기업탐방 brief

일진에너지 (094820)

May 29, 2011

예상PER 6.7배 / 목표PER 10배

Rating : Buy

Target : 20,200원 (50% UP)

"발전소 경상정비에서 그린 에너지 종합기업으로.."

- ▶ 시총 1014 억, 10 년 매출 1318 억, 영익 2 억, 순익 20 억 / 11 년(E) 매출 1700 억, 영익 200 억, 순익 150 억
- ▶ 발전소 경상정비 사업은 매출의 38%차지하지만 캐쉬카우로의 역할 (OP 마진 25%)
- ▶ 화공기기는 2011 년 400 억매출을 예상 / 태양광은 2010 년 매출과 수금인식의 보수적 회계처리!!
- ▶ 성장동력은 원자력분야 (원자력 보조기구 & 삼중수소저장장치)

당사는 1990년 설립후 화공기계설비 제작과 발전경상정비 사업, 원자력사업, 태양광사업(08년진출)을 하고 있다..

당사의 사업은 2011년 1분기 기준 발전소 경상정비사업이 38%, 화공사업이 23%, 신재생 에너지인 태양광과 원자력사업을 합쳐서 38%정도의 매출이 발생했다. (2010년 매출 기준 발전경상 21%, 화공기기 31%, 태양광 31%, 원자력 7%, 그외 플랜트공사 8%정도 였음)

우선 발전소 경상정비의 사업은 쉽게 우리나라의 모든 전력을 생산하는 발전소와 화학플랜트 사업을 하는 기업들이 당사의 고객이며, 금화PSC(오직 발전 경상정비사업만 함)와 석원산업등이 경쟁사이다. 화동발전소가 경상정비사업에서 가장 높은비중(20~30%)을 차지하고 있으며 여기에만 당사의 120명 직원이 상주해 있다.

이 사업에서는 핵심은 설비투자가 들어가지 않는다는데 있다. 또한 모두 고 인력의 인건비만 투입이 되며, 2013년에 민간에게 개방이 된다고 하지만 구체적인 지침이 정해진 것은 없다. **실제 이 사업을 하려면 재무나 수행실적, 경력, 자격증보유에 따른 진입장벽이 생각보다 두텁다고 할 수 있다.** 향후에도 이 부분은 OP마진 25%로 당사의 캐쉬카우 역할을 톡톡히 해나갈 것으로 보인다.

다음 화공기기사업을 보면 08~10년까지는 침체되어있었다고 할 수 있고, 11~12년이 화공사업의 호황기라고 할 수 있다. 올해 예상 400억대 예상을 하고 있다. 기존에 사업에서는 작은 크기의 화공플랜트를 했다면 이제는 좀 더 커진 사이즈도 가능하다고 볼 수 있다. 기존에는 산위에 5천평규모의 사업이었는데, 이번에 부두가 근처에 1만평부지를 확보한 상태로 경쟁력을 강화 할 수 있다고 보여진다. 마진율은 8%정도로 상대적으로 낮은 편이고, 경쟁사는 성진지오텍, 대경기계, 일성엔지니어등이 있고 경쟁사는 매출규모가 2~4천억정도로 큰 편이고, 당사는 후발주자다. 경쟁사의 경우 매출중 80~90%가 해외매출이며, 당사도 화공부분의 매출중 60%를 수출하고 있다. 일반적으로 화공기기라면 압력용기, 열교환기, 탑조류, 반응기,. 보일러등이 대표적인데 당사는 추가로 발전소에 사용되는 특수기기 장치류, 회전기기류, POSCO의 제철설비 및 해양시추 설비장비등도 기술력을 보유하고 있다. 당사의 마진이 낮은 이유는 중국의 저가공세 때문이라고 할 수 있다. 시장이 블루오션으로 변해가고 있는 상황.

다음 태양광사업인데, 태양광은 태양에너지를 반도체로 구성한 태양전지를 이용해 전기에너지로 전환하는 원리로 폴리실리콘, 잉곳&웨이퍼, 셀, 모듈, 시스템으로 총 5단계의 사업이다. 태양광 발전 시장규모는 09년 7.3GW에서 10년 16.6GW, 14년 37.2GW로 2010년이후 4년간 연평균 43%의 빠른 성장율을 보일 것으로 전망한다.

당사는 태양광사업에서 폴리실리콘 제조를 위한 리엑터(Reactor)와 잉곳 제조를 위한 그루어(=열처리로 Grower) 장비제작에 대한 기술력을 보유하고 있다. 폴리실리콘 사업은 설비투자가 많이 투입되는 자본집약적인 산업으로 기술의 진입장벽도 매우 높은 편이다. 폴리실리콘 제조 방법은 크게 세가지로 나눌 수 있는데 지멘스공법, FRB(Fluidised Bed Reactor)공법, 금속정련(야금)방식이 있다. 당사의 CVD 리엑터는 지멘스공법으로 금속실리콘을 염소와 반응해 기체상태의 염화실란으로 만들거나 혹은 25도에서 증류시켜 삼염화실란 기체로 만들어 N모양의 실리콘 막대와 같이 반응시켜 폴리실리콘을 만든다. 지멘스공법은 다른 공법보다 전기사용량이 많고, 설비투자가 크지만 **초고순도의 폴리실리콘(99.99999999%)**을 생산할 수 있다. 그루어(=열처리로)는 폴리실리콘을 녹여서 원기둥모양의 결정으로 만드는 것으로 이것을 잘게 썰면 웨이퍼가 된다.

사업구조상 태양광사업중 폴리실리콘과 잉곳&웨이퍼쪽은 진입장벽이 높은 편이고, 반면 셀과 모듈과 시스템쪽은 진입장벽이 점점 낮아져 참여업체도 많아 수익성 확보가 어려운 편이다.(당사는 진입장벽 높은 곳에 집중)

태양광사업에서 당사는 08년부터 매출인식을 진행율로 인식했는데 작년 12월 말기준 세미머티리얼즈로부터 수금된것이 적어서 매출인식을 작게 잡았다. 실제 세미쪽 매출인식을 10년도 100억에 올해 100억이었으나 작년에 수금이 덜 된 관계로 오히려 매출은 줄고, 대손이 20억으로 잡히게 되었다. 그래서, 작년 영업이익과 순이익이 일시적으로 금감하는 모습이 나왔다. 여기서 중요한 것은 일정대로 수금이 되고 있느냐인데.. **4월말 41억이 수금되어 1차적인 수금과 관련된 문제는 해소가 된 편이고, 6월말에 나머지 금액이 들어오게 된다. 그렇다면 주가는 6월말을 전후해 업사이드가 나올 가능성이 매우 높아보인다.** 당사가 하고 있는 리엑터와 그루어쪽은 마진율이 16%이상이 된다. (전년도 태양광은 하반기에 집중되었고 기존 캐파로는 감당이 안되어서 공장하나를 임차하고 단기간 인력비용도 증가했었다.)

당사의 태양광 사업에서 경쟁력이라고 한다면 리엑터를 세계에서 2번째로 만들었다는 것이다. 당사가 세미머티리얼즈에 납품을 하면 세미는 중국으로 수출을 하는데 초기엔 폴리실리콘 제조장비인 리엑터가 먼저 치고나가고, 이후 잉곳을 생산하는 그루어의 매출이 증대된다.

*그리드 패리티(Grid Parity): 태양광발전등 신재생에너지의 발전단가가 화석연료로 사용하는 화력발전의 전기 생산단가와 같아지는 균형점. 08년 국내전기생산의 1KW당 발전단가는 68.9원이다. 조력이 77원, 연료전지 168원, 풍력 170원, 태양광 570원이다. 현재 각국의 정부에서 지원하는 인센티브가 가격의 스프레드를 보완해줄 것. **그 시점은 2015~2017년정도가 될 것으로 전망하고 있다.**

당사가 미래의 성장동력으로 꼽는 것은 바로 원자력이다. 현재는 8%의 매출밖에 되지 않지만 향후 성장성은 무궁무진하다고 할 수 있다. 작년의 경우는 원자력사업의 고정비에 비해서 매출규모가 작아서 BEP수준이었고, 올해는 수익이 날 것으로 기대한다. 당사는 원자력매출에서 스마트사업관련 매출이 큰편인데 기존의 원자력보다 안정성이 뛰어난 편이고, 쉽게 원자력설비에 들어가는 보조기구를 만든다 라고 생각하면 된다.

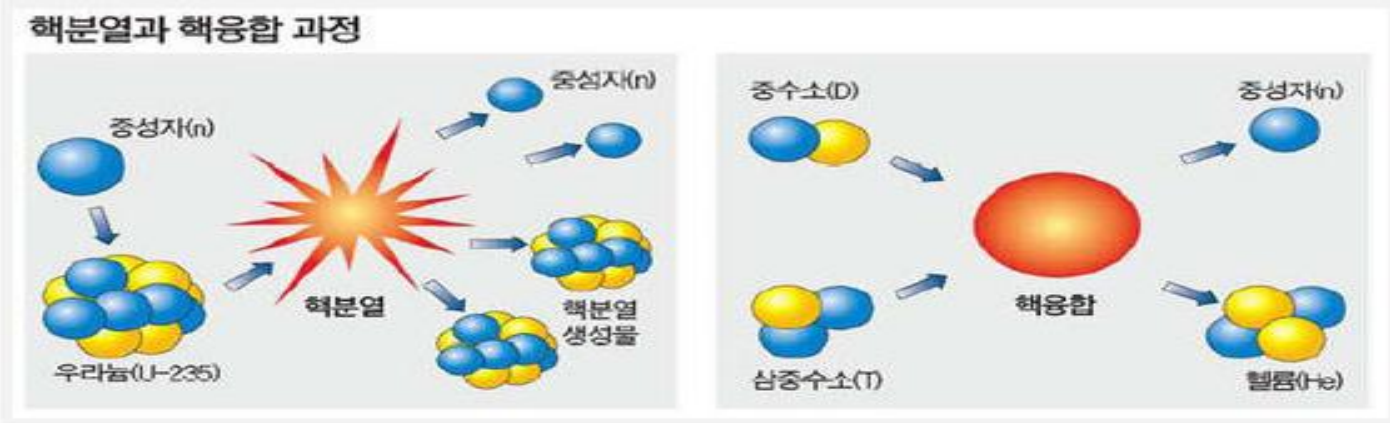
2014년 1호기 건설에 들어가는데 스마트 보조기구는 전체 규모중 2,300억정도인데 당사가 전량 수주하게 될 것으로 보고 있다. 매출은 2~3년에 걸쳐서 잡게 되며 작년 4/4분기에 한국원자력에 수주를 당사가30%, POSCO가 30%, 두산중공업이30%를 받았지만 실제 재수주를 통해서 당사가 다 가져가게 되었다고 한다. 원자력 사업에서 당사는 09년 18억, 10년 98억을 달성하였고, 11년에는 200억의 매출을 예상하고 있다. (빠른 성장을 보임)

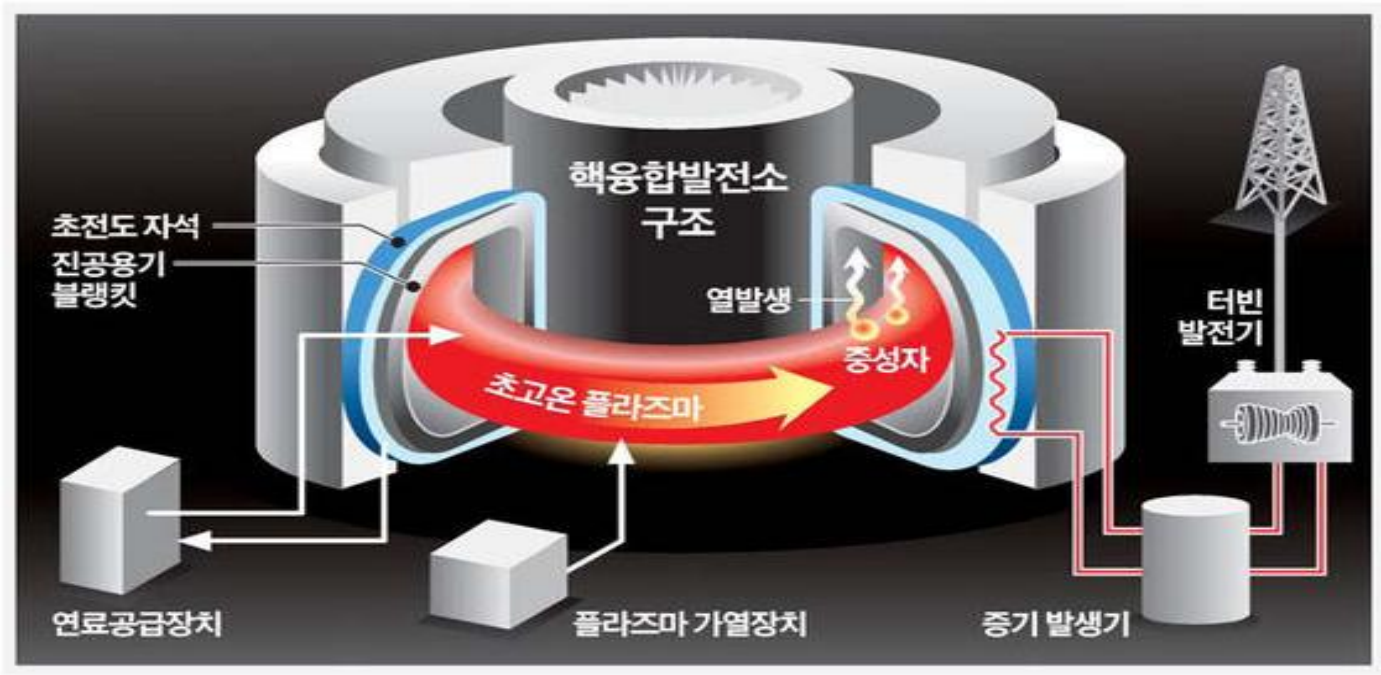
현재 원자력기술은 20기외에도 8기가 추가로 건설되고 있어서 발전 비중은 40%까지 높아질 전망이다. 또한 대덕 한국원자력연구원의 시험용 원전 '아틀라스(ATLAS)'를 직접 제작·시공했으며, 아틀라스는 실제 원자로를 1/144로 축소한 '가압경수로 열수력 종합효과의 실험장치'로 UAE에 수출될 3세대 원전이 8도의 지진에도 견디며 기능은 2세대보다 10배나 강화되었다는 것을 실험으로 입증한 것으로 원전수출의 효자가 되었다.
(참고: 세계의 중소형 원자로 시장규모는 400조원 / 원자력 발전 플랜트의 보조시장규모 7조 4천억)

놀라운 것은 당사가 핵융합의 핵심기술인 삼중수소저장장치를 캐나다에 이어 세계에서 두번째로 개발했다는 것이다. (삼중수소는 핵융합의 핵심원료로, 필요한 양만큼 안전하게 저장하는 특수기술이 반드시 필요하다.)

핵융합기술이 왜 중요한지에 대해서 알아보자면 핵융합기술은 오염물질 발생이 거의 없으며, 에너지 효율이 매우 높다고 할 수 있다. 중수소는 바닷물 1리터당 0.03g이 존재하는데 이것을 핵융합 발전에 이용하면 중형차로 서울에서 부산까지 세번을 왕복할 에너지가 나온다는 것이다. 중수소와 삼중수소1g을 융합할 경우 1만리터의 중유를 태운것과 같은 열량을 내며, 300g의 삼중수소와 200g의 중수소만으로 고리 원자력발전소보다 2배나 큰 100만KW급 발전소를 1일동안 가동시킬 수 있다. 하지만, 이 기술은 시설의 고도화가 필요하며 선진국에서도 2040년에 상용화를 목표로 하고 있다.

핵융합에너지는 태양이 열을 내는 것과 같은 원리로 고온의 플라즈마 상태에서 발생한다. 플라즈마는 원자핵과 전자가 분리돼 전기적으로 중성 상태인 이온화된 입자들을 말하며 우주 물질의 99%를 차지한다. 수소 원자핵을 플라즈마로 만들고 이를 토카막(플라즈마를 가두기 위해 자기장을 이용하는 도넛형 장치)에 잘 가둔 다음 1억도 이상의 초고온과 고압으로 가열하면 핵융합 반응이 일어난다. 즉 초고온의 플라즈마에서 삼중수소와 중수소를 융합시키면 헬륨과 중성자가 생성되는데 이때 질량결손 시 에너지가 생성된다는 '상대성 원리'에 따라 약 17.6 MeV(메가전자볼트)의 막대한 에너지가 지속적으로 방출된다. 이 핵융합반응을 자장용기 안이 아니라 원자폭탄으로 촉매하면 바로 '수소폭탄'이 된다.





핵융합 발전에서 최초 실험단계인 출력500MW급 프로젝트의 삼중수소저장장치의 필요용량은 3KG으로, 출력용량이 1500MW로 증가할 경우 당사의 삼중수소 저장장치 공급용량은 9KG에 달하며, 매출액은 1,110억의 증대효과가 난다. 이는 당사의 2010년 매출규모와 비슷한 수준으로 당사가 독점적으로 국내에 공급하고 있다.

담당자의 말에 따르면 향후 당사의 매출이 1조원이 되는데 가장 큰 기여를 할 사업이라고 한다.

이상업 대표의 사업스타일은 거북이다.!! 거북이처럼 100년기업을 꿈꾸고, 느리지만 꾸준히 가는 기업이 되게끔 만들려고 한다. 당사의 상무급 이상 간부 직원이 전부 기술자 출신이다. 직원들은 기술 특허를 내면 동남아 5박6일 여행을 공짜로 다녀오고, 작업공정개선 아이디어를 내면 백화점 상품권을 받는다. 이사장은" 기술은 사람이 만드는 것" 이라고 하는 기술자 우대 정신은 회사 성장의 밑거름이 됐다.

당사의 간접수출은 원화로 받아서 환율에 대한 위험도 없고, 태양광과 화공부분은 큰 위험이 없다고 보고 있다. 결국 마진율에 영향을 미치는 것은 현재는 인건비가 가장 중요하며, 향후에는 태양광 및 원자력 사업의 성장에

따라 손익이 크게 바뀔 수 있다고 보여진다. 특히 핵융합기술의 핵심인 삼중수소저장장치의 장기적인 성장을 생각하면 상당히 가슴이 뛴다. 최근 3월~4월동안 전년 실적이 별로 좋지 않다는 것을 확인한 기관(한국벨류)들이 열심히 매도를 해왔다. 이후 다시 기관들의 입질이 시작되는 이유는 태양광쪽에 세미머티리얼즈로부터 수금을 일부 받았다는 소식과 함께 올해 실적호조에 다시 배팅하는 것이라고 보여진다.

일본 지진사태로 원전에 수요가 감소하는게 아니냐는 질문에 당사가 하는 것은 원전 중에서 스마트분야이며, 기존 원전보다도 안정성을 높여주는 것이어서 전체 원전시장의 감소분을 원전내 스마트분야의 증가로 커버해줄 것으로 본다고 말한다. (기존 보조기기의 경쟁사는 티에스엠텍, BHI며 스마트쪽은 당사가 한다고 함)

올 예상 매출액은 1700억에 영업이익200억, 순이익150억을 보고 있지만 세미쪽으로부터 100억원을 받게 된다면 영업이익은 300억이 되어 투자자들로 하여금 실제 매출로 된 영업이익보다 더 크게 보이는 효과가 발생 될 것으로 보인다. 또한 2분기 실적은 1분기보다 좀더 좋을 것으로 보고, 하반기로 갈수록 매출은 커질 것으로 예상하고 있다. 그렇다면 성장성을 감안한 당사의 목표주가는 PER 10배정도는 충분히 줄 수 있다고 보여진다.

목표 시가총액 1500억을 감안하면 현재 1000억정도수준에 주가라면 50%정도는 업사이드가 충분할 것으로 본다.

(내년에 원자력과 태양광사업이 더 좋아진다면 목표가는 충분히 상향조정을 해야한다)