조선기자재 이미 파도는 다가왔다

이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견

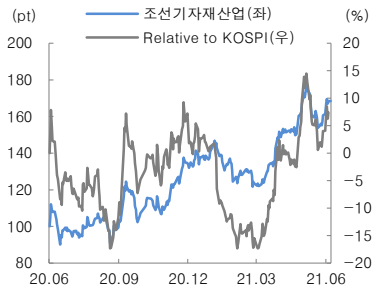
Overweight

비중확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
세진중공업	Buy	12,000원
태광	Buy	14,000원
성광벤드	Marketperform	11,000원
동성화인텍	Buy	16,000원
한국카본	Not Rated	Not Rated
HSD엔진	Not Rated	Not Rated

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	38.1	24.9	54.5
상대수익률	-4.0	29.7	5.3	2.6



조선기자재 업종 투자의견 비중확대(Overweight) 제시

- 글로벌 조선 시장은 4Q20~1Q21 기간 21.6백만CGT 발주 집중. 해운시황의 호조, 신조선가 상승 등으로 본격적으로 무르익는 슈퍼사이클 기대감
- 조선기자재 업종은 업사이클 수혜를 동일하게 받으며, 특정 선종, 특정 조선사 중심의 사업구조로 세부적인 투자 기회 창출 가능
- 2010년대 다운사이클을 지나며 업종 전반적으로 구조조정을 경험. 신규 Player 진입 가능성은 제한적. 살아남은 업체들이 맞이할 파티의 시간

슈퍼사이클 논의, 어떻게 봐야하나

- 선박 수명을 가정한 슈퍼사이클 초입은 '24~'25년이 합당. 하지만, 코로나19로 인해 이연된 발주 수요와 환경규제 강화가 슈퍼사이클 도래 시점 앞당길 것
- 조선사들의 '23년까지의 건조 슬롯은 대부분 마감 추정. 결국, 선가는 올라갈 것
- 컨테이너선은 대형화 추세에 따른 교체, LNG선은 예상 천연가스 수요를 맞추기 위해 발주 지속될 것. 규제 감안하면 오르는 선가에도 발주 지속 예상

규제; 슈퍼사이클 주기를 앞당길 Key

- 기대 이하로 보였던 IMO2020 효과. 하지만 발현 시기가 늦었을 뿐, DF 엔진의 채택 비율은 의미 있게 상승 중. 장기적인 그림은 그대로 나타날 것으로 판단
- 2023년 발효 예상되는 EEXI는 현존하는 선박의 온실가스 배출을 제한하는 더 강한 규제. 효율성 고려하면 저속운항보다는 친환경 연료장비 도입이 합리적
- 6월 IMO MEPC 76차 회의에서 EEXI 의결 예정. EEXI 의결 시점 및 발효 시점을 전후로 글로벌 선박 발주 수요 자극 예상

Top-Pick 세진중공업, 차선호주 태광 제시

- **세진중공업**: 1) LPG Tank 비중 증가, 2) 한국조선-대우조선 인수로 인한 외주물량 증가 가능성, 3) 보유 토지 자산가치 재평가, 4) 자회사 일승 상장, 5) 울산 해상풍력 사업 모멘텀 등 다양한 성장 가능 요인 보유
- **태광**: 1) 해양플랜트 발주 모멘텀, 2) 아시아/유럽 수주 경쟁력, 3) 자회사 연결 반영을 통해 실적 안정성 향상 바탕으로 실적 턴어라운드 예상

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,889	2,284	2,005	2,475	2,554
영업이익	50	127	85	143	173
세전순이익	20	102	107	111	145
총당기순이익	10	82	80	86	114
지배지분순이익	9	80	78	84	112
EPS	395	3,221	3,132	3,357	4,471
PER	166.8	24.8	28.3	26.4	19.8
BPS	70,368	68,216	69,874	71,980	75,265
PBR	0.9	1.2	1.3	1.2	1.2
ROE	0.6	4.8	4.5	4.7	6.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 세진중공업, 성광벤드, 태광, 동성화인텍, 한국카본, HSD엔진 합산, 대신증권 Research Center

Contents

I	Intro & Key Chart	3
II	슈퍼사이클 논의, 어떻게 봐야하나	8
III	규제: 슈퍼사이클 주기를 앞당길 Key	16
IV	잊지 말아야 할 조선기자재	23
V	기업분석	
	세진중공업	30
	태광	41
	성광벤드	50
	동성화인텍	59
	한국카본	68
	HSD엔진	76

I. Intro

예상을 뛰어넘는 수준의 해운시황 강세

현 시점 조선업계의 가장 큰 화두는 '슈퍼 사이클' 도래라고 하겠다.

해운 시황이 코로나 초기시점에서는 예상하기 어려웠던 수준의 강세를 나타내고 있다. 코로나19 쇼크에서 벗어나기 위한 공격적인 양적완화에 따른 화폐가치 하락이 원자재 가격 상승으로 이어졌고, 백신 보급 확산을 기점으로 억눌렸던 소비 수요가 되살아나며 '펜트업(pent-up) 소비' 현상이 나타나고 있다. Clarkson Research 추정에 따르면, 우호적 시황 변화 덕분에 해상 물동량은 전년대비 5.7% 증가가 예상되고 있으며 고공행진 중인 운임시황이 장기화될 가능성이 검토되고 있어 선주사들은 올 한해 막대한 이익을 거둘 수 있을 것으로 전망되고 있다.

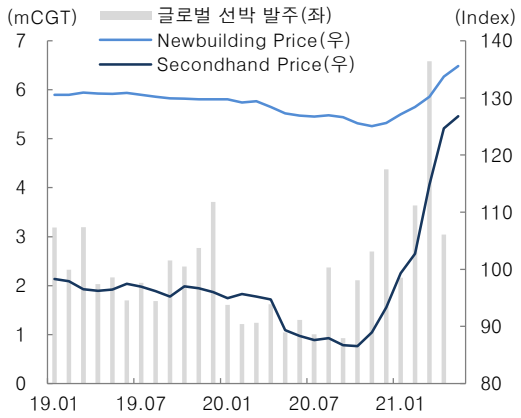
국내 조선사 수주잔고 2~2.5년치 확보 선가 상승으로 연결

2020년 코로나 발생으로 인해 수주 공백을 겪었던 조선사들은 지난해 4분기부터 현 시점까지 수주가 집중되며 도크를 채워나가고 있다. 작년 10월부터 현재에 이르기까지 한국 조선사는 신규수주 311.4억불, 295척을 수주하였으며, 주로 컨테이너선에 수주가 집중되는 양상을 보였다. 국내 조선사들은 '21년 1분기말 인도 기준 2년~2.5년의 수주잔고를 기확보한 것으로 추정되면서 선주 대상으로 가격 협상력이 올라가고 있는 것으로 파악된다. 실제로 올해 초 대비 Clarkson 신조선가는 +8.2%(125.79→136.14) 상승하였으며, 점진적으로 23주 연속 상승세를 지속 중이다.

PBR 1배 이상으로 가기 위한 명확한 업사이클 근거 필요

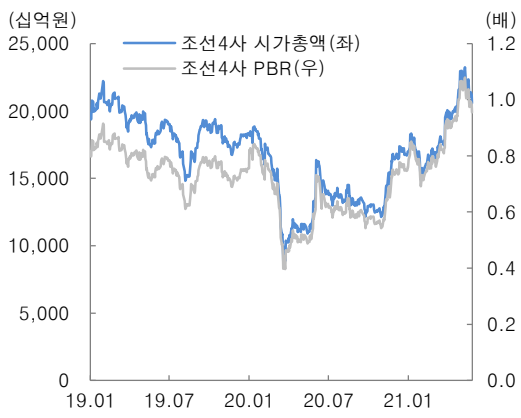
일견 판단하기에도 해운시황 호조, 선박발주 상승, 선가 상승 등 우호적 요인이 겹치고 있는 현 상황은 국내 조선업 입장에서 상당히 좋아보이는 것이 사실이다. 이대로 시황 장기화를 가정한다면 과거 슈퍼사이클 수준의 상승기를 희망하는 것 역시 과도한 바람은 아니라고 생각된다. 다만, 그동안 10년간의 침체기를 겪으며 투자자들의 실망의 기간이 길었으며, 현재의 선가 상승이 원자재 가격 상승을 커버할 수 있는 수준인지에 대해서도 반신반의하는 상황이다. 국내 대형조선사 시가총액이 시황상승을 반영하여 이미 PBR 1배 수준에 도달한 현 시점에서 추가적인 상승을 위한 Multiple 부여를 위해서는 앞으로 맞이할 업사이클의 근거가 보다 명확해져야 한다.

그림 1. 선박 발주량 및 선가 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 2. 조선4사 시가총액 및 PBR 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

Summary

1) 과거 슈퍼사이클 시점과의 비교를 통한 현재 상황 진단
→ 발주, 선가, 원가, 수주잔고 상승 등 전개과정이 전반적으로 유사

1) 슈퍼사이클 논의, 어떻게 봐야하나

모든 사건에는 발생 이전에 마땅히 전조가 나타나는 법이다. 최초 사건 발생 시에는 전조현상을 인지하기 어렵지만 사후 분석을 통해 전조현상이 발견된 이후에는 미래 발생할 수 있는 사건의 경험적 근거자료로서 활용된다. 현재 슈퍼사이클이 임박했다고 거론되고 있는 것 역시 과거 2차 슈퍼사이클의 초입이었던 2003년 시점과 유사한 흐름이 발견되고 있다고 조선업계에서 언급했기 때문이다. 일정한 주기에 따라 성쇠가 반복되는 시클리컬 업종 특성상 경험적 추론을 활용한 귀납적 사고는 필수에 가깝다. 조선업 전반에 대한 밸류에이션 논란이 있는 현 시점에서 2003년과의 비교를 통해 상황을 진단하고 향후 업사이클에 대한 근거를 찾고자 한다.

2) 사이클 주기를 앞당길 환경규제
– IMO2020
– EEXI, CII
→ 친환경선박 중심의 선대가 꾸려질 것

2) 규제; 슈퍼사이클 주기를 앞당길 Key

2020년대 들어 해운시장의 패러다임은 속도경쟁, 선박대형화 경쟁에서 이제 환경규제 대응력 강화로 판도가 바뀌고 있다. 당초 국내 조선사에게 2020년은 IMO2020(황산화물 배출제한) 규제의 원년이었기 때문에 발주 회복 기대감이 컸으나, 예상치 못한 코로나19 대유행으로 청사진이 망가졌다. 하지만 기발주 또는 발주문의 선박 중 DF엔진 채택비율을 보면 IMO2020 효과가 완전히 없다고 볼 수는 없으며 천천히 나타날 것이라 판단한다. 또한 2023년 시행이 예상되는 EEXI(Energy Efficiency Existing Ship Index, 기존선박 에너지효율지수)는 EEDI 시행 이전 건조 선박의 운영상 비효율성을 가중시킬 것으로 전망되고 있어 노후선 교체수요는 기존 주기보다 빠르게 상승할 가능성이 높아지고 있다. 향후 다가올 규제 타임라인과 예상되는 시장 변화에 대해 분석한다.

3) 조선기자재
– 업사이클 수혜
– 특정 선종, 고객사
– 한정적인 생존업체
– 사업 다변화
→ 세부적 투자기회 창출 가능

3) 잊지 말아야 할 조선기자재

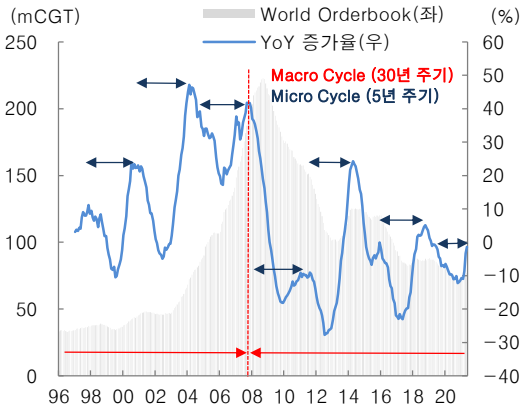
조선업을 뒷받침하는 조선기자재 산업은 슈퍼사이클을 가정하고 포트폴리오를 구성할 시, 결코 빠지지 말아야 할 투자 섹터라고 볼 수 있다. 조선업종과 마찬가지로 업사이클 수혜를 동일하게 받는 것이 가능하며, 특정 선종, 특정 조선사 중심의 사업형태를 바탕으로 여건에 따라서는 더 좋은 투자기회를 창출할 수 있는 업종이다. 특히, 2차 슈퍼사이클 이후 장기침체기를 겪으며 업종 전반적으로 구조조정을 겪은 바 있어 살아남은 업체들의 숫자는 한정적이고 다가올 3차 슈퍼사이클에서 과거보다 더 많은 이익을 향유할 수 있는 기회로 다가올 것이다. 환경규제가 늘어나면서 과거보다 더 다양한 아이템들이 요구되고 있어 사업범위 확대, 고객 다변화 등 시장에서 관심을 가질만한 변화도 나타나고 있다. 시장 주의를 환기하는 차원에서 국내 조선기자재 산업의 특성과 향후 기대되는 수혜에 대해 짚어보려 한다.

조선기자재 업종에 대해 투자의견 Overweight을 제시하며,
세진중공업, 태광, 성광벤드, 동성화인텍, 한국카본, HSD엔진 등 총 6개 종목에 대해 커버리지를 개시한다.

Top-Pick은 세진중공업(075580), 차선호주는 태광(023160)을 제시한다.

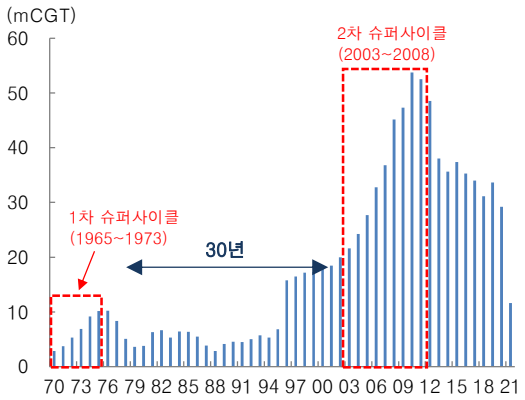
Key Chart

그림 3. 글로벌 선박 수주잔고 추이 – Cycle 주기



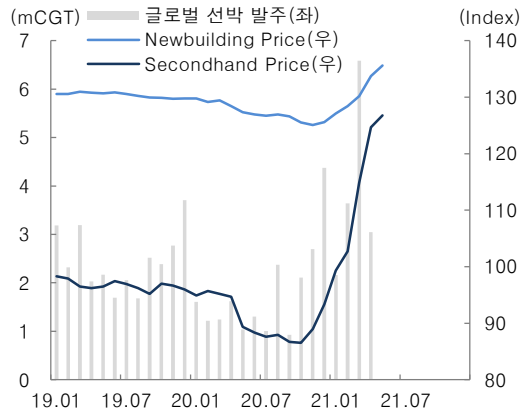
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 4. 연간 글로벌 선박 인도량 – 과거 슈퍼사이클



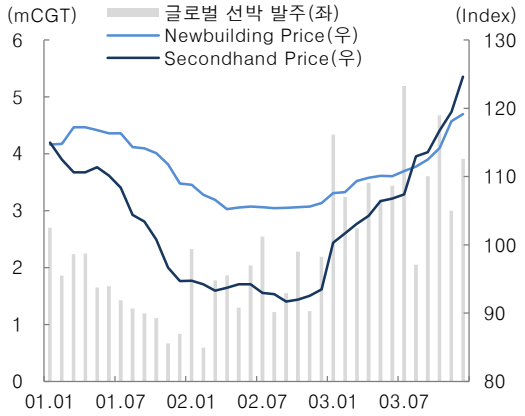
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 5. 선박 발주 및 선가(2019~2021)



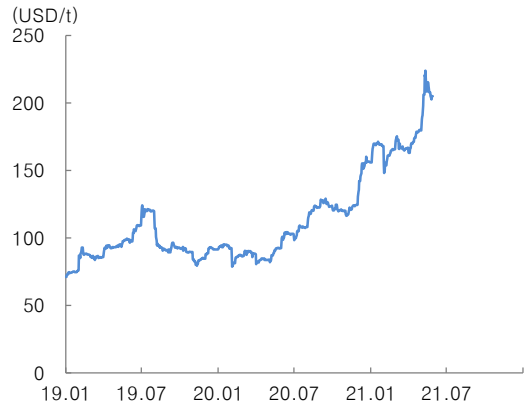
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 6. 선박 발주 및 선가(2001~2003)



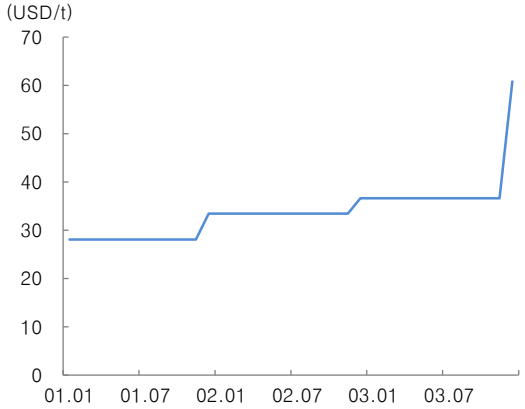
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 7. 철광석 가격(2019~2021)



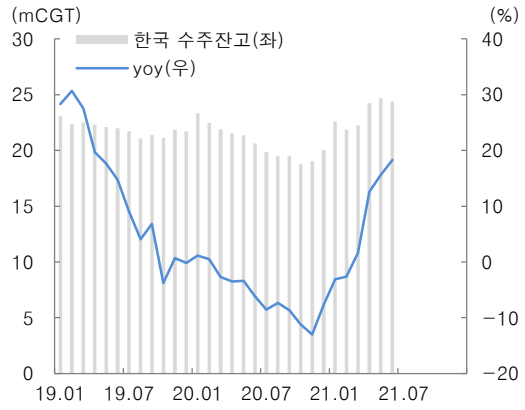
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 8. 철광석 가격(2001~2003)



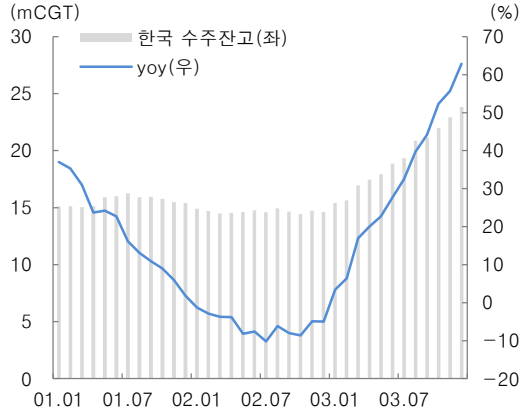
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 9. 국내 조선사 수주잔고(2019~2021)



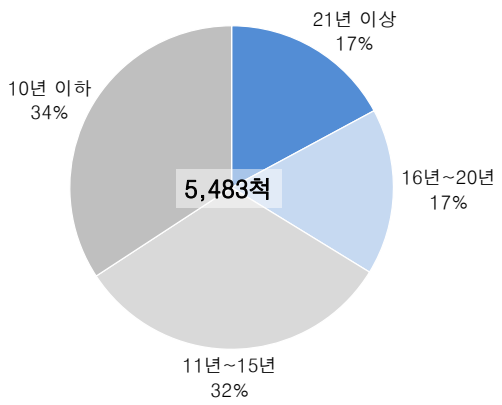
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 10. 국내 조선사 수주잔고(2001~2003)



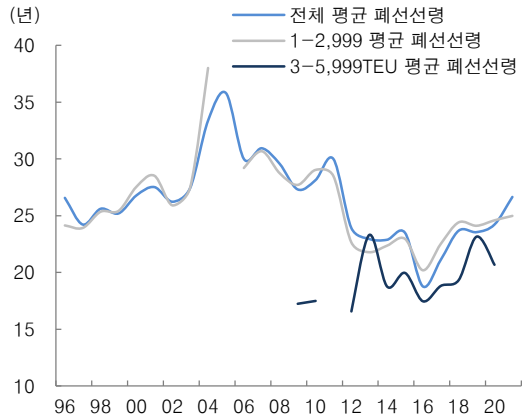
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 11. 현존 컨테이너선 선령별 비중



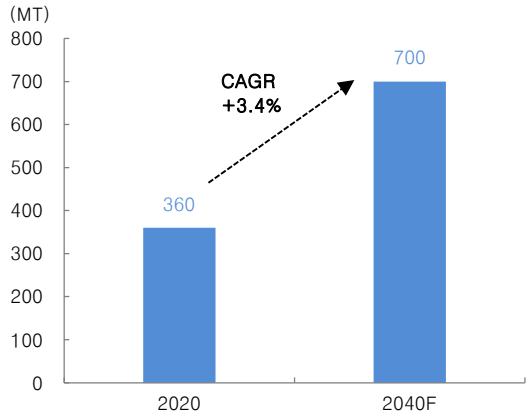
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 12. 컨테이너선 폐선 선령



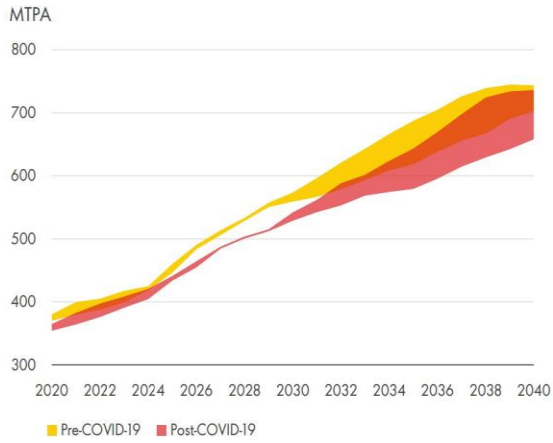
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 13. 글로벌 LNG 수요 전망



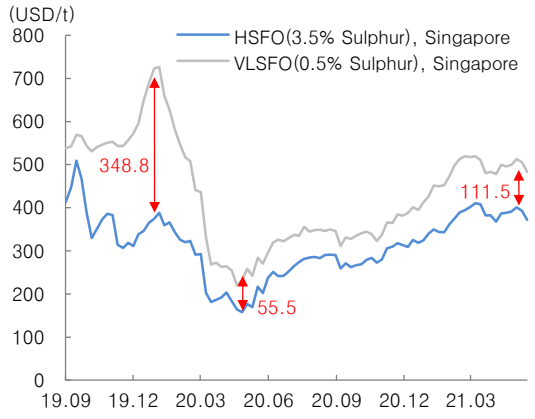
자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 14. 글로벌 LNG 공급 전망



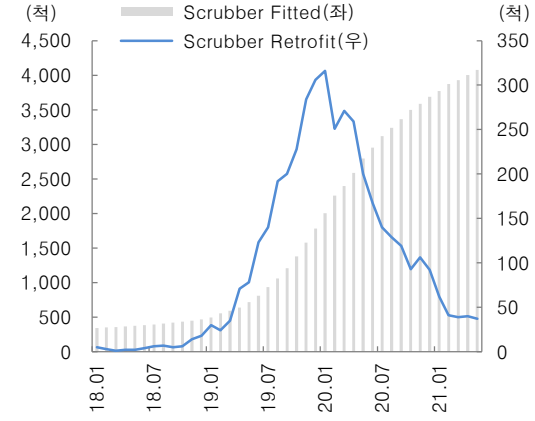
자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 15. LSFO-HSFO 스프레드 추이



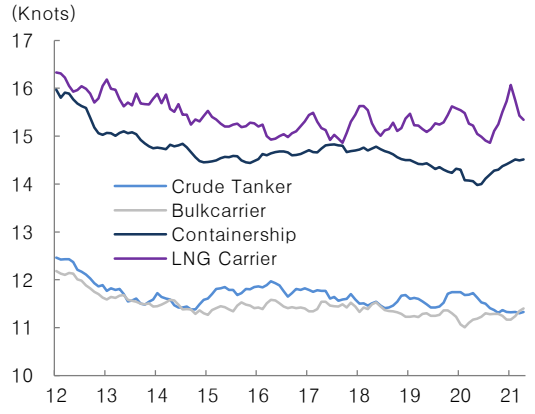
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 16. 스크러버 설치 추이; 확연한 감소세



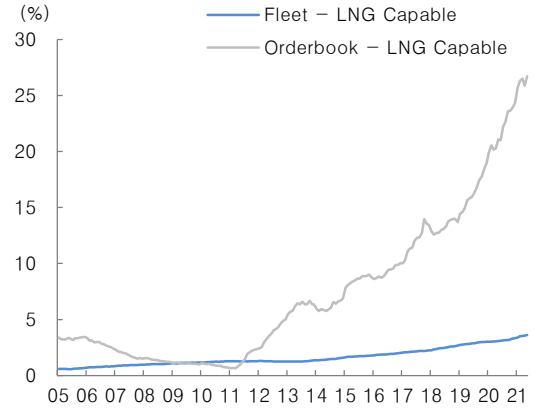
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 17. 선종별 평균 운항속도 추이



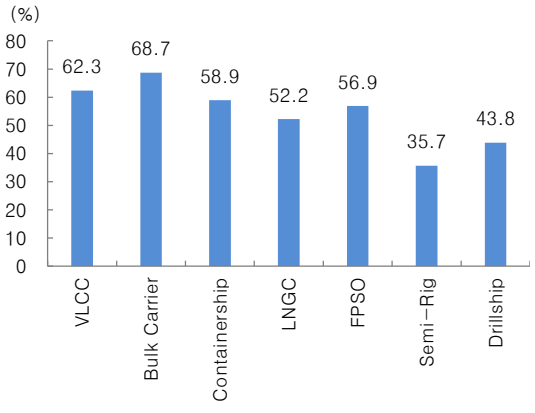
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 18. Orderbook 기준 LNG 채택률 상승



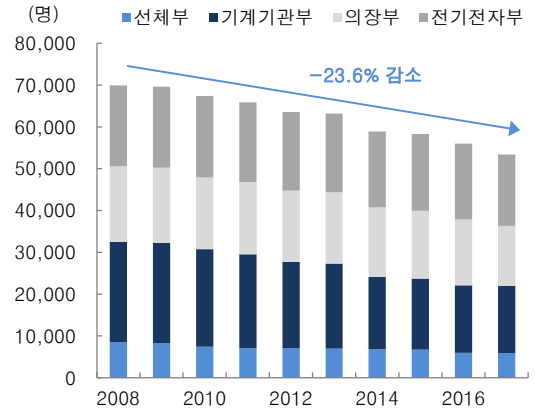
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 19. 건조원가 중 조선기자재 비중



자료: 동남권선도산업지원단, 한국노동연구원, 대신증권 Research Center

그림 20. 조선기자재 구조조정에 따른 산업인력 감소



자료: KOMEA, 대신증권 Research Center

II. 슈퍼사이클 논의, 어떻게 봐야하나

조선업 Cycle; Macro Cycle 과 Micro Cycle 로 분류

조선업 Cycle 분류
– Macro Cycle (약 30년 주기)
– Micro Cycle (약 5년 주기)

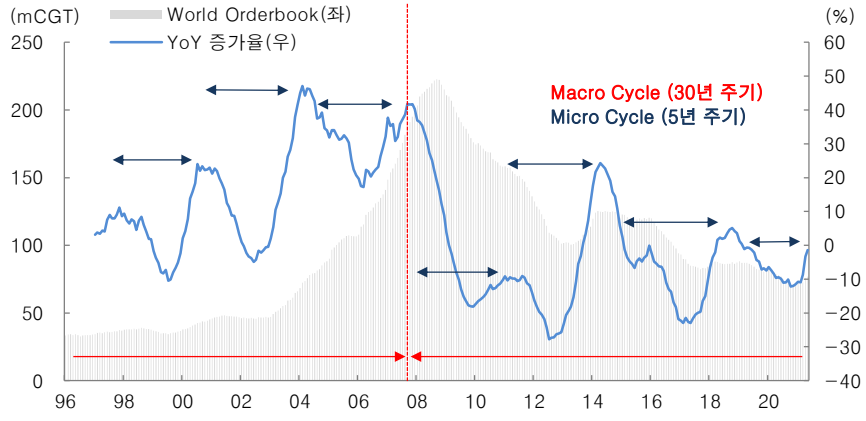
조선업은 매우 긴 경기사이클을 가지고 있는 전형적인 시클리컬 산업이다. 수주 후 선박 건조까지 장기간이 소요되기 때문에 해운업 시황에 따라 수요 대비 공급이 미치지 못하는 현상이 종종 발생하며, 이때 선박 발주가 집중되는 선박투자 붐이 일어난다. 그리고 이렇게 단기간 내 집중된 선박이 대거 교체시기를 맞는 시점이 업사이클의 기준이 된다.

조선업 사이클은 '슈퍼사이클'이라고 불리는 약 30년 주기의 Macro Cycle과 5년 내외로 나타나는 Micro Cycle로 구분할 수 있다. 선박의 폐선 선령 도달에 따른 대거 교체가 필요한 시점을 기준으로 Macro Cycle이 찾아오며. Micro Cycle은 선박의 대량 교체에 기반하지 않은 시황 변동, 자원 투자 등에 기반하여 나타난다.

선박 수명 30년 내외 감안하면 슈퍼사이클 시점은 '24~'25년. 다만, 사이클 도래시점 빨라질 것으로 판단

선박의 사용 수명은 선종마다 약간의 차이는 있으나 통상 30년 내외로 알려져 있다. 2020년 폐선된 선박의 평균 선령은 선종별로 Tanker 26.8년, Bulker 27.2년, Containership 24.2년으로 나타나며 크게 다르지 않은 모습을 보였다. 그렇다면 슈퍼사이클 초입이었던 2003년을 기준으로 25~30년 주기를 가정한다면 3차 슈퍼사이클의 시작점은 빨라도 2024~2025년이 되는 것이 타당하다. 그보다 3~4년이 더 빠른 현재 시점에서 조기 슈퍼사이클 가능성이 거론되고 있는 것은 성급해 보이는 판단일 수 있다. 하지만 코로나19로 발생으로 인해 이연된 선박 발주수요와 과거 사이클에는 없었던 강도 높은 환경규제의 도입이 차이를 발생시키는 요인으로 작용하여 3차 슈퍼사이클 도래 시점을 앞당길 수 있다고 판단한다.

그림 21. 글로벌 선박 수주잔고 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

3차 슈퍼사이클 가능성이 검토되는 이유

2003년 시점과의 비교
– 초기 저가수주
– 2.5년치 수주잔고
– 선가 인상

3차 슈퍼사이클 가능성이 본격적으로 시장에서 거론되기 시작한 계기는 국내 최대 조선 그룹인 한국조선해양이 1분기 실적발표 컨퍼런스 콜에서 현재 상황이 2차 슈퍼사이클 시점과 유사성이 높다고 판단했기 때문이다.

한국조선해양이 언급한 2003년과 유사성이 높은 이유는 다음과 같다.
1) 초기 저가수주 물량이 있었으나 도크가 빠르게 소진
2) 국내 조선사의 2.5년치의 수주잔고 확보
3) 수주잔고 기반으로 시장 흐름과 함께 선가 인상

현재의 집중발주세는
1) 선박투자 수요 이연
2) 비교적 낮은 선가
위에 근거한 것

작년말부터 시작된 집중 발주세는 코로나19 발생으로 인한 선박투자 수요의 이연과 해운시황 호조 대비 낮게 형성된 선가에 근거한 것으로 판단되며, 4Q20~1Q21 기간에만 21.6백만CGT 발주가 집중되었다. 초기 수주시에는 연간 발주 부진으로 인해 워낙 선가가 내려가 있었기 때문에 저가수주가 지속되었으나, 물량 여유를 갖게 된 시점인 올해 초부터는 선가가 빠르게 상승하는 모습을 보이고 있다.

조선 4사 예정 인도
물량은 2023년까지
대부분 채운 상태.
선가협상 주도권 확보

현재 국내 조선 4사의 수주잔고 기준 예정 인도물량은 2021년 192척, 2022년 181척, 2023년 161척으로 나타나고 있다. 2022년 물량은 이미 2021년 물량에 근접해 있는 상태로 거의 가동중인 Capa를 가득 채웠다고 봐도 무방하다. 2023년 역시 수주잔고에는 포함되어 있지 않지만 이미 보유하고 있는 옵션물량과 카타르 LNG선 슬롯 배정물량을 감안하면 여유슬롯이 넉넉하다고 보기 어렵다. 실제로 국내 조선업체가 기수주한 3~5월 물량을 기준으로 판단해보면, 현재 선박을 발주할 시 예정인도일은 2023년말~2024년으로 형성되고 있으며 곧 2023년 슬롯이 마감될 것으로 보인다. 즉, 2023년~2024년 인도 예정 슬롯가치가 크게 상승하는 셈이며, 선가 협상 주도권 역시 조선사 측으로 기울게 될 가능성이 높아졌다.

표 1. 국내 조선 4사 수주잔고 기준 연도별 예정 인도 (단위: 척)

업체	2021	2022	2023	2024	2025
한국조선해양	72	71	56	11	0
현대중공업	43	42	33	4	0
현대삼호중공업	29	29	23	7	0
현대미포조선	47	54	27	3	0
삼성중공업	39	40	34	18	5
대우조선해양	34	16	44	0	0
합계	**192**	**181**	**161**	**32**	**5**

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

과거 2 번의 슈퍼사이클: 공통점은 교체수요와 뚜렷한 시황 상승

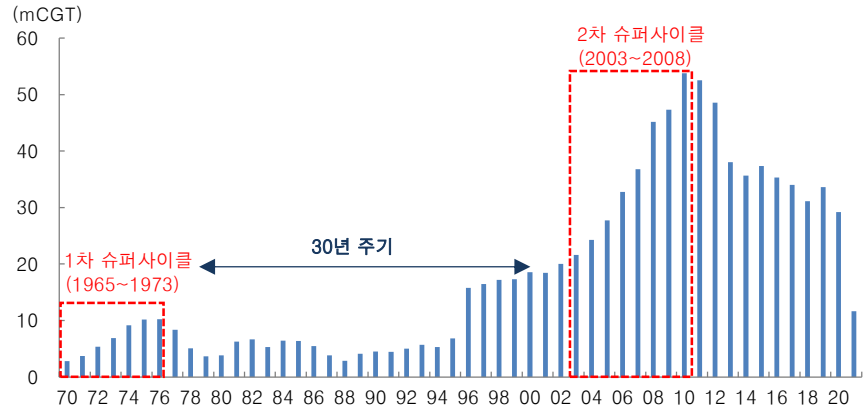
1차 슈퍼사이클 (1965~1973)
– 자본주의 황금기
– 선박 교체수요
– 1차 오일쇼크 마감

조선업 1차 슈퍼사이클(1965~1973년)은 2차 세계대전 이후 이어지고 있던 자본주의 황금기(1950년~1973년)의 후반부에 나타났다. 글로벌 경제가 매년 성장세를 이어왔던 시기였으며, 동시에 2차 세계대전 당시 대량으로 건조되었던 선박들의 교체시기가 도래했던 시기였다. 좋은 해운 시황, 안정된 재무상태, 낙관적인 선박수요 전망 등 다수의 호의적 요인이 겹쳤기에 노후선 교체 수요뿐만 아니라 대량의 투기발주가 이뤄졌고 당시 블록공법, 용접기술의 선제 도입으로 조선시장 패권을 가져오고 있던 일본이 1차 슈퍼사이클의 최고 수혜국으로 떠올랐다. 하지만 1973년 1차 오일쇼크가 발생하면서 세계 경기는 침체기로 전환되었고, 이에 따라 조선 발주 역시 Peak Out이 나타나면서 1976년 인도물량 10.2백만CGT를 정점으로 1차 슈퍼사이클은 종료를 맞게 되었다.

2차 슈퍼사이클 (2003~2008)
– 중국 경제성장
– 선박 교체수요
– 2008년 대침체 마감

그로부터 30년이 지난 2003년부터 발주가 눈에 띄게 급증하는 양상을 보이면서 조선업 2차 슈퍼사이클(2003~2008)이 찾아왔다. 2차 슈퍼사이클은 1970년대 집중되었던 건조물량의 폐선 선령 도래에 따른 교체수요와 더불어 당시 세계의 공장을 자처했던 중국의 급격한 경제성장에 기인하였다. 중국은 당시 매년 10% 이상의 GDP 성장률을 기록하고 있었으며 2007년에는 14.2%까지 성장하는 모습이 나타나기도 했다. 중국을 중심으로 교역이 크게 확대되면서 당 구간 전세계 선박발주는 연평균 59.8백만CGT로 2020년 발주량의 2배가 넘는 물량이 매년 쏟아졌으며, 이번에는 조선업 불황기 동안 타국과는 다르게 대규모 투자를 통해 건조능력을 확대해왔던 한국이 최대 수혜국이 되었다. 국내 조선업체는 연평균 19.5백만 CGT를 수주하며 전세계 발주물량의 3분의 1을 차지하는데 성공했다. 이 시기를 기점으로 한국은 신규수주, 건조량, 수주잔고 모두 1위를 차지하는데 성공하며 글로벌 조선업을 주도하기 시작했다. 2차 슈퍼사이클의 종료 기점이 된 사건은 2008년 하반기 발생한 미국발 글로벌 금융위기였다. 글로벌 경기가 하락전환하는 동시에 선박 발주의 근거가 되는 낙관론이 무너지면서 선박발주는 급속도로 얼어붙었고 2010년 53.8백만CGT 인도를 정점으로 또 한번의 슈퍼사이클이 종료되었다.

그림 22. **연간 글로벌 선박 인도량 – 30 년 주기로 찾아온 슈퍼사이클**



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

2 차 슈퍼사이클; 2003 년 발주 급증, 원가상승은 선가로 전가

슈퍼사이클의 공통점
– 노후선박 교체수요
– 뚜렷한 시황상승

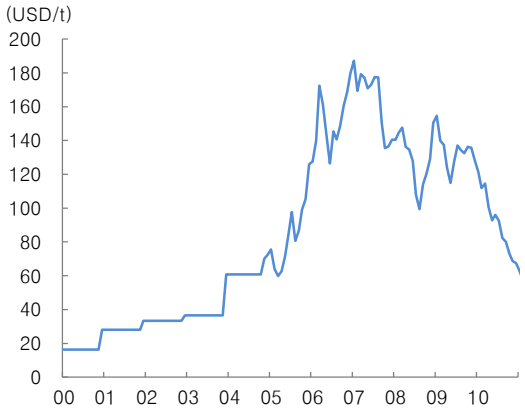
1·2차 슈퍼사이클의 공통점은 노후선박의 교체수요가 나타나는 동시에 뚜렷한 시황 상승이 함께했다는 점이다. 세계 무역이 보편화된 시점에서 해상 물동량 수요는 일부 변동성은 있겠지만 안정적으로 유지되는 레벨이 있으며, 이에 대응하기 위해서라도 노후 선박은 주기적으로 교체되어야 한다. 하지만 뚜렷한 시황 상승에 기반하여 미래 물동량에 대한 낙관론이 형성되지 않으면 투기 수요가 붙지 않아 단기간 내에 발주가 집중되기는 어렵다. 단기간 내에 조선사 Capa 이상의 발주물량이 집중되어야 선가 협상 측면에서 조선사가 우위를 점할 수 있기 때문에 수익 측면에서 중요한 요소이다.

현재 시점과 비교가 용이하다고 판단되는 것은 2차 슈퍼사이클이다. 1차 슈퍼사이클 시기는 글로벌 데이터 집계가 충분하지 않았던 측면이 있으며, 무엇보다 아직 한국이 조선업에 뛰어들기 전이었다.

2차 슈퍼사이클
– 직전 발주는 부진, 사이클 진입하자 발주 급격히 상승
– 조선사 우위 시장 형성, 선가 상승
– 제조원가 상승은 선가로 전가 가능
– 조선사 영업이익률 하이싱글 이상

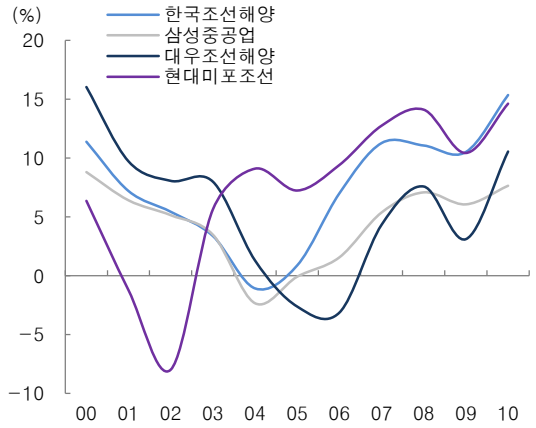
2001년~2002년 합산 글로벌 선박 발주는 2,465척으로 크지 않았으나 2003년에만 2,265척이 발주되며 업사이클의 시작을 알렸다. 이후 2008년까지 연평균 3,524척 발주가 지속되며 이 기간 국내 조선사 수주잔고는 2003년 492척에서 2009년 2,304척까지 연평균성장률 +29.3%를 기록하며 크게 성장하는 모습을 보였다. 사이클 기간동안 매년 발주가 쏟아지면서 대량의 수주잔고를 확보한 조선사 우위의 시장이 형성되었고 당시 선가도 2002년~2007년 연평균 +9.7% 상승하는 모습이 나타났다. 현재 시점과 유사하게 당시에도 중국 수요를 기반으로 철광석 가격은 상승하는 모습이 나타났으며 조선사의 제조원가 역시 따라 올라갔다. 하지만 당시 나타났던 제조원가의 상승은 선가로 충분히 전가가 가능했기 때문에 조선사 이익률은 크게 상승하는 모습을 보였다. 2003년 선가상승 이전 수주분이 매출로 인식되던 2004년은 영업적자 또는 로우싱글 수준의 마진이 나타났으나 2차 슈퍼사이클 마지막해였던 2008년 수주분이 인도되었던 2010년의 각 조선사별 영업이익률을 2004년 시점과 비교하면 현대중공업(現 한국조선해양) +16.4%p, 삼성중공업 +10.0%p, 대우조선해양 9.3%p, 현대미포조선 +5.5%p 상승이 나타났다.

그림 23. 중국 철광석 62% 가격 추이 ('00~'10)



자료: Market Index, 대신증권 Research Center

그림 24. 조선 4 사 영업이익률 추이 ('00~'10)



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

결국 선박 발주 지속에 대한 확신이 필요

원가 상승을 선가로 전가하려면, 선박 발주세가 지속가능해야 함

현재 조선주 투자에 있어 부담되는 것은 원자재 급등에 따른 제조원가 상승이 지속될 시 이를 선가로 전가하는 것이 얼마나 용이한지 판단이 어렵고, 선주가 감수 가능한 범위에서 발주세가 지속될 수 있는 선가 레벨이 어느정도일지 파악하기 어렵기 때문이다. 이미 잔고를 두둑히 채운 상태에서 현재 진행형인 원가 상승을 선가 인상을 통해 전가하겠다는 조선사 측 논리는 타당하나 선가가 발주처 입장에서 높다고 여겨진다면 현재의 발주세는 어느 시점부터는 중단될 수밖에 없다.

결국 발주가 지속되려면 2023년까지의 예정 인도물량과 선가상승을 감안하고도 선박이 더 필요하다는 확신을 가질 수 있어야 한다.

컨테이너선; 과거와 같은 공급과잉은 없을 것

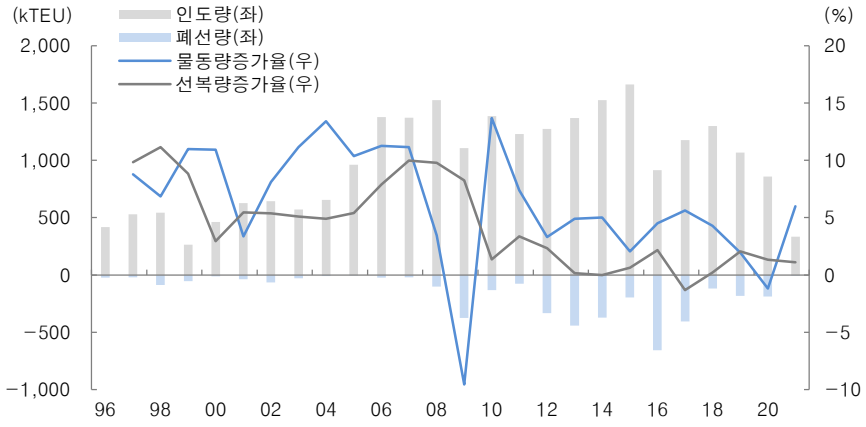
컨테이너선, 공급과잉 우려 제한적
- **잠재폐선선박 33.8%. 교체 필요**
- **높게 형성되는 스크랩 가격**
- **장기노선의 경우, 초대형선 위주로 선대구성 필요**

우선 현재까지 발주세를 주도하고 있는 컨테이너선에 대해 먼저 살펴보면, 현재 Orderbook 기준 연도별 인도 예정 컨테이너선복량은 2021년 70.3만TEU, 2022년 84.8만TEU, 2023년 195.9만TEU이다. 2022년까지의 컨테이너선 공급이 수요 대비 충분하지 않기 때문에 타이트한 컨테이너선 수급이 풀리는 시점은 대량의 선박이 공급되는 2023년으로 추정하는 것이 타당하다. 현재 많은 조선사들의 도크가 채워진 상황이며, 선박 설계 및 건조기간을 감안하면 실제로 선박을 인도받게 될 2023년~2024년에는 컨테이너선 수급이 풀려 현재만큼의 시황을 누리는 것이 어려워보인다. 과거 2차 슈퍼사이클 시기 대거 발주했던 컨테이너선의 공급과잉으로 인해 2010년대 구조적인 장기 운임침체를 겪었던 바 있는 컨테이너 선사들이 현재 시점에서 추가발주를 지속할지에 대해서는 의문이 생기는 것이 자연스럽다.

다만, 현존 컨테이너선 중 선령 15년 이상 선박 비중이 33.8%으로 나타나고 있으며 컨테이너선은 대형화에 따른 효율성이 중시되어 타 선종 대비해서 비교적 이른 시점에 폐선이 결정되는 선박이기도 하다. 그리고 2023년 도입이 예상되는 EEXI 규제 이후에는 당장에는 감속운항으로 대응할 가능성이 높겠지만 점점 비효율성이 가중되며 교체가 필요해질 것이다. 원자재 가격이 높게 형성되고 있는 시점에서 폐선하는 것이 스크랩 가격에 유리하기 때문에 예정 인도량을 고려하여 공격적인 폐선도 가정할 수 있다.

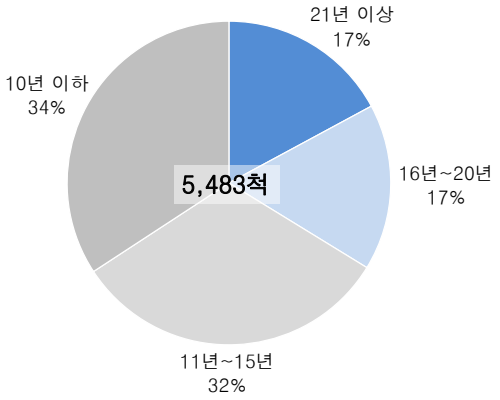
컨테이너 선사들이 2022년까지 넉넉한 현금을 쌓을 수 있을 것으로 전망되는만큼 여유현금을 기반으로 장기노선에서 효율성이 낮은 중소형 컨테이너선을 폐선하고 초대형 선박 중심으로 선대를 구성하기 위한 움직임을 미리 가져갈 수 있다는 생각이다. 이 경우, 현존 15,000TEU급 이상 초대형컨테이너선 188척 중 134척(71.3%)을 수주한 한국 조선사에게 유리한 시장환경 조성을 기대할 수 있다.

그림 25. 컨테이너선 공급 추이 – 선복량증가율 대비 물동량증가율 우세 전망



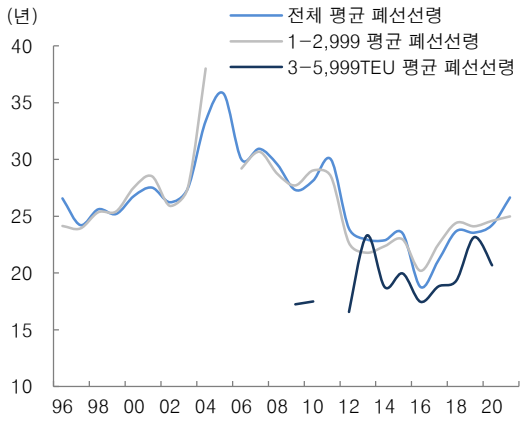
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 26. 현존 컨테이너선 선령별 비중



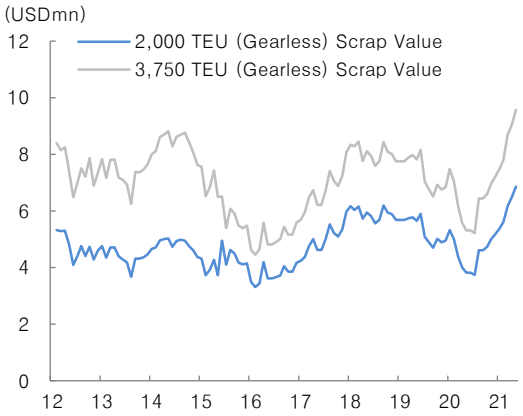
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 27. 컨테이너선 폐선 선령



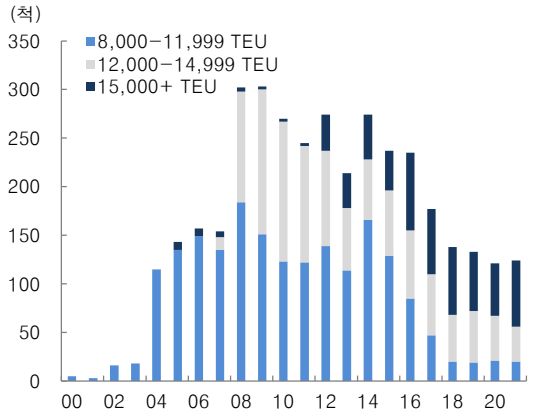
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 28. 컨테이너선 Scrap Value 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 29. 컨테이너선 수주잔고 – 15,000+ TEU 비중 확대



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

LNG 운반선; 후속 타자의 등장

LNG운반선으로 주도 선종 교체 예상
– 코로나 발생으로 공급투자 지연
– 아시아 중심으로 LNG수요는 견조
– 2025년부터 LNG수급 불안
– LNG 투자 지속되며 운반선 발주 증가

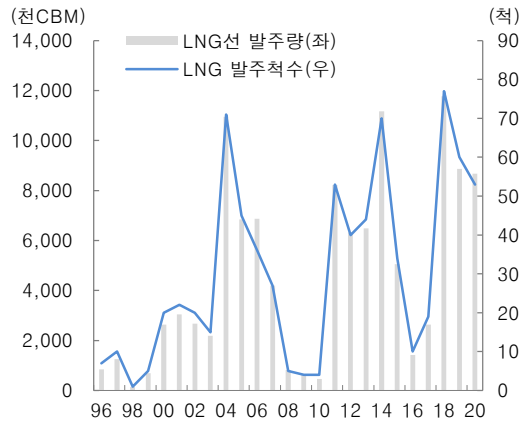
현재까지는 컨테이너 선종을 중심으로 발주가 쏟아지는 양상이었으나, 본격적으로 업사이클 시기에 들어서면 주도 선종이 교체될 가능성도 배제할 수 없다. 그 선종은 LNG운반선이 될 가능성이 높다는 생각이다.

LNG운반선은 그동안의 발주 가뭄 속에서도 비교적 좋은 수요를 보여왔던 선종이다. 견조한 LNG운반선 발주 수요의 바탕은 탈석탄, 탈원전 기조에서 LNG가 대안연료로 꼽히면서 동아시아를 중심으로 LNG 수요의 지속 상승을 예측한 선사들이 투기성 발주를 했던 것에 기인한다. 주요 LNG 프로젝트들의 상업생산 예정시기가 2024~2025년에 집중되었기 때문에 미리 충분한 선대를 확보하지 않으면 수급상황에 문제가 발생할 수 있었다. 이로 인해 LNG선 발주는 비교적 견조한 모습을 보였고 LNG운반선에 강점이 있는 국내 조선사에 발주가 집중되는 형태가 3~4년간 지속되어 왔다.

코로나19라는 변수에도 모잠비크, 카타르, 러시아 등 시장에 잘 알려진 프로젝트들은 선주와의 용선 계약 및 운반선 발주 또는 건조 슬롯 확보가 이미 어느정도 진척된 상황이나, LNG가 주요 연료로 자리잡을 경우 수요 충족을 위해서는 추가적으로 가스전 개발이 필요하다. 글로벌 에너지메이저 Shell은 글로벌 LNG 수요가 2040년까지 7억톤에 달할 것으로 추정하고 있는데, 코로나19로 인해 2020년 발표된 신규 투자 LNG 생산량이 300만톤으로 예상치였던 6000만톤 대비하여 크게 줄었기 때문에 빠르면 2025년부터 LNG 수요 대비 공급부족 현상이 나타날 수 있는 상황이다.

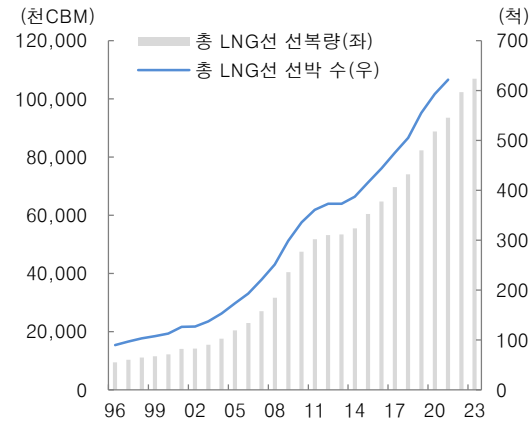
현재의 환경규제 흐름, 아시아를 중심으로 하는 LNG 수요 증가세 등을 고려하면 LNG 프로젝트의 추가 투자방향은 명확하다고 본다. 예상 수요를 맞추기 위해서는 LNG운반선 발주가 지속적으로 이어질 것으로 판단되며 해당 선종에 강점을 보이는 국내 조선사 일감에 고정적으로 반영될 것으로 전망한다.

그림 30. LNG 운반선 발주 추이



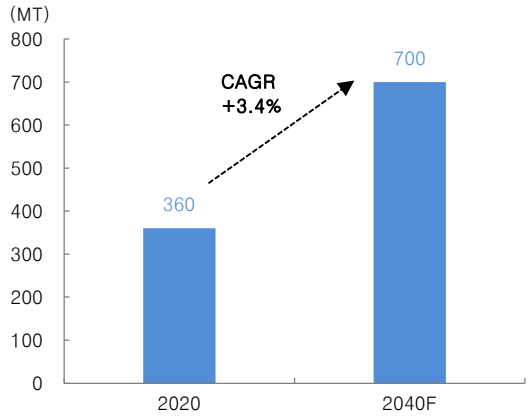
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 31. LNG 운반선 선복량 추이



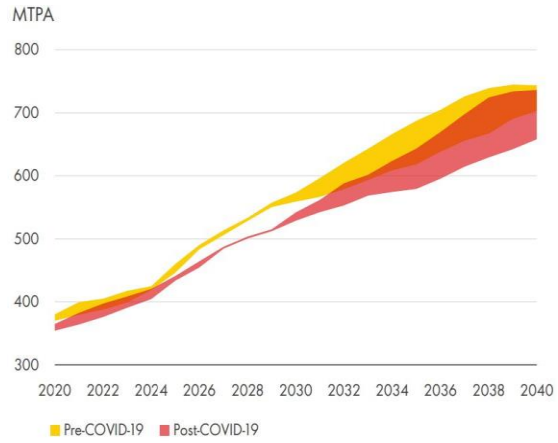
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 32. 글로벌 LNG 수요 전망



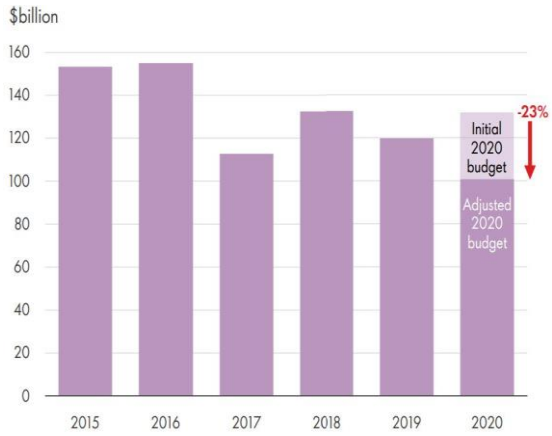
자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 33. 글로벌 LNG 공급 전망 – 코로나 영향으로 지연



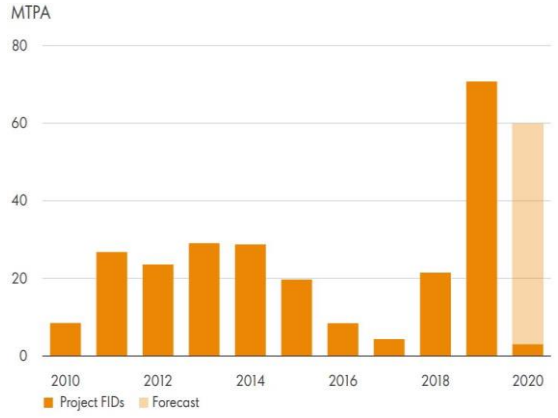
자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 34. 정유/가스 산업 CAPEX 지출 – 2020 년 감소



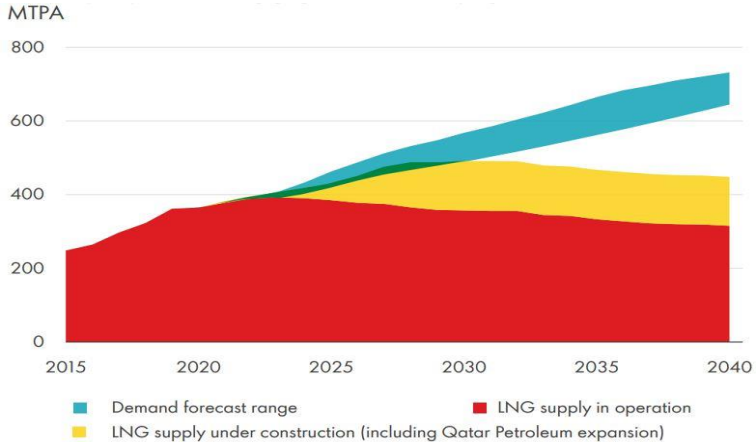
자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 35. 액화설비용량 투자 – 2020 년 감소



자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 36. 2025 년부터 LNG 생산–수요 차이 확대될 전망 – 추가 투자 부재 시



자료: Shell, 대신증권 Research Center

III. 규제: 슈퍼사이클 주기를 앞당길 Key

IMO2020 되짚어보기

IMO2020 대책후보
– LSFO
– 스크러버
– LNG추진선

당초 2020년은 IMO2020 시행의 첫 해였기 때문에, 국내 조선사들에게는 LNG추진선을 중심으로 발주가 늘어날 수 있는 기회로 여겨졌던 것이 사실이다.

선박유 황 함유량 상한선을 3.5%에서 0.5%로 대폭 낮춘 IMO2020을 준수하기 위해,
1) 저유황유(LSFO, Low Sulphur Fuel Oil) 사용
2) 탈황장치 스크러버(Scrubber) 설치
3) LNG추진엔진 사양의 선박 발주
글로벌 선사들은 총 3가지 방법 중 하나를 선택해야 했다.

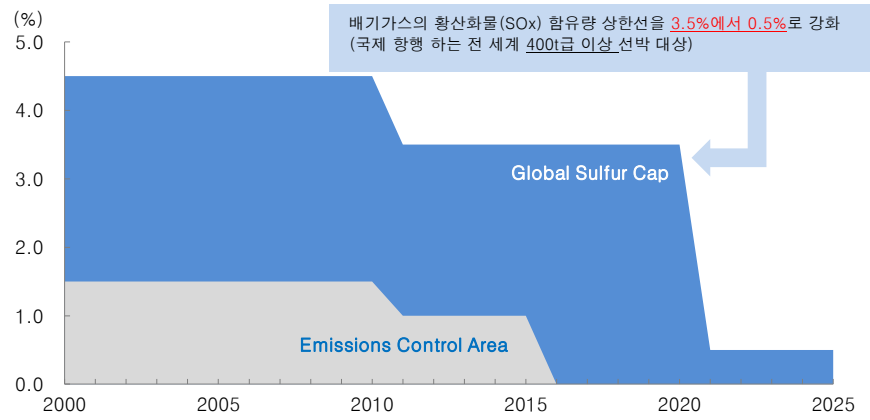
규제 시행 후 HSFO-LSFO 스프레드가 더 커질 수 있다는 전망이 우세했고, LSFO 사용 시 이미 오랜기간 동안 선박유로서 검증된 Bunker-C 대비 기관 트러블 문제가 불거질 수 있다는 우려가 상존했다.

스크러버는 LNG추진엔진 대비 비교적 저렴한 설치 비용으로 규제 준수가 가능하겠지만, 일부 지역들에서는 입항이 금지되는 문제도 있었고 장기적으로 예상되는 이산화탄소 규제 대응까지 감안하면 황산화물에만 대응하는 미봉책에 불과하다는 견해였다.

LNG추진엔진은 가장 가격이 비쌌기 때문에 선사 입장에서 CAPEX 부담이 있었지만 Bunker-C 대비 황산화물(SOx) 90% 이상 저감, 질산화물(NOx) 80% 이상 저감, 이산화탄소(CO2) 15% 이상 저감이 가능하여 장기적으로는 규제 대응력이 가장 높은 선택으로 꼽혔다.

이러한 이유로 단기적으로는 LSFO 사용, 스크러버 설치가 우세하긴 하겠으나 OPEX 부담과 규제 강화 분위기를 감안하면 장기적인 관점에서 LNG추진선 발주가 늘어날 수 있다는 주장이 타당해 보였다.

그림 37. **IMO 황산화물(SOx) 함유량 상한선 제한 규제**



자료: IMO, 대신증권 Research Center

기대 이하의 효과. 하지만 발현시기가 지연된 것일 뿐

코로나 영향으로 기대치 대비 부진했던 IMO2020 효과
– LSFO–HSFO 스프레드 축소
– 선사 CAPEX 축소

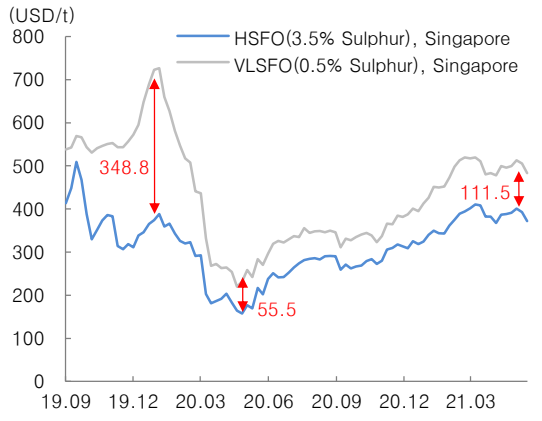
하지만 2020년 예상치 못했던 코로나19 대유행 발생은 이러한 청사진을 망가뜨렸다.

LSFO-HSFO 스프레드는 싱가포르항 가격 기준 2020년 1월 348.8불까지 벌어지며 예상대로 가는 듯 했으나, 전염병 확산을 막기 위한 봉쇄조치로 인해 원유수요가 급격히 하락하면서 4월 55.5불까지 스프레드가 좁혀졌다. 선사 입장에서는 LSFO 사용에 따른 추가 OPEX 부담이 예상치 대비 크게 줄어들게 되었다. 당장의 비용 부담이 감소한 해운업계는 불확실한 미래에 대비하기 위해 CAPEX 계획을 축소하며 관망세를 이어갔고 조선사는 기대했던 효과를 누리지 못하며 1~3분기 수주 가뭄을 겪어야 했다.

수주잔고에서 LNG DF 비중은 의미있는 상승세 기록. IMO2020 효과는 발현시기가 늦었을 뿐, 계속 나타날 것

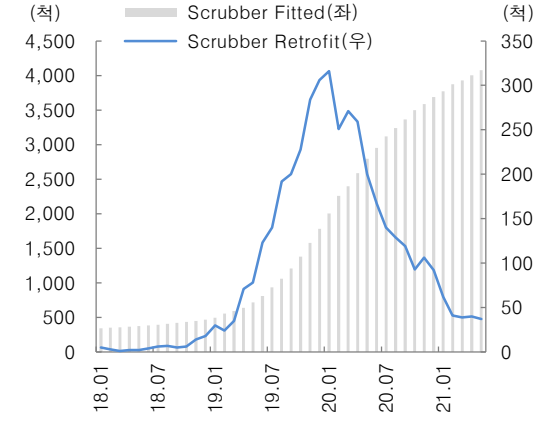
하지만 IMO2020이 전혀 효과가 없었다고는 단정짓기 어렵다. 기대보다 LNG DF엔진 사양의 선박 발주 규모가 적었던 것은 부인할 수 없으나 발주된 선박 중 DF엔진 채택 비율은 의미있게 상승하고 있다. 현재 글로벌 수주잔고 기준 Tanker 16.9%, Bulker 3.2%, Containership 12.2%, Gas Carrier 84.1%에 DF엔진이 채택되고 있으며, 스크러버 설치는 2020년 초를 정점으로 감소하고 있다. 개방형 스크러버에 대한 개별국가 규제가 더해지면서 스크러버는 점점 더 설 자리를 잃고 있다. LSFO-HSFO 스프레드 역시 2020년 1월 수준까지는 못 미치지만 4Q20 시점부터는 톤당 100달러 이상으로 다시 확대되고 있어, OPEX 및 추가규제에 대한 부담을 느낄 선사들이 LNG DF 사양의 선박 발주를 더 이상 미룰 이유가 없는 상황이 조성되고 있다. 결국 IMO2020의 효과는 코로나19라는 돌발변수로 인해 발현시기가 다소 지연되었을 뿐, 장기적인 그림은 달라지지 않았다고 생각한다.

그림 38. LSFO–HSFO 스프레드 추이



자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 39. 스크러버 설치 추이; 확연한 감소세



자료: Shell, 대신증권 Research Center

더 강력한 규제가 찾아오는 2023 년

2023년 발효 예상되는 EEXI, CII 규제
– 현존선 모두에 적용
– 탄소배출 규제
– 선박의 등급별 분류

여기에 추가적으로 더 강력한 규제가 더해진다.

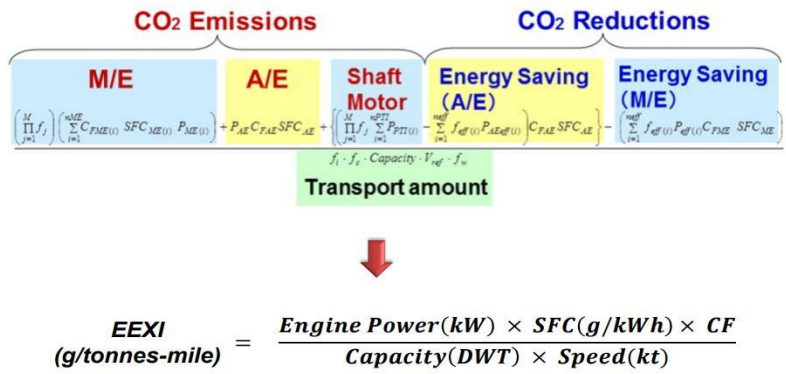
2020년 11월 MEPC 75차 회의에서 IMO는 EEXI(Energy Efficiency Existing Ship Index, 기존선박 에너지효율지수)와 CII(Carbon Intensity Indicator, 탄소집약도)를 도입하는 MARPOL Annex Ⅵ 수정안을 승인하였고, 2021년 6월 예정된 MEPC 76차 회의에서 해당안이 채택될 경우 2023년 1월부터 EEXI가 발효될 예정이다.

EEXI가 시행되면 EEDI 시행(2013년) 이전에 건조된 선박을 포함하여 400GT 이상의 국제항해 현존선들은 EEXI 지수 계산공식에 의해 도출되는 최소효율기준을 준수해야 한다. 또한 5,000GT 이상의 국제 선박에 대해서는 CII를 통해 탄소배출을 모니터링하여 선박연료효율 등급을 매기고, D~E등급으로 분류되는 선박들은 시정조치 계획 및 개정된 SEEMP를 제출하여야 한다. SEEMP 위반에 대한 강제성 있는 제재가 없어 실효성 논란이 있으나, A, B 등급에 대한 인센티브 마련을 준비하고 있고 위반 선박에 대해 추가 의결을 통해 입항 금지 등 직접적 제재가 이루어질 가능성을 배제할 수 없다. EEXI 규제의 목표는 2023년부터 운항될 모든 선박들이 2013년 이전 건조 선박을 기준으로 이산화탄소 배출을 20% 저감하는 것으로, IMO는 단계적으로 2030년까지 40%, 2050년까지 70%의 이산화탄소 배출을 줄여나갈 계획이다.

EEXI 지수 계산에 포함되는 변수는 다음과 같다.

1) Main Engine Part (주요 엔진장치)
2) Auxiliary Engine Part (보조 엔진장치)
3) Shaft Motor (샤프트 모터)
4) Innovative energy efficiency technology for reduction of main engine power
(주요 엔진장치 출력을 제한하는 혁신적인 에너지효율기술)
5) Innovative energy efficiency technology for reduction of auxiliary engine power
(보조 엔진장치 출력을 제한하는 혁신적인 에너지효율기술)
6) Ship-type specific correction factors (선종별 특수성)

그림 40. EEXI 지수 계산 공식



자료: 해양수산부, 대신증권 Research Center

EEXI 규제 충족을 위한 선택

규제 준수 방안

EEXI 규제를 만족하기 위해 현실적인 방법으로 고려되는 방안은
1) 엔진/샤프트 출력 제한, 2) 친환경연료 장비 도입이라고 할 수 있다.

1) 엔진출력 제한
– 비용 부담 제한적
– 운영상의 비효율

1) 엔진/샤프트 출력 제한 또는 최적화

이를 통해 규제를 준수하기 위해서는 EPL(Engine Power Limitation)을 장착하여 EEXI reference Line 이하의 속도로 운행해야 한다. 엔진 출력이 제한되면 저속 운항을 감수할 수 밖에 없어 사실상 운영상의 비효율 부담을 지고 간다는 것을 뜻한다. 선주 입장에서는 당장의 큰 비용의 부담 없이 쉽게 선택할 수 있는 선택지라고 할 수 있기 때문에 EEXI 규제가 도입되는 시점에서는 다수의 선박들이 낮은 속도로 운항할 것으로 예측된다.

선박운항속도는 이미 감소한 상태. 추가 속도제한은 운영상 비효율 심화

하지만 현재 시점 이미 선박운항속도는 10년 전 대비해서 충분히 떨어진 상태임에도 EEXI 기준 충족이 어렵다는 것을 감안할 필요가 있다. 해양수산부의 조사 결과 한국 등록 선박 990척 중 844척이 EEXI 기준에 충족이 안되는 것으로 나타났으며, 선종별로는 LNG선, 컨테이너선의 기준 충족이 어렵다고 나타났다. 이미 저속운항 중인 선박들이 EEXI Reference Line을 준수하기 위해 추가적인 속도 제한을 택한다면 운영상의 비효율이 심화될 것으로 예상된다. 특히 2023년 시점에서 친환경연료 사용 선박, EEDI 기준 충족 선박과의 직접적인 데이터 비교가 가능해진다면 저속운항은 장기적인 대책으로 자리잡기 어려울 것이다. 결국 저속운항은 추가 투자를 고려하기 어려운 선령 15년 이상의 잠재노후선박에 적용될 것으로 판단된다.

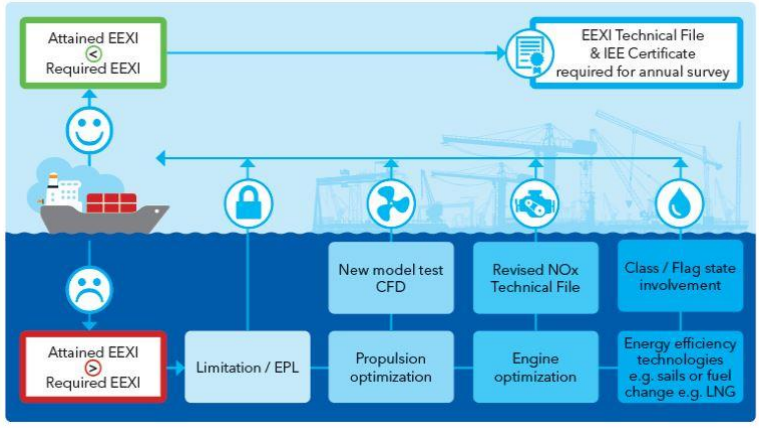
2) 친환경연료 장비
– 추가 비용 소요
– 장기적인 효율성
– 궁극적 대안이 될 것

2) 친환경연료 장비 도입

상술한 것처럼 친환경연료 장비를 도입하는 것은 당장의 비용은 소요되지만 장기적으로 규제를 준수하면서도 효율성을 놓치지 않는 최선의 선택이 될 것이다. 실제로 이미 많은 선박들이 LNG/LPG DF 사양으로 발주 또는 문의가 이루어지고 있으며, 컨벤셔널 방식으로 발주되는 선박들 역시 상당수가 추후 친환경선박으로의 개조를 염두에 두고 LNG ready, Ammonia ready 형식으로 발주가 나오고 있는 상황이다. 결국 적정시기가 되면 신조발주 선박의 인도든 기존 선박의 개조든 친환경 사양의 선박이 절대량에서 우위를 차지하는 시기가 다가올 것이다.

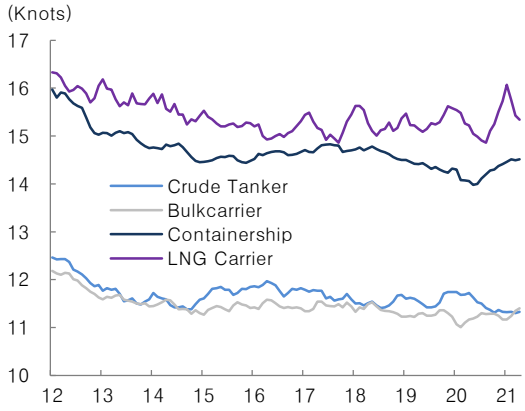
다만 글로벌 개조 조선소의 수는 제한되어 있기 때문에 모든 선박이 일시에 개조가 이루어지기는 어렵다. 실제로 스크러버 개조 수요가 집중되었을 때 수리 조선소 Capa가 한계를 보였던 사례가 있기에 2023년 규제 시행 이후의 상황이 어떻게 전개될지 상상해 보는 것은 그리 어려운 일이 아니다. 결국 컨벤셔널 형태로 발주하고 개조 완료까지의 비효율 문제를 감수하느냐, 아니면 애초에 DF엔진 사양의 신조발주를 하느냐의 선택에 달려 있으며, 이미 선제적 대형화를 통한 효율성 향상으로 재미를 봤던 대형선사들 입장에서 신조발주시 친환경 사양을 반영하는 것이 타당하다고 여겨진다. MEPC 76차에서 EEXI가 확정되는 것을 전후로 선박 발주수요 강세가 예측되며 이후 2023년 발효시점을 맞이했을 때 다시 한번 추가 발주수요가 강해질 것으로 전망한다.

그림 41. EEXI 규제 대응 방법



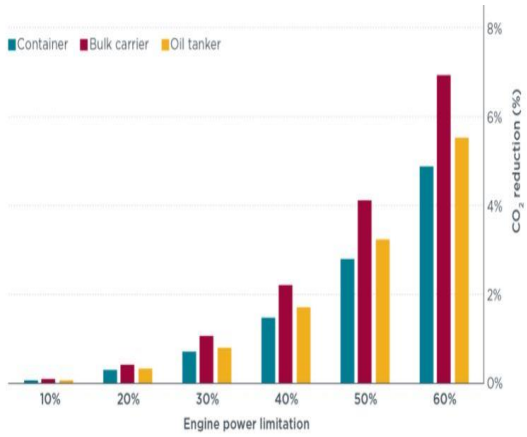
자료: DNV, 대신증권 Research Center

그림 42. 선종별 평균 운항속도 추이



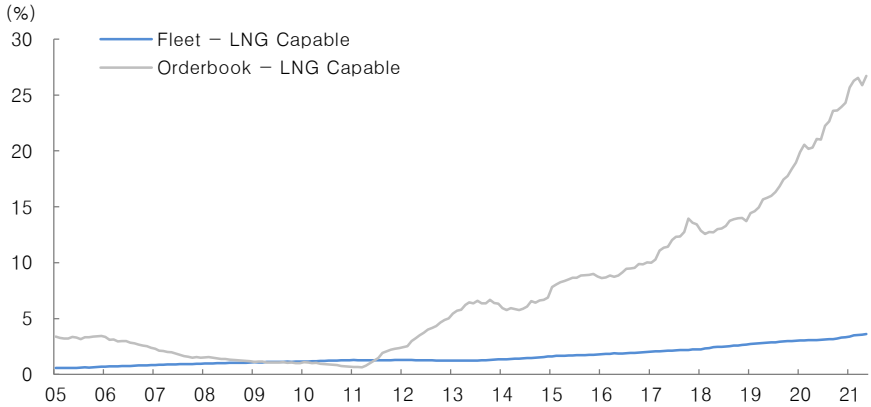
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 43. EPL(엔진출력제한)-이산화탄소 저감 관계



자료: ICCT, 대신증권 Research Center

그림 44. LNG Capable 비중 추이; Orderbook 기준 뚜렷한 상승세 지속

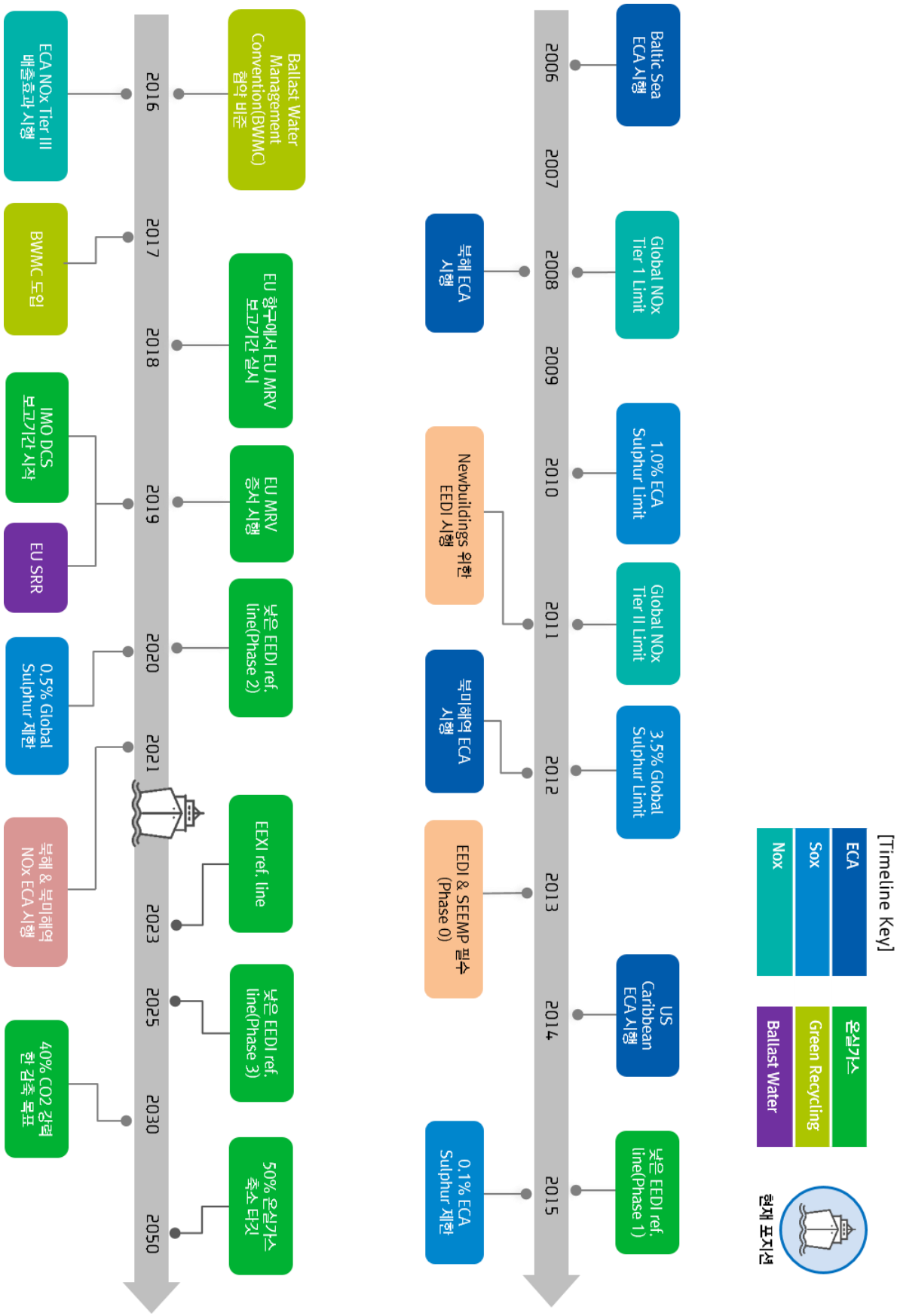


자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표 2. IMO 의 오염물질 감축을 위한 규제 요약

이슈	규제조항	개요	최근입장
배출규제구역 (ECA)	해양오염방지협약 (MARPOL) 제 4 부속서 선박으로부터의 해양오염방지 협약	■ ECA 내에서 운행하는 선박은 엄격해진 배출규제 적용(SOx, NOx, 미세먼지 등)	- 현행 국제해사기구(IMO) 배출규제 구역: 발틱해(SOx–2006 년 5 월, NOx–2021 년 1 월), 북해(SOx–2007 년 11 월, NOx–2021 년 1 월), 북아메리카해역(SOx, 미세먼지(PM)–2012 년 8 월, NOx–2016 년 1 월, 미국 카리브해(SOx, PM–2014 년 1 월, NOx–2016 년 1 월) - 중국은 자국 내 세곳의 규제구역이 있음(SOx–2019 년 1 월, ECA 내 항구에서 현재 시행 중)
질소산화물 (NOx) 배출	해양오염방지협약 IV	■ 질소산화물 배출한도는 디젤엔진(>130kW)부터 3 단계로 이뤄짐 ■ 엔진의 최대운항속도 및 건조연도에 따라 적용	- 1 단계) 2000–2010 년 사이 건조된 선박에 적용된 글로벌 규제(2008 년 도입) - 2 단계) 2011–2015 년 사이 건조된 선박에 글로벌 규제 적용 - 3 단계) 2016 년 1 월 1 일 이후 용골이 거치되고 북미 및 미국 카리브해의 배출규제구역에서 운행하는 선박 그리고 2021 년 1 월 1 일 이후 용골이 거치되고 발틱해 및 북해 배출규제구역에서 운행하는 선박에 적용(이외 구역은 2 단계 적용)
황산화물(SOx) 배출	해양오염방지협약 IV	■ 환산화물과 간접적으로 미세먼지 배출감소를 목표로 한 선박연료의 황(Sulphur)함량 제한	- 배출규제구역–황함량 0.1%로 제한(%m/m) - 글로벌 황함량 3.5%로 제한(%m/m), 2020 년 1 월 1 일부터 0.5%로 낮출 계획 - 규제에 부합하는 (ex. 스크러버 장착) 장치 등을 안 갖춘 선박이 규정에 어긋나는 연료로 운행시 운행 중단될 수 있음
이산화탄소 (CO2)	해양오염방지협약 IV	■ 선박의 이산화탄소 단위배출량(PCM, per capacity mile)을 줄이기 위한 신조선에너지효율설계지수(EEDI) >400GT 적용 ■ 현존선박의 운항효율 증대를 위한 선박에너지 효율관리계획(SSEMP) 적용	- 2013 년 1 월 1 일자로, EEDI 는 신조에, SSEMP 는 현존선에 적용 - EEDI 기준선(ref. line)은 3 단계(2015 년, 2020 년, 2025 년)를 거쳐 축소 계획
온실가스	온실가스 모니터/보고/검증제도(MRV)	■ 온실가스 배출량 수량화 위한 규제기관의 배출한도 설정 및 배출권거래와 같은 배출감축 제도 도입	- 2018 년 1 월 1 일 기준, EU 항구에 접안한 선박 대상 MRV 의무적용 - IMO 는 현재 5,000GT(gross tonnage 총톤수)를 초과하는 선박에 적용할 MRV 체계 및 온실가스 감축 로드맵 작성 중이며 신 MRV 는 2023 년 도입예정 - IMO 는 2050 년까지 선박 온실가스 배출량을 2008 년의 50%이상 감축하는 것이 목표
Ballast Water (선박평형수)	선박평형수관리협약(IMO)	■ 선박평형수관리협약은 선박 균형을 잡기 위해 선박평형수에 바닷물 주입하거나 배출 과정에서 수중생물 이동으로 생태계 교란 발생 위험 방지하기 위함	- 2014 년 채택, 2016 년 말 비준, 2017 년 9 월 8 일 발효됨
	최종양하기준 (미국 침입종법)	■ 미국 수역 내에서만 선박평형수 통제 및 관리 통한 수중생물 이동으로 생태계 교란 발생 위험 방지 목표	- 2012 년 6 월 채택
	선박일반허가(미국 연방수질오염관리법)		- 선박 ≥300 GT 혹은 선박평형수 CAPA >8 cu.m. 은 선박평형수관리협약을 준수해야함
불활성가스	해상인명안전협약(SOLAS)	■ 탱커의 IMO 화재안전시스템코드에 따라 불활성가스 시스템 통한 화물탱크 보호의무	- 1974 년부터 유효, 초기에는 탱커 >20,000dwt 에 적용하였으나 2013 년 개정 이후 일부를 제외한 8,000dwt 탱커 및 화학유조 신조선에 적용
원유	해양오염방지협약 IV	■ 해상에서의 오일 탱커 간 원유 화물 환적 중 발생 가능한 오염 방지 위한 선박간 환적 계획	- 규제 1 개정 2011 년 1 월 1 일 발효
	해양오염방지협약 I	■ 화물/연료로 사용되는 중유의 남극해를 통한 대량 수송 금지	- 2011 년 8 월 1 일부터 유효
선박재활용	선박재활용협약(IMO)	■ 비준 시 선주는 위험물질 재고, 선박 재활용 계획 및 최종 설문에 대한 답안과 국제재활용계획증서 필요	- 글로벌 GT 의 40%를 차지하는 15 개국 비준 24 개월 후 발효 예정
	선박재활용규제(EU)	■ EU 선이나 EU 항구에 들르는 제 3 국에 등록된 대형 상업 선박은 반드시 '승인 받고, 지속가능한 시설'에서 재활용 되어야함. 선박의 좌주(beaching)금지	- 신조선은 2019 년 초까지 유해물질목록(IHM) 필요

자료: IMO, Clarkson, 대신증권 Research Center


[Timeline Key]
ECA
Sox
Nox
온실가스
Green Recycling
Ballast Water
현재 포지션
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018
2019
2020
2021
2023
2025
2030
2050
Baltic Sea ECA 시행
Global NOx Tier 1 Limit
1.0% ECA Sulphur Limit
Global NOx Tier II Limit
3.5% Global Sulphur Limit
US Caribbean ECA 시행
낮은 EEDI ref. line(Phase 1)
북해 ECA 시행
Newbuildings 위한 EEDI 시행
북미해역 ECA 시행
EEDI & SEEMP 필수 (Phase 0)
0.1% ECA Sulphur 제한
Ballast Water Management Convention(BWMC) 협약 비준
EU 항구에서 EU MRV 보고기간 실시
EU MRV 증서 시행
낮은 EEDI ref. line(Phase 2)
EEXI ref. line
낮은 EEDI ref. line(Phase 3)
50% 온실가스 축소 타깃
ECA NOx Tier III 배출효과 시행
BWMC 도입
IMO DCS 보고기간 시작
EU SRR
0.5% Global Sulphur 제한
북해 & 북미해역 NOx ECA 시행
40% CO2 강력한 감축 목표

IV. 잊지 말아야 할 조선기자재

조선기자재 산업에서 찾아야 할 투자 기회

조선기자재 업종
- 사이클 수혜 동일
- 세부 투자기회 창출
- 구조조정 과정에서 생존한 업체 한정적
- 사업범위 확대 및 고객 다변화 진행

조선업 슈퍼사이클을 가정한 포트폴리오 구성 시, 결코 빠지지 말아야할 투자 섹터가 조선기자재 업종이다. 조선업을 뒷받침하는 업종으로서 사이클 수혜를 동일하게 받을 수 있으면서 특정 선종, 특정 조선사 중심의 사업형태를 바탕으로 또다른 투자기회를 창출할 수 있다. 2차 슈퍼사이클 이후 장기 침체를 겪으며 업종 전반의 구조조정을 겪은 바 있어, 살아남은 업체들은 다가올 3차 슈퍼사이클에서 과거보다 더 많은 이익을 향유할 수 있는 기회가 다가올 것이다. 환경규제가 늘어나며 과거보다 더 다양한 아이템들이 요구되고 있는만큼 조선 기자재 업종 역시 사업범위 확대, 고객 다변화 등 시장에서 관심을 가질만한 변화가 나타나고 있다.

표 3. 조선기자재의 분류

대분류	중분류	소분류
기관	엔진·동력	디젤엔진, 증기터빈, 가스터빈, 과급기
	동력전달장치	감속기어, 역전장치
	보조기계	열교환기, 펌프, 압축기, 통풍기, 분리기, 보일러
	추진장치	프로펠러, 추진축, 보조추진장치, 스러스터
선체	금속 · 소재	강판, 형강, 주강, 단조강, 용접재료
	화공	화공약품, 도료
갑판·의장	조타장치	조타장치, 러더
	계선장치	앵커, 계선윈치, 양묘기, 앵커체인
	하역장치	크레인, 대빗, 하역윈치, 냉동장치, 카고블록
	안전설비	구명정, 구명동의, 소화장치, 신호장치
	거주설비	거주설비, 내장재, 위생기구, 공조장치
전기·항해	동력/배전장치	모터, 건전지, 변압기, 분배전반, 기동반
	항해장치	레이더, INS, AIS, GMDSS, 자기콤파스
	통신장치	IMMARSAT, SSB, VHF, ECDIS
	조명/배선장치	조명등, 항해등, 전선, 케이블, 배선기구
	제어/계측장치	제어장치, 속도측정 장치 및 센서류

자료: 한국마린엔지니어링협회, 대신증권 Research Center

표 4. 주요 조선기자재 관심업체 Summary (단위: 십억원)

주요 기업	시가총액	주요 사업 내용
동성화인텍	364.1	LNG 보냉재용 단열패널(Insulation Panel), 강화폴리우레탄폼(R-PUF) 등 제작 및 납품
한국카본	520.9	LNG 보냉재용 단열패널(Insulation Panel), 강화폴리우레탄폼(R-PUF) 등 제작 및 납품
세진중공업	367.8	선실(Deck House), 선체(Upper Deck Unit, LPG Tank) 등 생산. 현대중공업그룹 주요협력사
일승	110.0	STP(분뇨처리기), Scrubber 등 선박 환경장비 생산. LNG 재기화설비 제작
HSD 엔진	416.1	선박용 저속엔진, 중속엔진 전문업체. 발전용 디젤엔진 제작 및 납품
삼강엠앤티	701.7	육상/해양플랜트향 후육강관 전문업체. 선박용 블록 제작. 해상풍력 하부구조물 사업영역 확대
태광	275.6	용접용 피팅(Fitting) 제조 및 판매. 선박, 육상/해양플랜트 등에 납품
성광벤드	267.7	용접용 피팅(Fitting) 제조 및 판매. 선박, 육상/해양플랜트 등에 납품
하이록코리아	245.0	계장용 피팅(Fitting) 및 밸브 제조, 판매. 플랜트, 조선, 해양, 석유화학 등에 납품

자료: 대신증권 Research Center

조선기자재; 품질인증, 선주선택 등 진입장벽 존재

조선기자재
: 선박건조와 수리에 사용되는 모든 기계 및 자재
– 다품종소량주문체계
– 넓은 생산부지 요구
– 숙련인력 확보 중요
– 수주~매출 래깅
– 품질관리 엄격
– 선주 선호도 중요
→ 진입장벽 높음

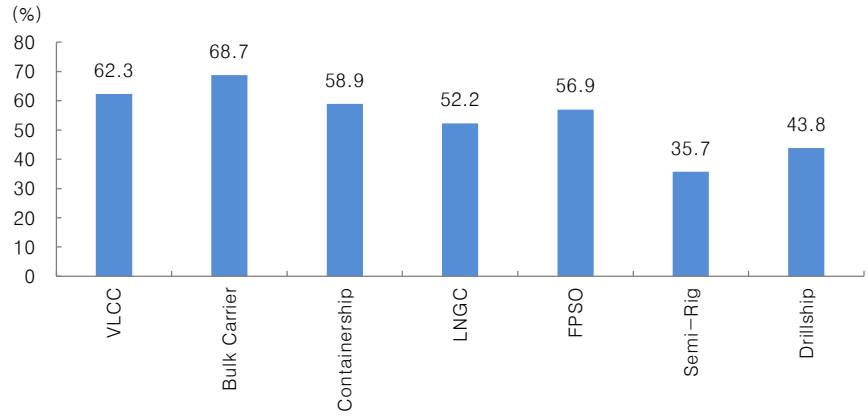
먼저 조선기자재 업종 특성에 대해 정리해볼 필요가 있을 것 같다.

조선기자재는 선박 건조와 수리에 사용되는 모든 기계 및 자재류를 포함하는 개념으로, 기자재 기술 수준이 선박의 성능과 연관성이 높기 때문에 일반적으로 조선업과 함께 동반 성장하는 구조를 보인다. 한 척의 배를 건조하기 위해 400~700여종의 다양한 기자재가 투입되며 이를 모두 합하면 선박가격의 약 50%를 차지하기 때문에 규모면에서도 무시하기 어려운 산업이다.

선종, 선형마다 적용되는 기자재 종류가 다양한 특성 때문에 계획생산 및 제품 표준화가 어려운 경향을 보이고 있어, 품목당 제조단가가 높고 생산효율 향상도 쉽지 않다. 따라서 조선사 주문에 맞춰 생산하는 다품종 소량 주문생산체계가 기본이 된다. 선박이라는 거대 구조물의 일부를 생산해야 하는 만큼 단위당 생산면적이 많이 요구되어 넓은 생산부지를 필요로 한다. 자동화가 어려운만큼 숙련 인력의 확보 여부에 따라 생산효율의 차이가 발생하며, 수주에서 매출인식까지 장기간이 소요된다.

또한, 조선기자재는 변수가 많은 해상환경에서 가동되기 때문에 내구성, 내식성, 안전성 등에 대해 엄격하고 보수적인 품질관리 기준이 적용되며, 선박 발주시점에서 선주가 특정 Maker를 지정하기도 하는 진입장벽이 높은 업종이다. 품질, 가격면에서 국제 경쟁력을 갖추더라도 세계 유명선급검사 및 공업규격을 준수해야하며 오랜 기간 제품의 성능에 문제가 발생하지 않았다는 충분한 레퍼런스를 갖추는 것이 요구된다.

그림 45. **선종별 건조원가 중 조선기자재 비중**



자료: 동남권선도산업지원단, 한국노동연구원, 대신증권 Research Center

국내 조선기자재 특성

국내 조선기자재
– 1980's 기반 마련
– 1990's 양적 성장
– 2000's 질적 성장
– 2010's 구조 조정

국내 조선기자재 산업은 1980년대 조선산업 성장과 함께 산업 기반을 마련한 이후 1990년대 들어 생산기반의 체계화 및 양적 성장이 나타났다. 2000년대 2차 슈퍼사이클을 바탕으로 호황기를 누린 조선기자재 산업은 2008년 글로벌 금융위기에 따른 선박발주 급감을 기점으로 성장세가 꺾이는 모습이 나타났다. 2014년 이후 국내 조선업이 상선 신규수주 감소, 해양플랜트 저가수주 및 설계변경, 선주 인도거부 등으로 대규모 적자를 기록하기 시작하면서 후방산업인 조선기자재 산업 역시 실적이 급감하며 상당수 기자재 업체들이 폐업 및 도산의 길로 들어섰다. 2017년 집계된 조선기자재 산업인력은 2008년 대비 -23.6% 줄어든 것으로 나타났다.

국내 산업 특성
– 고품질의 제작능력
– 자체기술 보유 미흡

국내 조선업이 글로벌 수주 1~2위를 두고 경쟁하고 있고 고부가가치 선종에서는 확실한 우위를 점하고 있는만큼, 국내 업체는 이에 걸맞는 규모를 갖춤과 동시에 다양한 고품질 제품을 제작 및 납품할 수 있는 역량을 보유하고 있다.

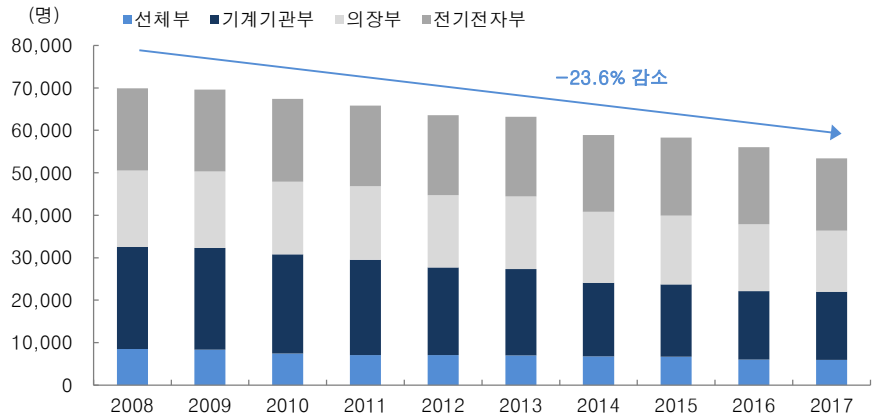
반면, 너무 짧은 기간동안 규모를 키워왔기 때문에 자체적인 핵심기술 보유가 미흡하다는 것은 단점이다. 양적인 성장과정에서 장기간이 소요되는 핵심기자재 기술 개발에 투자할 여유가 없었기 때문에 현재 시점에서도 핵심부품 기술을 상당부분 해외업체의 의존하고 있는 실정이다. 기자재 종류에 따른 국산화율은 평균 85%에 달하지만 금액 기준 국산화율은 60% 정도로 핵심기자재가 차지하는 금액 비중이 작지 않아 핵심기술의 국산화는 국내업체에 있어 중요한 과제라고 할 수 있다. 조선업의 발상지였던 유럽이 현재는 조선업이 침체된 상황에서도 조선기자재 분야 주요 기술 특허를 바탕으로 하는 라이선스 매출이 안정적인 실적의 기반이 된다는 것에 주목할 필요가 있다.

표 5. 국내 조선기자재산업 변천사

구분	내용
1970's	대형조선소 건립 진행. 기초산업 낙후와 내수부족으로 단순가공 조립부품에 속하는 의장품류 생산
1980's	조선산업의 성장과 함께 정부 육성시책에 힘입어 산업 기반 마련
1990's	세계 조선시황 호조로 국내 신조물량 확대. 조선기자재 내수 급증으로 생산기반 체계화 및 양적 성장
2000's	조선기자재 산업 도약기. 첨단화, 고부가가치화, 시스템화에 의한 질적 전환
2010's	조선소 수주 감소에 따른 실적부진. 다수 조선기자재업체 구조조정 및 인력감소

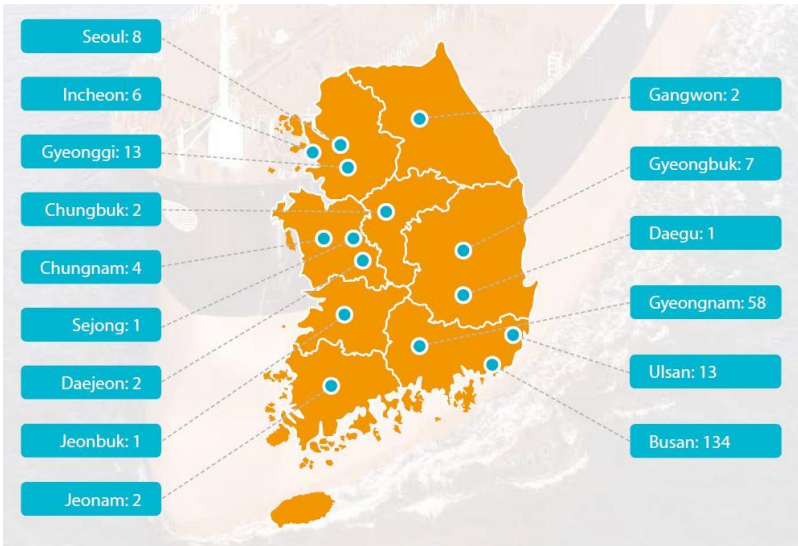
자료: 대신증권 Research Center

그림 46. 조선기자재 구조조정에 따른 산업인력 감소



자료: KOMEA, 대신증권 Research Center

그림 47. 국내 조선기자재 업체 현황



자료: KOMEA, 대신증권 Research Center

살아남은 자의 파티를 즐길 시간

진입장벽의 존재로, 업사이클에서의 신규 Player 진입은 제한적일 것으로 판단 → 생존업체 수혜

불황기를 견뎌내는 것이 결코 쉽지 않았지만 다운사이클을 견뎌낸 업체들에게 곧 다가올 업사이클은 살아남은 자의 파티가 될 것으로 예상된다.

앞서 서술했던 것처럼 조선기자재 산업에는 진입장벽이 존재하기 때문에 업사이클이 예상된다고 해서 Player 숫자가 급작스럽게 늘어날 수 없는 구조이다. 설비 투자, 선급인증, 숙련인력 확보 등이 필요하며, 과거 대비 한국 조선업의 고부가가치 선종 수주 비중이 높아졌기 때문에 기술력 허들도 높아졌다. 게다가 장기간의 다운사이클을 경험한 학습효과로 인해 신규 Player들의 시장 진입 및 공격적인 투자는 2차 슈퍼사이클 대비하여 줄어들 것으로 예상한다.

제한된 경쟁 속에서 다가올 시장 확대는 기존 업체들에게는 배정받게 될 파이의 조각이 확실하게 커질 수 있음을 의미한다. 현재 기자재 업체들은 생산 Capa 이하의 가동률을 보이고 있거나, Capa 확장에 유연한 형태를 취하고 있는 상태이다. 사이클이 갑작스럽게 시작되더라도 생산능력 부족에 따른 병목 현상이 크지 않을 것으로 생각되며, 과거 대비 경쟁이 감소한만큼 업사이클 구간에서의 가격 협상력도 상승할 것으로 판단된다.

조선기자재 업종, 투자의견 비중확대(Overweight) 제시

산업 투자의견 : 비중확대 (Overweight)

Top-Pick : 세진중공업

차선호주 : 태광

조선기자재 업종에 대해 투자의견 비중확대(Overweight) 의견을 제시한다.

조선 4사(한국조선해양, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선)의 합산 시가총액이 올초 대비 +21% 상승하며 PBR 1배에 도달하는 동안, 조선기자재 Coverage 6사(세진중공업, 태광, 성광벤드, 동성화인텍, 한국카본)의 합산 시가총액은 +14% 상승하며 PBR 1.3배에 도달했다.

조선업종 전반적인 밸류에이션 부담 속에 다소 주가가 주춤하고 있으나,
1) MEPC 76차에서 EEXI 의결에 따른 조기 선박발주 수요
2) 카타르 LNG 발주 시작
3) 유가 안정화에 따른 해양플랜트 시장 회복
연간으로 예상되는 상승 모멘텀을 경험하며 업사이클에 걸맞는 기업가치 Re-rating이 있을 것으로 판단된다.

Top-Pick은 세진중공업을 제시한다. 1) LPG Tank 비중 증가에 따른 이익률 개선, 2) 한국조선해양의 대우조선해양 인수에 따른 외주물량 증가 가능성, 3) 보유 토지 자산가치 재평가 여부, 4) 자회사 일승 상장 효과, 5) 울산 해상풍력 사업 모멘텀 등 다양한 성장 요인을 갖추고 있다.

차선호주는 태광(023160)을 추천하며, 1) 해양플랜트 발주 모멘텀, 2) 상대적으로 발주세가 좋은 아시아/유럽향 수주 경쟁력, 3) 자회사 연결 반영으로 실적 안정성 향상 등을 바탕으로 실적 턴어라운드 할 것으로 판단된다.

기업분석

세진중공업 (075580)

태광 (023160)

성광벤드 (014620)

동성화인텍 (033500)

한국카본 (017960)

HSD엔진 (082740)

Initiation

세진중공업 (075580)

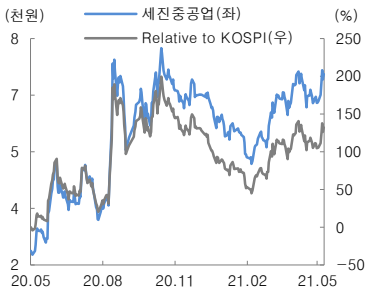
현재와 미래, 모두를 잡는 선택

이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	12,000 신규
현재주가 (21.06.04)	7,240
	조선업종

KOSPI	3,240.08
시가총액	412십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	28십억원
52주 최고/최저	7,940원 / 2,700원
120일 평균거래대금	49억원
외국인지분율	1.21%
주요주주	윤지원 외 4 인 59.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	50.1	10.2	135.2
상대수익률	0.6	40.9	-7.1	56.2



투자의견 매수(BUY), 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

- TP 12,000원은 보유 부지 자산 재평가를 가정한 2022E BPS 9,641원에 타깃 PBR 1.25배를 적용
- 타깃 PBR은 조선사 평균 PBR을 기준으로 울산 해상풍력사업 모멘텀을 반영하여 25% 할증
- 실적 턴어라운드 기조와 더불어 다양한 성장성 보유. 업종 Top-Pick

사업개요 및 투자포인트

- 선박 Deck House, Upper Deck Unit, LPG Tank 등을 전문으로 생산. 현대중공업, 현대미포조선 인근 부지에 위치한 주요 협력사
- 1) 동사는 현대중공업, 현대미포조선의 LPG Tank 전량 생산. LNG선에 후행하여 LPG 발주사이클 시작. 매출 Mix 개선효과 더해질 것
- 2) 대우조선해양의 현대중공업그룹 편입 시, 외주물량 증가 가능성 기대
- 3) 보유 토지 자산가치 재평가 시, 약 3,500억원 장부가치 가산 가능
- 4) 5/17 자회사 일승 상장. 지분가치 상승 기대
- 5) 울산 풍력사업 Value Chain의 주요 사업자 위치 확보

2021년 실적 추정

- 2021년 연간 연결 실적은 매출액 3,135억원(+9.8% yoy), 영업이익 254억원(+2050.0% yoy) 전망
- 지난해 하반기부터 이어진 회복 기조 지속. 구조조정으로 인한 고정비 절감효과 및 LPG탱크 물량 증가에 따른 매출 Mix 개선효과 추가

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	296	286	314	350	359
영업이익	9	1	25	27	28
세전순이익	4	6	57	22	23
총당기순이익	3	3	43	17	17
지배지분순이익	2	2	43	17	17
EPS	42	33	760	296	308
PER	74.3	205.4	9.5	24.5	23.5
BPS	2,765	2,720	3,334	3,484	3,648
PBR	1.1	2.5	2.2	2.1	2.0
ROE	1.5	1.2	25.1	8.7	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

Valuation

투자의견 매수(BUY), 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 12,000원으로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 보유부지 자산 재평가를 가정한 2022E BPS 9,641원에 Target PBR 1.25배를 적용했다. Target PBR은 울산 해상풍력사업 모멘텀을 반영하여 국내 조선사 평균 PBR 1.0배를 25% 할증하였다.

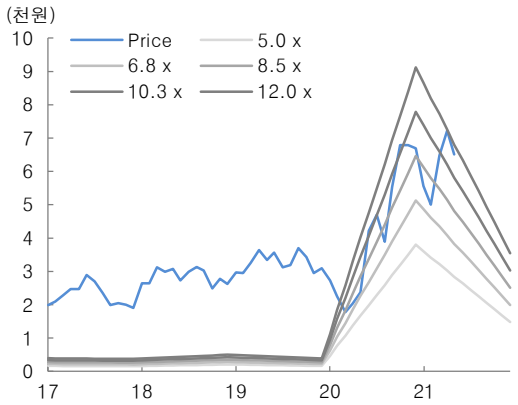
1) LPG Tank 비중 증가에 따른 이익률 개선, 2) 한국조선해양의 대우조선해양 인수에 따른 외주물량 증가 가능성, 3) 보유 토지 자산가치 재평가 여부, 4) 자회사 일승 상장 효과, 5) 울산 풍력사업 모멘텀 등 다양한 성장요인을 갖추고 있다.

표 6. 세진중공업 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	9,641	보유부지 자산 재평가(3,500억원 가산)
Target PBR	1.25	국내 조선사 평균 PBR을 25% 할증 (해상풍력사업 모멘텀 반영)
목표주가	12,000	
현재주가	7,240	2021.05.21
현재 PBR	2.16	2021년 기준
상승여력(%)	65.7	

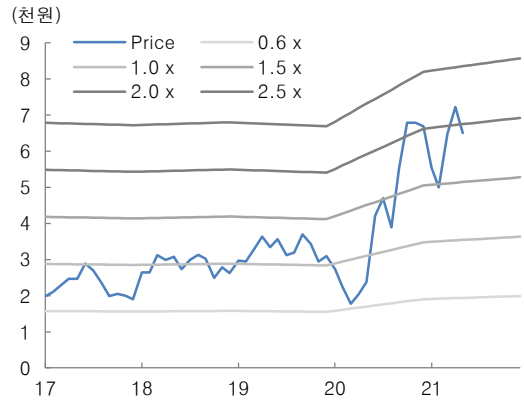
자료: 대신증권 Research Center

그림 48. 세진중공업 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 49. 세진중공업 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

기업개요

현대중공업그룹 울산 야드의 핵심 협력사

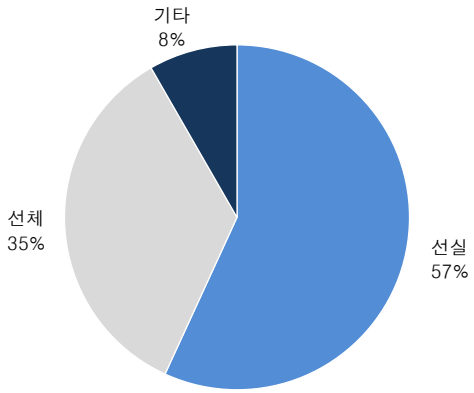
울산 소재의 선실, 선체 제작업체 : 울산 야드에 근접한 부지 바탕으로 현대중공업그룹향 수주 강점

세진중공업은 1999년 설립되었으며, 선박의 선실(Deck House), 선체(Upper Deck Unit, LPG Tank)를 주력으로 생산하는 울산 소재의 선박기자재 업체이다.

Deck House는 모든 선종에 필수 장착되는 선원들의 생활공간(조정실, 기관장실, 기계실 등)을 칭하며, 국내에서는 동사를 비롯한 소수업체만 제작이 가능하다. Upper Deck Unit은 선체의 최상층에 위치한 상갑판을 의미하며, LPG Tank는 LPG선에 장착되는 LPG화물창이다.

세진중공업은 현대중공업그룹 울산 야드에 근접한 20만평 규모의 부지를 바탕으로 현대중공업 그룹의 주요 협력사로서 성장했다. 현대중공업, 현대미포조선의 Deck House, LPG Tank의 외주물량을 전량 공급하고 있으며, 현대미포조선의 Upper Deck Unit 또한 외주물량 중 57%를 공급하고 있다.

그림 50. **매출액 구성 비중**

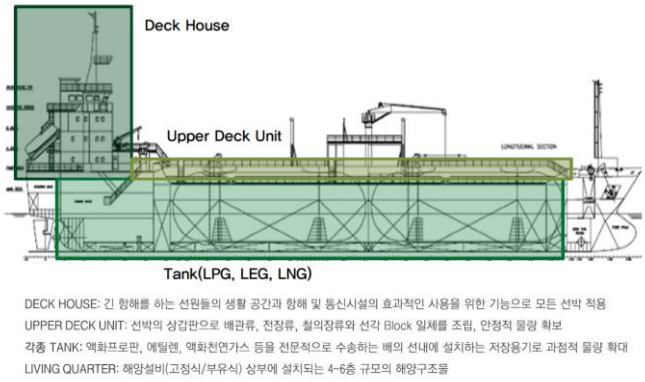


자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

그림 51. **주요 고객사와 근접한 부지**

자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

그림 52. **세진중공업 주요 제품**



자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

투자포인트

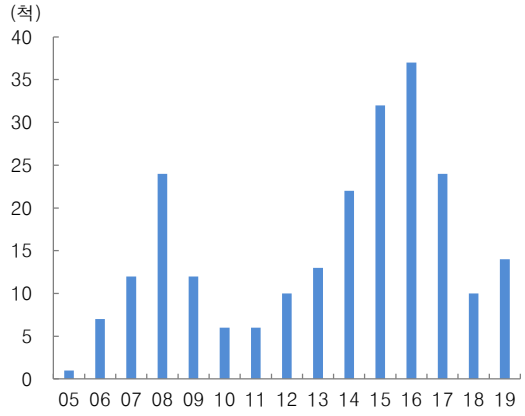
(1) LPG Tank 비중 증가에 따른 이익률 개선

현대중공업, 현대미포조선 LPG Tank 외주물량 전담. '21~'23년 LPG 매출비중 확대될 전망

세진중공업은 LPG운반선 선종에 강점을 지닌 현대중공업, 현대미포조선의 LPG Tank 물량을 전량 수주하고 있는 세계 최대의 LPG Tank 생산업체이다. LPG Tank는 특성상 넓은 생산부지를 요구하기 때문에 현대중공업, 현대미포조선은 전량 외주화하고 있으며, 고객사에 근접한 곳에 위치한 세진중공업이 LPG Tank의 생산을 전담하여 왔다.

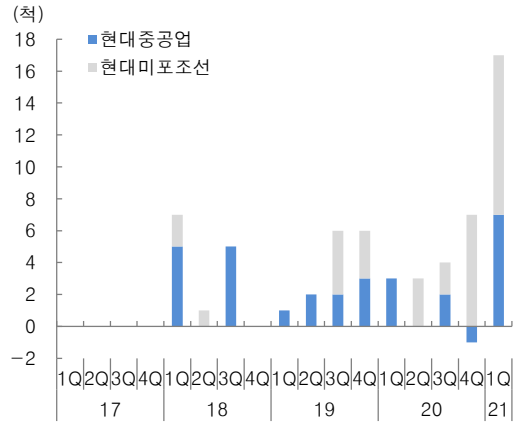
LPG선은 LNG선 발주 사이클을 공유하며 시기적으로는 6~12개월 후행하는 모습을 보이고 있는데, 이는 LPG 역시 천연가스 생산 프로젝트의 주요 수출품목으로 분류되기 때문이다. LPG선 발주는 2016년을 저점으로 반등하는 모습을 보이고 있으며, 2021년에 들어서면서 발주세가 강력해짐에 따라 현대중공업그룹이 1분기에만 17척을 수주하며 지난해 이상의 수주실적을 달성했다. LPG Tank는 세진중공업 생산품목 중 수익성이 우수한 제품으로 LPG선 발주 증가 효과로 올해부터 내후년까지 예정물량이 많아 매출 Mix 측면에서 전망이 밝다.

그림 53. **세진중공업 LPG/LEG Tank 수행실적**



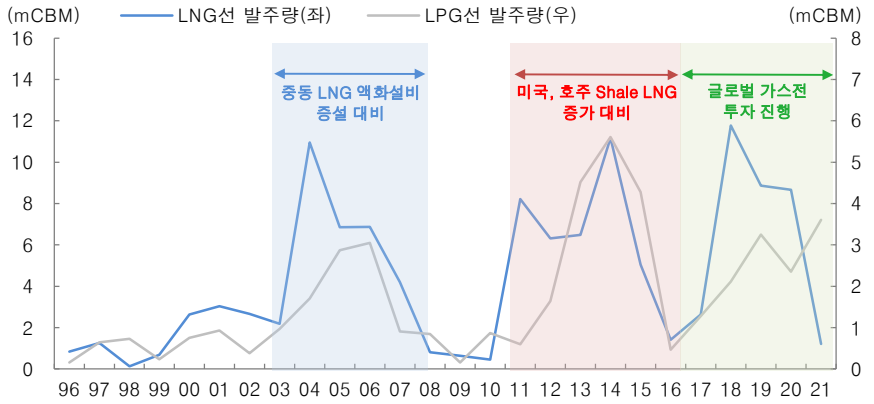
자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

그림 54. **현대중공업, 현대미포조선 LPG 선 수주**



자료: 한국조선해양, 현대미포조선, 대신증권 Research Center

그림 55. **LNG 선, LPG 선 발주량 추이 – LPG 는 LNG 에 6~12 개월 후행**



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

(2) 한국조선해양의 대우조선해양 인수에 따른 외주물량 증가 가능성

대우조선해양 인수 가정시, 신규 고객에 편입될 가능성 있음. 기존 외주업체는 매각 진행 중

2019년 초부터 추진되었던 현대중공업그룹의 대우조선해양 인수 추진은 이제 거의 막바지 단계에 다다른 상황이다. 관건으로 여겨졌던 6개국 경쟁당국의 기업결합 심사는 중국, 싱가포르, 카자흐스탄이 인수를 승인했고, 우리나라와 EU, 일본의 심사가 진행 중에 있다. 여전히 변수는 있으나 남은 경쟁당국에서 전면 승인거부 결정을 내리기는 쉽지 않을 것으로 본다.

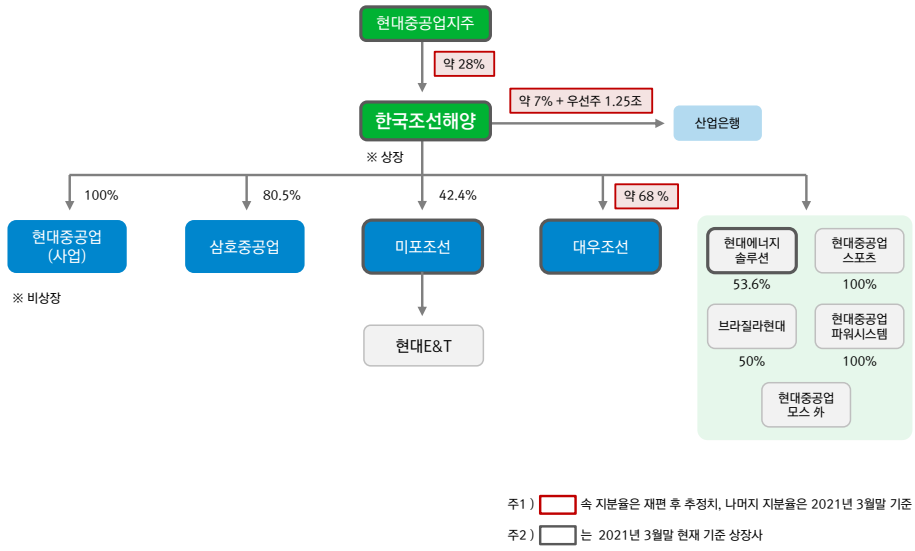
대우조선해양이 현대중공업그룹으로 편입되면 세진중공업 입장에서는 거대 조선사가 주요 고객 Pool 안에 들어오게 된다. 현대중공업그룹 및 산업은행이 대우조선해양의 자율경영체제 유지, 고용안정, 협력사 유지 등을 약속한 상황이나, 기존 대우조선해양의 해양플랜트 기자재를 담당함과 동시에 Deck House, Living Quarter 물량을 생산하던 자회사 신한중공업은 이미 2019년 자본잠식을 겪은 이후 매각이 추진되고 있는 상황이다. 신한중공업 매각이 완료되고 나면 대우조선해양 측에서도 안정된 물량 수급을 위해 외주물량을 담당할 협력사의 숫자를 늘릴 가능성이 적지 않다. 세진중공업은 안정적인 재무구조에 오랜 업력을 바탕으로 한 제품 신뢰성도 높은 업체로 대우조선해양 측에서도 물량 분배를 고려할 만하다.

표 7. 한국조선해양-대우조선해양 인수계약 관련 Timeline

일정	내용
2019 년 3 월	현대중공업그룹, 산업은행과 대우조선해양 인수 계약 체결
2019 년 4 월	현대중공업그룹, 총 6 개국 경쟁당국에 기업결합 심사 신청
2019 년 10 월	카자흐스탄 경쟁당국 인수 승인
2019 년 11 월	EU 경쟁당국 한국조선해양-대우조선해양 합병 관련 본심사 착수
2020 년 6 월	EU 중간심사보고서(SO, Statement of Objection) 발표
2020 년 8 월	싱가포르 경쟁당국 인수 승인
2020 년 12 월	중국 경쟁당국 인수 승인
2021 년 6 월	우리나라 공정위, 인수 관련 결과 발표 예정

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 56. 현대중공업그룹 개편 후 지배구조



자료: 한국조선해양, 대신증권 Research Center

(3) 보유 토지 자산가치 재평가 여부

보유 토지 장부가치의 재평가(60만→220만)를 가정 시, 약 3,500만원의 재평가 차익. 밸류에이션 부담 해소 가능할 것

그동안 세진중공업의 보유 토지자산 장부가치는 평당 60만원~70만원 수준에 머물러 있으면서 실제 시장 가치 대비 현저히 낮기 때문에 재평가를 통해 자산가치를 상향조정할 필요가 있다는 견해가 많았다. 실제로 세진중공업은 작년 6월에 고려아연에 온산 국가산업단지 부지 9만 5,733㎡(29,000평)을 637억원에 매각하면서 평당 220만원 수준의 가치를 인정받았다. 현재 세진중공업이 보유하고 있는 토지의 장부가치는 1,333억원으로, 평당 220만원으로 자산재평가 시 약 4,890억원 수준이 되어 약 3,500억원 이상의 토지 재평가 차익이 발생할 것으로 기대된다. 부두를 보유한 임해부지 가치는 더 올라갈 수 있는 점을 고려하면 실제 가치는 그 이상이 될 것으로 추정한다.

오랫동안 언급되어 왔던 이슈였으나 토지 재평가는 적절한 시점에 대한 고민으로 지연되어 왔던 상태이다. 하지만 최근 토지 매각으로 인해 장부가치와 시장가치와의 괴리율이 크다는 것을 시장에서 다시 한번 인지하게 되었다. 시황 업사이클이 기대되고 있기 때문에 본격적인 주가 상승기에 들어설 경우 밸류에이션 부담 해소관점에서 장부가치 재평가를 검토할 가능성이 충분하다.

그림 57. **세진중공업 본사 공장**

자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

(4) 자회사 일승 상장 효과

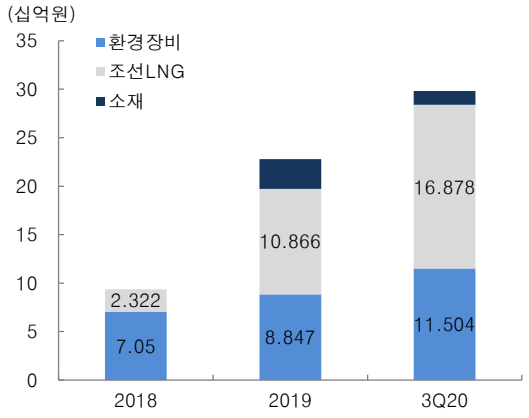
자회사 일승이 SPAC 합병 형태로 상장
– 선박 환경장비 제작
– LNG RU 사업으로 고성장세 기록 중
– 오버행 이슈 해소 시 동사 보유 지분가치 상승 가능

5/17 자회사 일승(333430)이 SPAC 미래에셋대우기업인수목적4호와의 합병의 형태로 코스닥 시장에 상장했다. 일승은 선박 환경장비 판매를 전문으로 하는 업체로 분뇨처리기(STP, Sewage Treatment Plant), 증발식조수기(Fresh Water Generator), 스크러버(Scrubber), LNG 재기화설비(LNG Regasification Unit) 등을 생산하고 있다.

일승은 2017년 세진중공업에 인수된 이후 기존 사업이었던 STP에 더해 LNG RU, 스크러버 등 제품 포트폴리오를 늘리면서 빠른 매출 성장세를 보였다. STP는 총 톤수 400톤 이상 또는 15인 이상 승선 선박에 필히 탑재되어야 하기 때문에 중형조선사 이상에서 건조되는 모든 선박이 잠재고객이다. 일승은 STP 분야에서 국내 점유율 86%, 글로벌 점유율 23% 이상을 차지하고 있어 향후 업사이클 시 수혜가 기대된다. LNG RU는 선박 내 액체상태의 LNG를 재기화하는 설비로 일승은 주로 2018년부터 세계 최대의 발전선박 운용사인 카라데니즈 그룹의 발전선박(Powership)에 탑재되는 LNG RU를 납품하며 트랙레코드를 쌓고 있다. 스크러버는 기술 제휴 협력중인 현대중공업파워시스템의 생산기지 역할을 하며 현대중공업그룹향 스크러버 물량 생산을 도맡아오고 있다.

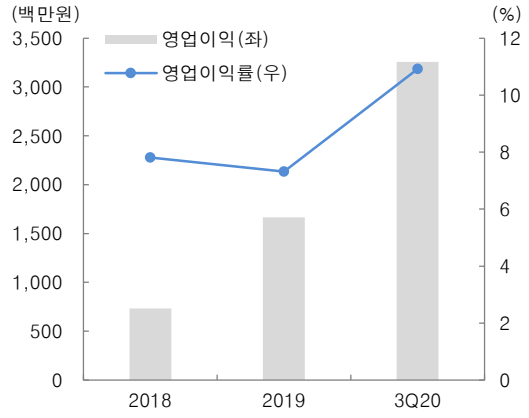
일승은 상장 이후 1,000억원 내외의 시가총액을 유지하고 있으며, 세진중공업의 일승 보유지분은 47.1%다. 보호예수 6개월 종료일을 기점으로 오버행 이슈가 주가를 누르는 부담이 될 수 있겠으나 STP, LNG RU를 바탕으로 성장하는 매출과 하이싱글 이상의 높은 이익률이 점차 기업가치로 반영될 것으로 판단되며 세진중공업의 보유 지분가치 역시 높아질 전망이다.

그림 58. **일승 사업부별 매출 추이**



자료: 일승, 대신증권 Research Center

그림 59. **일승 영업이익 및 영업이익률 추이**



자료: 일승, 대신증권 Research Center

표 8. **일승 LNG RU Track Record**

구분	발주처	사용지역	Track Record 및 수주목표	비고
해상 재기화 설비	Karadeniz Group	아프리카 모잠비크	2018~2019	Powership 개조 (등유→LNG발전)
해상 재기화 설비	Karadeniz Group	터키	2018	
해상 재기화 설비	Karadeniz Group	아시아	2019~2020	
해상 재기화 설비	Karadeniz Group	아시아	2019~2021	
해상 재기화 설비	Karadeniz Group	유럽	2021	

자료: 일승, 대신증권 Research Center

(5) 울산 풍력사업 모멘텀

울산 풍력단지 Supply Chain의 일원
– OHVS 해상변전설비
– Tri-Floater 부유식하부구조물

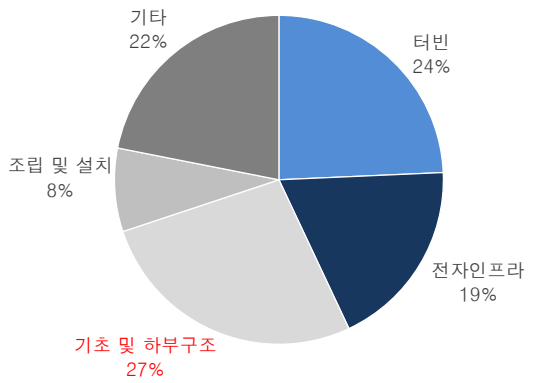
세진중공업은 2025년 가동을 목표로 하는 울산 200MW급 동해1 해상풍력 프로젝트의 주요 일원으로 참여 중이다. 세진중공업은 2019년 ENGIE fabricom과의 해상변전설비(OHVS) 제작 관련 컨소시엄 구축, GustoMSC와의 부유식 해상풍력 부유체 Tri-Floater 제작 관련 컨소시엄을 구축함으로써 해상풍력 발전으로 사업영역을 확장하고 있다.

해상변전설비는 해상풍력단지에서 생산되는 전기를 육지로 송전 시 전력손실을 줄이기 위해 중간에 전기를 응축하여 고압 변환해주는 장비로 직원의 업무공간이 필요하기 때문에 기존에 영위하던 Deck House 사업과 비슷한 성격을 갖고 있다. 컨소시엄 구성회사인 ENGIE Fabricom은 300~600MW 규모의 OHVS 실적을 다수 보유하고 있으며 유럽지역의 M/S 40%를 보유하고 있는 OHVS 전문업체이다.

Tri-Floater는 해상풍력 타워가 설치되는 부유식 하부구조물이다. 컨소시엄을 함께 구성하는 GustoMSC는 네덜란드 해양 엔지니어링 전문 기업으로, GustoMSC가 2002년 개발한 Tri-Floater는 다수의 부유식 해상풍력 프로젝트에 적용된 안정성이 뛰어난 모델로 알려져 있다.

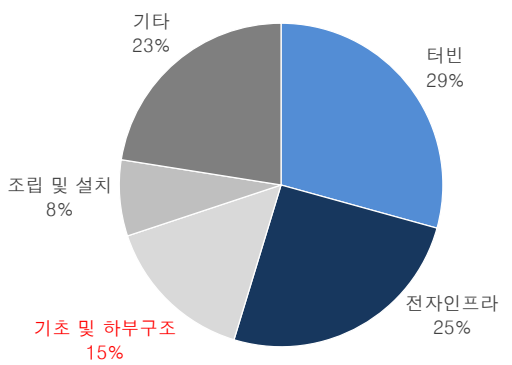
울산에서는 동해1 외에도 1GW(~2025년), 6GW(~2030년) 사업이 함께 추진되고 있다. 수심이 깊은 울산 바다의 특성상 부유식 구조가 필수적으로 요구되어 전반적으로 기초 및 하부구조 사업 매출이 높을 것으로 전망되며, 해상풍력에 적용되는 높은 REC 가중치(2.0~3.5배)로 인해 사업성 또한 높을 것으로 기대된다. 울산 풍력단지 조성사업은 울산 지역경제 활성화를 위해 주요 기자재들이 울산 소재의 업체들에 우선 발주될 가능성이 높아 세진중공업은 OHVS, Tri-Floater를 바탕으로 울산 해상풍력 Supply Chain의 한 자리를 확고히 할 가능성이 높다고 판단된다.

그림 60. **부유식 해상풍력 원가구조**



자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

그림 61. **고정식 해상풍력 원가구조**



자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

실적전망

2021년 영업이익 254억원(+2,050% yoy) 예상

2021년 연간 연결 실적은 매출액 3,135억원(+9.8% yoy), 영업이익 254억원(+2,050% yoy)을 전망한다. 지난해 하반기부터 이어진 회복 기조 가운데 구조조정으로 인한 고정비 절감효과와 LPG탱크 물량 증가에 따른 매출 Mix 개선이 연간 이익 증가 요인으로 작용할 예정이다.

2021년 1분기 실적은 매출액 649억원(-1.8% yoy) 영업이익 60억원(흑전 yoy)으로 시장 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 매출이 전년동기 대비 큰 차이가 없었음에도 영업이익률이 +9.4%p 상승할 수 있었던 이유는 지난해 진행된 구조조정에 따른 인건비 절감 효과가 컸다. 세진중공업의 1Q21 기준 임직원수는 전년동기 대비 55명 줄어들었다. 고정비 절감으로 인해 매출액 증가로 인한 레버리지 효과가 커졌으며 올해부터 기대되는 매출액 회복 기조 속에서 영업이익률 향상이 기대된다. 고객사의 LPG선 수주와 동사 매출 발생까지의 시차가 1~1.5년 내외로 나타나는데, 현대중공업의 LPG선 수주가 2019년부터 증가하는 모습이 나타났기 때문에 올해부터 제품 Mix 개선에 긍정적 영향을 줄 것으로 예상된다. 영업외로 기타수익이 크게 발생한 부분은 고려아연 대상으로 매각한 부지의 잔금이 1분기에 약 300억원 인식되었기 때문이다.

표 9. 세진중공업 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	66.1	89.9	55.3	74.3	64.9	72.3	79.4	96.9	295.9	285.6	313.5	349.7
yoy%	*1.9*	*-1.3*	*-22.0*	*7.7*	*-1.8*	*-19.6*	*43.5*	*30.5*	*35.6*	*-3.5*	*9.8*	*11.5*
선실	48.4	44.6	31.4	38.0	35.9	39.8	42.9	56.5	164.7	162.3	175.1	196.8
선체	16.8	25.1	22.5	35.1	28.4	31.5	35.5	39.5	127.3	99.5	134.9	149.1
기타	1.0	20.1	1.4	1.2	0.6	1.1	1.0	0.9	3.9	23.7	3.6	3.8
매출원가	61.4	87.6	50.6	66.7	54.5	62.7	68.5	83.0	271.7	266.4	268.7	300.3
원가율%	*92.9*	*97.5*	*91.6*	*89.8*	*84.0*	*86.7*	*86.3*	*85.7*	*91.8*	*93.3*	*85.7*	*85.9*
매출총이익	4.7	2.3	4.6	7.5	10.4	9.6	10.9	13.9	24.2	19.1	44.8	49.4
gpm%	*7.1*	*2.5*	*8.4*	*10.2*	*16.0*	*13.3*	*13.7*	*14.3*	*8.2*	*6.7*	*14.3*	*14.1*
판관비	4.8	4.1	3.6	5.5	4.3	4.2	4.8	5.9	14.8	17.9	19.3	22.1
SG&A %	*7.2*	*4.6*	*6.5*	*7.4*	*6.7*	*5.9*	*6.1*	*6.1*	*5.0*	*6.3*	*6.2*	*6.3*
영업이익	-0.1	-1.9	1.1	2.1	6.0	5.4	6.1	8.0	9.4	1.2	25.4	27.3
yoy%	*적전*	*적전*	*-53.5*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*469.0*	*285.3*	*11.6*	*-87.4*	*2,050.2*	*7.4*
opm%	*-0.1*	*-2.1*	*1.9*	*2.8*	*9.3*	*7.4*	*7.7*	*8.2*	*3.2*	*0.4*	*8.1*	*7.8*
세전이익	-1.8	-4.7	11.5	0.6	41.6	4.0	4.8	6.5	3.9	5.5	56.8	21.8
법인세비용	0.0	-1.2	2.5	0.9	10.2	1.0	1.0	1.4	0.8	2.2	13.6	5.0
법인세율(%)	*1.6*	*24.9*	*22.1*	*155.9*	*24.4*	*26.2*	*21.7*	*21.6*	*20.2*	*40.4*	*24.0*	*23.0*
지배주주순이익	-1.8	-4.1	8.5	-0.8	31.5	2.9	3.7	5.1	2.4	1.9	43.2	16.8
yoy%	*적전*	*적전*	*967.3*	*적축*	*흑전*	*흑전*	*-56.3*	*흑전*	*33.9*	*-21.8*	*2,233.0*	*-61.1*
nim%	*-2.7*	*-4.6*	*15.4*	*-1.0*	*48.5*	*4.1*	*4.7*	*5.2*	*0.8*	*0.6*	*13.8*	*4.8*

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

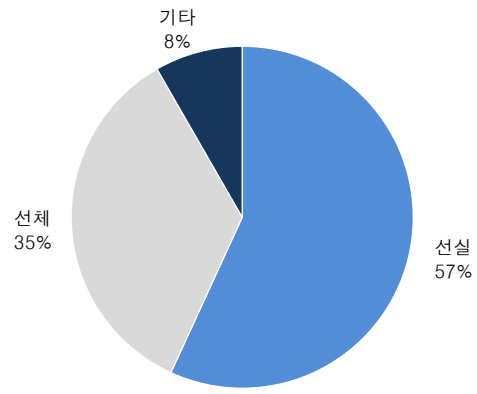
- 선박의 선실(Deck House), 선체(Upper Deck Unit, LPG Tank) 및 플랜트 모듈 제작 및 납품사업을 영위
- 현대중공업, 현대미포조선 인근에 위치한 부지 바탕으로 현대중공업그룹 외주물량의 상당수 제작
- 자산 4,926억원, 부채 3,101억원, 자본 1,825억원
- 발행주식 수: 56,849,456주 / 자기주식수: 1,685,360주
- 2020년 기준 배당 성향: 449.7% (2019년 32.4%, 2018년 43.4%)

주가 변동요인

- 현대중공업그룹 선박 수주 흐름
- 글로벌 LPG 수요 및 LPG 선 발주 흐름
- 육 · 해상 플랜트 투자 동향
- 울산 해상풍력단지 사업 전개

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2021년 3월 기준
자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

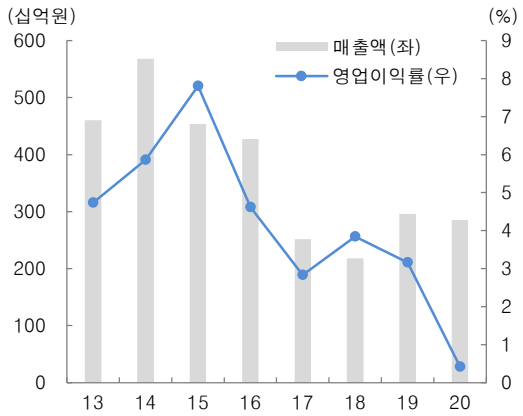
매출 비중 추이



자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

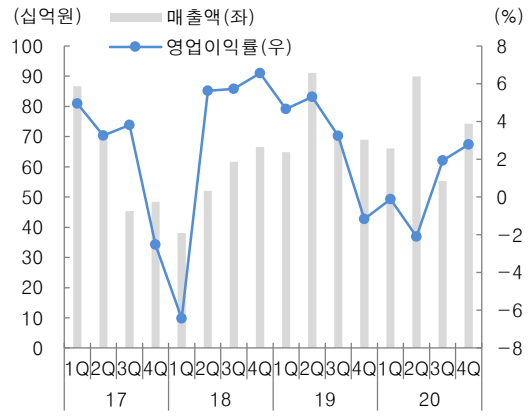
2. Earnings Driver

연간 실적 추이



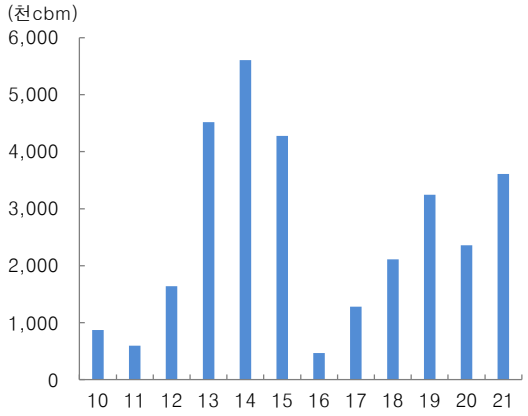
자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

분기 실적 추이



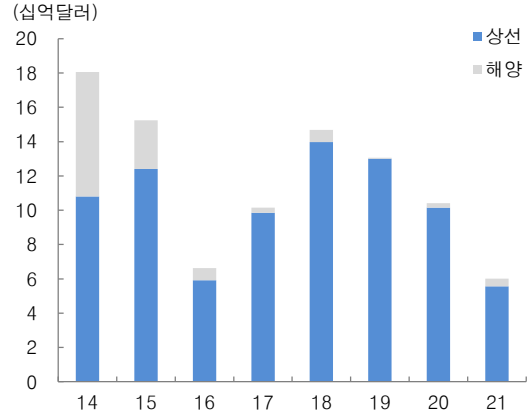
자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

LPG 운반선 발주 추이



자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

현대중공업그룹 조선부문 수주 추이



자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	296	286	314	350	359
매출원가	272	266	269	300	309
매출총이익	24	19	45	49	51
판매비와관리비	15	18	19	22	22
영업이익	9	1	25	27	28
영업이익률	3.2	0.4	8.1	7.8	7.9
EBITDA	19	10	33	34	34
영업외손익	-5	4	31	-6	-6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	1	2	1	2
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6	-7	-6	-6	-6
외환관련손실	0	1	0	0	0
기타	-1	9	36	-1	-1
법인세비용차감전순손익	4	6	57	22	23
법인세비용	-1	-2	-14	-5	-5
계속사업순손익	3	3	43	17	17
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	3	43	17	17
당기순이익률	1.0	1.1	13.8	4.8	4.9
비지배지분순이익	1	1	0	0	0
지배지분순이익	2	2	43	17	17
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	2	3	43	17	17
비지배지분포괄이익	1	1	0	0	0
지배지분포괄이익	2	2	43	17	17

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	138	110	136	134	132
현금및현금성자산	13	23	50	48	46
매출채권 및 기타채권	30	26	25	25	25
재고자산	73	46	46	46	46
기타유동자산	22	16	16	16	16
비유동자산	271	338	347	357	369
유형자산	252	319	306	293	282
관계기업투자금	0	0	23	46	68
기타비유동자산	19	19	18	18	18
자산총계	409	448	483	492	501
유동부채	202	165	165	165	165
매입채무 및 기타채무	29	29	29	29	29
차입금	140	105	105	105	105
유동성채무	19	23	23	23	23
기타유동부채	14	9	9	9	9
비유동부채	44	122	122	122	122
차입금	34	113	113	113	113
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	9	9	9	9
부채총계	246	287	287	287	287
지배지분	157	155	190	198	207
자본금	22	31	31	31	31
자본잉여금	9	0	0	0	0
이익잉여금	126	127	162	170	180
기타자본변동	-1	-4	-4	-4	-4
비지배지분	5	7	7	7	7
자본총계	162	161	196	205	214
순차입금	168	219	192	194	196

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	42	33	760	296	308
PER	74.3	205.4	9.5	24.5	23.5
BPS	2,765	2,720	3,334	3,484	3,648
PBR	1.1	2.5	2.2	2.1	2.0
EBITDAPS	326	180	582	593	590
EV/EBITDA	18.9	59.2	18.5	18.2	18.3
SPS	5,204	5,023	5,515	6,151	6,320
PSR	0.6	1.3	1.3	1.2	1.1
CFPS	354	239	1,219	582	577
DPS	13	150	150	150	150

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	35.6	-3.5	9.8	11.5	2.7
영업이익 증가율	11.6	-87.4	2,050.2	7.4	3.6
순이익 증가율	75.1	6.1	1,214.4	-61.1	4.1
수익성					
ROIC	2.4	0.2	5.2	5.8	6.2
ROA	2.4	0.3	5.5	5.6	5.7
ROE	1.5	1.2	25.1	8.7	8.6
안정성					
부채비율	151.7	178.1	146.4	140.2	134.2
순차입금비율	103.7	136.0	98.0	94.6	91.6
이자보상배율	1.5	0.2	0.0	0.0	0.0

자료: 세진중공업, 대신증권 Research Center

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-3	16	44	16	16
당기순이익	3	3	43	17	17
비현금항목의 가감	17	10	26	16	15
감가상각비	9	9	8	6	5
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	8	1	19	10	10
자산부채의 증감	-17	9	-12	-12	-12
기타현금흐름	-7	-7	-14	-5	-5
투자활동 현금흐름	-11	-6	-12	-12	-12
투자자산	9	-22	-23	-23	-23
유형자산	-6	6	6	6	6
기타	-15	10	5	5	5
재무활동 현금흐름	23	0	-18	-18	-18
단기차입금	5	-36	0	0	0
사채	0	15	0	0	0
장기차입금	45	43	0	0	0
유상증자	0	9	0	0	0
현금배당	-1	-1	-8	-8	-8
기타	-26	-29	-10	-10	-10
현금의 증감	9	9	27	-2	-2
기초 현금	4	13	23	50	48
기말 현금	13	23	50	48	46
NOPLAT	7	1	19	21	22
FCF	10	2	19	19	19

Initiation

태광 (023160)

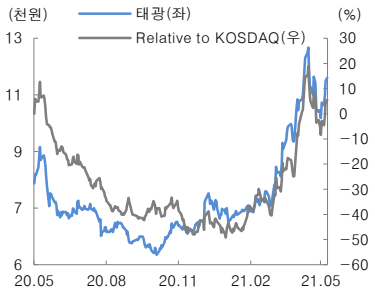
해외수주 경쟁력 부각, 자회사도 든든하다

이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	14,000 신규
현재주가 (21.06.04)	11,700
	기계업종

KOSDAQ	987.58
시가총액	310십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	12,700원 / 5,920원
120일 평균거래대금	34억원
외국인지분율	12.20%
주요주주	대신인터내셔날 외 10 인 45.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.9	54.4	72.1	29.7
상대수익률	2.8	44.8	59.2	-2.5



투자의견 매수(BUY), 목표주가 14,000원으로 커버리지 개시

- TP 14,000원은 2022F BPS 16,315원에 타깃 PBR 0.85배를 적용
- 타깃 PBR은 국내 조선사 평균 PBR을 15% 할인
- 유가 상승으로 해양플랜트 발주시황 개선. 신규 자회사 인수를 바탕으로 실적 안정성 강화. 차선호주 추천

사업개요 및 투자포인트

- 용접용 피팅(Fitting) 관이음쇠 전문업체로서 선박·해양·육상플랜트에 납품
- 글로벌 시장 과점업체. 국내 경쟁사 대비 유럽, 아시아 수출 상대 우위
- 1) 경기회복에 따른 원유수요 상승을 가정한 국제유가는 60불을 상회. 해양플랜트 투자 타당성 상승으로 발주심리 회복
- 2) 중동, 아시아 등 동사 영업력이 좋은 지역에서 플랜트 투자 호황 조짐. 고객 다변화를 통해 해외EPC 업체 다수 고객 확보
- 3) 1월 HYTC 지분 51% 인수하여 자회사로 편입. HYTC는 2차전지 장비모듈 및 초정밀부품 생산업체. 고성장과 더불어 10% 이상의 영업이익률을 지속 중. 1Q21부터 연결 반영 시작

2021년 실적 추정

- 2021년 연간 연결 실적은 매출액 2,001억원(+6.2% yoy), 영업이익 89억원(흑전 yoy) 전망. 원가 부담을 판가로 전가가 용이한 구조
- 별도 실적은 상저하고 추세. 수주 역시 중동 투자 심리가 강해질 하반기에 좋아질 전망. 작년 수주(2,102억원) 이상 가능한 업황 회복 기조
- 자회사 파운드리서울은 올해부터 부동산 임대수익 발생. HYTC도 전년 대비 성장 이어갈 예정. 연결실적 이익 안정성 더해줄 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	190	188	200	229	236
영업이익	3	-3	9	13	17
세전순이익	10	-8	11	11	16
총당기순이익	7	-5	9	8	12
지배지분순이익	7	-5	7	6	9
EPS	281	-189	270	239	354
PER	36.4	NA	43.4	48.9	33.0
BPS	16,153	15,904	16,125	16,315	16,621
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
ROE	1.7	-1.2	1.7	1.5	2.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 태광, 대신증권 Research Center

Valuation

투자의견 매수(BUY), 목표주가 14,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 14,000원으로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 2022년 예상 BPS 16,315원에 Target PBR 0.85배를 적용했다. Target PBR은 국내 조선사 평균 PBR을 15% 할인하였다. 자회사 연결실적 반영으로 수익 안정성이 높아졌기 때문에 경쟁사 대비 PBR 할인폭을 축소했다.

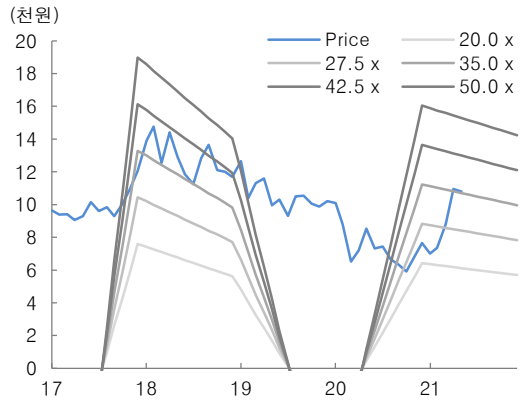
1) 국제유가는 60불을 상회하며 해양플랜트 투자 타당성이 올라가 발주심리가 회복 중이며, 2) 중동, 아시아 등 동사 영업력이 좋은 지역에서 플랜트 투자 호황 조짐이 나타남에 따라 고객 다변화를 통해 해외EPC 업체 다수 고객 확보한 동사에게 유리하며, 3) 2차전지 장비, 부품업체인 자회사 HYTC가 1Q21부터 연결 반영되며 연결 실적 안정성을 더해줄 것으로 판단한다.

표 10. 태광 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	16,315	2022년 BPS
Target PBR	0.85	국내 조선사 평균 PBR 15% 할인
목표주가	14,000	
현재주가	11,700	2021.06.04
현재 PBR	0.7	2021년 기준
상승여력(%)	19.7	

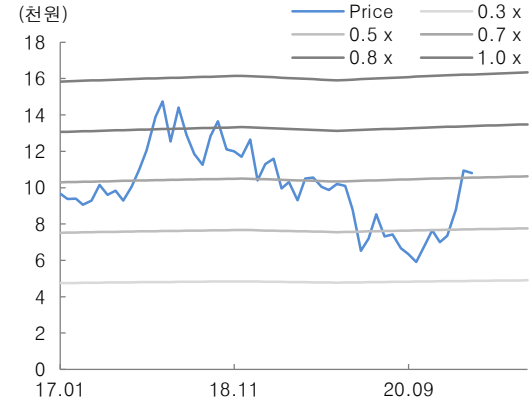
자료: 대신증권 Research Center

그림 62. 태광 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 63. 태광 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

기업개요

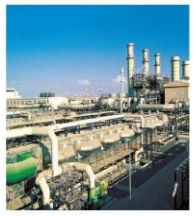
용접용 피팅(Fitting) 시장의 강자, 자회사로 안정성 추구

용접용 피팅 전문업체. 자회사 바탕으로 실적 안정성 부여

태광은 1982년 설립되어 용접용 피팅(Fitting)이라고 불리는 산업용 관이음쇠 분야에서 만 40년에 가까운 업력을 보유한 피팅 전문업체이다. 자회사로는 부동산 임대사업을 담당하는 '파운드리서울'과 2차전지 장비 및 부품생산업체 'HYTC'를 보유하고 있다. 전통적인 피팅 사업과 연관성이 낮은 자회사를 보유함으로써 실적 변동성이 강한 시클리컬 업종의 이익안정성을 높이는 동시에 성장성을 더하는 움직임을 가져가고 있다.

피팅은 석유화학·발전·담수플랜트, 조선, 해양구조물 등에 투입되어 유체 및 기체류의 운송에 사용되며, 운반물질의 특성에 맞게 고품질의 제조공정과 기술수준을 요구한다. 피팅 재질에 따라 마진 차이가 발생하며 LNG 프로젝트에 투입되는 스테인리스의 마진율이 높고 정유화학 플랜트에 투입되는 카본의 마진율이 낮다. 국내에서는 동사와 성광벤드가 시장을 양분하고 있고, 해외시장에서는 주로 이탈리아 Bassi, Tectubi, Tecnoforge 등과 경쟁하고 있다. 성광벤드 대비 유럽, 아시아 지역을 중심으로 수출 비중이 높으며, 고객층이 비교적 다변화된 형태를 갖추고 있다.

그림 64. **주요 피팅(Fitting) 제품 및 관련 산업**

제품명	제품사진	제품용도	관 련 산 업
ELBOW		ㄱ 모양의 파이프 연결관이음쇠	Petrochemical Plant  Refinery, Oil-Gas Plant
TEE		T 모양의 파이프 연결관이음쇠	Power Plant Desalination Plant
REDUCER		큰 파이프와 작은 파이프의 연결에 사용되는 관이음쇠	Offshore Shipbuilding
CAP, 기타		파이프 끝부분의 마감재, 각종 파이프의 연결에 사용되는 관이음쇠류	

자료: 태광, 대신증권 Research Center

투자포인트

(1) 해양 플랜트 발주 심리는 회복 중

60불 이상의 유가 바탕으로 해양플랜트 투자 심리 되살아남. 변수는 Shale Oil

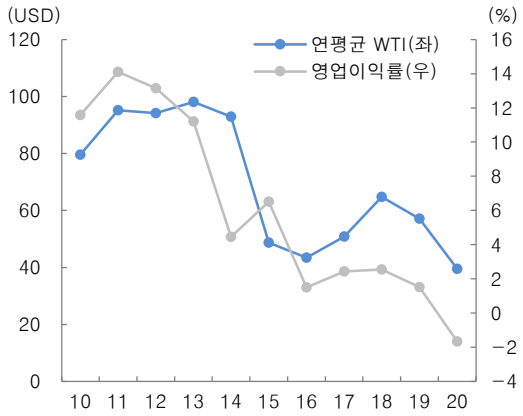
동사를 비롯한 피팅업체에 있어 가장 반길만한 발주 중 하나가 해양플랜트이다. 해양플랜트는 전체 프로젝트에서 피팅물량이 차지하는 비율이 2% 이상으로 육상플랜트, 조선 대비 높게 형성되며, 스테인리스(Stainless), 얼로이(Alloy) 등 비탄소강이 주로 투입되어 마진율도 높게 형성된다.

과거 2011~2013년 국제유가가 100불 이상으로 높게 형성되며 해양플랜트 투자 붐이 나타났을 때, 피팅업계는 최고의 호황을 맞았다. 납기준수, 원활한 소통 측면에서 국내 업체들은 기자재 발주를 국내업체에게 주는 것을 선호할 수밖에 없었고, 동사와 성광벤드의 과점이 이루어진 국내시장 특성상 물량이 쏟아져 들어오는 것이 당연했다. 당 구간 태광의 연간 매출은 3,000억원 내외에 영업이익률이 10% 이상으로 호조를 보였으며, 수주 역시 매년 3,000억 이상씩 들어왔다.

저유가 시대에 들어서며 잠잠해졌던 해양플랜트의 투자 당위성이 최근 들어 다시 살아나고 있다. 코로나19로 인한 석유수요 부진으로 마이너스 전환까지 기록했던 유가는 작년 하반기부터 견조한 상승세를 보이며 60불대 후반까지 도달했다. 통상 해양플랜트 채산성이 확보되는 유가의 기준이 60불로 언급되고 있기 때문에 해양플랜트 발주를 기다리는 피팅업체로서는 고무적인 상황이다. 해양플랜트 발주에 대한 기대감이 시장에 피어오르고 있으며, 실제로 5/11 한국조선해양이 브라질 페트로브라스 FPSO Hull Side를 수주하는데 성공했다.

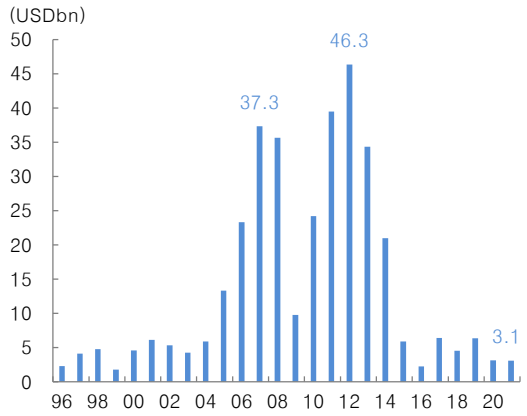
다만, 과거와 달리 Shale Oil 비중이 올라간 시대라는 것을 기억해야 한다. 미국발 셰일가스 혁명으로 2010년대 중반부터 저유가 시대가 찾아왔던 만큼 향후 유가 가정에 있어 빠질 수 없는 변수이다. 해양플랜트를 응원하는 입장에서 긍정적인 상황은 1) 코로나19 기간 미국 대형 셰일가스 업체들의 파산, 2) 바이든 정부의 국유지 내 신규 석유 시추 중단 정책 등이 있다.

그림 65. WTI 유가와 태광 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 66. 해양플랜트 발주금액 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

(2) 중동, 아시아 지역 투자 증가, 고객 다변화된 동사의 기회

중동, 아시아 발주세 조기회복은 기회. 경쟁업체 대비 중동, 아시아 지역의 수주경쟁력 부각

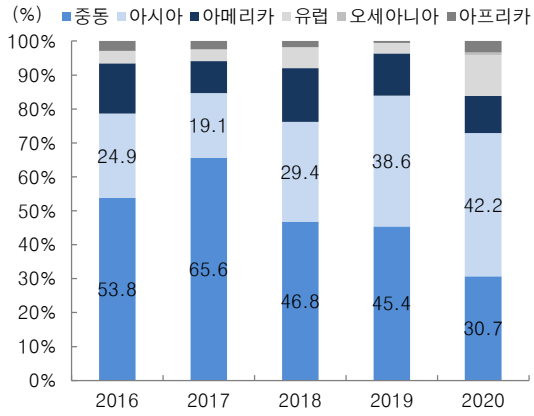
유가의 상승을 기뻐할 곳은 해양플랜트 업계뿐만이 아니다. 중동의 산유국들 역시 유가 상승을 바탕으로 자금력이 풍부해질 전망이며, 경기부양을 위해 지난해 멈췄던 투자를 재개할 것으로 기대되고 있다.

현재 업계 및 언론에서 기대하는 것과 달리 해외건설협회 기준 올해 5월까지의 해외건설 산업설비 발주는 73.6억불로 전년동기 발주 87.7억불에 미치지 못하고 있다. 전년 코로나19를 경험한 오일메이저들이 적극적인 투자에 나서기보다는 효율적인 비용 지출을 위해 관망세를 유지하고 있다. 사우디 아람코는 당초 예정되었던 2021년 CAPEX를 이전 지침이었던 400~450억불에서 350억불로 10억불 가량 삭감한 바 있고, 국내 건설사의 기대가 컸던 자푸라(Jafurah) 프로젝트도 사업취소를 결정하였다.

그래도 최근의 유가 상승은 업황 반전의 계기로 삼을만 하다. 22년으로 연기되었던 사우디 아람코 발주 줄루프 프로젝트는 21년 입찰로 앞당겨졌으며, 하반기 수주가능 파이프라인에 들어와있는 다수의 프로젝트들은 일정연기 없이 정상 진행이 예상된다.

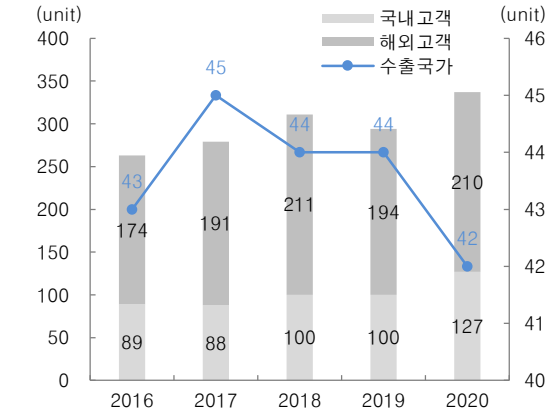
태광은 경쟁업체 대비 수출 비중이 높으며 유럽, 중동, 아시아 지역에서 다양한 고객군을 상대로 납품실적을 쌓아왔다. 특히 2020년에는 적극적인 고객 다변화를 실시함에 따라(해외고객 194개→210개, 국내고객 100개→127개), 비교적 원활한 신규수주 흐름을 보였다. 태광의 영업력이 강한 지역에서 발주세가 조기 회복될 것으로 기대되는 점은 분명 긍정적이며, 국내 기업이 아닌 해외EPC가 발주를 가져가더라도 동사의 입찰 경쟁력이 뒤떨어지지 않을 것으로 판단된다.

그림 67. **태광 지역별 수출 비중**



자료: 태광, 대신증권 Research Center

그림 68. **태광 거래 고객군 추이**



자료: 태광, 대신증권 Research Center

(3) 연결 실적 안정성을 더할 자회사

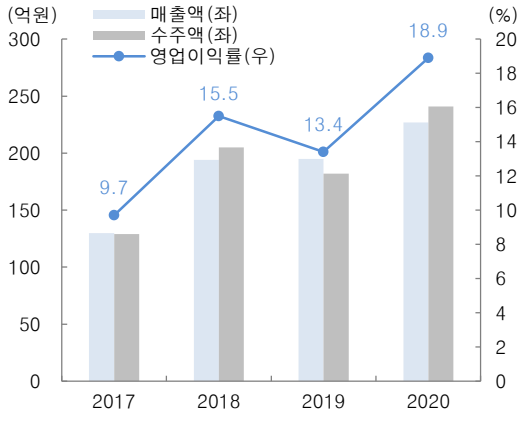
HYTC와 파운드리서울의 연결실적 반영은 안정성 더해줄 것

태광은 본업과 연관성이 낮은 자회사에 투자를 진행하였는데, 이를 바탕으로 시클리컬 변동성이 큰 본업을 보완하여 연결실적 안정성을 더할 것으로 기대된다.

지난 1월 보유현금 370억원으로 지분 51%를 인수한 2차전지 장비, 부품업체인 HYTC는 LG화학, SK이노베이션, 삼성SDI 등 국내 주요 배터리 생산업체들을 대상으로 제품을 납품하고 있는 업체다. 주요 제품은 권심, Cutter, Knife unit, PX-shaft, 초음파 혼, Anvil, 스페셜 지그 등의 2차전지 생산설비부품과 Slitter가 있다. 현재 국내 1곳(천안공장), 해외 2곳(폴란드법인, 중국남경법인)에 생산기지를 두고 있으며, 3분기 중으로 고객사 발주 대응을 위해 미국법인과 헝가리법인 신설 예정에 있다. HYTC는 2020년 매출액 227억원(+16.4% yoy), 영업이익 43억원(+65.4% yoy), 영업이익률 18.9%(+5.5%p yoy)를 기록했다. 전통적인 에너지시장에서 벗어나 2차 전지 사업 진출로 안정성을 꾀할 수 있는 동시에 추가 성장성까지 확보하는 투자 판단이었다.

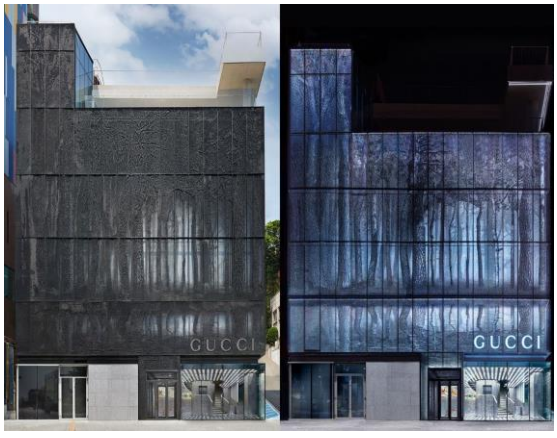
자회사 파운드리서울은 2018년 한남동 건물 취득과정에서 설립된 자회사로, 그동안 매출 발생없이 비용만 지출되고 있었으나 건물이 완공된 올해부터는 부동산 임대수익을 창출할 수 있을 것으로 기대된다. 해당 건물에는 '구찌 가옥(GUCCI GAOK)'이라는 이름으로 이탈리아 명품 브랜드 구찌의 매장이 들어섰으며, 올해 하반기부터 본격적으로 임대 수익이 발생한다. 구찌 가옥은 한국식 '가옥(家屋)'에 구찌의 디자인을 결합한 형태로 구찌의 디자인 총괄디렉터가 인테리어에 참여하며 관심을 나타낸 매장이다. 명품시장에 대한 국내 관심이 크고 향후 성장가능성도 높게 점쳐지는 만큼 연간 20억원 이상의 안정적인 임대수익이 연결 반영될 것으로 기대된다.

그림 69. HYTC 연간 실적 추이



자료: 태광, 대신증권 Research Center

그림 70. 한남동 GUCCI GAOK 매장



자료: 태광, 대신증권 Research Center

실적전망

2021년 영업이익 89억원(흑전 yoy) 예상

2021년 연간 연결 실적은 매출액 2,001억원(+6.2% yoy), 영업이익 89억원(+흑전 yoy)을 전망한다. 상반기 실적은 다소 주춤할 것으로 예상되나 하반기부터 본격적으로 수주 및 매출이 늘어날 것으로 기대된다. 별도 이익은 규모가 크지는 않겠으나 흑자전환할 것으로 예상되며, 자회사 이익이 연결 반영되는 것이 든든할 것이다.

2021년 1분기 연결 실적은 매출액 428억원(-3.3% yoy) 영업이익 18억원(+896.1% yoy)으로 나타났다. 별도 사업은 매출액 350억원, 영업이익 0.9억원 정도로 BEP 수준에 그쳤으나, 2차전지 자회사 HYTC가 연결 실적으로 반영된 것이 이익에 기여했다. 파운드리서울 수익은 3분기부터 점차 올라올 전망이다. 현재까지의 피팅 수주 분위기는 전년대비 큰 개선없이 지지부진한 상황이나, 물량 증가가 예상되는 하반기부터는 매출과 수주 모두 개선을 기대할 만 하다. HYTC는 4분기 Capa 확장이 완료될 예정으로 내년은 늘어난 Capa를 바탕으로 추가 성장 기대가 가능하다.

표 11. 태광 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	44.3	59.9	44.4	39.9	42.8	51.0	53.0	53.3	189.8	188.4	200.1	229.3
yoy%	*20.3*	*22.8*	*-7.5*	*-29.1*	*-3.3*	*-14.9*	*19.4*	*33.8*	*19.6*	*-0.7*	*6.2*	*14.6*
별도	44.3	59.9	44.4	39.9	35.0	44.1	45.7	46.1	189.8	188.4	170.8	196.5
파운드리서울					0.1	0.1	0.5	0.5	0.0	0.0	1.3	2.0
HYTC					7.6	6.8	6.8	6.8	19.5	22.7	28.0	30.8
매출원가	39.4	53.2	38.2	38.5	35.9	43.2	44.6	44.6	167.6	169.3	168.4	189.3
원가율%	*89.0*	*88.9*	*86.1*	*96.5*	*85.6*	*84.8*	*84.3*	*83.7*	*88.3*	*89.9*	*84.2*	*82.6*
매출총이익	4.9	6.6	6.2	1.4	6.9	7.7	8.3	8.7	22.2	19.1	31.6	39.9
gpm%	*11.0*	*11.1*	*13.9*	*3.5*	*16.0*	*15.2*	*15.7*	*16.3*	*11.7*	*10.1*	*15.8*	*17.4*
영업이익	0.2	0.1	1.8	-5.2	1.8	2.1	2.4	2.6	2.9	-3.1	8.9	12.9
yoy%	*638.4*	*-96.5*	*-28.3*	*적확*	*896.1*	*1,964.4*	*34.6*	*흑전*	*-28.7*	*적전*	*흑전*	*44.8*
opm%	*0.4*	*0.2*	*4.0*	*-12.9*	*4.2*	*4.2*	*4.5*	*4.9*	*1.5*	*-1.7*	*4.4*	*5.6*
세전이익	2.5	-0.4	0.4	-10.1	4.7	2.3	2.2	2.1	9.7	-7.6	11.3	10.9
법인세비용	0.4	-0.6	0.0	-2.4	0.6	0.6	0.6	0.6	2.3	-2.6	2.4	3.0
법인세율(%)	*16.1*	*154.4*	*4.7*	*23.9*	*25.9*	*27.8*	*27.2*	*27.7*	*24.0*	*34.0*	*21.0*	*27.5*
지배주주순이익	2.1	0.2	0.3	-7.7	3.3	1.6	1.5	2.1	7.4	-5.0	8.5	7.5
yoy%	*-46.2*	*-94.2*	*-90.3*	*적확*	*59.1*	*615.9*	*337.4*	*흑전*	*-26.1*	*적전*	*흑전*	*-11.3*
nim%	*4.8*	*0.4*	*0.8*	*-19.3*	*7.8*	*3.0*	*2.8*	*3.9*	*3.9*	*-2.7*	*4.3*	*3.3*

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

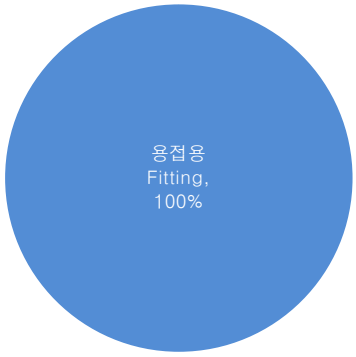
- 용접용 피팅인 금속관이음쇠를 제조, 판매를 하는 기업
- 석유, 화학플랜트, 조선 해양플랜트, 발전플랜트 등 다양한 영역에 적용
- 자산 4,742억원, 부채 422억원, 자본 4,319억원
- 발행주식 수: 26,500,000주 / 자기주식수: 632,758주
- 2020년 기준 배당성향: 34.91%

주가 변동요인

- 유가 변동에 따른 발주 감소와 회복 속도
- 중동 플랜트 발주 재개 움직임
- 국내 정유화학 업체들의 CAPEX 투자 속도

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2021년 3월 기준
자료: 태광, 대신증권 Research Center

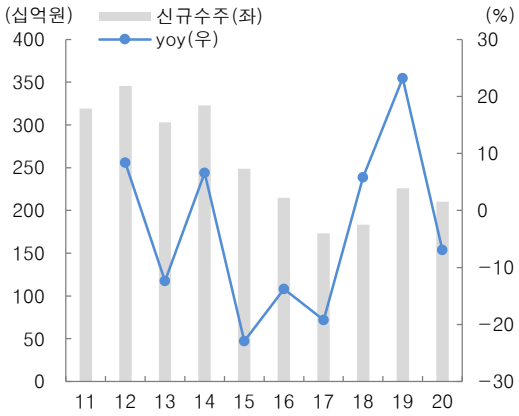
매출 비중 추이



주: 2020년 말 기준, 2021년부터 자회사 연결 반영
자료: 태광, 대신증권 Research Center

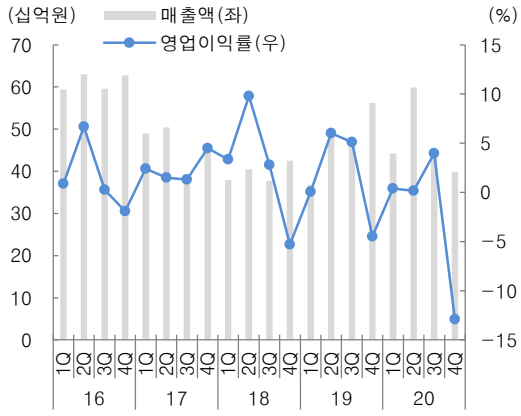
2. Earnings Driver

연간 신규수주 추이



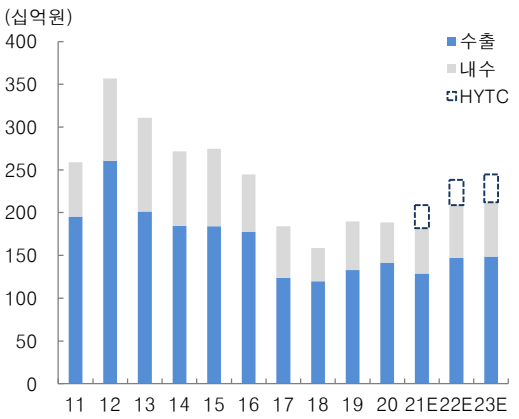
자료: 태광, 대신증권 Research Center

분기별 매출액, 영업이익률 추이



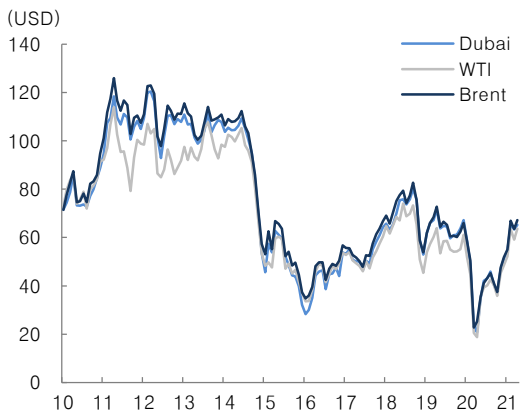
자료: 태광, 대신증권 Research Center

연간 매출 비중 추이



자료: 태광, 대신증권 Research Center

월평균 유가 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	190	188	200	229	236
매출원가	168	169	168	189	191
매출총이익	22	19	32	40	44
판매비와관리비	19	22	23	27	27
영업이익	3	-3	9	13	17
영업이익률	1.5	-1.7	4.4	5.6	7.3
EBITDA	8	3	16	21	27
영업외손익	7	-5	2	-2	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	11	4	8	6	6
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-9	-5	-8	-7
외환관련손실	2	8	5	5	5
기타	-2	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	10	-8	11	11	16
법인세비용	-2	3	-2	-3	-4
계속사업순손익	7	-5	9	8	12
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	-5	9	8	12
당기순이익률	3.9	-2.7	4.5	3.4	5.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	1
지배지분순이익	7	-5	9	8	11
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	-1	1	0
포괄순이익	6	-4	8	8	11
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	1
지배지분포괄이익	6	-4	8	8	11

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	283	262	261	263	269
현금및현금성자산	13	55	50	26	27
매출채권 및 기타채권	77	52	54	62	63
재고자산	166	133	141	162	167
기타유동자산	27	22	16	13	12
비유동자산	195	200	213	225	237
유형자산	168	176	187	197	206
관계기업투자금	0	0	3	6	9
기타비유동자산	27	23	23	22	22
자산총계	479	462	474	488	506
유동부채	29	29	39	49	59
매입채무 및 기타채무	26	17	17	18	18
차입금	0	10	20	30	40
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	2	2	1	1
비유동부채	15	8	5	3	2
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15	8	5	3	2
부채총계	45	37	43	52	61
지배지분	428	421	428	433	442
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	34	34	34	34	34
이익잉여금	395	389	396	402	412
기타자본변동	-14	-15	-16	-17	-18
비지배지분	6	3	3	3	3
자본총계	434	424	431	436	445
순차입금	-39	-55	-34	2	12

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	281	-189	321	285	422
PER	36.4	NA	36.5	41.1	27.7
BPS	16,153	15,904	16,145	16,342	16,669
PBR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	317	125	604	800	1,002
EV/EBITDA	28.3	45.6	17.4	14.9	12.3
SPS	7,161	7,110	7,550	8,651	8,896
PSR	1.4	1.1	1.5	1.4	1.3
CFPS	454	376	1,018	1,050	1,288
DPS	100	50	50	50	50

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	19.6	-0.7	6.2	14.6	2.8
영업이익 증가율	-28.7	적전	흑전	44.8	33.2
순이익 증가율	-26.1	적전	흑전	-11.3	48.2
수익성					
ROIC	0.6	-0.5	1.9	2.3	2.9
ROA	0.6	-0.7	1.9	2.7	3.5
ROE	1.7	-1.2	2.0	1.8	2.6
안정성					
부채비율	10.3	8.8	10.1	11.9	13.7
순차입금비율	-8.9	-13.1	-8.0	0.5	2.7
이자보상배율	27.3	-23.9	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-30	48	15	-1	25
당기순이익	0	0	9	8	12
비현금항목의 가감	5	15	18	20	22
감가상각비	6	6	7	8	9
외환손익	0	3	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-1	6	9	9	11
자산부채의 증감	-46	43	-9	-26	-4
기타현금흐름	11	-10	-2	-3	-4
투자활동 현금흐름	-12	-12	-25	-29	-31
투자자산	-2	15	-2	-3	-3
유형자산	-15	-18	-18	-18	-18
기타	5	-9	-5	-8	-10
재무활동 현금흐름	0	7	8	8	8
단기차입금	0	10	10	10	10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-2	-3	-1	-1	-1
기타	2	-1	-1	-1	-1
현금의 증감	-43	42	-5	-24	1
기초 현금	56	13	55	50	26
기말 현금	13	55	50	26	27
NOPLAT	2	-2	7	9	12
FCF	-7	-14	-4	-1	3

자료: 태광, 대신증권 Research Center

Initiation

성광벤드 (014620)

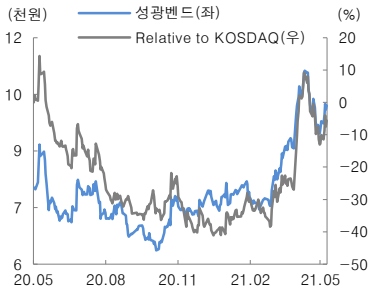
좋아지긴 할 텐데, 걸음이 느린 수주

이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견	Marketperform 시장수익률, 신규
6개월 목표주가	11,000 신규
현재주가 (21.06.04)	10,050
	기계업종

KOSDAQ	987.58
시가총액	287십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	11,050원 / 5,890원
120일 평균거래대금	41억원
외국인지분율	8.73%
주요주주	안재일 외 3 인 41.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	38.6	41.5	16.9
상대수익률	-5.4	30.0	31.0	-12.2



투자의견 시장수익률, 목표주가 11,000원으로 커버리지 개시

- TP 11,000원은 2022F BPS 15,280원에 타깃 PBR 0.7배를 적용
- 타깃 PBR은 국내 조선사 평균 PBR을 30% 할인
- 유가 상승으로 해양플랜트 발주시황 개선. 신규 자회사 인수를 바탕으로 실적 안정성 강화. 북미 중심의 수출비중은 부담

사업개요 및 투자포인트

- 용접용 피팅(Fitting) 관이음쇠 전문업체로서 선박·해양·육상플랜트에 납품
- 글로벌 시장 과점업체. 국내 경쟁사 대비 국내, 북미 매출 상대 우위
- 1) 경기회복에 따른 원유수요 상승을 가정한 국제유가는 60불을 상회. 해양플랜트 투자 타당성 상승으로 발주심리 회복
- 2) 수익성이 좋은 스테인리스 비중 증가로 매출 Mix 개선되어 별도 이익은 비교적 선방 중. 다만 카본 중심의 자회사 화진피에프 부진 지속
- 3) 미국 Shale Gas 수출을 위한 LNG터미널 투자 관심 증가 수혜

2021년 실적 추정

- 2021년 연간 연결 실적은 매출액 1,672억원(-7.5% yoy), 영업손실 -5억원(적전 yoy) 전망. 자회사 화진피에프의 손실 영향
- 별도 실적은 상저하고 추세. 수주 역시 예정물량이 많은 하반기에 좋아질 전망. 현재 경쟁사 대비 수주가 더딘 점은 아쉽긴 하나, 북미 LNG 수출 증가에 따른 LNG터미널 확장 추세는 동사에게 기회

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	202	181	167	215	216
영업이익	7	1	-1	9	10
세전순이익	10	-1	0	8	9
총당기순이익	6	-1	0	5	6
지배지분순이익	6	-1	0	5	6
EPS	216	-49	4	185	193
PER	48.0	NA	2,236.9	54.4	52.1
BPS	15,359	15,286	15,193	15,280	15,375
PBR	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
ROE	1.4	-0.3	0.0	1.2	1.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

Valuation

투자의견 시장수익률, 목표주가 11,000원으로 커버리지 개시

투자의견 시장수익률, 목표주가 11,000원으로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 2022년 예상 BPS 15,280원에 Target PBR 0.7배를 적용했다. Target PBR은 국내 조선사 평균 PBR을 30% 할인하였다. 경쟁사 대비 연결기준 이익 안정성이 떨어지는 점을 감안하여 할인폭을 확대하였다.

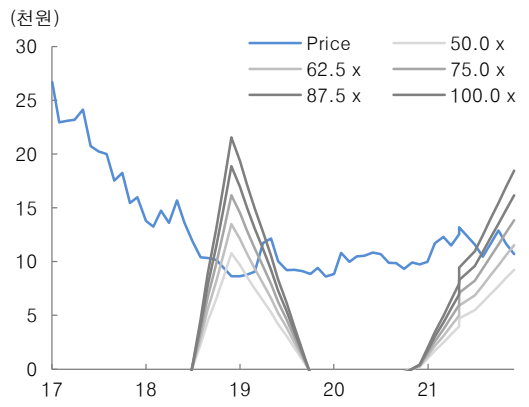
1) 국제유가는 60불을 상회하며 해양플랜트 투자 타당성이 올라가 발주심리가 회복 중이고, 2) 미국 LNG 터미널 프로젝트 기반으로 수익성이 좋은 스테인리스 비중 증가하며 별도 매출 Mix는 개선되었으며, 3) 미국 Shale Gas 수출을 위한 LNG 터미널 확장 시 동사 수혜가 예상된다.

표 12. 성광벤드 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	15,280	2022년 BPS
Target PBR	0.7	국내 조선사 평균 PBR 30% 할인
목표주가	11,000	
현재주가	10,050	2021.06.04
현재 PBR	0.7	2021년 기준
상승여력(%)	9.5	

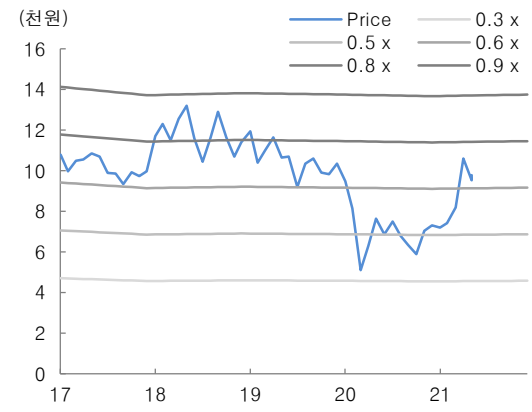
자료: 대신증권 Research Center

그림 71. 성광벤드 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 72. 성광벤드 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

기업개요

용접용 피팅(Fitting), 한 우물을 파는 장인(匠人)

용접용 피팅 전문업체. 동종업체 자회사 화진피에프 보유

성광벤드는 1980년 설립되어 용접용 피팅(Fitting)이라고 불리는 산업용 관이음쇠 분야에서만 40년에 가까운 업력을 보유한 피팅 전문업체이다. 종속회사로 카본 소재 용접용 피팅을 주로 제작하는 화진피에프를 보유하고 있다. 동종업체를 자회사로 보유함으로써 높은 업종 이해도를 바탕으로 안정적 경영이 가능하나 시클리컬 변동성 노출은 커졌다.

피팅은 석유화학·발전·담수플랜트, 조선, 해양구조물 등에 투입되어 유체 및 기체류의 운송에 사용되며, 운반물질의 특성에 맞게 고품질의 제조공정과 기술수준을 요구한다. 피팅 재질에 따라 마진 차이가 발생하며 LNG 프로젝트에 투입되는 스테인리스의 마진율이 높고 정유화학 플랜트에 투입되는 카본의 마진율이 낮다. 국내에서는 동사와 태광이 시장을 양분하고 있고, 해외시장에서는 주로 이탈리아 Bassi, Tectubi, Tecnoforge 등과 경쟁하고 있다. 태광 대비 내수 비중이 높고, 미국시장에 2000년 이전부터 조기 진출했던 효과로 미국 수출 비중이 높게 형성되고 있다. 연관성이 부족한 업종으로 발을 넓히기보다는 동종업계 투자 또는 생산부지 추가 확보 등의 방법으로 전문성 및 생산 효율성을 향상시키는 전략 노선을 취하고 있다.

그림 73. **주요 피팅(Fitting) 제품 및 제조공법**

자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

투자포인트

(1) 해양 플랜트 발주 심리는 회복 중

60불 이상의 유가 바탕으로 해양플랜트 투자 심리 되살아남. 변수는 Shale Oil

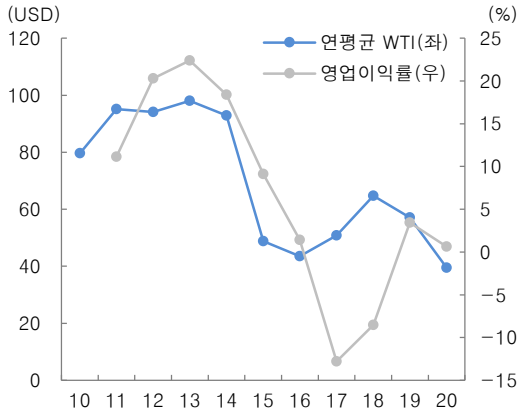
동사를 비롯한 피팅업체에 있어 가장 반길만한 발주 중 하나가 해양플랜트이다. 해양플랜트는 전체 프로젝트에서 피팅물량이 차지하는 비율이 2% 이상으로 육상플랜트, 조선 대비 높게 형성되며, 스테인리스(Stainless), 얼로이(Alloy) 등 비탄소강이 주로 투입되어 마진율도 높게 형성된다.

과거 2011~2013년 국제유가가 100불 이상으로 높게 형성되며 해양플랜트 투자 붐이 나타났을 때, 피팅업계는 최고의 호황을 맞았다. 납기준수, 원활한 소통 측면에서 국내 업체들은 기자재 발주를 국내업체에게 주는 것을 선호할 수밖에 없었고, 동사와 성광벤드의 과점이 이루어진 국내시장 특성상 물량이 쏟아져 들어오는 것이 당연했다. 당 구간 태광의 연간 매출은 3,000억원 내외에 영업이익률이 10% 이상으로 호조를 보였으며, 수주 역시 매년 3,000억 이상씩 들어왔다.

저유가 시대에 들어서며 잠잠해졌던 해양플랜트의 투자 당위성이 최근 들어 다시 살아나고 있다. 코로나19로 인한 석유수요 부진으로 마이너스 전환까지 기록했던 유가는 작년 하반기부터 견조한 상승세를 보이며 60불대 후반까지 도달했다. 통상 해양플랜트 채산성이 확보되는 유가의 기준이 60불로 언급되고 있기 때문에 해양플랜트 발주를 기다리는 피팅업체로서는 고무적인 상황이다. 해양플랜트 발주에 대한 기대감이 시장에 피어오르고 있으며, 실제로 5/11 한국조선해양이 브라질 페트로브라스 FPSO Hull Side를 수주하는데 성공했다.

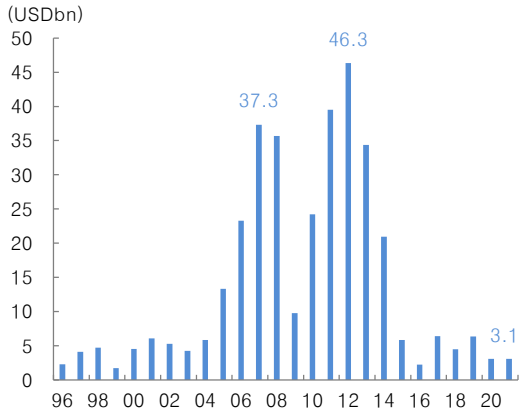
다만, 과거와 달리 Shale Oil 비중이 올라간 시대라는 것을 기억해야 한다. 미국발 셰일가스 혁명으로 2010년대 중반부터 저유가 시대가 찾아왔던 만큼 향후 유가 가정에 있어 빠질 수 없는 변수이다. 해양플랜트를 응원하는 입장에서 긍정적인 상황은 1) 코로나19 기간 미국 대형 셰일가스 업체들의 파산, 2) 바이든 정부의 국유지 내 신규 석유 시추 중단 정책 등이 있다.

그림 74. WTI 유가와 성광벤드 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 75. 해양플랜트 발주금액 추이



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

(2) 스테인리스 비중 증가로 별도 이익은 선방 중

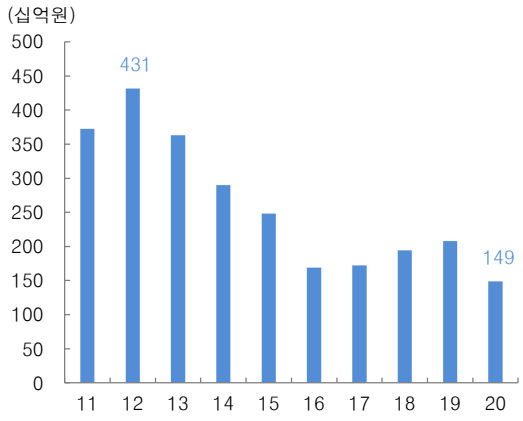
수익성이 높은 스테인리스 매출 비중 바탕으로 별도 이익은 흑자

피팅은 재질별로 마진 차이가 있으며, 스테인리스(Stainless)와 얼로이(Alloy)가 매출 비중이 높을 때 이익률이 상승한다. 성광벤드는 작년 2분기부터 분기 별도 수주금액이 400억에 미치지 못하는 수주 가뭄을 겪고 있으며, 이에 따라 1Q21 별도 매출 역시 327억(-26.8% yoy)으로 급감한 상태이다. 분기별 수주가 매출액에 미치지 못하면서 수주잔고는 533억원으로 전년 동기 1,033억원 대비 -47.7% 줄어든 상태이다. 태광에 비해 수주가 다소 부진한 것은 수주 비중이 높은 국내, 미국 발주가 감소했기 때문인 것으로 판단된다.

수주, 매출 감소라는 악화된 환경 속에서도 별도 이익은 흑자를 내고 있는데, 그 이유는 스테인리스와 얼로이 매출 비중이 높게 형성되고 있기 때문이다. 성광벤드는 작년 하반기부터 미국향 JGC LNG터미널, 치요다 LNG터미널을 중심으로 매출이 발생하면서 스테인리스, 얼로이 비중이 상승한 상태이다. 4Q20 매출에는 스테인리스 55.0%, 얼로이 8.2%, 1Q21 매출에는 스테인리스 44.5%, 얼로이 12.9%로 수익성에 우호적인 매출 Mix가 나타나고 있다.

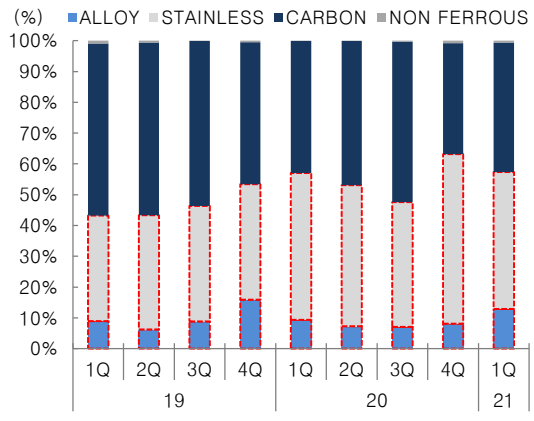
덕분에 별도 이익은 흑자를 내고 있지만, 카본 수주가 현저히 줄어든 바람에 카본을 전문으로 하는 자회사 화진피에프의 실적 부진으로 인해 연결 적자가 지속되고 있는 점은 아쉽다. 올해 상반기 수주를 바닥으로 하반기 수주를 늘려나가 내년 실적 반등을 목표로 해야 한다.

그림 76. **성광벤드 별도 수주 추이**



자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

그림 77. **재질별 매출비중 추이**



자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

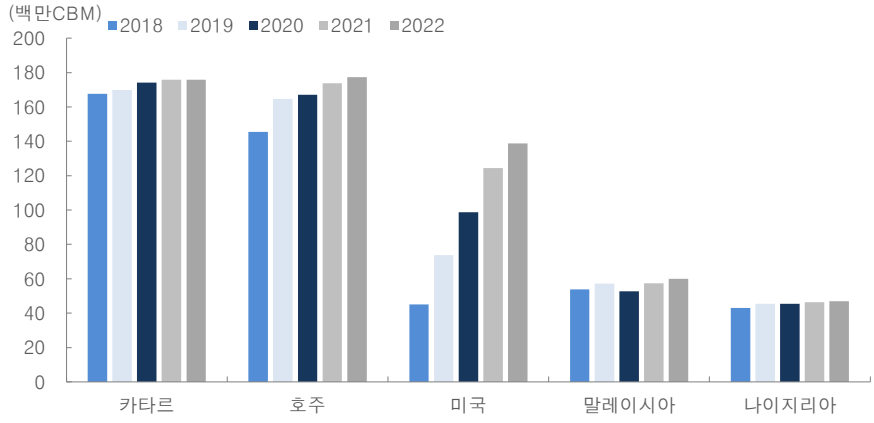
(3) 미국 Shale Gas 수출을 위한 LNG터미널 관심 증대

정권교체에도 미국 LNG 투자는 재개될 가능성 높아짐. LNG터미널 확장되면 동사에게 수혜

미국은 LNG 수출 분야에서 주요 수출국 중 가장 빠른 성장세가 나타나고 있는 국가다. Clarkson Research에 따르면 미국은 지난해에만 LNG 101.1백만CBM을 해상으로 수출하며 약 37%의 성장률을 보였고, 올해 역시 34%의 성장을 기록할 것으로 전망되고 있다. 천연가스가 저탄소 에너지원으로 견조한 수요 상승이 예측되는만큼 미국 역시 Shale Gas의 수출을 계속 늘려나갈 방침이다. 미국 바이든 대통령은 당선 이전에는 친환경정책의 일환으로 수압파쇄법(프래킹)을 이용한 Shale Gas 및 Shale Oil 시추를 금지할 것이라 밝혔지만, 석유협회의 반발로 인해 2021년 1월 행정명령 발표 때 수압파쇄법을 허용하는 것으로 결론 내렸다.

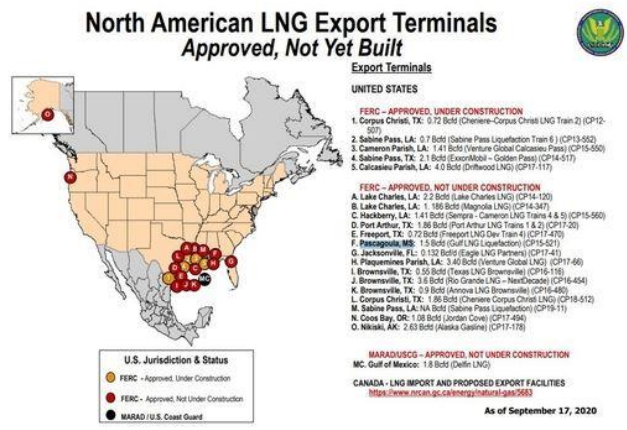
미국이 견조한 LNG 생산 및 수출을 이어갈 것으로 전망되면서 LNG 터미널 착공에 대한 투자 관심도 역시 올라가고 있다. 미국 내에서 가동 중인 LNG 수출터미널은 총 7곳인데 반해, 아직 건설중이거나 승인을 획득한 미건설 지역은 20곳에 이른다. 미국시장에서 강세를 보이는 성광벤드 입장에서 미국 LNG터미널 확장은 반가운 소식이다.

그림 78. **주요 국가 LNG 수출 전망**



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 79. **미국 FERC 승인 LNG 수출 터미널 현황**



자료: FERC, 대신증권 Research Center

실적전망

2021년 영업적자 –5억원(적전 yoy) 예상

2021년 연간 연결 실적은 매출액 1,672억원(-7.5% yoy), 영업적자 -5억원(적전 yoy)을 전망한다. 상반기 실적은 다소 주춤할 것으로 예상되나 하반기부터 본격적으로 수주 및 매출이 늘어날 것으로 기대된다. 별도 이익은 스테인리스, 얼로이 매출 비중 상승을 바탕으로 흑자 기록이 예상되나, 자회사 화진피에프의 적자를 감내할 수준은 아닐 것으로 예상한다.

2021년 1분기 연결 실적은 매출액 361억원(-25.6% yoy) 영업이익 -6억원(적전 yoy)으로 나타났다. 별도 사업은 매출액 327억원, 영업이익 0.5억원 정도로 BEP 수준에 그쳤으나, 카본 물량 감소에 따라 화진피에프 부진이 지속되고 있다. 매출 인식 대비 별도 신규 수주액(272억원)이 미치지 못하면서 수주잔고가 533억원으로 더 줄어들었다. 자회사 실적이 받쳐주지 못하는 이상 결국 하반기 수주 회복 수준이 중요하다.

표 13. 성광벤드 분기/실적 추이 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	48.6	49.9	38.7	43.6	36.1	36.9	44.3	49.9	202.4	180.8	167.2	214.7
yoy%	*-4.0*	*-1.3*	*-21.5*	*-16.1*	*-25.6*	*-26.1*	*14.4*	*14.5*	*19.1*	*-10.7*	*-7.5*	*28.5*
본사	44.7	46.3	35.8	41.4	32.7	34.6	41.4	46.7	188.8	168.2	155.4	201.1
화진	6.0	6.0	4.5	4.2	3.8	4.0	4.8	5.4	26.6	20.7	17.8	23.1
매출원가	38.4	40.3	35.8	39.0	31.2	31.9	38.3	42.0	165.9	153.5	143.4	176.6
원가율%	*79.0*	*80.8*	*92.5*	*89.4*	*86.4*	*86.4*	*86.4*	*84.3*	*82.0*	*84.9*	*85.8*	*82.3*
매출총이익	10.2	9.6	2.9	4.6	4.9	5.0	6.0	7.9	36.5	27.3	23.8	38.1
gpm%	*21.0*	*19.2*	*7.5*	*10.6*	*13.6*	*13.6*	*13.6*	*15.7*	*18.0*	*15.1*	*14.2*	*17.7*
판관비	6.4	6.8	6.4	6.5	5.5	5.6	6.4	6.9	29.5	26.1	24.3	28.7
SG&A %	*13.2*	*13.6*	*16.6*	*15.0*	*15.1*	*15.1*	*14.4*	*13.9*	*14.6*	*14.5*	*14.6*	*13.3*
영업이익	3.8	2.8	-3.5	-1.9	-0.6	-0.6	-0.3	0.9	7.0	1.1	-0.5	9.5
yoy%	*342.6*	*25.4*	*적전*	*적전*	*적전*	*적전*	*-90.2*	*흑전*	*흑전*	*-84.0*	*적전*	*흑전*
opm%	*7.7*	*5.6*	*-9.1*	*-4.4*	*-1.6*	*-1.6*	*-0.8*	*1.9*	*3.4*	*0.6*	*-0.3*	*4.4*
세전이익	6.0	1.9	-4.7	-4.2	0.7	-0.5	-0.4	0.7	9.7	-0.9	0.5	8.3
법인세비용	1.5	0.6	-0.6	-1.0	0.4	-0.2	-0.1	0.3	3.6	0.5	0.4	2.9
법인세율(%)	*24.5*	*30.4*	*13.4*	*22.9*	*63.0*	*36.4*	*38.2*	*38.1*	*36.7*	*-49.6*	*73.7*	*35.1*
지배주주순이익	4.6	1.3	-4.0	-3.2	0.3	-0.3	-0.2	0.4	6.2	-1.4	0.1	5.4
yoy%	*275.1*	*-53.3*	*적전*	*적전*	*-94.5*	*적전*	*적축*	*흑전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*4,009.8*
nim%	*9.4*	*2.6*	*-10.4*	*-7.4*	*0.7*	*-0.8*	*-0.5*	*0.8*	*3.0*	*-0.8*	*0.1*	*2.5*

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

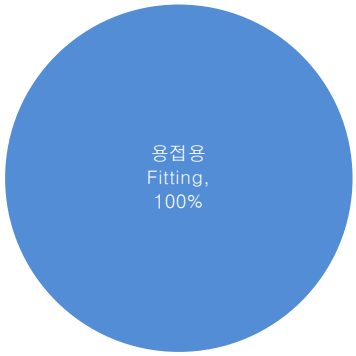
- 용접용 피팅인 금속관이음쇠를 제조, 판매를 하는 기업
- 석유, 화학플랜트, 조선 해양플랜트, 발전플랜트 등 다양한 영역에 적용
- 자산 4,915억원, 부채 569억원, 자본 4,346억원
- 발행주식 수: 28,600,000주 / 자기주식수: 671,453주
- 2019년 기준 배당성향: 45.28%

주가 변동요인

- 유가 변동에 따른 발주 감소와 회복 속도
- 중동 플랜트 발주 재개 움직임
- 국내 정유화학 업체들의 CAPEX 투자 속도

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2021년 3월 기준
자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

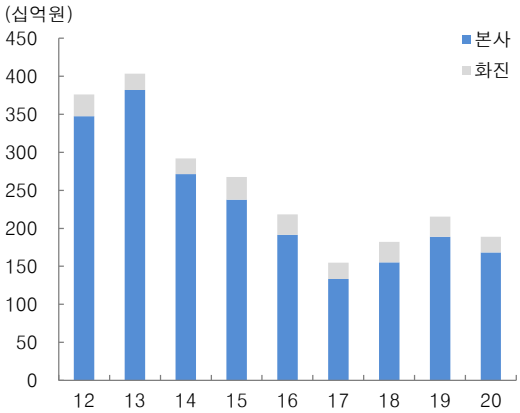
매출 비중 추이



자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

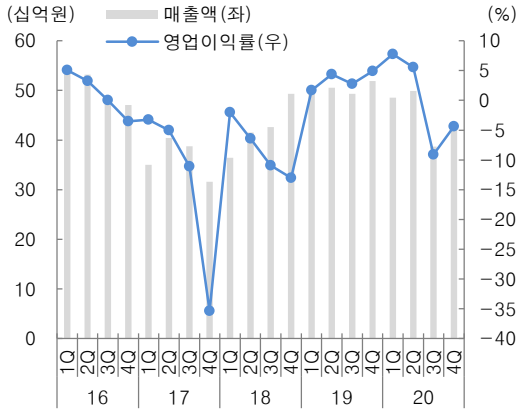
2. Earnings Driver

연간 신규수주 추이



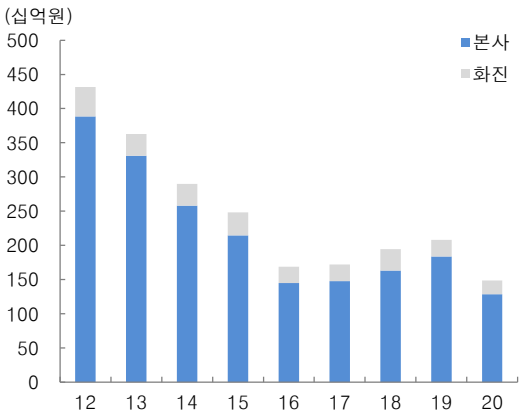
자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

분기별 매출액, 영업이익률 추이



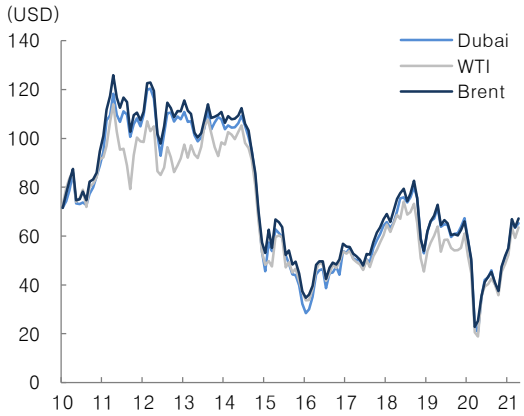
자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

연간 매출 비중 추이



자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

월평균 유가 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	202	181	167	215	216
매출원가	166	154	143	177	178
매출총이익	37	27	24	38	38
판매비와관리비	30	26	24	29	29
영업이익	7	1	-1	9	10
영업이익률	3.4	0.6	-0.3	4.4	4.4
EBITDA	11	5	3	14	15
영업외손익	3	-2	1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	0	0	0	0
외환관련이익	3	2	2	2	2
금융비용	-1	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	3	-2	1	-1	-1
법인세비용차감전순손익	10	-1	0	8	9
법인세비용	-4	0	0	-3	-3
계속사업순손익	6	-1	0	5	6
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	-1	0	5	6
당기순이익률	3.0	-0.8	0.1	2.5	2.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	6	-1	0	5	6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	2	2	2	2
포괄순이익	6	1	2	7	8
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	6	1	2	7	8

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	243	235	223	216	210
현금및현금성자산	43	33	25	18	12
매출채권 및 기타채권	45	41	41	41	41
재고자산	129	132	132	132	132
기타유동자산	26	29	25	25	25
비유동자산	259	258	268	277	286
유형자산	254	251	261	270	279
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	5	7	7	7	7
자산총계	502	494	491	493	496
유동부채	24	18	18	18	18
매입채무 및 기타채무	23	17	17	17	17
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	1	1	1	1
비유동부채	39	39	39	39	39
차입금	20	20	20	20	20
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	19	19	19	19	19
부채총계	63	56	56	56	56
지배지분	439	437	435	437	440
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	4	4	4	4	4
이익잉여금	435	432	430	432	435
기타자본변동	-14	-14	-14	-14	-14
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	439	437	435	437	440
순차입금	-46	-25	-17	-11	-4

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	216	-49	4	185	193
PER	48.0	NA	2,236.9	54.4	52.1
BPS	15,359	15,286	15,193	15,280	15,375
PBR	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	373	169	122	488	508
EV/EBITDA	23.4	38.1	77.5	19.8	19.5
SPS	7,076	6,320	5,845	7,509	7,567
PSR	1.5	1.2	1.7	1.3	1.3
CFPS	604	271	289	577	616
DPS	100	100	100	100	100

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	19.1	-10.7	-7.5	28.5	0.8
영업이익 증가율	흑전	-84.0	적전	흑전	1.2
순이익 증가율	흑전	적전	흑전	4,009.8	4.4
수익성					
ROIC	1.1	0.4	0.0	1.4	1.3
ROA	1.4	0.2	-0.1	1.9	1.9
ROE	1.4	-0.3	0.0	1.2	1.3
안정성					
부채비율	14.3	12.9	13.0	12.9	12.8
순차입금비율	-10.6	-5.8	-4.0	-2.4	-1.0
이자보상배율	10.6	3.1	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	16	1	9	15	15
당기순이익	6	-1	0	5	6
비현금항목의 가감	11	9	8	11	12
감가상각비	4	4	4	4	5
외환손익	1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	4	4	6	7
자산부채의 증감	-2	-7	1	1	1
기타현금흐름	0	0	0	-3	-3
투자활동 현금흐름	0	-7	-17	-17	-17
투자자산	-1	-1	0	0	0
유형자산	-3	-14	-14	-14	-14
기타	4	8	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	-6	-3	-3	-3	-3
단기차입금	-3	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-2	-3	-3	-3	-3
기타	-3	-1	-1	-1	-1
현금의 증감	9	-10	-8	-7	-6
기초 현금	34	43	33	25	18
기말 현금	43	33	25	18	12
NOPLAT	4	2	0	6	6
FCF	5	-8	-10	-3	-3

자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

Initiation

동성화인텍 (033500)

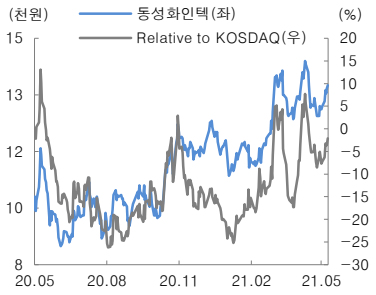
LNG 시대가 도래했다

이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	16,000 신규
현재주가 (21.06.04)	13,550
	조선업종

KOSDAQ	987.58
시가총액	386십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	14,300원 / 8,570원
120일 평균거래대금	64억원
외국인지분율	3.42%
주요주주	동성케미컬 38.93%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	22.6	15.8	18.9
상대수익률	-3.5	15.0	7.2	-10.7



투자의견 매수(BUY), 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

- TP 16,000원은 22E~23E 평균 BPS 5,148원에 타깃 PBR 3.1배 적용
- 타깃 PBR은 과거 2005~2006년 PBR의 평균값을 적용
- 넉넉한 수주잔고를 바탕으로 한 본격적인 이익 상승은 22~23년 예상. 견조한 LNG운반선 수요에 더해지고 있는 LNG추진선 시장 반영

사업개요 및 투자포인트

- -162℃의 온도에서 액화된 LNG 운송 목적의 초저온보냉재 판매 업체
- Mark-Ⅲ 멤브레인 화물창의 R-PUF, IP, Membrane Sheet을 납품
- 1) 1Q21 신규수주만 3,735억원으로 작년 연간 수주를 초과. 수주잔고 7,282억원으로 최고치 경신. 든든한 잔고는 미래 실적을 보장
- 2) LNG 수급 전망 감안 시, LNG운반선 수요는 견조할 전망. 모스 타입 노후 LNG운반선의 교체 수요도 더해질 것
- 3) LNG DF 적용 선박 비중은 점차 확대될 것. IMO Type-C 탱크 설계를 담당하는 동성엘티에스 합병을 통해 LNG연료탱크 사업 강화

2021년 실적 추정

- 2021년 연간 실적은 매출액 3,645억원(-6.1% yoy), 영업이익 262억원(-18.0% yoy) 전망. 매출의 일시적 공백 속 MDI 원가 상승 부담
- 지난해 하반기 발주 예상되었던 카타르 LNG 발주 지연이 올해 일시적 매출 공백을 초래. 카타르 매출 인식 유력한 2022년 V자 반등 전망
- R-PUF의 원료가 되는 Polymeric MDI 가격은 톤당 2,600불로 2020년 최저점 대비 +75.1% 상승. 견조한 수요 대비 공급 이슈 불거지며 수급 불균형 상태 지속. 공급차질 점차 완화되겠으나 유가 상승에 따라 연간으로 높은 레벨 예상. 전년 대비 원가 부담 나타날 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	253	388	364	389	420
영업이익	27	32	28	35	44
세전순이익	18	23	24	28	37
총당기순이익	17	21	20	24	33
지배지분순이익	17	21	20	24	33
EPS	625	786	697	844	1,144
PER	16.9	14.9	19.4	16.0	11.8
BPS	3,517	4,055	4,274	4,745	5,551
PBR	3.0	2.9	3.2	2.9	2.4
ROE	20.0	20.8	17.1	18.8	22.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

Valuation

투자의견 매수(BUY), 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 16,000원으로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 2022년~2023년 평균 BPS 5,148원에 Target PBR 3.1배를 적용했다. Target PBR은 동성화인텍의 과거 2005~2006년 PBR의 평균값을 적용했다. 넉넉한 수주잔고를 바탕으로 본격적인 이익상승이 시작될 2022년~2023년이 목표주가 반영에 필요하다고 보았다.

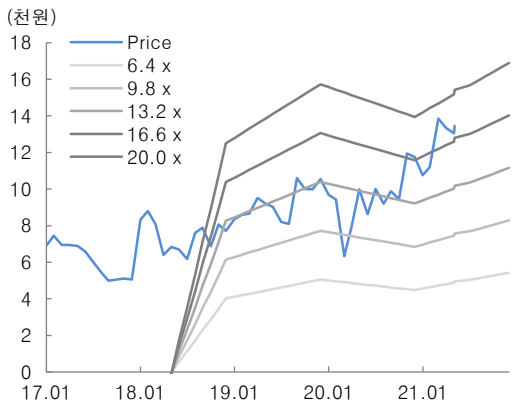
1) 1Q21 신규수주만 3,735억원을 추가하며 최고치를 경신한 수주잔고는 미래 실적을 보장하며, 2) LNG 수급 전망 감안 시 LNG운반선 수요는 견조할 것으로 예상되고, 3) LNG DF 적용 선박 비중은 점차 상승 중이며 이에 대응하여 IMO Type-C 탱크 설계를 담당하는 동성엘티에스 합병을 통해 LNG연료탱크 사업을 강화하였다.

표 14. 동성화인텍 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	5,148	2022년~2023년 BPS
Target PBR	3.1	과거 2005~2006년 PBR의 평균값
목표주가	16,000	
현재주가	13,550	2021.06.04
현재 PBR	3.2	2021년 기준
상승여력(%)	18.1	

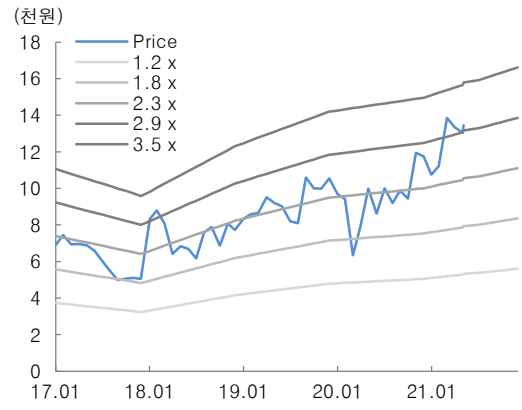
자료: 대신증권 Research Center

그림 80. 동성화인텍 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 81. 동성화인텍 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

기업개요

LNG선박 초저온보냉재 전문 제조기업

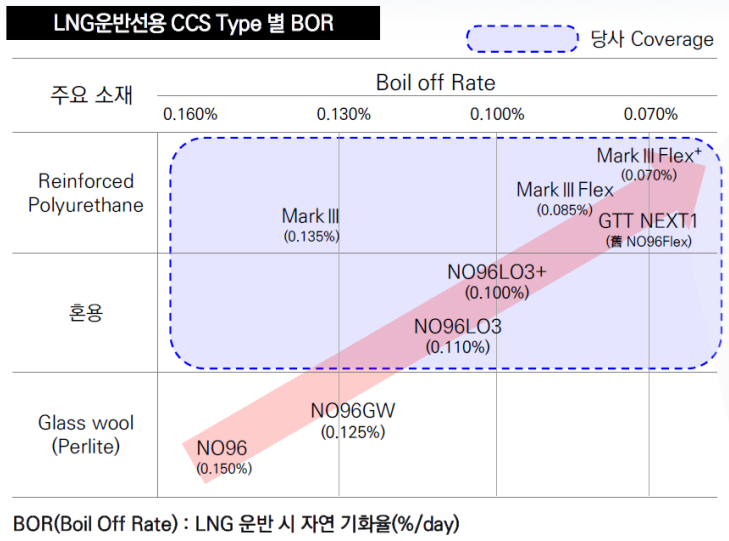
Mark-Ⅲ LNG화물창 적용되는 R-PUF 기반의 초저온보냉재 생산

동성화인텍은 1985년 설립된 이후 Mark-Ⅲ 타입 LNG화물창에 필수적으로 요구되는 R-PUF(Reinforced Polyurethane Foams, 강화폴리우레탄폼) 기반의 초저온보냉재를 주력으로 생산하고 있다. 동사는 Triplex를 제외한 R-PUF(board), IP(Insulation Panel), Membrane Sheet, Pipe insulation 등 보냉재 전반을 모두 공급하는 PU단열재 사업과 PU, 냉매, 방재시스템 등을 제공하는 가스사업을 영위하고 있다.

PU단열재 사업의 주 고객은 LNG화물창 방식으로 Mark-Ⅲ 타입을 채택하고 있는 현대중공업, 삼성중공업이다. 초저온보냉재 시장은 국내 조선사들의 LNG운반선 건조 경쟁력을 기반 삼아 동사와 한국카본이 글로벌 과점을 하고 있는 형태이다. 선박을 통해 운반되는 LNG는 고압보관을 하더라도 일정부분 자연적으로 기화가 발생하는데, 이를 BOR(Boil Off Rate, 자연기화율)이라고 부르며 이를 낮게 관리하는 것이 손실을 줄이는 핵심이다. LNG화물창은 프랑스 GTT社의 Mark-Ⅲ, NO.96 2가지로 크게 분류되며 각 타입이 서로 다른 보냉재를 쓰는데, 보냉재로 R-PUF를 사용할 경우 BOR이 더 낮게 나타나는 것으로 밝혀지면서 NO.96 타입 역시 R-PUF를 혼용하는 추세이다.

동사의 주력 매출은 R-PUF(Board)와 IP로 나타난다. R-PUF(Board)는 제작한 강화폴리우레탄폼의 불필요한 부분만 깎아내어 보드 형태로 납품을 하는 것으로 가공비가 적게 발생하여 이익률이 상대적으로 더 좋다. 반면, IP는 R-PUF보드에 Plywood, Secondary Barrier 등 부착 및 가공작업이 필요하여 추가 경비가 발생하게 된다. 따라서 동사의 경우 R-PUF(Board) 매출 비중에 따라 분기별로 이익 변동성이 나타나게 된다.

그림 82. LNG 화물창 타입별 BOR(자연기화율)



자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

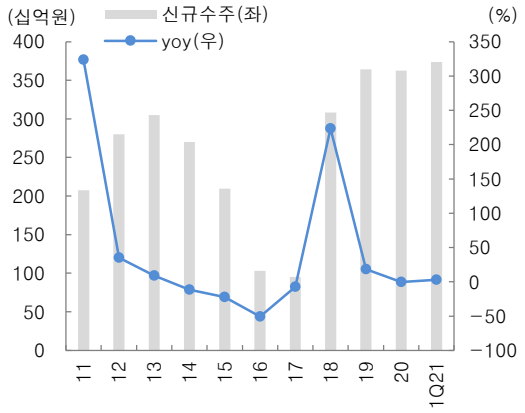
투자포인트

(1) 최고치를 경신한 수주잔고, 미래 실적 보장

수주잔고 역대 최고치. 2022년부터 매출 증가 예상

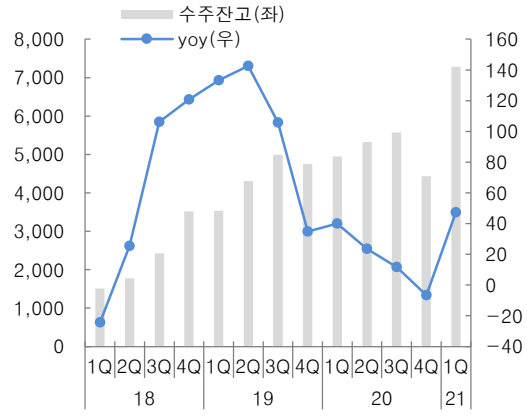
2018~2020년 LNG선 발주세가 강하게 올라오면서 LNG 보냉재 업체들의 신규수주 흐름 역시 탄력을 받았다. 동성화인텍은 2018년부터 연간 3,000억 이상의 신규수주를 받으며 수주잔고를 든든히 채워나가고 있으며, 1Q21에만 작년, 재작년 수주량을 초과하는 3,735억원을 수주했다. 올해 하반기 즈음 발주가 나올 것으로 예상되는 카타르 LNG 선박 물량까지 연내수주로 더해질 경우 올해 수주는 5,000억을 상회할 것으로 기대된다. 이러한 수주 호황 덕분에 동성화인텍의 수주잔고는 역대 최고치에 도달했다. 2016년~2017년 수주 부진으로 인해 2018년 초 수주잔고는 바닥을 쳤지만, 이후 꾸준한 상승을 기록하며 3Q20에 역대 수주잔고 최고치를 찍었고, 1Q21 대규모 신규수주를 바탕으로 수주잔고 7,282억원을 기록하면서 다시 한번 최고치를 경신했다. 동성화인텍의 현재 수주잔고 및 현대중공업, 삼성중공업의 LNG선 인도 일정을 감안하면 2022년 하반기부터 매출이 크게 늘어날 것으로 전망되며 이익 개선폭도 커지리라 기대된다.

그림 83. 동성화인텍 신규수주 추이



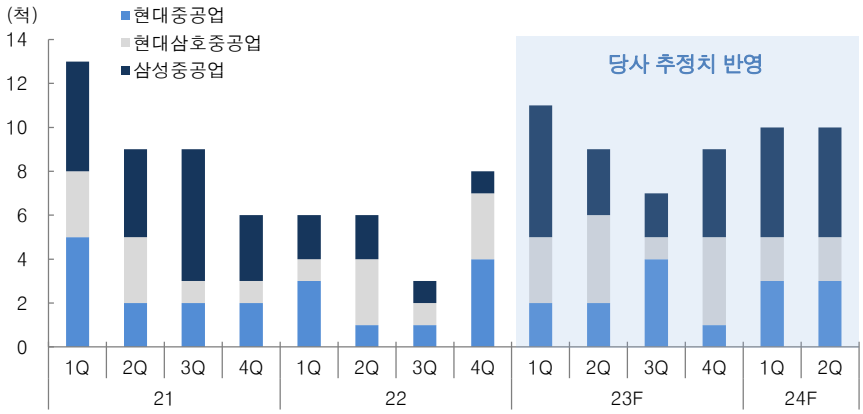
자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

그림 84. 동성화인텍 수주잔고 추이



자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

그림 85. 주요 조선사 LNG 운반선 인도 전망 (~2Q24)



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

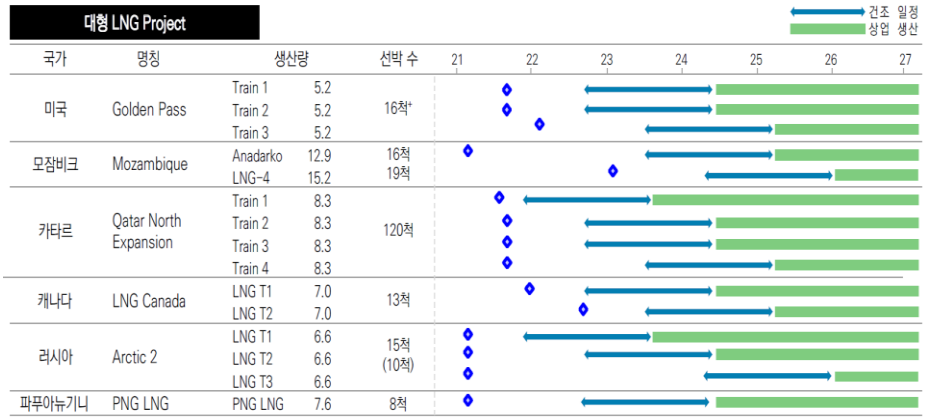
(2) LNG 수급 전망 가정 시, LNG운반선 수요는 견조할 것

LNG 수급 전망을 바탕으로 운반선 수요 가정 시, 매년 25척 발주 예상 가능. 교체물량 더해지면 그 이상 발주 가능

에너지메이저 Shell은 올해 2월 발표한 2021 LNG Report에서 글로벌 LNG 수요는 2040년까지 연평균 +3.4% 성장하여 7억톤 수준에 도달할 것을 전망하였다. 업계에서는 LNG 수요 100만톤 증가 시, LNG운반선 추가로 1.2~1.7척이 필요하다고 보고 있다. 이를 가정하면 2040년까지 약 408척~578척 범위 내 선박이 더해져야 하는 상황으로 매년 25척의 발주를 예상할 수 있다. 현재 진행중인 주요 대형 LNG 프로젝트들의 상업생산 계획이 2025년 전후로 형성되어 있기 때문에 LNG 운반선 발주도 그 이전에 진행되어야 한다.

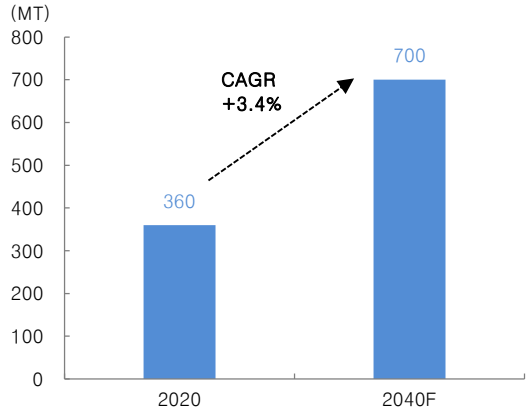
또한 현존하는 LNG운반선 중 잠재폐선 선박으로 분류되어야 할 선령 15년 이상 선박은 133척으로 비중으로 치면 20.6%다. 선령이 오래된 LNG운반선은 과거 일본 조선소가 건조했던 모스(Moss) 타입이 많고, 사이즈 측면에서도 최신 선박들과 비교하면 작은 편이다. 이미 대량의 LNG 운반이 가능한 멤브레인(Membrane) 타입으로 LNG화물창 헤게모니가 넘어왔기 때문에 향후 효율성을 감안하여 교체물량이 더해질 수 있을 것으로 판단된다.

그림 86. **대형 LNG 프로젝트 건조 및 상업생산 일정**



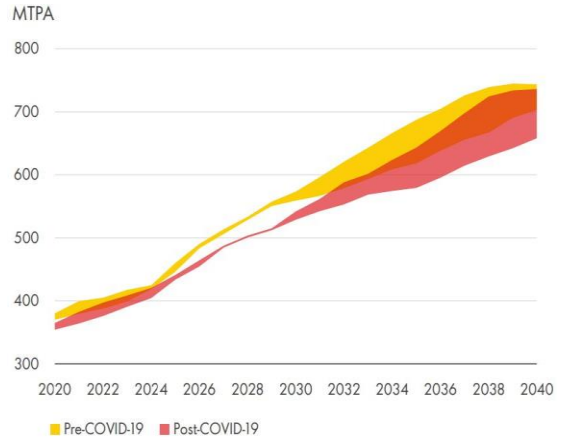
자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

그림 87. **글로벌 LNG 수요 전망**



자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 88. **글로벌 LNG 공급 전망 – 코로나 영향으로 지연**



자료: Shell, 대신증권 Research Center

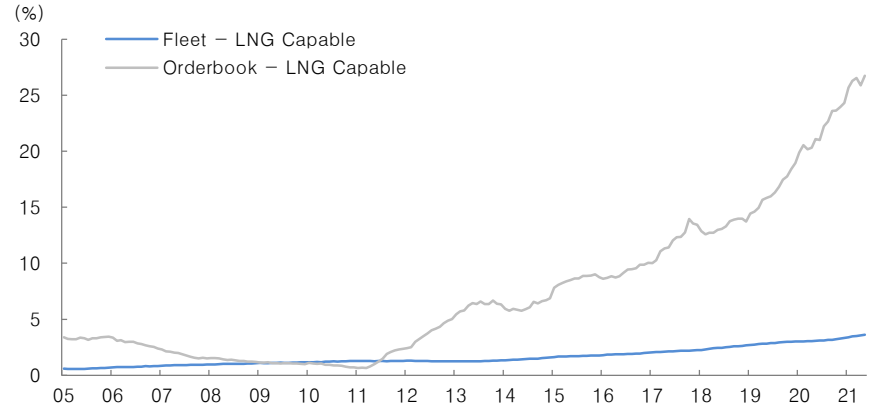
(3) 확대되는 LNG DF에 발맞춰 LNG연료탱크 사업 강화

선박 환경규제 대응은 LNG DF가 대세. 동사는 Type-C 연료탱크 준비 중

현재 선박 환경규제 강화 흐름에 가장 전방위적으로 대응할 수 있는 대책은 LNG연료추진이 되는 모양새다. LNG는 기존 선박유 HFO 대비 황산화물(SOx) 100% 저감, 질소산화물(NOx) 90% 저감, 이산화탄소(CO2) 25% 저감, PM(Particulate Matter) 100% 저감 효율을 보이고 있다. 글로벌 선박 Orderbook에서는 이미 LNG Capable 비중이 25%를 상회하고 있으며 인프라 확산에 발맞춰 LNG추진선박 비중이 크게 상승할 것으로 예상된다.

동성화인텍은 IMO Type-C Tank를 중심으로 LNG연료추진 시장에서 경쟁할 계획이다. LNG운반선, 초대형컨테이너선 등 대형 선종에는 Mark-Ⅲ 타입의 GTT Membrane이 적용되겠으나, 상당수의 선박이 짧은 공기 및 낮은 단가 측면에서 Type-C를 택할 가능성이 높다는 계산이다. Type-C는 스프레이타입 폼을 사용하여 탱크 외벽에 시공만 하면 되기 때문에 Capa에서 자유로운 것으로 알려졌기 때문에 동성화인텍이 별도의 설비 투자 없이도 매출을 확장할 수 있는 방안이 될 것으로 보인다. 동성화인텍은 Type-C 설계 전문업체인 동성엘티에스와의 합병을 통해 설계, 단열, 제작, 관리감독 등을 일괄 담당하는 업체를 지향하고 있다.

그림 89. LNG Capable 비중 추이; Orderbook 기준 뚜렷한 상승세 지속



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

그림 90. LNG 추진선 연료탱크 유형 및 공급 실적

자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

실적전망

2021년 영업이익 277억원(-13.3% yoy) 예상

2021년 연간 연결 실적은 매출액 3,645억원(-6.1% yoy), 영업이익 277억원(-13.3% yoy)을 전망한다. 지난해 하반기 발주 예상되었던 카타르 LNG 운반선이 지연되면서, 올해는 일시적인 매출 공백이 발생한다. 카타르 물량은 올해 수주 이후 내년부터 인식되며 반등할 수 있을 것으로 기대된다. 그리고 원재료 가격에 영향을 미치는 Polymeric MDI 가격이 수급불균형으로 인해 크게 상승한 점이 부담스럽다. 공급차질이 점차 완화되겠으나, 유가 상승으로 인해 연간으로 높은 레벨이 유지될 것으로 예상된다. 전년 대비 원가 부담이 늘어날 것으로 가정하였다.

2021년 1분기 연결 실적은 매출액 1,102억원(-13.8% yoy) 영업이익 116억원(+63% yoy)으로 나타났다. Polymeric MDI 가격 상승에도 원가율이 오히려 떨어지는 모습이 나왔는데, 이는 이미 생산하여 재고로 보유하고 있던 물량 판매비중이 높았기 때문에 원가 상승요인이 제대로 반영되지 않았기 때문이다. 또한 R-PUF(Board) 매출 비중이 증가한 것 역시 이익률 개선에 기여했다. 다만, 2분기부터는 원재료 가격 상승이 반영될 예정에 있어 원가율이 다소 높아질 것으로 전망된다. 2022년 인도 예정 LNG선박이 적기 때문에 올해 하반기 매출은 상반기 대비 다소 하락할 것으로 예상되고 있다.

표 15. 동성화인텍 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	90.0	99.2	95.7	103.1	110.2	85.5	84.6	84.1	253.3	388.0	364.5	388.6
yoy%	*75.7*	*89.5*	*57.3*	*16.0*	*22.5*	*-13.8*	*-11.5*	*-18.5*	*34.6*	*53.2*	*-6.1*	*6.6*
PU 단열재	84.8	94.6	91.9	98.6	106.1	80.3	79.6	79.2	228.8	369.9	345.1	369.9
가스	5.2	4.6	3.8	4.5	4.2	5.2	5.0	4.9	24.5	18.1	19.3	18.7
매출원가	74.7	82.0	71.6	88.6	92.0	73.3	71.1	70.1	202.3	317.0	306.6	317.1
원가율%	*83.1*	*82.7*	*74.8*	*85.9*	*83.5*	*85.7*	*84.0*	*83.4*	*79.9*	*81.7*	*84.1*	*81.6*
매출총이익	15.2	17.2	24.1	14.5	18.2	12.2	13.5	13.9	50.9	71.0	57.9	71.5
gpm%	*16.9*	*17.3*	*25.2*	*14.1*	*16.5*	*14.3*	*16.0*	*16.6*	*20.1*	*18.3*	*15.9*	*18.4*
판관비	8.2	6.1	10.0	14.7	6.7	7.8	7.8	7.9	24.0	39.0	30.2	36.5
SG&A %	*9.1*	*6.2*	*10.4*	*14.3*	*6.1*	*9.1*	*9.2*	*9.4*	*9.5*	*10.1*	*8.3*	*9.4*
영업이익	7.1	11.1	14.1	-0.2	11.6	4.4	5.7	6.1	26.9	32.0	27.7	35.0
yoy%	*-12.8*	*39.0*	*287.8*	*적전*	*63.3*	*-60.3*	*-59.6*	*흑전*	*흑전*	*18.7*	*-13.3*	*26.3*
opm%	*7.9*	*11.2*	*14.7*	*-0.2*	*10.5*	*5.1*	*6.7*	*7.2*	*10.6*	*8.2*	*7.6*	*9.0*
세전이익	6.9	9.9	12.2	-6.4	12.8	2.4	4.2	4.7	18.1	22.5	24.0	27.7
법인세비용	0.8	0.6	0.8	-0.9	3.0	0.3	0.5	0.6	1.2	1.3	4.3	3.7
법인세율(%)	*11.0*	*6.5*	*6.2*	*13.9*	*23.3*	*12.1*	*11.4*	*12.1*	*6.9*	*5.6*	*17.9*	*13.3*
지배주주순이익	6.1	9.2	11.5	-5.5	9.8	2.1	3.7	4.1	16.9	21.3	19.7	24.0
yoy%	*-17.7*	*758.0*	*854.4*	*적전*	*60.4*	*-77.6*	*-67.6*	*흑전*	*흑전*	*26.1*	*-7.5*	*22.1*
nim%	*6.8*	*9.3*	*12.0*	*-5.4*	*8.9*	*2.4*	*4.4*	*4.9*	*6.7*	*5.5*	*5.4*	*6.2*

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

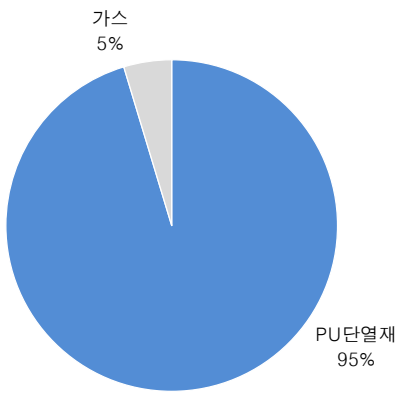
- LNG 운반선용 단열 패널(Insulation Panel)을 주요 사업으로 영위. IP 형태 외에 강화폴리우레탄폼(R-PUF)으로도 납품
- PU, 냉매, 방재 등 제품에 대한 트레이딩 사업 영위
- 자산 2,536억원, 부채 1,380억원, 자본 1,156억원
- 발행주식수: 28,131,212주 / 자기주식수: 956,365주
- 2020년 기준 배당 성향: 43.7%

주가 변동요인

- LNG 운반선 발주 흐름
- 일반 상선 LNG 추진엔진 적용 비중
- 글로벌 LNG 프로젝트 투자 흐름

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2021년 3월 기준
자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

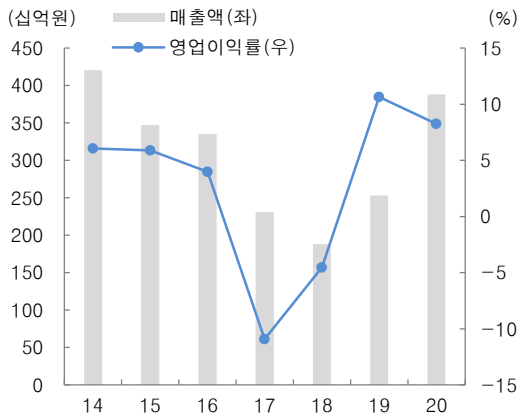
매출 비중 추이



자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

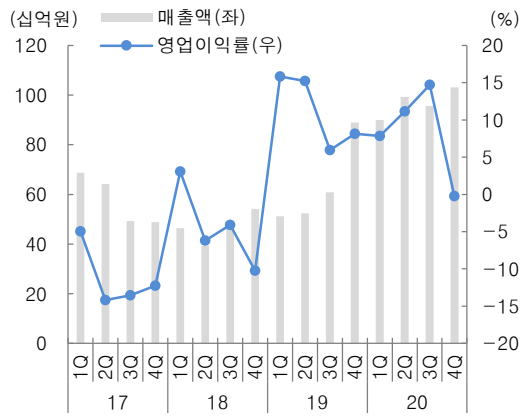
2. Earnings Driver

연간 실적 추이



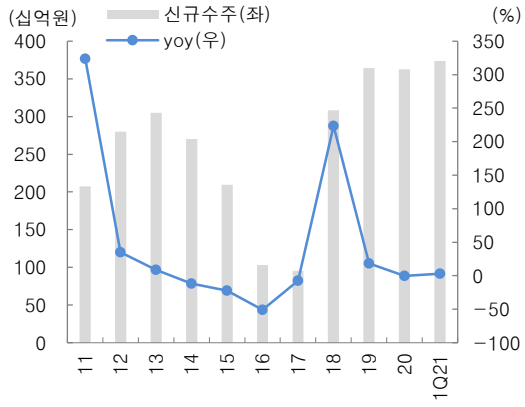
자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

분기 실적 추이



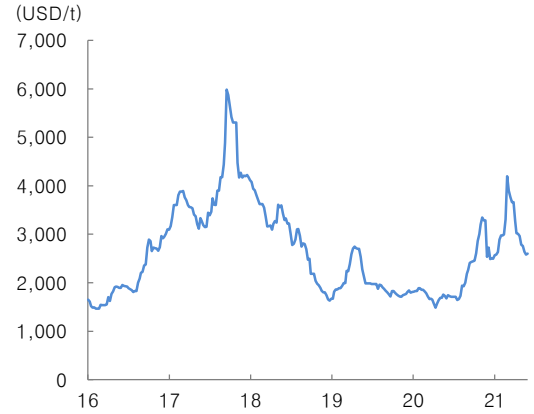
자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

연간 LNG 신규수주 추이



자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

Polymeric MDI (Huadong) 가격 추이



자료: Cischem, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	253	388	364	389	420
매출원가	202	317	307	317	338
매출총이익	51	71	58	72	82
판매비와관리비	24	39	30	37	39
영업이익	27	32	28	35	44
영업이익률	10.6	8.2	7.6	9.0	10.4
EBITDA	34	39	35	42	51
영업외손익	-9	-9	-4	-7	-6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	0
외환관련이익	3	5	4	4	4
금융비용	-4	-5	-4	-4	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-5	-5	0	-3	-2
법인세비용차감전순손익	18	23	24	28	37
법인세비용	-1	-1	-4	-4	-5
계속사업순손익	17	21	20	24	33
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	21	20	24	33
당기순이익률	6.7	5.5	5.4	6.2	7.7
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	17	21	20	24	33
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	1	1	1
포괄순이익	16	22	20	25	33
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	16	22	20	25	33

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	143	128	125	139	161
현금및현금성자산	23	24	23	37	59
매출채권 및 기타채권	31	22	22	22	22
재고자산	78	74	74	74	74
기타유동자산	12	8	5	5	5
비유동자산	120	118	119	119	119
유형자산	112	112	112	113	113
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	8	6	6	6	6
자산총계	263	246	243	258	281
유동부채	106	125	111	111	111
매입채무 및 기타채무	42	45	45	45	45
차입금	48	12	12	12	12
유동성채무	6	14	0	0	0
기타유동부채	9	54	54	54	54
비유동부채	63	12	12	12	12
차입금	16	2	2	2	2
전환증권	34	0	0	0	0
기타비유동부채	12	10	10	10	10
부채총계	168	137	123	123	123
지배지분	95	110	121	135	158
자본금	14	14	15	15	15
자본잉여금	48	52	52	52	52
이익잉여금	36	51	61	75	98
기타자본변동	-3	-7	-7	-7	-7
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	95	110	121	135	158
순차입금	82	38	25	11	-12

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	625	786	697	844	1,144
PER	16.9	14.9	19.4	16.0	11.8
BPS	3,517	4,055	4,274	4,745	5,551
PBR	3.0	2.9	3.2	2.9	2.4
EBITDAPS	1,248	1,446	1,236	1,483	1,792
EV/EBITDA	10.9	9.2	11.8	9.4	7.3
SPS	9,386	14,334	12,914	13,656	14,770
PSR	1.1	0.8	1.0	1.0	0.9
CFPS	1,543	1,904	1,774	1,892	2,231
DPS	220	350	350	350	350

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	34.6	53.2	-6.1	6.6	8.2
영업이익 증가율	흑전	18.7	-13.3	26.3	25.1
순이익 증가율	흑전	26.1	-7.5	22.1	35.4
수익성					
ROIC	14.4	16.9	13.8	18.4	23.0
ROA	11.5	12.5	11.3	14.0	16.3
ROE	20.0	20.8	17.1	18.8	22.2
안정성					
부채비율	177.2	124.6	101.6	90.8	77.6
순차입금비율	86.3	34.7	20.8	8.1	-7.5
이자보상배율	7.3	6.4	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-6	62	56	60	69
당기순이익	17	21	20	24	33
비현금항목의 가감	25	30	30	30	31
감가상각비	7	7	7	7	7
외환손익	0	1	3	3	3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	18	22	20	20	21
자산부채의 증감	-44	13	10	10	10
기타현금흐름	-3	-3	-4	-4	-5
투자활동 현금흐름	-8	-7	-8	-8	-8
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산	-7	-7	-7	-7	-7
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	22	-54	-28	-15	-15
단기차입금	17	-36	0	0	0
사채	40	0	0	0	0
장기차입금	17	0	0	0	0
유상증자	5	4	0	0	0
현금배당	0	-6	-9	-10	-10
기타	-57	-17	-19	-5	-5
현금의 증감	8	1	-1	14	23
기초 현금	15	23	24	23	37
기말 현금	23	24	23	37	59
NOPLAT	25	30	23	30	38
FCF	25	30	22	30	38

자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

Company Report

한국카본 (017960)

LNG 전망도 밝지만, 복합소재도 주목하자

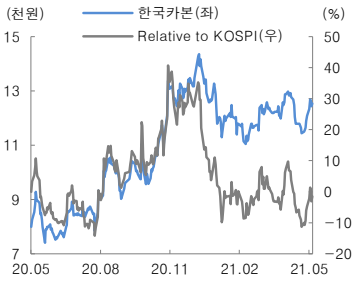
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견	N/R
6개월 목표주가	N/R
현재주가 (21.06.04)	12,500

조선업종

KOSPI	3,240.08
시가총액	550십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	14,350원 / 7,310원
120일 평균거래대금	120억원
외국인지분율	8.61%
주요주주	조문수 외 5 인 23.34% MITSUI & CO.,LTD. 6.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.3	9.2	-1.6	40.6
상대수익률	-5.1	2.5	-17.0	-6.6



사업개요

- -162℃의 온도에서 액화된 LNG 운송 목적의 초저온보냉재 판매 업체
- Mark-Ⅲ 멤브레인 화물창의 R-PUF, IP, Triplex(2nd barrier) 등 납품. 특히, 2차방벽인 Triplex 국산화를 통해 F-Triplex는 글로벌 M/S 70% 점유, R-Triplex는 글로벌 독점 공급
- LNG사업 외에 GP(Glass Paper)사업과 복합소재사업을 영위
- GP는 바닥 장식재, 건축 내외장재, 산업용 필터 등에 적용되는 단열재
- 복합소재사업은 카본프리프레그(Carbon PREPREG)가 주요 제품으로, 납품처(소비재→산업재) 전환을 바탕으로 외형 확장할 계획

투자포인트

- 1) 1Q21 수주잔고는 5,709억원으로 든든한 잔고 상황
- 2) LNG 수급 전망 감안 시 LNG운반선 수요는 견조할 전망. 모스 타입 노후 LNG운반선의 교체 수요도 더해질 것
- 3) 매출 다각화를 위한 복합소재사업부 성장 추진 계획. 매출의 중심이 레저산업에서 자동차, 철도, 풍력 등 고부가가치 업종으로 이동 중

2021년 실적 추정

- 2021년 연간 실적은 매출액 3,770억원(-8.4% yoy), 영업이익 322억원(-57.5% yoy) 전망. 납품예정 물량 감소 및 MDI 원가 상승 부담
- R-PUF의 원료가 되는 Polymeric MDI 가격은 톤당 2,600불로 2020년 최저점 대비 +75.1% 상승. 견조한 수요 대비 공급 이슈 불거지며 수급 불균형 상태 지속. 공급차질 점차 완화되겠으나 유가 상승에 따라 연간으로 높은 레벨 예상. 전년 대비 원가 부담 나타날 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	273	412	377	386	433
영업이익	25	76	32	45	51
세전순이익	24	74	33	44	50
총당기순이익	18	57	24	33	38
지배지분순이익	18	57	24	33	38
EPS	403	1,305	543	755	854
PER	19.4	10.3	23.0	16.6	14.6
BPS	7,114	8,656	9,023	9,602	10,279
PBR	1.1	1.6	1.4	1.3	1.2
ROE	5.7	16.6	6.1	8.1	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

기업개요

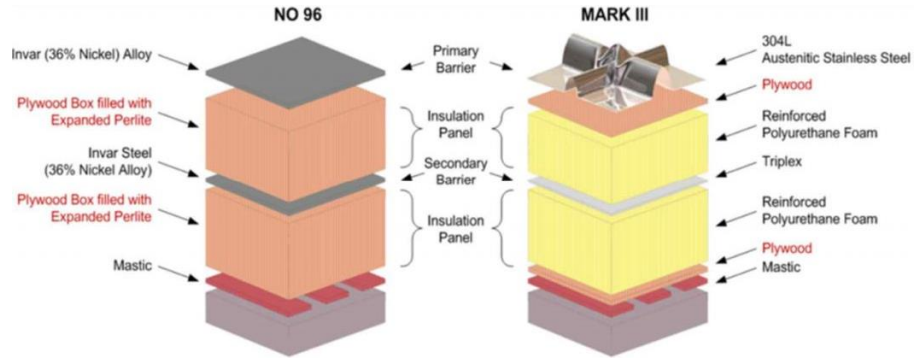
LNG선박 초저온보냉재 + 복합소재 전문업체

Mark-Ⅲ LNG화물창 적용되는 R-PUF 기반의 초저온보냉재 생산. 이외에 카본, GP 사업도 영위

한국카본은 1984년 설립되어 카본소재 중심의 사업을 영위하다 2000년대부터 Mark-Ⅲ 타입 LNG화물창에 필수적으로 요구되는 R-PUF(Reinforced Polyurethane Foams, 강화폴리우레탄폼) 기반의 초저온보냉재를 주력으로 생산하고 있다. 동사는 멤브레인을 제외한 모든 보냉재 제품을 납품하고 있으며, 특히 Secondary barrier 역할의 Triplex 국산화에 성공하여 글로벌 점유율 1위를 기록하고 있다. 이외에 바닥장식재, 건축 내외장재, 산업용 필터 등에 적용되는 Glass Paper 사업과 카본프리프레그(Carbon PREPREG)를 주력으로 하는 복합소재 사업을 영위하고 있다.

PU단열재 사업의 주 고객은 LNG화물창 방식으로 Mark-Ⅲ 타입을 채택하고 있는 현대중공업, 삼성중공업이다. 초저온보냉재 시장은 국내 조선사들의 LNG운반선 건조 경쟁력을 기반 삼아 동사와 동성화인텍이 글로벌 과점을 하고 있는 형태이다. 선박을 통해 운반되는 LNG는 고압보관을 하더라도 일정부분 자연적으로 기화가 발생하는데, 이를 BOR(Boil Off Rate, 자연기화율)이라고 부르며 이를 낮게 관리하는 것이 손실을 줄이는 핵심이다. LNG화물창은 프랑스 GTT社의 Mark-Ⅲ, NO.96 2가지로 크게 분류되며 각 타입이 서로 다른 보냉재를 쓰는데, 보냉재로 R-PUF를 사용할 경우 BOR이 더 낮게 나타나는 것으로 밝혀지면서 NO.96 타입 역시 R-PUF를 혼용하는 추세이다.

그림 91. LNG 화물창 타입별 차이 – Mark Ⅲ 2nd Barrier 인 Triplex 독점 공급



자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

투자포인트

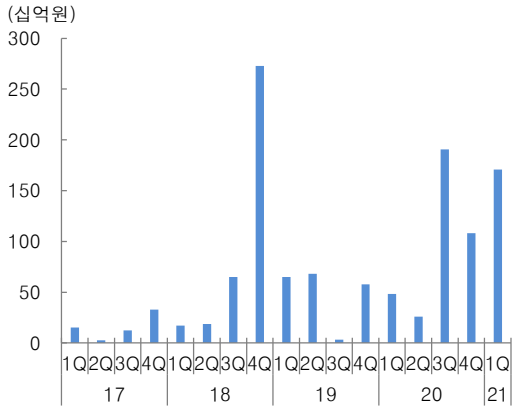
(1) 든든한 LNG 수주잔고, 내년에는 성장

든든한 수주잔고, 2022년부터 매출 성장

2018~2020년 LNG선 발주세가 강하게 올라오면서 LNG 보냉재 업체들의 신규수주 흐름 역시 탄력을 받았다. 한국카본은 2018년 3,633억원을 수주한 이후 2019년 1,942억원 수주로 흐름이 둔화되는 모습을 보였으나 2020년 3,729억원을 수주하면서 재차 수주잔고를 늘리고 있다. 올해 역시 1분기에 1,708억원 수주로 좋은 시작을 보였으며, 하반기 즈음 발주가 나올 것으로 예상되는 카타르 LNG 선박 물량까지 연내수주로 더해질 것으로 예상하면 예년 수준 또는 그 이상을 기대할 수 있다. 1Q21 기준 수주잔고는 5,709억원 수준으로 나타나고 있다.

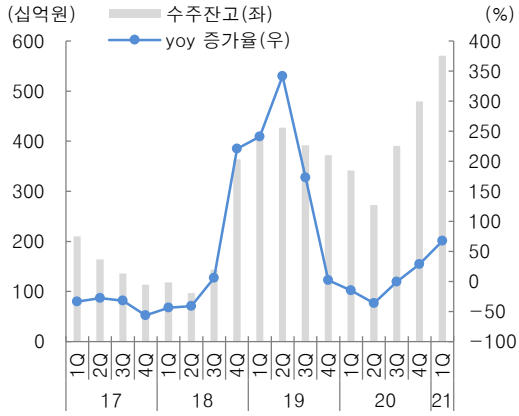
올해 매출은 납품예정 물량의 감소로 인해 역성장 나타날 것으로 전망되나, 현대중공업, 삼성중공업의 LNG선 인도 일정을 감안하면 2022년부터 매출이 다시 늘어날 것으로 전망되며 이익 개선폭도 커지리라 기대된다.

그림 92. **한국카본 신규수주 추이**



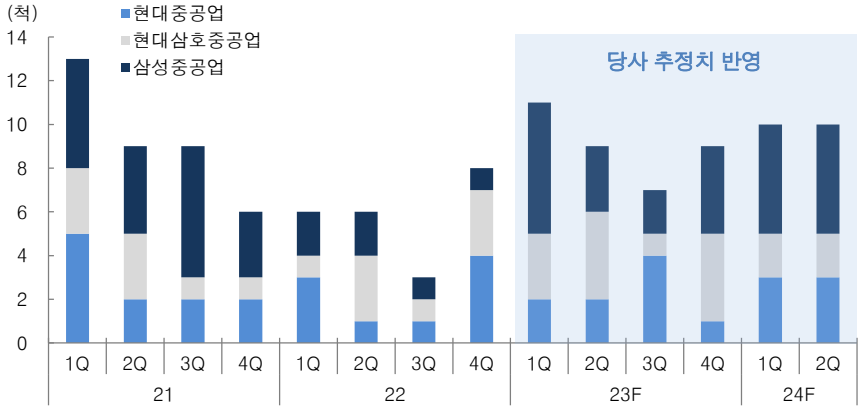
자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

그림 93. **한국카본 수주잔고 추이**



자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

그림 94. **주요 조선사 LNG 운반선 인도 전망 (~2Q24)**



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

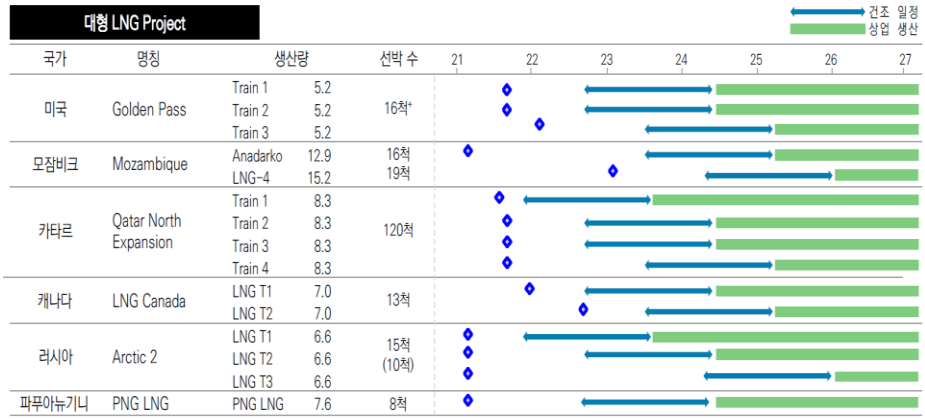
(2) LNG 수급 전망 가정 시, LNG운반선 수요는 견조할 것

LNG 수급 전망을 바탕으로 운반선 수요 가정 시, 매년 25척 발주 예상 가능. 교체물량 더해지면 그 이상 발주 가능

에너지메이저 Shell은 올해 2월 발표한 2021 LNG Report에서 글로벌 LNG 수요는 2040년까지 연평균 +3.4% 성장하여 7억톤 수준에 도달할 것을 전망하였다. 업계에서는 LNG 수요 100만톤 증가 시, LNG운반선 추가로 1.2~1.7척이 필요하다고 보고 있다. 이를 가정하면 2040년까지 약 408척~578척 범위 내 선박이 더해져야 하는 상황으로 매년 25척의 발주를 예상할 수 있다. 현재 진행중인 주요 대형 LNG 프로젝트들의 상업생산 계획이 2025년 전후로 형성되어 있기 때문에 LNG 운반선 발주도 그 이전에 진행되어야 한다.

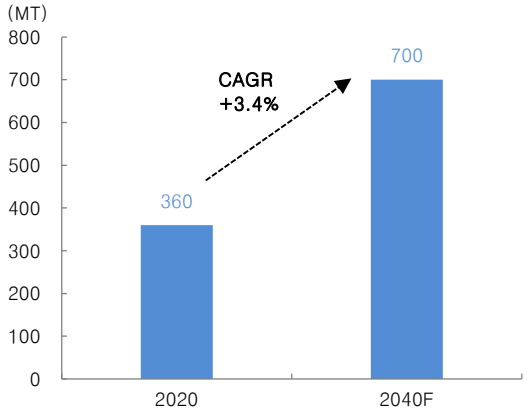
또한 현존하는 LNG운반선 중 잠재폐선 선박으로 분류되어야 할 선령 15년 이상 선박은 133척으로 비중으로 치면 20.6%다. 선령이 오래된 LNG운반선은 과거 일본 조선소가 건조했던 모스(Moss) 타입이 많고, 사이즈 측면에서도 최신 선박들과 비교하면 작은 편이다. 이미 대량의 LNG 운반이 가능한 멤브레인(Membrane) 타입으로 LNG화물창 헤게모니가 넘어왔기 때문에 향후 효율성을 감안하여 교체물량이 더해질 수 있을 것으로 판단된다.

그림 95. 대형 LNG 프로젝트 건조 및 상업생산 일정



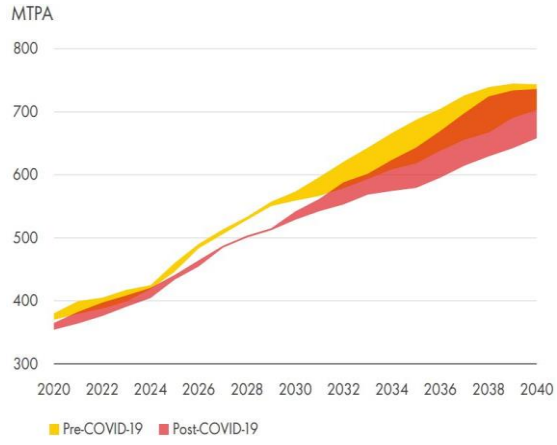
자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

그림 96. 글로벌 LNG 수요 전망



자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 97. 글로벌 LNG 공급 전망 – 코로나 영향으로 지연



자료: Shell, 대신증권 Research Center

(3) 매출 다각화를 위한 복합소재사업 성장 추진

복합소재 사업 비중 확대될 전망.
매출 다변화 통한 실적 안정성 부여
– 카본프리프레그
– 레저에서 자동차, 철도, 풍력으로 납품처 전환
– 중국시장 진출 위해 베트남 공장 건설

동사는 사명부터가 '한국카본'이고 창업 시점부터 Carbon Sheet을 생산해왔던 카본사업 업력이 오래된 회사이나, 2000년대 LNG보냉재 사업 시작 이후에는 사실상 LNG보냉재 업체로 분류되어 왔다. 최근 들어서는 LNG 보냉재 사업 매출 비중이 76%까지 올라오면서 상대적으로 카본사업이 소외되었던 감이 없지 않았다. LNG운반선 수주흐름을 바탕으로 LNG보냉재 사업 매출이 크게 성장하는 와중에도 카본 사업의 매출은 역성장을 거듭해왔다. 하지만 최근 들어 이러한 흐름에 변화 조짐이 나타나고 있다. 한국카본은 향후 10년 내 LNG보냉재와 견줄 수 있을 정도로 복합소재사업 매출을 끌어올리겠다는 목표를 갖고 있다. 그동안 LNG보냉재 사이클에만 의존했던 형태에서 복합소재로의 매출 다변화를 통해 실적의 안정성과 성장성을 끌어올리는 결정으로 여겨진다.

복합소재사업 매출 확대를 위해서 복합소재를 필요로 하는 수요처가 다양화되고 있다. 동사가 기술을 보유한 카본 프리프레그(Carbon PREPREG)는 탄소섬유를 강화섬유에 함침시킨 시트형태의 중간재로 2차 가공 후 다양한 산업군에 적용될 수 있다. 기존 동사 복합소재사업의 주 고객은 스포츠레저와 같은 소비재였으나, 최근 들어 자동차 외장재, 철도 내장판, 풍력 블레이드 등에 복합소재를 적용하는 수주 공시가 많아졌다. 눈여겨볼만한 점은 EMU-150 관련하여 올해에만 130억원의 수주를 공시하였고, 방글라데시 수출용 객차에도 29억원의 수주를 공시하면서 철도 부품회사의 입지를 다져나가고 있다는 것이다. 여기에 추가로 항공기, 배터리케이스 쪽으로도 납품처를 늘려나가면서 고부가가치 업종 부품사로 자리잡기 위한 움직임을 가져가고 있다.

그리고 한국카본은 성장성이 높을 것으로 기대되는 중국 시장 진출을 위해서 중국·아세안 역내 경제권으로 분류되어 무관세 대우를 받는 것이 가능한 베트남에 탄소섬유 중간소재 공장을 건설하였다. 향후 시장 확대 효과가 복합소재 사업부 실적에 반영될 것으로 기대되며, 의미있는 성장세가 관측된다면 복합소재사업의 가치 역시 재평가될 수 있을 것으로 전망한다.

그림 98. **다원시스 EMU-150 조감도**

자료: 다원시스, 대신증권 Research Center

그림 99. **베트남 베카멕스-빈프억 공단 신축공장 기공식**

자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

실적전망

2021년 영업이익 322억원(-57.5% yoy) 예상

2021년 연간 실적은 매출액 3,770억원(-8.4% yoy), 영업이익 322억원(-57.5% yoy)을 전망한다. 올해는 납품예정 물량 감소로 일시적인 매출 공백이 발생한다. 카타르 물량은 올해 수주 이후 내년부터 인식되며 반등할 수 있을 것으로 기대된다. 그리고 원재료 가격에 영향을 미치는 Polymeric MDI 가격이 수급불균형으로 인해 크게 상승한 점이 부담스럽다. 공급차질이 점차 완화되겠으나, 유가 상승으로 인해 연간으로 높은 레벨이 유지될 것으로 예상된다. 전년 대비 원가 부담이 늘어날 것으로 가정하였다. 복합소재 사업부는 변수가 많아 올해까지는 성장성이 크지 않을 것으로 보았다.

2021년 1분기 연결 실적은 매출액 1,021억원(+15.2% yoy) 영업이익 90억원(-28.5% yoy)으로 나타났다. Polymeric MDI 가격 상승의 영향으로 원가율이 올라가면서 영업이익률이 8.8%(-5.4%p yoy)로 다소 내려간 모습이 나타났다. MDI 가격이 1분기 고점을 경험한 이후 다시 안정세를 찾고 있는 점은 긍정적으로 볼 수 있다. 올해 실적과 무관하게 하반기 카타르 LNG 발주를 기점으로 주가는 단기 모멘텀에 의한 상승을 기대할 수 있다.

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

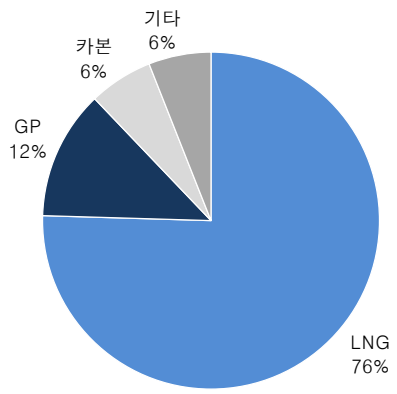
- LNG 운반선용 단열 패널을 주요 사업으로 영위. LNG 보냉재 역할을 수행하는 강화폴리우레탄폼(R-PUF) 및 트리플렉스(Triplex) 생산
- 복합소재사업부는 경량화신소재인 카본프리프레그(Carbon PREPREG)를 생산. 레저, 자동차, 철도, 풍력 등 다양한 산업에 적용 가능
- 자산 4,881억원, 부채 1074억원, 자본 3,807억원
- 발행주식 수: 43,960,757주 / 자기주식수: 938,592주
- 2020년 기준 배당 성향: 13.5%

주가 변동요인

- LNG 운반선 발주 흐름
- 일반 상선 LNG 추진엔진 적용 비중
- 글로벌 LNG 프로젝트 투자 흐름

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2021년 3월 기준
자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

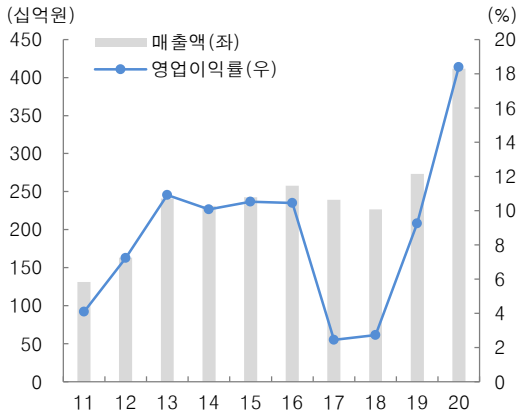
매출 비중 추이



자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

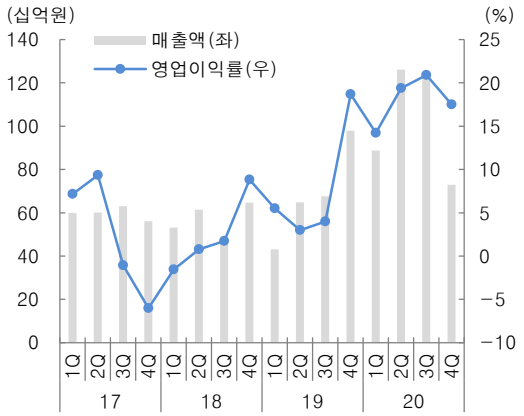
2. Earnings Driver

연간 실적 추이



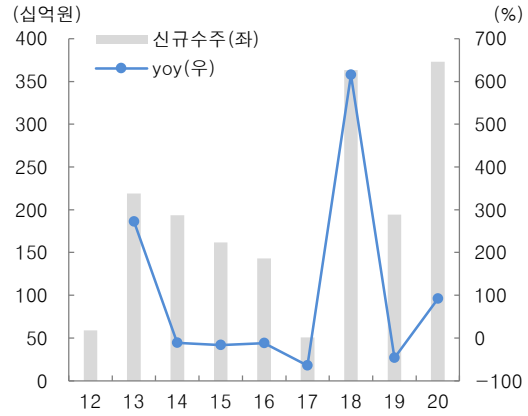
자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

분기 실적 추이



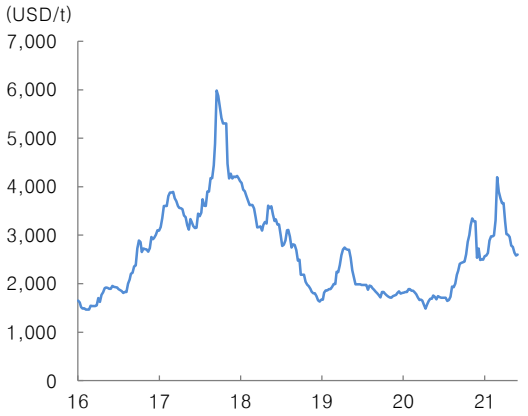
자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

연간 LNG 신규수주 추이



자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

Polymeric MDI (Huadong) 가격 추이



자료: Cischem, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	273	412	377	386	433
매출원가	225	307	314	311	349
매출총이익	49	104	63	75	85
판매비와관리비	24	29	30	30	34
영업이익	25	76	32	45	51
영업이익률	9.2	18.4	8.5	11.7	11.8
EBITDA	32	84	42	57	65
영업외손익	-1	-2	1	-1	-1
관계기업손익	-2	-2	-2	-2	-2
금융수익	6	14	14	14	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-4	-12	-10	-12	-11
외환관련손실	2	8	6	6	6
기타	-1	-2	-1	-1	-1
법인세비용차감전순손익	24	74	33	44	50
법인세비용	-7	-17	-9	-11	-13
계속사업순손익	17	57	24	33	38
중단사업순손익	1	0	0	0	0
당기순이익	18	57	24	33	38
당기순이익률	6.5	13.9	6.3	8.6	8.7
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	18	57	24	33	38
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	-2	-1	0	0
포괄순이익	13	55	23	33	37
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	13	55	23	33	37

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	221	256	253	261	275
현금및현금성자산	41	66	63	71	85
매출채권 및 기타채권	37	33	33	33	33
재고자산	87	93	93	93	93
기타유동자산	57	65	65	65	65
비유동자산	176	222	241	259	274
유형자산	129	155	177	197	215
관계기업투자금	7	4	2	-1	-3
기타비유동자산	40	63	63	62	62
자산총계	398	478	494	520	550
유동부채	67	75	75	75	75
매입채무 및 기타채무	50	49	49	49	49
차입금	8	7	7	7	7
유동성채무	1	1	1	1	1
기타유동부채	8	18	18	18	18
비유동부채	18	22	22	22	22
차입금	9	17	17	17	17
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	5	5	5	5
부채총계	85	98	98	98	98
지배지분	313	381	397	422	452
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	85	90	90	90	90
이익잉여금	228	279	295	320	350
기타자본변동	-22	-10	-10	-10	-10
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	313	381	397	422	452
순차입금	-75	-103	-100	-108	-122

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	403	1,305	543	755	854
PER	19.4	10.3	23.0	16.6	14.6
BPS	7,114	8,656	9,023	9,602	10,279
PBR	1.1	1.6	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	722	1,915	966	1,299	1,473
EV/EBITDA	8.5	5.8	10.6	7.7	6.6
SPS	6,219	9,364	8,575	8,780	9,858
PSR	1.3	1.4	1.5	1.4	1.3
CFPS	731	1,902	992	1,294	1,471
DPS	120	180	180	180	180

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	20.6	50.6	-8.4	2.4	12.3
영업이익 증가율	309.6	199.5	-57.5	39.9	13.3
순이익 증가율	흑전	224.1	-58.4	38.9	13.2
수익성					
ROIC	9.5	26.1	9.6	12.8	13.4
ROA	6.7	17.3	6.6	8.9	9.5
ROE	5.7	16.6	6.1	8.1	8.6
안정성					
부채비율	27.1	25.7	24.7	23.2	21.6
순차입금비율	-23.9	-27.1	-25.1	-25.5	-27.0
이자보상배율	62.7	197.4	0.0	0.0	0.0

자료: 한국기본, 대신증권 Research Center

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	0	69	31	42	48
당기순이익	17	57	24	33	38
비현금항목의 가감	14	26	20	24	27
감가상각비	6	8	10	12	14
외환손익	0	2	1	1	1
지분법평가손익	2	2	2	2	2
기타	6	13	7	9	10
자산부채의 증감	-31	-9	-4	-4	-4
기타현금흐름	0	-5	-9	-10	-12
투자활동 현금흐름	14	-65	-29	-29	-29
투자자산	23	-33	2	2	2
유형자산	-31	-32	-32	-32	-32
기타	23	0	1	1	1
재무활동 현금흐름	-2	21	-8	-8	-8
단기차입금	-1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	9	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-5	-8	-8	-8
기타	-2	17	-1	-1	-1
현금의 증감	12	25	-3	8	14
기초 현금	28	41	66	63	71
기말 현금	41	66	63	71	85
NOPLAT	18	59	23	34	38
FCF	-8	35	1	14	19

Company Report

HSD엔진 (082740)

다가온 선박 사이클, 다시 뛰는 선박엔진

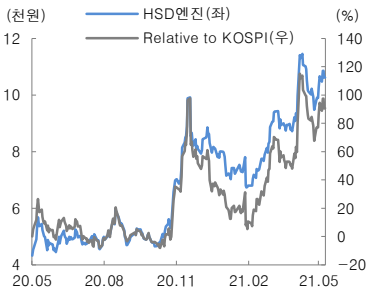
이태환 taehwann.lee@daishin.com

투자의견	N/R
6개월 목표주가	N/R
현재주가 (21.06.04)	10,600

조선업종

KOSPI	3,240.08
시가총액	430십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	33십억원
52주 최고/최저	11,450원 / 4,360원
120일 평균거래대금	140억원
외국인지분율	1.19%
주요주주	소시어스웰투자인베스트먼트 제1호기업재무안정사모투자합자회사 외 2 인 35.82%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	51.9	30.9	95.6
상대수익률	-8.9	42.6	10.3	29.8



사업개요

- 1999년 설립된 선박용 디젤엔진(저속, 중속) 전문업체
- 세계 2위의 디젤엔진 생산설비 보유(생산Capa 1,200만 마력)
- 엔진 자회사가 없는 삼성중공업, 대우조선해양이 주요 국내 고객사
- 2020년 중국시장 M/S 18% 점유. 중국 조선사 고부가가치 선종 비중 확대로 고난이도 엔진 제작능력 갖춘 동사 수주 경쟁력 상승 중
- 발전용 디젤엔진, SCR, 엔진부품 판매 및 A/S 제공

투자포인트

- 1) 저속엔진은 대형 상선에 있어 필수적인 기자재. 국내 조선사 선박수주 증가는 곧 엔진수주 증가로 이어질 것
- 2) 올해 신규수주 호조로 현재 수주잔고는 여유를 갖게 되는 레벨. 가격 협상력 상승을 바탕으로 추가될 신규수주 마진 향상 기대
- 3) 동사 수주잔고 내 DF 엔진 비중 확대 중. DF엔진 선호도의 상승은 이익률 측면에서 좋고, 중국시장 M/S 확보에도 유리한 환경 조성

2021년 실적 추정

- 2021년 연간 실적은 매출액 5,830억원(-29.8% yoy), 영업적자 -84억원(적전 yoy) 전망. '19~'20년 수주 부진에 따른 출하량 감소 나타나며 고정비 부담 예상. 물량 늘어날 하반기에 분기 흑자전환 예상
- 1Q21 신규수주 3,824억원을 기록하며 DF엔진을 중심으로 빠른 수주 증가세 관측되고 있음. 2Q 수주 흐름도 좋은 것으로 알려짐. 넉넉한 일감을 바탕으로 상승한 엔진가격 협상력 바탕으로 선별수주 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	674	830	583	906	889
영업이익	-22	20	-8	13	23
세전순이익	-46	9	-19	-2	10
총당기순이익	-41	6	-16	-2	9
지배지분순이익	-41	6	-16	-2	9
EPS	-1,258	184	-477	-49	286
PER	NA	45.8	NA	NA	37.1
BPS	5,722	5,892	5,415	5,366	5,652
PBR	0.8	1.4	2.0	2.0	1.9
ROE	-19.8	3.2	-8.4	-0.9	5.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

기업개요

글로벌 2위의 선박용 디젤엔진 생산업체

세계 2위 생산설비 보유한 선박엔진업체. 주력제품 저속엔진은 글로벌 과점형태

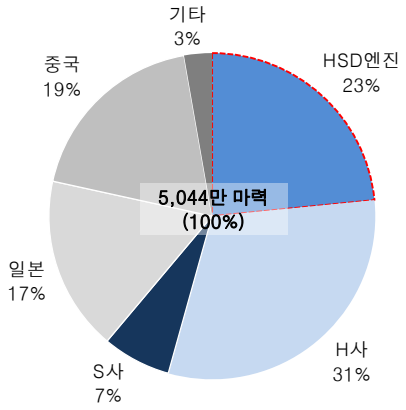
HSD엔진은 1999년 설립되었으며, 저속엔진을 주로 생산하는 선박용 디젤엔진 전문업체이다. 저속엔진 이외에도 중속엔진, 발전용 디젤엔진, SCR(Selective Catalytic Reduction, 선택적 촉매 환원기술), 엔진부품 판매 및 서비스를 제공하고 있다. 엔진 생산거점으로 국내에 창원공장을 보유하고 있고, 중국 대련공장은 엔진 제관물(케이스)을 제작하여 창원공장으로 납품하는 형태이다.

선박용 저속엔진은 대형 선박에 1기가 탑재되는 메인 추진엔진으로 원천기술을 보유한 MAN-ES, WinGD에게 로열티를 지불하고 라이선스 생산하는 형태이다. 엔진의 크기가 대형이라 제작하기 어렵고, 플레이어가 많지 않아 글로벌 과점 형태가 나타난다. 국내 조선사 중 엔진자회사를 보유하지 않은 삼성중공업과 대우조선해양이 주요 매출처이며, 선박엔진 사업에서 양사가 차지하는 수주비중은 2020년 기준 약 54% 수준이다.

중속엔진은 대형선박 내 전기 공급 목적의 보조기기용으로 주로 활용되고 있으며, 중형 선박 추진용으로도 사용된다. 상대적으로 크기가 작고 각자 기술을 보유한 플레이어들이 많아 경쟁이 치열한 편에 속한다.

SCR도 주로 선박용으로 납품이 되며, 질소산화물(NOx)을 저감하는 데 사용된다. 동사가 독자개발한 저온 SCR은 저온에서 촉매반응이 가능하여 설치 용이성 측면에서 뛰어난 특성을 보이고 있다.

그림 100. **대형 디젤엔진 생산 CAPA**



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

그림 101. **저속엔진 – 주요 제품**

자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

투자포인트

(1) 대형 상선의 필수 기자재, 늘어나는 조선사 수주

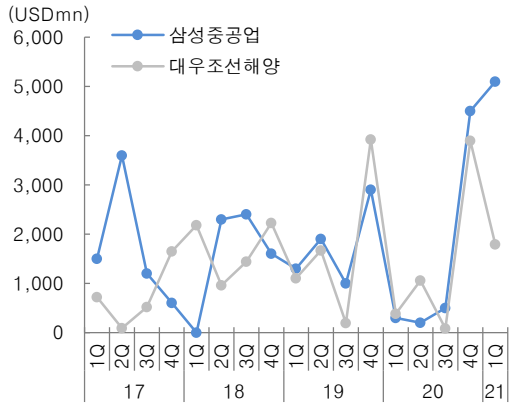
작년 하반기부터 국내조선사 수주 증가. 선박 발주 전망은 밝은 상황

선박엔진은 선박의 항행을 위한 '추진'이라는 가장 핵심적인 역할을 수행하며, 현대화된 모든 선종의 대형 선박에는 빠질 수 없는 필수적인 기자재이다. 저속엔진의 경우 기술력, 생산능력, 트랙레코드 확보와 같은 진입장벽으로 인해 신규 플레이어 진입도 쉽지 않다. 업사이클로 글로벌 선박 수요가 늘어나기만 한다면 국내, 중국에 선박엔진을 납품하는 업체인 동사로서는 수혜를 못 받기가 힘들다.

작년 하반기부터 늘어나고 있는 조선사 수주는 무척 반갑다. 국내 조선사는 작년 10월부터 현재에 이르기까지 신규수주 311.4억불, 295척을 수주하고 있다. 삼성중공업은 이미 60억불에 근접한 수주에 성공하며 연간 상선 수주목표액 대비 129%로 초과달성하고 있다. 대우조선해양은 현재까지 25억불 수주로 한국조선해양, 삼성중공업에 비해 수주가 다소 처진 것은 사실이나, 이대로 발주세가 지속만 된다면 올라간 선가를 바탕으로 수익성 측면에서 더 좋은 잔고를 채워나갈 가능성이 있다.

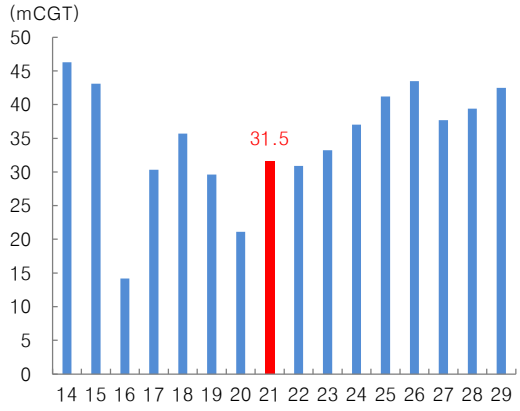
Clarkson Research는 3월 발표한 Forecast Report에서 2021년 선박 발주를 31.5백만 CGT로 예상했으며 향후 2030년까지 발주호황이 지속될 것으로 예측하였다. 본 연구원 역시 IMO MEPC 76차 EEXI 의결로 인해 선박 발주수요가 자극될 것으로 보며, 카타르 LNG 발주가 더해지면서 올해부터 발주량이 지속 상승할 수 있을 것으로 예측한다.

그림 102. **삼성중공업/대우조선해양 분기별 신규수주**



자료: 삼성중공업, 대우조선해양 대신증권 Research Center

그림 103. **Clarkson Research 선박 발주량 예측**



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

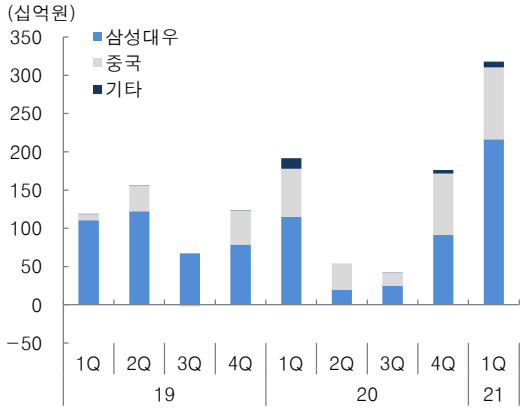
(2) 늘어나는 수주잔고 레벨, 가격 협상력 높아질 것

1조원 이상의 수주잔고 레벨, 수익성 위주의 선별수주 나타날 시기

글로벌 선박 발주 수요 부진으로 인해 2019~2020년 매출 대비 신규수주를 얻지 못하며 지속적으로 수주잔고가 줄어들었던 HSD엔진이지만, 1Q21에만 3,824억원(선박엔진 3,181억원, 비선박엔진 643억원)의 신규수주를 기록하며 수주잔고가 다시 1조원을 넘어섰다. 2분기 역시 분위기가 좋은 상황이며, 향후 카타르 LNG 물량 등 하반기 수주가능 물량을 감안하면 올해 연말에는 충분히 1.5조원~2조원의 수주잔고를 목표로 할 수 있다.

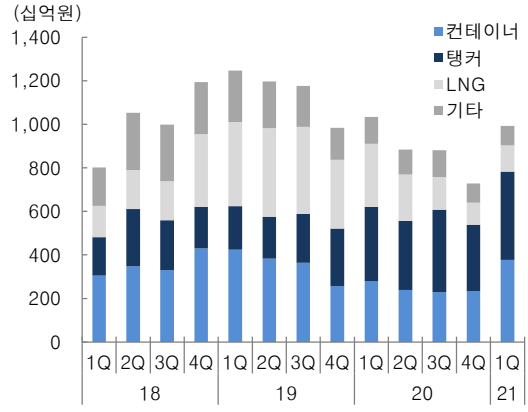
수주잔고를 어느정도 두둑히 채웠으니 이제 급할 이유가 없어졌다. 저속엔진 사업을 하는 업체는 정해져 있으며, 향후 요구되는 친환경엔진을 생산할 수 있는 업체로 좁히면 더 한정적이다. 2010년대 들어 당기순적자를 기록한 연도가 많았던 동사 입장에서 업사이클 기회가 왔을때 선별수주를 통해 수익성을 추구하지 않을 이유가 없고, 그만한 가격 협상력 또한 갖춰지고 있는 상황이다. 영업을 고려하여 선박엔진 가격이 급격히 빠르게 오르지는 않겠지만 수주선가 상승률만큼의 가격 인상은 점진적으로 반영될 것으로 판단하며, 지난해 상반기부터 시작된 선수금 비율 상승 기조 역시 이어질 것으로 전망한다.

그림 104. **발주처별 선박엔진 신규수주**



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

그림 105. **선종별 선박엔진 수주잔고**



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

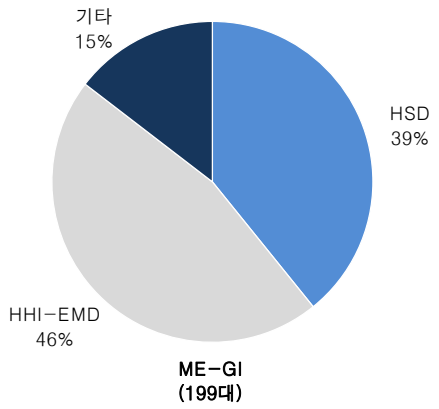
(3) DF엔진 잔고 비중 확대, 수익성과 중국 M/S 경쟁 모두 긍정적

DF엔진 적용비중은 확대 중. 수익성도 좋아지지만, 중국시장 수주경쟁력도 상승

DF엔진은 디젤엔진 기반으로 제작되기 때문에 이 분야 역시 디젤엔진의 양대 기술사인 MAN-ES와 WinGD가 기술을 보유하고 있다. HSD엔진은 ME-GI, X-DF 2개 DF엔진에서 역시 2위 사업자를 유지하고 있으며 합산 M/S는 34% 수준이다. DF엔진은 그동안 LNG선에 주로 채택되어 왔지만 탱커, 컨테이너선에도 채택되기 시작하면서 당사 DF엔진 발주 증가 역시 나타날 전망이다.

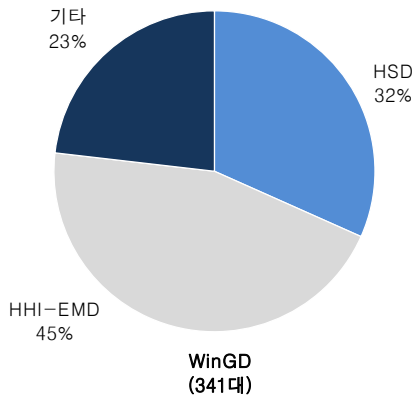
LNG DF는 일반 선박엔진 대비 판매단가가 높고 마진도 추가로 붙는 형태로 향후 전사 수익성 향상으로 연결될 것으로 보이며, 상대적으로 제작 난이도가 더 높기 때문에 경험이 많은 한국업체가 중국시장에서 현지업체 대비 납기 충족 및 기술경쟁력 측면에서 선호되고 있다. 그동안 중국 국영조선사들은 국가 정책상 현지업체에 엔진 발주가 나가는 것이 보통이었으나 LNG DF 시대가 도래하면서 중국 국영조선사들도 한국 엔진업체를 외면할 수 없게 되었다.

그림 106. MAN-ES DF 엔진 M/S



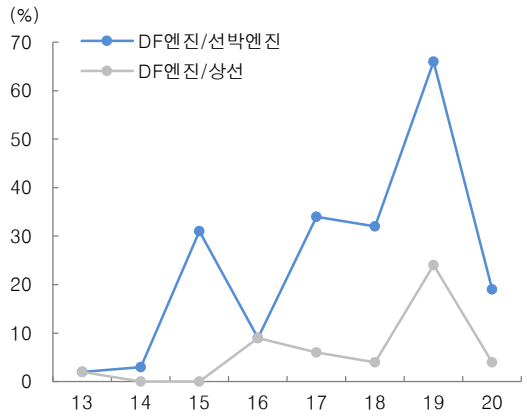
자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

그림 107. WinGD DF 엔진 M/S



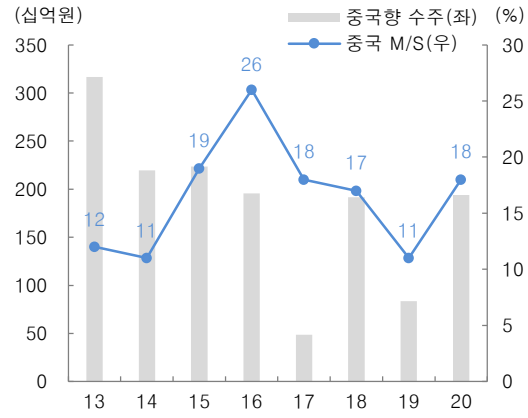
자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

그림 108. 신규수주 중 DF 엔진 채택률



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

그림 109. 중국 선박엔진 시장 수주 및 M/S



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

실적전망

2021년 영업적자 -84억원(적전 yoy) 예상

2021년 연간 실적은 매출액 5,830억원(-29.8% yoy), 영업적자 -84억원(적전 yoy)을 전망한다. 통상 수주에서 매출까지 18개월 정도가 소요되는 것을 감안하면 2019년 6,050억원, 2020년 6,010억원의 수주 부진이 올해 출하량 감소로 나타날 예정이다. 매출의 감소로 인해 고정비 부담이 있어 연간 적자를 예상한다. 다만, 분기별로 보면 출하량이 늘어날 것으로 예상되는 하반기에 흑자 전환이 가능할 것으로 판단된다.

당장의 실적은 저조할 수 있지만 미래 실적을 보장할 수주 흐름이 굉장히 좋다. 1분기 신규수주만 3,824억원을 기록하면서 DF엔진을 중심으로 빠른 수주 증가세가 나타나고 있다. 2분기 역시 분위기가 좋은 것으로 알려지면서 상반기에만 작년 연간 수준의 신규수주 달성이 가능할 수 있다. 넉넉하게 일감을 확보해둔 이상 엔진가격을 올리지 말아야 할 이유가 없다. 협상력 상승을 바탕으로 하반기 수익성 중심의 선별 수주가 나타날 것으로 보며, 내년 이후 수익성에 유의미한 차이가 나타날 전망이다.

2021년 1분기 실적은 매출액 1,145억원(-46.9% yoy) 영업이익 -69억원(적전 yoy)으로 나타났다. 통상 1분기가 낮은 계절성을 감안해야겠지만 납기물량 부족으로 매출이 크게 빠지는 모습이 나왔다. 2분기는 1분기 대비 계절적 회복이 더해질 것으로 보이나 여전히 적자분기가 지속될 것으로 보인다.

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

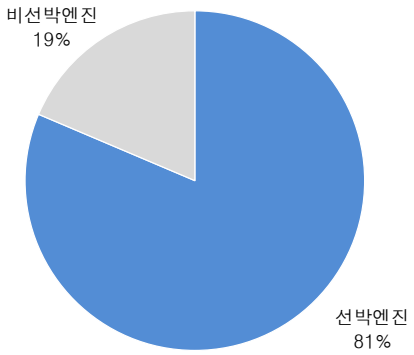
- 선박용 엔진 및 발전용 디젤엔진 전문 제조업체
- 두산중공업 엔진사업과 삼성중공업 엔진사업의 합작으로 독립법인 탄생
- 자산 7,407억원, 부채 5,267억원, 자본 2,140억원
- 발행주식 수: 40,599,422주 / 자기주식수: 7,502주

주가 변동요인

- 삼성중공업, 대우조선해양 상선 수주 흐름
- 현대중공업그룹 대우조선해양 인수 여부
- 중국 선박엔진시장 M/S 확대 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2021년 3월 기준
자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

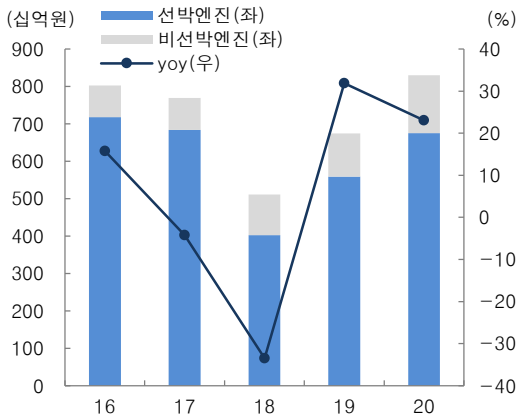
매출 비중 추이



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

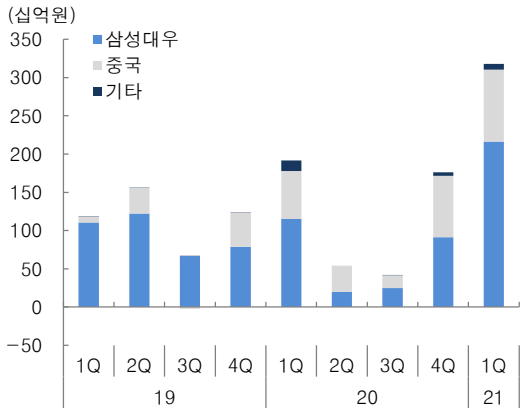
2. Earnings Driver

연간 매출 추이



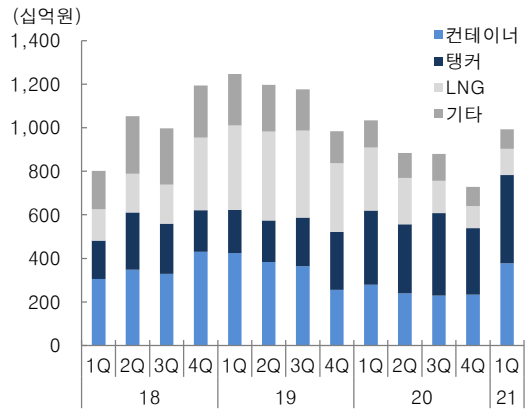
자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

선박엔진 수주 추이



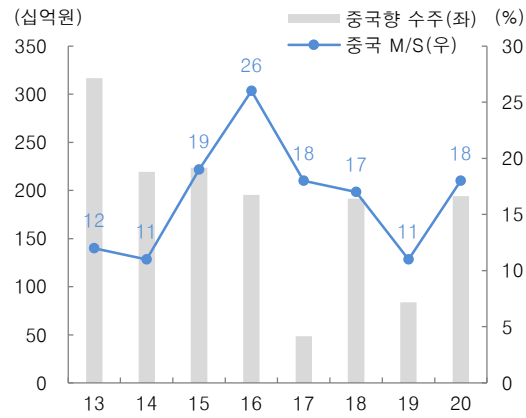
자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

선종별 선박엔진 수주잔고 추이



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

중국향 선박엔진 수주 및 M/S 추이



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	674	830	583	906	889
매출원가	664	777	564	852	825
매출총이익	11	53	19	55	64
판매비와관리비	33	33	28	42	41
영업이익	-22	20	-8	13	23
영업이익률	-3.2	2.4	-1.4	1.4	2.6
EBITDA	-3	38	8	28	37
영업외손익	-24	-11	-10	-15	-13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	69	80	68	72	69
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-86	-98	-81	-88	-85
외환관련손실	17	25	24	24	24
기타	-6	6	3	1	3
법인세비용차감전순손익	-46	9	-19	-2	10
법인세비용	4	-3	3	0	-1
계속사업순손익	-41	6	-16	-2	9
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-41	6	-16	-2	9
당기순이익률	-6.1	0.7	-2.7	-0.2	1.1
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-41	6	-16	-2	9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	-43	6	-16	-2	9
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-43	6	-16	-2	9

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	380	277	263	280	280
현금및현금성자산	21	45	32	49	48
매출채권 및 기타채권	77	30	30	30	30
재고자산	231	155	155	155	155
기타유동자산	51	46	46	46	46
비유동자산	450	447	433	421	410
유형자산	422	365	352	341	331
관계기업투자금	3	3	2	2	2
기타비유동자산	25	79	78	77	77
자산총계	830	723	696	702	690
유동부채	621	498	486	493	472
매입채무 및 기타채무	147	115	115	115	115
차입금	81	128	116	123	102
유동성채무	85	0	0	0	0
기타유동부채	309	255	255	255	255
비유동부채	21	32	32	32	32
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	21	32	32	32	32
부채총계	642	529	518	525	504
지배지분	189	194	178	177	186
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	175	175	175	175	175
이익잉여금	-36	-30	-45	-47	-38
기타자본변동	17	16	16	16	16
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	189	194	178	177	186
순차입금	214	136	138	127	107

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-1,258	184	-477	-49	286
PER	NA	45.8	NA	NA	37.1
BPS	5,722	5,892	5,415	5,366	5,652
PBR	0.8	1.4	2.0	2.0	1.9
EBITDAPS	-98	1,161	238	845	1,112
EV/EBITDA	NA	10.8	72.5	20.0	14.7
SPS	20,465	25,192	17,696	27,510	26,976
PSR	0.2	0.3	0.6	0.4	0.4
CFPS	-957	473	-686	-232	95
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	31.9	23.1	-29.8	55.5	-1.9
영업이익 증가율	적지	흑전	적전	흑전	77.3
순이익 증가율	적지	흑전	적전	적지	흑전
수익성					
ROIC	-4.0	2.9	-1.8	2.7	6.0
ROA	-2.8	2.6	-1.2	1.9	3.3
ROE	-19.8	3.2	-8.4	-0.9	5.2
안정성					
부채비율	340.3	272.6	290.1	296.8	270.4
순차입금비율	113.3	70.1	77.3	72.1	57.6
이자보상배율	-1.2	1.4	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-65	84	-33	-21	-11
당기순이익	-41	6	-16	-2	9
비현금항목의 가감	10	10	-7	-6	-6
감가상각비	19	18	16	15	13
외환손익	1	0	5	5	5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-10	-9	-28	-26	-25
자산부채의 증감	-20	80	-14	-14	-14
기타현금흐름	-13	-12	3	0	-1
투자활동 현금흐름	-1	4	-3	-3	-3
투자자산	-2	-3	0	0	0
유형자산	-6	-3	-3	-3	-3
기타	7	10	0	0	0
재무활동 현금흐름	27	-63	-37	-19	-47
단기차입금	28	47	-12	7	-21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-111	-26	-26	-26
현금의 증감	-39	24	-13	18	-1
기초 현금	60	21	45	32	49
기말 현금	21	45	32	49	48
NOPLAT	-20	14	-7	10	22
FCF	-9	29	6	22	32

자료: HSD 엔진, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

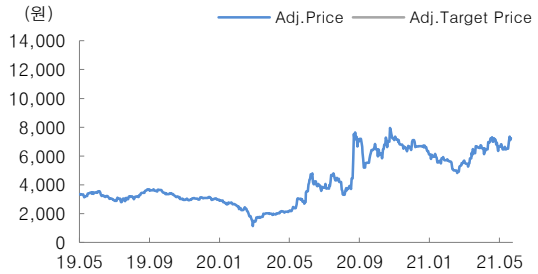
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.6%	8.5%	0.9%

(기준일자: 20210602)

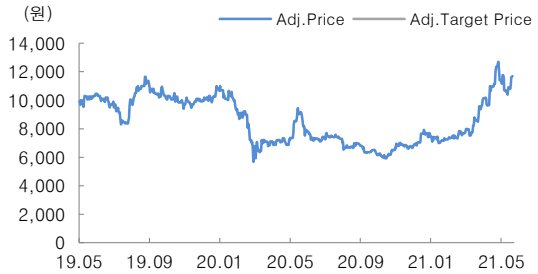
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

세진중공업(075580) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



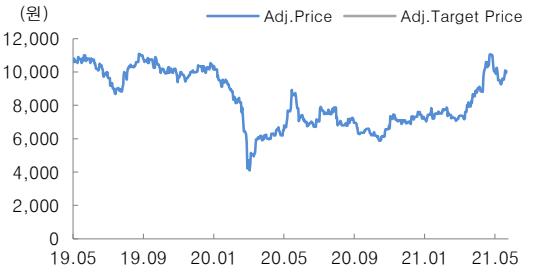
제시일자	21.06.08
투자의견	Buy
목표주가	12,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

태광(023160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



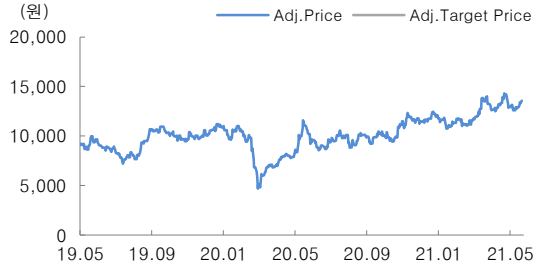
제시일자	21.06.08
투자의견	Buy
목표주가	14,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

성광벤드(014620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



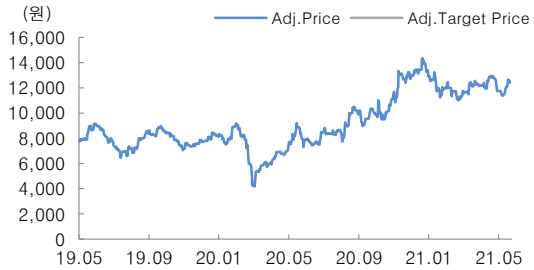
제시일자	21.06.08
투자의견	Marketperform
목표주가	11,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

동성화인텍(033500) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



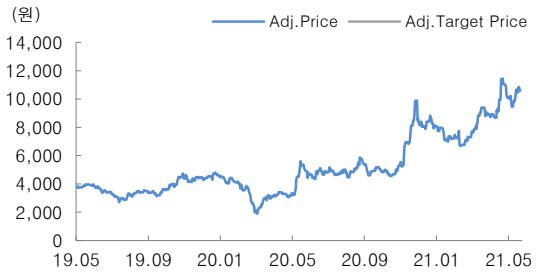
제시일자	21.06.08
투자의견	Buy
목표주가	16,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

한국카본(017960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.06.08
투자의견	Not Rated
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

HSD엔진(082740) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.06.08
투자의견	Not Rated
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	