

이테크건설 (016250, KQ)

新에너지 르네상스의 문턱에서

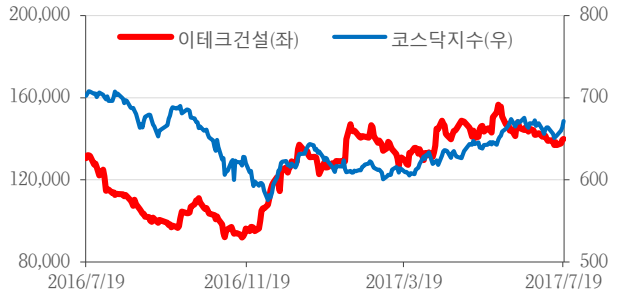
비즈니스 이슈

‘문’ 정부가 국정 운영 5개년 계획과 100대 국정과제를 발표했다. 주목할 만한 것은 대선주자 때의 공약이었던, 친환경 에너지 사업을 적극적으로 육성한다는 것이다. 구체적으로, RPS(의무할당제도)를 2030년까지 28%로 확대했다. 이에 따라, REC의 수요가 폭발적으로 증가할 것으로 보이며, REC를 판매하는 동사가 당장 수혜를 받을 수 있을 것으로 예상된다.

시가총액 (억원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
4,032	Positive	270,000	144,000	87.5 ▲

코스닥 지수 및 이테크건설 주가 추이

(단위: 원, pt)



투자포인트

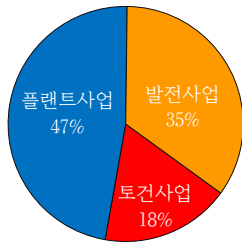
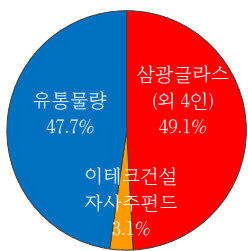
- ① 문재인 정부의 에너지 정책 기조에 따라 신재생에너지 관련주가 부각 받으며 동사의 주가 흐름에도 긍정적인 것으로 예상
- ② 2017년부터 GE4호기의 생산량이 온기 반영됨에 따라 동사의 REC 매출 성장이 폭발적으로 진행 될 전망 (Q 증가)
- ③ 국가 차원의 태양광과 풍력의 지속적인 CAPA 증가를 위해 2018년 부터는 추가적인 REC 가격 상승이 예상됨 (P 증가)
- ④ 2018년부터 SMP가격이 완만한 상승 기조를 보일 것으로 예상되어, 동사의 전기 매출액이 더욱 늘어날 것으로 기대됨.
- ⑤ 플랜트/토건 부분 또한 설립 이후 최대의 수주잔고를 기록하고 있고, 학익지구의 토지매각이 예정되어 현금흐름이 개선될 전망
- ⑥ 목표주가 산정은 2018년 각 사업부문(플랜트, 발전, 토지)의 가치를 따로 산정한 SOTP방법을 적용

주주현황

매출구성 (2017E)

투자자 거래종합 (단위: 주)

최근 공시 내용



날짜	외국인	개인	기관	날짜	내용
07/21	787	-1,047	-29	06/30	동일인등출자계열사거래
07/20	900	-1,669	768		U project 공사및 용역(유니드)
07/19	39	-294	255	06/30	동일인등출자계열사거래
07/18	123	-215	66		해상물류시스템(군장에너지)
07/17	168	-291	123	06/30	출자계열사거래변경
07/14	-219	-30	224		해상물류시스템(군장에너지)

이테크건설 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위: 십억원, 원, 배, %)

구분	2015	2016	2017E	YoY	2018E	YoY	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,100.7	1,191.6	1,459.7	9.8%	1,676.6	14.9%	239.5	331.9	277.2	381.5	310.5	29.6%	384.9	363.3	409.1
플랜트	649.9	658.0	725.8	10.3%	900.4	24.1%	140.1	181.7	126.9	209.4	156.0	11.4%	189.5	175.8	204.5
토건	215.6	262.2	284.7	8.6%	308.1	8.2%	40.8	78.0	68.3	75.2	40.8	0.0%	81.7	74.6	87.6
REC	-	8.6	134.0	1,458.1%	162.3	21.1%	-	-	-	8.6	27.3	-	33.6	36.5	36.5
전기,스팀발전	254.3	301.2	377.3	25.3%	381.9	1.2%	58.7	72.2	82.0	88.3	95.5	62.7%	94.3	91.2	96.3
연결조정 및 기타	-20.9	-39.1	-62.1	7.70%	-76	21.1%	-5.5	-6.1	-6.6	-20.9	-9.3	69.10%	-14.2	-14.8	-15.8
영업이익	79.9	90.0	161.5	79.4%	198.0	22.7%	21.7	21.9	19.7	26.6	34.4	58.5%	38.4	41.7	46.9
영업이익률	7.2%	7.6%	11.1%	-	11.8%	-	9.2%	6.7%	7.2%	7.3%	11%	-	10.0%	11.5%	11.5%
순이익	41.8	60.7	106.2	74.9%	140.2	32.0%	21.7	21.9	19.7	26.6	34.4	58.5%	23.8	28.7	33.4
EPS(지배주주순이익 감산)	8,518	12,857	22,289	73.4%	29,868	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PER	15.56	10.66	6.46	-	4.82	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-



이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 자료는 당사 홈페이지 (www.researcharum.com)에서도 이용하실 수 있습니다.

이테크건설 관련 용어정리

열병합 발전 (Combined Heat and Power Generation, CHP)

일반적인 화력 발전소는 화석 원료로 물을 끓여 증기를 만든 후, 이것으로 터빈을 돌려 전기를 만든다. 이때 열병합발전소는 터빈을 돌린 열을 버리지 않고 회수하여 효율을 더욱 높일 수 있다. 화력 발전소의 효율이 35~50%라면, 열병합발전소는 75~90%까지 효율이 상승한다.[그림1] 동사는 다수 사용자에게 일괄적으로 스팀과 전기를 공급 판매하는 집단에너지사업을 영위하여 집단에너지사업법을 적용받는다.

RPS (신재생에너지 의무할당제, Renewable Energy Portfolio Standard)

일정 규모(500MWh, 신재생에너지 발전 설비는 제외)를 넘어서는 발전 사업자에게 총 발전량의 일정 비율을 신재생에너지로 공급하도록 의무화하는 제도. 현재 공급의무자는 한국수력원자력, 한국전력 발전 자회사(남동발전, 중부발전 등) 및 민간 발전사로 총 18개사가 대상임. 기존 RPS 제도에서 23년까지 의무공급 비율 10%를 제시하였으나 최근 문재인 정부에서 30년까지 28%의 신규 목표를 수립하였다.[그림2]

REC (신재생에너지 공급인증서, Renewable Energy Certificate)

신재생에너지 발전설비를 이용하여 전력을 생산했음을 증명하는 공급인증서. RPS 공급의무자 18개사를 대상으로 판매 가능한 인증서로 공급의무자의 경우 자체 조달한 REC를 제외한 나머지 의무공급 비율을 외부에서 조달해야 한다. 1REC는 1MW(=1,000kW)로 취급되며 신재생에너지 발전 대상 설비에서 공급된 전력량에 각기 다른 가중치를 곱하여 산출된다. 동사의 경우 바이오매스 혼소 발전으로 취급되어 1의 가중치를 받고 있다.(1MW 생산 당 1 REC 산출)[그림3]

혼소와 혼소비율

혼소는 2종류 이상의 연료를 동시에 연소하는 것이다. 한 종류의 연료로 연소하는 경우는 전소라고 한다. 따라서 석탄만을 사용하는 경우는 석탄 전소발전, 석탄과 바이오매스 연료를 같이 사용하는 경우 석탄 바이오매스 혼소 발전이다. 혼소 발전을 할 경우에 사용되는 각 연료는 들어가는 비중에 따라 혼소비율이 결정되는데, 혼소비율이 0.5인 경우 A의 연료와 B의 연료가 각각 1:1의 비율로 연소하는 경우를 말한다

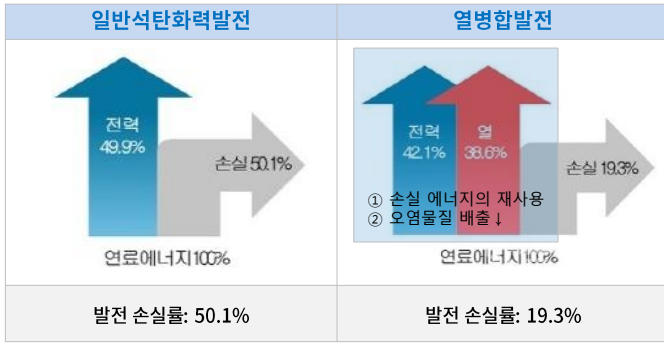
우드 펠릿

우드 펠릿(목재 펠릿)이란 목재를 파쇄하여 톱밥으로 만든 후 고온, 고압에서 압축하여 만든 목재 연료로 고갈 자원인 화석연료와는 다르게 매년 재생산이 가능하므로 친환경 에너지원으로 인정받고 있다. 특징은 다음 세 가지가 있다. [1] 편리성: 고밀도로 압축해 원목의 3배 이상 적재가 가능하고 성분과 품질이 균일하다[그림4], [2] 경제성: 우드펠릿 1T은 경우 500L를 대체한다, [3] 친환경성: 유해가스를 발생시키지 않는다는 장점이 있어 현행 RPS 제도에서 화석연료를 대체하여 발전에 사용할 경우 전소 발전의 경우 1.5의 가중치를, 혼소 발전의 경우 1의 가중치를 부여하고 있다. 우드 펠릿은 수급이 안정적으로 유지되어 화석연료 대비 가격 변동이 적다.[그림1]

SMP (계통한계가격, System Marginal Price)

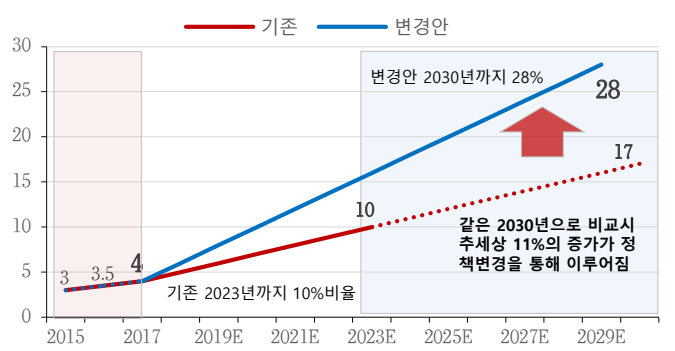
거래시간별로 일반 발전기(원자력, 석탄 외의 발전기)의 전력량에 대해 적용되는 전력시장가격(원/kWh)으로 각 시간대별로 전력생산에 참여한 일반 발전기 중 변동비가 가장 높은 발전기의 변동비로 결정됨(일반적으로 LNG 발전기, 유류 발전기가 가격을 결정[그림5]). 즉, 한국전력이 민간 발전업자에게서 전력을 사들일 때 지불하는 전력 도매가격이다. 대부분의 발전 원료를 수입하는 국내 발전 사업의 특성상 원료 가격(석탄, 석유, LNG 등)과 환율 변동에 많은 영향을 받는 경향을 보인다.

[그림 1] 일반 석탄화력발전과 열병합발전의 차이



(자료: 한국에너지, 팀 발키리)

[그림 2] 문재인정부의 RPS 비율 조정



(자료: 정부 국정 100대 과제 [17.07.19], 팀 발키리)

[그림 3] 신재생에너지 공급인증서(REC) 가중치

구분	공급인증서(REC) 가중치	대상에너지 및 기준	
		설치유형	세부기준
태양광에너지	1.2	일반부지에 설치하는 경우	100kw미만
	1		100kw부터
	0.7		3,000kW초과부터
	1.5	건축물 등 기존 시설물을 이용하는 경우	3,000kW이하
	1		3,000kW초과부터
	1.5	유지 등의 수면에 부유하여 설치하는 경우	
	1	자가용 발전설비를 통해 전력을 거래하는 경우	
5	ESS설비(태양광설비 연계)	'16년, '17년	
기타 신·재생 에너지	0.25	IGCC, 부생가스	
	0.5	폐기물, 매립지가스	
	1	수력, 육상풍력, 바이오에너지, RDF 전소발전, 폐기물 가스화 발전, 조력(방조제 有), 자가용 발전설비를 통해 전력을 거래하는 경우 (우드펠릿 혼소발전이 포함됨)	
	1.5	목질계 바이오매스 전소발전, 해상풍력(연계거리 5km이하), 수열 (우드펠릿 전소발전이 포함됨)	
	2	연료전지, 조류	
	2	해상풍력(연계거리 5km초과), 지열, 조력(방조제 無)	고정형
	1.0~2.5		변동형
	5.5	ESS설비(풍력설비 연계)	'15년
5	'16년		
4.5	'17년		

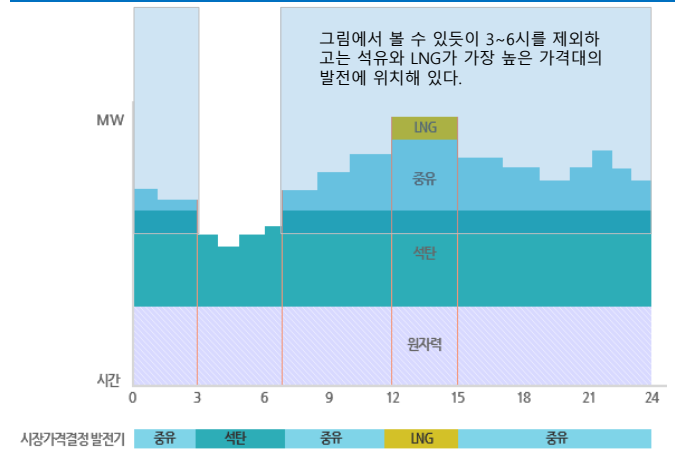
(자료: 한국에너지공단, 팀 발키리)

[그림 4] 우드 펠릿과 편의성



(자료: 산림바이오매스에너지협회, 팀 발키리)

[그림 5] SMP 결정 모형



(자료: 전력거래소, 팀 발키리)

에너지산업, 새로운 '문'이 열린다.

**문재인 정부의
에너지산업 정책의
방향성과
동사의 주목목이유**

바야흐로 신재생에너지 산업이 르네상스를 맞이했다. 문재인 정부가 국정 운영 5개년 계획과 100대 국정과제를 발표했다. [17.07.19] 대선후보때 부터 주장해왔던 6대 에너지 정책(1] 원전 제로, 2] 청정에너지 발전, 3] 신재생에너지 개발, 4] 에너지생태계 구축, 5] 친환경 에너지 세제, 6] 에너지 소비 산업 구조의 개편) 의 방향성을 더욱 구체화 시켰다. 정책의 방향성은 명확하다. 2011년 일본의 원전사고와 노후발전소에서 배출되는 여러 오염물질이 실질적인 피해로 대두되면서 범세계적인 '친환경 발전 산업'의 주도권 싸움에 동참하겠다는 것이다. 정책이 가시화되면서, 친환경 에너지 발전의 대표 격인 풍력과 태양광 산업의 수혜가 예상되어 최근 관련 종목들의 주가 상승이 이루어졌다. 그러나, 본 리서치 팀은 구체적인 RPS 비율 증가에 따른 REC 구매수요가 폭발적으로 증가 할 것이라고 예상하였고, 2017년부터 본격적으로 REC를 판매하기 시작한 동사에 주목하게 되었다.

꾸준히 잘하는 회사, 새로운 성장동력의 불이 붙는다.

**동사의 사업구성
[1] 플랜트/토건
[2] 발전사업**

동사는 신재생에너지, 석유 석탄화학, 정밀화학 등의 화공 및 산업플랜트를 만드는 플랜트/ 토건 사업과 유연탄을 원료로 전기와 스팀을 생산, 판매하는 집단에너지 발전 사업을 영위하고 있다. [그림6] 매출 비중은 플랜트/토건이 61.5%, 발전이 38.5%이지만, 영업이익 기여도는 발전이 76.1%로 대부분을 차지한다. [그림7] 따라서 발전사업에 주목을 할 필요가 있다.

**발전사업부
수익성이 높은 이유
[1] 높은 전기 판가 보장
[2] 이익의 안정성**

동사의 발전사업부 매출은 동사가 47.7%의 지분을 소유한 군장에너지로부터 발생한다. 군장에너지는 유연탄을 원료로 전기와 스팀을 만들어 군산 산업단지에 공급하는 열병합발전소이다. 군장에너지의 13~16년 영업이익률 평균은 26.6%에 달하고, EBITDA/매출액은 이보다 높은 38.2%에 달한다.

군장에너지의 수익성이 높은 이유는 2가지이다. 1] 열병합발전소이기 때문에 값싼 발전 원가에도 불구하고 높은 전기 판가를 적용받는다. 한전의 자회사나 일반 석탄화력발전소는 낮은 원가를 감안하여 SMP를 할인한 판가를 적용 받는다. 군장에너지가 원료로 사용하는 석탄의 원가는 전기를 발생시킬 수 있는 원재료 중 원자력을 제외하면 가장 싸다. 2] 산업 단지내 위치하고 있기 때문에 일 년 내내 스팀과 전기 수요가 꾸준히 발생하고, 이익이 안정적으로 보장된다. 산업 단지 내에 위치한 기업들 역시 가장 싼 가격에 전기와 스팀을 조달 받을 수 있으므로 수요자의 측면에서도 매력적이다. 지역난방공사는 같은 열병합발전소임에도 불구하고 값비싼 LNG를 주 원재료로 하므로 4년 평균 영업이익률이 8%로 비교적 낮고(동기간 군장에너지 영업이익률 26%), 유가가 높았던 2014년은 4%로 군장에너지에 비해 수익 안정성이 떨어진다.

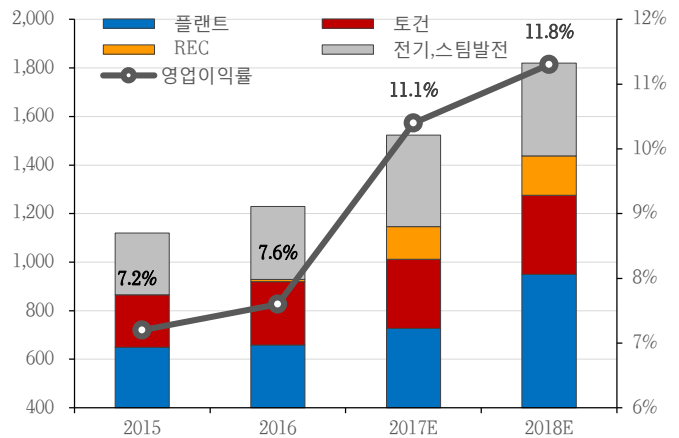
[그림 6] 이테크건설의 주요 사업

플랜트/토건	집단에너지발전
 <ul style="list-style-type: none"> 화학 플랜트 산업 플랜트 바이오/제약 플랜트 환경조성산업 건축/토건 사업 	 <ul style="list-style-type: none"> 열병합발전 신재생 및 ESCO 사업 * 주요종속회사 군장에너지의 사업부서 (지분율 47.7%)

(자료: 이테크건설, 팀 발키리)

[그림 7] 연도별 사업부 매출,영업이익률 추이

(단위: 십억원,%)



(자료: 이테크건설, 팀 발키리)

RPS 의무비율 상향: REC판매의 쓰나미가 몰려온다.

'문' 재생에너지 정책, RPS 의무비율 상향

~ '23 : 10%
↓
~ '30 : 28%

2017년, 2018년 발전사업부의 매출액은 5,113억 원(YoY +65%), 5,442억 원(YoY +6.4%), 영업이익은 1,340억 원(YoY +99.7%) , 1,649억 원(YoY +23%)이 예상된다.[그림8 [1] 16년 5월 가동 시작된 GE4호기(250MWh)가 17년에 온기 반영되고, [2] 4월에 이루어진 증설(30MWh)과 현 정부의 정책 변화로 2018년 REC 가격 상승이 예상되기 때문이다. REC의 영업이익률은 17년, 18년 각각 26%, 37%로 기존 발전 영업이익률보다 높기 때문에 매출이 증가하면서 17년 군장에너지의 영업이익률은 16년 21.6%, 17년 26.2%, 18년 30.3%로 개선될 것으로 기대된다.

매년 2%의 RPS비율이 확대됨으로써 동사의 이익증가 예상

문재인 정부의 RPS 비율 상향으로 매년 약 2%p의 RPS 비율이 확대될 것으로 예상된다. 이에 따라, 18년 REC 의무 이행량은 2,504만 REC(YoY +46.9%)이 예상된다. RPS 의무 비율 확대의 목적은 REC 공급보다 수요를 빨리 증가시켜 REC 가격을 높이는 것이다. 발전 단가가 높아 살아남지 못했던 신재생에너지 발전에 추가적인 수익을 제공해 경쟁력을 갖추도록 하는 것이다. 이에 따라 REC를 판매하고 있는 동사의 이익도 증가할 것으로 기대된다.

REC구매 수요의 가파른 성장에 따른 가격상승 예상

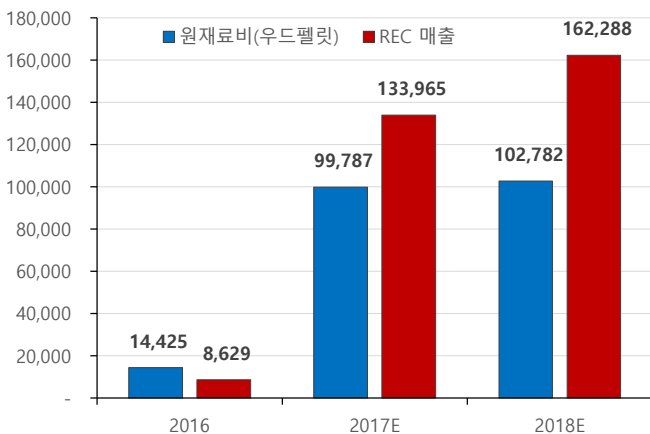
발전사업부의 18년 예상 REC 생산량은 115만 REC(YoY +11.7%)이다. 현재 RPS 적용 대상 발전기업(한국전력, 한수원, 남동발전 등)들의 자체 조달 비율은 44% 정도이지만 자체 조달 증가율은 매년 8% 수준에 불과하다. 전체 REC 시장에서 외부 조달의 비중은 13년 기준 30% 정도를 차지하였으나 15년 45%까지 확대되었으며 계속해서 그 비중은 확대되고 있다. REC가 거래되는 시장은 자체 조달을 제외한 외부 조달 시장이기 때문에 REC 수요 증가율은 REC 의무 이행량 성장률보다 훨씬 크다. 전체 시장 중에서 외부조달시장의 규모 자체가 더욱 폭발적으로 증가할 수밖에 없는 실정인 것이다. [그림8] 또한, RPS 적용 대상 발전기업들의 의무 이행률은 16년 기준 90.6%로 매년 증가해오고 있다. 가격 상승이 쉽게 예상되는 이유이다.

2020년 이후: 혼소에서 전소로

에스엠지에너지의 바이오매스전소발전소 20년 6월 완공 예정

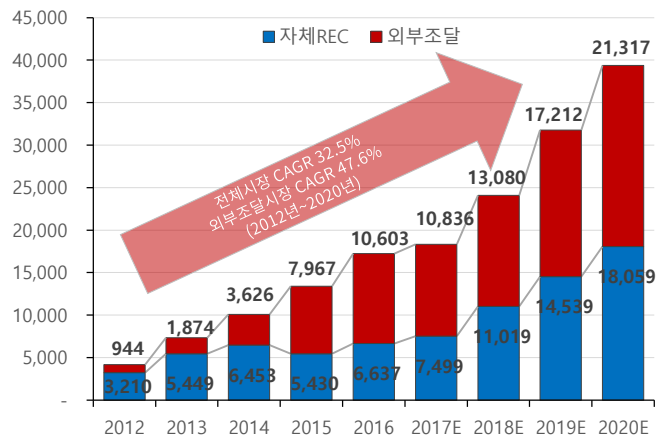
20년 6월 동사 발전산업부의 자회사, 에스엠지 에너지의 200MWh 규모 바이오매스 전소 발전소가 완공된다. 전소 발전은 혼소 발전 대비 1.5배의 가중치(바이오매스 전소 발전 시 1MWh당 1.5 REC 생산)를 부여받기 때문에 이후 REC 생산량이 폭발적으로 증가하는 원동력이 될 것이다. 20년 동사의 REC 생산 능력은 17년 현재 시간당 140 REC 대비 214.3% 증가한 440 REC 규모로 예상된다. 또한, 현재 유연탄으로만 발전하는 GE 1~3호기도 바이오매스 혼소 발전기로 전환할 수 있어, 추가 REC 매출을 발생시킬 수 있다.

[그림 8] 동사의 REC 매출 및 생산원가 추이(단위: REC=1MWh, 백 만원)



(자료: 이테크건설, 한국무역협회, 팀 발키리)

[그림 9] REC 의무공급량 및 의무이행량 추이 (단위:천 REC)



(자료: 산업통상자원부, 팀 발키리)

군장에너지가 신재생에너지 인증서(REC)를 받을 수 있는 이유

군장에너지는 2016년 10월 REC 사업자로 선정되어 12월부터 판매하였다. 2016년 10월부터 친환경 에너지원인 우드 펠릿을 유연탄과 혼소 하여 전기, 스팀 생산을 시작했기 때문이다. GE4호기 CAPA 250MWh 중 75MWh를 시작으로 17년 1월부터 125MWh로 비중을 높였고, 17년 4월 30MWh(15MWh를 친환경 에너지로 인정) 증설분이 추가되어 지금은 140MWh를 신재생에너지를 통한 발전으로 인정받는다. 따라서 140MWh에 연간 전력 생산 시간을 곱하면 연간 판매할 수 있는 REC를 발급받게 되는 것이다. 풍력과 태양광 발전소가 전력생산량에 따라 REC를 발급 받는 것처럼 군장에너지도 REC를 발급받고 있다는 것에 석탄 열병합발전소의 매력 이 있다. 풍력과 태양광 산업을 발전시키기 위해서 REC의 가격을 높이는 정책이 적극적으로 시행되고 있기 때문이다. 또, 무연탄으로 발전하던 GE1~3호기에서도 우드펠릿 혼소가 가능하므로 REC 가격 변화에 따라 REC 생산량을 조절할 수 있다.

REC를 받기 위해선 유연탄보다 가격이 비싼 우드 펠릿을 사용해야 하지만 REC 매출은 전기와 스팀 매출에 더해지는 부산물 개념이기 때문에 영업이익에 그대로 추가된다. 우드 펠릿 원가를 REC의 원가로 계산한다고 해도, 18년 영업이익률은 37%에 달해 매출과 영업이익이 함께 증가한다.

SMP가격: 단기적으로는 유지, 장기적 상승 전망

SMP가격은 단기적 유지, 장기적 완만한 상승 전망

SMP가격은 단기적으로는 유지되고, 장기적으로는 완만한 상승을 이룰 것으로 예측한다. 최근 SMP가격이 하락하였는데, 이는 전력수급이 원활하게 이루어지고 있다는 점과 일정량의 공급과잉 상태였기 때문이었다. 그러나, 문재인정부의 에너지정책에 의해 [1] 원전을 규제하고, 일반 석탄발전소 신규건설을 규제하는 부분, [2] 기존의 원전설비 공정률 10% 미만 사업의 재검토를 통해 공급을 조절함으로써 SMP가 현재 가격권에서 유지되고, [3] 사고 위험비용 전기 원가 반영 부분은 장기적으로 SMP의 상승을 이끌 것으로 전망한다.

본업은 현재 수주잔고 최대, 안정적 매출성장 기대

현재 안정적 수주 잔고 유지 중 하반기부터 큰 사업들 맡아 가능성 높아

2017년, 2018년 토건/플랜트 사업부의 매출액은 1조 105억 원(YoY +9.8%), 1조 2,084억 원(YoY +19.6%), 영업이익은 433억 원(YoY +5.4%) , 532억 원(YoY +22.7%)이 예상된다. 2017년 1분기 기준 동사의 토건/플랜트 사업의 수주잔고는 1조 3천억 수준을 유지하고 있다. 2014년과 2015년도에 부진했던 터미널사업이 모두 정리되었고 추가 수주를 받아 현재 동사의 수주 잔고는 설립 이후 최대이다. 동사는 OCI 그룹 내 유일한 건설사이기 때문에 그룹 내 Captive(OCI, 군장에너지, 에스엠지에너지)매출을 확보하고 있다. 또한, 발전소뿐아니라 제약/바이오 플랜트 등 다양한 분야의 플랜트 건설 사업을 영위한다는 점에서 지속해서 성장가능할 것으로 보인다. 또한 2017년 2018년엔 OCI계열사가 진행하는 학익지구 토지개발 및 에스엠지 발전소 건설 사업도 예정되어 있어 수주 가능성이 매우 크다.

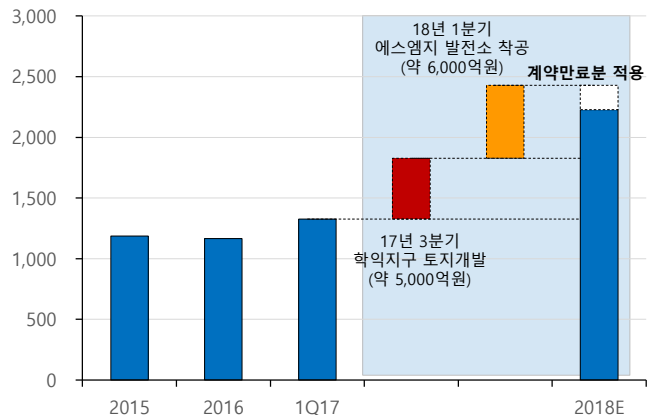
[그림 10] 군장에너지 GE4 조감도 및 위치



(자료 : 군장에너지, 네이버지도, 팀 발키리)

[그림 11] 동사의 수주잔고 및 수주 예상 추이

(단위:십 억원)



(자료 :이테크건설, 팀 발키리)

토지매각을 통해 현금이 쌓인다.

17년 3분기
용현학익지구
부지매각 예정
1,800억원의 현금
유입이 예상됨

동사는 17년 1분기 분기보고서에서 인천 남구 학익동에 소유한 약 18,000평의 토지를 12개월 이내 매각 예정이라고 밝혔다.[그림 5] 토지의 가치는 주변 시세를 고려했을 때, 평당 최소 1,000만 원으로 유입되는 현금은 1,800억 원이 될 것으로 기대된다. 이 토지의 장부가가 773억 원이므로 재평가 이익이 1,027억 원 발생하는 것이다.

동사가 소유한 토지는 2017년 하반기 착공 예정인 인천 용현 학익 1블록 도시개발 사업의 중심지이다. 착공일이 얼마 남지 않은 올해 하반기이기 때문에 1분기 말 매각을 위한 추진절차가 진행 중이다. 평당 1,000만 원 가정 시, 1,800억 원의 현금이 유입된다. 부동산 자산주가 시장에 많지만, 매각을 통해 1년 안에 현금이 유입될 것으로 기대되는 기업은 찾기 어렵다. 평당 최소 1,000만 원의 근거가 되는 주변 토지는 인천시 남구 용현 학익 2-2블록 내 토지이다. 이 토지는 동사가 소유한 토지에서 1.6KM 떨어진 토지로 2015년 11월 당시 인천시장 비서실장이 평당 1,000만 원에 매입해 투기 의혹을 받은 곳이다. 비서실장이 매입한 2개월 후 H건설이 도시개발사업 지구 지정을 위한 신청서를 제출했기 때문이다.

주목할 점은 당시 논란이 되었던 토지(A)와 현시점의 동사가 소유하고 있는 토지의 차이는 두 가지이다. [1] A토지는 당시 도시개발사업 계획이 현실화되지 않았던 상황이고, 동사가 소유한 토지는 개발이 확정되어 6개월 안에 착공 예정이라는 것이다. [2] 또한 A토지는 준공업지역이라는 점과 동사가 소유한 토지는 주거지역이라는 점이다. 준주거지역과 준공업지역은 용도에 큰 차이가 없지만 건폐율과 용적률의 차이가 있다. 도시라는 점을 감안하여 높은 층수를 지을 수 있는 토지의 가치가 더 비싸다고 가정을 한다면, 인천광역시의 용도에 따른 건폐율, 용적률을 적용하였을 때, 같은 면적에 건물을 짓는다면 주거지역에 1.45배 높은 층수를 지을 수 있다. 두 가지 차이점을 고려하였을 때, 2015년 10월 1,000만 원에 거래되었던 땅의 가치보다 동사의 매각예정토지가 더욱 가치 있기 때문에, 평당 1,000만 원은 합리적인 수준의 가정치로 보인다.

SOTP Valuation을 통한 적정주가 도출

주가전망 '긍정적'
적정주가
270,000원으로
커버리지 제시

동사의 IFRS 연결 기준 2018년 영업실적은 매출액 1조 6,766억원(YoY +14.9%), 영업이익 1,980억원(YoY +22.7%)으로 추정한다. 또한 본 리서치팀은 동사에 대한 주가 전망을 '긍정적', 적정주가 270,000원으로 커버리지를 제시한다. 목표주가 산정은 [1] 플랜트/토건 사업부, [2] 발전사업부(군장에너지 지분가치), [3] 토지매각가치를 각각 산정하여 합했으며 각 사업부별로 적정한 Peer Group을 선정해 각각 사업부의 영업 가치를 도출하였다. (*구체적인 도출방식은 뒷편에 추가가제)

[그림 12] 오택 계열회사 지분 현황 및 주요 사업



(자료: 구글어스, 이테크건설, 언론자료, 팀 발키리)

[그림 13] 이테크건설 적정주가 산정 내용 정리

군장에너지 당기순이익 (억 원)	1,080
군장에너지 Target PER (배)	9.31
*군장에너지 가치 [A] (억 원)	4,793
플랜트/토건 당기순이익 (억 원)	321
플랜트/토건 Target PER (배)	5.78
플랜트/토건 사업부 가치 [B] (억 원)	1,855
매각예정 토지가치 [C]	1,440
**순차입금 [D] (억 원)	462
이테크건설 적정 시가총액 [A+B+C-D] (억 원)	7,626
현재 상장 주식 수 (주)	2,800,000
적정 주가 (원)	270,000
현 주가 (원)	144,000
상승 여력 (%)	87.5

* 적정가치는 1조 5억 원, 지분율 47%를 고려한 지분 가치
** 순차입금=(이테크건설 연결기준 차입금-현금성자산)-(군장에너지 차입금-현금성자산)

(자료: 팀 발키리)

[추가기재1] 이테크건설 매출액 가정 및 밸류에이션

발전사업부 매출액 가정

군장에너지의 발전 부문 매출액은 추정은 다음과 같다.

GE 1~3호기(합계)와 GE 4호기의 시간당 스팀 생산량과 발전용량은 각각 850톤/145MWh, 950톤/250MWh이다. 17년 4월부터 GE 4호기의 용량 증설이 이루어졌기 때문에 2분기 이후 GE 4호기의 발전용량은 280MWh이다. 각 발전기의 시간당 발전용량에 24시간과 분기별 운행일수(연간 20일가량의 정기보수 반영)를 적용하여 분기별 발전용량을 산출하였다. 이에 분기별 kWh당 SMP 가격을 곱하여 전기 판매 부문 매출액을 추정하였다. SMP 가격은 LNG 발전 단가에 영향을 받는다는 점(3년간 SMP 가격 결정 횟수 비중 LNG : 86%, 유류 10%)과 LNG 가격이 유가에 연동되는 점을 고려하여 18년 시장 전망치에 따른 가격을 적용하였다. 이에 따른 17년, 18년 전기 판매 매출액은 각각 2,837억 원, 2,925억 원이다. 또한, 시간당 스팀 3톤이 1MW를 생산하기 위해 쓰인다는 점을 고려하여 잔여 스팀을 도출하였으며 GE 4호기가 본격적으로 가동되기 시작한 16년 2분기 이후 스팀 판매량 평균치를 이후 스팀 판매량으로 가정하였다. 3분기는 스팀 비수기라는 점을 고려하여 판매량에 할인을 적용하였다. 이에 따른 17년, 18년 스팀 판매 매출액은 각각 936억 원, 895억 원이다.

REC 부문 매출의 경우, 17년 1월부터 GE 4호기의 우드펠렛 혼소비가 0.5가 된다는 점을 반영하여 시간당 125 REC가 생산된다고 가정하였다. 17년 하반기 REC 가격은 보수적으로 REC 당 125,000원(2분기 평균 128,100원/REC)으로 가정하였으며 18년 예상 신재생 에너지 발전용량 증가율 대비 시장 성장률이 높기 때문에 현 수준보다 높은 REC 가격이 형성될 것이라고 가정하였다. 이에 따라 130,000원/REC, 140,000원/REC, 150,000원/REC의 세 가지 경우에 대해서 REC 매출 추정을 진행하였으며, 18년의 경우 수요의 급증이 있었던 15년과 유사한 가격대를 형성할 것이라고 판단하여 140,000원/REC의 케이스를 본 보고서에 적용하였다. 이에 따른 17년, 18년 REC 판매 매출액은 각각 1,340억, 1,623억 원이다.

[그림 14] REC가격의 시나리오 가정

(단위: 십 억원)

		GE4	비고
발전용량(MWh)		280	
혼소비		0.5	
REC 가중치		1	
시간당 REC		140	
연간 REC		1,159,200	24시간 x 345일
REC 가격 (적용된 REC 매출)	Bear case: 130,000	150.7	532.6
	Base case: 140,000	162.3	544.2
	Bull case: 150,000	173.9	555.8
		전체 매출액	544.2

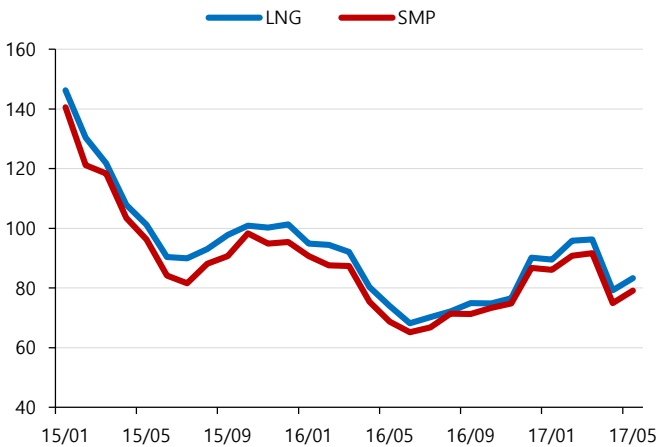
* 가장 적합한 가격을 선정하는데 있어서는 이전의 가격변동과 시장의 성장성 및 수요/공급의 관계를 고려하였음

** 2018년의 REC외부조달시장의 가격을 동일하게 책정함으로써 이후 변화에 대한 상방의 가능성을 열어두는 것에 가장 적합한 것으로 예상함

(자료: 팀 발키리)

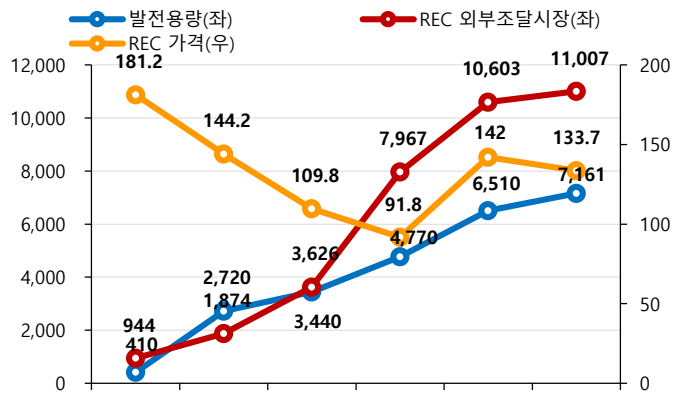
[그림 15] SMP 및 LNG 발전단가 추이

(단위: 원/kWh)



(자료: 전력통계정보시스템, 팀 발키리)

[그림 16] 신재생에너지 발전용량과 REC 시장추이(단위: MW, 천 REC, 원)



* 부생가스, 바이오혼소 용량은 신재생에너지 발전용량에 제외

** REC 가격은 17년 상반기 평균치임

(자료: 전력거래소, 팀 발키리)

[그림 17] 발전사업부문 매출액 Breakdown

(단위: 십 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	58.7	72.2	82.0	97.0	122.8	127.9	127.7	132.8	511.3	544.2
GE1~3(MW/시간)	145	145	145	145	145	145	145	145	145	145
GE4(MW/시간)	0	83.25	187.5	250	250	280	280	280	280	280
스팀 생산량/시간	850	1166	1562.5	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800
전기생산량(MW)	295,800	471,108	694,260	824,760	805,800	877,200	887,400	887,400	3,457,800	3,519,000
SMP 매출	26.2	32.9	48.7	64.7	72.4	69.4	71.0	71.0	283.7	292.5
스팀 매출	32.5	39.3	33.3	23.6	23.1	25.0	20.2	25.3	93.6	89.4
REC				52,200	191,400	262,080	292,320	292,320	1,038,120	1,159,200
REC 매출				8.6	27.3	33.6	36.5	36.5	134.0	162.3

(자료: 팀 발키리)

발전사업부 영업이익,순이익 가정

발전사업부의 영업이익은 크게 세 가지의 요소 ① 원재료비, ② 운송비, ③ 감가상각비에 영향을 받는다. 대부분의 영업비용이 매출원가단에서 발생하며, 판매비가 없기 때문이다. 관리비의 경우 매년 30~40억 원 정도의 비용이 발생한다.

① 원재료비는 유연탄, 페트로코크스, 우드펠릿 세 가지의 가격 변동에 영향을 받는다. 유연탄 가격은 호주산 유연탄의 국제 시장 가격을 추종하였으며, 페트로코크스 가격은 국내 가격을 기준으로 하였다. 우드펠릿의 경우 전북지역에 수입되는 우드펠릿의 수입 단가를 기준으로 하였다. 세 원재료 모두 수입하기 때문에 환율의 변동에 따라 원화 환산 가격 또한 변하게 된다는 점을 감안하여 원화 환산 가격으로 원재료비를 추정하였다. 17년, 18년 환율은 1,150원/\$로 가정하였다.

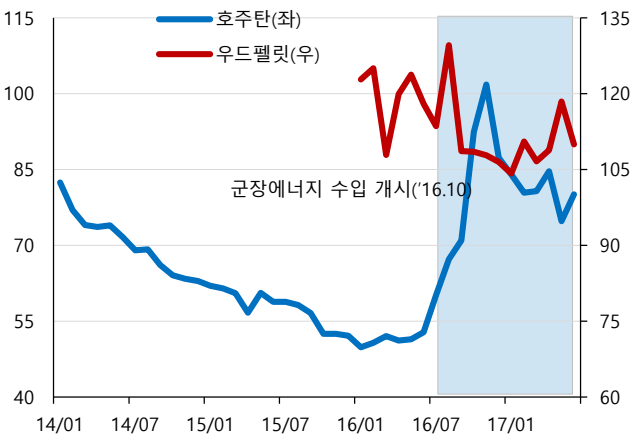
② 운송비의 경우 18년 2분기에 군산항 유연탄 해상물류 시스템이 완공되어 운송비 절감 효과가 발생한다는 점을 반영하여 추정하였다. 18년 하반기에 약 50억 원 가량의 운송비 절감 효과가 있을 것이라고 판단하였다.

③ 감가상각비의 경우 건물 및 기계설비에 대해 20년의 내용연수를 가지기 때문에 20년 정액법에 따른 감가상각을 적용하였다. 17년 2분기에 증설이 완공되기 때문에 추가 감가상각비를 반영하였다.

이에 따른 발전부문의 17년, 18년 영업이익은 각각 1,340억 원, 1,649억 원이다.

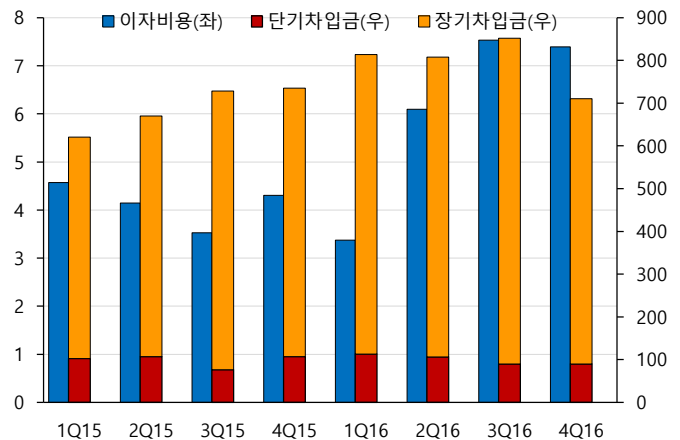
영업외손익의 경우 대부분 비용이 이자 비용과 지분법손실에서 발생한다는 점을 고려하였다. 현재 군장에너지의 장기차입금은 16년 기준 약 6,000억 원이며, 1분기에 약 700억 원의 추가 차입금이 발생한 것으로 판단된다. 연간 3.1% 수준의 이자 비용이 발생하고 있어 2017년 약 295억 원 규모의 이자비용이 예상된다. 법인세의 경우 유효법인세율 24.2%와 세액 공제 및 감면을 반영하여 추정하였다. 따라서, 군장에너지의 17년, 18년 당기순이익은 각각 837억 원, 1080억 원으로 예상되고, 지배주주 지분 47.67%를 적용해 동사의 발전부문 17년, 18년 당기순이익은 각각 399억, 514억으로 예상된다.

[그림 18] 호주탄 국제 가격 및 우드펠릿 수입가 추이 (단위: \$/ton)



(자료: 한국석탄협회, 한국무협협회, 팀 발키리)

[그림 19] 이자비용(연결기준) 및 장단기 차입금 추이 (단위: 십억 원)



(자료: 이테크건설 사업보고서, 팀 발키리)

[그림 20] 발전사업부문 영업이익, 당기순이익 추이

(단위: 십 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	58.7	72.2	82.0	97.0	122.8	127.9	127.7	132.8	511.3	544.2
원재료비	21.4	28.2	55.9	49.7	69.3	68.1	64.8	65.5	267.8	265.5
감가상각비	7.7	12.6	15.3	16.0	15.7	16.1	16.1	16.1	63.9	64.3
영업이익	17.8	14.4	14.8	20.0	29.1	30.7	35.1	39.2	134.0	164.9
영업이익률	30.3%	20.0%	18.1%	20.7%	23.7%	24.0%	27.5%	29.5%	26.2%	30.3%
당기순이익	9.9	7.0	6.2	23.4	17.0	18.8	22.3	25.6	83.7	108.0

(자료: 팀 발키리)

토건/플랜트 사업부 매출액,영업이익, 순이익 가정

동사의 플랜트/토건 사업 부문 매출액 가정은 다음과 같다.

지난 3년간의 수주잔고 변동과 매 분기 공정을 변화에 따른 매출 인식을 비교하여 계약 수주 이후 평균적으로 8분기의 기간 동안 매출로 인식된다고 판단하였다. 17년에 학익지구 토지개발 수주, 18년에는 에스엠지 바이오매스 전소 발전소 건설 사업 수주를 가정하여 추가적인 수주 잔고에 반영하였으며, 분기마다 건설 완료와 공정 진행에 따른 수주 잔고 감소분을 적용하였다. 학익지구 토지 개발은 OCI 계열사 DCRE가 시행 예정이고, 에스엠지는 이테크건설의 손자 회사이기 때문에 그룹 내 유일한 건설사인 동사가 수주할 가능성이 매우 크다. 말레이시아 링깃과 사우디아라비아 리얄화 환율의 경우 각각 250원/MYR, 290원/SAR을 가정하여 원화로 환산하여 매출에 반영하였다. 또한, 분기별 계절성이 있다는 점을 반영하여 매출액 가정을 진행하였다. 이에 따른 17년, 18년 동사의 토건/플랜트 사업부 매출액은 1조 105억 원(YoY +9.8%), 1조 2,084억 원(YoY +19.6%)이다.

영업 이익의 경우 수주 잔고가 커질수록 영업이익률 또한 상승하는 레버리지 효과가 있으므로 17년, 18년 수주 잔고가 증가할 때마다 영업 이익률이 소폭 상승할 것이라고 가정하였다. 이에 따른 동사의 토건/플랜트 사업부 영업이익은 17년 433억 원(YoY +5.4%), 18년 532억 원(YoY +22.7%)가 예상된다.

[그림 20] 토건/플랜트 사업부문 매출,영업이익, 당기순이익 추이

(단위: 십 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	180.8	259.7	195.2	284.5	196.8	271.2	250.4	292.1	920.2	1,010.5	1,208.4
영업이익	8.8	11.8	9.6	11.0	9.2	11.7	10.6	11.8	41.1	43.3	53.2
감가상각비	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
당기순이익	9.2	12.1	10.0	6.1	9.5	9.0	10.4	11.9	40.9	42.4	52.1
토건 및 터미널	40.8	78.0	68.3	75.2	40.8	81.7	74.6	87.6	262.2	284.7	308.1

(자료: 팀 발키리)

적정주가 도출: SOTP Valuation

이테크건설의 적정 주가 추정을 위해 SOTP(Sum Of The Parts) 기법을 사용하였다. 군장에너지와 이테크건설의 비즈니스 모델이 매우 다른 것을 고려해야 하고, 매각예정 토지 가치를 합리적으로 반영할 수 있기 때문이다. 플랜트/토건 사업부와 발전 사업부는 Peer PER Valuation (2018 Forward PER 이용)을 통해 각각 적정 시가총액을 산정하였다. 플랜트/토건 사업부의 Peer는 플랜트 사업을 영위하며 중동 Exposure가 큰 대우건설과 대림건설로 선정하였다. 그러나, 동사와 Peer 간 당기순이익의 규모 차이가 큰 것을 고려하여 두 기업의 Forward PER 평균을 20% 할인한 값을 Target PER로 산정하였다. 군장에너지의 Peer는 열병합발전 사업을 영위하는 지역난방공사, 삼천리, KG ETS로 선정하였다. 군장에너지의 시가총액을 추정한 후, 지분율 47%를 곱하여 지분 가치를 반영하였다. 매각예정 토지(18,000평)의 가치는 12개월 안에 매각이 완료될 것임을 고려하여 평당 1,000만 원으로 가정해, 1,800억 원으로 추정하였다. 그러나 매각이 아직 이루어지지 않은 것을 고려하여 20% 할인한 1,440억 원을 합산해 주었다. 그리고 군장에너지의 순차입금을 제외한 이테크건설의 순차입금을 총 가치에서 빼 주주 가치를 산정하였다.

[추가기재2] 편견이 무섭다: 환경오염의 주범인 석탄발전소와 석탄열병합발전소는 다르다.

군장에너지 열병합발전소의 발전원은 석탄(유연탄)이다. 그래서 문재인 정부가 적극적으로 억제하려는 석탄 발전과 혼동하기 쉽다. 석탄 열병합 발전소는 일반 발전소 대비 2배 이상의 효율을 갖고 있어 같은 크기의 전기를 생산할 때, 다른 에너지원 대비 환경오염 물질을 많이 발생시키지 않는다. 저감 시설을 갖추고 있어 미세먼지 발생량도 석탄발전소의 절반 이하이다. 에너지경제연구원과 에너지기술연구원에 따르면, CO2 1톤당 감축 비용 추정 결과, 풍력, 태양광발전은 72달러, 87달러가 소요되는 반면, 열병합 발전은 톤당 -134달러가 소요된다. 비용이 음수라는 것은 에너지와 비용을 아끼면서 온실가스까지 줄이는 효과가 있다는 의미이다. 열병합발전은 발전 효율도 높지만, 산업 단지나 주거 지역 근처에 있기 때문에 송전과 배설 설비가 많이 필요하지 않다. 송전에서 발생하는 손실과 송전 설비 혼잡으로부터 발생하는 비용도 들지 않는다. 한국에너지공단에 따르면 환경 편익을 제외한 송전 손실 관련 편익이 연간 약 8,000억 원에 달한다.

열병합발전의 높은 효율을 인정해 대표적인 친환경 에너지 선진국인 독일은 열병합발전에 신재생에너지와 비슷한 수준으로 지원 정책을 시행하고 있다. 화력, 원자력에너지 시대에서 신재생에너지 시대로 곧바로 넘어가는 현실적으로 어렵기 때문에, 열병합발전소를 징검다리로 이용한다는 것이 독일 정부의 입장이다. 독일의 전력생산량 중 열병합발전 비율은 2015년 기준 이미 17.5%이고 2030년까지 비중을 25%까지 확대하는 것을 목표로 하고 있다. 연장선으로 국내 또한 석탄 열병합발전소는 국익에 대한 기여를 인정받아 집단에너지사업법의 적용을 받는다. kg당 24원의 개별소비세를 모두 면제 받는다. 석탄 발전 억제를 위해 개별 소비세 증세가 유력하지만, 석탄발전소와 열병합발전소의 차이를 이해하면, 집단에너지사업법을 적용받는 군장에너지는 피해갈 가능성이 크다. 그런 상황이 있더라도, LNG 발전소와 달리 석탄 열병합 발전소는 신재생에너지인 우드 펠릿으로 전환할 수 있다. 군장에너지는 현재 석탄만 사용하는 GE1~3호기도 우드 펠릿 발전이 가능하도록 허가 신청을 한 상태이다.

정책이 발표된 이후 그동안 같은 석탄발전으로 묶이고, LNG 열병합발전에 가려져 석탄 열병합 발전의 가치가 절하된 측면이 있다. 석탄 열병합 발전은 원자력, 석탄 발전소의 오염 물질 배출이 적고 LNG 발전 단가보다 30% 저렴하다. 우리나라는 전력 생산량 비중이 가장 크고 값싼 원자력, 석탄 발전 비중을 줄이는 반면, 전기 요금은 높이 인상 시킬 수 없는 상황에 처해 있다. 이런 상황에서 석탄 열병합 발전이 화력, 원자력 발전 시대에서 신재생에너지 발전 시대로 나아가는데, 징검다리 역할을 할 것으로 기대된다.

[추가기재3] 추가질문에 대한 답변

Q) 바이오매스 혼소의 가중치가 변할 가능성은?

A) 혼소 REC 가중치가 증가하거나 감소할 가능성은 적다. 만약 가중치를 상승시킬 경우, 태양광, 풍력과 같은 청정에너지의 발전량이 효과적으로 늘어나지 않기 때문이다. 이번 정책의 핵심은 REC 몰량 증가와 가격 상승 모두를 추구하는 것이기 때문에 바이오매스 혼소를 포함한 다른 신재생 에너지의 REC 가중치 또한 큰 변동은 없을 것이라고 판단된다. 또한, 공급 증가는 발전소들의 설비 증가가 이끄는데 급격히 증가하는 수요를 따라가지 못해 자연스럽게 가격이 상승할 것으로 생각된다. 공급이 부족한 상황에서 바이오매스 혼소 REC 가중치의 감소 또한 가능성이 작다.

Q) GE 1~3호기의 바이오매스 혼소 발전 가능성은?

A) 현재 군장 에너지에서 GE 1~3호기의 혼소 발전을 정부 당국에 신청한 상황이다. 이는 기존 열병합발전 설비에서도 혼소 발전이 가능하기 때문이다. 일반 석탄 화력 발전 설비에서는 이러한 혼소 발전이 불가능하다. GE 4호기 대비 효율은 다소 떨어지겠지만, 1~3호기의 혼소 발전이 승인될 경우 동사의 REC 매출이 더 상승할 수 있을 것이다.

Q) 원재료 가격 변동과 환율에 따른 영향은?

A) 17년 예상 실적을 기준으로 하반기 유연탄 가격이 10% 상승할 경우 영업이익이 약 7.5% 감소할 것으로 전망된다. 우드 펠릿의 경우 가격이 10% 상승하면 영업이익이 5% 감소할 것으로 전망된다. 또한, 환율이 10% 상승할 경우 영업이익이 약 12.8% 감소할 것으로 판단된다. 18년의 경우에는 연간으로 영향이 받기 때문에 원재료 변동 및 환율 변동에 따른 영향은 더 클 것으로 예상된다.

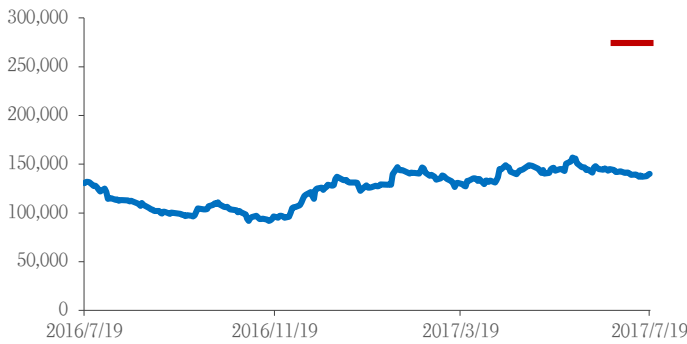
Compliance Notice

- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자 : 장대익, 정길호, 곽호인, 이태희)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

- Positive 3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Neutral 3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Negative 3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

이테크건설 주가추이 및 적정주가 (단위: 원)



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2017.07.23	270,000 원	Positive



당사는 유사투자자문업을 영위함에 있어 금융감독원에 신고된 업체입니다

서울시 영등포구 국제금융로2길 37 에스트레뉴빌딩 8층

TEL : 02-6405-9871

FAX : 02-6405-9870

독립 리서치알음은 QATS 시스템으로

여러분의 성공과 함께하겠습니다