

SDN [099220/매수]

BW발행으로 태양광 해외시장 확대의 엔진을 달다

■ 본격적인 해외 태양광 플랜트 수주가 이어지면서 실적 급성장이 예상된다.

태양광 시장이 확대되고 있다. 2009년 금융위기 이후 주춤했던 태양광 시장이 시장 수요가 확대되면서 2010년 다시 고성장을 회복할 것으로 판단된다. 그러한 시장 확대의 이유로는 글로벌 경기 회복으로 인한 2009년 계획되었던 투자의 집행, 환경 기준 강화에 대한 신재생에너지 비중 확대를 위한 태양광 수요가 증가하였기 때문이다.

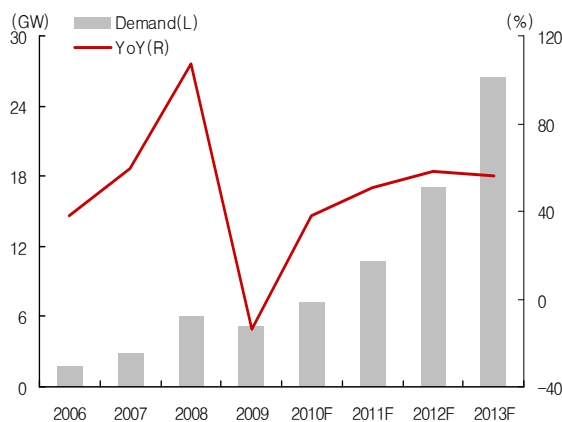
디스플레이서치에 따르면 2009년 YoY로 -14%를 차지하였던 성장세가 2010년에는 금융위기 이후 투자가 재개되면서 38%의 성장을 보일 것으로 판단되며, 2011년에는 51%의 성장을 보일 것으로 전망되고 있다. 이처럼 신재생에너지 중에서 가장 적극적이고 광범위하게 태양광 시장에 대한 관심이 높아지고 있는 이유는 폴리실리콘 등 태양광 기초 원재료들의 단가 인하로 인한 경제성 확대와 각국 정부 차원에서의 적극적 지원(발전차액 보조금, 세액공제 등)인 것으로 판단된다.

특히, 유럽 각국은 강력한 정책적 지원으로 태양광 산업을 크게 신장시켜 왔다. 최근 독일 정부의 태양광 지원 축소에 대한 우려가 존재하는데 이는 오히려 지원 축소 이전에 사업을 진행하려는 수요를 자극하여 단기적인 호재가 될 것으로 보인다. 최근에는 보조금 감축 법안이 상원에서 부결되어 태양광 지원에 대한 연속성을 기대해볼 수도 있다.

SDN은 이러한 해외 태양광 시장 확대에 적극적으로 대응하여 국내 최초로 2010년 2월 불가리아 45MW급 2,200억원 규모의 태양광 발전소를 수주하여 태양광 플랜트 시장을 개척하였다. 이는 태양광 플랜트 효율 부분에서 글로벌 경쟁력을 확보한 기술력이 바탕이 되었으며, 시스템 효율과 자체 생산 부품들의 가격 경쟁력이 핵심요소로 작용하였다. 글로벌 시장에서 기술 경쟁력을 보유하고 있다는 점은 성장하는 해외 시장에서 더 많은 수주 가능성을 기대해 볼 수 있다는 판단이다.

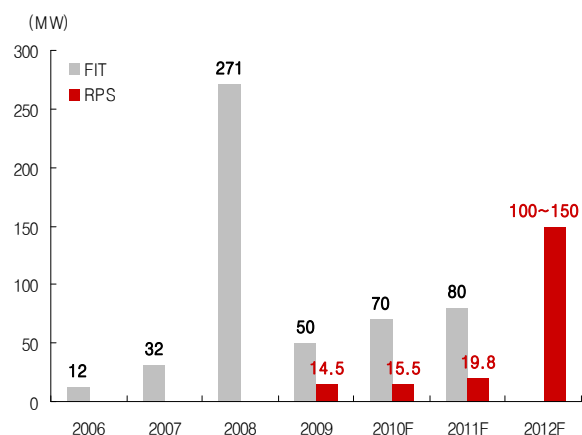
특히, 발전차액 제도가 여전히 존속되고 있는 여타 유럽지역에서는 유로존의 의무 신재생에너지 사용비율 준수를 위해서 신설 태양광 발전소 수요가 존재하고 있고, 현재 동사는 불가리아 이외 여타 국가에서도 동사의 경쟁력을 바탕으로 추가적으로 해외시장 확보를 위해서 노력하고 있다. 향후 해외 시장에서 추가적인 수주와 국내시장에서의 RPS제도의 확대에 의한 점진적 성장이 예상되므로 이를 통해서 실적 개선의 폭과 속도는 더욱 더 빨라질 수 있을 것으로 전망된다.

그림 1. 해외 태양광 시장 수요 성장 전망



자료: DisplaySearch (Quarterly PV Cell Capacity DB & trends Report)

그림 2. 국내 태양광 발전 설치 현황(발전설비 기준)과 전망



자료: Photon Consulting, 대우증권 리서치센터

■ 고도 성장하는 기업의 초기 과정을 밟고 있다. BW 발행으로 성장의 발판을 삼는다

동사는 금일 150억원 규모의 신주인수권부사채(BW)를 발행키로 했다고 공시했다. 이는 해외 태양광 시장의 확대와 함께 본격적인 해외 진출을 위한 자금 확보 차원으로 해석된다. 현재 불가리아 45MW사업 이외에 추가적인 해외 진출을 위해서는 기본적인 자금 확보가 요구되며, 신규 프로젝트 확보를 위해서 필요한 제반 자금으로 활용될 것으로 판단된다.

동사의 BW 발행은 성장하는 기업이 사업을 확대하기 위해서 취하는 가장 기본적인 자금 확대 형태로 해석되며 이는 과거 성장하는 기업의 초기과정을 밟는 것으로 판단된다. 150억원 자금 확보를 통해서 해외 플랜트 사업의 기본적인 토지구입과 영업목적 자금으로 활용될 것이며, 현재 차입금 구조로 볼 때 150억원은 큰 부담 없는 규모로 판단된다.

2010년 2월에 수주한 불가리아 발전소는 이미 수주가 진행되어 FOB기준으로 납품이 이루어지고 있으며 해당 발전소는 3~5MW씩 UNIT별로 건설될 예정이다. 1단계 20MW급 발전소는 표준형 설계로 2010. 4월 이내에 설계를 완료하고 독점적인 EPC계약에 의해 상반기내 우선 착공할 것이며, 2단계는 태양 추적형으로 설계하여 대표적인 고효율 발전 모델로 완성할 계획이다.

이에 따라 이번 계약으로 인한 올해 예상 EPC금액은 1억 달러 수준(1,150억원)이며 불가리아 및 인접국의 5MW이하의 소규모 발전시설도 인수하여 태양광 발전소 건설을 단계적으로 추가할 계획이므로 2010년부터 해외 매출로 인한 실적 개선이 본격적으로 이루어질 전망이다.

■ 해외 플랜트 사업은 고부가 사업으로 실적 개선에 가장 큰 역할을 할 것이다

해외프로젝트의 매출은 수출가가 이미 정해져 있으므로 원가대비 마진자체를 예상할 수 있는데 용역매출은 매출마진이 30% 수준이고 제품매출은 매출마진이 20% 수준으로 예상된다. 이미 수출된 시스템의 마진은 22%수준으로 판단된다. 이는 국내 시장의 마진보다 훨씬 높은 고부가가치 사업이며 이로 인해 본격적으로 수출 실적이 인식되는 2분기부터는 실적의 개선속도가 가속화 될 것으로 판단된다. 3분기부터는 확대된 해외 매출 인식과 국내 태양광 펀드 매출 등 국내 부분의 실적 개선과 함께 본격적인 실적 성장에 대한 확인이 가능할 것으로 판단된다.

표 1. SDN 수익예상과 투자지표

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	영업이익률 (%)	순이익 (억원)	EPS (원)	EBITDA (억원)	FCF (억원)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
12/08	849	56	6.6	41	605	66	-233	30.3	-	-	-
12/09	1,006	60	5.9	89	502	84	-456	27.3	13.7	2.8	22.0
12/10F	2,012	258	12.8	265	1,323	287	-2,597	40.7	6.7	2.2	11.3
12/11F	3,265	454	13.9	384	1,920	482	-1,798	39.1	4.6	1.5	6.8
12/12F	3,895	548	14.1	449	2,245	571	-291	31.7	3.9	1.0	4.9

자료: SDN, 대우증권 리서치센터 예상

■ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계는 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 또한 동 자료를 작성함에 있어 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 투자의견 분류 및 적용기준(2008년 3월 31일부터 변경, 기간은 12개월, 상대수익 기준)
 매수(시장대비 20% 이상의 초과 수익 예상), Trading Buy(시장대비 10% 이상의 초과 수익이 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우),
 중립(시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상), 비중축소(시장대비 10% 이상의 주가하락 예상)
- 투자의견 및 목표가 등 추이(투자의견 제시일이 비영업일인 경우 익일 영업일로 표시함)

주가(—), 목표주가(---), Not covered(■), 매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆)



이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.