 처리해야 할 매립 폐기물의 증가를 의미한다. 최종처분업체의 잔여매립가능량은 '14년을 기점으로 감소하기 시작했고, 연간 매립량도 그에 맞춰 줄어들었다.

민간 매립 업체는 매립량 조절 가능

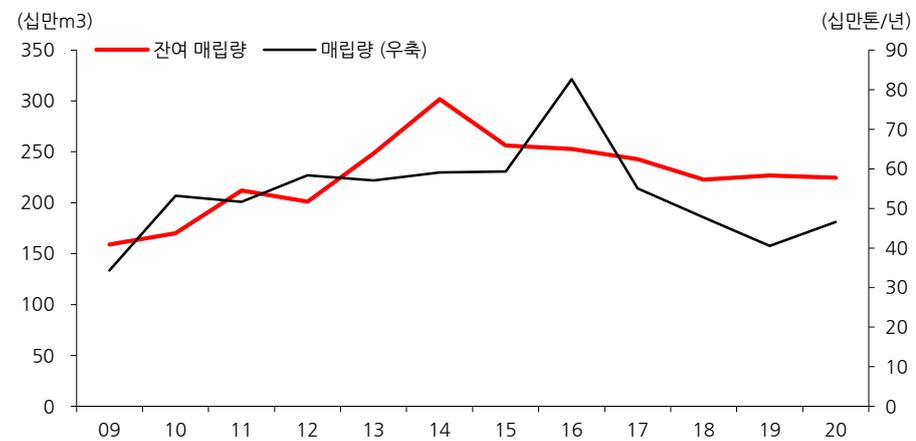
'20년 기준 최종처분업체의 잔여매립가능량은 2,247만³(일반 1,531 만³ 지정 715 만³)으로 매년 466만³('20년 매립량)이 매립된다고 가정할 시 4.8년만에 완전 소진될 것이다. 최종처분업체는 매립지의 사용허가기간과 잔여매립가능량을 고려하여 매립량을 조절한다. 이를 감안했을 때 1) 최근의 처리단가 상승세, 2) 높아지는 진입장벽 등을 고려하면 최종처분업체 입장에서 매립량을 단기에 늘려 굳이 잔여매립가능량을 빠르게 소진할 이유가 없어 보이며, 매립량 조절을 통해 높아진 처리단가를 최대한 향유하는 것이 좋은 선택일 것이다.

[그림32] 매립 처리주체별 시설수 추이



주: 일반 및 지정 매립시설 중복 허용
 자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 최종처분업체 잔여 매립량 및 연간 매립량 추이



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

② 정부의 환경규제 강화

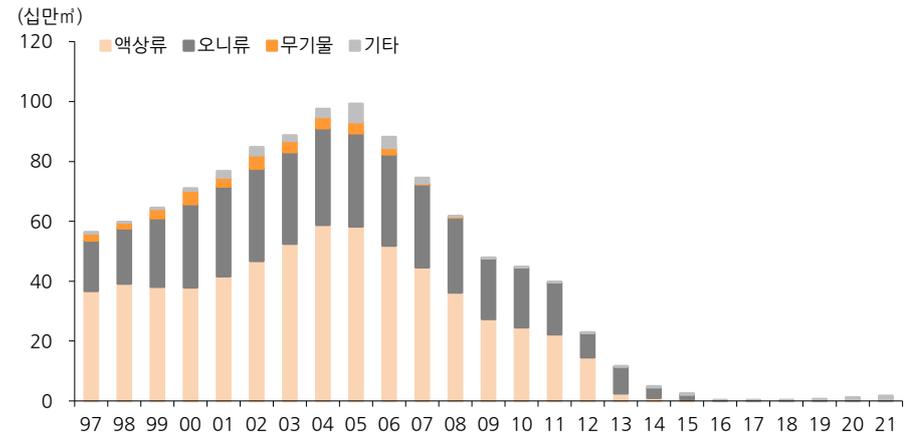
- 1) 폐기물 해양투기 금지,
- 2) 수도권매립지 반입 수수료 상승

‘16년부터 본격화된 폐기물 처리단가 상승의 주요 원인 중 하나는 정부의 환경규제 강화인 것으로 생각된다. 그 중에서도 주요한 동인을 제공한 정책 변화는 1) 폐기물 해양투기 금지, 2) 수도권매립지 반입 수수료 상승 등으로 판단된다.

1) 폐기물 해양투기 금지 (처리수요 ↑): 폐기물 해양투기 제도가 도입된 ‘88년 이후 해양투기량은 연평균 +16.0% 증가하며 ‘05년도에는 993만m³에 육박했다. 다만, 해양환경 오염 문제가 대두되면서 ‘06년부터 단계적으로 해양투기가 금지되었고, 연평균 -40.2% 감소폭을 기록하며 투기량이 빠르게 축소되었다. 이후 ‘16년에는 해양배출이 전면 금지되면서 소각 및 매립 처리수요 증가로 이어진 것으로 추정된다.

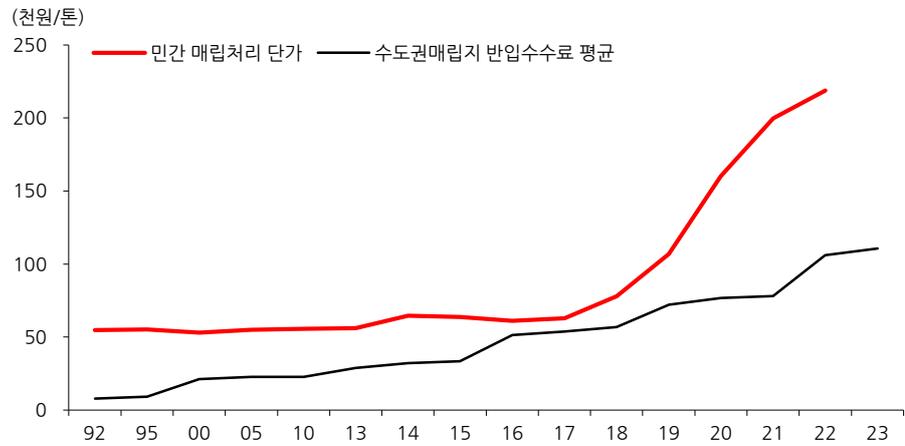
2) 수도권매립지 반입 수수료 상승 (P ↑): ‘92년부터 수도권 지역 폐기물의 매립을 책임지던 인천에 위치한 수도권매립지가 ‘25년부터 순차적으로 매립종료될 예정이다. 이후 인천시는 인천지역에서 발생하는 폐기물의 소각재만 매립하는 ‘에코랜드’ 조성을 계획중이다. 이러한 계획의 일환으로 수도권매립지 반입량 감축 유도를 위해 수도권매립지 반입 수수료의 단계적 인상이 진행 중이다. 반입 수수료 인상은 민간 처리단가와 격차를 줄여 폐기물 처리 수요를 민간으로 유도하기 위함이지만, 이는 오히려 민간 처리업체 처리단가에 상승압력으로 작용하고 있다고 생각된다. 수도권 매립 반입 수수료가 민간 처리단가의 저변을 지지하고 있는 셈이다. ‘23년 수도권매립지 반입 수수료는 ‘21년 대비 평균 +56.6% 상승할 것으로 고시되었으며, 이는 민간 처리단가 추가 상승압력으로 작용할 개연성이 높다고 판단한다.

[그림34] 폐기물 해양투기량 추이



자료: 해양수산부, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 수도권매립지 반입수수료와 민간 매립 처리단가 비교



주1: 수도권매립지 반입수수료는 각 폐기물별 수수료의 평균값

주2: 민간 매립 처리단가는 코엔텍 및 와이엔텍 처리단가의 평균값

자료: 수도권매립지 통계연감, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 수도권매립지 반입수수료

(단위: 천 원)

구분			15	16	17	18	19	20	21	22	23		
생활폐기물		가정계	20.1	36.8	45.0	55.0	62.1	70.1	70.1	87.6	98.0		
		가내공업	20.1	36.8	45.0	55.0	62.1	70.1	70.1	87.6	98.0		
		공공장생활	20.1	36.8	45.0	55.0	62.1	70.1	70.1	87.6	98.0		
		연탄재	무상	무상	무상	무상	무상	70.1	70.1	87.6	98.0		
사업장폐기물	사업장일반	사업장생활계	자가	무상	43.4	65.1	65.1	65.1	102.2	102.2	102.2	148.3	
			하수준설토	43.4	25.5	38.3	38.3	38.3	47.9	60.0	59.9	71.8	
			폐비닐		-	30.0	36.0	44.0	56.0	56.0	-	-	
		사업장배출시설계	상수오니		25.5	38.3	38.3	38.3	47.9	60.0	60.0	72.6	
			고형화오니	67.7	109.8	109.8	109.8	122.6	136.8	136.8	98.9	103.5	
			중간처리잔재처리물	42.7	77.1	77.1	77.1	99.9	99.9	99.9	147.5	147.5	
			사업장배출계(기타)	-	-	-	-	102.2	102.2	102.2	148.3	148.3	
			음폐수(탈리액)	40.0	40.0	40.0	40.0	50.0	55.0	55.0	55.0	55.0	
			검사대상 폐기물	하수오니	25.5	38.3	38.3	38.3	47.9	60.0	60.0	72.6	80.5
				오니류등4종	47.1	70.7	70.7	70.7	83.4	83.4	83.4	126.8	126.8
		열경화성 폐합성수지		22.4	33.5	33.5	33.5	33.5	33.5	33.5	148.3	148.3	
		광재등 17종		38.0	57.1	57.1	57.1	83.4	83.4	83.4	125.2	125.2	
		건설폐기물	건설폐기물	생활소각재	20.1	36.8	45.0	55.0	62.1	70.1	70.1	87.6	98.0
				건설폐기물	42.7	77.1	77.1	77.1	99.9	99.9	99.9	147.5	147.5

주: 지정 및 감염성폐기물은 반입불가

자료: 수도권매립지관리공사, 한화투자증권 리서치센터

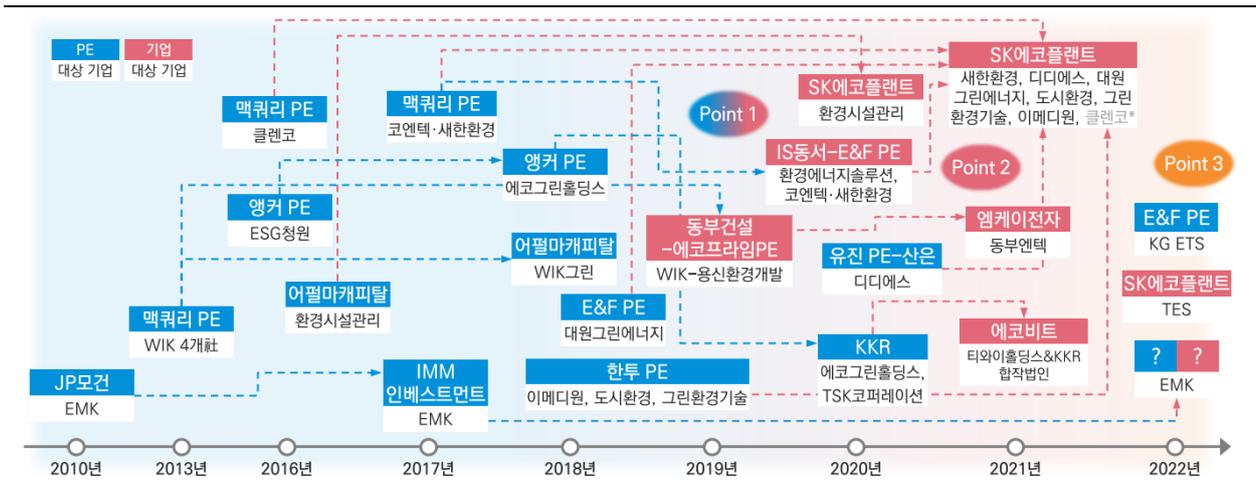
③ 활발해진 폐기물산업 인수합병 (공급 측면 가격결정력 ↑)

인수합병 통한 대기업의
시장 진입

‘10년 사모펀드를 시작으로 국내 폐기물 시장 내 인수합병이 활발히 이루어 지고 있는 가운데 ‘19년부터는 일반 기업들의 적극적인 인수전 참여가 나타나고 있다. SK에코플랜트, 티와이홀딩스, IS동서 등 자본여력이 높은 기업들의 폐기물 업체 인수가 이어지고 있는 상황이다. 개별업체 위주로 파편화되어 있던 폐기물 시장에 전국 네트워크를 가진 대형 플레이어의 등장으로 공급 측면의 가격결정력이 지속 확대될 것으로 전망한다.

특히 매립의 경우, ‘20년 기준 총 33개 민간업체(매립장)이 영업중이나, 이 중 10개 업체는 3개의 각기 다른 모기업이 소유하고 있다. 일반 기업들의 폐기물 시장에 대한 관심도가 확대된 결과이다. 매립 시장은 매립 가능용량의 한계가 존재하기 때문에 업체간 경쟁구도가 형성되기 어렵고, 처리단가 인하를 통해 물량경쟁에 나설 필요가 없다. 이러한 행태는 시장 참여자수가 적어질수록 심화되고, 참여자수가 적어질수록 폐기물 업체의 가격결정력이 확대될 개연성이 높다. 즉, 폐기물 시장에서 대형 플레이어의 영향력이 높아질수록 처리단가의 하방경직성은 강화될 것이다.

[그림36] 국내 폐기물 산업의 주요 M&A



자료: 삼성KPMG 경제연구원, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 지역별 민간 매립처리 업체: 민간 매립 시장은 대기업의 인수합병으로 파편화의 축소 진행 중



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

2. 소각열, 인플레이션 환경에서 더욱 뜨겁다

소각열 판매가격은 에너지
가격에 연동

소각열이란 폐기물 소각과정에서 발생하는 고온의 열을 말한다. 소각업체는 소각열을 회수하여 스팀 및 온수를 생산하고 이를 제조업체, 지역난방, 열병합발전소 등에 배관을 이어 공급한다. 이러한 순환 과정은 정부의 자원순환 정책에 부합하며, 소각열에너지 활용으로 화석연료 사용을 대체하고 온실가스를 저감시킬 수 있다.

인플레이션 환경에서 외형
및 이익 증가

수요업체는 제공받는 스팀 및 온수를 통해 비용 절감이 가능하고 소각업체는 소각열을 통해 폐기물 위탁처리 외에 추가적인 매출을 창출할 수 있다. 소각업체의 소각열에너지 판매량은 '08년 1.3백만Gcal에서 '20년 3.8백만Gcal로 지속 증가 중에 있으며, 원유가격 등에 연동되는 판매단가 또한 1Gcal 당 1.4만원에서 3.5만원으로 상승하면서 매출을 견인하고 있다. 즉, 판매단가가 유가와 연동되는 만큼 인플레이션 환경에서 외형 및 이익 증가폭은 더욱 확대된다.

소각열 생산원가는 매우
낮아 이익 기여도 높

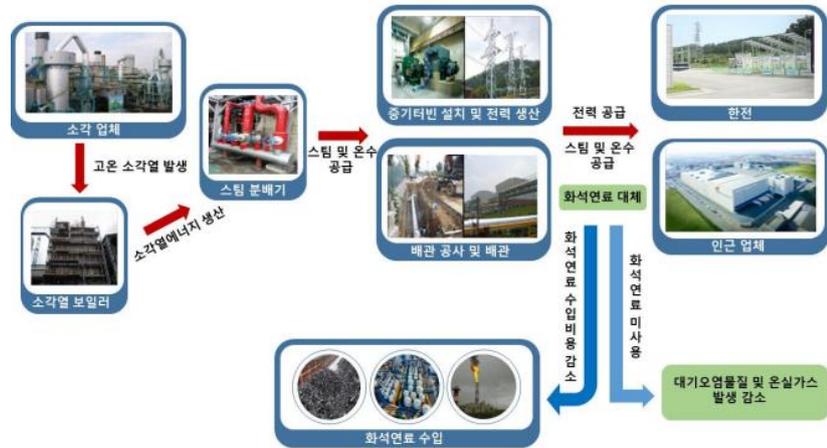
코엔텍의 경우, LNG 가격에 연동되는 스팀 판매단가는 '21년 3.5만원에서 1Q22 5.4만원으로 +55.0% 큰 폭 상승했는데 이는 LNG 수입가가 같은 기간 +81.3% 급등했기 때문이다. 또, 소각열은 폐기물 소각 시 발생하는 일종의 부산물로 스팀 및 온수 생산에 있어 추가적인 비용 발생이 적기 때문에 이익 측면에서도 기여도가 매우 높다는 점도 매력적이다.

[그림38] 소각열의 이용가치



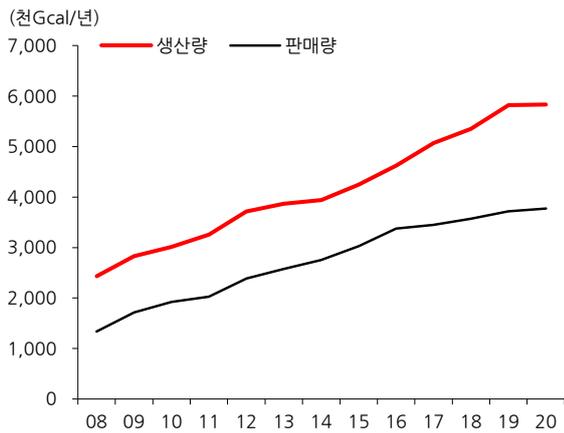
자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 소각열에너지 생산 및 공급 계통도



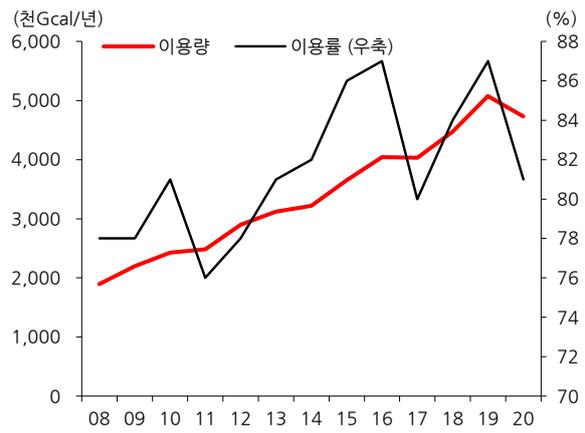
자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 소각열에너지 생산 및 판매량 추이



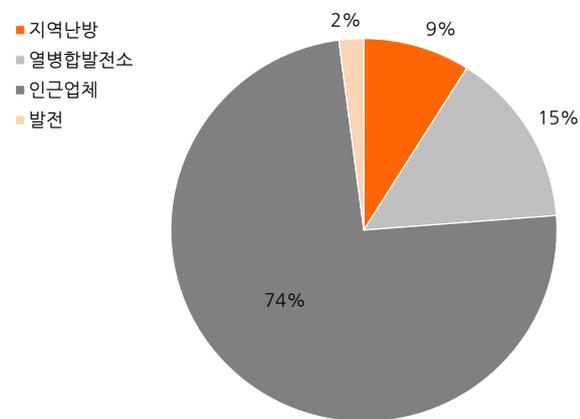
자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 소각열에너지 이용량 및 이용률 추이



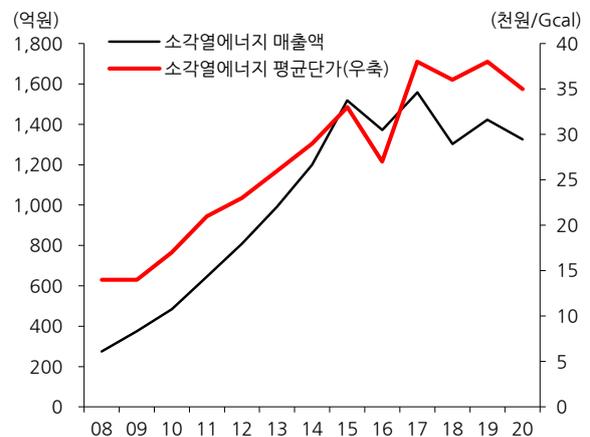
자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 소각열에너지 수요처별 이용량 비중



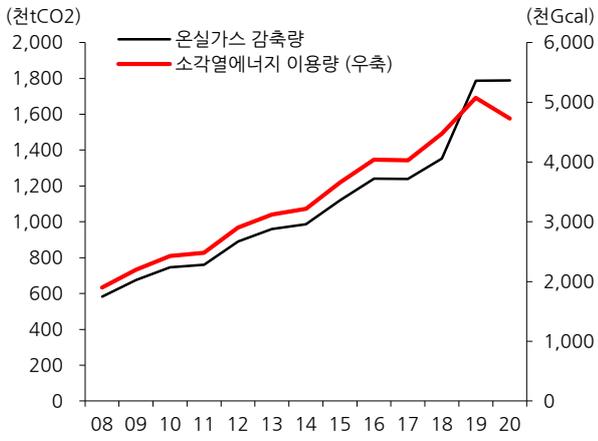
자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 소각열에너지 매출액 및 평균단가 추이



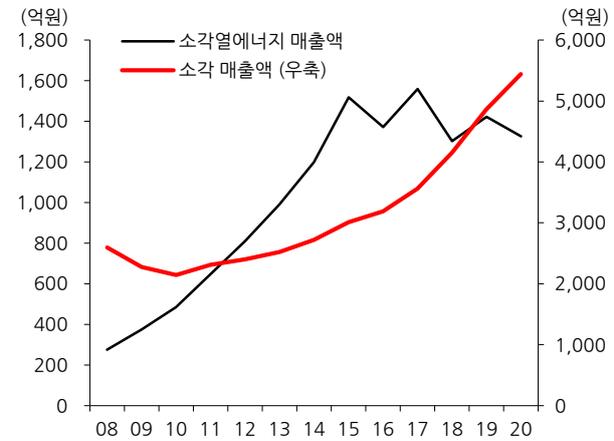
자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 온실가스 감축량은 소각열 이용량과 함께 증가



자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 소각 매출액, 소각열에너지 매출액 추이



자료: 한국자원순환에너지공제조합, 한화투자증권 리서치센터

3. 효율적인 비용구조로 인한 영업 레버리지 효과

폐기물 산업은 비용 투입이 적어 이익률 높

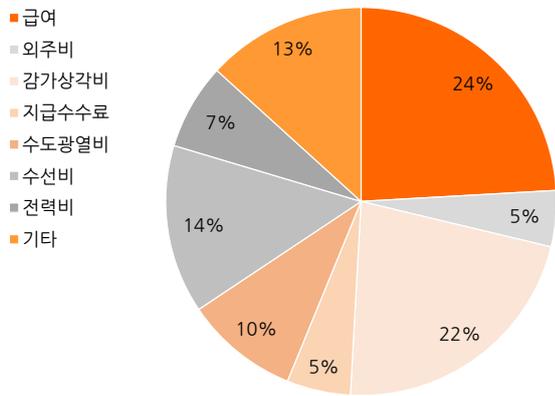
소각 및 매립업은 자본집약적 산업으로 볼 수 있다. 초기 자본이 많이 투입되는 반면 노동력 투입은 상대적으로 적기 때문이다.

국내 상장사 중 순수 폐기물 업체인 코엔텍의 비용 구조를 살펴보면 타 산업과 차이가 나타난다. '21년 사업보고서 기준 코엔텍의 전체 비용(매출원가+판매비)의 24.1%가 인건비이며 22.4%가 감가상각비이다. 국내 상장사의 평균은 각각 18.6%, 5.2%이다.

총 비용에서 감가상각비의 비중이 국내 상장사 평균 대비 높은 수준인데, 이는 전체 사업 비용 중 소각로 설치, 매립지 조성 등 초기 자본 투입 비중이 높은 반면 이후의 추가적인 비용 투입이 상대적으로 적기 때문이라 해석할 수 있다. 한편, 코엔텍의 매출액 대비 급여 비중은 12.2%이고 상장사 평균은 40.6%이다. 이는 코엔텍, 즉 폐기물 산업의 투입 노동력이 상대적으로 적다는 것을 의미한다.

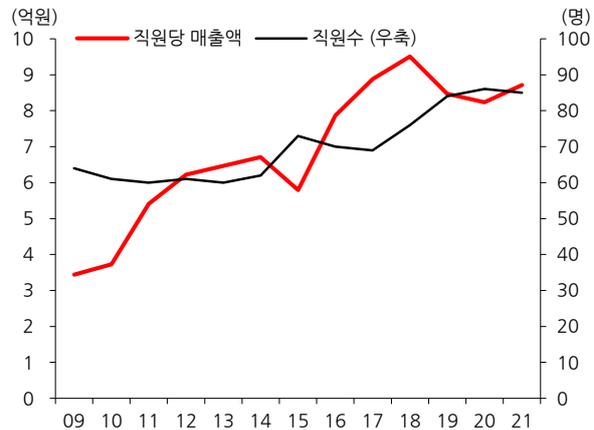
그렇다고 감가상각비 규모가 큰 수준도 아니다. 매출액 대비 비중이 11.3%로 상장사 평균인 11.7%와 비슷하다. 게다가 변동비도 산업 특성상 낮은 수준이기 때문에 영업 이익률이 높다. 결국 처리단가 상승 주도의 매출액 성장은 영업 레버리지 효과로 직결된다. 실제 코엔텍의 영업이익률은 13년 22.7%에서 '21년 49.3%로 +26.6%p 개선되었으며 같은 기간 직원당 매출액은 6.5억원에서 8.7억원으로 +34.9% 증가했다.

[그림46] 코엔텍 비용의 성격별 분류



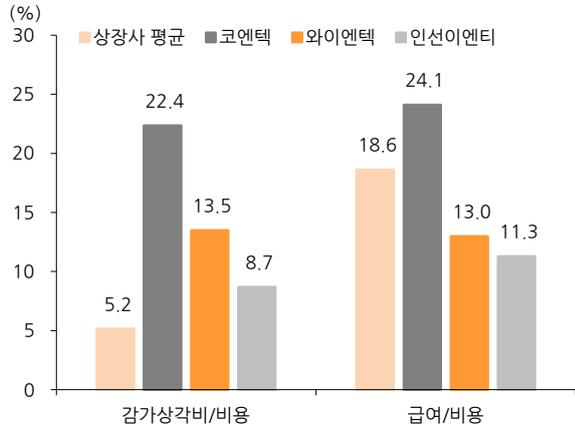
자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 코엔텍 직원당 매출액 추이



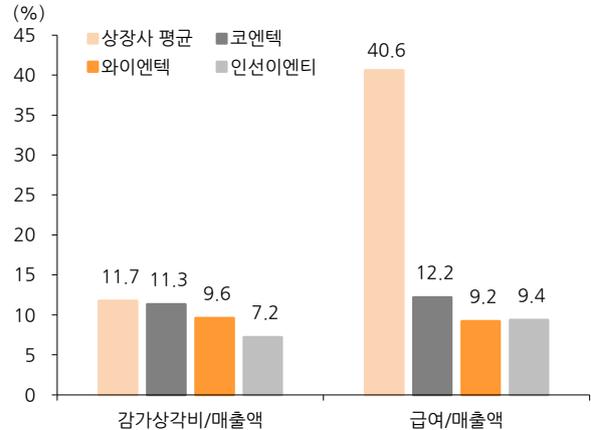
자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 총 비용 대비 감가상각비 및 급여 비중



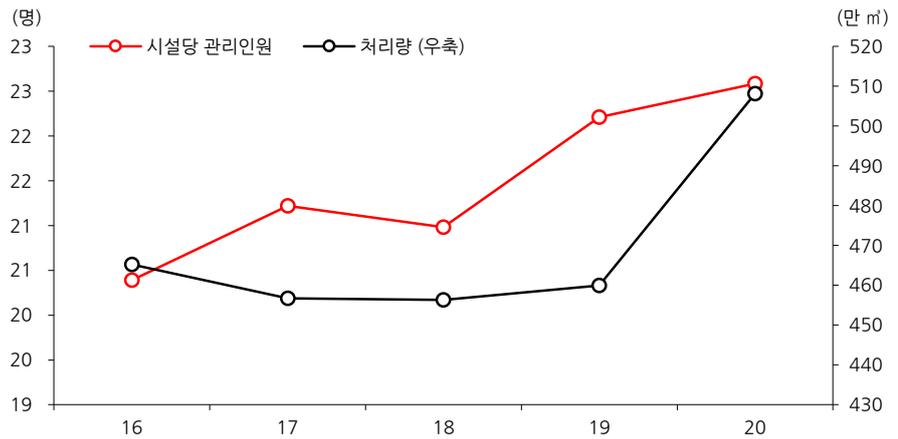
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 매출액 대비 감가상각비 및 급여 비중



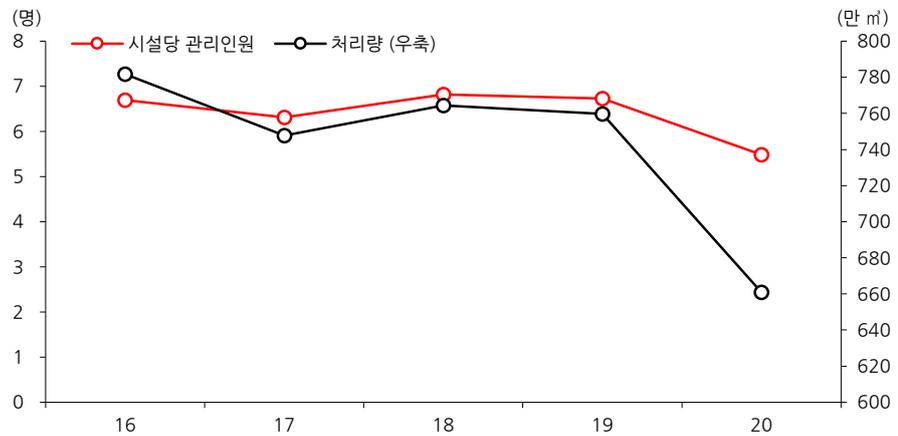
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 공공 소각시설 한 개소당 관리인원



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 공공 매립시설 한 개소당 관리인원



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 공공 소각시설 연도별 현황

구분	2016	2017	2018	2019	2020
시설수 (개소)	184	178	178	180	185
관리인원 (명)	3,752	3,777	3,735	3,998	4,178
시설당 관리인원 (명)	20.4	21.2	21.0	22.2	22.6
처리량 (만 톤)	465	457	456	460	508

자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 공공 매립시설 연도별 현황

구분	2016	2017	2018	2019	2020
시설수 (개소)	221	220	218	215	212
관리인원 (명)	1,479	1,388	1,487	1,447	1,163
시설당 관리인원 (명)	6.7	6.3	6.8	6.7	5.5
처리량 (만 m ³)	782	748	764	760	661

자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

V. 리스크 요인

1. 매립지 조성 실패 가능성

매립 사업은 자원 사업과 유사하다. 예컨대 광산의 자원은 한정되어 있어 지속적인 영업활동을 위해서는 자원의 고갈되기 전에 신규 광산을 찾아 채굴을 시작해야한다. 매립지 또한 매립용량이 한정적으로 매립지 특성에 따라 단계적으로 증설은 가능하지만 결국에는 매립완료 전에 신규 매립지 조성을 통해 영업을 이어가야 한다.

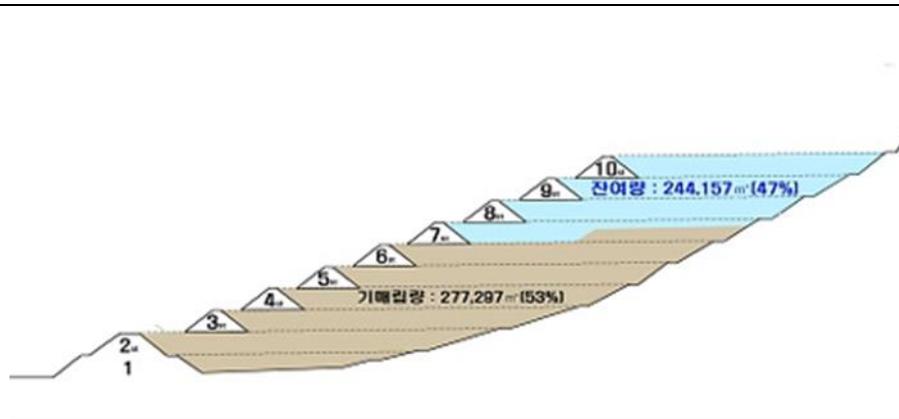
통상 매립업체는 매립완료 수년 전부터 신규 매립지 조성을 준비한다. 다만 앞서 서술한 바와 같이 매립지 조성을 위한 허들은 점차 높아지는 상황이다. 즉, 폐기물 업체에게 매립사업의 연속성 유지 여부가 주요 리스크 중 하나이다.

[그림52] '07년 거제 석포 매립지 추진 계획: 매립고를 높이는 방식으로 매립용량 증대



자료: 언론, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 거제 석포 매립장 평면도



자료: 언론, 한화투자증권 리서치센터

2. 시멘트 업체의 폐기물 사용 가속화

시멘트 업체의 폐기물
사용량 증가로 인한
처리단가 하락 우려

전세계적으로 확대되는 환경규제, 기업들의 ESG 관심 확대 등에 힘입어 시멘트 업계에서도 순환자원 도입이 활발히 진행되고 있다. 시멘트업체는 소성로를 1,400도 이상의 고온으로 유지하여 클링커(시멘트 반제품)를 생산한다. 이 때 유연탄이 열원으로 사용되는데, 이를 폐기물로 대체하여 전량 수입에 의지하고 있는 유연탄의 사용량을 감축하는 것이다. 시멘트업체의 폐기물 사용은 폐기물관리법 제3조에 의해 허용된다.

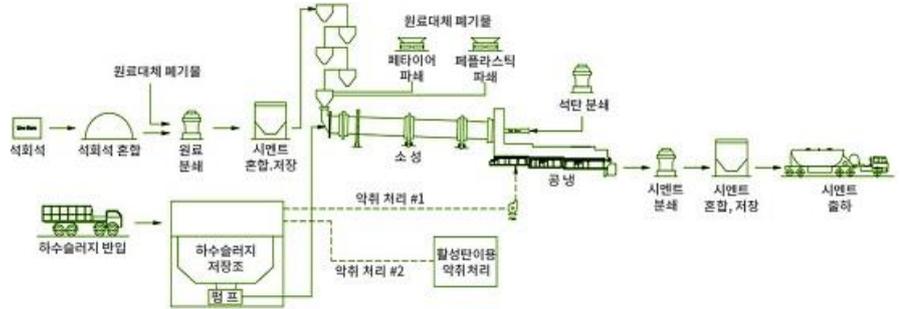
국내 시멘트 업계의 폐기물 사용 가속화는 1) 순환자원 정책 확대, 2) 원자재 가격 상승 세 속 러시아-우크라이나 전쟁 발발로 유연탄 가격 급등, 3) 폐기물 사용으로 연료비 절감 및 추가 이익 기대 등에 기인한다.

상기 요인들로 인해 폐기물업체, 정확하게는 소각업체와 시멘트업체의 경쟁관계가 명확해지는 상황이다. 시멘트업체 소각 처리단가는 톤당 5만원 내외로 추정되는데 이는 폐기물업체의 소각처리 평균단가인 23만원 대비 저렴하다. 유연탄 구매비용은 감소하고 폐기물 처리가 새로운 매출원으로 안착하면서 시멘트업체는 폐기물업체 대비 낮은 소각 처리단가 제공이 가능해졌고, 그로 인해 처리수요를 늘려가고 있다. 시멘트업체가 낮은 처리단가를 유지하고 폐기물 사용을 빠르게 확대한다면 폐기물업체 처리단가의 점진적 하락으로 인한 단가 차이 축소, 처리물량 감소 등의 리스크가 발생할 수 있다.

다만, 유연탄을 폐기물로 대체하기 위해서는 대규모 설비투자가 필요하며 상당한 시간을 두고 단계적으로 공사를 진행한다. 설비투자에만 업체별로 수백억, 많게는 천억원대의 투자가 필요한 만큼 대체율은 점진적으로 상승할 가능성이 높다.

게다가 주요 시멘트 업체는 대부분 강원도와 충청북도에 위치하는데, 이는 시멘트 주원 재료인 석회석의 매장량이 강원도와 충청북도에 편중되어 있기 때문이다. 따라서 배출 업체는 폐기물 운송비용 및 잔재물 매립 비용을 감안할 필요가 있다. 또, 시멘트 업체의 폐기물 반입세 도입 문제가 충청북도에서 대두되는 등 우려할 만한 수준의 속도로 소각 업체의 처리량 감소 및 처리단가 하락은 나타나지 않을 것으로 예상된다.

[그림54] 시멘트 공정



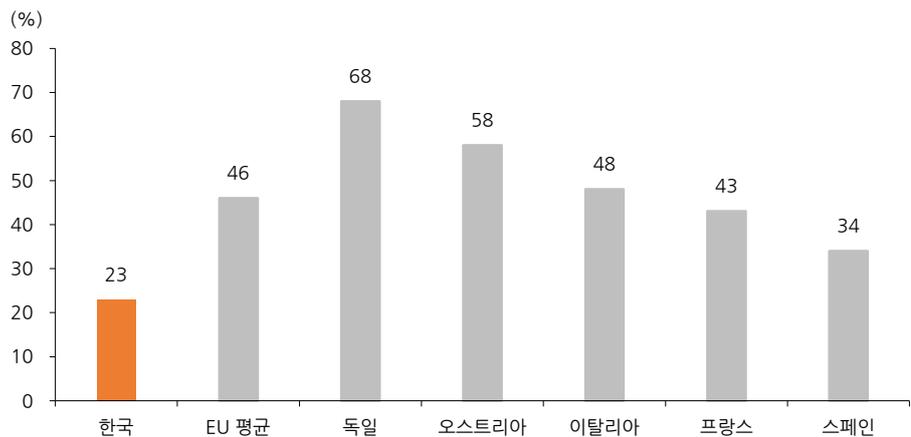
자료: 아세아시멘트, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 시멘트 제조공정에 따른 순환자원

적용 공정	투입 순환자원	주요 발생원	대체용도
원료 공정	석탄회	화력 발전소	점토질 원료 대체
	오니류	경수장 및 하수처리	점토질 원료 대체
	폐주물사	금속 및 자동차 공업	규석질 원료 대체
	슬래그	금속/제련 제철소	철질원료 대체
소성 공정	폐 타이어	자동차 정비업체	유연탄 연료 대체
	폐 합성수지	플라스틱 사업장	
분쇄 공정	탈황석고	석탄화력 발전소, 제련사업의 탈황 공정	첨가제 대체

자료: 한국시멘트협회, 한화투자증권 리서치센터

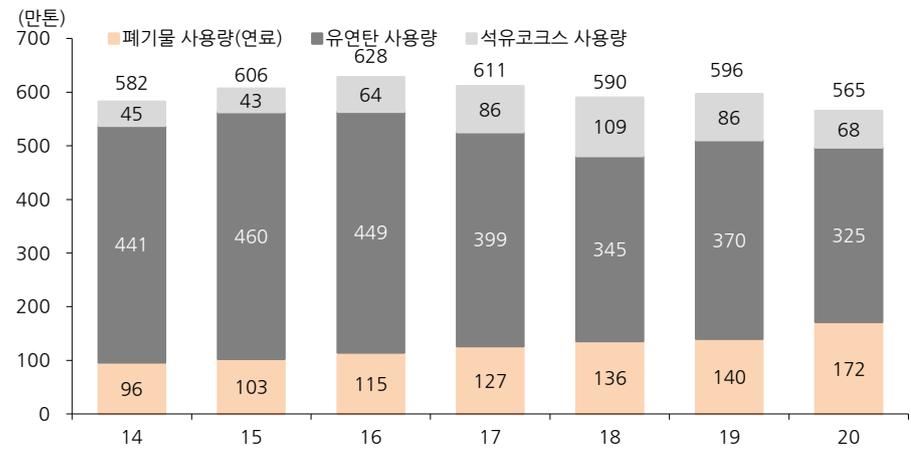
[그림55] 국가별 순환자원 연료 대체율 ('17년)



주: 한국은 '18년 기준

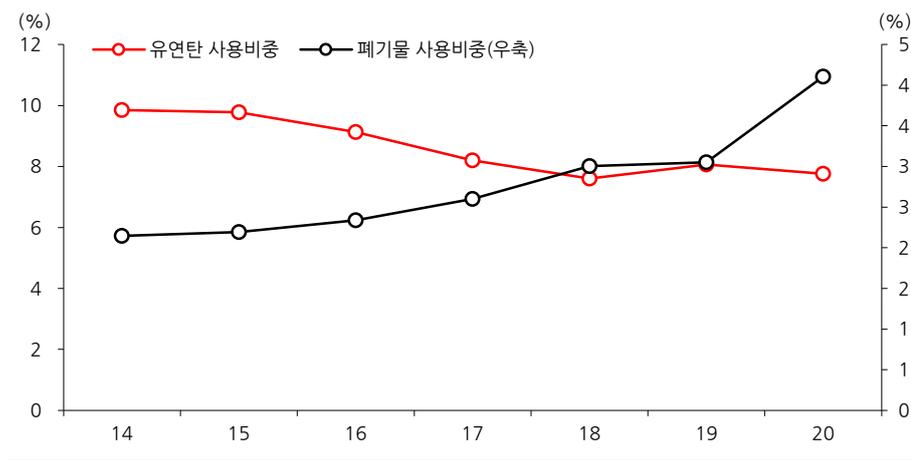
자료: 한국시멘트협회, 유럽시멘트협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 시멘트산업 연료 유형별 사용량 추이



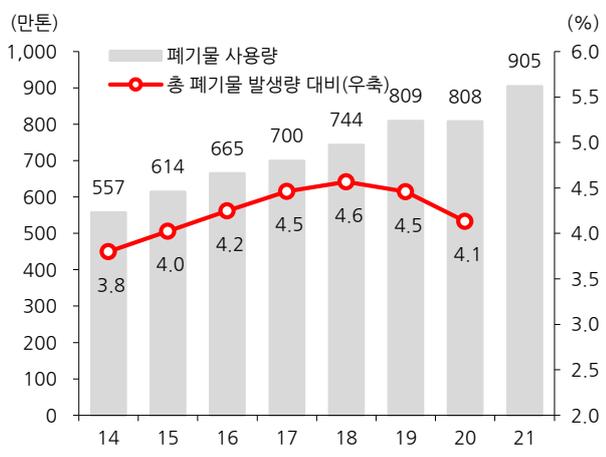
자료: 한국시멘트협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 클링커 생산량 대비 유연탄 및 폐기물 사용량 비중



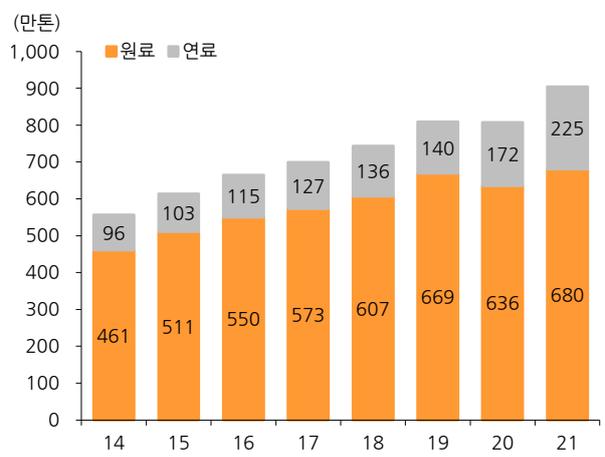
자료: 한국시멘트협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 폐기물 발생량 대비 시멘트업계 폐기물 사용량 비율



자료: 한국시멘트협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 시멘트 공정 연료화 및 원료화 폐기물 추이



자료: 한국시멘트협회, 한화투자증권 리서치센터



VI. 기업분석

1. 코엔텍 (029960)
2. 와이엔텍 (067900)

코엔텍 (029960)

숨겨진 인플레이션 수혜주



▶ Analyst 김용호 yonghokim@hanwha.com 02-3772-7596

Buy (신규)

목표주가(신규): 13,000원

현재 주가(5/25)	8,330원
상승여력	▲56.1%
시가총액	4,165억원
발행주식수	50,000천주
52 주 최고가 / 최저가	10,250 / 7,680원
90 일 일평균 거래대금	8.29억원
외국인 지분율	7.3%
주주 구성	
이앤아이홀딩스 (외 1 인)	59.3%
자사주 (외 1 인)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.1	7.1	-6.1	-8.4
상대수익률(KOSDAQ)	2.9	7.1	8.0	0.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	71	74	86	88
영업이익	31	37	49	50
EBITDA	40	45	56	58
지배주주순이익	26	30	39	40
EPS	511	593	783	805
순차입금	-71	-64	-77	-89
PER	18.5	14.5	10.6	10.4
PBR	3.1	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	9.9	8.2	6.0	5.7
배당수익률	5.4	3.5	3.6	3.6
ROE	16.8	19.3	23.3	20.9

주가 추이



우리는 동사의 1Q22 영업이익률이 YoY +7.2%p 개선된 이유에 주목해야 합니다. 현재 주가는 1)더욱 높아진 처리단가, 2)인플레이션 수혜 등 긍정적 요소가 전혀 반영 안된 수준이라고 판단합니다. 소각과 매립, 스팀 사업을 영위하는 동사에 대해 커버리지를 개시하며 폐기물 업종 내 최선호주로 제시합니다.

주가에 반영 안된 처리단가(P) 상승

동사 폐기물 처리단가의 저변이 급속도로 높아졌다. '16년부터 '21년까지 소각 처리단가 +61.9% 상승, 매립 처리단가는 +304.5% 상승했다. 높아진 진입장벽으로 인해 제한된 폐기물 처리량 속 처리수요 증가에 따른 처리단가 상승을 향유하는 건 기존 업체의 몫이다. 동사는 최근 매립용량 추가 확보로 늘어난 매립량에 따른 단기적 처리단가의 부침 가능성 존재하나, 울산에 위치한 타 매립업체 매립용량은 소량임을 감안, 중장기적으로 동사의 점유율 확대와 가격결정력 강화가 기대된다.

고마진 스팀 판매, 고마운 인플레이션

스팀은 폐기물의 소각과정 상 발생하는 소각열을 회수하여 생산되며 배관을 통해 울산 산단 내 위치한 SK에너지와 SK피아이씨글로벌에 전량 공급한다. 스팀은 생산원가가 낮은 만큼 이익 기여도가 매우 높다. 스팀 생산량은 소각량에 연동되고, 판매단가는 LNG 가격에 연동된다. 1)판가에 시차 없이 반영되는 LNG 가격과 2)낮은 스팀 생산원가는 작금의 높은 인플레이션 속 동사에 수혜로 나타날 것이다. 실제 LNG 가격 급등으로 1Q22 스팀 판매단가는 무려 YoY +85.5% 상승했다. 이에 따라 스팀 생산량 YoY -6.3% 감소 불구, 스팀 판매 매출액은 YoY +73.9% 급증하면서 전사 이익 성장을 견인한 것으로 추정된다.

투자의견 Buy, 목표주가 13,000원 제시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 13,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 13,000원은 PER 밴드 상하단의 중간값 17.0배를 적용하여 산출하였다. 1)폐기물 처리단가(P) 상승 속 영업 레버리지 효과로 인한 높은 이익률, 2)스팀 판매 단가의 LNG 가격 연동으로 인한 인플레이션 수혜 등 멀티플 리레이팅 요인이 산재했음에도 불구하고, 현재 주가는 '22년 예상 EPS 기준 10.7배 수준으로 PER 밴드 하단에 위치하고 있다. 국내 폐기물 산업 내 최선호주로 제시한다.

투자이견 Buy, 목표주가 13,000 원 제시

당사는 코엔텍에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 13,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 13,000원은 과거 3년 PER 밴드 상단 및 하단의 중간값 17.0배를 적용하여 산출하였다. 1) 폐기물 처리단가(P) 상승 속 영업 레버리지 효과로 인한 높은 이익률, 2) 스팀 판매 단가의 LNG 가격 연동으로 인한 인플레이션 수혜 등 멀티플 리레이팅 요인이 다수 존재함에도 불구하고, 현재 주가는 '22년 예상 EPS 기준 10.7배 수준으로 PER 밴드 하단에 위치하고 있다. 국내 폐기물 산업 내 최선호주로 제시한다.

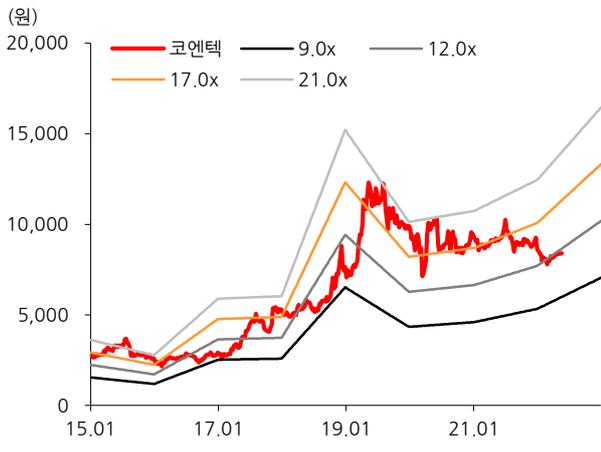
[표9] 코엔텍 목표주가 산출

(단위: 원, 배)

구분	금액	비고
22년 예상 순이익 (억원)	390	
주식수 (천주)	50,000	자사주 21.4만주 포함
22년 예상 EPS (원)	780	
Target P/E (배)	17.0	PER 밴드 상·하단의 중간값
적정 시가총액 (억원)	6,500	
적정주가 (원)	13,000	
현재주가 (원)	8,330	
상승여력 (%)	56.1	

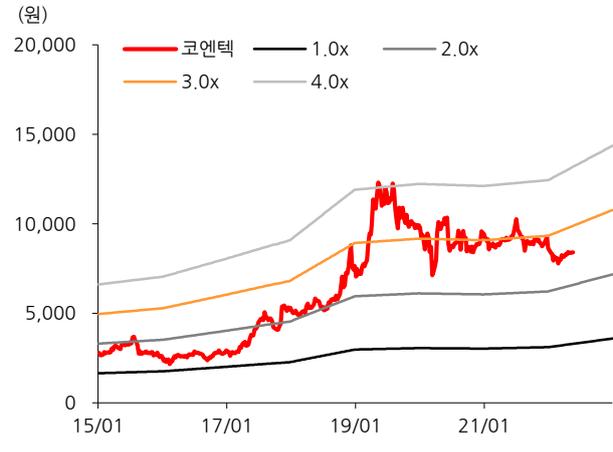
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 12MF P/E 밴드



자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 12MF P/B 밴드



자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

실적 추이 및 전망

동사는 1Q22 매출액 215억원(YoY +22.4%), 영업이익 125억원(YoY +39.6%)을 기록했다. 소각 매출액은 78억원으로 전년동기대비 -6.1% 소폭 감소 불구 스팀 매출액은 97억원으로 전년동기대비 +73.9% 성장했다. 이는 LNG 가격에 연동되는 스팀 판매단가가 5.4만원으로 작년 평균단가인 3.5만원 대비 큰 폭 상승한 영향이다. 1Q22 평균 LNG 수입가는 998\$/톤으로 전년동기의 461\$/톤 대비 +116.4% 급등하였다(분기별 수입가는 해당 분기 매월말 평균가격). 한편, 매립 매출액도 처리단가 하락에도 불구 4공구 매립이 본격화되면서 전년동기대비 +8.4% 성장한 40억원을 기록했다. 1Q22 영업이익률은 58.1%(YoY +7.2%p)를 기록하면서 높은 수준의 수익성을 지속하고 있다.

'22년 연간 매출액은 856억원(YoY +15.5%), 영업이익은 489억원(YoY +33.7%)을 전망한다. 폐기물 처리단가의 완만한 상승, 저변이 높게 올라간 스팀 판매단가 등을 반영하였다. 낮은 비용구조로 인한 영업 레버리지 효과가 지속되며 영업이익률은 57.1%(YoY +7.7%p)를 기록할 것으로 추정된다.

1Q22 실적은 작금의 높은 인플레이션 환경 속에서도 견조한 수익성을 확인시켜주었다. 1) 소각과 매립 처리단가는 물가에 영향을 받지 않는 가운데, 2) 스팀 판매단가는 LNG 가격에 연동되기 때문에 인플레이션 시기에 실적 상승폭이 더욱 확대될 수 있다.

[표10] 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	176	162	187	216	215	205	211	225	708	741	856	877
소각	83	76	86	90	78	77	78	83	325	335	315	329
스팀	56	53	65	86	97	88	92	99	225	261	377	363
매립	37	33	37	39	40	40	41	43	159	145	164	185
성장률 (% YoY)	-10.1	-7.2	11.4	27.0	22.4	26.6	12.6	4.2	-0.4	4.6	15.5	2.5
소각	-1.1	-5.4	7.1	11.3	-6.1	0.6	-9.0	-7.9	7.2	2.9	-5.8	4.4
스팀	-18.6	-6.3	25.7	83.5	73.9	64.9	41.9	14.3	-9.9	16.2	44.3	-3.6
매립	-14.3	-12.6	0.6	-6.3	8.4	24.5	11.2	9.6	9.0	-8.4	13.0	12.5
영업이익	89	64	80	132	125	117	121	127	310	366	489	503
증가율 (% YoY)	-12.0	-12.0	28.3	79.6	39.6	82.2	50.5	-3.9	9.1	17.8	33.7	2.8
영업이익률 (%)	50.9	39.4	42.8	61.3	58.1	56.7	57.2	56.6	43.8	49.3	57.1	57.3
순이익	72	51	63	110	100	93	96	101	255	296	390	401
증가율 (% YoY)	-12.4	-15.0	18.5	84.0	38.9	82.3	51.8	-8.4	5.9	16.1	31.6	2.7
순이익률 (%)	40.8	31.5	33.8	51.2	46.4	45.3	45.6	45.0	36.1	40.0	45.6	45.7

자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

지속되는 처리단가 상승세

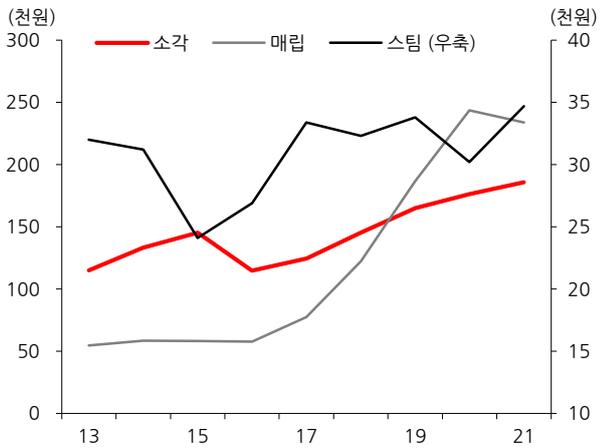
동사 실적을 견인하고 있는 폐기물 처리단가는 단기 조정, 중장기 완만한 상승세를 보일 것으로 전망한다. '16년부터 '21년까지 소각 처리단가는 +61.9% 상승, 매립 처리단가는 +304.5% 상승했다. 산업활동이 확대될수록 산업폐기물 발생량이 증가할 수밖에 없으며, 높아진 폐기물 시장 진입장벽으로 소각 및 매립 용량의 확대도 매우 제한적인 상황이다. 폐기물 사업을 하기 위해서는 지자체의 인허가가 필요하다. 다만, NIMBY 현상이 심화되고 환경문제에 대한 관심이 확대되었으며, 지자체도 타지역에서 발생한 폐기물 반입에 대해 민감한 상황으로 신규 플레이어의 진입 및 기존 시설의 증설 등은 매우 제한적인 상황이다. 자금여력이 상당한 대기업조차 기존 폐기물업체 인수를 통해 시장에 진입했다는 점이 이를 방증한다.

정부가 매립 축소 및 재활용 확대를 정책 방향으로 두고 있는 가운데 공공 및 자가 매립시설의 매립량은 지속적으로 감소하고 있다. 하지만 민간 매립시설의 매립량은 일정 수준을 유지하고 있는 상황이다. 공공 및 자가매립시설 수 또한 감소세에 있는 상황으로 점차 민간 매립시설로 폐기물 반입량이 늘어날 수 있다. 즉, 제한된 공급 속 증가하는 수요로 인한 단가 상승을 향유하는 것은 기존 업체일 것이다. 소각 단가 또한 제한된 공급, 소각 잔재물이 최종적으로 매립처리됨에 따른 매립단가 일부 반영 등으로 인해 상승추세를 이어갈 것으로 예상된다.

다만, 동사의 폐기물 처리단가는 단기적으로는 부침이 있을 수 있다. 이는 동사가 최근 매립용량을 추가 확보하면서 매립량을 늘렸기 때문이다. 매립 처리단가는 새롭게 조성된 4공구 매립지의 매립이 시작된 3Q21부터 하락하고 있는 것으로 파악된다.

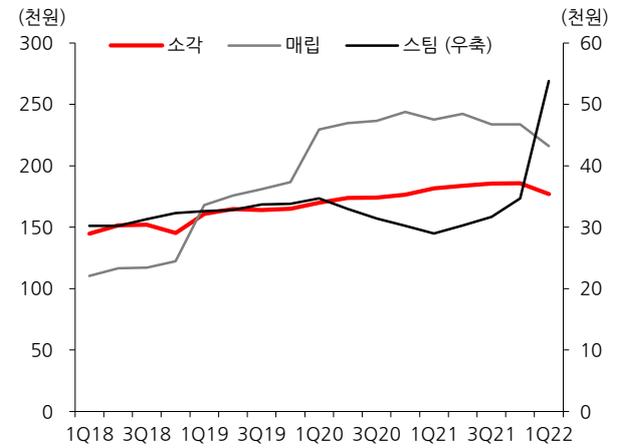
지역별 폐기물 처리단가의 움직임은 큰 흐름에서는 동일하겠으나 폐기물 시장이 지역기반 시장인 만큼 단기 움직임에는 지역별 차이가 있을 수 있다. 울산시에는 총 3개 민간 매립업체가 있다. 최근 수년간 3개 업체 모두 잔여 매립가능량 소진이 임박하면서 매립량을 줄였고, 매립단가 상승으로 이어졌다. 동사는 '19년초 4공구 매립지 개발 승인을 받으면서 올해 1분기 120만^m의 추가 매립용량을 확보했고, 작년 3분기부터 이미 단계적으로 매립을 시작하였다. 하지만 중장기적으로 매립단가는 상승할 것으로 전망한다. 코엔텍을 제외한 울산시 민간매립업체 2개 기업은 현재 확보한 매립용량이 총 18만^m에 불과한 것으로 파악되어 동사의 울산시 내 점유율 확대 및 가격결정력 강화가 기대되기 때문이다.

[그림62] 연간 처리단가/판매단가 추이



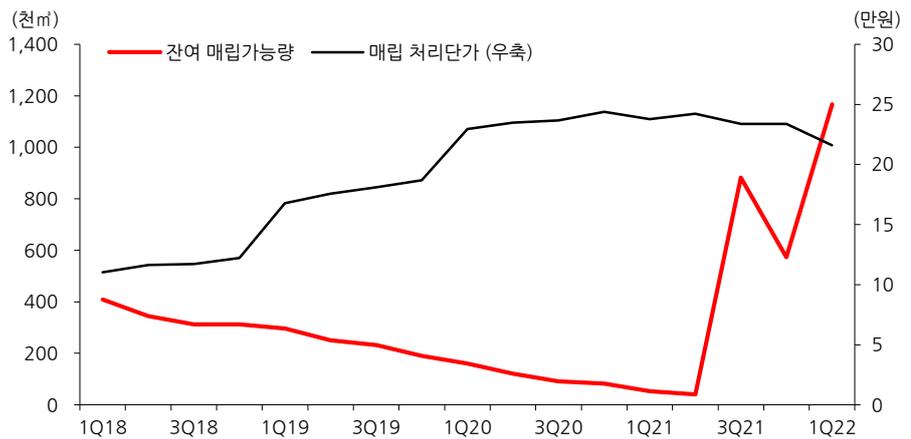
자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 분기별 처리단가/판매단가 추이



주: 각 분기별 누적 처리/판매량에 대한 단순평균 단가
 자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 코엔텍 잔여 매립가능량 및 매립 처리단가 추이



자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

고마진 스팀 판매, 고마운 인플레이션

스팀은 폐기물의 소각공정 상 발생하는 소각열을 회수하여 생산된다. 동사는 생산한 스팀을 배관을 통해 울산의 산업단지 내 위치한 SK에너지와 SK피아이씨글로벌에 전량 공급한다. 스팀은 폐기물 소각공정 상 생산되는 일종의 부산물로 생산에 추가적인 비용 발생이 매우 적기 때문에 이익 측면에서의 기여도가 매우 높다는 점이 매력적이다. 또, 수요업체는 직접 스팀을 생산하는 것 대비 원가 측면에서 저렴하여 공급자와 수요자 모두에게 이득인 셈이다.

스팀 생산량은 소각량에 연동한다. 동사가 보유한 소각시설은 총 2개로 생산능력은 고온소각시설(K-1)이 300톤/일, 일반소각시설(K-2)이 163톤/일이며, 스팀 생산능력은 K-1이 1,200톤/일, K-2가 960톤/일이다. '15년 12월부터 제2공장이 생산을 개시하면서 스팀 생산량은 '15년 37만톤에서 '16년 67만톤으로 +81.8% 급증하였다. 반면, 스팀 매출액은 89억원에서 182억원으로 +103.8% 증가했는데, 이는 스팀 판매단가 상승에 따른 것이다. 스팀 판매단가는 과거에는 일부 벙커C유 가격에 연동되었으나 '21년 하반기부터 전부 LNG 가격 연동으로 변경되었다. 스팀 1톤 가격은 (기준가격) X (LNG연동율)을 통해 산정되며 LNG 가격 변동은 스팀 판매단가에 즉시 반영된다. 1) 시차 없이 반영되는 LNG 가격, 그리고 2) 낮은 스팀 생산원가를 근거로 작금의 높은 인플레이션은 동사에 수혜로 작용한다는 판단이다.

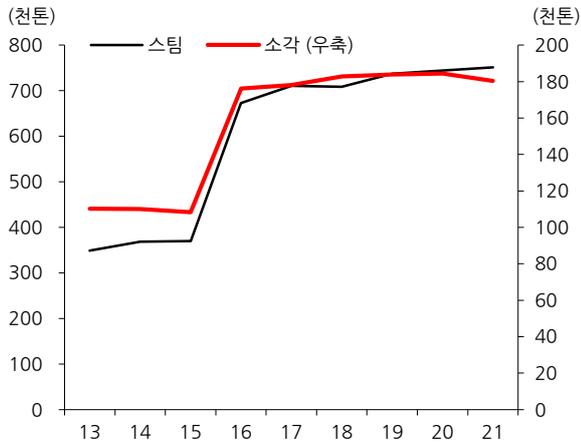
실제로 작년 하반기 LNG 가격이 급등하면서 동사의 스팀 판매단가도 톤당 3.5만원으로 YoY +14.9% 상승했고, 올해 1분기에는 무려 YoY +85.5% 상승한 5.4만원을 기록했다. 이에 따라 스팀 생산량 YoY -6.3% 감소에도 불구하고, 스팀 판매 매출액은 YoY +73.9% 급증하였다. LNG 가격 상승폭이 확대유지되고 있는 점을 감안하면 금년 동사의 스팀 판매가 올해 실적 성장을 견인할 것이다.

[그림65] 코엔텍 스팀 공급 계통도



자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 소각량 및 스팀 생산량 추이



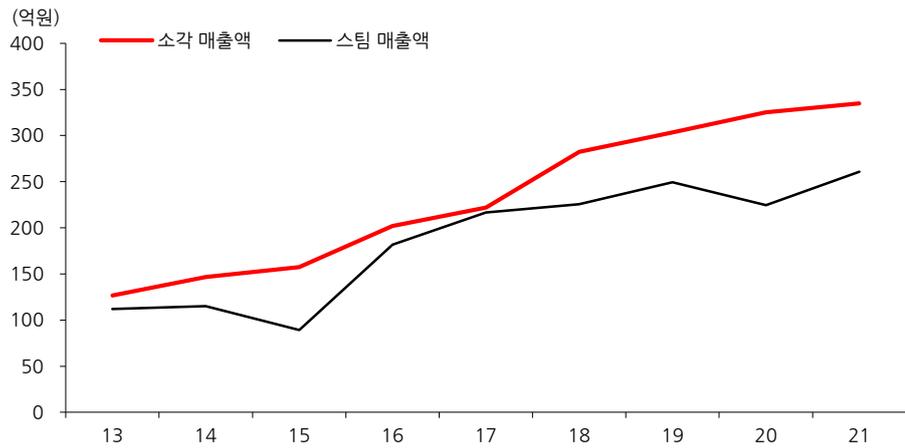
자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 소각 1톤당 스팀 생산량



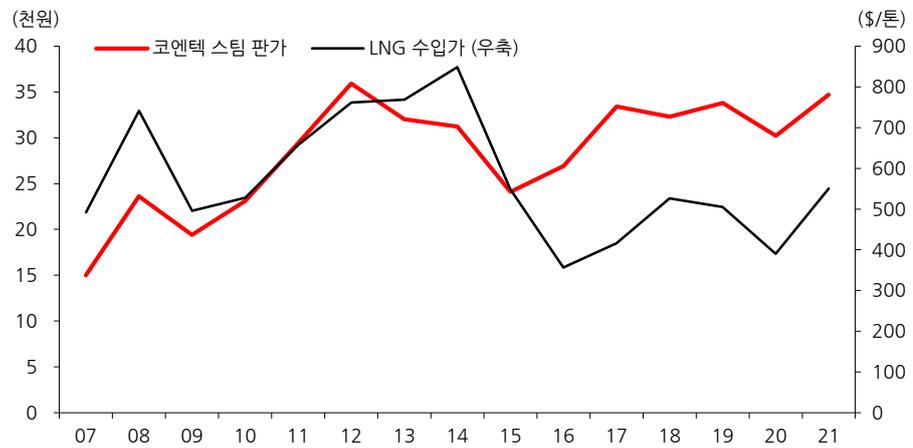
자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 소각 및 스팀 매출액 추이



자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 스팀 판매단가와 LNG 가격은 연동



주: LNG 수입가는 해당년도 각월말 가격의 평균

자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

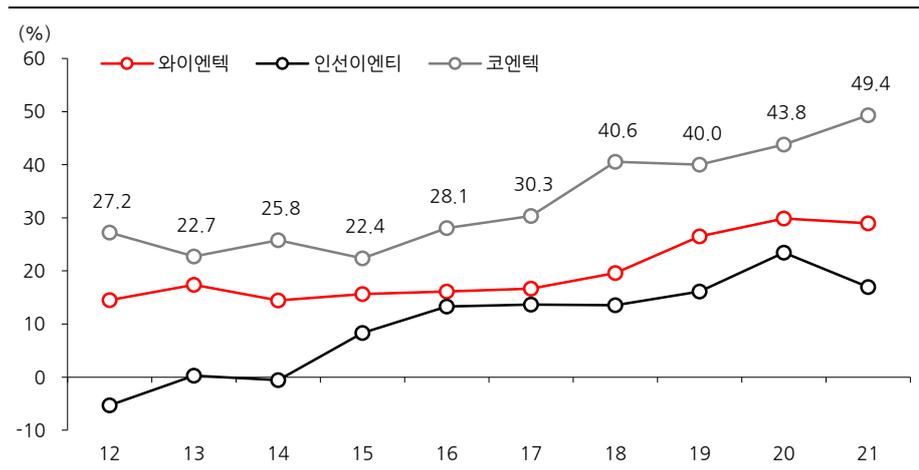
순수 폐기물 업체의 놀라운 이익률

동사의 영업이익률은 '21년 기준 49.4%에 육박한다. 이는 동종업체인 와이엔텍 29.0%, 인선이엔티 17%를 크게 상회하는 수준이다. 동사의 높은 영업이익률은 동사가 순수 폐기물 업체라는 점에 기인한다. 소각 및 매립 사업 이외에도 여러 사업을 운영하는 와이엔텍 및 인선이엔티와 달리 동사의 사업부문은 소각 및 매립, 스팀 판매, 즉 폐기물 사업만을 영위한다.

소각, 매립 등 폐기물 산업 특성상 초기 자본이 많이 투입되는 반면 이후의 변동비 투입이 타 산업 대비 적다. 동사의 경우, '21년 기준 전체 비용(매출원가+판매비)의 24.1%가 인건비이며 22.4%가 감가상각비이다. 국내 상장사의 평균은 각각 18.6%, 5.2%이다. 총 비용에서 감가상각비의 비중이 국내 상장사 평균 대비 매우 높은 수준인데, 이는 전체 사업 비용 중 소각로 설치, 매립지 조성 등 초기 자본 투입 비중이 높은 반면 이후의 추가적인 비용 투입이 상대적으로 적기 때문이라고 해석된다.

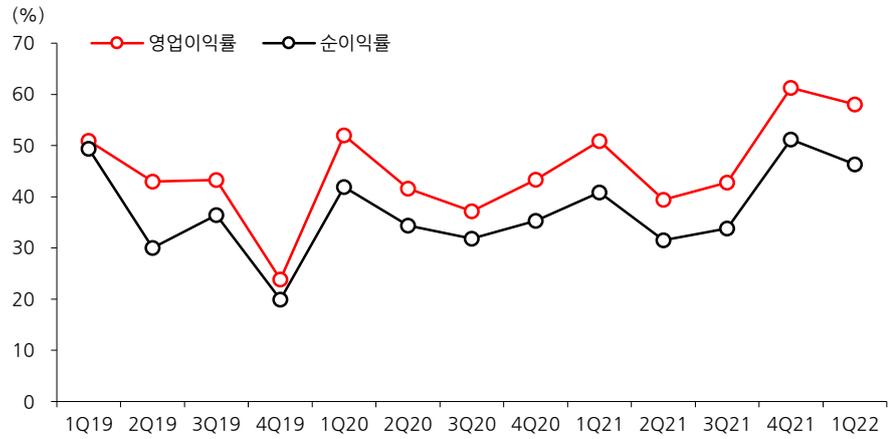
한편, 코엔텍의 매출액 대비 급여 비중은 12.2%이고 상장사 평균은 40.6%이다. 이는 코엔텍을 비롯, 폐기물 산업의 투입 노동력이 상대적으로 적다는 것을 의미한다. 그렇다고 감가상각비 규모도 크지 않다. 매출액 대비 비중이 11.3%로 상장사 평균인 11.7%와 비슷하다. 게다가 변동비도 산업 특성상 낮은 수준이기 때문에 외형 성장을 통한 영업 레버리지 효과가 나타난다. 동사의 영업이익률은 13년 22.7%에서 '21년 49.3%로 +26.6%p 개선되었으며 같은 기간 직원당 매출액은 6.5억원에서 8.7억원으로 +34.9% 증가했다.

[그림70] 폐기물 상장사 영업이익률 비교



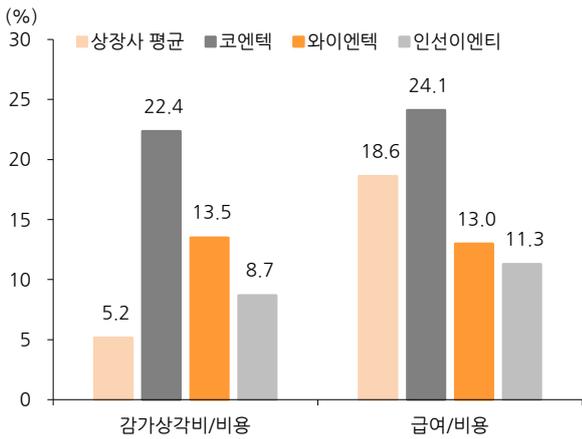
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 코엔텍 분기별 영업이익률 및 순이익률 추이



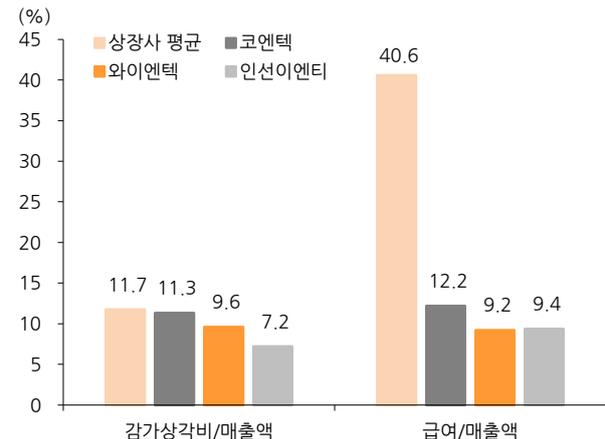
자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 총 비용 대비 감가상각비 및 급여 비중



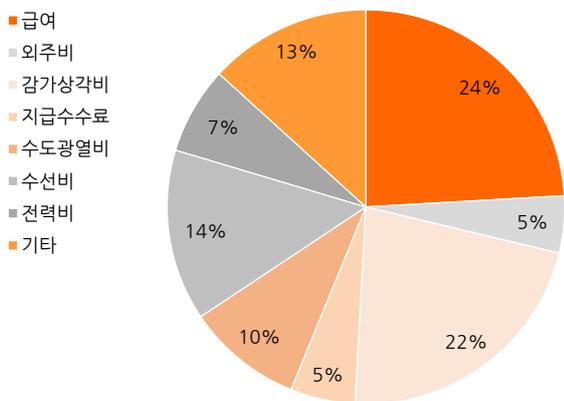
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 매출액 대비 감가상각비 및 급여 비중



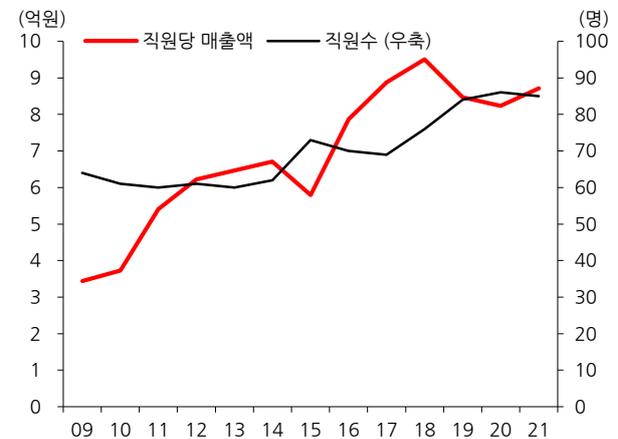
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 코엔텍 비용의 성격별 분류



자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 코엔텍 직원당 매출액 추이

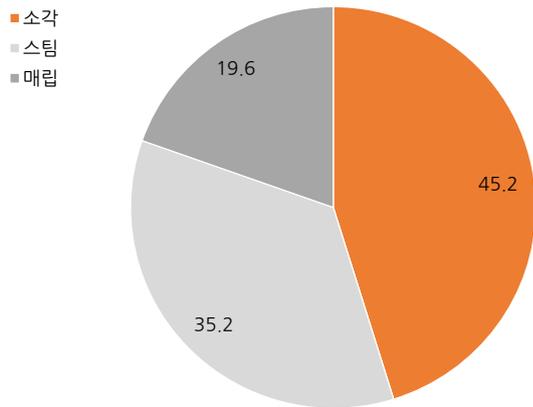


자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

기업 개요: 순수 폐기물 업체

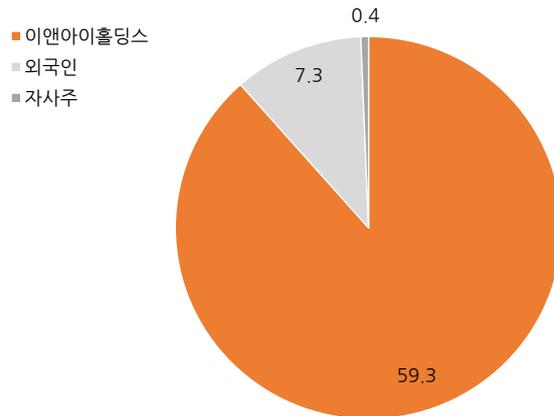
코엔텍은 '93년 설립된 폐기물 처리업체로 울산의 산업단지 내에 위치한다. 주요 사업은 사업장폐기물의 소각과 매립, 스팀 판매다. 상장된 유일한 순수 폐기물업체로 49.3%라는 높은 영업이익률을 자랑한다. '21년 연결 기준 매출액은 740.9억원(YoY+4.6%), 영업이익 365.6억원(YoY +17.8%), 순이익 296.5억원(YoY+16.1%)을 기록했다. 사업 부문별 매출 비중은 소각 45.2%, 매립 19.6%, 스팀 35.2%이다. 동사는 높은 현금창출 능력을 바탕으로 높은 배당성향을 보여왔다. '20년 대주주 변경 이후 배당성향은 낮아지기는 했으나 '21년 기준 배당성향 50.4%, 배당수익률 3.2%로 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 동사의 대주주는 이앤아이홀딩스로 지분율은 59.3%를 보유하고 있다. '20년 9월 그린에너지홀딩스로부터 지분 전량을 인수하였다. 이앤아이홀딩스는 코엔텍 등 기업 인수를 위해 설립된 법인으로 이엔에프사파이어사모투자합자회사 67.4%, 아이에스동서 32.6%의 지분으로 구성되어 있다. 그린에너지홀딩스(맥쿼리PE)는 지난 '17년 6월, 후성 에이치디에스 외 6인으로부터 동사 지분 33.6%를 취득하며 대주주로 올라선 바 있다.

[그림76] 사업부문별 '21년 매출액 비중 (%)



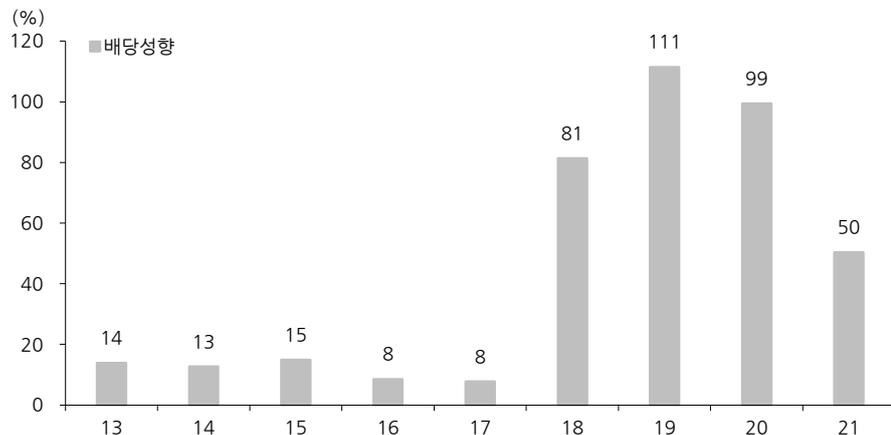
자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 주주구성 (%)



자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 배당성향 추이



자료: 코엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	71	71	74	86	88
매출총이익	33	37	41	54	56
영업이익	28	31	37	49	50
EBITDA	43	40	45	56	58
순이자손익	2	1	1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	31	33	37	49	50
당기순이익	24	26	30	39	40
지배주주순이익	24	26	30	39	40
증가율(%)					
매출액	10.7	-0.4	4.6	15.5	2.5
영업이익	2.9	9.1	17.8	33.7	2.8
EBITDA	13.4	-5.6	11.6	25.3	2.4
순이익	-33.4	5.9	16.1	31.6	2.7
이익률(%)					
매출총이익률	45.8	51.8	55.7	63.1	63.6
영업이익률	40.0	43.8	49.3	57.1	57.3
EBITDA 이익률	60.0	56.9	60.7	65.8	65.8
세전이익률	43.4	46.5	50.2	57.5	57.3
순이익률	33.9	36.1	40.0	45.6	45.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	34	34	37	48	48
당기순이익	24	26	30	39	40
자산상각비	14	9	8	7	7
운전자본증감	-1	0	-3	1	0
매출채권 감소(증가)	0	1	-3	1	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	-69	-33	60	-20	-22
유형자산처분(취득)	-8	-19	-18	-20	-21
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-73	-12	79	0	0
재무현금흐름	-23	-31	-29	-15	-15
차입금의 증가(감소)	-3	-4	-4	0	0
자본의 증가(감소)	-20	-27	-25	-15	-15
배당금의 지급	-20	-27	-25	-15	-15
총현금흐름	44	43	44	47	48
(-)운전자본증가(감소)	-10	0	1	-1	0
(-)설비투자	8	19	18	20	21
(+)자산매각	0	-1	0	0	0
Free Cash Flow	46	22	24	28	27
(-)기타투자	-1	0	1	0	0
잉여현금	47	22	23	28	26
NOPLAT	22	24	29	39	40
(+) Dep	14	9	8	7	7
(-)운전자본투자	-10	0	1	-1	0
(-)Capex	8	19	18	20	21
OpFCF	39	14	18	28	26

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	118	99	91	103	115
현금성자산	108	90	79	92	104
매출채권	9	8	11	10	10
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	80	92	103	116	130
투자자산	8	9	9	9	9
유형자산	71	82	94	106	120
무형자산	0	0	1	1	1
자산총계	198	191	194	219	245
유동부채	17	16	17	17	18
매입채무	6	7	7	7	7
유동성이자부채	4	4	4	4	4
비유동부채	28	24	22	22	23
비유동이자부채	19	15	11	11	11
부채총계	45	40	39	40	40
자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	127	125	129	153	178
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	153	151	155	179	205

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	483	511	593	783	805
BPS	3,056	3,028	3,109	3,589	4,091
DPS	540	510	300	300	300
CFPS	876	858	887	935	959
ROA(%)	12.3	13.1	15.4	18.9	17.3
ROE(%)	16.0	16.8	19.3	23.3	20.9
ROIC(%)	29.6	32.4	34.0	40.1	36.7
Multiples(x, %)					
PER	20.6	18.5	14.5	10.6	10.4
PBR	3.2	3.1	2.8	2.3	2.0
PSR	7.0	6.7	5.8	4.9	4.7
PCR	11.3	11.0	9.7	8.9	8.7
EV/EBITDA	9.7	9.9	8.2	6.0	5.7
배당수익률	5.4	5.4	3.5	3.6	3.6
안정성(%)					
부채비율	29.7	26.5	24.9	22.1	19.7
Net debt/Equity	-55.5	-46.9	-41.2	-43.0	-43.3
Net debt/EBITDA	-198.7	-176.4	-142.4	-136.8	-153.5
유동비율	694.4	631.3	539.3	591.3	652.7
이자보상배율(배)	75.9	97.7	140.2	213.5	219.4
자산구조(%)					
투하자본	36.9	44.7	50.9	50.2	50.6
현금+투자자산	63.1	55.3	49.1	49.8	49.4
자본구조(%)					
차입금	13.0	11.1	8.9	7.8	6.9
자기자본	87.0	88.9	91.1	92.2	93.1

와이엔텍 (067900)

밀고 끄는 폐기물



▶ Analyst 김용호 yonghokim@hanwha.com 02-3772-7596

Buy (신규)

목표주가(신규): 14,000원

현재 주가(5/25)	10,050원
상승여력	▲39.3%
시가총액	1,829억원
발행주식수	18,200천주
52 주 최고가 / 최저가	16,650 / 9,600원
90 일 일평균 거래대금	19.32억원
외국인 지분율	4.3%
주주 구성	
박용하 (외 5인)	45.9%
와이엔텍우리사주 (외 1인)	0.6%
자사주 (외 1인)	0.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-21.5	-20.2	-4.3	-36.8
상대수익률(KOSDAQ)	-18.5	-20.2	9.8	-27.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	106	112	116	128
영업이익	32	32	32	38
EBITDA	41	43	43	48
지배주주순이익	22	23	23	27
EPS	1,203	1,277	1,286	1,508
순차입금	49	53	27	-5
PER	11.4	8.4	7.8	6.7
PBR	1.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.3	5.8	4.9	3.7
배당수익률	-	-	-	-
ROE	15.0	13.3	11.5	12.0

주가 추이



동사는 1Q22 실적 부진으로 주가의 낙폭이 확대되었으나 실적은 단계적 회복이 가능할 것으로 전망합니다. 소각로 증설 허가 승인 시 멀티플 상향조정이 나타날 것으로 기대됩니다. 동종기업 대비 저평가 국면에 위치한 동사에 대해 관심확대가 필요하다고 판단합니다.

폐기물 처리 사업이 핵심

동사는 호남 지역을 기반으로 여수 산업단지 등에서 발생하는 산업폐기물의 소각 및 매립 처리 사업을 영위한다. 제한된 처리량에 따른 수급 불균형으로 촉발된 처리단가 상승이 나타났다. 소각 처리단가는 '16년~'21년 +39.5% 상승, 매립 처리단가는 +201.4% 급등하였다. 소각, 매립 등 폐기물 사업의 특징점은 안정성과 수익성이다. 안정성은 진입 장벽이 높아 공급조절이 가능하기 때문이고, 수익성은 고정비 및 변동비 투입이 상대적으로 적다는 점에 근거한다. 동사는 125톤/일 캐파의 소각시설과 170만m³ 규모의 매립지를 보유하고 있다. 안정적인 처리량을 기반한 수익성 동반의 지속 가능한 성장이 기대된다.

소각로 증설 허가시 실적 Level-up

신청 접수한 소각로 증설 허가시 144톤/일 추가 생산이 가능하다. 현재 소각로 가동율은 96.7%로 소각로 증설분 역시 가동률이 빠르게 올라갈 것으로 예상된다. 판매량이 증대될 스팀은 생산원가가 낮아 이익 성장에 높은 기여가 가능하다. 현재 스팀 판가는 코엔텍 판가인 3.5만 원('21년)의 절반 수준으로 추정되는데 이는 수요업체로의 직납 여부에 따른 것이다. 증설로 스팀 생산량이 확대될 시 동사도 직납이 가능해져 판가가 상승할 수 있다. 물량과 단가의 동반 상승이 가능한 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 14,000원 제시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 14,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 14,000원은 PER 밴드 상단 및 하단의 중간값인 11.0배를 적용하여 산출하였다. 현재 주가는 밴드 중하단에 위치하고 있으며, '22년 예상 EPS 기준 PER은 7.9배로 코엔텍 10.7배, 인션이엔티 14.0배 대비 저평가되어 있다. 한편, 소각로 신설 및 증설 허가 승인이 이루어질 경우 멀티플 리레이팅이 나타날 수 있다. 소각로 처리량 확충을 통해 소각 매출액 증대와 더불어 소각 판매 매출액 확대와 스팀 판매단가 상승을 기대할 수 있기 때문이다.

투자이견 Buy, 목표주가 14,000 원 제시

당사는 와이엔텍에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 14,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 14,000원은 PER 밴드 상단 및 하단의 중간값인 11.0배를 적용하여 산출하였다. 현재 주가는 밴드 하단에 위치하고 있다.

1Q22 매립 처리단가 하락 및 매립량 감소로 금년 실적 성장은 둔화될 수 있으나 하반기부터 회복세 진입 가능할 것으로 전망되며, 밸류에이션 측면으로 보더라도 동사의 '22년 예상 EPS 기준 PER은 7.9배로 코엔텍 10.7배, 인선이엔티 14.0배 대비 저평가된 상황이다.

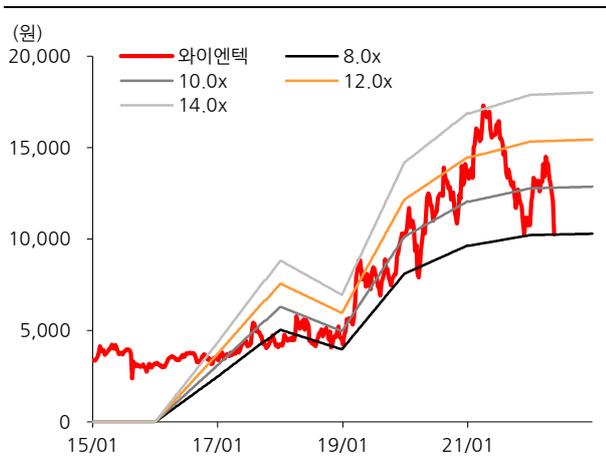
한편, 당사는 최근 소각로 신설 및 증설 허가 재신청을 완료하여 승인이 이루어질 경우 멀티플 리레이팅이 나타날 수 있다. 소각로 처리량 확충을 통해 소각 매출의 증대와 더불어 소각 판매 매출 확대와 큰 폭의 스팀 판매단가 상승을 기대할 수 있기 때문이다.

[표11] 와이엔텍 목표주가 산출

구분	금액	비고
22년 예상 순이익 (억원)	233	
주식수 (천주)	18,200	자사주 10.0만주 포함
22년 예상 EPS (원)	1,279	
Target P/E (배)	11.0	PER 밴드 상·하단의 중간값
적정 시가총액 (억원)	2,561	
적정주가 (원)	14,000	
현재주가 (원)	10,050	
상승여력 (%)	39.3	

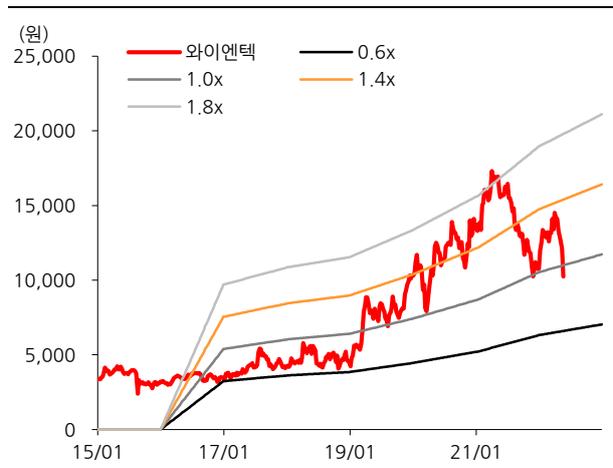
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 12MF P/E 밴드



자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 12MF P/B 밴드



자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

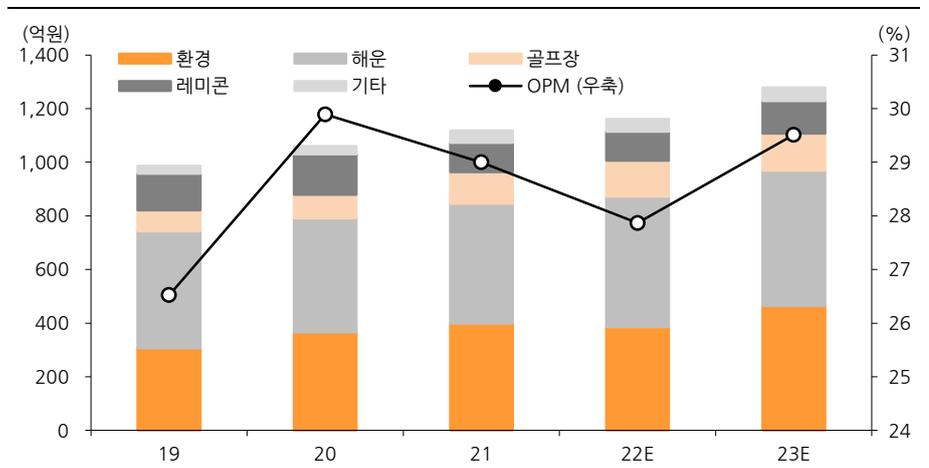
실적 추이 및 전망

동사는 1Q22 매출액 267억원(YoY -4.2%), 영업이익 56억원(YoY -29.1%)을 기록했다. 소각 매출액은 37억원(YoY -6.0%), 매립 매출액은 34억원(YoY -42.5%)를 기록하면서 환경 부문이 부진했다. 주목할 만한 점은 매립 매출액이 큰 폭 역성장했다는 것인데, 이는 매립량과 처리단가 각각 -29.3%, -19.0% 감소한 영향이다. 무게를 기준으로 처리단가가 책정되는데 이번 분기에는 잔여매립량 관리를 위해 무게 대비 부피가 큰 품목의 반입을 축소했고, 지정폐기물 처리비중이 감소하면서 매립량과 처리단가 모두 줄어 들었다. 외생적 변화에 따른 추세적인 처리단가 하락은 아니라고 추정되지만, 단기적으로는 처리단가의 향방을 예의주시할 필요가 있다고 판단한다.

'22년 연간 매출액은 1,166억원(YoY +4.3%), 영업이익은 328억원(YoY +1.1%)을 전망한다. 영업이익률은 28.1%로 전년대비 -0.9%p 감소할 것으로 추정된다. 1분기 환경 부문 역성장으로 인한 금년 실적의 숨고르기 양상 이후 '23년부터는 연간 성장을 재개할 것으로 기대한다. 1분기 감소했던 매립 처리단가는 매립량 회복과 함께 이전 수준으로 단계적 회복할 것으로 예상되며, '23년 수도권매립지 반입수수료가 YoY +56.6% 인상될 예정으로, 이를 기점으로 매립 처리단가 상승 기조는 전국 확산될 개연성이 높다고 생각된다.

18홀 대중제 골프장인 보성컨트리클럽을 운영중인 **골프장 부문**은 리오픈으로 인해 객단가 상승세는 다소 둔화될 개연성은 존재하나, 골프인구 증가에 힘입어 실적 호조가 지속될 것으로 보여진다. **해운 부문의 경우**, 케미컬 탱커선 등 총 8척의 선박을 운용중이며 화학업체를 주고객사로 확보하고 있다. 주요 노선은 중국, 일본, 대만 등으로 최근 중국의 주요 연안 도시 봉쇄 조치로 인해 입출항이 지연됨에 따라 동사는 일부 계약을 포워드 매출로 전환하여 대응하고 있다. 이에 따른 이익률 하락이 나타나고 있는 상황이다. **레이콘 부문**은 금년 매출액 성장 불구 원가로 반영되는 시멘트 가격 인상분의 판가 전가가 지연될 것으로 예상되어 마진 축소가 나타날 것으로 전망된다.

[그림81] 와이엔텍 실적 추이 및 전망



자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	278	290	264	286	267	289	284	322	1,060	1,118	1,161	1,278
환경	98	108	94	99	71	103	99	113	367	400	386	464
소각	39	38	35	37	37	40	39	38	133	148	153	158
매립	59	70	59	63	34	63	60	75	234	251	233	272
해운	119	103	110	115	133	105	120	128	425	447	487	505
골프장	22	34	28	33	31	39	28	35	88	117	133	138
레미콘	30	30	21	28	23	27	25	34	150	110	109	121
기타	9	15	11	10	9	15	12	11	31	44	47	49
성장률 (% YoY)	1.8	3.9	1.4	15.5	-4.2	-0.5	7.6	12.7	7.5	5.4	3.9	10.0
환경	2.5	6.6	2.2	28.1	-28.1	-4.6	5.2	13.9	19.6	9.0	-3.5	20.4
소각	2.5	7.7	-11.6	81.0	-6.0	5.9	10.3	3.4	-19.3	11.6	3.2	3.1
매립	2.5	6.0	12.7	9.4	-42.5	-10.2	2.1	20.1	64.5	7.5	-7.4	16.9
해운	0.6	-5.6	11.4	15.6	12.2	1.7	9.8	11.5	-2.4	5.0	9.0	3.7
골프장	60.6	33.2	21.5	31.5	41.8	15.1	0.0	6.1	11.3	33.8	13.8	3.8
레미콘	-18.3	-14.8	-46.3	-25.5	-24.0	-12.1	18.0	20.1	9.5	-26.7	-1.4	11.4
기타	4.3	94.2	50.3	36.7	-1.3	2.5	7.1	15.1	9.5	45.1	5.7	5.3
영업이익	79	93	63	89	56	76	85	107	317	324	324	378
증가율 (% YoY)	1.0	-9.9	-27.9	86.1	-29.1	-19.0	35.1	20.1	21.2	2.3	-0.2	16.7
영업이익률 (%)	28.2	32.2	23.9	31.2	20.9	26.2	30.0	33.2	29.9	29.0	27.9	29.5
순이익	57	71	56	48	38	58	62	75	219	232	233	273
증가율 (% YoY)	13.6	-10.8	-15.5	114.7	-33.4	-19.2	11.1	56.6	18.8	6.2	0.2	17.3
순이익률 (%)	20.6	24.6	21.1	16.8	14.3	20.0	21.8	23.3	20.6	20.8	20.0	21.4

자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

폐기물 사업이 끌고 간다

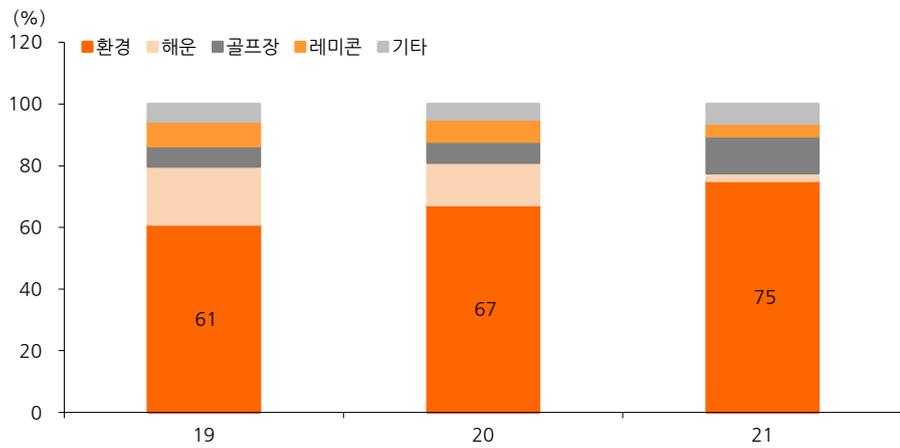
‘21년 기준 동사의 주요사업 부문은 총 4개로 각각의 매출액 비중은 환경 35%, 해운 40%, 골프장 11%, 레미콘 10%, 기타 4%로 나누는 만큼 다변화된 사업 포트폴리오를 보유하고 있다. 다만, 이익 기여도는 매출액 비중과 차이가 있는데, 공시된 부문별 매출 총이익 비중을 살펴보면 환경 75%, 해운 3%, 골프장 12%, 레미콘 4%, 기타 6%로 구분된다. 환경 부문, 즉 폐기물 사업이 동사의 이익 성장을 견인하고 있는 셈이다.

동사는 호남 지역을 기반으로 여수 산업단지 등에서 발생하는 산업폐기물의 소각 및 매립 처리 사업을 영위한다. 여느 폐기물 업체와 같이 제한된 처리량에 따른 수급 불균형으로 촉발된 처리단가 상승이 나타났다. 동사의 소각 처리단가는 ‘16년 18.2만원에서 ‘21년 25.4만원으로 +39.5% 상승하였고, 매립 처리단가의 경우 6.8만원에서 20.4만원으로 +201.4% 급등하였다.

수급 불균형은 지속될 것으로 보이나, 단기적으로는 처리단가 향방을 예의주시할 필요가 있겠다. 1Q22 실적을 살펴보면, 소각 처리단가는 YoY +3.6% 상승한 반면 매립 처리단가는 YoY -19.0% 하락했다. 처리단가가 높은 지정폐기물의 반입율이 감소한 영향으로 매립 처리단가의 구조적인 하락은 아닌 것으로 파악된다. 다만, 하락폭이 크다는 점을 감안, 차분기 처리단가 확인이 필요하다고 판단된다.

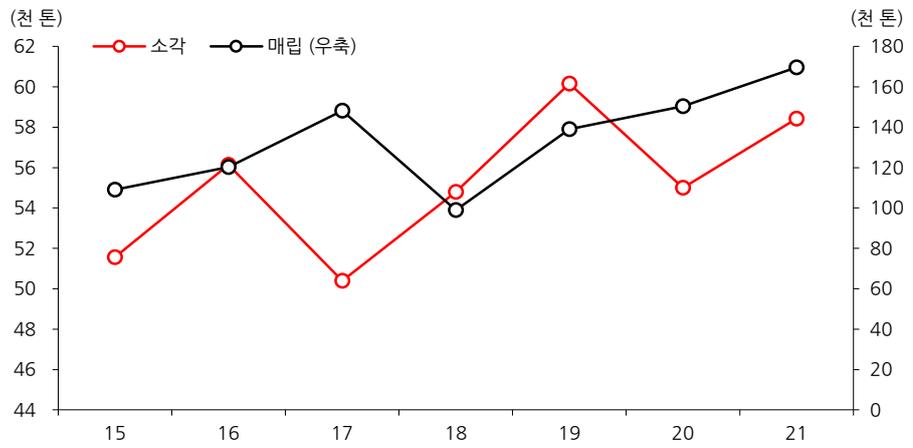
한편, 소각, 매립 등 폐기물 사업의 특징점은 안정성과 수익성이다. 안정성은 진입장벽이 높아 공급조절이 가능하기 때문이고, 수익성은 고정비 및 변동비 투입이 상대적으로 적다는 점에 근거한다. 따라서 처리단가의 상승만큼 폐기물 업체에게 반가운 일은 없을 것이다. 원가 등 비용 구조의 변화가 없는 매출 성장으로 영업 레버리지 효과가 극대화되기 때문이다. 동사는 매일 125톤(일반 72톤, 지정 53톤)을 소각할 수 있는 소각시설 2개소와 약 10년간 매립이 가능한 170만m³ 규모의 매립지를 보유하고 있다. 안정적인 처리량을 기반한 수익성 동반의 지속 가능한 성장이 기대된다.

[그림82] 부문별 매출총이익 내 비중



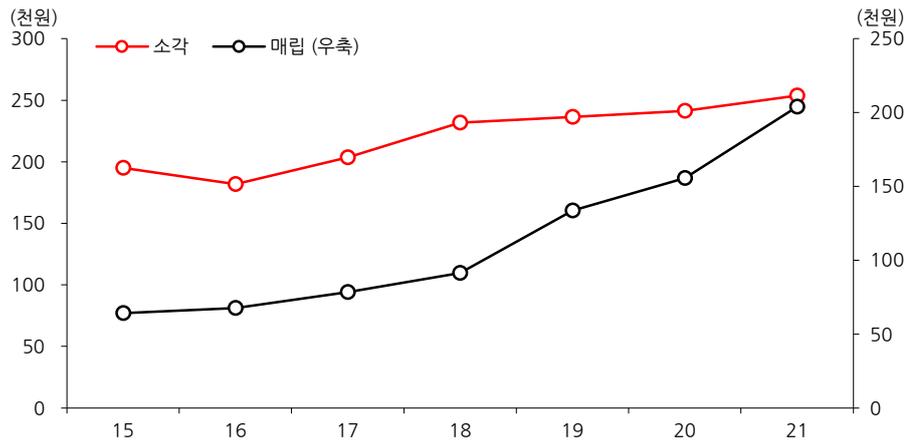
자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 연간 처리량 추이



자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 연간 평균 처리단가 추이



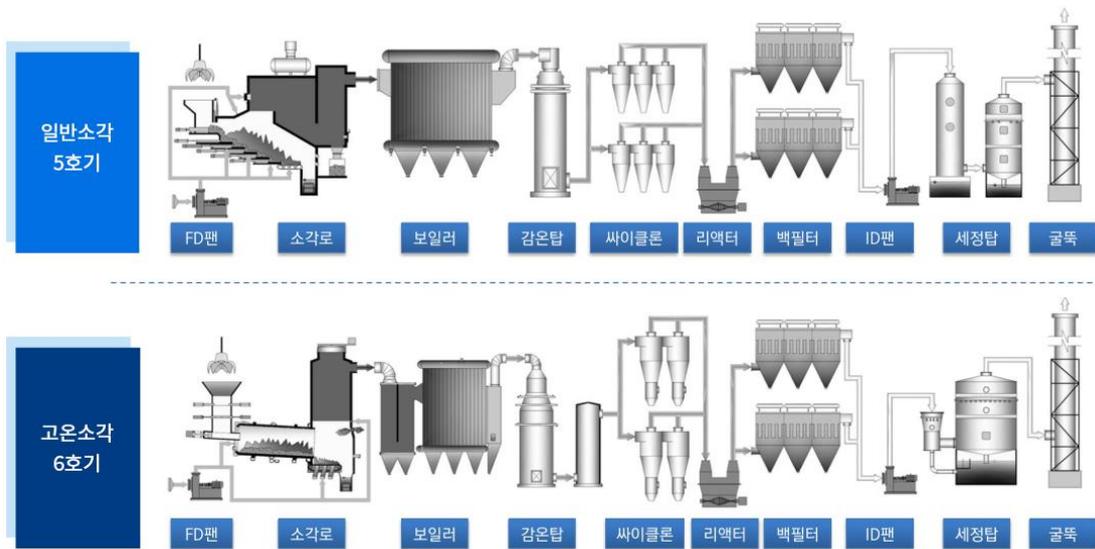
자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

소각로 증설 허가 시 실적 Level-up

동사는 작년 반려되었던 일반소각로 신설(120톤/일)과 기존 일반소각로 증설(72톤/일 →94톤/일)에 대한 인허가를 재신청한 상태이다. 만약 승인 후 캐파 확충이 완료된다면 동사의 외형 및 이익의 레벨은 한층 높아질 것이다. 현재 소각처리 가동율은 96.7%로 유지보수 기간 소각로 가동이 멈춘다는 점을 감안할 시 풀캐파 수준으로 볼 수 있다. 현재 수요가 공급을 넘어서는 상황이라 생각되며, 신규 소각로 역시 가동률이 빠르게 올라올 것으로 예상된다.

주목해야할 부분은 스팀 판매이다. 스팀은 소각과정에서 발생하는 소각열을 통해 만들어지기 때문에 생산원가가 낮다. 그만큼 수익성도 높아 이익성장에도 의미 있는 기여가 가능할 것이다. 또, 현재 동사의 스팀 판매단가는 1.7만원 내외인 것으로 추정되는데, 이는 코엔텍의 3.5만원(‘21년 기준)의 절반도 안되는 수준이다. 이러한 판가 차이는 코엔텍은 수요업체로 직접 납품하는 반면, 동사는 중간유통업자를 통해 납품하기 때문에 나타난다. 소각 처리량 확충으로 스팀 생산량이 확대되면 동사도 직접 납품이 가능해져 판매단가가 코엔텍 판가에 근접하는 수준으로 상승할 것으로 기대한다. Q와 P, 즉 물량과 단가의 동반 상승이 가능한 것이다.

[그림85] 와이엔텍 소각처리시설 처리계통도



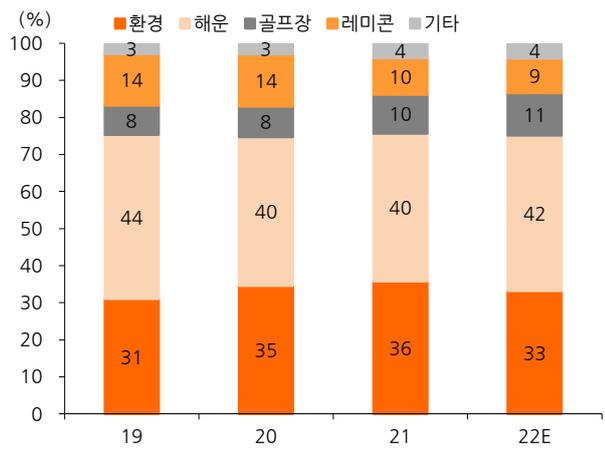
주: 스팀은 보일러에서 생산됨
 자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

기업 개요: 다변화된 사업 포트폴리오 보유

동사는 전라남도 여수시에 위치한 폐기물 업체로 국내 최대 석유화학 산업단지인 여수 산업지역을 중심으로 전남 전지역의 산업폐기물 수거 및 처리(소각, 매립)를 주업으로 한다. 500개 이상의 고객과 연간 단위의 계약을 통해 안정적인 매출처를 보유한다. 지역 내 폐기물의 일괄처리, 즉 수집운반부터 중간처분(소각)와 최종처분(매립)이 가능한 유일 업체로 높은 경쟁력을 가진다.

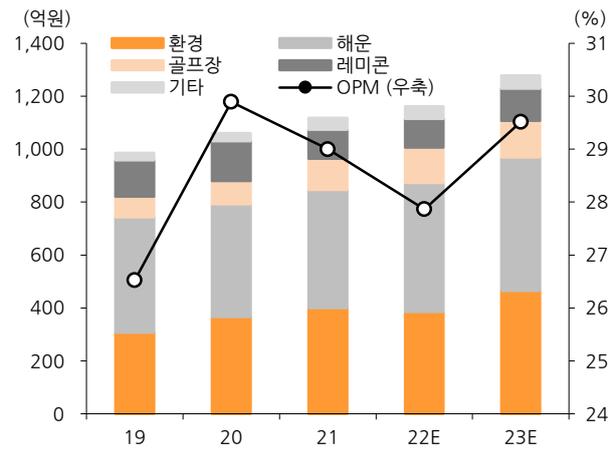
'21년 연결 매출액은 1,108억원(YoY +4.5%), 영업이익은 324억원(YoY +2.3%)을 기록했다. 영업이익률은 29.3%로 YoY -0.6%p 감소했다. 동사는 다변화된 사업 포트폴리오를 보유하고 있다. 주요 사업부문으로는 환경, 해운, 골프장, 레미콘 등이 있으며, 각각의 매출액 비중은 '21년 기준 환경 35.2%, 해운 40.3%, 골프장 10.6%, 레미콘 9.9%, 기타 4.0%로 나뉜다. 환경부문은 폐기물 사업을 담당하며 세부 사업 매출액 비중은 소각 13.4%, 매립 22.7%이다. 스티프 판매는 기타 매출로 분류된다.

[그림86] 부문별 매출액 비중



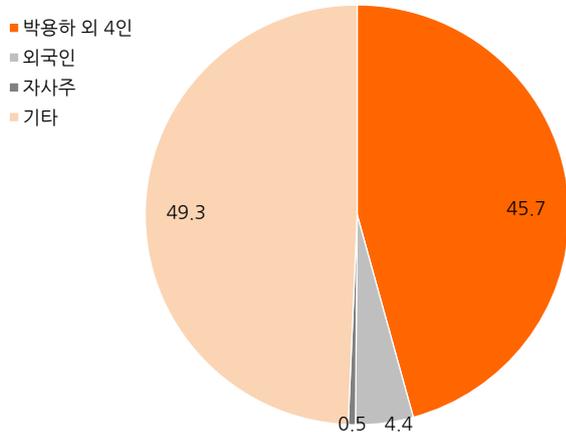
자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 실적 추이 및 전망



자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 주주구성



자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 주요 연혁

구분	내용
1990.8	회사설립
1991.8	산업폐기물처분업 허가
1991.9	소각시설 가동 개시/ 매립시설 사용개시
2005.12	코스닥 상장
2008.1	보성컨트리클럽 운영
2008.6	레미콘사업 운영
2013.4	생활폐기물 소각시설 위탁 및 수탁 대행
2013.11	해운사업 영업개시
2018.6	신조선(와이엔여수) 건조
2019.4	신조선(와이엔광양) 건조
2020.1	신규매립장 사용개시

자료: 와이엔텍, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	99	106	112	116	128
매출총이익	29	35	36	36	42
영업이익	26	32	32	32	38
EBITDA	34	41	43	43	48
순이자손익	-2	-2	-1	-1	-1
외화관련손익	-1	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	24	28	32	32	37
당기순이익	18	22	23	23	27
지배주주순이익	18	22	23	23	27
증가율(%)					
매출액	29.6	7.5	5.4	3.9	10.0
영업이익	75.2	21.2	2.3	-0.2	16.7
EBITDA	58.8	20.4	5.4	-0.7	11.7
순이익	104.0	18.8	6.2	0.2	17.3
이익률(%)					
매출총이익률	29.7	33.1	32.1	31.2	32.6
영업이익률	26.5	29.9	29.0	27.9	29.6
EBITDA 이익률	34.5	38.6	38.6	36.9	37.4
세전이익률	24.5	26.3	28.3	27.2	29.0
순이익률	18.7	20.6	20.8	20.0	21.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	30	34	32	33	38
당기순이익	18	22	23	23	27
자산상각비	8	9	11	10	10
운전자본증감	0	0	-3	0	0
매출채권 감소(증가)	-1	1	0	-1	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	1	-1	0	0	0
투자현금흐름	-31	-18	-34	-6	-7
유형자산처분(취득)	-30	-5	-3	-3	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	-13	-32	0	0
재무현금흐름	8	-13	-5	-2	0
차입금의 증가(감소)	8	-13	-3	-2	0
자본의 증가(감소)	0	0	-2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	34	41	43	33	38
(-)운전자본증가(감소)	-1	2	0	0	0
(-)설비투자	30	5	3	3	4
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	6	34	39	29	35
(-)기타투자	1	-2	2	3	3
잉여현금	5	36	38	27	32
NOPLAT	20	25	24	24	28
(+) Dep	8	9	11	10	10
(-)운전자본투자	-1	2	0	0	0
(-)Capex	30	5	3	3	4
OpFCF	-1	27	31	31	34

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	33	38	32	58	89
현금성자산	22	24	18	43	75
매출채권	9	9	9	9	9
재고자산	0	5	5	5	5
비유동자산	210	222	263	258	255
투자자산	4	19	67	70	72
유형자산	202	199	192	185	179
무형자산	3	3	3	3	3
자산총계	243	260	295	316	344
유동부채	59	65	64	63	63
매입채무	10	9	9	9	9
유동성이자부채	43	48	48	46	46
비유동부채	49	38	38	40	41
비유동이자부채	42	25	23	24	24
부채총계	108	103	103	103	104
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	24	24	24	24	24
이익잉여금	102	124	147	170	198
자본조정	0	1	12	10	10
자기주식	0	0	-2	-2	-2
자본총계	135	157	192	213	241

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,012	1,203	1,277	1,286	1,508
BPS	7,405	8,637	10,532	11,725	13,225
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,894	2,260	2,343	1,802	2,092
ROA(%)	8.2	8.7	8.4	7.6	8.3
ROE(%)	14.7	15.0	13.3	11.5	12.0
ROIC(%)	10.6	12.8	12.8	13.5	16.4
Multiples(x, %)					
PER	10.3	11.4	8.4	7.8	6.7
PBR	1.4	1.6	1.0	0.9	0.8
PSR	1.9	2.4	1.8	1.6	1.4
PCR	5.5	6.1	4.6	5.6	4.8
EV/EBITDA	7.5	7.3	5.8	4.9	3.7
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	80.2	65.5	53.7	48.1	43.0
Net debt/Equity	47.0	31.1	27.8	12.5	-2.1
Net debt/EBITDA	186.5	119.7	123.6	62.5	-10.7
유동비율	56.5	59.5	49.5	92.3	142.5
이자보상배율(배)	13.1	16.4	22.5	19.3	22.6
자산구조(%)					
투하자본	88.3	81.6	68.0	60.6	53.0
현금+투자자산	11.7	18.4	32.0	39.4	47.0
자본구조(%)					
차입금	38.7	31.7	27.1	24.6	22.5
자기자본	61.3	68.3	72.9	75.4	77.5



VII. 붙임

1. 국내 동종 업체 비교
2. 해외 동종 업체 비교

붙임 1. 국내 동종 업체 비교

구분		코엔텍	와이엔텍	인선이엔티
시가총액(억 원, 5/24 종가)		4,130	1,813	4,596
매출액 (억 원)	2020A	708	1,060	2,086
	2021A	741	1,118	2,464
	2022E	856	1,161	2,656
	2023E	877	1,278	2,844
영업이익 (억 원)	2020A	310	317	490
	2021A	366	324	419
	2022E	489	324	448
	2023E	503	378	571
당기순이익, 지배 (억 원)	2020A	255	219	355
	2021A	296	232	249
	2022E	390	233	351
	2023E	401	273	443
매출액 성장률 (YoY %)	2020A	-0.4	7.5	13.4
	2021A	4.6	5.4	18.1
	2022E	15.5	3.9	13.4
	2023E	2.5	10.0	18.1
영업이익 성장률 (YoY %)	2020A	9.1	21.2	65.4
	2021A	17.8	2.3	-14.5
	2022E	33.7	-0.2	6.9
	2023E	2.8	16.7	27.4
영업이익률 (%)	2020A	43.8	29.9	23.5
	2021A	49.3	29.0	17.0
	2022E	57.1	27.9	16.9
	2023E	57.3	29.6	20.1
ROE (%)	2020A	16.8	15.0	13.7
	2021A	19.3	13.3	7.7
	2022E	23.3	11.5	9.4
	2023E	20.9	12.0	10.4
P/E (배)	2020A	18.4	11.4	12.7
	2021A	14.5	8.4	20.7
	2022E	10.7	8.0	13.0
	2023E	10.4	6.8	10.3
P/B (배)	2020A	3.1	1.6	1.7
	2021A	2.8	1.0	1.5
	2022E	2.3	0.9	1.1
	2023E	2.0	0.8	1.0
EV/EBITDA (배)	2020A	9.9	7.3	8.4
	2021A	8.2	5.8	8.7
	2022E	6.1	5.0	6.3
	2023E	5.7	3.8	4.8

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터 추정

붙임 2. 해외 동종 업체 비교

구분		Waste Management	Republic Services	Waste Connections	Casella Waste System	Schnitzer Steel Ind.
시가총액(M\$, 5/24 종가)		65,429	42,156	32,544	3,611	1,043
매출액 (M\$)	2020A	15,218	10,154	5,446	775	1,712
	2021A	17,931	11,295	6,151	889	2,759
	2022E	19,386	13,088	7,045	1,018	3,408
	2023E	20,404	14,065	7,586	1,089	3,375
영업이익 (M\$)	2020A	2,434	1,709	412	59	7
	2021A	2,965	2,076	1,040	78	214
	2022E	3,395	2,391	1,320	92	303
	2023E	3,673	2,602	1,477	111	280
당기순이익, 지배 (M\$)	2020A	1,496	967	205	91	-4
	2021A	1,816	1,290	618	41	165
	2022E	2,272	1,463	855	54	211
	2023E	2,478	1,622	1,005	64	231
매출액 성장률 (YoY %)	2020A	-1.5	-1.4	1.1	4.2	-19.7
	2021A	17.8	11.2	13.0	14.8	61.1
	2022E	8.1	15.9	14.5	14.5	23.5
	2023E	5.3	7.5	7.7	7.0	-1.0
영업이익 성장률 (YoY %)	2020A	-8.7	-4.4	-50.8	11.7	-91.7
	2021A	3.4	21.5	152.1	31.0	3,018.3
	2022E	5.9	15.2	27.0	19.0	41.9
	2023E	2.8	8.8	11.9	20.4	-7.8
영업이익률 (%)	2020A	16.0	16.8	7.6	7.7	0.4
	2021A	16.5	18.4	16.9	8.7	7.7
	2022E	17.5	18.3	18.7	9.1	8.9
	2023E	18.0	18.5	19.5	10.2	8.3
ROE (%)	2020A	20.6	11.7	3.0	37.6	-0.6
	2021A	24.9	14.8	8.9	10.5	21.8
	2022E	32.1	16.0	13.8	11.8	21.8
	2023E	33.6	15.9	15.3	12.1	9.9
P/E (배)	2020A	29.3	27.1	45.4	72.9	46.0
	2021A	34.5	33.6	48.5	94.6	7.3
	2022E	28.1	28.5	33.8	67.9	5.2
	2023E	25.4	25.7	29.7	56.9	6.0
P/B (배)	2020A	6.7	3.6	3.9	8.7	0.8
	2021A	9.7	4.9	5.1	10.4	1.6
	2022E	9.0	4.4	4.7	7.3	-
	2023E	8.4	4.0	4.6	6.3	-
EV/EBITDA (배)	2020A	14.5	13.3	18.9	21.0	6.9
	2021A	16.4	15.9	20.9	24.2	4.8
	2022E	14.5	13.9	17.2	17.4	3.3
	2023E	13.6	12.8	15.6	15.6	3.2

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

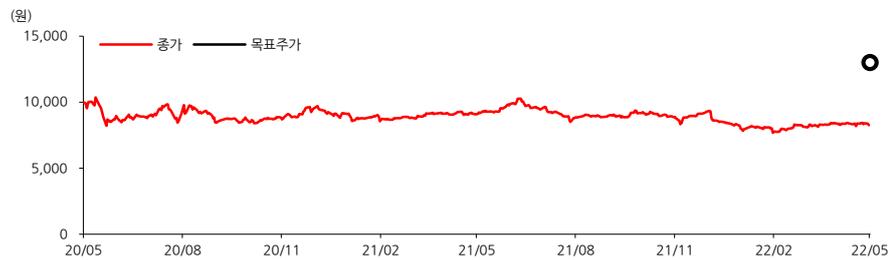
(공표일: 2022년 5월 25일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김용호)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코엔텍 주가와 목표주가 추이]



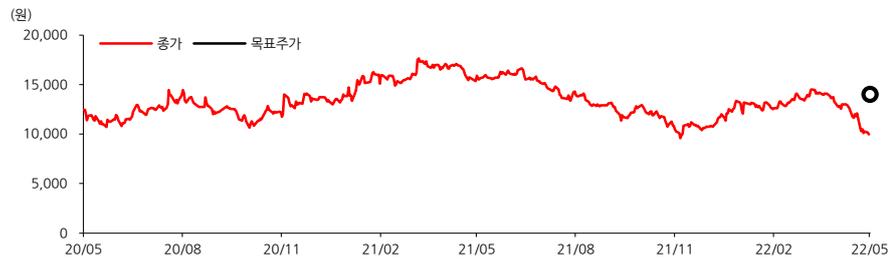
[투자 의견 변동 내역]

일 자	2022.05.25	2022.05.25			
투자 의견	담당자 변경	Buy			
목표주가	김용호	13,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.25	Buy	13,000		

[와이엔텍 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2022.05.25	2022.05.25			
투자 의견	담당자 변경	Buy			
목표가격	김용호	14,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.25	Buy	14,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%