2022년 11월 30일

조선기자재

비중확대 (신규)

약속의 기자재

신한투자증권
기업분석부

명지운 연구원
☎ 02) 3772-2661
✉ jiunmyoung@shinhan.com

이동헌 부부장 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@shinhan.com

신한 리서치
투자정보

Contents

Investment Summary & Key Charts 3

Ⅰ. Valuation 6
1. 수주 곳간에서 실적 난다
2. Valuation; 실적 파티로 증명

Ⅱ. 투자포인트 17
1. 전방산업 부흥 지속
2. 극소수의 사업자

Ⅲ. 조선 기자재 톺아보기 24
1. 조선 기자재 시장의 특성
2. 선박의 구성 및 기자재의 역할

Company Analysis

한국카본(017960) – 매수(신규), 목표주가 19,000원 (신규) 32

HSD엔진(082740) – 매수(신규), 목표주가 11,000원 (신규) 37

태광(023160) – 매수(신규), 목표주가 27,000원 (신규) 42

성광벤드(014620) – 매수(신규), 목표주가 23,000원 (신규) 47

세진중공업(075580) – 매수(신규), 목표주가 8,300원 (신규) 52

동성화인텍(033500) – 매수(신규), 목표주가 19,000원 (신규) 57

Investment Summary

조선 기자재 업종 비중확대 의견으로 커버리지 개시

조선 기자재 업종 비중확대 의견으로 커버리지 시작

조선 기자재 업종에 대해 비중확대(Overweight) 의견으로 커버리지를 시작한다. HSD엔진, 한국카본, 태광, 성광벤드, 세진중공업, 동성화인텍 6개사를 분석한다. Top Pick은 동성화인텍, 차선호주는 한국카본이다.

I. Valuation:

과거 실적 부흥기의 동일 기자재군 평균 PER을 할인 적용

조선소는 2025년까지 3년치의 수주잔고를 확보했고, 2026년 도크도 채우기 시작했다. 기자재 업체들은 아직 일부 물량만 수주했으나, 조선소와 마찬가지로 최소 2025년까지의 일감을 확보한 것이라고 봐도 무방하다.

조선기자재사의 밸류는 선박 발주량과 연동되어 조선소 수주량이 상승할 때 6개월~1년 시차를 두고 수주잔고를 쌓으며 같이 상승한다. 이제 증가한 수주분이 실적으로 발현되는 것에 주목하자.

PER 밸류에이션을 적용, 과거 선박 발주량이 늘며 실적이 올라오는 시기에 대해 동일 기자재군 평균 PER을 할인하여 타겟 PER을 구했다.

II. 투자 포인트:

전방사업 호조세 지속, 소수의 사업자가 모든 수혜를 받음

1) 전방산업 부흥 지속 – 유럽의 러시아 천연가스 의존도 감소, 원유 금수 조치 시행으로 해상운송의 톤-마일이 증가해 LNG운반선, 탱커선 시황이 활발하게 유지될 것이다.

2006~08년 고유가 기조에 환경규제가 촉진제 역할을 해 탱커선 발주가 급증했다. 2023년부터 강화되는 탄소배출규제도 현 고유가 시황과 맞물려 탱커선 발주를 자극할 전망이다.

2) 극소수의 사업자 – 1개 혹은 2개의 업체가 특정 기자재를 공급하는 시장 구조 상 조선소 물량은 소수의 기자재 업체에게 전부 주어진다. 기자재사의 물량이 충분하게 확보되며 가격 협상력도 상승할 것이다.

III. 조선 기자재 톺아보기

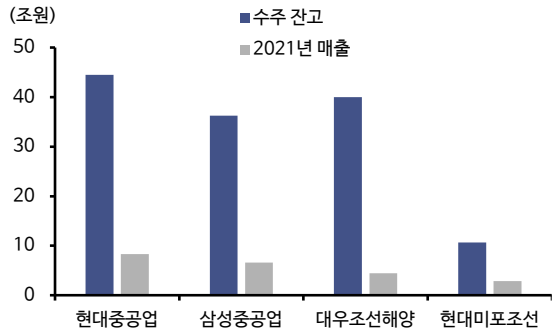
조선 기자재 시장과 각 기자재의 역할 서술

1) 조선 기자재 시장의 특성 – 기자재 업체의 수주, 실적은 결국 조선소 수주에 연동되어있다. 기자재 종류와 선박 인도 조건 별로 상이하긴 하나, 기자재사 수주 시기는 조선소 수주 후 3~6개월, 납품 시기는 1년 6개월~9개월 뒤이다.

2) 선박의 구성 – 선박은 크게 엔진실, 선실, 화물칸, 어퍼데크로 나뉜다. 엔진, SCR, 스크러버, 메탄슬립 저감장치, 선실, LNG 및 LPG 화물탱크, LNG 연료탱크, 어퍼데크, 배관, 피팅 등에 대해 간단하게 소개한다.

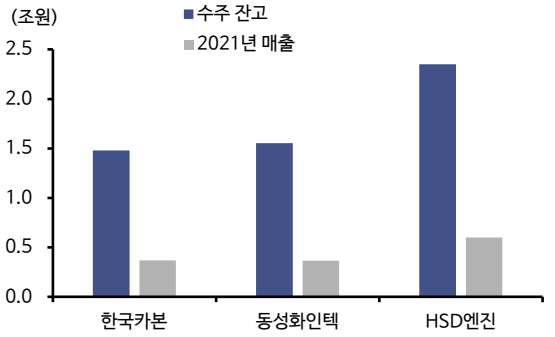
Key Charts

조선소 올해 수주잔고와 작년 매출



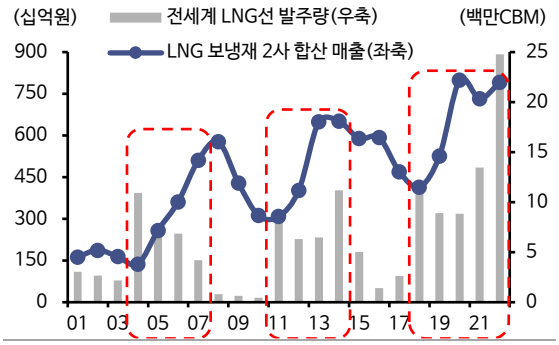
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 수주잔고는 10월 기준

조선 기자재 업체 올해 수주잔고와 작년 매출



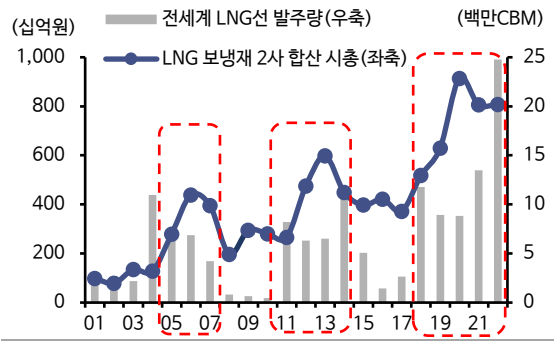
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 수주잔고는 3분기 기준

LNG선 발주량, 보냉재 2사 합산 매출 추이



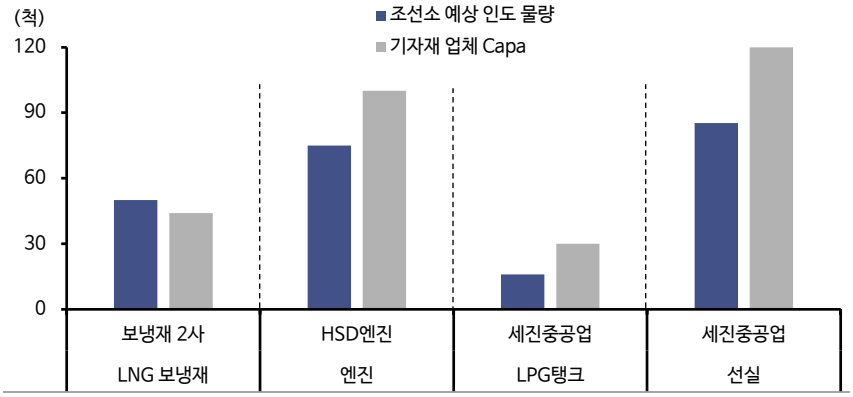
자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권 / 22년 매출은 추정치

LNG선 발주량, 보냉재 2사 합산 시총 추이



자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권

연간 조선소 평균 인도 물량, 기자재 업체 Capa



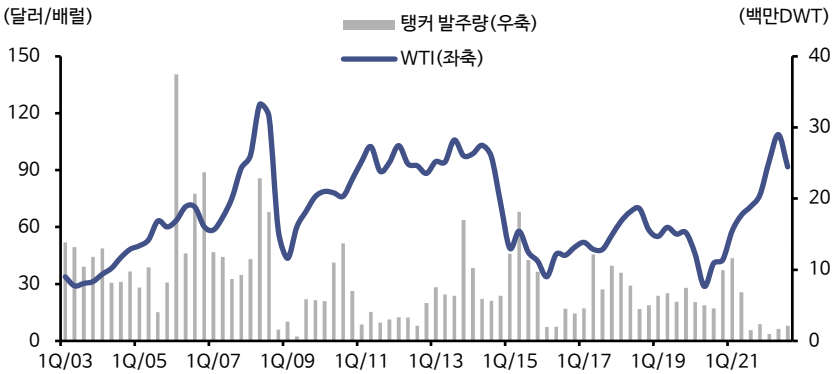
자료: Clarksons, 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 조선소 예상 인도 물량은 2023~25년 평균치

기자재 업체 별 거래 조선소

업체	기자재	조선소	비고
한국카본, 동성화인텍	LNG 보냉재	현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양(예정)	작년까지는 대우조선해양에 미납품
HSD엔진	엔진	삼성중공업, 대우조선해양	-
세진중공업	선실, LPG탱크, 어퍼덱	현대중공업, 현대미포조선	-
태광, 성광벤드	피팅	현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양	-

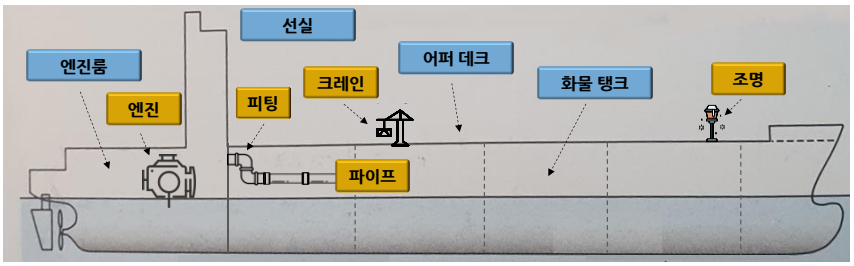
자료: 신한투자증권

WTI, 탱커 발주량 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권

선박의 구획 및 기자재 위치



자료: 선박계산, 신한투자증권

I. Valuation

1. 수주 곳간에서 실적 난다

조선 발주 증가에 반응했던 기자재 주가

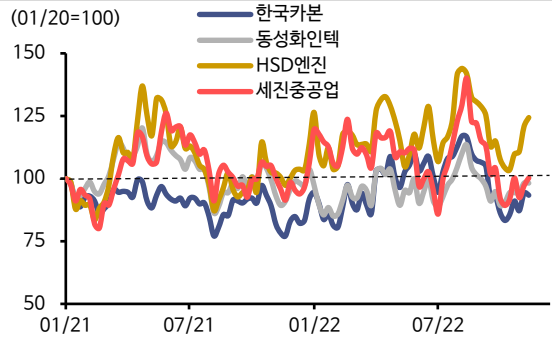
조선소 수주 증가에 반응한 조선기자재 주가

2021년 컨테이너선, 2022년 LNG선이 이끈 조선소 수주 증가에 연초, 하반기 초에 조선기자재 6사의 주가가 반응했다. 피팅 2사인 태광, 성광벤드는 LNG, 석유화학 플랜트 프로젝트 관련 수주를 늘리며 2022년 연초대비 각각 72.4, 97.8% 상승했다. 나머지 4사의 주가는 등락을 반복하는 추세이다. 하지만 2023년부터 보여줄 실적이 주가를 견인할 것이다.

실적이 주가를 견인할 것

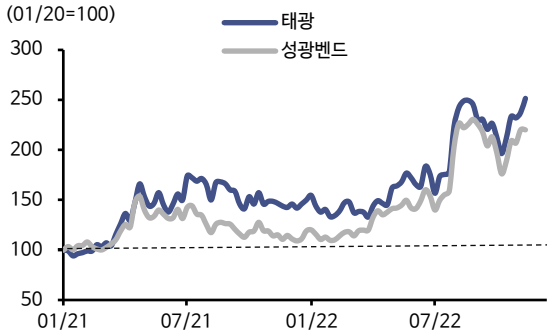
과거에도 조선기자재 업체들의 주가는 선박 발주량과 함께 오르기 시작한다. 이후에는 조선 수주잔고가 쌓이면서 나타나는 실적이 주가를 뒷받침했다. 현재는 2004~07년만큼의 폭발적인 발주량은 아니지만, 그보다 오랜 기간 견조한 발주세가 이어질 것으로 전망한다.

조선기자재 4사 주가 추이



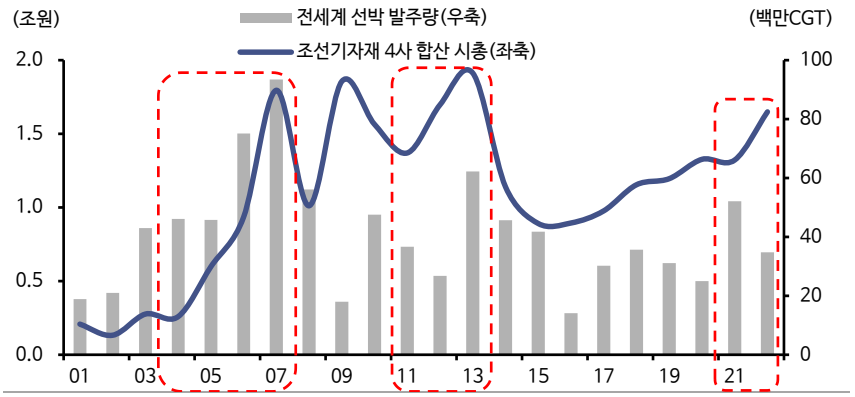
자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 22.11.25 기준

피팅업체 2사 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 22.11.25 기준

전세계 선박 발주량, 조선기자재 4사 합산 시총 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권 / 주: 한국카본, 동성화인텍, 태광, 성광벤드 합산 시총

조선소 수주가 사실상 기자재 수주

조선소 수주는 기자재 종류 별로 1~2개의 업체에게 전부 연결됨

기자재 종류와 인도시점에 따라 차이가 있지만, 보통 조선소가 선박을 수주한 후 평균 6개월 뒤에 기자재 업체가 조선소로부터 수주를 받는다. 기자재 업체가 납품하는 시점은 선박 건조를 완료하기 약 3개월 전이다. 만약 조선소가 건조기간 2년이 걸리는 선박을 수주 후 바로 건조를 시작한다고 가정할 경우, 조선소의 수주 시점으로부터 약 1년 9개월 뒤 기자재 업체가 조선소에 납품한다.

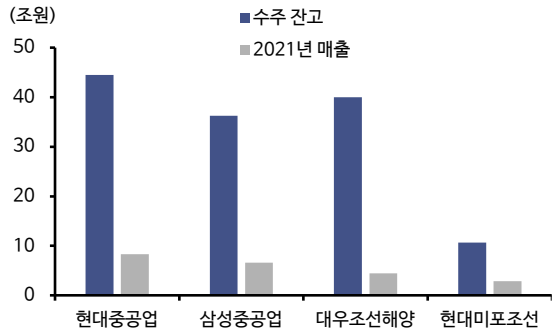
주요 기자재는 1~2개의 업체에서 독점으로 납품한다. 진입 장벽이 높아 앞으로도 독점 형태는 이어질 것이다. 설비 산업의 특성 상, 생산 설비 구축에 긴 시간과 많은 비용이 든다. 설령 설비를 마련했다고 해도 트랙 레코드 없이 기존 업체를 제치고 신규 기자재 업체가 계약을 따내는 것은 어려운 일이다.

계약 여부를 떠나서 조선소 물량을 전부 가져올 기자재 업체들

따라서 기자재 업체와 아직 계약을 안한 물량일지라도, 조선소가 수주잔고로 쌓아둔 모든 물량은 그대로 기존 기자재 업체의 물량으로 이어진다고 봐도 무방하다. 자세한 설명은 II-2. 극소수의 사업자 부분을 참고하기 바란다.

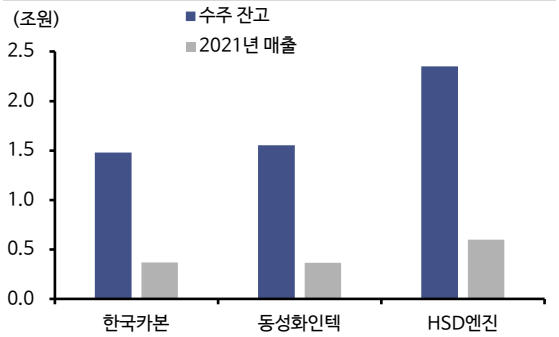
현재 조선소는 2025년까지 3년치의 수주잔고를 확보했다. 2026년 도크도 채우기 시작했다. 기자재 업체들은 아직 일부 물량만 수주했으나, 기자재 업체들 또한 최소 2025년까지의 일감을 확보한 것이라고 보면된다.

조선소 올해 수주잔고와 작년 매출



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 수주잔고는 10월 기준

기자재 업체 올해 수주잔고와 작년 매출



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 3분기 기준

조선소 수주시점으로부터 기자재업체의 수주, 납품 시차

기자재 종류	기자재업체 수주	조선소에 납품	비고
LNG 보냉재	+6개월~1년	+1년 6개월~9개월	LNG 수주잔고 상승으로 수주-납품 시차 증가 추세 1년에 1~2번 약1년치 물량을 한꺼번에 계약
메인 엔진	+3개월	+1년 6개월~9개월	-
어퍼데크	+6개월~1년	+1년 6개월~9개월	1년에 1~2번 약1년치 물량을 한꺼번에 계약
선실	+6개월~1년	+1년 6개월~9개월	1년에 1~2번 약1년치 물량을 한꺼번에 계약
피팅	+6개월	+1년 3개월~9개월	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 조선소 수주 후 바로 선박 건조 시작 가정. 선종, 계약조건 등에 따라 실제 시차는 상이

LNG탱크 보냉재(한국카본, 동성화인텍), 엔진(HSD엔진), 선실/LPG탱크(세진중공업), 피팅(태광, 성광벤드) 각 기자재 별로 선박 발주의 영향을 살펴본다.

LNG탱크 보냉제

LNG선 발주량 증가 2년 후 보냉재 매출 상승

LNG선 발주량이 증가하고, 약 2년 뒤부터 LNG탱크 보냉재 업체의 매출이 본격적으로 상승하기 시작한다. 보통 선박 발주 후 3~6개월 뒤에 선박 건조에 돌입한다. LNG선 건조 기간은 설계포함 약 2년이고, 보냉재 업체는 선박 인도 3개월 전에 조선소에 납품한다. 그래서 LNG선 발주 후 약 2년의 시차가 발생한다.

LNG선 발주량이 증가했던 시기를 살펴보자. 2004년 카타르 LNG 프로젝트로 45척이 발주되며 2007년까지의 발주세를 이끌었다. 2011~14년 고유가 기조에 힘입어 LNG선 발주가 다시 활발해졌다. 2018년부터 중국의 LNG 사용량 상승, 미국의 증산으로 LNG선 수요가 증가해 발주량이 늘기 시작했다. 2022년 카타르의 LNG 프로젝트가 돌아오며 국내 조선소가 따낸 카타르 프로젝트 1차 발주량만도 56척이며, 내년 하반기 2차 발주도 기다리고 있다.

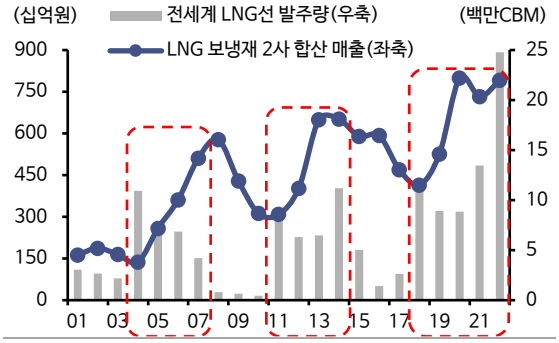
이전 2번의 LNG 발주 호황기에 보냉재 2사(한국카본, 동성화인텍)의 주가는 약 2년동안 상승하다가 하락하는 사이클을 보인다. 발주량이 감소하며 피크아웃 우려가 시작되기 때문이다. 하지만 이번에는 다르다.

전례없는 LNG선 발주세로 LNG보냉재 업체 실적 개선 기대

과거 LNG선 발주 활황이 3~4년 간 이어졌다면, 2018년부터 시동을 걸던 LNG선 발주가 5년째 이어지며 2022년에는 11월까지 전세계적으로 146척이라는 발주량을 기록했고 그중 국내 조선소는 120척을 가져갔다. 전례 없는 폭발적인 발주량에 3년치가 넘는 수주잔고가 쌓였다.

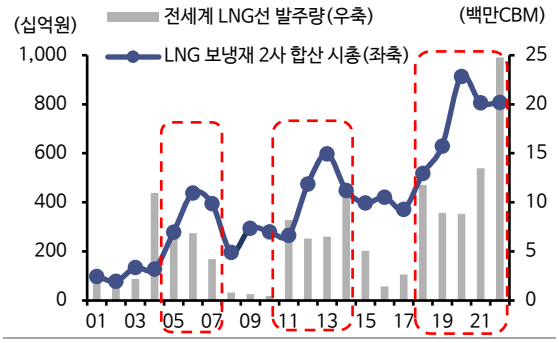
앞으로도 LNG선 수요는 견조하다. 유럽의 에너지 안보 강화, 이산화탄소 배출량 규제가 LNG선 발주를 계속 이끌 것이다. 자세한 내용은 II-1. 전방산업 부흥 지속에서 다룬다. 피크아웃보다는 보냉재 업체들이 보여줄 실적 개선과 중장기적으로 이어질 수주에 주목하자.

LNG선 발주량, 보냉재 2사 합산 매출 추이



자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권 / 22년 매출은 추정치

LNG선 발주량, 보냉재 2사 합산 시총 추이



자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권

엔진, 선실, 그리고 LPG탱크

엔진, 선실은 모든 선종에 들어가는 항목이므로 특정 선종을 타지 않는다. LNG 보냉재의 경우와 마찬가지로 선박 발주량에 약 2년 래깅하는 매출을 보여준다.

2013년부터 현재까지 HSD엔진의 매출은 선박 발주량 등락에 비해 크게 움직임이 없다. 2000년대 폭증했던 선박 발주량에 맞추어 증설했던 설비가 고정비 부담이 되었다. 물량이 충분하지 않아 경쟁 심화로 저가 수주를 할 수 밖에 없었다.

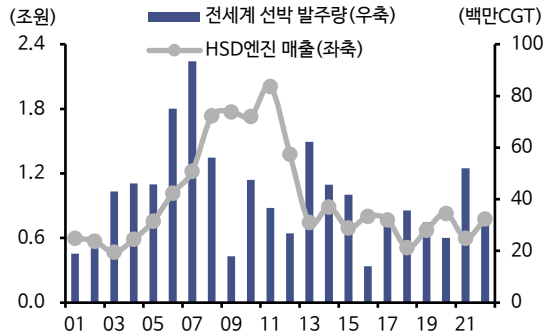
신조선가와 연동되는 엔진 판가 상승으로 매출 성장 기대

하지만 횡보하던 신조선가가 2021년 20% 상승하여 2022년 11월 현재 아직 높은 수준을 유지중이다. 물량이 넘친다는 증거이며, 선가와 엔진 판가가 연동되기에 2021~22년 수주물량 인도를 시작하는 2023년부터 매출 성장을 기대한다.

LPG선은 세진중공업의 이익률을 개선할 것

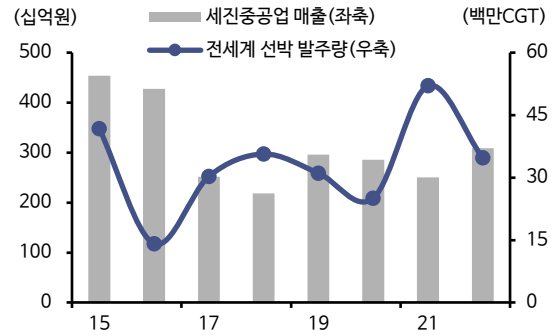
2013~15년 LPG선 호황으로 세진중공업의 OPM은 한 자릿수 중반 대를 기록한다. 2017~19년에는 LPG선 발주 증가세에 마진이 개선되는 모습을 보인다. LPG선 탱크가 선실에 비해 더 무거운데다가 생산이 까다로운 부분을 인정받아 선실 대비 마진이 약 5%p 더 높다. 2021년 급등한 LPG선 발주량이 2023년에도 활발하게 인도되어 동사의 수익성 개선으로 이어질 것이다.

전세계 선박 발주량, HSD엔진 매출 추이



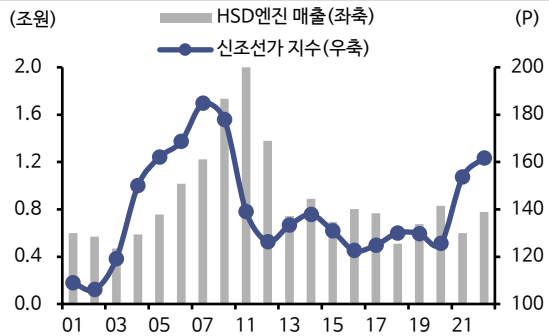
자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권/ 주: 22년은 추정치

전세계 선박 발주량, 세진중공업 매출 추이



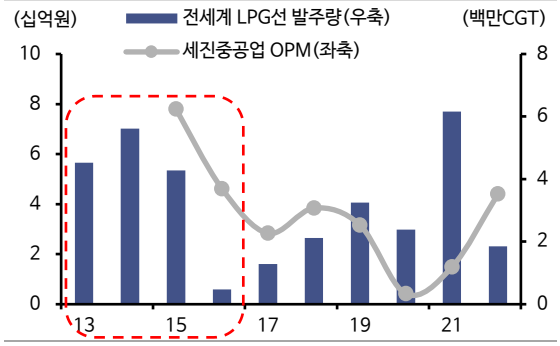
자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권/ 주: 22년은 추정치

신조선가 지수, HSD엔진 매출 추이



자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권/ 22년 매출은 추정치

전세계 LPG선 발주량, 세진중공업 OPM 추이



자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 22년은 추정치

피팅

WTI와 피팅업체 주가 관계

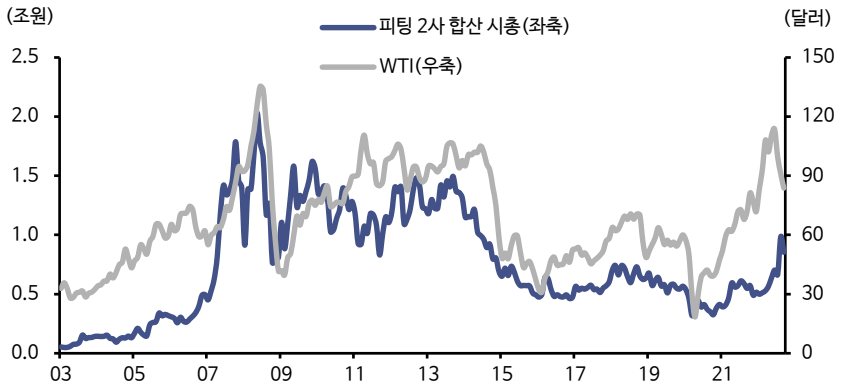
WTI와 피팅 2사 합산 시총은 비슷한 움직임을 보인다. 고유가 시기에 정유사들이 이익을 쌓으며 플랜트 투자에 대한 수요가 생겨나기 때문이다.

피팅 업체가 선박, 플랜트의 피팅을 수주받고 납품하기까지 시차는 3~6개월이다. 플랜트 발주량을 피팅 매출이 6개월~1년 시차를 두고 따라간다. 2004~14년 전반적인 고유가 흐름 덕분에 해양플랜트 발주량, 국내건설사의 해외플랜트(석유화학, 발전 플랜트 등) 수주액이 증가하며 피팅 2사의 매출을 끌어올렸다.

장기간 진행되는
플랜트 프로젝트
→ 견조한 매출 지속

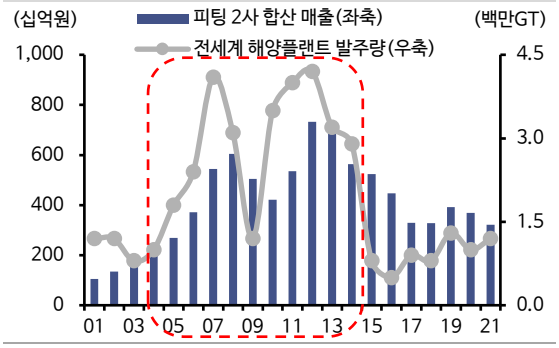
2014년 중반부터 WTI가 하락세를 이어가며 피팅 2사의 시총 그리고 매출도 우하향한다. 2021~22년, 10년만에 고유가 시대가 도래하며 오일 머니가 석유화학, LNG 플랜트 투자로 연결되고 있다. 플랜트 공사가 진행되는 4~5년 동안 피팅 발주는 여러 번에 걸쳐 진행되므로 피팅 업체는 현재 수주받은 플랜트 프로젝트가 진행되는 최소 4년 동안은 견조한 매출을 지속할 것이다.

WTI, 피팅 2사 합산 시총 추이



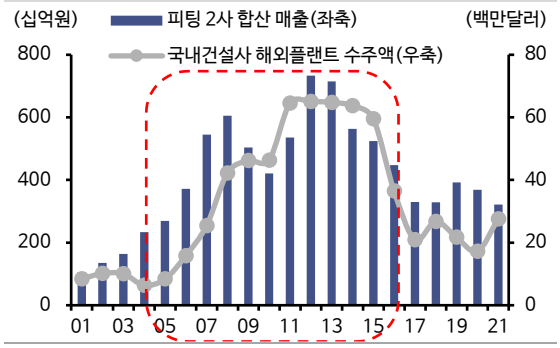
자료: Bloomberg, 신한투자증권

전세계 해양플랜트 발주량, 피팅 2사 합산 매출



자료: Clarksons, QuantiWise, 신한투자증권

국내건설사 해외플랜트 수주액 피팅 2사 합산매출



자료: 한국플랜트산업협회, QuantiWise, 신한투자증권

조선소 수주잔고 vs 기자재 Capa

각 기자재 업체 별 거래하는 조선소

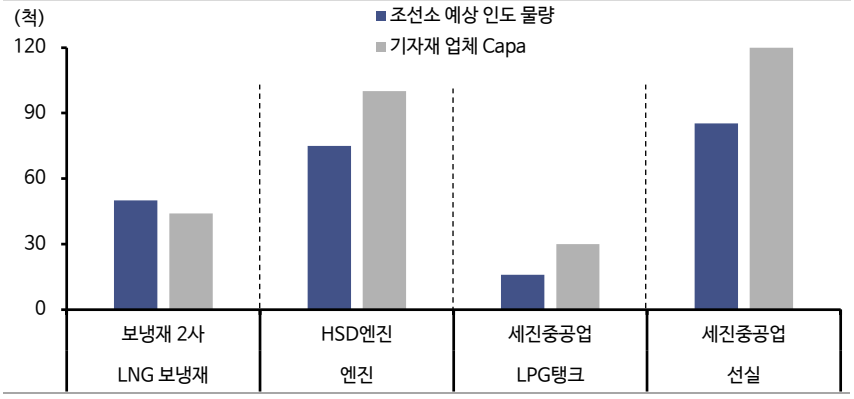
한국카본, 동성화인텍은 현대중공업, 삼성중공업에만 납품해왔다. 2가지의 LNG 탱크 종류 중, 두 업체가 납품하는 탱크 종류와 대우조선해양이 채택한 종류가 달랐기 때문이다 하지만 탱크 사양 변경에 따라 앞으로 대우조선해양도 두 업체의 보냉재를 사용해야한다. 대우조선해양 물량 증가에 대비하여 동성화인텍은 Capa 증설을 진행해 내년에는 연간 24척의 Capa를 보유할 것으로 추정한다.

조선소 인도 예정 물량과 기자재 업체 Capa 비교

각 기자재마다 거래하는 조선소의 인도 물량과 기자재 업체의 Capa 추정치를 비교했다. 조선소의 연 평균 인도 물량은 2023~25년 인도 예상 물량의 평균치를 사용했다. 엔진, LPG탱크, 선실은 연간 Capa가 100척, 30척, 120척으로 예상되는데, 각각 거래 조선소의 연 평균 인도 물량이 연간 Capa의 75, 53, 71% 수준이다. 현재 Capa의 상당 부분을 차지하고 있다.

LNG 보냉재의 경우, 거래 조선소의 예상 인도 물량 50척이 보냉재 2사의 합산 Capa 44척(한국카본 20척, 동성화인텍 24척 추정)을 13% 넘어선다. 조선소가 보냉재 2사에게 Capa 증가를 요청할 가능성이 높아보여 공급자 우위의 시장을 점쳐본다.

연간 조선소 평균 인도 물량, 기자재 업체 Capa



자료: Clarksons, 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 조선소 예상 인도 물량은 2023~25년 평균치

기자재 업체 별 거래 조선소

업체	기자재	조선소	비고
한국카본, 동성화인텍	LNG 보냉재	현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양(예정)	작년까지는 대우조선해양에 미납품
HSD엔진	엔진	삼성중공업, 대우조선해양	-
세진중공업	선실, LPG탱크, 어퍼덱	현대중공업, 현대미포조선	-
태광, 성광벤드	피팅	현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양	-

자료: 신한투자증권

2. Valuation; 실적 파티로 증명

비중확대 의견으로 조선기자재 커버리지 시작

비중확대 의견으로 조선기자재 커버리지 시작

조선기자재업에 대해 비중확대(Overweight) 의견으로 커버리지를 시작한다. HSD엔진, 한국카본, 태광, 성광벤드, 세진중공업, 동성화인텍 6개사를 다룬다. 커버리지 6개사의 합산 목표 시가총액은 4.0조원으로 현재 시가총액 2.6조원 대비 53.4%의 상승여력이 있다.

조선기자재사의 밸류는 선박 발주량에 연동되어 있다. 발주량이 상승할 때 수주잔고를 쌓으며 같이 상승한다. 이제 증가한 수주분이 실적으로 발현되는 것에 주목하자.

과거 실적 부흥기의 동일 기자재군 평균 PER을 할인 적용

목표주가는 PER 밸류에이션을 적용하여 과거 선박 발주량이 늘며 실적이 올라오는 시기에 대해 동일 기자재군의 평균 PER을 할인하여 반영했다.

한국카본: 2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER을 20% 할인한 14.8배. 2004년부터 증가한 선박발주가 기자재 업체 실적으로 나타나는 2006년의 PER을 할인했다. 2004~07년은 노후선박 교체 수요와 신흥국의 활발한 경제 성장으로 선박 발주량이 급증했으나, 현재 사이클은 그만큼의 폭발적인 수요증가가 나타나지는 않을 것을 감안했다.

동성화인텍: 2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER을 20% 할인한 14.8배. 2004년부터 증가한 선박발주가 기자재 업체 실적으로 나타나는 2006년의 PER을 할인했다. 2004~07년은 노후선박 교체 수요와 신흥국의 활발한 경제 성장으로 선박 발주량이 급증했으나, 현재 사이클은 그만큼의 폭발적인 수요증가가 나타나지는 않을 것을 감안했다.

HSD엔진: 한국카본, 동성화인텍 타깃 PER을 10% 할인한 13.5배. 2011년 상장하여, 과거 수주 호황기의 PER을 구할 수가 없다. LNG 보냉재 업체 대비 아직 수익성이 덜 올라온 것을 감안하여 10% 할인했다. DF 엔진 납품이 증가하며 나타날 OPM 개선세를 확인 후, 밸류에이션을 조정할 예정이다.

태광: 2011년 태광, 성광벤드 평균 PER을 20% 할인한 18.3배. 경기 침체 우려에 따른 유가 하방 압력, 해양플랜트 발주 증가세는 아직인 점을 고려했다.

성광벤드: 2011년 태광, 성광벤드 평균 PER을 20% 할인한 18.3배. 경기 침체 우려에 따른 유가 하방 압력, 해양플랜트 발주 증가세는 아직인 점을 고려했다.

세진중공업: 한국카본, 동성화인텍 타깃 PER을 10% 할인한 13.5배. 2015년 상장하여, 과거 수주 호황기의 PER을 구할 수가 없다. LNG 보냉재 업체 대비 아직 수익성이 덜 올라온 것을 감안하여 10% 할인했다. 해상 풍력 기자재 사업, 자회사 일승의 메탄 슬립 저감 장치 등 친환경 신사업의 성장세를 지켜보면서 밸류에이션을 조정할 예정이다.

Top Pick은 동성화인텍, 차선호주는 한국카본이다.

조선기자재 6사 커버리지 개시
Top Pick: 동성화인텍
차선호주: 한국카본

동성화인텍에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 19,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 EPS 1,295원에 타깃 PER 14.8배를 적용했다. 타깃 PER은 2006년 동사와 동성화인텍의 평균 PER을 20% 할인했다. 투자포인트는 1) LNG 보냉재 2사의 Capa를 넘어서는 조선소 수주잔고, 2) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과, 3) LNG 연료 탱크, 나아가 암모니아, 수소 연료 탱크로 기대되는 연료 탱크 사업 기대감이다. 2022년 유례없이 몰린 LNG 발주세와 앞으로도 견조하게 이어질 LNG 발주, 그에 발맞춘 동사의 신속한 생산력 확대, 2025년까지 변수없이 편안하게 보여줄 실적 성장을 고려하여 Top Pick으로 제시한다.

한국카본에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 19,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 EPS 1,260원에 타깃 PER 14.8배를 적용했다. 타깃 PER은 2006년 동사와 동성화인텍의 평균 PER을 20% 할인했다. 투자포인트는 1) LNG 보냉재 2사의 Capa를 넘어서는 조선소 수주잔고, 2) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과, 3) 전기차, 방산, 수소탱크 등 카본 신사업에 기대되는 넓은 확장성이다. 풍부한 LNG선 수주잔고, 동사의 견조한 이익 체력을 고려하여 차선호주로 제시한다.

HSD엔진에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 11,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 EPS 797원에 타깃 PER 13.5배를 적용했다. 타깃 PER은 한국카본, 동성화인텍의 타깃 PER을 10% 할인했다. 투자포인트는 1) 국내 '유이'한 선박 저속엔진 사업자로서의 프리미엄, 2) DF엔진 비중 증가에 따른 믹스 개선, 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과이다.

세진중공업에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 8,300원을 제시한다. 목표주가는 2023년 EPS 613원에 타깃 PER 13.5배를 적용했다. 타깃 PER은 한국카본, 동성화인텍의 타깃 PER을 10% 할인했다. 투자포인트는 1) 현대중공업과 현대미포조선의 유일한 선실, LPG탱크 외주업체, 2) 메탄 슬립 저감 장치, 해상 풍력 구조물 등 친환경 사업 성장세, 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과이다.

태광에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 27,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 EPS 1,451원에 타깃 PER 18.3배를 적용했다. 타깃 PER은 2011년 태광, 성광벤드 평균 PER을 20% 할인했다. 투자포인트는 1) 전세계 석유화학 플랜트 발주 활황, 2) 국내 '유이'한 스테인레스, 알로이 용접용 피팅 제작 업체, 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과이다.

성광벤드에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 23,000원을 제시한다. 목표주가는 2023년 EPS 1,241원에 타깃 PER 18.3배를 적용했다. 타깃 PER은 2011년 태광, 성광벤드 평균 PER을 20% 할인했다. 투자포인트는 1) 전세계 석유화학 플랜트 발주 활황, 2) 국내 '유이'한 스테인레스, 알로이 용접용 피팅 제작 업체, 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과이다.

동성화인텍 PER Valuation – 목표주가 19,000원

목표주가 (원)	19,000	2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER 20% 할인; 2004~07년의 폭발적인 수요증가에는 못 미침을 감안
Target PER (배)	14.8	
현재주가 (원)	11,100	투자 포인트 1) LNG 보냉재 2사의 Capa를 넘어서는 조선소 수주잔고 2) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과 3) LNG 연료 탱크 사업 기대
상승여력 (%)	71.2	
2023년 선행EPS (원)	1,295	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국카본 PER Valuation – 목표주가 19,000원

목표주가 (원)	19,000	2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER 20% 할인; 2004~07년의 폭발적인 수요증가에는 못 미침을 감안
Target PER (배)	14.8	
현재주가 (원)	11,800	투자 포인트 1) LNG 보냉재 2사의 Capa를 넘어서는 조선소 수주잔고 2) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과 3) 카본사업부 신사업에 기대되는 넓은 확장성
상승여력 (%)	61.0	
2023년 선행EPS (원)	1,260	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HSD엔진 PER Valuation – 목표주가 11,000원

목표주가 (원)	11,000	2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER 17.8배를 30% 할인
Target PER (배)	13.5	
현재주가 (원)	7,610	투자 포인트 1) 국내 '유이'한 선박 저속 엔진 사업자 프리미엄 2) DF엔진 비중 증가에 따른 믹스 개선 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과
상승여력 (%)	44.5	
2023년 선행EPS (원)	797	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

세진중공업 PER Valuation – 목표주가 8,300원

목표주가 (원)	8,300	2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER 17.8배를 30% 할인
Target PER (배)	13.5	
현재주가 (원)	5,850	투자 포인트 1) 현중과 미포의 유일한 선실, LPG탱크 외주업체 2) 해상 풍력 구조물 등 친환경 사업 성장세 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과
상승여력 (%)	41.9	
2023년 선행EPS (원)	613	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

태광 PER Valuation – 목표주가 27,000원

목표주가 (원)	27,000	2011년 태광, 성광벤드 평균 PER을 20% 할인
Target PER (배)	18.3	
현재주가 (원)	17,750	투자 포인트 1) 전세계 석유화학 플랜트 발주 활황 2) 국내 '유이' 스테인레스, 알로이 용접용 피팅 제작 업체 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과
상승여력 (%)	52.1	
2023년 선행EPS (원)	1,451	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

성광벤드 PER Valuation – 목표주가 23,000원

목표주가 (원)	23,000	2011년 태광, 성광벤드 평균 PER을 20% 할인
Target PER (배)	18.3	
현재주가 (원)	15,150	투자 포인트 1) 전세계 석유화학 플랜트 발주 활황 2) 국내 '유이' 스테인레스, 알로이 용접용 피팅 제작 업체 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과
상승여력 (%)	51.8	
2023년 선행EPS (원)	1,241	

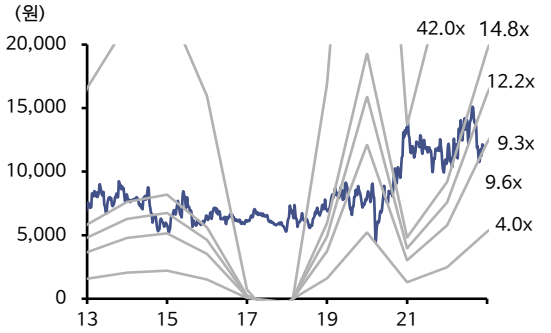
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

커버리지 6사 실적, Valuation 추이 및 전망

			년도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
동성화인텍	투자의견	매수	21	365.0	30.2	26.5	929	4,897	12.4	10.2	2.3	21.0
(033500)	목표주가	19,000원	22F	403.8	25.5	10.8	365	4,708	30.4	13.2	2.4	7.6
	상승여력	71.2%	23F	576.6	54.4	38.5	1,294	5,663	8.6	6.6	2.0	25.0
			24F	736.4	93.6	66.6	2,239	7,563	5.0	3.5	1.5	33.9
한국카본	투자의견	매수	21	367.8	32.7	14.3	326	8,849	32.9	9.2	1.2	3.7
(017960)	목표주가	19,000원	22F	388.1	25.0	15.9	362	9,064	32.6	14.0	1.3	4.0
	상승여력	61.0%	23F	589.1	71.0	55.4	1,260	10,177	9.4	5.9	1.2	13.1
			24F	733.2	102.9	80.5	1,832	11,862	6.4	3.6	1.0	16.6
HSD엔진	투자의견	매수	21	599.0	(39.8)	(39.7)	(730)	3,500	(9.0)	(24.6)	1.9	(19.7)
(082740)	목표주가	11,000원	22F	779.2	(28.9)	(33.4)	(520)	3,139	(14.3)	(60.1)	2.4	(15.4)
	상승여력	44.5%	23F	1,180.3	87.0	58.6	819	3,957	9.1	7.8	1.9	23.1
			24F	1,394.6	140.9	101.6	1,420	5,377	5.2	4.5	1.4	30.4
세진중공업	투자의견	매수	21	250.4	3.7	16.4	288	2,876	20.5	47.9	2.1	10.3
(075580)	목표주가	8,300원	22F	386.2	16.7	9.6	169	2,725	34.6	25.5	2.1	6.0
	상승여력	41.9%	23F	493.9	57.0	34.8	613	3,184	9.5	9.4	1.8	20.7
			24F	415.5	30.2	19.8	348	3,378	16.8	15.7	1.7	10.6
태광	투자의견	매수	21	185.1	13.5	15.2	574	16,458	18.9	11.4	0.7	3.5
(023160)	목표주가	27,000원	22F	243.5	39.9	36.5	1,376	18,050	12.9	9.0	1.0	8.0
	상승여력	52.1%	23F	320.3	55.7	38.5	1,451	19,403	12.2	6.4	0.9	7.8
			24F	328.7	66.2	45.7	1,723	21,029	10.3	5.0	0.8	8.5
성광벤드	투자의견	매수	21	136.9	(8.1)	(1.2)	(42)	15,192	(187)	(47.6)	0.5	(0.3)
(014620)	목표주가	23,000원	22F	255.0	29.9	46.6	1,630	16,622	9.3	11.2	0.9	10.2
	상승여력	51.8%	23F	277.4	49.2	35.5	1,241	17,765	12.2	6.4	0.9	7.2
			24F	302.4	62.1	44.6	1,561	19,228	9.7	4.6	0.8	8.4

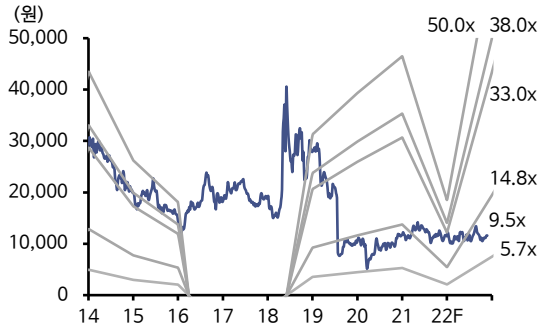
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국카본의 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



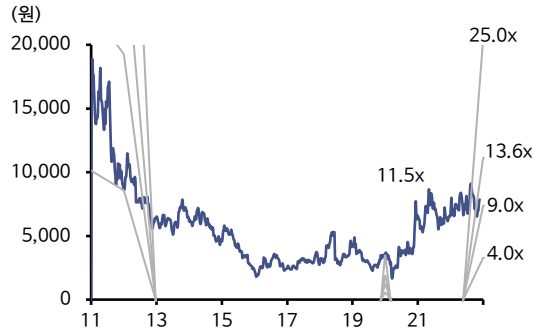
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

동성화인텍의 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



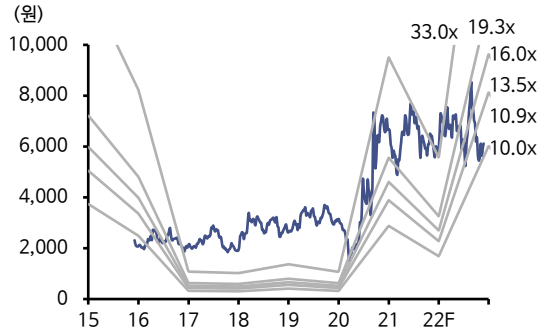
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

HSD엔진의 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



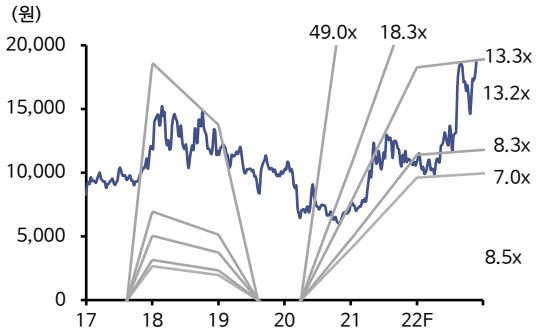
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

세진중공업의 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



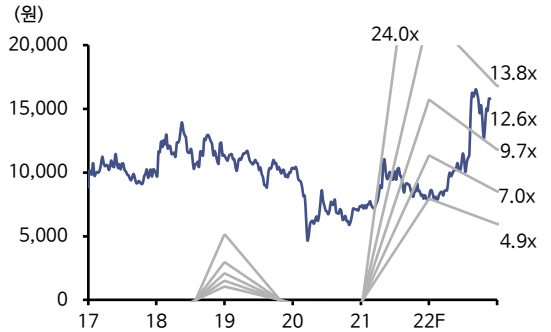
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

태광의 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

성광벤드의 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

II. 투자 포인트

1. 전방산업 부흥 지속

유럽의 에너지 수입 다변화

유럽의 러시아 천연가스 의존도 감소를 위한 노력

유럽 의사회(European Council)에 따르면 2021년 유럽의 천연가스 수입량 중 러시아 발 비중은 50%에 달했다. 러시아-우크라이나 전쟁으로 에너지 안보가 중요해지며 유럽은 러시아 의존도를 낮추기 위해 노력한다. 러시아 천연가스 대신 노르웨이 PNG 및 미국, 카타르, 알제리아 발 LNG 수입량을 늘리며, 2022년 상반기 기준 러시아 천연가스 비중을 31%로 18%p 줄였다.

해상 운송을 통한 LNG 수입량 확대로 LNG선 수요 견조

특히 미국 발 LNG 수입량은 2021년 22bcm(billion cubic metrs)에서 2022년 8월말 누적 40bcm으로 18bcm 증가했다. 하지만 올해 LNG운반선 선복량 증가분은 0.0035bcm으로 미국의 유럽 향 물동량 증가분에 크게 못 미친다. 유럽 천연가스 가격 폭등과 LNG 톤-마일 물동량 증가가 LNG 운반선 운임을 끌어올렸고, LNG운반선의 수요는 견조하게 유지될 것이다.

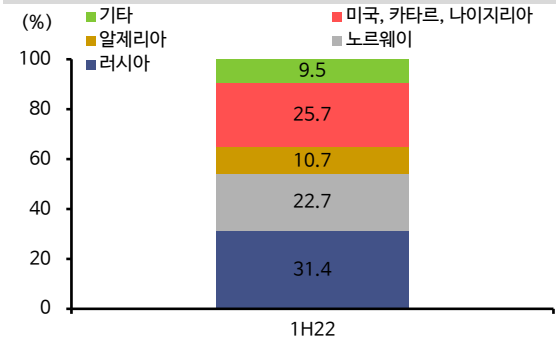
현재 유럽의 LNG 수입 Capa는 157bcm으로 연간 LNG 수요의 40%이다. 유럽은 FSRU를 도입하여 2023년말까지 연간 43bcm의 수입 Capa를 추가 확보할 예정이다. 최소한 Capa 증설분만큼은 LNG 수입 증가가 기대되며, LNG운반선의 연간 평균 운송량을 1bcm으로 가정해도 43척의 LNG선이 필요한 규모이다.

유럽의 LNG 수입 Capa 증설 계획

국가	증가분(bcm/yr)	도입 FSRU
독일	25	Brunsbuttel, Lubmin, Excelsior 등
이탈리아	5	Golar Tundra
프랑스	5	Cape Anne
핀란드	5	Exemplar
크로아티아	3	기존 KrK FSRU capa 증가

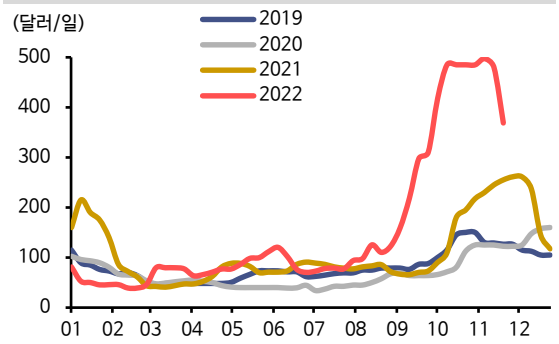
자료: 언론 보도 취합, 신한투자증권

2022년 상반기 유럽 천연가스 수입 국가



자료: European Council, 신한투자증권

대형 LNG운반선 월간 스팟 운임 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권

유럽의 러시아 원유 금수 조치 시행

유럽은 러시아산 원유 금수 조치를 오는 12월 5일부터 시행한다. 러시아산 석유 제품은 2023년 2월 5일부터 수입 금지된다. 현재도 유럽은 러시아산 원유를 선적한 선박이 해상 보험을 들지 못하도록 하는 제재 조치를 올해 6월부터 시행하고 있다. G7 및 유럽은 러시아산 원유 가격 상한제 시행에 합의하고 원유 금수 조치에 맞추어 시행될 수 있게 준비중이며, 시행 시 상한가격 이하로 구매한 러시아산 원유만 해상운송이 가능하다.

BP에 따르면, 2021년 유럽의 원유 수입량 197 MMt 중 러시아 발 수입량은 75.9MMt로 전체 수입량의 39%에 달한다. 러시아 천연가스를 대체한 흐름과 비슷한 전개를 가정한다면 유럽은 노르웨이, 미국, 카타르, 나이지리아 등의 원유로 러시아 원유을 대체할 가능성이 높다. 러시아보다 더 멀리 있는 국가의 원유를 운반해오기 위해 원유 운반선의 운항거리가 늘어날 수 밖에 없다.

원유 금수 조치는 수송에 비효율을 초래해 탱커선 시황 자극

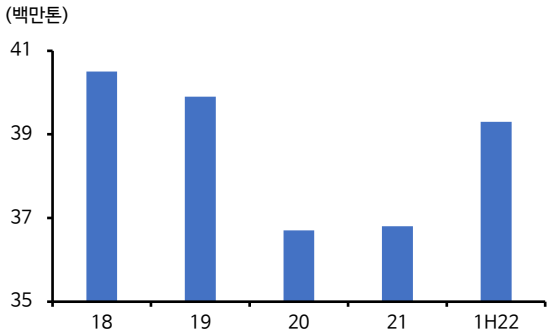
러시아 원유 금수 조치는 파이프라인을 통한 원유 수입은 포함하지 않지만 유럽 러시아 원유 수입 중 해상원유 수입은 2/3을 차지한다. 충분히 큰 변화이다. 또한 러시아 제재의 실효성을 떠나, 러시아가 유럽 대신 중국, 인도 향 수출을 늘리고 있는 점도 원유 물동량이 떨어지지않게 지지한다. 금수 조치, 상한제가 어떻게 전개되든지 기존 대비 원유 수송에 비효율성이 생긴다는 점은 변하지않고, 원유운반선의 톤마일 수요가 늘어나 탱커선 시황을 자극할 것이다.

유럽의 러시아 원유 제재 타임라인

시행시기	내용	비고
2022.06.04	러시아산 원유 선적 선박에 보험 제공 중단	유럽 역외로 수출되는 경우는 제외
2022.12.05	러시아산 원유 수입 금지	파이프라인 통한 수입은 제외
2022.12.05	러시아산 원유 가격 상한제	상한 가격 논의중
2023.02.05	러시아산 석유 제품 수입 금지	

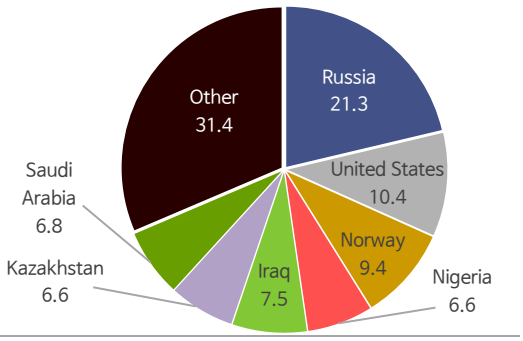
자료: 언론 보도 취합, 신한투자증권

유럽의 월 평균 유럽 역외 지역 원유 수입량



자료: Eurostat, 신한투자증권

유럽의 유럽 역외 지역 원유 수입 비중



자료: Eurostat, 신한투자증권 / 주: 2022년 2Q 기준

2006~08년 탱커 호황; 환경 규제와 고유가 기조의 하모니

2005~10년에 걸친 단일선체 탱커 퇴출은 탱커 발주의 촉진제

2002년 스페인 해상에서 77,000톤의 원유를 실은 유조선 프레스티지 호가 침몰하면서 유출된 기름 63,000톤은 스페인과 프랑스, 포루투갈 연안 2,980km을 오염시켰다. 주목할 점은 침몰한 유조선이 단일선체 탱커였다는 것이다.

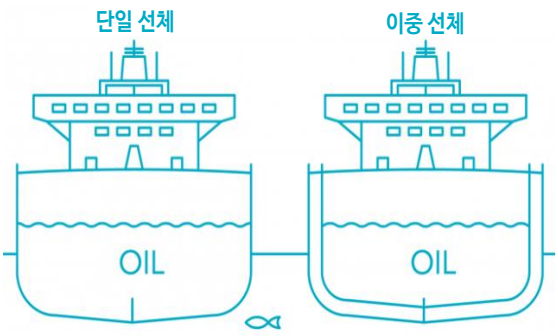
단일선체 탱커는 선체가 한 층의 판으로 이루어져있다. 만약 선체가 두 겹의 판으로 이루어진 이중선체 탱커였다면 피해가 매우 제한적이었을 것이라는 의견이 대두되었다. 프레스티지 호 사고를 계기로 해양환경규제인 MARPOL 협약이 2005년에 개정되었는데, 단일선체 탱커를 2010년까지 단계적으로 전부 퇴출하는 것이 주 골자였다.

규제에 대응하여 단일선체 탱커를 교체하기 위해 2006년 탱커 선사들의 이중선체 탱커 발주가 급증한다. 물론 2006~08년 탱커 시장 호황은 고유가로 탱커선사들의 쌓은 이익이 선박 투자로 이어진 영향이 지배적이다. 하지만 탱커선 발주세가 사그라들지않고 계속 활성화될 수 있는 촉진제 역할을 해준 것이 바로 이중선체 규제이다.

프레스티지 호 사고로 기름으로 뒤덮인 해안

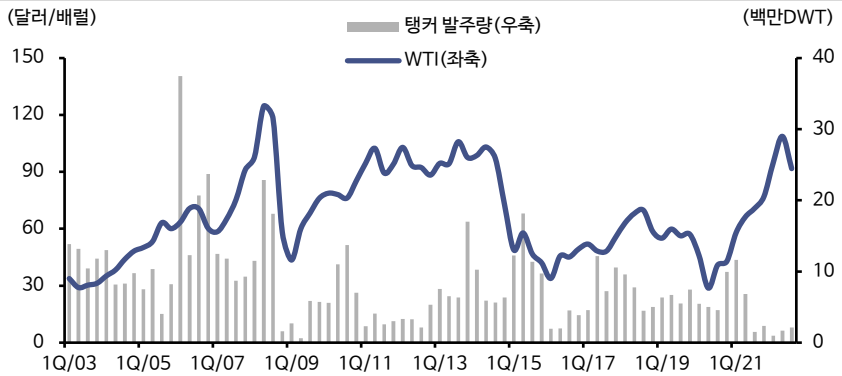
자료: 언론 보도, 신한투자증권

단일선체 vs 이중선체



자료: Clearsea.org, 신한투자증권

WTI, 탱커 발주량 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권

이번에는 탄소배출 규제

2023년부터 본격적으로 시행되는 탄소규제 강화

이중선체 규제는 탱커선에 주목한 정책이었으나, 오는 2023년부터 강화되는 탄소배출 규제는 전 선종을 대상으로 한다.

지금까지의 탄소배출 규제는 EEDI라는 이름으로 신규 건조선박에만 적용됐다. EEDI(Energy Efficiency Design Index)란 단위 톤마일 이동 시 배출되는 탄소 배출량을 이론적으로 계산한 값으로, EEDI 수치가 규정에서 정하는 상한을 넘지않아야한다. 탄소 배출량 상한은 시간이 흐름에 따라 단계적으로 강화된다.

기존 선박에도 적용되는 탄소배출 저감 규제: EEXI, CII

2023년에 새롭게 시행되는 탄소배출 규제 2가지가 바로 EEXI, CII이다. 큰 틀은 EEDI와 비슷하다. EEDI와 같은 계산식으로 탄소 배출량을 계산하여 기존 선박의 탄소 배출량도 규정의 상한을 넘지 못하게 한다. EEXI는 신규 선박에만 적용해온 EEDI를 기존 모든 선박에도 적용한다는 내용이다. CII의 특징은 EEDI, EEXI가 엔진의 이론적인 사양 수치를 이용해 계산한다면, CII는 실제 사용 시 측정된 운항데이터를 토대로 탄소 배출량을 계산하는 것이다.

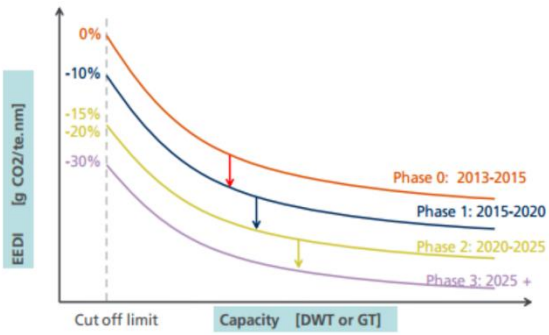
EEXI, CII의 영향이 큰 이유는 신규 선박뿐 아니라 기존 선박에 적용된다는 점이다. 신규 선박은 규제에 맞게 설계를 하면 되지만, 기존 선박은 이미 제작이 완료되어 사양을 변경하기가 쉽지 않다. 업계에 떠도는 말로는 현재 운항하는 선박 중 EEXI, CII를 충족 못하는 선박은 선종에 따라 40~70%에 육박한다고 한다.

선주의 대응안;
1) 신조선 발주
2) EPL 장착
3) ESD 탑재

선주들은 크게 3가지 방안으로 대응하고 있다. 첫째, 노후선을 폐선하고 신조선을 발주, 둘째, 엔진 출력을 제한하는 장치인 EPL(Engine Power Limitation)을 장착하여 더 느린 속력으로 운항, 셋째, 엔진의 효율을 개선 시키는 ESD(Energy Saving Device)를 탑재해 연료 소모량을 줄이는 방법이다.

EPL과 ESD는 환경규제가 계속 강화됨에 따라 일시적인 해결책이라는 한계가 있다. 또한 EPL 장착으로 속력을 줄이면 운항 기간이 더 길어지므로 실질적인 톤마일 선복량이 감소한다. 기존의 선복량을 유지하기 위해 선박이 추가로 필요하다. 결국 환경규제에 대응하는 궁극적인 방법은 신규 발주뿐이며 이는 중단기적으로 견조한 선박 수요를 이끌 것으로 기대한다.

IMO 탄소배출량 규제 단계별 절감 기준치



자료: 언론 보도, 신한투자증권

탄소 배출량 규제 EEDI, EEXI, CII 분류

	적용 범위	배출량 계산 데이터
EEDI	신규 선박	엔진 사양서; 엔진 설계 상 연료 소모량
EEXI	모든 선박	엔진 사양서; 엔진 설계 상 연료 소모량
CII	모든 선박	운항 데이터; 실제 연료 소모량

자료: QuantiWse, 신한투자증권

탱커선이 돌아올 때가 됐다

고유가 지속으로 산유국 이익 상승

2021년 하반기부터 이어진 고유가 기조로 석유기업들은 현금을 쌓았고, 탱커선사들은 2020년 초저유가 시기에 원유 저장 수요로 인해 폭등한 운임을 누렸다. 최근 탱커 운임이 급상승하며 탱커선사들의 이익 수준이 다시 높아지고 있다. 당사 매크로팀은 2023~24년 연간 WTI가 75~80달러/배럴 유지할 것을 예상한다.

IMF에 의하면 중동 및 중앙아시아 산유국은 2021~22년의 원유 매출의 상당부분을 저축했다. 그리고 2022~26년에 산유국들의 누적수익은 총합 1조 달러를 기록할 것으로 예상한다. 넘치는 오일 머니는 플랜트 투자로 나타나고 있다.

미주 지역은 이미 정유 플랜트, LNG 플랜트 프로젝트가 활발히 진행되고 있으며 11월 17일 S-Oil도 사우디 아람코의 투자를 통해 9.2조원 규모의 석유화학 플랜트 확장 프로젝트의 시작을 알렸다. 플랜트 공사 금액의 2%를 차지하는 용접용 피팅 시장의 성장세를 지켜봐야하는 이유이다.

선복량 대비 수주잔고는 역사상 최저점

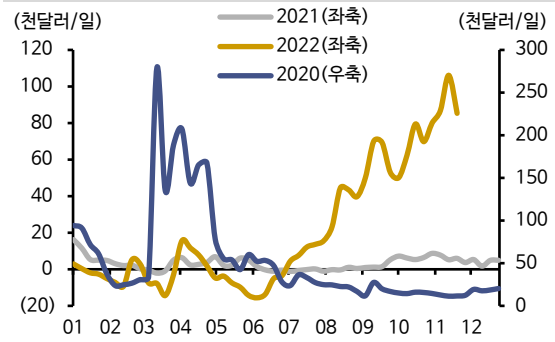
탱커선사들은 아직 고민중이다. 발주 의향은 있으나 조선소 슬롯이 2025년분까지 차기 시작하며 함께 상승한 선가가 너무 비싸다는 입장이다. 하지만 2022년 11월 기준 선복량 대비 수주잔고는 VLCC 3.6%, 수에즈막스 2.1%로 1996년대 이래로 역사상 최저점에 머물러있다. 매년 1~2% 증가하는 전세계 석유 수요를 가 감안하면 탱커선사들은 오래 고민할 시간이 없다.

환경규제가 부추기는 탱커선 교체 수요

현재 운항하는 원유운반선, 석유제품운반선 중 선령 20년이 넘은 노후선박은 7%이다. 강화되는 탄소배출 규제를 충족시키위해 저감장치를 장착해 몇 년 더 사용하기보다는 폐선하고 신조 발주를 하는 것이 더 경제적인 선택지일 것이다.

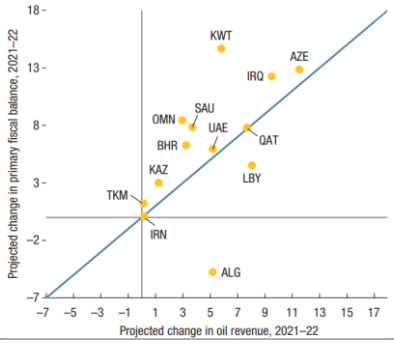
2006년 이중선체 규제에 대응하기위해 탱커 발주가 폭증했던 것처럼, 2023년 탄소배출 규제가 밀어주는 노후선 교체 수요와 고유가 상황에서 탱커선사들의 이익 축적이 맞물려 탱커 발주 시장의 활황으로 나타날 것이다. 친환경 연료의 중간 단계 역할을 하는 LNG에 대한 수요도 증가하여 LNG선의 발주 랠리를 이어나갈 전망이다.

월별 VLCC 수익 추이



자료: Clarksons, 신한투자증권

산유국의 재정수지 및 매출 산포도(GDP 대비 %)



자료: IMF, 신한투자증권

2. 극소수의 사업자

'유일' 혹은 '유이'한 공급 업체

1개 혹은 2개의 업체가 제품 공급

LNG 보냉재 완성품 제조 업체는 한국카본, 동성화인텍 두 곳이다. 저온의 LNG, LPG선, LNG 플랜트에 들어가는 피팅은 성광벤드, 태광의 물량이 대부분이다.

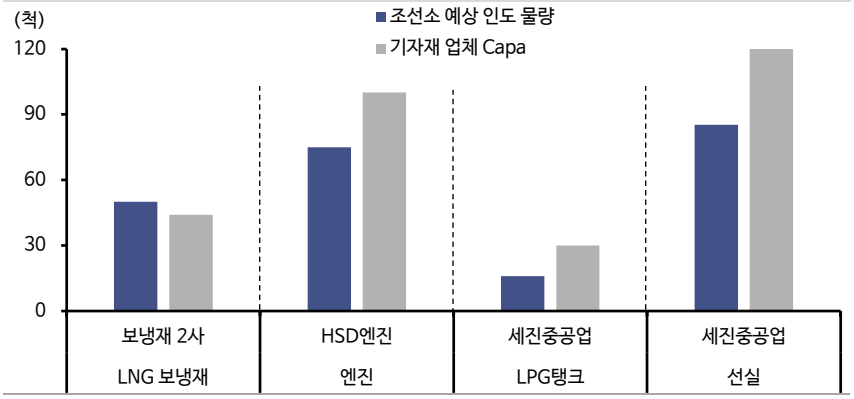
대형선의 추진 엔진 사업자는 HSD엔진, 현대중공업 엔진사업부밖에 없으며, HSD엔진은 대우조선해양과 삼성중공업 물량의 90% 이상을 납품한다. 세진중공업은 현대중공업과 현대미포조선의 선실 및 LPG 탱크 외주 물량 전량을 모두 받아와서 처리한다.

기자재 업체의 Q, P 단 모두 호재

이렇듯 조선소의 주요 기자재를 납품하는 업체는 기자재별로 1~2곳에 불과하다. 조선소 물량 증가에 따른 파이를 혼자 독식하거나 두 업체가 양분하여 나눠가진다. 2025년까지의 선박 물량이 기자재사에게 들어오는 것은 시간문제일뿐인 상황에서 기자재업체는 수주잔고 확보에 대한 부담을 내려놓고 가격 협상력을 키운다. 선가 인상에 맞추어 기자재 판가 인상도 요청할 수 있고, 원자재가 인상분을 판가에 전가하기도 수월해진다.

한국카본, 동성화인텍의 경우처럼 하나의 기자재군에 2개의 업체가 있는 경우라면 조선소가 두 업체를 경쟁시켜 낮은 판가를 유도하는 일이 아주 없는 일은 아니다. 그러나 최근의 조선소 물량은 두 업체 모두에게 주문해도 겨우 커버할 수 있까말까하는 물량이다. 업체를 경쟁시킬 때가 아니라 조선소에서 필요한 물량을 확보하는 것이 급선무이다. 기자재사 입장에서는 저가수주를 부르는 경쟁은 피하고, 수익성을 높이는 데에 집중할 수 있는 상황이다.

연간 조선소 평균 인도 물량, 기자재 업체 Capa



자료: Clarksons, 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 조선소 예상 인도 물량은 2023~25년 평균치

물량 증가는 모두 우리에게 온다; 약속의 기자재

높은 진입 장벽

조선기자재 산업은 장치 산업이다. 세진중공업의 450톤 규모 골리앗 크레인은 몇 백억원 수준으로 추정되고, 피팅 업체에서 대형 피팅을 생산하기 위한 5만톤 프레스 1대도 100억원 정도이다. 장비를 갖추고 고정비 레버리지를 일으켜 수익성을 챙기기까지 시간과 비용을 제법 투입해야한다.

또한 조선소에 납품할 제품의 규모가 1~2층 건물은 우스울 정도로 크니, 넓은 부지와 공장도 필수이다. 더나아가 선박 사고 발생시 피해 규모가 매우 크므로 선주들은 보수적인 태도를 유지하며 트랙 레코드를 중시한다. 20년 이상의 업력을 쌓은 기존 업체의 틈을 비집고 신규 업체가 진입하기 매우 어렵다.

Capa 증설은 Q 확대뿐 아니라 P에도 긍정적

기자재 업체들은 Capa 증설에 보수적으로, 조심스럽게 접근한다. LNG 보냉제 업체의 경우 기존의 Capa를 넘는 LNG선 인도 물량을 맞추기 위한 설비 증설은 아직 정해진 바가 없고, 조선소와 계속 협의를 진행중인 것으로 보인다.

그러나 앞으로의 조선소 인도 물량을 고려하면, 조선소 측에서 보냉재 업체의 Capa 증가를 요청할 수 밖에 없다. 이는 공급자 우위의 상황에서 물량 증가뿐 아니라 판매단가를 올릴 수 있는 좋은 기회이다.

최소 2025년까지 물량은 따놓은 당상

현재 조선소의 도크는 2025년까지 차있고 2026년 물량도 계약이 되고 있다. 미래는 정해져있다. 아직 조선소와 계약을 안했을뿐이지, 내년에도 내후년에도 기자재 업체는 기존의 업체뿐이니 이 소수의 기자재 업체에게 물량이 갈 것은 기정사실이다.

편안하게 기다리며 조선소가 건네줄 최소 2025년까지의 먹거리를 기자재사들이 얼마나 잘 소화하는지 지켜보면 된다. 기자재사도 실질적으로 수주잔고를 넉넉하게 채운 상황이니 이제 조금 더 자유롭게 수익성을 위한 전략을 세울 수 있을 것이다.

세진중공업 골리앗 크레인

자료: 회사 자료, 신한투자증권

조선기자재 사업자 업력

기업	업력	비고
한국카본	21년	
동성화인텍	26년	㈜화인텍
HSD엔진	38년	한국중공업 엔진사업부
세진중공업	18년	선실 초도 출하 기준
태광	60년	
성광벤드	60년	

자료: 회사자료, 신한투자증권 / 주: 초도 납품 기준

III. 조선 기자재 톺아보기

1. 조선 기자재 시장의 특성

조선소가 미리 그려주는 미래

전방산업인 조선업의 영향

조선 기자재 업체는 전방산업인 조선소와 같은 배를 탔다. 조선 3사(대우조선해양, 삼성중공업, 현대미포조선) 주가와 기자재 6사(한국카본, 동성화인텍, HSD엔진, 세진중공업, 태광, 성광벤드)의 주가 추이는 유사한 흐름을 보인다.

조선소 매입액을 고려 시, 후판을 제외한 국내 조선 기자재 시장 규모는 연간 13~15조원이다. LNG선 호황 지속과 환경 규제로 인한 교체 수요 발생으로 기자재 시장 규모도 성장이 기대된다.

조선소의 수주가 기자재 업체의 선행 지표이다. 기자재 종류와 인도시점에 따라 차이가 있지만 조선소가 선박을 수주한 후, 3개월~6개월 뒤에 기자재 업체도 조선소로부터 수주를 받는다.

소수의 업체가 나눠가지는 파이

주요 기자재는 소수의 업체가 기확정되어 있는 구조이다. 중요한 기자재는 선주가 계약 시에 선정하거나, 조선소에서도 항상 납품받는 업체들의 제품을 계속해서 주문한다. 따라서 조선소 수주 물량이 그대로 기자재 업체의 수주로 이어진다고 봐도 무방하다.

기자재 별 납품, 계약 시기

LNG 보냉재는 선박 건조 과정 중 뒷부분인 진수 단계에 납품이 된다. 주로 한 해에 약 1~2번 다음해의 물량에 대한 계약을 체결한다. 보냉재 업체의 수주는 조선소의 수주와 약 1년의 시차가 있다.

메인 엔진, 어퍼데크, 선실은 탑재 단계에 출하한다. 하지만 엔진은 제작 기간이 9~12개월이 소요되는 것을 감안하여 미리 발주한다. 조선소에서 선박 수주 후 약 3개월 후 엔진 업체와 계약한다. 어퍼데크, 선실은 필요한 물량을 모아 1년에 1~2번 한꺼번에 톤단위로 계약한다.

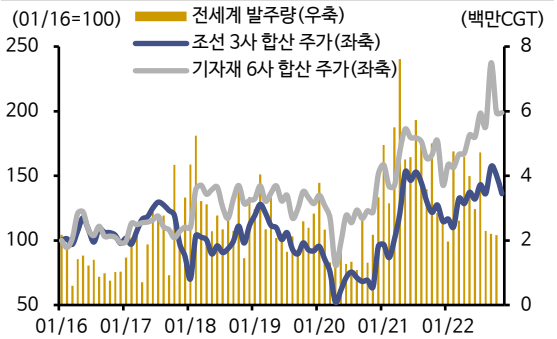
배관, 피팅은 용도에 따라 생산 초반 조립 단계부터 후반 안벽 의장 단계까지 넓은기간에 걸쳐 필요한 시기에 공급된다. 조선소와의 납품 계약은 주로 조선소 수주 후 6개월 뒤이다.

조선소 수주시점으로부터 기자재업체의 수주, 납품 시차

기자재 종류	기자재업체 수주	조선소에 납품	비고
LNG 보냉재	+6개월~1년	+1년 6개월~9개월	LNG 수주잔고 상승으로 수주-납품 시차 증가 추세 1년에 1~2번 약1년치 물량을 한꺼번에 계약
메인 엔진	+3개월	+1년 6개월~9개월	-
어퍼데크	+6개월~1년	+1년 6개월~9개월	1년에 1~2번 약1년치 물량을 한꺼번에 계약
선실	+6개월~1년	+1년 6개월~9개월	1년에 1~2번 약1년치 물량을 한꺼번에 계약
피팅	+6개월	+1년 3개월~9개월	-

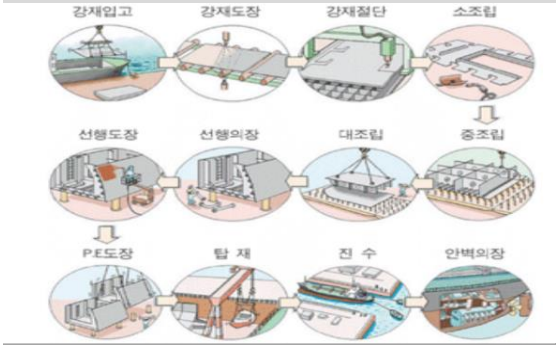
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 조선소 수주 후 바로 선박 건조 시작 가정. 선종, 계약조건 등에 따라 실제 시차는 상이

조선 3사, 기자재 6사 합산 주가 추이



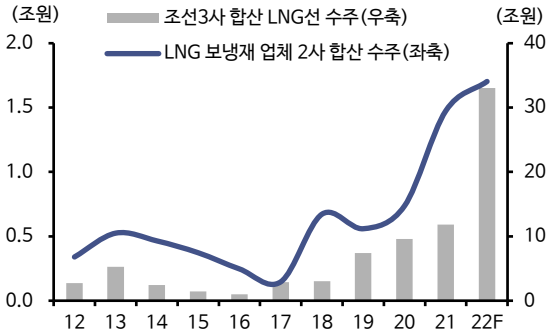
자료: QuantiWise, 신한투자증권

선박 건조 공정



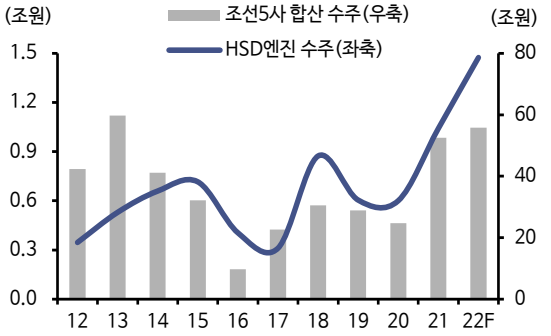
자료: 한국조선협회, 신한투자증권

LNG 보냉제 업체 2사 신규 수주 추이



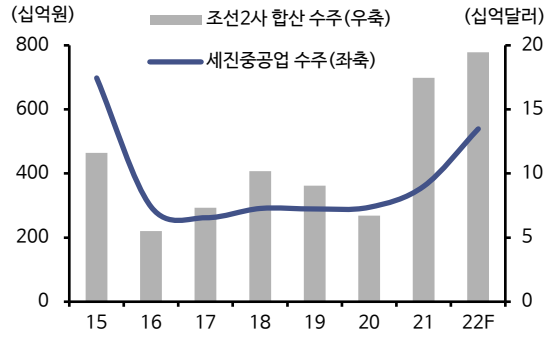
자료: 각 사, 신한투자증권 / 주: 동성화인텍, 한국카본 합산

HSD엔진 신규 수주 추이



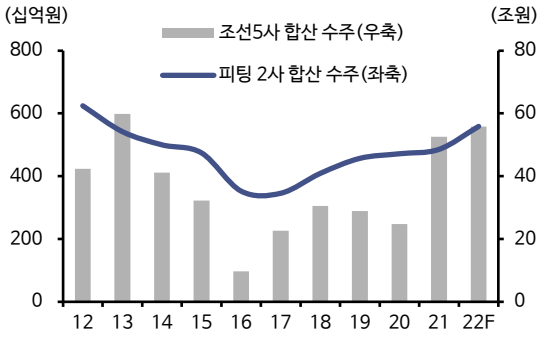
자료: 각 사, 신한투자증권

세진중공업 신규 수주 추이



자료: 각 사, 신한투자증권 /주: 현대중공업, 현대미포조선 합산

피팅 업체 2사 신규 수주 추이



자료: 각 사, 신한투자증권 / 주: 태광, 성광 합산 수주

선종별 특성

중국조선소의 주력 선종: 탱커, 벌크선

액체화물을 운반하는 탱커, 건화물을 운반하는 벌크선은 가스선 대비 제작이 쉬워 중국조선소의 주력 선종이다. 국내 조선소는 제일 저부가 가치선인 벌크선은 고려하지 않고, 대형 탱커 VLCC를 건조한다. 원유의 경우 다루기 까다롭지 않아서 원유운반선은 카본 재질의 피팅을 사용한다.

고부가 가치선 LNG, LPG

LNG선과 LPG선은 가스를 액화하여 운송하기 때문에 더 고도의 기술이 필요한 고부가 가치선이다. 국내 조선사들의 주력 선종이다. LNG, LPG 화물 탱크 각각 영하 160도, 영하 60도를 유지하는 것이 핵심이다. 화물 탱크에 있는 LNG, LPG를 액화하여 연료로도 사용하므로 기화, 액화 설비가 모두 필요하다.

LNG선에는 저온에서의 취성 파괴를 방지하기 위해 알로이나 스텐 재질 피팅을 사용해야한다. 덕분에 피팅 업체는 카본보다 마진이 좋은 알로이나 스텐을 납품한다. LNG 화물 탱크 설계는 조선소에서 프랑스 GTT사의 라이선스를 구매한다. GTT의 인증을 받은 업체만 보냉재를 납품할 수 있는데, GTT의 요건 충족이 어려워 아직 중국에는 1개 정도의 업체만 인증을 받았다.

세진중공업은 거래 조선소와 계약 시, 제품의 무게를 단위로 계약을 맺는데, LPG 화물탱크는 무겁고, 생산도 상대적으로 까다로워서 세진중공업 주력 제품 중 마진이 좋다. LPG선의 발주 증가는 세진중공업의 믹스 개선에 도움이 된다.

선박의 크기와 연료 종류에 영향을 받는 엔진 가격

엔진의 가격은 선종보다는 선박의 크기에 영향을 받는다. 상대적으로 대형선이 많은 컨테이너선과 LNG선에 들어가는 엔진의 가격이 조금 더 비싸다. 또한 어떤 연료를 쓰는 선박이냐에 따라 판가의 차이가 크다.

환경 규제 강화로 LNG 이중 연료 추진선 발주가 활성화되고 있는데, 엔진사에게 기쁜 소식이다. 디젤 엔진보다 디젤과 LNG를 모두 연료로 쓸 수 있는 LNG DF엔진의 가격이 더 비싸고 마진도 좋다.

174K 대형 LNG선

자료: 현대중공업, 신한투자증권

2. 선박의 구성 및 기자재의 역할

본 파트는 선박을 이루는 각 기자재의 기능과 기술적인 측면에 대해 조선소에서의 설계 경험을 되짚어 서술한다.

선박의 주요 구획

선박의 구획:
E/R, D/H, 화물칸, U/D

선박의 주요 구획은 E/R(Engine Room:엔진실), D/H(Deck House:선실), 화물칸, U/D(Upper Deck:어퍼데크)으로 나뉜다.

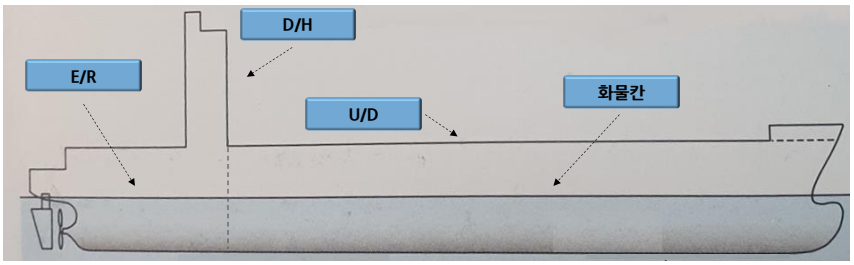
E/R은 선박의 동력을 발생시키위한 엔진 설비를 두는 공간이다. 프로펠러가 선박의 꼬리 부분에 달려있어서 효율적인 운항을 위해서는 선미부(선박의 뒷부분)가 충분히 잠겨있는 것이 좋다. 따라서 무거운 엔진 및 연료 탱크 등을 두는 E/R을 선미에 위치시킨다.

D/H는 선원들이 생활하는 작은 건물이라고 보면 된다. 주로 E/R의 어퍼데크 위에 올려져 있다. 대형 선박의 경우 A/C가 5~6층 건물 높이에 폭도 30~40m 가량이다. 침실, 화장실, 식당, 헬스장 등 기본 생활을 위한 시설이 마련되어있고, 가장 꼭대기에 조타실이 위치해있다.

화물칸은 최대한 많은 화물을 실을 수 있게 설계된다. LNG운반선은 선박 자체가 곧 움직이는 LNG탱크이다. 화물탱크를 개별적으로 만들어서 탑재하는 것이 아니라, 선체 안쪽에 LNG 보냉재를 붙이고 바로 LNG를 보관한다. 원유 운반선, 석유 제품 운반선도 유사하다. 선체 안쪽을 코팅 한뒤 원유, 석유제품을 주입한다. 컨테이너선은 컨테이너를 고정해주기 위한 틀인 라싱브릿지가 줄지어 있다.

U/D은 건물로 비유하면 옥상이다. 무거운 장비를 옮기기 위한 크레인, 조명탑, 액체화물, 연료유 등을 이송하기 위한 파이프, 선박을 고정해두기 위한 계류 장치 등이 배치된다.

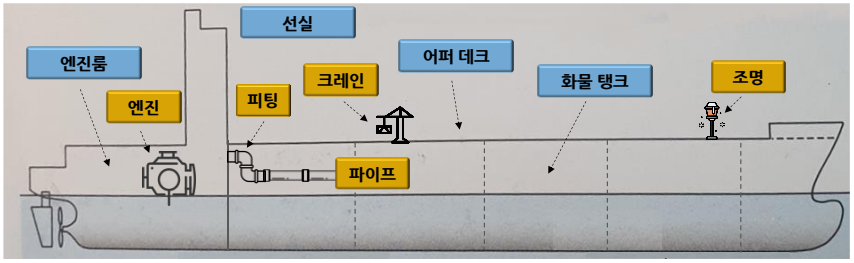
선박의 주요 구획



자료: 선박계산, 신한투자증권

기자재의 위치 및 역할

선박의 구획 및 기자재 위치



자료: 선박계산, 신한투자증권

엔진 라이센서, 생산사업자

엔진룸의 중앙에 **엔진**이 위치한다. 프로펠러 샤프트를 통해, 프로펠러와 연결되어 프로펠러를 회전시키며 선박을 추진한다. 주요 엔진 설계 사업자는 MAN, WinGD사가 있다. 선박 계약 시 선주가 엔진 사양을 정하면서 자동으로 엔진 설계 업체가 결정된다.

엔진 제조 사업자는 HSD엔진, 현대중공업 엔진사업부로 양분된다. MAN, WinGD사의 라이선스를 구매해 생산에 들어간다. 선주가 직접 엔진을 선정할 정도로 엔진은 선박의 사양에서 매우 중요하다다. 엔진과 함께 결정되는 연료 소모량, 배기가스량 등이 선박 운항의 경제성을 평가하는 주요 지표이기 때문이다.

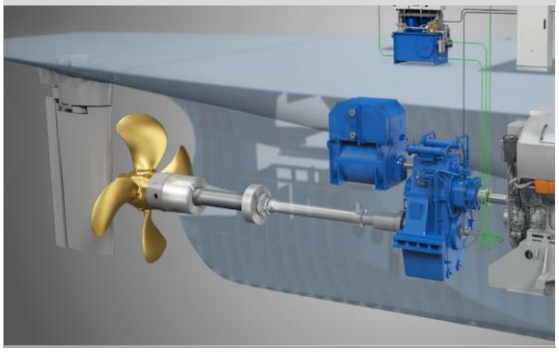
친환경 엔진 개발

환경 규제가 강화되며 DF엔진이 각광을 받고 있다. LNG DF(Dual Fuel) 엔진은 기존의 디젤 연료뿐 아니라 LNG도 연료로 사용할 수 있는 하이브리드 엔진으로 최근 선주들 사이에서 인기를 끌고 있다. 대형 컨테이너선사를 중심으로 메탄올 추진 선박 계약도 활성화되고 있다. 그외에 암모니아 추진 엔진이 2023년 개발 완료 예정이고, 수소, 2차전지 등의 엔진 연구도 진행중이다.

MAN사의 LNG DF 엔진

자료: MAN-ES, 신한투자증권

프로펠러-엔진 도식도



자료: Wartsila, 신한투자증권

SCR, 스크러버, 메탄슬립 저감장치

엔진에는 환경 규제에 대응하기 위한 배출가스 정화 장치가 연결되어있다. 환경 규제에 대응하여 배기 가스에서 NOx(질소산화물)을 거르기 위해 촉매를 사용하는 SCR(Selective Catalyist Reduction)는 한라ENS, HSD엔진 혹은 조선소에서 자체 제작한다. 저온, 저압 엔진이 아닌 이상 필수적인 장치이다.

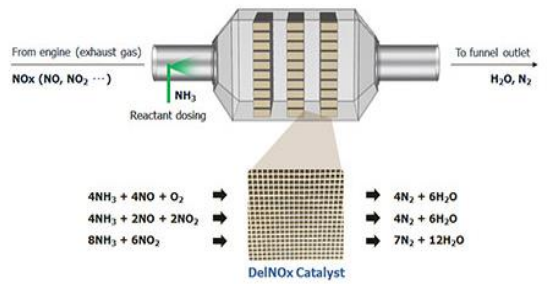
2020년 강화된 환경규제에 따라 SOx(황산화물) 저감장치인 스크러버(Scrubber)도 선주의 선택에 따라 장착된다. 황함유량이 낮은 저유황유 사용 혹은 스크러버 장착 2가지 선택지가 있다. 스크러버 메이커는 일승, 파나시아, 테크로스 등이다.

LNG를 연료로 쓰는 선박이 증가하면서, 엔진에서 불완전 연소된 메탄(LNG의 주 성분)이 대기로 방출되는 메탄슬립이 이슈가 되었다. 이 메탄슬립을 줄여주는 저감장치가 SCR, 스크러버만큼의 관심을 받을 것으로 기대한다. **메탄슬립 저감장치** 메이커로 스웨덴의 Alfa Laval, 세진중공업의 자회사인 일승이 있다.

선실

선실은 선박과 개별적으로 생산되고, 탑재 거의 마지막 단계에 출하하여 상부갑판 위에 얹는다. 대형선의 선실은 4~5층 건물 규모이다. 중소형 조선소에 견줄 수 있을 만큼 넓은 생산 부지와 설비가 필요하다. 세진중공업, 오리엔탈정공에서 생산하고 있다.

SCR 작동 원리



자료: HSD엔진, 신한투자증권

스크러버

자료: 파나시아, 신한투자증권

메탄슬립 저감장치

자료: Alfa Laval, 신한투자증권

선실

자료: 세진중공업, 신한투자증권

LNG 화물탱크

화물탱크는 LNG 화물탱크에 쓰이는 보냉재, LPG 화물탱크를 외부 업체에서 공급받는다. 통상 적용되는 LNG 화물탱크는 선체에 바로 보냉재를 붙여 탱크를 만드는 멤브레인 탱크이다. 이때 사용되는 LNG 보냉재 사업자가 한국카본, 동성화인텍이다. 멤브레인 탱크의 원천기술업체는 GTT 사다. 현재 계약되는 모든 대형LNG운반선의 화물탱크를 GTT가 설계한다고 해도 과언이 아니다. GTT의 사양 중 어떤 것을 고를지의 문제이지, 설계 업체 자체는 GTT로 고정되어있다.

GTT의 생산 인증을 받은 업체만 LNG 보냉재를 만들어 납품할 수 있다. 한국카본, 동성화인텍 등 소수의 업체만 인증을 받았다. 영하 160도에도 충격을 이겨내려면 보냉재의 모든 부분이 고르게 조성되어있는 것이 중요한데, 보냉재의 물성을 균일하게 생산하는 것이 까다롭기 때문에 인증을 받는 것은 쉽지 않다. 선박 진수 이후에 조선소 안벽에서 선체에 LNG 보냉재를 붙이는 작업을 한다.

LPG 화물탱크

LPG 화물탱크는 선체와 독립적으로 제작되는 Type B 탱크이다. 8각 기둥을 옆으로 눕혀놓은 형상이며, 조선소의 탱크 설계를 전달받아 생산한다. 대형 LPG선의 탱크 한 개가 3~4층 건물 규모이기 때문에, 선실 생산과 마찬가지로 넓은 부지와 설비가 필수다. 세진중공업에서 현대중공업, 현대미포조선의 LPG 화물탱크 외주물량 전부를 처리한다.

LNG 연료탱크

환경규제에 따라 LNG DF엔진을 장착하여 LNG를 연료로 사용하는 선주가 증가하며, LNG 연료탱크를 화물칸 혹은 어퍼데크에 두기 시작했다. LNG 연료탱크 종류는 크게 멤브레인, Type B, Type C 탱크로 나뉜다. 용량이 작은 Type C 탱크는 U어퍼데크에, 더 큰 Type B 혹은 멤브레인 탱크는 화물탱크 사이에 공간을 마련한다. 멤브레인 탱크는 동성화인텍, Type B 및 Type C 탱크는 동성화인텍, 세진중공업, 상상인인더스트리, 오리엔탈정공 등에서 생산하고 있다.

선체에 붙여 탱크로 완성된 LNG 보냉재

자료: 언론보도, 신한투자증권

LPG 화물탱크

자료: 세진중공업, 신한투자증권

어퍼 데크

어퍼 데크를 생산하는 세진중공업은 조선소로부터 설계도면을 받아 생산해 납품한다. 어퍼 데크에 선종 공통으로 들어가는 장비들이 크레인, 조명이다. 크레인은 선박 내에서 무거운 설비를 들기위해 설치하고, 오리엔탈 정공, 상상인 인더스트리에서 만든다. 조명의 위치와 사양은 해상규정으로 정해져 있을 정도로 중요하다. 대양전기공업 등에서 여러 종류의 조명을 벌크로 판매한다.

배관, 피팅

액체 화물, 연료, 윤활유, 배기가스 등의 이동통로인 배관은 마치 혈관처럼 선박 곳곳을 타고 흐른다. 어퍼 데크에 위치한 배관을 통해 화물을 실고 내린다. LNG, LPG운반선의 경우 화물을 탱크에서 엔진으로 이송해서 연료로 쓰일 수 있게 추가적으로 파이프라인이 연결되어있다.

배관은 동방선기, 배관 이음쇠인 피팅은 종류에 따라 태광, 성광벤드, 하이록코리아, 디케이락 등에서 생산한다. 배관 업체와 피팅 업체가 다른 이유는 배관은 규격화되어있어 대량 생산 체제이지만 피팅은 직경 크기가 매우 다양해 다품종소량생산을 하기 때문이다.

어퍼데크

자료: 세진중공업, 신한투자증권

피팅

자료: 태광, 신한투자증권

조선 기자재 업체 정리

선박 구획	중분류	기자재	커버 기업	그 외	비고
선체	탱크	LNG 보냉재	동성화인텍, 한국카본	TMC, 허치슨	
		LPG 화물탱크	세진중공업	상상인인더스트리	
		연료탱크	동성화인텍, 세진중공업	상상인인더스트리, 오리엔탈정공	
	상부구조물	데크하우스, 어퍼덱	세진중공업	오리엔탈 정공(오리엔탈 마린텍)	
기장	엔진	메인엔진, 보조엔진	HSD엔진	현대중공업 엔진사업부, STX엔진	
	기타 설비	스크러버		파나시아, 테크로스, 일승	
		SCR	HSD엔진	한라ENS	
		메탄슬립 저감장치		일승, Alfa Laval	
배관	피팅	용접용	태광, 성광벤드		
		계장용		하이록코리아, 디케이락	
	배관			동방선기	
전장	조명			대양전기공업	

자료: 신한투자증권 / 주: 표에 언급되지 않았지만 수많은 기자재 업체들이 활약하고 있다.

한국카본

| Bloomberg Code (017960 KS) | Reuters Code (017960.KS)

2022 년 11 월 30 일

LNG 보냉재 명가가 이익을 쌓기 시작

[조선기자재]

명지운 연구원
☎ 02-3772-2661
✉ jiunmyoung@shinhan.com

이동헌 부부장 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@sinhan.com

매수	현재주가 (11 월 29 일)	목표주가	상승여력
(신규)	11,800 원	19,000 원 (신규)	61.0%

- 국내 LNG 화물탱크 보냉재 시장을 양분
- 수익성 개선에 대한 기대
- 투자의견 매수, 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시

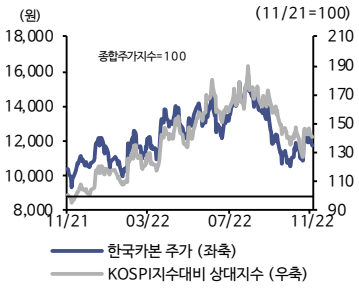
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	19,000 원 (신규)
상승여력	61.0%

KOSPI	2,408.27p
KOSDAQ	717.90p
시가총액	516.5 십억원
액면가	500 원
발행주식수	44.0 백만주
유동주식수	31.4 백만주(71.5%)
52 주 최고가/최저가	16,050 원/9,330 원
일평균 거래량 (60 일)	660,191 주
일평균 거래액 (60 일)	8,223 백만원
외국인 지분율	10.32%
주요주주	
조문수 외 5 인	23.34%
국민연금공단	8.86%
절대수익률	
3 개월	-21.9%
6 개월	-11.3%
12 개월	16.3%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-19.6%
6 개월	-2.9%
12 개월	41.9%

주가차트



국내 LNG 화물탱크 보냉재 시장을 양분

1984년 설립된 복합소재사로 1995년에 코스피 상장했다. 2001년부터 LNG선 보냉재 사업을 시작해 2002년, 2005년 각각 삼성중공업, 현대중공업에 초도 납품을 수행했다. 그 이후로 20년동안 국내에 둘 뿐인 LNG 화물탱크 보냉재 사업자로 자리를 유지하고 있다.

LNG 보냉재 사업부(매출비중 70~80%)는 화물탱크 보냉재, 파이프 단열재 등을 판매한다. 그 외에 요트 마스트, 낚싯대 등에 카본 소재를 제공하는 카본 사업부(5~10%), 열차의 내장판, 바닥 장식재 등으로 쓰이는 유리 섬유 사업부(5~10%) 등으로 이루어져있다.

유럽 시장을 중심으로 카본 신사업인 자동차 경량소재의 본격적인 사업화를 꾀하며, 이스라엘항공우주산업과 파트너십을 맺고 지난해 꼬리 구조물을 수주하며 항공부품용 복합소재도 성과를 나타내고 있다.

수익성 개선에 대한 기대

2017년까지 연 2000억원 내외였던 LNG선 화물창판넬 수주액이 2021년 6,070억, 올해 3분기 기준 8,257억원으로 3~4배 증가했다. 덕분에 수주잔고도 작년 8210억원에서 올해 3분기까지 1조 6700억원으로 2배 상승했다. 내년 매출액은 YoY 50% 상승을 예상한다.

2021년에 급등한 MDI 가격은 2022년 10월말까지 20% 하락했고 2023년에는 더욱 안정될 것으로 예상한다. 다시 한번 매출액 상승에 따른 고정비 효과와 원재료비 하락으로 인한 수익성 개선을 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 19,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 EPS 1,260에 타깃 PER 14.8배를 적용했다. 타깃 PER은 발주가 쌓이며 본격적 실적 상승을 보인 2006년의 동사와 동성화인텍의 평균 PER을 20% 할인했다.

06년 당시 동사는 04~06년 LNG선 발주 호황으로 05~07년 연 평균 매출 성장이 38%에 달했다. 18~21년 견조했던 LNG선 발주, 그리고 22년의 폭발적인 발주로 동사의 매출 성장기간은 더 오래 지속될 것으로 전망한다. 대우조선해양이 새로운 고객사가 되는 점도 지켜보자.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	411.7	75.7	74.0	57.4	1,305	224.1	8,656	10.3	5.8	1.6	16.6	(27.1)
2021	367.8	32.7	28.5	14.3	326	(75.0)	8,849	32.9	9.2	1.2	3.7	(20.3)
2022F	388.1	25.0	22.8	15.9	362	10.9	9,064	32.6	14.0	1.3	4.0	4.8
2023F	589.1	71.0	71.0	55.4	1,260	247.9	10,177	9.4	5.9	1.2	13.1	(4.9)
2024F	733.2	102.9	103.3	80.5	1,832	45.4	11,862	6.4	3.6	1.0	16.6	(18.6)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국카본 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)		78	72	114	125	139	142	144	165	412	368	388	589	733
영업이익		4	2	12	6	15	15	21	21	76	32	25	71	103
세전이익		4	10	2	6	14	15	21	21	74	28	23	71	103
순이익		3	9	(1)	5	11	11	17	16	57	14	16	55	81
영업이익률(%)		5.5	3.5	10.5	5.0	10.6	10.3	14.7	12.5	18.4	8.7	6.4	12.1	14.0
세전이익률		5.6	14.6	1.7	4.8	10.4	10.4	14.8	12.5	18.0	7.7	5.9	12.1	14.1
순이익률		4.0	12.5	(0.7)	3.8	8.1	8.1	11.5	9.7	13.9	3.9	4.1	9.4	11.0
매출액 증가율	YoY	(23.9)	(32.7)	45.9	53.6	78.7	98.1	26.1	31.9	50.6	(10.6)	5.5	51.8	24.5
	QoQ	(4.3)	(7.9)	59.3	9.5	11.3	2.0	1.4	14.5	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	(52.5)	(78.6)	36.6	155.4	243.3	486.5	76.0	231.5	199.4	(57.9)	(21.7)	184.4	44.9
	QoQ	76.1	(41.7)	380.3	(48.2)	136.7	(0.4)	44.1	(2.4)	-	-	-	-	-

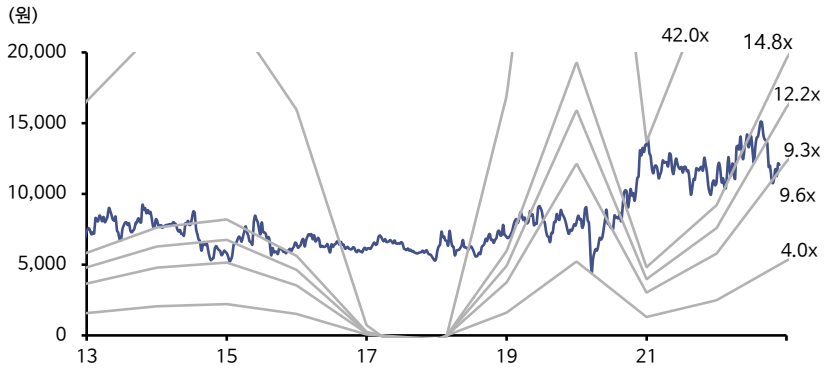
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국카본 PER Valuation – 목표주가 19,000원

목표주가 (원)	19,000	2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER 20% 할인; 2004~07년의 폭발적인 수요증가에는 못 미침을 감안
Target PER (배)	14.8	
현재주가 (원)	11,800	투자 포인트 1) LNG 보냉재 2사의 Capa를 넘어서는 조선소 수주잔고 2) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과 3) 카본사업부 신사업에 기대되는 넓은 확장성
상승여력 (%)	61.0	
2023년 선행EPS (원)	1,260	

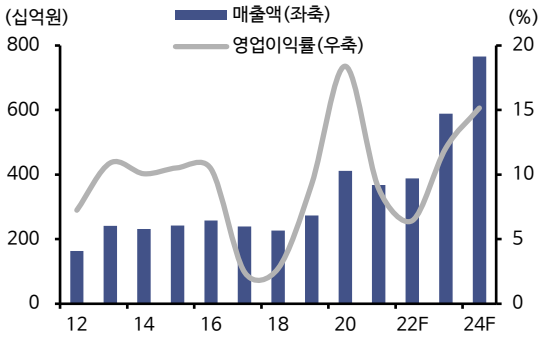
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국카본 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



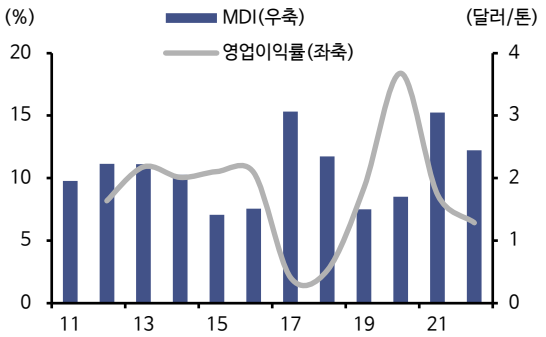
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국카본 매출액, 영업이익률 추이



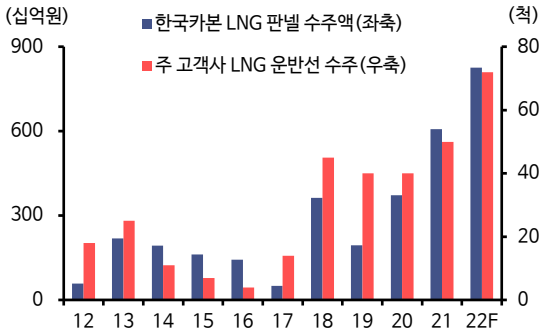
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국카본 영업이익률, MDI 가격 추이



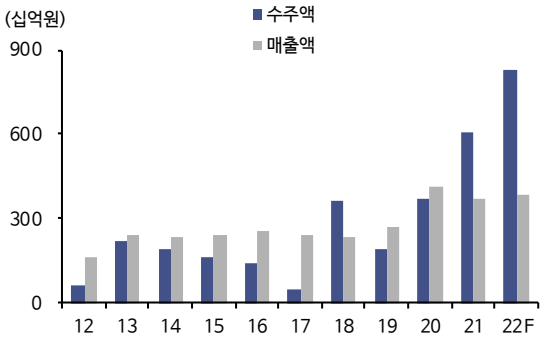
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국카본 LNG 수주, 주 고객사 LNG 수주 추이



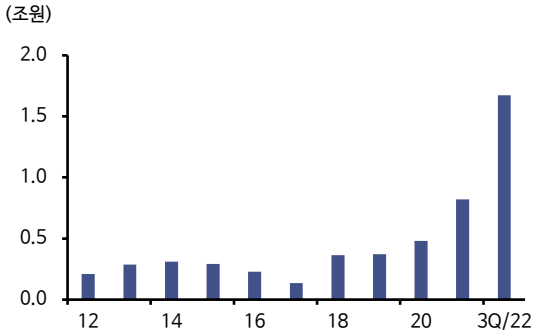
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국카본 LNG부문 수주액, 전체 매출액 추이



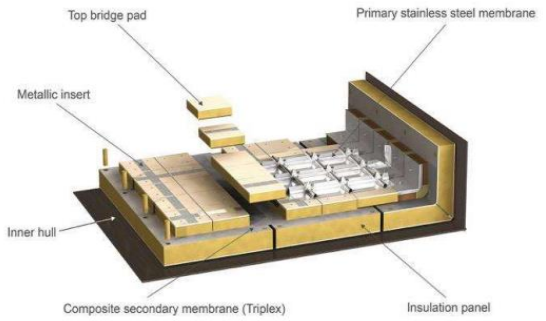
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국카본 LNG 부문 수주 잔고 추이



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

MARK-III type LNG 보냉재



자료: 한국카본, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**478.3**	**498.4**	**557.8**	**614.7**	**699.1**
유동자산	256.3	247.8	266.3	327.1	413.3
현금및현금성자산	65.8	49.0	34.8	74.8	148.9
매출채권	27.0	34.5	55.7	61.3	64.5
재고자산	92.7	90.8	143.7	158.1	166.5
비유동자산	222.0	250.5	291.5	287.6	285.8
유형자산	155.3	184.6	209.3	203.7	198.6
무형자산	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0
투자자산	54.9	55.2	66.2	68.0	71.4
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**97.8**	**109.4**	**159.3**	**167.3**	**177.6**
유동부채	75.3	94.0	126.1	133.6	143.6
단기차입금	7.3	7.1	34.0	33.5	33.0
매입채무	26.7	27.6	31.3	34.4	36.3
유동성장기부채	1.4	15.9	4.6	4.6	4.6
비유동부채	22.5	15.4	33.2	33.7	34.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	17.6	6.8	28.4	28.4	28.4
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**380.5**	**389.0**	**398.5**	**447.4**	**521.5**
자본금	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
자본잉여금	89.8	89.8	89.8	89.8	89.8
기타자본	(6.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
기타포괄이익누계액	(3.9)	(1.5)	4.1	4.1	4.1
이익잉여금	278.6	284.7	288.5	337.5	411.6
지배주주지분	**380.5**	**389.0**	**398.5**	**447.4**	**521.5**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	26.5	31.0	76.1	75.7	75.4
*순차입금(순현금)	(103.0)	(78.8)	19.1	(22.1)	(96.9)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**411.7**	**367.8**	**388.1**	**589.1**	**733.2**
증감률 (%)	50.6	(10.6)	5.5	51.8	24.5
매출원가	**307.2**	**307.0**	**333.7**	**487.4**	**598.7**
매출총이익	**104.5**	**60.8**	**54.4**	**101.7**	**134.5**
매출총이익률 (%)	25.4	16.5	14.0	17.3	18.3
판매관리비	**28.8**	**28.1**	**29.5**	**30.7**	**31.6**
영업이익	**75.7**	**32.7**	**25.0**	**71.0**	**102.9**
증감률 (%)	199.5	(56.8)	(23.7)	184.4	44.9
영업이익률 (%)	18.4	8.9	6.4	12.1	14.0
영업외손익	(1.7)	(4.3)	(2.2)	0.0	0.4
금융손익	2.6	5.4	(12.1)	0.0	0.4
기타영업외손익	(1.8)	(7.4)	9.8	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	(2.5)	(2.3)	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	**74.0**	**28.5**	**22.8**	**71.0**	**103.3**
법인세비용	16.6	14.1	6.9	15.6	22.7
계속사업이익	57.4	14.4	15.9	55.4	80.5
중단사업이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**57.4**	**14.3**	**15.9**	**55.4**	**80.5**
증감률 (%)	224.1	(75.0)	10.9	247.9	45.4
순이익률 (%)	13.9	3.9	4.1	9.4	11.0
(지배주주)당기순이익	57.4	14.3	15.9	55.4	80.5
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	55.3	16.3	22.4	55.4	80.5
(지배주주)총포괄이익	55.3	16.3	22.4	55.4	80.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**84.2**	**42.7**	**38.4**	**84.8**	**116.1**
증감률 (%)	165.4	(49.3)	(10.2)	120.9	36.9
EBITDA 이익률 (%)	20.5	11.6	9.9	14.4	15.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**69.4**	**25.5**	**(36.1)**	**57.5**	**92.6**
당기순이익	57.4	14.3	15.9	55.4	80.5
유형자산상각비	8.4	10.0	13.3	13.6	13.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	2.5	(0.7)	(1.3)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	(8.5)	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	2.5	1.6	(0.1)	0.0	0.0
운전자본변동	(8.9)	(1.3)	(68.6)	(11.7)	(1.1)
(법인세납부)	(7.4)	(20.5)	(11.6)	(15.6)	(22.7)
기타	14.8	30.6	16.2	15.7	22.7
투자활동으로인한현금흐름	**(65.4)**	**(33.4)**	**(1.1)**	**(10.6)**	**(11.8)**
유형자산의증가(CAPEX)	(32.5)	(37.1)	(22.5)	(8.0)	(8.0)
유형자산의감소	0.6	4.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(24.8)	(22.7)	41.7	(1.9)	(3.3)
기타	(8.6)	21.6	(20.3)	(0.7)	(0.5)
FCF	43.9	(18.2)	(54.4)	49.0	84.1
재무활동으로인한현금흐름	**21.4**	**(8.9)**	**22.2**	**(6.8)**	**(6.8)**
차입금의 증가(감소)	7.9	(0.6)	29.4	(0.4)	(0.3)
자기주식의처분(취득)	19.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.9)	(7.7)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
기타	(0.6)	(0.6)	(0.7)	0.1	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	(0.0)	0.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**25.1**	**(16.8)**	**(14.3)**	**40.0**	**74.1**
기초현금	40.7	65.8	49.0	34.8	74.8
기말현금	65.8	49.0	34.8	74.8	148.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	1,305	326	362	1,260	1,832
EPS (지배순이익, 원)	1,305	326	362	1,260	1,832
BPS (자본총계, 원)	8,656	8,849	9,064	10,177	11,862
BPS (지배지분, 원)	8,656	8,849	9,064	10,177	11,862
DPS (원)	180	150	150	150	150
PER (당기순이익, 배)	10.3	32.9	32.6	9.4	6.4
PER (지배순이익, 배)	10.3	32.9	32.6	9.4	6.4
PBR (자본총계, 배)	1.6	1.2	1.3	1.2	1.0
PBR (지배지분, 배)	1.6	1.2	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA (배)	5.8	9.2	14.0	5.9	3.6
배당성향 (%)	13.5	45.0	40.5	11.7	8.0
배당수익률 (%)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	20.5	11.6	9.9	14.4	15.8
영업이익률 (%)	18.4	8.9	6.4	12.1	14.0
순이익률 (%)	13.9	3.9	4.1	9.4	11.0
ROA (%)	13.1	2.9	3.0	9.4	12.3
ROE (지배순이익, %)	16.6	3.7	4.0	13.1	16.6
ROIC (%)	28.2	7.6	4.8	16.1	23.2
안정성					
부채비율 (%)	25.7	28.1	40.0	37.4	34.1
순차입금비율 (%)	(27.1)	(20.3)	4.8	(4.9)	(18.6)
현금비율 (%)	87.4	52.2	27.6	56.0	103.7
이자보상배율 (배)	197.4	68.5	17.2	33.1	61.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.3	5.7	3.9	4.3	5.1
재고자산회수기간 (일)	79.7	91.0	110.2	93.5	80.8
매출채권회수기간 (일)	25.2	30.5	42.4	36.2	31.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

HSD 엔진

| Bloomberg Code (082740 KS) | Reuters Code (082740.KS)

2022 년 11 월 30 일

DF엔진 예열 중

[조선기자재]

명지운 연구원
☎ 02-3772-2661
✉ jiunmyoung@shinhan.com

이동헌 부부장 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@sinhan.com

매수	현재주가 (11 월 29 일)	목표주가	상승여력
(신규)	7,610 원	11,000 원 (신규)	44.5%

- 삼성중공업과 대우조선해양 저속 엔진 물량 90% 이상 납품
- DF엔진 비중 확대로 믹스 개선
- 투자의견 매수, 목표주가 11,000원으로 커버리지 개시

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

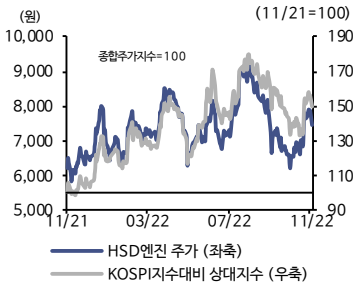
신한투자증권 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	11,000 원 (신규)
상승여력	44.5%

KOSPI	2,408.27p
KOSDAQ	717.90p
시가총액	533.0 십억원
액면가	1,000 원
발행주식수	71.5 백만주
유동주식수	47.7 백만주(66.7%)
52 주 최고가/최저가	9,200 원/5,821 원
일평균 거래량 (60 일)	596,645 주
일평균 거래액 (60 일)	4,503 백만원
외국인 지분율	1.39%
주요주주	
인화정공 외 2 인	33.24%

절대수익률	
3 개월	-16.9%
6 개월	12.4%
12 개월	17.1%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-14.4%
6 개월	23.1%
12 개월	42.8%

주가차트



선박의 심장을 만드는 엔진 사업자

1999년 두산중공업, 삼성중공업의 엔진 사업부를 통합하고 대우조선해양이 지분 참여로 들어오며 설립되었다. 2005년 두산엔진으로 사명을 변경했다가 2018년 HSD엔진으로 원복한다. 2018년 두산엔진의 엔진사업부와 그 외의 사업부로 분할되며 순수한 엔진 사업자가 되었다. 동일한 해에 인화정공이 대주주로 참여하는 컨소시엄에 매각되었다.

저속 선박엔진 사업(매출 비중 80~90%)과 육상/비상발전용 디젤엔진, 엔진부품 등 비선박엔진 사업(10~20%)으로 이루어져있다. 저속 선박엔진 사업자는 현대중공업 엔진사업부와 HSD엔진 둘 뿐이다. 삼성중공업과 대우조선해양의 저속 엔진 물량 90% 이상을 납품한다.

DF엔진 비중 확대로 믹스 개선

2021년, 2022년 3Q까지 수주액은 각각 1조 400억, 1조 4,700억원이다. 수주잔고는 올해 3Q까지 2조 3,500억원까지 쌓였다. 2023년 매출액은 BEP 8,000억원을 넘어 고정비 레버리지 효과를 확인할 수 있다.

선가와 연동되어 상승한 엔진 가격, 가격도 마진도 높은 DF엔진 믹스 개선 효과는 2H23부터 나타나기 시작한다. 2024년 OPM 두자릿 수도 기대된다. 올해 3분기 턴어라운드를 시작으로 나아갈 일만 남았다.

투자의견 매수, 목표주가 11,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 11,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 EPS 797원에 타깃 PER 13.5배를 적용했다. 타깃 PER은 발주가 쌓이며 본격적 실적 상승을 보인 2006년의 한국카본과 동성화인텍의 평균 PER을 30% 할인했다. 선박 교체 수요, 신흥국 경제 발전에 따른 발주가 폭발적이었던 2004~07년만큼의 호황은 아니고, 아직 LNG보냉재 사업만큼은 실적이 올라오지 않은 점을 반영했다.

11월 15일 사업다각화 측면에서 에어인천에 사모펀드 형태로 투자했다. 에어인천은 국내 유일한 화물 전용 항공사로, 실적이 개선되며 동사의 이익에 보탬이 될 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	830.0	20.0	8.7	6.0	144	흑전	4,608	45.9	10.8	1.4	3.2	70.1
2021	599.0	(39.8)	(50.4)	(39.7)	(730)	적전	3,500	(9.0)	(24.6)	1.9	(19.7)	73.2
2022F	779.2	(28.9)	(32.5)	(33.7)	(524)	적지	3,135	(14.5)	(61.0)	2.4	(15.5)	111.5
2023F	1,180.3	87.0	73.1	57.0	797	흑전	3,932	9.5	8.6	1.9	22.6	116.6
2024F	1,394.6	140.9	127.0	99.1	1,385	73.7	5,317	5.5	5.2	1.4	29.9	67.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

HSD엔진 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	전체	178	187	176	239	240	329	303	308	830	599	779	1,180	1,395
	선박엔진	139	145	134	181	189	279	252	258	676	438	599	978	1,190
	삼성+대우	63	73	67	125	87	176	150	155	501	211	328	567	741
	중국	73	65	60	47	94	94	94	94	144	219	246	378	422
	기타	3	7	7	9	8	8	8	8	31	9	26	33	27
	비선박엔진	39	41	41	58	51	51	51	51	154	161	180	202	205
영업이익	전체	(3)	(30)	0	4	12	33	21	21	20	(40)	(29)	87	141
세전이익		(5)	(31)	4	(0)	9	29	18	18	9	(50)	(32)	73	127
순이익		(5)	(31)	2	(0)	7	23	14	14	6	(40)	(33)	57	99
매출액 증가율(%)	YoY	55.3	9.6	48.1	22.2	34.9	76.6	72.4	28.9	23.2	(27.8)	30.1	51.5	18.2
	QoQ	(9.1)	4.9	(5.8)	36.1	0.3	37.3	(8.0)	1.8	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	4,234	479.8	흑전	적전	적지	흑전	61.9
	QoQ	적지	적지	흑전	633.6	231.1	170.4	(34.0)	(1.9)	-	-	-	-	-
영업이익률	전체	(1.5)	(16.4)	0.3	1.5	5.0	9.9	7.1	6.8	2.4	(6.7)	(3.7)	7.4	10.1
세전이익률		(2.7)	(16.8)	2.1	(0.1)	3.6	8.8	5.9	5.7	1.1	(8.4)	(4.2)	6.2	9.1
순이익률		(2.7)	(16.7)	1.3	(0.1)	2.8	6.9	4.6	4.4	0.7	(6.6)	(4.3)	4.8	7.1

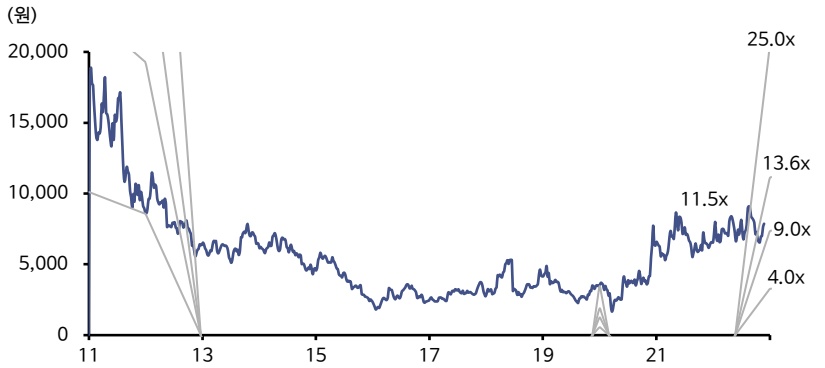
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HSD엔진 PER Valuation – 목표주가 11,000원

목표주가 (원)	11,000	2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER 17.8배를 30% 할인
Target PER (배)	13.5	
현재주가 (원)	7,610	투자 포인트 1) 국내 '유이'한 선박 저속 엔진 사업자 프리미엄 2) DF엔진 비중 증가에 따른 믹스 개선 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과
상승여력 (%)	44.5	
2023년 선행EPS (원)	797	

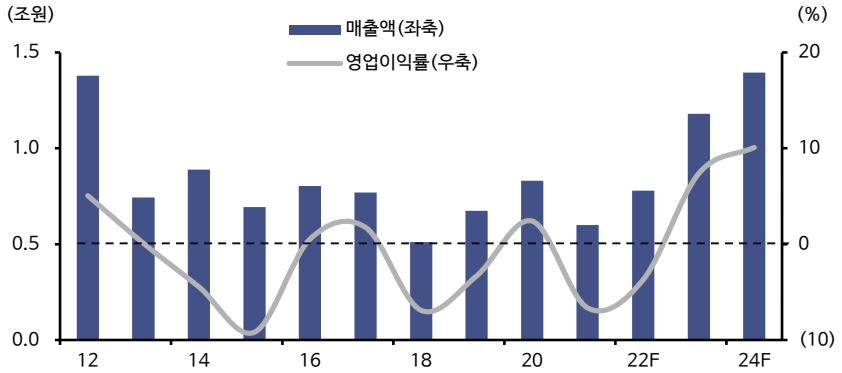
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HSD엔진 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



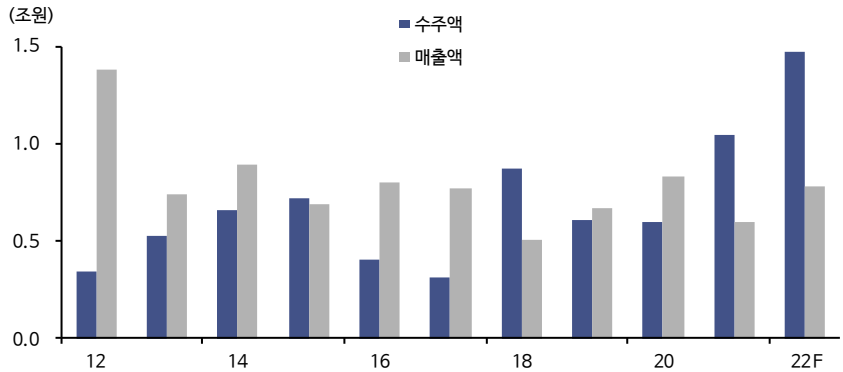
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

HSD엔진 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



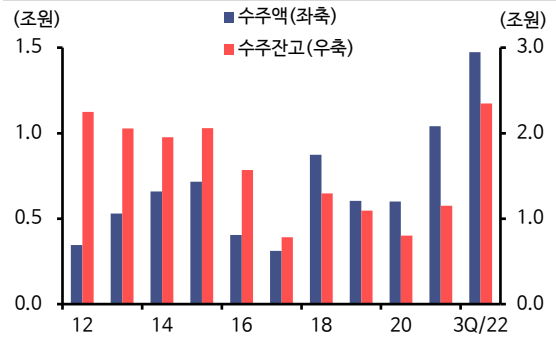
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HSD엔진 수주액, 매출액 추이 및 전망



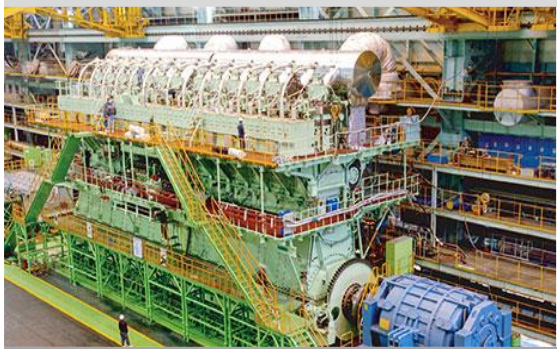
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HSD 엔진 수주액, 수주잔고 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

선박 저속 엔진



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**723.3**	**795.6**	**1,134.8**	**1,247.6**	**1,359.4**
유동자산	276.6	344.9	588.7	703.7	821.3
현금및현금성자산	45.3	54.1	39.0	33.3	102.1
매출채권	29.5	59.4	68.2	87.9	95.7
재고자산	155.5	179.4	313.7	404.4	440.4
비유동자산	446.7	450.8	546.1	543.8	538.1
유형자산	364.8	361.3	355.6	347.3	339.8
무형자산	4.5	3.8	3.2	2.4	1.8
투자자산	8.5	9.8	113.0	119.9	122.3
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**529.2**	**586.5**	**910.5**	**966.2**	**979.1**
유동부채	497.6	431.1	649.4	694.6	703.8
단기차입금	127.9	127.9	128.4	143.4	138.4
매입채무	0.0	0.0	119.7	131.9	136.2
유동성장기부채	0.0	8.4	60.1	60.1	60.1
비유동부채	31.6	155.4	261.1	271.6	275.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	1.5	83.0	91.2	91.2	91.2
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**194.1**	**209.1**	**224.3**	**281.3**	**380.4**
자본금	32.9	46.7	71.5	71.5	71.5
자본잉여금	174.6	209.0	273.5	273.5	273.5
기타자본	(54.8)	(54.8)	(54.9)	(54.9)	(54.9)
기타포괄이익누계액	70.9	79.0	78.2	78.2	78.2
이익잉여금	(29.6)	(70.8)	(144.0)	(87.0)	12.0
지배주주지분	**194.1**	**209.1**	**224.3**	**281.3**	**380.4**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	215.3	237.1	439.3	520.6	521.4
*순차입금(순현금)	136.0	153.1	250.2	327.9	256.7

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**830.0**	**599.0**	**779.2**	**1,180.3**	**1,394.6**
증감률 (%)	23.1	(27.8)	30.1	51.5	18.2
매출원가	**776.7**	**609.1**	**777.0**	**1,057.0**	**1,214.7**
매출총이익	**53.3**	**(10.1)**	**2.2**	**123.3**	**179.9**
매출총이익률 (%)	6.4	(1.7)	0.3	10.4	12.9
판매관리비	**33.3**	**29.6**	**31.1**	**36.3**	**39.1**
영업이익	**20.0**	**(39.8)**	**(28.9)**	**87.0**	**140.9**
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	61.9
영업이익률 (%)	2.4	(6.6)	(3.7)	7.4	10.1
영업외손익	(11.3)	(10.6)	(3.5)	(13.9)	(13.9)
금융손익	(17.3)	(6.3)	(3.0)	(13.9)	(13.9)
기타영업외손익	6.1	(4.3)	0.3	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	(0.1)	0.0	(0.9)	0.0	0.0
세전계속사업이익	**8.7**	**(50.4)**	**(32.5)**	**73.1**	**127.0**
법인세비용	2.7	(10.7)	1.2	16.1	27.9
계속사업이익	6.0	(39.7)	(33.7)	57.0	99.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**6.0**	**(39.7)**	**(33.7)**	**57.0**	**99.1**
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	73.7
순이익률 (%)	0.7	(6.6)	(4.3)	4.8	7.1
(지배주주)당기순이익	6.0	(39.7)	(33.7)	57.0	99.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	5.6	(33.1)	(34.3)	57.0	99.1
(지배주주)총포괄이익	5.6	(33.1)	(34.3)	57.0	99.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**38.2**	**(22.1)**	**(13.0)**	**101.8**	**154.5**
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	51.8
EBITDA 이익률 (%)	4.6	(3.7)	(1.7)	8.6	11.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**83.8**	**(45.8)**	**(43.8)**	**51.4**	**135.9**
당기순이익	6.0	(39.7)	(33.7)	57.0	99.1
유형자산상각비	16.6	16.3	15.0	14.0	13.0
무형자산상각비	1.6	1.4	1.0	0.8	0.6
외화환산손실(이익)	0.4	(1.1)	(2.5)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.3	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.1	(0.0)	0.9	0.0	0.0
운전자본변동	80.4	(33.9)	12.4	(20.4)	23.2
(법인세납부)	(0.0)	(0.1)	0.0	(16.1)	(27.9)
기타	(21.3)	11.0	(36.9)	16.1	27.9
투자활동으로인한현금흐름	**3.8**	**(7.1)**	**(60.0)**	**(21.8)**	**(11.2)**
유형자산의증가(CAPEX)	(2.9)	(9.2)	(7.9)	(5.6)	(5.6)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.6)	(0.7)	(0.4)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.0	0.0	(7.5)	(6.9)	(2.4)
기타	6.2	2.8	(44.2)	(9.3)	(3.2)
FCF	94.1	(94.6)	(143.0)	(71.9)	80.3
재무활동으로인한현금흐름	**(63.3)**	**61.5**	**101.6**	**21.3**	**0.8**
차입금의 증가(감소)	(37.6)	83.8	13.8	21.3	0.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(25.7)	(22.3)	87.9	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(14.1)	(56.6)	(56.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	0.1	1.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**24.2**	**8.8**	**(15.0)**	**(5.7)**	**68.8**
기초현금	21.1	45.3	54.1	39.0	33.4
기말현금	45.3	54.1	39.0	33.4	102.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	144	(730)	(524)	797	1,385
EPS (지배순이익, 원)	144	(730)	(524)	797	1,385
BPS (자본총계, 원)	4,608	3,500	3,135	3,932	5,317
BPS (지배지분, 원)	4,608	3,500	3,135	3,932	5,317
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	45.9	(9.0)	(14.5)	9.5	5.5
PER (지배순이익, 배)	45.9	(9.0)	(14.5)	9.5	5.5
PBR (자본총계, 배)	1.4	1.9	2.4	1.9	1.4
PBR (지배지분, 배)	1.4	1.9	2.4	1.9	1.4
EV/EBITDA (배)	10.8	(24.6)	(61.0)	8.6	5.2
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	4.6	(3.7)	(1.7)	8.6	11.1
영업이익률 (%)	2.4	(6.6)	(3.7)	7.4	10.1
순이익률 (%)	0.7	(6.6)	(4.3)	4.8	7.1
ROA (%)	0.8	(5.2)	(3.5)	4.8	7.6
ROE (지배순이익, %)	3.2	(19.7)	(15.5)	22.6	29.9
ROIC (%)	4.7	(12.1)	(7.1)	12.5	17.6
안정성					
부채비율 (%)	272.6	280.5	405.9	343.5	257.4
순차입금비율 (%)	70.1	73.2	111.5	116.6	67.5
현금비율 (%)	9.1	12.5	6.0	4.8	14.5
이자보상배율 (배)	1.4	(4.8)	(2.6)	5.9	9.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(17.3)	(13.5)	15.0	6.3	5.0
재고자산회수기간 (일)	84.9	102.0	115.5	111.0	110.5
매출채권회수기간 (일)	23.3	27.1	29.9	24.1	24.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

태광

Bloomberg Code (023160 KS) | Reuters Code (023160.KQ)

2022 년 11 월 30 일

피팅의 미래를 의심하지 말 것

[조선기자재]

명지운 연구원
☎ 02-3772-2661
✉ jiunmyoung@shinhan.com

이동헌 부부장 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@sinhan.com

매수	현재주가 (11 월 29 일)	목표주가	상승여력
(신규)	17,750 원	27,000 원 (신규)	52.1%

- LNG가 불을 지른 수주 성장세
- 국내 건설사와 조선사의 플랜트 수주도 기대
- 투자의견 매수, 목표주가 27,000원으로 커버리지 개시

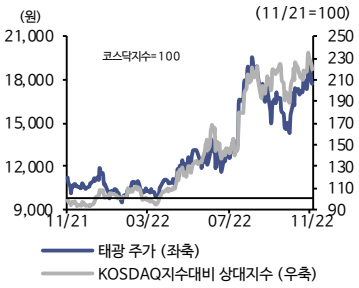
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	27,000 원 (신규)
상승여력	52.1%

KOSPI	2,433.39p
KOSDAQ	727.54p
시가총액	470.4 십억원
액면가	500 원
발행주식수	26.5 백만주
유동주식수	13.8 백만주(52.0%)
52 주 최고가/최저가	19,600 원/9,520 원
일평균 거래량 (60 일)	399,665 주
일평균 거래액 (60 일)	6,733 백만원
외국인 지분율	8.67%
주요주주	
대신인터내셔날 외 10 인	45.63%
국민연금공단	7.01%
절대수익률	
3 개월	-2.5%
6 개월	42.0%
12 개월	67.5%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	4.5%
6 개월	70.6%
12 개월	128.4%

주가차트



빛의 시작

1982년 태광벤드공업주식회사로 설립되어 석유화학, 발전 플랜트, 해양 구조물, 선박에 사용되는 용접용 파이프 피팅(관이음쇠)을 생산하기 시작했다. 1994년 코스닥에 상장했다. 2001년 지금의 상호로 변경하고 같은해 녹산공단으로 확장 이전 후, 2010년 2012년 각각 화전 1, 2공장을 준공했다.

Elbow, Tee, Reducer 피팅을 생산하는 피팅 사업부(매출 비중 80~85%), 자회사 HTYC 2차 전지용 기자재(10~15%), 부동산 임대 사업을 하는 자회사 파운드리서울(1%)로 이루어져있다.

LNG가 불을 지른 수주 성장세

3분기 기준 신규 수주액은 1,970억원으로 이미 2021년의 연간 수주액 1,790억원을 넘어섰다. LNG 관련 프로젝트가 약진했다. 가장 규모가 큰 카타르 노스필드 LNG 프로젝트가 시작됐고 그 외에 호주 육상 LNG설비, 대만 LNG터미널, 일부 LNG운반선 프로젝트를 수주했다.

국내 건설사의 해외플랜트 수주액이 상승하고 있다. 국내 건설사의 프로젝트는 태광과 경쟁사가 등분해서 가져간다. 해외 피팅사와의 경쟁이 없어 수익성이 좋다. 삼성중공업의 FLNG 프로젝트는 가시권에 들어왔고 현대중공업도 해양플랜트 수주에 시동을 걸고 있다. 국내 건설사와 조선사의 플랜트 회복세에 따른 동사의 매출 성장도 지켜보자.

투자의견 매수, 목표주가 27,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 27,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 EPS 1,451원에 타깃 PER 18.3배를 적용했다. 타깃 PER은 2011년 태광, 성광벤드 평균 PER을 20% 할인했다. 경기 침체 우려에 따른 유가 하방 압력, 해양플랜트 발주는 아직인 점을 고려했다.

플랜트 프로젝트에 들어가는 피팅은 플랜트 공사기간 3~4년동안 분할 발주된다. 2021~22년 수주 성장세가 최소한 2025년까지는 이어질 전망이다. 국내 건설사의 해외플랜트 수주 활성화에 따라 추가 이익 개선 효과가 나타날 수도 있다. 9.3조원 규모 S-Oil 샤인 프로젝트의 낙수 효과도 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	188.4	(3.1)	(7.6)	(5.0)	(189)	적전	15,904	(40.5)	45.6	0.5	(1.2)	(13.1)
2021	185.1	13.5	22.0	15.2	574	흑전	16,458	18.9	11.4	0.7	3.5	(10.4)
2022F	243.5	39.9	55.2	36.5	1,376	139.5	18,050	12.9	9.0	1.0	8.0	(14.1)
2023F	320.3	55.7	56.9	38.5	1,451	5.5	19,403	12.2	6.4	0.9	7.8	(19.3)
2024F	328.7	66.2	68.2	45.7	1,723	18.7	21,029	10.3	5.0	0.8	8.5	(25.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

태광 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	전체	49	56	68	70	78	88	73	81	188	185	243	320	329
	본사(피팅)	39	48	60	61	69	80	64	73	188	149	209	286	294
	HYTC	10	8	7	8	8	8	8	8	23	36	33	33	33
	파운드리 서울	0	1	0	1	1	1	1	1	0	1	2	2	2
영업이익	전체	7	12	10	11	14	15	13	14	(3)	14	40	56	66
세전이익		10	16	18	11	14	16	13	15	(8)	22	55	57	68
순이익		8	12	9	8	10	10	8	10	(5)	15	36	38	46
매출액 증가율(%)	YoY	14.6	19.7	37.9	52.5	58.4	56.4	7.5	16.1	(0.7)	(1.7)	31.5	31.6	2.6
	QoQ	6.9	15.1	20.3	3.0	11.0	13.7	(17.3)	11.2	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	269.1	229.9	99.4	277.7	105.7	29.0	22.3	28.1	(209)	(532)	195.1	39.6	18.9
	QoQ	125.0	81.3	(12.8)	6.2	22.5	13.7	(17.3)	11.2	-	-	-	-	-
영업이익률	전체	13.4	21.1	15.3	15.8	17.4	17.4	17.4	17.4	(1.7)	7.3	16.4	17.4	20.1
세전이익률		19.7	28.2	27.0	16.1	17.7	17.7	17.9	17.9	(4.1)	11.9	22.7	17.8	20.7
순이익률		15.7	21.4	12.8	11.4	12.6	11.8	11.4	12.2	(2.7)	8.2	15.0	12.0	13.9

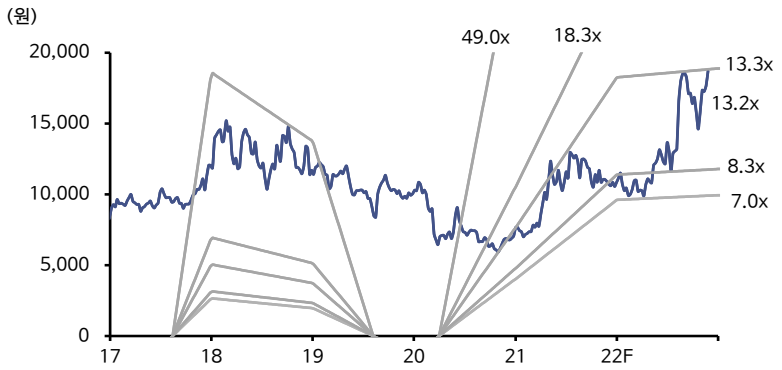
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

태광 PER Valuation – 목표주가 27,000원

목표주가 (원)	27,000	2011년 태광, 성광벤드 평균 PER을 20% 할인
Target PER (배)	18.3	
현재주가 (원)	17,750	투자 포인트 1) 전세계 석유화학 플랜트 발주 활황 2) 국내 '유이' 스테인레스, 알로이 용접용 피팅 제작 업체 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과
상승여력 (%)	52.1	
2023년 선행EPS (원)	1,451	

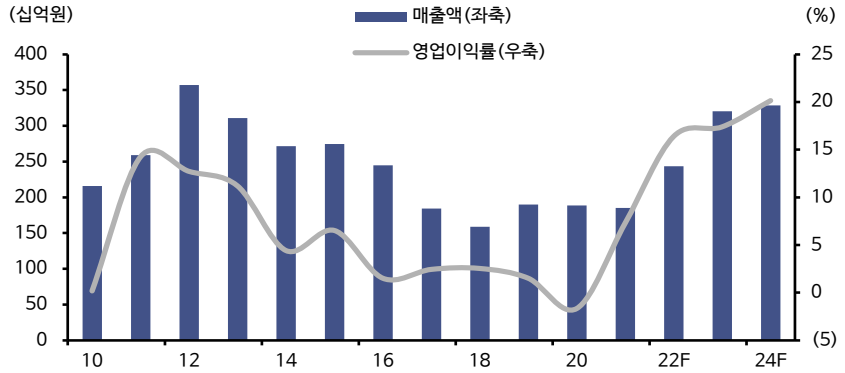
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

태광 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



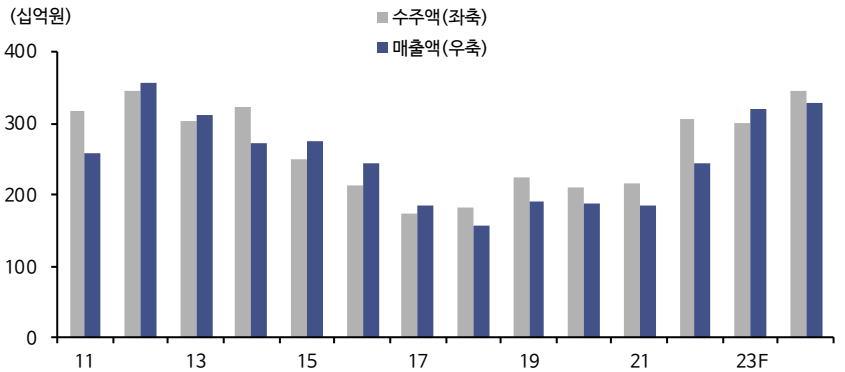
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

태광 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



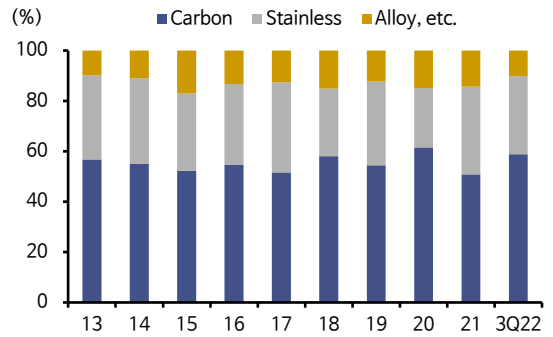
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

태광 수주, 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

태광 재질별 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

용접용 피팅

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**461.8**	**505.2**	**572.0**	**609.8**	**654.2**
유동자산	262.1	234.6	295.1	340.4	391.5
현금및현금성자산	54.8	42.1	57.0	86.9	130.9
매출채권	50.4	54.2	63.7	67.1	69.2
재고자산	133.1	122.2	143.6	151.3	156.1
비유동자산	199.7	270.6	276.9	269.4	262.6
유형자산	176.4	163.5	161.9	154.5	148.1
무형자산	1.3	42.7	42.0	41.6	41.2
투자자산	16.8	29.7	33.5	33.8	33.8
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**37.4**	**52.1**	**50.9**	**52.7**	**54.1**
유동부채	29.1	28.7	31.2	32.4	33.3
단기차입금	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	4.7	8.7	8.8	9.1	9.6
유동성장기부채	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.2	23.4	19.7	20.4	20.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.7	6.0	1.2	1.2	1.2
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**424.4**	**453.1**	**521.2**	**557.0**	**600.0**
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	34.4	34.4	45.8	45.8	45.8
기타자본	(11.3)	(11.3)	(11.3)	(11.3)	(11.3)
기타포괄이익누계액	(3.9)	(1.5)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
이익잉여금	389.0	401.3	432.0	467.8	510.9
지배주주지분	**421.5**	**436.2**	**478.3**	**514.1**	**557.2**
비지배주주지분	2.9	16.9	42.9	42.9	42.8
*총차입금	11.1	7.9	10.6	10.6	10.6
*순차입금(순현금)	(55.4)	(47.1)	(73.6)	(107.5)	(151.6)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**188.4**	**185.1**	**243.5**	**320.3**	**328.7**
증감률 (%)	(0.7)	(1.7)	31.5	31.6	2.6
매출원가	**169.3**	**148.5**	**172.0**	**230.0**	**232.7**
매출총이익	**19.1**	**36.6**	**71.4**	**90.3**	**96.0**
매출총이익률 (%)	10.1	19.8	29.3	28.2	29.2
판매관리비	**22.2**	**23.1**	**31.5**	**34.6**	**29.8**
영업이익	**(3.1)**	**13.5**	**39.9**	**55.7**	**66.2**
증감률 (%)	적전	흑전	195.0	39.6	18.9
영업이익률 (%)	(1.7)	7.3	16.4	17.4	20.1
영업외손익	(4.5)	8.5	15.3	1.2	1.9
금융손익	(4.7)	7.8	13.4	1.2	1.9
기타영업외손익	0.2	0.7	1.9	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**(7.6)**	**22.0**	**55.2**	**56.9**	**68.2**
법인세비용	(2.6)	3.5	17.6	18.5	22.6
계속사업이익	(5.0)	18.5	37.6	38.4	45.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(5.0)**	**18.5**	**37.6**	**38.4**	**45.6**
증감률 (%)	적전	흑전	102.7	2.1	18.7
순이익률 (%)	(2.7)	10.0	15.4	12.0	13.9
(지배주주)당기순이익	(5.0)	15.2	36.5	38.5	45.7
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	3.3	1.2	(0.1)	(0.1)
총포괄이익	(4.0)	19.3	37.3	38.4	45.6
(지배주주)총포괄이익	(4.0)	16.0	35.9	38.0	45.1
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	3.4	1.4	0.4	0.5
EBITDA	**3.3**	**22.6**	**48.7**	**63.5**	**73.0**
증감률 (%)	(60.7)	584.9	115.2	30.5	14.9
EBITDA 이익률 (%)	1.8	12.2	20.0	19.8	22.2

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**48.1**	**41.3**	**14.2**	**36.7**	**46.6**
당기순이익	(5.0)	18.5	37.6	38.4	45.6
유형자산상각비	6.4	8.2	7.9	7.4	6.4
무형자산상각비	0.0	0.9	0.8	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	2.9	(1.5)	(8.6)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	43.0	10.8	(38.4)	(9.5)	(5.7)
(법인세납부)	(3.2)	(1.9)	(7.3)	(18.5)	(22.6)
기타	3.9	6.3	22.2	18.5	22.5
투자활동으로인한현금흐름	**(12.4)**	**(46.4)**	**(25.2)**	**(4.3)**	**0.0**
유형자산의증가(CAPEX)	(18.5)	(13.9)	(5.3)	0.0	0.0
유형자산의감소	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	27.6	(33.6)	6.5	(0.3)	0.0
기타	(21.9)	0.9	(26.3)	(4.0)	0.0
FCF	23.9	30.6	1.6	35.2	44.9
재무활동으로인한현금흐름	**6.9**	**(7.6)**	**25.3**	**(2.6)**	**(2.6)**
차입금의 증가(감소)	10.0	(5.1)	(7.2)	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.6)	(1.3)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
기타	(0.5)	(1.2)	35.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.7)	0.1	0.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**41.9**	**(12.7)**	**14.9**	**29.8**	**44.0**
기초현금	13.0	54.8	42.1	57.1	86.9
기말현금	54.8	42.1	57.1	86.9	130.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(190)	700	1,419	1,449	1,720
EPS (지배순이익, 원)	(189)	574	1,376	1,451	1,723
BPS (자본총계, 원)	16,015	17,097	19,669	21,021	22,643
BPS (지배지분, 원)	15,904	16,458	18,050	19,403	21,029
DPS (원)	50	100	100	100	100
PER (당기순이익, 배)	(40.3)	15.5	12.5	12.2	10.3
PER (지배순이익, 배)	(40.5)	18.9	12.9	12.2	10.3
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	45.6	11.4	9.0	6.4	5.0
배당성향 (%)	(25.8)	17.0	7.1	6.7	5.7
배당수익률 (%)	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	1.8	12.2	20.0	19.8	22.2
영업이익률 (%)	(1.7)	7.3	16.4	17.4	20.1
순이익률 (%)	(2.7)	10.0	15.4	12.0	13.9
ROA (%)	(1.1)	3.8	7.0	6.5	7.2
ROE (지배순이익, %)	(1.2)	3.5	8.0	7.8	8.5
ROIC (%)	(1.7)	4.3	7.2	9.8	11.5
안정성					
부채비율 (%)	8.8	11.5	9.8	9.5	9.0
순차입금비율 (%)	(13.1)	(10.4)	(14.1)	(19.3)	(25.3)
현금비율 (%)	188.2	146.7	182.6	268.3	392.7
이자보상배율 (배)	(23.9)	18.3	62.2	109.6	130.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.0	1.1	1.5	1.7	1.7
재고자산회수기간 (일)	289.9	251.6	199.2	168.0	170.6
매출채권회수기간 (일)	119.5	103.1	88.3	74.5	75.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

성광벤드

| Bloomberg Code (014620 KS) | Reuters Code (014620.KQ)

2022 년 11 월 30 일

피팅 한 우물만 팠다; 빛나는 미래

[조선기자재]

명지운 연구원
☎ 02-3772-2661
✉ jiunmyoung@shinhan.com

이동헌 부부장 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@sinhan.com

매수	현재주가 (11 월 29 일)	목표주가	상승여력
(신규)	15,150 원	23,000 원 (신규)	51.8%

- 미주 시장에서의 활발한 영업 활동
- 국내 건설사의 해외 플랜트, 조선사의 해양플랜트 수주 기대
- 투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

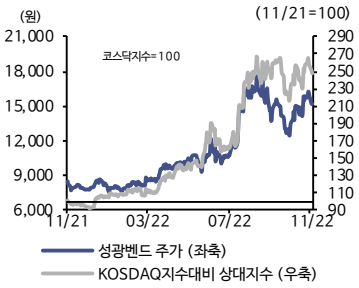
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	23,000 원 (신규)
상승여력	51.8%

KOSPI	2,433.39p
KOSDAQ	727.54p
시가총액	433.3 십억원
액면가	500 원
발행주식수	28.6 백만주
유동주식수	17.7 백만주(61.8%)
52 주 최고가/최저가	17,500 원/7,530 원
일평균 거래량 (60 일)	716,278 주
일평균 거래액 (60 일)	10,718 백만원
외국인 지분율	6.79%
주요주주	
안재일 외 4 인	35.83%
국민연금공단	6.22%
절대수익률	
3 개월	-3.5%
6 개월	45.7%
12 개월	87.5%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	3.4%
6 개월	75.0%
12 개월	155.7%

주가차트



빛을 이루다

1963년 성광벤드 공업사로 설립되어 1980년 법인 전환, 2001년 코스닥에 성장했다. 2003년 녹산공장을 준공하며 이전했고, 2014년 종속회사 화진피에프의 주식을 취득했다.

Elbow(매출 비중의 65%), Tee(20%), Reducer 형태의 피팅을 제작한다. 화진피에프는 성광벤드보다 작은 직경의 피팅을 맡는다. 성광벤드와의 내부거래가 화진피에프 매출의 30%를 차지한다.

미주 시장의 강자

2010년 중반 북미 시장을 공략하며 현재 미주 매출 비중이 60~70%에 달한다. 2021~22년 고유가 시황에 따라 플랜트 투자가 활성화되며 미주의 정유, LNG 프로젝트 물량을 많이 가져왔다. 3분기는 가격협상으로 북미 수주가 잠시 지연됐으나 4분기부터 활성화될 전망이다.

동사는 작년 한해 1,820억원을 수주했고, 올해는 2,900억원이 예상된다. 현 매출의 절반 이상을 차지하는 스테인레스 피팅은 원재료가가 오른만큼을 판가에 전가시켜 수익성에 문제가 없다.

국내 건설사의 해외플랜트 수주가 상승하고 있다. 국내 건설사의 프로젝트는 성광벤드와 경쟁사가 등분해서 가져간다. 해외 피팅사와의 경쟁이 없어 수익성이 좋다. 삼성중공업의 FLNG 프로젝트는 가시권에 들어왔고 현대중공업도 해양플랜트 수주에 시동을 걸고 있다. 국내 건설사와 조선사의 플랜트 회복세에 따른 동사의 매출 성장을 지켜보자.

투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 23,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 EPS 1,241원에 타깃 PER 18.3배를 적용했다. 타깃 PER은 2011년 동사와 태광의 평균 PER을 20% 할인했다. 경기 침체 우려에 따른 유가 하방 압력, 2011년만큼의 해양플랜트 발주 증가세는 아직인 점을 고려했다.

플랜트 프로젝트는 공사기간 3~4년동안 피팅을 분할발주한다. 2021~22년에 보여준 수주 성장세가 최소한 2025년까지는 이어질 전망이다. 9.3조원 규모 S-Oil 샤인 프로젝트 수주도 기대한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	180.8	1.1	(0.9)	(1.4)	(49)	적전	15,286	(150.6)	38.1	0.5	(0.3)	(5.8)
2021	136.9	(8.1)	(4.0)	(1.2)	(42)	적지	15,192	(187.8)	(47.6)	0.5	(0.3)	(7.1)
2022F	255.0	29.9	62.4	46.6	1,630	흑전	16,622	9.3	11.2	0.9	10.2	(11.3)
2023F	277.4	49.2	50.4	35.5	1,241	(23.9)	17,765	12.2	6.4	0.9	7.2	(18.8)
2024F	302.4	62.1	63.8	44.6	1,561	25.8	19,228	9.7	4.6	0.8	8.4	(24.0)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

성광벤드 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	전체	45	67	65	77	51	76	78	73	181	137	255	277	302
	본사	39	60	58	69	45	67	69	65	168	117	226	247	259
	화진	9	10	9	11	7	11	11	10	21	28	39	40	62
	내부 매출	(3)	(3)	(2)	(3)	(2)	(3)	(3)	(2)	(8)	(8)	(10)	(9)	(18)
영업이익	전체	3	9	8	10	9	13	14	13	1	(8)	30	49	62
세전이익		25	13	14	11	9	14	14	13	(1)	(4)	62	50	64
순이익		20	10	11	6	7	10	10	9	(1)	(1)	47	36	45
매출액 증가율(%)	YoY	11.0	54.6	70.2	90.1	6.4	9.6	15.4	(7.1)	(10.7)	(24.3)	86.2	8.8	9.0
	QoQ	15.9	44.0	(2.4)	16.7	(35.1)	48.4	2.8	(6.1)	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	(645)	(1,232)	(350)	(386)	196.4	53.9	76.8	25.6	(148)	(84)	(825)	(471)	64.6
	QoQ	(185)	185.9	(10.6)	32.1	(12.3)	48.4	2.8	(6.1)	-	-	-	-	-
영업이익률	전체	6.7	13.0	12.0	13.4	17.7	17.7	17.7	17.7	0.6	(5.9)	11.7	17.7	20.5
세전이익률		55.2	18.8	21.8	13.6	18.2	18.1	18.1	18.2	(0.5)	(2.9)	24.5	18.2	21.1
순이익률		43.5	14.6	16.7	8.0	13.3	13.0	12.7	12.4	(0.8)	(0.9)	18.3	12.8	14.8

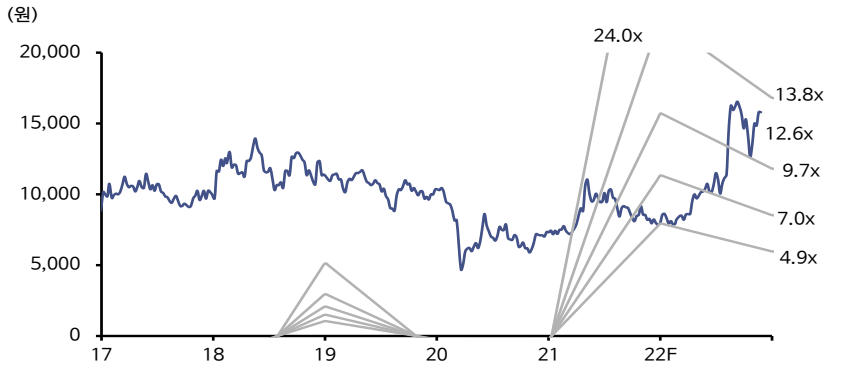
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

성광벤드 PER Valuation – 목표주가 23,000원

목표주가 (원)	23,000	2011년 태광, 성광벤드 평균 PER을 20% 할인
Target PER (배)	18.3	
현재주가 (원)	15,150	투자 포인트 1) 전세계 석유화학 플랜트 발주 활황 2) 국내 '유이' 스테인레스, 알로이 용접용 피팅 제작 업체 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과
상승여력 (%)	51.8	
2023년 선행EPS (원)	1,241	

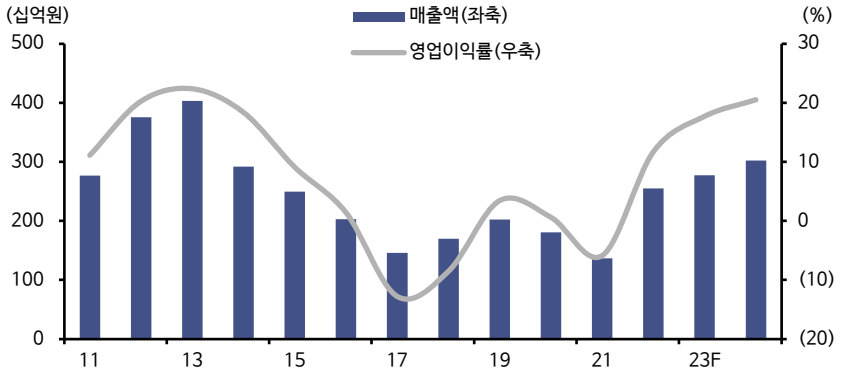
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

성광벤드 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



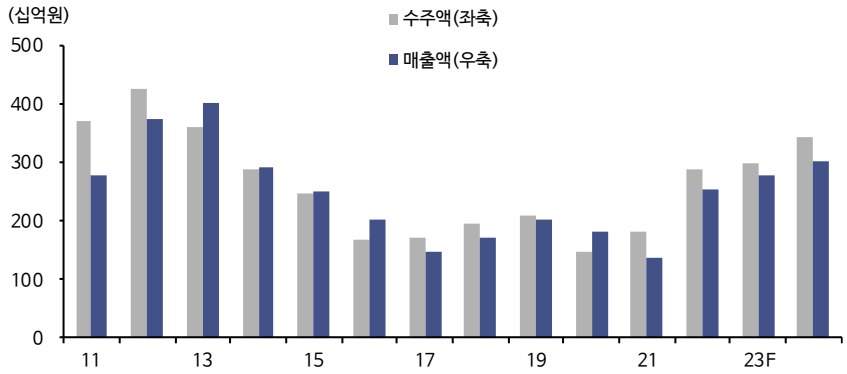
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

성광벤드 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



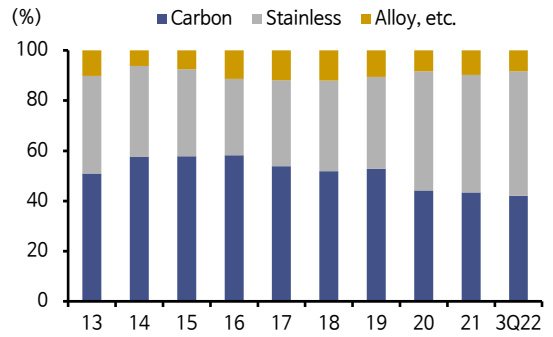
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

성광벤드 수주, 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

성광벤드 재질별 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

Elbow 피팅

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**493.6**	**493.8**	**545.0**	**576.8**	**624.2**
유동자산	235.3	235.2	289.5	325.1	375.7
현금및현금성자산	32.8	34.8	33.7	75.4	111.9
매출채권	41.1	28.9	68.3	64.5	73.0
재고자산	131.9	135.7	157.3	155.1	160.2
비유동자산	258.2	258.6	255.5	251.7	248.5
유형자산	251.4	251.4	249.1	245.4	241.9
무형자산	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
투자자산	4.2	4.6	4.4	4.2	4.6
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**56.4**	**59.3**	**69.6**	**68.7**	**74.2**
유동부채	17.6	45.7	52.3	51.1	55.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	10.4	13.3	22.9	23.3	24.3
유동성장기부채	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	38.8	13.6	17.3	17.6	18.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**437.2**	**434.5**	**475.4**	**508.1**	**549.9**
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타자본	(13.6)	(13.6)	(13.6)	(13.6)	(13.6)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	432.4	429.7	470.7	503.3	545.2
지배주주지분	**437.2**	**434.5**	**475.4**	**508.1**	**549.9**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	20.1	20.1	0.2	0.2	0.3
*순차입금(순현금)	(25.2)	(30.7)	(53.7)	(95.4)	(132.0)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**180.8**	**136.9**	**255.0**	**277.4**	**302.4**
증감률 (%)	(10.7)	(24.3)	86.2	8.8	9.0
매출원가	**153.5**	**122.0**	**190.1**	**200.6**	**212.3**
매출총이익	**27.3**	**14.9**	**64.9**	**76.8**	**90.1**
매출총이익률 (%)	15.1	10.9	25.4	27.7	29.8
판매관리비	**26.1**	**23.0**	**35.0**	**27.6**	**28.0**
영업이익	**1.1**	**(8.1)**	**29.9**	**49.2**	**62.1**
증감률 (%)	(84.0)	적전	흑전	64.6	26.2
영업이익률 (%)	0.6	(5.9)	11.7	17.7	20.5
영업외손익	(2.0)	4.1	32.5	1.2	1.7
금융손익	0.1	0.1	0.7	1.2	1.7
기타영업외손익	(2.1)	4.0	31.9	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**(0.9)**	**(4.0)**	**62.4**	**50.4**	**63.8**
법인세비용	0.5	(2.7)	15.8	14.9	19.2
계속사업이익	(1.4)	(1.2)	46.6	35.5	44.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(1.4)**	**(1.2)**	**46.6**	**35.5**	**44.6**
증감률 (%)	적전	적지	흑전	(23.9)	25.8
순이익률 (%)	(0.8)	(0.9)	18.3	12.8	14.8
(지배주주)당기순이익	(1.4)	(1.2)	46.6	35.5	44.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	0.7	0.1	46.5	35.5	44.6
(지배주주)총포괄이익	0.7	0.1	46.5	35.5	44.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**4.8**	**(4.2)**	**33.8**	**52.9**	**65.6**
증감률 (%)	(54.6)	적전	흑전	56.7	24.0
EBITDA 이익률 (%)	2.7	(3.0)	13.2	19.1	21.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**0.6**	**7.8**	**(11.0)**	**44.3**	**39.8**
당기순이익	(1.4)	(1.2)	46.6	35.5	44.6
유형자산상각비	3.7	3.9	3.9	3.7	3.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	1.8	(1.9)	(7.0)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(20.9)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(6.8)	6.9	(47.4)	5.1	(8.3)
(법인세납부)	(1.0)	(0.6)	(4.3)	(14.9)	(19.2)
기타	4.3	0.7	18.1	14.9	19.2
투자활동으로인한현금흐름	**(6.6)**	**(3.4)**	**28.2**	**(3.7)**	**(4.6)**
유형자산의증가(CAPEX)	(13.9)	(3.3)	(1.5)	(4.0)	(4.0)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.2	(1.6)	0.1	(0.3)
기타	7.1	(0.3)	31.3	0.2	(0.3)
FCF	(27.8)	11.9	0.0	39.2	33.8
재무활동으로인한현금흐름	**(3.4)**	**(3.4)**	**(23.1)**	**(2.8)**	**(2.8)**
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	(20.0)	(0.0)	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
기타	(0.6)	(0.6)	(0.3)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	1.0	4.1	4.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.7)	1.0	3.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(10.2)**	**2.0**	**(1.1)**	**41.8**	**36.4**
기초현금	43.0	32.8	34.8	33.7	75.5
기말현금	32.8	34.8	33.7	75.5	111.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(49)	(42)	1,630	1,241	1,561
EPS (지배순이익, 원)	(49)	(42)	1,630	1,241	1,561
BPS (자본총계, 원)	15,286	15,192	16,622	17,765	19,228
BPS (지배지분, 원)	15,286	15,192	16,622	17,765	19,228
DPS (원)	100	100	100	100	100
PER (당기순이익, 배)	(150.6)	(187.8)	9.3	12.2	9.7
PER (지배순이익, 배)	(150.6)	(187.8)	9.3	12.2	9.7
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.5	0.9	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	38.1	(47.6)	11.2	6.4	4.6
배당성향 (%)	(200.9)	(229.9)	6.0	7.9	6.3
배당수익률 (%)	1.4	1.3	0.7	0.7	0.7
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	2.7	(3.0)	13.2	19.1	21.7
영업이익률 (%)	0.6	(5.9)	11.7	17.7	20.5
순이익률 (%)	(0.8)	(0.9)	18.3	12.8	14.8
ROA (%)	(0.3)	(0.2)	9.0	6.3	7.4
ROE (지배순이익, %)	(0.3)	(0.3)	10.2	7.2	8.4
ROIC (%)	0.5	(1.2)	5.7	8.1	10.2
안정성					
부채비율 (%)	12.9	13.7	14.6	13.5	13.5
순차입금비율 (%)	(5.8)	(7.1)	(11.3)	(18.8)	(24.0)
현금비율 (%)	186.2	76.1	64.4	147.6	200.5
이자보상배율 (배)	3.1	(26.2)	474.8	4,200.8	5,132.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.1	0.8	1.5	1.5	1.7
재고자산회수기간 (일)	263.4	356.6	209.7	205.5	190.3
매출채권회수기간 (일)	85.7	93.2	69.5	87.4	83.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

세진중공업

| Bloomberg Code (075580 KS) | Reuters Code (075580.KS)

2022 년 11 월 30 일

파도도 타고 바람도 타고

[조선기자재]

명지운 연구원
☎ 02-3772-2661
✉ jiunmyoung@shinhan.com

이동헌 부부장 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@sinhan.com

매수	현재주가 (11 월 29 일)	목표주가	상승여력
(신규)	5,850 원	8,300 원 (신규)	41.9%

- 현대중공업, 현대미포조선의 핵심 협력업체
- LNG 연료 탱크, 메탄슬립 저감장치, 해상풍력 구조물
- 투자의견 매수, 목표주가 8,300원으로 커버리지 개시

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

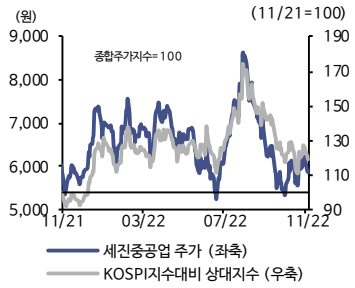
신한투자증권 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	8,300 원 (신규)
상승여력	41.9%

KOSPI	2,433.39p
KOSDAQ	727.54p
시가총액	332.6 십억원
액면가	500 원
발행주식수	56.8 백만주
유동주식수	20.7 백만주(36.3%)
52 주 최고가/최저가	8,620 원/5,240 원
일평균 거래량 (60 일)	457,910 주
일평균 거래액 (60 일)	2,941 백만원
외국인 지분율	1.48%
주요주주	
윤지원 외 3 인	59.50%

절대수익률	
3 개월	-30.1%
6 개월	-13.1%
12 개월	5.0%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-30.3%
6 개월	-5.8%
12 개월	25.6%

주가차트



작은 조선소

1999년 설립되어 2004년 현대미포조선 향 선실, 엔진 상부 구조물을, 2005년 현대중공업 향 LPG 화물 탱크를 초도 출하했다. 2015년 코스피에 상장했다. 공장부지가 현대미포조선, 현대중공업으로부터 약 10~20km 떨어져 있어 제품 운송에 용이하다.

선실(매출 비중 40~50%) 사업, LPG화물 탱크, LNG 연료 탱크 등의 탱크(30~40%) 사업, 어퍼데크(10~20%) 사업을 영위하고 있다. 현대미포조선과 현대중공업의 핵심 공급원이다. 두 조선소의 선실, LPG 탱크 외주 물량 전량을 동사가 공급한다.

친환경 흐름을 타고 신사업 확장

환경 규제 강화로 LNG 추진선 발주가 증가하자 LNG 연료 탱크 제작에도 본격적으로 돌입했다. 자회사 일승에서는 LNG 추진 엔진에서 불완전 연소된 메탄을 잡아주는 메탄슬립 저감장치 i-CER 개발을 완료하여 2025년부터는 연간 1,000억원의 매출을 목표로 한다.

20만평의 넓은 울진 공장 부지를 활용하는 신사업으로 해상풍력 구조물 시장에 뛰어들었다. 상부 구조물인 나셀&허브, 하부 구조물인 플로터 사업을 준비중이며 울산 부유식 해상풍력 프로젝트에 참여할 경우 2024년부터 매출이 발생할 것으로 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 8,300원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 8,300원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 EPS 613원에 타깃 PER 13.5배를 적용했다. 타깃 PER은 발주가 쌓이며 본격적 실적 상승을 보인 2006년의 한국카본과 동성화인텍의 평균 PER을 30% 할인했다. 선박 교체 수요, 신흥국 경제 발전에 따른 수요가 폭발적이었던 2004~07년만큼의 발주세는 아니고, 아직 LNG보냉재 사업만큼 실적이 올라오지 않은 점을 반영했다.

마진이 좋은 LPG 탱크를 2023년에도 30척 이상 납품할 것으로 예상한다. LNG 연료 탱크, 자회사 일승의 메탄 슬립 저감 장치, 해상 풍력 기자재 사업 등 친환경 관련 신사업의 성장 가능성을 확인 후, PER을 조정할 예정이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	285.6	1.2	5.5	1.9	33	(21.8)	2,720	205.4	59.2	2.5	1.2	136.0
2021	250.4	3.7	23.5	16.4	288	784.5	2,876	20.5	47.9	2.1	10.3	100.5
2022F	386.2	16.7	16.1	9.6	169	(41.4)	2,725	34.6	25.5	2.1	6.0	127.6
2023F	493.9	57.0	54.4	34.8	613	262.9	3,193	9.5	9.4	1.8	20.7	99.4
2024F	415.5	30.2	31.0	19.8	348	(43.2)	3,396	16.8	15.7	1.7	10.6	88.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

세진중공업 영업실적 추이 및 전망

(척, 십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
인도 대수	전체	25	27	18	22	39	23	25	30	111	101	101	148	166
	현대중공업	10	11	8	10	15	8	10	12	34	43	40	44	64
	현대미포조선	15	16	10	12	24	15	15	18	77	58	61	104	102
매출액	전체	140	89	80	77	119	137	105	132	286	250	386	494	416
	조선	72	93	78	75	134	86	57	73	254	247	319	429	348
	선실	41	57	40	55	76	45	48	58	162	123	193	242	211
	선체	18	34	36	24	59	40	9	16	92	124	112	187	137
	기존	12	28	27	17	50	32	0	7	69	97	84	153	104
	기타	6	5	10	7	9	9	9	9	23	28	28	34	33
	플랜트	65	(6)	0	0	67	(7)	0	0	20	0	59	61	63
	기타	2	3	2	2	2	3	2	2	1	3	8	4	5
영업이익	전체	(7)	12	5	7	17	18	11	11	1	4	17	57	30
세전이익	전체	(10)	14	6	6	16	17	11	11	6	24	16	54	31
순이익	전체	(8)	10	3	4	10	11	7	7	2	16	10	35	20
매출액 증가율	YoY	115.6	60.9	65.6	(5.6)	(14.9)	54.1	31.7	71.2	2.2	(12.3)	54.2	27.9	(15.9)
	QoQ	70.8	(36.5)	(9.9)	(3.4)	53.9	15.0	(23.0)	25.6	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	적전	140.2	50.6	흑전	흑전	45.1	133.2	56.7	(87.4)	214.0	349.7	241.2	(47.0)
	QoQ	적지	흑전	(61.7)	54.1	139.7	2.6	(38.4)	3.6	-	-	-	-	-
영업이익률	전체	(5.1)	13.7	5.8	9.3	14.5	12.9	10.3	8.5	0.4	1.5	4.3	11.5	7.3
세전이익률	전체	(7.2)	16.0	7.5	7.7	13.4	12.3	10.0	8.3	1.9	9.4	4.2	11.0	7.4
순이익률	전체	(5.7)	11.7	4.2	5.0	8.7	7.8	6.3	5.4	0.6	6.5	2.5	7.1	4.8

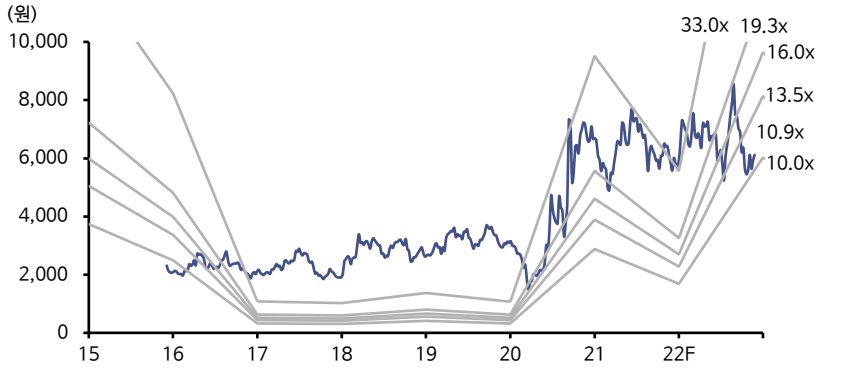
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 선체 기타 사업은 일승+동방선기 매출

세진중공업 PER Valuation – 목표주가 8,300원

목표주가 (원)	8,300	2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER 17.8배를 30% 할인
Target PER (배)	13.5	
현재주가 (원)	5,850	투자 포인트 1) 현중과 미포의 유일한 선실, LPG탱크 외주업체 2) 해상 풍력 구조물 등 친환경 사업 성장세 3) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과
상승여력 (%)	41.9	
2023년 선행EPS (원)	613	

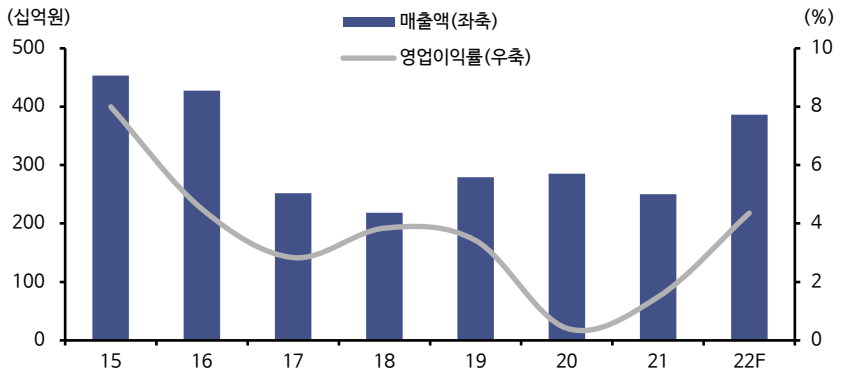
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

세진중공업 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



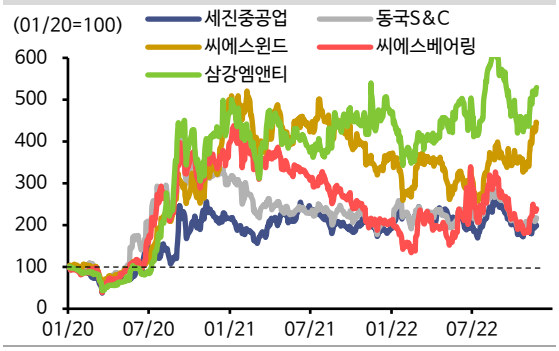
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

세진중공업 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

풍력기기 업체 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 삼강엠앤티 최고점 655

LPG 화물 탱크

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**448.1**	**570.4**	**551.8**	**595.3**	**598.5**
유동자산	110.2	199.5	154.0	197.4	201.0
현금및현금성자산	22.8	37.7	27.0	46.6	55.6
매출채권	24.6	29.0	25.5	30.1	29.1
재고자산	45.9	112.6	83.2	98.3	94.9
비유동자산	337.9	370.9	397.8	397.9	397.5
유형자산	319.4	339.1	365.6	365.3	365.0
무형자산	8.6	12.9	13.2	13.2	13.2
투자자산	1.8	8.6	10.9	11.3	11.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**287.0**	**367.2**	**351.5**	**362.3**	**350.5**
유동부채	165.1	241.4	265.2	275.0	263.5
단기차입금	104.5	36.7	56.9	52.9	48.9
매입채무	19.8	45.1	30.5	37.8	31.8
유동성장기부채	23.0	91.8	151.1	151.1	151.1
비유동부채	121.9	125.8	86.2	87.2	87.0
사채	15.0	15.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	103.2	102.6	77.4	77.4	77.4
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**161.2**	**203.2**	**200.3**	**233.0**	**248.1**
자본금	31.2	31.2	31.2	31.2	31.2
자본잉여금	0.4	4.7	1.6	1.6	1.6
기타자본	(3.9)	(8.2)	(7.9)	(7.9)	(7.9)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.0)	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	127.0	135.9	129.5	156.1	167.7
지배주주지분	**154.7**	**163.5**	**154.9**	**181.5**	**193.1**
비지배주주지분	6.5	39.7	45.4	51.5	55.0
*총차입금	246.6	247.6	286.1	282.3	278.3
*순차입금(순현금)	219.1	204.3	255.6	231.5	218.6

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**285.6**	**250.4**	**386.2**	**493.9**	**415.5**
증감률 (%)	(3.5)	(12.3)	54.2	27.9	(15.9)
매출원가	**266.4**	**228.0**	**346.4**	**412.5**	**361.7**
매출총이익	**19.1**	**22.3**	**39.9**	**81.4**	**53.9**
매출총이익률 (%)	6.7	8.9	10.3	16.5	13.0
판매관리비	**17.9**	**18.6**	**23.2**	**24.4**	**23.6**
영업이익	**1.2**	**3.7**	**16.7**	**57.0**	**30.2**
증감률 (%)	(87.4)	214.0	349.7	241.2	(47.0)
영업이익률 (%)	0.4	1.5	4.3	11.5	7.3
영업외손익	4.3	19.8	(0.6)	(2.6)	0.7
금융손익	(5.1)	(2.2)	(1.6)	(2.6)	0.7
기타영업외손익	9.5	22.1	1.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**5.5**	**23.5**	**16.1**	**54.4**	**31.0**
법인세비용	2.2	9.5	4.6	13.4	7.7
계속사업이익	3.3	14.1	11.5	41.0	23.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.3**	**14.1**	**11.5**	**41.0**	**23.3**
증감률 (%)	6.1	328.1	(18.4)	257.1	(43.2)
순이익률 (%)	1.1	5.6	3.0	8.3	5.6
(지배주주)당기순이익	1.9	16.4	9.6	34.8	19.8
(비지배주주)당기순이익	1.4	(2.3)	1.9	6.1	3.5
총포괄이익	3.0	14.8	13.0	41.0	23.3
(지배주주)총포괄이익	1.6	17.2	10.2	30.8	17.5
(비지배주주)총포괄이익	1.4	(2.4)	2.8	10.1	5.8
EBITDA	**10.2**	**12.1**	**24.8**	**65.3**	**38.6**
증감률 (%)	(44.7)	18.1	105.1	163.2	(41.0)
EBITDA 이익률 (%)	3.6	4.8	6.4	13.2	9.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**15.7**	**(4.6)**	**(8.9)**	**40.7**	**29.2**
당기순이익	3.3	14.1	11.5	41.0	23.3
유형자산상각비	9.0	8.3	8.0	8.3	8.3
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.3	(0.2)	(1.2)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(11.0)	(33.8)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	8.9	(27.6)	(6.2)	(8.6)	(2.5)
(법인세납부)	(0.9)	(2.9)	(14.0)	(13.4)	(7.7)
기타	6.0	37.4	(7.1)	13.4	7.8
투자활동으로인한현금흐름	**(6.4)**	**28.5**	**(33.7)**	**(9.0)**	**(7.8)**
유형자산의증가(CAPEX)	(8.0)	(4.3)	(34.1)	(8.0)	(8.0)
유형자산의감소	14.0	44.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(0.1)	(0.4)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(21.9)	(22.2)	1.2	(0.4)	0.1
기타	9.5	10.9	(0.4)	(0.6)	0.1
FCF	19.4	5.9	(37.2)	33.0	21.0
재무활동으로인한현금흐름	**0.5**	**(9.3)**	**30.8**	**(12.1)**	**(12.3)**
차입금의 증가(감소)	6.3	5.1	40.5	(3.8)	(4.0)
자기주식의처분(취득)	3.9	4.3	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.9)	(8.3)	(8.2)	(8.2)	(8.2)
기타	(8.8)	(10.4)	(1.5)	(0.1)	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(0.1)	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.4)	0.2	1.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**9.4**	**14.9**	**(10.7)**	**19.5**	**9.1**
기초현금	13.3	22.8	37.7	27.0	46.5
기말현금	22.8	37.7	27.0	46.5	55.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	58	247	202	721	410
EPS (지배순이익, 원)	33	288	169	613	348
BPS (자본총계, 원)	2,835	3,574	3,523	4,099	4,364
BPS (지배지분, 원)	2,720	2,876	2,725	3,193	3,396
DPS (원)	150	150	150	150	150
PER (당기순이익, 배)	115.8	23.9	29.0	8.1	14.3
PER (지배순이익, 배)	205.4	20.5	34.6	9.5	16.8
PBR (자본총계, 배)	2.4	1.7	1.7	1.4	1.3
PBR (지배지분, 배)	2.5	2.1	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA (배)	59.2	47.9	25.5	9.4	15.7
배당성향 (%)	449.7	50.2	85.8	23.6	41.6
배당수익률 (%)	2.2	2.5	2.6	2.6	2.6
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	3.6	4.8	6.4	13.2	9.3
영업이익률 (%)	0.4	1.5	4.3	11.5	7.3
순이익률 (%)	1.1	5.6	3.0	8.3	5.6
ROA (%)	0.8	2.8	2.0	7.1	3.9
ROE (지배순이익, %)	1.2	10.3	6.0	20.7	10.6
ROIC (%)	0.1	0.7	3.4	9.5	4.9
안정성					
부채비율 (%)	178.1	180.7	175.5	155.5	141.3
순차입금비율 (%)	136.0	100.5	127.6	99.4	88.1
현금비율 (%)	13.8	15.6	10.2	17.0	21.1
이자보상배율 (배)	0.2	0.6	1.3	2.3	1.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.2	5.4	6.6	6.6	5.1
재고자산회수기간 (일)	75.9	115.6	92.6	67.1	84.8
매출채권회수기간 (일)	29.7	39.0	25.7	20.6	26.0
EPS (당기순이익, 원)	58	247	202	710	399
EPS (지배순이익, 원)	33	288	169	604	339

동성화인텍

| Bloomberg Code (033500 KS) | Reuters Code (033500.KQ)

2022 년 11 월 30 일

내년도 좋은데 내후년은 더 좋다

[조선기자재]

명지운 연구원
☎ 02-3772-2661
✉ jiunmyoung@shinhan.com

이동헌 부부장 연구위원
☎ 02-3772-2675
✉ ldh@sinhan.com

매수	현재주가 (11 월 29 일)	목표주가	상승여력
(신규)	11,100 원	19,000 원 (신규)	71.2%

- LNG 먹거리를 다 가져갈 미래
- 매출 상방을 깨고 올라간다
- 투자의견 매수, 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

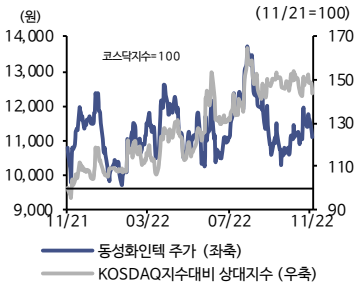
신한투자증권 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	19,000 원 (신규)
상승여력	71.2%

KOSPI	2,433.39p
KOSDAQ	727.54p
시가총액	330.4 십억원
액면가	500 원
발행주식수	29.8 백만주
유동주식수	17.4 백만주(58.6%)
52 주 최고가/최저가	13,700 원/9,730 원
일평균 거래량 (60 일)	282,879 주
일평균 거래액 (60 일)	3,252 백만원
외국인 지분율	4.18%
주요주주	
동성케미컬	38.23%

절대수익률	
3 개월	-15.6%
6 개월	-1.3%
12 개월	8.8%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-9.5%
6 개월	18.5%
12 개월	48.4%

주가차트



LNG 먹거리를 다 가져갈 미래

1985년 설립되어 폴리우레탄 정밀화학 사업을 시작했으며 LNG 보냉재 일괄생산 시스템을 갖춘 기업으로 성장했다. LNG 화물탱크 단열판넬, LNG연료탱크 제작 및 기술지원 등을 영위하는 LNG 보냉재 사업(매출 비중 90%), 환경친화적 신냉매 및 소화약제를 판매하는 PU/가스 리세일 사업(10%)을 진행하고 있다.

LNG 파이프, 화물창에 이어 LNG 연료탱크로의 도약을 시작했다. 환경규제 강화에 따라 LNG연료 추진선 발주가 대세를 이루고 있다. 동사는 GTT 멤브레인, GTT Brick, Type B, C 탱크 등 다양한 LNG 연료 탱크 주문에 대응할 수 있는 역량을 갖추었으며 향후 LNG 보냉재 사업 비중의 10% 이상을 차지할 것으로 예상한다. Type C 탱크는 암모니아, 수소 등 기타 친환경 연료 탱크로 발전 가능성도 있다.

매출 상방을 깨고 올라간다

2022년 3분기 기준 신규 수주는 1.8조원, 수주잔고는 1.5조원이다. 2020년 연간 신규 수주 대비 2배 이상 증가했다. 유례없는 수주의 급등세이다. 내년 매출액은 YoY 40% 성장을 전망한다.

기존에 동사와 거래가 없던 대우조선해양이 새로운 고객사가 되는 No.96 Super+ 도입에 대응하여 카파 증설을 진행하는 것으로 보이며, 내년 하반기부터는 매출에 영향을 줄 것으로 예상한다.

국내 조선소 수주잔고를 보면 동사와 경쟁사 합산 Capa를 넘어선다. 넘치는 수요를 얼마나 따라갈지 행복한 고민이 시작된다.

투자의견 매수, 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 19,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2023년 EPS 1,295에 타깃 PER 14.8배를 적용했다. 타깃 PER은 발주가 쌓이며 본격적 실적 상승을 보인 2006년의 동사와 한국카본의 평균 PER을 20% 할인했다.

2018~21년 견조했던 LNG선 발주, 그리고 2022년의 폭발적인 발주가 쌓여 동사의 실적은 내년도 좋고, 물량이 집중되며 고정비 레버리지 효과가 극대화되는 내후년은 더욱 좋다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	388.0	32.0	22.5	21.3	786	25.7	3,993	14.9	9.2	2.9	20.8	34.7
2021	365.0	30.2	33.7	26.5	929	18.2	4,897	12.4	10.2	2.3	21.0	30.5
2022F	403.8	25.5	17.3	10.8	365	(60.7)	4,707	30.4	12.9	2.4	7.6	58.6
2023F	576.6	54.4	51.4	38.6	1,295	254.9	5,664	8.6	6.5	2.0	25.0	36.9
2024F	736.4	93.6	88.8	66.6	2,238	72.8	7,564	5.0	3.4	1.5	33.8	3.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

동성화인텍 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)		108	107	91	98	137	138	139	163	388	365	404	577	736
영업이익		1	6	11	7	13	16	12	13	32	30	25	54	94
세전이익		2	3	6	6	13	15	12	11	23	34	17	51	89
순이익		0	2	4	4	10	12	9	9	21	26	11	39	67
영업이익률(%)		1.2	5.5	12.3	7.3	9.8	11.6	8.9	7.7	8.2	8.3	6.3	9.4	12.7
세전이익률		2.0	2.7	6.9	6.1	9.4	11.2	8.4	7.0	5.8	9.2	4.3	8.9	12.1
순이익률		0.4	1.5	4.7	4.6	7.1	8.4	6.3	5.3	5.5	7.2	2.7	6.7	9.0
매출액 증가율	YoY	(2.1)	35.0	29.3	(6.9)	27.3	29.1	52.3	65.9	53.2	(5.9)	10.6	42.8	27.7
	QoQ	2.5	(1.2)	(14.4)	7.5	40.1	0.1	1.0	17.1	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	(88.8)	(28.8)	108.8	40.8	936.4	174.5	10.3	76.6	19.2	(5.6)	(15.7)	113.8	72.1
	QoQ	(74.3)	348.8	91.9	(36.3)	89.0	18.9	(22.9)	2.0	-	-	-	-	-

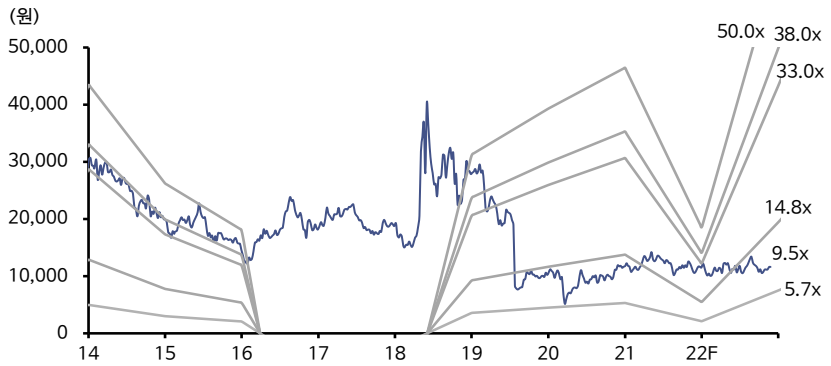
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동성화인텍 PER Valuation – 목표주가 19,000원

목표주가 (원)	19,000	2006년 한국카본, 동성화인텍 평균 PER 20% 할인; 2004~07년의 폭발적인 수요증가에는 못 미침을 감안
Target PER (배)	14.8	
현재주가 (원)	11,100	투자 포인트 1) LNG 보냉재 2사의 Capa를 넘어서는 조선소 수주잔고 2) 매출 증대에 따른 고정비 레버리지 효과 3) LNG 연료 탱크 사업 기대
상승여력 (%)	71.2	
2023년 선행EPS (원)	1,295	

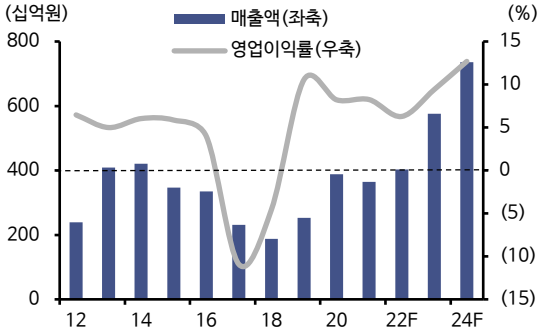
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동성화인텍 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



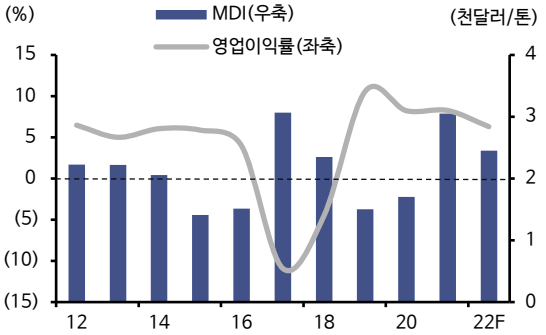
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

동성화인텍 매출액, 영업이익률 추이



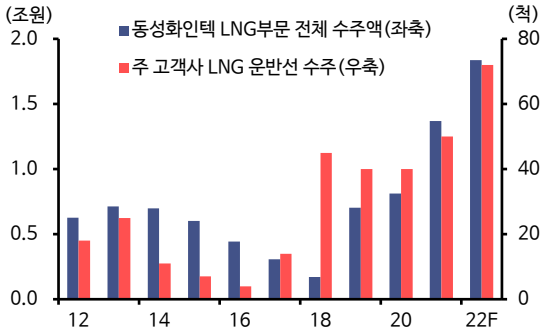
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

동성화인텍 영업이익률, MDI 가격 추이



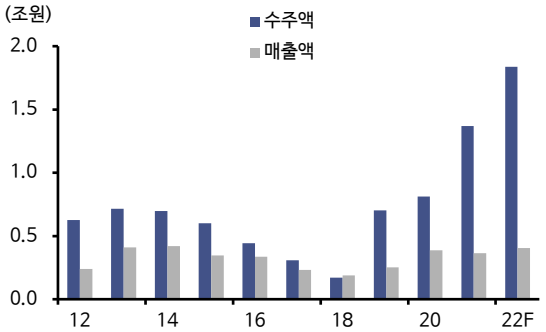
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

동성화인텍 LNG 수주, 주 고객사 LNG 수주 추이



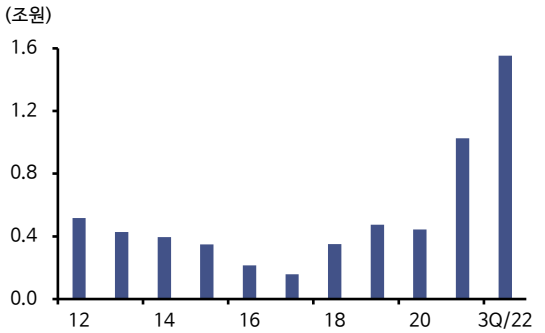
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

동성화인텍 전체 수주액, 매출액 추이



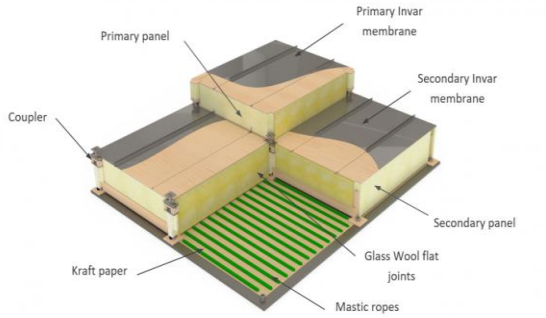
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

동성화인텍 LNG 부문 수주 잔고 추이



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

No.96 Super+ type LNG 보냉재



자료: GTT, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**246.5**	**294.8**	**332.0**	**382.0**	**445.9**
유동자산	128.0	178.5	217.1	269.0	334.8
현금및현금성자산	23.7	23.2	9.2	30.2	85.6
매출채권	22.2	43.1	51.9	62.4	66.0
재고자산	74.2	96.8	133.7	149.7	154.9
비유동자산	118.5	116.3	114.9	113.0	111.1
유형자산	112.1	110.5	109.4	107.2	105.3
무형자산	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
투자자산	1.5	1.4	1.4	1.6	1.7
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**136.7**	**152.8**	**191.9**	**213.4**	**220.7**
유동부채	124.9	135.1	171.0	190.3	197.0
단기차입금	11.7	45.7	73.1	73.1	73.1
매입채무	27.8	29.9	38.4	46.1	48.8
유동성장기부채	14.1	2.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	11.9	17.7	20.9	23.0	23.7
사채	0.0	9.9	10.5	10.5	10.5
장기차입금(장기금융부채 포함)	3.3	0.2	0.1	0.1	0.1
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**109.8**	**142.0**	**140.1**	**168.6**	**225.1**
자본금	14.1	14.8	15.2	15.2	15.2
자본잉여금	52.1	68.0	74.9	74.9	74.9
기타자본	(8.5)	(8.5)	(8.5)	(8.5)	(8.5)
기타포괄이익누계액	1.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	50.7	67.8	58.6	87.1	143.6
지배주주지분	**109.8**	**142.0**	**140.1**	**168.6**	**225.1**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	62.4	68.0	93.6	95.1	95.7
*순차입금(순현금)	38.1	43.3	82.1	62.3	7.2

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**388.0**	**365.0**	**403.8**	**576.6**	**736.4**
증감률 (%)	53.2	(5.9)	10.6	42.8	27.7
매출원가	**317.0**	**306.2**	**351.9**	**493.9**	**613.7**
매출총이익	**71.0**	**58.9**	**51.9**	**82.6**	**122.7**
매출총이익률 (%)	18.3	16.1	12.8	14.3	16.7
판매관리비	**39.0**	**28.7**	**26.4**	**28.2**	**29.1**
영업이익	**32.0**	**30.2**	**25.5**	**54.4**	**93.6**
증감률 (%)	18.7	(5.6)	(15.6)	113.8	72.1
영업이익률 (%)	8.2	8.3	6.3	9.4	12.7
영업외손익	(9.4)	3.5	(8.1)	(3.0)	(4.8)
금융손익	(4.8)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	(4.8)
기타영업외손익	(4.7)	6.5	(5.5)	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**22.5**	**33.7**	**17.3**	**51.4**	**88.8**
법인세비용	1.3	7.2	6.5	12.9	22.2
계속사업이익	21.3	26.5	10.8	38.6	66.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**21.3**	**26.5**	**10.8**	**38.6**	**66.6**
증감률 (%)	26.1	24.4	(59.3)	257.6	72.8
순이익률 (%)	5.5	7.2	2.7	6.7	9.0
(지배주주)당기순이익	21.3	26.5	10.8	38.6	66.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	22.1	25.0	10.6	38.6	66.6
(지배주주)총포괄이익	22.1	25.0	10.6	38.6	66.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**39.1**	**37.0**	**31.9**	**60.7**	**99.6**
증감률 (%)	16.3	(5.4)	(14.0)	90.4	64.2
EBITDA 이익률 (%)	10.1	10.1	7.9	10.5	13.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**62.2**	**(5.6)**	**(12.7)**	**72.4**	**107.5**
당기순이익	21.3	26.5	10.8	38.6	66.6
유형자산상각비	7.0	6.7	6.3	6.1	5.9
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	0.9	(0.7)	2.3	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(1.3)	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	13.4	(47.8)	(36.3)	27.6	34.9
(법인세납부)	(1.2)	(2.5)	(11.1)	(12.9)	(22.2)
기타	20.7	13.4	15.2	12.9	22.2
투자활동으로인한현금흐름	**(7.3)**	**(5.0)**	**(4.6)**	**(4.7)**	**(4.2)**
유형자산의증가(CAPEX)	(7.4)	(5.0)	(4.9)	(4.0)	(4.0)
유형자산의감소	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.3	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.3	0.0	(0.0)	(0.2)	(0.1)
기타	(0.5)	(0.5)	0.3	(0.5)	(0.1)
FCF	59.5	(13.4)	(24.4)	30.0	68.0
재무활동으로인한현금흐름	**(53.7)**	**10.5**	**12.4**	**(8.5)**	**(9.6)**
차입금의 증가(감소)	(42.1)	20.5	22.5	1.5	0.5
자기주식의처분(취득)	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(5.9)	(9.3)	(9.8)	(10.1)	(10.1)
기타	(10.7)	(0.7)	(0.3)	0.1	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(9.6)	(38.2)	(38.2)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.5)	(0.3)	0.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**0.6**	**(0.5)**	**(14.0)**	**20.9**	**55.5**
기초현금	23.1	23.7	23.2	9.2	30.1
기말현금	23.7	23.2	9.2	30.1	85.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

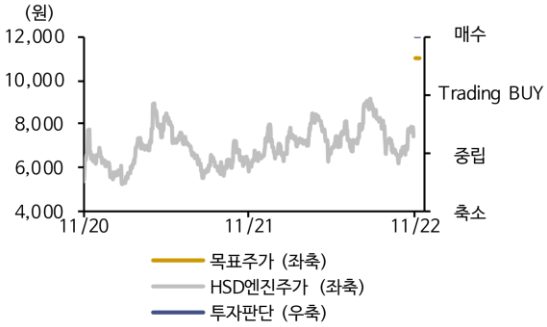
주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	786	929	365	1,295	2,238
EPS (지배순이익, 원)	786	929	365	1,295	2,238
BPS (자본총계, 원)	3,993	4,897	4,707	5,664	7,564
BPS (지배지분, 원)	3,993	4,897	4,707	5,664	7,564
DPS (원)	350	350	350	350	350
PER (당기순이익, 배)	14.9	12.4	30.4	8.6	5.0
PER (지배순이익, 배)	14.9	12.4	30.4	8.6	5.0
PBR (자본총계, 배)	2.9	2.3	2.4	2.0	1.5
PBR (지배지분, 배)	2.9	2.3	2.4	2.0	1.5
EV/EBITDA (배)	9.2	10.2	12.9	6.5	3.4
배당성향 (%)	43.7	37.1	93.5	26.2	15.1
배당수익률 (%)	3.0	3.0	3.2	3.2	3.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	10.1	10.1	7.9	10.5	13.5
영업이익률 (%)	8.2	8.3	6.3	9.4	12.7
순이익률 (%)	5.5	7.2	2.7	6.7	9.0
ROA (%)	8.4	9.8	3.4	10.8	16.1
ROE (지배순이익, %)	20.8	21.0	7.6	25.0	33.8
ROIC (%)	17.5	13.7	8.2	17.9	29.4
안정성					
부채비율 (%)	124.6	107.6	136.9	126.6	98.1
순차입금비율 (%)	34.7	30.5	58.6	36.9	3.2
현금비율 (%)	19.0	17.2	5.4	15.8	43.5
이자보상배율 (배)	6.4	9.8	9.3	17.3	19.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	7.3	6.3	4.1	4.6	5.5
재고자산회수기간 (일)	71.4	85.5	104.2	89.7	75.5
매출채권회수기간 (일)	24.9	32.6	42.9	36.2	31.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

HSD엔진(082740)

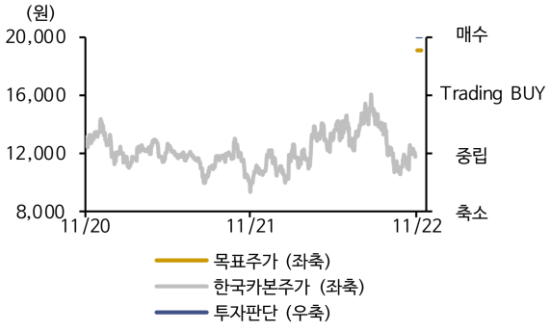


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 04월 28일		커버리지제외	-	-
2022년 11월 30일	매수	11,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

한국카본(017960)

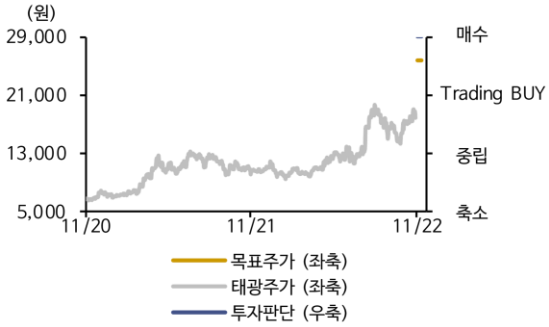


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 04월 28일		커버리지제외	-	-
2022년 11월 30일	매수	19,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

태광(023160)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 11월 30일	매수	27,000		

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

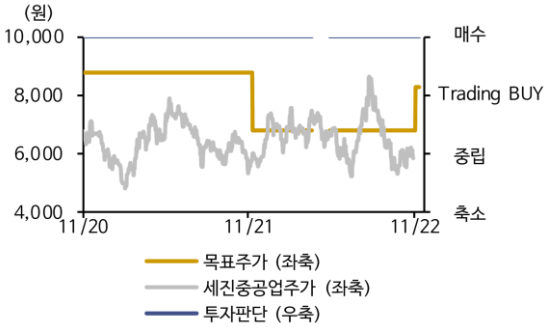
성광벤드(014620)

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 11월 30일	매수	23,000		

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

세진중공업(075580)

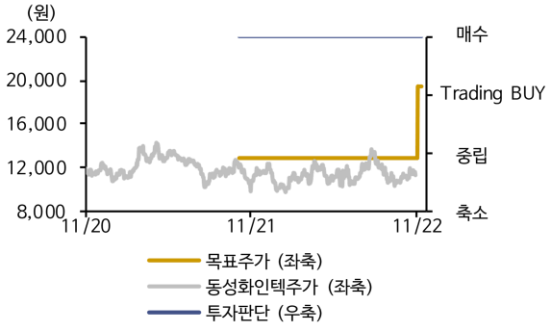


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 11월 17일	매수	8,800	(29.0)	(16.4)
2021년 05월 18일		6개월경과	(24.8)	(10.5)
2021년 11월 19일		6개월경과	(34.4)	(30.6)
2021년 12월 08일	매수	6,800	(3.1)	11.0
2022년 04월 18일		커버리지제외	-	-
2022년 11월 27일		6개월경과	(13.5)	(13.5)
2022년 11월 30일	매수	8,300	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

동성화인텍(033500)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 04월 28일		커버리지제외	-	-
2022년 11월 30일	매수	19,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

산업 용어 해설은 QR코드를 통해 확인하실 수 있습니다.

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 명지운, 이동헌)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 27일 기준)

매수 (매수)	96.40%	Trading BUY (중립)	1.44%	중립 (중립)	2.16%	축소 (매도)	0.00%