



하나금융그룹

2018년 6월 7일 | Equity Research

이테크건설 (016250)

정책 불확실성 해소. 군장에너지 상장 모멘텀. 오를 일만 남았다!

투자의견 BUY 및 목표주가 223,500원 유지

친환경 발전업체 이테크건설에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 223,500원을 유지한다. 목표주가 223,500원은 2018년 EPS 18,962원에 Target P/E 11.8배(국내 친환경 업종 평균 P/E)를 적용한 수치이다.

Target P/E 11.8배는 ① 2017년 기준 전사 영업이익에서 발전사업부분이 차지하는 비중이 82.6%인 점, ② 발전사업부문에서 생산된 전력과 스텁의 판매처가 확정되어 있어 실적가시성이 높은 점, ③ 시장 내 대표적인 REC 공급업체(125MWh 규모의 REC 인증설비 보유)인 점을 고려 시 동종업계 대비 할인요인은 없다는 판단이다.

RPS 공청회 : 불확실성 해소, 희소성 부각!

2018년 5월 RPS 공청회를 실시하였다. 이번 공청회를 통해 가장 큰 이슈였던 '목질계 바이오매스 석탄 혼소발전 REC 가중치 제외' 이슈가 종결되었다는 판단이다. 목질계 바이오매스 석탄 혼소 발전 REC가중치 제외는 기존 설비가 아닌 신규 설비에게만 적용하는 것으로 발표되었다. 공청회를 통해 이테크건설의 디스카운트 요소로 작용되었던 REC가중치 제외 이슈가 종결되었다는 판단이다. 오히려 '목질계 바이오매스 석탄 혼소 발전'의 신규 사업자 진출을 제한함에 따라 기존 업체의 희소성이 더욱 부각될 것으로 예상한다.

연결자회사 군장에너지 상장 모멘텀. 지분 가치 재부각!

이테크건설은 언론을 통해 2018년 연내 군장에너지 상장을 실시하겠다는 계획을 발표했다. 아직 IPO를 위한 주관 증권사를 선정하지 않은 단계이나, 가중치 변경 확정고시일인 2018년 6월 15일 이후로 주관 증권사를 선정할 것으로 판단한다. 6월 말 주관 증권사 선정 시 상장시기는 이르면 2018년 12월이나 2019년 1분기가 될 것으로 추정한다. 군장에너지 상장 시 이테크건설이 보유한 군장에너지(지분율 47.7%) 지분 가치가 재부각 될 것으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 223,500원 | CP(6월 5일): 133,500원

Key Data

		2018		2019
KOSDAQ 지수 (pt)	877.16			
52주 최고/최저(원)	158,000/1 16,500			
시가총액(십억원)	373.8			
시가총액비중(%)	0.13			
발행주식수(천주)	2,800.0			
60일 평균 거래량(천주)	10.9			
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6			
18년 배당금(예상,원)	750			
18년 배당수익률(예상,%)	0.56			
외국인지분율(%)	4.29			
주요주주 지분율(%)				
삼광글라스 외 4 인	49.04			
0.00				
주가상승률	1M	6M	12M	
절대	(4.6)	(1.3)	(9.1)	
상대	(6.9)	(12.9)	(31.4)	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,191.6	1,465.8	1,618.1	1,829.0	2,075.9
영업이익	십억원	90.0	145.3	157.0	184.9	212.4
세전이익	십억원	58.7	93.7	127.0	156.0	191.7
순이익	십억원	36.0	29.0	51.4	64.4	79.2
EPS	원	12,859	10,344	18,345	23,006	28,277
증감률	%	51.0	(19.6)	77.3	25.4	22.9
PER	배	10.66	12.35	7.28	5.80	4.72
PBR	배	1.63	1.36	1.20	1.00	0.83
EV/EBITDA	배	9.67	6.20	5.60	4.70	3.94
ROE	%	16.58	11.73	18.04	18.91	19.29
BPS	원	84,240	93,729	111,348	133,627	161,177
DPS	원	750	750	750	750	750



Analyst 강준구
02-3771-7736
jungkang@hanafn.com

1. 실적추정

2018년 매출액 1조 6,181억원, 영업이익 1,570억원 전망

2018년 실적은
매출액 1조 6,181억원(YoY, 10.4%),
영업이익 1,570억원(YoY, 8.1%)
전망

2018년 실적은 매출액 1조 6,181억원(YoY, +10.4%), 영업이익 1,570억원(YoY, +8.1%)을 전망한다. 이는 ① 전년대비 SMP(전력판매가격)가격 상승(17년 연간 평균 SMP : 80.8원/kWh → 18년 5월 평균 SMP : 86.9원/kWh)에 기인한 전력판매 매출의 증가(P의 상승)와 ② 신재생에너지 의무공급량의 약 50%를 공급하는 바이오매스의 신규사업자 진출이 제한됨에 따라 단기적인 '수요-공급' 불균형이 발생해 REC가격이 우상향 할 것으로 판단한다.

친환경 발전사업은 'REC(신재생에너지 공급인증서)'의 특징상 분기별 실적 추정이 제한적인 면이 있다. REC는 발급받은 주체가 발급과 동시에 '의무공급자(REC 구매자, 주로 한국전력 발전 자회사)'에게 판매하는 것이 아니라, 일정기간(3년) 보관 후 원하는 시점에 판매를 할 수 있기에 판매시점 추정이 제한적이다. 다만 REC 가격이 상승하였을 때 판매할 것으로 예상된다.

2018년 1분기 이테크건설은 매출액 2,959억원(YoY, -4.7%), 영업이익 98억원(YoY, -71.4%)을 시현했다. 1분기 매출 및 영업이익 감소의 주요 요인은 ① 주요 보일러인 4호기 긴급점검 및 조기 점검으로 인한 가동률 하락에 기인한다.

이테크건설은 언론을 통해 2018년 연내 군장에너지 상장을 실시하겠다는 계획을 발표했다. 아직 IPO를 위한 주관 증권사를 선정하지 않은 단계이며, 이르면 2018년 12월이나 2019년 1분기에 상장을 실시할 것으로 예상된다. 성공적인 IPO를 위해 군장에너지의 실적정상화는 필수라는 판단이며, 상장 시 주로 참고되는 2018년 2분기/3분기에 REC를 집중적으로 판매할 것으로 추정된다.

표 1. 이테크건설 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	15	16	17	18F	19F
매출액	1,100.7	1,191.6	1,465.8	1,618.1	1,829.0
플랜트	649.9	658.0	801.4	858.4	1,018.8
토건	215.6	261.1	190.8	230.0	261.9
터미널/공통	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8
발전/에너지	254.3	309.8	520.8	581.8	616.5
연결조정	(20.9)	(39.1)	(48.9)	(53.8)	(70.0)
영업이익	80.0	90.0	145.3	157.0	184.9
OPM	7.3%	7.5%	9.9%	9.7%	10.1%
순이익	23.9	36.0	29.0	50.5	64.4
NIM	2.2%	3.0%	2.0%	3.1%	3.5%

자료: 하나금융투자

투자포인트

1) SMG에너지를 통한 추가 성장성 확보 : REC가중치 1.5배 발전시설

SMG에너지는 성장 모멘텀으로 작용할 것.

100MW 규모의 바이오매스 발전소.

5월 발표 예정인 REC가중치 조정안에 대한 영향 없음.

이테크건설은 SMG에너지 출자(이테크건설 지분 18.1%, 군장에너지 지분 81.9%)를 통해 신성장 동력을 보유했다는 판단이다. SMG에너지는 100MW(가중치 1.5배) 규모의 바이오매스 전소발전 사업을 영위할 것으로 예상된다. 2015년 2월 전라북도 군산에 사업부지를 확보하였으며, 2016년 11월 전기사업 허가를 위한 '전기위원회' 심의를 통과하였다. 2018년 4월 착공단계에 진입했으며, 계획대로 공사가 진행 될 시 2021년 상업운전을 실시할 것으로 기대된다. SMG에너지는 2018년 4월에 착공에 진입한 친환경설비로 이번 2018년 5월 REC공청회에서 발표한 신규사업자에 해당하지 않아 REC 가중치 1.5배의 신재생에너지 발전을 영위할 것으로 판단한다.

2) RPS 공청회 : 핵심은 신규설비만 적용!, 군장에너지 정책 리스크 소멸!

바이오 석탄혼소 발전 가중치 제외는 신규설비에만 적용.

2018년 5월 정부는 RPS 공청회를 실시하였다. 공청회를 통해 발전원별 REC(신재생에너지 공급인증서) 가중치 변경안을 발표하였다. 이번 공청회의 핵심은 바이오 발전의 가중치 축소 및 제외를 기존 설비에게는 소급 적용하지 않고, 신규 설비 및 사업자에게만 적용하는 것이다. 결론적으로 군장에너지가 소유한 '바이오-석탄혼소' 설비에 미치는 영향은 없다. 이번 공청회를 통해 이테크건설이 지니고 있던 정부정책 리스크가 해소되었다는 판단이다.

표 1. 발전/에너지 부문 주요 설비 현황

구분	용량		연료	현황	비고
	스팀(T/hr)	전력(MWh)			
GE1&2	650	86	유연탄/석유코크스	상업 운전 중 (08년 4월 ~)	-
GE3	200	60	석유코크스	상업 운전 중 (14년 9월 ~)	-
GE4	950	250	유연탄/석유코크스/ 우드펠렛	상업 운전 중 (16년 5월 ~)	REC 발급

자료: 이테크건설, 하나금융투자

표 2. 신재생에너지 공급인증서 가중치 변경안 주요 내용

전원	대상에너지 및 기준		공급인증서 가중치		비고
	구분	세부기준	현행	개정 후	
바이오	목재칩/목재펠릿	석탄혼소	1.0	가중치 제외	즉시 적용
		전소 전환설비	1.0	0.5	즉시 적용
		전소 전환설비	1.5	1단계 1.0 / 2단계 0.5	유예기간 설정
	해상풍력	연계거리 5km 이하	1.5	2.0	즉시 적용
폐기물	해상풍력	연계거리 5 ~ 10km 이하	2.0	2.5(복합)	즉시 적용
		연계거리 10 ~ 15km 이하	2.0	3.0(복합)	즉시 적용
		연계거리 15km 초과	2.0	3.5(복합)	즉시 적용
		부생가스	0.25	현행유지	-
	일반 폐기물		0.5	0.25	유예기간 설정
	RDF 전소발전		1.0	0.25	유예기간 설정
	폐기물 가스화발전		1.0	0.25	유예기간 설정

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,191.6	1,465.8	1,618.1	1,829.0	2,075.9
매출원가	1,050.4	1,272.4	1,404.8	1,586.2	1,800.4
매출총이익	141.2	193.4	213.3	242.8	275.5
판관비	51.2	48.1	56.3	57.9	63.1
영업이익	90.0	145.3	157.0	184.9	212.4
금융손익	(21.6)	(28.1)	(23.9)	(21.0)	(17.7)
종속/관계기업손익	(3.6)	0.6	(2.1)	(3.3)	(1.0)
기타영업외손익	(6.1)	(24.1)	(4.1)	(4.6)	(2.0)
세전이익	58.7	93.7	127.0	156.0	191.7
법인세	(2.0)	28.5	38.1	46.8	57.5
계속사업이익	60.7	65.2	88.9	109.2	134.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	60.7	65.2	88.9	109.2	134.2
비지배주주지분					
순이익	24.7	36.2	37.5	44.8	55.0
지배주주순이익	36.0	29.0	51.4	64.4	79.2
지배주주지분포괄이익	34.2	29.5	39.5	48.6	59.7
NOPAT	93.0	101.1	109.9	129.4	148.7
EBITDA	142.2	210.8	219.4	247.1	274.6
성장성(%)					
매출액증가율	8.3	23.0	10.4	13.0	13.5
NOPAT증가율	57.6	8.7	8.7	17.7	14.9
EBITDA증가율	27.2	48.2	4.1	12.6	11.1
영업이익증가율	12.6	61.4	8.1	17.8	14.9
(지배주주)순익증가율	51.3	(19.4)	77.2	25.3	23.0
EPS증가율	51.0	(19.6)	77.3	25.4	22.9
수익성(%)					
매출총이익률	11.8	13.2	13.2	13.3	13.3
EBITDA이익률	11.9	14.4	13.6	13.5	13.2
영업이익률	7.6	9.9	9.7	10.1	10.2
계속사업이익률	5.1	4.4	5.5	6.0	6.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,859	10,344	18,345	23,006	28,277
BPS	84,240	93,729	111,348	133,627	161,177
CFPS	55,753	79,155	76,469	85,324	97,015
EBITDAPS	50,787	75,298	78,362	88,252	98,087
SPS	425,561	523,482	577,877	653,214	741,393
DPS	750	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	10.7	12.3	7.3	5.8	4.7
PBR	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8
PCFR	2.5	1.6	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.7	6.2	5.6	4.7	3.9
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	16.6	11.7	18.0	18.9	19.3
ROA	2.3	1.7	3.0	3.7	4.2
ROIC	8.6	9.2	10.2	12.4	14.3
부채비율	322.6	300.6	223.3	188.4	157.9
순부채비율	215.3	172.1	121.3	84.7	53.4
이자보상배율(배)	3.7	4.7	5.8	8.1	10.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	337.6	569.6	526.6	630.5	755.4
금융자산	120.9	151.2	73.7	129.9	198.9
현금성자산	117.5	135.5	56.4	110.4	176.7
매출채권 등	180.6	274.3	302.8	342.2	388.5
재고자산	10.6	28.9	31.9	36.1	40.9
기타유동자산	25.5	115.2	118.2	122.3	127.1
비유동자산	1,304.7	1,211.6	1,173.8	1,180.0	1,190.2
투자자산	61.2	59.6	65.8	74.4	84.5
금융자산	29.9	27.8	30.7	34.7	39.4
유형자산	1,123.1	1,124.8	1,081.4	1,079.5	1,080.1
무형자산	3.5	4.9	4.3	3.8	3.4
기타비유동자산	116.9	22.3	22.3	22.3	22.2
자산총계	1,642.3	1,781.2	1,700.4	1,810.5	1,945.6
유동부채	594.1	760.4	594.0	616.8	638.5
금융부채	326.5	379.7	175.3	145.3	105.4
매입채무 등	242.1	361.0	398.5	450.5	511.3
기타유동부채	25.5	19.7	20.2	21.0	21.8
비유동부채	659.5	576.2	580.3	566.0	552.7
금융부채	631.0	536.6	536.6	516.6	496.6
기타비유동부채	28.5	39.6	43.7	49.4	56.1
부채총계	1,253.6	1,336.6	1,174.3	1,182.8	1,191.2
지배주주지분	233.5	260.1	309.4	371.8	449.0
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	12.0	11.2	11.2	11.2	11.2
자본조정	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타포괄이익누계액	1.7	2.5	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	208.1	234.8	284.1	346.5	423.7
비지배주주지분	155.1	184.5	216.6	255.9	305.4
자본총계	388.6	444.6	526.0	627.7	754.4
순금융부채	836.6	765.1	638.2	532.0	403.0
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	126.4	184.6	159.0	182.1	208.9
당기순이익	60.7	65.2	88.9	109.2	134.2
조정	67.0	114.9	62.4	62.2	62.2
감가상각비	52.2	65.5	62.4	62.2	62.2
외환거래손익	(0.2)	1.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.6	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타	11.4	48.2	0.0	0.0	0.0
영업활동	(1.3)	4.5	7.7	10.7	12.5
변동					
투자활동 현금흐름	(77.9)	(91.0)	(31.7)	(76.1)	(80.5)
투자자산감소(증가)	15.7	1.5	(11.6)	(14.0)	(15.5)
유형자산감소(증가)	(65.8)	(82.5)	(18.4)	(59.8)	(62.4)
기타	(27.8)	(10.0)	(1.7)	(2.3)	(2.6)
재무활동 현금흐름	25.1	(76.4)	(206.4)	(52.0)	(62.0)
금융부채증가(감소)	17.0	(41.2)	(204.4)	(50.0)	(60.0)
자본증가(감소)	0.0	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	14.4	(26.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(6.3)	(7.5)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
현금의 증감	73.5	18.0	(79.1)	54.0	66.3
Unlevered CFO	156.1	221.6	214.1	238.9	271.6
Free Cash Flow	60.3	100.8	140.6	122.3	146.5



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

이테크건설



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.4.29	BUY	223,500		
17.8.14	BUY	185,900	-25.95%	-15.01%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 6월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 06월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 2018년 06월 06일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.