



BUY(Initiate)

목표주가: 12,000원

주가(11/28): 9,980원

시가총액: 4,990억원

스몰캡

Analyst 서혜원

02) 3787-3767

hwseo@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/28)		640.18pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	13,000원	6,950원
등락률	-23.2%	43.6%
수익률	절대	상대
1M	-0.2%	1.7%
6M	-12.1%	-3.5%
1Y	26.8%	38.7%

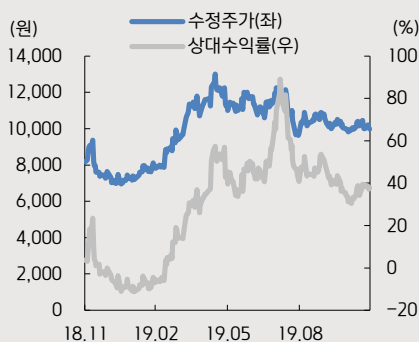
Company Data

발행주식수	50,000천주
일평균 거래량(3M)	203천주
외국인 지분율	12.8%
배당수익률(19E)	4.5%
BPS(19E)	3,069원
주요주주	그린에너지홀딩스 59.3%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	613	722	689	744
영업이익	186	293	308	342
EBITDA	294	394	397	417
세전이익	200	313	346	364
순이익	161	245	270	294
지배주주지분순이익	161	245	270	294
EPS(원)	321	490	541	582
증감률(%YoY)	9.1	52.5	10.4	7.6
PER(배)	16.5	15.6	18.5	17.2
PBR(배)	2.11	2.57	3.25	3.15
EV/EBITDA(배)	7.7	8.0	10.6	10.0
영업이익률 (%)	30.3	40.6	44.7	46.0
ROE(%)	13.6	17.9	17.9	18.7
순차입금비율(%)	-30.3	-44.9	-50.1	-51.1

Price Trend



코엔텍 (029960)

폐기물 처리단가 상승과 배당 기대



코엔텍은 영남권 지역 최대 산업 폐기물 처리업체로 소각과 매립 단가 상승을 구조적 이슈로 판단된다. 4분기에도 매립량은 감소에도 불구하고 소각, 매립 단가는 꾸준한 상승세를 이어나갈 것으로 예상된다. 대주주의 우호적인 배당정책으로 올해 배당수익률은 4.5%로 예상된다. 폐기물 산업의 구조적 단가 인상, 동사의 우량한 재무구조와 배당매력을 고려 시 꾸준한 주가상승이 예상된다.

>>> 영남권 지역 산업 폐기물 처리사업 영위

코엔텍은 부산, 울산 영남권을 중심으로 산업 폐기물 소각 및 매립 사업, 소각 시 발생하는 스팀 판매 사업을 영위하고 있다. 3Q19 기준 매출액 166억원(-8% YoY, +0.4% QoQ), 영업이익 72억원(-2% YoY, +1% QoQ, OPM 43%) 기록했다. 시장이 기대하는 동사가 1분기에 시현했던 영업이익률 51%에 비하면 아쉬운 실적을 이어나가고 있는 상황이나, 올해 1분기 자회사 용산환경개발이 매각된 점을 고려하였을 때, 별도 기준으로 비교할 때, 매출액 +2% YoY, 영업이익 +2% YoY 수준으로, 단가 인상은 지속되고 있으나 소각 사업 공장 정기보수로 인한 처리량 감소, 매립량 감소에 기인, 현재 매립지에 대해서는 사용연수 확대를 위해 보수적으로 운영 중이다.

>>> 단가상승 지속, 배당에 대한 기대

동사에 대해 4Q19 매출액 171억원(-11% YoY, +3% QoQ), 영업이익 71억원(-8% YoY, -2% QoQ)으로 예상된다. 4분기는 2~3분기에 걸쳐 발생하였던 정기보수로 인한 영업일수 하락에 대한 일회성 이슈가 완화되는 점을 고려하여 소각 물량이 증가될 것으로 가정, 지속적인 단가 인상이 이루어지는 점을 고려, 4분기 판관비는 보수적으로 반영했다. 다만 매립 물량 감소세는 내년까지 이어질 것으로 예상된다. 동사의 매립량이 급격하게 줄어드는 점은 아쉬운 부분이나, 폐기물 업체의 투자포인트가 지속적인 단가 인상이라는 점을 고려할 때, 동사의 3분기 매립단가는 전년 동기 대비 64% 성장하며, 피어 그룹 대비 가장 높은 성장세가 매분기 이어되고 있다. 과거 맥쿼리홀딩스가 투자했던 기업의 배당 추이를 살펴봤을 때, 고배당정책이 일회성이 아니었던 점을 고려한다면 올해도 2018년과 유사한 배당성향은 이어질 것으로 예상된다. 전년과 유사한 배당성향을 고려 시 예상 DPS 445원, 배당수익률은 4.5%로 배당 매력도 보유하고 있다.

>>> 투자이견 BUY, 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 2020년 예상 EPS 587원에 Target Multiple 20X를 적용했다. 과거 동사가 받았던 가장 높은 수준 19X와 유사하게 산정했다. 1,000억원 이상 현금 보유하며 우량한 재무구조, 대주주의 우호적인 배당정책, 폐기물 산업 내 구조적인 단가상승 이슈, 내년 폐기물관리법 개정안이 본격적으로 시행되며 안정적 처리능력을 가진 동사의 수혜가 예상된다. 현재 동사의 주가는 전고점 대비 25% 하락한 수준으로 중장기적 주가 상승이 예상된다.

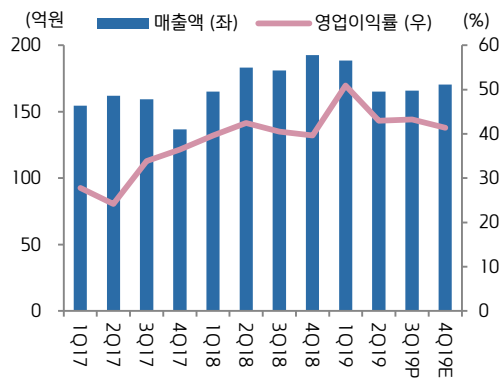
코엔텍 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	165	183	181	193	189	165	166	171	613	722	689	744
% YoY	7%	13%	14%	41%	14%	-10%	-8%	-11%	11%	18%	-5%	8%
% QoQ	21%	11%	-1%	6%	-2%	-12%	0.4%	3%				
소각	65	70	71	76	78	73	71	80	222	282	302	332
% YoY	16%	28%	15%	52%	20%	4%	0%	5%	10%	27%	7%	10%
스팀	55	52	60	59	61	58	65	63	217	226	246	259
% YoY	3%	-1%	5%	10%	11%	12%	7%	6%	19%	4%	9%	5%
매립	31	39	32	32	36	34	30	28	97	135	128	153
% YoY	15%	16%	35%	155%	17%	-14%	-7%	-15%	-5%	38%	-5%	20%
기타	15	22	18	25	13				76	80	13	
영업이익	65	78	73	76	96	71	72	71	186	293	309	342
% YoY	53%	99%	36%	53%	47%	-9%	-2%	-8%	20%	58%	6%	11%
% QoQ	31%	19%	-6%	4%	26%	-26%	1%	-2%				
영업이익(별도)	62	70	71	74	96	71	72	71	171	276	309	342
% YoY	51%	92%	40%	75%	55%	1%	1%	-4%	15%	62%	12%	11%
% QoQ	47%	14%	1%	4%	30%	-26%	1%	-2%				
순이익	48	72	58	66	93	56	60	61	161	245	271	294
영업이익률	40%	42%	41%	40%	51%	43%	43%	41%	30%	41%	45%	46%
순이익률	29%	40%	32%	34%	49%	34%	36%	36%	26%	34%	39%	39%

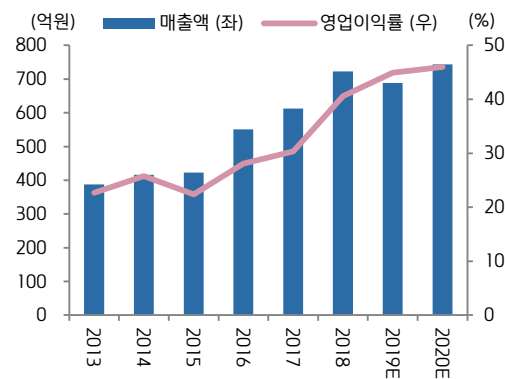
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



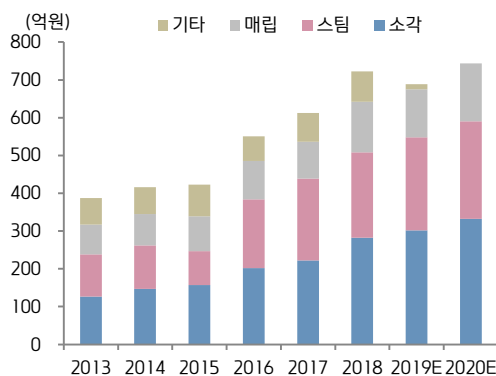
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



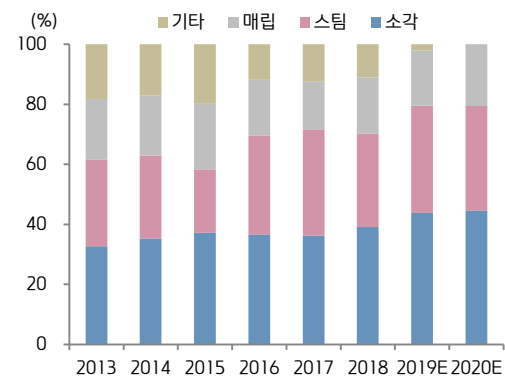
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출액 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출액 비중 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

코엔텍 목표주가 산정

구분	값	단위	비고
2020E 순이익	294	억원	
주식수	50,000,000	주	
2020E EPS	587	원	
Target PER	20	배	과거 PER 상단
주당가치	11,749	원	
목표주가	12,000	원	
현재주가	9,980	원	
상승여력	20	%	

자료: 키움증권

코엔텍 연간 PER 추이

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	지난 3년 평균
PER_End	11.0	12.8	13.9	15.6	9.9	16.5	15.6	14.0
PER_High	19.7	13.9	22.6	23.1	10.8	17.7	19.4	16.0
PER_Low	9.3	10.7	10.0	14.4	7.3	7.9	9.6	8.3
PER_Average	13.5	12.2	14.4	17.8	8.9	12.5	12.0	11.2

자료: 키움증권

코엔텍 소각 및 스팀 시설 현황

구분	상세 내역	처리능력	기타
소각	1공장	300 톤/일	
	2공장	163 톤/일	
스팀	1공장	1,100 톤/일	SK에너지 판매
	2공장	950 톤/일	SKC 판매

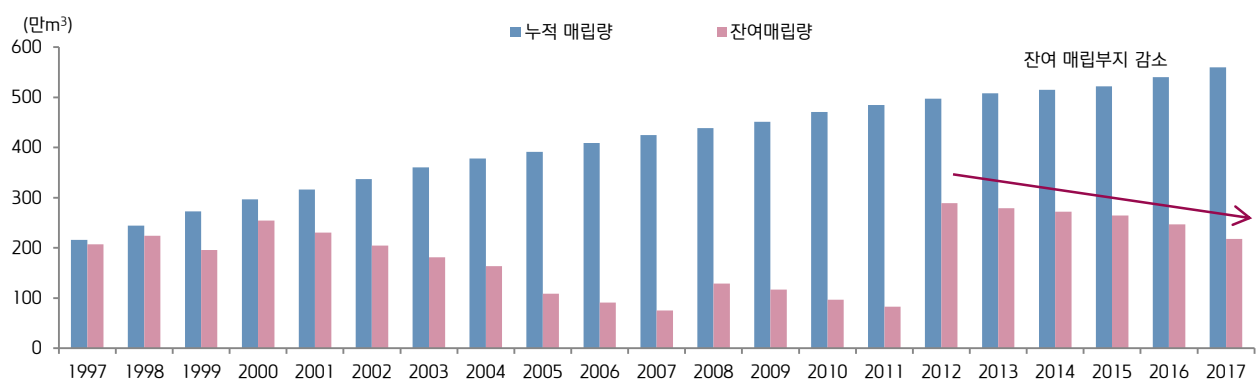
자료: 코엔텍, 키움증권

코엔텍 매립 시설 현황

구분	부지면적(m ²)	용량(m ³)	잔여용량(m ³)	영업 시작일	영업 종료일	비고
1 공구	70,820	1,112,748	0	1997.12	2010.5	2010년 5월 종료
2 공구	75,800	1,553,055	128,907	2003.4		사용중(종료 대기)
3 공구	37,696	541,641	181,859	2015.4		사용중
4 공구	63,888	1,202,251	1,202,251	2021		2021년 영업 시작

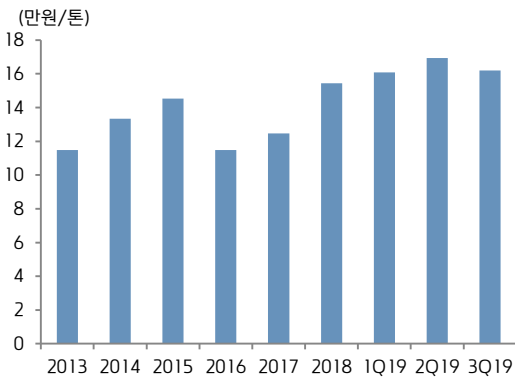
자료: 코엔텍, 키움증권

울산지역 산업폐기물 매립량 추이



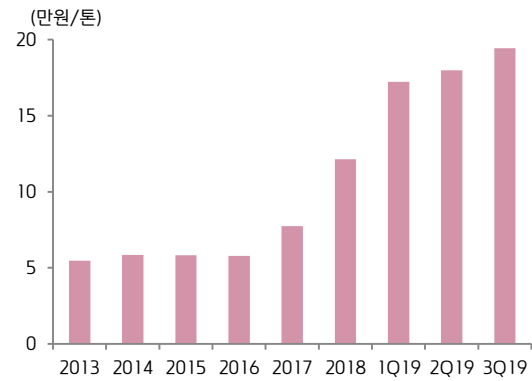
자료: 환경부, 키움증권

코엔텍 소각 단가 추이



자료: 전자공시, 키움증권

코엔텍 매립 단가 추이



자료: 전자공시, 키움증권

주요 폐기물 업체 소각 단가 추이

(만원/톤)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19	2Q19	3Q19
코엔텍	11.8	11.5	13.3	14.5	11.5	12.5	15.4	16.1	16.9	16.2
% YoY	5%	-3%	16%	9%	-21%	9%	24%	11%	7%	6%
KG ETS	10.4	10.3	11.5	13.1	14.9	17.2	20.3	23.1	23.9	23.8
% YoY	1%	-1%	12%	14%	14%	15%	18%	15%	19%	18%
와이엔텍	19.5	19.1	18.2	19.5	18.2	20.4	23.2	23.8	25.1	24.4
% YoY	1%	-2%	-5%	7%	-7%	12%	14%	8%	3%	20%

자료: 전자공시, 키움증권

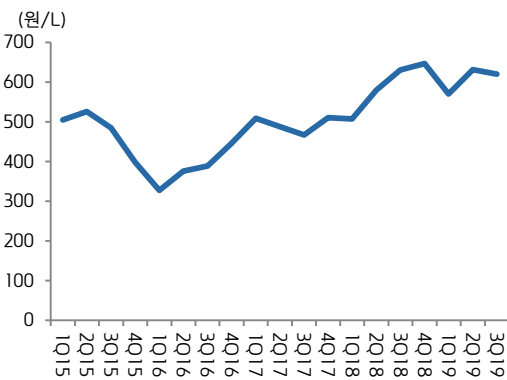
주요 폐기물 업체 매립 단가 추이

(만원/톤)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19	2Q19	3Q19
코엔텍	5.7	5.5	5.9	5.8	5.8	7.8	12.1	17.2	18.0	19.4
% YoY	3%	-3%	7%	0%	-1%	34%	57%	56%	47%	64%
와이엔텍	5.6	7.2	6.9	6.4	6.8	7.8	9.1	11.6	11.3	12.9
% YoY	5%	30%	-5%	-7%	6%	16%	17%	41%	49%	63%
인선이엔티									12.8	14.3

주: 인선이엔티는 매립지 중단 이후 재가동 이슈로 YoY 데이터 존재하지 않음

자료: 전자공시, 키움증권

병커 C유 가격 추이



자료: 대한석유협회, 키움증권

LNG 수입 가격 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	613	722	689	744	803
매출원가	373	382	337	356	385
매출총이익	239	340	351	388	419
판매비	53	47	43	46	52
영업이익	186	293	308	342	367
EBITDA	294	394	397	417	430
영업외손익	14	20	38	21	23
이자수익	7	13	15	15	17
이자비용	4	4	4	4	4
외환관련이익	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	11	11	27	10	10
법인세차감전이익	200	313	346	364	390
법인세비용	39	68	76	73	78
계속사업순이익	161	245	270	294	312
당기순이익	161	245	270	294	312
지배주주순이익	161	245	270	294	312
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.3	17.8	-4.6	8.0	7.9
영업이익 증감율	20.2	57.5	5.1	11.0	7.3
EBITDA 증감율	32.2	34.0	0.8	5.0	3.1
지배주주순이익 증감율	9.4	52.2	10.2	7.8	7.2
EPS 증감율	9.1	52.5	10.4	7.6	7.3
매출총이익율(%)	39.0	47.1	50.9	52.2	52.2
영업이익률(%)	30.3	40.6	44.7	46.0	45.7
EBITDA Margin(%)	48.0	54.6	57.6	56.0	53.5
지배주주순이익률(%)	26.3	33.9	39.2	39.1	38.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	749	1,145	1,242	1,290	1,410
현금 및 현금성자산	469	926	1,027	1,069	1,181
단기금융자산	181	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	94	83	80	86	93
재고자산	0	0	0	0	1
기타유동자산	186	136	135	135	135
비유동자산	978	818	760	755	692
투자자산	23	20	20	20	20
유형자산	854	760	701	696	633
무형자산	72	2	2	2	2
기타비유동자산	29	36	37	37	37
자산총계	1,727	1,963	2,002	2,045	2,101
유동부채	143	180	170	164	158
매입채무 및 기타채무	71	58	49	42	36
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	61	88	88	88	88
비유동부채	329	297	297	297	297
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	329	297	297	297	297
부채총계	472	477	467	460	455
자본지분	1,255	1,487	1,535	1,584	1,646
자본금	250	250	250	250	250
자본잉여금	14	14	14	14	14
기타자본	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	0	0	-1	-2	-3
이익잉여금	993	1,224	1,273	1,324	1,387
비자본지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,256	1,487	1,535	1,584	1,646

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	294	367	324	327	347
당기순이익	161	245	270	291	312
비현금항목의 가감	158	179	146	129	121
유형자산감가상각비	108	101	89	75	63
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	50	78	57	54	58
영업활동자산부채증감	-4	-15	-28	-32	-21
매출채권및기타채권의감소	0	-13	4	-6	-7
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-3	1	-10	-7	-5
기타	-1	-3	-22	-19	-9
기타현금흐름	-21	-42	-64	-61	-65
투자활동 현금흐름	-101	138	-33	-74	-4
유형자산의 취득	-40	-38	-30	-70	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-18	-4	0	0	0
투자자산의감소(증가)	24	4	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-66	180	0	0	0
기타	-1	-4	-3	-4	-4
재무활동 현금흐름	-13	-23	-199	-221	-240
차입금의 증가(감소)	0	-11	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-13	-12	-199	-221	-240
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-26	10	10	9.65
현금 및 현금성자산의 순증가	180	457	101	42	113
기초현금 및 현금성자산	289	469	926	1,027	1,069
기말현금 및 현금성자산	469	926	1,027	1,069	1,181

자료: Quantwise, 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	321	490	541	587	624
BPS	2,511	2,974	3,069	3,169	3,293
CFPS	638	848	833	840	866
DPS	25	400	445	482	500
주가배수(배)					
PER	16.5	15.6	18.5	18.0	16.0
PER(최고)	17.7	19.4	24.7		
PER(최저)	7.9	9.6	12.5		
PBR	2.11	2.57	3.25	3.15	3.03
PBR(최고)	2.26	3.20	4.35		
PBR(최저)	1.01	1.58	2.21		
PSR	4.33	5.29	7.24	6.71	6.21
PCFR	8.3	9.0	12.0	11.9	11.5
EV/EBITDA	7.7	8.0	10.6	10.0	9.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	7.8	81.3	81.9	82.5	79.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.5	5.2	4.5	4.8	5.0
ROA	9.8	13.3	13.6	14.4	15.1
ROE	13.6	17.9	17.9	18.7	19.3
ROIC	15.6	25.3	29.4	34.4	37.9
매출채권회전율	6.5	8.1	8.5	9.0	9.0
재고자산회전율	1,385.9	1,713.3	1,530.0	1,627.4	1,627.4
부채비율	37.6	32.1	30.4	29.0	27.6
순차입금비율	-30.3	-44.9	-50.1	-51.1	-56.1
이자보상배율	43.2	73.1	76.8	85.3	91.5
총차입금	269	258	258	258	258
순차입금	-381	-668	-769	-810	-923
NOPLAT	294	394	397	417	430
FCF	191	265	271	247	335

Compliance Notice

- 당사는 11월 28일 현재 '코엔텍(029960)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
코엔텍 (029960)	2019/11/29	BUY(Initiate)	12,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

투자등급	비율(%)
매수	93.98%
중립	5.42%
매도	0.60%