

# 대명에너지 (389260/KQ)

## 바닥찍은 업황

SK증권 리서치센터

### 매수(신규편입)

목표주가: 18,000 원(신규)

현재주가: 14,380 원

상승여력: 25.2%



Analyst  
나민식

minsik@sk.com  
3773-9503

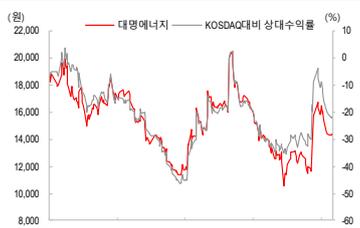
#### Company Data

발행주식수	1,705 만주
시가총액	245 십억원
주요주주	
서종현(외6)	75.44%
아네모이제3호	8.47%

#### Stock Data

주가(24/10/08)	14,380 원
KOSDAQ	778.24 pt
52주 최고가	20,450 원
52주 최저가	10,560 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 신재생에너지 종합 개발사

동사는 신재생에너지 발전소 개발 전 과정에서 매출액을 창출한다. 발전소를 착공하기 이전에 발생하는 용역 매출, 착공 이후 EPC, 완공 이후에는 전력판매 및 O&M 을 통해서 수익을 창출한다. 24 년 추정 매출액기준 공사(EPC) 70.2%, 용역(O&M) 6.3%, 발전(Power) 35.6% 순서로 구성되어있다. 영업이익률은 높은 순서대로 용역 > 발전 > 공사로 구성된다. 즉, 매출액 성장률은 공사(EPC)에 달려있으며, 수익성은 발전(Power)이 담당한다.

### 바닥찍은 업황

22 년부터 시작된 급격한 금리상승의 여파로 국내외 신재생에너지 프로젝트가 중단되었다. 그러나 그러나 24 년 9 월 FED 가 기준금리를 50bp 인하하면서 사이클 전환을 알렸다. 향후 몇 차례 기준금리 인하를 단행할지, 그 방향성은 어떻게 될지 예단하기 어려운 상황이지만 그동안 고금리 환경에서 벗어나서 프로젝트 수익성이 개선될 것으로 예상할 수 있다. 또한 국내 정책환경 역시 풍력 산업에 우호적으로 변하고 있다. 24 년 8 월 산업통상자원부는 해상풍력 경쟁입찰 로드맵을 발표했다. 2030년까지 국내 풍력설비 목표치인 발전용량 18.3GW 를 달성을 지원하기 위한 정책이다. 이전에는 매년 4 분기에 해상풍력 경쟁입찰을 실시했는데, 향후 매년 2 분기로 앞당기고 잔여 발전용량은 4 분기에 추가 입찰을 실시하는 것이 주요 골자이다. 해상풍력 개발업체 입찰에서는 입찰 참여가 늘어나면서 사업기회가 더 열리게 된 것이다.

### 목표주가 18,000 원으로 커버리지 개시

25 년 예상 BPS 8,950 원, Target PBR 2.0 배를 적용해서 목표주가를 산출했다. 상승 사이클 시기의 PBR 2.0 배를 적용했다. 금리하락, 정책지원 등 대외적인 환경상 사이클 턴어라운드 국면에 있다. 현재 주가는 역사적인 PBR Band 하단에 위치했기 때문에 주가 매력도가 높다고 판단한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	136	88	62	62	93	104
영업이익	십억원	47	26	17	7	12	13
순이익(지배주주)	십억원	24	26	6	2	5	6
EPS	원	1,583	1,533	360	134	262	302
PER	배	0.0	11.3	48.4	107.6	54.9	47.7
PBR	배	0.0	2.8	2.5	1.5	1.6	1.6
EV/EBITDA	배	-0.1	11.4	15.7	20.6	18.7	18.4
ROE	%	53.4	32.0	5.4	1.6	3.0	3.3

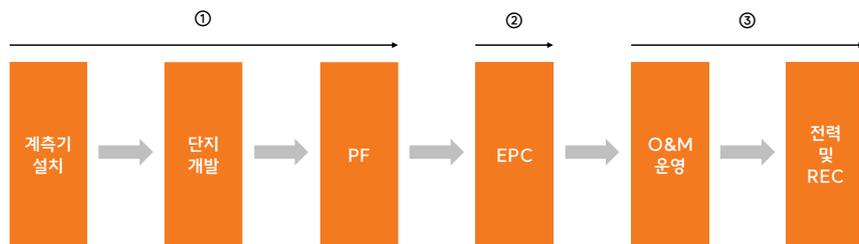
## 1. 풍력을 넘어서 신재생에너지 종합 개발사(Developer)

### (1) 매출액 구조

대명에너지는 신재생에너지 EPCM(Engineering, Procurement, Construction, Management) 사업을 영위하고 있다. 발전단지를 건설하는 전 과정에서 수익을 창출하고 있는데 실제로 풍력발전단지를 건설하는 순서대로 동사의 비즈니스모델을 설명하면 다음과 같다.

① 발전소를 착공하기 이전에 발전사업자 등록, 환경영향 평가 등 다양한 인허가 과정이 있다. 동사는 인허가 과정에서 발생하는 용역을 수행함으로 매출액을 창출한다. 이를 수주잔고에는 사전개발위탁 항목으로 인식된다. ② 인허가 단계를 통과하면 발전단지 공사를 시작한다. 시공 단계로 넘어가는 순간부터 동사는 수주잔고에서 EPC 항목으로 대량의 수주잔고를 인식한다. 이후 진행기준에 따라서 수주잔고를 매출액으로 전환한다. 일반적으로 육상풍력단지 조성에는 2~3 년이 소요되며, 태양광 발전소는 1 년정도 걸린다. ③ 운영 단계로 넘어간 발전소는 전력판매, 유지보수 항목으로 매출액을 발생시킨다. 수주잔고에는 O&M 항목으로, 매출액은 용역 항목으로 인식된다. 이렇듯 대명에너지는 신재생에너지 발전소 개발, 건설, 운영까지 모든 사이클에 걸쳐서 수익을 창출한다.

신재생에너지 발전소 개발 전 과정에서 매출액 창출

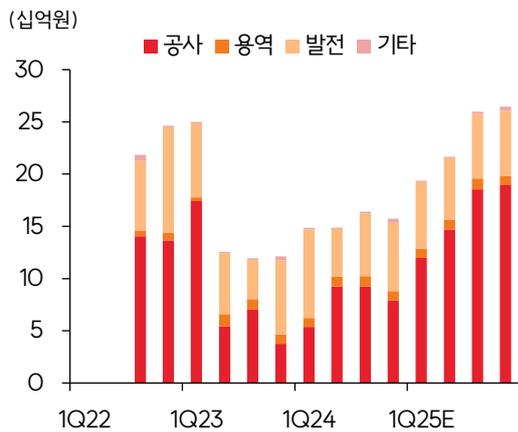


자료: 대명에너지, SK 증권

동사의 매출액은 공사(EPC), 용역(O&M), 발전(Power) 부문으로 나뉜다. 신재생 에너지 발전단지 건설공사를 진행하면서 공사(EPC) 부문의 매출액이 발생한다. 용역(O&M)의 경우에 사전개발위탁, 업무위탁, 유지보수를 수행하면서 발생한 매출액이 포함된다. 마지막으로 발전(Power) 부문에서 완성된 발전소에서 판매된 전력 및 REC 판매수익이 집계된다.

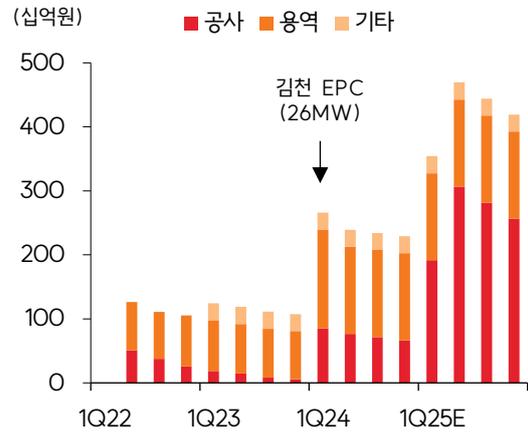
24년 추정 매출액기준 공사(EPC) 70.2%, 용역(O&M) 6.3%, 발전(Power) 35.6% 순서로 구성되어있다. 영업이익률은 높은 순서대로 용역 > 발전 > 공사로 구성된다. 즉, 매출액 성장률은 공사(EPC)에 달려있으며, 수익성은 발전(Power)이 담당한다.

매출액 추이



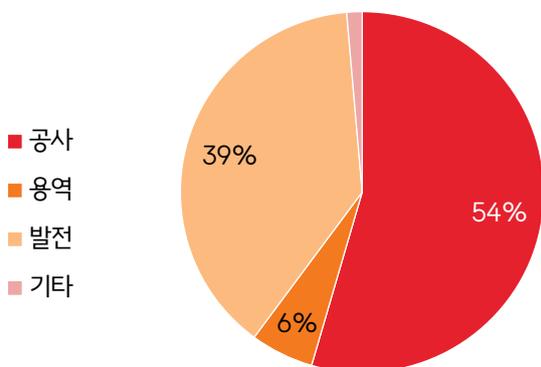
자료: 대명에너지, SK 증권

수주잔고 추이



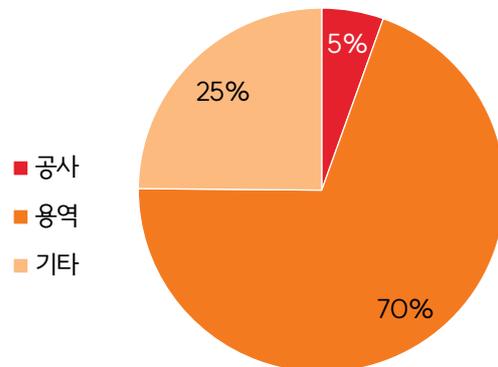
자료: 대명에너지, SK 증권

매출액 비중 (23년)



자료: 대명에너지, SK 증권

수주잔고 비중 (23년)



자료: 대명에너지, SK 증권

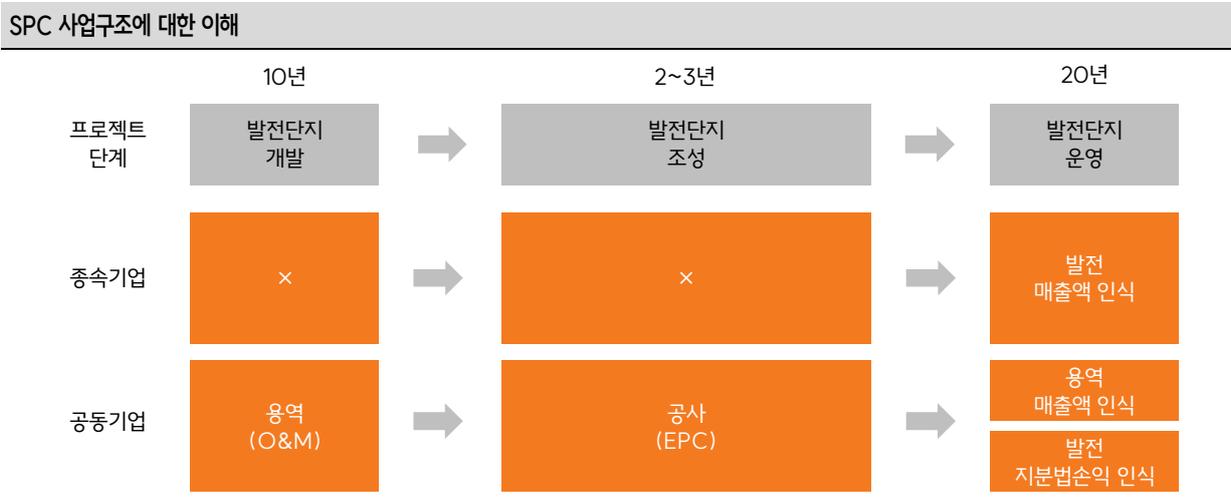
## (2) SPC 사업구조에 대한 이해

동사는 신재생에너지 프로젝트를 진행할 때 SPC 를 설립해서 사업을 영위한다. 대명에너지가 SPC 에 투사하는 지배력에 따라서 종속, 공동, 관계기업으로 나뉘며 SPC 분류에 따라서 서로 다른 회계처리를 한다.

대명에너지가 100% 지분을 보유한 SPC 에 대해서는 종속기업으로 분류한다. 종속기업에서 EPC 수행으로 발생하는 매출액은 내부거래이기 때문에 상계 처리된다. 손익계산서에 드러나지 않는다는 의미다. 종속기업에서 발전단지 건설이 완료된 다음에 발생하는 전력판매수입, REC 판매수입만 매출액과 영업이익으로 인식할 뿐이다.

반대로 대명에너지가 보유한 지분이 100% 이하일 경우 지배력에 따라서 공동기업 또는 관계기업으로 분류된다. 이 경우에는 신재생에너지 공급의무자와 대명에너지가 SPC 에 공동으로 출자하는 구조가 된다. 공동&관계기업에서 수행하는 EPC 매출액은 내부거래라고 볼 수 없기 때문에(다르게 표현하면 공동출자자에게 EPC 용역을 수행했기 때문에) 공동기업에서 수행하는 EPC 는 매출액, 영업이익으로 인식한다. 반대로 종속기업에서 발생하는 전력판매수입은 지분법손익(영업외수익비용)으로 인식한다.

요약하면 대명에너지는 풍력, 태양광 등 다양한 신재생에너지 프로젝트를 운영하는 SPC 가 모여있는 일종의 지주회사로 바라볼 수 있다. 그리고 SPC 에 대한 지배력에 따라서 상이한 회계처리를 하는 것이 특징이다.



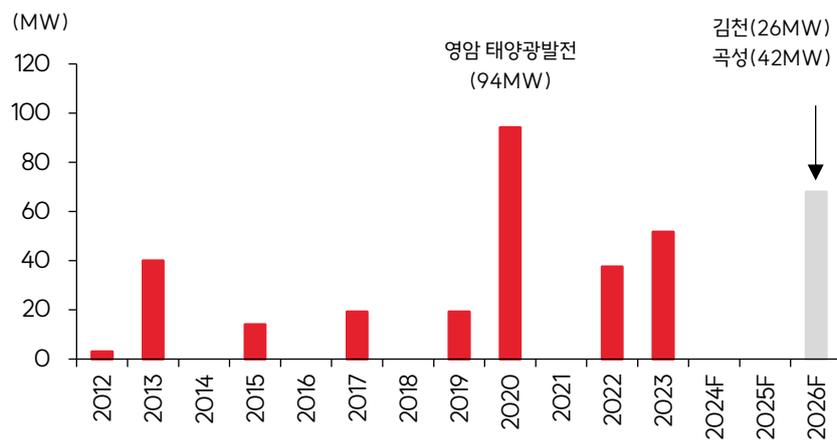
자료: SK 증권

### (3) 운영 발전소, 개발중인 발전소 리스트

현재 동사는 총 8 개(발전용량 279MW) 발전소를 운영하고 있다. 이 중에서 영암 태양광 발전(97MW)를 제외한 7 개 발전소 모두 육상풍력발전(185MW)이다.

향후 김천풍력발전(26MW), 곡성풍력발전(42MW)가 추가될 예정이다. 24~25 년 발전단지 건설 예정에 있으며 EPC 수익으로 인식될 예정이다. 2Q24 기준으로 김천 풍력발전과 관련된 EPC, O&M, 업무위탁으로 약 980 억원의 수주잔고를 인식했다. 곡성풍력발전은 프로젝트가 진행됨에 따라서 25 년 상반기에 수주잔고를 인식할 것으로 전망한다. 두 발전소 모두 26 년부터 가동되면서 발전 수익을 인식할 예정이다.

연도별 발전소 상업운전 시점



자료: 대명에너지, SK 증권

운영중인 발전소								
발전소	SPC 명	상업운전	발전용량 (MW)	구성	지분률 (%)	회계처리	매출처	기타
풍력	대명지이씨 풍력발전	2012-02	3	1.5MW × 2기	100	종속기업	현물시장	
풍력	영암 풍력발전	2013-02	40	2.0MW × 20기	100	종속기업	한국남동발전	
풍력	거창 풍력발전	2015-12	14	2.0MW × 7기	100	종속기업	한국남동발전	
풍력	도읍산 풍력발전	2017-12	19	3.2MW × 6기	55	종속기업	한국남동발전	
풍력	청송 노래산 풍력발전	2019-09	19	3.2MW × 6기	71	관계기업	한국수력원자력	
태양광	영암 태양광발전	2020-06	94		81	관계기업	한국남동발전	ESS 운영
풍력	원동 풍력	2022-05	38	4.7MW × 8기	65	관계기업	SK E&S	
풍력	금성산 풍력발전	2023-06	52	4.7MW × 11기	71	관계기업	한국 남부발전	

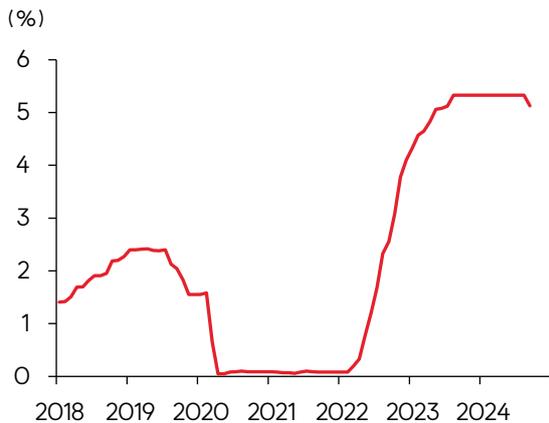
자료: 대명에너지, SK 증권

## 2. 투자포인트: 바닥 찍은 업황

### (1) 외부환경 변화: 금리인하 그리고 국내 정책까지 우호적으로 변했다

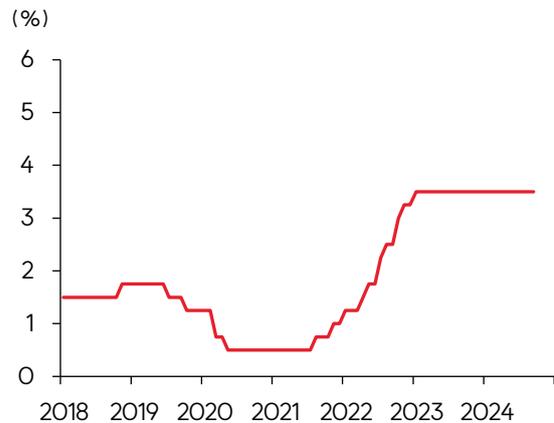
22년부터 시작된 급격한 금리상승의 영향으로 풍력을 포함한 신재생에너지 프로젝트 진행이 중단되었다. 대표적으로 23년 9월 풍력발전 개발사인 외스테드(Orsted)는 총 5건(발전용량 2,890MW)의 풍력발전 프로젝트에 대해서 수익성 악화를 이유로 대규모 손상차손을 발표했다. 동사 또한 신규 풍력프로젝트 개발이 지연되면서 매출액이 22년 880억원 → 23년 620억원 → 24년(F) 620억원으로 낮아졌다. 그러나 24년 9월 FED가 기준금리를 50bp 인하하면서 사이클 전환을 알렸다. 향후 몇 차례 기준금리 인하를 단행할지, 그 방향성은 어떻게 될지 예단하기 어려운 상황이지만 그동안 고금리 환경에서 벗어나서 프로젝트 수익성 개선을 예상한다.

미국 연방 목표 금리



자료: Bloomberg, SK 증권

한국 기준금리



자료: Bloomberg, SK 증권

외스테드(Orsted) 손상차손 (23년 9월)

프로젝트	공급망 병목현상	투자세액공제	금리상승 영향	프로젝트 위치	규모 (MW)	육상/해상
Ocean Wind 1	○	○	○	미국 동부	1,100	해상풍력
Sunrise Wind	○	○	○	미국 동부	924	해상풍력
Revolution Wind	○		○	미국 동부	704	해상풍력
South Fork Wind			○	미국 동부	132	해상풍력
Block Island Wind Farm			○	미국 동부	30	해상풍력
Several onshore projects			○	-	-	육상풍력
<b>손상금액</b>	<b>50억 DKK</b>	<b>60억 DKK</b>	<b>50억 DKK</b>			

자료: Orsted, SK 증권

국내 정책환경 역시 풍력 산업에 우호적으로 변하고 있다. 24년 8월 산업통상자원부는 해상풍력 경쟁입찰 로드맵을 발표했다. 2030년까지 국내 풍력설비 목표치인 발전용량 18.3GW를 달성을 지원하기 위한 정책이다. 이전에는 매년 4분기에 해상풍력 경쟁입찰을 실시했는데, 향후 매년 2분기로 앞당기고 잔여 발전용량은 4분기에 추가 입찰을 실시하는 것이 주요 골자이다. 경쟁입찰은 풍력발전 개발업체가 발전소의 용량과 가격을 입찰하며 정부는 낮은 가격 순으로 선정하여 계약을 체결하는 제도다. 요약하자면 해상풍력 경쟁입찰 시장이 기존 매년 1회에서 최대 2회로 늘어나는 것이다. 해상풍력 개발업체 입장에서는 입찰 참여가 늘어나면서 사업기회가 더 열리게 된 것이다.

해상풍력 경쟁입찰 로드맵 요약

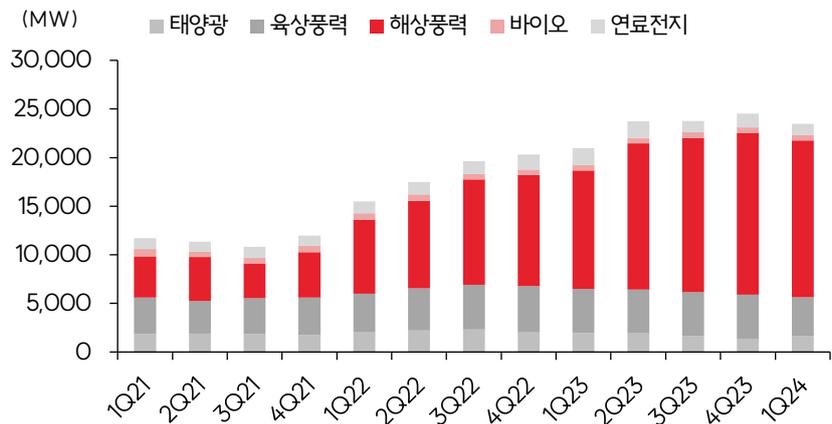
1	입찰 시기 및 주기	4/4분기 → 2/4분기(정기), 4/4분기(추가)
2	공고물량	24~26년 입찰 수요 18GW / 공고물량 약 7~8GW 추진
3	평가 개선안	가격지표 배점 축소(60점 → 50점) 비가격지표 배점 확대(40점 → 50점)
4	개선방향	고정식, 부유식 해상풍력 별도 입찰 시장 신설 (LCOE 차이 때문) RPS 제도 개편에 대비, 민간 : 공공 적정 비중 물량 배정

자료: 산업부, SK증권

## (2) 해상풍력으로 도약

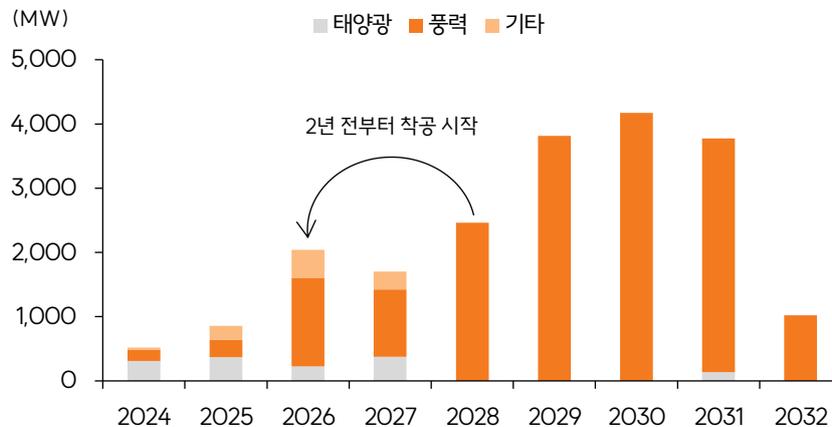
22년부터 시작된 금리상승, 인플레이션 등 대외적인 어려움 속에서 국내 재생에너지 건설 목표치는 상향되었다. 전력거래소에서는 매 분기 20MW 이상 신재생에너지 건설계획 및 진행중인 발전설비 현황을 제공한다. 태양광, 풍력, 연료전지를 모두 포함한 건설 계획이 성장했다. 이 중에서 해상 풍력이 성장세를 이끌었다. 한국의 제한된 자연환경에서 대규모 신재생에너지 공급에 해상풍력이 가장 적합한 수단이기 때문이다. 연도별로 신규로 진입하는 신재생에너지 타임라인을 보더라도 26년부터 신규 풍력발전이 진입할 것으로 전망한다.

건설계획 및 진행중인 신재생에너지 발전설비



자료: 전력거래소, SK 증권

연도별 신규 진입 예상물량



자료: 전력거래소, SK 증권

대명에너지 또한 총 3건의 해상풍력 프로젝트를 진행하고 있다. 사업 진행속도가 빠른 순서대로 나열하자면 다음과 같다. 안마해상풍력(환경영향평가 완료), 가희해상풍력(발전사업허가 완료), 다도해상풍력(풍황계측 중) 이렇게 3 개의 프로젝트가 진행되고 있다.

안마해상풍력은 전남 영광군에서 진행되는 총 발전용량 532MW 해상풍력 프로젝트다. Siemens Games 의 14MW 해상풍력터빈 38 기를 설치할 계획이다. 23년 7월 환경영향평가를 완료하면서 프로젝트 가시성이 높아졌다. 일반적으로 환경영향평가가 신재생에너지 프로젝트 인허가 중에서 가장 까다롭다. 앞으로 풍력 경쟁입찰에 선정될 경우 착공 예정일은 25년 2분기를 목표하고있다. 안마해상풍력 관련하여 동사는 이미 용역제공으로 200 억원 규모의 수주잔고를 쌓아두고 있으며 향후 착공이 가까워지면서 EPC 수주잔고 성장세를 예상할 수 있다. 4Q23 기준으로 대명에너지가 보유한 안마해상풍력 지분은 13.68%, 그 외 에퀴스(Equis Wind) 72.64%, 씨에스윈드 13.68%를 보유하고있다. 24년 9월에는 IBK 자산운용이 지분의 일부를 인수했다.

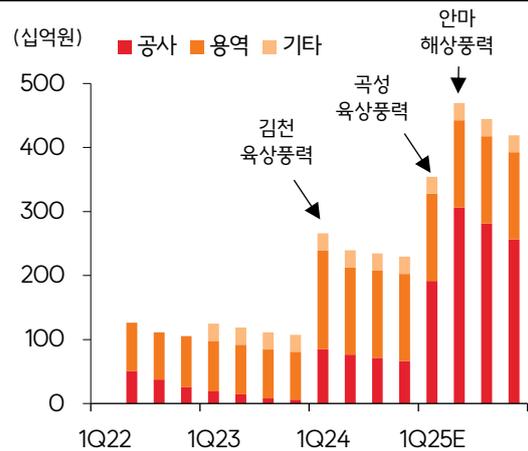
가희해상풍력은 동사가 지분 100%를 보유한 프로젝트다. 발전사업허가 완료된 상황이며 환경영향평가 사전심사 준비중에 있다. 24년 하반기에 사전심사 접수한 이후 2년 이내에 마무리하는 것으로 목표하고 있다.

안마해상풍력 지도



자료: 안마해상풍력

수주잔고 추이



자료: 대명에너지, SK 증권

### 3. Valuation

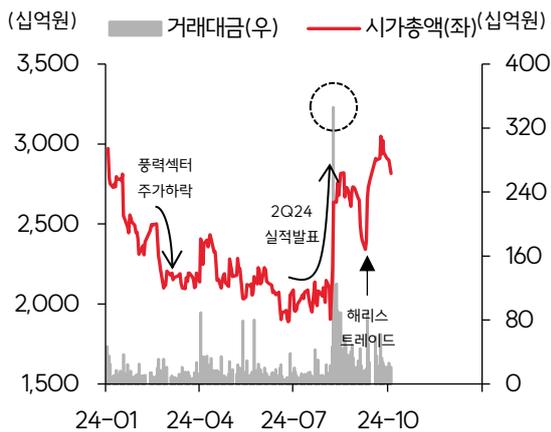
#### (1) Stock price history

24년 1분기는 풍력 업황이 부진한 영향으로 주가가 큰 폭으로 하락했다. 22년 금리 인상, 23년 지멘스에너지, GE의 풍력터빈 품질문제가 발생하면서 풍력산업의 Valuation이 낮아졌다. 이 영향이 24년 1분기까지 이어지면서 동사의 주가를 끌어 내렸다고 판단한다.

24년 2분기는 SK이터닉스 분할상장으로 대명에너지에 대한 관심이 환기되면서 주가 및 거래량이 반응했다. 동사와 마찬가지로 SK이터닉스는 신재생에너지 개발업을 영위하고 있다. 그 동안 직접적인 비교기업(peers)이 없었던 상황에서 SK이터닉스가 분할상장됨에 따라 동시에 관심이 몰렸던 것으로 생각한다.

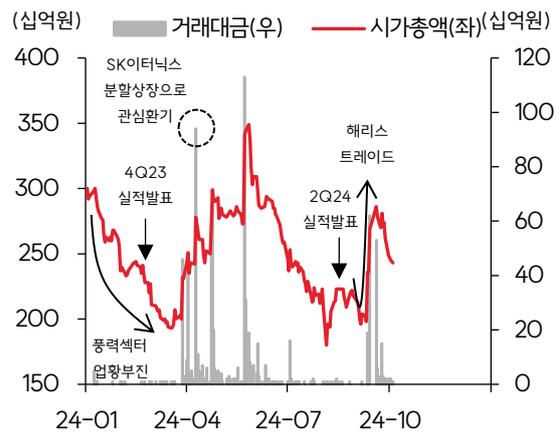
23년 3분기는 미국 대선에 따라서 동사의 주가가 움직였다. 24년 7월 13일 트럼프 피격사건 이후 공화당 집권가능성이 높아지면서 동사의 주가에 악영향을 미쳤다. 반대로 24년 9월 10일 트럼프-해리스 대선토론에서 민주당의 해리스가 대선주자로서 존재감을 드러내면서 재생에너지 섹터 전반의 주가를 끌어올렸다.

씨에스윈드 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

대명에너지 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

## (2) Valuation

전통적인 재무제표로 동사의 적정가치를 판단하기 어려운 부분이 있다. 그 이유는 동일한 경제적 행위에 대해서 SPC 를 종속 또는 공동기업으로 분류함에 따라서 상이한 회계처리를 하기 때문이다.

예를 들어서 발전소 EPC 를 수행한다고 했을 때 종속기업으로 분류된 SPC 에서 수행하면 수익을 인식하지 못하는 반면에 공동기업으로 분류될 경우에는 매출액, 영업이익으로 인식한다. 물론 회계기준에서 종속기업에서 창출한 매출액은 내부거래이기 때문에 상계하는 것이 맞을 수 있다. 그러나 기업가치 관점에서 건설공사를 진행했으나 종속기업으로 분류되었다는 이유로 손익계산서에 드러나지 않아서 손익계산서가 동사의 수익창출 능력을 온전하게 반영하기 어렵다고 생각한다. 따라서 PER, EV/EBITDA 보다는 PBR 로 평가하는 것이 적합하다 판단한다.

25년 예상 BPS 8,756 원, Target PBR 2.0 배를 적용해서 산출했다. 풍력산업 상승 사이클 시기의 PBR 2.0 배를 적용했다. 금리하락, 정책지원 등 대외적인 환경상 사이클 턴어라운드 국면에 있다고 판단한다.

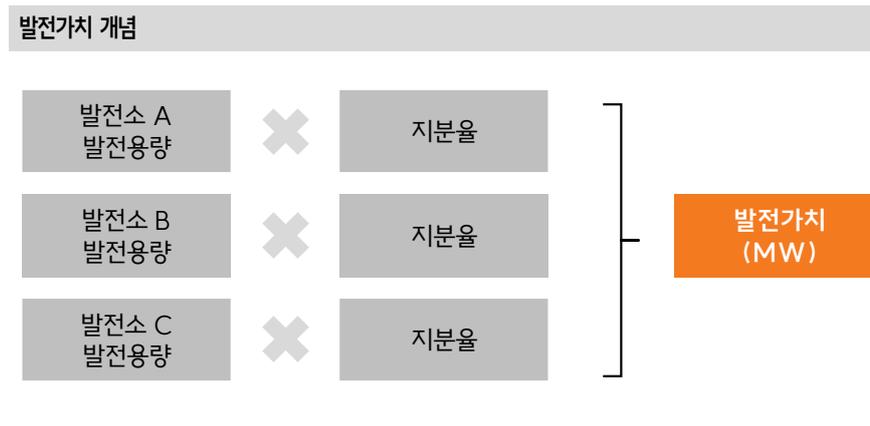
Valuation Table			
구분	단위	신규	비고
순자산 (25년)	(십억원)	168	
회석주식수	(천주)	18,783	CB/BW 전환 가정
BPS (25년)	(원)	8,950	
Target PBR	(배)	2.0	업사이클 시기 3.0배
목표주가	(원)	18,000	
전일종가	(원)	14,380	
상승여력	%	+25.2	

자료: SK 증권

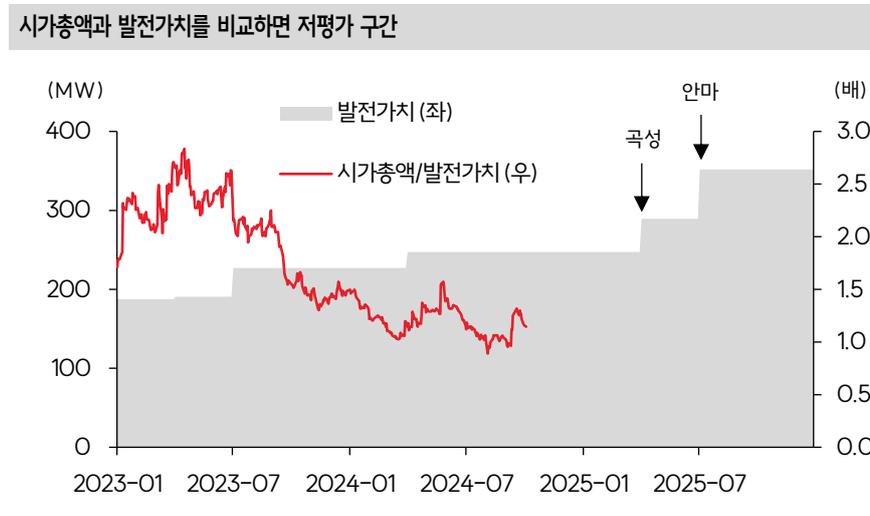
여기에 동사의 가치를 판단하기 위한 보조방법으로 발전소 용량(MW)에 기반한 가치평가를 제안한다.

대명에너지의 본질은 다양한 발전 프로젝트가 모여있는 지주회사다. 발전소에서 미래에 창출될 현금흐름의 총 합계가 동사의 기업가치라고 생각을 확장할 수 있다. 이론적으로 각각 발전소의 현금흐름을 추정하는 방법이 가장 정확하지만 외부 투자자 입장에서 쉬운 일은 아니다.

그 대신에 외부에서 쉽게 업데이트 할 수 있는 발전소 용량(MW)을 사용하는 것이 투자 의사결정에 용이한 지표가 될 것이다. 동사가 운영하고 있는 발전소, 건설중인 발전소의 용량(MW)에 지분율을 곱한다음에 모두 합친 '발전가치' 지표를 시가총액과 비교하는 방법이다.



자료: SK 증권



자료: Bloomberg, SK 증권

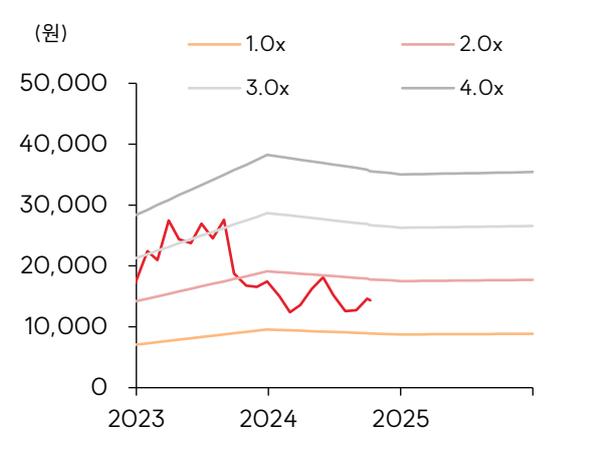
운영 발전소 및 개발 발전소 리스트												
MW× 지분율	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
<b>발전 가치</b>	247	247	247	247	289	352	352	352	352	352	352	352
운영 발전소	227	227	227	227	227	227	227	227	227	227	227	227
개발 발전소	20	20	20	20	62	125	125	125	125	125	125	125
<b>운영 발전소</b>	<b>227</b>											
대명지이씨풍력발전	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
영암풍력발전	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
거창풍력발전	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
도음산풍력발전	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
청송노래산풍력발전	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
영암태양광발전	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76
원동풍력	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
금성산풍력발전	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
<b>개발 발전소</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>62</b>	<b>125</b>						
김천 풍력발전	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
곡성 풍력발전					42	42	42	42	42	42	42	42
안마 해상풍력						63	63	63	63	63	63	63

자료: SK 증권

분기실적추정 (십억원)												
Key Factors	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
수주잔고 (십억원)	266	239	234	229	354	469	444	419	394	369	344	319
발전소 용량 (MW)	247	247	247.2	247.2	289.2	351.9	351.9	351.9	351.9	351.9	351.9	351.9
매출액	15	15	16	16	19	22	26	26	27	23	25	28
YoY	-40.6	18.6	37.3	29.7	30.5	45.4	58.2	68.2	41.3	7.7	-4.4	7.0
공사(EPC)	5	9	9	8	12	15	19	19	20	16	17	21
용역(O&M)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
발전(Power)	8	5	6	7	6	6	6	6	6	6	6	6
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업비용	11	14	15	15	17	19	22	23	24	21	22	25
원재료	1	4	5	4	5	6	7	7	7	6	7	8
외주비	6	5	6	6	7	7	9	9	9	8	8	10
종업원급여	2	2	2	2	2	3	3	4	4	3	3	4
감가상각비	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4
영업이익	4	1	1	1	2	3	4	3	4	3	3	3
YoY	-62.7	1.2	-45.1	-73.8	-46.5	184.5	221.5	229.1	82.2	-0.6	-15.1	-1.2
영업이익률	24.6	6.6	6.6	6.6	10.1	13.0	13.5	13.0	13.0	12.0	12.0	12.0
금융수익(비용)	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
기타 영업외손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
종속및관계기업관련손익	3	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
법인세	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
당기순이익	4	-1	-1	0	1	1	2	2	2	1	1	2
YoY	59.6	적전	적지	적전	-85.1	흑전	흑전	흑전	172.8	10.5	-25.4	-3.1
순이익률	29.3	-7.1	-3.6	-2.7	3.3	4.4	6.4	6.3	6.4	4.5	5.0	5.7

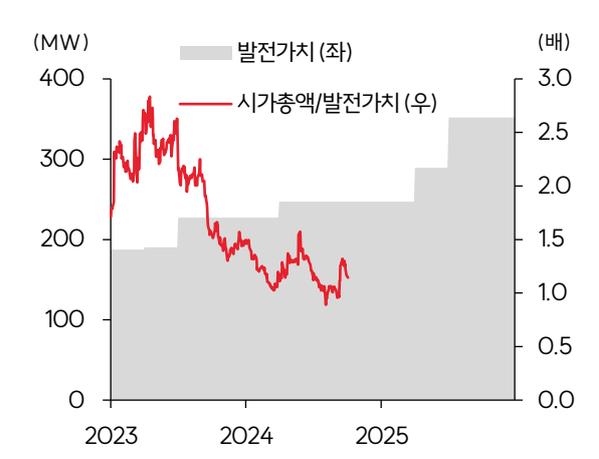
자료: SK 증권

PBR Band



자료: Fnguide, SK 증권

보조지표: 발전가치 대비 시가총액 가치



자료: Fnguide, SK 증권

### (3) Capital Allocation

23년 4월 총 400억원 규모의 CB/BW를 발행했다. 희석 가능한 주식수는 총 1,732,650주로 총 주식수 대비해서 10.2% 수준이다.

CB/BW 투자자는 유한회사 에코그린으로 IMM 홀딩스 계열사의 IMM 크레딧솔루션(이하 ICS)에서 설립한 투자목적회사(SPC)이다. ICS는 ESG 펀드를 운영하면서 양극재, 음극재, 바이오 플라스틱기술을 포함한 친환경 산업 소재 기업에 투자를 해왔다. 마찬가지로 ESG 투자를 실천하기 위해서 대명에너지에 투자한 것으로 추측한다.

그렇다면 대명에너지는 왜 이 때 CB/BW 발행을 결정했을까? 아마도 두가지 이유가 있다고 추측한다. (1) 22년 급격한 금리인상의 여파로 신재생에너지 프로젝트가 경색됨에 따라서 영업활동현금흐름이 막혔기 때문이다. 동사의 현금흐름 구조는 영업활동에서 현금 창출 → 투자활동의 일환으로 SPC 출자 → SPC에서 신재생에너지 발전소 개발 → 발전소 개발을 통해서 영업활동 현금 창출 순서대로 흘러간다. 그런데 금리상승의 여파로 신재생에너지 발전소 개발이 어려워지면서 중간 고리가 끊어졌다. 영업활동현금흐름을 보자. 19년 312억원 → 20년 523억원 → 21년 312억원 → 22년 116억원 → 23년 26억원을 기록했다. 매년 300억원의 현금흐름 창출 능력이 있었으나 22년부터 급격하게 하락했다. 이 현금흐름을 보충하기 위해서 23년에 CB/BW를 발행한 것으로 추측한다. (2) 또한 최대주주가 소유한 지분이 75.4%로 과반을 차지해서 일부 지분이 희석되더라도 충분히 기업에 대한 통제력을 발휘할 수 있다는 배경에 CB/BW를 발행한 것으로 생각한다.

주주가치 측면에서 일부 희석가능성은 아쉬운 부분이지만, 회사채 보다 CB/BW가 더 유리한 선택이었다고 판단한다. 23년 당시의 높은 금리에 회사채를 발행하기 보다는 YTM 0.0%가 더 유리한 조건이며, 신용등급 관리에도 CB/BW 발행이 더 합리적인 선택이라고 판단한다. 또한 트레이딩 관점에서 발행주식수가 증가한다면 유동성이 풍부해진다는 측면에서도 긍정적으로 평가할 수 있다.

전환사채는 총액은 200억원, 만기일은 29년 4월, 표면 이자율(Coupon Rate) 0.0%, 만기 이자율(YTM) 0.0%, 전환가액 23,086원, 전환가능주식수 866,325주. 신주인수권부사채 총액은 200억원, 만기일 29년 4월, 표면 이자율(Coupon rate) 0.0%, 만기 이자율(YTM), 행사가액 23,086원, 전환가능주식수 866,325주

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	127	130	129	182	187
현금및현금성자산	89	74	42	53	51
매출채권 및 기타채권	9	10	12	21	22
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	194	214	239	283	285
장기금융자산	1	13	17	26	28
유형자산	122	115	108	100	93
무형자산	4	4	3	2	2
<b>자산총계</b>	321	344	368	465	472
<b>유동부채</b>	48	31	39	142	141
단기금융부채	22	23	29	124	122
매입채무 및 기타채무	8	5	8	14	15
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	165	192	165	156	158
장기금융부채	155	180	150	130	130
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	11	11	14	24	25
<b>부채총계</b>	214	223	205	297	298
<b>지배주주지분</b>	107	121	163	168	174
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	30	38	78	78	78
기타자본구성요소	0	0	-0	-0	-0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	78	84	86	91	97
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	107	121	163	168	174
<b>부채외자본총계</b>	321	344	368	465	472

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	12	3	-5	7	12
당기순이익(손실)	27	6	2	5	6
비현금성항목등	6	21	13	15	15
유형자산상각비	6	9	9	8	7
무형자산상각비	1	1	1	0	0
기타	-1	11	4	7	7
운전자본감소(증가)	-6	-21	-15	-6	-1
매출채권및기타채권의감소(증가)	10	-1	-0	-9	-1
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-20	-13	2	6	1
기타	-29	-7	-6	-8	-8
법인세납부	-13	-4	-1	-1	-1
<b>투자활동현금흐름</b>	-30	-45	-62	-70	-12
금융자산의감소(증가)	28	-32	-35	-17	-3
유형자산의감소(증가)	-2	-1	-1	0	0
무형자산의감소(증가)	0	-0	0	0	0
기타	-56	-12	-26	-53	-9
<b>재무활동현금흐름</b>	57	27	11	76	-2
단기금융부채의증가(감소)	-7	-12	-41	96	-2
장기금융부채의증가(감소)	43	40	11	-20	0
자본의증가(감소)	30	8	40	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-10	-8	-0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	39	-15	-32	11	-2
기초현금	50	89	74	42	53
기말현금	89	74	42	53	51
FCF	9	1	-6	7	12

자료 : 대명에너지, SK증권 추정

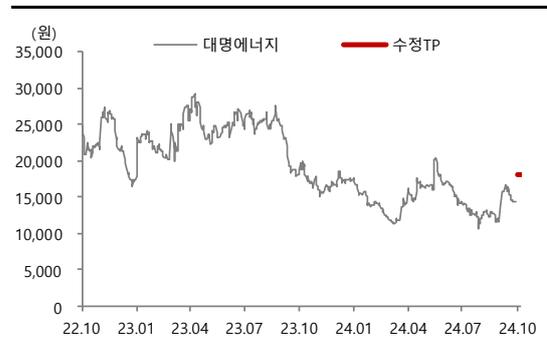
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	88	62	62	93	104
<b>매출원가</b>	53	37	46	69	76
<b>매출총이익</b>	35	24	16	25	27
매출총이익률(%)	39.8	39.4	26.4	26.6	26.3
<b>판매비와 관리비</b>	9	8	10	13	15
<b>영업이익</b>	26	17	7	12	13
영업이익률(%)	29.1	27.2	11.0	12.5	12.3
<b>비영업손익</b>	6	-11	-5	-6	-6
순금융손익	-5	-6	-6	-6	-6
외환관련손익	-1	-0	0	0	0
관계기업등 투자손익	11	-2	3	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	32	6	2	6	7
세전계속사업이익률(%)	36.3	10.0	3.2	6.2	6.4
<b>계속사업법인세</b>	5	-0	-0	1	1
<b>계속사업이익</b>	27	6	2	5	6
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	27	6	2	5	6
순이익률(%)	30.5	10.0	3.7	5.3	5.5
지배주주	26	6	2	5	6
지배주주귀속 순이익률(%)	29.7	10.0	3.7	5.3	5.5
비지배주주	1	0	0	0	0
총포괄이익	24	6	2	5	6
지배주주	23	6	2	5	6
비지배주주	1	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	33	26	16	20	21

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-35.3	-29.9	0.4	51.0	11.1
영업이익	-45.4	-34.6	-59.5	72.9	8.7
세전계속사업이익	-14.2	-80.8	-67.2	187.9	15.2
EBITDA	-34.3	-21.6	-37.9	25.7	1.2
EPS	-3.1	-76.5	-62.9	96.0	15.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	10.7	1.8	0.6	1.2	1.2
ROE	32.0	5.4	1.6	3.0	3.3
EBITDA마진	37.6	42.1	26.1	21.7	19.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	263.1	415.8	327.6	128.6	133.1
부채비율	199.6	184.4	125.4	176.8	171.7
순차입금/자기자본	76.8	90.2	53.4	80.0	75.7
EBITDA/이자비용(배)	6.2	2.6	1.5	1.8	1.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,533	360	134	262	302
BPS	6,278	7,094	9,571	8,950	9,252
CFPS	1,975	901	682	718	716
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	11.3	48.4	107.6	54.9	47.7
PBR	2.8	2.5	1.5	1.6	1.6
PCR	8.8	19.3	21.1	20.0	20.1
EV/EBITDA	11.4	15.7	20.6	18.7	18.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.10.10	매수	18,000원	6개월		



**Compliance Notice**

작성자(나민식)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(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 10일 기준)**

매수	97.62%	중립	2.38%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------