

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**서충우**

Choongwoo.seo@sk.com

### Company Data

자본금	37 억원
발행주식수	738만주
자사주	18만주
액면가	500 원
시가총액	380 억원
주요주주	
부태성(외4)	57.71%

외국인지분률	130%
배당수익률	

### Stock Data

주가(18/09/19)	5,150 원
KOSDAQ	826.91 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	8,330 원
52주 최저가	4,685 원
60일 평균 거래대금	12 억원

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다.

## 이더블유케이 (258610/KQ | Not Rated)

### 터키내 민자발전 사업 진출로 실적 퀀텀점프 전망!!

바이너리방식의 지열발전소에서 사용되는 열수기화기 등을 생산하는 지열발전설비 전문 제조 업체이며, 최근 터키 민자발전(IPP) 운영 사업 진출에 성공했다. 1년반 정도의 공사 기간을 거쳐 2020년 하반기부터는 해당 발전소가 정상가동 할 수 있을 것으로 예상된다. 해당 지열발전소(12MW 기준)는 향후 20년이상 연간 매출액 100 억원, 영업이익률 40% 수준의 고수익을 가져다 줄 것으로 추정된다. 주가 리레이팅 기대되는 시점이다.

### 터키내 지열발전 민자발전 운영 사업자로 선정!

동사의 자회사인 'EWK EGESIM GEOTHERMAL ENERGY'(지분율 75%)는 터키 아이딘 주정부와 지난 17일 본계약을 체결함으로써 국내 최초로 터키내 지열발전 민자발전(IPP) 사업에 진출했다. 발전소 건설기간을 감안하면 2020년 하반기부터 정상가동하여 2041년 9월까지 약정된 금액으로 전력판매가 가능하다. 경우에 따라 이후 10년 연장할 수 있는 조건이며 결제통화는 100% 달러화이다. 동사가 건설하는 지열발전소 규모는 발전용량 12MW ~14MW 수준이며, 발전용량 12MW 및 판매단가 1KW 당 0.105\$(16년 터키기준)를 가정할 때 연간 매출액 103 억원, 영업이익 38 억원 정도를 기대할 수 있다. 이는 영업이익 기준으로 현재 연간 실적을 상회하는 수준인데, 바이너리 방식의 지열발전소가 초기 투자비용(350 억원)이 높은 단점이 있지만, 수익성도 높은 특징을 반영한다. 또한, 불확실성이 높은 수주기반 사업에서 안정적인 매출이 가능한 발전사업자로의 변신은 적용 multiple 상승 요인으로 판단된다.

### 실적전망 및 밸류에이션

올해 실적은 지난 5월 자료에서의 실적 추정치를 다소 낮춘 매출액 293 억원(+22.1% yoy), 영업이익 37.3 억원(+66.5% yoy), 지배주주순이익 29 억원(+308.5% yoy)으로 전망한다. 올해 예상 실적을 기준으로 현재 PER은 16.5 배 수준이다. 글로벌 1위 업체인 ORMAT가 '18E PER 24.5 배 수준임을 감안하면 규모의 경제, 영업이익률 등을 고려해도 저평가되어 있다는 판단이다. 동사가 2020년부터 IPP 사업자로 진입함으로써, 해당 시점부터 실적 퀀텀점프 가능성이 매우 높은 상황임을 고려하면 주가 리레이팅을 기

### 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) 개발/판매 업체이다. 동사가 생산하는 설비들은 지열발전의 여러가지 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 회사로 거듭난다. 또, 지열발전항외에 전체 매출의 20~30% 정도는 화공/LNG 설비항으로 제품을 공급하고 있다. 주요 고객사는 글로벌 1위 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 유리하다. 현재까지 8 개국, 42 개 이상의 발전소에 제품을 납품한 이력을 갖고 있다.

참고로, 작년 11월 포항지진의 원인으로 지열발전소가 지적되면서 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 크지 않다는 판단이다.

열수기화기



자료 : 이더블유케이, SK 증권

수냉식 응축기



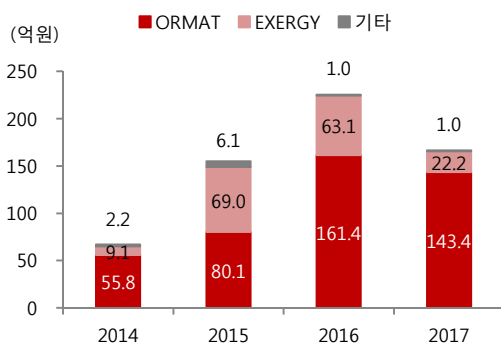
자료 : 이더블유케이, SK 증권

### 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. 하지만 '15 년 12 월에 진행된 파리협정을 계기로 각 국가들이 신재생에너지와 관련한 새로운 목표를 제시한 후, 'Geothermal Energy Association'에서는 2021 년까지 세계적인 지열발전 설비증설의 연평균 성장률을 6% 로 예상하고 있다.

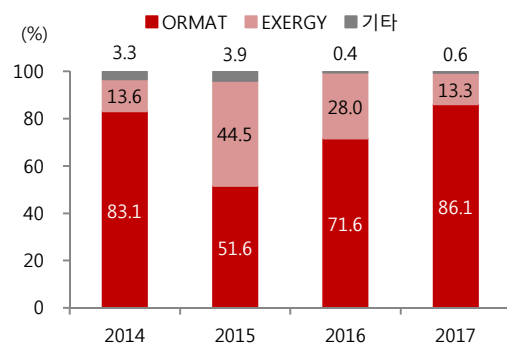
지열에너지란 지구가 포함하고 있는 열을 말하며, 그 근원은 지각 및 맨틀내 방사성동위원소(U238, U235, Th232, K40)의 붕괴에 의한 에너지와 지구 내부로부터 방출되는 에너지다. 대륙지각내 3Km 이내 지열의 총량(잠재부존량)만으로도 인류가 100,000 년 동안 사용 가능한 것으로 알려져 있다. 연중 일정 온도를 유지하는 지열은 땅속으로 1km 당 30°C씩 상승하며, 3Km 에서는 90°C 정도가 되어 건물의 난방이나 급탕열로 사용이 가능하고, 5Km 에서는 240°C까지 올라 터빈발전으로 전기에너지 생산이 가능하다.

고객사별 매출 추이



자료 : 이더블유케이, SK 증권

고객사별 매출비중 추이

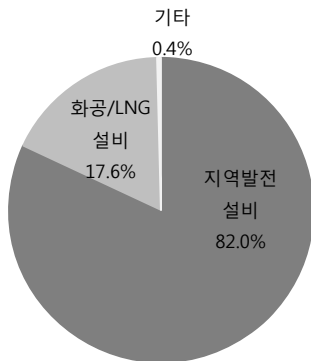


자료 : 이더블유케이, SK 증권

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.

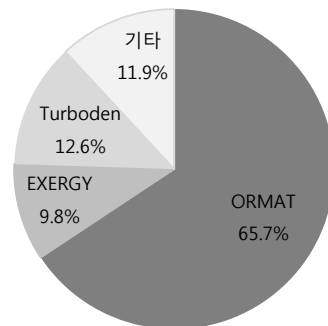
지열발전은 방식에 따라 건조 증기 발전, 플래시 증기 발전, 바이너리사이클 발전 등으로 구분된다. 대부분의 지열발전소는 북미, 필리핀, 인도네시아, 멕시코와 같은 환태평양 지열대에 위치하고 있으며, 동사의 기자재가 주로 채용되는 바이너리사이클 발전소의 경우에는 평균 설비용량이 5MW~10MW 이므로 작은 규모의 발전소가 필요한 아프리카, 남아메리카 등의 지역에 적합한 것으로 알려져 있다. 단, 바이너리사이클 방식의 경우 온도조건(180℃ 이상)을 충족시키지 못하는 지역에서도 발전이 가능하므로 최근 5년간 신규 설치된 발전소중 바이너리방식이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

**전력 1GW 생산에 필요한 면적**



자료 : 한국에너지공단

**바이너리 지열발전 레퍼런스**



자료 : 이더블유케이, SK 증권

## 투자포인트

### ① 터키내 민자발전(IPP) 운영 사업자로 선정!!

동사의 자회사인 '이더블유케이 에게심 지열발전 합자법인'(지분율 75%)은 터키 아이딘 주정부와 지난 17일 본계약을 체결함으로써 국내 최초로 터키내 지열발전 민자발전(IPP) 사업에 진출했다. 이번 계약의 주요 내용은 지열발전사업자 Licence 및 해당 토지를 2041년 9월까지 사용해 전력을 약정된 금액으로 판매하고, 이후 10년 계약 연장이 가능하다는 것이다.

동사는 이번 IPP(민자발전) 사업 진출을 위해 지난 6월 지열발전소(바이너리방식) 세계 점유율 4위, 터키내 지열발전소 점유율 1위의 기업인 EGESIM과 합작법인을 설립했으며, 지열발전소 시설투자 자금 마련을 위해 지난 7월 100억원 규모의 전환사채(CB)를 발행했다. 참고로, 해당 지열발전소 건립에는 약 350억원의 투자금액이 소요될 것으로 예상된다.

발전소는 터키 이즈미르에서 약 100km 떨어진 아이딘주의 스타타니사 지역에 세워지며, 이 지역은 현재 다수의 지열발전소가 운영되고 있으므로 관련 인프라가 잘 갖춰져 있는 상황이다. 동사는 지열발전소 건립 예정지역의 심도있는 지열수 데이터 분석 및 엔지니어링을 연내 마무리할 예정이며, 내년초부터 본격적인 건설에 들어갈 예정이다. 공사기간은 1년정도 소요될 것으로 예상되므로 2020년 하반기부터는 정상 가동이 가능할 것으로 판단된다.

동사가 건설하는 지열발전소 규모는 발전용량 12MW~14MW 수준으로, 정확한 용량은 지열수 데이터 분석이 완료된 후 확정된다. 발전용량 12MW 및 판매단가 1KW 당 0.105 \$(16년 터키 기준)가정시 연간 매출액 103억원과 38억원의 정도의 영업이익을 기대할 수 있다. 인근 지역의 대부분의 지열발전소의 영업이익률이 40% 정도 되는 것으로 추정된다.

동사는 지열발전소 운영 경험이 전무하지만, 파트너사인 세계 4위, 터키 1위의 지열발전사업자인 EGESIM은 발전소 건설 및 운영에 대한 상당한 노하우를 갖추고 있다. 또한, 터키 업체로서 터키내 관련 정부산하 기관 및 관계자들과의 폭넓은 네트워크도 보유하고 있어, 이번 본계약 성사에 있어서도 주도적인 역할을 한 것으로 추정된다. 또한 동사도 다수의 지열발전소 건설 및 운영 경험이 있는 현지 Project Manager를 고용한 상황이다. 따라서, 발전소 건설 및 안정적 운영에 대한 불안감은 기우에 불과하다는 판단이다.

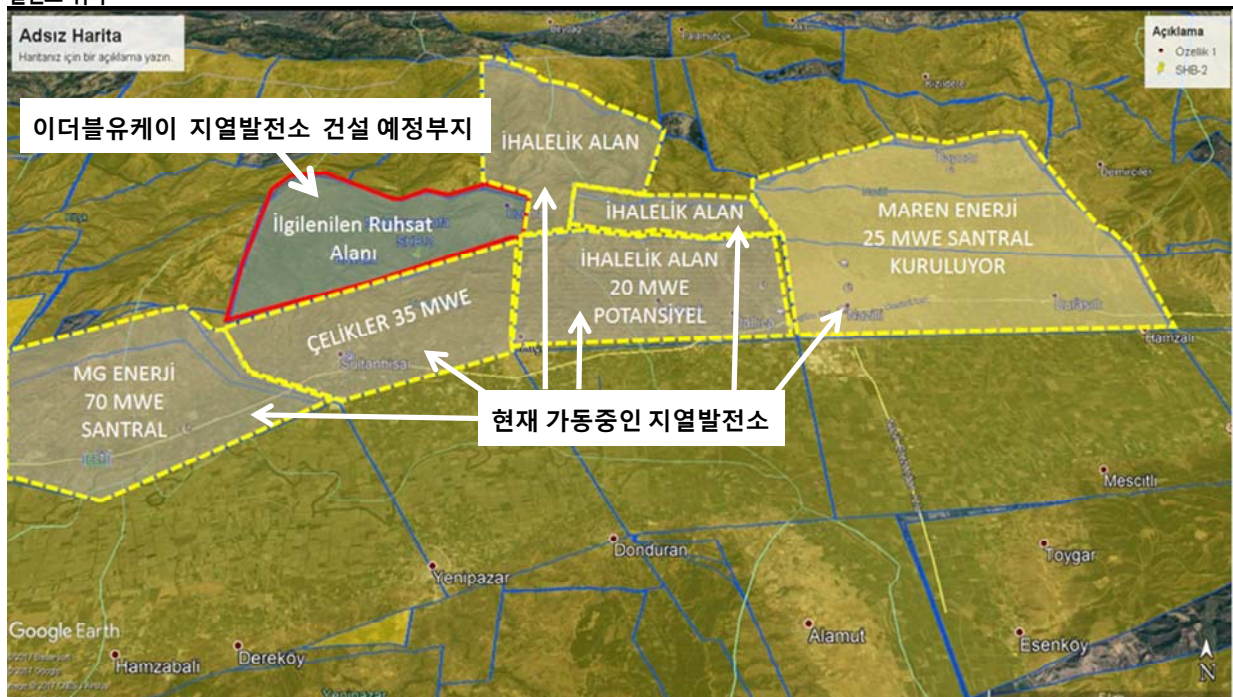
최근 미국과 터키와의 갈등으로 인해 터키 경제 전반에 대한 불안감이 있지만, 거래상품이 '전력'이라는 생활에 필수적인 에너지라는 점과 계약 당사자가 주정부라는 점을 감안하면 이에 대한 우려도 제한적이라는 판단이다.

**계약 체결 현장**



자료 : 이더블유케이, SK 증권

**발전소 위치**



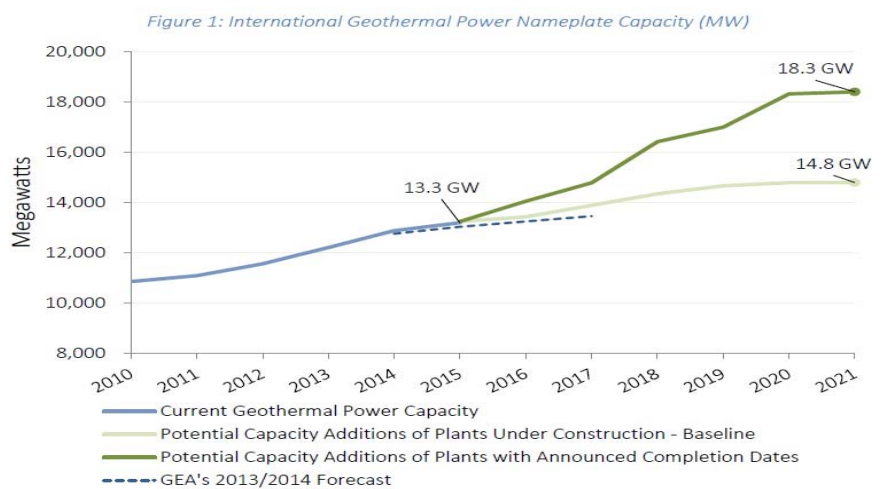
자료 : 이더블유케이, SK 증권

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

최근 바이너리사이클 지열발전소용 설비를 생산하는 업체들이 설비 제조 및 납품에 그치지 않고, 직접 민자발전 운영 사업에 참여하고 있는 추세가 가속화되고 있다. 해당 산업 1위 업체인 ORMAT의 경우를 살펴보면 '12~13년도에는 민자발전 건설 및 운영 관련 project가 1~2개에 불과했는데, '16년은 9개, '17년은 8개, 올해에는 12개의 project가 진행될 예정이다. 따라서, 최근 ORMAT의 매출 중 70%이상은 IPP 사업에서 발생하고 있는 것으로 추정된다. 뿐만 아니라, 글로벌 2~3 위권인 Turboden 및 EXERGY의 분위기도 이와 다르지 않다. 즉, 세계 선두권 업체들이 IPP 사업에 집중하면서 설비 제조 비중은 줄이고, 동시에 아웃소싱 비중은 높이고 있다.

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, EGESIM에 납품하고 있다. 참고로, 위 EPC 4사의 바이너리사이클 IPP 시장점유율('16년 기준)은 89%에 이른다. 따라서, 주요 EPC 사업자들의 설비 아웃소싱 비중이 높아질수록 풍부한 납품실적을 보유한 동사의 수혜 폭이 커질 수 있다는 판단이다.

### 글로벌 지열발전 설치규모 및 전망



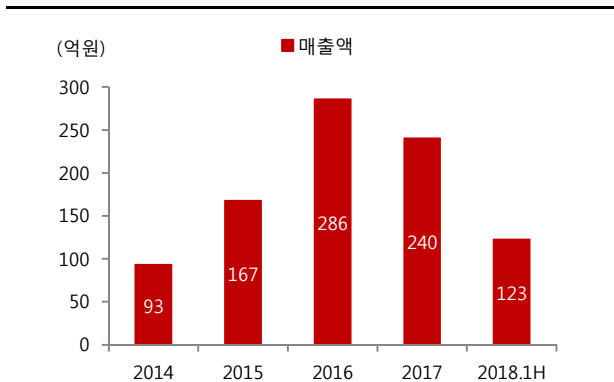
자료 : 한국에너지공단



### 실적전망 및 밸류에이션

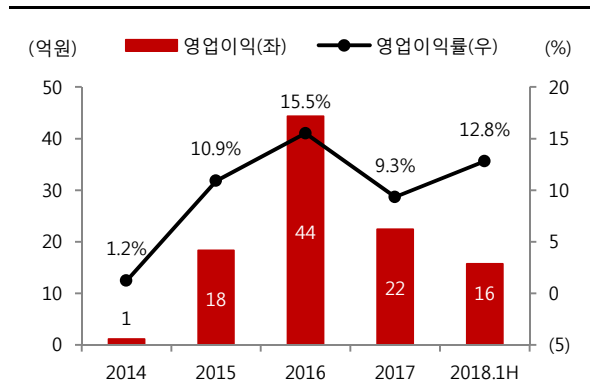
올해 실적은 지난 5월 자료의 실적 추정치를 다소 낮춘 매출액 293(+22.1% yoy)억원, 영업이익의 37.3(+66.5% yoy)억원, 지배주주순이익 29 억원(+308.5% yoy)으로 추정한다. 동사의 최대 고객사인 ORMAT 가 올해 역대 최다수의 Project 진행하고 있고, 세계 4 위 업체인 EGESIM 과도 신규 거래를 개시하는 등 주요 고객사들의 발전설비 외주화 추세가 동시에 긍정적으로 작용하고 있다는 판단이다. 올해 예상 실적을 기준으로 현재 PER 은 16.5 배 수준이며, 글로벌 1 위 업체인 ORMAT 가 '18E PER 24.5 배 수준임을 감안하면 규모의 경제나 영업이익률을 고려하더라도 저평가되어 있다. 발전사업자로서의 적정가치를 받기 위한 주가 리레이팅이 기대되는 시점이다.

매출액 추이



자료 : 이더블유케이, SK 증권

영업이익/영업이익률 추이



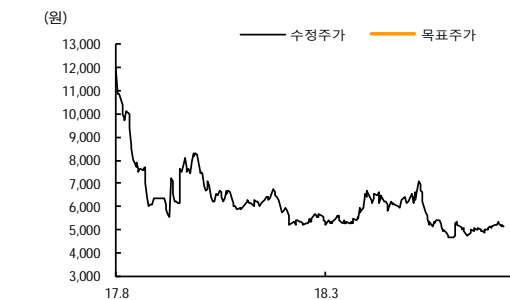
자료 : 이더블유케이, SK 증권

Peer Valuation Table

(억원 %, 배)	년도	Omat Technologies (ORA US)	이더블유케이 (258610 KS)
시가총액		31,466	380
매출액	2016	7,691	286
	2017	7,833	240
	2018E	7,970	292
	2019E	8,512	-
영업이익	2016	2,560	44
	2017	2,366	22
	2018E	2,207	24
	2019E	2,588	-
영업이익률	2016	33.3	15.4
	2017	30.2	9.3
	2018E	27.7	8.2
	2019E	30.4	-
순이익	2016	1,090	32
	2017	1,758	7
	2018E	1,323	17
	2019E	1,359	-
P/E	2016	24.5	-
	2017	20.5	48.0
	2018E	24.2	22.8
	2019E	23.5	-
P/B	2016	2.5	-
	2017	2.6	1.9
	2018E	2.0	2.1
	2019E	1.8	-
ROE	2016	9.1	-
	2017	13.4	4.3
	2018E	9.8	7.2
	2019E	9.2	-
EV/EBITDA	2016	11.3	1.5
	2017	13.1	16.5
	2018E	11.0	11.2
	2019E	10.1	-

자료 : Bloomberg, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2018.09.20	Not Rated			
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 9 월 20 일 기준)**

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

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

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>영업활동현금흐름</b>	5	-8	26	98	-72
당기순이익(손실)	11	-2	12	32	7
비현금성항목등	5	4	11	29	30
유형자산감가상각비	4	3	4	6	7
무형자산감가상각비			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
<b>투자활동현금흐름</b>	-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
<b>재무활동현금흐름</b>	40	-3	94	-26	68
단기금융부채증가(감소)	-3	-23	-24	-4	-94
장기금융부채증가(감소)	25	20	118		

자료 : 이더블유케이, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

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

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>성장성 (%)</b>					
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
<b>수익성 (%)</b>					
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
<b>안정성 (%)</b>					
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
<b>주당지표 (원)</b>					
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					