

현대에너지솔루션

322000

Jul 15, 2020

Buy

유지

TP 40,000 원

유지

Company Data

현재가(07/15)	27,300 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	29,800 원
52 주 최저가(보통주)	13,000 원
KOSPI (07/15)	2,201.88p
KOSDAQ (07/15)	781.29p
자본금	560 억원
시가총액	3,058 억원
발행주식수(보통주)	1,120 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	32.0 만주
평균거래대금(60 일)	86 억원
외국인자분(보통주)	2.27%
주요주주	
한국조선해양 외 1 인	61.70%
국민연금공단	5.04%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.7	33.2	0.0
상대주가	9.5	34.9	0.0



정유/화학/태양광 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

코로나를 버텨낸 2분기, 하반기가 더 기대된다

2분기 매출은 유지되나 영업이익은 소폭 하락

현대에너지솔루션의 2분기 매출은 1,100억원(QoQ +1.1%/YoY -10.1%), 영업이익은 22억원(QoQ -39.7%/YoY -73.2%)을 기록할 것으로 예상된다. 글로벌 태양광 모듈 가격은 QoQ 10% 이상 하락했으나 모듈 판매량이 QoQ 10% 이상 증가하며 매출 규모가 견조하게 유지되었기 때문이다. 다만, 수익성은 소폭 하락할 것으로 예상된다. 웨이퍼 공급사인 LONGi는 2분기 수요 부진에 웨이퍼 가격을 인하하였으나 현대에너지솔루션은 1분기에 구매한 고가의 웨이퍼를 투입했기 때문이다.

공격적인 그린뉴딜을 만난 증설. 하반기 증익을 기대

3분기 매출은 1,441억원(QoQ +31.0%/YoY +14.8%), 영업이익은 65억원(QoQ +194.8%/YoY +1.3%)을 기록하며 2분기 대비 실적은 크게 개선될 것으로 예상된다. 7월 750MW 규모의 신규 설비가 가동을 시작함에 따라 외형이 크게 성장할 것이기 때문이다. 증설 후 전체 모듈 생산 규모는 1,350MW로 기존 600MW 대비 125% 증가한다. 또한 3분기에는 2분기에 구매한 낮은 단가의 웨이퍼가 투입되고 증설에 따른 규모의 경제 효과가 시현되며 모듈 부분의 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 참고로 7월초 현재 태양광 시장은 완전한 회복세를 보이고 있다. 7월 둘째 주 폴리실리콘 가격은 코로나 확산 이후 2주연속 반등했으며 한국의 7월 초(1일~10일) 잠정 모듈 수출량은 1분기 수준을 회복했다. 여기에 하반기 3차 추경안이나 글로벌 그린뉴딜 계획 등 수요 개선 이벤트가 더해진다면 태양광 업황은 좋아질 일만 남아있다.

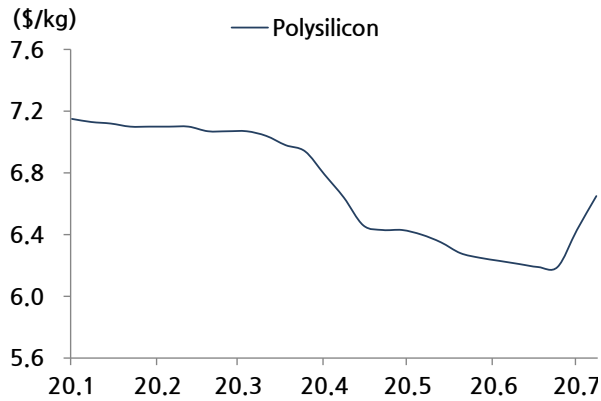
목표주가 40,000원 유지, 태양광 대장주

목표주가 40,000원, 투자 의견 BUY를 유지한다. 최근 글로벌 태양광 업종의 기업가치는 가파르게 상승하고 있다. 지난 한 달간 DAQO(폴리실리콘) 51%, LONGi(웨이퍼) 42%, 한화솔루션(셀모듈) 31%, Sunrun(설치, 금융) 71% 등 전 밸류체인이 주가는 그린뉴딜 기대감을 적극적으로 반영하며 크게 올랐다. 그러나 현대에너지솔루션의 경우 동기간 4% 상승에 그쳤는데 이는 기업 본연의 가치보다는 큰 폭의 대주주의 블록딜 등 수급적인 요인이 크다고 평가된다. 태양광 시장 회복과 함께 기업가치를 재평가할 시기가 다가왔다.

Forecast earnings & Valuation

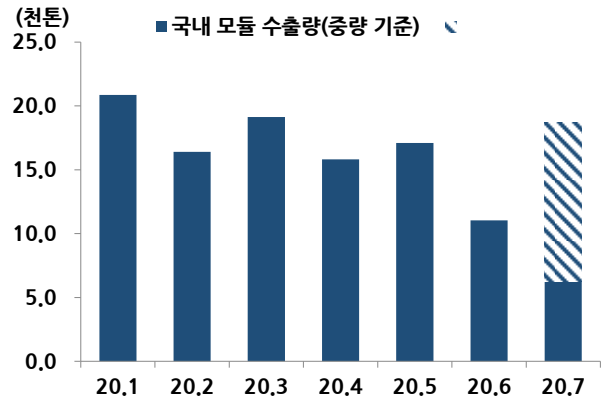
12 결산(십억원)	2018.12	2019.12	2020.12E	2021.12E	2022.12E
매출액(십억원)	0	446	532	727	742
YoY(%)	NA	NA	19.3	36.7	2.0
영업이익(십억원)	0	22	21	40	41
OP 마진(%)	0.0	4.9	3.9	5.5	5.5
순이익(십억원)	0	24	14	29	30
EPS(원)	0	2,788	1,785	3,593	3,698
YoY(%)	0.0	0.0	-36.0	101.3	2.9
PER(배)	0.0	6.2	15.3	7.6	7.4
PCR(배)	0.0	4.5	7.0	4.4	4.4
PBR(배)	0.0	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	0.0	4.0	7.3	3.2	2.5
ROE(%)	0.0	14.8	4.5	8.7	8.2

[도표 1] 모노 폴리실리콘 가격 추이(YTD)



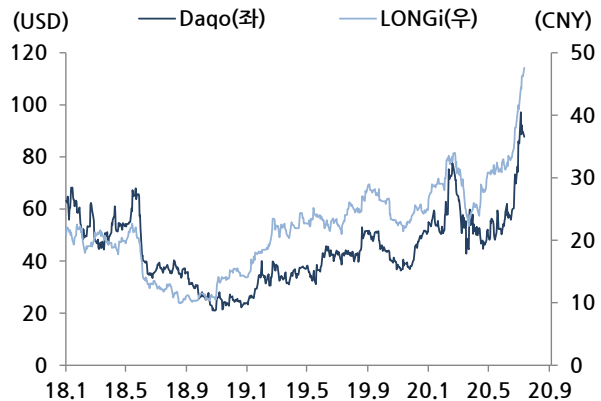
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한국 모듈 수출량, 7월은 10일간(1일~10일) 잠정 통계



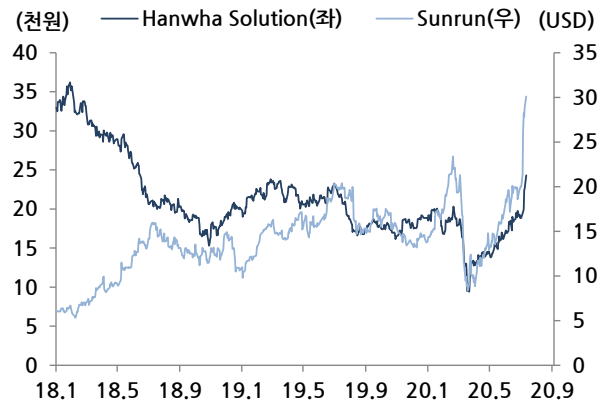
자료: Trass, 교보증권 리서치센터, 7월의 빛금 영역은 영업일수 고려 단순 계산

[도표 3] 글로벌 태양광 기업 주가 추이(DAQO/LONGi)



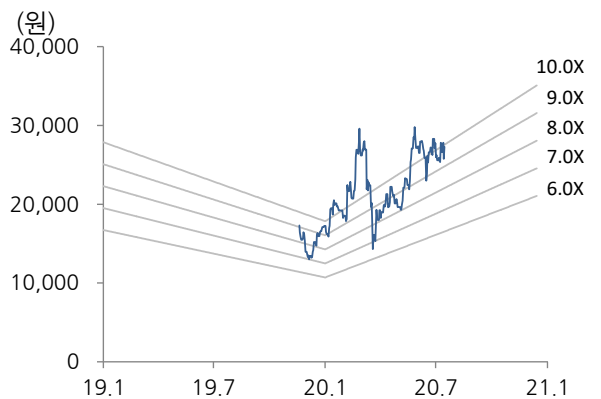
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 글로벌 태양광 기업 주가 추이(HES/JKS/한화솔루션)



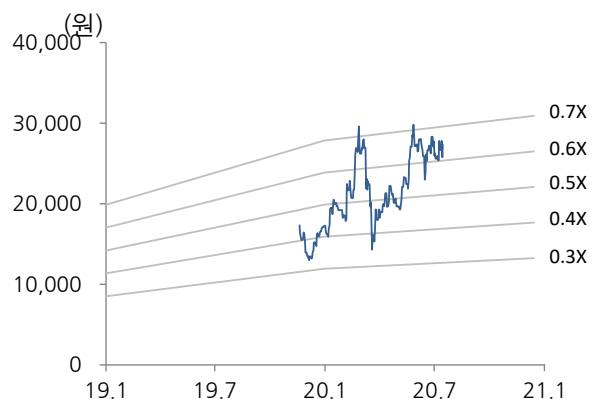
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 현대에너지솔루션 12M fwd PER BAND Chart



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 현대에너지솔루션 12M fwd PBR BAND Chart



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[표 1] 현대에너지솔루션 실적 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F		2019	2020P	2021F
매출액	73.3	122.4	125.5	124.2	108.8	110.0	144.1	169.2		446.1	532.1	727.3
QoQ(%)	-16.2%	67.0%	2.5%	-1.0%	-12.4%	1.1%	31.0%	17.4%				
YoY(%)				41.9%	48.4%	-10.1%	14.8%	36.2%			19.3%	36.7%
영업이익	2.2	8.2	6.4	5.3	3.6	2.2	6.5	8.8		22.1	21.1	40.0
OPM(%)	3.0%	6.7%	5.1%	4.3%	3.4%	2.0%	4.5%	5.2%		5.0%	4.0%	5.5%
QoQ(%)	57.1%	272.7%	-22.0%	-17.2%	-31.2%	-39.7%	194.8%	35.6%				
YoY(%)				278.6%	65.8%	-73.2%	1.3%	66.0%			-4.4%	89.3%
당기순이익				9.3	3.0	0.4	3.6	5.3		23.5	14.0	29.0
이익률(%)				7.5%	2.8%	0.3%	2.5%	3.1%		5.3%	2.6%	4.0%
QoQ(%)					-67.7%	-88.2%	908.4%	48.6%				
YoY(%)								-43.0%			-40.4%	107.1%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 글로벌 태양광 기업 밸류에이션 (단위: 현지통화, 백만\$)

		DAQO	XINTE	GCL-POLY	LONGI	HANWHA SOLUTION	HYUNDAI ENERGY	JINKO	CANA-DIAN	SUN POWER	SUNRUN
Ticker		DQ US Equity	1799 HK Equity	3800 HK Equity	601012 CH Equity	009830 KS Equity	322000 KS Equity	JKS US Equity	CSIQ US Equity	SPWR US Equity	RUN US Equity
종가	7/14	92.8	4.7	0.2	48.7	24,000.0	27,300.0	20.9	23.7	9.9	33.8
종가 단위		USD	HKD	HKD	CNY	KRW	KRW	USD	USD	USD	USD
시총(백만\$)		1,289	638	644	26,258	3,194	255	929	1,399	1,677	4,133
매출액	2018	302	1,824	3,111	3,327	8,224	316	3,789	3,745	1,726	760
	2019	350	1,263	2,787	4,763	8,158	383	4,307	3,201	1,864	859
	2020F	601		2,646	7,030	7,748	458	5,070	3,559	1,728	846
	2021F	681		2,709	8,958	8,491	593	5,218	4,165	2,118	1,154
영업이익	2018	82	244	455	361	322	13	107	329	-258	-122
	2019	47	139	333	942	325	19	270	305	-159	-216
	2020F	139		398	1,051	420	23	308	270	2	-201
	2021F	183		435	1,262	501	34	248	303	92	-239
EBITDA	2018	110	365	1,103	522	720	18	231	459	-130	34
	2019	95	266	1,003	1,138	804	25	412	482	-62	-16
	2020F	199		942	1,252	875	28	416	421	43	50
	2021F	269		1,043	1,524	980	40	307	493	167	69
지배주주 순이익	2018	62	176	-67	299	414	17	74	209	-217	27
	2019	28	65	-249	776	187	23	164	208	-190	26
	2020F	93		-106	883	231	18	130	170	-66	15
	2021F	141		-9	1,084	334	26	60	191	43	140
PER(x)	2018	4.9	6.6		18.8	17.8		5.4	4.2		47.3
	2019	25.6	13.4		16.9		6.2	5.9	6.4		65.8
	2020F	13.9			29.6	14.5	13.0	7.6	7.8		301.6
	2021F	9.2			23.9	9.6	7.8	6.1	7.4	135.1	38.3
PBR(x)	2018	0.6	0.7	0.3	3.0	0.5		0.3	0.7		1.3
	2019	1.3	0.5	0.2	3.4	0.5	0.6	0.8	0.9	131.8	1.7
	2020F	1.9		0.2	5.5	0.7	0.8	0.5	0.9	94.9	5.1
	2021F	1.6		0.2	4.5	0.6	0.7	0.5	0.8	57.0	8.0
EV/EBITDA(X)	2018	3.9	6.5	8.1	15.9	9.6		9.3	4.8	-9.9	74.0
	2019	11.0	10.2	8.1	11.6	8.7	4.0	7.5	5.8	-32.2	-214.5
	2020F	7.3		8.8	20.3	8.8	7.0	4.6	5.6	54.7	144.5
	2021F	5.4		7.7	16.7	7.9	4.9	5.6	4.6	14.1	117.0
ROE (%)	2018	8.3	11.5	-3.1	16.7	3.1	8.1	5.6	21.0		2.9
	2019	5.4	3.8	-0.9	24.0	-4.0	8.5	10.5	13.1		2.8
	2020F	15.8		-2.2	18.6	4.6	6.3	9.8	12.9	108.6	-0.1
	2021F	18.4		0.1	18.7	6.4	9.3	10.6	12.7	-22.3	17.8

자료: 교보증권 리서치센터

[현대에너지솔루션 322000]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	0	446	532	727	742
매출원가	0	381	467	629	642
매출총이익	0	65	65	98	100
매출총이익률 (%)	na	14.6	12.2	13.5	13.5
판매비와관리비	0	43	44	58	59
영업이익	0	22	21	40	41
영업이익률 (%)	na	4.9	4.0	5.5	5.5
EBITDA	0	29	27	45	46
EBITDA Margin (%)	na	6.4	5.1	6.2	6.2
영업외손익	0	-6	-5	-5	-5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	5	5	5	5
금융비용	0	-5	-5	-5	-5
기타	0	-6	-5	-5	-5
법인세비용차감전순이익	0	16	16	35	36
법인세비용	0	-7	2	6	6
계속사업순이익	0	24	14	29	30
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	24	14	29	30
당기순이익률 (%)	na	5.3	2.7	4.0	4.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	0	24	14	29	30
지배순이익률 (%)	na	5.3	2.7	4.0	4.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	23	14	29	29
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	23	14	29	29

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	0	16	96	100	82
당기순이익	0	24	14	29	30
비현금항목의 가감	0	9	17	21	20
감가상각비	0	6	5	5	4
외환손익	0	0	1	1	1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	3	11	15	15
자산부채의 증감	0	-16	65	56	38
기타현금흐름	0	0	-1	-6	-6
투자활동 현금흐름	0	-63	0	0	0
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	0	-20	0	0	0
기타	0	-42	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	80	-14	2	2
단기차입금	0	24	2	2	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	57	-16	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	0	34	32	52	34
기초 현금	0	31	65	96	148
기말 현금	0	65	96	148	182
NOPLAT	0	32	19	33	33
FCF	0	2	90	94	76

자료: 현대에너지솔루션, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	0	359	357	406	444
현금및현금성자산	0	65	96	148	182
매출채권 및 기타채권	0	117	108	106	108
재고자산	0	122	97	97	99
기타유동자산	0	55	55	55	55
비유동자산	0	122	116	111	106
유형자산	0	95	90	85	80
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	1	0	0	0
기타비유동자산	0	27	26	26	25
자산총계	0	481	472	516	549
유동부채	0	158	151	166	169
매입채무 및 기타채무	0	70	61	74	76
차입금	0	24	26	27	29
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	64	64	64	64
비유동부채	0	6	6	6	6
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	6	6	6	6
부채총계	0	163	156	172	175
지배지분	0	318	316	345	374
자본금	0	56	40	40	40
자본잉여금	0	106	106	106	106
이익잉여금	0	156	170	199	229
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	318	316	345	374
총차입금	0	24	26	28	30

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	0	2,788	1,785	3,593	3,698
PER	0.0	6.2	15.3	7.6	7.4
BPS	0	28,380	39,517	43,110	46,808
PBR	0.0	0.6	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	0	3,389	3,375	5,665	5,706
EV/EBITDA	0.0	4.0	7.3	3.2	2.5
SPS	0	52,811	66,511	90,910	92,728
PSR	0.0	0.3	0.4	0.3	0.3
CFPS	0	231	11,291	11,784	9,533
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	NA	NA	19.3	36.7	2.0
영업이익 증가율	NA	NA	-4.4	89.6	2.1
순이익 증가율	NA	NA	-39.3	101.3	2.9
수익성					
ROIC	0.0	28.7	9.1	18.0	19.7
ROA	0.0	9.8	3.0	5.8	5.6
ROE	0.0	14.8	4.5	8.7	8.2
안정성					
부채비율	0.0	51.4	49.5	49.7	46.7
순차입금비용	0.0	5.0	5.5	5.4	5.5
이자보상배율	0.0	68.3	60.4	106.5	101.7

현대에너지솔루션 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.06.03	매수	40,000	(33.81)	(29.25)					
2020.07.15	매수	40,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자 2020.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	86.1	13.9	0.0	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 식제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하