

Company Update

Analyst 함형도
02) 6915-5471
hdham@ibks.com

Not Rated

목표주가 -
현재가 (8/14) 1,090원

KOSPI (8/14)	1,938.37pt
시가총액	189십억원
발행주식수	173,730천주
액면가	500원
52주 최고가	1,415원
최저가	947원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	1.0%
배당수익률 (2019F)	0.0%

주주구성

이완근 외 9 인 24.08%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-3%	7%	-7%
절대기준	-10%	-6%	-20%

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated	Not Rated	-
목표주가	-	-	-
EPS(19)	62	71	▼
EPS(20)	131	74	▲



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

신성이엔지 (011930)

태양광부문 흑자는 지속된다

2Q19 Review: 본업은 부진했지만 태양광부문 흑자전환

신성이엔지의 2분기 실적은 매출액 1,117억원(+5.0% qoq, -5.9% yoy), 영업이익 28억원(-6.1% qoq, -40.5% yoy)을 기록했다. RE사업부(태양광) 매출액 424억원(+64.5% qoq, +22.8% yoy), 영업이익 3억원으로 흑자전환에 성공했다. 셀/모듈 공장은 2분기에 100%가동했으며 EPC 매출 67억원 기록함에 따라 흑자 전환했다. 동사의 신제품인 HDM 라인은 5월 말부터 가동돼 금번 분기 실적 기여도는 미비한 것으로 파악된다. 3분기 HDM 판매 효과가 더해져 태양광 사업부 흑자는 지속될 것이며 3분기 영업이익 19억원(+530% qoq)을 기록할 것으로 전망한다. CE사업부는 매출액 691억원(-17.8% yoy), 영업이익 25억원(-76.9% yoy)을 기록했다. 주요 전방산업인 반도체/디스플레이 시황이 전년도에 피크였던 점과 글로벌 정세불안에 따른 투자 감소로 실적이 감소했지만 상반기 CE사업부의 4.9% 이익률은 고무적이라 판단한다. 하반기 설비투자에 대한 기대감은 여전히 유효하며 신성장산업인 배터리 공장에 대한 발주 가능성 또한 열려있다 판단한다.

미국에 부는 RE100 바람에 편승하는 구조

동사의 일반 모듈은 국내용이지만 셀과 HDM은 미국으로 수출된다. 동사는 2020년까지 셀 전량을 미국기업(SunPower, Silfab)에 판매하는 계약을 체결했고 HDM은 Solaria에 판매한다. 미국은 주단위로 신재생에너지 공급의무화 제도(RPS)를 개정하며 100% 신재생 에너지 사용을 목표로 하고 있다. 대표적으로 캘리포니아 주는 신축 주택에 태양광 설치를 의무화하고 있고, 작년에 법률 개정을 통해 2045년까지 신재생에너지 비중 100%를 목표로 한다. 또한 투자세액공제(ITC) 기간을 연장했다. 2019년 말까지 세액공제율 30%에서 22년까지 10%로 낮추며 중단하는 계획을 5년 연장에 2024년까지 30%유지 후 2027년에 종료 예정이다. 이와 같은 변화에 동사 셀의 주 고객인 Sunpower는 2분기 실적발표에서 연간 가이드를 상향 조정해 우호적인 시장 환경을 입증시켜줬다. 미국 태양광시장 성장과 함께 동사의 실적 성장이 예상되는 이유다.

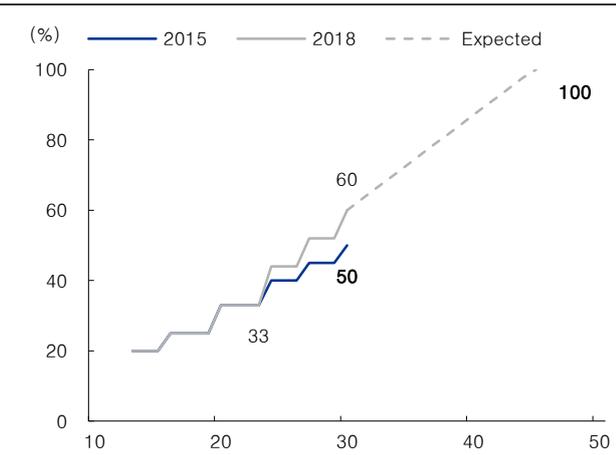
(단위:십억원,배)	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	217	574	425	473	523
영업이익	-10	-6	-4	20	30
세전이익	5	-15	-20	16	29
지배주주순이익	3	-39	11	11	23
EPS(원)	34	-226	62	62	131
증기율(%)	N/A	적전	흑전	0.6	111.1
영업이익률(%)	-4.5	-1.0	-1.0	4.2	5.8
순이익률(%)	1.5	-6.8	2.5	2.3	4.4
ROE(%)	2.7	-38.3	10.9	9.1	16.9
PER	65.2	-8.5	16.2	17.5	8.3
PBR	3.1	4.0	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA	50.2	28.8	23.5	9.5	7.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

미국 주 단위로 진행되는 태양광 설치

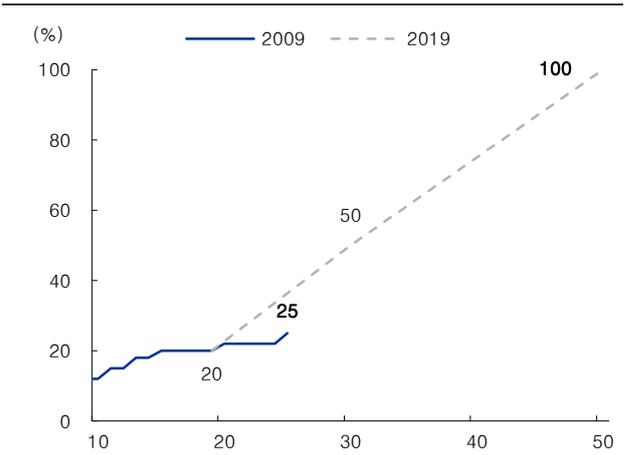
미국은 주 단위로 RPS(Renewable Portfolio Standard) 법률 개정을 통해 신재생에너지 비중을 100%까지 높이고 있다. 캘리포니아 주는 2030년까지 신재생에너지 비중 50% 달성이 기존 목표였으나 2018년 법률 개정을 통해 2030년 60%, 2045년 100%로 상향 조정했다. 또한 신규 주택에 태양광 설치를 의무화하여 주거용 수요도 증가할 전망이다. 2010년도에 총 58번의 법률 개정이 있었고 올해만 이미 7개의 주가 RPS 비율을 상향조정했다. 또한 태양광 투자세액공제(ITC) 기간을 연장했다. ITC는 2006년 시행 이후 태양광 산업 발전을 이끌어왔다. 2019년 말까지 세액 공제율 30%에서 22년까지 10%로 낮추며 중단하는 계획을 5년 연장했다. 2024년까지 30%유지 후 2027년에 종료 예정이다. 올해 ITC 혜택을 받기 위해 연말에 집중된 후 감소할 수 있던 수요는 향후 5년간 안정적으로 일어날 전망이다.

그림 1. California 주 RPS 개정



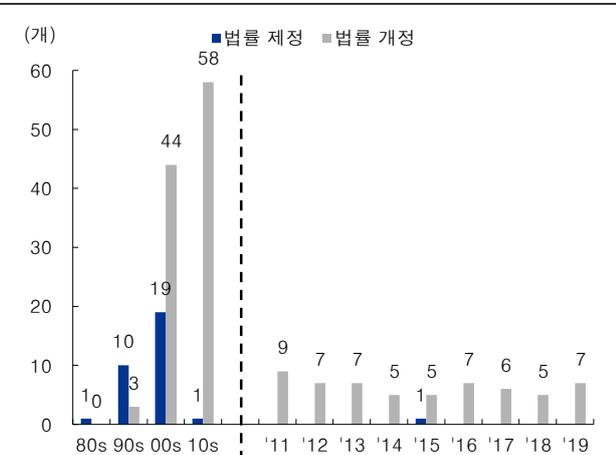
자료: 언론자료, IBK투자증권

그림 2. Nevada 주 RPS 개정



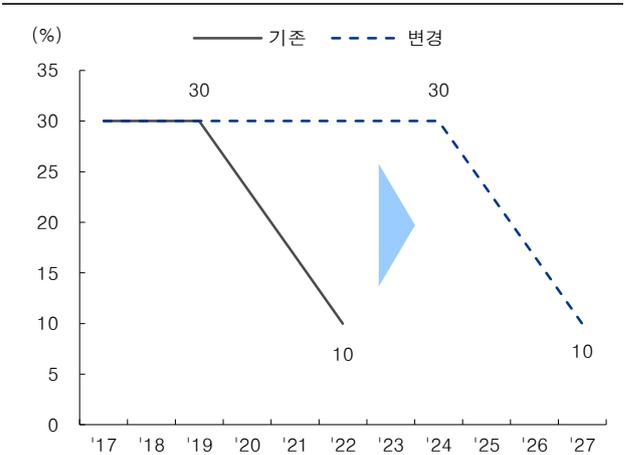
자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 3. 미국 RPS 법률 제정 및 개정 수



자료: 산업자료, IBK투자증권

그림 4. 미국 태양광 투자세액공제(ITC) 기간 연장

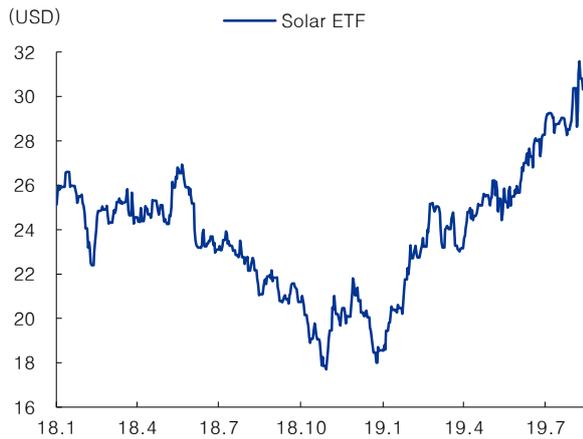


자료: 언론자료, IBK투자증권

미국 태양광 업체 가이던스 상향 조정으로 확인된 안전성

최근 태양광 제품가격 하락세가 이어지고 있는 와중에 해외 태양광업체로 구성된 Invesco Solar ETF는 올해 63.4% 급등 중이다. 해당 ETF는 주로 미국기업으로 구성되어있으며 국가별로 미국 비중이 51.2%이다. 미국 태양광시장 호황과 함께 높은 수익률을 기록하고 있는 것이다. 미국의 대표적인 태양광 업체인 SunPower는 호실적을 기록하며 연간 가이던스를 상향 조정했다. 매출액 19억 달러에서 20억 달러로, EBITDA 1.1억 달러에서 1.2억 달러로 10% 상향 조정했다. 이를 통해 제품가격이 하락하더라도 상위 업체들은 충분히 이익을 영위할 수 있는 구조이며, 프리미엄 시장인 미국은 가격 하락세가 중국에서 고시하는 가격과 같지 않다는 것이 추정 가능하다. 신성이엔지의 미국업체인 SunPower와 Silfab에 2020년까지 셀 전량을 납품함에 따라 미국시장의 성장과 SunPower의 성장에 집적적인 수혜를 볼 것으로 판단한다.

그림 5. TAN – Invesco Solar ETF 가격 추이



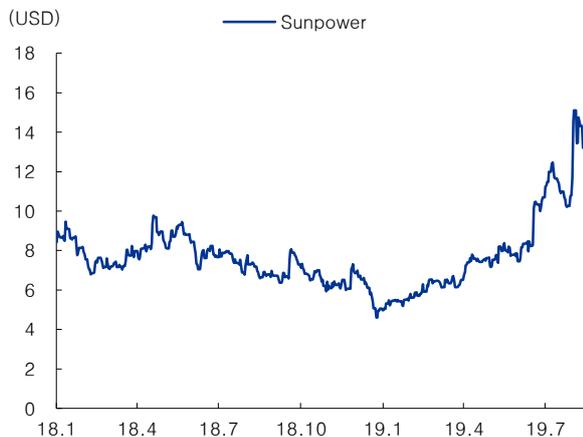
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. TAN 구성 회사

회사	비중	국가	비중
SolarEdge Technologies Inc	10.97	미국	51.2
Enphase Energy Inc	10.01	중국	23.8
First Solar Inc	8.54	스페인	7.1
Xinyi Solar Holdings Ltd	6.42	독일	6.6
SunPower Corp	5.81	노르웨이	4.2
Sunrun Inc	5.02	캐나다	4.0
Scatec Solar ASA	4.23	스위스	2.4
TerraForm Power Inc	4.22		
Canadian Solar Inc	3.97		
Hannon Armstrong	3.97		

자료: Invesco, IBK투자증권

그림 7. SunPower 실적 가이던스 상향조정에 주가 강세



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 8. Sunpower 2019년 실적 가이던스

2019년 실적 가이던스	5월 발표치	7월 발표치	변화율
GAAP Revenue	\$1.8 –\$1.9 billion	\$1.8 –\$2.0 billion	+5%
Non-GAAP Revenue	\$1.9 –\$2.0 billion	\$1.9 –\$2.1 billion	+5%
Non-GAAP Opex	⟨\$270 million	⟨\$270 million	
Adjusted EBITDA	\$90 –\$110 million	\$100 –\$120 million	+10%
Capital Expenditures	~\$65 million	~\$65 million	
GW Deployed	1.9 –2.1 GW	2.05 –2.25 GW	+10%

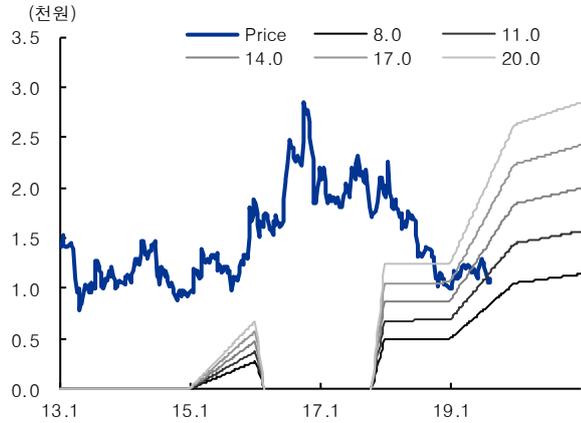
자료: Sunpower, IBK투자증권

표 1. 신성이엔지 사업 부문별 실적추이

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2017	2018	2019F
매출액	1,395	1,348	1,651	1,350	1,002	1,187	1,061	996	1,064	1,117	5,745	4,247	4,734
yoy	176.5	137.1	517.8	62.3	-28.2	-11.9	-35.7	-26.2	6.2	-5.9	164.5	-26.1	11.5
qoq	67.7	-3.4	22.5	-18.2	-25.8	18.4	-10.6	-6.1	6.8	4.9			
CE(클린룸)	945	927	1,183	981	703	841	740	813	805	691	4,037	3,097	3,155
RE(태양광)	444	417	464	364	296	345	320	182	258	424	1,689	1,143	1,571
영업이익	-45	-57	52	-8	-31	47	2	-59	30	28	-58	-42	198
yoy	적전	적전	흑전	적지	적지	흑전	-96.4	적지	흑전	-40.5	적지	적지	흑전
qoq	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	-96.0	적전	흑전	-6.1			
CE	59	48	113	61	32	109	49	1	49	25	281	190	176
RE	-105	-105	-61	-71	-63	-61	-47	-61	-19	3	-342	-232	21
영업이익률	-3.3	-4.2	3.2	-0.6	-3.1	4.0	0.2	-6.0	2.8	2.5	-1.0	-1.0	4.2
CE	6.2	5.2	9.6	6.2	4.5	12.9	6.6	0.1	6.1	3.6	7.0	6.1	5.6
RE	-23.6	-25.2	-13.2	-19.6	-21.5	-17.8	-14.6	-33.3	-7.5	0.7	-20.3	-20.3	1.4
당기순이익	-51	-83	14	-21	-25	376	-323	-79	9	-5	-141	-51	107
순이익률	-3.6	-6.1	0.8	-1.6	-2.4	31.7	-30.4	-8.0	0.8	-0.4	3.4	3.3	2.3
지배주주 순이익	-185	-103	34	-136	31	477	-321	-79	9	-5	-391	107	107

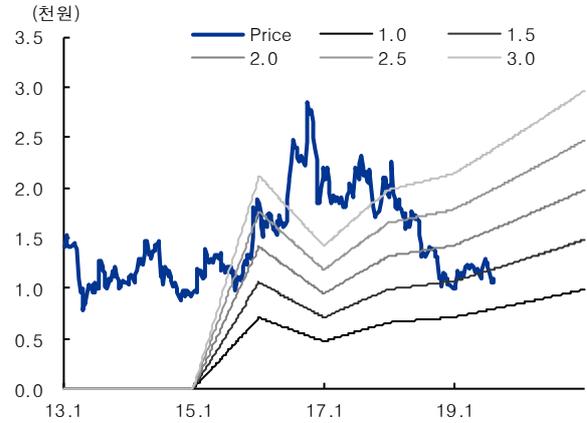
자료: 신성이엔지, IBK투자증권

그림 9. 신성이엔지 12M Fwd PER 밴드 차트



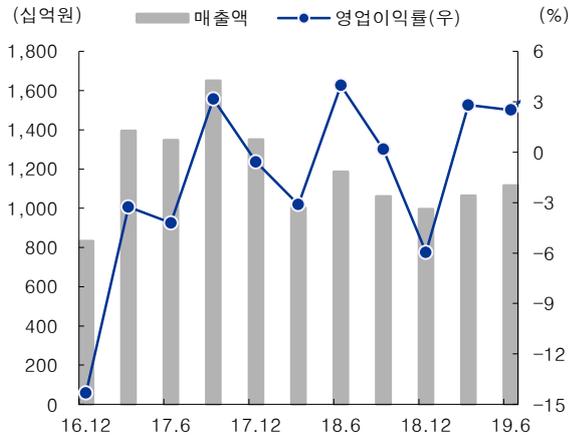
자료: ValueWise, IBK투자증권

그림 10. 신성이엔지 12M Fwd PBR 밴드 차트



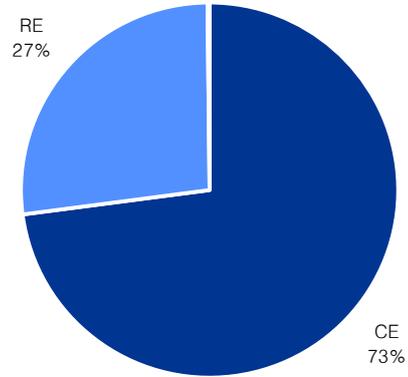
자료: ValueWise, IBK투자증권

그림 11. 신성이엔지 매출액, 영업이익률 추이



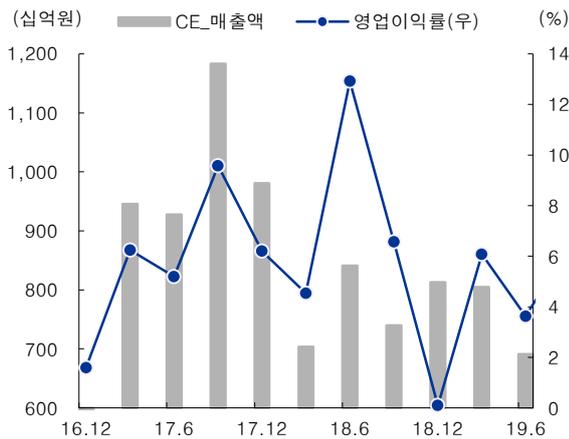
자료: 신성이엔지, IBK투자증권

그림 12. 사업부문별 매출 비중



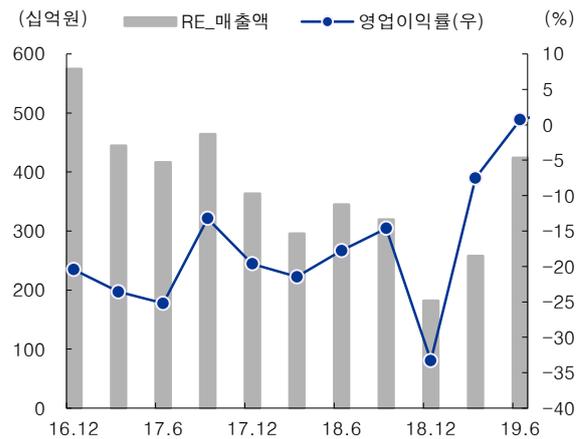
자료: 신성이엔지, IBK투자증권

그림 13. CE사업부 실적 - 안정적인 이익 영위



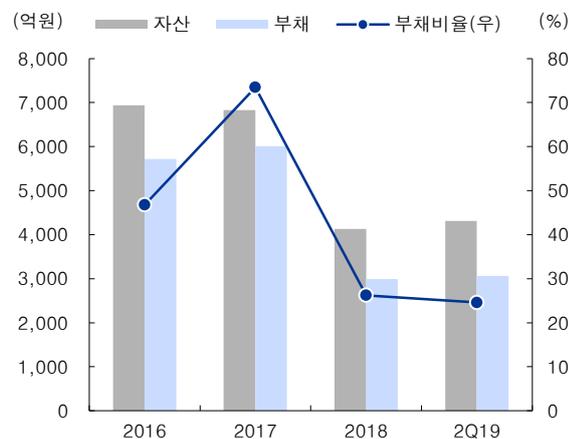
자료: 신성이엔지, IBK투자증권

그림 14. RE사업부 실적 - 흑자전환



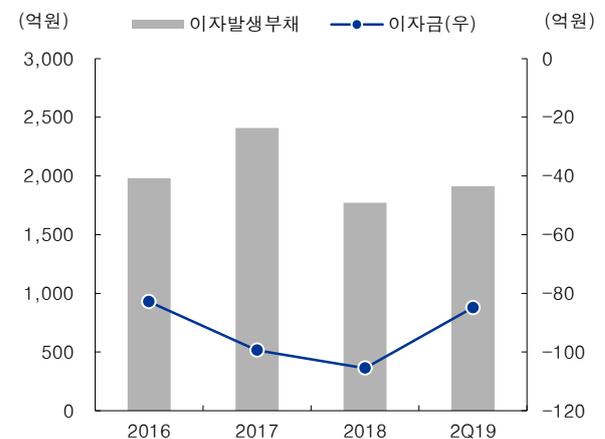
자료: 신성이엔지, IBK투자증권

그림 15. 부채비율 공극적으로 200% 목표



자료: 신성이엔지, IBK투자증권

그림 16. 이자발생부채 감소로 이자금 축소 예상



자료: 신성이엔지, IBK투자증권

신성이엔지 (011930)

포괄손익계산서

(억원)	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	2,172	5,745	4,247	4,734	5,233
증가율(%)	na	164.5	-26.1	11.5	10.5
매출원가	2,136	5,387	3,825	4,154	4,473
매출총이익	36	358	422	581	760
매출총이익률 (%)	1.7	6.2	9.9	12.3	14.5
판매비	133	415	463	383	458
판매비율(%)	6.1	7.2	10.9	8.1	8.7
영업이익	-97	-58	-42	198	302
증가율(%)	na	적지	적지	흑전	53.0
영업이익률(%)	-4.5	-1.0	-1.0	4.2	5.8
순금융손익	-82	-67	-129	-119	-104
이자손익	-81	-97	-113	-105	-113
기타	-1	30	-16	-14	9
기타영업외손익	184	-19	-497	9	7
중속/관계기업손익	44	-6	463	69	80
세전이익	48	-149	-204	158	285
법인세	17	-8	-153	50	57
법인세율	34.6	5.6	75.2	31.5	20.0
계속사업이익	32	-141	-51	108	228
중단사업손익	0	-251	158	0	0
당기순이익	32	-392	107	108	228
증가율(%)	na	적전	흑전	0.9	111.3
당기순이익률 (%)	1.5	-6.8	2.5	2.3	4.4
지배주주당기순이익	33	-391	107	108	228
기타포괄이익	2	-43	-250	0	0
총포괄이익	34	-435	-143	108	228
EBITDA	65	175	140	362	474
증가율(%)	na	168.0	-19.7	157.8	30.7
EBITDA마진율(%)	3.0	3.0	3.3	7.7	9.0

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	34	-226	62	62	131
BPS	707	473	660	713	845
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	65.2	-8.5	16.2	17.5	8.3
PBR	3.1	4.0	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA	50.2	28.8	23.5	9.5	7.0
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	164.5	-26.1	11.5	10.5
EPS증가율	0.0	-766.7	-127.4	0.6	111.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	2.7	-38.3	10.9	9.1	16.9
ROA	0.5	-5.7	2.0	2.5	4.8
ROIC	1.7	-20.5	5.6	5.9	12.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	467.6	734.7	262.1	266.7	240.6
순차입금 비율(%)	86.3	209.8	136.8	123.8	98.0
이자보상배율(배)	-1.2	-0.6	-0.4	1.9	2.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	3.3	3.5	6.3	6.3
재고자산회전율	0.0	20.5	18.1	17.4	17.3
총자산회전율	0.0	0.8	0.8	1.1	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018	2019F	2020F
유동자산	3,764	3,654	1,598	2,043	2,394
현금및현금성자산	752	492	163	443	625
유가증권	171	116	30	33	36
매출채권	1,753	1,739	713	795	879
재고자산	350	211	257	287	317
비유동자산	3,176	3,174	2,533	2,490	2,602
유형자산	2,370	2,324	1,491	1,408	1,481
무형자산	237	218	107	105	107
투자자산	179	214	589	594	599
자산총계	6,940	6,829	4,131	4,542	4,996
유동부채	4,562	4,879	2,720	2,816	3,015
매입채무및기타채무	2,553	2,553	638	663	733
단기차입금	807	983	833	900	994
유동성장기부채	130	322	706	685	660
비유동부채	1,155	1,131	271	487	514
사채	58	85	94	104	114
장기차입금	983	934	119	319	329
부채총계	5,717	6,010	2,991	3,303	3,529
지배주주지분	1,223	819	1,141	1,239	1,467
자본금	866	866	866	870	870
자본잉여금	1,388	1,411	1,588	1,574	1,574
자본조정등	-703	-696	-394	-394	-394
기타포괄이익누계액	29	-14	-264	-264	-264
이익잉여금	-357	-749	-655	-547	-318
비지배주주지분	0	-1	-1	-1	-1
자본총계	1,223	818	1,141	1,239	1,467
비이자부채	3,739	3,686	1,238	1,294	1,431
총차입금	1,978	2,325	1,753	2,009	2,098
순차입금	1,055	1,717	1,561	1,533	1,437

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	620	-171	-445	125	263
당기순이익	32	-392	107	108	228
비현금성 비용 및 수익	50	525	178	205	188
유형자산감가상각비	159	208	164	148	155
무형자산상각비	4	24	18	17	16
운전자본변동	613	-182	-614	-83	-40
매출채권등의 감소	647	86	-269	-82	-84
재고자산의 감소	-98	159	-78	-30	-30
매입채무등의 증가	-292	-225	-627	25	70
기타 영업현금흐름	-75	-123	-115	-105	-113
투자활동 현금흐름	-266	-220	808	-175	-336
유형자산의 증가(CAPEX)	-206	-183	-114	-65	-228
유형자산의 감소	31	9	6	0	0
무형자산의 감소(증가)	1	-6	-36	-14	-18
투자자산의 감소(증가)	-3	-120	959	-22	-15
기타	-90	80	-7	-74	-75
재무활동 현금흐름	-320	132	-587	85	254
차입금의 증가(감소)	-217	47	-82	200	10
자본의 증가	292	0	0	-10	0
기타	-394	85	-506	-105	244
기타 및 조정	675	0	-105	0	0
현금의 증가	708	-260	-329	35	181
기초현금	44	752	492	163	198
기말현금	752	492	163	198	379

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.08.10~2019.08.10)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	88
중립	18	12
매도	0	0