

SDN(099220)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 12,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/2)	1,898
주가(11/2)	7,350
시가총액/발행주식수(십억원, 백만)	147/20
52주 최저/최고가(원)	5,460/11,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	697
유동주식비율/외국인지분율(%)	53.6/2.0
주요주주(%)	최거력 외 7인 44.7

EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2011F	924	814	(11.9)
2012F	1,360	1,293	(4.9)
2013F	1,910	1,421	(25.6)

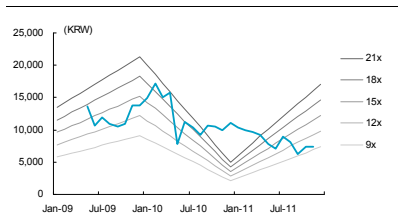
Valuation 지표

	2011F	2012F	2013F
PER(x)	9.0	5.7	5.2
PBR(x)	1.9	1.4	1.1
EV/EBITDA(x)	8.0	5.5	4.9
EPS(원)	814	1,293	1,421
BPS(원)	3,859	5,082	6,432

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.2	(22.6)	(32.6)
상대주가(%p)	10.0	(7.8)	(31.5)

PER 밴드



어두운 태양광 시장 속 빛나는 실적

What's new : 사상 최대의 분기 영업이익 기록

SDN의 3분기 영업이익은 추정치인 89억보다 낮은 79억원을 기록했다. 이는 분기 기준 사상 최대의 영업이익으로, 극도로 위축된 태양광 시장의 업황을 고려하면 매우 양호한 실적이다. 매출액은 추정치인 783억원과 크게 차이 나는 267억원을 기록했다. 매출액이 추정치와 크게 차이 나는 이유는 1) 일부 태양광 발전소 건설 프로젝트의 완공이 연기되면서 약 200억원의 매출이 다음 분기로 지연되었으며, 2) 발전소 건설에 투입되는 태양전지 모듈의 매출 인식 시점이 발전소의 완공 시점과 일치하지 않기 때문이다. 태양전지 모듈은 선적시점에 매출을 인식하며 발전소 설치 용역 매출은 완공시점에 인식하기 때문에 시차가 발생한다.

Positives : 해외 수주 확보 + 국내 시장 확대 기대

SDN이 진출해 있는 불가리아는 태양광 발전 도입 초기 단계로서 높은 수준의 보조금을 지급하고 있으며 국가 주도의 발전소 건설이 활발하다. SDN은 현재 불가리아 외의 지역에서도 수주를 추가 확보하고 있으며, 국내에서도 내년부터 신재생에너지 발전 의무 할당제가 시작됨에 따라 수주 기회는 더 늘어날 것으로 보인다. 내년에 완공이 예정되어 있는 태양광 발전소 규모는 올해보다 70% 이상 늘어날 것으로 예상된다. 또한 국내에 기 설치된 태양광 발전소의 효율을 개선하고 운영 및 관리를 맡는 사업을 통해 매출을 다각화할 전망이다.

Negatives : 태양광 시장의 장기 침체에도 무사할 수 만은 없어

태양광 모듈 가격은 공급과잉으로 인해 연초 대비 30% 이상 하락했다. 그럼에도 불구하고 마진 압박을 겪고 있는 대다수의 태양전지 제조업체들과 달리 SDN의 이익은 오히려 개선되고 있다. 태양광 모듈은 발전소 건설의 원자재에 해당하기 때문이다. 그러나 태양광 모듈 가격의 하락이 계속된다면 발전소 건설 단가 역시 인하 압력을 받게 될 가능성이 크다. 또한 태양광 시장 침체가 길어져 발전소 수요가 감소하게 되면 설치 업체의 실적도 영향을 받을 수 밖에 없을 것이다.

결론 : 투자의견 '매수', 목표주가 12,000원 유지

SDN에 대한 기존 투자의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 12개월 forward EPS에 PER 10배를 적용했다. 현재 주가는 8월 초 급락전의 가격 9,030원 보다는 23% 낮은 가격이고 목표주가 대비 상승여력은 63%다. 기수주된 해외 태양광 발전소의 완공이 단계적으로 진행됨에 따라 단기 실적의 가시성이 높고 내년부터 신재생에너지 발전 의무 할당제가 시작됨에 따라 국내에서의 매출 증가도 기대된다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q11P				증감률(%)		2011F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	78.3	26.7	(51.6)	78.3	(57.5)	3.4	187.3	239.0
영업이익	8.9	7.9	(1.0)	8.9	9.5	212.4	25.8	26.0
영업이익률(%)	11.4	29.5		11.4			13.8	10.9
세전이익	7.3	3.6	(3.7)	7.3	73.4	12.3	19.8	21.3
순이익	6.1	3.1	(3.0)	6.1	0.1	3.0	16.0	17.9

재무상태표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
유동자산	65	122	150	163	182
현금성자산	1	10	15	18	25
매출채권및기타채권	43	74	103	99	103
재고자산	12	9	13	25	29
비유동자산	41	49	59	82	92
투자자산	2	12	19	37	43
유형자산	37	34	35	37	39
무형자산	1	1	2	3	4
자산총계	106	171	209	245	274
유동부채	46	86	112	126	130
매입채무및기타채무	4	7	11	25	29
단기차입금및단기사채	41	58	83	82	84
유동성장기부채	1	19	16	16	14
비유동부채	10	26	22	20	18
사채	0	13	11	9	8
장기차입금및금융부채	10	12	10	8	7
부채총계	56	112	135	146	147
자본금	5	10	10	10	10
자본잉여금	28	27	27	27	27
자본조정	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	20	24	39	64	91
자본총계	50	59	74	99	126

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
영업활동현금흐름	(15)	0	(11)	33	25
당기순이익	9	5	16	25	28
유형자산감가상각비	2	2	2	2	3
무형자산상각비	0	0	0	1	1
자산부채변동	(24)	(8)	(30)	4	(6)
기타	(2)	1	1	1	(1)
투자활동현금흐름	(18)	(48)	(1)	(25)	(15)
유형자산투자	(32)	(14)	(3)	(4)	(5)
유형자산매각	2	0	0	0	0
투자자산순증	12	(23)	(7)	(17)	(6)
무형자산순증	(1)	0	(1)	(2)	(1)
기타	1	(11)	10	(2)	(3)
재무활동현금흐름	33	56	17	(6)	(3)
자본의증가	31	5	0	0	0
차입금의순증	7	56	18	(5)	(2)
배당금지급	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	(4)	(4)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(1)	9	5	2	7

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

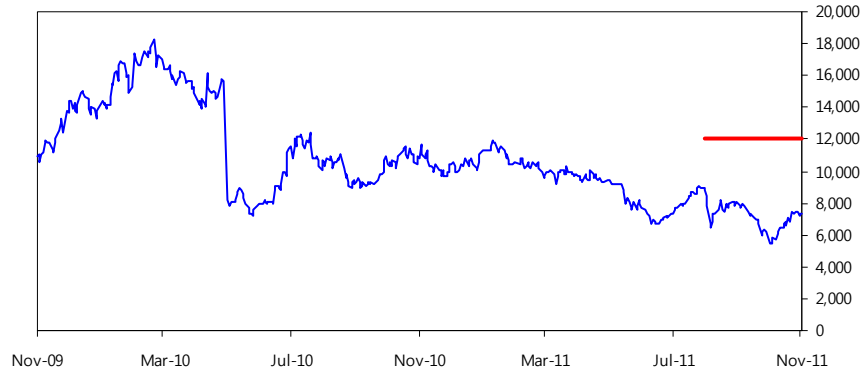
	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	101	116	187	353	413
매출총이익	13	21	37	63	69
판매관리비	7	10	13	25	30
기타영업손익	0	0	2	0	0
영업이익	6	10	26	38	40
금융수익	2	2	2	2	2
이자수익	0	1	1	1	1
금융비용	4	4	8	8	7
이자비용	3	4	8	8	7
기타영업외손익	3	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	1	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	8	8	20	31	35
법인세비용	(1)	3	4	6	7
당기순이익	9	5	16	25	28
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	9	5	16	25	28
EBITDA	8	13	29	41	43

주요 투자지표

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
주당지표(원)					
EPS	1,016	238	814	1,293	1,421
BPS	5,363	3,107	3,859	5,082	6,432
DPS	125	50	50	50	50
성장성(% YoY)					
매출증가율	18.4	14.9	62.1	88.5	17.1
영업이익증가율	5.8	73.3	150.0	47.3	4.1
순이익증가율	114.4	(46.8)	239.2	58.8	9.9
EPS증가율	67.9	(76.6)	242.1	58.8	9.9
EBITDA증가율	27.3	51.0	126.4	44.3	4.4
수익성(%)					
영업이익률	5.9	8.9	13.8	10.8	9.6
순이익률	8.8	4.1	8.6	7.2	6.8
EBITDA Margin	8.3	10.9	15.3	11.7	10.4
ROA	10.4	3.4	8.4	11.2	10.8
ROE	27.3	8.7	24.0	29.5	24.9
배당수익률	1.8	0.5	0.7	0.7	0.7
안정성					
순차입금(십억원)	46	65	88	80	68
차입금/자본총계비율(%)	103.1	172.7	162.0	116.9	90.1
Valuation(X)					
PER	6.8	46.4	9.0	5.7	5.2
PBR	1.3	3.6	1.9	1.4	1.1
PSR	0.6	1.9	0.8	0.4	0.4
EV/EBITDA	22.5	21.8	8.0	5.5	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SDN (099220)	2011.08.02	매수	12,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2011년 11월 3일 현재 SDN 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 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 높게 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.