

2018년 3월 12일 | 글로벌 주식

Global Equity G.R.E.A.T.

4차 산업혁명의 동맥은 에너지, 태양광 업종을 보다!

4차 산업혁명이 가속화되면서 글로벌 에너지 수요는 향후 5년 간 큰 폭 상승할 것이라 예상된다. 셰일가스 혁명에 따른 원유 공급 증가가 이 부분을 일정 부분 충족해 주겠지만, 유가 60달러 이상 시대에서 대체에너지 수요는 지속적으로 확장될 것이다. 신 재생 에너지 수요 시대에 있어 적극적인 투자전략이 필요한 때이다. 대체에너지, 특히 태양광 에너지 관련 주에 적극 관심을 두자!



| 키움증권 리서치센터 글로벌주식팀
| Strategist/Economist 유동원
02) 3787-4766 / danielyoo@kiwoom.com
| Global Portfolio Strategist 김중원
02) 3787-5154 / jwkim@kiwoom.com

| Developed Market Strategist 김진영
02) 3787-4870 / jykim@kiwoom.com
| RA 이석원
02) 3787-4733 / darren.lee@kiwoom.com
| 기업분석팀 항공/화학 이창희
02) 3787-4751 / jaydenlee@kiwoom.com



목차

Kiwoom Global Attractive Theme Picks	3
I. 글로벌 대체 에너지 시장의 팽창	5
4차 산업혁명과 대체 에너지의 필요	5
태양광 시장 성장과 시장 점유율 추이	7
II. 미국 세이프가드 발동 조치와 영향력	12
미 정부 세이프가드 발동	12
III. 대표 태양광 기업 잔존가치 모델 상 매력도 점검	16
대표 태양광 기업들의 밸류에이션 매력도 점검	16
잔존가치모델(RIM) 상 주요 태양광 기업 상승여력 점검	17
대체에너지 ETF	20
해외 기업/ETF 분석	21
보리협흥(GCL) (3800.HK)	22
Canadian Solar (CSIQ.US)	23
Nextera Energy (NEP.US)	24
Hanwha Q Cells (HQCL.US)	25
JinkoSolar (JKS.US)	26
Tokuyama (4043.JT)	27
웅기실리콘자재 (601012.SH)	28
CECEP (000591.SZ)	29
First Solar (FSLR.US)	30
JA Solar (JASO.US)	31
Wacker Chemie (WCH.GR)	32
ReneSola (SOL.US)	33
iShares Global Clean Energy (ICLN.US)	34
PowerShares Wilderhill Clean Energy (PBW US)	35

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물입니다. 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사, 배포, 전송, 변형, 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

본 자료에 제시된 업종이나 종목의 상승여력은 당사 글로벌전략팀의 잔존가치 모델 (Residual Income Model)을 활용하여 계산한 것으로 당사 투자전략팀과 기업분석팀의 지수 전망, 목표주가 산정과 다를 수 있음을 공지합니다.

Kiwoom Global Attractive Theme Picks

글로벌 대표 태양광/대체 에너지 기업 투자포인트

종목명(코드)	업종	투자포인트	시가총액
GCL-Poly (3800.HK)	신재생에너지	- 세계 최대 규모의 태양광 폴리실리콘 및 웨이퍼 생산 업체 - 공격적인 원가 절감을 통한 경쟁력 강화에 주목	(백만 HKD) 22,869
Nextera Energy (NEP.US)	신재생에너지	- 태양광, 풍력, LNG 프로젝트에 중점을 둔 파트너십 회사 - 높은 프로젝트 연간 성장을 전망과 안정적인 현금 흐름에 주목	(백만 USD) 2,084
Canadian Solar (CSIQ.US)	신재생에너지	- 태양광을 다용도 전기로 전환시키는 태양광 모듈 제품 설계/제조/판매 - 글로벌 사업 다각화 및 수직계열화 진행 상황에 주목	(백만 USD) 939
한화큐셀 (HQCL.US)	신재생에너지	- 세계 1위 태양광 셀/모듈 제조 업체 - 글로벌 수출 다변화를 통한 리스크 분산에 주목	(백만 USD) 667
JinkoSolar (JKS.US)	신재생에너지	- 중국 기반 글로벌 PV 산업의 대표 기업 - 부품/모듈 생산/발전 산업 등 모든 태양광 산업에서 높은 시장 점유율	(백만 USD) 718
TransAlta Renewables (RNW.CN)	유틸리티	- 캐나다 대체에너지 전력 생산 대표 기업 - 풍력, 수력, LNG 등 대표 전력 생산 회사	(백만 CAD) 2913
Tokuyama (4043.JT)	화학	- 화학, 특수품, 시멘트 등 5개의 사업을 전개 중인 화학 회사 - 전자재료사업 및 고순도 폴리실리콘 수요 강세의 수혜주	(백만 JPY) 224,839
LONGi Green Energy (601012.SH)	신재생에너지	- 세계 최대 단결정 웨이퍼 생산 업체 - 업계 최고 수준의 광전 변환 효율 기술력에 주목	(백만 CNY) 72,242
CECEP Solar (000591.SZ)	유틸리티	- 중국 PV 스테이션에 투자 및 운용 중인 회사 - 중국 정부의 대체에너지 확장 사업의 수혜주	(백만 CNY) 15,336
First Solar (FSLR.US)	신재생에너지	- 세계 최대 Cd-Te 박막 태양광 패널 업체 - 지난해 시리즈 6 모듈 양산으로 높은 설비 효율에 주목	(백만 USD) 7,094
JA Solar (JASO.US)	신재생에너지	- 중국 상해를 기반으로 한 태양열 전지 제조 업체 - 사업 다각화 및 이스라엘 최대 공익사업 프로젝트에 주목	(백만 USD) 354
Wack Chemie (WCH.GR)	신재생에너지	- 전 세계 실리콘 산업 2위, 폴리실리콘 생산 2위 업체 - 고순도 폴리실리콘 수요 증가로 인한 수혜주	(백만 EUR) 7,145
ReneSola (SOL.US)	신재생에너지	- 태양광 웨이퍼 제조에서 다운스트림 업체로 전환 중 - 구조조정 성과의 가시화 여부에 주목	(백만 USD) 95

자료: 키움증권 리서치

4차 산업혁명의 동맥은 에너지, 태양광 업종을 보다!



4차 산업혁명과 대체 에너지의 필요

4차 산업혁명이 가속화 됨에 따라 향후 에너지 소모량이 얼마나 늘어날 지 가늠하기가 어렵다. 미국 에너지 협회에 따르면, 전세계 에너지 소비는 2015년에서 2050년까지 약 35% 증가할 것으로 예상되고 있다. 즉, 향후 에너지 시장의 매출 규모는 전세계적으로 크게 확대될 것이며, 이에 따라, 에너지주 및 대체 에너지주에 대한 투자를 지속 늘리는 전략이 필요하다고 판단된다. 대체 에너지 중 대표 업종이 태양광과 풍력이다. 다만, 풍력에너지 관련 기업들의 에너지 창출량은 한계가 있다고 판단해 우리는 글로벌 태양광 관련 산업과 대표 기업들을 집중적으로 다뤄보고자 한다. 태양광 산업이 수직 계열화에 성공하고, 그 중 대표 5대 기업들이 글로벌 태양광 에너지 시장에서 각 10% 정도의 점유율을 가져간다고 가정한다면, 이들에 대한 매력도는 충분히 크다고 판단된다.

미 세이프가드 발동과 글로벌 태양광 에너지 시장

미국발 통상압박은 현재 진행 중이다. 올해 1월 미 정부가 세탁기와 태양광 제품 등에 세이프가드를 발동하기로 최종 결정하면서 관련 업계에 우려가 확산됐다. 하지만, 이번 4차 산업혁명의 동맥은 에너지 관련 업종으로 결국, 미국은 이 시장에서 세계적인 경쟁력을 갖춘 기업들이 생겨나고, 또 그런 기업들의 생산기지가 미국 내 유치되기 원한다. 이번 사이클에서 태양광 관련 시장의 규모가 얼마나 성장할 지 솔직히 답은 없다. 적어도 현재 예상되는 2022년까지 글로벌 시장 450조원으로 확대, 미국 시장 현재 규모 대비 2.5배 성장 등은 아마 최소한의 성장일 것이라 판단된다. 미국이 세이프가드를 발동한 이유는 간단하다. 태양광 에너지 시장 성장에 따른 수혜를 자국 기업들이 받도록 하기 위해서다. 향후 미국 내 태양광 에너지 시장이 상당한 성장을 이룰 것이라 예상되는 상황에서 현재 시장 점유율을 보면 미국 기업은 겨우 셀 생산 부문에 1개(9위), 모듈 생산부문에 2개(7, 10위) 업체가 포함돼 있다. 미 정부의 입장에서 해외 기업이라면 미국에 생산기지를 가지고 오기를 바라는 것은 당연해 보인다. 결론적으로, 전세계적으로 태양광 에너지 성장에 대한 기대가 아주 높고, 향후 이 시장에서 세계적인 기업으로 자리 잡는 종목들의 주가 상승여력은 향후 매우 높다고 판단된다.

각국 대표 태양광 종목에 관심을 두자!

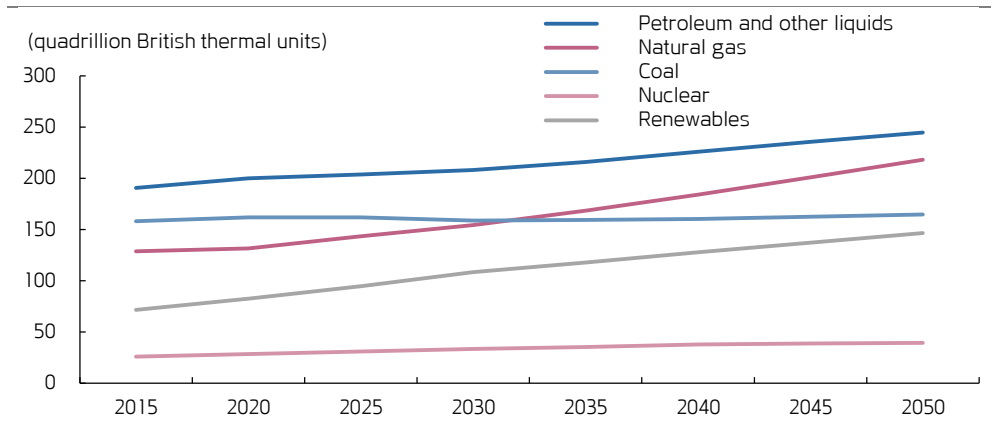
글로벌 대표 태양광 기업들의 밸류에이션을 비교하고 잔존가치 모델상 적정가격 분석해본다. 글로벌 태양광/에너지 관련 기업들의 매출액을 총 합산해보면, 작년 말 기준으로 약 3,700억 달러, 원화로는 약 400조 원에 달한다. 또한 이들 기업의 총 시가총액은 5,000억 달러이며 현재 PSR은 1.36배이다. 향후 태양광 산업 관련한 글로벌 대표 종목들의 주가 상승에 대한 기대가 매출 증가와 함께 만들어지고 있다고 판단된다. 관련 산업 대표 기업들의 시장점유율 확대와 함께 신 에너지 수요시대에 관련 종목에 적극적인 투자 초점이 필요해 보인다.

I. 글로벌 대체 에너지 시장의 팽창

4차 산업혁명과 대체 에너지의 필요

4차 산업혁명에 따라 향후 에너지 소모량이 얼마나 늘어날 지 가늠하기 힘들다. 미국 에너지 협회(EIA)에 따르면, 2015년에서 2050년까지 전세계 에너지 소비는 약 35% 증가할 것으로 예상되고 있다. 연간 글로벌 경제가 약 3.5%씩 성장한다고 계산하면 지금의 예상보다 에너지 수요는 더욱 크게 확대될 것이다. 따라서, 에너지 시장의 매출 규모는 앞으로 전세계 적으로 크게 확대되는 구간이 향후 5년간 나타날 것으로 보인다.

글로벌 에너지 소비량, 2050년 까지 35% 증가 예상



자료: EIA, 키움증권 리서치

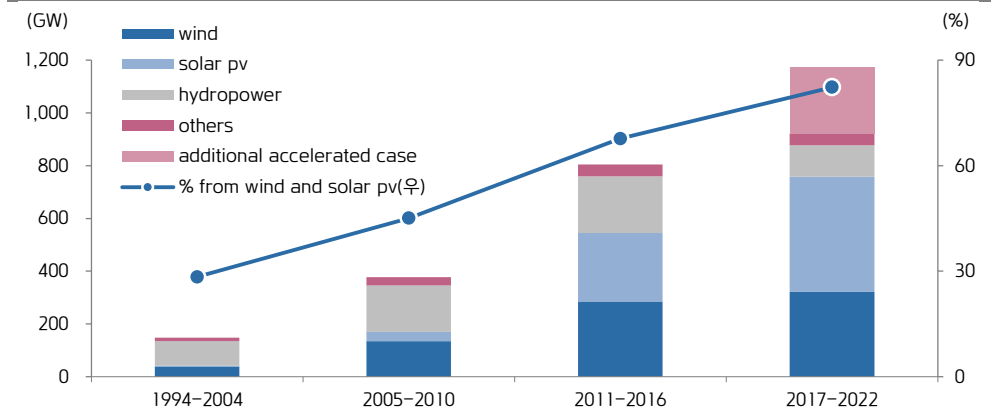
최근 가장 대표적인 에너지 수요 증가의 사례가 비트코인 채굴이다. 비트코인 채굴을 위해서는 고성능 컴퓨터를 통해 방대한 암호를 해독하는 작업이 필요하다. 암호화 폐 도입 초기만 해도 개인용 컴퓨터를 활용해 비트코인을 채굴할 수 있을 정도로 그 작업이 어렵지 않았다. 하지만 비트코인은 통화량이 총 2,100만 개로 제한돼 있다. 지난해 말까지 채굴된 비트코인은 전체 80%인 1,700만 개에 육박하고, 앞으로 채굴 가능한 비트코인의 수가 전체 20% 가량 밖에 남지 않았기 때문에 에너지 소모량이 기하급수적으로 상승한다. 비트코인의 희소성이 높아지면서 암호 해독도 점차 어려워지고 있어 다수의 슈퍼컴퓨터 가동에 따른 전력 소모량도 천문학적으로 커지는 추세이다. 영국의 에너지 가격비교 업체인 '파워 컴페어(Power Compare)'에 따르면 작년 11월 기준 비트코인 전기 사용량은 29.05 테라와트시(Terawatt Hours: TwH)로 159개국의 전력량을 웃돌 것으로 예상됐다. 이는 전 세계에서 필요로 하는 전력의 0.13%에 달하는 수준이다.

비트코인뿐만 아니라 향후 4차 산업혁명에 필요한 슈퍼 컴퓨터의 역할은 점점 더 중요해진다. 가장 대표적으로 아마존 및 대형 온라인 회사들이 물류센터를 지속적으로 키워나가는데 있어 꼭 필요한 것이 데이터 센터다. 또한, 구글 및 대표 기업들의 인공지능 활용 범위가 의료, 금융, 물류, 마케팅, 컨설팅, 법률 등으로 확장되면 확장될수록 에너지 수요 또한 크게 확대될 것이라 예상된다. 향후 자율주행차에 필요한 메모리 수요가 기하급수적으로 늘어나면 슈퍼 컴퓨터를 돌리는데 필요한 에너지 소모량도 기하급수적으로 성장할 수밖에 없다. 앞으로 에너지의 안정적인 공급이 절대적으로 필요한 시대가 올 것이라 예상된다.

물론, 최근 셰일가스 혁명으로 에너지 조달에 있어 석유나 화석 연료의 공급이 크게 늘어날 수 있기 때문에, 향후 유가는 상승세를 보이더라도 5년 간 60~65 달러 수준에서 유지될 가능성이 상당히 높다. 하지만, 아주 장기적으로 보았을 때 대체에너지의 수요는 당연히 크게 늘어날 수 밖에 없고, 이에 대한 투자가 전세계적으로 지속 급증하는 중이다. 즉, 에너지 시장의 매출 규모는 앞으로 향후 5년간 전세계적으로 크게 확대되는 구간이 예상된다. 따라서, 에너지주와 대체에너지 주에 대한 투자를 지금은 지속적으로 늘리는 투자 전략이 필요하다. 여기서, 우리는 대체에너지에 대한 글로벌 투자전략을 만들어 본다.

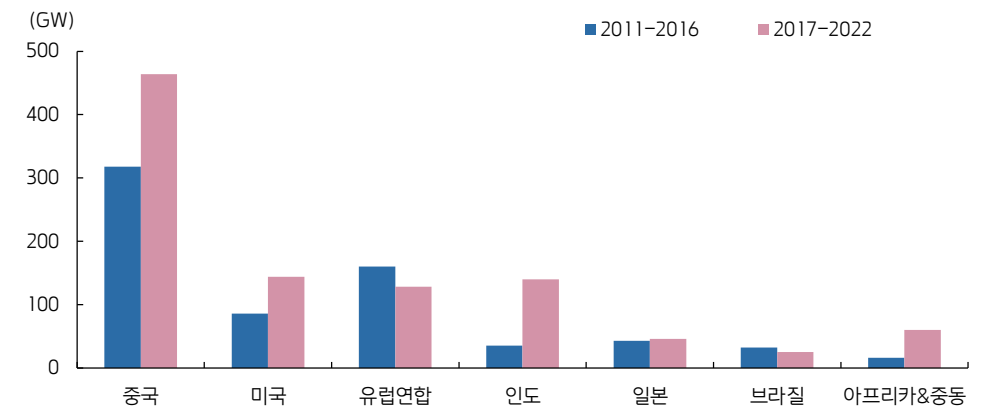
대체에너지 중 대표 업종이 태양광과 풍력이다. 다만 풍력에너지 관련 기업들의 에너지 창출량은 한계가 있다고 판단하고, 우리는 태양광 에너지 산업과 대표 기업들을 심도 있게 짚어보려 한다. 만약, 태양광 산업에서 수직 계열화에 성공하고, 글로벌 태양광 에너지 시장 점유율을 향후 대표 5대 기업들이 각 10% 가져간다고 가정한다면, 이들에 대한 매력도는 충분히 크게 상존한다 판단된다.

에너지 기술 별 재생에너지 전력 수요 전망



자료: IEA, 키움증권 리서치

국가/지역 별 재생에너지 수요 전망



자료: IEA, 키움증권 리서치

태양광 시장 성장과 시장 점유율 추이

솔라미디에 따르면, 2018년 태양광 업계 세계 10위 예상 기업 중 한국 회사로는 한화 큐셀이 셀 생산 1위, 모듈 생산 2위에 올라온다. 하지만 그 외 셀과 모듈 생산 10대 기업은 대부분이 중국 업체들이다. 수직계열화를 이루고 있는 중국 기업으로는 JinkoSolar, JA Solar, Canadian Solar가 있으며, 미국 기업 중에는 First Solar가 있다.

2018년 태양광 업계 Top 10 (예상)

순위	셀 생산		모듈생산	
	회사명	국가	회사명	국가
1	Hanwha Q Cells	한국	JinkoSolar	중국
2	Tongwei	중국	Hanwha Q Cells	한국
3	JA Solar	중국	Canadian Solar	중국
4	JinkoSolar	중국	JA Solar	중국
5	Canadian Solar	중국	GCL-Poly	중국
6	Trina Solar	중국	LONGi	중국
7	LONGi	중국	Trina Solar	미국
8	Shunfeng	중국	Vina Solar	베트남
9	First Solar	미국	Yingli Green	중국
10	GCL-Poly	중국	First Solar	미국

자료: Solar Media, 키움증권 리서치, 주) 2017년 4분기 기준

전 세계 주요 태양광 셀과 모듈 생산 기업들은 생산능력을 공격적으로 늘리면서 상위 10개 기업이 전 세계 시장 점유율 50%를 확보하게 됐다. 10개 기업들이 태양광 셀과 모듈 부문에서 가격 협상력을 보유하고 있을 뿐 아니라 인도와 중동 등 신흥국에서 태양광 발전설비 수요가 늘고 있어 대표 10대 기업들이 호재를 유지할 것이라 예상된다.

셀 생산 전 단계인 폴리실리콘 제조사들의 시장 점유율 순위도 중요하다. 광전 변환(Photovoltaics) 시장에서의 시장 점유율은 2016년 기준 GCL Poly가 가장 크고, 그 뒤를 미국 상장의 Trina Solar와 중국의 Jinko Solar, JA Solar가 차지했다. 독일의 Wacker Chemie, 한국의 한화큐셀과 OCI도 10대 기업 내에 포함된다.

2017년 PV 시장 점유율 순위

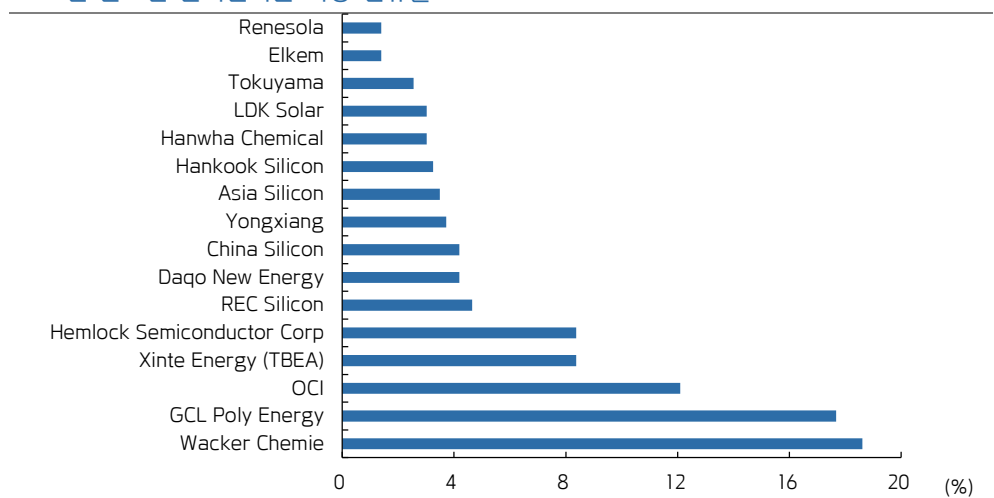
순위	국가	규모(GW)
1	중국	52
2	미국	12.5
3	인도	9
4	일본	5.8
5	독일	2.2
6	브라질	1.3
7	호주	1.2
8	칠레	1.1
9	터키	1.1
10	한국	1
	기타	9.3
	합계	96.5

2016년 PV 시장 점유율 순위

순위	기업명	국가
1	GCL Poly	중국
2	Trina Solar	미국
3	JinkoSolar	중국
4	JA Solar	중국
5	Wacker Chemie	독일
6	Hanwha Q Cells	한국
7	Canadian Solar	중국
8	OCI	한국
9	First Solar	미국

자료: Bernreuter Research, 키움증권 리서치

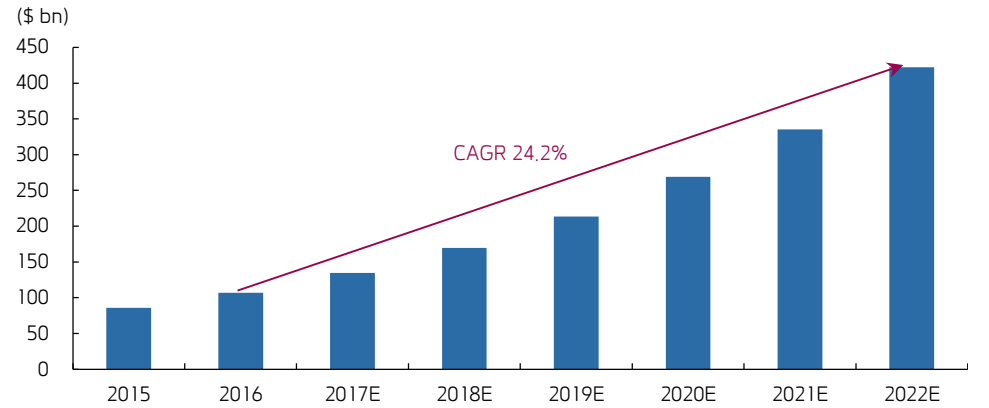
2016년 글로벌 폴리실리콘 시장 점유율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

얼라이드 마켓 리서치에 따르면, 글로벌 태양광 에너지 시장은 2022까지 원화 450조 규모를 돌파할 것으로 예상되고 있다. 2017년에 이미 140조원이 넘어선 것으로 추정되며, 2022년까지 연간 24.2%로 지속 증가할 것이라 예측된다.

글로벌 태양광 에너지 시장 규모



자료: Allied Market Research, 키움증권 리서치

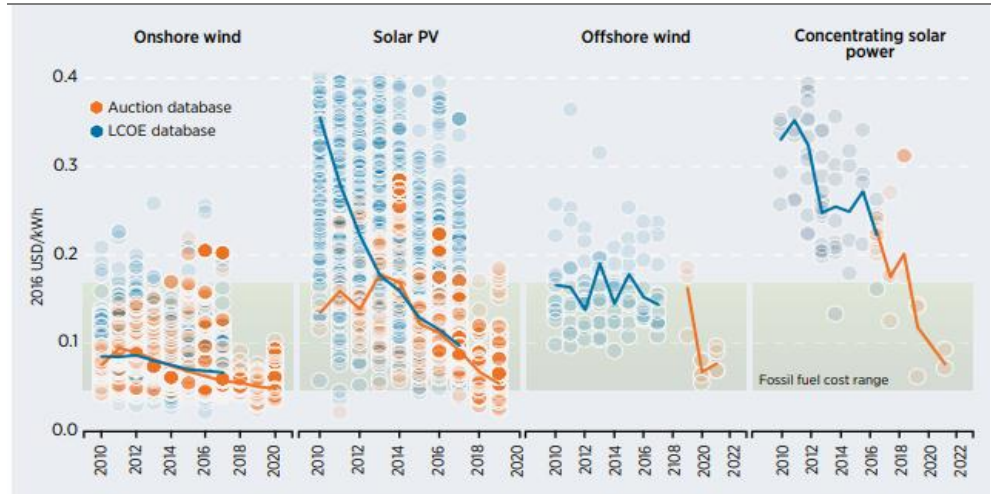
태양광 에너지 시장의 주요기술은 1) Solar Photovoltaics, 2) Solar Thermal Electricity, 3) Artificial Photosynthesis, 4) Solar Heating 로 세분화 된다. 아직 태양광 에너지의 효율은 낮지만, 장기적으로 미래에 가장 필요한 에너지원으로 판단된다.

또 향후 태양광 에너지 산업에서 수직 계열화를 이룬 기업들은 향후 글로벌 시장의 10% 정도는 차지하게 될 것으로 판단된다. 2020년에 시장 규모가 450조원이 된다면, 그 중 대표 10대 기업들의 전체 가치는 적어도 300조원이 될 것이며, 개별 회사마다 적어도 30조원의 가치를 가지게 될 것이라 예상된다.

물론 이 계산은 너무나 단순한 방법이다. 수요 공급, 시장 점유율, 경쟁력 등을 모두 감안해서 개별 종목을 판단해야 하지만, 아직, 이 산업은 막대한 성장이 남아있고, 이미 10대 기업들의 전세계 시장 점유율이 50%를 넘어섰다. 2022년이 되면 상위 10대 기업들의 점유율은 전체의 70%는 차지하게 될 것이라 예상한다. 따라서, 서로 치킨게임을 하면서 영업마진을 추가 하락 시키는 상황이 나타나기는 힘들다는 판단이다.

또한, 최근 에너지 창출 비용 부분으로 볼 때 태양광 관련 에너지의 생산 비용이 가장 크게 하락하고 있다. 따라서, 지금의 보조금 구조에서 2020년이 지나면, 규모의 경제에서 시장 경제에서도 살아남는 기업들이 나타날 것이다.

대체에너지 발전 단가 변화 추이



자료: IRENA, 키움증권 리서치

국제재생에너지기구(IRENA)에 따르면, 2020년에는 태양광·풍력 발전비용이 더 떨어져 20 화석연료 발전비용보다 낮아질 것이라고 전망된다. IRENA는 "전세계적인 신재생 기술발전, 경쟁입찰 확대, 대규모 국제 개발사업자 출현 등으로 2020년까지 태양광발전 설치비용은 2017년 대비 56%, 발전비용은 60% 수준인 60달러 이하로 떨어질 것"이라며 "육상 풍력 발전비용은 50달러 선까지 하락할 것"이라고 내다봤다.

과거 반도체 산업에서 보듯 장기적으로는 치킨게임을 한다면, 대표 3~5개 회사만 살아남는 구조가 될 수 있다. 지금 반도체 산업에서 대표적으로 살아남은 회사는 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 등이 있다. 따라서, 일부에서는 치킨게임에 따른 영업마진의 추가 하락에 대한 우려가 상존한다. 하지만, 연간 24% 이상 성장하는 산업에 이미 대표 기업들의 50% 이상의 시장 점유율을 달성한 상황에서 서로 죽이기 위해 치킨게임을 하기에는 이미 과점화 현상이 나타나기 시작했다 판단된다. 언젠가는 한 기업이 삼성전자가 편 전략을 쓸 수도 있지만, 이번 사이클에서 적어도 그런 출혈 경쟁 상황이 나타나기는 힘들 것이라 판단된다. 아마도 그 시기는 이번 슈퍼 사이클이 고점을 찍고, 그에 따라 유가가 다시 급락하게 될 때 나타나는 현상일 가능성이 아주 높다. 따라서, 적어도 향후 2년간 태양광 관련 회사들의 수익구조는 아주 건실할 것이 예상된다.

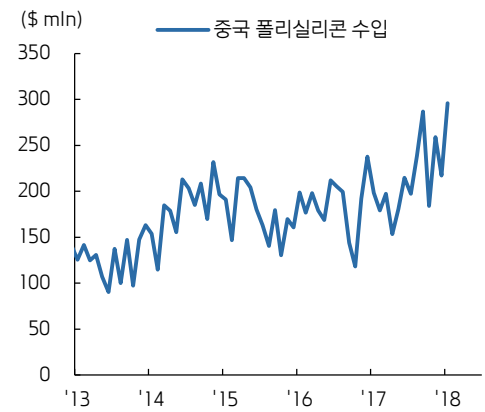
단기적으로도 최근 폴리실리콘 가격은 작년 상반기에 바닥을 다진 이후 안정적인 흐름을 보이고 있고, 향후 수요와 공급을 볼 때 가격은 아주 안정적으로 움직일 확률이 높아 보인다. 특히, 중국의 폴리실리콘 수입 금액은 지속적으로 늘어나고 있어, 향후 이 시장의 성장에 대한 기대는 아주 높다.

태양광 폴리실리콘 가격 추이



자료: PV Insight, 키움증권 리서치

중국 폴리실리콘 수입 금액



자료: 중국 세관총서, 키움증권 리서치

II. 미국 세이프가드 발동 조치와 영향력

미 정부 세이프가드 발동

미 정부는 최근 수입산 세탁기와 태양광 제품 등에 세이프가드(긴급수입제한조치)를 발동했고 철강 및 알루미늄 제품에 대해서는 고강도 수입규제안인 관세 25%, 10% 안을 발효시켰다. 세탁기의 경우 120만대까지 20%의 관세를 부과하고 초과 물량에는 50% 관세를 부과하기로 했다. 태양광 셀의 경우 2.5GW까지 무관세로 수출할 수 있고 초과 물량에는 30%의 관세가 붙는다.

상황이 이렇게 되자 미국 태양광 시장에 대한 우려가 나타나고 있다. 원부자재를 포함한 수입산 제품에 고율의 관세가 부과되면서 미국에서 생산하는 제품의 가격 인상 요인으로 작용하고, 결국 국가 물가상승률을 부추기게 된다. 산업 내 소수 기업들은 일시적으로 보호받을 수 있겠지만 관련 다른 산업에는 되려 부정적 영향을 미쳐 중장기적으로 일자리 감소로 까지 이어질 수 있다

미국 태양광 산업 고용인원 현황

분야	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (예상)
설치	43,934	52,503	57,177	69,658	97,031	119,931	137,133	154,175
제조	24,916	24,064	29,742	29,851	32,490	30,282	38,121	40,434
판매 및 유통	11,744	17,722	16,005	19,771	20,185	24,377	32,147	39,387
프로젝트 개발	n/a	n/a	7,988	12,169	15,112	22,452	34,400	34,227
연구&금융	12,908	5,948	8,105	11,248	8,989	11,816	18,274	18,111
총합	93,502	100,237	119,017	142,697	173,807	208,858	260,075	286,334

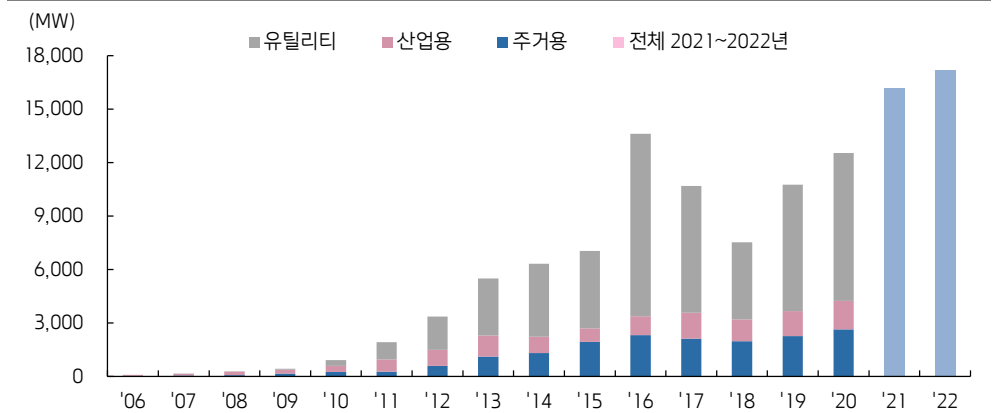
자료: Solar Foundation, 키움증권 리서치

소비자 입장에서 보면, 수입품 가격이 높아져 가계지출이 늘어나고 상품 선택에 제약을 받게 된다. 즉, 수입산 태양광 패널에 대한 세이프가드 발동은 미국 내 태양광 산업을 위축시킬 가능성이 충분히 있다.

하지만, 트럼프 대통령은 미국으로 생산 기지를 이전하는 정책을 펼치고 있다. 미국에서 사용하는 태양광 패널의 95%가 중국·말레이시아·한국산 등 수입품이기 때문에 미국 제조업체가 트럼프 행정부에 요구해 세이프가드를 관철시켰다.

현재 이런 정책을 쓰는 이유를 잘 생각해 보자. 보통 보호무역주의는 일자리 창출이 아닌 일자리 증발로 이어진다. 미국 태양광 관련 산업 종사자 대부분은 부품 제조가 아닌 부품을 조립해 발전 시스템을 만드는 부문에서 일하고 있다. 전지와 모듈 제조업 종사자가 2,000여 명인 반면, 태양광 발전 시스템 건립과 유지 부문 종사자는 26만여 명으로 그 수가 훨씬 많다. 업계에서는 수입산 태양광 패널에 고율의 관세가 부과될 경우 대다수 시스템 구축 업체들은 비용 증가에 따른 사업 축소나 파산이 나타날 수 있고, 더불어 2만 3,000여 명의 일자리가 줄어들 것이라 예측하고 있다. 그럼에도 불구하고 세이프가드가 관철될 이유는 무엇일까?

미국 태양광 수요 증가 추이 및 향후 전망치



자료: BNEF(Bloomberg New Energy Finance), SEIA, 키움증권 리서치,
주) 2006~2020년은 BNEF 전망치, 2021~2022년은 SEIA 전망치

위 차트가 이를 설명해 준다. 미국의 태양광 시장의 규모는 2017년 대비 향후 5년간 적어도 150% 이상 성장할 것으로 예상되기 때문이다. 즉, 미국 내 태양광 에너지 산업의 슈퍼 사이클이 만들어 지는 상황에, 미 정부는 자국 기업들의 시장 점유율 확보가 가장 중요하다고 판단했다.

과거 2002~2011년 산업재 슈퍼 사이클의 배경을 돌이켜보면 중국과 미국의 부동산 시장 버블이었다. 부동산 투자가 급격히 확대되면서 주택 건설이 활성화 되자 원자재를 실어 나르는 자동차, 조선 등 운송 관련 주들이 각광 받았다. 따라서 그 시대 가장 대표적인 상승 업종과 종목은 조선과 자동차였고, 한국 기업 중에서는 현대 중공업과 기아차가 수혜를 입었다. 이들 업종은 바닥대비 8~10배, 종목들은 20~30배까지 상승하며 고점을 높였다. 겨우 100~200%의 상승으로 끝나지 않는다.

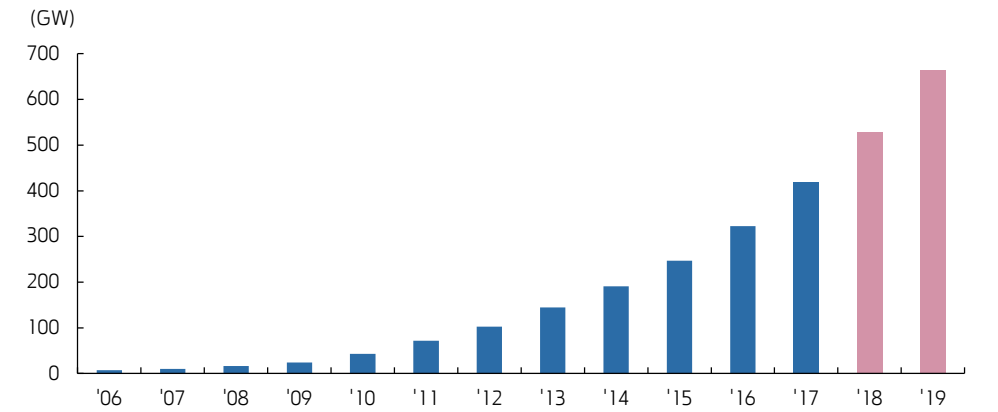
지금의 글로벌 슈퍼사이클을 만들어 내는 것은 무엇일까? 당연히 4차 산업혁명이다. 이 4차 산업혁명에 대표적인 업종은 당연히 IT 업종이지만, AI, 전기차/자율주행차, 빅데이터, 딥러닝, 무점포 소매업 등 신사업의 동맥은 무엇일지 생각해보자. 물론 워낙 대량의 데이터를 활용해야 하는 산업들이다 보니 반도체/메모리가 너무나 중요할 것이다. 따라서, 당연히 한국의 메모리 산업의 매력도는 너무나 높다 판단한다. 하지만, 이는 너무나 당연한 것이다. 위에 언급된 산업들 중 모두 공통분모로 가장 필요한 동맥 같은 산업이 무엇일지 생각해 보면, 당연히 에너지/전력이라 생각된다. 앞으로 4차 산업혁명에 따른 에너지 소모는 지금 업계 예상을 크게 초월할 정도로 상당히 높을 것이라 추측 가능하다. 그래서, 셰일가스 혁명이 중요한 것이고, 석유/석탄 등의 화석연료의 중요성뿐 만 아니라 최근에 너무나 중요해지고 있는 대체에너지 또한 그 성장성, 시장 규모를 향후 몇 배를 봐야 할지 전혀 상상이 되지 않는다.

석유를 대신하는 에너지의 총칭으로 원자력, 석탄, LNG, 태양광에너지, 지열에너지, 바이오매스 에너지, 수소에너지 등이 있다. 그렇기 때문에 이번 4차 산업혁명의 동맥은 에너지 관련 업종으로 결국, 미국은 이 시장에서 세계적인 경쟁력을 갖춘 기업들이 생겨나고, 또 그런 기업들이 미국 내 생산기지를 유치하기 원한다. 이번 사이클에서 태양광 관련 시장의 규모가 얼마나 성장할 지 솔직히 답은 없다. 적어도 현재 예상되는 2022년까지 글로벌 시장 450조원 확대, 미국 시장 지금 규모대비 2.5배 성장 등은 아마 최소한의 성장이라 판단된다.

미국이 셰이프가드를 발동한 이유는 간단하다. 태양광 에너지 시장 성장에 따른 수혜를 자국 기업들이 받도록 하기 위해서다. 향후 미국 내 태양광 에너지 시장이 상당한 성장을 이룰 것이라 예상되는 상황에서 시장 점유율을 보면 미국 기업은 겨우 셀 생산 부분에 1개(9위), 모듈 생산부문에 2개(7, 10위) 업체가 포함돼 있다. 미 정부의 입장에서 해외 기업이라면 미국에 생산기지를 가지고 오기를 바라는 것은 당연히 보인다.

결국, 여기서 가장 큰 중요 요소는 시장의 성장이고, 이 시장의 성장 과정에서 대표 10대 기업들의 경쟁력은 지속적으로 유지될 가능성이 높고, 이 기업들의 수익률과 가치는 향후 5년간 아주 크게 성장 가능하다 판단된다. 현재 태양광 발전은 미국뿐만 아니라 일본, 한국, 중국, 호주, 동남아시아, 유럽, 심지어 중동까지 그 투자 규모를 크게 늘리고 있다. 따라서, 전체 태양광 시장의 규모에 대한 기대가 아주 높고, 향후 이 시장에서 세계 대표 기업들로 자리 잡는 기업들의 주가 수익률은 아주 크게 기대된다.

글로벌 태양 에너지 수요 증가는 지속될 것



자료: BNEF(Bloomberg New Energy Finance), 키움증권 리서치, 주) 2018~2019년은 전망치

III. 대표 태양광 기업 잔존가치 모델 상 매력도 점검

대표 태양광 기업들의 밸류에이션 매력도 점검

글로벌 대표 태양광 기업들의 밸류에이션을 비교하고 잔존가치 모델상 적정가격을 분석해본다. 글로벌 태양광/에너지 관련 80개 기업들의 총 합산 매출액은, 작년 말 기준 약 3,700억 달러, 원화는 약 400조 원이다. 또한 이들 기업의 총 시가 총액은 5,000억 달러로 현재 PSR는 1.36배이다. 따라서, 향후 태양광 산업 관련 전세계 대표 종목들의 주가 상승에 대한 기대가 매출증가와 함께 만들어지고 있다고 판단된다. 신 에너지 수요시대에 관련 종목에 적극적인 투자 초점이 필요해 보인다.

80여개 기업 중에서 총 16개 기업을 선별해 잔존가치 모델을 돌려보고 상대적 매력도를 점검해 보았다. 16개 기업들의 평균 밸류에이션을 보면, PER은 23.3배, PBR 2.5배, PSR은 1.24배 수준이며 ROE는 14.7%가 나온다. PSR 개념으로 계산해도 80개 기업들의 평균이 1.36배, 태양광 관련 16개 기업들의 평균도 1.24배 수준이다. 즉, 향후 이 16개 기업들의 매출이 크게 증가해서, 전체 태양광 시장의 규모가 2022년에 450조 원이 되고 이들 기업이 전체 시장의 70%를 가져간다는 간단한 가정을 한다면, 이들 기업의 총 시가총액은 300조원은 돌파해야 한다. 16개 기업들의 현재 총 시가총액은 겨우 55조원이다. 즉, 긍정적으로 볼 때 향후 2022년까지 태양광 대표 16개 종목들의 연간 시가총액 성장률은 약 CAGR 41.8%가 나온다. 물론, 이 회사들이 치킨 게임을 한다면 상황은 달라진다. 하지만, 지금 같은 상황에 굳이 치킨게임을 할 이유는 없다 판단된다. 향후 2년 동안 적극적으로 태양광 회사 투자를 늘려보자.

대표 태양광 기업 밸류에이션 비교

종목	티커	국가	시가총액 (\$ mln)	매출액 (\$ mln)	P/S(배)	OPM(%)	P/E(배)	P/B(배)	ROE(%)
한화케미칼	009830 KS	한국	5,191	8,266	0.6	8.5	5.8	0.9	17.1
GCL 폴리 에너지 홀딩스	3800 HK	홍콩	2,970	3,317	0.9	25.5	9.6	0.9	8.7
넥스트에너지 파트너스	NEP US	미국	2,145	807	2.7	38.0	60.4	1.3	-3.8
캐네디언 솔라	CSIQ US	캐나다	916	2,853	0.3	3.3	NA	0.9	2.6
한화큐셀	HQCL US	한국	722	2,426	0.3	7.9	48.2	1.4	3.2
징코솔라 홀딩	JKS US	중국	729	3,223	0.2	6.3	12.4	0.6	18.9
도쿠야마	4043 JP	일본	2,147	2,767	0.8	13.3	7.0	2.0	33.9
트랜스알타 리뉴어블스	RNW CN	캐나다	2,318	354	6.6	34.0	25.3	1.4	0.4
OCI	010060 KS	한국	3,751	3,213	1.2	7.8	35.2	1.2	3.5
시안 롱 실리콘 머티리얼스	601012 CH	중국	11,591	1,720	6.7	16.2	27.3	6.0	24.7
CECEP 솔라 에너지	000591 CH	중국	2,393	646	3.7	27.4	16.2	1.3	8.1
퍼스트 솔라	FSLR US	미국	6,801	2,941	2.3	6.0	21.3	1.3	-3.2
JA 솔라 홀딩스	JASO US	중국	354	2,370	0.1	5.7	6.2	0.3	8.1
바커 케미	WCH GR	독일	8,995	5,558	1.6	7.1	29.1	2.2	33.5
레네솔라	SOL US	중국	95	930	0.1	-1.6	NA	2.5	-159.4
REC 실리콘	REC NO	미국	453	272	1.7	-46.8	NA	1.0	-59.6
전체			51,572	41,663	1.2	9.8	23.3	2.5	14.7

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

잔존가치모델(RIM) 상 주요 태양광 기업 상승여력 점검

태양광 회사들 중 개별 회사들의 상승여력을 잔존가치 모델을 통해 계산해 보았다. 상승여력이 50% 이상 나타나는 종목을 중심으로 투자를 늘려가는 것이 적절하다고 판단한다.

그 리스트는 한화케미칼, GCL(보리협흥), 넥스트에라에너지 파트너스, 커네디안 솔라, 한화큐셀, 징코솔라, 도쿠야마, 그리고 트랜스알타 리뉴어블스 이다.

한화케미칼 RIM 상 적정가격 (상승여력 133.8%, ROE 12.7% 반영)

		Equity Risk Premium		
		7.5%	7.0%	6.5%
Long term ROAE	12.2%	65,875	71,196	76,518
	12.7%	72,061	77,521	82,980
	13.2%	78,542	84,142	89,742

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 30,800pt, 상승여력 최저: 98.4%, 상승여력 적정: 133.5%, 상승여력 최고: 170.3%, 상승여력 평균: 133.8%

보리협흥 (GCL) RIM 상 적정가격 (상승여력 101.2%, ROE 11.2% 반영)

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	10.7%	2.1	2.3	2.5
	11.2%	2.3	2.5	2.7
	11.7%	2.5	2.7	2.9

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 1.21pt, 상승여력 최저: 72.3%, 상승여력 적정: 100.9%, 상승여력 최고: 131.1%, 상승여력 평균: 101.2%

Nextera Energy RIM 상 적정가격 (상승여력 90.6%, ROE 16.0% 반영)

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	15.5%	69	71	74
	16.0%	72	75	78
	16.5%	76	78	81

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 38.1pt, 상승여력 최저: 74.8%, 상승여력 적정: 90.6%, 상승여력 최고: 106.8%, 상승여력 평균: 90.6%

Canadian Solar RIM 상 적정가격 (상승여력 90.1%, ROE 9.8% 반영)

		Equity Risk Premium		
		4.0%	3.5%	3.0%
Long term ROAE	9.3%	26	28	30
	9.8%	28	30	32
	10.3%	31	33	35

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 16.4pt, 상승여력 최저: 62.8%, 상승여력 적정: 89.9%, 상승여력 최고: 118.3%, 상승여력 평균: 90.1%

한화큐셀 RIM 상 적정가격 (상승여력 77.4%, ROE 12.0% 반영)

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	11.5%	236	248	261
	12.0%	253	266	279
	12.5%	271	284	297

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 8.21pt, 상승여력 최저: 57.4%, 상승여력 적정: 77.2%, 상승여력 최고: 98.0%, 상승여력 평균: 77.4%

JinkoSola RIM 상 적정가격 (상승여력 73.7%, ROE 6.5% 반영)

		Equity Risk Premium		
		4.0%	3.5%	3.0%
Long term ROAE	6.0%	26	29	32
	6.5%	29	32	35
	7.0%	32	35	38

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 18.01pt, 상승여력 최저: 41.5%, 상승여력 적정: 73.4%, 상승여력 최고: 107.1%, 상승여력 평균: 73.7%

Tokuyama RIM 상 적정가격 (상승여력 72.9%, ROE 15.9% 반영)

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	15.4%	5,166	5,298	5,429
	15.9%	5,427	5,563	5,700
	16.4%	5,701	5,843	5,985

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 3,115pt, 상승여력 최저: 60.4%, 상승여력 적정: 72.8%, 상승여력 최고: 85.9%, 상승여력 평균: 72.9%

TransAlta Renewables RIM 상 적정가격 (상승여력 62.2%, ROE 10.8% 반영)

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	10.3%	16	17	18
	10.8%	18	19	20
	11.3%	19	20	21

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 11.5pt, 상승여력 최저: 43.5%, 상승여력 적정: 62.0%, 상승여력 최고: 81.4%, 상승여력 평균: 62.2%

OCI RIM 상 적정가격 (상승여력 39.9%, ROE 7.2% 반영)

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	6.7%	194,902	211,284	227,665
	7.2%	212,917	229,754	246,592
	7.7%	231,876	249,180	266,484

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 154,000pt, 상승여력 최저: 18.5%, 상승여력 적정: 39.7%, 상승여력 최고: 62.0%, 상승여력 평균: 39.9%

용기실리콘소재 RIM 상 적정가격 (상승여력 38.7%, ROE 34.4% 반영)

		Equity Risk Premium		
		2.5%	2.0%	1.5%
Long term ROAE	33.9%	49	49	50
	34.4%	50	51	52
	34.9%	51	52	53

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 36.76pt, 상승여력 최저: 32.8%, 상승여력 적정: 38.7%, 상승여력 최고: 44.7%, 상승여력 평균: 38.7%

CECEP RIM 상 적정가격 (상승여력 36.5%, ROE 10.7% 반영)

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	10.2%	6	6	7
	10.7%	7	7	7
	11.2%	7	7	8

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 5.06pt, 상승여력 최저: 20.6%, 상승여력 적정: 36.4%, 상승여력 최고: 52.8%, 상승여력 평균: 36.5%

First Solar RIM 상 적정가격 (상승여력 35.0%, ROE 7.3% 반영)

		Equity Risk Premium		
		0.5%	0.0%	-0.5%
Long term ROAE	6.8%	76	80	83
	7.3%	81	85	89
	7.8%	86	90	94

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 67.95pt, 상승여력 최저: 20.5%, 상승여력 적정: 34.9%, 상승여력 최고: 50.1%, 상승여력 평균: 35.0%

JA Solar RIM 상 적정가격 (상승여력 34.0%, ROE 2.6% 반영)

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	2.1%	7	9	10
	2.6%	8	10	11
	3.1%	10	11	13

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 7.38pt, 상승여력 최저: -3.8%, 상승여력 적정: 33.7%, 상승여력 최고: 73.5%, 상승여력 평균: 34.0%

Wacker Chemie RIM 상 적정가격 (상승여력 25.5%, ROE 11.1% 반영)

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	10.6%	149	155	162
	11.1%	157	164	170
	11.6%	165	172	179

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 132.4pt, 상승여력 최저: 14.3%, 상승여력 적정: 25.5%, 상승여력 최고: 37.0%, 상승여력 평균: 25.5%

ReneSola RIM 상 적정가격 (상승여력 23.5%, ROE 10.7% 반영)

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	10.2%	3	3	3
	10.7%	3	3	3
	11.2%	3	3	3

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) ReneSola: 2.48pt, 상승여력 최저: 9.4%, 상승여력 적정: 23.3%, 상승여력 최고: 38.1%, 상승여력 평균: 23.5%

REC 실리콘 RIM 상 적정가격 (상승여력 2.4%, ROE 2.3% 반영)

		Equity Risk Premium		
		0.5%	0.0%	-0.5%
Long term ROAE	1.8%	1	1	1
	2.3%	1	1	1
	2.8%	1	1	1

자료: 키움증권, 2018-03-07 기준

주) 현재: 1.27pt, 상승여력 최저: -7.9%, 상승여력 적정: 2.3%, 상승여력 최고: 13.2%, 상승여력 평균: 2.4%

대체에너지 ETF

글로벌 에너지 수요 확대와 함께 유가가 60달러 이상에서 유지되는 가운데 대체에너지 수요는 지속 확대될 것이 예상된다. 중장기적으로 대체에너지 관련 ETF의 투자는 그 매력도가 상당히 높다 판단된다.

미국 상장 대체에너지 ETF를 통해서 관련 전체 산업에 투자를 늘리는 방법이 가장 적절해 보이며, 가장 대표적인 종목으로 ICLN, PBW, 그리고, QCLN이 있다.

미국 상장 대표 태양광 ETF

코드 명	이름	Total Assets (\$ mln)	Avg. Volume	YTD(%)	1M(%)	1Y(%)
ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	155.5	83,155	2.4	7.8	15.0
PBW	PowerShares Wilderhill Clean Energy	111.8	21,400	-0.2	10.0	32.4
QCLN	First Trust NASDAQ Clean Edge Green Energy Index Fund	95.7	28,244	1.4	9.1	27.0
GEX	VanEck Vectors Global Alternative Energy ETF	92.7	5,333	2.1	5.8	19.0
PBD	PowerShares Global Clean Energy	59.5	9,621	1.1	5.9	24.2
PUW	PowerShares Wilderhill Progressive Energy	21.1	1,575	-2.5	5.8	4.4

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Global Equity: G.R.E.A.T.

해외 기업/ETF 분석

보리협흥(GCL) (3800.HK)

Canadian Solar (CSIQ.US)

Nextera Energy (NEP.US)

Hanwha Q Cells (HQCL.US)

JinkoSolar (JKS.US)

Tokuyama (4043.JT)

용기실리콘자재 (601012.SH)

CECEP (000591.SZ)

First Solar (FSLR.US)

JA Solar (JASO.US)

Wacker Chemie (WCH.GR)

ReneSola (SOL.US)

iShares Global Clean Energy (ICLN.US)

PowerShares Wilderhill Clean Energy (PBW US)





보리협흥(GCL) (3800.HK)

대규모 증설로 원가 경쟁력 강화

보리협흥, GCL-Poly Energy Holdings는 세계 최대 규모의 태양광 폴리실리콘 및 웨이퍼 생산 업체이다. 태양광 산업의 구조조정 시기에 설비 확장을 통한 제조 원가 절감에 주력했으며, 2020년까지 6만톤 규모의 폴리실리콘 공장 증설을 통해 추가 원가 절감이 기대된다. 공격적인 원가 절감을 통한 경쟁력 강화에 주목한다.

경영 지표

보리협흥의 2017년 매출 컨센서스는 전년 대비 16.8% 증가, 영업이익은 21.7% 증가로 예상되고 있다. 지난 2015년과 2016년 다소 부진했던 실적이 2017년 반동할 것으로 예상되는 이유는 다결정 실리콘 웨이퍼 가격 상승 및 수요 개선 반영으로 판단된다. 동사는 지속적인 원가 경쟁력 강화로 2017년 영업이익률 컨센서스 26.54%로 추정되며, 2018년 역시 23.12%로 양호한 모습을 보일 것으로 전망된다.

산업/종목 매력도

지난해 중국 정부는 에너지발전 13.5 계획을 발표하며 2020년까지 에너지 절약 및 청정 에너지 사용 확대 방안을 발표했다. 해당 계획의 세부 영역에는 태양광, 풍력 등을 포함한 비화석 에너지 소비 비중을 15% 이상으로 늘리고, 석탄 소비 비중은 58% 이하로 감축한다는 내용이 포함되어 있다. 동사는 공격적인 공장 증설로 원가 경쟁력에서 우위를 점하고 있으며, 태양광 소재부터 발전 사업까지 수직계열화에 성공하였다. 이를 통해 이미 세계 최대 규모의 태양광 폴리실리콘 및 웨이퍼 생산 업체로 자리매김 하였으며, 점차 엄격해지는 중국 정부의 태양광 발전 규범하에서 주도적 역할을 할 것으로 판단한다.

주가 상승 모멘텀

최근 도널드 트럼프 미국 대통령이 발동한 태양광 제품에 대한 세이프가드로 관련 업체들에 대한 우려가 제기되고 있다. 그러나 동사의 지역별 매출 중 북미 지역 비중은 0.2%에 불과하기에 미국의 이번 조치로 인한 영향은 제한적이라고 판단한다. 또한, 2018년 PER 컨센서스는 6.60배로 상당히 저평가 되어있으며, 2018년~2019년 ROE 역시 10~11% 수준의 견조한 실적이 예상되고 있다. 한편, 동사는 지난해 12월 주력 사업인 태양광 소재 산업(폴리실리콘, 웨이퍼 포함)을 중국 A주에 분리 상장시키겠다는 계획을 발표 하였고, 이를 통한 가치 재평가 역시 기대되는 상황이다.

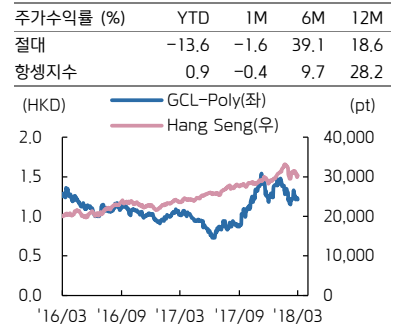
Global Equity Research

- 블룸버그 목표주가: HKD 1.56
- 현재주가(3/7): HKD 1.21

Stock Data

산업분류	신재생에너지
Hongkong (3/7)	30,196.92
시가총액 (백만 HKD)	22,869
유통주식수 (백만)	18,592
52 주 최고/최저 (HKD)	1.63 / 0.72
일평균 거래량 (3M)	111,231,200

Performance & Price Trend

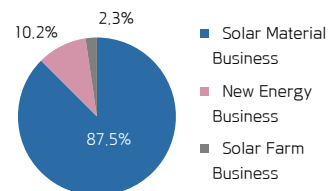


Earnings & Valuation

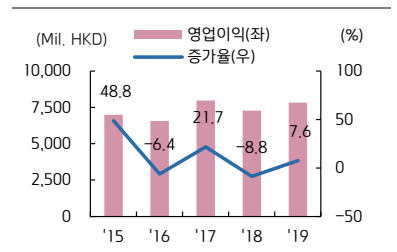
(백만 HKD, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	25,745	30,070	31,465	32,681
영업이익	6,556	7,981	7,276	7,829
영업이익률(%)	25.46	26.54	23.12	23.96
순이익	2,372	3,005	3,494	3,843
EPS(HKD)	0.13	0.16	0.18	0.20
증가율(%)	-32.67	24.10	14.38	9.84
PER(배)	7.09	7.29	6.60	5.78
PBR(배)	0.95	0.74	0.69	0.62
ROE(%)	15.97	11.07	10.67	10.15
배당수익률(%)	9.0	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



영업이익 증가율 추이



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치



Nextera Energy (NEP.US)

대체 에너지 수익성 확대에 따른 수혜 기대

넥스트에라 에너지 파트너스는 클린에너지 프로젝트들을 인수 및 경영하는 파트너십 회사이다. 재생에너지 관련 수많은 자산을 보유하고 있으며 대표적으로 태양광, 풍력, 그리고 LNG 프로젝트에 중점을 둔다. 2016년 말 기준, 총 989GW 규모의 클린에너지 설비를 미국과 캐나다 지역에 소유하고 있다.

경영 지표

지난해 4분기 넥스트에라 에너지는 주당 \$1.25 순이익을 발표했다. 컨센서스 주당 순이익 \$1.31 대비 4.6% 부족한 수치이나, 전년 동기 대비로는 3.3% 증가하는 모습이다. 4분기 총 매출은 40.1억 달러로 컨센서스 39.1억달러 대비 2.6% 초과 달성하는 모습을 보였고, 전년 동기 대비로는 8.4% 상승했다. 한편, 최근 지속적으로 고객기반을 확대하고 있으며, 관련 회사인 Florida Power & Light사의 고객 수는 53,300개까지 늘어난 상황이다.

산업/종목 매력도

미국 내의 대체에너지 수요는 태양광이 향후 5년간 2.5배 이상의 성장이 예상되는 것을 포함 전반적으로 성장 속도가 빠르게 나타나고 있다. 최근 이슈가 되는 미국 정부 세이프가드 발동이 원자재 가격 상승으로 이어진다면 동사처럼 발전 설비를 운용하는 입장에서는 비용 상승이 예상되지만, 지속적인 정부 지원 가능성과 수요 증가로 중·장기적 관점에서 해당 산업의 매력도는 여전히 높게 판단된다. 게다가 가장 큰 규모의 태양광뿐만 아니라 풍력, LNG 등의 전체 효율 증가, 수익성 증가, 그리고 매출 규모의 성장을 감안할 때, 미국 내 대체에너지 관련 주들의 매력도는 상당히 크다.

주가 상승 모멘텀

2017년 영업마진율은 38.04%로서 아주 높지만, 지속적인 투자 확대에 따라, 2018년 PER은 23.4배, PSR은 1.9배, PBR은 1.11 배 수준으로 저렴한 상황은 아니다. 하지만 대규모 설비투자 비용 증가에도 불구하고 현재 3% 수준의 ROE 컨센서스 예상은 향후 16% 수준으로 크게 확대될 것으로 전망된다. 부채 비율은 약 200% 수준으로 높은 편이지만, 높은 성장성과 안정적인 현금흐름을 감안해 시장에서는 동사의 기업 매력도를 상당히 높게 평가하고 있는 것으로 추측된다. 프로젝트의 연간 성장률을 2022년까지 12~15%로 높여 잡는 등, 향후 추가 성장과 이익증가에 대한 기대가 충분히 상존한다. 잔존가치 모델 상 상승여력은 90% 이상이 나온다.

Global Equity Research

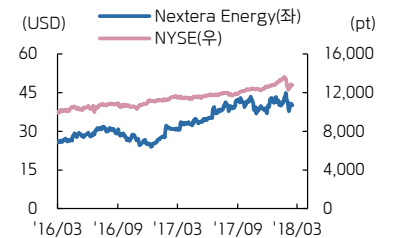
- 블룸버그 목표주가: USD 44.46
- 현재주가(3/7): USD 38.12

Stock Data

산업분류	신재생에너지
NYSE (3/7)	12,707.0
시가총액 (백만 USD)	2,084
유통주식수 (백만)	54
52 주 최고/최저 (USD)	45.38 / 30.52
일평균 거래량 (3M)	274,078

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-11.6	-4.8	-8.5	23.4
NYSE	-0.8	0.2	6.9	9.6

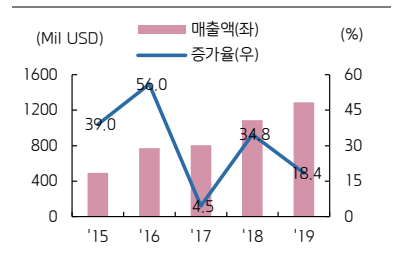


Earnings & Valuation

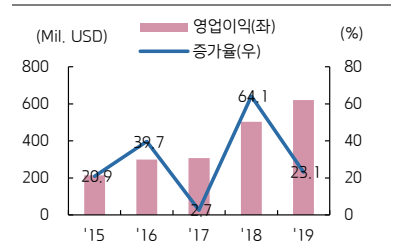
(백만 USD, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	772	807	1088	1288
영업이익	299	307	504	620
영업이익률(%)	38.73	38.04	46.31	48.16
순이익	82	-62	96	126
EPS(USD)	1.88	-1.20	1.85	2.21
증가율(%)	308.70	N/A	N/A	13.27
PER(배)	5.46	64.98	23.39	21.18
PBR(배)	0.79	1.43	1.11	0.98
ROE(%)	6.14	-3.84	15.48	16.50
배당수익률(%)	5.08	3.46	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

매출액 증가 추이



영업이익 증가 추이



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치



Canadian Solar (CSIQ.US)

수직 계열화를 통한 경쟁력 제고

커네디안 솔라는 태양광을 다용도 전기로 전환시키는 태양광 모듈 제품 설계, 제조 및 판매하는 기업이다. 주요 제품으로는 주거용, 상업용, 산업용의 태양전력 발전시스템에 필요한 다양한 표준 모듈, 전력 전환 부품들이 있다. 북미, 남미, 유럽, 아프리카, 중동, 호주 등 전 세계에 납품하고 있으며, 수직 계열화를 진행하고 있는 중국 기반의 회사이다.

경영 지표

업계에서는 오는 3월 20일 실적 발표에서 2017년 4분기 순이익을 \$0.79로 전분기 대비 329% 증가할 것이라 예상하고 있다. 미국 셰이프가드 발동으로 악영향을 받을 것이라는 우려가 상존하지만, 글로벌 사업 다각화와 중국 태양광 소비시장의 큰 폭 성장으로 안정적인 이익창출 흐름을 보일 것으로 예상된다. 2017년 전체 컨센서스 매출 증가율은 29.1%, 영업마진율 16.1%, 순익 증가율은 7.2%로 상당히 안정적 실적 추세가 예상된다.

산업/종목 매력도

미국 셰이프가드 발동에 대한 우려가 상존하지만, 전 세계적으로 태양광 발전 수요가 급증을 하고 있는 상황에서 커네디안 솔라는 매우 안정적인 매출 증가와 영업마진률이 향후 몇 년간 예상된다. 영국에 추가 발전 증설을 마치는 등 아메리카, 유럽, 아프리카, 중동, 호주 등 전 세계에 포트폴리오를 가지고 있는 동사는 장기적으로 봤을 때 수직계열화에 성공한 기업으로 자리매김 할 가능성이 상당히 높다. 미국의 태양광 발전 규모는 향후 5년간 2.5배 이상 증가할 것이 예상되며, 중국 자체 수요 및 전 세계 수요 증가, 기술력의 향상으로 인한 발전비용의 감소 속도 등을 감안했을 때, 글로벌 대형사와 중소형사의 격차는 크게 확대될 것으로 보인다. 또한, 동사는 산업 내에서 상대적 경쟁력을 유지 및 확대 하고 있다고 판단된다.

주가 상승 모멘텀

이 회사의 2017년 매출총이익률은 16.1%로서 아주 높다. 지속적인 성장세가 보이며, 2018년 컨센서스 예상 PE는 8.53배, PSR은 0.24배, PB는 0.92 배 수준으로 상당히 저평가 되어있다. ROE는 대규모 설비투자 업체의 특성 상 2자리수 회복은 아니지만, 향후 2년 간 평균 9.8%로 전망되고 있다. 부채 비율도 100% 미만으로서 매우 안정적인 성장을 보이고 있다. 컨센서스를 활용한 잔존가치 모델상 적정가격은 현 주가 대비 90% 이상의 상승여력을 가지고 있는 것으로 나타난다. 향후 산업의 성장과 함께 상대적 경쟁력 확보를 통한 긍정적 주가 흐름이 예상된다.

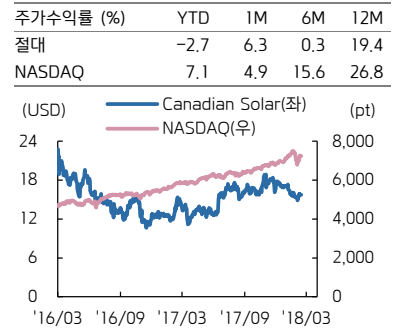
Global Equity Research

- 블룸버그 목표주가: USD 21.07
- 현재주가(3/7): USD 16.40

Stock Data

산업분류	신재생에너지
NASDAQ (3/7)	7,396.6
시가총액 (백만 USD)	939
유통주식수 (백만)	58
52 주 최고/최저 (USD)	19.09 / 10.86
일평균 거래량 (3M)	957,839

Performance & Price Trend

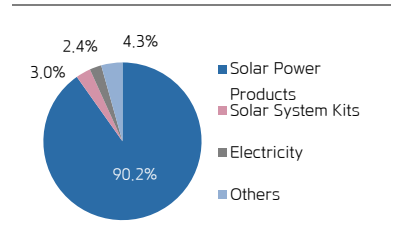


Earnings & Valuation

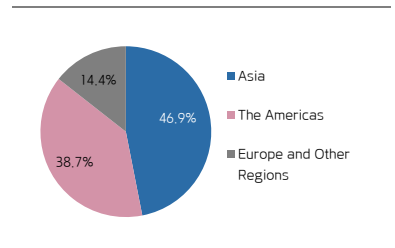
(백만 USD, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,853	3,682	4,060	4,174
영업이익	93	202	185	158
영업이익률(%)	3.27	5.47	4.54	3.79
순이익	65	76	103	87
EPS(USD)	1.13	1.28	1.90	1.57
증가율(%)	-63.3	13.0	48.6	-17.1
PER(배)	9.69	12.22	8.53	9.42
PBR(배)	0.80	1.00	0.92	0.81
ROE(%)	7.66	7.40	8.57	8.20
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



지역별 매출 비중



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치



Hanwha Q Cells (HQCL.US)

유럽 및 신흥시장으로의 사업 다변화

세계 1위의 태양광 셀/모듈 제조업체이다. 서울(경영)과 독일 탈하임(R&D)에 본사를 두고 있으며, 한국, 말레이시아 및 중국에 대규모 제조 시설을 운영하고 있다. 태양광 발전의 미드스트림에 해당하는 잉곳/웨이퍼, 셀, 모듈 생산부터 태양광 시설 및 발전소에 이르는 광범위한 태양광 토탈 솔루션을 제공한다. 한화케미칼의 자회사로서 나스닥 시장에 예탁증서로 상장되어 있다.

경영 지표

지난해 3분기 실적은 미국, 중국 등 주요 태양광 시장의 수요 감소, 원자재 가격 상승, 허리케인 등 난발성 이슈에 부진했다. 영업이익은 1,060만 달러로 전년 대비 85.4% 감소했고, 매출은 5억 4,300만 달러로 같은 기간 23.3% 줄었다. 태양광 셀과 모듈의 원재료인 웨이퍼 가격이 상승하며 원가 부담이 증가했고 허리케인 '어마' 피해로 예정된 수출선적 물량의 6% 가량이 4분기로 지연된 여파가 컸다. 최근 미국의 반덤핑 관세 부과가 더해지면서 수익성 악화 우려가 있지만 미국 외 지역의 사업 다변화 전략과, 4분기 웨이퍼 가격 하락에 따른 원가부담 절감 등으로 4분기 실적은 3분기 대비 개선세를 보일 것으로 기대된다.

산업/종목 매력도

현재 총 8GW의 셀과 모듈 생산량을 갖추고 있으며 글로벌 1위 수준이다. 한국, 중국, 말레이시아에 생산 시설을 가동 중이며 최근 증설한 한국 진천공장은 셀과 모듈의 생산능력은 각 3.6GW에 달한다.

미국 셰이프가드 시행으로 주력 시장인 미국 판매둔화 우려가 상존하나, 관련 부분은 최근 성장세를 보이는 유럽 및 글로벌 수출 다변화를 통해 보완할 계획이다. 유럽태양광산업협회에 따르면 유럽 태양광 시장은 지난해 8.6GW 규모로 전년 대비 28% 증가했으며, 최근 루프톱(roof-top) 시장을 중심으로 신규수요가 재차 창출되고 있다. 특히, 올해 초 유럽에서 주택시장을 공략한 고출력 모듈 판매를 개시했다. 해당 모듈은 하프셀 기반의 쿼터 단결정 모듈로 낮은 일조량에도 출력을 최대화하고 안정성이 높은 것으로 알려져 있다.

주가 상승 모멘텀

한화그룹의 신성장동력으로 정부차원에서의 지지도 활발하게 이뤄지고 있다. 특히 신재생에너지 확대 정책에 맞춰 민간 태양광시장을 확대하고 전력공기업과 업무협력이 강화될 방침으로 전해졌다. 또한 선진시장인 미국, 일본뿐만 아니라 인도와 터키 등 신흥시장에서도 판매량 지속 확대되고 있다. 특히 인도에 148.8MW에 이르는 대규모 태양광발전소를 건설, 70MW 모듈 공급을 계약하는 등 인도시장 개척에 본격 나서고 있다. 또한 터키에서는 지난해 10MW의 2단계 태양광발전소를 준공하면서 터키 태양광 시장 내 점유율 1위를 달성하고 있다.

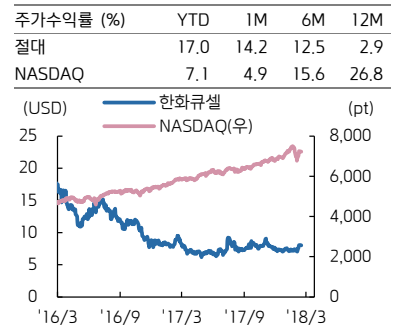
Global Equity Research

- 블룸버그 목표주가: USD 8.00
- 현재주가(3/7): USD 8.21

Stock Data

산업분류	신재생에너지
NASDAQ (3/7)	7,396.6
시가총액 (백만 USD)	667
유통주식수 (백만)	83.2
52 주 최고/최저 (USD)	9.50 / 6.09
일평균 거래량 (3M)	26,635

Performance & Price Trend

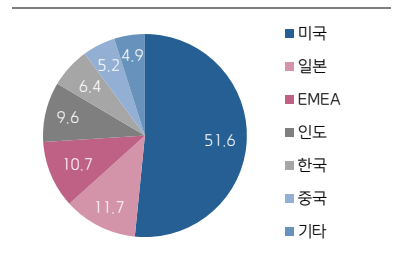


Earnings & Valuation

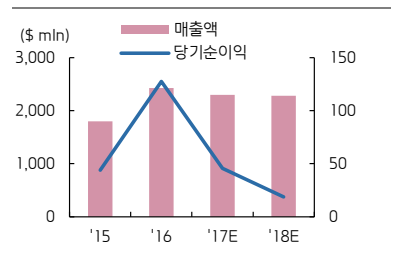
(백만 USD, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,801	2,425	2,298	2,279
영업이익	78	192	N/A	N/A
영업이익률(%)	4.3	7.9	N/A	N/A
순이익	43.8	127.5	45.7	18.6
EPS(USD)	0.53	1.53	0.55	0.22
증가율(%)	31.1	-66.1	205.6	-60
PER(배)	68.1	5.3	133.5	36.4
PBR(배)	5.4	1.7	N/A	N/A
ROE(%)	15.4	34.1	9.8	3.6
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

지역별 매출 비중



매출/순이익 추이 및 전망치



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치



JinkoSolar (JKS.US)

수직 계열화 달성, 업계 경쟁력 강화

징코 솔라는 중국 기반으로 글로벌 PV (Photovoltaic) 산업의 대표 기업이다. 태양광 산업 수직계열화를 달성한 기업 중 하나로서, 태양광 부품 및 모듈 생산, 그 후 발전 산업까지 모든 태양광 산업 내에서 높은 시장 점유율을 자랑한다. 폴리실리콘과 셀, 모듈을 생산하며, 태양광 발전의 전력 생산시설 설비 및 건설, 그 후 운용까지 아우르는 기업이다.

경영 지표

2017년 전체 컨센서스 매출증가율은 19.2%, 매출총이익률 11.4%, 순이익증가율은 0.7%로 매출은 증가한 반면, 매출이익율의 하락이 우려되는 상황이다. 2018년 매출 증가율도 미국의 셰이프가드 영향으로 감소할 가능성이 높다. 다만, 수직 계열화의 장점으로 2018년 순이익과 EPS가 크게 상승 전환 예상된다. 67%의 낮은 부채비율과 안정적인 현금흐름으로 지속적인 글로벌 경쟁력 강화에 초점을 맞출 확률이 높아 보인다. 총 15,000명의 임직원, 8개의 생산기지, 16개 자회사를 가진 기업으로 업계 최대 규모를 자랑한다.

산업/종목 매력도

미국의 셰이프가드 발동으로 인한 전반적인 태양광 산업 수익성 악화 우려가 2017년 주가를 눌러왔다. 하지만, 2022년까지의 미국, 유럽, 중국의 지속적인 투자 확대와 함께 태양광 관련 매출 증가율은 연간 20%가 넘을 가능성이 높다. 해당 산업에서 수직계열화를 성공한 기업의 영업마진 확보 가능성, 기술력 확보에 따른 규모의 경제 창출 등을 감안할 때 장기적으로 상당한 매력도를 가지고 있다고 판단된다. 동사는 북미, 남미, 중국, 인도, 유럽 등 전 세계에 주거용, 업무용 고객 기반을 가지고 있기에 미국 발 위기 대처 능력이 상당히 높다 판단된다. 최근 중동에서 아부다비 전력과 함께 대규모 프로젝트를 발표했다. 징코 솔라는 산업의 성장과 함께 향후 업계 대표 기업으로 자리매김 할 가능성이 높아 보인다.

주가 상승 모멘텀

이 회사의 2017년 매출총이익률은 11.4%로 전년의 18.1% 대비 큰 폭 하락이 예상된다. 마진율의 하락 우려로 2018년 컨센서스 예상 PE는 12.99배, PSR은 0.21배, PB는 0.64 배 수준으로 상당히 저평가 되어있다. 마진을 하락과 함께 ROE는 2016년의 29% 이상에서 큰 폭 하락해서 2017년 5.4%, 2018년 7.5% 수준이 전망되고 있다. 컨센서스를 활용한 잔존가치 모델상 적정가격은 현 주가 대비 73% 이상의 상승여력을 가지고 있는 것으로 나타난다. 향후 이 산업의 성장 및 상대적 경쟁력 확보와 함께하는 주가의 흐름이 예상된다.

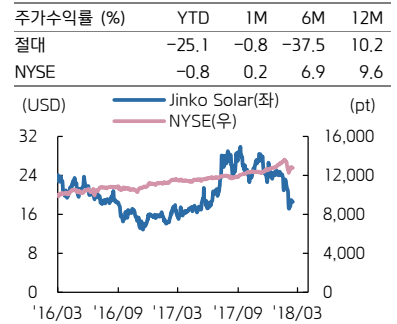
2018.3.12 Global Equity Research

- 블룸버그 목표주가: USD 18.05
- 현재주가(3/7): USD 18.01

Stock Data

산업분류	신재생에너지
NYSE(3/7)	12707.0
시가총액 (백만 USD)	718
유통주식수 (백만)	39
52 주 최고/최저 (USD)	30.50 / 15.33
일평균 거래량 (3M)	582,712

Performance & Price Trend

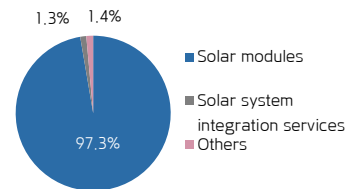


Earnings & Valuation

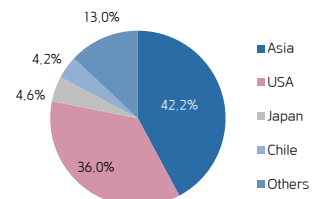
(백만 USD, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,223	3,842	3,499	3,708
영업이익	203	50	86	116
영업이익률(%)	6.3	1.3	2.5	3.1
순이익	275	26	38	38
EPS(USD)	8.74	0.79	1.51	2.26
증가율(%)	150.3	-91.0	90.5	49.8
PER(배)	3.45	15.1	12.9	6.3
PBR(배)	0.52	0.49	0.64	0.54
ROE(%)	29.5	2.6	4.0	5.4
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



지역별 매출 비중



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치



Tokuyama (4043.JT)

주력제품 수요 강세

2018년 창립 100주년을 맞이한 도쿠야마는 전량 수입품에 의존하던 소다회의 국산화를 위해 설립됐다. 현재는 화학, 특수품, 시멘트, 라이프어메니티, 기타의 총 5개의 사업을 전개하고 있다. 주력 제품인 화학사업의 CA제품군 및 전자재료사업의 고순도 폴리실리콘 수요 강세 유지됨에 따라 수혜가 예상된다. 한편, 영업손실이 이어지던 도쿠야마 말레이시아를 한국의 OCI에게 매각하며 추가적인 손실발생도 제한적일 것으로 보인다.

경영 지표

지난 3분기(10월~12월) 매출액은 YoY 약 5.7% 증가한 799억엔, 영업이익은 YoY 약 6.6% 증가한 113억엔을 기록했다. 매출 증가요인으로는 시멘트 등 주력 제품의 판매수량 증가와 가성소다 제품의 판매가격 상승으로 인한 효과로 판단된다. 영업이익은 일부 원재료 가격이 상승했지만 대부분의 제품군에서 풀 가동률을 유지하며 견조한 실적을 기록했다. 특히, 특수품 사업부문에서 폴리 실리콘 및 고순도 약품 등 반도체 향의 전자재료 공급이 증가했다. 화학 사업부문에서는 CA(Chlor Alkali) 사업 제품군의 수요강세 유지되며 전년대비 외형, 수익성 모두 증가했다.

산업/종목 매력도

동사는 원료, 제품, 부산물, 폐기물의 일괄 처리가 가능한 도쿠야마 공장에 생산능력 8,500톤/년의 일본에서 가장 큰 폴리 실리콘 공장을 보유하고 있다. 나인일레븐(99.99999999%)의 고순도 제품으로 반도체 웨이퍼 향으로 공급하고 있다. 최근에는 클린에너지에 대한 기대감이 높아짐에 따라 태양전지 향으로의 수요도 확대 되고 있다. 또한 가성소다의 생산능력은 49만톤/년으로 일본 3위 규모이며 이와 함께 생산되는 염소 및 수소를 폴리 실리콘 제조공정에서 사용하고 있어 타사 대비 수익성이 좋은 편이다.

주가 상승 모멘텀

CA를 중심으로 하는 화학제품과 반도체 향으로 공급되는 폴리실리콘 등의 전자재료 제품의 수요가 견조하게 유지됨에 따라 지난 2017년 4월에 발표했던 2018년 3월 결산 실적 전망치를 상향 수정했다. 기존 예상 매출액 3,000억 엔, 영업이익 360억 엔에서 각각 3,080억 엔, 390억 엔으로 수정 발표했다. 또한 중장기 경영 계획으로 내세웠던 재무구조 개선도 안정적으로 진행되고 있다. 2017년 3월말 기준 유이자부채는 약 2,139억 엔 규모였으나 2017년 12월말 기준으로 1,543억 엔까지 감소했다. 지속적으로 영업적자를 기록하던 도쿠야마 말레이시아를 한국의 OCI에게 매각하면서 이에 대한 추가적인 손실도 제한될 전망이다.

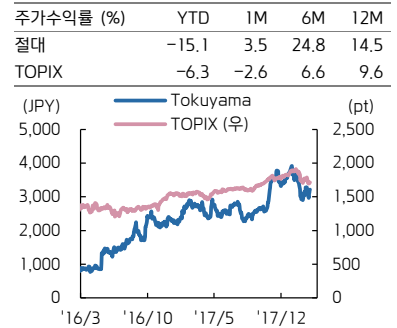
Global Equity Research

- 블룸버그 목표주가: JPY 4,142.5
- 현재주가(3/7): JPY 3,115.0

Stock Data

산업분류	화학
TOPIX (3/7)	1,704
시가총액 (백만 JPY)	224,839
유통주식수 (백만)	69.9
52 주 최고/최저 (JPY)	3,930.0 / 2,245.0
일평균 거래량 (3M)	694,696

Performance & Price Trend

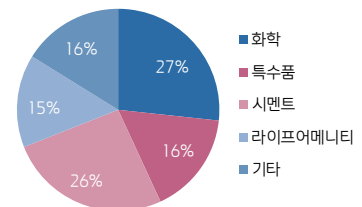


Earnings & Valuation

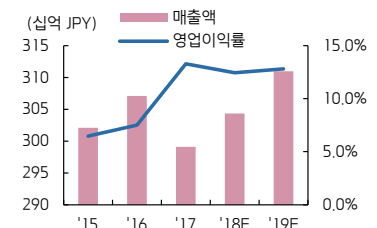
(십억 JPY, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	307.1	299.1	304.3	311.0
영업이익	23.1	39.7	37.9	39.9
영업이익률(%)	7.5	13.3	12.4	12.8
순이익	-100.6	52.2	14.6	25.3
EPS(USD)	-1,446	739	213	363
증가율(%)	-54	151	-71	71
PER(배)	N/A	3.6	15.1	8.9
PBR(배)	1.2	1.8	1.8	1.6
ROE(%)	-94.0	64.9	12.6	19.6
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



최근 실적추이 및 전망



자료: PV Tech, 키움증권 리서치, '17년 3Q 기준



용기실리콘자재 (601012.SH)

세계 최대 단결정 생산 업체의 실적 성장

용기실리콘자재, 영문명 'LONGi Green Energy Technology Co., Ltd.'는 세계 최대 단결정 웨이퍼 생산 업체이다. 2000년 설립 이후 단결정 실리콘 잉곳 및 웨이퍼 생산/판매를 주력으로 성장해왔다. 단결정 제품의 고전환율과 비용 하락으로 시장 점유율이 점차 늘어나고 있으며, 향후 지속적인 수익성 개선이 기대되는 상황이다.

경영 지표

2017년 매출 컨센서스는 전년 대비 50.75% 증가한 172억 1,600만 위안 수준으로 예상되며, 2018년은 49.82% 증가한 257억 9,300만 위안으로 전망되고 있다. 2017년 영업이익 증가율 컨센서스는 전년 대비 116.96% 증가로 지난해의 폭발적인 성장세를 반영할 것으로 보인다. 영업이익률 역시 2017년 23.28%, 2018년 19.04%로 지속적인 이익 창출 능력을 보일 것이 예상된다.

산업/종목 매력도

2017년 하반기 증가세를 보이던 태양광 폴리실리콘 가격이 올해 2월들어 하락세를 보이고 있다. 이와 같은 상황에서는 산업 집중도가 상승하기 마련이며, 생산원이 절감 역량이 부족한 중·소 업체 보단 규모의 경제를 갖춘 선두 업체 위주의 재편 가능성이 크다.

동사는 지난 2월 공시를 통해 한국 OCI와 3년 동안 총 64,638톤의 실리콘 재료 공급 협의를 체결했다고 발표했으며, 이를 통해 안정적인 원료 공급과 일부 가격적인 혜택이 기대되는 상황이다. 또한, 최근 인도 정부가 태양광 발전 배터리 및 부품 관련 덤핑/보조금 문제를 조사하는 가운데, 이에 대한 대응으로 인도 안드라프라데시 프로젝트에 투자를 진행하여 향후 잠재적인 무역 장벽 리스크를 최소화 하였다.

주가 상승 모멘텀

최근 중국 정부의 보조금 지급 기준이 발전 효율 위주로 발표되면서, 업계 최고 수준의 광전 변환 효율 기술을 갖고 있는 동사의 수혜가 예상된다. 참고로 용기실리콘자재는 금년 1월 단결정 PERC(Passivated Emitter Rear Cell) 모듈의 광전 변환 효율 20.41%를 달성하며 세계 신기록을 세운 바 있다.

동사의 2018년 PER 컨센서스는 17.80배로 낮지 않은 수준이다. 그러나 향후 2년간 ROE 컨센서스가 2018년 24.75%, 2019년 24.37%로 안정적이며, 세계 최대 단결정 웨이퍼 생산업체의 경쟁력, 그리고 태양광 산업의 긍정적인 전망을 감안한다면 충분한 상승여력이 있을 것으로 판단한다.

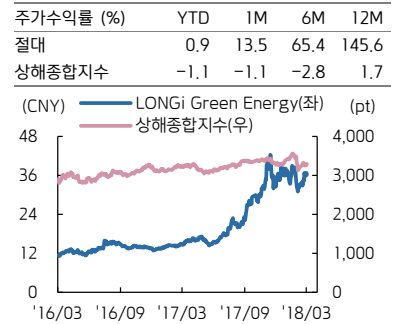
Global Equity Research

- 블룸버그 목표주가: CNY 1.35
- 현재주가(3/7): CNY 1.26

Stock Data

산업분류	신재생에너지
Shanghai (3/7)	3,271.67
시가총액 (백만 CNY)	72,242
유통주식수 (백만)	1,994
52 주 최고/최저 (CNY)	42.95 / 13.07
일평균 거래량 (3M)	32,098,000

Performance & Price Trend

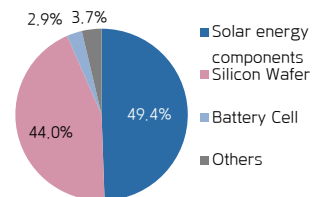


Earnings & Valuation

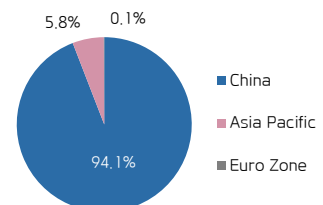
(백만 CNY, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,421	17,216	25,793	34,783
영업이익	1,847	4,007	4,912	6,281
영업이익률(%)	16.2	23.3	19.0	18.1
순이익	1,547	3,426	4,172	5,359
EPS(CNY)	0.86	1.71	2.04	2.60
증가율(%)	177.4	99.1	18.9	27.9
PER(배)	15.6	21.2	17.8	13.9
PBR(배)	2.7	5.4	4.3	3.3
ROE(%)	19.7	25.8	24.8	24.4
배당수익률(%)	0.3	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



지역별 매출 비중



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치



CECEP (000591.SZ)

중국 내 태양광 수요 증가 수혜주

CECEP 솔라에너지는 중국에서 PV 스테이션에 투자하고 운영하는 회사이다. 주요 제품은 전력 및 PV 부품이며 모듈 생산 및 판매도 중요한 사업이다. 2009년 CECEP라는 환경보호를 위한 정부조직(1988년 설립)의 자회사로서 설립되었고 중국 내 강소성, 진강시에 주요 기반을 두고 있다.

경영 지표

지난해 주당 순이익은 0.43 위안으로 전년 동기 대비 88.8% 급등이 예상된다. 매출 또한 5,228 백만 위안으로 21.8% 전년 동기 대비 큰 성장할 것으로 보인다. 영업이익률은 40.4% 수준으로 2016년의 32.2%에서 더욱 확대되는 상황이다. 정부 환경보호 조직인 CECEP 그룹 (China Energy Conservation And Environmental Protection Group)의 자회사로서 꾸준히 중국 내 태양광 산업에서 주요 역할을 하고 있고, 향후 지속적인 성장이 예상되는 기업이다.

산업/종목 매력도

최근 전 세계적으로 클린에너지 중요성이 부각되며 글로벌 태양광 에너지 사업은 향후 2022년까지 큰 폭 성장을 할 것이다. 태양광 사업의 최대 수요 및 공급 국가는 당연히 중국이다. 이미 전세계 수요의 50% 이상을 차지하고 있고, 향후 전력 소모량이 지속적으로 늘어날 가능성이 높은 중국 정부의 입장에서는 대체에너지 사업 규모 확장에 적극적일 수 밖에 없다. 따라서, 이 산업의 성장성은 매우 크다고 판단되며, 중국 업체의 시장 점유율이 50%를 넘고, 대형 업체와 중·소형 업체 간 괴리가 크게 벌어지는 상황에서 추가적인 가격하락을 통해 전체 산업의 자생력을 하락시킬 이유는 없다고 판단된다. 한편, 2022년까지 태양광산업의 대표 주자들은 안정적인 현금흐름과 이익증가, 그리고 높은 매출 증가율을 보일 확률이 높다.

주가 상승 모멘텀

현재 CECEP 솔라에너지는 2017년 컨센서스 PER 12.2배, PBR 1.27배, PSR 2.94배에서 거래되고 있다. EV/EBITA는 10배 수준으로 높지만, 향후 성장을 감안한다면, 매력도가 충분히 상존한다. ROE는 2018년 9.58%, 2019년 10.70%로 꾸준히 개선될 것으로 예상되며, 컨센서스를 이용한 잔존가치 모델 상 적정가격은 현재 주가대비 약 36.5%의 상승여력을 나타내고 있다. 향후 태양광 산업의 매력도와 함께 안정적인 주가 모멘텀이 기대된다.

Global Equity Research

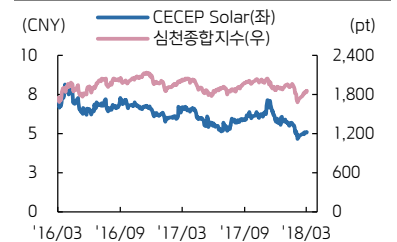
- 블룸버그 목표주가: N/A
- 현재주가(3/7): CNY 5.06

Stock Data

산업분류	유틸리티
Shenzhen (3/7)	1,837.87
시가총액 (백만 CNY)	15,336
유통주식수 (백만)	3,007
52 주 최고/최저 (CNY)	7.60 / 4.60
일평균 거래량 (3M)	21,463,600

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-12.3	2.9	-13.5	-20.4
SZCOMP	-3.2	7.2	-6.8	-8.2

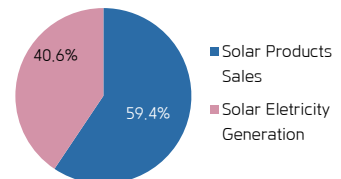


Earnings & Valuation

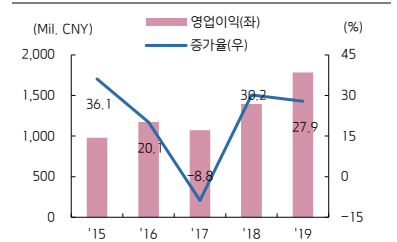
(백만 CNY, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,292	5,228	6,067	6,938
영업이익	1,175	1,072	1,395	1,784
영업이익률(%)	27.37	20.50	22.99	25.71
순이익	653	886	1,148	1,390
EPS(CNY)	0.24	0.43	0.51	0.57
증가율(%)	-69.61	78.10	20.00	11.76
PER(배)	25.83	12.00	10.00	8.95
PBR(배)	1.64	1.27	1.16	1.05
ROE(%)	7.54	7.32	8.83	10.05
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



영업이익 증가 추이



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치



First Solar (FSLR.US)

미국 세이프가드 시행 대표 수혜주

세계 최대 Cd-Te 박막 태양광 패널 업체로 신재생에너지 분야의 선도 기업이다. 사업은 크게 박막 반도체 기술을 적용해 태양전지 모듈을 설계, 제조 및 판매하는 컴퍼넌트(Components)와 태양전지 모듈로 태양광 발전 시스템 및 프로젝트를 개발, 설계하는 시스템(Systems) 분야로 나뉘어진다. 1999년 설립 후 현재 애리조나에 본사를 두고 있다. 지난해 시리즈 6 모듈 런칭으로 설비 효율화에 대한 기대감이 높다.

경영 지표

지난해 4분기와 17년 연간 매출액은 각각 3.4억 달러, 29.4억 달러를 기록했다. 매출액은 시스템 분야와 서드파티 모듈 매출이 감소하면서 실적 가이던스를 소폭 하회했다. 시스템 분야의 경우 California Flats, Cuyama 등 해외 프로젝트 사업 매출이 부진한 영향이 컸지만 올해 관련 매출 인식은 더 두드러질 것으로 기대되고 있다. 순이익 또한 분기 매출 감소 및 저 수익성 프로젝트 믹스, 높은 영업비용, 세금 증가 등으로 3분기 대비 부진했다. 특히, 세금 부분에서의 손실이 컸는데 지난해 말 미국에서 통과된 세제개편 영향이 컸다. 올해 1분기 실적은 최근의 매출 증가세 및 시리즈 4 라인 Capa 확충을 반영해 개선 가능할 것으로 전망된다.

산업/종목 매력도

최근 전 세계적으로 클린에너지의 중요성이 부각되면서 글로벌 태양광 패널 수요가 증가하고 있다. 전 세계 태양광 산업은 향후 3년간 17% 성장할 것으로 전망되고 있으며 최근 우려가 됐던 1~2월 폴리실리콘 가격 하락은 중국 춘절에 따른 일시적 거래물량 감소에 따른 것으로 3월부터는 회복세가 나타나고 있다. 또한, 태양광 세이프가드 시행으로 미국 내에서도 태양광 모듈 수입업체에게는 비용증가 우려가 있는 반면, 퍼스트솔라와 같은 태양광 패널 제조사들은 수혜가 전망되는 상황이다.

주가 상승 모멘텀

태양광 세이프가드 적용에 따른 패널 가격 경쟁력 확보, 수주잔고 증가, 파이프라인 확대 수혜가 예상된다. 기존 패널 4 시리즈의 점유율 확대와 패널 6 시리즈로의 양산 기대 또한 상존해 있다. 6 시리즈의 경우, 제조 생산능력을 낮춰 자본 지출을 크게 줄이면서 설비 효율은 19%까지 높아질 것으로 전망되는 상황이다. 관세 부과로 인해 타격을 입을 수 있는 태양광 설치 및 발전 업체와는 달리 동사는 관세 영향을 받지 않는 방식으로 태양광 패널을 제조하고 있다는 점이 특징이다.

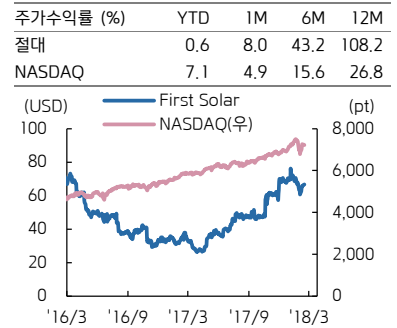
Global Equity Research

- 블룸버그 목표주가: USD 73.11
- 현재주가(3/7): USD 67.95

Stock Data

산업분류	신재생에너지
NASDAQ (3/7)	7,396.6
시가총액 (백만 USD)	7,094
유통주식수 (백만)	104.5
52 주 최고/최저 (USD)	76.6 / 25.6
일평균 거래량 (3M)	2,264,836

Performance & Price Trend

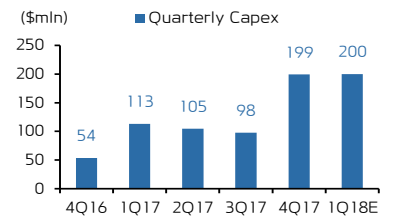


Earnings & Valuation

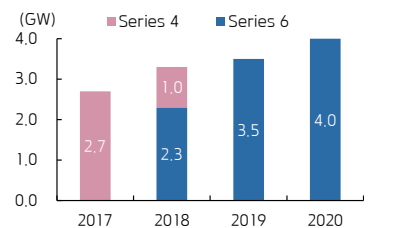
(백만 USD, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,905	2,941	2,549	2,966
영업이익	-568	178	160	387
영업이익률(%)	-19.6	6.1	6.3	13.0
순이익	-416	-166	169	333
EPS(USD)	-4.1	-1.6	1.6	3.1
증가율(%)	-174.7	-60.7	-201.8	93.8
PER(배)	8.9	22.0	40.6	19.9
PBR(배)	0.6	1.4	1.3	1.2
ROE(%)	-7.7	-3.2	3.0	6.1
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

분기별 Capex 추이



Series 4 vs. 6 생산 비교



자료: PV Tech, 키움증권 리서치



JA Solar (JASO.US)

사업 지역 다각화 노력 지속

JA 솔라 홀딩스(JA Solar Holdings Company, Ltd.)는 태양열 전지를 제조하는 업체이다. 주로 모듈과 시스템에 자사 제품을 조립하고 통합하는 태양광 모듈 제조업체에 제품을 판매하고 있다. 중국 상해를 기반으로 솔라 셀과 솔라 모듈 제품에서 경쟁력을 갖추고 있다. 주요 고객 층은 독일, 스웨덴, 스페인, 한국, 그리고 미국이다. 최근 동유럽 진출도 하고 있다.

경영 지표

2017년 예상치는 저조하다. 컨센서스 매출 증가율은 3.4%에 그치고, 영업마진율은 12.1%로 전년 대비 하락하며, 주당 순이익 역시 70.6%나 하락할 전망이다. 오는 3월 15일 예정 실적 발표에 대한 기대는 낮아 보인다. 동사는 48.06%의 낮은 부채비율을 감안할 때 추가 성장 동력을 찾는 노력이 필요하고, 2018년 매출 증가 전망이 상존하지 않는 상황에서 경영진의 장기 성장 신뢰도를 높이려는 노력이 중요하다.

산업/종목 매력도

JA 솔라 홀딩스는 세계 최대 규모의 태양광 제품 제조업체로, 글로벌 경쟁력을 높여 나가기 위한 노력을 지속하고 있다. JA 솔라는 지난 2018년 2월 12일 Ashalim 250MW 태양광 프로젝트에 사용될 모듈을 출하했다고 발표했다. 이 프로젝트는 JA Solar의 단결정 PERCE 모듈을 사용하는 이스라엘 최대의 공익사업 프로젝트다. 완공 후 오염 수준을 낮추고, 지역 재생에너지 발전을 심층적으로 도모할 이 발전소는 이스라엘에서 동종 최대 규모, 세계에서 5번째로 큰 규모의 태양광 발전소가 될 전망이다. 최근 사업 지역 다각화에 노력하고 있으며, 향후 추가 성장 동력을 창출하는 모습을 보인다면, 상대적 매력도는 높아질 가능성이 충분하다.

주가 상승 모멘텀

현재 JA 솔라는 2017년 컨센서스 PER 12.7배, PBR 1.68배, PSR 0.14배에서 거래되고 있다. EV/EBITDA도 4.6배 수준으로 아주 낮지만 향후 성장에 대한 의구심이 반영된 것으로 판단된다. 컨센서스 ROE는 2018년 2.47%, 2019년 2.70%로 과거 10% 이상에서 큰 폭 하락이 예상된다. 컨센서스를 이용한 잔존가치 모델 상 적정가격은 현재 주가 대비 약 34.0%의 상승여력을 나타내고 있다. PSR 저평가 현상이 심하지만, 향후 수익률 개선이 필요해 보인다. 다만, 안정적인 재무재표와 함께 향후 태양광 산업의 매력도 및 이 기업의 시장 점유율을 감안했을 때 향후 안정적인 주가 모멘텀이 기대된다.

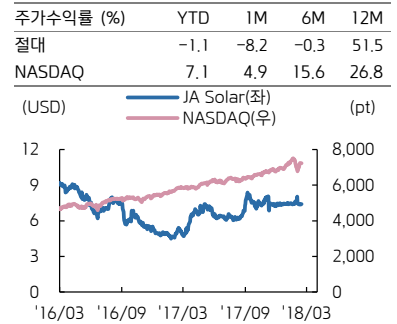
Global Equity Research

- 블룸버그 목표주가: USD 6.70
- 현재주가(3/7): USD 7.38

Stock Data

산업분류	신재생에너지
NASDAQ (3/7)	7,396.6
시가총액 (백만 USD)	354
유통주식수 (백만)	48
52 주 최고/최저 (USD)	8.48 / 4.82
일평균 거래량 (3M)	752,922

Performance & Price Trend

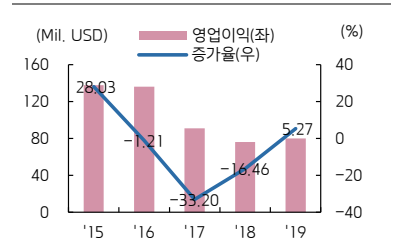


Earnings & Valuation

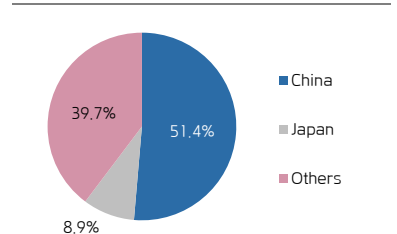
(백만 USD, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,370	2,527	2,353	2,310
영업이익	136	91	76	80
영업이익률(%)	5.74	3.60	3.23	3.46
순이익	103	30	24	25
EPS(USD)	2.20	0.71	0.52	0.59
증가율(%)	30.32	-67.71	-27.46	13.59
PER(배)	2.61	12.60	13.99	11.70
PBR(배)	0.24	1.67	1.62	1.58
ROE(%)	11.13	3.10	2.30	2.30
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

영업이익 증가 추이



지역별 매출 비중



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치



Wacker Chemie (WCH.GR)

태양광 제품 수요 증가에 따른 수혜 기대

1914년에 독일에 설립되어 2006년에 상장된 바커 케미(Wacker Chemie AG)는 반도체 및 태양광용 폴리실리콘, 실리콘 제품을 생산하는 글로벌 기업이다. 전세계 실리콘 산업 2위, 폴리실리콘 생산 2위에 달하며 아시아, 미국, 유럽 등 세계 각국에 진출해 있다. 동사의 화학 제품은 화장품에서부터 건설, 자동차 등 다양한 산업에 적용되고 있다.

경영 지표

Wacker Chemie의 2017년 잠정 매출액은 €49.2억(+6%YoY), 당기순이익은 €8.9억(+368% YoY)을 기록했다. 동사의 매출은 크게 화학품(74.2%), 폴리실리콘(22.9%), 기타(2.9%) 부문으로 나눌 수 있으며 화학품은 다시 실리콘, 폴리머, 바이오솔루션으로 재분류 된다. 지난해 모든 사업 부문에서 성장세를 보인 가운데, 특히 수요가 높아진 폴리실리콘 제품군의 P와 Q의 성장이 동사의 호실적을 견인했다.

산업/종목 매력도

태양광 에너지에 대한 수요는 중국의 주도 하에 지속될 것으로 전망된다. IEA 에너지정보청에 의하면, 태양광 발전 시장은 대체에너지 중 가장 빠른 속도의 성장이 예상되고 있다. 지난해 태양광 에너지의 수요 증가에 따라 중국 태양광 발전 업체들이 고효율 태양전지 웨이퍼 설비를 증설하여 폴리실리콘에 대한 수요 역시 증가했다. 수요가 높아진 상황에서 동사의 미국 테네시주 공장이 화재로 가동 중단되자 폴리실리콘은 '17년 이후 가장 높은 가격대를 형성했다. 올해 P(가격)는 지난해 대비 안정화 될 것으로 전망되고 주 고객사인 중국 업체들과의 협상이 리스크가 될 수는 있으나, 꾸준히 증가하는 태양광 에너지 수요에 힘입어 산업의 매력도는 앞으로 더욱 부각될 전망이다.

주가 상승 모멘텀

2017년 성장을 견인했던 실리콘 및 폴리실리콘 제품의 꾸준한 성장이 향후에도 전망된다. 특히 최근 고순도(high-purity) 폴리실리콘에 대한 수요가 증가하고 있는데, 이는 높은 효율을 위해서 고순도 폴리실리콘이 필수적인 mono-solar와 mono-silicon wafers 수요 증가에서 기인한다. 올해 solar-wafer 제조 업체들이 Capa를 연율 기준 20% 늘릴 것으로 전망하고 있다. Wafer 생산 증가율이 가속화됨에 따라 고순도 폴리실리콘에 대한 수요는 지속 증가할 것으로 전망되며, 이에 따른 수혜가 전망된다.

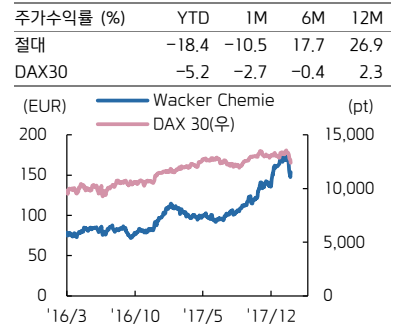
Global Equity Research

- 블룸버그 목표주가: EUR 154.33
- 현재주가(3/7): EUR 134.40

Stock Data

산업분류	신재생에너지
DAX (3/7)	12,245.4
시가총액 (백만 EUR)	7,145
유통주식수	52.2
52 주 최고/최저 (EUR)	176.80 / 90.59
일평균 거래량 (3M)	161,696

Performance & Price Trend

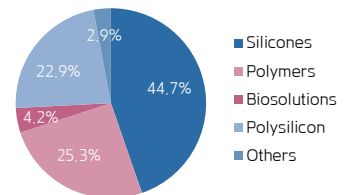


Earnings & Valuation

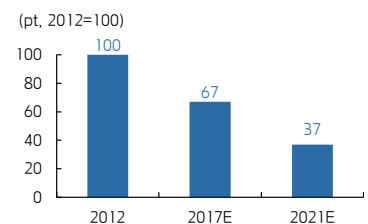
(백만 EUR, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,634	4,920	5,092	5,308
EBITDA	956	1,015	1,121	1,172
순이익	189	885	347	406
순이익률(%)	4.1	18.0	6.8	7.6
EPS(EUR)	3.62	16.97	6.95	8.09
증가율(%)	6.7	435.3	-59.0	15.1
PER(배)	27.3	9.6	20.1	17.5
PBR(배)	2.1	NA	2.1	2.0
ROE(%)	7.2	NA	10.6	11.7
배당수익률(%)	2.02	1.23	NA	NA

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



당사 비용 절감 추이 및 목표



자료: Wacker Chemie, 키움증권 리서치



ReneSola (SOL.US)

구조조정 이후 업종 성장에 수혜

레네솔라(ReneSola Ltd.)는 태양 전지 집적용 태양광 웨이퍼 제조 업체에서 다운스트림 업체로 전환 중이다. 태양광용 웨이퍼의 공급 원료로 사용되는 다양한 종류의 스크랩 웨이퍼 및 기타 실리콘 재료를 가공하는 독점 기술을 가지고 있으며 현재 전 세계 16개국에서 사업을 운영하고 있다. 향후 각국에서 주거용 및 소매용 태양광 설비 사업개발에 중점을 둘 예정이다.

경영 지표

레네솔라는 2017년 적자를 기록했다. 다만 적자 폭이 2016년 대비 큰 폭으로 축소되는 모습이다. 매출도 2016년 대비 2017년 53.9% 감소할 전망이다. 다만, 2018년 올해부터 흑자 전환이 예상된다. 이는 영업마진율이 작년 3% 수준에서 올해 20% 이상으로 확대될 가능성이 높기 때문이다. 중국 기업인 레네솔라는 태양광 제조사업부분을 동사의 CEO에게 매각하고, 전적으로 다운스트림 태양광 기업으로 전환하는 작업을 작년 말에 진행했다. 향후 연간 100MW 설비 프로젝트를 전세계에서, 400MW는 중국에서 2018년에 시행할 계획이다. 구조조정 이후 빠른 정상화가 예상된다.

산업/종목 매력도

미국의 주거용 태양광 수요가 향후 안정적인 성장을 보일 것으로 예상되는 가운데 레네솔라 역시 일정 수준의 수혜가 예상되고 있다. 그러나 동사의 장기적인 매력도는 사업매각에 따른 매출 감소와 함께 아직 그 신뢰도가 약해 보인다. 중국 내에서 필요한 태양광 전력 수요는 지속 유지될 가능성이 높기 때문에 레네솔라 또한 수혜가 예상된다. 다행히 OEM 방식을 수용하면서, 장기적인 그림을 이 산업의 성장성에 맞추어 진행 중으로 판단된다. 글로벌 태양광 수요 증가에 수혜 주 중 하나로 판단된다.

주가 상승 모멘텀

레네솔라는 구조조정을 통해서 2억1천7백만달러의 부채를 해소했다. 이 구조조정을 통해, 컨센서스로 레네솔라는 2018년 PER 31배가 예상되고, PSR은 0.49배가 예상된다. 현재 PBR 전망치는 없다. 전망치가 향후 2년간 ROE가 4.31%, 17.1%로 크게 확대될 것이 예상되고 있다. 잔존가치 모델로서 레네솔라의 적정가치를 컨센서스로 돌려보면, 향후 1년간 23.5%, 2년간 100% 이상의 상승여력이 나온다. 결국, 이번 구조조정의 성과가 예상처럼 가시화 된다면, 이 주식의 상승 모멘텀은 상당히 긍정적으로 판단된다.

Global Equity Research

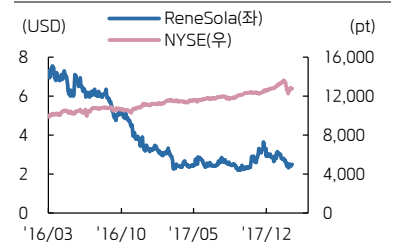
- 블룸버그 목표주가: USD 2.80
- 현재주가(3/7): USD 2.48

Stock Data

산업분류	신재생에너지
NYSE (3/7)	12,707.0
시가총액 (백만 USD)	95
유통주식수 (백만)	38.1
52 주 최고/최저 (USD)	3.79 / 2.12
일평균 거래량 (3M)	41,675

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-6.8	0.0	2.1	-14.5
NYSE	-0.8	0.2	6.9	9.6

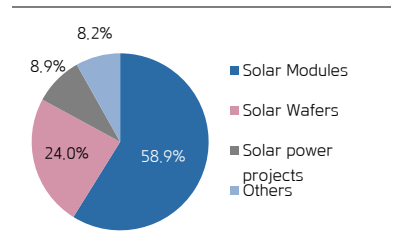


Earnings & Valuation

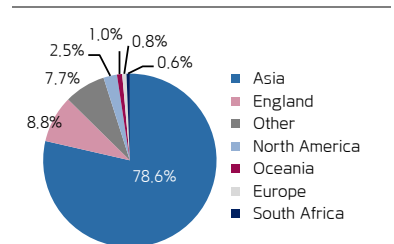
(백만 USD, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	930	429	194	191
영업이익	-15	-34	19	38
영업이익률(%)	-1.62	-8.00	9.69	19.84
순이익	-35	-50	3	13
EPS(USD)	-0.85	-2.61	0.08	0.30
증가율(%)	N/A	N/A	N/A	275.00
PER(배)	N/A	N/A	31.00	8.27
PBR(배)	0.19	N/A	N/A	N/A
ROE(%)	-38.97	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



지역별 매출 비중



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치



iShares Global Clean Energy (ICLN.US)

iShares Global Clean Energy ETF는 S&P Global Clean Energy Index를 추종하는 ETF로 2008년 6월24일 출시되었다. iShares Global Clean Energy ETF의 구성종목은 First Solar Inc, GCL 폴리 에너지 홀딩스와 차이나 에버브라이트 인터내셔널 등 S&P Global Clean Energy 지수와 동일한 30개 글로벌 신재생 에너지 및 관련기업으로 구성되었다.

최근 수익률 동향

3월 7일 기준 최근 1개월 S&P Global Clean Energy Index(이하 SPGTCE Index) 3.8% 상승해 동기간 S&P500(1.7%) 대비 2.1%p 높은 수익률을 기록 중이다. 2018년 연초 이후는 0.8% 상승했는데 동기간 2.0% 상승한 S&P500 지수와 비교하면 1.1%p 수익률이 저조하다. 최근 1년 동안은 9.6% 상승했다. 역시 동기간 15.1% 상승한 S&P500 비교하면 수익률이 5.6%p 저조하다.

한편, iShares Global Clean Energy ETF(이하 ICLN) 최근 1개월 수익률은 4.8%로 SPGTCE Index 대비 1.0%p 수익률이 높았다. 연초 이후와 최근 1년 동안은 1.7%와 10.0%를 기록해 SPGTCE Index 대비 각각 0.9%p와 0.4%p 높은 수익률을 기록했다.

추적오차

ICLN의 기초자산인 SPGTCE Index 추적오차를 점검해 보았다. 설정이후(2008년 6월24일) ICLN ETF와 SPGTCE Index의 일간 수익률을 비교해 추적오차를 검증했다. 분석기간 동안 ICLN ETF와 SPGTCE Index의 상관관계수는 93.4%로 추적오차는 높지 않게 나타났다. 다만, 추적오차는 최근 들어 높아지고 있다. 최근 5년 상관관계수는 88.3%로 설정이후 대비 낮아졌고 최근 1년은 86.8%로 나타나 조금 더 하락했다.

밸류에이션

SPGTCE Index의 최근 주가이익비율 (Price to Earning Ratio) 분석했다. SPGTCE Index의 최근 12M FWD PER은 12.9배로 최근 5년 평균과(27.4배) 비교하면 52.8% 낮았다. 또한, S&P500 지수와 비교하면 26.3% 낮은 것으로 나타났다.

밸류에이션 하락 이유는 2014년 하반기 이후 시작된 저유가 영향으로 해석된다. 그 결과 2014 하반기부터 2016년 상반기까지 SPGTCE Index는 25.9% 하락했다. 한편, 최근 기준 12개월 선행 주가순자산비율 (12M FWD PBR) 1.1배로 S&P500과(2.5배) 비교해 47.7% 낮다. 또한, 배당 투자매력은 상당히 높은 것으로 확인된다. 현재 주가 수준으로 SPGTCE Index의 2018년 배당수익률은 3.6%로 S&P500 대비 2배 가까이 높은 것으로 나타났다.

Global Equity Research

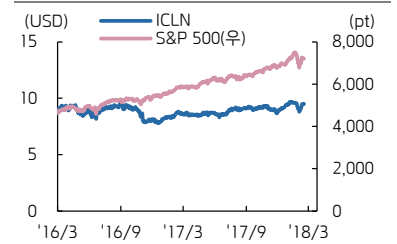
- 블룸버그 목표주가: N/A
- 현재주가(3/7): USD 9.48

Stock Data

산업분류	신재생에너지
S&P500 (3/7)	2,726.8
시가총액 (백만 USD)	156
유통주식수	16.3
52 주 최고/최저 (USD)	9.77 / 8.31
일평균 거래량 (3M)	97,533

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	1.7	4.8	3.8	10.0
S&P 500	2.0	1.7	10.6	15.1



Earnings & Valuation

(백만 USD, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	641.55	601.66	617.60	692.15
영업이익	67.57	52.22	91.15	105.54
영업이익률(%)	10.63	8.97	13.98	15.25
순이익	46.74	40.50	52.41	59.82
EPS(USD)	18.5	18.5	45.0	58.2
증가율(%)		0.0	153.5	23.8
PER(배)	38.3	38.3	13.0	10.5
PBR(배)	1.2	1.2	1.1	1.1
ROE(%)	2.2	2.2	12.1	12.5
배당수익률(%)	N/A	N/A	3.6	3.6

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치



PowerShares Wilderhill Clean Energy (PBW US)

PowerShares Wilderhill Clean Energy Index ETF는 Wilderhill Clean Energy Index를 기초자산으로 하는 ETF이다. 또한, Wilderhill Clean Energy Index와 동일한 40개 글로벌 신재생 에너지 및 관련기업으로 구성되어 있다.

최근 수익률 동향

3월 7일 기준 최근 1개월 Wilderhill Clean Energy Index는(이하 Eco Index) 5.5% 상승해 동기간 1.7% 상승한 S&P500 지수 대비 3.8%p 높은 수익률을 기록 중이다. 2018년 연초 이후로는 2.1% 하락해 동기간 2.0% 상승한 S&P500 지수 대비 4.0%p 수익률이 저조하다. 최근 1년 동안은 28.2% 상승해 동기간 S&P500 대비 12.8%p 높은 수익률을 기록 중이다.

한편, PowerShares Wilderhill Clean Energy ETF는(이하 PBW) 최근 1개월 동안 8.7% 상승해 Eco Index 대비 0.1%p 수익률이 높다. 연초 이후는 2.1% 하락했고 최근 1년 동안은 27.3% 상승했다.

추적오차

PBW의 기초자산인 Eco Index와 추적오차를 점검해 보았다. 설정이후부터 (2005년3월3일) PBW와 Eco Index의 일간 수익률로 상관계수를 확인했다. 설정이후 최근까지 상관계수는 97.8%로 PBW의 추적오차는 낮은 것으로 판단된다. 또한, 최근 5년과 1년 동안 상관계수도 98.2%와 96.2%로 큰 변화가 없었다. 추적오차 분석결과, PBW의 추적오차는 ICLN 대비 낮은 것으로 나타났다.

밸류에이션

Eco Index의 최근 주가이익비율을 (Price to Earning Ratio) 분석했다. 최근, 12M FWD PER은 27.5배로 과거 3년 평균과(62.5배) 비교해 56.1% 낮아졌다. 한편, 최근 S&P500 지수의 12M FWD PER과(17.5배) 비교하면 56.7% 높다.

또한, 최근 기준으로 12개월 선행 주가순자산비율은 (12M FWD PBR) 1.7배이다. S&P500과(2.5배) 비교하면 29.7% 낮다. Eco Index의 배당 투자 매력은 높지 않다. 현재 주가 수준으로 Eco Index의 2018년 배당수익률은 0.9%로 S&P500과 SPGTCD Index과 비교해 낮다.

Global Equity Research

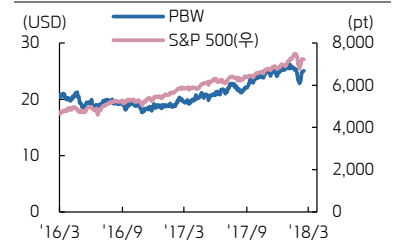
- 블룸버그 목표주가: N/A
- 현재주가(3/7): USD 24.83

Stock Data

산업분류	신재생에너지
S&P500 (3/7)	2,726.8
시가총액 (백만 USD)	112
유통주식수	4.4
52 주 최고/최저 (USD)	26.35 / 19.00
일평균 거래량 (3M)	18,867

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-2.1	5.6	11.8	27.3
S&P 500	2.0	1.7	10.6	15.1



Earnings & Valuation

(백만 USD, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	58.83	67.81	70.51	76.30
영업이익	0.00	0.24	2.80	4.14
영업이익률(%)	0.01	0.36	3.97	5.42
순이익	3.80	2.77	3.18	3.71
EPS(USD)	-0.4	-0.4	1.9	3.1
증가율(%)				66.1
PER(배)			28.4	17.1
PBR(배)	1.6	1.6	1.8	1.6
ROE(%)	-2.7	-2.7	5.4	7.8
배당수익률(%)	N/A	N/A	0.9	0.9

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

2018년 3월 12일

Global Equity G.R.E.A.T. 4차 산업혁명의 동맥은 에너지, 태양광 업종을 보다!



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

2018년 3월 12일

Global Equity G.R.E.A.T. 4차 산업혁명의 동맥은 에너지, 태양광 업종을 보다!



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

2018년 3월 12일

Global Equity G.R.E.A.T. 4차 산업혁명의 동맥은 에너지, 태양광 업종을 보다!

KIWOOM 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다