

SK COMPANY Analysis



Analyst
서충우

Choongwoo.seo@sk.com
02-3773-9005

Company Data

자본금	37 억원
발행주식수	738 만주
자사주	18 만주
액면가	500 원
시가총액	449 억원
주요주주	
부태성(외4)	57.71%

외국인지분률	0.80%
배당수익률	

Stock Data

주가(18/05/29)	6,090 원
KOSDAQ	870.08 pt
52주 Beta	0.56
52주 최고가	11,950 원
52주 최저가	5,220 원
60일 평균 거래대금	14 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.3%	8.3%
6개월	-2.1%	-12.0%
12개월	%	%

이더블유케이 (258610/KQ | Not Rated)

IPP(민자발전)사업자로서 터키 진출이 임박했다!!

바이너리사이클 지열발전소에서 사용되는 열수기화기, 응축기 등을 생산하는 지열발전설비 전문제조 업체이며, 최근에는 IPP(민자발전) 사업 진출을 모색해 왔다. 터키의 아이딘 지역에서 IPP 사업을 위한 본계약 체결이 임박한 것으로 추정된다. 이를 위해 동사는 최근 글로벌 지열발전 업체인 EGESIM 과 합작법인을 설립했다. 2018 년 실적은 매출액 340 억원(+41.7% yoy), 영업이익 51 억원(+127.6% yoy)으로 추정한다.

투자포인트

① 민자발전(IPP) 운영 사업 진출 임박!!

동사는 지난 23 일 글로벌 지열발전업체인 EGESIM 과 합작법인인 'EWK EGESIM GEOTHERMAL ENERGY'를 설립했다. 지열발전소 운영 경험이 없는 동사로서는 세계 4 위, 터키 1 위의 지열발전업체와 손을 잡음으로써 발전소 건설 및 운영에 대한 노하우를 습득할 수 있게 되었고, 동사에게 발전소 운영을 승인해주는 아이딘시에도 상당한 안정감을 줄 수 있게 되었다. 지열발전소 예정 부지에 대한 Well Data(지열수의 화학적 물성치 및 유량)도 확정되었고, 아이딘시의 파트너가 될 합작법인도 설립되었으므로 발전소 건설 및 운영에 대한 본계약 체결시기가 임박했다는 판단이다. 10MW 용량의 지열발전소가 정상적으로 운영되면 추가로 매출액 86 억원, 영업이익 32 억 원 수준의 실적증가를 기대할 수 있다. 또한 수주기반 사업에서 안정적인 매출이 가능한 발전사업자로의 변신은 적용 multiple 상승 요인이다. 한편, 동사는 이미 언론보도를 통해 다음달인 6 월에 본계약 체결이 가능하다고 밝힌 바 있다.

② 주요 EPC 사업자들의 아웃소싱 확대에 따른 수혜 전망

최근 바이너리사이클 지열발전소향 설비를 생산하는 업체들이 직접 민자발전(IPP) 운영 사업에 참여하고 있는 추세가 가속화되고 있다. 해당 산업 1 위 업체인 OMART 의 최근 매출 중 70% 이상은 IPP 사업에서 발생하고 있는 것으로 추정된다. 뿐만 아니라, 글로벌 2~3 위권인 Turboden 및 EXERGY 의 분위기도 이와 다르지 않다. 핵심 설비인 터빈을 제외한 다른 설비들에 대한 외주화 비중을 높이고 있다. 따라서, 글로벌 주요 3 사 모두에 설비를 납품하고 있는 동사의 수혜가 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	억원	157	93	172	286	240
yoy	%	-12.3	-40.6	84.1	N/A(IFRS)	-15.9
영업이익	억원	15	1	24	44	22
yoy	%	-14.4	-92.5	2,023.3	N/A(IFRS)	-49.4
EBITDA	억원	19	4	28	50	30
세전이익	억원	12	-2	14	40	8
순이익(지배주주)	억원	11	-2	12	32	7
영업이익률%	%	9.8	1.2	14.1	15.5	9.3
EBITDA%	%	12.2	4.7	16.4	17.6	12.4
순이익률	%	7.1	-2.6	7.1	11.3	3.0
EPS	원	230	-50	254	668	113
PER	배					52.7
PBR	배					1.9
EV/EBITDA	배	2.2	8.0	5.3	1.5	16.2
ROE	%	28.8	-5.0	22.7	N/A(IFRS)	4.3
순차입금	억원	43	35	150	73	44
부채비율	%	256.7	250.7	402.0	292.2	82.9

회사소개

'09년에 설립, '17년 8월에 코스닥 상장한 지열발전 핵심 설비(열수기화기, 응축기, 배관 등)를 개발 및 판매하는 업체이다. 특히 동사가 생산하는 설비들은 지열발전의 여러 가지 형태중에서 바이너리(Binary Cycle) 방식에 필요한 제품들이 주를 이룬다. 특히, 최근에 터빈을 개발하여 시운전 과정에 있는데, 이 과정에서 적합한 결과만 나온다면 바이너리지열발전 관련 대부분의 주요 설비를 커버할 수 있는 회사이다. 또, 지열발전 해외에도 전체 매출의 20~30% 정도는 화공/LNG 설비항으로 제품을 공급하고 있다. 주요 고객사로는 글로벌 1 위 지열발전업체인 ORMAT 를 비롯한 Turboden, EXERGY 등 해당 분야에서 절대적인 영향력을 보유한 대형 IPP(Independent Power Producer)가 주를 이룬다. 동사는 전체 제품을 전량 해외로 수출하고, 대부분의 원재료를 국내에서 구매하기 때문에 원/달러 환율의 상승이 동사에 유리하다. 현재까지 8 개국, 42 개 이상의 발전소에 제품을 납품한 이력을 갖고 있다.

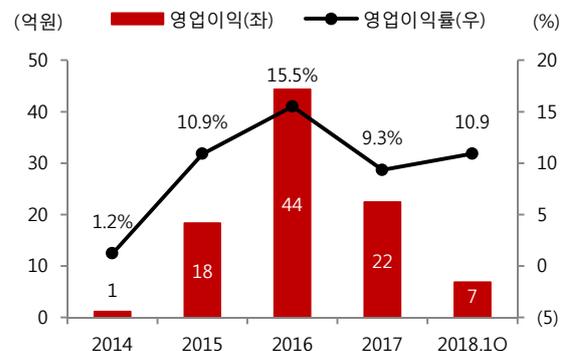
참고로, 작년 11 월 포항지진의 원인으로 지열발전소가 제기되면서 동사의 주가도 부정적인 영향을 받은 것으로 추정된다. 하지만, 해당 지역의 지열발전소는 EGS 방식으로 동사의 제품이 채용되는 바이너리사이클 방식과는 발전 형태가 전혀 다르다. 또한 동사의 경우 대부분의 제품을 해외로 수출하고 있어 국내 지열발전소와 사업상 관계가 없는 것으로 판단되므로 포항지진에 따른 영향은 사실상 전무하다는 판단이다.

매출액 추이



자료 : 이더블유케이, SK 증권

영업이익/영업이익률 추이



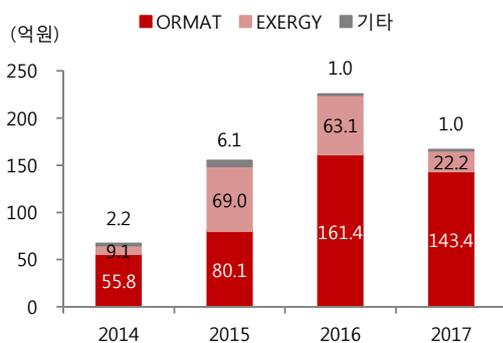
자료 : 이더블유케이, SK 증권

지열발전시장 현황 및 전망

지열발전소는 '15 년 기준 미국 3.6GW 및 필리핀 1.9GW 를 비롯하여 24 개국에 13.2GW 가 설치되어 있으며, 연평균 3%의 성장세를 보이고 있다. '15 년 기준 세계 전력생산에서 재생에너지가 차지하는 비중은 23.7%이며, 이 중에서 지열에너지가 차지하는 비중은 0.4%미만으로 추정된다. '15 년 12 월에 진행된 파리협정을 계기로 각 국가 들은 신재생에너지와 관련한 새로운 목표를 제시하였으며, 'Geothermal Energy Association'에서는 이러한 분위기를 감안해 2021 년까지 세계적인 지열발전 설비증설 의 연평균 성장률을 6%로 예상하고 있다.

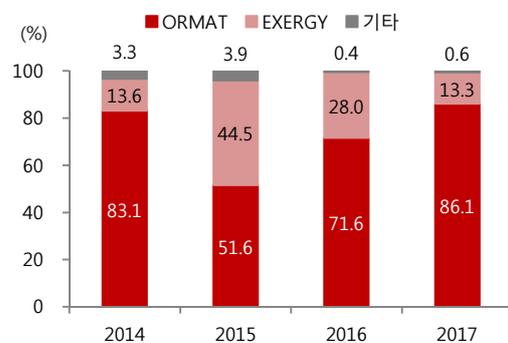
지열에너지란 지구가 포함하고 있는 열을 말하며, 그 근원은 지각 및 맨틀내 방사성동위원소(U238, U235, Th232, K40)의 붕괴에 의한 에너지와 지구 내부로부터 방출되는 에너지로 이루어진다. 대륙지각내 3Km 이내의 지열의 총량(잠재부존량)만으로도 인류가 100,000 년 동안 사용 가능한 것으로 알려져 있다. 연중 일정 온도를 유지하는 지열은 땅속으로 1km 당 30°C씩 증가하며, 3Km 에서는 90°C 정도가 되어 건물의 난방이나 급탕열로 사용이 가능하고, 5Km 에서는 240°C까지 올라 터빈발전으로 전기에너지 생산이 가능하다.

고객사별 매출 추이



자료 : 이더블유케이, SK 증권

고객사별 매출비중 추이

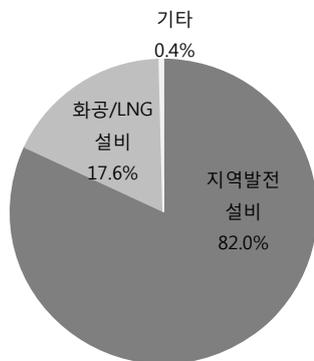


자료 : 이더블유케이, SK 증권

지열발전이란 지열에너지 중 심부지열(지하 0.5km 이상)에 존재하는 고온 지열수나 고온 증기로 터빈을 가동시켜 전력을 공급하는 에너지 발전 사업이다. 지열발전의 장점은 특정한 기상조건에서만 발전 가능한 태양광 및 풍력에너지와 달리, 지하의 열에너지를 사용하므로 24 시간 일정한 전력생산(24 시간 가동률 100%)이 가능하다는 점이다. 특히 지열발전소는 소요 면적이 작고, 소음이 적으며, 발전설비의 폐쇄구조로 인해 오염물질 배출이 없다. 반면에 단점은 지열 탐사 및 개발에 따른 초기투자비가 많이 소요되며, 활용 가능한 지열에너지를 보유하고 있는 지역이 한정적이라는 점이다.

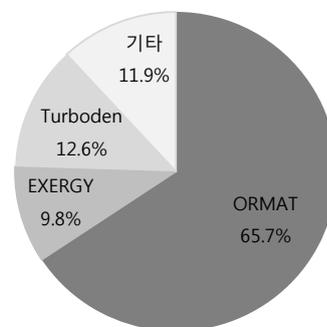
지열발전은 방식에 따라 건조 증기 발전, 플래시 증기 발전, 바이너리사이클 발전 등으로 구분된다. 대부분의 지열발전소는 북미, 필리핀, 인도네시아, 멕시코와 같은 환태평양 지열대에 위치하고 있으며, 동사의 기자재가 주로 채용되는 바이너리사이클 발전소의 경우에는 평균 설비용량이 5MW~10MW 이므로 작은 규모의 발전소가 필요한 아프리카, 남아메리카 등의 지역에 적합한 것으로 알려져 있다. 또한 바이너리사이클 방식의 경우 온도조건(180°C 이상)을 충족시키지 못하는 지역에서도 발전이 가능하므로 최근 5년간 신규 설치된 발전소중 바이너리방식이 50% 이상 채용된 것으로 추정된다.

품목별 매출 비중('17년 기준)



자료 : 이더블유케이 SK 증권

2016년 바이너리사이클 IPP 시장점유율



자료 : 이더블유케이 SK 증권

바이너리사이클 발전은 이소부탄 및 펜탄 등의 끓는점이 물보다 낮은 유체를 이용하여 지열수와 열교환을 시키면 해당 유체가 증기화되며, 이를 터빈에 분사하여 발전하는 방식이다. 앞서 언급한 것처럼 최근 글로벌 지열발전 시장에서 바이너리사이클 발전소의 신규 건설 비중이 압도적으로 높고, ORMAT, Turboden, EXERGY 등 소수의 EPC 사업자가 경쟁하고 있는 과점시장이라는 점에서 동사는 안정적인 수익 기반을 갖춘 것으로 판단된다.

바이너리 지열발전 레퍼런스



자료 : 이더블유케이, SK 증권

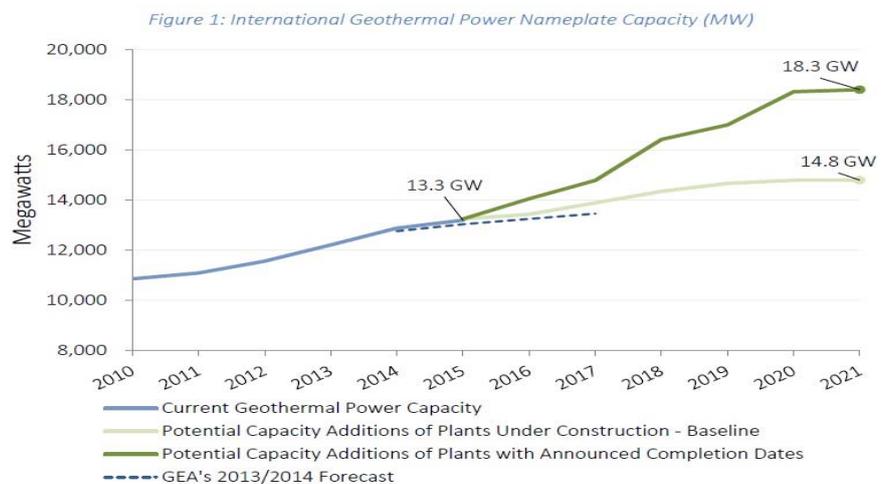
투자포인트

① 민자발전(IPP) 운영 사업 진출 임박!

동사는 지난 23 일 글로벌 지열발전업체인 EGESIM 과 합작법인인 'EWK EGESIM GEOTHERMAL ENERGY' 를 설립한다고 공시를 통해 밝혔다. 이번 합작법인(자본금 46 억원)은 이더블유케이의 지분을 75% 및 EGESIM 의 지분을 25%로 설립되었으며, 해당 법인을 통해 터키의 아이딘 지역내에 지열발전소를 운영하는 것이 설립 목적이다. 합작법인의 파트너사인 EGESIM 은 지열발전소(바이너리방식) 세계 점유율 4 위, 터키내 지열발전소 점유율 1 위를 차지하고 있다.

동사는 상장시점부터 IPP 사업자가 되겠다는 비전을 줄곧 밝혀왔다. 하지만, 지열발전소 건설 및 운영을 승인해주는 입장에서 보면, 동사는 지열발전소 건설 및 운영 경험이 전무한 점을 불안하게 여길 수 있다. 이러한 부분에 대해서 동사가 EGESIM 을 파트너로 맞이함으로써 지열발전소 건설 및 운영 전반에 대한 노하우를 습득할 수 있는 것은 물론 고객들에게도 상당한 안정감을 줄 수 있다는 판단이다.

글로벌 지열발전 설치규모 및 전망



자료 : 한국에너지공단

터키의 아이딘 지역이 동사가 운영하는 최초의 지열발전소가 될 가능성이 매우 높은 상황이다. 아이딘 지역은 현재 다수의 지열발전소가 가동 및 운영되고 있는 지역으로서 지반의 안정성과 사업성이 검증된 지역이다. 현재, 동사와 아이딘시는 10MW 용량의 바이너리방식의 지열발전소 건설을 논의하고 있다. 10MW 용량의 바이너리 발전소가 정상적으로 운영된다면, 연간 약 86 억원의 매출액과 32 억원 수준의 영업이익을 기대할 수 있다.(2.27 일 당사 발간자료 참조)한편, 지열발전소 예정 부지의 Well Data(지열수의 화학적 물성치 및 유량)도 확정되었고, 아이딘 시정부의 계약 상대자가 될 합작법인도 설립되었으므로, 지열발전소 건설 및 운영에 대한 본계약 체결시기가 임박했다는 판단이다. 동사는 이미 언론보도(5.24 이투데이)를 통해 6 월에 본계약 체결이 가능하다고 밝힌 바 있다.

전력 1GW 생산에 필요한 면적



자료 : 한국에너지공단

② 주요 EPC 사업자(바이너리 발전)들의 아웃소싱 확대에 따른 수혜 전망

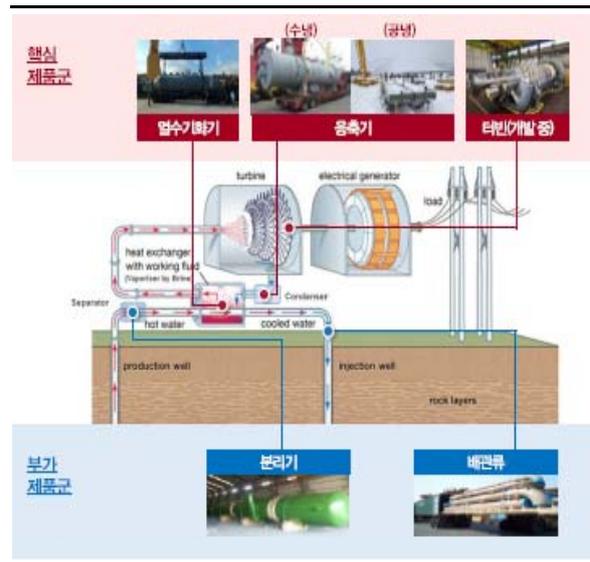
최근 바이너리사이클 지열발전소향 설비를 생산하는 업체들이 설비 제조 및 납품에 그치지 않고, 직접 민자발전(Independent Power Producer) 운영사업에 참여하고 있는 추세가 가속화되고 있다. 해당산업 1위 업체인 OMART('16년 M/S 66%)의 경우를 살펴보면 '12~13 년도에는 민자발전 건설 및 운영관련 project 가 1~2 개에 불과했는데, '16 년은 9 개, '17 년은 8 개, 올해에는 12 개의 project 가 진행될 예정이다. 따라서, 최근 OMART 의 매출 중 70%이상은 IPP 사업에서 발생하고 있는 것으로 추정된다. 뿐만 아니라, 글로벌 2~3 위권인 Turboden 및 EXERGY 의 분위기도 이와 다르지 않다. 즉, 세계 선두권 업체들이 IPP 사업에 집중하면서 설비 제조 비중은 줄이고, 동시에 아웃소싱 비중은 높이고 있다.

Business Flow



자료 : 이더블유케이, SK 증권

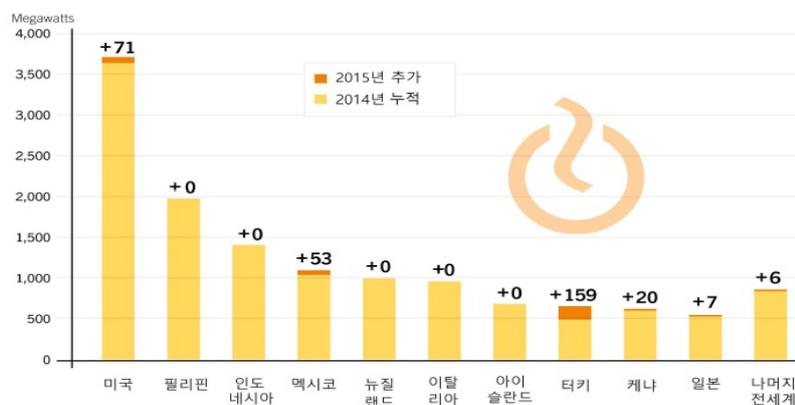
주요 제품군 소개



자료 : 이더블유케이, SK 증권

지열발전소는 설치 후 약 30년간 가동되는 특성상, 안정성과 신뢰성이 높은 설비를 사용한다. 이러한 이유로 발전사업자들이 품질에 대한 기대 수준이 높아 진입장벽이 높으며, 비공개 입찰방식을 통해 납품실적이 풍부한 기존 업체 위주로 지열발전 설비 시장에 참여시키고 있다. 동사는 바이너리사이클 지열발전 글로벌 주요 EPC 사업자인 ORMAT 및 Turboden, EXERGY 와 거래하고 있으며, '17년 기준 OMART 향 매출 비중이 86%에 달하는 등 지난 수년간 활발히 거래해오고 있다. 참고로, 위 EPC 3사의 바이너리사이클 IPP 시장점유율('16년 기준)은 89%에 이른다. 따라서, 주요 EPC 사업자들의 설비 아웃소싱 비중이 높아질수록 풍부한 납품실적을 보유한 동사의 수혜폭이 커질 수 있다는 판단이다.

국가별 지열 누적 설비용량 및 신규 설비용량

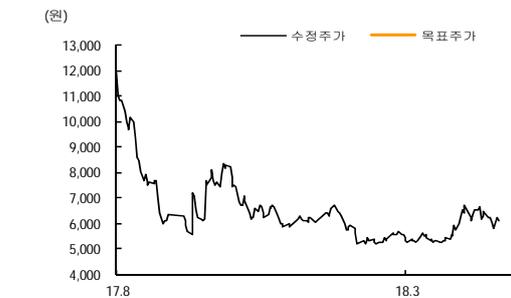


자료 : 한국에너지공단

실적전망

2018년에는 사상 최대 실적이 예상된다. 매출액 340(+41.7% yoy)억원, 영업이익 51(+121.6% yoy)억원을 추정한다. 동사의 최대 고객사인 ORMAT가 올해 역대 최다수의 Project 진행을 계획하고 있어 수혜가 예상되며, 기타 주요 고객사들의 발전 설비 외주화 추세도 동사에 긍정적으로 작용할 것이다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격		과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2018.05.30	Not Rated					
2018.02.27	Not Rated					



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 5 월 30 일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	104	113	109	178	186
현금및현금성자산	24	29	26	63	33
매출채권및기타채권	36	43	62	55	90
재고자산	10	5	3	3	3
비유동자산	75	55	193	225	232
장기금융자산	0	1	1	1	1
유형자산	74	51	190	223	230
무형자산			1	0	1
자산총계	180	168	302	402	418
유동부채	89	82	90	169	114
단기금융부채	60	60	38	60	64
매입채무 및 기타채무	27	19	47	92	47
단기충당부채					
비유동부채	40	38	152	131	75
장기금융부채	39	36	152	124	71
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계	129	120	242	300	190
지배주주지분	50	48	60	103	229
자본금	13	13	13	24	37
자본잉여금	17	17	17	1	95
기타자본구성요소				-12	
자기주식					
이익잉여금	20	17	30	64	72
비지배주주지분					
자본총계	50	48	60	103	229
부채외자본총계	180	168	302	402	418

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	5	-8	26	98	-72
당기순이익(손실)	11	-2	12	32	7
비현금성항목등	5	4	11	29	30
유형자산감가상각비	4	3	4	6	7
무형자산상각비			0	0	0
기타	2	1	7	23	23
운전자본감소(증가)	-12	-10	4	44	-95
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-18	-7	-25	3	-49
재고자산감소(증가)	-4	4	2	0	1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	-8	28	41	-44
기타	-40	-13	-51	6	-101
법인세납부				-3	-10
투자활동현금흐름	-41	17	-124	-35	-25
금융자산감소(증가)	-25	-1	18	-32	-11
유형자산감소(증가)	-16	19	-143	-3	-14
무형자산감소(증가)			-1	0	0
기타	5	2	2	1	0
재무활동현금흐름	40	-3	94	-26	68
단기금융부채증가(감소)	-3	-23	-24	-4	-94
장기금융부채증가(감소)	25	20	118	-23	76
자본의증가(감소)	19			2	86
배당금의 지급					
기타					
현금의 증가(감소)	4	5	-3	37	-30
기초현금	20	24	29	26	63
기말현금	24	29	26	63	33
FCF	-3	12	-106	N/A(IFRS)	-74

자료 : 이더블유케이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	157	93	172	286	240
매출원가	115	73	118	205	182
매출총이익	42	20	54	80	58
매출총이익률 (%)	26.9	21.3	31.2	28.1	24.3
판매비와관리비	27	19	29	36	36
영업이익	15	1	24	44	22
영업이익률 (%)	9.8	1.2	14.1	15.5	9.3
비영업손익	-4	-4	-10	-5	-14
순금융비용	2	4	4	6	4
외환관련손익	-2	2	-1	3	-12
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	12	-2	14	40	8
세전계속사업이익률 (%)	7.5	-2.6	8.4	13.9	3.4
계속사업법인세	1		2	7	1
계속사업이익	11	-2	12	32	7
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	11	-2	12	32	7
순이익률 (%)	7.1	-2.6	7.1	11.3	3.0
지배주주	11	-2	12	32	7
지배주주귀속 순이익률(%)	7.06	-2.61	7.14	11.28	2.96
비지배주주					
총포괄이익	11	-2	12	52	8
지배주주	11	-2	12	52	8
비지배주주					
EBITDA	19	4	28	50	30

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액	-12.3	-40.6	84.1	N/A(IFRS)	-15.9
영업이익	-14.4	-92.5	2,023.3	N/A(IFRS)	-49.4
세전계속사업이익	-26.2	적전	흑전	N/A(IFRS)	-79.5
EBITDA	-11.8	-77.2	547.6	N/A(IFRS)	-40.7
EPS(계속사업)	-26.8	적전	흑전	N/A(IFRS)	-83.1
수익성 (%)					
ROE	28.8	-5.0	22.7	N/A(IFRS)	4.3
ROA	7.4	-1.4	5.2	N/A(IFRS)	1.7
EBITDA마진	12.2	4.7	16.4	17.6	12.4
안정성 (%)					
유동비율	117.6	137.1	121.2	105.2	162.8
부채비율	256.7	250.7	402.0	292.2	82.9
순차입금/자기자본	84.6	72.2	249.6	71.5	19.0
EBITDA/이자비용(배)	5.9	0.9	5.7	8.3	6.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	230	-50	254	668	113
BPS	1,043	993	1,247	1,903	3,100
CFPS	309	16	335	793	230
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					105.9
PER(최저)					49.3
PBR(최고)					3.9
PBR(최저)					1.8
PCR					25.9
EV/EBITDA(최고)	2.3	8.3	5.3	1.5	27.9
EV/EBITDA(최저)	2.3	8.3	5.3	1.5	15.2