

## 에스에너지(095910)

Not Rated

Corporate Day 후기

Value	Growth	Turn around	Issue
-------	--------	-------------	-------

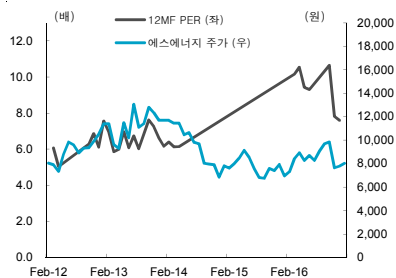
## Stock Data

KOSPI(1/17)	2,070
주가(1/18)	7,960
시가총액(십억원)	93
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	10,450/6,670
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,228
유동주식비율/외국인지분율(%)	70.2/3.5
주요주주(%)	홍성민 외 3인 22.1
	디에스자산운용 7.9

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.1	(5.8)	6.2
상대주가(%p)	6.6	(8.5)	(4.1)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 태양전지 모듈 생산 및 태양광 시스템 설치 전문 업체

- 2001년 삼성전자에서 분사하여 설립된 에스에너지는 2007년 코스닥에 상장하여 태양광 모듈 생산 및 태양광 시스템 설치 사업을 영위
- 연간 520MW의 모듈을 생산할 수 있는 공장을 보유하고 있으며 일본, 남미 등 해외를 중심으로 태양광 시스템 설치 사업(EPC)을 진행하고 있음
- 주요 자회사로는 태양광 발전소 유지보수(O&M)를 진행하는 에스파워(지분율 100%)와 연료전지사업을 영위하는 에스퓨어셀(지분율 88.7%)을 보유
- 2016년 3분기 누적 기준 매출비중은 태양광 모듈 48%, 태양광 설치 43%, 기타 8%로 구성

## 투자포인트

## 1) 성장이 이어지고 있는 태양광 산업

- 태양광발전의 평균 원가는 KWh당 0.13달러 수준으로 이미 화석연료와 대등한 가격경쟁력을 보유하고 있으며 2025년에는 현재 발전 원가의 절반 수준에 도달할 전망
- 최근 트럼프 당선에 따라 신재생에너지 산업에 대한 우려가 크지만 지난해 12월 발효된 파리기후협약과 미국의 ITC(투자세액공제)제도 연장결정으로 인해 태양광 산업의 성장은 지속될 것으로 판단
- 오히려 파리기후협약 이후 신흥국에서는 신재생에너지 발전소 설치를 위한 펀드가 조성되고 있으며, 이는 태양광 발전 산업이 선진국에서 신흥국으로 확대되는 계기가 될 것
- 국내에서도 SMP/REC 고정가격 거래제도, 발전소 개발 인허가 규제 완화 등의 신재생에너지 활성화 정책이 발표되고 있음

## 2) 태양광 사업 Value chain 수직 계열화

- 에스에너지는 태양광 발전소 개발(EPC), 프로젝트 파이낸싱(PF), 발전소 운영, 유지보수(O&M), 연료전지까지 value chain을 내제화하여 태양광 발전 다운스트림으로 사업영역을 확대하고 있음
- 특히, 태양광 다운스트림 사업의 경우 경쟁강도가 낮아 높은 수익성이 예상됨

## 3) EPC 사업 확대를 통한 실적 개선 본격화

- value chain 내제화를 통해 경쟁사 대비 차별화된 경쟁력을 보유하고 있고 국내외에서 많은 EPC사업을 확대해 나갈 전망

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2012A	225	19	10	980	NM	23	10.7	5.1	1.5	14.6	1.0
2013F	262	11	7	722	(26.3)	16	16.2	8.9	1.5	9.5	0.9
2014A	273	6	3	280	(67.2)	12	24.5	8.1	0.8	3.5	1.5
2015A	313	6	3	301	7.5	13	26.4	10.9	0.9	3.6	1.3
2016F	284	6	3	315	4.6	13	24.7	10.7	0.9	3.8	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

- 해외에서는 2015년 수주한 일본 52MW규모의 EPC 사업을 이미 진행하고 있으며, 남부발전과 함께 진출한 중남미 시장에서는 5,000만달러 규모의 태양광 발전 사업을 개시하였음
- 2017년 국내에서 추진 중인 EPC사업은 70MW규모, 향후에도 EPC사업 확대는 지속적으로 진행될 것

### 실적 & Valuation

- 2016년 매출액과 영업이익은 모듈사업부 부진 및 프로젝트 사업 지연으로 전년대비 소폭 감소할 전망
- 하지만, 2017년에는 수익성이 좋은 태양광 다운스트림 사업이 본격화되면서 매출액과 영업이익이 모두 개선되는 모습을 보일 것
- 2017년 예상 매출액과 당기순이익은 3,345억원, 108억원으로 2017년 예상 PER은 8.6배 수준

### 주요 Q&A

#### 1) SMP(전력가격) 및 REC(신재생공급인증서) 장기 고정가격 거래제도가 미치는 영향?

- 국내 태양광 시장 활성화에 큰 도움이 될 것으로 판단
- 그 동안 태양광 발전소를 통해 대체투자를 진행하려던 금융사들이 불확실한 현금흐름으로 인해 태양광 발전소투자를 많이 망설였는데 이번 정책발표로 인해 태양광 발전 투자에 우호적인 환경이 조성되었다는 판단
- 구체적인 정책 내용은 4월에 발표될 예정이기 때문에 조금 더 지켜볼 필요는 있음
- \* 장기 고정가격 거래제도: 신재생발전 의무사업자가 SMP와 REC가격을 합친 고정가격을 정해 발전 사업자와 장기 계약을 맺는 제도

#### 2) 에스인베스트 설립 목적?

- 자체 프로젝트 파이낸싱 능력을 확보하여 EPC사업 계약시 협상력을 높이려는 목적
- 하지만 최근에는 자금조달 채널이 많아지면서 중요성이 다소 감소한 상황

#### 3) 모듈 사업 가동률 및 향후 업황 전망은?

- 2016년 모듈사업의 가동률은 75% 수준이며 모듈 가격 하락이 계속되고 있어 수익성 회복이 쉽지 않은 상황
- 향후 업황도 지난해와 비슷한 상황이 지속될 것으로 판단

#### 4) 태양광 유지보수 사업 전망은?

- 에스에너지에서 진행하는 EPC사업은 대부분 에스파워의 유지보수 계약으로 이어지고 있으며, 다른 사업자가 진행한 EPC사업도 에스파워와 유지보수 계약을 맺는 경우가 많음
- 보통 20년정도의 장기계약을 맺기 때문에 에스에너지 EPC사업 증가에 따라 유지보수 사업 매출은 누적해서 증가할 것

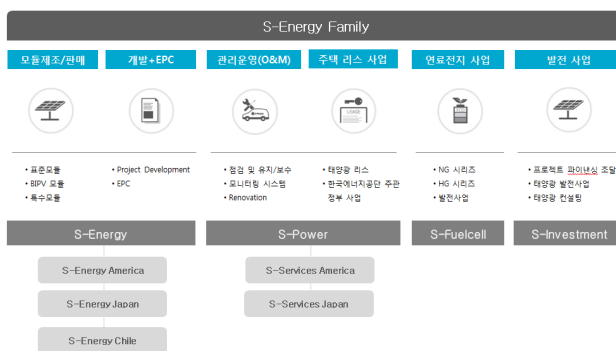
#### 5) 에스퓨어셀의 향후 성장 전략은?

- 연료전지 시장은 공공건물의무화 및 서울시 녹색건축물 규제로 2018년까지 연평균 60%의 성장률을 보일 것으로 전망
- 현재 두산퓨어셀과 함께 시장을 과점하고 있는 상황으로 전방시장 성장에 따른 수혜를 받을 것으로 예상

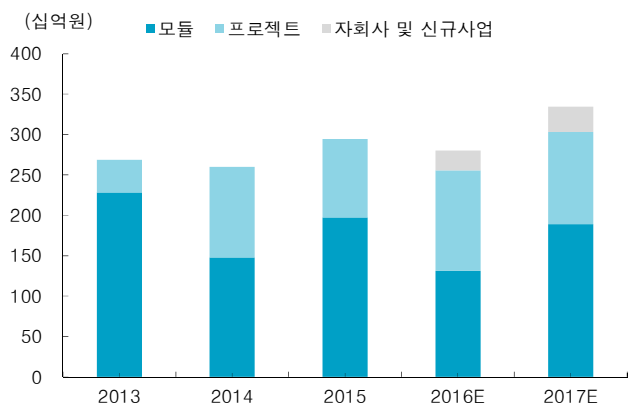
## 6) 중장기 성장 전략은?

- 최근 태양광 발전소에 ESS를 연계하여 설치하는 경우 5.0의 REC 가중치를 받게 되는 지원 정책이 발표되었음. 장기적으로도 ESS 시장이 꾸준히 증가할 것으로 기대되기 때문에 태양광 발전소와 연계한 ESS사업을 진행할 계획
- 유럽의 노후화된 태양광 발전소 증가에 따른 수리시장이 성장하고 있음. 오래전에 제작된 모듈에 대한 수리능력을 보유한 경쟁사가 많지 않기 때문에 에스에너지가 수리시장에서 충분한 경쟁력이 있다는 판단

[그림1] 에스에너지 사업 영역



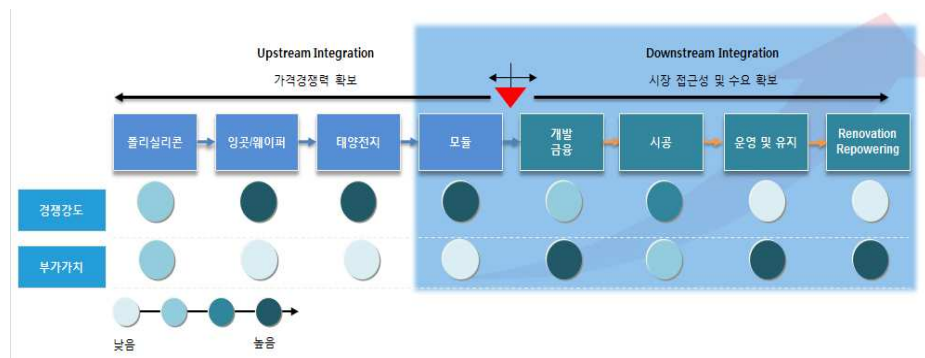
[그림2] 사업부문별 매출 구성



자료: 에스에너지, 한국투자증권

자료: 에스에너지, 한국투자증권

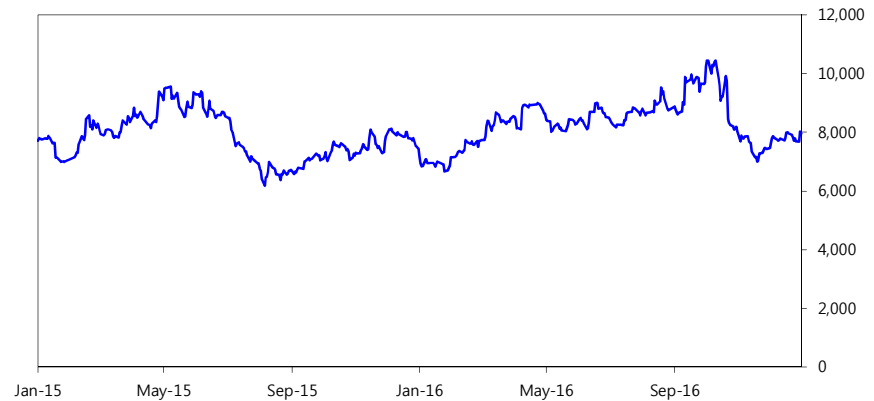
[그림3] 수익성이 높은 다운스트림 사업



자료: 한국수출입은행, 에스에너지

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
에스에너지(095910)	2016.05.12	NR	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 18일 현재 에스에너지 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 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
- 중립 : 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.