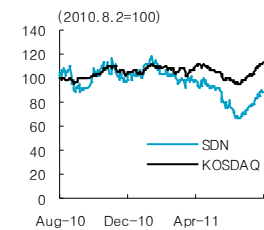


SDN(099220)

매수(신규) / TP: 12,000원(신규)

• 주가 ('8/01)	8,980원
• 시가총액	180십억원
• 자본금	10십억원
• 52주 최고/최저가	11,900원/6,660원
• 6개월 일평균 거래대금	1,745백만원
• 외국인지분율	2.2%

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009A	101	6	8	9	1,016	67.9	8	6.8	22.5	1.3	27.3
2010A	116	10	8	5	238	(76.6)	13	46.4	21.8	3.6	8.7
2011F	239	26	22	18	924	288.1	29	9.7	8.4	2.3	26.8
2012F	349	36	32	27	1,360	47.2	40	6.6	5.9	1.7	30.0
2013F	426	49	45	38	1,910	40.4	52	4.7	4.2	1.3	31.2



실적의 폭발성장!

투자의견 '매수', 목표주가 12,000원 제시: SDN에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 12,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 예상 EPS 1,178원에 한국투자증권 유니버스의 평균 12개월 예상 PER인 10배를 적용해 산정했다. 이는 글로벌 태양광 발전소의 건설 및 시스템 업체의 평균 12배나 국내 건설 업종 평균 14배와 비교해 보수적인 밸류에이션이라 판단한다.

〈표 25〉 SDN 밸류에이션

(단위: 원, 배)

업종/기업	2011F PER	2012F PER	12MF PER
한국투자증권 Universe	11.0	9.4	ⓐ = 10.1
건설업	14.7	13.8	14.2
		SDN 12MF EPS = ⓑ	1,178
		목표주가 = ⓐ x ⓑ	12,000
* 참고: 글로벌 태양광 발전 설치 업체 밸류에이션			
EDF Energies Nouvelles (프랑스)	24.4	19.4	21.5
Phoenix Solar (독일)	7.7	6.0	6.7
Ternienergia (이탈리아)	6.5	7.5	7.1
평균			11.8

자료: I/B/E/S, 한국투자증권

태양광 발전 설치 및 시스템 사업에 주목: 모듈 가격의 하락은 시스템 업체에게 호재다. 설치 비용을 낮출수록 사업의 수익성이 높아지기 때문이다. 태양광 관련 제품의 가격이 떨어지는 것은 단순한 공급과잉이 아니라 수요자의 요구 때문이다. 태양광 발전은 초기 건설 비용을 투자하고 전력 매출을 통해 안정적으로 현금을 회수하는 사업이다. 높은 발전차액 지급을 보장받고, 초기 투자비용을 낮춰야 수익성이 보장된다. 따라서 빨리, 싼 값에 발전소를 지어야 한다. 태양광 모듈의 가격이 빠르게 하락하는 것은 태양광 산업이 공급자(제조) 중심에서 수요자(설치) 중심으로 변하고 있음을 의미한다.

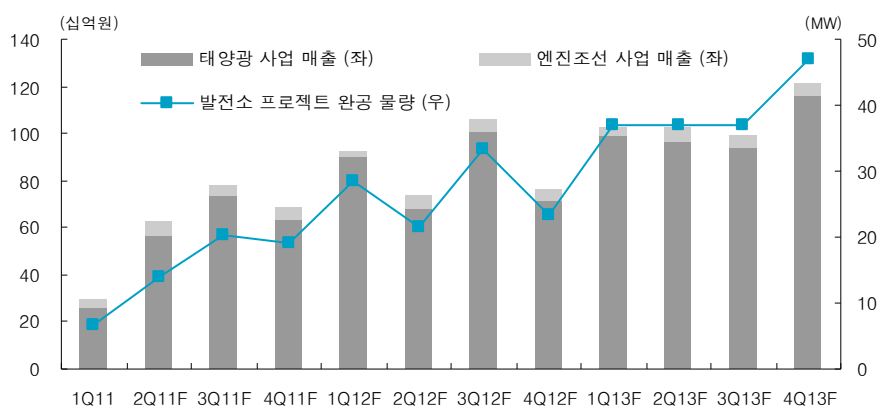
풍부한 국내 발전소 시공 및 운영 경험을 기반으로 해외진출 박차: 태양광 발전 사업이 수익성을 가지기 위해서는 장기간에 걸쳐 안정적인 전력생산이 필요하다. 태양광 발전에 대한 보조금은 계속 낮아지거나 없어질 것이므로 더 많은 전력생산을 위해 설치 및 시스템 업체의 역량은 더욱 중요해질 것이다. SDN은 국내 발전소 건설에서 축적한 노하우를 바탕으로 세계 시장을 공략하고 있다. 2010년까지 국내 설치된 태양광 발전 설비는 500MW로 이 중 약 10%를 SDN이 설치했다. 그리고 자체 운영 중인 발전소 겸 연구소를 통해 운영 및 관리 기술력을 축적하고 있다.

박기용 3276-6177
kypark@truefriend.com

해외 사업 파이프라인 계속 추가 중: 현재 진행 중인 불가리아 태양광 발전소 건설 프로젝트 등 해외 진출이 활발하다. 동유럽 등 태양광 산업 발달의 초기 단계에 있는 국가들은 아직까지 높은 보조금을 지급하고 있어 태양광 발전의 사업성이 높다. 현재 SDN은 불가리아에서 21MW 규모의 발전소 2기를 건설 중이며 중소 규모 발전소의 수주를 추가하고 있다. 해외 발전소 사업은 남동발전이 직접 프로젝트를 개발해 SDN에 발전소 건설 수주를 주고 있다. 향후에도 남동발전과의 긴밀한 관계를 바탕으로 추가 수주가 이어질 예정이다. 국내에서도 태양광 발전 지원 정책이 올해부터 RPS로 전환되면서 한전의 발전 자회사들로부터 태양광 발전 수주 증가가 기대된다.

급격한 실적 성장 기대, 모듈 가격 급락은 덤: 올해를 기점으로 매출과 영업이익이 매년 급속히 성장할 전망이다. 올해 매출액은 2,393억원, 영업이익은 262억원으로 전년대비 각각 107%와 153% 증가할 전망이다. 원가에 반영되는 태양광 발전용 모듈의 가격이 예상보다 더 빠르게 하락하면서 기수주된 물량에서 영업마진이 확대되는 효과가 나타나 영업이익이 더 큰 폭으로 증가한다. 수주 물량이 대부분 확정된 2012년에도 이러한 급속성장은 계속되어 2011년 대비 매출액과 영업이익이 각각 46%와 39% 증가한 3,494억원과 364억원을 기록할 것으로 예상된다.

[그림 59] SDN의 발전소 프로젝트 완공 예정 물량과 매출 전망



자료: SDN, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
유동자산	65	122	144	154	184
현금성자산	1	10	22	28	34
매출채권및기타채권	43	74	81	80	94
재고자산	12	9	17	24	30
비유동자산	41	49	66	82	93
투자자산	2	12	25	36	44
유형자산	37	34	35	37	39
무형자산	1	1	2	3	4
자산총계	106	171	209	236	277
유동부채	46	86	114	117	123
매입채무및기타채무	4	7	15	23	27
단기차입금및단기사채	41	58	78	76	74
유동성장기부채	1	19	16	14	12
비유동부채	10	26	19	16	15
사채	0	13	5	3	2
장기차입금및금융부채	10	12	12	11	10
부채총계	56	112	133	134	138
자본금	5	10	10	10	10
자본잉여금	28	27	27	27	27
자본조정	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	20	24	41	67	104
자본총계	50	59	76	102	139

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
영업활동현금흐름	(15)	0	15	28	31
당기순이익	9	5	18	27	38
유형자산감가상각비	2	2	2	2	3
무형자산상각비	0	0	0	1	1
자산부채변동	(24)	(8)	(6)	(2)	(10)
기타	(2)	1	1	0	(1)
투자활동현금흐름	(18)	(48)	(12)	(14)	(18)
유형자산투자	(32)	(14)	(3)	(4)	(5)
유형자산매각	2	0	0	0	0
투자자산순증	12	(23)	(13)	(11)	(8)
무형자산순증	(1)	0	(2)	(2)	(1)
기타	1	(11)	6	3	(4)
재무활동현금흐름	33	56	8	(8)	(7)
자본의증가	31	5	0	0	0
차입금의순증	7	56	9	(7)	(6)
배당금지급	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	(4)	(4)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(1)	9	12	6	6

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	101	116	239	349	426
매출총이익	13	21	45	69	90
판매관리비	7	10	20	32	43
기타영업손익	0	0	1	(0)	1
영업이익	6	10	26	36	49
금융수익	2	2	2	2	3
이자수익	0	1	1	1	1
금융비용	4	4	7	7	6
이자비용	3	4	6	6	6
기타영업외손익	3	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	1	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	8	8	22	32	45
법인세비용	(1)	3	3	5	7
당기순이익	9	5	18	27	38
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	9	5	18	27	38
EBITDA	8	13	29	40	52

주요 투자지표

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	1,016	238	924	1,360	1,910
BPS	5,363	3,107	3,966	5,256	7,086
DPS	125	50	50	50	50
성장상(% YoY)					
매출증가율	18.4	14.9	107.1	46.0	22.0
영업이익증가율	5.8	73.3	153.4	39.1	33.9
순이익증가율	114.4	(46.8)	284.9	47.2	40.4
EPS증가율	67.9	(76.6)	288.1	47.2	40.4
EBITDA증가율	27.3	51.0	130.0	36.4	31.9
수익성(%)					
영업이익률	5.9	8.9	10.9	10.4	11.4
순이익률	8.8	4.1	7.6	7.7	8.8
EBITDA Margin	8.3	10.9	12.1	11.3	12.2
ROA	10.4	3.4	9.6	12.0	14.7
ROE	27.3	8.7	26.8	30.0	31.2
배당수익률	1.8	0.5	0.6	0.6	0.6
안정성					
순차입금(십억원)	46	65	68	59	43
차입금/자본총계비율(%)	103.1	172.7	145.6	102.0	70.6
Valuation(X)					
PER	6.8	46.4	9.7	6.6	4.7
PBR	1.3	3.6	2.3	1.7	1.3
PSR	0.6	1.9	0.8	0.5	0.4
EV/EBITDA	22.5	21.8	8.4	5.9	4.2

■ Compliance notice

- 당사는 2011년 8월 2일 현재 OCI, SDN, 웅진에너지 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 OCI와 기타 이해관계가 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 OCI 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.