



### 건설/재건축 전공정 기업, 인선이엔티

#### 1. Intro

#### 2. 기업&산업분석

#### 3. 투자포인트 1: 건설 빅사이클의 숨겨진 최대 수혜주

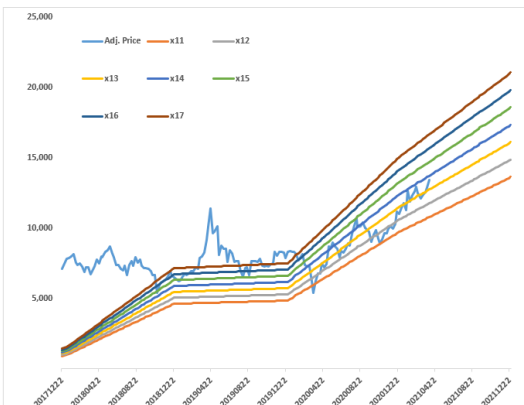
#### 4. 투자포인트 2: 영업이익 캐리하는 매립 사업

#### 5. 투자포인트 3: 금싸라기 철스크랩과 조기폐차

#### 6. Valuation

#### 7. Appendix

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
매출	135,519	160,280	175,955	183,949	208,567	293,111	347,511	379,297
YoY(%)	N/A	18%	10%	5%	13%	41%	19%	9%
매출원가	101,463	121,392	135,495	137,744	141,480	202,054	230,541	252,533
매출총이익	34,056	38,888	40,460	46,205	67,086	91,057	116,969	126,765
GPM(%)	25%	24%	23%	25%	32%	31%	34%	33%
판매비와관리비	15,992	16,973	16,607	16,588	18,142	23,217	25,313	27,002
영업이익	18,064	21,915	23,853	29,617	48,944	67,840	91,656	99,763
OPM(%)	13%	14%	14%	16%	23%	23%	26%	26%
YoY(%)	N/A	21%	9%	24%	65%	39%	35%	9%
기타수익	352	1,256	341	958	1,072	796	796	796
기타비용	6,191	9,803	1,568	539	1,349	1,744	1,744	1,744
금융수익	1,816	142	1,598	222	314	744	744	744
금융원가	7,136	5,194	3,921	5,860	3,511	5,217	5,217	5,217
법인세차감전순이익	7,483	2,701	19,965	24,350	45,625	67,834	91,651	99,757
법인세비용	6,122	-451	4,490	7,708	10,121	14,924	20,163	21,947
유효법인세율	81.8%	-16.7%	22.5%	31.7%	22.2%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,361	3,151	15,475	16,642	35,504	52,911	71,488	77,811



#### Rating

## Buy

목표주가: 21,750 원  
 현재주가: 14500 원  
 상승여력: 50.2%

#### 12M 주가추이

시가총액 6752 억원



#### Balance sheet data

순자산 3040 억원  
 PBR 2.10 배  
 ROE 13.72%

#### Earning data

PER (TTM) 12.66 배  
 12M EPS 885 원  
 EV/EBITDA 10.52 배

#### 주요 주주

아이에스동서(주) 44.97%  
 권의식 0.01%

#### SMIC 5 팀

- 42 기 이승엽
- 42 기 김동휘
- 42 기 이종명
- 43 기 박소현
- 43 기 이재희

## 1. Intro

오세훈 서울시장의 당선, 정부의 부동산 정책 스탠스 변화와 같은 이유로 건설 경기가 회복될 것이 기대되고 있다. 건설사나 건자재 관련 기업에 투자하는 것도 나쁘지 않지만 이미 크게 오른 건설 건자재 종목에서 사고를 한단계 확장해보는 것은 어떨까? 재건축 하려면 일단 부셔야 지을 수 있고 부수면 건설폐기물이 나온다. 이러한 사고 경로를 통해 본 보고서는 인선이엔티에 주목하였다. “인선이엔티? 또 폐기물 기업이야? 식상한데?” 하는 독자는 한번 더 깊게 생각해보자. 여러분처럼 시장의 많은 플레이어들도 이 기업을 그저 뻥한 폐기물 업체로 보고 있을 가능성이 있다. 그렇지만 이 기업은 최근 건설경기 확대 기대에서 큰 수혜주이다. 이 보고서를 읽고 나면, 주택공급 증가 정책의 큰 수혜주이지만 아직 주가에 주택 공급 증가에 대한 기대가 반영이 덜되어 있는 저평가 주라는 것을 느낄 수 있을 것이다.

기본적인 정보를 제공 하자면, 인선이엔티는 코엔텍, 와이엔텍 등 다른 폐기물 업체들과 다르게 건설 폐기물 처리 분야에서 사업의 수직계열화를 통해 수집, 운반, 처리, 매립의 모든 과정을 일원화하여 압도적인 위치를 점하고 있다. 이 뿐인가? 환경 규제, 님비 현상 등으로 인해 진입장벽이 높아 P의 증가가 꾸준하며 높은 영업 이익률을 보여주는 알짜배기 사업장 폐기물 매립 사업 역시 영위 중이다. 작년 말 건설경기 상승에 대한 기대가 커지기 전에 진행한 M&A를 통해 건설폐기물 CAPA가 40% 이상 증가하였으며 매립 사업을 위한 새로운 부지를 매입한 것을 통해 Q 증가 역시 동시에 꺾이고 있는 똑똑한 기업이기도 하다.

이것이 끝이 아니다. 인선이엔티가 전기차 시대로의 대전환에 있어 알려지지 않은 나름의 수혜 기업이라는 점도 흥미롭다. 전기차 시대로의 전환을 위해 정부는 경차 조기 폐차에 막대한 지원금과 오래된 경차 운전자에 대한 벌금을 투입하고 있다. 폐차량의 증가로 인해 국내에서 유일하게 폐차, 중고차 재활용 사업을 대규모로 영위하는 인선이엔티는 수혜를 본다. 전세계가 탄소 중립을 목표로 삼고 있어 현재 한국에서도 경유차 조기 폐차 정책 등을 내놓고 있는 지금 인선이엔티에 또 한 번 주목할 필요가 있다.

## 2. 기업&산업 분석

### 2.1 기업 개요

인선이엔티는 1997년 설립되어 2002년 코스닥 시장에 상장되었다. 동사는 **건설폐기물 재활용 사업, 매립 및 소각 사업, 자동차 재활용 사업**을 영위 중이며, 주 매출 발생 부문은 건설 폐기물 재활용 사업 부문이다.

건설 폐기물 처리  
예의 최강자

건설폐기물 중간처리 업체는 인선이엔티를 포함 전국에 500여개의 업체가 있으며 이 중에서 **시장 점유율이 1% 이상인 사업장은 10곳에 불과하다.** 2020년 수집 운반량과 중간 처리량 기준으로 모두 국내 시장점유율 1위이며 상위 5개 업체 기준, 수집 운반량 기준 34%를 차지하고 있다.

매립 부문 시장점유율은 4.8%로 추정되며 **자동차 재활용 사업 부문은 40% 이상의 점유율**을 보이고 있는 **국내 유일의 대형 폐차, 재활용 사업자**이다. 자회사로는 인선기업, 인선모터스, 아이앤에스를 비롯해 최근 인수한 골든에코, 영흥산업, 파주비엔알 등이 있다.

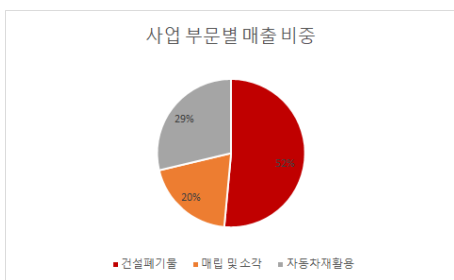
### 2.2 사업 부문

폐기물 관련 사업  
수직 계열화

동사의 사업 부문은 건설폐기물 재활용 사업, 매립 및 소각 사업, 자동차 재활용 사업으로 나눌 수 있으며 2020년 온기를 기준으로 매출은 건설폐기물 재활용 사업이 50%, 자동차 재활용 사업이 30%, 매립 및 소각 등의 사업이 20% 가량을 차지하고 있다.

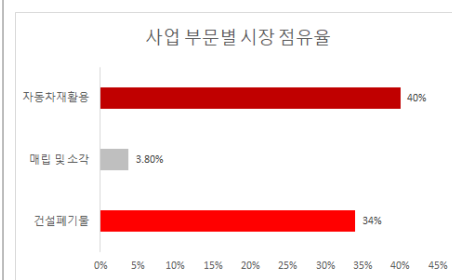
동사는 **새로운 사업장 등을 인수하는 모습을** 보이고 있으며 **환경, 폐기물 관련 사업 영역에서 수직계열화를 구축해**가고 있다.

그림 2-1. 2020년 사업부문별 매출 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 2-2. 사업부문별 시장점유율 (건폐 부문은 수집 운반량, 상위 5개 업체 기준)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

#### 2.2.1 건설폐기물 재활용 사업

건설 폐기물  
중간처리  
+ 순환골재 생산

건설폐기물 재활용 사업부문에서 동사는 비계구조물을 철거한 이후 공사로 인해 현장에서 발생하는 폐기물들을 수집하고 동사의 사업장으로 운반한 이후 처리하는 모든

건설폐기물이 주로  
발생하는 수도권과  
사업장이 인접하여

서비스를 제공하며 매출을 인식한다. 또한 폐기물들 중에서 재활용이 가능한 소재를 선별하여 순환골재를 생산, 판매하는 방식도 매출을 발생시킨다.

건설 폐기물의 경우 양이 많고 운송에 따르는 비용이 크기에 건설 폐기물이 발생하는 지역 주변에 사업장이 위치하는 것이 큰 경쟁력이다. 동사의 사업장은 건설폐기물이 대부분 발생하는 서울, 경기 지역과 가까운 고양, 인천에 위치해 있으며 이 점이 동사가 건설폐기물 사업 부문에서 압도적인 경쟁력을 유지해주는 비결이라고 할 수 있다. 이에 더해 최근 파주비엔알, 영흥 산업환경을 인수한 것처럼 공격적으로 건설폐기물 분야 시장점유율을 확대해 나가는 점도 동사의 성장 가능성을 엿볼 수 있다.

파주비엔알 인수 이후 동사의 건폐면적, 허용보관량, 처리능력은 폭발적인 성장을 보여줄 것이다.

그림 2-3. 파주 비엔알 인수 이후 CAPA 변화

	건폐면적(m <sup>2</sup> )	허용보관량(톤)	처리능력(톤/시간)
인수 이전	106980	139467	1100
인수 이후	155704	239627	1900
증가율	45.50%	71.80%	72.70%

출처: 환경부, 동사 IR Book, SMIC 5팀

그림 2-4. 건설폐기물 처리 과정



출처: News1, SMIC 5팀



**환경 문제로 주목받고있는 순환골재**

순환골재(Recycling Aggregate)란 콘크리트구조물의 해체과정에서 발생된 폐기콘크리트를 파쇄하여 나온 산물을 물리적 또는 화학적 처리 과정을 거쳐 골재(건설공사에서 쓰이는 자갈이나 모래 따위의 재료)로 이용할 수 있게 만든 것을 뜻한다.

**동사의 순환골재는 품질 측면에서 경쟁력 있다.**

순환골재란 각종 도로공사, 건설공사의 용도로 사용되고 있고 천연 골재의 무분별한 사용으로 인한 환경 파괴 예방 및 천연 골재의 품귀 현상을 대비하여 정부 차원에서도 사용을 권장하고 있다. 하지만 순환골재의 원료가 되는 폐콘크리트에 폐목재, 폐벽돌 등의 이물질이 섞이게 될 경우 품질에 문제가 생겨 안전성 문제가 발생한다.

동사는 국내 최초로 콘크리트용 순환 골재 품질 인증을 획득하고 업계 최초로 생산했다. 운반해 온 폐기물을 환경신기술 인증 및 검증을 받은 최첨단 환경친화적 순환골재 생산플랜트를 이용하여 파쇄하고 선별한 뒤, 불순물을 선별하기 때문에 우수한 품질의 순환골재를 생산해내고 있다.

<p><b>그림 2-5. 동사의 사업 포트폴리오</b></p>	<p><b>그림 2-6. 순환골재</b></p>
	

출처: 동사 IR Book, SMIC 5팀

출처: 업계 자료, SMIC 5팀

**진입장벽 매우  
높아 초과수요인  
폐기물 매립 사업**

**2.2.2 매립, 소각 사업**

폐기물 매립 사업이란 일반 및 지정폐기물 중 재활용이 안 되는 불연성폐기물을 허가 받은 매립시설에 매립하는 사업이다. 폐기물 매립 산업은 어떤 폐기물을 매립하는지에 따라 분류될 수 있는데, 폐기물은 크게 생활폐기물과 사업장 폐기물로 나뉘며, 사업장 폐기물은 다시 사업장일반폐기물, 건설폐기물, 지정폐기물로 나뉜다.

폐기물 매립 사업은 **진입장벽이 높고 오랜 설비투자가 걸리는 사업**이다. 여기에 **매립 가용공간도 부족하고 신규 허가도 받기 쉽지 않기 때문에 절대적으로 공급이 부족한 사업**이다.

동사는 매립(폐기물 최종처분) 사업에서 일반 및 지정폐기물 중 재활용이 되지 않는 불연성 폐기물을 허가 받은 매립 시설에 매립하는 서비스를 제공함을 통해 매출을 인식한다. 동사는 사천에 위치한 사업장 배출 시설계 매립지, 광양에 위치한 지정폐기물 매립지를 소유하고 있다.

**영업 이익률이  
매우 높은 매립  
사업부**

매립 사업부는 영업이익률이 매우 높은 알짜배기 사업부이다. 특히 지정폐기물은 진입장벽이 높은 것과 같은 이유로 인해 **전국에 사업장이 21 개소에 불과하고 매립 단가가 매우 높다**. 동사는 골든 에코를 인수하여 **매립 용량이 한정되어 있는 광양 지정폐기물 매립지에서 계속하여 사업을 영위할 수 있을 것으로 기대된다**.

**지속적인 부지  
매입을 통해  
튼튼한 Cash Cow  
보유**

이에 더해 경상남도 지역의 잔여 매립지 대비 동사의 사천매립장이 73%를 점유하고 있다는 점을 고려했을 때 동사는 장기적으로도 안정적인 현금흐름을 확보할 수 있을 것으로 판단한다.

**2.2.3 자동차 재활용 사업**

**타사대비 고품질인  
철 스크랩!  
철 가격 상승으로  
인한 수혜**

동사는 사고로 인한 폐차나, 조기 폐차를 구매하여 고양시의 사업장에서 해체한 뒤, 이천의 사업장으로 옮겨 고철을 분쇄해 철 스크랩을 생산해 판매한다. 동사의 고양시 설비는 국내 유일의 자동화 공정 방식이다. **1일 CAPA는 100 대로, 이는 업계 평균인 4대의 25 배에 달한다**. 또, 동사의 철 스크랩은 타사 대비 고품질이기에, **약 30% 높은 가격에 거래된다**. 타 업체들이 대부분 영세 업체이기 때문에, **경쟁사는 없는 상황**이다.

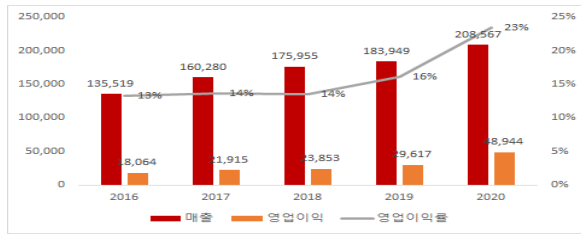
매출 비중은 철 스크랩 판매 60%, 부품 판매 40%로 구성된다. 이에 동사의 매출과 순이익은 철 스크랩 시세와 차량 부품의 품질에 크게 영향을 받는다. 철 스크랩 가격과 차량 부품의 품질 모두 변동성이 크며 중고차 시장의 특성상 주로 소규모 거래가 연속적으로 이루어지기 때문에, 동사는 한계적으로 거래를 판단한다. 2018년 이후 동사는 기존 매출액 증대 목표를 수정, 순이익 우선 전략을 구사하고 있다

### 2.3 매출 및 영업이익 추이

동사의 매출은 2015년부터 꾸준히 상승중이며 연평균 성장률 25%라는 놀라운 속도를 보여주고 있다. **환경 오염에 대한 규제, 꾸준한 초과수요와 지속적인 인수합병 등의 이유로 인해 P와 Q가 동시에 증가한 것이 가장 큰 요인이다.**

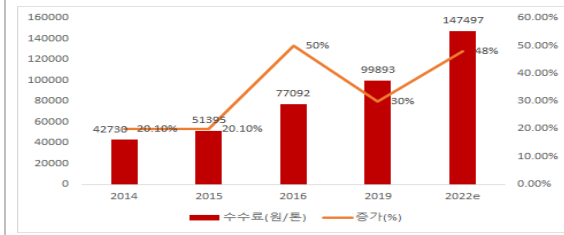
**철스크랩 가격 상승 및 재건축 정책으로 인한 건설경기 회복, 더욱 강해지는 환경 규제 등의 이유로 동사의 매출 및 영업이익률은 지속적으로 개선될 것으로 판단한다.**

그림 2-7. 동사 매출 및 영업이익 추이 (단위: 백만 원)



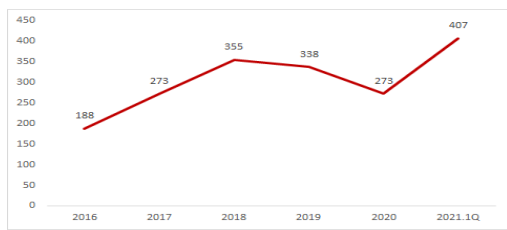
출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 2-8. 매립 단가 인상 추이 (단위: 원)



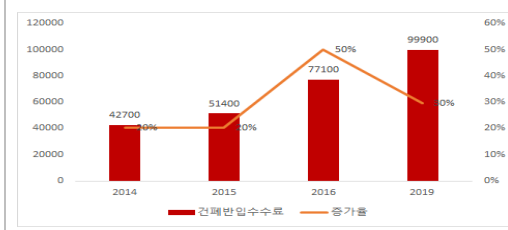
출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 2-9. 철스크랩 가격 추이 (단위: 원/kg)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 2-10. 건설 폐기물 처리 단가 추이 (단위: 원)

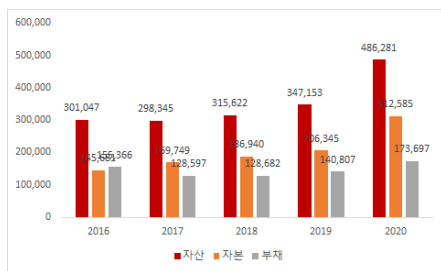


출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

## 2.4 재무분석

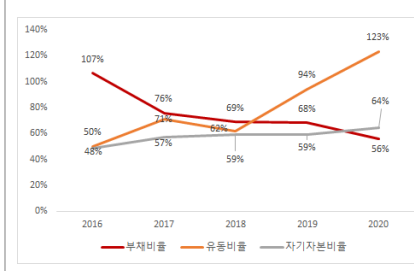
동사는 재무구조 역시 안정적이며 지속적으로 개선되고 있다.

그림 2-11. 자산, 자본, 부채 구성 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 2-12. 안정성 분석



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

## 2.5 추가분석

그림 2-13. 인선이엔티 10년 주가 추이



출처: 네이버 금융, SMIC 5팀

동사의 주가 추이를 대략적으로 살펴보았을 때 동사에게 치명적인 리스크 요인은 해소되었고 환경문제의 대두와 한정된 공급으로 인해 장기적으로도 P와 Q의 동반 상승이 가능할 것으로 보인다.

이런 요인으로 실적이 지속적으로 상승하는 것에 더해 건설경기 회복의 기미가 보이고

### 3. 투자포인트 1: 건설 빅사이클의 숨겨진 최대 수혜주

다가오는 건설 빅사이클의 수혜를 받을 것으로 여겨지는 기업은 매우 다양하다. 하지만 대부분 이미 주목을 받고 주가가 상당히 상승했다. 또는 수혜를 실제로 받기까지 시간상 텀이 상당히 존재하는 기업들도 존재한다.

동사가 진짜 최대,  
최선(先) 수혜자

그런데 정작 동사의 경우, 건설 빅사이클의 수혜를 직접적+빠르게 받는 기업임에도 불구하고, 밸류에이션 멀티플에는 그 사실이 오히려 저-반영되어 있다. 본 보고서는 이 투자포인트 1 에서, 다가오는 건설 빅사이클의 숨겨진 최대 수혜주가 동사라는 것을 보여준다. 일단 건설 빅사이클에서 시차 상으로 가장 먼저 매출이 발생하는 섹터는 시공사도, 전자재도 아니다. 일단 기존 있는 것을 헐어야 새로운 것을 지을 수 있다. 따라서 건설 빅사이클은, 초기 철거/착공에서 발생하는 건설폐기물을 처리하는 동사 최대 사업 부문인 건설폐기물 부문 매출로 직접 이어진다.

또한 동사는 오세훈 시장의 당선 이후의 재건축 정책은 물론이고 작년 발표된 8.4 대책에 관해서도 수혜를 받고 있음에도 시장이 인지하지 못해서 Revaluation 이 필요하다고 판단하였다. 실제로 작년 하반기 이후 건설업종의 Multiple 은 매우 큰 폭의 상승을 보이고 있음에도 동사는 CAPA 증설과 매립 단가 인상 등에 대해서만 시장이 반응하고 있다. 따라서 동사가 건설경기 차원의 수혜를 받을 수 있음을 보이고자 한다.

투자포인트 1 은 (그간 통상 보고서의 투자포인트 논리 전개방식과는 다소 다른) 특이한 논리 순서를 채택했다. 따라서 본 보고서는, 동사의 건설폐기물 부문 매출을 추정하는 “핵심 아이디어”를 3.1 에서 먼저 소개한다. 접근방식을 먼저 소개해야, 그 뒤의 논리 내용이 왜 필요한 내용인지, 독자가 납득할 수 있기 때문이다.

#### 3.1. 동사 건설폐기물 부문 매출 추정 “핵심 아이디어”

건설폐기물 매출  
급증하는  
체계적/논리적이고  
구체적인 이유

동사 매출이 소위 “대박”이 나는 원리는 간단하다.

(1)건설업 빅사이클이 오랫동안 작동한다. (2)이때 철거 및 신규 건설은 필연적으로 대량 건설폐기물을 발생시킨다. (3)그런데 이 폐기물을 소화할 수 있는 시장 전체 CAPA 는 한정되어 있으니 P 가 상승해왔으며 앞으로도 상승한다. (4)동사는 심지어 최근 타사 인수를 통해 Q(캐파)를 40% 확장했다. (5)이 추가적인 Q 는 어차피 기존 시장 전체 CAPA 의 일부분이므로, Q 를 늘렸다고 해서 P 가 떨어질 리도 없다. (6)끝으로, 수도권 건설폐기물 시장 전체 CAPA 는 2016 년과 2020 년이 정확히 동일한 수준이다 - 즉, 민원이 많이 제기되어 신규 건설 허가를 받기 어려운 폐기물처리 산업의 비탄력적 특성상, 동사 외 타사가 쉽사리 캐파를 늘리는 것도 쉽지 않은 분야이다.

그러므로 동사의 폐기물 부문 매출은 P(건설폐기물 톤당 처리 용역 단가) \* Q(건설폐기물 처리 가능 톤수) 방식으로 추정한다.

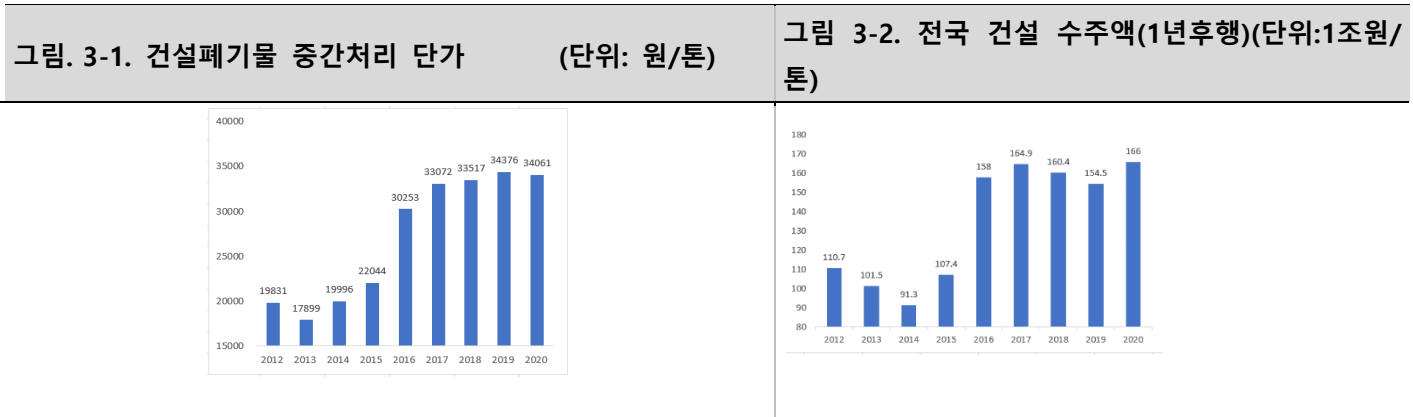
이때 동사에 있어서 흥미로운 부분은, Q는 추정이 쉽다. 왜냐하면 동사는 2020년 기준 105%의 over-CAPA 가동률을 보이고 있으며, 차후 지속적인 full-CAPA를 예측한 결과 최근 외부 CAPA 기업을 인수하면서까지 캐파를 확대했기 때문이다.

**Full 캐파를  
예견하여 추가  
캐파 확보까지**

후술할 근거로 인해 건설폐기물의 전방 수요는, 충분하다 못해 넘치는 상태이다. 이 시장은 처리업체 중 1% 이상의 M/S를 점유한 사업장은 10여 개 사업장에 불과할 정도로 업계 내 상·하위 업체간 처리량 및 매출 차이가 생기는 시장이다. 이 시장에서 동사는 업계 압도적 점유율(약 4-50%) 1위의 업력을 토대로 여전히 캐파가 부족한 상태라고 IR에서 확인하였다. 요컨대 아래 투자포인트 1에서 설명하는 건설 빅사이클의 결과 이 full-CAPA 상태는 지속된다고 판단하는 것이 타당하다.

**회귀분석을 통한  
미래 P 추정**

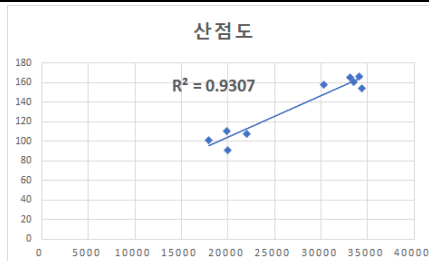
한편 남은 건 P이다. 이때 본 보고서는 연관성이 발견되는 두 변수 간의 회귀분석을 통해 이 P를 추정했다. 전국 건설 물량 금액과, 건설폐기물 톤당 처리 용역 단가 간에 강한 상관관계를 활용했다. 기본적으로 폐기물 처리 시설은 캐파가 한정되었으며 장단기 공급탄력성이 제한된다. 따라서 폐기물 처리를 원하는 수요(건설 물량 금액)는 이 처리 용역 단가에 직접 영향을 줄 수 밖에 없는 것이다. 아래 왼쪽 그림 회귀분석 결과를 보면, R스퀘어 값이 0.9307로서, 매우 상당히 신뢰할 만한 관계를 발견했다. 가로축은 폐기물 톤당 용역 단가(원), 세로 축은 착공과 수주의 시차를 고려해 한해를 후행시킨 전국 건설 수주액(조)이다.



출처: 대한건설협회, SMIC 5팀

출처: 대한건설협회, SMIC 5팀

**그림 3-3. 건설수주액(한해 후행)과 건설폐기물 중간처리 단가 회귀 분석 결과**



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

**투자포인트 1 의  
핵심이 무엇인가!**

따라서 아래 투자포인트 1는 결국, 미래 건설 물량 금액을 추정을 통해, P(용역 처리단가)를 추정하는 게 핵심이다. 이때 본 보고서는, (a) 정부의 8.4 주택 대폭 공급 확대 정책 (b) 신임 서울시장의 재건축 사업 가속화 기조 (c) 코로나 19 극복과 정치적

경기부양을 위한 SOC 투자 와 같은 구체적인 근거로 토대로 구체적인 빅사이클이 오는 중이고, 따라서 미래 건설 금액이 증가하며, 따라서 톤당 처리 용역 단가(P)가 상승함을 보여준다.

**3.2. 건설 빅사이클이 온다고 가정하자. 동사가 왜 숨겨진 최선호 수혜주인가?**

건설 빅사이클이 실제로 얼마나 큰 규모로 오는지는 아래에서 보다 상세히 밝힐 것이다. 다만 현재 시장은 건설업 붐이 온다는 것이 대해서는 대체로 어느 정도 컨센서스를 갖고 있다. 그렇다면 본 보고서는 어떤 근거로, 건설업 붐이 폐기물 주식에 대한 관심으로 이어진다고 보았을까?

새것을 지으려면  
옛것을 치워야  
한다!

건설 빅사이클이라고 함은 말 그대로 새로운 건물, 기반시설 등에 대한 건설 공급이 확대된다는 것이다. 이때 간과하기 쉬운 것은, 새로운 것을 짓는 과정에서는 필연적으로 엄청난 규모의 건설 폐기물이 발생한다는 것이다.

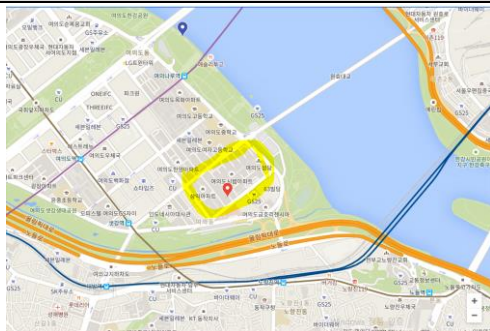
신규 건설이란,  
엄청난 기존  
폐기물 처리를  
요함

건물을 건축하고, SOC 를 비롯한 사회적 기반시설(고속도로, 공항 등)을 건축한다는 것은 종이접기처럼 소위 깔끔하게 끝나는 작업이 아니다. 기존에 그 자리에 있던 것을 대규모로 드러내야 하고, 또 건축 과정에서 생기는 엄청난 양의 각종 부산물이나 기자재 등을 처분해야 한다. 더구나 기존에 그 자리에 멀쩡한 건축물이 있는 경우인 재건축, 재개발의 경우에는 특히 그렇다. 이 경우에는 기존 건축물 자체가 통째로 건설폐기물에 해당되는 것이다.

대체 재건축이  
얼마나 큰  
사업이고, 얼마나  
많은 폐기물을  
발생시킬까?

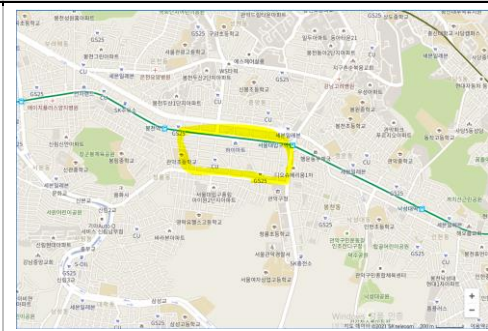
예를 들어, 동사가 어느 1 개 재건축 사업장의 건설폐기물 처리 계약을 따내면, 그게 얼마나 많은 폐기물의 발생을 의미하는지 감을 잡을 수 있는 예시를 들겠다. 아래 좌측 그림은 재건축 대상 단지인 여의도 시범아파트를 일정 배율을 적용해 캡처한 구글맵 이미지이다. 시범아파트는 1500 세대 규모이다. 1500 세대 정도이면 서울에서 큰 규모의 재건축 단지라고 할 수 없으며, 대략 평균적인 규모 또는 평균보다 조금 큰 규모의 단지이다. 그리고 우측은 동일한 배율을 적용해, 서울대입구역 3 번 출구 - 봉천역 사이의 구역을 캡처한 이미지이다.

그림 3-4. 여의도 시범아파트 단지 구역



출처: Google maps, SMIC 5팀

그림 3-5. 서울대입구역-봉천역 구역



출처: Google maps, SMIC 5팀

재건축=어마어마하다!

위 두 이미지의 네모 친 구역은 크기가 거의 같다. 즉, 서울에서 평균적 규모의 재건축 단지에서 재건축을 시행한다고 하면, 대략 서울대입구역 - 봉천역 사이 구역 전체에 분포되어 있는 수많은 건축물들을 모두 건설폐기물로 처리해서 반출해야 한다는 것이다. 게다가 아파트 건물은 모두 10층-20층 높이이니 이는 어마어마한 규모이다.

제일 먼저 빛난다!

따라서 건설 빅사이클에서 동사가 최선호인 이유는 단순하다: 누구보다도, 즉 건설 시행사는 물론이고 건자재 회사보다도, 가장 먼저 매출이 발생하기 때문이다. 건설을 하려면 가장 먼저 해야 하는 것은 기존에 있는 것을 먼저 들어내는 것이다..

이미 “떠버린” 회사 대비 동사가 갖는 매력

한편, 건설 빅사이클이라고 하면, 바로 떠오르는 것은 건설 시행사, 건설업 자재인 건자재 회사 등이다. 이러한 회사들의 주가는, 쉽게 떠올릴 수 있는 만큼, 이미 상당히 반영되어, 밸류 여력이 많지 않은 경우가 많다. 반대로 건설폐기물 비중이 매출의 절반 가량에 달하는 동사의 경우, 다가오는 건설 빅사이클의 수혜를 직접적으로 받고 CAPA 증설로 인한, 추후 밸류에이션 파트에서 보이겠지만, 그것이 아직 주가 기대감에 반영되어 있지 않다.

3.3. 건설 빅사이클이 크게 온다!

필연적 boom

건설 빅사이클은 동사의 최대 사업 부문인 건설폐기물 매출로 직접 이어진다. 아래에서는 건설 빅사이클, 그 중에서도 주택 공급 확대 중심의 대규모 건설 사이클이 올 수 밖에 없음을 보여준다.

3.3.1. 정부 건설 정책의 초기 기초: 공급 축소

초기 정책 접근 방식

문재인 정부 집권 이후 지난 4년은 건설업의 관점에서는 어려운 시기였다. 문재인 정부는 집권 초기 “부동산, 건설, 토목 사업(SOC: 사회기반시설)으로 인위적 경기 부양에 나서지 않겠다”는 기초를 내세웠다. 실제로 문재인 정부의 전반적인 경제 정책 그리고 부동산/건설 정책을 총괄했던 모 정책실장은 “주택 부동산, 토목 건설을 통한 경기부양의 유혹을 느껴도 참고 있다”고 국회 예산결산특위에서 밝히기도 했다.

그림 3-6. 문재인 정부 내부의 초기 접근



출처: 중앙일보, SMIC 5팀

그림 3-7. 서울 고가주택 수 폭증



출처: 한국감정원, SMIC 5팀

최근 정부 시기 주택 가격이 폭등한 것은 주지의 사실이다. 정부는 주택 가격 안정화를 하는 방법으로서 공급 확대가 아닌, 공급 축소와 수요 축소를 내세웠다. 주택에 대해

세금 부담을 늘리는 등 방식이다. 추가로 정부는 공급 축소도 시행했다. 재건축, 재개발 단지의 사업 진척을 방해하고, 서울 시내에 대규모 주택 공급을 오히려 미루는 방식이다.

대대적인 정책  
기조 전환이  
반드시 요구되는  
상황

이는 이론적으로도 문제적인 접근이지만, 주택 소유 욕구라는, 사회 시민들의 근본적인 욕구 자체를 무시한 정책으로서 결국에는 오히려 주택 가격이 말 그대로 폭등하는 결과를 낳았다. 최근 서울시장 선거에서의 여권의 대패는 공급 축소와 수요 축소라는 정부의 건설 정책이 근본적인 반발에 부딪혔음을 의미한다.

3.3.2. 정부 정책의 방향 전환: 공급 확대

상술한 바와 같이, 정부의 기존 건설 공급 축소 정책은 오늘날 심각한 민심의 역풍을 맞고 있다. 이제는 공급 확대로 나서야 함을 정부와 집권여당이 깨닫기 시작했다.

주택가격  
안정화가  
최대 사회적 화두

최근 있었던 서울시장 선거에서 여권이 대패한 제 1 요인으로 지적되는 것이 부동산 정책 실패이다. 주택 가격을 진정시키는 근본적인 방법은 공급 확대이다. 이를 문재인 정부는 작년 초까지만 해도 전면 부정하다가, 작년 말에 들어서야 8.4 공급 대책 등을 발표하는 등, 대규모의 공급 확대에 나섰다. 공급 확대 기조가, 차후 대선의 결과와 상관없이 계속 이어질 것임은 자명하다. 이번 서울시장 선거에서 양 후보가 공히 공급확대를 기조로 내걸었을 뿐만 아니라, 결국 공급 확대를 통한 주택 가격 안정화를 달성하는 정치 세력이 민심의 지지를 얻을 수 밖에 없기 때문이다.

나아가, 부차적이지만, SOC 및 토목 건설의 경우, 코로나 19로 인한 급격한 경제 위축은 결국 정부로 하여금 토목 및 건설 사업을 적극적으로 추진하게끔 강력하게 유인하고 있다. 여권이 서울시장 선거에서 대패했으며 대선을 1년 앞둔 시점에서, 정부는 적어도 정부가 민생 경제 부양을 가로막고 있다는 인상을 주어서는 안 되는 상황이다.

3.4. 그렇다면 건설 빅사이클을 구체적으로 숫자로 찍으면? (주거용 건설에 초점)

“빅 픽처”는  
모두가 안다.  
“디테일”이 중요

건설 빅사이클이 온다는 것은 이견의 여지가 별로 없다. 그러나 시장에서 많은 이들이 의문을 품고 있는 것은, 건설 빅사이클이 숫자로 정확히 어떻게 찍히는지에 대한 ‘디테일(detail)’이다.

따라서 핵심은, 이 디테일을 밝혀 내는 데 있다. 신규 주택 착공 숫자의 근거 자료는 현재 크게 2개가 있다. 첫째는 정부의 2020 8.4. 공급 대책과 2.4 대책이다. 둘째는 신임 오세훈 서울시장의 재건축 규제 완화로 인한 대규모 공급 확대 기조 정책이다. 이때 전자(8.4 대책)의 경우에는, 그 공급 ‘숫자’가 비교적 잘 공개되어 있다.

시장이 아직  
구체적 컨센서스  
형성을 미처  
못했다

반면 후자 즉 오세훈 신임 서울시장의 정책 기조의 경우, 아직 취임조차 하지 않은, 소위 ‘시간이 뜬’ 상태이기 때문에, 실제로 신규 주택 착공이 얼마만큼의 구체적인 숫자로 나타날지에 대한 공개된 시장 컨센서스가 없다. 그저 ‘5년 내 35만호’ 식의 추상적인 숫자만 있을 따름이다.

**건설 수주액 -> P 예측이 핵심**

따라서 본 보고서의 투자포인트 1 에서 시장이 궁금해하는 그 디테일을 밝혀낸다. 이 디테일을 이용해서, 나중에 매출 추정 파트에서는, 미래의 전국적 건설 착공 물량을 통해 건설 수주액을 예측하고, 동사의 건설폐기물 처리 용역 단가(P)의 추이를 예측할 수 있다는 것을 보여준다.

**3.4.1. 2020 8.4. 정부 공급 대책**

**정부 기조 대대적 전환의 신호탄**

우선, 8.4 대책을 발표하기 전, 2020년 5월 6일 '수도권 주택공급 기반 강화 방안' 발표는 부동산 정책이 공급 확대를 병행하는 방식으로 전환되는 신호탄이었다. 이후 8.4 대책은 정부가 수도권 내 주택 공급 계획을 본격적으로 그리고 구체적으로 제시한 대책이다. 8.4 대책의 특징은 주택 공급 확대 계획을 매우 구체적으로 제시했다는 것이다.

아래 사진은 이 8.4 대책에 포함된 정부의 127 만호 주택 공급 계획이다. 이 공급 계획은 그 대상이 매우 구체적이고 특정되어 있으며, 여러모로 신뢰성이 있는 계획이므로, 향후 가까운 미래 동안의 주택 건설 금액을 추정할 때 기초가 되는 자료라고 볼 수 있다.

**그림 3-8. 5.6, 8.4 대책 등의 요약**

영역	5.6 대책	8.4 대책 및 주택 127만호 공급	11.19대책
주요 내용	①공고성 강화한 정비사업 활성화(4만호) ②유류공급 정비 및 재활용(1.5만호) ③도심 내 유휴부지 추가 확보(1.5만호)	①공공임대 공급 활용: 3.9만호 ②공공 전세주택: 1.8만호 ③신축 매입약장: 4.4만호 ④비주택 공급 리모델링: 1.3만호 ⑤수도권 127만호 공급	①공공임대 공급 활용: 3.9만호 ②공공 전세 주택: 1.8만호 ③신축 매입약장: 4.4만호 ④비주택 공급 리모델링: 1.3만호
기간 기준	2020-2022년 부지 확보기준(공공-시행사 지정, 민간-시행안가)	2021-2028년 분양(압주차 포함)기준	2021-2022년 입주 기준
핵심	공공주도로 수도권의 좋은 입지에 양질의 주택을 충분히 공급	근본적인 수요관리 대책에 이은 공급확대 방안으로 실수요자의 불안감을 해소하고 수급 균형을 통한 시장안정을 도모할 필요	현재 전체 문제를 해결할 수 있는 방법은 단기 공급 확대이며, 정부는 민간 역량을 모아 '신축 위주 단기 집중 공급'을 추진
의의	"공공"을 강조했지만, 공급 확대 유인 창출	공공재건축/재개발이라는 수도권 정비 사 예외도 부족 현상 및 단기 공급의 일회성 및 공급확대 방향 구체적 제시	여러층 인정

**그림 3-9. 수도권 대규모 공급계획**

수도권 127만호 주택공급 계획 단위: 천 가구

구분	계	2020년	2021년	2022년	2023년 이후
계	1231+40(기타)	186	213	203	630
공공택지*	845	90	132	146	478
서울	118	11	7	11	89
경기	633	70	105	107	351
인천	94	9	20	27	38
정비사업**	386	96	81	57	152

\*입지선정 또는 지구지정이 완료되어 '20년 이후 입주차모집(공급 기준사업)이 예정된 부지  
 \*\*기존사업장 분량기준(공급 기준사업). 고밀재건축: 공공재개발 사업시행인가 기준(공급 기준사업)  
 [자료=국토부] [그래픽=김아람 미술기자] NEWSPIM

출처: SMIC 5팀

출처: 뉴스핌, SMIC 5팀

**3.4.2. 2020.8.4. 대책의 후속 정책에 대한 평가**

**이제는 문재인 정부도 정책 방향 전환을 선택했다**

한편, 2020년 12월 29일에 취임한 변창흠 장관은 역세권 고밀도 개발(용적률 700%까지 상향), 준공업지역 주택공급, 소규모 재건축 규제 완화 등의 정책을 발표했다. 이후 2.4 대책에서, 정부는 택지지구 추가지정, 도심 고밀도 개발, 공공재건축과 공공재개발 등으로 83 만호를 추가 공급한다고 했다.

해당 2.4 대책의 경우, 곧바로 뒤이어 터진 LH 사태라는 대형 악재를 만났다. 그러나 문제가 된 광명신도시도 취소되지 않았고, 문재인 대통령이 변창흠 장관 사임을 2.4 대책 입법 이후로 미루면서, 시간의 문제와 목표 공급 호수의 도달률의 정도 의 차이가 있을 수 있지만 사업의 진행은 될 것이라고 본다. 그러나 아직 공공재개발 실현 가능성에 대한 시장의 신뢰가 완벽하지는 않다. 본 보고서의 신뢰성 있는 추정을 위하여, 2 월 대책의 경우, 미래 건설 착공 물량에 포함하지 않았다. 다만, 2.4 대책에서 추가되는 택지지구 지정으로 인한 공급과 준공업지구 용적률 상향등은 8.4대책에서 정부가 실패할 수 있는 물량을 상쇄할 수 있기 때문에 정부가 가이드한 공급 물량에 대한 확신을 강화하는데 도움이 될 것이다.

3.5 그렇다면 건설 빅사이클을 구체적으로 숫자로 찍으면? : 오세훈 서울시장 버전

3.5.1. 오세훈이 진짜 할 수 있는 게 뭐지?

**New Mayor!  
변화가 온다!**

얼마 전 4월 8일 선거에서 당선된 신임 오세훈 서울시장의 핵심 정책 기조는 부동산 규제 완화를 통한 공급 확대이다. 오세훈 시장은 재건축 규제 완화, 신속 주택 공급, 재산세율 인하, 강남/강북 균형발전 공약 등을 내세운 상태다.

**시장은 아직  
확신이 없다**

그런데, 주식 시장은 아직 오세훈 시장의 당선과 관련해 충분한 확신을 가지고 있지 못하다. 왜냐하면 정확히 오세훈이 당선됐다고 해서, 서울시 주택 공급이 얼마나 달라질 수 있는지 확신할 수 없는 상태이기 때문이다. “과연 시장이 바뀌었다고 뭐가 얼마나 달라질까”에 대한 의구심도 크다. 본 보고서에서는 이 부분을 정교히 분석했다. 본 보고서는 (1)단기적인(2023년 이전) 공급 증가량과 (2)장기적인(2024년 이후) 공급 증가량을 구분해 분석한다.

**밀어주고  
당겨준다**

우선, (1)번 부분, 즉 오세훈 당선으로 인해 2023년까지 서울에 추가로 들어올 수 있는 공급 증가량을 보자. 이 (1)번 증가량을 구성하는 핵심은 “이미 어느 정도 진척을 이룬 재건축 단지의 경우, 오세훈이 그 과정을 수월하게 밀어줄 수 있게 된다”는 것이다.

**일각의 회의론**

일각에서는 오세훈이 시장이 되어도 재건축 시장에서 달라질 점이 아예 없다고 주장한다. 가령 서울시 기본 계획의 35층 제한과 용적률 제한을 푸는 것은 시의회 동의와 의결이 있어야 가능한데, 현재 서울시의회에서 민주당은 전체 의석 110석 가운데 절대 다수인 101석을 차지하고 있다. 그러니 오세훈이 할 수 있는 게 없다는 식이다.

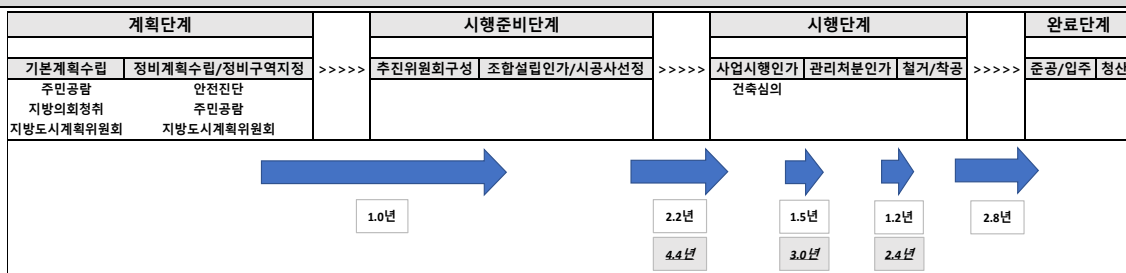
**인정할 건  
인정해도 된다**

그러나 이는 오해이다. 35층 및 용적률 제한을 푸는 것은 시의회 권한이 맞다. 물론 시의회 선거가 1년 밖에 안 남았고, 현재의 부동산 민심 기초 상, 지역 민원에 따라 표가 움직이는 시의원의 특성상, 민주당 시의원들도 마냥 반대할 수 없기 때문에, 이 부분도 사실 반론이 가능하긴 하다. 아무튼 이 부분은 시의회 권한이 맞다. 그렇기 때문에 본 보고서는 보수적 추정을 위해 이 물량에 대한 추정을 하지 않는다.

3.5.2. 서울시장의 재건축 사업 진척 권한 분석

그러나 서울시장 권한으로 남아 있는 부분도 매우 상당하다. 아래의 재건축 진행 절차에 대한 분석을 통해, 오세훈이 구체적으로 무엇을 할 수 있는지 분석하였다.

그림 3-10. 재건축 진행 절차 모식도



출처: SMIC 5팀

위의 표는, 통상적인 재건축 사업의 진행 절차를 시각화한 표이다. 아래 흰색 박스의 숫자는 2000-2019년 간 평균적으로 각 단계에서 다음 단계로 진행되는 데 소요된 평균 기간 값이다. 한편 흰색 박스 아래의 회색 박스의 숫자의 의미는 추후 설명하겠다.

표를 보면, 재건축 사업의 핵심적인 절차를 다음과 같이 요약할 수 있다. (0)정비계획수립→(1)조합설립→(2)건축심의 및 사업시행인가→(3)관리처분계획 인가→(4)이주·철거→(5)분양 등의 순으로 진행된다는 것이다. 이 각각의 절차에서 서울시장은 재건축 사업 자체의 속도를 실질적으로 좌지우지하는, 크고 작은 영향력을 갖는다. 아래에서 그 내용을 구체적으로 분석했다.

(0)정비계획수립: 서울시장이 지명하는 위원들로 구성된 도시계획위원회가 이 계획을 승인한다. 이 계획이 바로 재건축 사업의 첫 번째 난관이다. (1)조합설립인가: 이 부분도 시장의 동의를 필요하다. (2)건축심의 및 사업시행인가: 조합이 제출한 정비계획안에 대한 첫 심사이자 전체 사업일정에 있어 가장 까다로운 단계이며, 서울시장이 승인 권한을 갖는다. (3)관리처분계획인가: 구청장이 인가 권한을 갖지만, 하지만 서울시 조례에 따라 서울시는 재건축 단지의 관리처분 인가 신청 이후 최대 1년까지 이주시기를 늦출 수 있는 권한이 있다. 즉 서울시 주거정책심의위원회 이주 시기 심의를 통과하지 못하면 각 구청의 관리처분 인가를 받을 수 없게 된다. 민원에 가장 민감한 구청장의 특성상, 그것도 지방선거가 1년밖에 남지 않은 시점에서, 구청장이 관리처분 인가를 지연하는 것은 상상하기 어렵다.

요컨대, 위 내용을 요약하면, 실질적으로 재건축 사업 속도를 좌우할 수 있는 각 단계의 '키'를 서울시가 쥐고 있는 셈이다.

변칙적인  
지연/방해 방식:  
기존의 서울시  
정책 기조

특히 전임 시장 재임 시, 특정 사업단지의 심의를 의도적으로 후순위로 배치한다던가, 당일 심의시간이 종료되지 않았음에도 도계위 위원이 의도적으로 회의를 떠나거나 하여 심의가 지연하는 일이 매우 자주 발생하였음을 언론기사를 통해 확인할 수 있었다.

또한 전임 시장의 재건축-절대불가 기조 하에서는, 심의안건에 대해서 도계위에서 최종승인을 내리지 않고, 수권소위원회로 안건을 재배치하여 최종승인을 유보하는 경우도 다수 존재했다. 그 대표 예시가 (고 박원순 시장 본인이 한때 재건축 사업 통과를 약속하였던) 잠실주공 5 단지의 경우로서, 수권소위원회로 안건을 상정한 지 3년이 넘도록 수권소위원회 자체를 개최하지 않았던 사례이다.

신임 시장의  
임팩트를 한줄로  
요약하면: “작지만  
크다”

요약하면 신임 서울시장 취임 시, 굳이 거창하게 용적을 완화나 35층 규제(시의회 동의를 요하는)까지 풀지 못해도, 재건축 사업 절차의 미세한 부분 하나하나에서 ‘방해를 하지 않는 것만으로도’ 충분히 기존 재건축 사업이 비교도 안 되게 원활하게 진행될 수 있다는 것이 분석 결론이다.

### 3.5.3. 전임 시장 재임기간 간 ‘정체된’ 재건축 사업 규모를 숫자로 짚자!

고 박원순 서울시장은 임기 간 사실상의 재건축 사업 불가 기초를 펼쳤다. 강남에서는 절대 안 되고, 강북에서는 한번쯤 생각할 수 있다 식의 입장이었다. 결과적으로는 강북의 단지들도 재건축 자체에 부정적인 서울시 입장 때문에 제대로 재건축을 진행하지 못했다.

**막혀 있는 재건축 물량을 number 로 짚어보자**

그 결과 박 시장 재임기간 10년이 지난 지금, 서울시에는 소위 '정체된' 재건축 사업 규모가 엄청나다. 그렇다면 그 규모를 구체적인 숫자로 짚으면 얼마나 될까?

본 보고서는 서울시청 <재개발, 재건축 클린업시스템(seoul.go.kr)> 데이터베이스를 이용해서, 그리고 구글로 개별 단지의 세대수를 전수조사 했다. 이때, 본 보고서는 (a)현재 조합설립인가를 이미 받았고, 사업시행인가를 기다리는 단지과 (b)현재 사업시행인가를 이미 받았고, 관리처분계획인가를 기다리는 단지 이렇게 2개 유형만 주목했다.

왜냐하면 이미 관리처분인가까지 받은 단지는 더 이상 서울시장이 개입할 일이 없을 뿐더러 금방 착공이 확정적으로 예정되어 있으므로 이미 정부의 20.8% 공급대책에 반영되어 있다고 판단했기 때문이다. 또, 조합설립조차 아직 되지 않은 단지는, 적어도 2023년까지는 구체적인 건설 착공 물량 숫자로 짚히기 어렵다고 판단했기 때문이다.

아래는, (a)현재 조합설립인가를 이미 받았고, 사업시행인가를 기다리는 단지과 그 세대수를 조사하여 엑셀로 정리한 목록이다. 이 (a) 유형의 경우, 도합 신규 건설 예정 세대수는 81,776 세대이다.

**그림 3-11. 조합설립인가 기취득, 사업시행인가를 기다리는 단지**

지구	사업구분	사업장명	대표지번	진행단계	신규 건설 세대수
강남구	재건축	개포주공6.7단지아파트 재건축정비사업조합	개포동 185	조합설립인가	2994
강남구	재건축	개포주공5단지아파트 재건축정비사업조합	개포동 187	-	1336
강남구	재건축	논현역아파트재건축정비사업조합	논현동 62-3	-	N/A
강남구	재건축	대성원주재건축정비사업조합	논현동 191-4	-	N/A
강남구	재건축	대치우성1차아파트 재건축정비사업조합	대치동 63	-	725
강남구	재건축	도곡개포한신아파트 주택재건축정비사업조합	도곡동 464	-	819
강남구	재건축	도곡성동아파트 주택재건축정비사업조합	도곡동 540	-	340
강남구	재건축	압구정아파트지구 특별재건축구역4	압구정동 481	-	2000
강남구	재건축	압구정아파트지구 특별재건축구역5 재건축정비사업조합	압구정동 490	-	1000
강남구	재건축	압구정원영7차아파트 재건축정비사업조합	압구정동 528	-	672
강남구	재건축	역삼동(788, 은하수, 760) 주택재건축정비사업조합	역삼동 758	-	256
강남구	재건축	일원개포한신아파트 재건축정비사업조합	일원동 615-1	-	498
강동구	재건축	삼익테크아파트 재건축사업조합	경동 54	-	1665
강동구	재건축	김동원한우성아파트 소규모주택정비사업조합	경동 332	-	162
구로구	재건축	미래발라소규모주택정비사업조합	오류동 68-21	-	N/A
구로구	재건축	김포아파트소규모주택정비사업조합	오류동 150-42	-	N/A
구로구	재건축	e-포동 현대연립 주택재건축정비사업조합	오류동 156-15	-	443
금천구	재건축	e-포동 시스템 교육 재개발 조합	가산동 1-1	-	N/A
금천구	재건축	금원빌딩 임시 용해이거(서우성 테스트용)	가산동 333-444	-	N/A
금천구	재건축	무지개아파트 원대 재건축 정비사업 조합	시흥동 109	-	983
금천구	재건축	시흥동 현대아파트 재건축정비사업조합	시흥동 220-2	-	235
금천구	재건축	석수빌라 소규모 재건축 사업 조합	시흥동 1004	-	N/A
노원구	재건축	월계동신아파트주택재건축정비사업조합	월계동 436	-	864
동대문구	재건축	장안동 현대아파트 재건축정비사업조합	장안동 95-1	-	690
동대문구	재건축	제기1 주택재건축정비구역(지정개발지역)	제기동 892-68	-	351
동작구	재건축	사당5주택재건축정비사업조합	사당동 303	-	508
서대문구	재건축	북가회동구역 주택재건축정비사업조합	북가회동 372-1	-	1984
서대문구	재건축	홍은동 제5주택재건축정비사업 조합	홍은동 277-45	-	1509
서초구	재건축	삼호기린2차아파트 재건축정비사업조합	반포동 30-1	-	254
서초구	재건축	신반포공전아파트 주택재건축정비사업(선택방식-한국토지신탁)	반포동 65-1	-	253
서초구	재건축	신상빌라 주택재건축정비사업조합	반포동 593-98	-	113
서초구	재건축	병내신상호아파트 재건축정비사업조합	병내동 725	-	718
송파구	재건축	가락현대호아파트 소규모주택정비사업조합	가락동 161-3	-	147
송파구	재건축	삼한가락아파트 재건축정비사업 조합	가락동 176	-	1082
송파구	재건축	가락동동아파트 재건축사업 조합	가락동 192	-	1070
송파구	재건축	가락모리자아파트 주택재건축정비사업조합	가락동 199	-	1008
송파구	재건축	가락1차현대아파트 재건축정비사업 조합	가락동 3	-	915
송파구	재건축	한양3차아파트 재건축정비사업조합	반포동 225	-	496
송파구	재건축	송파한양2차아파트 재건축정비사업 조합	반포동 155	-	1600
송파구	재건축	가락신익현대아파트 재건축정비사업 조합	신익동 166	-	1650
송파구	재건축	장미1,2,3차아파트 주택재건축정비사업 조합	신천동 7	-	3913
송파구	재건축	가락상인1차아파트 재건축사업 조합	오금동 166	-	400
송파구	재건축	장실5단지아파트 주택재건축정비사업조합	장실동 27	-	6513
송파구	재건축	장실우성4차 주택재건축정비사업조합	장실동 320	-	1837
양천구	재건축	신원4재개발비육진구역 재건축정비사업조합	신원동 1200-1	-	881
양천구	재건축	신원수정동아파트 재건축정비사업	신원동 733-31	-	296
영등포구	재건축	유원제1차아파트 주택재건축정비사업조합	당산동471 91	-	544
영등포구	재건축	당산현대아파트 소규모주택정비사업조합	당산동471 92	-	556

**그림 3-12. 조합설립인가 기취득, 사업시행인가를 기다리는 단지**

지구	사업구분	사업장명	대표지번	진행단계	신규 건설 세대수
강동구	재건축	천호우성아파트 주택재건축정비사업 조합	천호동 19-1	-	629
강북구	재건축	미아재4-1구역 주택재건축정비사업 조합	미아동 8-373	-	740
강북구	재건축	미아재9-2구역 주택재건축정비사업 조합	미아동 137-72	-	1537
강북구	재건축	미아4재개발비육진구역 주택재건축정비사업조합	미아동 1261-376	-	740
강북구	재건축	반동 429-114번지 일원 가로주택정비사업조합	반동 429-114	-	269
강서구	재건축	방화5재개발비육진구역 재건축정비사업조합	방화동 18	-	1900
강서구	재건축	경남1주택재건축정비사업조합	내방동 716-20	-	678
강서구	재건축	방화3재개발비육진구역 재건축정비사업조합	방화동 615-103	-	1415
강서구	재건축	봉천1-1구역 재건축정비사업 조합	봉천동 728-57	-	714
관악구	재건축	뉴서울아파트, 개나리,열린연립 재건축정비사업	신림동 739	-	328
관악구	재건축	미성동 건영아파트 주택재건축정비사업 조합	신림동 746-43	-	601
관악구	재건축	미성아파트 재건축정비사업 조합	신림동 1656	-	363
관악구	재건축	지왕아파트 주택재건축정비사업 조합	지왕동 658-14	-	155
구로구	재건축	개동3주택재건축정비사업조합	개동동 454-14	-	2200
구로구	재건축	구로동44번지 일원(보광아파트)재건축정비사업조합	구로동 440	-	340
구로구	재건축	동양연립소규모주택정비사업조합	중동 177-1	-	N/A
서초구	재건축	방배7구역 주택재건축정비사업조합	방배동 891-3	-	347
서초구	재건축	병내신동아파트 재건축정비사업조합	병내동 988-1	-	935
서초구	재건축	서초진호아파트 주택재건축정비사업조합	서초동 1315	-	854
서초구	재건축	남양면립주택재건축정비사업조합	서초동 1611-1	-	N/A
서초구	재건축	신반포16차아파트 주택재건축정비사업조합	잠원동 55-10	-	417
서초구	재건축	신반포27차아파트 주택재건축정비사업조합	잠원동 56-2	-	210
서초구	재건축	신반포20차아파트 주택재건축정비사업조합	잠원동 60-78	-	112
서초구	재건축	신반포19차아파트 주택재건축정비사업조합	잠원동 61-2	-	352
서초구	재건축	신반포7차아파트 주택재건축정비사업조합	잠원동 65-32	-	412
서초구	재건축	신반포4차아파트 재건축정비사업조합	잠원동 70	-	1262
서초구	재건축	신반포2차아파트 재건축정비사업조합	잠원동 73	-	1915
성동구	재건축	잠미아파트주택재건축정비사업	성수동171 656-421	-	3913
성동구	재건축	성수제1구역주택재건축정비사업조합	성수동171 656-1267	-	2822
성동구	재건축	충정1구역 주택재건축정비사업 조합	충정동 193-162	-	501
성북구	재건축	안양동1구역 주택재건축정비사업조합	안양동771 136-1	-	436
성북구	재건축	정릉제6구역 주택재건축정비사업 조합설립추진위원회	정릉동 506-50	-	710
영등포구	재건축	유원제2차아파트 재건축정비사업조합	당산동571 7-2	-	410
영등포구	재건축	남성아파트 주택재건축정비사업 조합	문래동271 35	-	504
영등포구	재건축	문래신아파트 주택재건축정비사업조합	문래동771 22	-	299
영등포구	재건축	신길13재개발비육진구역	신길동 340-1	-	266
영등포구	재건축	신길10재개발비육진구역 주택재건축정비사업 사업시행처(한국토지신탁)	신길동 3590	-	816
영등포구	재건축	신길우성2차아파트 주택재건축정비사업 조합	신길동 4518	-	499
영등포구	재건축	상성아파트 주택재건축정비사업조합	신길동 4759	-	2390
영등포구	재건축	여의도서면아파트주택재건축정비사업(선택방식-한국토지신탁)	여의도동 50	-	4970
용산구	재건축	신동아파트 재건축정비사업조합	서빙고동 281-21	-	2000
용산구	재건축	삼호아파트 주택재건축 정비사업조합	원효로171 118-16	-	672
용산구	재건축	강남원자아파트 주택재건축 정비사업조합	이촌동 193-3	-	2322
용산구	재건축	왕궁아파트 주택재건축 정비사업조합	이촌동 300-11	-	300
용산구	재건축	한양연립아파트 주택재건축 조합	이촌동 300-23	-	600
용산구	재건축	한양원아파트 주택재건축 정비사업조합	한양동171 65-500	-	750
은평구	재건축	불광1주택재건축정비사업(선택방식)	불광동 19-3	-	62
종로구	재건축	명우1 주택재건축정비사업조합	명우동 178-1	-	420
					도합 신규 건설 세대수: 81776

출처: 서울시 재개발/재건축 클린업시스템, SMIC 5팀

출처: 서울시 재개발/재건축 클린업시스템, SMIC 5팀

이 81,776 세대는, 크로스체크 결과, 오세훈 캠프 본인이 직접 밝힌, “가까운 미래 내 공급 가능한 재건축 물량”의 숫자와도 부합한다는 점에서 추가적 신뢰성을 갖는다.

그림 3-13. 오세훈 인터뷰 내용과의 정합성

오세훈 서울시장 후보 시절 “영등포구 여의도, 노원구 상계동, 양천구 목동, 강남구 압구정동, 강남구 대치동, 광진구 자양동 등의 노후 아파트의 재건축·재개발을 풀면 5만~8만호 물량이 공급된다”며 재건축·재개발 규제완화를 전면에 내세웠다.

출처: 아시아투데이, SMIC 5팀

한편, 아래는 (b)현재 사업시행인가를 이미 받았고, 관리처분계획인가를 기다리는 단지와 그 세대수를 전수조사하여 엑셀로 정리한 목록이다. 이 (b) 유형의 경우, 도합 신규 건설 예정 세대 수는 8,401 세대이다.

그림 3-14. 사업시행인가 기취득, 관리처분계획인가를 기다리는 단지

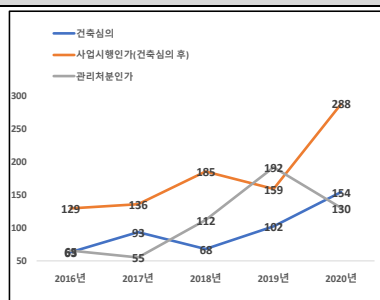
지구	사업구분	사업장명	대표지번	진행단계	신규 건설 세대수
강남구	재건축	개포시영아파트 중상상가 재건축정비사업조합	개포동 656-3	사업시행인가	N/A
강남구	재건축	대치동용2차아파트 주택재건축정비사업조합	대치동 65	-	560
강남구	재건축	대치동용1차아파트 주택재건축정비사업조합	대치동 66	-	1072
강동구	재건축	목동연립 주택재건축정비사업조합	성내동 209	-	N/A
강서구	재건축	신안빌라 주택재건축정비사업조합	마곡동 327-53	-	N/A
강서구	재건축	방화6재정비촉진구역 주택재건축정비사업조합	방화동 608-97	-	543
구로구	재건축	대흥성원중진빌라 주택재건축정비사업조합	운수동 45-32	-	N/A
노원구	재건축	월계동주택재건축정비사업조합	월계동 487-17	-	262
서대문구	재건축	홍제3구역주택재건축정비사업조합	홍제동 104-41	-	634
서초구	재건축	반포1차아파트(3구역) 주택재건축정비사업 조합	반포동 1053	-	2091
서초구	재건축	서초중앙하이츠2구역 주택재건축정비사업조합	방배동 1000-3	-	108
서초구	재건축	서초중앙하이츠1구역 주택재건축정비사업조합	방배동 1000-4	-	108
서초구	재건축	방배삼익아파트 주택재건축정비사업조합	방배동 1018-1	-	721
서초구	재건축	신반포18차 337동 주택재건축정비사업조합	잠원동 49-17	-	182
서초구	재건축	신반포21차아파트 주택재건축정비사업조합	잠원동 59-10	-	278
성동구	재건축	한남하이츠아파트 주택재건축정비사업조합	옥수동 220-1	-	790
성동구	재건축	정왕7 주택재건축정비사업 조합	정왕동 506-15	-	299
용산구	재건축	한강삼익아파트 주택재건축정비사업 조합	이문동 300-30	-	329
은평구	재건축	신사1 주택재건축정비사업 조합	신사동 170-12	-	424
도합 신규 건설 세대수:					8401

출처: 서울시 재개발/재건축 클린업시스템, SMIC 5팀

3.5.4. 전임 시장 기간 간 재건축 사업이 “시간상 얼마나” 지연됐던 것인가?

전임 시장 재임 간 재건축 사업은, 그 심의기간이 거의 정확히 2 배로 지연되었음을 객관적 데이터로 확인할 수 있다. 아래는 2016-2020년 간, 건축심의/사업시행인가/관리처분인가 심의기간이 2 배로 늘었음을 보여주는 데이터이다.

그림 3-15. 전임 시장 재임 하, 재건축 지연 추세

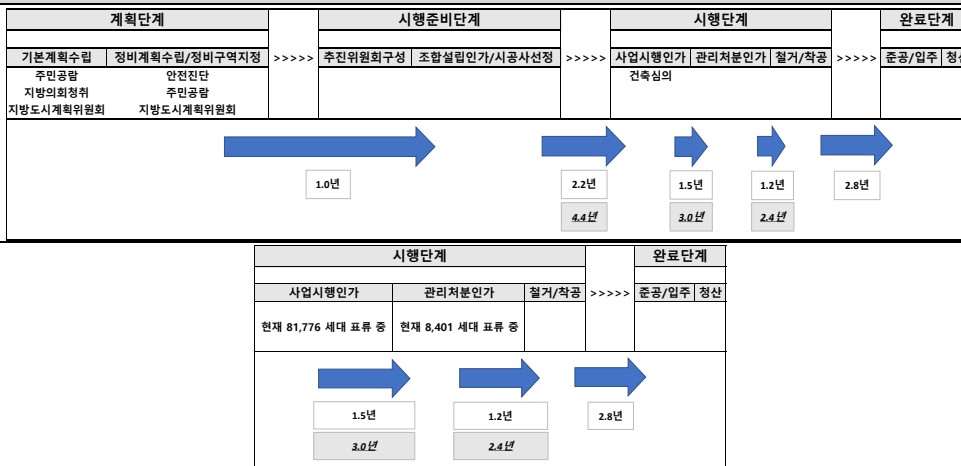


출처: 중앙일보, SMIC 5팀

한편, 이 "심의기간"이 정확히 "각 단계에서 다음 단계로 가는 데 걸리는 시간"과 정의상 일치하지는 않는다. 따라서 여기서 심의기간의 구체적인 날짜 일수를 주목할 필요는 없다. 전반적인 재건축 사업 진행 속도가 2 배로 늦춰졌다는 전반적 인상이 중요하다.

따라서 결론은 아래의 상단 그림과 같다. 앞서 첨부했던 재건축 진행 단계의 소요기간(2000-2019년 평균 기준)은 아래 흰색 박스 내 숫자(="정상 버전 소요기간")이다. 그러면 전임 고 박원순 시장 재임 기간 버전(version)은 그 숫자 \* 2 에 해당하는, 그 아래 회색 박스 내 숫자(="전임 시장 버전 소요기간")일 것이다.

그림 3-16. 재건축 절차, 소요기간, 세대 수 정리



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

구체적인 물량의 계산: 절차 소요 시간을 고려해서 산출하자

위 표를, 앞서 구한 각 단계별로 표류하는 세대 수를 기입해서, 핵심 부분만 다시 주목하면 위의 하단 그림과 같다.

그러면 다음의 결론을 도출할 수 있다. 우선 관리처분인가를 기다리는 8,401 세대의 경우, "전임 시장 버전 소요기간" 하에서도 2.4년이면 철거까지 이어진다. 건설폐기물이 대부분 발생하는 시점이 철거 및 착공, 그 중에서도 철거 시점이므로, 철거 시점이 중요하다. 즉 이 8,401 세대는 "박원순 버전"에서도 2023년까지 완공되는 부분이다. 그런데 20.8.4. 대책은 2023년까지의 착공 세대를 구체적으로 규정하고 있으며, 반대로 2023년 이후의 경우에는 매우 추상적으로만 착공 규모를 정한다.

따라서 이 8,401세대의 경우, 결국 20.8.4. 대책에 이미 기포함 되어 있다는 결론을 도출할 수 있다. 그러므로 이 8,401세대를 8.4. 대책 건설 물량에 가산하면 중복 가산이 되므로, 그렇게 하지 않는다.

한편, 사업시행인가를 기다리는 81,776세대는, "박원순 버전" 하에서 3.0+2.4=5.4년이나 걸려서야 철거까지 이어진다. 이 말인즉, 이 81,776세대 물량은, (2023년까지의 착공 세대를 규정한) 8.4 대책에는 불포함되어 있다. 따라서 이 81,776 세대의 경우, 8.4 대책에 추가로 가산해줘야 한다.

3.5.5. 최종적인, 2023년까지의 전국적 주택 건설 물량 공급량

우선, 8.4 대책 내용을 반영한 전국 분양 물량은 아래와 같다. 그리고 그 아래에는 이 대책을 반영한 착공 물량이다. 통상 분양에서 이후 철거/착공까지 1년 내외가 소요되므로, 위의 분양 물량을 1년씩 뒤로 밀어 추정하였다.

그림 3-17. 8.4대책까지만 반영한, 2021E-2023E 착공 물량 추정

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
전체 분양물량	26.3	28.4	33.4	51.7	45.1	32.8	29.9	33.9	28.2	42.35	50.7	51.2
수도권 (서울 포함)	9.2	12.5	12.4	27.1	22.5	16.5	15.5	17.4	14.4	21.3	26.1	26.6
지방	17	15.9	21	24.6	22.7	16.2	14.4	16.5	13.7	21.05	24.6	24.6

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
전체 착공물량	26.3	28.4	33.4	51.7	45.1	32.8	29.9	33.9	28.2	42.35	50.7
수도권 (서울 포함)	9.2	12.5	12.4	27.1	22.5	16.5	15.5	17.4	14.4	21.3	26.1
지방	17	15.9	21	24.6	22.7	16.2	14.4	16.5	13.7	21.05	24.6

출처: SMIC 5팀

여기에서도, 신임 서울시장 취임으로 인해, 현재 정체된 재건축 사업을 '방해하지 않는 것'만으로도 붙은 속도로 인한 추가 물량을 가산해야 한다. 이때, 81,776세대는 이론적으로는 2023년이면 충분히 모두 철거/착공에 들어간다. 그러나 변동성이 다소 있는 재건축 사업 특성상, 일부 예상치 못한 지연을 보수적으로 고려해주었다. 그 결과, 이 81,776세대 물량을 절반으로 나누어 2023년과 2024년에 각각 분배했다. 그 결과는 아래 좌측 표와 같다.

그림 3-18. 8.4대책+재건축 사업 가속화를 반영한, 2021E-2023E 착공 물량 추정

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
전체 착공물량	26.3	28.4	33.4	51.7	45.1	32.8	29.9	33.9	28.2	42.35	54.7
수도권 (서울 포함)	9.2	12.5	12.4	27.1	22.5	16.5	15.5	17.4	14.4	21.3	30.1
지방	17	15.9	21	24.6	22.7	16.2	14.4	16.5	13.7	21.05	24.6

오 시장의 주택공급정책은 규제완화-민간주도가 핵심이다. 먼저 재개발-재건축 규제를 풀어 18만5000가구를 공급한다는 목표다. 또 △민간토지 임차형 공공주택인 '상생주택'(7만가구) △도심형 타운하우스인 '모아주택'(3만가구) △기존 서울시 공급계획(7만5000가구) 등을 통해 36만가구를 공급한다는 계획이다. 상생주택은 준공업지역-자연녹지지역-역세권 등 활용도가 낮은 민간 토지를 개발하는 방안이다. 소규모 재개발 계획인 모아주택은 소규모 토지주들이 공동개발을 할 경우 용적률 인센티브를 주겠다는 계획이다

서울시가 그동안 민간주도의 재개발-재건축 사업을 보류한 것은 집값 급등을 우려해 투기 수요 억제에 위한 조치였다. 하지만 오 시장은 "국가법령에 비해 30%에서 100%까지 낮게 설정된 주거지역 용적률도 법령에 맞게 상향할 것"이라며 용적률과 증고제한 역시 완화한다는 계획이다.

출처: SMIC 5팀

주가&멀티플이  
편안한 이유:  
단기 + 장기  
구조적 호재가  
모두 존재한다

한편, 동사 주가의 장기적인 Driver로서 매우 중요한 포인트가 또 있다. 2024년 이후의 공급 물량은 위 우측 기사와 같이, 서울만 해도 36만 세대에 달하는 등 매우 탄탄하다. 특히 차후 총선, 대선에서 주택 가격 안정은 지속적인 1위 이슈일 것이고, 공급 축소를 필두로 한 문재인 정부 정책이 완전히 실패한 상태이다.

따라서 (국민의힘식 민간 주도이건 민주당식 공공 주도이건) 공급 확대는 지속적인 기조일 개연성이 매우 높다. 이 부분에서는 전혀 걱정이 없다. 이것은 추후 valuation의 멀티플 부분에서 매우 중요한 포인트이다. 왜냐하면 동사의 주력 사업(건설폐기물 처리 사업)이 단순히 "1, 2년 반짝 빛나고 지는" 사업이 아니라, 현재(2021년)부터 해서 2023년 그리고 그로부터 5년 이상의 지속적이고 안정적인 매출을 발생시킬 수 있는 "fast-growing + cash-cow"임을 확신할 수 있기 때문이다.

3.6. 토목 및 SOC 부문 건설 물량 금액도 우상향

정부의 정책 실패로 인해 주거용 건설에서 워낙 공급확대 이슈가 피할 수 없는 뜨거운 감자가 되었다. 하지만 다른 한편으로는, 근 미래의 토목 및 SOC 부문 건설 물량 전망도 매우 밝다.

**SOC 發 건설  
물량 금액 증가도  
우상향 확정**

실물경제의 경험론적 법칙 상, 경제를 부양하고, 넘치는 유동성을 실물경제로 흡수하는 데 있어서 SOC/토목 건설 만한 것이 없다. 미국 중국, 한국 등 각국 정부는 코로나 19 극복을 위해서라도 SOC 투자 금액을 대폭 확대한 상태이다. 특히 아래 좌측 표를 보면, 전년대비 국회예산처가 확정된 SOC 예산이 무려 +14.9%임을 볼 수 있다. 게다가 한국 정부의 경우, 아래 우측 정책 발표자료를 보면, 공식적 국가재정운용계획 상 2024년까지 SOC 예산을 연평균 6.0%나 증액하기로 결정했다.

그림 3-19. SOC 건설 금액 전망

(표-7) 2021년 SOC분야별 예산안

구분	'19		'20		'21		증가율 (%)
	본예산	추경	본예산 (안)	3차추경	국회확정 (안)	중기 (안/사)	
<b>총계</b>	<b>432,191</b>	<b>441,348</b>	<b>501,317</b>	<b>505,460</b>	<b>570,575</b>	<b>13.8%</b>	
<b>예산 합계</b>	<b>176,741</b>	<b>181,539</b>	<b>204,963</b>	<b>202,194</b>	<b>236,984</b>	<b>15.1%</b>	
<b>소계</b>	<b>157,634</b>	<b>163,232</b>	<b>187,172</b>	<b>184,386</b>	<b>214,994</b>	<b>14.9%</b>	
SOC							
□ 교통 및 물류	128,995	134,002	160,781	154,562	179,242	11.5%	
○ 도로	57,842	60,337	69,166	66,049	74,997	8.4%	
○ 철도	56,163	57,283	69,474	67,000	80,956	16.5%	
○ 항공공항	1,561	1,561	2,691	1,899	3,564	32.4%	
○ 물류 등 기타	19,450	14,821	19,450	19,613	19,725	1.4%	
(원소)	(4,822)	(4,822)	(5,247)	(5,277)	(6,031)	(14.9%)	
□ 국토 및 지역개발	28,639	29,231	26,391	29,524	35,752	35.9%	
○ 수자원	10,910	11,210	5,531	6,447	8,126	46.9%	
○ 지역 및 도시	14,658	14,782	17,757	20,328	23,387	31.7%	
○ 산업단지	3,071	3,239	3,103	3,048	4,239	36.6%	
<b>소계</b>	<b>18,107</b>	<b>18,307</b>	<b>17,791</b>	<b>17,808</b>	<b>20,990</b>	<b>18.0%</b>	
□ 사회복지	18,107	18,307	17,791	17,808	20,990	18.0%	
○ 주택	1,378	1,578	1,486	1,483	1,111	△25.2%	
○ 기초생활보장	16,729	16,729	16,305	16,325	19,879	21.9%	
<b>기금 합계</b>	<b>256,450</b>	<b>259,806</b>	<b>296,354</b>	<b>303,266</b>	<b>334,591</b>	<b>12.9%</b>	

○ 최근 수정된 국가재정 운용계획 역시 2024년까지 SOC예산을 연평균 6.0% 증액하기로 결정함으로써 향후 SOC예산은 지속적인 확대가 예상된다

- 이는 민간부문 건설경기 부진에 따라 정부의 적극적인 재정역할이 필요하다는 인식이 영향을 미친 것으로 판단됨. 또한 코로나19로 인해 부진한 경제상황이 우려되고 있어 건설부문의 중요성이 커진 것으로 평가할 수 있음

- 결과적으로 올해에 이어 2021년에도 정부 재정을 통한 공공사업에 대한 발주와 투자는 증가할 것으로 보임

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

### 3.7. 동사 건설폐기물 부문 매출 추정

앞서 4.1 에서 충분히 매출 추정의 방법을 설명했으므로, 이 파트에서는 간략히만 매출 추정 내용을 소개한다. 우선, 전국적 건설비 금액과 그 세부 구성 내역(토목, 주거용 건축, 비주거용 건축)은 아래 상단 표와 같다.

그림 3-20. 국가 건설 수주비 비중+증감 추세 분석

(표-4) 공종별 건설수주액 추이

년 도	합계		토목		건축		주거용		비주거용	
	수주액	증감률	수주액	증감률	수주액	증감률	수주액	증감률	수주액	증감률
'10	1,032,298	-13.0	413,806	-23.6	618,492	-4.2	316,139	302,353		
'11	1,107,010	7.2	388,097	-6.2	718,913	16.2	387,054	331,859		
'12	1,015,061	-8.3	356,831	-8.1	658,230	-8.4	342,953	315,277		
'13	913,069	-10.1	299,039	-16.2	614,030	-6.7	292,912	321,118		
'14	1,074,664	17.7	327,297	9.5	747,367	21.7	410,863	336,504		
'15	1,579,836	47.0	454,904	39.0	1,124,932	50.5	676,829	448,103		
'16	1,648,757	4.4	381,959	-16.0	1,266,798	12.6	759,472	507,326		
'17	1,603,955	-2.7	421,650	10.4	1,182,306	-6.7	687,746	494,558		
'18	1,545,277	-3.7	463,918	10.2	1,081,360	-8.7	564,957	516,402		
'19	1,660,352	7.4	494,811	6.7	1,165,542	7.8	654,291	511,250		
'20.9(누계)	1,308,107	22.6	284,436	-12.7	1,023,671	38.1	624,018	399,654		

자료: 대한건설협회

	2020 기준 전체 건설수주비 증 비중	2020	2021	2022	2023
주거용 건축	0.477803421	1	0.831858407	1.249262537	1.613569322
비주거용 건축	0.305520879	1	1	1	1
토목	0.217440928	1	1.11	1.1766	1.247196
건설수주액	1(기준점)	1	0.944345102	1.158263789	1.347681277

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

이때, 위의 하단 표와 같이, 2020 기준 전체 건설 물량 금액 증 각 섹터별 비중을 구할 수 있다. 이 표를 설명하자면 첫째, 주거용 건축의 경우, 바로 전 페이지에 실은 "8.4 대책+신임 서울시장 기초 반영한 전국 공급 물량"의 수치적 증가 비율 값(각각 0.831, 1.249, 1.613)을 각각 2021, 22, 23 에 써주었다.

둘째, 토목 및 SOC의 경우, 위 4.6의 내용을 그대로 반영했다. 그래서, 건설과 직접 연관된다고 판단한 <교통 및 물류> 부문의 예산 증가율 11%라는 값에 주목해서 이 값을 2021년 값(1.11)에 써주었다. 이후 여기에 SOC 건설 금액의 매년 예상 증가율 6%를 곱했다. 그래서 이 값을 22, 23년에 각각 써주었다.

셋째, 비주거용 건축의 경우, 코로나 19 극복을 위한 경기부양 투자, 기업들의 인프라 설비 투자 등으로 인해서 적어도 그 건설 금액이 감소하지는 않을 것이라고 판단된다. 따라서 비주거용 건축의 미래 비중은 1로 가정했다.

그리고 나면, 이 3개 섹터의 미래 수치를, 앞서 언급한 “2020년 기준 전체 건설 수주 금액 중 비중”에 곱해서, 그 3개 값을 모두 합산했다. 그러면 나오는 것이 0.944(2021년), 1.158(2022년), 1.347(2023년)이다.

이 세 개 값을, 폐기물 산업의 “폐기물 톤당 처리 용역 단가”와 비교해 상관관계를 회귀분석한 것이 투자포인트 1의 가장 앞에 첨부한 표이다. 이를 이용해, 이전 페이지 표에 나와 있는 미래의 “톤당 매출(P)”를 추정했다. Q의 경우에는 앞서 언급한 논리를 근거로, 현재 캐파+작년 10월에 기인수한 추가 캐파(현재의 40% 수준)를 사용했다.

그 결과 산출한, 건설폐기물 부문 2021-2023 매출은 아래와 같다.

그림 3-21. 동사 매출 추정

	2020	2021	2022	2023
p(톤당 매출)	34,061	32,165	39,452	45,903
q(톤)	3,203,027	4,484,238	4,484,238	4,484,238
매출(원)	109,098,314,000	144,237,041,793	176,910,477,123	205,841,657,118

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

## 4. 투자포인트 2: 영업이익 캐리하는 매립 사업

튼튼한  
캐시카우인  
매립사업!

동사의 매립 사업부는 튼튼한 캐시카우다. 2019년에 본격적으로 사업을 개시하여 매출액 179억, 순이익 80억을 달성하였고, 2020년에는 매출액 409억, 순이익 213억을 달성하였다. 동사의 매립 사업부는 이 기세를 이어 앞으로도 튼튼한 캐시카우가 되어줄 예정이다. 사천 매립장과 내일의 먹거리인 광양 매립장이 있으며, 지속적으로 매립 단가가 상승함에 따라 매출액이 성장할 것이기 때문이다.

### 4.1. 당장의 튼튼한 먹거리, 사천

#### 4.1.1. 사천 매립장

사천 매립지  
-사업배출시설계  
폐기물

경상남도에 위치한 동사의 사천 매립장은 **사업장배출시설계 폐기물**을 매립하는 일반매립지이다. 폐기물관리법에 의하여 폐기물은 그림4-1과 같이 분류되는데, 그 중 상수오니, 고형화오니, 중간처리잔재처리물, 열경화성 폐합성수지 등 배출시설에서 배출하는 폐기물을 매립하는 것이다.

그림 4-1. 폐기물 관리법에 따른 폐기물 분류

생활폐기물		
사업장폐기물	사업장일반폐기물	사업장생활계 폐기물
	건설폐기물	사업장배출시설계 폐기물
	지정폐기물	
		의료폐기물

그림 4-2. 사천 매립장



출처: 환경부, SMIC 5팀

출처: 유안타증권 리서치센터, SMIC 5팀

#### 4.1.2. 경상남도 매립장 공급 제한

경남 지역  
잔여매립가능량의  
73% 차지

경상남도에 사업장배출시설계 폐기물 매립 업체는 동사 외에도 에코시스템과 에스씨이노베이션이라는 업체가 있으나 **동사의 사천 매립장이 총 잔여매립가능량의 73%를 차지하고 있다.** 남은 두 업체는 잔여매립가능량이 턱없이 부족하여 곧 포화상태에 이를 것이다. 2019년에 에코시스템은 122,090m<sup>3</sup>를 매립하였고, 에스씨이노베이션은 4,498m<sup>3</sup>를 매립하였는데, 같은 수준의 매립량을 유지한다면 에코시스템은 2022년에, 에스씨이노베이션은 2026년에 완전히 포화상태에 이르게 된다. 따라서 지금 경상남도에서 매립 업체는 동사가 독점적이라 할 수 있다.

그림 4-3. 2019 경상남도 사업장배출시설계 폐기물 잔여매립가능량

(단위: m<sup>3</sup>)

업체명	총매립용량	기매립량	잔여매립가능량	비중
총계	3,777,629	2,501,209	1,276,420	100%
에코시스템(주)	2,651,478	2,341,518	309,960	24%
주에스씨이노베이션	85,728	51,270	34,458	3%
인선이엔티(주)사천	1,040,423	108,421	932,002	73%

출처: 환경부, SMIC 5팀

#### 4.1.3. 경상남도 매립장 수요 증가

수요=경남  
사업장 폐기물 양

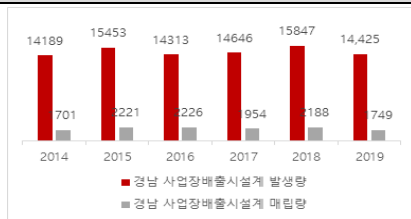
사천 매립장의 수요자는 경상남도에 있는 산업단지다. 폐기물 배출업체 입장에서는 매립 단가에 물류비용을 곱한 값이 폐기물 처리 비용인데, 매립업체와 거리가 멀어질수록 수

집과 운반에 소요되는 물류비용이 증가하기 때문에 배출업체는 주로 폐기물을 가까운 매립업체에 위탁하기 때문이다. 따라서 **사천 매립장의 폐기물 처리량은 경상남도의 사업장배출시설계 폐기물 양을 통해 추정할 수 있다.**

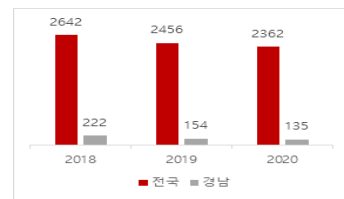
**수요=경남 사업장 폐기물 양**

사업장배출시설계 폐기물은 보통 건설현장이나 제조업 공장에서 발생되기 때문에 **경상남도의 사업장배출시설계 폐기물 양은 경상남도 산업단지의 생산액과 연동이 된다.** 그림 00을 보면 2018년도에 비해 2019년도에 경상남도에서 폐기물 발생량과 매립량이 줄었는데, 그림00에서 같은 해 경남 지역의 산업단지 생산액도 함께 줄어든 것을 알 수 있다. 2020년도 폐기물 발생량이 발표된 바는 없지만, 2020년에 경남 산업단지의 총 생산액이 소폭 줄었으므로 폐기물 발생량도 조금 줄었을 것이라고 예상할 수 있다.

**그림 4-4.경남 사업장배출시설계 발생량/매립량(단위:톤/일)**



**그림4-5. 전국 및 경남 산업단지 총 생산(단위:조)**



출처: 환경부, SMIC 5팀

출처: 한국산업단지공단, SMIC 5팀

**산업단지 생산액 ↑**

하지만 **2021년도부터는 제조업 회복이 기대됨에 따라 경상남도의 산업단지 생산액이 늘어날 것으로 보인다.** 경상남도의 산업단지 생산액이 얼마나 늘어날지 예측하기 위해 산업연구원에서 발표한 '2021 주요 제조업의 생산 수급 전망치'에 경상남도 제조업의 중분류별 생산비중을 곱하였다. 그 결과 2021년 경상남도 제조업 생산액은 전년 대비 3.8% 정도 증가할 것으로 예측된다.

**그림 4-6. 2021 주요 제조업 수급전망**

구분	2021
자동차	6.0%
조선	10.8%
일반기계	2.9%
철강	3.6%
정유	3.9%
석유화학	1.4%
섬유	1.0%
이차전지	5.4%
정보통신기기	7.5%
가전	-1.1%
반도체	10.2%
디스플레이	-3.5%

출처: 산업연구원, SMIC 5팀

**그림4-7. 경남 산업중분류별 생산비중에 따른 성장률 전망**

제조업	생산액	비중	생산전망
C10 식료품 제조업	6,522,484	5.1%	1.6%
C11 음료 제조업	1,204,571	0.9%	1.6%
C13 섬유제품 제조업, 의복제조	1,028,452	0.8%	1.0%
C19 코르크, 연탄 및 석유정제품 제조업	340,196	0.3%	1.4%
C20 화학물질 및 화학제품 제조업, 의약품 제외	2,014,630	1.6%	1.4%
C22 고무제품 및 플라스틱제품 제조업	7,929,575	6.1%	1.4%
C24 1차 금속 제조업	10,295,332	8.0%	3.6%
C25 금속가공제품 제조업(기계 및 가구 제외)	14,153,481	11.0%	3.6%
C26 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	1,911,234	1.5%	7.5%
C28 전기장비 제조업	14,119,691	11.0%	7.5%
C29 기타 기계 및 장비 제조업	21,348,497	16.6%	2.9%
C30 자동차 및 트레일러 제조업	15,974,291	12.4%	6.0%
C31 기타 운송장비 제조업	24,595,978	19.1%	2.9%
기타	6,534,283	5.1%	3.8%
총계	128,944,250	99.2%	3.8%

출처: 통계청, SMIC 5팀

**4.1.4 사천매립장 Q 증가**

**사천매립장 Q ↑**

2019년도에 경상남도 제조업 생산액 비중이 30% 줄었을 때, 사업장배출시설계 폐기물의 매립량은 20% 줄었다. 같은 비중을 적용하여 2021년도 사업장배출시설계 매립량을 계산해보면 그 **증가량이 7천톤 정도일 것으로 예상된다.** 2022년도부터는 코로나가 종식되고 적어도 코로나 발생 이전인 2019년 수준의 매립량으로 회복할 것으로 전망한다. 따라서 2022-2023년도 매립량은 2019년의 경남 사업장배출시설계 전체 매립량에 온기로 영업

했던 2020년 동사의 매립량/전체 매립량의 비율을 곱하여 구했다. 그 결과 2022-2023년 처리량은 2021년도보다 12천톤 정도 늘어날 것으로 예측한다.

**그림 4-8. 사천시 매립장 처리량 예측치**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
사천 처리량(톤)	108,421	210,812	217,136	229,143	229,143

출처: 환경부, SMIC 5팀

**4.1.5. 증설 이슈는 없는가?**

**증설 걱정 NO**

다만 이대로 가면 동사의 매립지도 5-6년 안에 포화상태가 되어 경상남도에 사업장배출 시설계 폐기물 매립지가 공급 부족에 처하게 된다. 이런 상황에 대비해 (주)에코시스템은 창원시에 폐기물 매립지 조성공사를 준비하고 있다. 그렇지만 매립지 공사 절차는 여러 환경평가부터 주민의견수렴, 실제 사업 개시까지 3-4년 이상의 시간이 걸리기 때문에 향후 3-4년 간은 동사의 잔여 매립량이 가장 크게 유지될 것으로 판단한다.

**4.2. 내일의 든든한 먹거리, 광양**

**4.2.1. 광양 매립장**

**광양 매립지  
-지정폐기물**

전라남도에 위치한 동사의 광양 매립장은 대통령령으로 정하는 지정폐기물을 매립하는 지정폐기물 매립지이다. 지정폐기물이란 사업장폐기물 중 폐산·폐알칼리 등 주변환경을 오염시킬 수 있거나 감염성폐기물 등 인체에 유해한 물질로 별도의 처리방법을 거쳐 매립된다.

동사의 광양 지정폐기물 매립지는 재가동되는 매립장이다. 원래는 2003년부터 가동을 하여 당시 유일하게 석면 폐기물을 버릴 수 있는 지정매립지였고 영업이익률은 거의 50%에 달했는데 2009년 태풍으로 인한 시설붕괴와 침출수 유출로 인해 가동을 중단하게 되었다. 그리고 2019년 8월부터 사업을 재개하게 되었다. 2019년 기준, 동사의 잔여매립가능량은 22만㎡로, 전체에서 10%의 비중을 차지한다. 가장 큰 비중을 차지하고 있는 업체는 (주)와이엔텍으로, 2020년 170만㎡의 매립지를 증설하면서 전체의 77%를 차지한다.

**그림 4-9. 2019 전라남도 지정폐기물 잔여매립가능량**

(단위: ㎡)

업체명	총매립용량	기매립용량	잔여매립가능량	비중
총계	4,898,642	2,699,306	2,199,336	100%
한맥테크산업(주)	2,575,025	2,318,356	256,669	12%
(주)와이엔텍	1,852,236	149,564	1,702,672	77%
케이씨환경서비스(주)여수사업부	30,267	11,229	19,038	1%
인선이엔티(주) 광양	441,114	220,157	220,957	10%

출처: 환경부, SMIC 5팀

**4.2.2. 24년부터는 골든에코가 있다!**

**골든에코,  
장기적인 캐시카우**

동사는 2019년 5월 폐기물 최종처분업체인 골든에코의 지분 55%를 취득했다. 골든에코는 전라남도 광양시에 소재한 업체로 폐기물처리시설 용지 약 1만 5000평에 대한 분양

권을 양수 받은 업체다. 아직 신규 매립장 인허가를 진행중에 있어 완공까지는 최소 3-4년 이상 걸릴 것이라 예상된다. 신규 매립지 규모는 약 50,000㎡로, 정확한 매립용량은 바뀔 수 있으나 55,000㎡인 사천 매립장의 사용 연한이 10년 정도임을 고려한다면, **매립지 승인 시 장기적인 캐시카우가 될 것이다.**

**4.2.3. 광양 매립지 Q 유지**

**광양 매립지 Q 유지**

보수적 추정을 위해 광양시 신규매립지 매출은 2023년 이후에 발생하리라 보았고, 현재 가동되고 있는 매립장의 Q만을 추정하였다. 환경부에 따르면 동사 매립지의 2019년도 처리량이 12,243톤이고 8월에 가동 시작되었으므로 본격적으로 가동된 것은 4달 정도이다. 따라서 온기로 영업한 2020년에는 대략 3배 정도로 Q가 증가했을 것이다. 이를 동사의 사업보고서에 기재된 2020년 사천, 광양 총 처리량과 비교하여 정확한 Q를 산출하면 38,088톤이 된다. **이후 2021-2023년에도 동일하게 온기로 사업한다는 가정 하에 Q를 2020년과 동일하게 추정하였다.**

**그림 4-10. 광양시 매립장 처리량 예측치**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
광양 처리량(톤)	12,243	38,088	38,088	38,088	38,088

출처: 환경부, SMIC 5팀

**4.3. 매립단가 P 상승**

국내 전체 잔여매립용량이 점점 줄고 있음에 따라 매립가격도 점점 상승하고 있다. 그에 따른 두 매립지의 매립가격 평균은 2019년 146,849원/톤, 2020년 163,871원/톤이며, 앞으로도 매립 단가는 계속 오를 것이다.

**4.3.1. 폐기물 반입 수수료 인상에 따른 단가 인상 기대**

**폐기물 반입수수료 인상**

폐기물 발생현황은 매년 늘고 있는 데 비해 매립지의 공급은 부족해 폐기물 매립단가가 계속 상승하고 있다. 지난 2019년에 처리단가가 40% 정도 대폭 증가한 데 이어 2022년에도 수도권매립지 폐기물 반입수수료가 인상될 예정이다. 이에 따라 폐기물 최종처분업체의 처리단가도 함께 상승할 것으로 보인다.

폐기물 반입수수료의 인상이 경남 지역의 처리단가에 끼치는 영향을 파악하기 위해 경남에서 위탁 매립되는 사업장배출시설계 폐기물을 성상별로 비중을 구하고, 여기에 각 해의 폐기물 반입 수수료를 곱하여 경남 지역 처리단가의 2022년, 2023년도의 증감률을 구했다. 그 결과 2021년도 대비 2022년에 처리단가가 47%로 대폭 상승함을 알 수 있었다. 이에 동사는 보수적 추정을 위해 2021년도에는 2020년도와 동일한 처리단가를, **2022년, 2023년도에는 40% 상승률을 적용하여 처리단가를 상정하였다.**

**그림 4-11. 수도권매립지 폐기물 반입수수료 인상 증감률**

(단위:톤, 원)

폐기물종류	위탁처리 매립	경남 폐기물별 비중	폐기물 처리 단가						
			2021	2022	2023	2022 증감률	2023 증감률		
폐합성수지류	1.9	0.4%	70,056	87,608	97,963	25%	12%		
폐합성고무류	2.9	0.6%	70,056	87,608	97,963	25%	12%		
유기성오니류	폐수처리오니	3.2	0.7%	83,358	126,840	126,840	52%	0%	
	공정오니	0.8	0.2%	83,358	126,840	126,840	52%	0%	
동식물성잔재물	1.2	0.2%	83,358	126,840	126,840	52%	0%		
기타	40.9	8.3%	102,167	148,270	148,270	45%	0%		
광채류	33.2	6.8%	83,358	125,191	125,191	50%	0%		
연소잔재물	28.1	5.7%	99,893	147,497	147,497	48%	0%		
소각재	153.9	31.4%	70,056	87,608	87,608	25%	0%		
분진류	28.4	5.8%	83,358	125,191	125,191	50%	0%		
폐주물사및폐사	11.1	2.3%	83,358	125,191	125,191	50%	0%		
폐석재페콘크리트류	0.3	0.1%	83,358	125,191	125,191	50%	0%		
폐석고및폐석회	0.5	0.1%	83,358	126,840	126,840	52%	0%		
폐흡착제및폐흡수제	2.6	0.5%	83,358	125,191	125,191	50%	0%		
유리도자기편류	9	1.8%	83,358	125,191	125,191	50%	0%		
불연성	폐수처리오니	폐수처리오니	42	8.6%	83,358	126,840	126,840	52%	0%
		공정오니	63.5	13.0%	83,358	126,840	126,840	52%	0%
	무기성오니류	정수처리오니	0.1	0.0%	83,358	126,840	126,840	52%	0%
		하수처리오니	0.1	0.0%	83,358	126,840	126,840	52%	0%
기타	66.4	13.5%	102,167	148,270	148,270	45%	0%		
총계	490.1	100.0%				47%	1%		

출처: 수도권매립지관리공사, SMIC 5팀

#### 4.4. 매출추정

4.1.과 4.2.에서 추정된 사천, 광양 매립지의 처리량과 4.3에서 추정된 매립단가를 곱하여 2023년도까지 매출추정을 해보면 다음과 같다.

그림 4-12. 매립 사업부 매출추정

(단위:톤,원)

매립사업부		2019	2020	2021E	2022E	2023E
처리량(톤)	사천	108,421	210,812	217,136	229,143	229,143
	광양	12,243	38,088	38,088	38,088	38,088
총처리량(톤)	사천&광양	121,783	247,390	255,224	267,231	267,231
매립단가(원/톤)	사천&광양	146,869	164,836	164,836	230,770	230,770
매출액(원)		17,886,147,427	40,778,778,040	42,070,162,023	61,669,112,770	61,669,112,770

출처: 인선이엔티 사업보고서, SMIC 5팀

## 5. 투자포인트 3: 금싸라기 철스크랩과 조기폐차

폐차 수익  
= 철 스크랩  
+부품 재활용

동사의 폐차 산업은 두 부문 모두에서 기회를 맞았다. 철 스크랩 부문은 원재료 가격 상승으로, 차량 부품 재활용 부문은 조기폐차 지원 정책으로 인한 이익 증가가 기대된다. 두 부문의 원인과 효과를 분석한 뒤, 이들을 종합해 매출을 추정할 것이다.

### 5.1 중국의 수입 개방, 철 스크랩 부문 이익 폭발

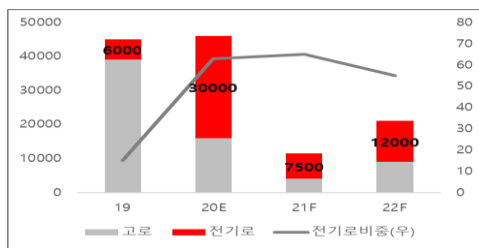
동사는 차량의 철골 구조를 압축시켜 철 스크랩을 만들어 제강사에 납품한다. 따라서 원재료인 철 스크랩 가격이 오르면, 동사의 영업이익도 따라 오른다.

중국의 전기로  
용량 5년간 2배  
증설 계획 발표

그리고 최근 철 스크랩 시장에서 오랜 기간 잠잠했던 수요가 폭발하기 시작했다. 이는 철 스크랩의 최대 수요처인 중국으로부터 시작되었다. 중국 당국이 '제 14 차 5 개년 계획'을 통해 철 스크랩을 이용하는 전기로의 용량을 두 배 증가시키면서, 3 년간 금지되었던 철스크랩 수입을 전면 재개한다는 계획을 발표했기 때문이었다. 이 영향으로 철 스크랩의 단가가 직전 분기 대비 40% 가까이 급증했다.

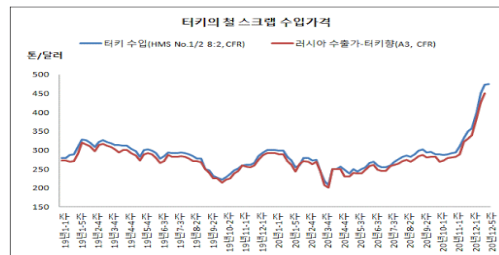
그림 5-1. 고로 전기로 증설 추이

(단위: 천만 톤)



출처: 현대차증권, SMIC 5팀

그림 5-2. 철스크랩 가격 추이



출처: 현대차증권, SMIC 5팀

중국의 철스크랩  
수입 전면 허용

전 세계적으로도 전체 철강 장치 증설량 중 62%가 전기로 증설이며, 세계 건설과 자동차 시장 회복, 비탄력적인 공급 상황에 따라 철 자체의 수요가 늘어나며 중장기적 가격 상승이 예상된다.

3 년 전과 달리 중국은 고품질 철스크랩 위주의 수입 전략을 수립했다. 이에 따른 전세계적 고품질 초과수요 발생으로 저품질 철스크랩과의 가격 차이가 확대될 것으로 예측된다. 동사는 경쟁사들보다 우수한 품질의 스크랩을 생산한다. 이미 경쟁사보다 kg 당 50~100 원의 가격 우위를 가지고 있으나, 중국 발 가격 상승에 따른 철스크랩 부문에서의 추가 수혜가 기대된다.

### 5.2 조기폐차의 증가, 부품 부문 이익 증가

## 2018 동사의 전략 변경

동사는 2018년에 이전까지 고수해오던 매출액 성장 우선 전략을 당기순이익 성장 우선 전략으로 전환했다. 따라서 동사는 현재 이익의 질을 전제하는 한에서 최대의 매출을 발생시키는 전략을 선택하고 있다.

폐차 업체들은 일반 폐차보다 조기폐차 거래를 선호한다. 이는 조기폐차가 차량 부품 재활용 부문에서 수익성이 훨씬 좋기 때문이다. 동사는 여타 500여개의 영세 업자와는 구분되는 압도적인 CAPA를 기반한 협상력으로 수익성 있는 폐차동차를 거래해 왔다.

따라서 전국적인 5등급 조기폐차 확산은 동사가 차량 부품 재활용 부문에서 이익의 질을 개선하면서도 더 많은 차량을 거래, **영업이익과 매출 두 마리의 토끼를 잡을 수 있는 좋은 기회이다.**

### 5.2.1 조기폐차를 앞당기는 규제 강화

지난 2004년부터 환경부 사업으로 진행된 노후 경유차 조기폐차 사업은 2016년 서울시의 '제 2기 수도권 대기 질 개선대책'이 시행되며 전환점을 맞았다. 주 규제 대상은 차량 종합검사를 통과하지 못한 차량이었다.

서울시는 이듬해인 2017년 4대문 내 노후 경유차량 운영을 금지했다. 2018년에는 차량을 5등급 기준으로 분류하고 현행처럼 5등급 차량을 대상으로 집중적으로 규제하기 시작했다. 2020년에는 연천군, 가평군과 양평군을 제외한 수도권 전역으로 운영 금지가 확대되었다. 한 발 더 나아가 서울시는 2021년 5등급 차량 사업 종료 이후, 2023년부터 4등급 차량 대상으로 사업을 확대할 것이라고 발표했다.

또한 12월부터 다음 해 3월 말까지 5등급 차량의 운영을 전면 금지하는 '미세먼지 계절관리제'가 확산되고 있다. 19년에 수도권 지역 범위로 시작되었으며 21년 2월에는 지방 광역시로 확장된다. 더 나아가, 개별 도 단위에서도 2023년까지 미세먼지 계절관리제를 도입할 것으로 발표하고 있다. **1분기 내내 5등급 차량을 이용할 수 없게 되므로, 이전의 일주일 단위 비상저감조치와는 차원이 다른 규제다.**

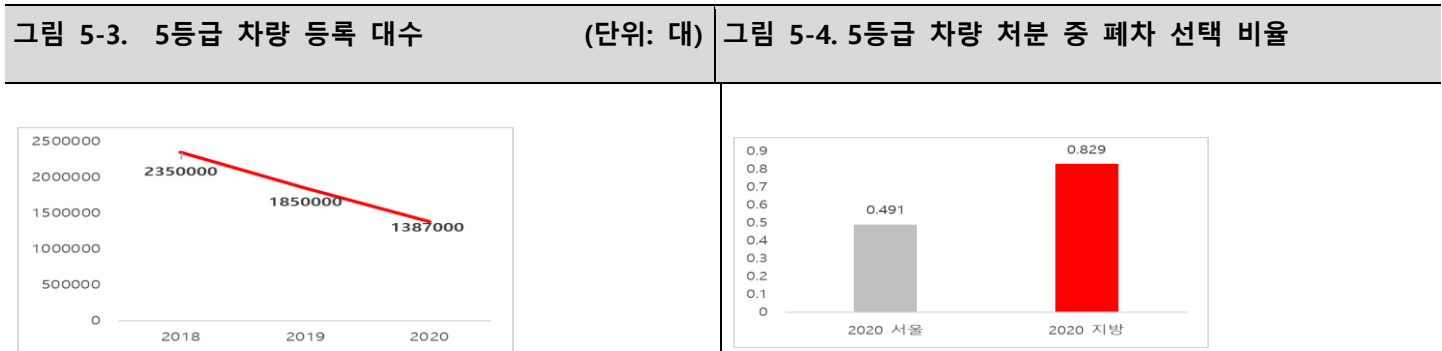
## 5등급 차량 갈길 조기폐차 or DPF

전국적인 사업이 계획되었던 2018년 규제 대상 차량은 약 235만대였다. 그러나 정부와 지자체에서 조기 폐차 결정 시 최대 300만원의 지원금을 지급하고, 매연저감장치(DPF)를 부착하는 경우 개인 부담금의 90%를 지원하는 인센티브 정책을 함께 추진했다.

차량 소유주 입장에서는 조기 폐차 후 최대 300만원의 보상을 수령하거나, 약 20만원의 지출을 내고 DPF를 부착하는 두 가지 방법이 있다. 규제로는 DPF 미부착 상태로 차량 운행 중 적발되는 경우의 과태료를 1일 1회 10만원으로 설정하는 등 경제적 유인이 확실했고, 성과가 나기 시작했다.

사업 대상 차량 235만대 중 19년과 20년 두 해에 걸쳐 각 50만 대 내외의 차량이 정리

되었다. 지자체별 지원금 액수 차이로 인해 서울에서는 DPF 부착과 조기폐차의 비율이 5대5이지만, 지방의 경우는 DPF의 부착이 흔치 않고, 대부분 조기폐차를 선택하는 경향이 있다.



출처: 서울시, SMIC 5팀

출처: 환경부, SMIC 5팀

### 5.2.2 폐차 수 추정

**폐차**  
=일반차+조기폐차

본 보고서에서는 폐차가 사고와 차량 재구매 등으로 인한 일반적 폐차와 노후차량 조기폐차 두 가지의 경우가 있음을 발견하고, 세 가지 가정을 통해 2023년까지 폐차량을 추정했다.

**일반 폐차는 고정**

첫째, 일반적 폐차의 경우 전체 자동차 등록대수가 2004년부터 매년 3% 전후로 성장함에 발맞추어 증가했으나, 보수적인 추정을 위해 19년부터 24년까지 변동이 없으므로 가정했다.

**조기 폐차는 정책**

둘째, 조기폐차의 경우 서울시의 정책 반영 추이가 경기/인천지역, 지방 광역시, 그리고 일반 시/도에서 유사하게 반응할 것으로 가정했다. 서울시는 2018년 현행 사업을 시작, 21년에 4년에 걸친 사업을 마무리한다. 4년 동안의 폐차량을 21.2%, 39.2%, 19.9%, 19.7%이었고, 이를 타 지역에 시작 연도에 맞춰 분배했다.

**시작은**  
**정책시작연도**

셋째, 차량 폐차의 지역별 시작 연도를 미세먼지 계절관리제 시작 연도로 가정했다. 이는 미세먼지 비상저감조치와는 달리, 1분기 내내 차량을 사용하지 못하므로 차량 보유자 입장에서는 강한 규제 효과가 있다. 이를 확실한 인센티브로 가정, 이후 잔여 차량에 대한 폐차 혹은 기타 조치가 시작된 것으로 가정했다. **2023년 시작 예정인 4등급 서울 차량의 경우도 포함시켰다.**

마지막으로 그림 5-4를 보면, 조기폐차, DPF 부착, 기타 처리 방안 중 현재 서울을 제외한 전국에서는 82.9%가 폐차를 선택했다. 차량 소유자 입장에서 조기폐차할 경우 수령할 지원금이 확대되고 있으나, DPF 부착의 경우에는 지원금이 고정되어 있어 소유주가 부담할 부착 비용이 일정하므로 조기폐차 선택이 늘어날 것으로 예상되나

보수적 추정을 위해 이 성향이 유지될 것으로 가정, 지역별 총 등록 차량 수에 82.9%를 곱하는 방식으로 지역별 조기폐차량을 추정했다.

	18	19	20	21(E)	22(F)	23(F)	24(F)
서울시	24522	45501	23045	22860			
경기/인천		107615	198987	101016	100001		
지방광역시				78872	145839	74035	73291
일반 시/도						186487	344826
4 등급 서울시						44321	81952
조기폐차량 총량	24522	153116	222032	202748	245840	304843	500069
일반폐차량 총량	650000	650000	650000	650000	650000	650000	650000
폐차 총량	674522	803116	872032	852748	895840	954843	1150069

출처: 환경부, SMIC 5팀

### 5.3 전기차 시장으로의 발빠른 진입

#### 전기차 배터리로의 한 발 빠른 전환!

동사는 전기자동차에 사용되는 eV 배터리를 수집하고 재판매하는 전국 유일의 업체이다. 전기차에 대체될 수많은 내연기관차 폐차 수요를 앞둔 한편, 상대적으로 고가인 전기차 부품 재활용 시장의 국내 선두주자로 일찍이 자리잡았다. 전기차 폐차로의 장기적 변화를 꾀하는 노력을 인정받아 지난 11월 정부로부터 '녹색혁신기업'에 선정, 30억원을 지원받았으며, 전기차 배터리 재활용 시장을 통한 폭발적인 성장이 기대된다.

### 5.4 매출추정

#### 5.4.1 매출추정 가정

첫째, 동사의 연간 폐차량은 연평균 스크랩 가격에 비례한다는 것이다. 폐차산업의 경우 철 스크랩 가격이 영업이익률에 미치는 영향이 가장 크기 때문에, 폐차 기업들은 폐차를 위한 중고차를 구매 시 변동하는 철 스크랩 가격에 맞추어 거래 물량을 한계적으로 조정한다. 따라서 매 연말에 이르면 연평균 스크랩 가격과 폐차 거래량이 비례한다. 대수/평균가 값은 보수적 추정을 위해 2018년 이후 값 중 최저치인 53을 사용하여, 2021년 이후 53으로 고정한 뒤 곱해 연간 폐차량을 도출했다.

둘째 가정은 스크랩 가격과 관련된 가정이다. 중국과 세계의 고품질 철스크랩 수요가 단기적인 흐름이 아니므로 이후 시점에 1분기 평균 가격과 동일할 것으로 가정한다. 공급보다 수요 측면의 유인이 강하지만 수요에 대한 장기적 대응이 가능할 것으로 예상되기 때문에 스크랩 가격은 21년 수준을 유지할 것으로 가정했다.

마지막은 해당 매출에 대한 가정이다. 차량 해당 매출은 스크랩 가격 인상과 조기폐차 증가에 따른 수익성 개선을 모두 반영했다. 철스크랩 부문은 철스크랩 가격에 영향을 받고, 부품 부문은 폐차 총량의 영향을 받는다. 철스크랩 부문과 부품 부문의 매출 비중이 각각 60%와 40%임을 고려하여 다음과 같이 해당 매출액을 추정했다.

예를 들어 2021년 해당 매출액 성장률은  $1.4(\text{철스크랩 가격 상승률 고려}) * 0.6(\text{철스크랩 매출 비중}) + 0.978(\text{폐차 수 고려}) * 0.4(\text{부품 매출 비중}) = 1.2312$ 로 도출했다.

#### 5.4.2 매출추정 과정 및 도출

매출 추정은 철 스크랩 가격에서 출발한다. 연평균 철 스크랩 가격에 가정에서 산정된 비율로 연간 폐차 처리량을 도출했고, 두 가지 요인으로 증가하는 한 해당 매출액을 반영하여 매출액을 산정했다. 이후 연간 폐차량에 해당 매출액을 곱해 총 매출액을 추정했다.

그림 5-6. 동사 매출추정

(단위: 원/kg, 대, 백만 원)

	2018	2019	2020	2021(E)	2022(F)	2023(F)	2024(F)
스크랩 가격	355	338	284	402	402	402	402
연간 폐차량	22500	18995	14725	21306	21306	21306	21306
대당 매출액	3409	3789	4136	5092	5196	5333	5768
총 매출액	7670200	719730	809000	1084900	1107050	1136240	1228930

출처: 스틸데일리, Dart, SMIC 5팀

## 6. Valuation

### 6.1. 매출 추정

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
매출	135,519	160,280	175,955	183,949	208,567	293,111	347,511	379,297
건설폐기물	79,119	85,183	100,881	96,145	109,098	144,237	176,910	205,842
매립	12	12	12	17,899	40,794	42,070	61,669	61,669
자동차	57,647	76,531	76,702	71,793	60,900	108,495	110,709	113,631
연결조정	-1,259	-1,445	-1,640	-1,887	-2,226	-1,691	-1,778	-1,845

투자포인트의 매출추정들을 합친 값들이 위와 같다. 연결 조정의 경우 average를 적용했으며 매출대비 비중이 아주 미미하다.

### 6.2. 매출원가 추정

인선이엔티	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
매출	135,519	160,280	175,955	183,949	208,567	293,111	347,511	379,297
매출원가	101,463	121,392	135,495	137,744	141,480	202,054	230,541	252,533
GPM	25%	24%	23%	25%	32%	31%	34%	33%
매출총이익	34,056	38,888	40,460	46,205	67,086	91,057	116,969	126,765

건설폐기물	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
매출	71,074	74,523	92,503	96,145	109,098	144,237	176,910	205,842
매출원가	46,024	50,822	63,331	64,550	73,247	96,838	118,774	138,198
GPM	35%	32%	32%	33%	33%	33%	33%	33%
매출총이익	25,050	23,701	29,172	31,595	35,852	47,399	58,136	67,643

매립	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
매출	12	12	12	17,899	40,794	42,070	61,669	61,669
매출원가				1,969	14,686	9,886	14,492	14,492
GPM				89%	64%	77%	77%	77%
매출총이익				15,930	26,108	32,184	47,177	47,177

자동차	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
매출	57,647	76,531	76,702	71,793	60,900	108,495	110,709	113,631
매출원가	50,750	64,301	67,055	63,797	53,171	95,329	97,275	99,842
GPM	12%	16%	13%	11%	13%	12%	12%	12%
매출총이익	6,897	12,230	9,647	7,996	7,729	13,166	13,434	13,789

매출원가가 사업부별로 나누어져있지 않다. 하지만, 사업부별 매출과, 2018년 전에는 매립의 매출이 발생하지 않았다는점, 자동차 사업부는 자회사로 존재한다는 점, 별도재무제표 상 사업부 별 매출을 통해 사업부별 GPM을 추정했다.

2016-2018년 별도재무제표의 매출과 매출원가는 사실상 건설폐기물로만 이루어있다. 2016-2018년 별도재무제표의 GPM 평균을 2019-2023년 건설폐기물 GPM으로 추정한다. 이 값은 0.32이다. 추정해야할 매립 GPM을 X라고 하자.  $(1-0.32) * \text{별도재무제표 건설폐기물 매출} + (1-X) * \text{별도재무제표 매립 폐기물 매출} = \text{별도재무제표 매출원가}$  라는 수식을 통해 x를 도출해서 매립 산업의 GPM을 도출했다. 사업을 시작한 첫해인 19년과 20년의 추정 GPM을 평균한 값을 21-23 GPM으로 가정했다. IR과의 통화 결과 현재 추정되는 GPM은 대략 70에서 80 사이라고 한다. 추정된 GPM과 유사하다. 자동차 사업부의 매출원가율은 자회사인 인선모터스의 감사보고서를 통해 유출했고 일정하여 최근 3년 average를 적용했다.

### 6.3. 판매 및 관리비

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
기타수익	352	1,256	341	958	1,072	796	796	796
유형자산처분이익	134	211	82	211	88	145	145	145
수입수수료	0	0	0	0	17	3	3	3
외화환산이익	0	1	0	600	868	294	294	294
외환차익	0	0	0	0	1	0	0	0
매도가능금융자산처분이익	0	0	0	0	0	0	0	0
기타의대손금중당환입	12	960	210	0	33	243	243	243
복구중당부채환입	0	0	0	0	0	0	0	0
잡이익	206	84	49	147	64	110	110	110
기타비용	6,191	9,803	1,568	539	1,349	1,744	1,744	1,744
외환자손	0	0	0	0	0	0	0	0
단기금융상품처분손실	12	0	0	0	0	0	0	0
유가증권처분손실	0	0	0	0	0	0	0	0
유형자산처분손실	58	573	904	25	14	315	315	315
유형자산폐기손실	0	0	0	0	0	0	0	0
유형자산손상자손	585	0	0	0	0	0	0	0
무형자산처분손실	0	0	0	0	69	0	0	0
매도가능금융자산손상자손	0	0	0	0	0	0	0	0
기타의대손상각비	2,771	0	0	0	1,019	758	758	758
외화환산손실	0	0	0	0	0	0	0	0
매출채권처분손실	0	0	0	0	0	0	0	0
기부금	382	127	116	143	139	181	181	181
소송중당부채전입액	0	8,265	0	0	0	0	0	0
잡손실	253	298	101	202	109	193	193	193
매각예정자산처분손실	0	0	0	0	0	0	0	0
기타영업외비용	330	539	447	170	0	297	297	297
무형자산손상자손	1,800	0	0	0	0	0	0	0
기타손익	-5,839	-8,547	-1,227	419	-277	-948	-948	-948

급여와 소모품비는 비용/매출 계수가 일정하여 매출연동을 시켰다. 감가상각비는 인수한 기업 관리소에서 감가상각이 발생할 수 있는 점을 고려하여 5% 할증하여 2021 값을 추정했고 2022년과 2023년에 같은 값을 적용했다. 무형자산상각비는 2020년에 회원권 인수한 것을 고려하여 2020값에 flat을 적용했다. 2020년 차량운반구 리스부채가 늘어난 점을 고려하여 2020년 flat을 적용했다. 임차료 세금과공과등 나머지 계정은 큰 변화가 없고 미미하여 average를 적용했다.

### 6.4. 기타손익

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
기타수익	352	1,256	341	958	1,072	796	796	796
유형자산처분이익	134	211	82	211	88	145	145	145
수입수수료	0	0	0	0	17	3	3	3
외화환산이익	0	1	0	600	868	294	294	294
외환차익	0	0	0	0	1	0	0	0
매도가능금융자산처분이익	0	0	0	0	0	0	0	0
기타의대손금중당환입	12	960	210	0	33	243	243	243
복구중당부채환입	0	0	0	0	0	0	0	0
잡이익	206	84	49	147	64	110	110	110
기타비용	6,191	9,803	1,568	539	1,349	1,744	1,744	1,744
외환자손	0	0	0	0	0	0	0	0
단기금융상품처분손실	12	0	0	0	0	0	0	0
유가증권처분손실	0	0	0	0	0	0	0	0
유형자산처분손실	58	573	904	25	14	315	315	315
유형자산폐기손실	0	0	0	0	0	0	0	0
유형자산손상자손	585	0	0	0	0	0	0	0
무형자산처분손실	0	0	0	0	69	0	0	0
매도가능금융자산손상자손	0	0	0	0	0	0	0	0
기타의대손상각비	2,771	0	0	0	1,019	758	758	758
외화환산손실	0	0	0	0	0	0	0	0
매출채권처분손실	0	0	0	0	0	0	0	0
기부금	382	127	116	143	139	181	181	181
소송중당부채전입액	0	8,265	0	0	0	0	0	0
잡손실	253	298	101	202	109	193	193	193
매각예정자산처분손실	0	0	0	0	0	0	0	0
기타영업외비용	330	539	447	170	0	297	297	297
무형자산손상자손	1,800	0	0	0	0	0	0	0
기타손익	-5,839	-8,547	-1,227	419	-277	-948	-948	-948

최근에 지속적으로 값이 0인 항목들은 과거에 일시적으로 발생했다고 판단되어 0으로 flat 처리 하였다. 지속적으로 발생하는 비용들은 최근 5개년 평균을 이용하여 추정하였다.

### 6.5. 금융손익

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
금융수익											
이자수익	275	183	111	475	141	183	221	278	287	287	287
배당금수익	0	0	0	14	0	0	0	1	1	1	1
파생상품평가이익	0	0	94	1,327	0	1,314	0	0	456	456	456
사채상환이익	0	0	0	0	0	101	0	0	0	0	0
장기금융상품평가이익	0	0	0	0	0	0	0	35	0	0	0
금융수익합계	275	183	205	1,816	142	1,598	222	314	744	744	744
이자발생금융자산											
단기금융상품	10,400	5,000	54	2,668	2,608	2,908	5,456	8,810	4,490	4,490	4,490
장기금융상품	467	623	875	992	7,920	663	62	1,025	2,132	2,132	2,132
대여금	5,995	6,757	8,688	4,421	2,263	1,639	1,765	1,841	2,386	2,386	2,386
이자발생금융자산합계	16,862	12,380	9,617	8,081	12,791	5,209	7,283	11,676	9,008	9,008	9,008
유효이자율	1.6%	1.5%	1.1%	5.9%	1.1%	3.5%	3.0%	2.4%	3.2%	3.2%	3.2%

(단위: 백만 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
금융원가											
이자비용	5,062	3,901	6,179	5,213	3,682	3,920	2,814	2,554	3,865	3,865	3,865
파생상품평가손실	0	0	0	1,923	798	0	3,035	943	1,340	1,340	1,340
사채상환손실	0	0	0	0	706	0	0	0	0	0	0
장기금융상품평가손실	0	0	0	0	8	1	1	0	0	0	0
매도가능금융자산처분손실	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
리스이자비용	0	0	0	0	0	0	10	14	12	12	12
금융원가합계	5,062	3,901	6,179	7,136	5,194	3,921	5,860	3,511	5,217	5,217	5,217
이자발생부채											
유동	55,350	57,248	73,883	59,596	38,733	72,275	61,411	69,472	60,297	60,297	60,297
비유동	33,176	43,229	12,505	10,708	36,875	0	35,187	33,561	23,266	23,266	23,266
이자발생부채합계	88,526	100,477	86,388	70,304	75,608	72,275	96,598	103,033	83,564	83,564	83,564
유효이자율	5.7%	3.9%	7.2%	7.4%	4.9%	5.4%	2.9%	2.5%	4.6%	4.6%	4.6%

이자발생 금융상품과 이자수익을 이용하여 각 해의 유효이자율을 구하고 5개년 평균을 구하여 2021~2023년 유효이자율을 추정하였다. 이자발생 금융부채와 이자비용을 이용하여 각 해의 유효이자율을 구하고 각 해의 이자율 평균을 통해 2021~2023년 유효이자율을 추정하였다. 이후 이자발생 금융자산과 금융부채는 5개년 평균을 이용하여 추정하였다. 이에 유효이자율을 곱하여 이자수익과 이자비용을 계산하였다. 파생상품 평가이익은 합리적 추정이 불가능하기에 2015~2020년 평균을 이용하였고 파생상품 평가손실 역시 같은 이유로 2016~2020년 평균을 이용하였다. 사채상환이익과 사채상환손실은 일시적인 값으로 판단되어 이후 0으로 추정하였다. 배당금 수익은 전체 손익 대비 그 정도가 미미하여 Flat처리하였다. 장기금융상품평가이익과 손실은 추정이 불가능하다고 판단되어 0으로 추정하였다. 리스이자비용은 최근들어 발생하기 시작한 비용이기에 2019년, 2020년 2개년 평균을 이용하여 추정하였다. 매도가능금융자산처분손실은 일시적인 값으로 판단되어 0으로 추정하였다.

6.6. 법인세비용

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
법인세비용(양수가 낸거)	6,122	-451	4,490	7,708	10,121	14,924	20,163	21,947
법인세비용차감전순이익	7,483	2,701	19,965	24,350	45,625	67,834	91,651	99,757
유효법인세율	81.8%	-16.7%	22.5%	31.7%	22.2%	22.0%	22.0%	22.0%

현행 법인세법은 과세표준 구간 200억까지는 20%, 200억 초과 구간에서는 22%이다. 이때 과거 그리고 미래 동사 매출을 보면 정상적인 연도에는 20-22% 내외이며, 세법상 특이 사항이 발생했던 연도에는 세율이 다소 변동하는 것을 볼 수 있다. 따라서 본 보고서에서는 통상적인 미래 상황이라고 가정하여, 예상되는 동사 순이익 구간인 200억 초과 구간에 적용되는 22%의 법인세율을 적용했다.

6.7. Earning Table- 표지 참고

6.8. Valuation method

Valuation Method로는 PER method를 택했다. 건설이나 폐기물에 경우 PBR을 사용하는 경우도 있지만, 이기업은 우리의 투자포인트 내용에 의해 2023년에 어닝이 크게 증가하는 만큼 이를 반영하는 PER method가 더 적합하다고 생각했다. 감가상각액의 크기가

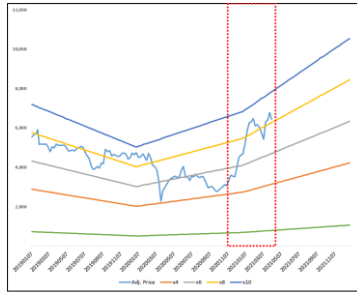
작지 않아 EV/EBITDA를 활용할 수도 있지만, 투자자들에게 더 널리 사용되는 PER이 투자자들에게 더 직관적으로 이해될 수 있다는 점을 고려하여 PER method를 활용했다.

<Target multiple>

멀티플은 시장의 기대를 수치로 보여주는 것이다. 이 기업에 대한 기대는 크게 두개로 나뉜다고 생각한다. 1. 건설 붐에 대한 기대, 2. 꾸준히 단가가 올라온 폐기물이 앞으로도 꾸준히 단가가 올라가고 매립량이 남아 있는 것에 대한 기대.

최근 인선이엔티의 주가는 1번에 대한 기대를 받아 상승했다. 4월8일에 오세훈 후보 당선 이후 주가가 6% 가량 오른 것이 이를 보여준다. 이러한 건설업 반등에 대한 시장의 기대는 언제부터였을까? 건설에 대한 시장의 기대감을 보여주는 몇가지 종목의 주가추이와 멀티플을 살펴보자.

그림 6-1. 대우건설 주가 및 historical PER



출처: SMIC 5팀

그림 6-2. TIGER 200 건설 ETF



출처: SMIC 5팀

위 그림은 국내 건설 매출 비중이 높은 대우건설의 주가와 historical multiple이 섞여있는 그림이다. 김현미 장관 교체를 시작으로 주택공급 확대정책에 대한 기대로 11월부터 대우건설은 물론 한국 건설 및 건자재주를 모아놓은 TIGER 건설 ETF의 주가가 상승하기 시작했다. 2020년 7월1일부터 2020년 10월31일까지 대우건설의 평균 PER은 5.14이다. 반면, 11월1일부터 현재인 4월9일까지 대우건설의 평균 PER은 7.3이다. 11월을 기점으로 시장이 건설업 반등에 대한 기대감을 표출한 것이다. 반면 6-2의 TIGER 건설 ETF를 보면 11월 이전의 건설업은 19년 주가조차 회복하지 못하며 시장은 건설업 반등에 대한 어떤 기대도 하지 못하고 있었다.

반면, 동사가 영위하는 매립 사업부, 즉 일반적 폐기물 산업에 대한 시장의 기대는 비교적 시간의 변화와 상관 없이 일정하다. 폐기물 업체인 코엔텍의 historical multiple을 보면 큰 변동성이 없이 시장의 변화와 맞물리며 일정한 진폭내에서 움직이는 것을 볼 수 있다. 이는 폐기물 산업의 특징인, 매립지는 한정되어 있어 과거부터 지금까지 p가 꾸준히 올라왔고, 앞으로 당연히 p가 우상향 할 것이라는 시장의 view는 2019년에도 2020년에도 2021년에도 비슷하기 때문이다. 2022년과 2023년에도 시장이 바라보는 폐기물 산업에 성장에 대한 정도와 view는 큰변화가 없을 것이라고 본다.

그러면 2023년에 이 기업에 대한 멀티플은 어떤 숫자가 적절할까? 2023년은 우리가 주장한 투자포인트1의 성과가 보이기 시작하는 첫해이다. 정부의 8.4 대책으로 촉발된 대규모 주택 공급 확대정책이 본격적으로 이미 실현되는 시점이기도 하고, 오세훈 집권으로 꽉 막혀있던 인허가 단계가 빠르게 진행되며 재건축 공급이 증가하여 주택착공으로

이어지는 첫해이며, SOC/토목 투자가 이미 본격화된 시점이다. 추가로 그 이후에는 35층 규제 제한 폐지 등 여러 규제 철폐로 인한 주택 공급이 증가할 가능성이 높다고 시장은 평가중이다. 그러나 정확한 숫자를 추정하기에는 너무 먼 기간이라 이 보고서에서는 정확히 추정할 수 있는 2023년까지만을 추정했다. 이후에도 주택 공급은 크게 증가할 것으로 추정된다.

그렇지만, 이 보고서를 읽고 있는 여러분에게는 보수적인 추정을 통한 TP 제시가 더 믿음직스러울 것이며, 굉장히 보수적으로 추정했는데도 상승여력이 나온다면 인선이엔티에 대한 투자를 선택하기 더 쉬울 것이라고 생각한다. 따라서, 2023년 이후에 건설 경기가 더 성장하지 않는다고 매우 보수적인 가정을 해보자. 이러한 가정은 2020년 11월 이전 시장이 건설을 바라보던 관점과 유사하다. 코로나로 인한 주가 하락을 제거하기 위해 구체화하자면, 2020년 7월1일-2020년 10월 31일까지 시장이 건설 시장을 바라보는 관점과 유사하다.

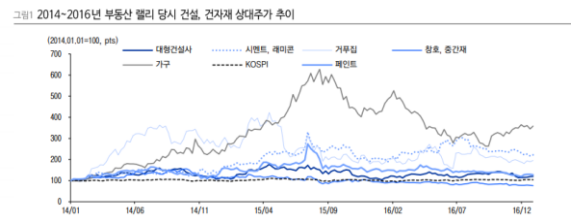
앞에서 언급했듯이 매립사업의 성장성에 대한 시장의 기대는 2020년이나 2023년이나 유사하다. 2020년의 성장보다 2022년의 성장이 더 클 것이라고 시장이 크게 기대하지는 않는다. 이 두 점을 고려 할 때, 보수적으로 2023년 이후 주택 공급이 크게 증가하지 않는다는 굉장히 보수적 관점은 건설업 반등에 대해 회의감이 시장에 팽배하던 2020.07.01-2020.10.31의 시점과 유사하다고 생각한다. 그렇기 때문에 2023년의 추정 EPS에 2020.07.01-2020.10.31의 평균 PER인 13.03을 곱한 값을 2023년의 TP로 제시하고자 한다.

그림 6-3. 동사 Target Price

Valuation- PER Method	
2023E 당기순이익(백만원)	77,811
희석 발행 주식수(주)	46,563,612
2023E EPS(원)	1671.063265
Target PER	13.03
목표주가(원)	21773.95435
현재주가(원)	14500
상승여력(%)	50.2%

출처: SMIC 5팀

그림 6-2. 전자재 기업별 주가 추이



출처: 이베스트 증권, SMIC 5팀

자, 그런데 2023년 EPS로 구했으면 2023년까지 기다려야 오를까? 2023년 EPS를 기반으로 구한 이 주식은 정말 2023년까지 기다려야 오를까? 물론 2023년초까지 기다려서 50% 상승하면 나쁘지 않은 투자이다. 이 보고서의 모든 추정이 보수적인 것을 고려하면 특히 그러하다.

그렇지만, 한편으로는 2023년이 되기전에 2022년에 이미 TP에 도달할 가능성이 높다. 동사의 2023년 건설폐기물의 매출이 발생하는 착공은 2022년에 분양 혹은 수주로 매출이 사실상 확정된다(동사 매출인식이 그렇다는게 아니라 시장 전체의 파이를 보면). 그림 6-2를 참고하면, 건설 초기에 투입되는 시멘트주 등과 2년뒤에 반영되는 가구 기업 주식의 주가가 분양과 동시에 같이 상승하는 것을 볼 수 있다. 매출이 사실상 수주시 확정되는 건설의 특성상, 2023년 매출은 2022년 한국의 건설 수주액으로 정해질 것이고 2022년에 시장에서 미리 반영이 될 것이다. 따라서, 2023년 TP이지만 2022년에 상승할 것을 기대하고 지금 투자하는 것은 꽤나 현명한 투자일 수 있을 것이다.

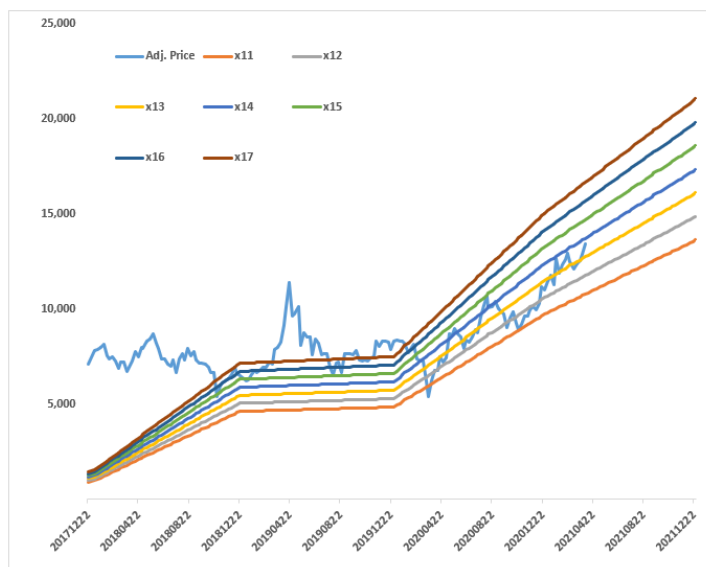
끝으로, 본 보고서는 종합적인 분석 결과, 동사에 대한 매수를 추천하는 바이다.

핵심 이유 중 하나는, 투자포인트1에서 기술했듯, 이 기업에는 건축 수혜라는 기대감이 반영이 상당히 안되어 있다고 본다. Appendix의 동사 historical PER을 살펴보자. 11월 이후 건설 및 전자재 기업의 PER이 큰폭으로 오를 때 동사의 PER은 거의 오르지 않았다. 13수준의 PER을 유지하던 동사는 오세훈 당선후 큰폭으로 올랐음에도 14.7 수준이다. 이제야 시장이 이 기업을 건축경기 활성화 수혜주로 바라보는 것 같지만 아직도 실제 벨류만큼 반영되어 있지 않다.

왜냐하면, 우리의 매출추정에서 우리는 21년에는 착공이 오히려 줄어 건설폐기물 중간처리 단가가 떨어졌다고 추정했다. 그말은 21년 EPS는 건설 활성화로 인한 수혜가 하나도 묻어 있지 않는 수치이다. 혹자는, 21년에 EPS가 성장했기 때문에 21년 EPS에 건축활성화에 대한 기대가 이미 반영되어 있는 것이 아니냐고 질문할 수 있다. 하지만, 21년에는 M&A로 인한 건설폐기물 중간처리 CAPA가 크게 증가한 것만 반영되어 있고, 건축 활성화로 인한 단가 인상은 반영되어 있지 않다. 오히려 건설수주액이 작아져 p가 감소할 것이라고 추정했다. 그러면, 아직도 건축활성화 기대감은 2020년EPS와 2021년 EPS에 동일하게 조금 반영되어 있는데, 타 건설 전자재 업종과 달리 PER이 크게 올라가지 않았다. 인선이엔티를 단순한 폐기물 산업으로 바라보는 사람들이 여전히 있어서 그런 것으로 추정한다. 오세훈 당선 이후 인선이엔티가 상승하기 시작하며 시장도 이 기업을 주택공급 및 재건축 수혜주로 인식하기 시작한 것으로 느껴진다. Re-rating이 종료되기 전에 적극 매수를 추천한다.

## 7. Appendix

<동사 Historical multiple>



**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.