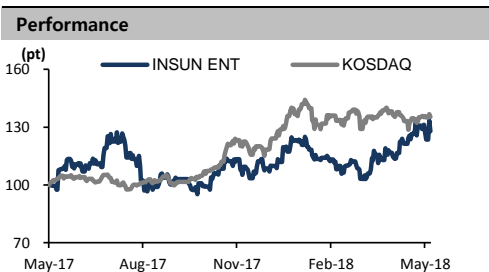


인선이엔티 (060150 KQ)

P(단가)의 성장과 α(매립) 추가로 재조명 기대

[자동차/스몰캡]
한상준 Equity Analyst
 matthan@barofn.com
 +822-6099-8662

Not Rated	
Target Price	-
현재주가	8,340 원
목표수익률	-
<hr/>	
Key Data	2018년 05월 29일
산업분류	건설
KOSPI	870.08
<hr/>	
Trading Data	
시가총액 (십억원)	299.9
발행주식수 (백만주)	36.0
외국인 지분율 (%)	4.6
52 주 고가 (원)	9,160
52 주 저가 (원)	6,160
60 일 일평균거래대금 (십억원)	6.4
<hr/>	
주요주주 (%)	
아이에스엠버제일호유한회사	14.3
이앤에프엠버유한회사	10.2



주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	9.7	17.6	27.9
상대주가	11.6	6.3	(7.4)

기존사업 P 상승으로 인한 성장+신규사업(자동차 재활용) 매출 본격화

- 국내 1위 건설폐기물 중간처리 및 자동차 (과쇄 후 철스크랩 판매/해체 후 재활용 부품 판매 및 일부 중고차 판매) 재활용 전문업체.
- 2017년 기준 매출 비중은 건설폐기물 중간처리 53.1%, 자동차재활용 48.1% (연결 조정 전). 18.1Q 매출 425억원 (+10.5% yoy), 영업이익 55억원 (+ 22.9% yoy, 영업이익률 11.7% → 13.0%), 지배주주순이익 35억원 (+ 58.5% yoy).
- 최근 2년 (2016년, 2017년)을 제외한 과거 동사의 최대 매출은 2009년 1,228억원, 이후 2014년 672억원까지 감소. 동기간 매출 감소 요인은 1) 2009년 발생한 광양매립지 사고로 이익률이 높은 매립사업 중단, 2) 자동차 재활용 사업 투자로 인한 건설폐기물 중간처리 사업장 매각 및 본사 부지 일부 자동차 재활용 사업 부지로 전환. 건설폐기물 중간처리 평균단가 ASP (사업보고서)기준 처리량은 연간 500만톤에서 250만톤 수준으로 감소.
- 2014년부터 건설폐기물 중간처리 처리량은 연간 250만톤 수준으로 유지. 처리단가는 톤당 2014년 19,696원, 2017년 33,072원 (+ 9.3% yoy), 18.1Q 35,051원 (+11.3% yoy)으로 지속 상승. 동기간 건설폐기물 증가처리 매출 2014년 493억원, 2017년 852억원 (+7.7% yoy), 18.1Q 230억원 (+14.3% yoy)으로 처리단가 상승으로 매출 증가.
- 자동차 재활용 사업을 영위하는 자회사 인선모터스 (지분율 78.5%)의 2017년 기준 매출 구성은 과쇄재활용 67.1%, 해체부품매출 20.4%, 상품매출 (중고차 국내/해외 판매) 12.3%. 매출 및 이익의 대부분 (17년 매출총이익률: 과쇄 20.7%, 해체 7.7%)을 담당하는 과쇄재활용 매출의 주요요인인 철스크랩 가격 17.1Q 277원/kg에서 18.1Q 357원/kg으로 상승. 단순계산시 kg당 철스크랩 가격 50원 인상 시 연간 약 80억원 매출 증가 요인 (513억원/kg당 291원 가정).

폐기물 매립사업 본격화 시 P/E 10배 수준 접근 가능

- 건설폐기물 처리보다 이익률이 두 배 이상 높은 매립사업의 재개 여부 주가 상승의 핵심 요인. 사천 사업장은 대법원 최종 판결 이후 매립장 공사가 진행 중이며, 광양 사업장은 항구복구 합의 이후 공유수면 3만평 추가 매립장 조성 관련 협의 중.
- 두 사업장 풀 가동 시 연간 200억원 수준의 매출 증가 예상. 산출기준은 허가 매립량 * 2018년 수도권 매립지 반입수수료 77,000원 기준 사천 (일반, 소각) 30% 할인, 광양 (지정) 50% 할증 적용.
- 2017년 주요 매립사업 업체의 영업이익률은 50% 수준이며, 광양사고 이전 인선이엔티의 지정폐기물 실적은 매출 210억, 영업이익률 48%.

시장대비 높은 밸류에이션 부여 정당화

- 2018년 예상실적 매출 1,800억원 (+12.3% yoy), 영업이익 270억원 (+23.2% yoy), 지배주주순이익 170억원 (17년 32억원)기준 P/E 17.6 배 수준.
- 맥쿼리코리아운용의 코엔텍 (KQ: 029960)지분인수 및 앵커에쿼티 (사모PEF)의 삼우그린의 다수 국내 폐기물 처리업체 인수. 미국 상위 waste Management업체 상위 7개 사중 6개사의 18E P/E는 24배로 국내도 시장대비 높은 수준의 밸류에이션 적용이 안착화 될 것으로 예상.

Exhibit 1. 인선이엔티 건설폐기물 중간처리 매출, ASP, 처리량 추이

(단위 : 억원)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	1,190	1,228	872	999	869	686	672	953	1,355	1,603
건설폐기물 중간처리	879	977	720	773	690	619	493	584	791	852
건설폐기물 중간처리 ASP (사업보고서 기준, 원)	17,713	18,995	18,346	18,501	19,831	17,899	19,696	22,044	30,253	33,072
건설폐기물 중간처리 처리량 (만톤)	496	515	392	418	348	346	250	265	262	258

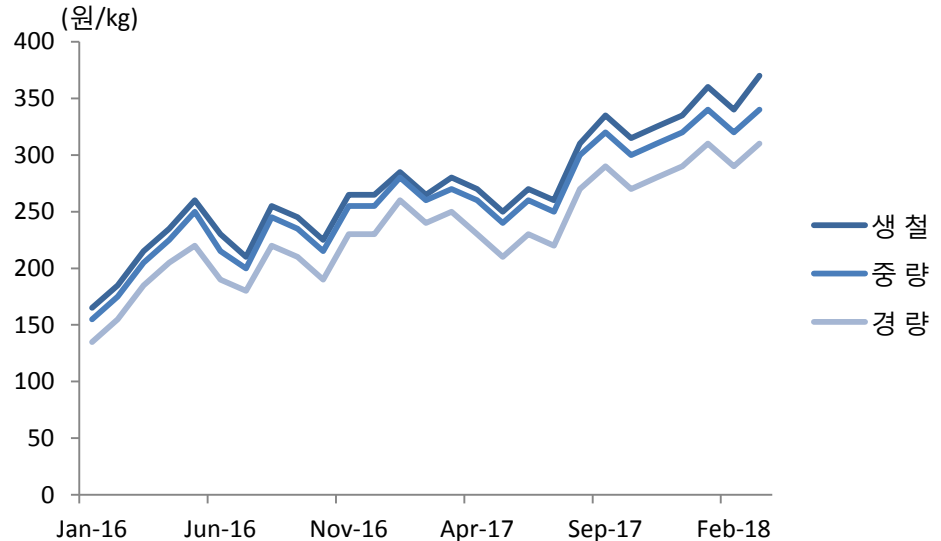
Source: 인선이엔티, Baro Research Center

Exhibit 2. 인선모터스 재무제표

(단위 : 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	17-1Q	18-1Q
매출액	11	94	366	576	765	188	200
상품매출		22	42	58	94		
해체부품매출		70	173	162	156		
파쇄재활용매출			143	352	513		
정비용역수입		2	8	4	2		
매출원가	14	86	321	508	643		
상품원가		19	36	48	86		
해체부품원가		61	149	150	144		
파쇄재활용원가			123	303	407		
정비용역원가		6	12	7	6		
매출총이익	-3	8	45	69	122		
판매비	9	20	39	51	66		
영업이익	-13	-12	6	18	56		
영업외손익	-2	-18	-24	-13	-19		
금융수익	0	0	1	13	0		
금융비용	7	18	24	20	19		
이자비용	7	18	24	20	12		
기타수익	5	0	0	0	1		
기타비용	1	1	2	7	1		
지분법손익							
세전이익	-15	-30	-18	5	37		
법인세		-20	-4	1	6		
당기순이익	-15	-10	-14	4	31	1	8
매출원가율	132.1%	91.1%	87.6%	88.0%	84.0%		
상품원가		85.8%	86.7%	81.8%	91.3%		
해체부품원가		88.2%	86.3%	92.1%	92.3%		
파쇄재활용원가			85.8%	86.1%	79.3%		
정비용역원가		223.7%	156.5%	188.1%	289.5%		
영업이익률	-116.3%	-12.6%	1.7%	3.1%	7.3%	0.0%	0.0%

Source: 인선모터스, Baro Research Center

Exhibit 3. 철스크랩 시세 현황



Source: 스크랩워치 (인선이엔티 사업보고서 재인용), Baro Research Center

Exhibit 4. 인선이엔티 매립 사업 재개시 총 예상 사업 매출 (사업 시작부터 매립 완료까지 약 7년 소요 예상)

	면적 (m ²)	면적 (평)	허가 매립량 (m ³)	m ³ → 톤 (용적톤 기준)	총 사업 매출 (억원)
광양	146,805	44,408	1,037,969	916,124	1,058
	기존 광양 현장 총 5단계 중 4개 구간 매립 완료. 1개 구간만 남음, 약 1만평 + 추가 3만평 수도권 매립지 반입수수료 77,000원 기준, 50% 할증 적용, 이는 지정 폐기물인 것을 감안. (수도권은 지정 폐기물 반입 불가.)				
사천	54,824	16,584	1,040,423	918,290	495~920 + 소각매출
	(수도권 매립지 반입수수료 77,000원 기준) 30% 할인 할인 미적용 30% 할증 495억원 707억원 920억원				

Source: 인선이엔티, Baro Research Center

Exhibit 5. 수도권 폐기물 반입 및 수수료 현황

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 현재
반입량 (천톤)	1,661	1,790	1,381	1,296	1,186	1,429	1,194	1,239	302
수수료 (억원)	4,494	5,051	4,233	4,366	4,558	6,681	9,204	9,554	2,326
반입수수료 (원/ton)	27,060	28,225	30,651	33,678	38,425	46,767	77,092	77,092	77,092

Source: 수도권매립지관리공사, Baro Research Center

※ 최근 수도권매립지관리공사는 "수도권매립지 폐기물 반입수수료 원가분석 및 단가산정 용역(근급)" 입찰공고 발표, 수수료 추가 상승 요인

Exhibit 6. 인선이엔티, 미국 Waste Management 기업 Peer Table

	인선이엔티	Waste Management	Republic Services Industries	Covanta Holding	Waste Connections	Stericycle	Newpark Resource	Casella Waste Systems
Mkt.Cap (\$/Mil)								
	277	35,870	22,204	2,060	20,134	5,417	947	1,020
PER								
2016	166.9	24.9	25.8	N/A	35.7	23.2	N/A	176.4
2017	85.2	26.3	27.9	N/A	38.5	22.0	33.1	33.5
2018F	18.4	20.7	22.1	315.0	30.3	13.6	24.9	33.6
2019F	11.8	18.9	20.1	157.5	27.4	13.1	13.8	24.9
PBR								
2016	1.5	5.9	2.5	4.3	2.4	3.2	1.3	N/A
2017	1.6	6.2	2.8	5.2	3.0	2.6	1.4	N/A
2018F	1.7	5.5	2.9	3.8	3.1	1.8	1.7	N/A
2019F	1.5	5.1	2.7	5.6	2.9	1.6	1.4	32.3
ROE								
2016	0.9	23.6	9.7	N/A	6.8	13.6	N/A	N/A
2017	1.8	23.6	10.1	N/A	7.8	12.0	4.2	N/A
2018F	9.2	26.8	12.9	1.2	10.1	13.2	6.6	N/A
2019F	12.6	26.8	13.6	3.6	10.7	12.2	10.4	129.7
EV/EBITDA								
2016	12.9	11.2	10.8	12.4	16.3	10.2	13.5	12.1
2017	12.9	11.2	10.8	12.4	16.3	10.2	13.5	12.1
2018F	11.4	11.0	10.5	10.2	15.2	10.3	9.4	11.1
2019F	8.4	10.5	10.0	9.8	14.1	9.7	6.8	10.6
OPM								
2016	8.3	17.0	16.6	10.1	20.8	22.2	-1.5	5.6
2017	13.3	17.8	16.8	5.5	17.3	16.7	-10.3	8.2
2018F	14.3	18.3	16.5	5.8	17.3	15.0	7.2	8.8
2019F	18.4	18.6	17.5	7.9	19.5	18.7	11.1	9.6
NPM								
2016	-1.7	9.4	7.9	6.7	10.7	12.9	-2.8	-2.2
2017	0.3	9.3	8.1	-2.5	10.0	8.8	-9.7	0.5
2018F	4.9	10.0	8.2	-2.2	10.6	7.9	3.0	4.8
2019F	12.1	12.0	10.3	0.7	14.0	11.4	6.9	6.2
Sales Y/Y								
2016	44.7	-7.4	3.5	-2.2	1.8	16.8	-39.5	9.8
2017	39.4	5.0	3.0	3.3	59.4	19.3	-30.3	3.4
2018F	18.3	6.4	7.0	3.1	37.2	0.5	58.6	6.1
2019F	31.9	7.0	4.6	6.8	11.6	1.7	46.6	9.6
OP Y/Y								
2016	흑전	-2.1	1.8	-23.5	-3.9	7.6	적전	56.8
2017	124.9	10.0	4.6	-44.0	32.4	-10.1	적지	52.3
2018F	26.5	9.5	5.2	9.7	37.0	-9.7	흑전	13.7
2019F	70.1	8.8	10.9	45.5	25.8	26.9	124.2	19.3
NI Y/Y								
2016	적지	7.5	2.8	135.8	-5.6	4.8	적전	적지
2017	흑전	4.5	5.6	적전	48.9	-19.0	적지	흑전
2018F	1668.7	13.8	8.1	적지	44.9	-9.4	흑전	839.8
2019F	224.1	28.9	31.8	흑전	48.3	46.1	236.0	42.5
Dividend Yield								
2016	N/A	2.0	1.8	6.2	0.5	0.0	N/A	N/A
2017	N/A	2.1	1.9	6.4	0.6	0.0	N/A	N/A
2018F	0.6	2.2	2.1	6.3	0.8	0.1	N/A	N/A
2019F	1.2	2.3	2.2	6.3	0.8	N/A	N/A	N/A

Source: Bloomberg, Baro Research Center

인선이엔티 (060150) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	38.5	40.0	47.1	55.9	54.1
현금성자산	11.9	5.3	3.2	6.5	8.3
매출채권	20.6	18.6	23.5	28.2	27.7
재고자산	1.5	6.5	12.7	16.0	13.2
비유동자산	226.6	247.9	244.5	245.2	244.2
투자자산	33.8	33.7	29.7	33.5	21.6
유형자산	188.0	209.3	210.0	208.9	220.2
무형자산	4.8	4.9	4.8	2.7	2.4
자산총계	265.1	287.9	291.5	301.0	298.3
유동부채	92.4	96.7	84.1	111.5	76.5
매입채무	11.8	13.7	6.7	9.5	7.8
유동성이자부채	72.4	79.1	73.9	95.4	64.2
비유동부채	39.4	44.8	62.5	43.9	52.1
비유동이자부채	20.0	26.4	44.3	24.1	36.9
부채총계	131.8	141.5	146.6	155.4	128.6
자본금	17.1	17.1	17.1	17.1	17.9
자본잉여금	34.1	36.0	36.3	35.4	50.9
이익잉여금	98.2	92.8	91.2	91.6	94.4
자본조정	(16.2)	0.3	0.1	0.9	1.2
자기주식	(16.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	133.4	146.4	145.0	145.7	169.7
투하자본	207.0	237.5	254.1	251.7	261.5
순차입금	80.5	100.2	114.9	113.0	92.8
ROA	0.6	(1.9)	(0.6)	0.2	1.0
ROE	1.1	(3.8)	(1.1)	0.3	1.9
ROIC	0.1	(0.1)	2.3	1.3	6.2

현금흐름표

결산기(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업현금	3.9	(10.0)	(6.6)	8.7	9.3
당기순이익	1.8	(9.5)	(2.5)	6.6	2.7
자산상각비	3.4	3.2	4.9	5.7	6.3
운전자본증감	0.2	(4.5)	(16.5)	(10.1)	(17.6)
매출채권감소(증가)	0.0	3.3	(7.3)	(5.8)	0.3
재고자산감소(증가)	(0.0)	(5.0)	(6.2)	(3.2)	1.2
매입채무증가(감소)	0.9	2.1	(3.5)	2.1	(1.4)
투자현금	21.8	(23.5)	(2.5)	(6.8)	(7.6)
단기투자자산감소	0.0	0.0	3.2	(1.7)	2.1
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(27.5)	(24.0)	(6.9)	(7.9)	(15.3)
유무형자산감소	1.9	(0.0)	0.5	1.3	1.0
재무현금	(26.3)	32.6	12.0	(1.2)	(0.6)
차입금증가	(10.0)	14.4	12.0	(1.2)	(0.6)
자본증가	0.0	18.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(0.5)	(1.2)	2.8	0.8	1.8
총현금흐름(Gross CF)	8.8	2.2	14.8	26.2	32.4
(-) 운전자본증가(감소)	(50.0)	10.5	16.6	(0.3)	0.3
(-) 설비투자	27.5	24.0	6.9	7.9	15.3
(+) 자산매각	1.9	(0.0)	0.5	1.3	1.0
Free Cash Flow	33.2	(32.3)	(8.1)	20.0	17.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	33.2	(32.3)	(8.1)	20.0	17.9

Source: Company Data, Baro Research Center

손익계산서

결산기(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	68.6	67.2	95.3	135.5	160.3
증가율 (Y-Y,%)	(21.0)	(2.1)	41.9	42.2	18.3
영업이익	0.2	(0.4)	7.9	18.1	21.9
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	흑전	127.7	21.3
EBITDA	3.6	2.8	12.8	23.8	28.2
영업외손익	(15.9)	(6.7)	(10.6)	(10.6)	(19.2)
순이자수익	(4.8)	(3.7)	(6.1)	(4.7)	(3.5)
외화관련손익	(0.2)	(0.2)	0.7	0.0	0.0
지분법손익	(0.7)	(0.7)	(3.8)	0.6	(5.6)
세전계속사업손익	(15.7)	(7.1)	(2.6)	7.5	2.7
당기순이익	1.4	(5.3)	(1.8)	0.5	3.2
지배기업당기순이익	1.5	(5.3)	(1.6)	0.4	2.9
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	적지	흑전	567.0
NOPLAT	0.1	(0.3)	5.8	3.3	15.9
(+) Dep	3.4	3.2	4.9	5.7	6.3
(-) 운전자본투자	(50.0)	10.5	16.6	(0.3)	0.3
(-) Capex	27.5	24.0	6.9	7.9	15.3
OpFCF	26.1	(31.6)	(12.8)	1.5	6.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(7.7)	(12.4)	3.1	25.5	33.6
영업이익증가율(3Yr)	(62.4)	n/a	n/a	351.6	n/a
EBITDA 증가율(3Yr)	(29.4)	(31.8)	n/a	87.1	115.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	(30.9)	n/a
영업이익률(%)	0.3	(0.5)	8.3	13.3	13.7
EBITDA 마진(%)	5.3	4.2	13.5	17.6	17.6
순이익률(%)	2.1	(7.9)	(1.9)	0.3	2.0

주요투자지표

결산기	2013	2014	2015	2016	2017
Per share Data					
EPS	44	(155)	(47)	13	84
BPS	3,903	4,284	4,238	4,242	4,592
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	50.0	n/a	n/a	499.4	85.2
PBR	0.6	1.0	1.4	1.5	1.6
EV/ EBITDA	42.7	86.2	24.9	14.1	12.4
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	8.4	65.1	13.8	8.5	7.7
PSR	1.1	2.1	2.2	1.6	1.6
재무건전성 (%)					
부채비율	98.8	96.7	101.1	106.6	75.8
Net debt/Equity	60.4	68.5	79.3	77.6	54.7
Net debt/EBITDA	2,217.5	3,573.5	895.0	475.1	329.1
유동비율	41.7	41.4	56.0	50.1	70.7
이자보상배율	0.0	n/a	1.3	3.8	6.2
이자비용/매출액	7.4	5.8	6.5	3.8	2.3
자산구조					
투하자본(%)	81.9	85.9	88.5	86.3	89.8
현금+투자자산(%)	18.1	14.1	11.5	13.7	10.2
자본구조					
차입금(%)	40.9	41.9	44.9	45.1	37.3
자기자본(%)	59.1	58.1	55.1	54.9	62.7

Note: EPS 는 완전 희석 EPS

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.