

['24년 재생에너지 하반기 전망]

ESS, 투자 매력도 1위

Coverage

종목명	투자의견	목표주가(12M)
씨에스윈드	BUY	62,000 원
한화솔루션	BUY	40,000 원
두산퓨얼셀	Trading Buy	24,000 원
한중엔시에스	NR	-

풍력 & 태양광 여전히 쉽지 않음

풍력은 고금리, 정부 정책과 같은 매크로 이슈로 인해 프로젝트가 지연 중. 그럼에도 불구하고 터빈사들의 수주는 증가. '23년 글로벌 터빈 4개사 신규 수주 합은 지난 호황 당시 터빈 4개사 신규 수주 합과 비슷한 수준. 즉, 일감은 많은데 시작을 못하고 있음. 따라서, 매크로 환경 개선 시 프로젝트 진행 속도는 가속화될 것으로 예상되며, 관련 기업들의 주가는 빠르게 반등할 수 있을 것으로 기대.

태양광 신규 설치 수요는 여전히 강함. 다만, 중국 업체들의 가격 경쟁으로 인해 주요 원재료 및 제품의 가격이 하락중. 가격 하락은 모듈 판매 업체들의 실적에 부정적인 영향을 미침. '24년 하반기 가격 바닥에 대한 근거는 분명히 존재. 근거는 ① 폴리실리콘 ASP vs 생산비용, ② 미국 반덤핑 및 상계 관세 면제 조치 종료, ③ 중국 업체 미국 현지 생산 시작. 다만, 재고가 많이 쌓여 있다는 점을 간과하여서는 안됨. '24년 하반기 재고 소진, 중국 가격경쟁 둔화 등으로 태양광 업체들의 실적 회복 확인 후 투자하는 것을 권고.

어마어마한 ESS 설치량, 투자매력도 1위

BNEF에 따르면 '22년 전 세계 ESS 누적 설치량은 43.8GW 수준. '23년부터 ESS 설치가 급격하게 증가. '23년 ESS 신규 설치는 45GW이며, '24년 ESS 신규 설치는 57GW으로 전망. '23년 이전에도 ESS는 그리드 안정화, 재생에너지 수용, 데이터센터 전력 효율화 등으로 설치 수요 존재했으나 '23년부터 본격적으로 ESS 설치량이 증가하고 있는 이유는 ① 배터리 가격 하락, ② 기술 발전(장주기, 냉각 등) 때문. Fluence Energy, Tesla와 같은 글로벌 에너지 저장 사업자 모두 1Q24 Earnings Call을 통해 ESS 수요는 강하다고 강조. ESS 산업 내 기술력을 보유한 기업들의 투자매력도 높다고 판단. 국내 기업 중 코브스에서 코스닥으로 이전 상장 예정인 한중엔시에스 주목. 한중엔시에스는 국내 최초로 수냉식 ESS 시스템 개발을 완료했으며, 현재 양산하여 삼성SDI에 공급 중.

ESS 외 전력 효율화 관련 제품 주목

현재 인공지능 개발을 위해 빅테크들의 데이터센터 증설이 공격적으로 이루어지고 있음. 글로벌 빅테크 12개가 현재까지 구축한 데이터센터 용량은 2022년 기준 13GW 수준이다. 향후 데이터센터는 현재 존재하는 규모 이상으로 구축될 것으로 추정. 향후 데이터센터에서 소비되는 전력량은 국가 단위 수준일 것으로 예상됨에 따라 전력 효율화 관련 제품 투자 기회로 주목해야 함.

'24년 하반기에는 전력기기와 대비 주목을 덜 받았던 데이터센터 실시간 전력 효율화 관련 제품 및 장비(연료전지, ESS, 슈퍼커패시터)에도 주목할 필요가 있음. '24년 5월 Bloom Energy와 Intel은 연료전지 발전을 통한 데이터센터 전력 용량 계약을 체결. 이처럼 데이터센터는 실시간으로 전력 효율화가 이루어져야하기 때문에 저장 및 비상전원 관련 제품의 수요도 강할 것으로 예상



[지주/재생에너지]

박건영 연구위원

3771-9465

kun.park@iprovest.com

CONTENTS

- 3 1. 풍력: 매크로 환경 개선 시 가장 먼저 반등 전망
 - 1-1. 일감은 많이 쌓아 두었다

- 5 2. 태양광: 여전히 쉽지 않은 상황
 - 2-1. 바닥에 대한 근거는 분명히 있는데

- 7 3. ESS: 어마어마한 설치량
 - 3-1. '22년 누적 설치 44GW → '23년, '24년 신규 설치 45GW, 57GW
 - 3-2. 왜 설치량이 증가하고 있는가

- 10 4. +@ 데이터센터
 - 4-1. 글로벌 빅테크들의 데이터센터 투자 규모는?
 - 4-2. 전력과 관련된 모든 제품에 주목해야할 시점

- 14 ▶ 기업분석

1. 풍력: 매크로 환경 개선 시 가장 먼저 반등 전망

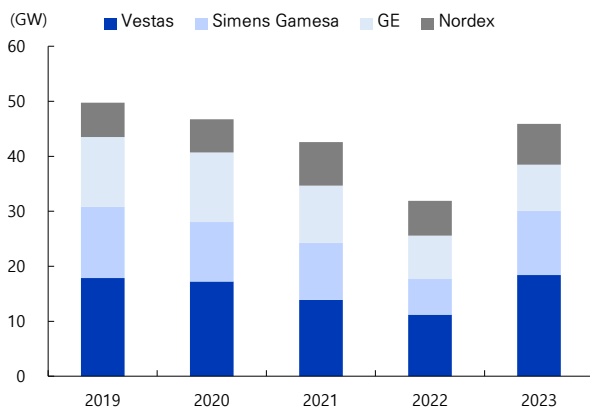
1-1. 2023년 일감은 많이 쌓아 두었다

언제 본격적으로 시작할지...

글로벌 터빈사 4개의 2024년 1분기 신규 수주는 다음과 같다. Vestas 2.3GW(1Q23: 3.3, 4Q23: 8.3), GE Vernova 0.6GW(1Q23: 1.6, 4Q23: 2.2), Siemens Gamesa 0.1GW(1Q23: 0.7, 4Q23: 0.8), Nordex 2.1GW(1Q23: 1.0, 4Q23: 2.5)으로 4개사 모두 전분기 대비는 신규 수주가 감소했다. 하지만, 2023년 글로벌 터빈사 4개(Vestas, GE Vernova, Siemens Energy, Nordex)의 합산 신규 수주는 45.9GW으로, 2019년 풍력 호황 사이클 시점의 신규 수주 49.7GW 수준이다. 일감을 많이 쌓아두었다는 의미이다. 반면, 글로벌 터빈사 3개의 2024년 1분기 풍력 사업부 매출은 Vestas 17.8억유로(YoY -12%), GE Vernova 16.4억달러(YoY -6.4%), Siemens Gamesa 23.1억유로(YoY -5.1%)로 3개사 모두 프로젝트 지연으로 전분기 대비는 매출이 감소했다. 터빈 기자재 업체 또한 비슷하다(수주는 증가, 매출인식은 지연). 즉, 일감은 많이 쌓아두었는데, 일을 시작 못하고 있다. 2023년 하반기와 크게 다르지 않은 상황이다.

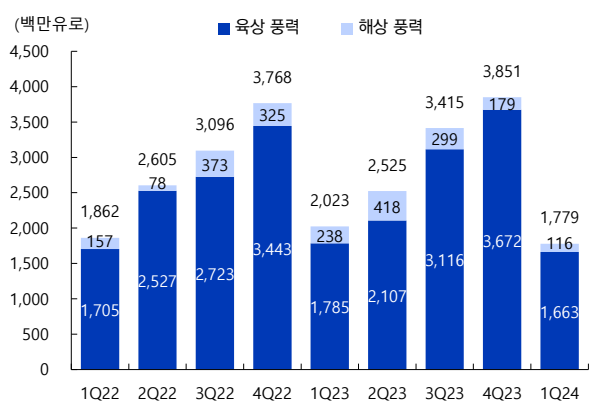
2023년 하반기 Orsted는 높은 금리 등 부정적인 매크로 환경으로 인해 미국 Ocean Wind 1 및 Ocean Wind 2 해상 풍력 프로젝트 개발을 중단한다고 발표했다. 나아가, 손상차손 인식을 언급하면서 풍력 프로젝트 지연 관련 이슈가 본격적으로 부각되었다. 2024년 1분기 Orsted Earning Call에서 추가 프로젝트 지연 및 취소와 관련된 코멘트는 없었지만 임금 인플레이션, 공급망 문제, 허가 지연 등 부정적인 이슈는 여전히 존재한다고 주장했다. 터빈사 또한 1Q24 Earnings Call를 통해 풍력 프로젝트 지연에 대해 Orsted와 유사한 코멘트를 주었다. Vestas는 1Q24 Earnings Call에서 2024년을 '비선형적인 성장(프로젝트 진행 상황이나 계약 체결의 타이밍에 따라 수익이나 주문량이 특정 분기에 집중되어 나타나는 것)의 해가 될 것이라고 전망했다. 결국 풍력 산업의 반등은 매크로 환경이 중요한 변수로 작용할 것으로 전망된다. 당사는 미국 고금리로 인한 금융안정 리스크를 근거로 하여, 2024년 3분기 미국의 금리 인하가 이루어질 것으로 예상하고 있다. 따라서 풍력 산업은 2024년 하반기에 금리, 미 대선 등 매크로 리스크 해소 시, 빠르게 반등할 것으로 예상된다.

[도표 1] 글로벌 터빈 4개사 신규 수주 추이



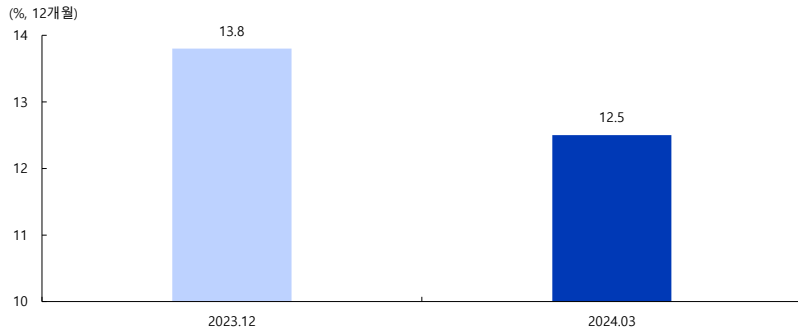
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 2] Vestas 풍력 사업 매출 추이



자료: Vestas, 교보증권 리서치센터

[도표 3] Orsted 손상차손 인식으로 1Q24 ROCE 감소



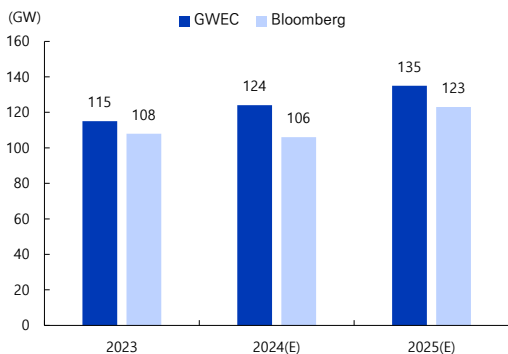
자료: Orsted, 교보증권 리서치센터

[도표 4] Orsted 해상&육상 풍력 프로젝트 포트폴리오. 1Q24 관련 프로젝트 지연 또는 취소 이슈 없음

구분	설비 용량	COD	상태
해상(7.6 GW)	Changhua 1 and 2a	900 MW	2Q24 · 설치 완료 · 모든 111 개 터빈 초기 발전 달성 · 2024년 2분기 상업운전(COD) 개시
	South Fork	130 MW	2Q24 · 설치 완료 · 2024년 2분기 상업운전(COD) 개시
	German programme	1,166 MW	2024~2025 · Gode Wind 3: 터빈 설치 시작 · Borkum Riffgrund 3: 2024년 하부구조물(foundation), 케이블 및 터빈 설치 계획되어 있으나, 예정보다 단축된 시간 내 진행 예정 · 5월~6월 터빈 설치 계획
	Changhua 2b and 4	920 MW	2025 · 계획보다 빠른 시일 내 변전소 상부구조물(substation topside) 구조적으로 완공 · 추가 선박 용량 확보 옵션 평가 중
	Revolution Wind	704 MW	2025 · 각 해상 변전소 2기에 모노파일(monopile)을 적시 납품하는 데 주력 · 육상 변전소 건설 시작 · 올해부터 해상작업 시작 예정
	Sunrise Wind	924 MW	2026 · NY4 요청에 성공하여 OREC 협상이 진행 중 · RoD 승인 · 최종 투자(FID) 승인 · 설치 선박 교체 계약 완료
	Hornsea 3	2,852 MW	2027 · 최종 투자(FID) 승인 · 영국 할당 라운드 6(AR6) 일부 용량 입찰 예정
육상(1.6 GW)	유럽	215 MW	2024-2026 · 프로젝트 원활히 진행 중 · 목표 시기에 시운전 가능 예상
	미국	1,394 MW	2024 · 건설 계획대로 진행 중

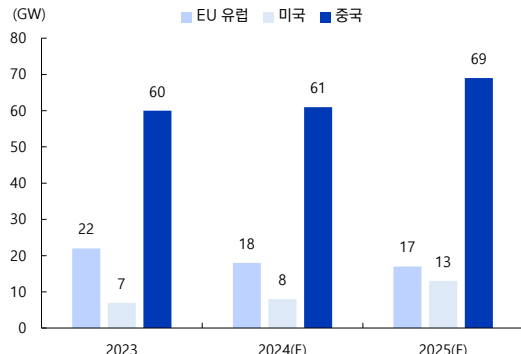
주1: MW 단위의 총 발전 용량
 주2: Borkum Riffgrund 3 (913 MW) 및 Gode Wind 3 (253 MW)
 주3: Gode Wind 3 및 Borkum Riffgrund 3의 예상 COD는 각각 2024년 및 2025년
 주4: FID 이후 필요 연방 허가서는 추후 처리 예정
 주5: 2024년 제1분기 현재 215 MW 중, 24 MW는 프랑스 내륙 프로젝트에서 처분될 예정
 주6: Eleven Mile (600 MW), Mockingbird (471 MW), Sparta (250 MW) 및 Old 300 (73 MW)
 주7: COD(Commercial Operation Date), FID(Final Investment Decision), RoD(Federal Record of Decision)
 자료: Orsted, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 글로벌 풍력 신규 설치량 전망



자료: GWEC, BNEF, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 유럽, 미국, 중국 풍력 신규 설치량 전망



자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

2. 태양광: 여전히 쉽지 않은 상황

1-1. 바닥에 대한 근거는 분명히 있는데

① 폴리실리콘 ASP vs 생산비용, ② 반덤핑 및 상계 관세 면제 조치 종료, ③ 중국 업체 미국 현지 생산

태양광 산업은 중국 업체들의 가격 경쟁이 가장 큰 이슈이다. 가격 경쟁으로 인한 폴리실리콘, 태양광 모듈 가격 하락은 태양광 업체들의 실적에 부정적인 영향을 미치고 있다. 2024년 하반기 가격 경쟁 둔화와 폴리실리콘, 태양광 모듈 가격 바닥에 대한 근거는 다음과 같다.

① 폴리실리콘 생산비용이 ASP(Average Selling Price, 평균판매가) 수준에 도달했다는 점이 다. 중국 폴리실리콘 판매 업체인 Daqo는 1Q24 Earnings Call에서 폴리실리콘 생산 비용이 평균 \$6.37/kg, ASP는 \$7.66/kg 발표했다. 생산비용과 ASP 스프레드 축소는 중국 폴리실리콘 업체의 추가 가격 경쟁이 어려워질 수 있다는 것을 의미한다.

② 미국 반덤핑 및 상계 관세 면제 조치 종료이다. 바이든 행정부가 트럼프 정부 시절에 부과된 반덤핑 및 상계 관세를 2022년 6월에 일시적으로 풀어주었다(미국에 들어오는 동남아시아 셀 및 모듈에 반덤핑 및 상계 관세 부과하지 않음). 2년 동안 유효하며, 2024년 6월에 종료될 예정임에 따라 중국 태양광 업체들이 동남아시아 국가를 우회하여 미국으로 수출한 셀 및 모듈에 대한 관세가 부과될 예정이다.

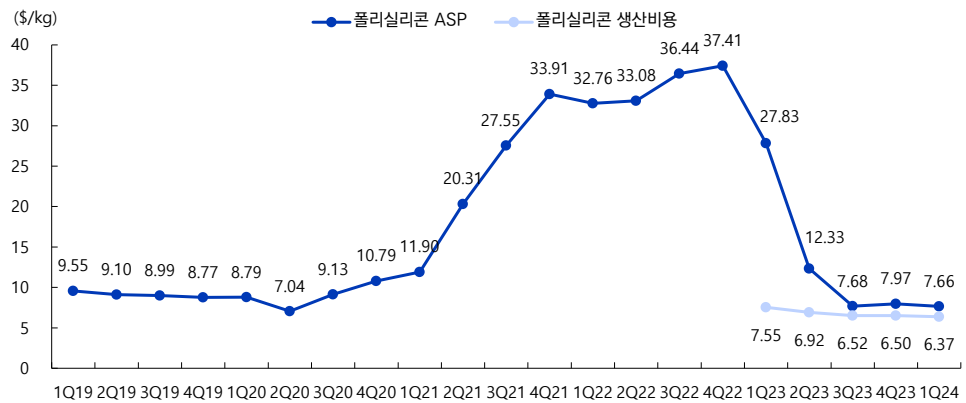
③ Longi, Trina Solar, Canadian Solar 등 중국 태양광 업체들의 미국 현지 생산시설에서 셀 및 모듈 생산이 본격적으로 시작될 예정이다. 중국 태양광 업체들은 제조 비용이 낮은 자국 또는 동남아시아 지역에서 셀 및 모듈을 생산했다. 미국 현지 생산시설에서 생산할 경우 높은 인건비 등 제조 비용의 상승을 고려하면 셀 및 모듈 가격의 추가 하락이 어려울 것으로 전망된다. 그럼에도 불구하고 단기적으로 상황은 쉽지 않다. 공급 과잉에 따른 재고 이슈 때문이다. 국제에너지기구에 따르면 2023년 말 미국 태양광 모듈 재고는 45GW 수준이다(45GW 중 중국 태양광 업체들이 동남아시아 지역을 통해 우회 수출한 재고 또한 상당 수준일 것으로 예상). 국제에너지기구, BNEF가 전망한 2024년 미국 신규 모듈 설치량 전망치가 38~40GW라는 점을 고려하면 약 1년치 재고가 쌓여 있다. 따라서, 미국에서 재고가 소진되기 전까지 가격 하락에 대한 리스크는 존재한다. 당사는 2024년 하반기 미국 지역에서의 재고 소진, 중국 태양광 업체들의 가격경쟁 둔화로 태양광 업체들의 실적 회복이 이어지는 것을 확인하는 것이 중요하다고 판단한다.

[도표 7] 폴리실리콘, 웨이퍼, 셀, 모듈 가격 추이



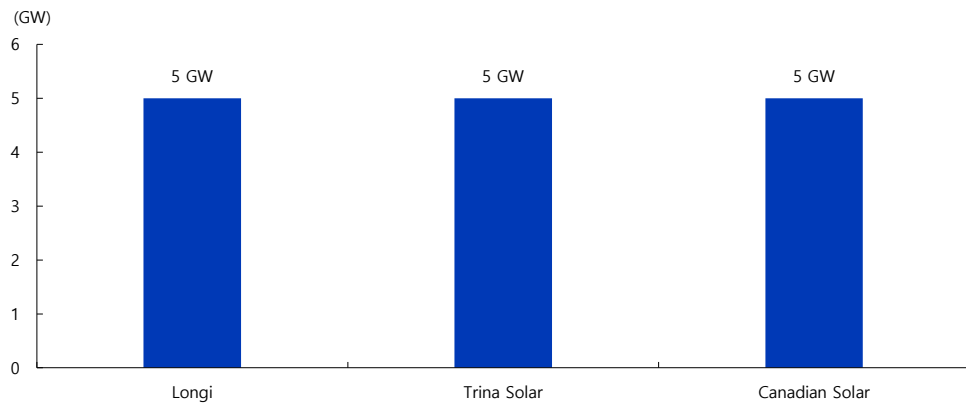
자료: Orsted, 교보증권 리서치센터

[도표 8] Daqo 폴리실리콘 ASP vs 생산비용



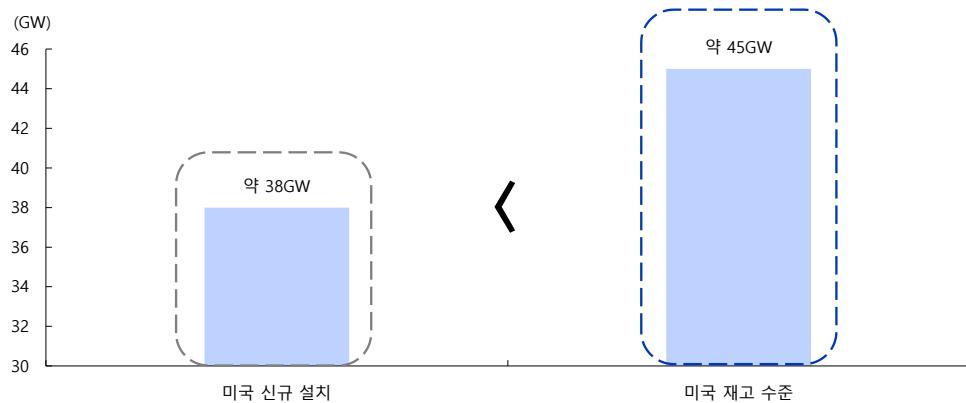
자료: Daqo New Energy, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 2024년 가동예정인 중국 태양광 업체 미국 현지 생산 시설 현황



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 2024년 미국 태양광 모듈 신규 설치 수요 vs 재고 수준



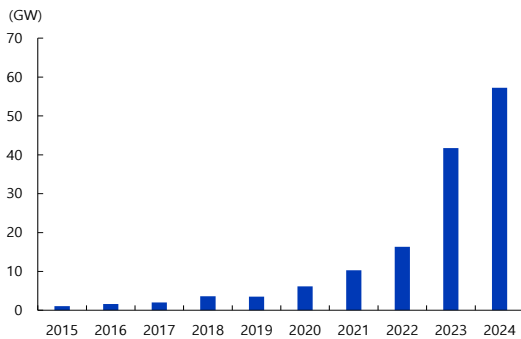
자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

3. ESS: 어마어마한 설치량

3-1. '22년 누적 설치 44GW → '23년, '24년 신규 설치 45GW, 57GW

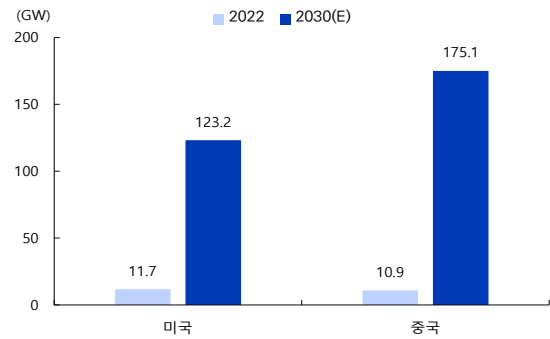
BNEF에 따르면 2022년 전 세계 ESS 누적 설치량은 43.8GW 수준이다. 2023년부터 ESS 설치가 눈에 띄게 증가하고 있다. 2023년 ESS 신규 설치는 45GW이며, 2024년 ESS 신규 설치는 57GW으로 전망된다. 특히, 미국과 중국은 2022년 기준 ESS 누적 설치량이 각각 10GW 수준인데, 2030년 ESS 누적 설치량은 미국이 약 120GW, 중국이 약 175GW으로 추정된다. 2030년 글로벌 ESS 누적 설치량은 약 500GW으로 2022년 대비 10배 이상이다.

[도표 11] 글로벌 ESS 신규 설치 추이 및 2024년 전망



자료: 한전 경영연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 미국, 중국 ESS 누적 설치량 전망

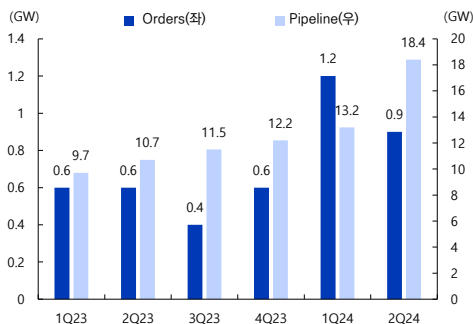


자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

Fluence Energy, Tesla 에너지 저장 사업 현황

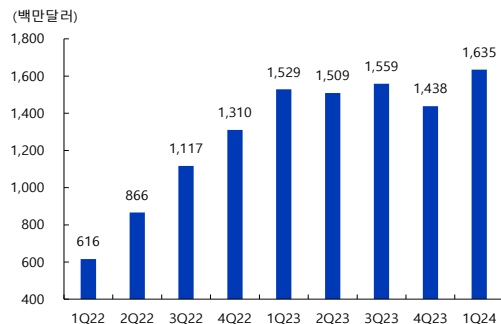
ESS 제품 및 서비스를 제공하는 Fluence Energy는 2Q24(9월 결산 법인) Earnings Call을 통해 ESS에 대한 수요가 전방에서 강력하다고 언급했다. 그 결과, 회계연도 2Q24 기준 에너지 저장 장치 신규 수주는 0.9GW(1Q23: 1.2GW, 4Q23 0.6GW), 파이프라인 18.4GW(4Q23: 12.2GW)를 기록했다. 나아가, Tesla 1Q24 Earnings Call에서 Elon Musk는 Megapack(대규모 에너지 저장 장치) 배치가 사상 최고치에 도달하여 기록적인 수익을 달성했다고 언급했다. Tesla의 'Energy Generation and Storage' 사업부 1Q24 매출은 16.4억달러로 YoY +6.9%, QoQ +13.7% 성장했다. Elon Musk는 해당 사업부는 몇 년간 지속적으로 성장할 것으로 확신하고 있으며, 2024년 연간 매출은 2023년 대비 최소 +75% 성장할 것으로 예상했다.

[도표 13] Fluence Energy Storage Solutions Ordes & Pipeline



자료: Fluence Energy, 교보증권 리서치센터

[도표 14] Tesla Energy Generation and Storage 매출 추이



자료: Tesla, 교보증권 리서치센터

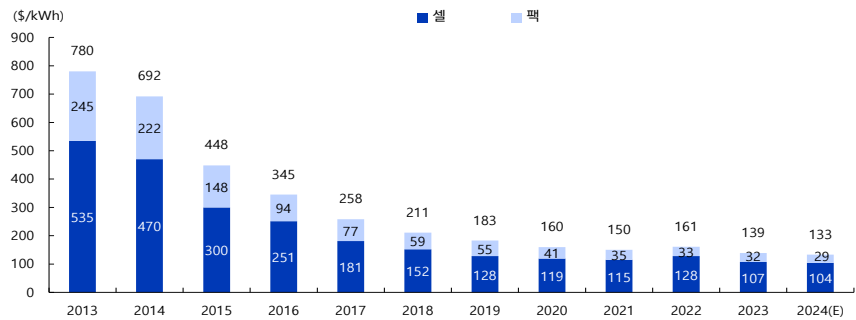
3-2. 왜 설치량이 증가하고 있는가

① 배터리 가격 하락, ② 기술 발전(장주기, 냉각 등)

재생에너지 간헐성으로 인해 재생에너지를 통한 전력 발전 및 출력의 변동성은 크다. 이러한 변동성 때문에 그리드(전력망) 내에서 전력의 수요와 공급의 불일치가 발생하고 정전, 에너지 손실 등과 같은 문제가 생긴다. 이를 해결하기 위해 ESS 설치하는 필수이다. 따라서 재생에너지 사용량이 증가할수록 ESS 설치도 함께 이뤄질 수 밖에 없다. 다만, 재생에너지 사용량 증가에 따른 ESS 설치의 증가와 중요성은 과거에도 계속 논의되어 왔던 이슈이다. 그렇다면 왜 2023년부터 본격적으로 ESS 설치량이 증가하고 있는 것일까?

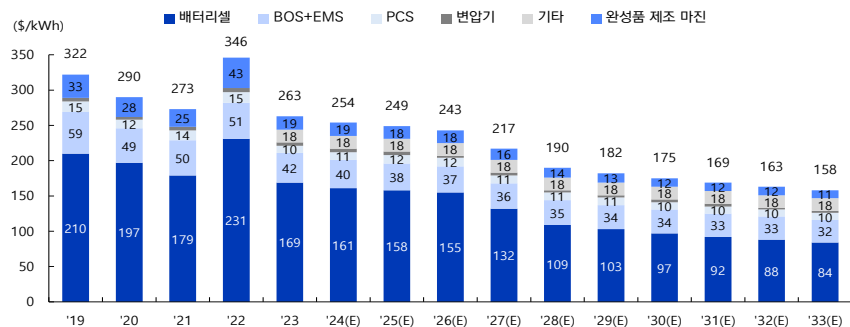
① 배터리 가격의 하락 때문이다. BNEF에 따르면 2024년 글로벌 배터리 생산능력(20개 글로벌 배터리 제조업체 기준)은 4.1TWh 수준이다. 전기차 둔화 전망에 따라 2024년 글로벌 배터리 수요는 1.2TWh에 그칠 것으로 전망된다. 즉, 배터리 공급 과잉에 따라 배터리 가격이 하락하고 있다. 특히 리튬이온 배터리 가격은 지속적으로 하락 중이다(ESS 내 탑재되는 배터리는 리튬전기 기반이 95%). 리튬이온 배터리 가격은 2020년부터 2022년까지 평균 \$150~\$160/kWh를 유지하다가 2023년 \$139/kWh 하락, 2024년은 전년대비 -4% 하락한 \$133/kWh으로 추정된다. 또한, 삼원계 리튬이온 배터리 대비 가격이 저렴한 LFP 보급이 확대되면서 ESS 가격 또한 하락 중이다([도표 16] 참고). 배터리는 ESS 매출원가 비중 중 50~55%를 차지한다.

[도표 15] 리튬이온배터리 가격 실적 및 전망



자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

[도표 16] BESS 가격 실적 및 전망



자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

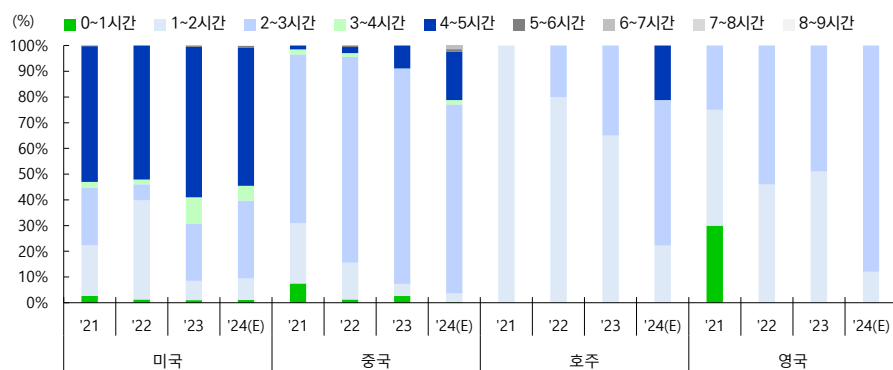
② 기술 발전 때문이다. 산업통상자원부에서 발표한 ESS 산업 발전 전략과 추진 과제를 참고 하면 장기화, 안전성 두 가지 측면에서 기술 발전이 중요하다.

장주기화의 기술 발전으로 ESS 주기가 길어지고 있다. 현재 주기가 2시간 이상인 리튬이온 배터리의 보급확대로 ESS의 주기가 증가하고 있다. 2024년 상업운전 예정인 ESS의 75%는 주기가 2시간 이상일 것으로 예상된다. 미국의 경우 주기가 4시간 이상인 ESS 보급이 많이 이루어졌지만, 중국은 2024년부터 주기가 4시간 이상인 ESS의 보급이 본격적으로 이루어질 것으로 전망된다.

안전성 측면에서 기술 발전이 중요한 이유는 화재 때문이다. LFP 배터리의 보급 확대로 가격, 안정성 측면에서 경쟁력을 보유하게 되었다. 나아가, 냉각 장치의 기술발전이 이루어짐에 따라 안정성과 배터리 수명을 높이고 있다.

냉각 장치는 크게 공랭식과 수랭식으로 분류할 수 있다. 공랭식과 비교 시 수랭식은 낮은 소음, 높은 냉각, 일정한 온도 균일성이라는 장점을 보유하고 있다. 액체 냉각이 대표적인 수랭식 방식이며 작동 원리는 다음과 같다. 펌프로 구동되는 냉각액은 배터리 모듈 내부를 순환하여 배터리 열을 흡수한다. 액체가 배터리 모듈 밖으로 나오면 배터리의 열로 인해 뜨거운 액체가 된다. 뜨거운 액체는 열 교환 탱크로 다시 순환된다. 열 교환 내부에서 냉매는 액체 상태에서 기체 상태로 기화된다. 태양광 인버터, ESS 제조업체인 Sungrow는 2023년에 'Power Titan'이라는 수랭식 에너지 저장 시스템을 소개했다. 중국 태양광 모듈 제조업체 Jinko Solar 또한 액체 냉각 에너지 저장 시스템은 'SunGiga'를 2023년에 선보였다. 국내에서는 코스닥 이전상장 예정인 한중엔시에스 주목. 한중엔시에스는 국내 최초로 수냉식 ESS 시스템 개발을 완료했으며, 현재 양산하여 삼성SDI에 공급 중이다.

[도표 17] 주요국의 ESS 용량 중 주기별 비중 실적 및 전망



자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

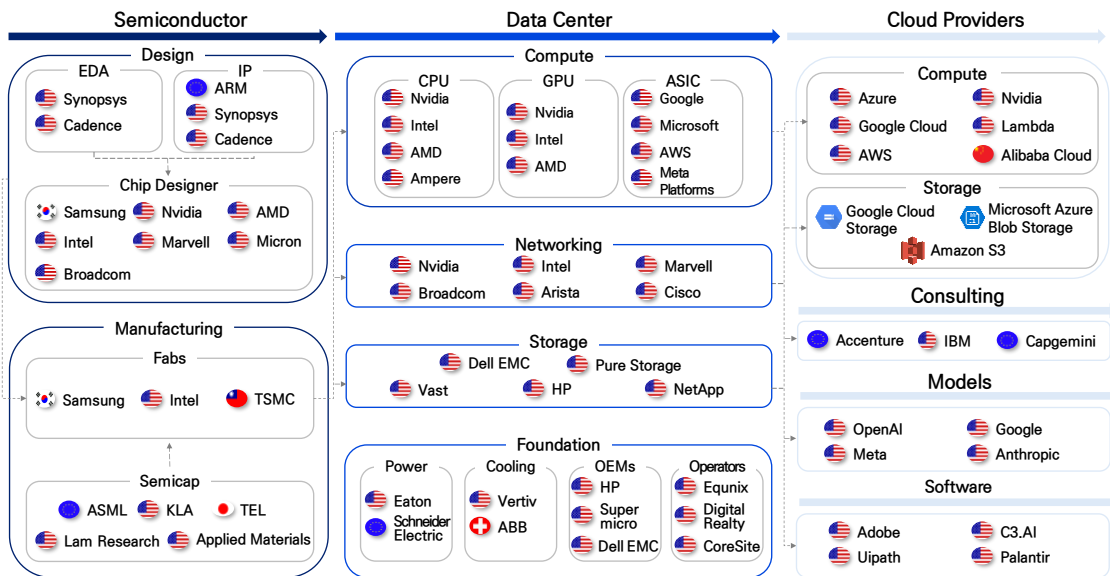
4. +@ 데이터센터

4-1. 글로벌 빅테크들의 데이터센터 투자 규모는?

현재 데이터센터 용량 13GW~17GW, 앞으로 설치 예정 용량 13~GW~17GW

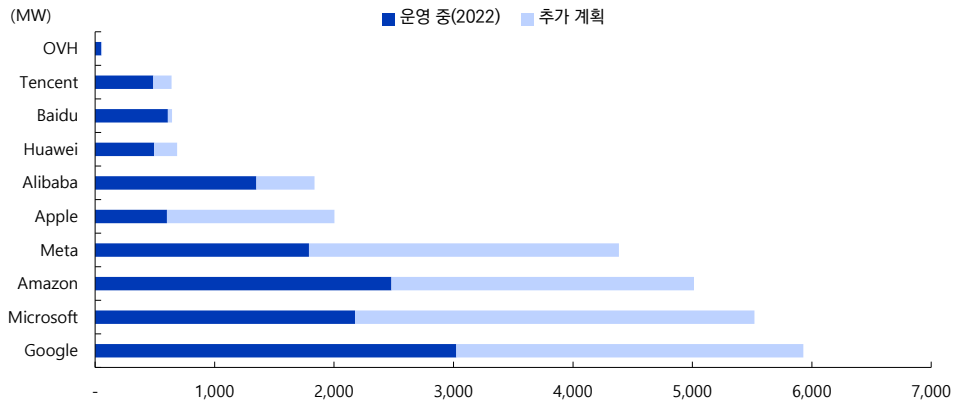
글로벌 빅테크들은 인공지능 사업 경쟁을 위해 데이터센터에 공격적으로 투자하고 있다. 인터넷 인프라 컨설팅 회사 Structure Research에 따르면 글로벌 빅테크 12개가 현재까지 구축한 데이터센터 용량은 2022년 기준 13GW 수준이다. 향후 데이터센터는 현재 존재하는 규모 이상으로 구축될 것으로 추정된다. 이는 현재 개발 중이거나 토지가 확보된 데이터센터 투자 데이터를 근거로 추정되었다. McKinsey 또한 유사한 수치로 전망했다(2022년 17GW→2030년 35GW). 즉, 데이터센터가 공격적으로 투자되는 동안 데이터센터 내 주요 제품 및 장비의 수요는 강할 것이다. 인공지능 Value Chain 내 인프라(데이터센터)에 주목해야하는 이유이다.

[도표 18] 인공지능 Value Chain



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 19] 글로벌 빅테크 데이터센터 증설 현황 및 전망



자료: Structure Research, Data Center Knowledge, 교보증권 리서치센터

4-2. 전력과 관련된 모든 제품에 주목해야할 시점

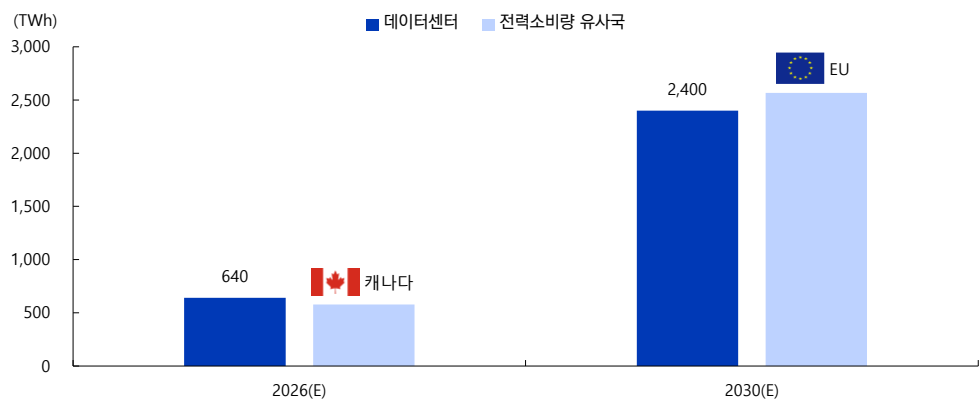
전력기기, 냉각기, 연료전지, ESS, 슈퍼커패시터 등등등

인공지능의 발전을 위해서는 데이터센터 내에서 대규모 데이터를 실시간으로 빠르게 처리하는 것이 핵심이다. 대규모 데이터를 실시간으로 빠르게 처리하기 위해 소비되는 전력량은 어마어마하다. 데이터센터의 전력 사용량을 추정하면 다음과 같다.

IEA(국제에너지기구)에서 추정한 2024년부터 2030년까지 매년 전 세계 전력 소비량을 고려하여, 당사는 2024년부터 전 세계 전력 사용량을 매년 평균 30,000TWh으로 가정했다. IEA가 추정한 데이터센터 전력 사용량의 전 세계 전력 사용량 내 비중은 2022년 1.2%(360TWh) 수준이다. 그러나 빅테크들의 데이터센터 증설과 데이터센터 내 고도화되고 있는 서버, 네트워킹 관련 제품 및 장비를 고려하면, 2026년 전 세계 전력 사용량 중 데이터센터에서 사용된 전력의 비중은 2.1%(640TWh), 2030년에는 8%(2,400TWh)까지 높아질 것으로 전망된다. 참고로 2026년 데이터센터 전력 소비량은 640TWh는 캐나다의 전력 소비량과 유사한 수준이다. 2030년 데이터센터 전력 소비량은 2,400TWh가 예상되며, 이는 EU 전력 소비량과 유사한 수준이다. 즉, 데이터센터가 증설됨에 따라 국가 단위의 전력 소비가 증가하기 때문에, 현재 전력 인프라(전력기기)와 실시간 전력 효율화를 위한 제품(냉각기, 수소연료전지 ESS, 슈퍼커패시터 등)에 대한 수요가 강하다. 이러한 수요 덕분에 관련 전력 관련 제품 및 서비스를 제공하는 Eaton과 데이터센터의 전력 관리 시스템과 HVAC(Heating, Ventilation and Air Conditioning) 솔루션을 제공한 Vertiv와 같은 기업들의 주주와 매출액은 지속적으로 증가 중이다. 특히, Nvidia와 파트너십을 체결한 Vertiv의 경우 시장에서 높은 Multiple(12M Fwd P/E 41배)로 거래되고 있다.

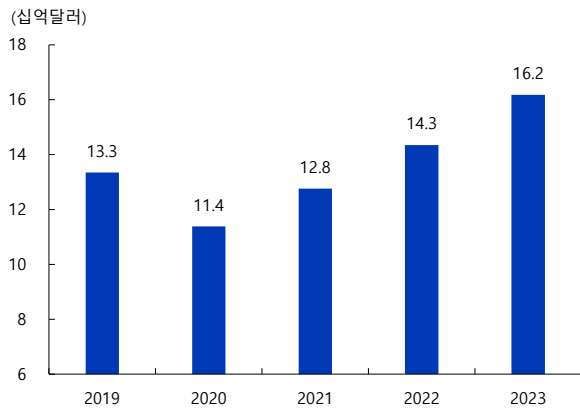
2024년 하반기에는 전력기기와 냉각기 대비 주목을 덜 받았던 데이터센터 실시간 전력 효율화 관련 제품 및 장비(연료전지, ESS, 슈퍼커패시터)에도 주목할 필요가 있다. 2024년 5월 Bloom Energy와 Intel은 연료전지 발전을 통한 데이터센터 전력 용량 계약을 체결했다. 이처럼 데이터센터는 실시간으로 전력 효율화가 이루어져야하기 때문에 저장 및 비상전원 관련 제품의 수요도 강할 것으로 예상된다.

[도표 20] 데이터센터 전력 소비량 vs 국가 전력 소비량



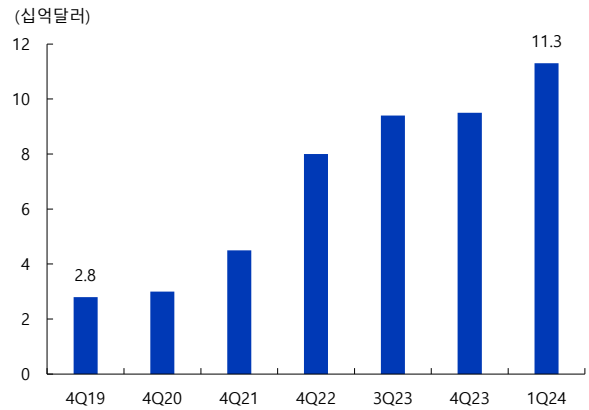
자료: IEA, Enerdata, 교보증권 리서치센터

[도표 21] Eaton 분기별 Electrical 매출 추이(미국+글로벌)



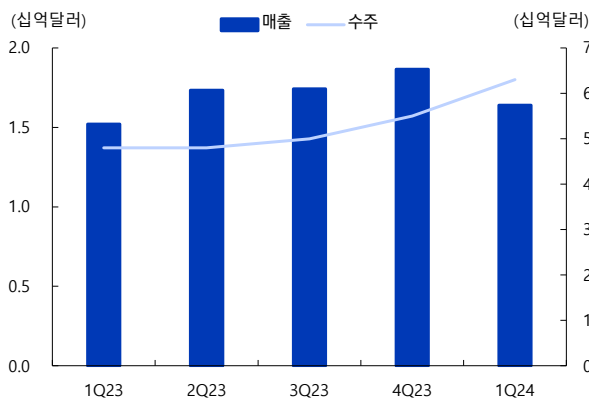
자료: Eaton, 교보증권 리서치센터

[도표 22] Eaton 분기별 Electrical 수주잔고 추이(1Q24 업뎃)



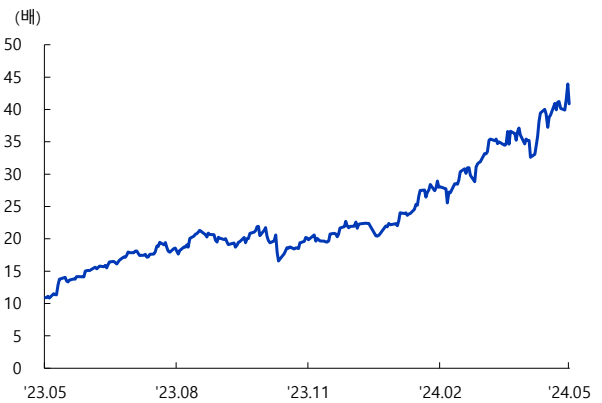
자료: Eaton, 교보증권 리서치센터

[도표 23] Vertiv 매출, 수주잔고 추이



자료: Vertiv, 교보증권 리서치센터

[도표 24] Vertiv 12M Fwd P/E 추이



자료: Vertiv, 교보증권 리서치센터

[도표 25] Bloom Energy, Intel 데이터센터 연료전지 계약 관련 이미지



자료: Bloom Energy, 교보증권 리서치센터



KYOBO Securities

이 페이지는 편집상 공백입니다.

씨에스윈드 112610

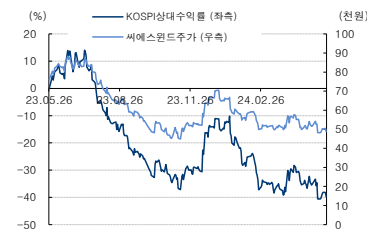
May 22, 2024

일감은 많다

Buy 유지
TP 62,000 원 하향

Company Data	
현재가(05/21)	48,750 원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	88,400 원
52주 최저가(보통주)	44,900 원
KOSPI (05/21)	2,724.18p
KOSDAQ (05/21)	846.51p
자본금	211 억원
시가총액	20,559 억원
발행주식수(보통주)	4,217 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	38.4 만주
평균거래대금(60일)	194 억원
외국인지분(보통주)	12.80%
주요주주	
김성권 외 15인	41.03%
국민연금공단	9.99%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	-8.0	-36.4
상대주가	-6.9	-15.2	-40.7

[지주/재생에너지] 박건영
3771-9465,
kun.park@iprovest.com

실적 전망: 2Q, 4Q가 1Q, 3Q에 비해 상대적으로 좋을 것

'24년 씨에스윈드 분기 실적 변동성 있을 것으로 전망. 타워 매출은 2Q, 4Q가 1Q, 3Q에 비해 상대적으로 높을 것으로 추정. 씨에스윈드의 고객인 글로벌 터빈사 사업자들의 1Q24 Earnings Call에서도 '24년 비선형적 성장(분기별 변동성 존재하지만 연간으로는 성장)에 대해 언급. 씨에스윈드 '24년 매출 2.88조원(YoY +89.8%), 영업이익 1,130억원(YoY +8.0%)으로 추정. Bladt 수익성 개선이 중요해진 시점.

전방 사업 점검: 디벨로퍼 큰 이슈 없음, 터빈사 수주 좋음

'23년과 같은 풍력 프로젝트 취소 이슈는 '24년 현재까지 없음. 글로벌 터빈사의 1Q24 신규 수주는 전분기대비 감소 추세이지만 '23년 연간 신규 수주 금액은 지난 풍력 산업 호황인 2019년과 유사한 수준. 씨에스윈드 또한 연간 목표 수주 대비 현재 달성률을 고려했을 때 수주는 문제 없음. 일감은 많은 상황. 매크로 환경 개선 시 매출 인식은 빠르게 진행될 것으로 기대.

투자의견 Buy, 목표주가 62,000원으로 하향

씨에스윈드 목표주가 산출 방식에 대한 변화는 기존과 동일. EV/EBITDA Multiple Valuation을 통해 산출. 다만, 기존 추정 '24년 EBITDA 하향 조정함에 목표주가 62,000원으로 하향, 투자의견 Buy 유지.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	1,375	1,520	2,885	3,270	3,888
YoY(%)	151	10.6	89.8	13.3	18.9
영업이익(십억원)	42	105	113	196	272
OP 마진(%)	3.1	6.9	3.9	6.0	7.0
순이익(십억원)	-7	19	37	99	156
EPS(원)	45	471	919	2,463	3,873
YoY(%)	-97.2	942.0	95.0	168.0	57.2
PER(배)	1,521.1	149.0	54.8	20.5	13.0
PCR(배)	22.6	15.5	10.7	7.5	6.0
PBR(배)	3.3	3.3	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	29.9	20.9	16.7	11.8	9.4
ROE(%)	0.2	2.2	4.3	10.9	15.3

[도표 26] 씨에스윈드 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q23E	2023	2024E
매출액	350	416	381	374	737	757	648	744	1,520	2,885
YoY	13.0%	26.9%	17.8%	-9.8%	110.2%	82.1%	70.2%	99.2%	10.6%	89.8%
타워 및 부품	308	360	341	191	494	519	410	489	1,201	1,911
씨에스베어링	25	28	15	8	16	16	21	28	76	81
AMPC	17	28	24	12	24	25	27	27	82	103
Bladt				162	203	198	190	200	162	790
영업이익	25	42	41	-3	-10	34	40	49	105	113
YoY	166.4%	116.6%	105.1%	적지	적전	-19.8%	-2.5%	흑전	148.5%	8.0%
영업이익률	7.0%	10.1%	10.9%	-0.9%	-1.3%	4.4%	6.2%	6.5%	6.9%	3.9%

자료: 교보증권 리서치센터

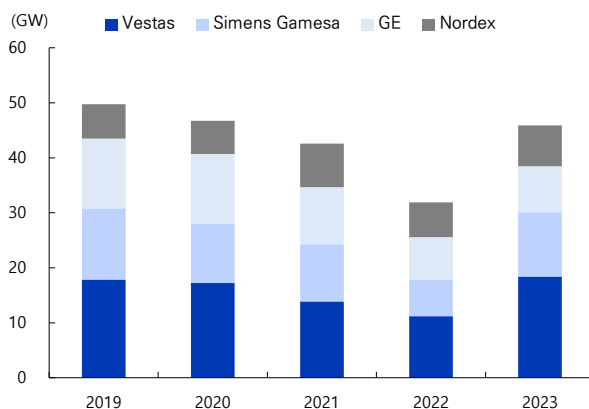
[도표 27] 씨에스윈드 Valuation Table

(단위: 십억원)

구분	값	비고
적용 EBITDA	194.2	'24년 씨에스윈드 예상 EBITDA
적용 EV/EBITDA(배)	18	TPI Composite, Titan Wind 평균 EV/EBITDA
EV ①	3,495	
순차입금(연결) ②	890.9	최근분기말 기준
적정가치 ①-②=③	2,604	
발행주식수(주) ④	42,171,403	
목표주가(원) ③/④	61,759	목표주가 62,000 원으로 하향

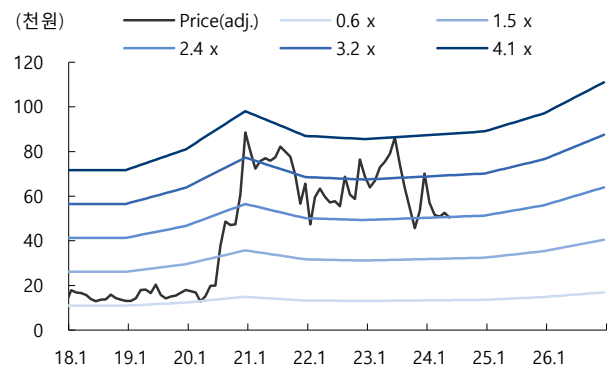
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 28] 글로벌 터빈 4개사 연간 신규 수주 추이



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 씨에스윈드 Trailing P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

[씨에스윈드 112610]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,375	1,520	2,885	3,270	3,888
매출원가	1,239	1,314	2,661	2,943	3,460
매출총이익	136	206	224	327	428
매출총이익률 (%)	9.9	13.5	7.8	10.0	11.0
판매비와관리비	94	101	111	131	156
영업이익	42	105	113	196	272
영업이익률 (%)	3.1	6.9	3.9	6.0	7.0
EBITDA	108	179	194	277	350
EBITDA Margin (%)	7.8	11.7	6.7	8.5	9.0
영업외손익	-37	-81	-67	-72	-78
관계기업손익	-2	-4	-4	-4	-4
금융수익	59	40	26	30	33
금융비용	-100	-94	-79	-87	-94
기타	6	-23	-10	-11	-12
법인세비용차감전순손익	5	24	46	124	195
법인세비용	10	5	9	25	39
계속사업순손익	-6	19	37	99	156
중단사업순손익	-1	0	0	0	0
당기순이익	-7	19	37	99	156
당기순이익률 (%)	-0.5	1.2	1.3	3.0	4.0
비지배지분순이익	-9	-1	-2	-5	-8
지배지분순이익	2	20	39	104	163
지배순이익률 (%)	0.1	1.3	1.3	3.2	4.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	41	16	6	3	1
포괄순이익	34	35	43	101	157
비지배지분포괄이익	-8	-1	-2	-4	-6
지배지분포괄이익	42	36	45	105	162

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	151	111	-249	82	71
당기순이익	-7	19	37	99	156
비현금항목의 가감	126	171	159	177	190
감가상각비	51	59	70	73	71
외환손익	21	16	-7	-7	-7
지분법평가손익	2	4	4	4	4
기타	53	91	92	107	122
자산부채의 증감	68	-57	-392	-123	-187
기타현금흐름	-37	-21	-52	-71	-87
투자활동 현금흐름	-105	-236	-131	-144	-99
투자자산	-17	11	5	5	5
유형자산	-98	-192	-88	-100	-55
기타	10	-55	-48	-49	-49
재무활동 현금흐름	-95	141	382	150	114
단기차입금	39	-61	-61	-61	-61
사채	-11	-3	0	0	0
장기차입금	-12	259	455	227	197
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-25	-21	-21	-21	-21
기타	-86	-34	9	4	-1
현금의 증감	-70	16	58	162	133
기초 현금	262	192	207	265	427
기말 현금	192	207	265	427	560
NOPLAT	-51	83	90	157	218
FCF	-16	-93	-309	15	53

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,011	1,368	2,253	2,670	3,200
현금및현금성자산	192	207	265	427	560
매출채권 및 기타채권	366	488	775	863	998
재고자산	382	582	1,105	1,252	1,489
기타유동자산	72	91	108	129	153
비유동자산	773	1,464	1,478	1,505	1,491
유형자산	529	916	934	961	944
관계기업투자금	9	15	10	5	1
기타금융자산	7	15	16	17	19
기타비유동자산	228	519	518	521	527
자산총계	1,784	2,833	3,731	4,175	4,691
유동부채	624	1,417	1,825	1,936	2,083
매입채무 및 기타채무	323	832	1,258	1,378	1,571
차입금	233	384	323	262	201
유동성채무	27	119	131	138	139
기타유동부채	41	82	113	158	172
비유동부채	233	471	943	1,189	1,406
차입금	174	303	758	986	1,183
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	59	168	185	203	224
부채총계	857	1,888	2,768	3,124	3,490
지배지분	880	897	915	998	1,141
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	610	611	611	611	611
이익잉여금	242	241	259	343	485
기타자본변동	-43	-43	-43	-43	-43
비지배지분	48	48	49	53	61
자본총계	928	944	963	1,051	1,201
초차입금	475	940	1,360	1,548	1,701

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	45	471	919	2,463	3,873
PER	1,521.1	149.0	54.8	20.5	13.0
BPS	20,856	21,266	21,694	23,666	27,048
PBR	3.3	3.3	2.3	2.1	1.9
EBITDAPS	2,554	4,235	4,605	6,575	8,289
EV/EBITDA	29.9	20.9	16.7	11.8	9.4
SPS	32,603	36,047	68,421	77,541	92,198
PSR	2.1	1.9	0.7	0.6	0.5
CFPS	-371	-2,203	-7,319	357	1,258
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	15.1	10.6	89.8	13.3	18.9
영업이익 증가율	-58.3	148.5	8.1	73.5	38.7
순이익 증가율	적전	흑전	95.0	168.0	57.2
수익성					
ROIC	-4.7	6.5	5.6	8.4	10.9
ROA	0.1	0.9	1.2	2.6	3.7
ROE	0.2	2.2	4.3	10.9	15.3
안정성					
부채비율	92.3	199.9	287.3	297.3	290.5
순차입금비율	26.6	33.2	36.4	37.1	36.3
이자보상배율	2.9	3.0	2.3	3.5	4.5



KYOBO Securities

이 페이지는 편집상 공백입니다.

한화솔루션 009830

May 22, 2024

어려운 상황, 장기적인 그림을 봐야할 때

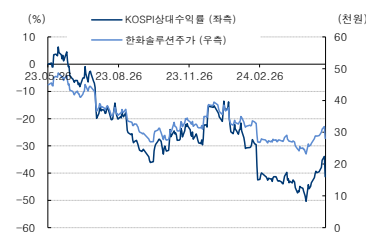
Buy 유지

TP 40,000 원 유지

Company Data

현재가(05/21)	28,050 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	48,700 원
52 주 최저가(보통주)	23,150 원
KOSPI (05/21)	2,724.18p
KOSDAQ (05/21)	846.51p
자본금	9,782 억원
시가총액	48,784 억원
발행주식수(보통주)	17,189 만주
발행주식수(우선주)	258 만주
평균거래량(60 일)	185.4 만주
평균거래대금(60 일)	520 억원
외국인지분(보통주)	22.84%
주요주주	
한화 외 4 인	36.48%
국민연금공단	6.24%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.7	-18.2	-39.7
상대주가	7.2	-24.6	-43.8

[지주/재생에너지] 박건영

3771-9465,

kun.park@iprovest.com

실적 전망: 태양광 수익성 개선은 하반기부터

한화솔루션 신재생 에너지 사업(태양광)은 하반기부터 수익성 개선할 수 있을 것으로 전망. 현재 미국내 태양광 모듈 재고 상황 고려하여 '24년 신재생 에너지 사업 매출은 4.8조원(YoY -26.8%), 영업손실 796억원(적자전환)으로 추정.

반등에 대한 근거와 장기적인 그림

태양광 설치 수요는 문제 없음. 하지만 중국 태양광 업체들의 가격 경쟁으로 인한 폴리실리콘, 모듈 가격 하락 때문에 태양광 산업 어려운 상황. 반등 포인트 존재, 다음과 같음. ① 폴리실리콘 제조업체들의 생산비용이 ASP(Average Selling Price) 수준에 도달, ② '24년 6월 미국 반덤핑 및 상계 관세 면제 조치 종료 예정, ③ Longi, Trina Solar, Canadian Solar 등 중국 태양광 업체들의 미국 현지 생산시설에서 셀 및 모듈 생산 본격적으로 시작. 따라서, '24년 하반기 미국 내 태양광 모듈 가격 안정화 기대. 가격 이슈를 넘어 한화솔루션은 장기적으로 모듈 생산, 설치, 전력 발전까지 사업 확장 예정. '24년 하반기 태양광 시장 가격 안정화 여부와 한화솔루션의 장기적인 그림에 주목.

투자의견 Buy, 목표주가 40,000원 유지

'24년 한화솔루션 매출, 영업이익은 전년대비 감소할 것으로 예상되나, '24년 하반기 업황 반등과 P/B Band 하단인점을 고려하여 투자의견 Buy, 목표주가 40,000 원 유지.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	13,131	13,289	11,420	13,131	13,600
YoY(%)	22.4	1.2	-14.1	15.0	3.6
영업이익(십억원)	924	605	-121	657	789
OP 마진(%)	7.0	4.6	-1.1	5.0	5.8
순이익(십억원)	366	-155	-566	301	407
EPS(원)	1,878	-1,194	-4,419	2,343	3,168
YoY(%)	-43.5	적전	적지	흑전	35.2
PER(배)	22.9	-33.1	-7.0	13.2	9.8
PCR(배)	4.8	5.0	6.6	2.0	1.8
PBR(배)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.9	12.0	23.4	11.2	10.5
ROE(%)	4.2	-2.5	-10.2	5.6	7.1

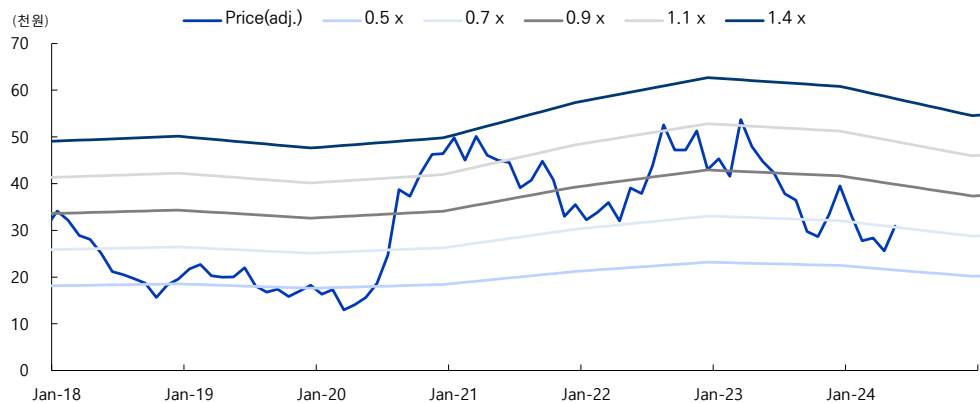
[도표 30] 한화솔루션 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	3,100	3,393	2,926	3,870	2,393	2,766	3,116	3,145	13,289	11,420
YoY	4.4%	0.1%	-13.1%	13.6%	-22.8%	-18.5%	6.5%	-18.7%	1.2%	-14.1%
신재생에너지(태양광)	1,366	1,629	1,280	2,341	779	1,066	1,419	1,581	6,616	4,844.1
케미칼	1,348	1,341	1,286	1,123	1,222	1,276	1,287	1,137	5,097	4,922
첨단소재	254	264	235	236	250	261	253	247	989	1,011
기타	133	159	125	170	143	163	158	180	587	643
영업이익	271	194	98	41	-217	-96	45	147	605	-121
신재생에너지(태양광)	245	138	35	151	-187	-84	32	160	568	-79.6
케미칼	34	49	56	-79	-19	-13	17	-5	60	-21
첨단소재	22	21	16	5	11	18	14	9	64	52
기타	-29	-14	-8	-36	-21	-17	-18	-16	-88	-72
영업이익(%)	71.9%	-30.1%	-71.8%	-70.9%	적전	적전	-54.0%	260.8%	-34.6%	적전
신재생에너지(태양광)	흑전	29.2%	-8.2%	-35%	적전	적전	-7.5%	6.1%	흑전	적전
케미칼	-86.9%	-79.1%	-56.3%	적지	적전	적전	-70.1%	적지	-43.7%	적전
첨단소재	623.3%	27.7%	-18.7%	흑전	-51.2%	-14.9%	-11.2%	66.0%	263.9%	-19.5%
영업이익률	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-9.1%	-3.5%	1.5%	4.7%	4.5%	-1.1%
신재생에너지(태양광)	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-24.0%	-7.9%	2.3%	10.1%	8.6%	-1.6%
케미칼	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-1.5%	-1.0%	1.3%	-0.5%	1.2%	-0.4%
첨단소재	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	4.2%	6.9%	5.7%	3.6%	6.5%	5.1%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 31] 한화솔루션 Trailing P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

[한화솔루션 009830]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,420	13,131	13,600
매출원가	10,732	11,050	9,901	10,964	11,179
매출총이익	2,399	2,239	1,519	2,167	2,421
매출총이익률 (%)	18.3	16.8	13.3	16.5	17.8
판매비와관리비	1,475	1,634	1,640	1,510	1,632
영업이익	924	605	-121	657	789
영업이익률 (%)	7.0	4.5	-1.1	5.0	5.8
EBITDA	1,599	1,283	665	1,533	1,707
EBITDA Margin (%)	12.2	9.7	5.8	11.7	12.6
영업외손익	-374	-707	-737	-180	-150
관계기업손익	-102	14	-86	-86	-86
금융수익	30	95	82	87	112
금융비용	-201	-416	-485	-571	-633
기타	-101	-400	-248	390	458
법인세비용차감전순손익	549	-102	-858	476	639
법인세비용	202	41	-300	167	224
계속사업순손익	347	-147	-558	310	415
중단사업순손익	19	-8	-8	-8	-8
당기순이익	366	-155	-566	301	407
당기순이익률 (%)	2.8	-1.2	-5.0	2.3	3.0
비지배지분순이익	7	53	193	-102	-138
지배지분순이익	359	-208	-759	404	545
지배순이익률 (%)	2.7	-1.6	-6.6	3.1	4.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	219	21	21	21	21
포괄순이익	585	-134	-545	322	428
비지배지분포괄이익	4	58	235	-139	-185
지배지분포괄이익	580	-192	-780	461	613

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	1,308	1,328	1,801
당기순이익	0	0	-566	301	407
비현금항목의 가감	1,340	1,583	1,560	2,201	2,337
감가상각비	637	613	733	829	875
외환손익	109	30	-46	-46	-46
지분법평가손익	102	-14	86	86	86
기타	492	955	787	1,332	1,422
자산부채의 증감	-1,626	-499	420	-518	-193
기타현금흐름	403	-567	-106	-656	-751
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-1,930	-1,852	-1,542
투자자산	-594	-689	-606	-606	-606
유형자산	-903	-2,390	-1,600	-1,521	-1,211
기타	21	280	276	275	275
재무활동 현금흐름	2,322	1,609	1,044	1,425	874
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,304	2,052	1,495	1,868	1,307
자본의 증가(감소)	0	49	0	0	0
현금배당	0	0	-52	-52	-52
기타	1,018	-493	-399	-391	-381
현금의 증감	965	-658	-284	362	673
기초 현금	1,652	2,616	1,958	1,674	2,036
기말 현금	2,616	1,958	1,674	2,036	2,708
NOPLAT	584	848	-79	427	513
FCF	-1,270	-1,363	-473	-736	27

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,573	8,705	7,372	8,507	9,468
현금및현금성자산	2,548	1,956	1,674	2,036	2,708
매출채권 및 기타채권	2,280	2,409	2,144	2,424	2,517
재고자산	3,060	3,297	2,833	3,258	3,374
기타유동자산	685	1,043	722	789	869
비유동자산	13,634	14,407	15,843	17,119	18,055
유형자산	6,879	7,046	7,914	8,606	8,942
유동성채무	3,745	4,077	4,598	5,118	5,639
기타금융자산	452	345	360	376	395
기타비유동자산	2,558	2,939	2,972	3,019	3,080
자산총계	23,832	24,493	24,596	27,007	28,904
유동부채	6,808	7,689	7,460	7,737	7,856
매입채무 및 기타채무	2,781	2,934	2,676	2,912	2,977
차입금	2,443	2,947	2,947	2,947	2,947
유동성채무	560	841	925	1,018	1,120
기타유동부채	1,025	967	912	861	812
비유동부채	5,685	6,598	7,861	9,590	10,802
차입금	2,158	3,174	4,669	6,537	7,844
사채	2,047	2,387	2,387	2,387	2,387
기타비유동부채	1,480	1,036	804	665	570
부채총계	13,935	15,482	16,516	18,523	19,853
지배지분	8,921	7,847	7,037	7,389	7,883
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	4,529	4,880	5,374
기타자본변동	-154	-135	-135	-135	-135
비지배지분	976	1,163	1,043	1,095	1,168
자본총계	9,897	9,011	8,080	8,484	9,051
총차입금	7,789	9,590	11,028	12,930	14,315

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,878	-1,194	-4,419	2,343	3,168
PER	22.9	-33.1	-7.0	13.2	9.8
BPS	46,364	44,979	40,335	42,352	45,182
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	8,312	7,231	3,814	8,789	9,785
EV/EBITDA	8.9	12.0	23.4	11.2	10.5
SPS	68,647	75,901	66,438	76,391	79,119
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
CFPS	-6,602	-7,679	-2,709	-4,218	156
DPS	0	300	300	300	300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	22.4	1.2	-14.1	15.0	3.6
영업이익 증가율	25.1	-34.6	적전	흑전	20.1
순이익 증가율	-40.6	적전	적지	흑전	35.1
수익성					
ROIC	5.9	7.8	-0.7	3.5	3.9
ROA	1.6	-0.9	-3.1	1.6	2.0
ROE	4.2	-2.5	-10.2	5.6	7.1
안정성					
부채비율	140.8	171.8	204.4	218.3	219.3
순차입금비율	32.7	39.2	44.8	47.9	49.5
이자보상배율	4.6	1.5	-0.2	1.1	1.2



KYOBO Securities

이 페이지는 편집상 공백입니다.

두산퓨얼셀 336260

May 22, 2024

올해도 상저하고

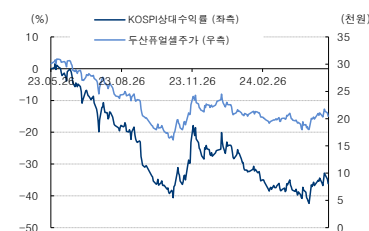
Trading Buy 하향

TP 24,000 원 하향

Company Data

현재가(05/21)	20,450 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	31,250 원
52 주 최저가(보통주)	16,080 원
KOSPI (05/21)	2,724.18p
KOSDAQ (05/21)	846.51p
자본금	82 억원
시가총액	14,492 억원
발행주식수(보통주)	6,549 만주
발행주식수(우선주)	1,635 만주
평균거래량(60 일)	39.1 만주
평균거래대금(60 일)	80 억원
외국인지분(보통주)	12.50%
주요주주	
두산에너지빌리티 외 14 인	37.84%
국민연금공단	6.48%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.5	-2.9	-34.6
상대주가	3.2	-10.5	-39.0

실적 전망: 올해도 상저하고

두산퓨얼셀 '24년 실적 상저하고 전망. '23년 CHPS 수주(109MW)와 RPS 수주(31MW)를 '24년 연간 실적에 반영. '24년 매출액 4,114억원(YoY +57.7%), 영업이익 168억원(YoY +929.7%)으로 추정. '24년 CHPS 규모 증가('23년 1,000GWh→'24년 4,800GWh) 고려 시, '24년 신규 수주 전년대비 증가 기대.

기존 수주 진행, 신사업 확장이 주가 상승의 변수

두산퓨얼셀의 4Q21 국내 수주 3,764억원, 4Q22 중국 수주 4,110억원은 매출 인식이 지연 중(프로젝트 지연). 불안정한 매크로(고금리 등) 환경이 주요 원인으로 파악. 과거 대규모 수주의 매출 인식이 중요해진 시점. 나아가, 기존 PEMFC 기반 모빌리티 사업(수소 버스 등), 발전용 및 선박용 SOFC 제품 개발 등 신사업 가시화가 주가 상승의 변수로 작용할 것으로 판단.

투자의견 Trading Buy, 목표주가 24,000원

두산퓨얼셀 목표주가 산출은 기존 P/S Multiple 방식 유지. Peer Group(Plug Power, Bloom Energy, Ceres Power)의 평균 12M Fwd P/S Multiple 3.1배를 두산퓨얼셀 향후 4개 분기 예상 매출액 합에 적용. 기존 목표주가 산출 시 적용했던 '24년 예상 매출액 하향 조정됨에 따라 목표주가 24,000원으로 하향, 투자의견 Trading Buy로 하향.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	312	261	411	608	748
YoY(%)	-18.2	-16.4	57.7	47.8	23.0
영업이익(십억원)	7	2	17	28	40
OP 마진(%)	2.2	0.8	4.1	4.6	5.3
순이익(십억원)	4	-9	2	8	15
EPS(원)	59	-130	24	126	222
YoY(%)	-55.6	적전	흑전	421.0	76.9
PER(배)	497.5	-178.8	886.0	170.1	96.2
PCR(배)	23.3	21.7	16.2	13.7	12.2
PBR(배)	4.6	3.7	3.4	3.3	3.3
EV/EBITDA(배)	118.1	116.0	57.3	40.8	35.1
ROE(%)	0.7	-1.6	0.3	1.6	2.7

[지주/재생에너지] 박건영

3771-9465,
kun.park@iprovest.com

[도표 32] 두산퓨얼셀 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	50	49	46	116	32	67	135	177	261	411.4	608
YoY	-28.8%	33.4%	-75.9%	19.8%	-2.6%	-33.6%	54.0%	-26.1%	-16.4%	57.7%	47.8%
연료전지 주기기	24	19	17	86	0	35	105	146	146	285	465
장기유지보수서비스	26	30	29	30	32	32	31	32	115	126	143
영업이익	3	0	1	-3	2	2	5	8	2	16.8	28
YoY	흑전	-40.7%	흑전	적전	-48%	291%	688%	흑전	-77.4%	929.7%	66.6%
영업이익률	6.4%	1.0%	1.5%	-2.3%	5.2%	2.8%	3.9%	4.5%	0.6%	4.1%	4.6%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 33] 두산퓨얼셀 수주 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
기초	246	217	183	166	436	409	447	513	797	773	758	835	945
신규수주	22	0	79	376	0	87	69	411	0	4	93	197	0
매출계상	51	34	96	106	28	48	3	127	24	19	17	86	0
기말	217	183	166	436	409	447	513	797	773	758	835	945	945

자료: 교보증권 리서치센터

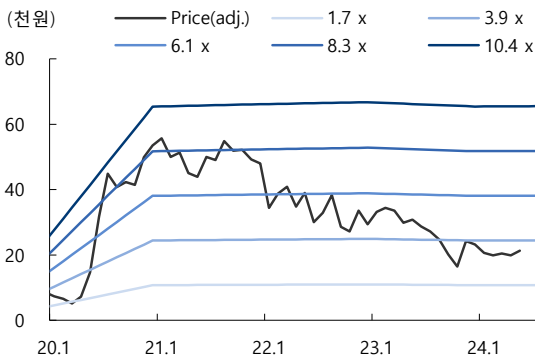
[도표 34] 두산퓨얼셀 Valuation Table

(단위: 십억원)

목록	값	비고
적용 매출액	508.0	두산퓨얼셀 향후 4개 분기 예상 매출액
적용 P/S	3.1	Plug Power, Bloom Energy, Ceres Power 12M Fwd 평균 P/S
적정 기업가치	1,574.8	
발행주식수(주)	65,493,726	
목표주가(원)	24,045	목표주가 24,000 원으로 하향

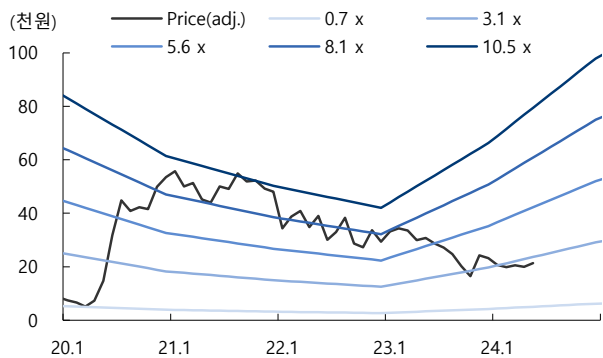
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 35] 두산퓨얼셀 Trailing P/B BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 36] 두산퓨얼셀 12M Fwd P/S BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[두산퓨얼셀 336260]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	381	312	261	411	608
매출원가	333	267	221	347	516
매출총이익	48	45	40	65	92
매출총이익률 (%)	12.6	14.3	15.2	15.7	15.1
판매비와관리비	30	37	38	48	64
영업이익	18	7	2	17	28
영업이익률 (%)	4.7	2.3	0.6	4.1	4.6
EBITDA	27	20	17	32	46
EBITDA Margin (%)	7.0	6.3	6.5	7.7	7.5
영업외손익	1	-3	-14	-14	-16
관계기업손익	0	0	1	0	0
금융수익	17	15	7	5	6
금융비용	-17	-12	-21	-18	-22
기타	1	-5	-2	-1	1
법인세비용차감전순이익	19	4	-13	2	12
법인세비용	10	0	-4	1	4
계속사업순이익	9	4	-9	2	8
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	4	-9	2	8
당기순이익률 (%)	2.3	1.2	-3.3	0.4	1.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	9	4	-9	2	8
지배지분순이익률 (%)	2.3	1.2	-3.3	0.4	1.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	-2	-2	-2
포괄순이익	8	5	-10	0	6
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	8	5	-10	0	6

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-258	8	66	31	-61
당기순이익	4	-9	2	8	15
비현금항목의 가감	79	78	85	94	100
감가상각비	10	12	13	16	15
외환손익	-5	-2	1	1	1
지분법평가손익	0	-1	0	0	0
기타	74	69	71	77	84
자산부채의 증감	-331	-37	-7	-52	-148
기타현금흐름	-10	-25	-13	-20	-27
투자활동 현금흐름	93	-96	-20	-50	0
투자자산	-2	0	0	0	0
유형자산	-74	-114	-20	-50	0
기타	168	18	0	0	0
재무활동 현금흐름	191	105	17	150	151
단기차입금	64	-4	-4	-4	-3
사채	97	80	80	80	80
장기차입금	30	40	0	7	8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-10	-59	67	67
현금의 증감	26	18	-25	41	-2
기초 현금	6	32	50	25	66
기말 현금	32	50	25	66	64
NOPLAT	7	1	11	19	27
FCF	-386	-135	0	-65	-105

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	676	648	611	692	822
현금및현금성자산	32	50	25	66	64
매출채권 및 기타채권	171	109	141	182	213
재고자산	431	460	411	405	498
기타유동자산	42	29	33	39	46
비유동자산	351	423	438	482	479
유형자산	176	271	278	312	297
관계기업투자금	2	4	5	6	8
기타금융자산	7	8	8	9	9
기타비유동자산	165	140	147	155	164
자산총계	1,027	1,071	1,050	1,175	1,301
유동부채	313	287	178	201	218
매입채무 및 기타채무	137	71	89	112	128
차입금	64	60	56	53	49
유동성채무	80	126	0	0	0
기타유동부채	32	30	33	36	40
비유동부채	191	271	357	451	546
차입금	30	70	70	77	85
사채	97	71	150	230	310
기타비유동부채	64	130	137	144	151
부채총계	504	558	535	652	764
지배지분	523	513	514	522	537
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	478	478	478	478	478
이익잉여금	37	26	28	36	51
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	523	513	514	522	537
총차입금	278	384	337	423	510

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	59	-130	24	126	222
PER	497.5	-178.8	886.0	170.1	96.2
BPS	6,391	6,264	6,283	6,383	6,561
PBR	4.6	3.7	3.4	3.3	3.3
EBITDAPS	239	208	388	559	680
EV/EBITDA	118.1	116.0	57.3	40.8	35.1
SPS	4,766	3,983	6,281	9,283	11,416
PSR	6.2	5.8	3.4	2.3	1.9
CFPS	-4,711	-1,648	-3	-794	-1,282
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-18.2	-16.4	57.7	47.8	23.0
영업이익 증가율	-59.9	-77.3	922.3	66.6	41.7
순이익 증가율	-55.6	적전	흑전	421.0	76.9
수익성					
ROIC	1.3	0.2	1.4	2.4	3.1
ROA	0.4	-0.8	0.1	0.7	1.2
ROE	0.7	-1.6	0.3	1.6	2.7
안정성					
부채비율	96.3	108.9	104.1	124.8	142.2
순차입금비율	27.1	35.9	32.1	36.0	39.2
이자보상배율	1.5	0.1	1.1	1.4	1.7



KYOBO Securities

이 페이지는 편집상 공백입니다.

한중엔시에스 107640

May 22, 2024

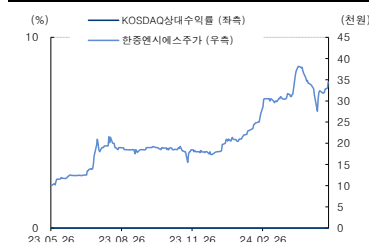
ESS 시장 가파른 성장 전망, 수혜 받을 모든 조건 갖추었다

Not Rated

Company Data

현재가(05/21)	34,500 원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	38,150 원
52주 최저가(보통주)	10,000 원
KOSPI(05/21)	2,724.18p
KOSDAQ(05/21)	846.51p
자본금	36 억원
시가총액	2,456 억원
발행주식수(보통주)	877 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	0.1 만주
평균거래대금(60일)	0 억원
외국인지분(보통주)	0.00%
주요주주	
김환식 외 3인	29.73%
라이프자산운용 외 1인	9.53%

Price & Relative Performance



주식수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.6	96.0	245.0
상대주가	-10.2	80.6	221.4

[지주/재생에너지] 박건영
3771-9465,
kun.park@iprovest.com

어려움은 있었으나 포기는 없다, '수냉식 ESS 냉각시스템' 기술력 보유

한중엔시에스는 1995년 8월에 설립, 20여년 동안 자동차 부품 사업 영위. 한중엔시에스의 신사업 확장 과정에서 어려움은 있었으나, 현재는 수냉식 ESS 시스템 기술 개발 완료, 삼성SDI에 공급 중. 냉각시스템은 수로, 온도 및 유량 제어, 누설 감지 등 고도화된 기술력 필요. 한중엔시에스는 관련 기술력 확보, 특허 등록 완료함에 따라 고객 다변화를 통한 사업 확장 가능.

투자포인트: ① 역대급 ESS 설치량, ② 확실한 고객, ③ 사용자 확장

① 역대급 ESS 설치량: 전력 그리드 안정화, 전력 효율화 이슈로 ESS는 역대급으로 설치 되는 중. '22년 전 세계 ESS 누적 설치량 43.8GW 수준. '23년 ESS 신규 설치는 45GW, '24년 ESS 신규 설치는 57GW으로 전망. Tesla, Fluence Energy 등 글로벌 사업자들 모두 ESS 산업 호황이라고 강조. 한중엔시에스 또한 ESS 시장의 급격한 성장에 따른 수혜 전망.

② 확실한 고객: 한중엔시에스는 그 동안 쌓아왔던 기술력을 바탕으로 국내 최초 ESS 수냉식 냉각 시스템 개발, 양산 중. 한중엔시에스의 최신 모델인 E5S는 삼성SDI SBB에 적용. 향후 기술력과 레퍼런스를 바탕으로 고객사 확장 기대.

③ 사용자 확장: 한중엔시에스의 ESS 냉각시스템은 ESS 외 사용자에도 확장 가능. 전력 효율화가 오늘날 핵심 키워드라는 점을 고려하면 한중엔시에스의 냉각 기술력은 중장기적으로도 주목받을 것

공모에 관한 사항

'13년 10월에 코넥스 시장 상장, 현재 코스닥으로 이전 상장 예정. '24년 5월 30일부터 6월 5일까지 수요 예측 진행 예정. 공모 예정금액은 320억원~376억원 수준이며, 100% 신주 발행 예정. 상장일 기준 주식 유통 비율 28% 수준.

Forecast earnings & Valuation

	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12
매출액(십억원)	83	71	90	89	122
YoY(%)	9.5	-13.8	25.9	-1.2	37.3
영업이익(십억원)	2	-4	2	-14	-13
OP 마진(%)	2.4	-5.6	2.2	-15.7	-10.7
순이익(십억원)	0	-4	-2	-20	-19
EPS(원)	77	-1,125	-478	-3,839	-2,310
YoY(%)	-76.2	적전	적지	적지	적지
PER(배)	61.3	-4.3	-20.2	-2.7	-7.8
PCR(배)	2.6	11.1	5.5	-9.5	-25.9
PBR(배)	1.3	1.6	3.3	2.8	9.5
EV/EBITDA(배)	9.3	76.1	13.5	-14.0	-24.1
ROE(%)	1.4	-21.6	-10.3	-91.5	-83.2

1. 회사 소개 & 실적 전망

어려움은 있었으나 포기하는 없다, '수냉식 ESS 냉각시스템' 기술력 보유

한중엔시에스는 1995년 8월에 설립되었다 20여년 동안 자동차 부품 사업 영위했다. 한중엔시에스의 신사업 확장 과정에서 어려움은 있었다. '07년 포스코파워와 함께 '수소 연료전지 개질기 개발 사업'에 도전했고 제품 개발에 성공하였으나, 수소 관련 프로젝트 지연으로 상용화에 기회가 주어지지 않아 사업을 중단했다. 그럼에도 불구하고 한중엔시에스는 '15년 EV 및 ESS 사업의 초석을 다지기 위해 연구개발을 진행했다. ESS의 발열, 화재 등 안정성 이슈를 해결하기 위해 노력했으며 '18년 삼성SDI로부터 기술력을 인정받아 공력식 ESS 모델을 수주하기 시작했다. 본격적으로 ESS 양산을 위해 설비투자를 단행할 때 코로나가 발발하면서 경영환경이 악화 되었으나, 삼성 SDI와 협업하여 ESS의 5세대 모델인 수냉식 ESS 개발에 성공하였다. '23년 9월부터 수냉식 ESS 모듈 제품 양산을 시작했다. 향후 고용량·고밀도 ESS를 위한 차세대 모델을 개발 중에 있으며 '24년 양산 계획 중이다. 냉각시스템은 수로, 온도 및 유량 제어, 누설 감지 등 고도화된 기술력 필요하다. 한중엔시에스는 관련 기술력 확보했고, 특히 등록 완료함에 따라 고객 다변화를 통한 사업 확장이 가능한 상황이다.

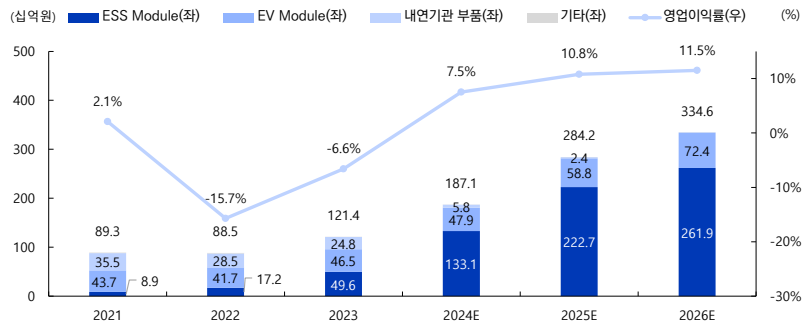
'23년 매출 1,214억원(YoY +37.2%)을 기록하였으며, ESS 매출 비중은 41%('21년 10% → '22년 19%) 수준이다. ESS 매출 비중은 '24년 71%, '25년 78%으로 높아짐에 따라 '24년 매출은 1,871억원(YoY +54.1%)으로 전망되며, 영업이익은 흑자전환을 할것으로 예상된다.

[도표 37] 수냉식 ESS 냉각시스템 분야 핵심 제품 보유



자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 한중엔시에스 실적 전망



자료: 교보증권 리서치센터

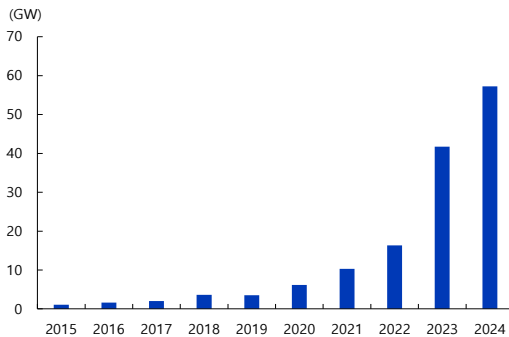
2. 투자포인트

① 역대급 ESS 설치량

한중엔시에스는 ESS 시장의 급격한 성장의 수혜를 받을 것으로 기대된다.

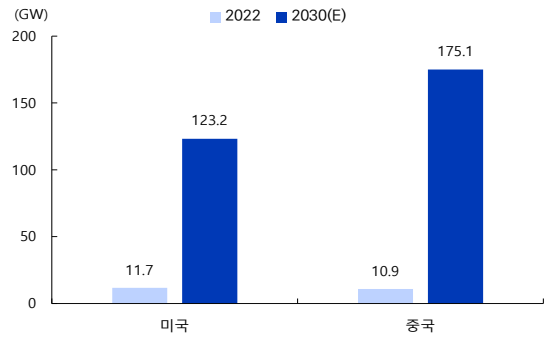
BNEF에 따르면 2022년 전 세계 ESS 누적 설치량은 43.8GW 수준이다. 2023년부터 ESS 설치가 눈에 띄게 증가하고 있다. 2023년 ESS 신규 설치는 45GW이며, 2024년 ESS 신규 설치는 57GW으로 전망된다. 특히, 미국과 중국은 2022년 기준 ESS 누적 설치량이 각각 10GW 수준인데, 2030년 ESS 누적 설치량은 미국이 약 120GW, 중국이 약 175GW으로 추정된다. 2030년 글로벌 ESS 누적 설치량은 약 500GW으로 2022년 대비 10배 이상이다.

[도표 39] 글로벌 ESS 신규 설치 추이 및 2024년 전망



자료: 한전 경영연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 미국, 중국 ESS 누적 설치량 전망



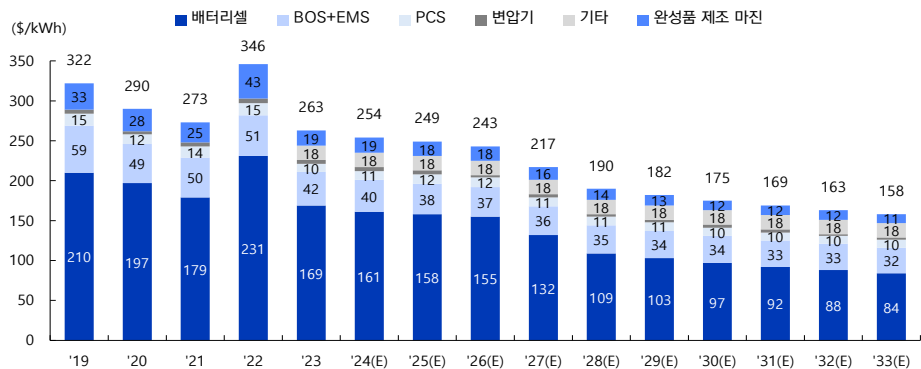
자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

그렇다면 왜 2023년부터 본격적으로 ESS 설치량이 증가하고 있는 것일까?

첫째, 배터리 가격의 하락 때문이다. BNEF에 따르면 2024년 글로벌 배터리 생산능력(20개 글로벌 배터리 제조업체 기준)은 4.1TWh 수준이다. 전기차 둔화 전망에 따라 2024년 글로벌 배터리 수요는 1.2TWh에 그칠 것으로 전망된다.

즉, 배터리 공급 과잉에 따라 배터리 가격이 하락하고 있다. 특히 리튬이온 배터리 가격은 지속적으로 하락 중이다(ESS 내 탑재되는 배터리는 리튬전기 기반이 95%). 또한, 삼원계 리튬이온 배터리 대비 가격이 저렴한 LFP 보급이 확대되면서 ESS 가격 또한 하락 중이다. 배터리는 ESS 매출원가 비중 중 50~55%를 차지한다. ESS 가격 하락에 따라 전방 수요가 증가 중이다.

[도표 41] BESS 가격 실적 및 전망



자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

둘째, 기술 발전 때문이다. 산업통상자원부에서 발표한 ESS 산업 발전 전략과 추진 과제를 참고 하면 장기기화, 안정성 두 가지 측면에서 기술 발전이 중요하다.

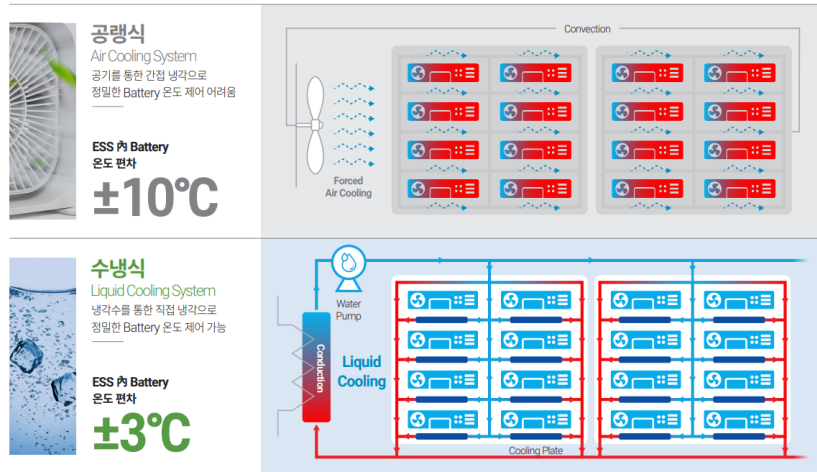
안정성 측면에서 기술 발전이 중요한 이유는 화재 때문이다. 냉각 장치의 기술발전이 이루어짐에 따라 안정성과 배터리 수명을 높이고 있다. 냉각 장치는 크게 공랭식과 수랭식으로 분류할 수 있다. 공랭식과 비교 시 수랭식은 낮은 소음, 높은 냉각, 일정한 온도 균일성이라는 장점을 보유하고 있다. 한중엔시에스는 ESS 안정성 필수인 수랭식 ESS 시스템 기술력을 보유하고 있다.

② 확실한 고객, ③ 사용자 확장

한중엔시에스는 그 동안 쌓아왔던 기술력을 바탕으로 국내 최초 ESS 수랭식 냉각 시스템 개발했다. '23년 9월부터 수랭식 냉각시스템 제품을 양산하여 삼성SDI에 공급 중이다. 삼성SDI의 수랭식 냉각시스템 관해서 유일한 납품사이다. 현재 최신 모델인 E5S는 개발을 완료한 상황이다. E5S는 삼성SDI SBB에 적용되었으며, '24년 하반기부터 본격 양산될 예정이다. 향후 기술력과 레퍼런스를 바탕으로 고객사 확장까지 기대할 수 있다.

나아가, 앞서 산업 분석에 언급한 바와 같이 재생에너지 발전 증가에 따른 그리드 안정화, 데이터센터 증가에 따른 전력 소비 증가와 같은 이슈로 오늘날 전력 효율화는 중요한 이슈이다. 전력 효율화를 위해서는 냉각 기술은 필수이다. 즉, ESS 외에도 냉각 기술이 확장 가능하다는 의미이다. 한중엔시에스의 수랭식 ESS 냉각시스템은 ESS 외 사용처로도 중장기적으로 확장 가능할 것으로 예상된다.

[도표 42] 냉각시스템별 구조도



자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 한중엔시에스 수랭식 ESS 냉각시스템 핵심 기술 설명



자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

3. 공모에 관한 사항 & Valuation

공모에 관한 사항

한중엔시에스는 '13년 10월에 코넥스 시장 상장했다. 현재 코스닥으로 이전 상장을 위한 한국거래소 예비심사승인은 완료했으며, 증권신고서 제출 후 '24년 5월 29일에 효력이 발생했다. 수요예측은 '24년 5월 30일부터 6월 5일까지 진행 예정이다. 공모 예정금액은 320억원~376억원 수준이며, 100% 신주 발행 예정이다. 상장일 기준 주식 유통 비율 28% 수준(상장 공모 신주 포함)임에 따라 유통 비율은 낮다고 판단된다.

Valuation

한중엔시에스의 증권신고서 내 '인수인의 의견'에 작성된 주당 평가가액 산정은 다음과 같다. '24년, '25년 추정 당기순이익을 연 할인율 20%를 각각 적용 후 평균 추정 당기순이익을 산출했다. 산출된 당기순이익은 유사기업의 평균 P/E 22배를 적용하여 기업 가치를 산출 후 주당 평가가액을 산출 했다. 산출된 주당 평가액 34,865원은 공모 할인율 32%~43%를 적용하여 주당 희망공모가액 20,000원~23,500원을 제시했다.

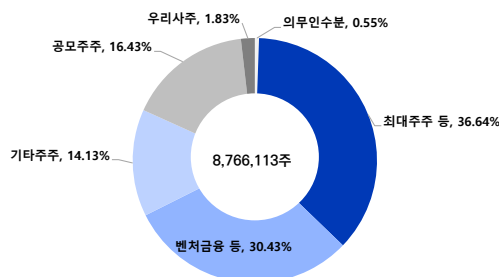
상장 후 추가 Multiple 상승 또한 고민해봐야 한다. 한중엔시에스는 ESS 안정성과 수명, 효율 등에 필요한 핵심인 수냉식 냉각 기술을 보유하고 있고, 관련 제품을 양산하고 있기 때문이다. 앞서 산업 분석에서 언급했던 데이터센터 내 냉각시스템을 공급하는 Vertiv의 주가 상승과 P/E Multiple을 참고하였을 때(비록 규모면에서도 다르고, 적용 분야 다르지만) 한중엔시에스의 냉각 시스템 기술의 잠재력 또한 기업가치에 반영될 가능성이 존재하기 때문이다.

[도표 44] 한중엔시에스 공모에 관한 사항

구분	내용
액면가	500 원
공모 주식수	1,600,000 주(신주 100%)
배정 비율(예정)	우리사주: 10% 일반청약자: 25% ~ 30% 기관투자자: 60% ~ 75%
공모 희망가액	20,000 원 ~ 23,500 원
공모 예정금액	320 억원 ~ 376 억원
예상 시가총액	1,753 억원 ~ 2,060 억원
수요 예측일	2024 년 05 월 30 일(목) ~ 06 월 05 일(수)
청약 예정일	2024 년 06 월 10 일(월) ~ 06 월 11 일(화)
납입예정일	2024 년 06 월 13 일(목)
매매개시예정일	2024 년 06 월 20 일(목)
대표주관회사	IBK 투자증권

자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 공모 후 주주에 관한 사항, 보호예수 현황 고려하면 상장일 유통 비율 28%(공모 신주 포함)



자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

[한중엔시에스 107640]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	83	71	90	89	122
매출원가	71	67	79	90	119
매출총이익	11	5	11	-1	3
매출총이익률 (%)	13.4	6.4	11.9	-1.5	2.2
판매비와관리비	9	8	9	13	15
영업이익	2	-4	2	-14	-13
영업이익률 (%)	2.7	-5.1	1.9	-15.7	-10.4
EBITDA	7	1	6	-9	-8
EBITDA Margin (%)	7.9	1.2	7.0	-10.3	-6.5
영업외손익	-2	-2	-3	-6	-3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-2	-2	-2	-4
기타	0	0	-2	-4	1
법인세비용차감전순손익	0	-6	-2	-20	-16
법인세비용	0	-1	0	0	2
계속사업순손익	0	-4	-2	-20	-19
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-4	-2	-20	-19
당기순이익률 (%)	0.4	-6.0	-2.1	-22.9	-15.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	-2
지배지분순이익	0	-4	-2	-20	-16
지배순이익률 (%)	0.4	-6.0	-2.1	-22.8	-13.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	0	0	4
포괄순이익	0	-3	-2	-20	-15
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	-2
지배지분포괄이익	0	-3	-2	-20	-13

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	1	-1	2	-1	5
당기순이익	0	-4	-2	-20	-19
비현금항목의 가감	7	6	9	15	11
감가상각비	4	4	4	4	5
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	1	4	10	7
자산부채의 증감	-5	-1	-4	6	15
기타현금흐름	-1	-1	-1	-2	-3
투자활동 현금흐름	-4	-4	-4	-12	-14
투자자산	0	0	0	0	-1
유형자산	4	4	4	13	17
기타	-9	-8	-9	-25	-30
재무활동 현금흐름	5	5	0	24	7
단기차입금	1	-2	0	2	-3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	12	0	10	14
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-6	0	11	-5
현금의 증감	2	0	-2	10	-2
기초 현금	1	3	3	1	11
기말 현금	3	3	1	11	9
NOPLAT	2	-3	2	-14	-15
FCF	6	5	7	10	22

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	47	46	45	49	42
현금및현금성자산	3	3	1	11	9
매출채권 및 기타채권	18	18	18	18	19
재고자산	20	20	21	15	11
기타유동자산	6	5	5	5	3
비유동자산	49	49	49	68	80
유형자산	47	47	46	66	79
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	1	1	1	2	1
기타비유동자산	1	1	1	1	1
자산총계	96	95	93	117	123
유동부채	55	51	60	58	65
매입채무 및 기타채무	23	20	18	20	29
차입금	23	21	21	23	23
유동성채무	6	4	13	11	9
기타유동부채	4	5	9	5	4
비유동부채	19	26	15	31	44
차입금	13	25	14	18	28
사채	3	0	0	0	0
기타비유동부채	3	1	2	13	17
부채총계	75	77	75	89	109
지배지분	22	18	18	26	13
자본금	2	2	2	4	4
자본잉여금	0	0	2	28	28
이익잉여금	11	7	5	-15	-31
기타자본변동	0	0	0	1	1
비지배지분	0	0	0	2	0
자본총계	22	18	18	28	13
총차입금	47	51	48	65	73

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	77	-1,125	-478	-3,839	-2,310
PER	61.3	-4.3	-20.2	-2.7	-7.8
BPS	3,520	2,956	2,947	3,661	1,891
PBR	1.3	1.6	3.3	2.8	9.5
EBITDAPS	365	-598	276	-2,194	-1,780
EV/EBITDA	9.3	76.1	13.5	-14.0	-24.1
SPS	21,751	18,752	23,021	16,861	17,076
PSR	0.2	0.3	0.4	0.6	1.1
CFPS	1,019	737	1,152	1,604	3,080
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
성장성					
매출액 증가율	9.5	-13.8	25.9	-1.2	37.3
영업이익 증가율	-37.4	적전	흑전	적전	적지
순이익 증가율	-76.2	적전	적지	적지	적지
수익성					
ROIC	3.0	-3.9	2.5	-17.0	-16.2
ROA	0.3	-4.5	-2.0	-19.1	-13.7
ROE	1.4	-21.6	-10.3	-91.5	-83.2
안정성					
부채비율	346.7	424.2	418.4	315.1	808.5
순차입금비율	48.9	54.1	51.9	55.1	59.3
이자보상배율	1.2	-2.0	1.0	-6.4	-3.0

씨에스윈드 최근 2년간 목표주가 변동추이



한화솔루션 최근 2년간 목표주가 변동추이



두산퓨얼셀 최근 2년간 목표주가 변동추이



한중엔시에스 최근 2년간 목표주가 변동추이



씨에스윈드 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023-06-30	매수	107,000	(23.82)	(18.79)					
2023-08-02	매수	107,000	(34.93)	(18.79)					
2023-10-04	매수	71,000	(30.38)	(23.80)					
2023-11-10	매수	71,000	(22.85)	(0.70)					
2024-01-15	매수	81,000	(33.59)	(17.65)					
2024-05-22	매수	62,000							

자료: 교보증권 리서치센터

한화솔루션 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023-06-30	매수	61,000	(38.69)	(26.15)					
2023-10-04	매수	40,000	(25.80)	(17.13)					
2023-11-10	매수	40,000	(21.10)	(1.25)					
2024-05-22	매수	40,000							

자료: 교보증권 리서치센터

두산퓨얼셀 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023-05-30	매수	39,000	(25.98)	(20.64)					
2023-07-27	매수	39,000	(32.17)	(20.64)					
2023-10-04	매수	27,000	(24.73)	(9.26)					
2024-01-07	매수	27,000	(24.63)	(9.26)					
2024-05-22	Trading Buy	24,000							

자료: 교보증권 리서치센터

한중엔시에스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024-05-22	Not rated								

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 안전성을 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.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 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_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6%	2.9%	1.5%	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 삭제)

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

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