

## 2010년 해외진출 원년, 성장모멘텀 확대 기대

### 중소형 태양광 발전시스템 1위 업체

서울마린은 국내 중소형 태양광 발전시스템 및 엔지니어링 1위 업체(M/S 23.1%)이다. 94년 일본 혼다의 소형선박용 선외내연기관 한국 판매업체로 설립되었고 04년에는 태양광사업에 진출, 태양광 발전시스템 및 엔지니어링 회사로 변신하였으며 금년 5월에 코스닥시장에 상장되었다. '08년 기준 매출 구성비는 태양광 사업이 81.4%로 대부분을 차지하고 있으며 기타 소형선박용 엔진 및 동력시스템이 19.6%를 차지한다. 동사는 09년 4월 광주에 국내 최초의 자동화 설비를 갖춘 30MW 규모의 자체 태양광 모듈공장 및 공장지붕형 태양광 발전소를 완공하고 양산가동하면서 태양광발전 관련 제품의 풀라인업을 구축하였다.

### 태양광사업 지원제도 변화에 따른 상대적인 수혜 기대

국내 태양광사업은 '09년 이후 글로벌 경기침체에 따른 수요위축과 정부의 국내 발전차액지원 규모 축소 등에도 불구하고 동사는 국내 태양광사업 환경변화에 따른 상대적인 입지가 강화되고 있다.

우선 국내 태양광 Supply chain에서 발전시스템 사업자의 주도권이 강화되고 있다는 점이다. 태양광 발전사업의 Upstream에 해당되는 폴리실리콘, 잉곳, 웨이퍼, 셀 등 태양광발전 관련 소재 및 부품 등이 글로벌 수요위축 및 공급과잉에 따른 큰 폭의 가격하락이 진행된 반면 태양광 발전시스템 사업자에게는 원가하락 및 구매 협상력 강화요인으로 작용하고 있다.

또한, 신재생에너지공급의무화(RPS)제도 도입을 앞두고 정부의 발전차액 지원규모 축소 및 발전용량별 지원가격 차별화제도는 국내 태양광사업에서 동사와 같은 중소형 발전소형 사업모델의 기업에게 유리한 영업환경이 조성되고 있다. 태양광 발전차액 지원제도는 신재생에너지 발전에 의하여 공급한 전기의 전력거래 가격이 정부고시 기준가격보다 낮은 경우 기준가격과 전력거래와의 차액(발전차액)을 지원하는 제도로 09년부터 설비용량 기준에서 발전량 기준으로 변경하여 09년 50MW, 10년 70MW, 11년 80MW로 지원 한계용량을 축소하였으며 2012년부터는 RPS로 전환하게 된다.

RPS제도는 발전사업자(한전 발전자회사 등)에 대한 태양광 발전량 별도할당을 통해 적정규모의 내수시장을 확보하고 민간주도의 보급시스템으로 전환하기 위한 정책으로 1) 200KW이하 소용량 발전소 2) 건물일체형 발전소 3) 국산화진전 정도 등에 대한 우대조항 등이 반영되어 차등 지원될 예정이어서 동사의 최대 수혜가 예상된다.

### Financial Data

투자지표	단위	2006	2007	2008	2009F	2010F
매출액	십억원	35.6	50.3	84.9	108.5	158.7
영업이익	십억원	6.2	5.5	5.6	7.3	15.2
세전이익	십억원	3.9	4.5	2.8	9.3	16.3
순이익	십억원	2.8	3.5	4.1	9.3	14.7
수정EPS	원	834	900	605	1,051	1,467
증감율	%	52.2	7.9	(32.8)	73.7	39.6
PER	배	-	-	-	13.1	9.4
PBR	배	-	-	-	5.5	3.5
ROE	%	48.2	37.3	30.3	46.2	45.7

자료: 서울마린, 하나대투증권

### Small Cap

#### Company Analysis

CP(11/30): 13,750원

December 1, 2009

Analyst 김완규

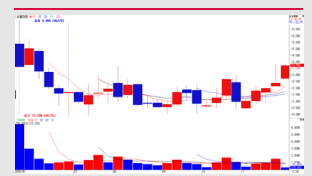
02-3771-7792

kwkim@hanaw.com

### Key Data

종가 (11/30)	13,750
KOSDAQ 지수(pt)	46432
52주최고/최저(원)	18,600/10,000
시가총액(십억원)	1375
발행주식수(천주)	10,000
60일 평균거래량(천주)	184.9
08년 배당금(원)	125
외국인 지분율(%)	0.5

### Stock Price



**태양광 금융상품, 해외진출 추진 등으로 향후 성장잠재력 확대**

최근 태양광발전소의 금융상품화 추진에 따라 높은 성장이 기대된다는 점이다. 국내 자산운용사가 동사 태양광발전소 매입전용의 사모 태양광펀드를 조성할 예정이며 펀드조성시 동사는 태양광모듈 및 발전소 시스템의 안정적인 매출이 기대된다는 점이다. 동사는 IR자료에서 이와 관련된 태양광펀드규모는 약 1,000억원 대 규모로 추진되고 있는 것으로 밝히고 있다.

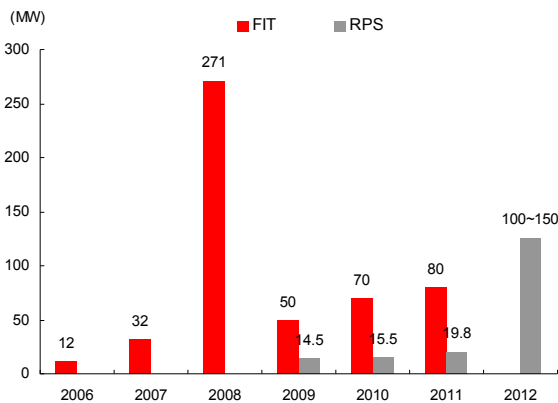
특히, 내수중심의 매출구조에서 탈피하기 위해 내년부터는 해외진출을 적극 추진할 계획이다. 동사는 태양광 발전 관련 단품 위주의 수출을 지양하고 발전시스템 중심의 해외 태양광 발전소 건설부문을 중심으로 해외 진출을 본격화할 계획이다. 중국산 제품의 품질문제 등이 불거지면서 수출여건이 개선되고 있어 해외진출에 유리한 환경이 조성되고 있으며 이와 관련하여 동사는 유럽지역을 중심으로 해외업체와 제휴하여 발전소 건설시장 진출을 추진하고 있다.

또한 동사가 중점적으로 추진하고 있는 독립형 태양광 LED 조명시스템의 해외공급이 가시화될 것으로 기대되고 있다. 동사는 태양광발전시스템 운영경험과 LED 조명 정책과제 수행에서 축적된 기술을 바탕으로 낮에 태양광발전으로 충전된 전기로 밤에 LED 조명을 할 수 있는 독립형 태양광 LED 조명시스템을 개발하여 해외 수출을 추진하고 있다. 아프리카 등 국토여건상 전기송전이 어려운 지역의 일부 국가들이 국제기구의 지원으로 LED 가로등 설치작업을 추진하고 있어 동 시장이 일차적인 진출대상이 될 전망이다. 이와 같이 동사의 해외진출이 가시화 될 경우 2010년은 내수중심에서 수출시장으로 성장잠재력을 확충하는 원년이 될 것으로 기대된다.

**2010년 이후 성장잠재력 부각전망, 장기적 접근 유효**

09년 예상실적은 매출액과 영업이익이 전년동기대비 27.8%, 29.8% 증가한 1,085억, 73억원으로 추정된다. 2010년은 해외진출의 성과에 따라 영업실적이 가변적이거나 보수적으로 국내 금융상품화에 따른 수주 예상치만을 반영할 경우 매출액과 영업이익은 46.3%, 108.3% 증가한 1,587억, 152억 수준이 될 것으로 예상된다. 외형증가에 따른 고정비부담감소, 광주 자동차 모듈공장의 본격가동 및 증설(30MW →100MW)에 따른 자체부품 조달비율 상승 등으로 동사의 수익성은 큰 폭으로 개선될 전망이다. 동사에 대한 해외진출의 성과가 가시화될 경우 추가적인 실적 상향조정이 가능한 상황이다. 2010년 이후 성장잠재력이 크게 기대된다는 점에서 동사에 대한 장기적 관점 접근이 유효할 전망이다.

**그림 1. 국내 태양광 발전 설치현황(발전설비용량)**



자료: Phton Consulting, 서울마린

**그림 2. 200Kw이하 중소형, 건축물활용시 상대적 유리**

적용시점	설치장소	적용기간	30kW이하	200kW이하	1MW이하	3MW이하	3MW초과
			30kW이하	200kW이하	1MW이하	3MW이하	
09년		15년	646.96	620.41	590.87	561.33	472.70
		20년	589.64	562.84	536.04	509.24	428.83
10년	일반부지	15년	566.95	541.42	510.77	485.23	408.62
		20년	514.34	491.17	463.37	440.20	370.70
	건축물활용	15년	606.64	579.32	546.52	-	-
		20년	550.34	525.55	495.81	-	-

자료: 신재생에너지센터, 하나대투증권

**Compliance Notice**

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김원규)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2009년 12월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김원규)는 2009년 12월 1일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.