

조선기자재

비중확대 (유지)

- ✓ Update Call
- ✓ Mid-term Issue



시동 거는 조선, 뛰기 시작하는 기자재

조선/운송 담당 엄경아

T.02)2004-9585
um.kyung-a@shinyoung.com

2분기 실적발표를 통해 확인했다시피, 2017년 하반기 이후 수주한 물량이 매출로 인식되면서 조선업체들의 매출액이 본격적으로 늘어나기 시작함. 완성 선박이 만들어지기 이전 선제적으로 기자재 납품이 이루어짐에 따라 조선기자재 업체들은 조선업체를 뛰어넘는 매출 증가를 보임. 부품단가 상승, 제조물량 증가에 따른 고정비 커버효과 등으로 영업적자폭을 줄이거나 흑자전환을 시도. 좋은 실적을 무시하고 주가가 계속 빠지는 것은 쉽지 않은 일. 전방산업(해운)의 선박 신규투자 관망세가 짙어지고 있다는 것이 문제이나, 6개월 이내 반등 가능성이 높다고 판단되어 낙폭과대인 기자재주에 대한 관심을 가져볼 것을 추천. 수주와 실적, 재무구조가 모두 양호함에도 불구하고 주가하락이 과도한 한국가본(017960.KS/매수/TP 11,500원)를 최선호주로 추천



[리포트의 주요 관점]

Value Call : 펀더멘털(수익성, 자산가치, 성장성)과 주가의 괴리에 대한 분석
Growth Call : 펀더멘털(수익성, 자산가치, 성장성)의 변화에 대한 분석
Update Call : 업황 및 기업 이슈 등에 대한 업데이트와 영향 등에 대한 분석

[리포트의 주요 초점]

Short-term Issue : 6개월 이내 이슈 등에 초점
Mid-term Issue : 1년 이내 이슈 등에 초점
Long-term Issue : 중장기 이슈 등에 초점



Content

Summary.....	4
--------------	---

I. 시동 거는 조선, 뛰기 시작하는 기자재	5
--------------------------------	---

1. 2분기 실적 리뷰.....	5
2. 재무리스크 고려는 필요.....	8

II. 눈치 게임중인 조선업계.....	9
-----------------------	---

1. 역대 최고수준의 관망.....	9
2. 어차피 발주량은 늘어날 것.....	11
3. 가스경제 관련 기자재주 추천.....	13

기업분석.....	16
-----------	----

한국카본(매수/TP 11,500원)

동성화인텍(매수/TP 11,500원(상향))

Summary

2분기 실적발표를 통해 확인했다시피, 2017년 하반기 이후 수주한 물량이 매출로 인식되면서 조선업체들의 매출액이 본격적으로 늘어나기 시작했다. 한국조선해양, 대우조선해양, 삼성중공업의 연결매출 합산금액은 전분기대비 15% 증가했다.

완성 선박이 만들어지기 이전 부품을 납품하는 조선기자재 업체들은 조선업체를 뛰어넘는 매출 증가를 보여주었다. 당사가 커버하고 있는 5개 기업의 합산 매출은 전분기대비 47% 증가했으며, 영업이익은 흑자전환에 성공했다. 부품단가 상승, 제조물량 증가에 따른 고정비 커버효과로 영업적자폭을 줄이거나 흑자전환을 시도했다. 2018년과 2019년 상반기까지 신규수주 물량은 2020년 매출과 이익에도 지속적인 영향을 줄 것으로 판단되어 실적개선에 연속성이 있을 것으로 예상된다.

그간의 수주 공백 기간을 버티는 과정에서 재무구조가 악화되어 투자 리스크가 이전대비 높아진 것도 사실이다. 하지만, 구조조정 기간 동안 경쟁사의 퇴진으로 시장 점유율이 상승하여 매출 증가에 따른 조선기자재 기업들의 불황타계 속도는 더욱 빨라질 것으로 판단한다. 하반기 기자재 기업들의 실적 개선을 무시하고 주가가 계속 빠지는 것은 쉽지 않은 일이라 판단한다.

2020년부터 강화되는 공해상 황산화물 저감규제를 대응하기 위한 방법으로 회피책(스크러버 장착, LNG 추진선 투자)을 선택하는 골든타임은 한 차례 지나갔다. 2018년보다 2019년 상반기에 선박 신규투자 관망세가 짙어지고 있는 이유이기도 하다. 이는 필요선박 투자에 대한 시기 조율에 불과하며, 저황유 가격의 방향성이 잡히게 되는 6개월 이내 투자 증가로 이어질 가능성이 높다. 발주량 증가에 따른 반등 가능성이 높다고 판단되어 낙폭과대인 기자재주에 대한 관심을 가져볼 것을 추천한다. 수주와 실적, 재무구조가 모두 양호함에도 불구하고 주가하락이 과도한 한국가본(017960.KS/매수/TP 11,500원)를 최선호주로 추천한다.

상대적으로 재무건전성이 낮지만 실적개선세가 이어지고 있는 동성화인텍, LPG 시황 개선의 직접적인 수혜가 예상되는 세진중공업, 선박의 필수기자재 HSD엔진, 선박수리시장 진출 및 해상풍력 구조물 건조로 매출 증가가 예상되는 삼강엠앤티의 주가 움직임에 다시 주목해야 할 때이다.

Summary

조선업체보다
높은 매출액 증가를 보인
조선기자재

합산 영업이익도
흑자전환

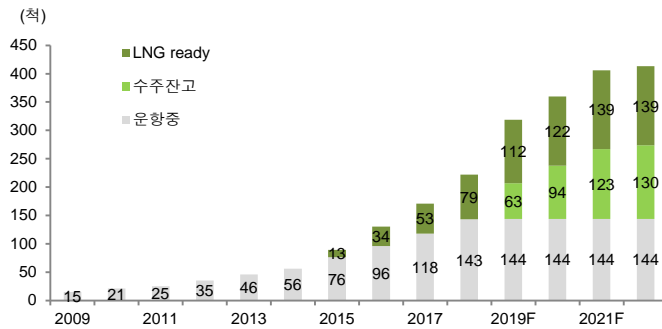
조선기자재 5개사 합산 2분기 실적

<5 사 합산>	2Q19	%yoy	%qqq	2Q18	1Q19
매출액	4,684	41.8%	47.3%	3,303	3,179
영업이익	75	흑전	흑전	-159	-42
영업이익률	1.6%	6.4%p	2.9%p	-4.8%	-1.3%
지배순이익	-98	적자축소	적지	-214	-99
순이익률	-2.1%	4.4%p	1.0%p	-6.5%	-3.1%

자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

IMO 2020 대응
지속가능한 회피책인
LNG 추진선 시장은
계속 확장 중

LNG 추진선인 장척예정선 누적척수 추이(2019년 2월 업데이트 기준)



자료 : DNV GL, 신영증권 리서치센터

최선호주 한국카본
차선호주 HSD엔진

조선기자재 기업 투자 의견 및 목표주가

종목명	투자 의견	의견 변동	목표주가 (원)	목표주가 변동	비고
한국카본	매수	유지	11,500	유지	최선호
동성화인텍	매수	유지	11,500	상향	-
세진중공업	매수	유지	5,500	유지	-
삼강엠앤티	매수	유지	8,000	유지	-
HSD엔진	매수	유지	8,000	유지	차선호

자료 : 신영증권 리서치센터

I. 시동 거는 조선, 뛰기 시작하는 기자재

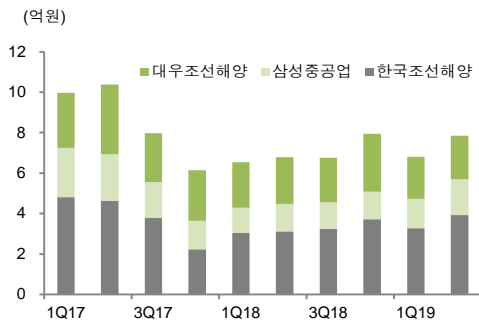
1. 2분기 실적 리뷰

살아나는 외형, 살아나는 내실

조선업체 매출 15%
늘어날 때
47% 매출 증가하는
조선기자재

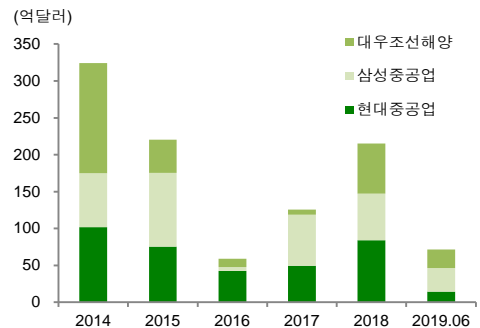
2분기 실적발표를 통해 확인했다시피, 2017년 하반기 이후 수주한 물량이 매출로 인식되면서 조선업체들의 매출액이 본격적으로 늘어나기 시작했다. 한국조선해양, 대우조선해양, 삼성중공업의 연결매출 합산금액은 전분기대비 15.4% 증가했다. 당사 커버 조선기자재 업체 5개사(한국카본, 동성화인텍, 세진중공업, HSD 엔진, 삼강엠앤티)의 매출액은 전년동기대비 41.8%, 전분기대비 47.3% 증가했다.

도표 1. 분기별 조선업체들 합산 매출액 추이



자료 : 와이즈에프엔, 신영증권 리서치센터

도표 2. 국내 조선업체 신규수주 추이(금액, 연간기준)



자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

도표 3. 조선기자재 5개사 합산 실적

(단위: 억원)

<5 사 합산>	2Q19			2Q18		1Q19	
	발표실적	당사추정	과리율	실적	전년대비	실적	전분기대비
매출액	4,684	4,117	13.8%	3,303	41.8%	3,179	47.3%
영업이익	75	-143	흑전	-159	흑전	-42	흑전
영업이익률	1.6%	-3.5%	5.1%p	-4.8%	6.4%p	-1.3%	2.9%p
지배순이익	-98	-186	-47.3%	-214	적자축소	-99	적지
순이익률	-2.1%	-4.5%	2.4%p	-6.5%	4.4%p	-3.1%	1.0%p

자료: 각 사, 신영증권 리서치센터

도표 4. 조선기자재 개별업체 2분기 실적

(단위: 억원)

<한국카본>	발표실적	2Q19 당사추정	과리율	2Q18 실적	전년대비	1Q19 실적	전분기대비
매출액	648	616	5.2%	614	5.5%	431	50.3%
영업이익	19	36	-47.2%	4	375.0%	24	-20.8%
영업이익률	2.9%	5.8%	-2.9%p	0.7%	2.3%p	5.6%	-2.6%p
지배순이익	16	16	0.0%	-3	흑전	12	33.3%
순이익률	2.5%	2.6%	-0.1%p	-0.5%	3.0%p	2.8%	-0.3%p
<동성화인텍>	발표실적	2Q19 당사추정	과리율	2Q18 실적	전년대비	1Q19 실적	전분기대비
매출액	523	542	-3.5%	391	33.8%	512	2.1%
영업이익	80	-156	-151.3%	-24	흑전	81	-1.2%
영업이익률	15.3%	-28.8%	44.1%p	-6.1%	21.4%p	15.8%	-0.5%p
지배순이익	11	-163	-106.7%	-41	흑전	74	-85.1%
순이익률	2.1%	-30.1%	32.2%p	-10.5%	12.6%p	14.5%	-12.3%p
<세진중공업>	발표실적	2Q19 당사추정	과리율	2Q18 실적	전년대비	1Q19 실적	전분기대비
매출액	911	654	39.3%	520	75.2%	649	40.4%
영업이익	48	15	220.0%	29	65.5%	30	60.0%
영업이익률	5.3%	2.3%	3.0%p	5.6%	-0.3%p	4.6%	0.6%p
지배순이익	22	12	83.3%	11	100.0%	15	46.7%
순이익률	2.4%	1.8%	0.6%p	2.1%	0.3%p	2.3%	0.1%p
<삼강엠앤티>	발표실적	2Q19 당사추정	과리율	2Q18 실적	전년대비	1Q19 실적	전분기대비
매출액	884	547	61.6%	292	202.7%	571	54.8%
영업이익	-24	-24	0.0%	-90	적자축소	-39	적자축소
영업이익률	-2.7%	-4.4%	1.7%p	-30.8%	28.1%p	-6.8%	4.1%p
지배순이익	-66	-42	57.1%	-108	적자축소	-73	적자축소
순이익률	-7.5%	-7.7%	0.2%p	-37.0%	29.5%p	-12.8%	5.3%p
<HSD 엔진>	발표실적	2Q19 당사추정	과리율	2Q18 실적	전년대비	1Q19 실적	전분기대비
매출액	1,718	1,758	-2.3%	1,486	15.6%	1,016	69.1%
영업이익	-48	-14	242.9%	-78	적자축소	-138	적자축소
영업이익률	-2.8%	-0.8%	-2.0%p	-5.2%	2.5%p	-13.6%	10.8%p
지배순이익	-81	-9	800.0%	-73	적지	-127	적자축소
순이익률	-4.7%	-0.5%	-4.2%p	-4.9%	0.2%p	-12.5%	7.8%p

자료: 각 사, 신영증권 리서치센터

경쟁사 구조조정효과
조선기자재업체가 더 커
조선업체대비
매출증가를 3배

조선 불황 장기화로 조선기자재 업체 수는 줄고, 선박 부품 납품이 늘어나다보니 조선기자재업체들의 매출 증가세가 조선업체를 뛰어넘었다. 당사가 커버하고 있는 5개 기업의 합산 매출 성장률이 조선업체 성장률의 3배수를 기록했다. 개별업체 중 전분기대비 매출 증가가 두드러지는 업체는 HSD엔진으로 무려 70% 가까이 증가했다. 차츰차츰 영업적자폭을 줄이던 기자재 업체들은 드디어 영업흑자전

환에 성공했다. 여전히 5개 업체 중 2개 업체는 적자에 머물러 있지만, 지금처럼 매출이 늘어나는 기조가 유지된다면, 하반기에는 모두 흑자전환할 것으로 예상된다. 2018년과 2019년 상반기까지 신규수주 물량은 2020년 매출과 이익에도 지속적인 영향을 줄 것으로 판단되어 실적개선에 연속성이 있을 것으로 전망한다.

2. 재무리스크 고려는 필요

주가 상승에 2차 걸림돌이 될 것은 사실

매출 증가속도 빠른만큼
운영자금 수요도 많아

2019년 2분기부터 최근까지 업계 내 가장 큰 고민은 수주 감소이다. 완성 선박 건조업체대비 기자재업체의 경우 그 영향이 더욱 클 수 밖에 없다. 작년에 수주한 물량을 제조하기 위해 재료구매비 등 운영자금이 늘어나는 가운데, 신규수주 감소에 따른 선수금 감소가 동시에 나타나기 때문이다. 특히나 기자재 업체는 조선업체대비 매출 증가폭이 커서 초기에 늘려야 하는 운영자금이 많이 필요하다.

도표 5. 조선 기자재업체 2019년 유동성 확보 이벤트

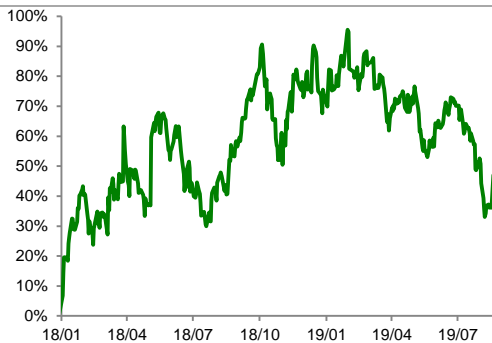
기업명	공시일	내 용	금액(억원)
HSD엔진	2019-04-25	무기명식 이권부 담보부사채 발행	800
	2019-02-11	전자단기사채 발행한도 설정	800
삼강엠앤티	2019-07-05	무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채 발행	150
	2019-07-05	무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채 발행	50
동성화인텍	2019-05-27	관계 기업으로부터 차입	100

자료: 각 사, 신영증권 리서치센터

다방면의
자금확충 이벤트 발생

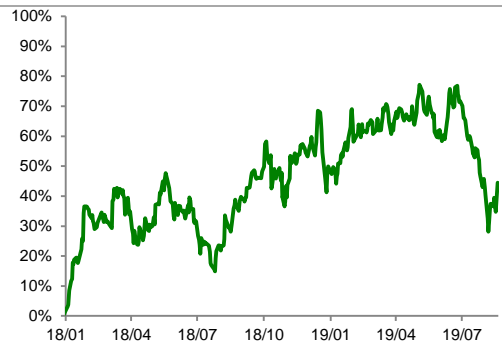
[도표 5]는 2019년 이후 조선 기자재 업체들의 유동성 확보 이벤트를 모아놓은 표이다. 뿐만 아니라 주가 하락으로 2019년 이전 매출 감소 기간 동안 발행한 전환사채의 전환가격이 재조정 되면서 주당가치가 희석되는 사례가 빈번하다.

도표 6. 조선 3사 2018년 연초 이후 주가 수익률



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 7. 조선기자재 5사 2018년 연초 이후 주가 수익률



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주) HSD엔진 매각 전후 시가총액을 조정

그럼에도 불구하고 구조조정에 따른 반사이익에 대한 기대감으로 주가가 덜 하락했다. 조선주 시가총액이 2018년 고점대비 48% 감소한 반면, 조선기자재 업체들의 시가총액은 32% 감소했다.

II. 눈치게임 중인 조선업계

1. 역대 최고 수준의 관망

회피책 선택의 골든타임은 지나갔다, 진짜 선택만 남아

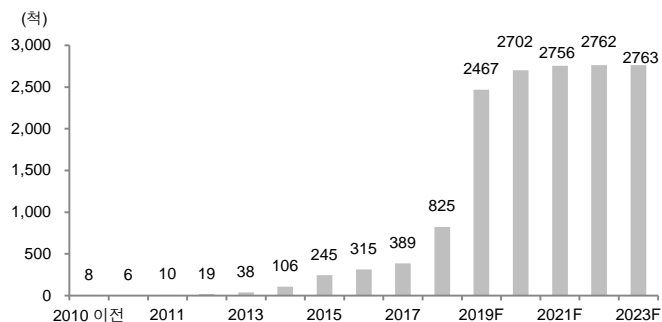
2016년보다
더한 신조선 시장
질은 발주 관망세

최근 전세계 신조선 시장은 개점휴업이라고 표현할 만큼 조용했다. 일주일에 3척 또는 5척 또는 6척 정도만 발주되는 시기가 이어졌다. 연간 1,500~1,800척 가량의 선박이 만들어지는 시장에서 일주일에 10척도 안 되는 선박이 발주된다는 것은 연간 1천척 가까이 수주잔량이 감소할 위험을 갖는다는 의미이기도 하다.

IMO 2020
시행 시점에 맞게
회피책으로 대응하는
시기 지났기 때문

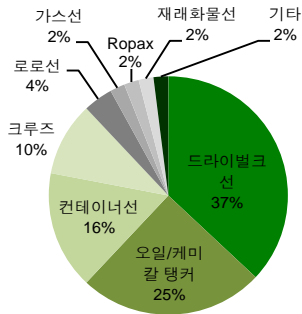
이처럼 ‘역대급’이라고 표현될 만한 관망세가 이어지는 이유가 무엇일까? 2020년부터 강화되는 공해상 황산화물 배출 저감규제를 4개월 남짓 남겨놓은 상황이다. 규제대응을 위한 회피책(스크러버 장착, LNG 추진선 발주) 선택 투자의 골든 타임은 지나갔다고 볼 수 있다. 스크러버를 장착한 신조선을 발주해도 2021년 하반기 이후에 인도받게 될 것이며, 중고선에 대한 스크러버 장착 스케줄도 잡을 수 없다. LNG 추진엔진을 활용하는 화물운송선을 발주하려고 해도 어차피 인도받을 시기가 2021~22년이다.

도표 8. 스크러버 장착 또는 장척예정선 누적척수 추이(2019년 2월 업데이트 기준)



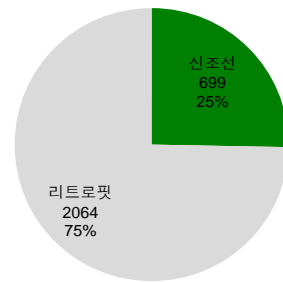
자료 : DNV GL, 신영증권 리서치센터

도표 9. 스크러버 장착 결정 선종별 비중



자료 : DNV GL, 신영증권 리서치센터

도표 10. 스크러버 장착선박 신조/수리 구분



자료 : DNV GL, 신영증권 리서치센터

한시적 회파책
스크러버 장착
수리수요 반짝 증가
이제는 관망

[도표 8]은 2019년 2월 업데이트 기준으로 스크러버를 장착했거나 향후 장착할 선박의 누적 척수를 표기한 것이다. 2018년 825척에 불과하던 스크러버 장착선은 2019년을 기준으로 2,467척까지 늘어난다. 2019년 연중 건조되는 선박 중 많은 수가 스크러버 장착을 선택했으며, 다수의 선박 수리가 이루어질 예정이라는 의미이다. 하지만 이와 같은 급한 변화는 2019년까지만이다. 2020년 이후에 인도될 선박 중 스크러버 장착을 선택한 신조선박은 많지 않다.

이제는 유가를
지켜보는 상황

시장 참여자들은 저유황유와 벙커-C유의 가격차이에 따른 스크러버 장착선 수혜 기간이 2021년 이후까지 이어질 것으로 해석하지 않는 것으로 보인다. 스크러버 장착 선택에 따른 설비투자비용(Capex) 지불보다는 유가에 대한 관망을 선택한 것이다.

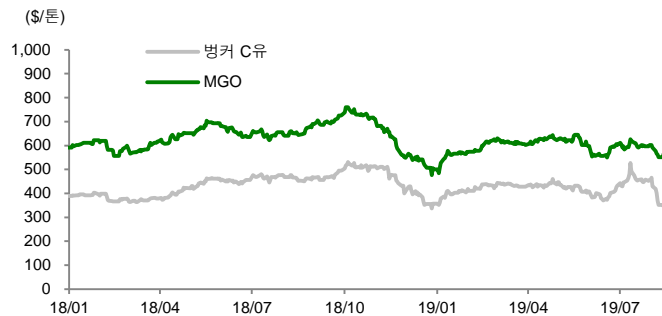
2. 어차피 발주량은 늘어날 것

반등 시기 예상 차이는 6개월 내외

어차피
선주의 95% 이상은
저유황유 사용 예정

선주들의 관망은 계속될 수 없다. 어차피 4개월 뒤부터는 사용 유류 변경에 따른 비용 증가를 몸소 체험하게 되기 때문이다. 2020년 전까지 스크러버 장착에 성공했거나, LNG 추진 엔진을 장착한 약 3천척 가량의 선박을 제외하고 대부분의 선박이 저유황유를 사용하게 될 것이다. 전세계 약 9만5천척(비화물선 포함)의 선박이 있는 것을 감안해 보면 95% 이상의 선박이 저유황유를 사용하게 된다.

도표 11. 최근 더 벌어지기 시작한 벙커C유와 MGO 가격



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

떨어지는 벙커C
차이 벌리는 MGO

최근 유가 변동은 이와 같은 큰 틀의 변화를 제품 가격에 반영하기 시작한 것으로 보인다. 원유 가격 하락대비 견조한 가격대를 유지하고 있던 벙커C유의 가격이 하락하여 MGO(Marine Gas Oil)와의 가격차이가 크게 벌어졌다. 30% 차이까지 축소되었던 두 유류가격은 최근에 60%까지 가격차가 벌어졌다.

삼성중공업
DF엔진 유조선 수주
대형 선주의
투자결정을 보여준
중요한 수주

전일 삼성중공업이 발표한 원유 운반선 10척 신규수주 뉴스도 이러한 측면에서 중요한 의미를 갖는다. 이번 발주건은 아프리카막스급 원유수송선 10척 모두 이중 연료엔진(DF: Dual Fuel)을 사용하도록 발주되었다. 대형 화주가 전용선 운영에 사용할 여러 선박 중 1~2척을 LNG 추진선으로 발주한 사례는 있었으나, 대규모 선주가 전체 신조선 투자를 이중연료선으로 발주한 사례는 대형 컨테이너선 이후 처음이다. 한시적 회피책에 해당하는 스크러버 장착이 아니라 지속적 회피책인 LNG 추진선 사양을 선택했고, 실행에 옮겼다는 점이 가장 주의깊게 봐야 할 점이다.

도표 12. 전일(19일) 공시한 삼성중공업의 이중연료 탱커 수주공시

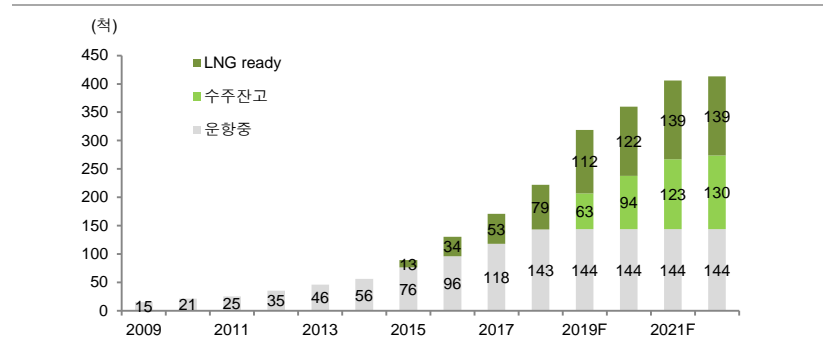
1. 판매·공급계약 구분		공사수주
- 체결계약명		원유 운반선 10 척
2. 계약내역	계약금액(원)	751,300,000,000
	최근매출액(원)	5,265,100,000,000
	매출액대비(%)	14.3
	대규모법인여부	해당
3. 계약상대		오세아니아지역 선주
4. 판매·공급지역		오세아니아지역
5. 계약기간	시작일	2019-08-16
	종료일	2022-01-31
7. 계약(수주)일자		2019-08-16

자료: 삼성중공업

지속 가능한 회피책
LNG추진
잔고가 지속적으로 늘어나

[도표 13]은 LNG 추진엔진 장착한 선박의 과거 추이와 수주잔고를 보여준다. LNG 추진선도 2019년에 단기적으로 많이 늘어난다는 점에서 스크러버 장착선과 유사한 패턴을 보이는데, 2020년 이후 증가 추세는 좀 다른 모습을 보인다. 한시적 회피책이 아닌 LNG 추진선의 경우 2020년 이후에도 지속적으로 증가하는 모습을 보이는 것이다. 연료유가 상승에 따른 비용 부담이 과도해질수록 LNG 추진선을 선택하는 선주 비중이 늘어날 것으로 예상된다.

도표 13. LNG 추진엔진 장착예정선 누적적수 추이(2019년 2월 업데이트 기준)



자료 : DNV GL, 신영증권 리서치센터

3. 가스경제 관련 기자재주 추천

한국카본 최선호주, HSD엔진 차선호주

전일 삼성중공업의 유조선 수주공시 이후 주식시장의 반응은 어느 때보다 뜨거웠다. 대우조선해양과 한국카본의 주가가 10% 이상 상승하며 가장 높은 상승률을 기록했는데, 다른 조선업체나 기자재 관련기업들도 대부분 5% 이상 상승했다.

신규수주 부재가 만든
비이성적 저평가

수주 뉴스 하나에 주가 반응이 컸던 이유는 조선주가 저평가 받는 이유가 ‘수주’ 관련문제 하나뿐이었기 때문이라고 생각한다. 유상증자나 CB 발행으로 자본확충은 충분히 한 상태이고, 매출액이 다시 늘어나기 시작하면서 수익성도 개선 중인데, 신규수주의 부재만이 문제가 되는 상황이었다. 신규수주가 감소하고, 매출이 감소함에 따라 재무구조가 악화되는 2016년과 유사한 수준의 밸류에이션에 근접한 상황에서 주요 시장참여자도 관망을 멈추고 선박자산 투자를 감행했다는 점이 크게 작용했으리라.

가스경제와 맞물린
기자재기업
향후 전망 밝아

선박기자재 업체 중 해당 업체의 주력 제품이 가스경제와 맞물려있는 기업의 투자매력도가 높을 것으로 예상된다. 황산화물 저감규제에 대해 한시적으로 대응하는 방안과 관련 있는 제품보다는 앞으로도 많이 만들어갈 제품을 만들면 외형성장성이 담보되기 때문이다.

최선호주 한국카본

LNG 운반선 화물창 보냉재를 만드는 기업 중 재무안정성이 높은 한국카본을 조선기자재주 최선호주로 추천한다. 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 11,500원을 유지한다. 안정적인 재무구조를 바탕으로 주당 가치 희석 가능성이 없는 가운데 업종 주가 동조현상으로 지나치게 하락했다고 판단한다.

차선호주 HSD엔진

차선호주는 HSD엔진이다. 2분기 실적을 통해서도 확인했겠지만, 선박 건조량 증가에 따라 필수 기자재 매출 증가 속도는 전체 기자재 업체들 중 최고수준이다. 일반 선박의 추진엔진도 만들지만 LNG 추진엔진 사용시 필요한 질소산화물 저감장치를 자체 개발하여 가스시장 확장의 수혜도 기대해볼 수 있다.

도표 14. 투자의견 및 목표주가

종목명	투자의견	의견변동	목표주가	목표주가 변동	비고
한국카본	매수	유지	11,500	유지	최선호
동성화인텍	매수	유지	11,500	상향	-
세진중공업	매수	유지	5,500	유지	-
삼강엠앤티	매수	유지	8,000	유지	-
HSD엔진	매수	유지	8,000	유지	차선호

자료: 신영증권 리서치센터

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
한국카본(017960.KS)	매수(유지)	11,500원
동성화인텍(033500.KQ)	매수(유지)	11,500원(상향)



한국카본(017960.KS)

우량주의 정석, 이제 커질 준비

매수(유지)

현재주가(8/19) 7,260원
목표주가(12M) 11,500원

■ 저가 수주 물량 모두 털어낸 2분기

2분기 매출액은 648억원으로 전년동기대비 5.5% 증가하고, 전분기대비 50.4% 증가함. 영업이익은 19억원으로 전년동기대비 흑자전환에 성공하였으나 전분기대비 무려 18.8%나 감소하면서 매출 증가에도 불구하고 이익률이 개선되지 못하는 모습을 보임. 2분기 제품 재고에 대한 평가손실을 46억원 이상 인식하는 과정에서 이익률 훼손이 있었던 것으로 추정됨. 2017년에 대규모 수주를 진행하면서 낮은 이익률의 납품물량을 수주했던 과정이 있었고, 마지막으로 해당 물량을 납품함에 따른 손실인식이었던 것으로 파악

■ 수주호황에서 오는 실적은 2020년에 제대로 보여줄 예정

LNG 사업부문의 연간 수주 기록은 2013년이 아닌 2018년에 기록. 연간 LNG 부문 수주동사는 2018년에 3,736억원을 기록했으며, 2013년 기록이었던 2,270억원을 크게 상회함. 신규수주 이후 매출인식이 즉각적으로 늘어나는 것은 아님. 본격적인 매출 증가는 2020년에 확인 가능. 주요 재료인 MDI 가격 안정세와 원/달러 환율 상승으로 사상 최대실적 기대. 2020년 영업이익 증가율 122% 전망

■ 투자 의견 매수와 목표주가 11,500원을 유지

한국카본에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 11,500원을 유지함. 목표주가는 2019~20년 평균추정 BPS에 목표배수 1.4배를 적용하여 산출. 1.4배는 과거 호황기 상단 밸류에이션에 해당. 2011년 이후 호황기 대비 더 많은 연간수주를 기록했을 뿐만 아니라 재료가격 하향 안정화로 더 높은 이익률 달성 기대

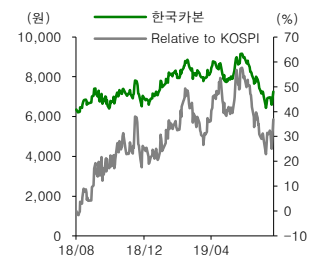
Key Data (기준일: 2019. 8. 16)

KOSPI(pt)	1939.90
KOSDAQ(pt)	594.65
액면가(원)	500
시가총액(억원)	3,192
발행주식수(천주)	43,961
평균거래량(3M, 주)	355,900
평균거래대금(3M, 백만원)	2,532
52주 최고/최저	9,160 / 5,750
52주 일간Beta	0.9
배당수익률(19F, %)	1.4
외국인지분율(%)	13.9
주요주주 지분율(%)	
조문수 외 5인	23.3
국민연금공단	12.8

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.3	-15.0	-9.6	26.3
KOSPI대비상대수익률	-2.0	-9.9	2.8	46.3

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	239.1	226.7	254.2	325.3	341.6
영업이익(십억원)	5.8	6.2	13.6	30.2	39.2
세전손익(십억원)	10.5	5.9	15.7	31.7	42.3
지배순이익(십억원)	0.7	-3.0	12.6	25.4	33.8
EPS(원)	17	-68	286	577	770
증감률(%)	-95.5	적전	흑전	101.8	33.3
ROE(%)	0.2	-1.0	4.1	7.8	9.7
PER(배)	316.6	na	25.4	12.6	9.4
PBR(배)	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	8.5	19.8	11.7	5.7	3.9

한국카본(017960.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	239.1	226.7	254.2	325.3	341.6
증가율(%)	-7.2	-5.2	12.1	28.0	5.0
매출원가	212.0	201.0	221.1	276.0	281.8
원가율(%)	88.7	88.7	87.0	84.8	82.5
매출총이익	27.1	25.7	33.2	49.3	59.7
매출총이익률(%)	11.3	11.3	13.1	15.2	17.5
판매비와 관리비 등	21.3	19.5	19.6	19.1	20.5
판매비율(%)	8.9	8.6	7.7	5.9	6.0
영업이익	5.8	6.2	13.6	30.2	39.2
증가율(%)	-78.4	6.9	119.4	122.1	29.8
영업이익률(%)	2.4	2.7	5.4	9.3	11.5
EBITDA	12.3	12.2	19.9	35.8	44.2
EBITDA 마진(%)	5.1	5.4	7.8	11.0	12.9
순금융손익	3.8	2.6	4.9	3.1	4.7
이자손익	2.1	2.2	2.8	3.8	4.7
외화관련손익	-12.6	2.9	1.4	-1.3	-0.7
기타영업외손익	1.3	-1.3	-1.1	0.0	0.0
총손익및관계기업 관련손익	-0.4	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
법인세차감전계속사업이익	10.5	5.9	15.7	31.7	42.3
계속사업손익법인세비용	2.2	0.3	3.1	6.3	8.5
세후중단사업손익	-7.6	-8.6	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.7	-3.0	12.6	25.4	33.8
증가율(%)	-95.8	-528.6	-520.0	101.6	33.1
순이익률(%)	0.3	-1.3	5.0	7.8	9.9
지배주주지분 당기순이익	0.7	-3.0	12.6	25.4	33.8
증가율(%)	-95.8	-528.6	-520.0	101.6	33.1
기타포괄이익	-1.1	0.5	0.5	0.5	0.5
총포괄이익	-0.4	-2.5	13.1	25.9	34.3

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	-15.4	42.8	-0.5	37.0	38.7
당기순이익	8.3	5.6	12.6	25.4	33.8
현금유출이없는비용및수익	-3.3	7.9	6.7	11.0	10.9
유형자산감가상각비	5.5	5.5	5.7	5.1	4.5
무형자산상각비	0.9	0.6	0.6	0.5	0.4
영업활동관련자산부채변동	-14.3	25.7	-20.4	2.4	-3.2
매출채권의감소(증가)	-10.5	16.3	-11.5	-8.6	-2.2
재고자산의감소(증가)	5.6	10.4	-12.7	4.0	-3.3
매입채무의증가(감소)	-6.6	0.4	3.9	7.1	2.3
투자활동으로인한현금흐름	13.0	-112.8	-48.6	-48.7	-48.8
투자자산의 감소(증가)	-18.9	-30.8	-3.4	-3.4	-3.4
유형자산의 감소	0.8	0.3	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-10.4	-26.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	46.1	-14.2	-1.9	-2.0	-2.1
재무활동으로인한현금흐름	-5.3	-4.4	-4.1	5.9	-4.1
장기차입금의증가(감소)	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-3.4	0.0	44.3	41.6	42.2
현금의 증가	-11.1	-74.5	-8.9	35.9	28.0
기초현금	114.0	102.9	28.4	19.5	55.4
기말현금	102.9	28.4	19.5	55.4	83.4

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	240.7	190.1	207.5	250.1	285.7
현금및현금성자산	102.9	28.4	19.5	55.4	83.4
매출채권 및 기타채권	39.8	23.9	35.4	44.0	46.2
재고자산	66.8	56.4	69.1	65.1	68.3
비유동자산	125.8	170.0	165.5	161.8	158.7
유형자산	83.2	102.8	97.1	92.0	87.5
무형자산	2.6	4.0	3.4	2.9	2.5
투자자산	27.0	56.2	58.0	59.8	61.7
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	366.4	360.1	373.0	411.8	444.4
유동부채	46.0	47.5	51.4	58.5	60.8
단기차입금	8.9	8.3	8.3	8.3	8.3
매입채무및기타채무	35.1	35.4	39.3	46.4	48.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	10.1	8.9	8.9	18.9	18.9
사채	0.0	0.0	0.0	10.0	10.0
장기차입금	4.6	4.9	4.9	4.9	4.9
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	56.1	56.4	60.3	77.4	79.8
지배주주지분	310.3	303.7	312.7	334.4	364.6
자본금	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
자본잉여금	84.8	84.8	84.8	84.8	84.8
기타포괄이익누계액	0.1	-3.3	-2.8	-2.3	-1.8
이익잉여금	221.8	218.6	227.1	248.3	278.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	310.3	303.7	312.7	334.4	364.6
총차입금	13.6	13.5	13.5	23.5	23.5
순차입금	-130.7	-67.4	-87.5	-115.4	-145.5

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Per Share (원)					
EPS	17	-68	286	577	770
BPS	7,478	7,327	7,531	8,026	8,713
DPS	100	100	100	100	100
Multiples (배)					
PER	316.6	na	25.4	12.6	9.4
PBR	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.5	19.8	11.7	5.7	3.9
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-95.5%	적전	흑전	101.8%	33.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	-63.1%	-0.8%	63.1%	79.9%	23.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	0.2%	-1.0%	4.1%	7.8%	9.7%
ROE(지배순이익 기준)	0.2%	-1.0%	4.1%	7.8%	9.7%
ROIC	3.1%	2.6%	6.9%	15.1%	20.2%
WACC	9.2%	9.3%	9.3%	9.1%	9.1%
안전성(%)					
부채비율	18.1%	18.6%	19.3%	23.2%	21.9%
순차입금비율	-42.1%	-22.2%	-28.0%	-34.5%	-39.9%
이자보상배율	20.7	23.1	50.8	64.9	84.3

동성화인텍(033500.KQ)

레버리지 효과 기대

매수(유지)

현재주가(8/19) 8,360원
목표주가(12M, 상향)11,500원

■ 2분기 화재불구 호실적 기록

2분기 매출액은 523억원으로 전년동기대비 33.7% 증가하고 전분기대비 2.2% 증가함. 영업이익은 80억원으로 전년동기대비 흑자전환 했으며, 전분기대비 1.9% 감소함. 2분기 화재신고에도 불구하고, 두 자릿수의 이익률을 유지했다는 점이 긍정적. 영업외비용으로 화재 사고에 따른 자산처리 손실을 인식하였음에도 불구하고, 순이익을 기록함

■ 이익 레버리지 효과 기대

2019년 분기실적은 높은 단가의 물량이 잡히는 2분기와 4분기가 고마진을 기록할 것으로 예상. 2018년 수주물량이 2020년에도 실적인식을 계속하면서 매출액 성장세를 이어갈 것으로 전망. 취약한 재무구조로 영업외 비용이 다수 발생한다는 점이 약점으로 작용하였으나, 영업이익 증가로 순이익 레버리지 효과가 크게 나타날 것으로 판단

■ 매수의견 유지하고, 목표주가 11,500원으로 상향

동성화인텍에 대한 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존 1만원에서 11,500원으로 15% 상향함. 목표주가는 2019~2020년 평균추정 BPS에 목표 배수 2.5배를 적용하여 산정. 2018년을 제외한 이전 시기의 상단 밸류에이션을 적용함. LNG 관련 산업에 대한 노출도가 경쟁사 대비 높고, 상대적으로 높은 고정비를 가지고 있어 매출 증가에 따른 레버리지 효과가 크다는 점이 매력

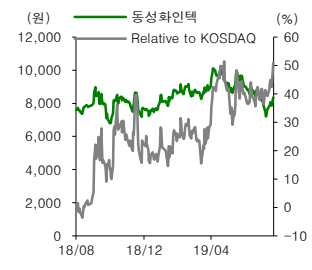
Key Data (기준일: 2019. 8. 19)

KOSPI(pt)	2041.07
KOSDAQ(pt)	694.21
액면가(원)	500
시가총액(억원)	2,187
발행주식수(천주)	20,463
평균거래량(3M, 주)	189,228
평균거래대금(3M, 백만원)	2,174
52주 최고/최저	20,000 / 6,450
52주 일간Beta	0.5
배당수익률(15F, %)	1.9
외국인지분율(%)	2.5
주요주주 지분율(%)	
노루홀딩스 외 17인	54.6
삼성자산운용	8.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.2	-16.1	0.8	22.8
KOSDAQ대비상대수익률	8.5	0.7	26.9	59.4

Company vs KOSDAQ composite



결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	231.0	188.1	224.6	264.2	311.7
영업이익(십억원)	-25.2	-8.5	29.0	29.2	34.5
세전순익(십억원)	-31.7	-9.2	20.8	25.2	30.5
지배순이익(십억원)	-30.9	-12.2	27.8	33.6	40.8
EPS(원)	-1,147	-453	1,031	1,247	1,510
증감율(%)	적전	적지	흑전	21.0	21.1
ROE(%)	-30.1	-15.3	31.7	28.4	26.2
PER(배)	na	na	8.1	6.7	5.5
PBR(배)	1.5	2.7	2.2	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	na	na	7.8	7.3	6.1

동성화인텍(033500.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	231.0	188.1	224.6	264.2	311.7
증가율(%)	-31.0	-18.6	19.4	17.6	18.0
매출원가	233.6	175.2	173.8	211.2	249.2
원가율(%)	101.1	93.1	77.4	79.9	79.9
매출총이익	-2.6	13.0	50.8	53.0	62.5
매출총이익률(%)	-1.1	6.9	22.6	20.1	20.1
판매비와 관리비 등	22.6	21.5	21.8	23.8	28.1
판매비율(%)	9.8	11.4	9.7	9.0	9.0
영업이익	-25.2	-8.5	29.0	29.2	34.5
증가율(%)	-289.5	-66.3	-441.2	0.7	18.2
영업이익률(%)	-10.9	-4.5	12.9	11.1	11.1
EBITDA	-18.7	-2.0	35.1	35.1	40.1
EBITDA 마진(%)	-8.1	-1.1	15.6	13.3	12.9
순금융손익	-3.4	-2.7	-3.3	-3.3	-3.3
이자손익	-2.5	-2.7	-3.3	-3.3	-3.3
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	2.0	-5.0	-0.7	-0.7
종속및관계기업 관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세차감전계속사업이익	-31.7	-9.2	20.8	25.2	30.5
계속사업손익법인세비용	0.5	0.9	-2.0	-2.4	-2.9
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-32.2	-10.0	22.8	27.6	33.4
증가율(%)	-470.1	-68.9	-328.0	21.1	21.0
순이익률(%)	-13.9	-5.3	10.2	10.4	10.7
지배주주지분 당기순이익	-30.9	-12.2	27.8	33.6	40.8
증가율(%)	-415.3	-60.5	-327.9	20.9	21.4
기타포괄이익	1.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
총포괄이익	-30.9	-10.2	22.7	27.4	33.3

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

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	20.3	18.2	21.9	17.1	5.0
당기순이익	-32.2	-10.0	22.8	27.6	33.4
현금유출이없는비용및수익	15.3	8.9	7.4	6.8	6.0
유형자산감가상각비	6.1	6.1	5.8	5.7	5.5
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
영업활동관련자산부채변동	43.5	21.9	-7.0	-16.4	-34.1
매출채권의감소(증가)	30.1	7.6	-8.0	-4.8	-5.8
재고자산의감소(증가)	31.7	-14.3	7.3	-0.3	-1.2
매입채무의증가(감소)	-8.6	4.0	-0.6	1.8	2.5
투자활동으로인한현금흐름	-4.4	0.9	-5.9	-5.2	-0.9
투자자산의 감소(증가)	1.3	0.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-4.1	-2.7	-5.0	-4.3	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-1.3	3.7	0.0	0.0	-0.1
재무활동으로인한현금흐름	-4.3	-18.6	25.0	10.0	0.0
장기차입금의증가(감소)	0.7	-9.1	15.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	10.0	10.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.5	-0.1	0.7	0.7	0.7
현금의 증가	11.1	0.4	41.7	22.6	4.8
기초현금	3.2	14.3	14.6	56.3	78.9
기말현금	14.3	14.6	56.3	78.9	83.7

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	98.6	83.6	131.8	172.6	214.0
현금및현금성자산	14.3	14.6	56.3	78.9	83.7
매출채권 및 기타채권	49.2	19.4	27.4	32.2	38.0
재고자산	29.1	44.8	37.4	37.7	39.0
비유동자산	125.4	121.5	120.4	118.8	113.1
유형자산	118.3	115.1	114.4	113.0	107.4
무형자산	1.0	0.7	0.4	0.2	0.1
투자자산	2.7	2.2	2.2	2.2	2.2
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	224.0	205.1	252.1	291.4	327.2
유동부채	87.4	116.5	115.9	117.7	120.2
단기차입금	40.3	31.1	31.1	31.1	31.1
매입채무및기타채무	23.0	25.6	25.0	26.8	29.4
유동상장기부채	19.7	50.8	50.8	50.8	50.8
비유동부채	52.5	14.7	39.7	49.7	49.7
사채	0.0	0.0	10.0	20.0	20.0
장기차입금	44.7	4.5	19.5	19.5	19.5
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	139.8	131.1	155.5	167.3	169.9
지배주주지분	86.3	73.9	101.6	135.1	175.6
자본금	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
자본잉여금	42.9	42.9	42.9	42.9	42.9
기타포괄이익누계액	0.2	0.1	-0.1	-0.3	-0.4
이익잉여금	32.2	19.9	47.7	81.4	122.1
비지배주주지분	-2.2	0.0	-5.0	-11.0	-18.3
자본총계	84.1	73.9	96.6	124.0	157.3
총차입금	105.2	86.6	111.6	121.6	121.6
순차입금	72.8	57.6	55.0	42.4	37.5

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Per Share (원)					
EPS	-1,147	-453	1,031	1,247	1,510
BPS	3,304	2,844	3,869	5,109	6,613
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	na	8.1	6.7	5.5
PBR	1.5	2.7	2.2	1.6	1.3
EV/EBITDA	-11.0	-130.0	7.8	7.3	6.1
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	적지	흑전	21.0%	21.1%
EBITDA(발표기준) 증가율	-194.0%	-89.3%	-1855.0%	0.0%	14.2%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-31.8%	-12.7%	26.8%	25.0%	23.8%
ROE(지배순이익 기준)	-30.1%	-15.3%	31.7%	28.4%	26.2%
ROIC	-12.7%	-4.8%	19.0%	17.9%	18.6%
WACC	5.9%	7.0%	6.9%	6.8%	6.8%
안전성(%)					
부채비율	166.2%	177.4%	161.0%	134.9%	108.0%
순차입금비율	86.6%	77.9%	56.9%	34.2%	23.8%
이자보상배율	-9.0	-2.8	7.3	6.7	7.9

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** 매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우
 매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업

- 비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

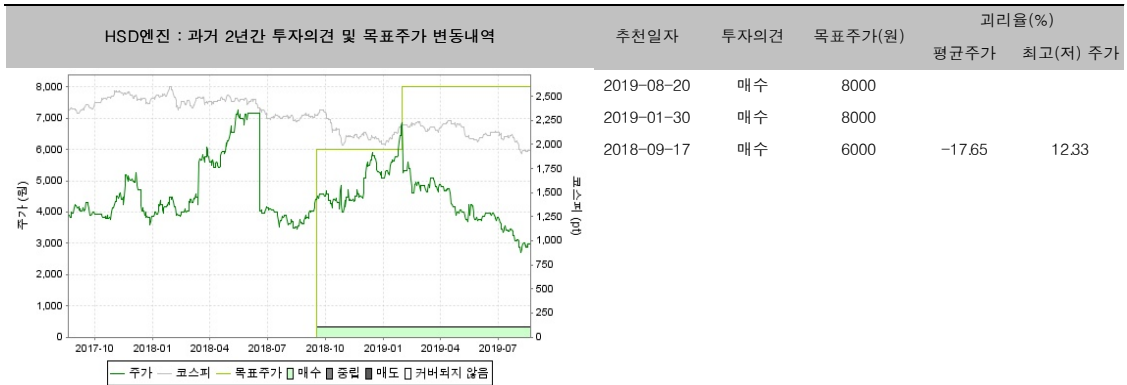
본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

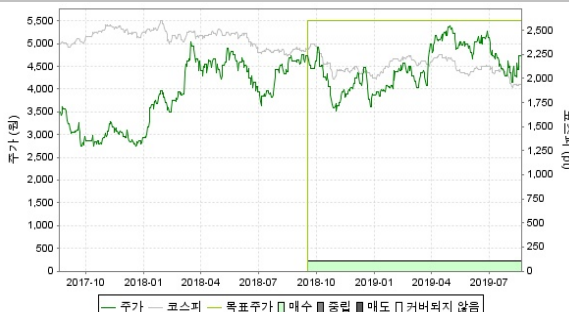
[당사의 투자 의견 비율 고지]


당사의 투자 의견 비율			
기준일 (2019.06.30)	매수 : 86.42%	중립 : 12.96%	매도 : 0.62%


[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
	ELW	주식선물	주식옵션			
HSD엔진	-	-	-	-	-	-
세진중공업	-	-	-	-	-	-
삼강엠앤티	-	-	-	-	-	-
동성화인텍	-	-	-	-	-	-
한국카본	-	-	-	-	-	-



세진중공업 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2019-08-20	매수	5500		
	2018-09-17	매수	5500		

삼강엔티 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2019-08-20	매수	8000		
	2018-10-24	매수	8000		

동성화인텍 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2019-08-20	매수	11500		
	2018-11-29	매수	10000	-14.30	1.00

