

한슬기, CTA

02) 768-7341

hsk0820@wooriwm.com

# 중소형주 탐방리포트

돈되는 태양광 시대를 주도하다!

## 서울마린 (099220)

- 2010년 큰 폭의 성장세가 예상되는 태양광 사업부
- 해외시장 진출은 제 2의 성장동력
- Cash-Cow 역할을 하는 엔진/동력 사업부
- 안정적인 재무비율과 매력적인 밸류에이션

### Snapshot

현재가	17,150 원
액면가	500 원
자본금	50 억원
시가총액	1,715 억원
발행주식	1,000 만주
ROE	65.19%
매출액	1,005 억원
영업이익	60 억원
당기순이익	89 억원

\*재무비율: '09년 기준

\*현재가: '10.02.16 종가

### 회사소개

1994년 선외기(Outboard Motor) 사업을 시작으로 설립된 동사는 2006년부터 지금까지 선외기 시장점유율 1위 업체로 시장을 선도하고 있다. 또한 2004년 한국신재생에너지 연구소 개소를 시작으로 태양광사업분야에 본격적으로 진출하여 200KW급 중소형 태양광 발전소 보급분야에서 1위를 차지하고 있다. 최근 급성장세로 전체 매출의 약 88% (2009년 3분기말 기준)를 태양광 사업부문이 차지하고 있는 태양광 중심의 에너지 전문기업이다.

### 투자포인트

- 1) **2010년 큰 폭의 성장세가 예상되는 태양광 사업부**: 동사는 200KW 이하 중소형 태양광 발전소 시장점유율 1위로 공장지붕 일체형 기술이 뛰어나며, 국산제품 라인업을 모두 갖추고 있어 RPS제도(신재생에너지 의무할당제)의 가장 큰 수혜가 예상된다. RPS체제로 전환되면서 중소형 위주의 발전소 건설이 증가하고 있어 중소형 발전소 건설에 강점이 있는 동사에게 유리한 상황이다. 최고의 기술력을 바탕으로 태양광 발전소 시스템 엔지니어링 분야에서 독보적인 위치를 차지하고 있으며, 최적의 발전 조합을 만들어 Sunday시리즈를 완성하였고 국내 뿐만 아니라 해외에서도 두각을 나타내고 있다
- 2) **이제 해외로 가자!**: 최고의 기술력을 바탕으로 Turn-Key공사 위주의 대규모 프로젝트성 계약을 체결하는 방식으로 해외진출을 본격화하고 있으며, 유럽지역을 중심으로 한 발전소 건설계약이 구체화되고 조만간 가시화될 것으로 보인다. 또한 나이지리아 해외업체에 약 7.8억원의 초도물량 수출을 시작으로 본격화될 것으로 보이는 태양광 LED 가로등은 올해 연매출 약 200억원이 기대되는 동사의 신사업 분야라고 할 수 있다.
- 3) **Cash-Cow 역할을 하는 엔진/동력 사업부**: 엔진 사업부는 안정적으로 수협에 판매하는 방식의 매출구조를 지니고 있는데, 이는 동사의 Cash-Cow로서 향후 4대강 사업 및 국토해양부 marina 조성계획 등이 구체화될 경우 급격한 매출성장이 예상된다
- 4) **안정적인 재무비율과 매력적인 밸류에이션**: 동사는 제조/서비스업(유지, 보수), 건설업(발전소 건설), 수입유통(엔진 및 모듈) 등 매출구조의 다변화를 통해 안정적인 수입원을 확보하고 있으며, 타사대비 매출 변동성이 적다. 또한 부채비율 93.9%, 이자보상비율 381.8% 등 중소형주임에도 불구하고 매우 안정적인 재무구조를 지니고 있으며, 2010년 예상실적을 기준으로 산정한 동사의 PER는 6.5배로 예상되는 등 향후 동사의 성장성을 감안할 때 밸류에이션 측면에서도 매력적인 수준이라고 판단된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	순이익	EPS	EPS 증감률	PER	PBR	ROE
12월	(억원)	(%)	(억원)	(%)	(억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(%)
2007	503	43.7	55	10.9	35	902	-	-	-	38.8
2008	849	68.7	56	6.6	41	605	-32.9	-	-	30.3
2009	1,005	18.4	60	5.9	89	1,010	66.9	16.5	7.0	65.2
2010(E)	3,000	198.5	300	10.0	260	2,600	157.4	6.5	3.5	75.1

주: PER, PBR 은 2010년 2월 16일 기준, 2010(E)는 회사추정치

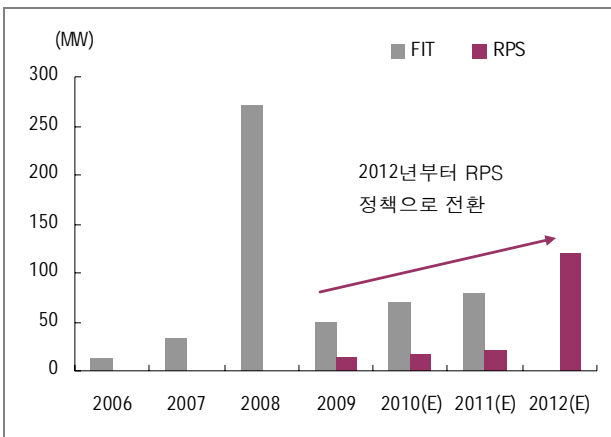
자료: 서울마린, FnDateGuide, 우리투자증권 투자정보센터

## 투자포인트 1: 태양광 사업부문, 2010년 큰 폭의 성장세 가능

### 1) RPS제도의 최대 수혜주!

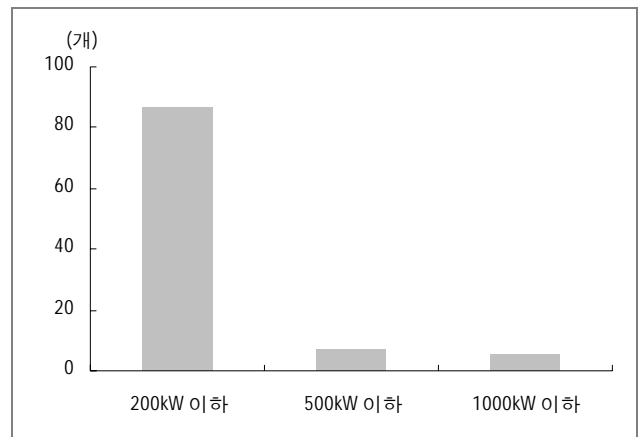
FIT(발전차액지원제도) 축소 발표 이후 국내 태양광 사업이 위축되자, 정부는 새로운 지원제인 RPS(신재생에너지 의무할당제) 제도를 신설하였다. RPS제도는 신재생에너지 의무할당제로서 전기사업자로 하여금 자신이 공급하는 에너지의 일정 부분을 신재생에너지로 공급하도록 의무화하는 제도를 말한다. 정부는 RPS 입찰시 조건으로 1) 200KW 이하급 중소형 태양광 발전소이며, 2) 건물지붕 일체형, 3) 국산화 부품비율 등의 요건을 제시하였다. 이에 당사는 중소형 시장점유율 1위로 공장지붕 일체형 기술이 뛰어나며 국산제품 라인업을 모두 갖추고 있어 큰 수혜가 예상된다. 또한 RPS로 전환되면서 중소형 위주의 발전소 건설이 증가하고 있어 중소형 발전소 건설에 강점이 있는 당사에게 유리한 상황이다. 실제 지난 2월 3일 정부의 RPS 시범사업 물량 12MW 중 약 3MW가 당사의 태양광 발전시스템으로 선정되었다. 이는 전체 점유율의 25%에 해당하는 물량이며, 단일기업 최대 물량으로 약 220억원의 매출증대 효과가 나타날 것으로 예상된다.

국내 태양광 발전 설치현황



자료: Photon Consulting, 우리투자증권 투자정보센터

FIT 축소 이후 태양광 발전소 추이



자료: 에너지관리공단, 우리투자증권 투자정보센터  
 주: FIT 축소 발표 이후의 2008.10~2009.04까지의 태양광 발전소 추이

### 2) 최고의 기술력!

당사는 2004년도 한국신재생에너지 연구소 개실을 시작으로 태양광 사업분야에 뛰어들었으며, R&D 위주의 기업경영방식으로 태양광 사업부문의 급성장세를 이끌어 냈다. 현재 당사의 R&D인력은 총 23명으로 전체 인원의 31.5%를 차지하고 있다. 당사는 170여개 태양광 발전소 건설관련 설계 등의 경험을 통해 최고수준의 System Engineering 기술을 보유하고 있으며, 실제 당사의 태양광 발전소가 발전효율이 가장 높은 것으로 한국전기연구원 발표자료에 의해 입증되기도 하였다. 또한 국내 최초로 태양광 발전소 전 부품을 100% 자체 생산하고 있으며, 자동화 설비를 통해 고효율 단결정 태양광 전지판을 생산하고 있는 등 최고의 기술력을 보유하고 있다.

### 3) 태양광 발전소관련 Total Solution 업체로의 성장!

현재 태양광 부품산업은 이미 다수의 진입자로 인해 경쟁이 치열해졌으며, 현재 태양광 부품가격 하락이 이를 반증한다. 이로 인해 앞으로의 태양광 시장은 태양광 부품의 매출에서 태양광 발전시스템(설계, 시공, 유지보수 등)으로 그 중심이 옮겨갈 것으로 예상된다. 당사는 최고의 기술력을 바탕으로 태양광 발전소 시스템 엔지니어링 분야에서 독보적인 위치를 차지하고 있으며, 최적의 발전 조합을 만들어 Sunday시리즈를 완성하여 태양광 발전소관련 Total Solution업체로서의 성장을 도모하고 있다.

사업부문별 매출 비중

	주요제품	구분	매출액 (구성비율)
태양광사업부	발전시스템 매출	태양광발전소(Turn-key 및 시스템공급)	18,890 (23.8%)
		태양광 발전소 분양매출	8,000 (10.0%)
	상품매출	HIT Modul 외(태양광 전지판 및 인버터)	39,104 (49.2%)
	제품매출	Sdm230 외 (태양광 전지판)	2,281 (2.9%)
	전력매출 등	전력매출 및 용역매출	1,618 (2.0%)
엔진,조선 사업	상품매출	선외기 및 부품	9,606 (12.1%)

자료: 서울마린, 우리투자증권 투자정보센터  
주:2009년 3분기 기준, 매출액단위: 백만원

태양광 발전부품 100% 자체생산



자료: 서울마린, 우리투자증권 투자정보센터

투자포인트 2. 이제 해외로 가자

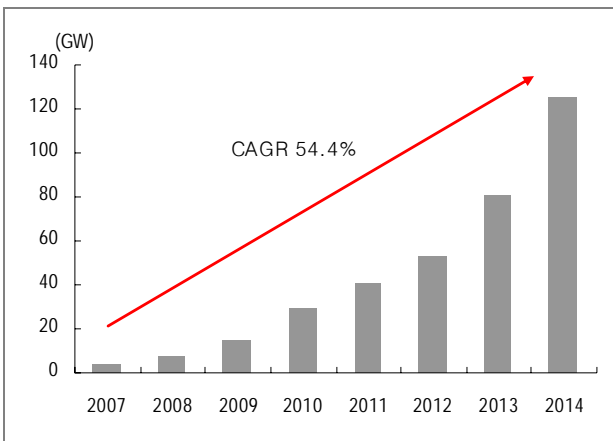
1) 해외 태양광 발전소 건설 프로젝트 본격화

동사는 발전소 자체를 건설하여 상품화하는 태양광 발전소 시스템 공급을 늘려가고 있다. 더 나아가 2010년부터는 국내에 만족하지 않고, 고속성장을 하고 있는 해외 태양광 시장에 본격적으로 진출할 예정이다. 최고의 기술력을 바탕으로 Turn-Key공사 위주의 대규모 프로젝트성 계약을 체결하는 방식으로 해외진출을 본격화하고 있으며, 현재 유럽지역을 중심으로 한 발전소 건설계약이 구체화되고 조만간 가시화될 것으로 보인다. 특히 Turn-Key 계약시에는 국가간 태양광 지원법률이 다르고 각종 수출입관련 업무가 복잡해질 수 있기 때문에 SPC 설립방식으로 사업을 진행할 예정이며, 설치시 이전가격(Transfer Price) 조정을 통하여 법인세를 최소화하는 등 기업가치를 극대화하는 방식으로 세계 태양광 시장으로의 진출을 가속화할 예정이다.

2) 2010년 태양광 LED 가로등에도 주목

지난해 9월, 동사는 나이지리아 해외업체에 초도물량 약 7.8억원 규모의 태양광 독립형 LED 조명시스템 공급을 시작하였다. 낮에 전기를 모아 밤에 가로등을 작동시키는 충전방식의 조명시스템으로, 이는 사회간접자본이 아직 확충되지 아니한 아프리카와 같은 나라에서 좋은 평가를 받고 있다. 고온지역에서도 우수한 성능을 발휘하는 자체생산한 태양광 모듈과 충전제어기, LED업체와의 기술제휴를 통해 개발한 LED조명으로 구성된 태양광 LED 가로등은 올해 연매출 약 200억원이 기대되는 동사의 신사업 분야라고 할 수 있다.

세계 태양광 발전시장 전망



자료: Photon Consulting, 우리투자증권 투자정보센터

LED 조명시스템 구성

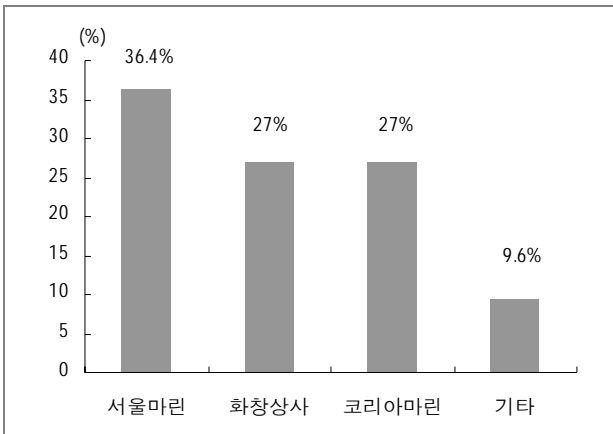
구성품	내용
SUNDAY 태양광모듈	-낮은 온도계수 단결정 모듈 -고온지역에서 우수한 성능발휘
SUNDAY 충전제어기	-급충전, 최적제어 용이 -특히 출원 중
LED램프	-일반조명등 대비 80% 전력절감 -LED제조기업과 제휴

자료: 서울마린, 우리투자증권 투자정보센터

### 투자포인트 3. 엔진/동력 시스템 사업부의 Cash-Cow 역할

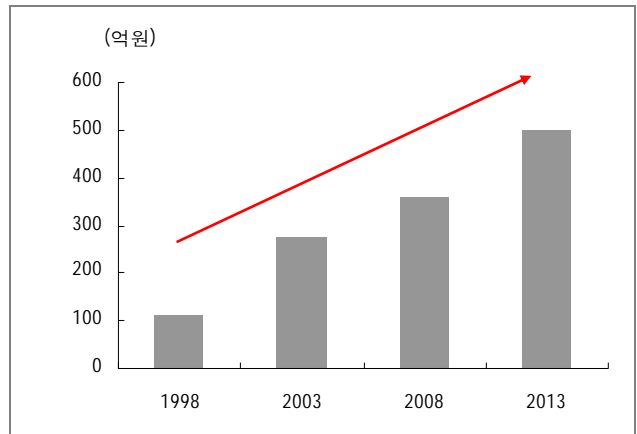
동사는 200KW 이하 중소형 태양광 발전소 점유율 1위 뿐만 아니라 엔진/동력 시스템 사업부도 3년 연속 시장점유율 1위를 기록하고 있다. 주로 엔진 사업부는 안정적으로 수협에 판매하는 방식의 매출구조를 지니고 있는데, 이는 동사의 Cash -Cow로서 향후 4대강 사업 및 국토해양부 마린나 조성계획 등이 구체화될 경우 급격한 매출성장이 예상된다. 또한 동사는 올해 소형선박을 제조하는 조선사업에 진출할 계획인데, 현재 남해안에 조선소, 마린나 사업 및 그린시설 등의 복합단지 구성을 위해 토지를 매입중에 있으며 올해 연근해 어선을 중심으로 제조를 시작할 예정이다.

엔진/동력 시스템 사업부의 점유율



자료: 서울마린, 우리투자증권 투자정보센터

엔진/동력 시스템 국내시장 규모



자료: 한국무역협회 수입통계, 우리투자증권 투자정보센터  
주: 4대강사업은 제외한 규모

### 투자포인트 4. 안정적인 재무비율과 매력적인 밸류에이션

동사는 제조/서비스업(유지, 보수), 건설업(발전소 건설), 수입유통(엔진 및 모듈) 등 매출구조의 다변화를 통해 안정적인 수입원을 확보하고 있으며, 타사대비 매출 변동성이 적다. 또한 동사는 중소형주임에도 불구하고 매우 안정적인 재무구조를 지니고 있다. 타인자본에 대한 의존도를 나타내며 100% 이하가 이상적인 부채비율의 경우, 2009년 3분기말 현재 93.92%를 나타내고 있다. 또한 이자지급능력, 즉 기업의 일상적인 영업활동으로 벌어들인 이익이 금융비용에 비해 얼마나 많은지를 나타내는 이자보상비율 역시 381.8%로 뛰어나다. 실제 동사는 장단기차입금의 이자비용을 모두 전력매출을 통해 충당하고 있고, 전력매출에서 이자비용을 충당하고도 남은 여유자금으로 각종 변동비를 충당하고 있어 현금흐름 역시 양호하다.

또한 2010년 예상실적을 기준으로 산정한 동사의 PER는 6.5배로 예상되고 있어, 향후 동사의 성장성을 감안할 때 밸류에이션 측면에서도 매력적인 수준이라고 판단된다.

- 동 자료는 매수추천을 위한 자료가 아닙니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 '서울마린'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 투자정보센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여 할 수 없습니다.