

# KG ETS(151860, KQ)

## 삼위일체(三位一體) Q, P, C의 삼위(三位)를 통한 가치 성장

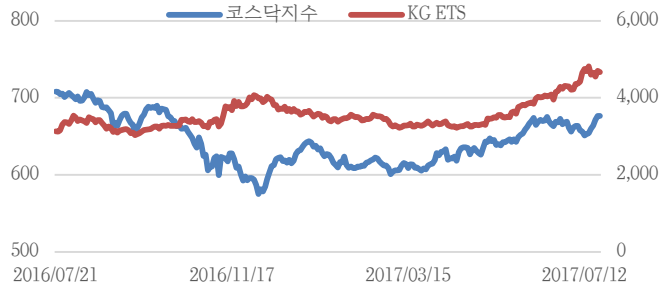
시가총액 (억원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
1,679	Positive	6,570	4,665	41 ↑

### 비즈니스 이슈

동사는 올해 1분기 실적을 통해 성장성 둔화 우려를 종식시켰다. 지난 2년간 부진했던 실적의 이유는 스팀에너지, 산화동 제품의 판매단가 하락과 전방산업 부진에 의한 산화동 판매량 감소 때문이다. 하지만 올해 산화동 판매단가 반등 및 새로운 매출처 발생, 스팀에너지 가격 안정화뿐만 아니라 폐기물 사업부의 우호적인 산업환경 속에서 성장성을 회복할 전망이다.

### 코스닥 지수 및 KG ETS 주가 추이

(단위: 원, pt)



### 투자포인트

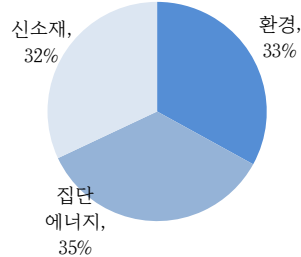
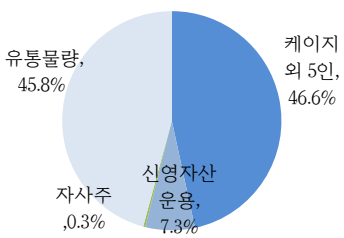
- ① 수도권 건설폐기물 증가 및 '자원순환사회 전환 촉진법' 시행, 주원전주와 폐기물 처리계약을 통한 폐기물 처리물량 확대 예상
- ② 정부의 지속적인 폐기물 처리 규제 강화 → 폐기물 처리단가 상승 → 동사 마진 확대를 통한 수익성 향상 기대
- ③ 집단 에너지사업 부문, 안산도시개발 및 시화도금단지에서 스팀에너지 공급계약을 체결하며 스팀에너지 판매량 증가할 전망
- ④ 자체 소각열 조달 비중 상승 및 생산 원료 전환을 통한 스팀에너지 생산원가 절감, 수익성 개선 전망
- ⑤ 신소재 사업 부문, RF-PCB향 산화동 매출 증대 및 신사업 산화텅스텐 매출 기여를 통해 매출 확대될 것으로 판단
- ⑥ 구리 광산 파업으로 인해 LME 구리가격이 반등 후 박스권 유지 중, LME구리가격과 연동된 산화동 판매단가 수혜 기대

### 주주현황

### 매출구성 (2017E)

### 투자자 거래종합 (단위: 주)

### 최근 공시 내용



날짜	외국인	개인	기관	날짜	내용
07/21	-97,991	1,016	109,084	07/12	최대주주 보유비율 변경
07/20	-15,304	-33,463	49,565		46.69% → 46.61%
07/19	-3,718	-131,954	132,846	07/05	주요 주주 보유비율 변경
07/18	92,287	-148,910	52,196		5.31% → 7.32%
07/17	-1,139	70,359	-70,966	05/15	사업보고서
07/14	59,227	-66,461	9,087		2017년도 1분기 실적공시

### KG ETS 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위: 억원, 원, 배, %)

구분	2014	2015	2016	2017E	YoY	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1057	928	954	1,161	21.7%	1,495	239	237	214	264	281	17.57%	268	304	308
환경	270	298	317	385	21.5%	460	69	75	52	124	92	33.33%	96	94	103
집단에너지	495	390	324	412	27.2%	531	105	74	93	50	97	-7.62%	85	116	114
신소재	292	240	311	364	17.0%	504	65	88	69	90	92	41.54%	87	94	91
영업이익	213	128	114	201	76.3%	268	34	27	21	32	47	38.24%	48	53	53
환경/집단에너지	201	122	108	175	62.0%	228	33.7	23	20	31	41	21.66%	43	45	46
신소재	12	6	6	26	-	40.3	0.3	4	1	1	6	-	5	8	7
영업이익률	20.2%	13.8%	12.0%	17.3%	-	17.9%	14.33%	11.33%	10.08%	11.92%	16.83%	-	17.91%	17.43%	17.21%
순이익	162	202	49	157	-	211	21	26	17	-15	40	-	39	39	39
EPS	450	562	137	436	-	586	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PER	11.5	5.6	26.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-



금융투자동아리  
블기동

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 자료는 당사 홈페이지 ([www.researcharum.com](http://www.researcharum.com))에서도 이용하실 수 있습니다.

**기업개요: 기업개요 및 환경사업부 분석**

**친환경 에너지 기업  
KG ETS**

동사는 1999년 프랑스의 폐수처리 기업 Veolia에 의해 에코서비스코리아 주식회사로 설립되었다. 2010년 4월 지분 100%로 KG그룹에 편입되면서 KG ESK로 상호명이 변경되었으며 이후 2011년 12월 KG ETS로 상호를 변경한 후 2013년 7월 코스닥에 상장되었다. 동사의 사업부는 환경사업부, 집단 에너지사업부, 신소재사업부로 구분되며, 환경사업부는 폐기물 처리, 집단 에너지사업부는 스팀에너지 판매, 신소재사업부는 고순도 산화동 등 동제품 판매사업을 영위한다. 사업부별 매출비중은 2017년 환경사업부 33%, 집단 에너지 34%, 신소재사업부 33%로 구성될 전망이다.

환경사업부는 폐기물을 소각하는 과정에서 발생하는 폐열과 폐자원을 집단 에너지사업부와 신소재사업부에 원재료로 공급해준다. 신소재사업부는 동 추출에 필요한 혼합 용액 가열과 온도 조절을 하기 위한 스팀을 집단 에너지 사업부로부터 공급받는다. 이로써 동사는 각 사업부의 시너지를 통한 안정적인 원료 공급과 원가절감효과를 누리고 있다.

**높은 시장 진입장벽과  
처리업체에게 유리한  
시장구조를 보이는  
폐기물 처리업**

동사의 환경 사업부는 인근 사업장인 수도권에서 배출되는 폐기물을 수집/운반 후 처리하여 재활용하는 사업을 영위하고 있다. 폐기물 처리 사업의 경우 정부의 허가가 어려우며 높은 초기 투자비용과 넘버 현상 등 입지 확보에 대한 어려움이 있어 진입장벽이 매우 높다.

또한 폐기물 산업은 폐기물 관리법에 의해 폐기물 배출자, 수집/운반자, 처리자 모두 폐기물 처리에 대한 책임을 갖는다. 하지만 배출자의 책임이 가장 크기 때문에 배출자는 폐기물 처리업체를 선정할 때 처리능력을 가장 중요시한다. 따라서 동사는 배출업체에게 원가 상승에 대한 부담을 전가하기 유리하며 가격 결정권을 보유하고 있다.

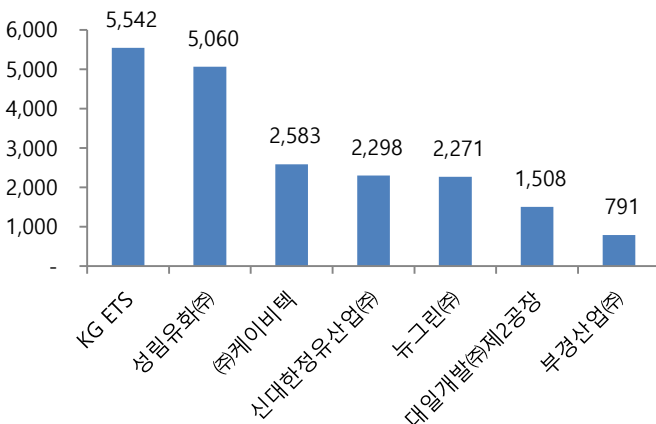
**수도권 지정폐기물  
처리능력 1위**

폐기물은 생활폐기물, 일반 사업장폐기물, 건설폐기물로 구분할 수 있다. 위 3가지 폐기물 중 유독성을 지닌 폐기물은 지정폐기물로 분류되며, 위험성 때문에 타 폐기물보다 처리단가가 높아 마진이 높다.

동사는 사업장 일반 폐기물을 일 192톤, 지정 폐기물은 소각 일 133톤, 화학/기계적 처리 일 360톤 등 총 493톤을 처리할 수 있다. 또한 폐유독물 투입설비와 같은 우수한 처리 기술을 바탕으로 수도권 평균의 약 3배 규모인 23종의 지정 폐기물을 처리 가능하다. 동사는 수도권 지정폐기물 처리장 중 소각처리능력 기준 1위 업체로 뛰어난 폐기물 처리 능력을 보유하고 있다.

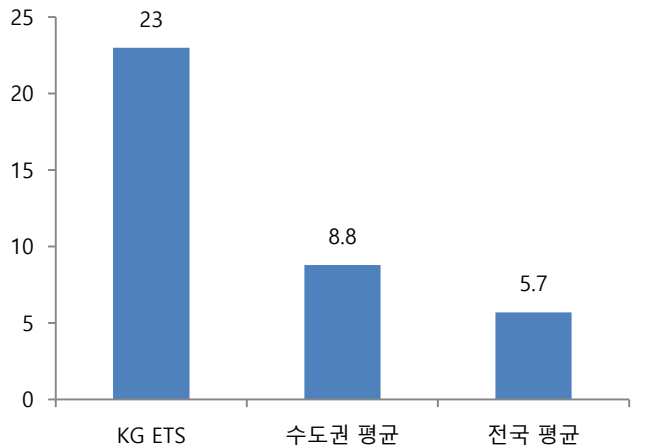
동사는 폐기물을 소각하는 과정에서 발생하는 폐열을 집단 에너지사업부의 스팀 에너지 생산 원료로, 폐수 처리 과정에서 생기는 공정수를 신소재 사업부의 동제품 생산 과정에 재활용하여 각 사업부문의 생산 원가 절감에 기여하고 있다.

**[그림 1] 수도권 주요 업체 지정폐기물 소각량 (단위: KG/HR)**



자료 : 환경부, 불기동

**[그림 2] 처리 가능한 지정폐기물 종류 수 비교 (단위: 종)**



자료 : 환경부, 불기동

**기업개요: 집단 에너지사업부 분석**

**지역별 독과점, 전환 비용이라는 강점을 지닌 집단 에너지**

동사의 집단 에너지사업부는 폐기물을 소각할 때 발생하는 폐열과 보일러에서 생산된 증기를 열원으로 열병합발전소, 열전용보일러와 같은 에너지 생산시설에서 스팀에너지를 생산한다. 이렇게 생산된 스팀 에너지를, 주거·상업 또는 산업단지내의 다수의 사용자에게 판매하는 것을 목적으로 하는 사업부이다.

동사의 집단 에너지사업은 주거지역을 대상으로 하는 지역 냉/난방사업과 공업지역을 대상으로 하는 산업단지 에너지사업으로 구분된다. 집단 에너지사업을 시작하려면 공급구역별로 산업통상자원부 장관의 허가를 받아야 하기 때문에 지역별 독과점 시장이 형성되어있다. 또한 공급 설비(배관)에 대한 초기 투자 비용이 높고 배관설치 후에는 24시간 스팀에너지를 공급하여 높은 시장진입장벽과 고객사에 대해 전환 비용이 발생하여 고객 이탈 위험이 적다는 강점을 보유하고 있다.

**폐기물 처리량 ↑  
→ 자체 폐열 조달 ↑  
→ 생산원가 ↓**

스팀에너지 열원 비중은 폐열(68%), PC보일러(28%) 및 자체보일러(4%)로 구성된다. 자체 PC보일러 가동을 하기 위해 외부 LNG를 구매하여 원료로 사용하지만, 폐열의 경우에는 폐기물 처리 과정에서 나온 폐열을 재활용 하기 때문에 자체 조달 폐열 비중이 높아질수록 생산원가 절감의 효과를 누릴 수 있다.

**시화 산업단지 내  
염색/화학단지  
생산액의 영향을 받음**

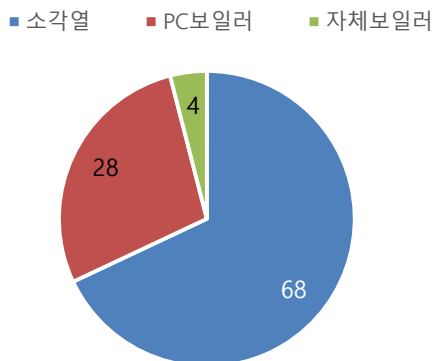
동사의 스팀에너지 주 매출처는 시화산업단지 내 염색단지와 화학단지 업체이다. 염색단지와 화학단지의 생산액이 많을수록 공장가동을 위한 전기에너지로 사용되는 동사의 스팀에너지 판매가 증가하여 매출이 변동된다. 염색단지와 화학단지 입주업체 수와 생산액은 2013년부터 꾸준히 증가하는 추세를 보이다 2016년 노후화 산업단지 리모델링 정책에 의해 둔화되었으나 올해 리모델링이 완료되며 성장이 재개 될 전망이다.

[그림 3] 집단 에너지사업부 개요



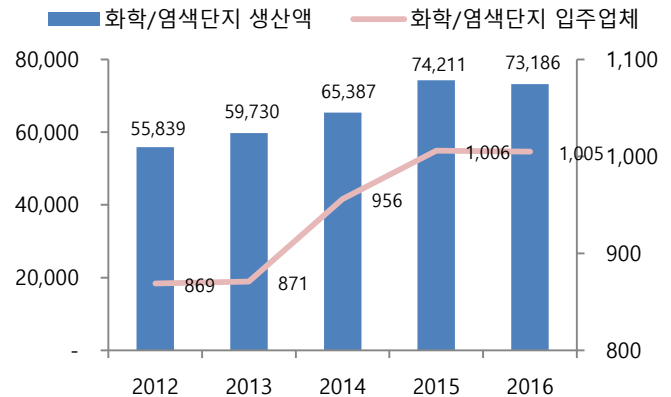
자료 : KG ETS, 불기둥

[그림 4] 스팀에너지 열원 조달 비중 (단위: %)



자료 : KG ETS, 불기둥

[그림 5] 시화 화학/염색단지 생산액 및 업체 수 (단위: 억원, 개)



자료 : 한국산업단지공단, 불기둥

**기업개요: 신소재사업부 분석**

**PCB 동도금과정에 사용되는 산화동을 주로 판매**

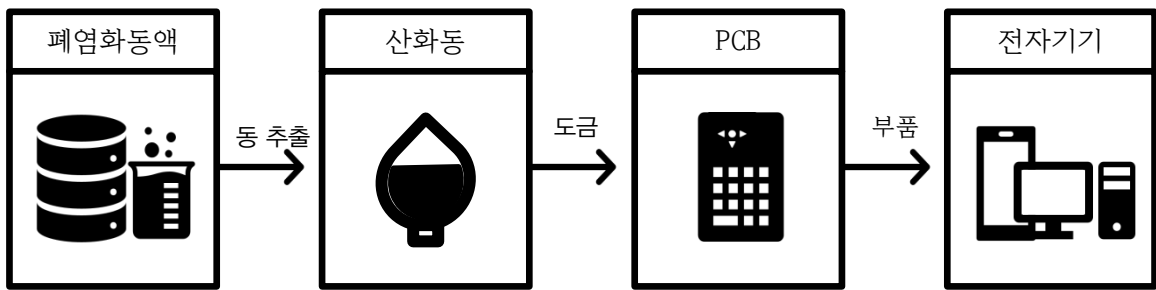
동사의 신소재사업부는 PCB도금, 목재부식 방지용 소재를 생산하는 동 제품을 판매하며 매출의 대부분은 산화동에서 발생한다. 산화동은 PCB 동도금 과정에 사용되며 PCB는 주로 스마트기기와 전자기기 등에 사용된다. 즉, 산화동은 전방산업에 따라 생산량이 결정되기 때문에 스마트기기와 전자기기 수요에 영향을 받는다.

동사는 폐염화동액에서 산화동을 추출하는 특허를 가지고 있다. 폐염화동액은 집단 에너지사업부의 스팀에너지 부산물과 PCB 공정 중 나오는 부산물을 매입하여 조달한다. 동사의 산화동은 독보적인 추출기술을 기반으로 불순물의 함량이 낮고 용해성과 흐름성이 뛰어나 정밀 공정과 신속한 도금에 유리하다는 기술적 강점을 보유하고 있다.

**기술적 강점을 통해 산화동 M/S 43.9% 유지 중**

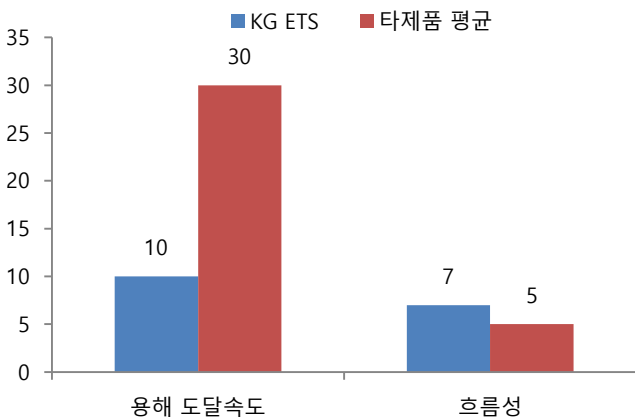
고순도 산화동은 극미량의 염소, 철, 납 등 미량의 중금속을 화학적으로 배합한 것으로 기술적 진입장벽이 있다. 따라서 국내 산화동 시장은 동사와 서안컴텍 등 소수의 회사만이 시장을 점유하고 있으며, 동사는 기술적 우위를 바탕으로 국내 M/S 43.9%로 1위 사업자의 위치를 견고히 하고 있다. 동사는 국내 주요 PCB업체들(대덕전자, LG이노텍, 인터플렉스 등)에게 산화동을 판매하고 있다.

**[그림 6] 신소재 사업부 개요**



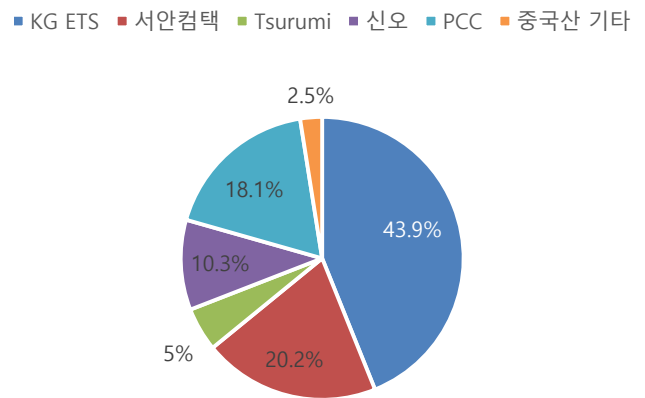
자료 : KG ETS, 불기등

**[그림 7] KG ETS 용해성과 흐름성 (단위: m/s, cm)**



자료 : KG ETS, 불기등

**[그림 8] 국내 산화동 시장점유율 추이 (단위: %)**



자료 : KG ETS, 불기등

**기업개요: 재무분석**

**매출액 하락의 주 원인은**  
**1)제품 판매단가 하락**  
**2)전방산업 부진**

동사는 2015년~2016년 전방산업의 부진과 제품 판매가격 하락에 의하여 928억원, 953억원이라는 부진한 실적을 기록했다. 동사의 제품 중 스템 에너지는 유가, 산화동은 LME 구리 시세에 연동하여 가격을 책정한다. 작년까지 유가와 구리 시세 하락에 의해 두 제품의 판매가격이 하락하였으며, 신소재 사업부의 전방 산업인 스마트폰 시장의 부진으로 저조한 실적을 기록하였다.

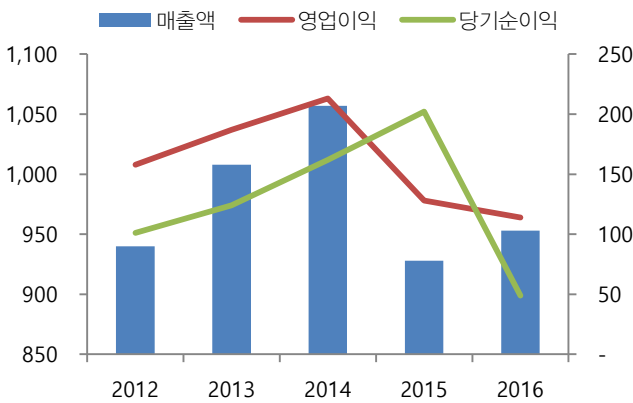
**고정비)변동비 구조 Q,P의 성장과 추가적인 C의 감소가 관건**

같은 기간 매출 하락폭('15년 YoY-4%, '16년 YoY+3%)에 비해 영업이익의 하락 폭('15년 YoY-40%, '16년 YoY-11%)이 크다. 이러한 변동의 원인은 동사의 비용구조에 주를 차지하는 매출원가가 대부분 고정비의 형태이기 때문이다. 매출액이 증가할수록 원가율은 하락하고, 매출액이 감소할수록 원가율은 증가하는 형태를 지닌다. 또한 변동비 중 가장 많은 비중을 차지하는 폐열 구입비가 지속적으로 하락 중인 것을 감안하면 동사의 영업이익률 감소는 C의 증가 보다는 Q의 감소로 인한 원가율 상승 때문인 것으로 판단된다. 따라서 향후 Q와 P의 성장과 추가적인 C의 감소를 이뤄내는 것이 동사의 주요한 숙제로 판단된다.

**안정적인 재무상태**

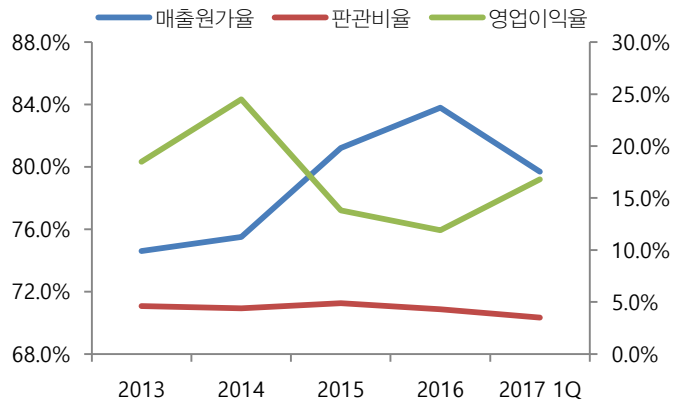
2013년 7월 공모자금을 통해 차입금을 상환한 후 부채비율이 40%선을 유지하고 있다. 2015년 자체 스템 에너지 열원 생산을 위해 SK에너지에게 PC보일러를 49억원에 매입하며 잉여현금흐름이 일시적으로 하락하였으나, 낮은 부채비율과 안정적인 현금 보유액을 바탕으로 전반적으로 건전한 재무구조를 보유하고 있다고 판단된다.

**[그림 9] 매출액 및 영업이익, 당기순이익 추이 (단위: 억원)**



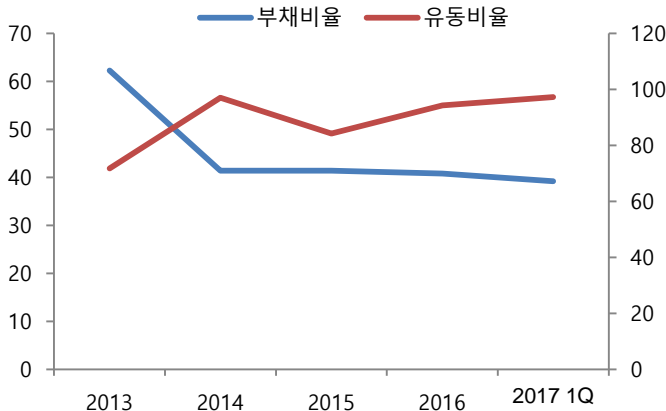
자료 : KG ETS, 불기동

**[그림 10] 원가율(좌), 판매비율 및 영업이익률(우) 추이 (단위: %)**



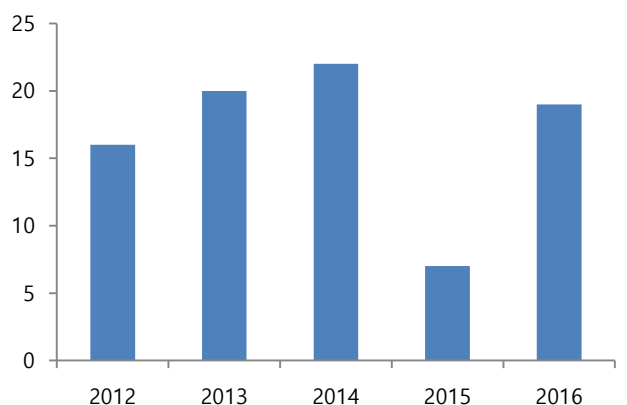
자료 : KG ETS, 불기동

**[그림 11] 부채비율(좌) 및 유동비율(우) (단위: %)**



자료 : KG ETS, 불기동

**[그림 12] 잉여현금흐름 추이 (단위: 십억원)**



자료 : KG ETS, 불기동

**투자포인트: 환경사업부, Q와 P의 동시성장**

**수도권 건설폐기물의 지속적인 발생 전망**

국내에서 발생하는 폐기물 발생비중은 건설 폐기물 49%, 사업장 폐기물 38%, 생활 폐기물 13%다. 건설 폐기물 수요는 정부의 정책과 밀접한 관련이 있는데, 건설부문 공공지출이 확대되면 건설투자가 활발해져 건설 산업이 확대된다. 이에 따라 산업으로부터 발생하는 건설 폐기물은 증가하게 된다.

2014년 주택담보대출 규제 완화와 저금리 기조로 인한 수도권 수익형 부동산 인기로 수도권 민간 부문 건설투자액은 연평균 약 6%의 성장을 지속하고 있다. 수요가 안정적인 수도권은 건설투자가 꾸준히 지속되고 있는데, 이로 인해 수도권 건설폐기물 발생량은 3년간 연평균 6% 성장을 지속할 것으로 예상된다.

**자원순환사회 전환 촉진법 수혜 기대**

또한 2018년 1월부터 시행되는 자원순환사회 전환 촉진법의 주요 골자는 시장, 군수, 구청장 및 사업장 폐기물 배출자에게 매립 및 소각 폐기물에 부담금을 부과하는 제도이다. 하지만 재활용 촉진을 위해 소각 시 폐열에너지 50%이상 회수 이용할 경우 부담금이 감면된다. 도시청과 건설폐기물은 주로 대규모로 처리하기 때문에 [그림14]에서 다른 감면 조건인 ①자가 매립과 ④폐기물 금액 10억원 미만인 현실적으로 힘들다. 따라서 인접지역 폐기물 처리 기업의 수혜가 예상된다. 서울, 경기, 인천지역 폐기물 처리능력이 가장 뛰어나며 폐열 에너지를 재활용하는 동사의 경우 ②번 감면조건에 해당하기 때문에 향후 폐기물 처리량 확대를 전망한다.

**향후 수도권 외 지역 폐기물 처리물량 확대 가능성 존재**

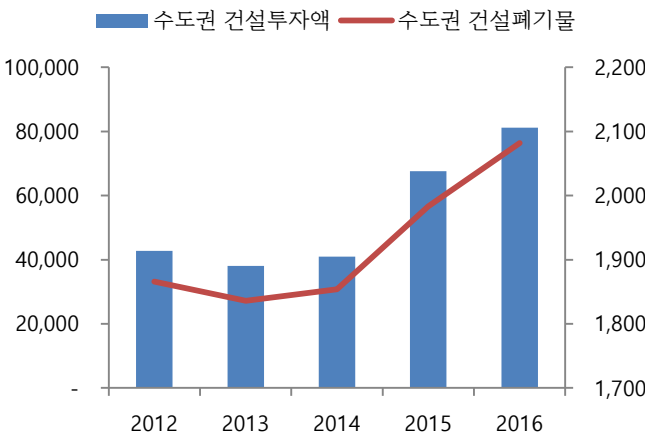
더불어 동사는 2016년 11월 전북 지역 기업인 주원전주와 11년간 739억원 규모의 폐기물 소각 및 파쇄 계약을 체결하였다. 동사는 기존에 수도권지역의 폐기물만 처리하였으나 이번 계약을 통해 전북지역까지 사업영역을 확장하였다. 위 계약을 통해 2017년 하반기 39억원, 2018년부터 연간 70억원 규모의 매출이 발생할 전망이다.

**폐기물 처리 규제 강화를 통한 ASP 상승 전망**

과거 2012년~2016년 당시 정부의 육상 폐기물의 해양배출 금지법 강화로 동사는 인접한 인천항에 폐기되던 폐기물 처리 수요를 흡수하며 폐기물 처리단가는 연평균 13% 상승하였던 긍정적인 사례가 있다.

추가적으로 2016년 7월 21일 폐기물 관리법 시행령 및 시행규칙 개정안이 시행되었다. 개정안의 주요 내용은 폐기물 종류를 152종에서 286종으로 세분화하고, 그 중 재활용 할 수 있는 방법을 39개로 유형화 하여 재활용을 확대하는 방침이다. 또한 지정폐기물 지정 조건을 3종에서 9종으로 강화하였다, 이로 인해 일반 산업폐기물로 분류되던 폐기물들이 처리단가가 높은 지정폐기물로 분류되기 시작하면서 국내 발생 폐기물 중 지정폐기물의 비중이 증가 할 것으로 판단된다. 정부의 지속적인 폐기물 처리규제 강화를 기반으로 폐기물 처리단가는 과거와 같이 연평균 13% 상승을 지속할 것으로 기대된다. 폐기물 처리비용은 소각장 시설유지비 등 고정비 형태이기 때문에 처리단가 상승에 따른 추가적인 마진 확대가 예상된다.

[그림 13] 수도권 건설투자액 및 건설폐기물 추이 (단위: 십억원, 백 톤/일)



자료 : 환경부, KDI 한국개발연구원, 통계청, 불기동

\*2016년 건설폐기물 발생량은 추정치임

[그림 14] 폐기물 처분 부담금 감면대상과 기준

감면대상	감면기준
① 자가 매립시설에 매립 후 3년 이내 재활용	당해연도: 100%, 이후 2년: 50%
② 소각 시 폐열에너지 50% 이상 회수이용	75%이상: 75%, 50~75%: 50%
③ 폐기물부담금 납부자가 동일 제품 처분	100%
④ 중소기업 중 매출액 120억원 미만	10억원 미만: 100%, 120억원 미만: 50%
⑤ 지정폐기물, 도서지역, 재난재해폐기물	100%

자료 : 환경부, 불기동

**투자포인트: 집단 에너지사업부, Q의 성장과 C의 감소**

**시화 염색/화학단지 리모델링 완료, 스팀에너지 판매 정상화**

동사는 시화산업단지 내 염색단지에 동일산자 외 30여 업체, 화학단지에는 아세아페이퍼텍 외 30여 업체에 스팀을 판매 중이다. 두 단지가 생산을 위해 공장가동을 증가시킬수록 동사 스팀에너지에 대한 수요가 증가하고, 이는 집단 에너지 사업부 매출 증가로 이어진다.

2016년 노후화 산업단지 리모델링으로 인해 염색/화학단지 생산액이 감소하였다. 하지만 2017년 리모델링 이후 생산효율화를 이뤄낸 결과 2017년 4월 누적 생산액 2조 7,394억원으로 염색/화학단지 역대 최고 생산액을 기록하였다. 그동안 노후화로 인하여 공장 가동에 제한이 있던 염색/화학단지 입주기업들의 생산액 상승은 지속될 것으로 전망하며, 2016년을 제외한 과거 4개년 연평균 성장률 7% 시현이 가능할 것으로 판단된다. 이에 따라 시화 염색/화학단지 스팀에너지 판매는 2017년부터 지속적으로 확대될 것으로 기대된다.

**매출처 다변화를 통한 규모 확대 지속**

또한 동사는 매출처 다변화를 통해 스팀에너지 판매를 확대하고 있다. 2016년 7월 안산도시개발과 20년간 990억 규모의 열거래 계약을 체결한 후 금년 1월부터 스팀에너지 공급을 시작했다. 현 공급지역은 배곧신도시, 인천논현지구이다. 동사의 최근 월 평균 스팀에너지 판매량은 16,500톤이며, 2년간 계약단가 30,000원/톤을 적용하여 산출한 결과 연간 최소 49.5억원의 추가 매출이 발생할 것으로 추정된다. 또한 2018년도 공급이 시작되는 송산신도시의 예상 공급량은 26,235톤으로 계약단가 30,000원/톤을 적용했을 때 연간 94.4억원의 추가 매출 발생이 예상된다.

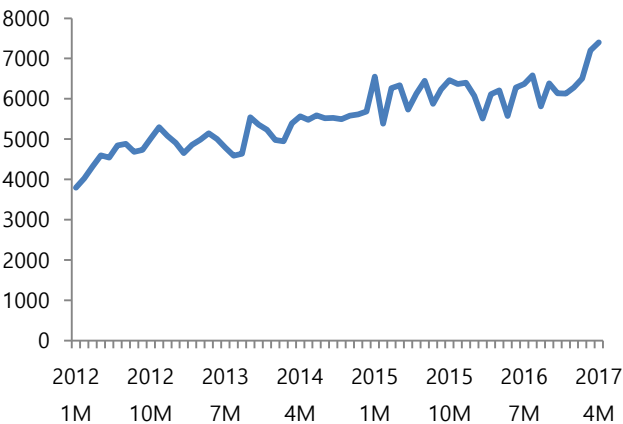
더불어 동사는 2016년 3분기 시화도금단지 국책사업에 선정된 20개 업체와, 선정되지 않았지만 스팀에너지 공급을 희망하는 5개 업체에 5년간 스팀에너지 공급을 계약했다. 올해 시화도금단지 안에서 연간 10,000톤 규모의 스팀에너지가 판매될 것으로 예상된다. 스팀에너지 연간 판매량 10,000톤과 1분기 스팀 단가 39,803원을 적용하여 산출한 결과 연간 4억원의 매출이 계약기간 5년 동안 발생될 것으로 예상된다.

**자체 폐열 조달, PC보일러 원료 전환을 통한 생산원가 절감 기대**

동사는 폐기물 처리 과정에서 발생하는 폐열과 PC보일러에서 생산된 가공 전 스팀을 스팀에너지 생산의 열원으로 사용한다. 동사의 폐기물 처리량이 증가함으로써 자체 폐열 조달량이 상승하고 있다. 폐열 비중은 2012년 63%에서 16년 69%로 꾸준히 확대되고 있다. 향후에도 앞서 제시한 환경사업부 투자포인트를 바탕으로 동사의 폐기물 처리물량이 확대됨에 따른 자체 폐열 조달 비중 확대가 집단 에너지 사업부의 추가적인 수익성 상승을 견인할 것으로 판단된다.

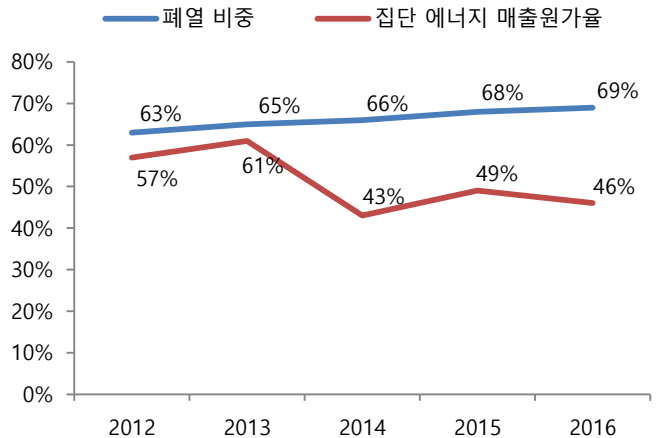
더불어 동사는 2016년 4월 PC보일러의 원료를 LNG에서 단가가 약 30% 저렴한 LPG로 전환하는 설비를 7억원에 매입하였다. 연료 전환을 통한 생산원가 절감효과는 2017년부터 온전히 반영될 예정이다.

**[그림 15] 시화산업단지 내 염색/화학단지 생산액 추이 (단위: 억원)**



자료 : 한국산업단지공단, 불기동

**[그림 16] 집단 에너지 폐열 비중과 매출원가율 추이 (단위: %)**



자료 : KG ETS 불기동

\*집단 에너지 매출원가: 폐열, PC보일러 원료 구입비를 더하여 산출

**투자포인트: 신소재사업부, Q의 성장과 P의 안정화**

**지난 2년 부진한 실적 기록**

동도금에 사용되는 동사 산화동의 주 사용처는 국내 PCB 업체이며, 국내 PCB업체의 생산비중 31%가 스마트폰 관련 PCB이기 때문에 스마트폰 시장 변동에 따라 동사 신소재 사업부 매출 규모가 변화한다. 2014년~2016년 갤럭시S 시리즈 부진을 필두로 스마트폰 시장이 부진하여 동사 신소재 사업부 산화동 매출 또한 부진하였다.

**차기 아이폰 기종 OLED 채택**

하지만 애플이 올해부터 차기 아이폰 기종에 Flexible OLED를 전면 채택하면서 수요처 확대로 동사 산화동 매출이 증가할 전망이다. OLED를 채택한 스마트폰은 OLED 모듈 형태만 사용할 수 있다. OLED 모듈에 필수적으로 사용되는 RF-PCB 시장은 올해 1조원에 가까운 규모가 예상되는 반면 공급 측면에서는 생산업체가 많지 않아 공급 부족 현상이 예상된다. 2017년 국내 업체들의 공격적인 RF-PCB Capa 증설로 한국 RF-PCB 시장 점유율은 가장 높은 수준인 35%로 올라설 전망이다.

**국내 RF-PCB향 물량 확대 전망**

이에 따라 RF-PCB 동도금 과정에 사용되며 기술적 경쟁력을 바탕으로 가격경쟁력을 보유한 동사의 산화동 매출이 확대될 것으로 기대된다. 특히 동사의 납품처 중 한 곳인 인터플렉스의 경우 이미 RF-PCB 제품들을 다양한 거래처에 판매하고 있으며 애플 향 수요 확대에 대비해 올해 유상증자를 통해 설비를 확충하였다.

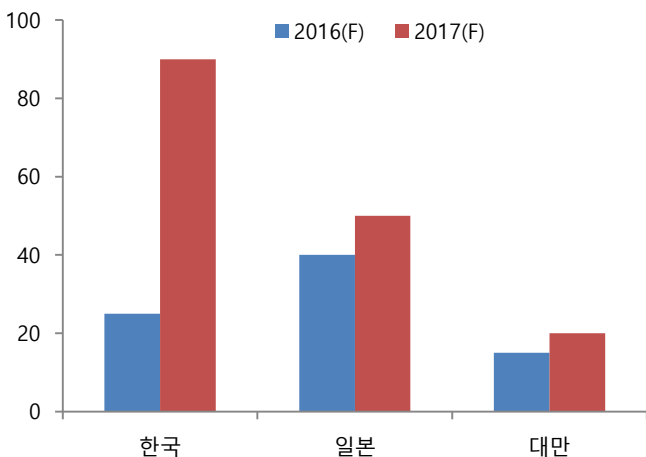
연간 차세대 아이폰용 RF-PCB 수요는 올해 9,680억원에서 2019년 1조 6,500억원으로 향후 3년간 연평균 57% 성장할 것으로 전망된다. 우호적인 시장 환경 속에서 동사는 국내 시장점유율 45%를 차지하고 있는 산화동을 통해, 산화동 판매량은 향후 3년간 연평균 26%, 매출액은 21% 성장할 것으로 전망한다.

**신사업 산화텅스텐, 저비용 고효율 투자**

동사는 텅스텐 폐기물을 재활용하여 페로텅스텐 제조에 사용되는 산화텅스텐 추출 기술 개발에 성공하였다. 기존 산화동 사업구조와 유사하게 철강업체에서 발생하는 텅스텐 폐기물을 산화텅스텐으로 재활용하는 구조이다. 이미 폐기물 매입처와 제품 매출처 3곳을 확보했으며, 기존 설비의 활용이 가능하기 때문에 설비투자 금액이 10억원으로 크지 않다. 산화텅스텐 공장의 연간 생산량은 370여 톤으로 생산량 기준 연간 매출액 약 100억원이 발생 가능하다. 산화텅스텐 공장은 8월 준공 후 올해 9월 가동이 시작될 예정이다.

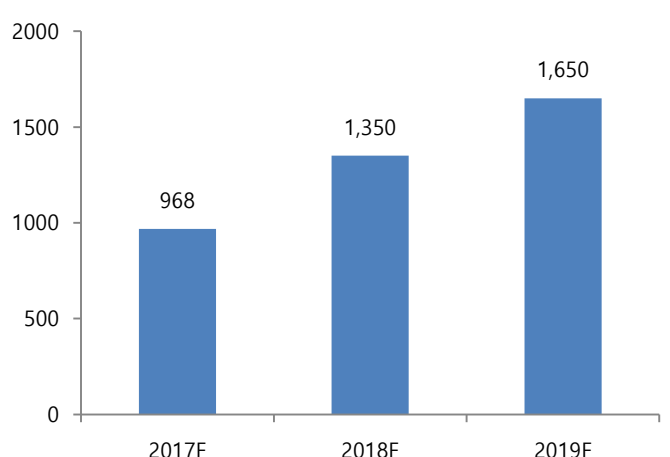
공장이 준공되어도 즉시 100% 가동 불가능하다는 점을 감안하여 2017년은 초기 공장가동률 50%를 반영해 13억원의 매출기여를 할 것으로 보이며, 이후 확보된 매출처에 납품을 지속하면서 가동률 상승과 함께 2018년 80억원, 이후 90억원 규모의 매출기여를 할 것으로 기대된다.

**[그림 17] 국가별 RF-PCB Capa 규모 전망 (단위: 천 장/월)**



자료 : KPCB, 불기동

**[그림 18] 차세대 아이폰 RF-PCB 수요 전망 (단위: 십억원)**



자료 : 애플, 업계추정



**투자포인트: 신소재사업부, Q의 성장과 P의 안정화**

**구리 광산 파업으로 인한 공급량 축소**

동사 신소재 사업부의 동제품은 LME 구리가격과 연동하여 판매단가를 설정한다. 가격이 하락하면서 매출 증대에도 불구하고 수익성은 악화되어 왔다. 하지만 올해 초 구리가격이 반등하였는데, 주 원인은 파업으로 판단된다. 최근 광산 등지에서 노조의 파업이 잇따르고 있다. 세계 최대 광산인 칠레 에스콘디다의 광부 노조가 지난 2~3월 43일에 달하는 최장 파업을 강행해 공급량 축소가 구리가격 반등으로 이어졌다.

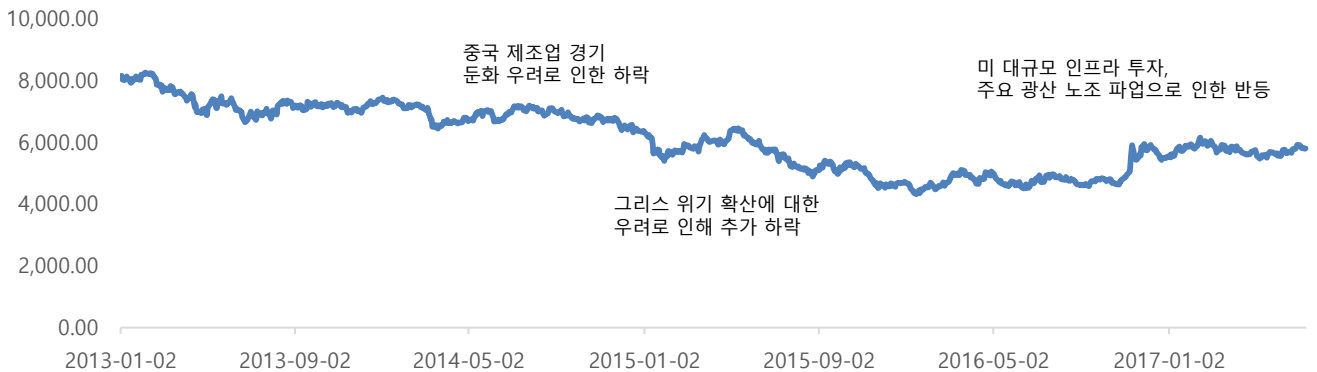
파업의 공통된 원인은 수익배분 조정이다. 수익배분조정의 근거가 되는 원자재 가격 상승과 파업은 순환 관계에 있다. 수급여건의 호재 등으로 가격이 상승하면 이는 업체 수익성 개선으로 이어지며 이에 따라 광부 인부들이 임금 인상을 요구하는 파업에 돌입하는 것이다. 파업은 생산량을 감소시켜 다시금 가격 상승을 일으킬 수 있으며, 향후에도 추가 파업 가능성은 존재한다.

**산화동 ASP 반등 후 안정화 전망**

결과적으로 이번 파업을 통해 구리가격이 하방경직성을 확보했다고 판단된다. 지난해 세계 구리수급은 소비 2,232만 톤, 공급 2,249만 톤으로 17만 톤 공급과잉을 기록했다. 이번 파업으로 인한 생산차질량이 이미 지난해 공급과잉분을 초과했다. 구리 최대 수요국가인 중국의 구리 수요 성장률이 3%로 둔화되었지만, 현재 불거진 파업문제가 단기간에 종식될 기미가 보이지 않는다는 점을 감안하면 중장기적으로 현재 수준의 구리가격대에서 수급이 균형을 맞춰 박스권을 형성할 것으로 판단된다. 이에 따라 2016년 최저점 기록 후 반등한 구리가격의 안정화는 동사의 산화동 ASP 반등 후 안정화에 기여하며 향후 신소재 사업부는 영업이익률 7%를 유지할 것으로 기대된다.

[그림 19] LME 구리가격 추이

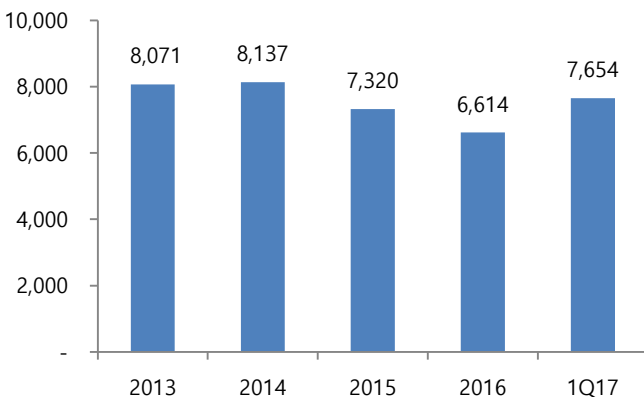
(단위: 달러/톤)



자료 : LME, 불기동

[그림 20] 산화동 ASP 추이

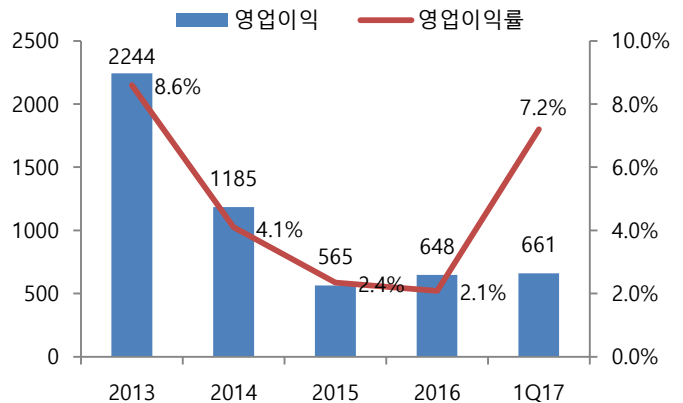
(단위: 천원/톤)



자료 : KG ETS, 불기동

[그림 21] 신소재사업부 영업이익/영업이익률

(단위: 억원, %)



자료 : KG ETS, 불기동

**RISK & ISSUE**

**유가 하락으로 인한 수익성 약화는 제한적일 것**

2014년 7월 이후 유가의 지속적인 하락으로 인해 LNG단가 연동제로 스팀에너지 가격을 책정하는 동사의 집단 에너지사업부 영업이익률이 악화되어왔다. 이에 대응하기 위해 동사는 2016년 하반기 시화 염색단지 가격 상/하한선을 정하여 유가변동폭 감소 계약을 체결하였다. 또한 생산원가 절감을 통한 지속적인 노력을 통해 2016년 1분기 대비 스팀 판가가 7% 하락함에도 불구하고 2017년 1분기 환경/집단에너지사업부의 영업이익률은 19%에서 22%로 상승했다.

향후 유가가격이 난조를 보이더라도 내부 폐열 조달 비중 상승, PC보일러의 원료를 LNG에서 LPG로 교체, 시화 화학단지와 추가 유가변동폭 감소 계약 체결 가능성을 통하여 스팀 에너지 판매단가 하락 및 수익성 약화는 제한적일 것으로 판단된다.

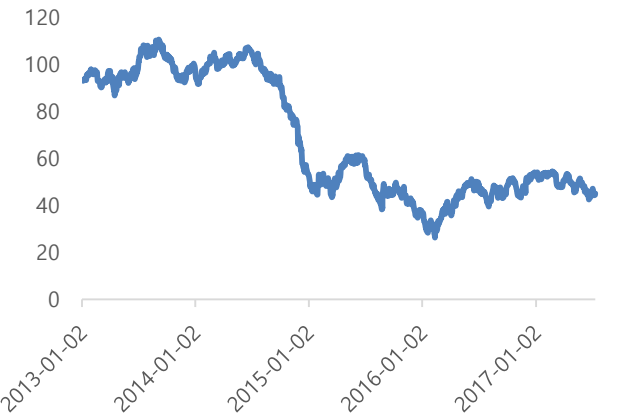
**ISSUE 1: 신사업 황산니켈**

동사는 올해 5월 2차 전지 핵심소재인 황산니켈 시장에 진출했다. 이를 통해 소재 분야 투자를 통해 신사업을 확정하고 KG그룹사들과 시너지 창출을 통해 시장을 적극적으로 공략 할 것이라고 발표했다. 하지만 IR부서 확인결과 공급사 확보 및 기술력 검증이 초기 단계이므로 아직 유의미한 사업으로 보기 어렵다고 판단된다. 하지만 향후 진행상황은 계속 지켜봐야 할 것이다.

**ISSUE 2: 탈원전 에너지 정책**

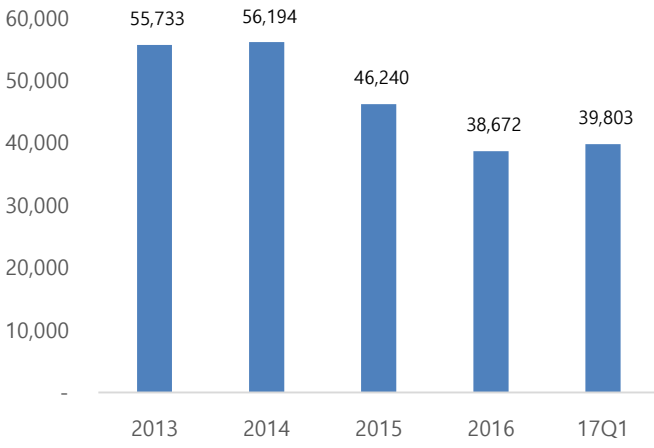
지난달 文정부는 탈원전 에너지 정책 로드맵을 밝혔다. 요지는 현재 준비 중인 신규 원전 건설계획을 백지화하고 기존 원전의 설계수명을 연장을 중지한다는 것이다. 원자력 발전소 폐로에 따라 원전 대체 자원인 신재생 에너지가 부각되고 있다. 동사는 신재생에너지 중 하나인 스팀에너지를 판매하기 때문에 향후 文정부의 신재생 에너지 육성 정책에 따른 구체적인 수혜여부를 주목할 필요가 있으나, 현재 구체적인 수혜여부를 논하는 것은 이르다고 판단된다.

**[그림 36] WTI 유가 추이** (단위: 달러/배럴)



자료 : Bloomberg, 불기등

**[그림 37] 스팀에너지 ASP 추이** (단위: 원/톤)



자료 : KG ETS 불기등

**Valuation: 매출액 추정**

**환경사업부  
매출액 추정**

환경사업부의 폐기물 처리량은 수도권 건설투자액의 꾸준한 성장을 감안하여 과거 3개년 건설 폐기물 성장률인 6%를 적용하였다. 톤당 판매단가의 경우, 정부의 폐기물 규제가 꾸준히 강화되며 지정폐기물 비중이 상승하는 것을 감안하여 육상폐기물 해양투기 금지법이 시행된 2012년부터 2016년까지의 ASP 성장률 13%를 적용하였다. 그 외 주원전주와 계약금액 739억원이 연간 나뉘어 반영되는 것을 감안하여 매출액에 반영하였다.

**집단 에너지사업부  
매출액 추정**

집단 에너지사업부의 스팀에너지 공급량은 주 납품처인 시화산업단지 내 화학, 염색단지 생산액이 증가할수록 스팀에너지 판매가 증가한다는 점을 감안하여 생산액의 추정 성장률을 적용하여 산출하였다. 톤당 판매단가는 현재 동사가 유가변동폭을 줄이는 계약을 순차적으로 진행중임을 감안하여 1분기 스팀 판매단가 수준으로 유지될 것이라 판단하였다. 안산도시개발과 시화도금단지 매출액은 앞서 투자포인트에서 추정된 값을 반영하였다.

**신소재 사업부  
매출액 추정**

신소재 사업부의 산화동 판매량은 아이폰향 국내 RF-PCB 공급 증가를 토대로 2019년 까지 26.5%, 이후 성장세가 점차 둔화될 것으로 예상되어 10%를 적용하였다. 톤당 판매단가는 현재 구리 수급이 균형을 이루고 있다는 점을 감안하여 2017년 1분기 판매단가 수준이 유지될 것이라 전망하였으며, 기타 상품 매출액은 상품의 개수가 다양하고 구체적인 수요파악과 납품처 파악이 용이하지 않아 과거 3개년 매출액 평균을 적용하였다. 산화텅스텐 매출액은 2017년 9월 준공 이후 즉시 100% 가동이 힘들 것으로 판단하여 공장 가동률 50%, 이후 확보된 매출처를 바탕으로 2018년 공장가동률 80%, 2019년 이후 90% 달성이 가능할 것으로 판단하여 매출액을 추정하였다.

[그림 38] 각 사업부 매출추정

환경 매출추정	2016	2017(F)	2018(F)	2019(F)	2020(F)	2021(F)	비고
㉠폐기물 처리량(톤)	140,521	148,952	157,889	167,363	177,405	188,049	국내 건설폐기물 과거 3개년 성장률
㉡톤당 판매단가(원/톤)	148,951	168,315	190,196	214,921	242,861	274,433	과거 4개년 ASP 성장률
㉢용역서비스 매출(억원)	108	100	100	100	100	100	과거 5개년 용역서비스 추정 매출액 평균
㉣주원전주항 매출(억원)	0	39	70	70	70	70	주원전주 11년간 계약금액 739억원
매출액(억원)	317	385	460	511	571	642	㉠*㉡+㉢+㉣

집단 에너지 매출추정	2016	2017(F)	2018(F)	2019(F)	2020(F)	2021(F)	비고
㉠스팀에너지 공급량(톤)	840,259	899,077	962,013	1,029,353	1,101,408	1,178,507	시화산업단지 생산액 성장률 7%
㉡톤당 판매단가(원/톤)	38,672	39,803	39,803	39,803	39,803	39,803	2017년 1분기 ASP 적용
㉢안산도시개발 매출(억원)	0	49.5	143.9	143.9	143.9	143.9	배곧신도시, 인천논현지구, 송산신도시 추정 연간 매출액
㉣시화도금단지 매출(억원)	0	4	4	4	4	4	시화도금단지 추정 연간 매출액
매출액(억원)	325	412	531	558	586	617	㉠*㉡+㉢+㉣

신소재 매출추정	2016	2017(F)	2018(F)	2019(F)	2020(F)	2021(F)	비고
㉠산화동 판매량(톤)	2853	3,609	4,565	5,775	6,353	6,988	2019년까지 성장률 26.5%, 이후 성장률 10% 적용
㉡톤당 판매단가(원/톤)	6,613,819	7,653,797	7,653,797	7,653,797	7,653,797	7,653,797	2017년 1분기 ASP 적용
㉢기타 상품 매출액(억원)	123	75	75	75	75	75	과거 3개년 기타 상품 매출액
㉣산화텅스텐 매출액(억원)	0	13	80	90	90	90	2H17 공장가동률 50%, 2018년 80%, 2019년 90%적용
매출액(억원)	311	364	504	607	651	699	㉠*㉡+㉢+㉣

자료 : KG ETS, 불기동

**Valuation: 당기순이익 추정**

**환경/집단에너지  
영업이익 추정**

동사의 집단 에너지 사업부는 스팀사업의 특성상 물리적 구분이 어려워 환경사업부와 손익을 통합하여 산출한다. 환경/집단 에너지 사업부의 영업이익률은 2014년 이후 LNG 가격하락에 따른 스팀판매단가의 하락으로 수익성이 악화되었다. 하지만 올해 1분기 1)스팀판매단가의 반등 및 2)폐열 비중 상승을 통한 생산원가 절감, 3)지정폐기물 증가를 통한 폐기물 처리단가 상승을 통하여 영업이익률을 22%까지 회복하였다. 위 3가지 요인이 일시적인 요인이 아닌 지속적인 요인이며, 환경사업부와 집단 에너지사업부의 판매량이 지속적으로 상승하는 것을 감안하여 환경/집단 에너지 영업이익률은 이후 2014년 수준인 26%까지 회복될 것으로 전망하였다.

**신소재 사업부  
영업이익 추정**

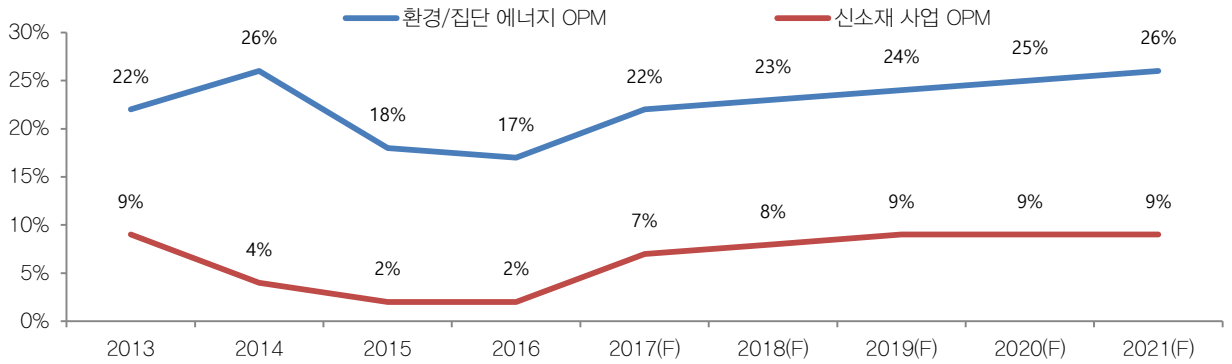
신소재사업부 영업이익률은 2014년부터 LME 구리가격 하락에 의한 동 제품 판매단가 하락과 전방 산업인 스마트폰 시장이 부진하며 2016년까지 수익성이 악화되었다. 하지만 올해 1분기 영업이익률 7%를 기록하며 2016년 영업이익을 뛰어넘었다. 수익성 개선의 주 원인은 LME 구리가격의 반등이다. 향후 LME 구리가격이 현재 수준에서 박스권을 유지할 것으로 전망하며, 아이폰 향 RF-PCB 수요 확대로 매출 확대가 담보되어 있다는 점을 통해 신소재사업부 영업이익률이 수익성이 악화되기 이전인 9% 수준까지 회복될 것이라 전망하였다.

**기타 추정**

영업외손익은 2016년 일회성 비용인 유형자산 처분 손실 49억원을 제외한 과거 3개년 평균을 적용하여 산출하였다. 법인세 비용은 과거 3개년 법인세율 20%를 반영하여 산출하였다.

[그림 39] 환경/집단 에너지 및 신소재 영업이익률 추정

(단위: %)



자료 : KG ETS, 불기동

[그림 40] 당기순이익 추정

(단위: 억원)

당기순이익 추정	2016	2017(F)	2018(F)	2019(F)	2020(F)	2021(F)	비고
매출액	953	1,161	1,495	1,676	1,808	1,958	세 사업부 추정 매출액 합계
영업이익	114	201	268	311	348	390	추정 OPM 적용
영업외 손익	-53	-4	-4	-4	-4	-4	이데일리, kg 네트워크, 과거 3개년 지분법손익 평균, 영업외 손익 3개년 평균액의 합 적용
세전 이익	61	197	264	307	344	386	
법인세 비용	12	39	53	61	69	77	과거 3개년 법인세 비율 20%
당기순이익	49	157	211	246	275	309	

자료 : KG ETS, 불기동

**Valuation: RIM Model 사용**

**RIM Model 사용**

현금흐름할인 모형 중 평가자의 주관이 개입될 여지가 적다고 평가되는 RIM모형을 사용했다. 동사는 사업부가 나뉘어져 있으며, 사업부별 Peer그룹으로 설정할 만한 규모의 경쟁사 표본이 마땅치 않아 상대가치 평가가 적절하지 않다고 판단하였다. 동사가 향후 지속적으로 사업을 영위하기에 충분하다고 판단하여 비교적 장기간 사업가치를 반영하는 절대가치 평가법을 사용했다.

**적정주가 6,570원**  
**상승여력 41%**  
**투자의견 BUY**

KG ETS의 상장 이후 순이익과 관계없이 주당 배당금 100원 지불하는 것을 통해 배당금을 산출하였다. 베타는 52주 베타, 무위험 수익률은 3년 만기 국고채 금리를 사용하였으며 시장기대수익률은 최근 3년 코스피 수익률을 사용하였다. 이를 통해 산출한 동사의 적정주가는 6,570원, 상승여력 41%로 투자의견 Buy를 제시한다.

[그림 40] RIM Valuation 사용

(단위: 억원, %)

	자기자본	순이익	배당금	ROE	ROE-COE	RI	PV of RI
2017(F)	1,386	157	36	11.33%	7.36%	102	89
2018(F)	1,505	211	36	14.02%	10.05%	151	133
2019(F)	1,675	246	36	14.69%	10.67%	180	158
2020(F)	1,876	275	36	14.66%	10.60%	201	176
2021(F)	2,103	309	36	14.69%	10.52%	224	197
초기 자기자본	PV of RI의 합	4년 이후 영구가치	기업가치	주식수(십 만)	구분	해당값	
1,386	753	227	2,366	360	β	0.24	
					Rf	1.75%	
					Rm	11%	
					COE	3.97%	
	적정주가(원)	상승여력					
	6,570	41%					

자료 : KG ETS, 불기등

## Compliance Notice

- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : 신승호, 이준범, 양정은, 손형석)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

## 기업 및 산업분석 주가전망 구분

Positive	3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
Neutral	3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
Negative	3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

### KG ETS 주가추이 및 적정주가

(단위 : 원)



### Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2017. 07. 23	6,570원	Positive



- 경제 스터디 및 기업분석을 통한 투자지식 함양
- 다양한 외부활동을 통한 경쟁력 제고
- 기독교적 도덕관 함양을 통한 올바른 금융인으로서의 역할 인식
- 금융인재 양성

삼육대학교 금융투자동아리 불기둥이

여러분의 성공과 함께하겠습니다

본 팀은 삼육대학교 정식 연합동아리 소속,  
금융투자동아리 불기둥입니다.

서울특별시 노원구 화랑로 815  
삼육대학교 학생회관 402호

TEL : 010-3117-5473

E-Mail : syubull@naver.com