조선기자재(비중확대)

같은 사이클 속 다른 투자전략

SK증권 조선. 한승한, 3773-9992



SK securities

2023-10-17

조선기자재

같은 사이클 속 다른 투자전략

SK증권 리서치센터



Analyst
한승한
shane.han@sks.co.kr
3773-9992

같은 조선 상승사이클, 기자재별 다른 투자전략

LNG 운반선 중심의 높은 레벨의 수주잔고와 지속적인 신조선가 상승, 그리고 건조 물량 확대와 선가상승 영향으로 일부 조선사들의 흑자전환까지 전망되며 국내 조선업 상승사이클이 지속되는 중이다. 이러한 상황 속에서 국내 조선업과 궤를 같이하는 조선기자재 업종에도 시장의 관심이 확대되고 있다. 현 시점에서 **조선기자재에 대해 업종 및 시점별로 달리 접근할 필요가 있다는 판단이며**, 조선기자재 중에서도 가장 매력도가 높은 피팅, 보냉재, 선박엔진 산업 순으로 자세히 살펴보고자 한다.

피팅 산업: 글로벌 오일&가스 투자 확대(Feat. 해양플랜트)

사우디 감산 및 이스라엘-팔레스타인 전쟁 등 탄소중립 목표 달성을 향한 속도가 줄어듦과 동시에 고유가 전망에 따른 오일과 가스에 대한 투자 확대가 다시 이뤄지는 중이다. 또한 육상에서 해양으로 옮겨가는 원유&가스 생산에 따른 해양플랜트 발주 규모 확대로 인해 피팅 업체의 실적 개선세는 지속될 전망이다. 과거 고유가 사이클 시기에 큰 수혜를 받았던 피팅산업에 대해 현시점에서 가장 주목해야 할 필요가 있다는 판단이며, **태광과 성광벤드를 조선기자재 종목 Top-pick 으로 제시한다.**

보냉재 산업: 새로운 매출원의 확보&견고한 '브릿지' 연료 LNG

러-우 전쟁 이후 글로벌 LNG 수요는 지속적으로 상승하며, 중동과 북미 지역 중심의 LNG 생산 프로젝트들 확대로 이어지는 중이다. 이로 인해 국내 조선소의 연평균 60 척 내외의 안정적인 LNGC 수주가 예상되며, 글로벌 선주들의 낮은 BOR 요구로 인해 새로운 매출원을 확보하며 국내 보냉재 업체의 매출 상방 제한이 해소됐다. 멈출 줄 모르는 LNGC 선가상승과 원자재 가격 안정화에 따른 실적개선 기대감까지, **국내 보냉재 산업의 피크아웃 우려 해소에 따라 최소 '26 년까지 안정적인 성장세 보여줄 것으로 전망한다.**

선박엔진 산업: IMO 환경규제와 노후선대 교체 사이클

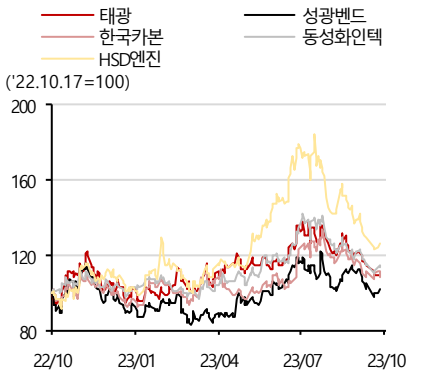
IMO 환경규제로 인한 친환경 선박 교체수요 증가는 선박엔진 산업의 성장으로 이어져왔다. 친환경규제와 함께 노후선대 교체 사이클이 맞물려 앞당겨질 제 3 차 슈퍼사이클은 엔진 산업의 강력한 모멘텀으로 작용할 전망이다. 다만 친환경규제에 가장 민감한 컨테이너선의 친환경 교체발주가 거의 완료됐다는 점에서 내년부터 수주 규모 감소로 이어질 가능성이 높다는 판단으로, **중·장기적 관점에서 접근하는 것이 보다 유효하다는 판단이다.**

코스피 vs. 조선주 (YTD)



자료 : Quantiwise, SK 증권

조선시자재 커버리지 5 사 주가 추이(1yr)



자료 : Quantiwise, SK 증권

Contents

산업분석

Investment Summary & Key Charts 3

1. 조선기자재 산업 7

2. 피팅 산업 9

3. 보냉재 산업 22

4. 선박엔진 산업 34

Appendix 44

기업분석

태광(023160) / 매수(신규편입) / 28,000 원

성광벤드(014620) / 매수(신규편입) / 23,000 원

한국카본(017360) / 매수(신규편입) / 17,500 원

동성화인텍(033500) / 매수(신규편입) / 17,000 원

HSD 엔진(082740) / 매수(신규편입) / 12,000 원

Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 10 월 17 일 기준)

매수	95.16%	중립	4.84%	매도	0.00%

Investment Summary & Key Charts

(1) 투자전략 및 밸류에이션

멈추지 않고 상승하고 있는 선가와 약 3 년치 수주잔고를 이미 쌓아 놓은 국내 조선사들의 상승사이클 속에서 보다 높은 수익을 얻기 위해 베타가 큰 조선기자재 업종에도 시장의 관심이 확대되고 있다. 현 시점에서 조선기자재 투자전략을 업종/시점별로 달리 접근할 필요가 있다는 판단이며, 업종별 선호도는 피팅 > 보냉재 > 엔진 순서다. 이 중 **피팅 산업을 조선기자재 최선호 업종으로 제시하며, '태광'과 '성광벤드'를 조선기자재 Top-Pick 으로 제시한다.**

1) 피팅 산업

피팅 산업은 과거 고유가와 이에 따른 플랜트 투자 사이클 시기에 수혜를 가장 많이 받은 조선기자재 산업이다. 최근 사우디와 러시아 감산 조치와 고유가 기조, 그리고 확대되는 LNG 수요-공급 밸런스에 따른 원유 및 가스 플랜트 투자가 늘어나는 추세이며, 이에 따른 피팅 수주규모 확대 또한 지속될 것으로 전망한다. 또한 최근 글로벌 해양플랜트 투자 확대는 피팅업체의 안정적인 성장과 더불어 높은 레벨의 마진율을 유지시켜 줄 요인이 될 것이다. 따라서 **현재 시점에서 매출과 이익의 성장, 두 가지 측면을 모두 보여줄 것으로 전망되는 피팅산업이 조선기자재 업종 중 가장 매력도가 높다는 판단이다.**

2) 보냉재 산업

탄소중립(Net-Zero) 목표와 더불어 러-우 전쟁은 '브릿지(Bridge)' 연료 역할의 LNG 생산 및 확보의 중요성을 더욱 부각시켰고, 이에 따른 글로벌 LNGC 발주 규모 또한 견조한 레벨을 유지할 것으로 전망한다. 이러한 기조 하에 보냉재 산업은 **기존의 매출향이 아니었던 한화오션을 새로운 고객원으로 확보하며 추가적인 성장 동력을 확보하게 됐다.**

중국 조선소들의 LNGC 건조 캐파의 확장과 최근 GTT 와의 LNG 보냉재 라이센스 계약은 장기적 관점에서 국내 조선소의 LNGC 수주 점유율 축소로 이어질 수 있으나, 글로벌 선주들은 LNG 운반선의 핵심기자재인 보냉재에 대해서는 레퍼런스가 있는 업체를 선호할 것으로 예상됨에 따라 국내 보냉재 업체로의 수주로 이어질 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 **견조한 글로벌 LNGC 발주와 선주들의 낮은 일일 기화율(BoR: Boil off Rate)을 향한 점진적인 수요 확대는 최소 2026 년까지 보냉재 업체의 안정적인 성장으로 이어질 것을 예상한다.**

3) 엔진 산업

향후 엔진 산업의 성장 모멘텀은 IMO(국제해사기구)의 해상운송에 대한 환경규제이다. IMO(국제해사기구)는 올해 7 월에 열린 제 80 차 MEPC 회의에서 2050 년 탄소중립(Net-Zero) 달성을 위한 장기적 목표를 설정했으며, 이에 따라 점진적으로 강화될 선박운송에 대한 환경규제는 친환경 선박엔진 수요를 확대시킬 요인으로 작용할 전망이다. 다만 친환경 규제에 가장 민감한 선종인 컨테이너선의 수주잔고가 역대 최대규모인 점과 올해까지 메탄올 D/F 중심의 대형 해운사들의 친환경 선박 발주가 대부분 완료되었다는 점을 고려한다면 **단기보다 중/장기 관점에서 접근하는 것이 유효한 투자전략이라는 판단이다.**

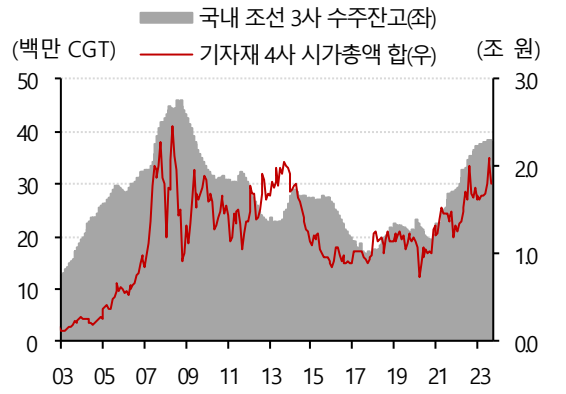
조선기자재 커버리지 5 사 Valuation Table

구분		태광	성광벤드	한국카본	동성화인텍	HSD 엔진
매출액 (십억원)	2022A	249.7	244.0	369.3	434.2	764.2
	2023E	322.6	269.4	511.9	561.2	810.2
	2024E	364.3	313.7	570.6	589.1	933.6
영업이익 (십억원)	2022A	45.4	26.8	24.8	15.3	-29.5
	2023E	68.9	53.1	37.6	32.6	27.8
	2024E	78.9	63.2	78.0	54.1	85.2
PBR	2022A	0.6	0.8	1.2	2.1	2.4
	2023E	0.8	0.8	1.5	2.1	2.6
	2024E	0.8	0.7	1.3	1.8	2.1
PER	2022A	11.9	9.7	24.0	38.3	N/A
	2023E	9.3	8.6	20.3	16.9	41.0
	2024E	8.3	8.5	9.1	9.6	10.6
ROE	2022A	7.8	8.7	5.1	5.8	-18.7
	2023E	9.7	9.3	7.5	13.9	6.6
	2024E	10.0	8.7	15.0	21.6	22.0
밸류에이션 방법	-	PER	PER	PBR	PBR	PBR
12M Fwd EPS	(원)	2,026	1,631	-	-	-
12M Fwd BPS	(원)	-	-	10,247	6,398	3,951
Target Multiple	(배)	14.0	14.0	1.7	2.7	3.0
목표주가(T.P)	(원)	28,000	23,000	17,500	17,000	12,000
현재주가 (2023-10-16)	(원)	16,870	14,270	12,200	12,150	8,540
상승여력	(%)	66.0	61.2	43.4	39.9	40.5
투자의견		매수(신규편입)	매수(신규편입)	매수(신규편입)	매수(신규편입)	매수(신규편입)

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

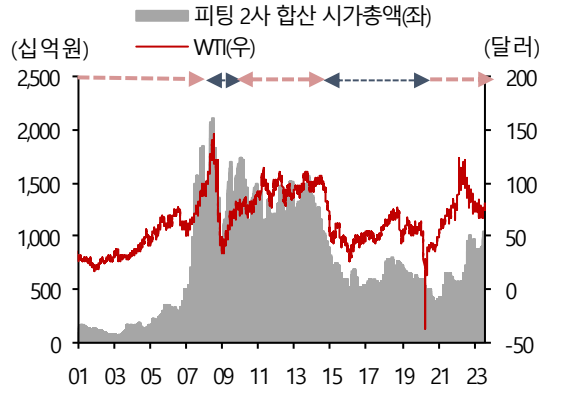
(2) Key Charts

국내 조선 3사 수주잔고 및 기자재 4사 시가총액 추이



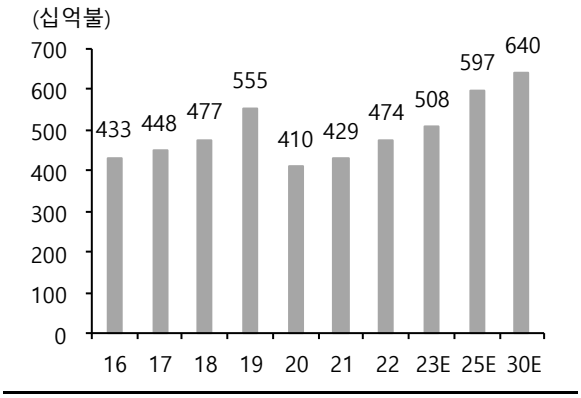
자료 : Clarksons, 각 사, SK 증권

피팅산업 사이클과 유가 추이



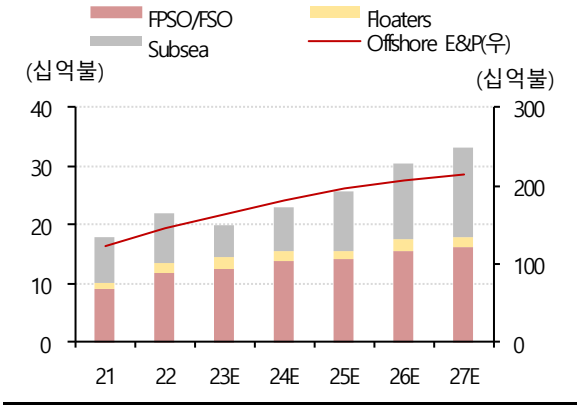
자료 : Quantiwise, Bloomberg, SK 증권

글로벌 오일&가스 투자규모 추이 및 전망



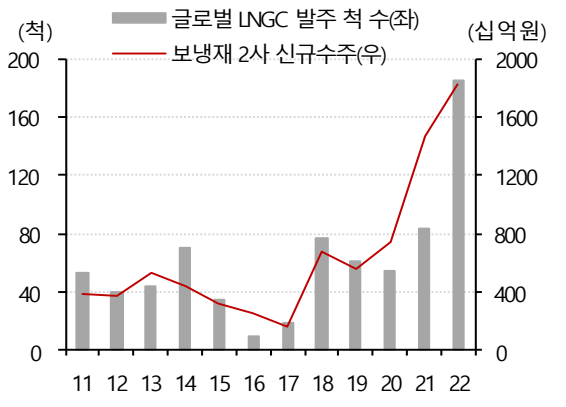
자료 : IEA, SK 증권

글로벌 오프쇼어(Offshore) 투자 추이 및 전망



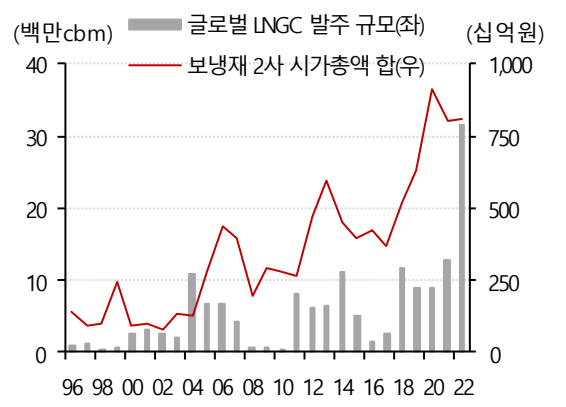
자료 : Rystad Energy, SK 증권

글로벌 LNGC 발주 및 보냉재 2사 신규수주 추이



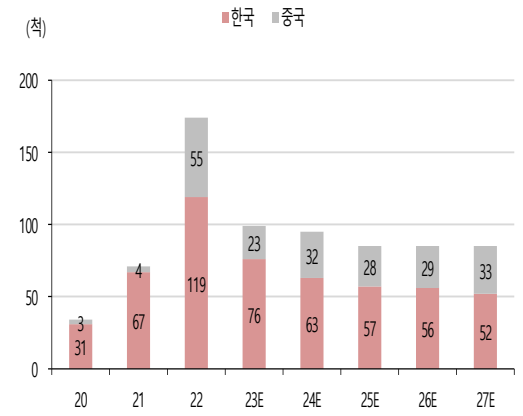
자료 : Clarksons, Quantiwise, SK 증권

글로벌 LNGC 발주 및 보냉재 2사 시가총액 합 추이



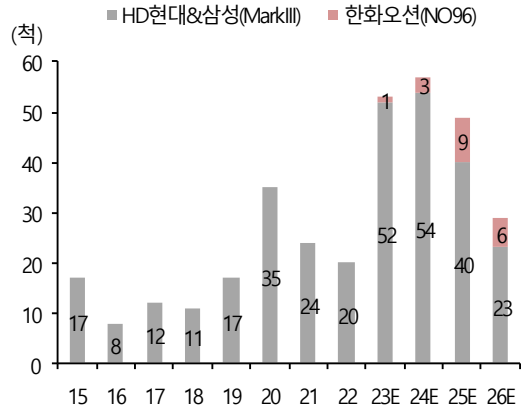
자료 : Clarksons, Quantiwise, SK 증권

한국+중국 LNGC 수주 척 수 추이 및 전망



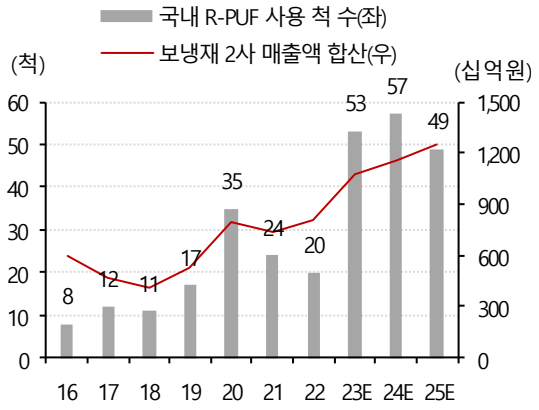
자료 : Clarksons, SK증권 추정

NO96-Super+ 채택으로 늘어나는 R-PUF 사용 척 수



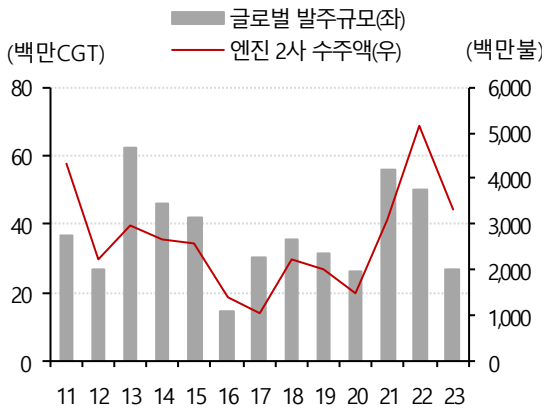
자료 : Clarksons, SK증권 추정

R-PUF 사용 척 수 및 보냉재 2사 매출액 추이 및 전망



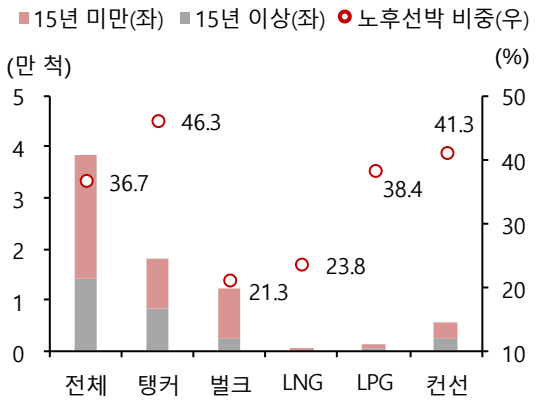
자료 : Clarksons, Quantiwise, 각 사, SK증권 추정

글로벌 선박 발주 및 국내 선박엔진 2사 수주액 추이



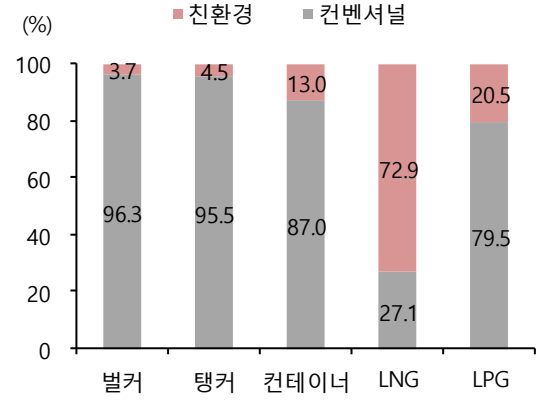
자료 : Clarksons, 각 사, SK증권

글로벌 선종별 노후선대 대비 수주잔고 비중



자료 : Clarksons, SK증권

글로벌 선종별 선대 중 친환경과 컨벤셔널 비중



자료 : Clarksons, SK증권

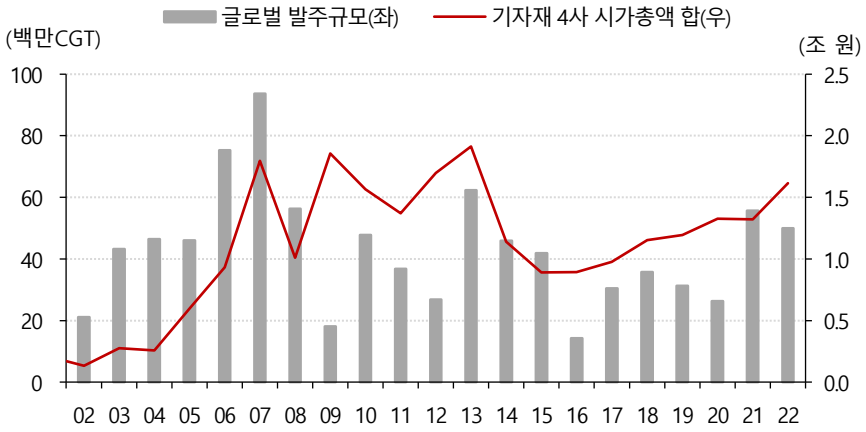
1. 조선기자재 산업

국내 조선업이 좋아야 조선기자재도 좋다

조선 수주가 곧 조선기자재의 수주

조선기자재 산업의 상승사이클은 글로벌 선박 발주규모 확대에 기인한다. 글로벌 선박 발주량이 증가하면 조선기자재 업체의 수주 확대로 이어지며, 이후 기자재 납품 시 실적으로 나타나는 구조이다. 기자재 업종별로 조금씩 상이할 수 있겠지만, 큰 틀에서 **조선업 상승사이클이 곧 조선기자재 산업의 상승사이클이라고 봐도 무방하다.**

글로벌 선박 발주규모와 기자재 4사 시가총액 합 추이



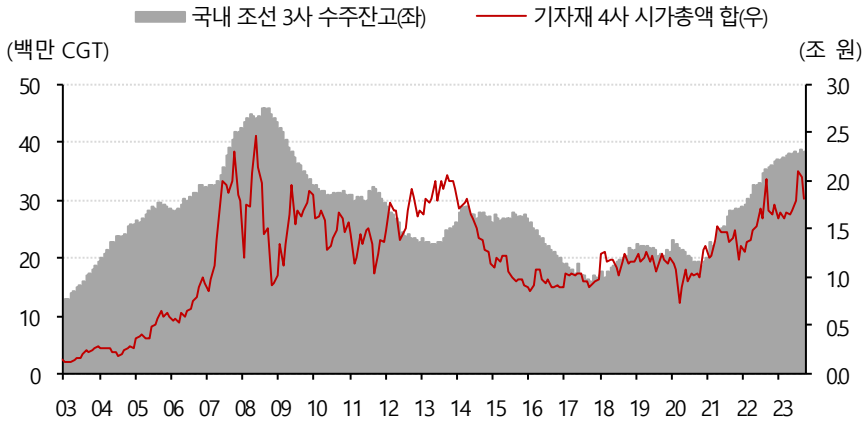
자료 : Clarksons, Quantiwise, SK 증권
주: 조선기자재 4사는 성광벤드, 태광, 동성화인텍, 한국카본

국내 조선업과 조선기자재의 상관관계가 높아진 이유 3가지

글로벌 발주 규모도 중요하지만, 선박 발주와 국내 조선기자재 산업의 상관관계를 좀 더 자세히 살펴보기 위해서는 국내 조선 3 사(HD 한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션)의 수주잔고와 조선기자재 업종별 특징을 파악할 필요가 있다.

이 둘의 상관관계가 높아진 이유는 근본적으로 선박 수주량이 가장 많은 대형 조선사임과 동시에 같은 국내 업체라는 이유도 있지만, 1) 원자재 조달 및 가격 협상 등의 비용 절감효과로 인해 해외 대비 국내 조선사향 수주분의 마진율이 상대적으로 높은 편이다. 2) 글로벌 LNG 운반선의 대부분을 국내 조선 3사가 수주하고 있기 때문에 보냉재 업체(동성화인텍, 태광)의 경우, LNG 운반선의 발주가 곧 이들의 수주라고 볼 수 있다. 또한 엔진 업체의 경우, 선종별 수주 비중에서 LNG 운반선이 차지하는 비중이 약 70%까지 확대됐기 때문이다. 3) 국내 조선사의 해양플랜트 수주분은 경쟁사가 아닌 국내 피팅 업체에게 거의 대부분 발주가 이루어지기 때문이다.

국내 조선 3 사 수주잔고 및 기자재 4 사 시가총액 추이



자료 : Clarksons, Quantiwise, SK 증권
주: 조선기자재 4 사는 성광벤드, 태광, 동성화인텍, 한국카본, 2023 년은 9 월 말 기준

국내 조선 3 사 수주잔고 및 기자재 4 사 시가총액 추이



자료 : Quantiwise, SK 증권
주: 조선기자재 5 사는 성광벤드, 태광, 동성화인텍, 한국카본, HSD 엔진. 2023 년은 9 월 말 기준

2. 피팅 산업 - 글로벌 오일&가스 투자확대(Feat. 해양플랜트)

장기간 하락사이클 이후 살아남은 글로벌 상위 4개 피팅업체 중 국내 2사: 태광, 성광벤드

피팅산업의 특징은 플랜트마다 설계가 상이해 소품종 대량생산이 아닌 다품종 소량생산 방식이다. 이 부분에서 기업마다 제품별 생산 기술력의 차이가 발생하며, 플랜트의 특성 상 제품의 품질과 납기 그리고 안정성이 매우 중요하기 때문에 오랜 기간에 걸친 트랙레코드가 요구된다. 이 때문에 글로벌 대형 용접용 피팅 회사는 국내 기업인 '성광벤드와 '태광', 그리고 이탈리아의 2개 업체(Tectubi, Technoforge)를 제외하고는 2013년 피크 이후 장기간 하락사이클 기간 동안 대부분 사라졌다.

EPC 업체들은 글로벌 메이저&오일 업체에 등록되어 있는 피팅 기업에게만 발주가 가능

EPC 업체들은 글로벌 메이저 오일&에너지 업체(BP, Exxon, Chevron, Aramco 등)에 등록이 되어 있는 피팅 업체에게만 발주를 줄 수 있기 때문에 다양한 피팅 제품에 대한 레퍼런스가 있는 기업을 선호하게 되며, 대규모 설비와 더불어 이는 곧 피팅 산업의 진입장벽이 된다.

프로젝트 규모의 약 1~2%가 피팅 업체 수주로 이어짐

프로젝트마다 상이하긴 하지만 평균적으로 프로젝트 규모의 1~2% 정도가 피팅 업체 수주액으로 이어진다. 석유화학 플랜트의 경우 프로젝트 예산의 약 2% (용접용 2%, 계장용 0.5~1%), 해양플랜트는 약 2%, 발전플랜트는 약 1~2% 정도 비중을 피팅이 차지한다.

프로젝트 기간이 보통 2~4년이기 때문에 한 번에 발주내는 형식보다는 공구 개념(1공구, 2공구)으로 분할해서 발주하고 분할 납품하는 형식으로 이루어진다. 프로젝트 마다 상이하지만 평균적으로 프로젝트 앞부분 비중이 60%, 뒷부분이 40% 정도이다. 프로젝트 공정률 10%부터 발주되기 시작하여 20~30%부터 본격화되며, 발주 후 해당 피팅 제품의 제작기간은 3~6개월 정도 걸린다. 보통 6개월치 재고를 선제적으로 보유하고 있으며, 나머지 초과분은 스팟 계약으로 매입한다.

피팅산업은 EPC 업체가 오일메이저 업체로부터 수주를 받으면 세부설계에 들어간다. 조 단위가 넘어가는 프로젝트이면 설계기간은 9개월에서 1년까지 늘어날 수 있다. 설계기간 이후 수량과 규격에 대한 가면적을 피팅 업체에게 넘기게 되고, 프로젝트로 수주로 이어질 시, 가면적을 베이스로 실견적이 나오게 된다.

(1) 피팅의 종류

피팅은 사용처별로 크게 **1) 용접용 피팅**과 **2) 계장용 피팅**으로 구분된다.

1) 용접용 피팅

용접용 피팅의 종류
: ELBO, TEE, REDUCER 등

용접용 피팅은 주로 정유 플랜트와 발전소 같이 대규모 장치산업향에 사용되며, 액체/기체 운송을 위한 주배관에 사용된다. 용접용 피팅의 종류로는 배관의 방향을 바꾸는 Elbow(r 자), 분기에 사용되는 Tee(T 자), 작은 배관과 큰 배관을 연결하는 Reducer, 배관을 마감하는 Cap, 직경이 같은 배관을 지석으로 연장하여 연결하는 Flange 등이 있다.

용접용 피팅 종류

제품명	ELBOW	TEE	REDUCER	CAP, 기타
제품사진				
제품용도	ㄱ' 모양의 파이프 연결관이음쇠	T' 모양의 파이프 연결관이음쇠	큰 파이프와 작은 파이프의 연결에 사용되는 관이음쇠	파이프 끝부분의 마감재, 각종 파이프의 연결에 사용되는 관이음쇠류

자료: 태광, SK증권

2) 계장용 피팅

용접용 피팅과 달리 다양한 분야에서 상용되는 계양용 피팅

계장용 피팅은 주배관 주변에 붙어 주배관 상태를 계측, 제어, 시료 채취의 역할을 수행한다. 정유 플랜트와 발전소 같이 대규모 장치산업향에 주로 사용되는 용접용 피팅과는 달리 매우 다양한 사업분야에서 사용된다. 계장용 피팅의 종류로는 크게 유체의 흐름을 개폐 및 조절하는 밸브와 유체 압력을 유지시켜주는 Regulator 등이 있다.

계장용 피팅은 미국 과점(Swedgerock 과 Parker 가 글로벌 시장의 80%를 점유) 상태이며, 나머지 100 여개의 업체가 20%를 차지한다. 이 중 국내 기업은 하이록 코리아, 디케이락, 비엠티가 포함되어 있다.

계장용 피팅



자료 : 하이록코리아, SK 증권

계장용 밸브



자료 : 하이록코리아, SK 증권

피팅의 재질별 구분
: 카본, 스테인리스, 합금

카본보다 마진이 좀 더 높은 스테인리스과 합금

피팅은 재질별로도 구분이 가능하다. 일반적으로 카본(Carbon), 스테인리스강(SUS), 합금강(Alloy)으로 구분한다. 카본은 주로 정유 플랜트, 스테인리스는 LNG, 석유화학, 해양플랜트에, 합금강은 가스 및 해양플랜트에 사용된다. 스테인리스와 합금강이 카본 대비 원재료 가격이 적게는 3배에서 크게는 8배까지 비싸기 때문에 개당 단가도 더 높으며 동시에 수익성도 높다. 일반 주물에 넣고 가공하는 카본강과는 달리 스테인리스강(SUS)의 제작 난이도와 재질의 가격이 비싸기 때문이다. 따라서 **해양플랜트 프로젝트가 증가할수록 피팅 업체의 수익성도 좋아지는 구조이다.**

카본 피팅



자료 : 산업자료, SK 증권

스테인리스 피팅



자료 : 산업자료, SK 증권

합금강 피팅



자료 : 산업자료, SK 증권

(2) 피팅산업 사이클 전망(Feat. 유가)

고유가 유지 -> 조선/해양 발주 및 정유화학 플랜트 투자 확대

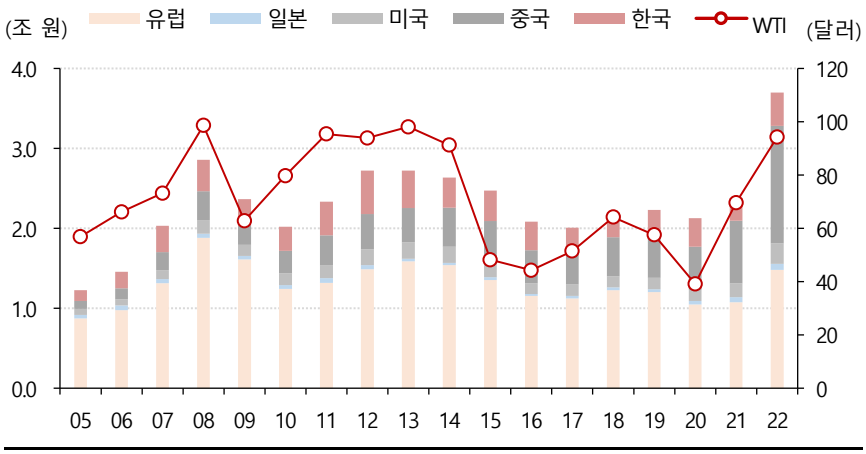
국내 피팅업체는 조선주와 매우 유사한 주가 흐름을 보여준다. 피팅 업체의 매출원 중 조선해양 비중은 약 20% 대로 상대적으로 낮은 비중을 차지하지만, '유가 상승 및 고유가 레벨 유지 -> 조선/해양 발주 및 정유화학 플랜트 투자 확대'로 이어지는 사이클은 피팅 업체에게도 그대로 유효하기 때문이다. 따라서 피팅산업의 사이클은 원유 가격과 비슷한 움직임을 갖는다. 이는 국내 피팅 업체에게만 해당되는 것이 아닌 글로벌 피팅 시장 규모 전반적인 사이클 흐름이다.

조선 4 가 시가총액과 피팅 2 사 시가총액 합계 추이



자료 : Quantiwise, SK 증권
주: 조선 4 사는 HD 현대중공업, 삼성중공업, 한화오션, 현대미포조선, 2023 년은 9 월 말 기준

피팅산업 시장 규모 및 유가 추이



자료 : 무역협회 통관통계자료, SK 증권
주: WTI 는 연평균 가격

피팅산업의 상승사이클

1) 2003 ~ 2008

2) 2009 ~ 2014

2003년부터 2008년까지는 BRICS 경제 성장에 따른 수요 증가로 인한 상승사이클이 있었다. 2008 년부터 2009 년까지 글로벌 금융위기로 인한 단기간의 하락사이클을 겪은 후, 곧이어 2009 년부터 2014 년까지 고유가 기조에 따른 셰일 및 해양플랜트의 대규모 발주가 이어졌다.

피팅산업의 하락사이클

: 2014 ~ 2021

그러나 2014년부터 2021년까지 원유공급 과잉에 따른 장기간 저유가 및 코로나로 인한 수요 및 공급의 급감으로 장기간 하락 사이클을 겪었으나, 최근 사우디와 러시아의 감산과 러-우 전쟁 및 이-팔 전쟁에 따른 고유가 기조가 지속되며 상승사이클이 지속되는 중이다.

피팅 산업 사이클



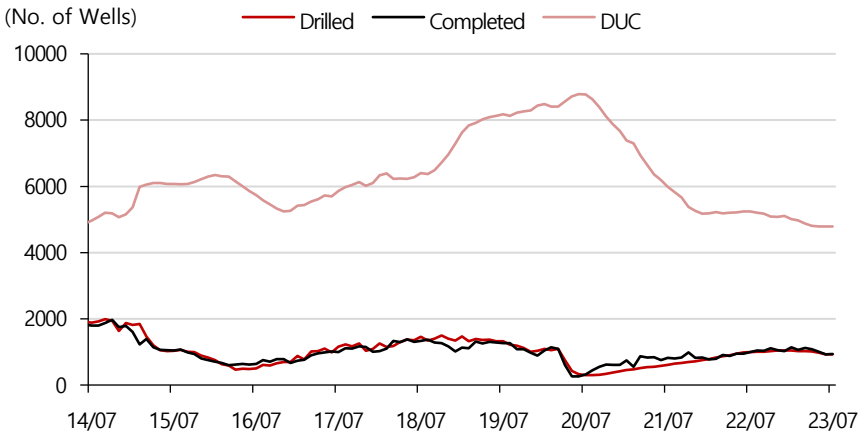
자료 : Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

미국 원유 생산량 확대는 제한적으로, 유가 하방 또한 제한적

미국의 생산량 증가는 제한적일 것으로 전망된다. 생산량 감소의 가장 큰 이유는 이전 대비 시추비용의 상승과 기존 유정의 생산성 감소 때문이다. 미국의 셰일 오일의 경우 컨벤셔널 오일과는 달리 채굴 가능한 시간이 짧고 2 년 이후 채산성의 감소가 일어나기 때문에 지속적인 투자가 필요하다. 하지만 E&P 기업들의 신규 투자는 지속적으로 축소됐고, 이에 따른 신규 유정 수의 감소가 이어져왔다.

미국의 DUC(Drilled but Uncompleted) 수는 2020 년 6 월 8,790 개를 정점으로 지속적으로 감소하고 있다. 신규 투자의 축소는 결국 유정의 생산성 악화를 확대시키는 요인으로 작용하며, 미국의 원유 생산량 확대를 제한하는 방향으로 이어지고 있다는 판단이다.

미국 DUC 추이



자료 : EIA, SK증권

유가 하락에 대한 방어 전략을 취할 수 밖에 없는 중동
→ 유가 하방 압력은 제한적

최근 유가가 배럴당 80 달러 이상을 유지하면서, 중동 주요 산유국들의 재정균형유가를 이미 넘어선 상황이다. 특히, 사우디의 '비전 2030' 등 산업다각화를 지속적으로 추진하고 있으며, 이에 필요한 재원마련을 위해서 원유 가격 방어가 필수적이라는 판단이다.

사우디가 올해 유가 목표를 $80 후반에서 $90 초반 사이를 지속적으로 언급하고 있으며, 중동에 대한 미국의 영향력이 점진적으로 축소되고 미-중 갈등구도를 활용하고 있는 상황을 고려하면 이후 유가의 하락에 대한 방어 전략을 지속적으로 취할 것으로 예상된다.

중동지역 주요 국가별 재정균형유가

Country	Average				Projections	
	2000 ~ 2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Algeria	102.1	89.6	111.4	85.7	112.4	111.9
Azerbaijan	51.9	66.3	57.9	63.6	77.0	78.2
Bahrain	83.2	113.7	134.8	133.6	126.2	129.1
Iran	85.6	546.5	259.4	278.3	351.7	375.4
Iraq	75.8	56.6	53.3	66.3	75.8	76.4
Kazakhstan		192.1	183.5	95.5	99.8	83.9
Kuwait	46.8	76.2	62.4	63.2	70.7	66.3
Libya	71.7	141.7	52.0	85.1	64.4	62.2
Oman	69.1	86.4	76.7	62.1	72.2	66.4
Qatar	45.1	49.3	46.5	44.7	44.8	41.5
Saudi Arabia	80.4	76.3	83.6	85.8	80.9	75.1
Turkmenistan		40.5	32.3	37.3	38.1	40.0
United Arab Emirates	49.9	51.7	53.1	55.1	55.6	54.8

자료: IMF, SK 증권

글로벌 오일&가스 투자는 올해 5,081 억달러에서 '30 년 6,400 억 달러까지 확대될 전망

글로벌 오일&가스 부문은 '14 년 이후 저유가 기간이 이어지면서 이전 대비 과소 투자가 이루어졌다. 하지만 러-우 전쟁 및 사우디와 러시아의 감산 등에 따른 고유가 전망이 지속되는 중이며, 이에 따라 **글로벌 오일&가스 부문 투자는 올해 5,081 억 달러에서 '25 년 5,970 억, '30 년에는 6,400 억 달러까지 확대될 전망이다.**

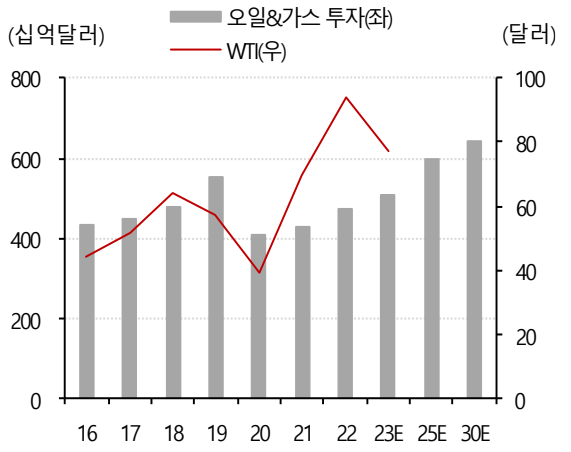
미국의 APD 신규 승인 건수 증가에 따라 E&P 투자 확대 전망

미국의 경우 바이든 정부는 미국 에너지 주도권 확보를 위한 E&P 투자 확대를 기업에 지속적으로 요구 중인 상황이다. 바이든 정부 들어서 APD(Application for Permit to Drill) 신규 승인 건수는 '22 년 탈탄소 정책 추진에 따라 '21 년 대비 큰 폭 감소했으나, 러-우 전쟁 이후 중동과의 갈등 심화되며 '23 년 다시 증가세로 전환됐다. 트럼프 정부 평균 대비 약 17% 증가했으며, 이러한 추세를 고려하면 연말까지 약 5 천건의 ADP 가 나올 것으로 추정된다.

사우디 포함한 중동 지역의 오일&가스 프로젝트 확대 계획

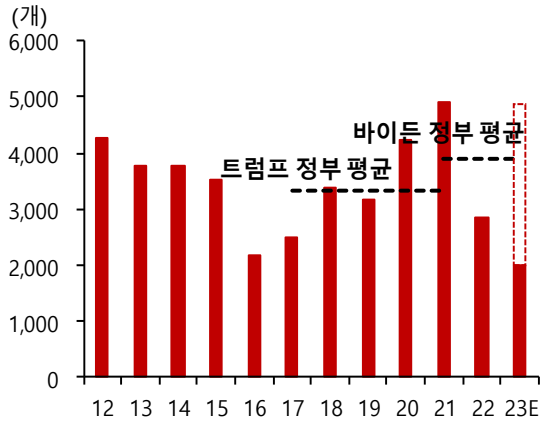
중동 지역의 경우 사우디 아람코(Aramco)가 '27 년까지 원유 생산 Capa 를 13 만 b/d 증설을 목표로 투자를 진행 중이다. 2Q23 기준 아람코의 Capex 는 약 104.6 억달러로 전년 대비 +11.8%를 기록했으며, 올해 Capex 가이던스는 450~550 억 달러로 '22 년(376 억달러) 대비 약 30% 증가했다. 사우디를 포함한 중동 지역에서는 올해부터 '27 년까지 약 620 개의 오일&가스 프로젝트가 시작될 것으로 전망된다.

글로벌 오일&가스 Capex 투자규모 및 원유가격 추이



자료 : IEA, SK 증권
주: WTI 는 평균 가격

미국 APD 신규 승인 건수



자료 : US BLM, SK 증권

(3) 해양플랜트에 주목해야 할 때

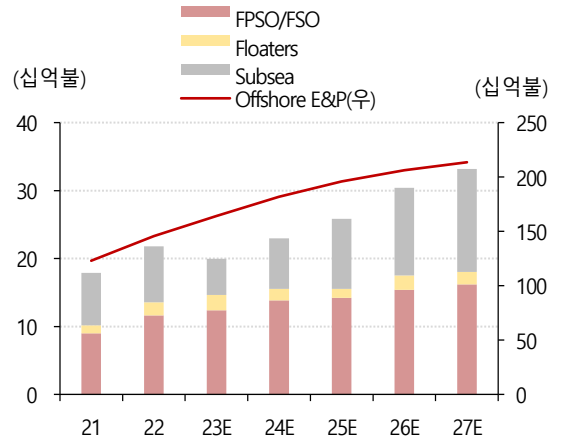
글로벌 원유&가스 생산은 해양으로 옮겨가는 중

최근 들어 글로벌 원유 및 가스 생산은 내륙에서 해양으로 옮겨가고 있다. 해양플랜트는 육상플랜트 대비 탄소배출이 적어 환경 친화적이며, 낮은 투자비용과 부유식 설비를 통한 이동이 용이하기 때문에 효율적인 운영과 생산이 가능하다.

글로벌 오프쇼어 E&P Capex : '23 년 1,643 억달러 → '27 년 2,136 억달러

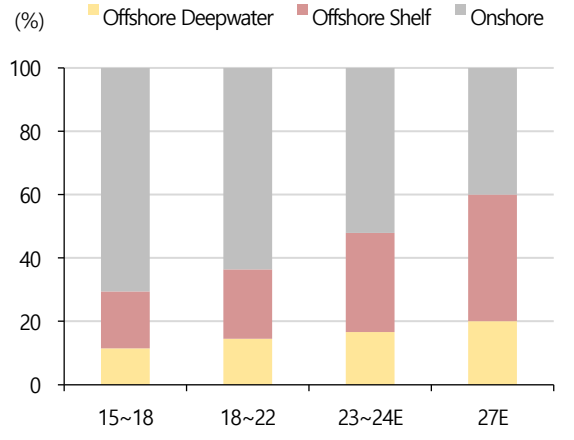
클락슨(Clarksons)에 따르면 올해 8 월까지 원유/가스/해상풍력 등 해양플랜트에 투자가 확정된 금액은 895 억 달러로, 연말까지 최종투자결정(FID)이 예정된 투자 규모는 1,705 억 달러에 달할 것으로 전망하고 있다. 이는 지난 10 년의 해양프로젝트 투자 규모 중 가장 큰 수치이다. 오프쇼어(Offshore) E&P Capex 투자는 2023 년 약 1,643 억불에서 2027 년에는 약 2,136 억불로 30% 이상 늘어날 것으로 전망된다. 글로벌 오일&가스 플랜트 중 오프쇼어 비중은 '23~'24 년 약 48%에서 '27 년 60%까지 확대될 것으로 예상됨에 따라 온쇼어 비중을 뛰어넘을 것으로 예상된다.

글로벌 오프쇼어 투자 추이 및 전망



자료: Rystad Energy, SK 증권

글로벌 오일&가스 플랜트 온/오프쇼어 비중 추이 및 전망



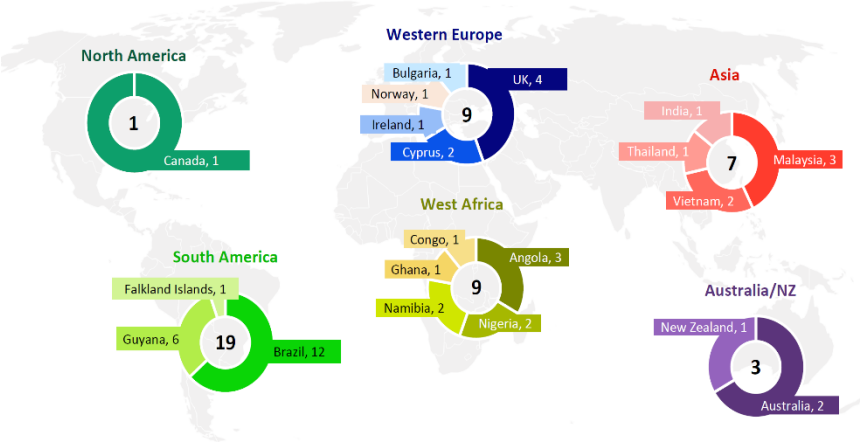
자료: Rystad Energy, SK 증권

서유럽과 남미 중심의 FPSO 확대 예상 -> '30 년까지 48 개의 FPSO 필요할 것

영국은 에너지에 대한 자립의 필요성이 대두되면서 러시아에 대한 에너지 의존도를 낮춤과 동시에 에너지 안보를 강화하기 위해 북해 시추를 대거 허가하기 시작했다. 리시 수낵 영국 총리는 북해 석유·가스 사업권 100 여 건을 승인할 계획이며, 향후 수백 건을 더 허가할 수도 있다고 발표한 바 있다.

브라질의 경우 원유 생산 대부분이 해양과 심해 부문에서 이루어지고 있는 상황에서 최근 원유 공급 부족에 대한 우려 확대되며 해양 및 심해 투자로 이어지고 있는 중이다. 이에 따라 2023년부터 2030년까지 총 48개의 FPSO가 필요할 것으로 예상되며, 이 중 19 개의 FPSO 가 남미지역에 해당된다.

2023~2030 글로벌 FPSO 예상 투자 지역



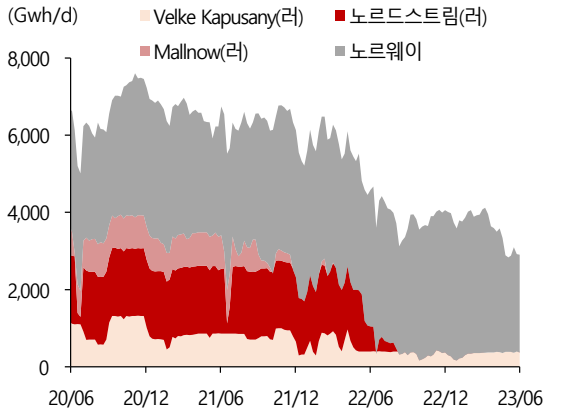
자료 : Rystad Energy, SK 증권

러-우 전쟁이후 글로벌 LNG 수요-공급 확대 → FLNG/FSRU 의 발주 확대

러-우 전쟁의 여파로 유럽의 러시아 파이프라인 천연가스(PNG) 수입이 미국과 카타르 등을 통한 액화천연가스(LNG) 형태로 대체되고 있기 때문에 글로벌적으로 LNG 수출 확대를 위한 설비 확대가 필요하다. 이에 따른 LNG 운반선(LNGC)의 꾸준한 발주도 기대해 볼 수 있다.

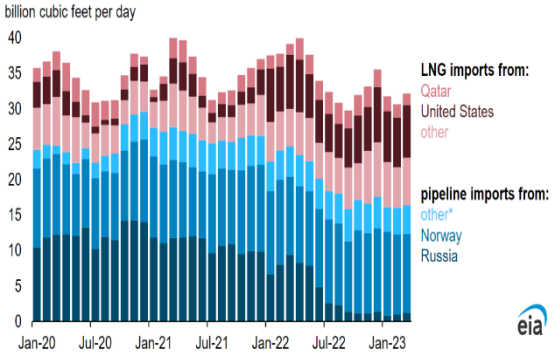
유럽의 러시아로부터 에너지 의존도는 천연가스 약 38%, 원유 약 26%로 매우 높은 상황이다. 유럽은 러시아에 대한 에너지 의존도를 낮추는 계획을 펼쳐왔었고, 이에 따라 러-우 전쟁 종료 여부와 별개로 중장기적 관점에서 유럽의 러시아 PNG 를 대체할 LNG 의 점진적인 수요 확대는 지속될 수밖에 없다는 판단이다.

북서 유럽으로 향하는 주요 천연가스 경로



자료: Refinitiv, SK 증권

미국과 카타르 등을 통한 LNG 수입으로 대체하는 유럽



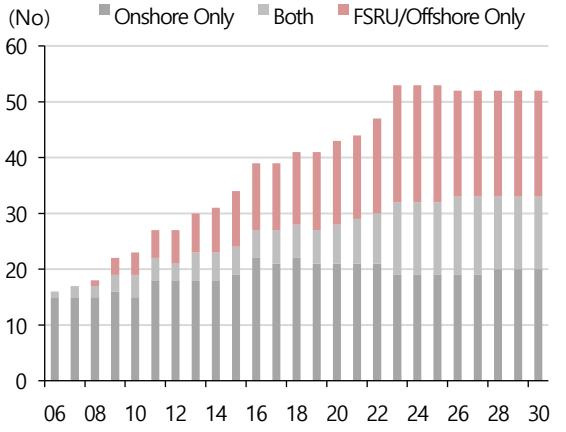
자료: EIA, SK 증권

LNG 도 해양 투자 비중이 확대되는 중. '23 년~'27 년 프로젝트에 대한 EPC 총 수혜가치는 총 350 억달러 전망

이에 따라 글로벌 LNG 온쇼어&오프쇼어 수입자 수는 2023 년을 기점으로 50 개 이상을 유지할 것으로 전망된다. 오프쇼어 비중이 점차 확대되며 절반 이상을 차지할 것으로 예상됨에 따라 FLNG 및 FRSU 의 발주 확대로 이어질 전망이다

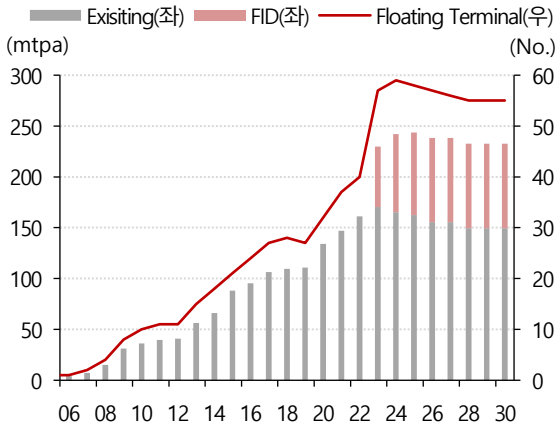
글로벌 FLNG 투자는 '27 년까지 약 18.3mtpa 규모의 FLNG 생산 캐파 확대와 관련 EPC 수혜 가치가 약 130 억달러에 달할 것으로 예상된다. 이후 '23 년부터 '27 년까지 승인된 FLNG 로부터 36.5mtpa 생산 규모가 추가적으로 확대될 전망으로, 이에 대한 EPC 향 수혜가치는 약 220 억달러에 달할 것으로 추정된다.

글로벌 LNG 온쇼어&오프쇼어 수입자 수 추이 및 전망



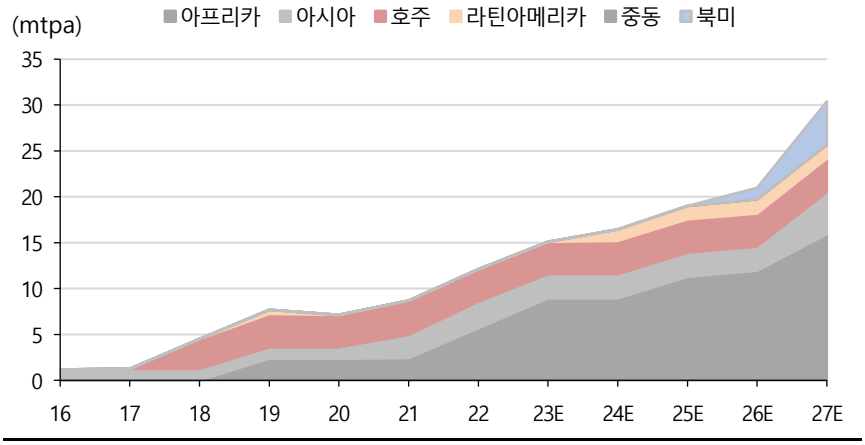
자료 : Rystad Energy, SK 증권

글로벌 LNG 재기화 Capacity 및 FSRU 수 추이 및 전망



자료 : Rystad Energy, SK 증권

지역별 FLNG 누적 Capacity 추이 및 전망



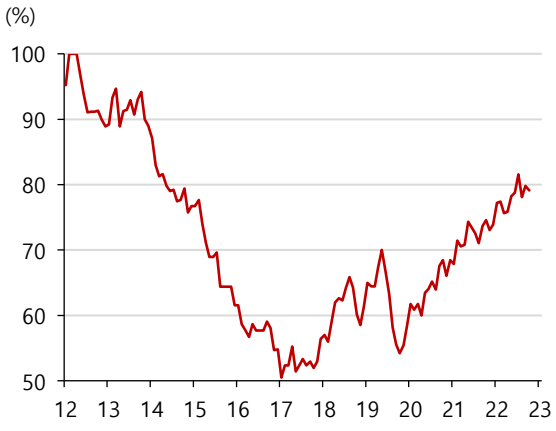
자료 : Westwood, SK 증권

오프쇼어 드릴십 가동률 80%까지 상승하며, 해양 시추 수요 확대

최근 들어 해양 시추에 반드시 필요한 드릴십의 가동률은 약 80%까지 올라온 상황이며, 미국의 셰일가스 등장 이후 급격하게 감소했던 글로벌 오프쇼어 리그 수 가 '21 년부터 급격하게 상승한 점 또한 주목할 필요가 있다. 드릴십 용선료는 아직까지 급격한 상승을 보이지는 못했으나, '22 년부터 점진적인 상승세가 지속되는 중이다.

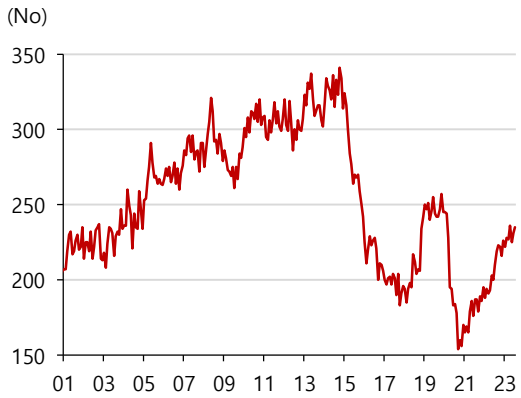
최근 들어 악성 재고로 쌓여 있던 국내 조선소(삼성중공업과 한화오션)의 드릴십의 판매가 이전 대비 확대된 점도 고무적이다. 재고 드릴십의 판매 확대는 전방산업의 턴어라운드의 가능성을 알리는 시그널로 작용하기 때문이다.

글로벌 오프쇼어(Offshore) 드릴십 가동률



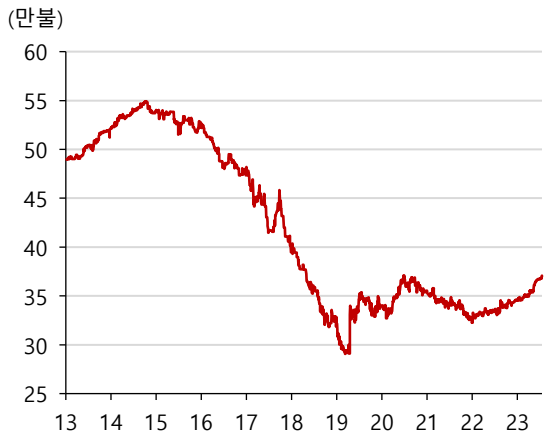
자료 : Bloomberg, SK 증권

글로벌 오프쇼어(Offshore) 리그 수 추이



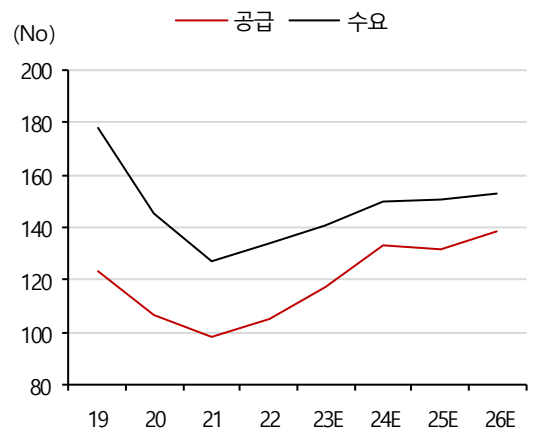
자료 : Bloomberg, SK 증권

드릴십 용선료 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

글로벌 플로팅(Floating) 리그 수요-공급 추이 및 전망



자료 : Wood Mackenzie, SK 증권

3. 보냉재 산업 - 새로운 매출원 확보 & 견고한 '브릿지' LNG

보냉재는 천연가스를 액화상태로 만들어 보관하기 위해 쓰이는 단열재로, 선박에서는 주로 LNG 를 싣고 나르는 LNG 운반선 안의 화물창 및 LNG 추진 선박의 연료탱크 안에 쓰인다.

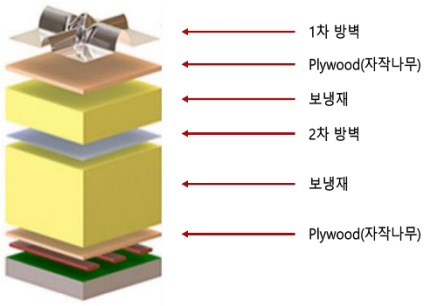
LNG 운반선의 필수이자 핵심 기자재인 보냉재

많은 양의 천연가스를 운반하기 위해서는 LNG(액화천연가스) 형태로 운반해야 부피를 1/600 까지 줄일 수 있다. 하지만 천연가스의 액화점은 -163℃로 화물창 내부는 극저온의 상태를 유지시켜야 LNG 의 기화가 되는 것을 방지할 수 있으며, 이와 동시에 냉기가 화물창 외부로 나오지 못하게 막아 선체에 파손이 가지 않게 해야 한다. 이러한 역할을 수행하는 것이 바로 보냉재다.

국내 조선소별 보냉재 타입
MARKⅢ– HD 현대, 삼성중공업
NO96 - 한화오션

글로벌 LNG 화물창의 라이선스는 프랑스의 'GTT(Gruppo Torinese Trasporti)' 社가 독점하고 있으며, 국내 조선소와 중국 조선소는 멤브레인 방식을 사용한다. HD 현대와 삼성중공업은 멤브레인 방식 중 MARKⅢ 타입을, 한화오션은 NO96 타입을 채택하고 있다.

멤브레인 보냉재 구조 및 특징

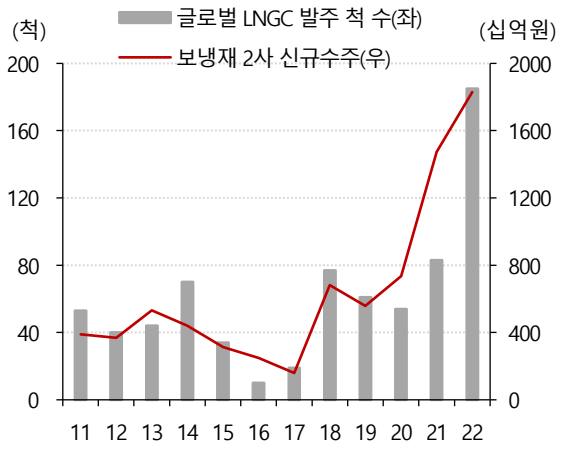
구조 (MARKⅢ)	특징		
	구분	MARKⅢ	NO96
	1 차 방벽	스테인리스강	36% 니켈강(Invar Steel, 인바강)
	2 차 방벽	트리플렉스(Triplex) (알루미늄+유리섬유)	36% 니켈강(Invar Steel, 인바강)
	보냉재	강화폴리우레탄폼 (R-PUF)	펄라이트 충전상자

자료: GTT, SK 증권

(1) 견조한 LNG 수요-공급 밸런스와 LNGC 발주

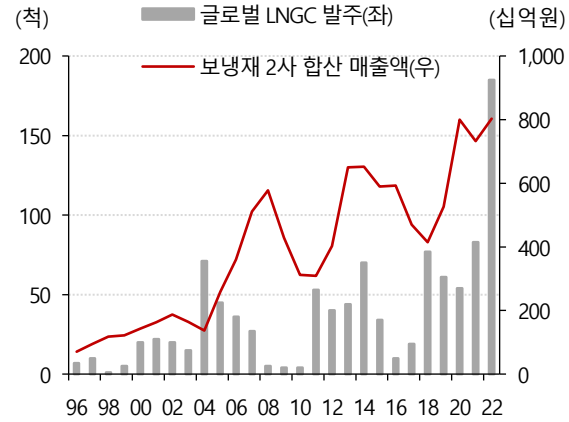
글로벌 보냉재 산업은 한국카본과 동성화인텍 두 기업이 양분하고 있다고 봐도 무방하다. 글로벌 LNG 운반선 발주와 보냉재 2 사의 합산 매출액과 시가총액을 비교해 보면 매우 높은 상관관계를 확인할 수 있다.

글로벌 LNGC 발주 및 보냉재 2 사 신규수주 추이



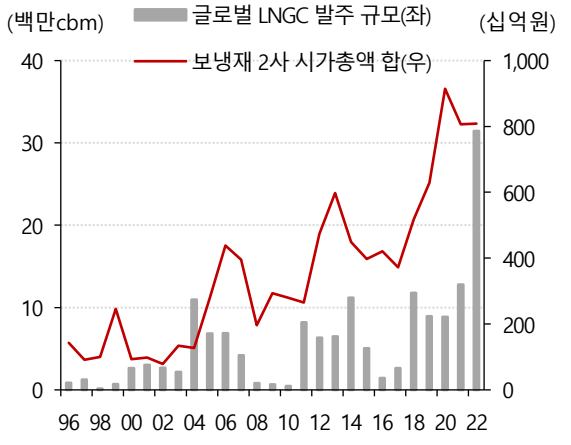
자료 : Clarksons, 각 사, SK 증권

글로벌 LNGC 발주 및 보냉재 2 사 매출액 추이



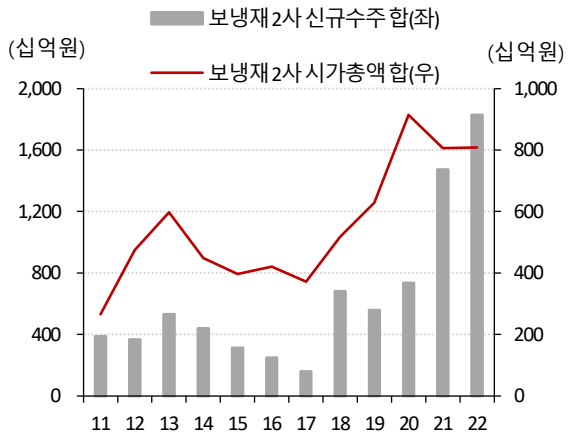
자료 : Clarksons, 각 사, SK 증권

글로벌 LNGC 발주 및 보냉재 2 사 시가총액 추이



자료 : Clarksons, 각 사, SK 증권

보냉재 2 사 신규수주와 시가총액 추이



자료 : Clarksons, 각 사, SK 증권

글로벌 LNG 수요-공급 확대가 곧 LNGC 발주 확대

글로벌 LNG 수요-공급 밸런스의 확대는 LNG 운반선의 발주 확대로 이어지고, 이는 곧 LNG 보냉재 업체 수주까지 이어진다. 이후 보냉재 업체의 신규수주는 인도시 실적으로 나타나기 때문에 가장 앞 단인 글로벌 LNG 수요와 공급을 파악하는 것이 중요하다.

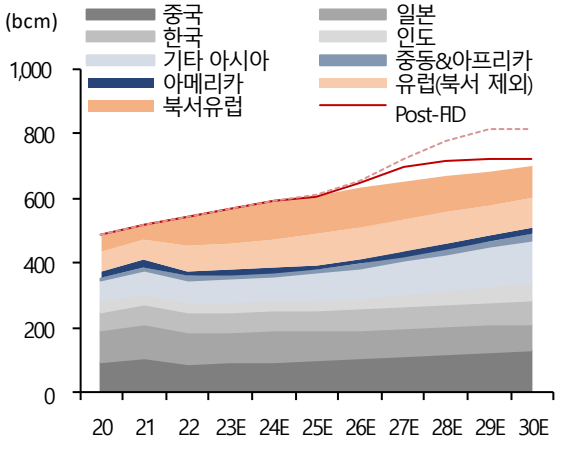
글로벌 탄소중립 목표달성을 위한 점진적인 LNG 수요는 증가할 수 밖에 없는 구조

글로벌 탄소중립(Net-Zero) 목표 달성을 위한 과정에서 LNG 수요는 점진적으로 증가할 수밖에 없는 구조이며, 2030 년까지 연평균 3.2%의 꾸준한 성장이 있을 것으로 예상된다. 글로벌 LNG 공급은 전세계 Pre-FID(최종투자결정 전) 단계 및 승인 완료된 LNG 프로젝트들을 고려하면 2022 년 약 570 bcm 에서 2030 년 약 813 bcm 까지 연평균 약 5.2%의 성장을 보이며 꾸준히 상승할 것으로 전망된다.

러-우 전쟁 이후 에너지 안보의 중요성 확대로 LNG 생산 프로젝트 또한 증가

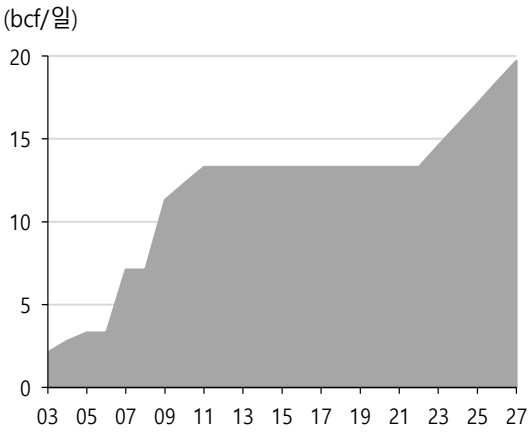
러-우 전쟁 이후 에너지 안보의 중요성 확대와 친환경에너지 전환 속도가 줄어들면서 글로벌 LNG 생산 프로젝트들 또한 기존 대비 확대되는 추세다. 특히 글로벌 LNG 수출 2 위 국가인 카타르는 North Field Expansion 터미널 프로젝트 계획을 통해 기존의 연간 7,700 만 톤의 천연가스 생산능력을 2027 년까지 1 억 2,600 만 톤까지 점진적으로 확대할 계획을 발표했으며, 현재 일평균 수출 캐파인 13.3bcf 에서 19.7bdf 까지 약 48% 수출 물량 확대에 따른 필요한 LNGC 발주 척 수 또한 점진적으로 확대될 예정이다.

글로벌 LNG 수요-공급 밸런스 추이 및 전망



자료 : Refinitiv, SK 증권

카타르 일평균 수출 캐파 추이 및 전망



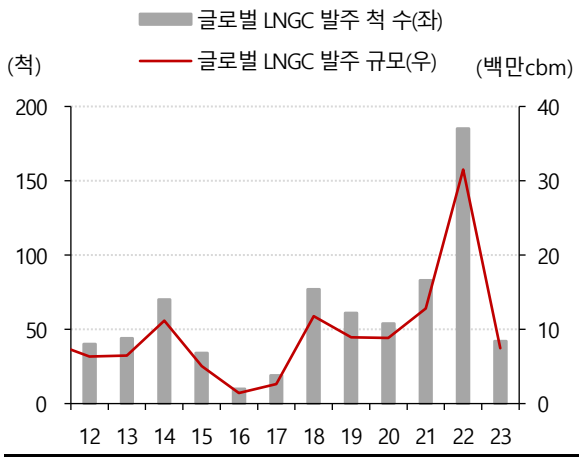
자료 : EIA, SK 증권

러-우 전쟁 이후 글로벌 LNG 수요의 급증은 LNG 운반선(LNGC)의 발주로 이어지며 2022 년에는 역대 최대 규모인 184 척이 발주됐다. 이 중 한국은 총 119 척의 LNGC 를 수주했고, 이는 곧 LNG 보냉재 업체의 수혜로 이어졌다.

카타르 2 차물량 고려 시 올해 약 100 척 가량의 글로벌 LNGC 발주 예상

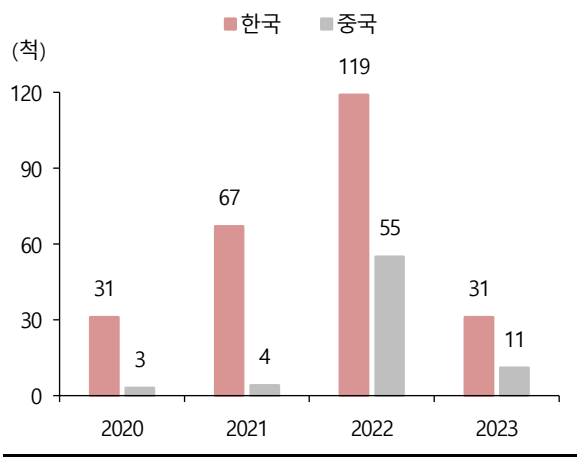
2022 년 대규모 LNGC 발주로 인해 올해 발주는 작년 대비 규모면에서의 감소는 불가피할 것으로 예상되나, 카타르 2 차 물량 약 40 척과 남은 기간 고려하면 약 100 척에 가까운 발주가 나올 것으로 전망됨에 따라 예년 대비 상당히 높은 수준의 발주세는 계속해서 이어지는 중이다.

글로벌 LNG 운반선 발주 추이



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년은 9 월 말 기준

한국과 중국의 LNG 운반선 수주 추이



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년은 9 월 말 기준

글로벌 LNG 생산 프로젝트들 또한 확대되는 추세이다. 선주들은 글로벌 LNG 생산 프로젝트 계획을 기반으로 발주를 내기 때문에 LNGC 발주를 전망하기 위해서는 향후 글로벌 LNG 생산 프로젝트들의 규모에 따른 필요 척 수를 살펴보아야 한다.

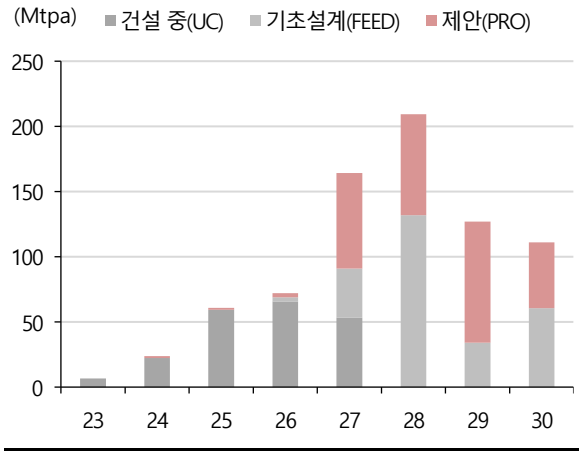
2023 년 9 월말 기준 건설중인(Under Construction) LNG 프로젝트들은 총 37 개로, 약 207.2mtpa 의 가동능력과 312 척의 LNG 운반선이 필요하다. 기초설계(FEED) 단계의 LNG 프로젝트는 총 36 개로, 약 267.4mtpa 의 가동능력과 413 척의 LNG 운반선이 필요하다. 아직 제안(Proposed)단계의 LNG 프로젝트들은 총 59 개로, 약 312.3mtpa 의 가동능력과 400 척의 LNG 운반선이 필요하다.

'27 년까지 국내 조선소의 연평균 60 척 내외의 안정적인 LNGC 수주를 전망

현재 건설 중인(UC) 단계, 기초설계(FEED) 단계, 그리고 제안(PRO) 단계의 2030 년까지 글로벌 LNG 프로젝트들의 필요한 LNG 운반선 척 수를 기반으로 각각 100%, 70%, 40%의 가중치를 두었다. 현재로선 국내 조선사의 수주 가능성이 없는 러시아 LNG 프로젝트를 제외하고 계산된 LNGC 척 수에서 현재 글로벌 수주잔고와 중국 조선소의 연평균 15 척의 수주를 가정하고 차감했다.

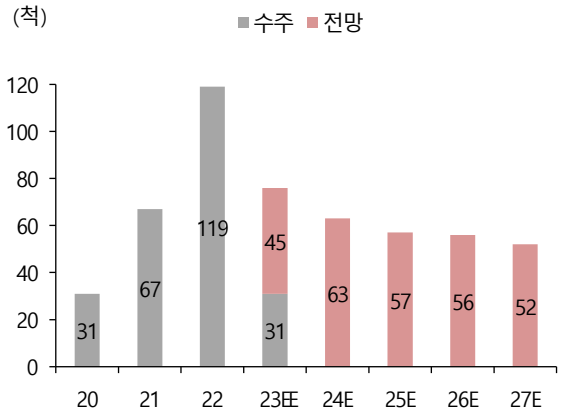
중국 조선소들의 LNGC 건조 캐파는 약 30 척까지 늘어날 전망이나, 2026 년 인도물까지의 물량은 이미 확정되어 있는 상황이라 2027 년까지의 국내 조선소 수주에 미칠 영향은 제한적이라는 판단이다. 따라서 **국내 조선소는 2027 년까지 연평균 60 척 내외의 LNG 운반선을 수주할 것으로 전망한다.**

글로벌 LNG 생산 프로젝트 규모



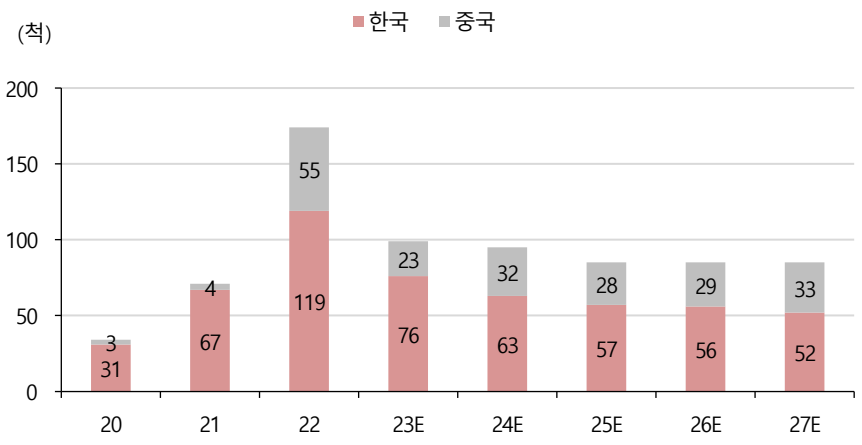
자료 : Clarksons, SK 증권

국내 조선 3 사 LNGC 수주 척 수 추이 및 전망



자료 : Clarksons, SK 증권 추정

글로벌(한국+중국) LNGC 발주 척 수 추이 및 전망



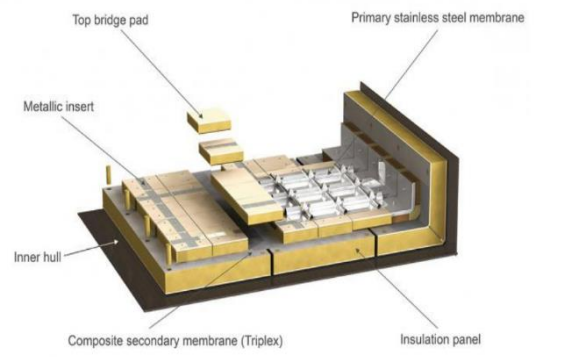
자료 : Clarksons, SK 증권 추정

(2) 글로벌 선주들의 낮은 BOR 수요 = 새로운 매출원의 확보

글로벌 선주들의 낮은 BOR 요구로 NO96 타입에도 R-PUF 사용되기 시작

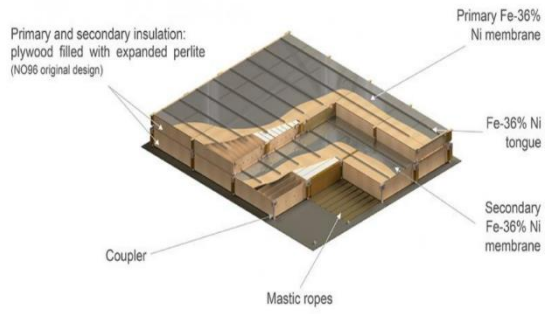
글로벌 선주들이 일일기화율(BOR, Boil Off Rate) 0.1% 이하를 요구하기 시작하면서 기존의 MARKⅢ 타입뿐만 아니라 **NO96-Super+의 기존 글래스울(GW)에 강화폴리우레탄폼(R-PUF)이 혼용되기 시작했다.** 국내 대형 조선 3 사 중 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있는 한화오션 또한 NO96-Super+를 채택한 LNG 운반선 수주 물량이 증가하며 동성화인텍과 한국카본의 매출원 확대로 이어지는 중이다.

MARKⅢ System



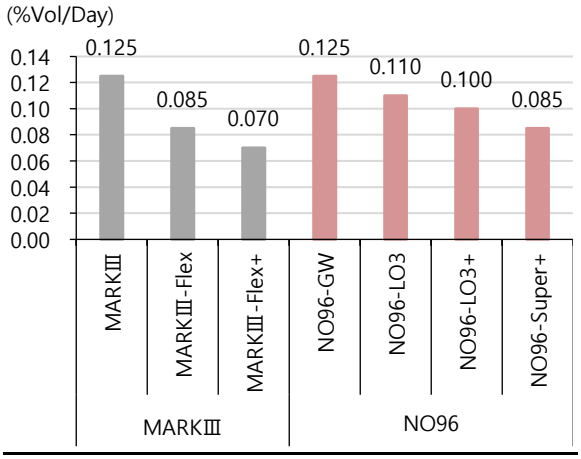
자료 : GTT, SK 증권

NO96 System



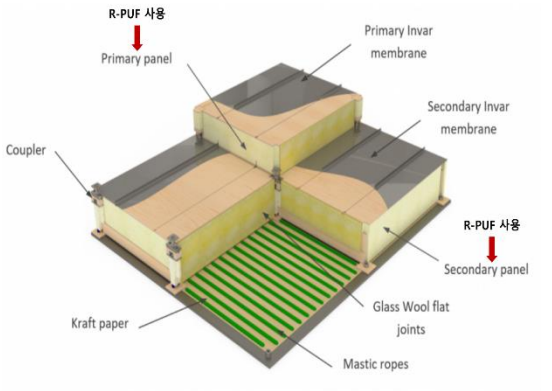
자료 : GTT, SK 증권

MARKⅢ와 NO96 제품별 일일기화율(BOR)



자료 : GTT, SK 증권

NO96-Super+에 R-PUF 혼용 사용

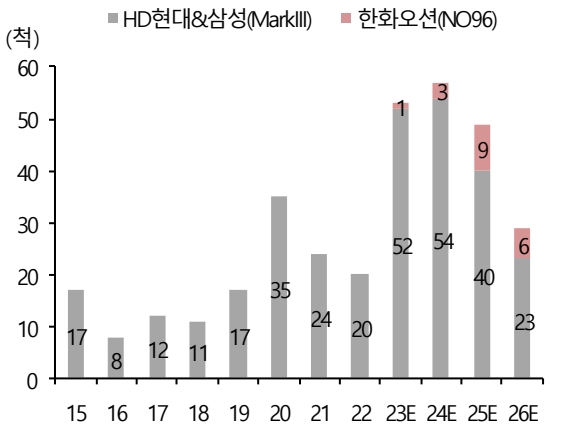


자료 : GTT, SK 증권

BOR을 낮출수록 보냉재 단가 상승하기 때문에 NO96-Super+ 비중확대 속도 보수적 접근 필요

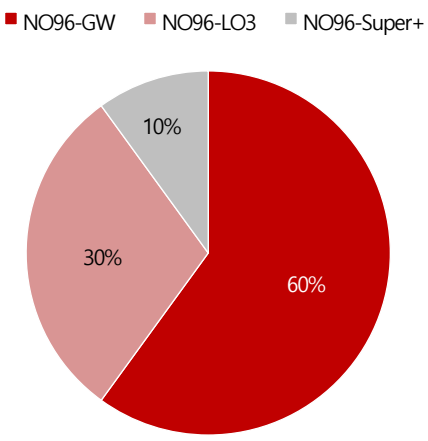
한화오션의 LNGC 수주잔고 중 NO96 종류별 비중은 대략적으로 NO96-GW가 60%, NO96-LO3 가 30%, NO96-Super+가 나머지 10% 정도를 차지하는 것으로 파악된다. 글로벌 LNGC 선주들의 낮은 BOR 요구가 이전 대비 증가한 것은 맞으나, BOR 이 낮을수록 제품 가격이 상승하기 때문에 비중 확대 속도 측면에서 다소 보수적으로 접근할 필요가 있다.

NO96-Super+ 채택으로 늘어나는 R-PUF 사용 척 수



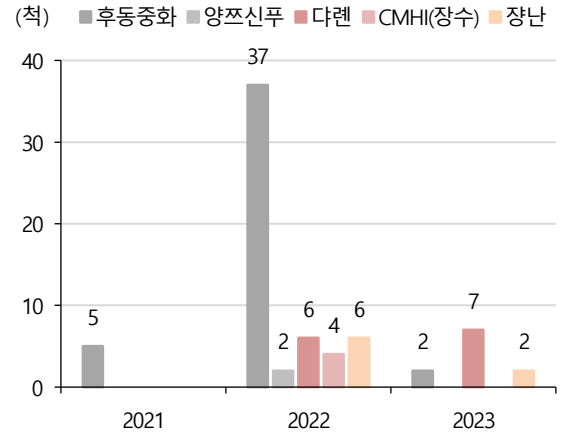
자료 : Clarksons, 각 사, SK 증권 추정
주: NO96-Super+ 채택율은 SK증권 추정치, 연도는 보냉재 납품 시점 기준

한화오션 LNGC 수주잔고 중 NO96 종류별 비중



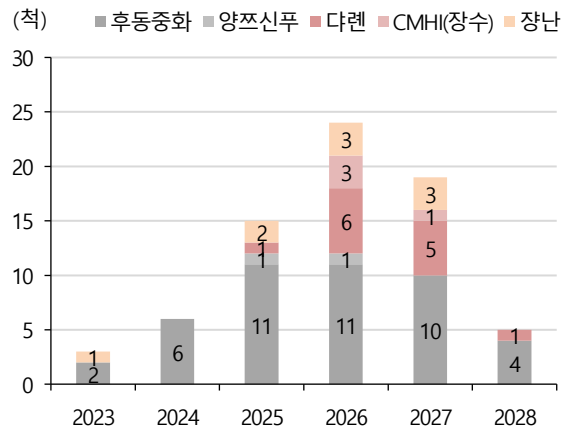
자료 : 한화오션, SK 증권 추정

2021~2023 중국 조선소별 LNGC 수주 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

중국 조선소별 LNGC 인도예정 척 수



자료 : Clarksons, SK 증권

조선소 LNGC 수주에서 보냉재 발주까지 약 6 개월 소요되며, 최근 그 기간이 길어지는 추세

조선소의 선박 수주부터 보냉재 업체로의 발주로 이어지기까지 약 6 개월 정도의 리드타임이 발생한다. 작년부터 LNG 운반선 수주잔고가 확대되면서 수주부터 납품까지의 걸리는 시간이 길어지는 추세다.

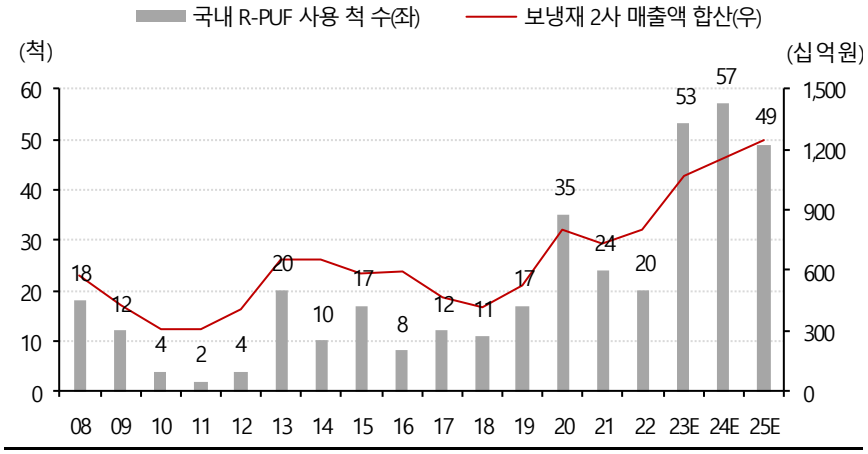
LNGC 수주 후 보냉재 납품 까지 최소 1 년~ 1 년 반 정도의 시간 소요

보냉재 업체의 매출은 보통 반제품 상태에서 한 번, 그리고 나머지 잔여분이 인도될 때 한 번 인식된다. 반제품과 완제품의 매출 비중을 나눠보면 평균적으로 반제품이 55~60%, 완제품이 40~45% 정도이며, 원자재 투입분이 상대적으로 낮은 반제품이 마진이 좀 더 높은 편이다. 반제품의 경우 선박인도 6~10 개월 이전, 완제품의 경우 선박인도 3 개월~5 개월 이전쯤 납품이 완료된다. 따라서 조선소의 LNG 운반선 계약 체결 이후 보냉재 업체의 첫 매출 반영까지는 최소 1 년에서 1 년 반 정도의 시간이 소요된다.

피팅 2 사의 매출액 '23 년 1 조 732 억원, '24 년 1 조 1,596 억원 전망

국내 조선사가 수주한 LNG 운반선 중 R-PUF 가 사용되는 LNGC 척 수와 보냉재 납품 시점별로 구분하여 추정할 시, 보냉재 2 사의 매출액 합산은 '23 년 1 조 732 억원, '24 년 1 조 1,596 억원의 매출액을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

국내 조선사 LNGC R-PUF 사용 척 수 및 보냉재 2 사 매출액 합산 추이 및 전망



자료 : Clarksons, 각 사, SK 증권 추정
주: R-PUF 사용 척 수는 보냉재 납품 시점 기준

(3) 핵심원자재 가격 안정화에 따른 실적 개선 예상

뚜렷한 역의 상관관계를 보이는 핵심 원자재 MDI 가격과 보냉재 기업의 영업이익률

보냉재 납품 단가는 LNG 운반선의 선가 상승에 의해 쉽게 가격전가가 발생하는 구조는 아니다. '21 년부터 이어진 가파른 선가 상승에도 불구하고, 보냉재 판가는 연간 약 3~5% 상승밖에 이루어지지 않았다. 보냉재 업체의 마진구조는 선가상승 요인보다 원자재 가격 변동에 많이 노출되어 있다. **보냉재의 핵심 원자재인 MDI 의 가격이 하락하면 보냉재 기업의 마진율이 상승하는 역의 상관관계 구조이다.**

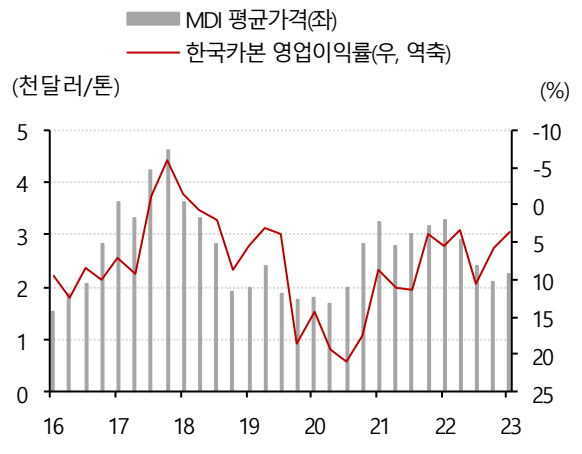
MDI 의 생산 전 단계 화학물질인 아닐린의 가격의 방향성이 곧 MDI 가격의 방향성

LNG 보냉재 MARKIII 타입과 NO96-Super+에 들어가는 강화폴리우레탄폼(R-PUF)의 주 원재료인 MDI 는 아닐린(Aniline: AN)을 화학 공정을 통해 뽑아낸 MDA 와 COC 를 혼합반응 시켜 생산된다. 따라서 MDI 가격은 AN 가격과 상당히 유사한 흐름을 갖기 때문에 AN 가격의 방향성을 알면, MDI 가격 방향성을 예상해 볼 수 있다.

글로벌 아닐린 수요 감소 및 공급 확대 전망에 따른 MDI 가격 하락 전망

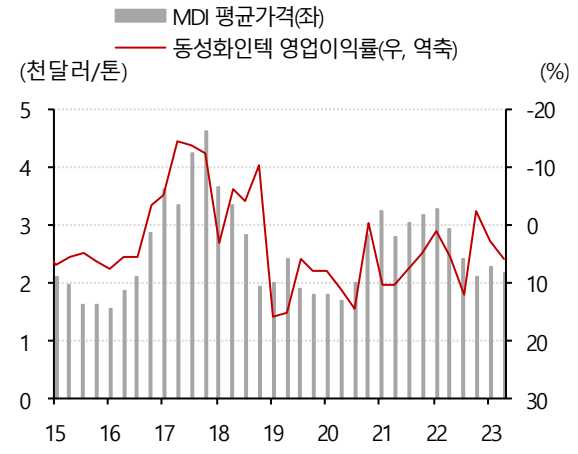
글로벌 아닐린 캐파 대비 실질 수요를 나타내는 Utilization 은 '22 년 76.9%에서 '23 년 75.3% 그리고 '24 년 73.4%까지 줄어들 것으로 예상되며, 중국의 아닐린 캐파는 올해 550 만톤에서 내년 580 만톤까지 증가할 것으로 전망됨에 따라 아닐린 가격은 내년까지 하락세를 이어갈 것으로 예상한다. 따라서 MDI 가격 또한 내년까지 안정화에 따른 하락 기조를 보여줄 것으로 예상된다.

한국카본 영업이익률과 MDI 가격 추이



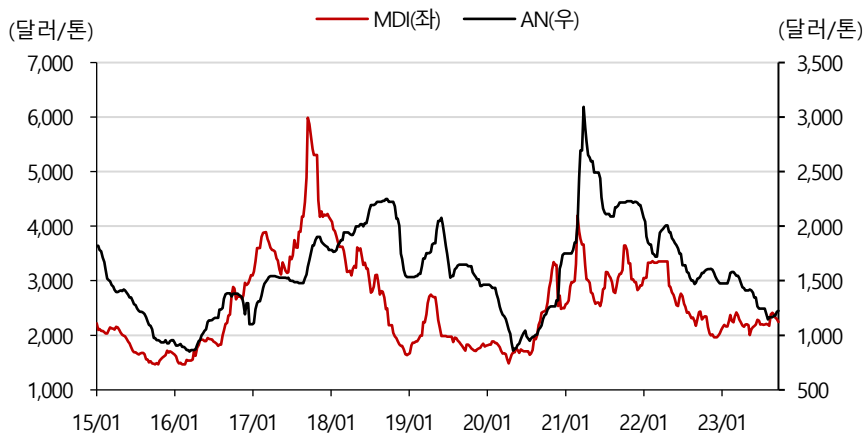
자료 : 동성화인텍, Cischem, SK 증권

동성화인텍 영업이익률과 MDI 가격 추이



자료 : 한국카본, Cischem, SK 증권

MDI 와 Aniline 가격 추이



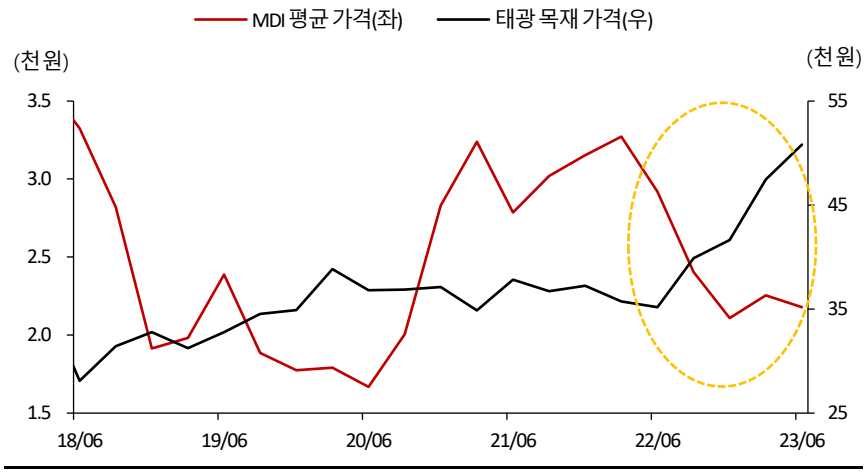
자료 : Cischem, SK 증권

목재 가격의 상승이 MDI 가격 하락을 일부 상쇄하면서 올해 마진 개선 폭은 다소 제한될 전망

'24 년부터 목재와 MDI 가격 안정화에 따른 실적 개선 폭 확대 전망

하지만, 보냉재 판넬에 사용되는 목재 가격의 상승분이 MDI 가격 하락분을 어느정도 상쇄하면서 단기적인 마진 개선은 소폭 제한될 전망이다. 보냉재 업체는 GTT社가 허가한 업체에서만 목재 조달이 가능하며, 대부분을 북유럽/러시아에서 조달한다. 원재료 비중에서 MDI 가 약 35%로 가장 많은 비중을 차지하기 때문에 가격 하락에 따른 이익 개선세는 보여줄 것으로 예상되나, 최근 목재 가격의 가파른 상승으로 인해 그 폭은 다소 제한적일 것이다. 다만 내년 상반기 이후부터는 목재 가격 안정화에 따른 가파른 실적 개선이 이루어질 것으로 전망한다.

MDI 와 Aniline 가격 추이



자료 : Cischem, 태광, SK 증권

(4) 중국의 위협, 지나친 우려는 시기상조

중국 조선소들의 LNGC 건조 캐파 확장에 따른 국내 수주 감소 우려 확대

NO96 타입을 채택하고 있는 후동중화조선을 제외한 나머지 4개 조선소 (양쯔신푸, 다롄, CMHI 장수, 장난)가 MARKⅢ 타입을 채택하기 시작하며 LNGC 건조 사업에 뛰어들었고, 이에 따라 중국 조선소들의 연간 LNG 운반선 건조 캐파는 30 척까지 늘어날 것으로 추정된다. 이에 따라 시장에서는 중국이 한국 조선소의 LNGC 수주 점유율을 빠른 속도로 가져가는 것에 대한 우려가 확대되는 중이다.

MARK III 타입을 채택한 중국 조선소의 보냉재 계약

중국 조선소	계약일 (공시일)	내용/규모	보냉재 타입	사이즈 (,000)	납기
양쯔신푸 (양쯔장)	2022-09-08	Technical Assistance and License Agreement			
	2022-12-12	첫 계약 / LNGC 2 척	MARK III Flex	175CBM	4Q25 ~ 2Q26
	2023-07-26	LNG 연료 탱크 컨선 10 척	MARK III	240TEU	2Q26 ~ 1Q28
다롄	2022-06-23	첫 계약 / LNGC 2 척	MARK III Flex	175CBM	3Q25 ~ 1Q26
	2022-10-18	LNGC 3 척	MARK III Flex	175CBM	3Q26 ~ 4Q26
	2023-01-26	LNGC 2 척	MARK III Flex	175CBM	3Q26
	2023-07-11	LNGC 2 척	MARK III Flex	175CBM	4Q26 ~ 1Q27
	2023-09-05	LNGC 2 척	MARK III Flex	175CBM	1Q27 ~ 3Q27
	2023-09-19	LNGC 3 척	MARK III Flex	175CBM	1H27 ~ 1Q28
CMHI 장수	2022-10-10	Technical Assistance and License Agreement			
	2023-04-18	첫 계약 / LNGC 4 척	MARK III Flex	180CBM	1Q26 ~ 1Q27
장난	2019-06-26	LNG 연료 탱크 컨선 5 척	MARK III Flex	150TEU	2H21 ~ 1H22
	2020-06-03	LNG 연료 탱크 컨선 4 척	MARK III	230TEU	2H20 ~ 1H21
	2021-05-18	LNG 연료 탱크 컨선 6 척	MARK III	150TEU	4Q23 ~ 3Q24
	2021-08-31	첫 계약 / LNGC 1 척, 중국 첫 MARK III	MARK III Flex	80CBM	4Q23
	2022-03-17	LNG 연료 탱크 컨선 4 척	MARK III	140TEU	2H24 ~ 1H25
	2022-04-05	LNGC 2 척	MARK III Flex	175CBM	1Q25 ~ 2Q25
	2022-10-18	LNGC 3 척	MARK III Flex	175CBM	3Q26 ~ 4Q26

자료: GTT, SK 증권

하지만, 중국 조선사들의 이러한 LNGC 건조 캐파 확대가 국내 조선소의 LNGC 수주 점유율을 뺏아가며 국내 보냉재 업체의 수주물량 급감으로 이어질 가능성은 다소 제한적이라는 판단이다.

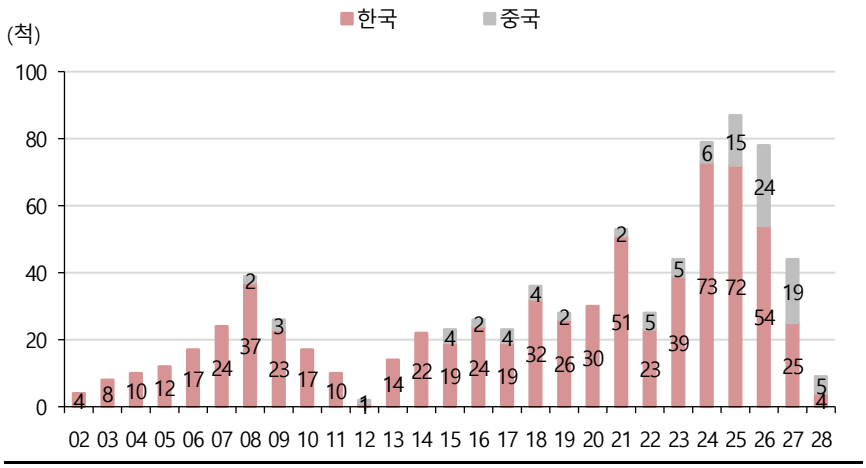
'22 년부터 이어진 중국 조선소의 LNGC 수주는 거의 대부분이 자국 내 발주

현재 중국은 Yoke(장수요케테크놀로지)社가 보냉재를 공급하고 있다. '22 년과 올해까지 이어진 중국조선소가 수주한 LNGC 의 발주처를 살펴보면, 2022 년 중국이 수주한 55 척의 LNGC 중 40 척 이상이 자국 내 발주였고, 올해 9 월말 기준으로 중국이 수주한 11 척 모두 중국 자국 발주인 것으로 파악된다. 따라서 해당 물량의 LNGC 에는 Yoke 社가 생산한 보냉재가 상당 비중 사용될 것으로 예상된다.

글로벌 선주들의 선택은 여전히 국내 조선소이며, 중국 인도 지연 및 품질 문제 생길 가능성 높다는 판단

하지만 이는 달리 말하면 글로벌 선주들은 아직까지도 한국 조선소를 훨씬 선호하고 있으며, 중국 자국 내 발주가 아닌 글로벌 LNGC 발주는 계속해서 한국 보냉재 업체의 견조한 수주로 이어질 것임을 뜻한다. 후동중화조선소를 제외한 나머지 조선사들은 LNGC 건조 경험이 전무하거나 혹은 많이 부족하기 때문에 이들의 본격적인 인도 시점인 2025 년부터는 인도 지연 및 품질 문제가 발생할 가능성이 높다.

한국과 중국 주요 조선소 LNGC 인도 및 인도예정 척 수



자료 : Clarksons, SK 증권

4. 선박엔진 산업 – IMO 환경규제와 노후선대 교체 사이클

세계 선박 시장 1, 2 위를 나란히 하고 있는 HD 현대중공업과 HSD 엔진

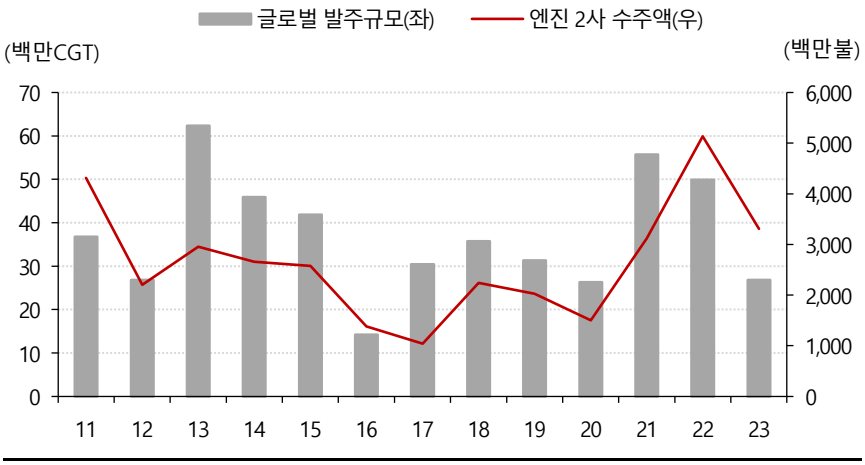
선박엔진은 모든 선박에 들어가는 조선기자재 중에서도 가장 핵심 기자재다. 국내 엔진업체는 대표적으로 HD 현대중공업 내 엔진기계사업부와 HSD 엔진이 있다. 2022 년 기준 HD 현대중공업 엔진기계사업부와 HSD 엔진은 글로벌 선박 엔진 시장에서 각각 약 36%, 20%의 점유율로 나란히 1 위와 2 위 자리에 위치해 있으며, 세계 선박 시장을 주도하고 있다.

선종 구분없이 모든 선박에 쓰이는 핵심기자재이기 때문에 선박엔진 산업은 글로벌 선박 발주와 높은 상관관계를 갖고 있으며, 이에 따라 글로벌 선박 발주규모와 국내 엔진 2 사 수주액은 매우 비슷한 방향성을 보인다.

국내 조선사 수주잔고 레벨 높아지며, 엔진 수주부터 납품까지 리드타임 길어지는 중

조선사들의 선박 수주 후 선박엔진 업체에게 발주하기까지 평균적으로 3 개월 정도의 리드타임이 발생한다. 이전까지는 수주부터 엔진 납품까지 평균적으로 18 개월정도가 소요됐지만, 최근 들어 국내 조선사들의 수주잔고 레벨이 높아지며 인도예정 물량이 많아지자 24 개월 이상까지 늘어나는 추세다.

글로벌 선박 발주규모와 국내 엔진 2 사 수주액 추이



자료 : Clarksons, 각 사, SK 증권
주: 엔진 2 사는 HD 현대중공업 엔진기계사업부와 HSD 엔진, 2023 년은 9 월 기준

(1) 노후선대 교체로 인한 점진적인 선박 엔진 수주 확대

노후선대 비중이 역대 가장 높은 상황으로, 탱커 > 컨선 > 가스선 > 벌커 순

2023 년 9 월 기준 운항 가능한 선대 중 선박 연령이 15 년 이상 된 노후선박의 비중은 약 36.7%로 역대 가장 높은 상황이다. 선종별로 보면 탱커(46.3%)와 컨테이너(41.3%), 그리고 LPG 운반선(38.4%), LNG 운반선(23.8%), 벌커(21.3%) 순으로 높은 비중을 차지한다.

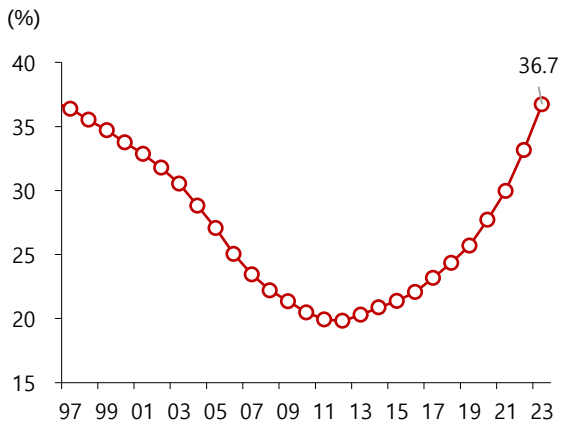
높은 노후선대 비중은 IMO 환경규제와 맞물려 선대교체 사이클을 앞당길 것

무엇보다 현재 노후화 선대는 친환경 연료 추진 선박의 비중이 매우 낮기 때문에 글로벌 선사들은 IMO 의 환경규제 충족과 동시에 노후선대를 교체하려는 전략을 지속적으로 펼칠 것으로 예상하며, 이에 따른 선대 교체 사이클은 기존 대비 좀 더 앞당겨 질 수밖에 없다는 판단이다.

현재 수주잔고만으로는 노후선대 교체가 충분치 않은 탱커

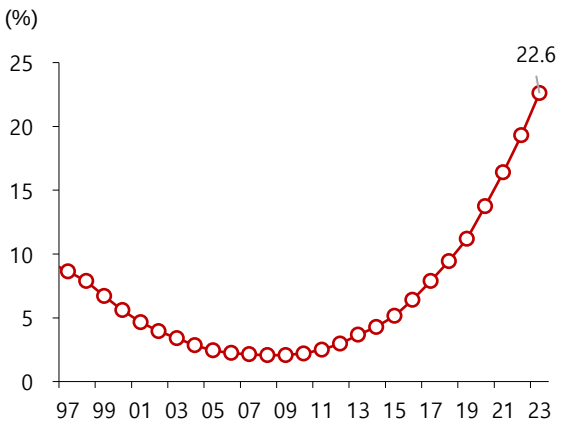
선종별 노후선대 대비 수주잔고 비중을 살펴보면, 특히 탱커의 경우 현재 수주잔고 기준으로 19.8% 비중을 차지하고 있다. 따라서 현재 수주잔고 규모로는 탱커 노후선대 교체가 충분하지 않은 상황이다. 하지만 친환경 선박으로의 교체가 가장 활발히 이루어지고 있는 선종인 컨테이너의 경우 현재 수주잔고에 쌓여 있는 규모만으로도 노후선대의 약 86.3%가 교체 가능하다.

글로벌 운항 선대 중 노후선대 비중 추이 (척 수 기준)



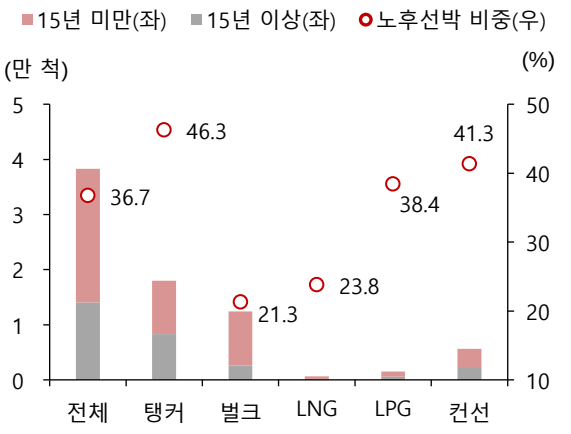
자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준

글로벌 운항 선대 중 노후선대 비중 추이 (규모 기준)



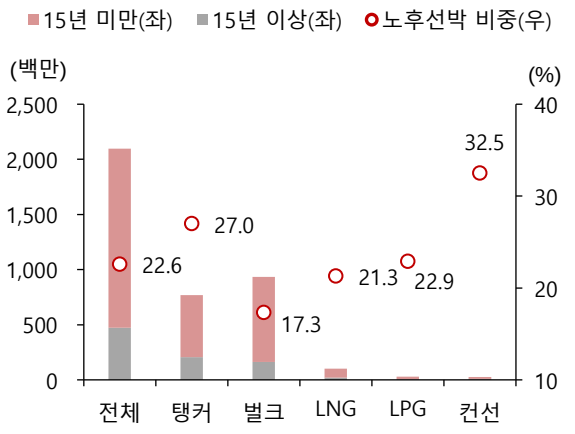
자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준

글로벌 선종별 노후선박 비중 (척 수 기준)



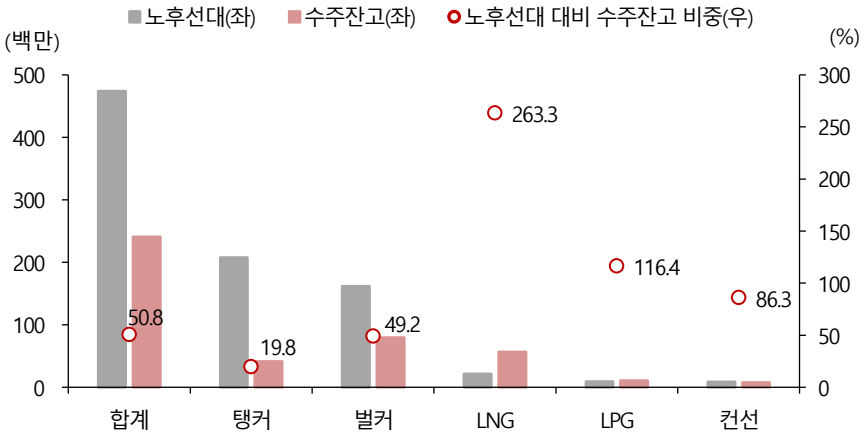
자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준

글로벌 선종별 노후선박 비중 (규모 기준)



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준. 탱커, 벌커는 DWT, 가스선은 CBM, 컨선은 TEU

선종별 노후선대 대비 수주잔고 비중 비교

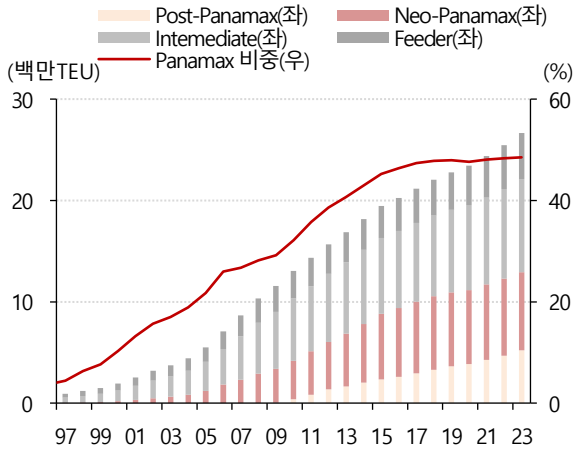


자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준. 합계, 탱커, 벌커는 DWT, LNG, LPG 는 CBM, 컨테이너선은 TEU 기준

현재 수주잔고만으로도 노후선대 교체가 충분한 컨테이너선

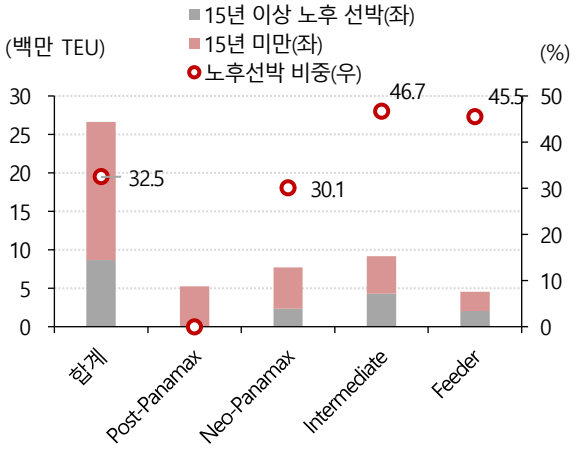
글로벌 컨테이너선을 규모별(Post-Panamax, Neo-Panamax, Intermediate, Feeder)로 나누어 봤을 때, 2023년 9월 말 기준으로 파나막스급 비중은 약 49%로 점진적인 선박의 대형화가 이루어지고 있는 중이다. 그러나 노후선대 비중을 규모별로 보면, Post-Panamax 급의 노후선은 없으며, Neo-Panamax 급의 노후선대 비중은 약 30%이다. 더군다나 이미 수주잔고에 쌓여 있는 Neo-Panamax 급 물량은 노후선대 대비 191.7%로, 노후선대를 교체하고도 남는 수준이다. 따라서 컨테이너선 중에서도 대형 컨테이너선의 노후화 선대 교체수요는 크지 않다는 것을 확인할 수 있다.

글로벌 컨선 크기별 선대 규모 및 Panamax 급 비중 추이



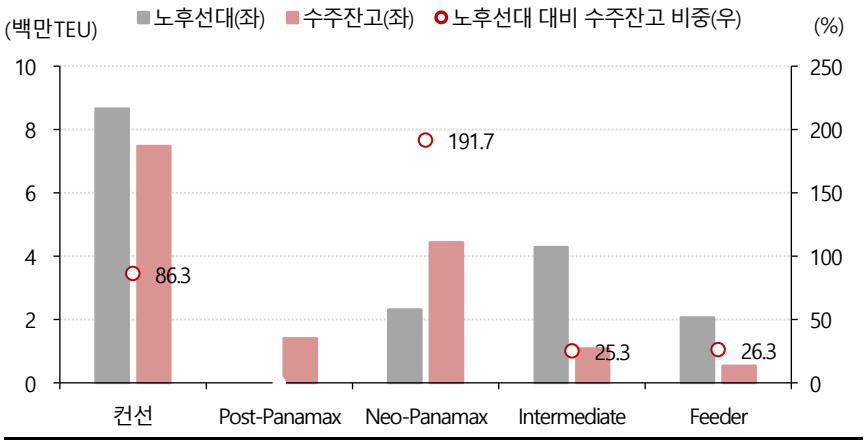
자료 : Clarksons, SK증권
주: 2023년 9월 말 기준

글로벌 컨테이너선 규모별 노후선대 비중



자료 : Clarksons, SK증권
주: 2023년 9월 말 기준

컨테이너선 규모별 노후선대 대비 수주잔고 비중 비교



자료 : Clarksons, SK증권
주: 2023년 9월 말 기준. 합계, 탱커, 벌커는 DWT, LNG, LPG는 CBM, 컨테이너선은 TEU 기준

(2) IMO 환경규제에 의한 수요 확대, 다만 중/장기적 접근이 필요

IMO 환경규제는 친환경 선박엔진 수요 확대 요인으로 작용

향후 선박엔진산업의 성장 모멘텀은 IMO(국제해사기구)의 해상운송에 대한 환경규제이다. 올해 7월에 열린 IMO 제80차 MEPC 회의에서 2050년 탄소중립(Net-Zero) 달성을 위한 장기적 목표를 설정했으며, 이에 따라 점진적으로 강화될 선박운송에 대한 환경규제는 친환경 선박엔진 수요를 확대시킬 요인으로 작용할 전망이다.

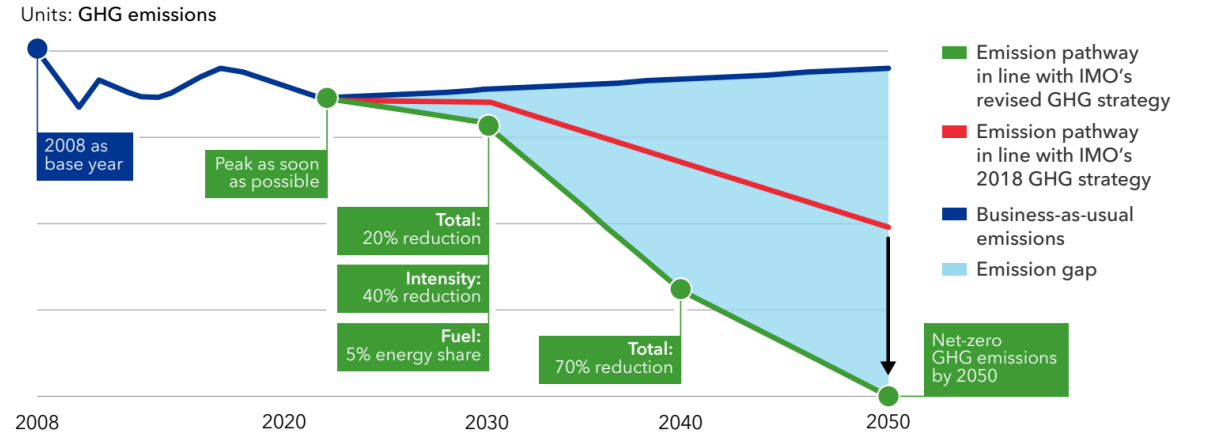
선박에너지효율지수(EEXI): '사전적'으로 선박 운송의 CO2 배출량을 규제

현재 시점에서 친환경 선박 교체 수요를 일으킬 구체적인 규제는 EEXI 와 CII 으로, 연도별 점진적인 강화가 이루어질 예정이며, 규제충족하지 못할 경우 선박 운항 금지로 이어질 수 있다. **선박에너지효율지수(EEXI: Energy Efficiency eXisting ship Index)**란, 1 톤의 화물을 운송하는데 배출되는 이산화탄소량을 선박의 제원을 활용하여 **사전적**으로 계산 및 지수화한 값이다. 400톤 이상의 선박은 2023년 1월 1 일 이후 도래하는 첫 번째 검사일까지 EEXI 규제 충족 여부를 검증 받고, 기준 충족 시 국제에너지효율증서(IEEC)를 발급 받아 선내에 비치해야만 운항이 가능하다.

탄소집약지수(CCI): '사후적'으로 선박 운송의 CO2 배출량을 규제

탄속집약도지수(CII: Carbon Intensity Indicator)란, 1톤의 화물을 1해리 운송하는데 배출되는 이산화탄소량을 선박의 실제 운항정보를 활용하여 **사후적**으로 계산 및 지수화한 값으로, 2023 년 1월 1일부터 5,000GT 를 초과하는 모든 선박에 적용된다. A 부터 E 까지 총 5단계로 연간 등급이 부여되며, 등급의 임계값은 2030년으로 갈수록 점점 더 강화될 예정이다. 3 년 연속 D 등급 혹은 한번이라도 E 등급을 받을 시, 선박의 운항이 금지되며 시정조치 계획(SEEMP)을 제출해야 한다. 클락슨(Clarksons)에 따르면, 2023 년 기준 CII 의 30%가 D 또는 E 등급에 해당된다.

제 80 차 MEPC 회의에서 수정된 IMO GHG Strategy 아웃라인



자료 : DNV, SK 증권

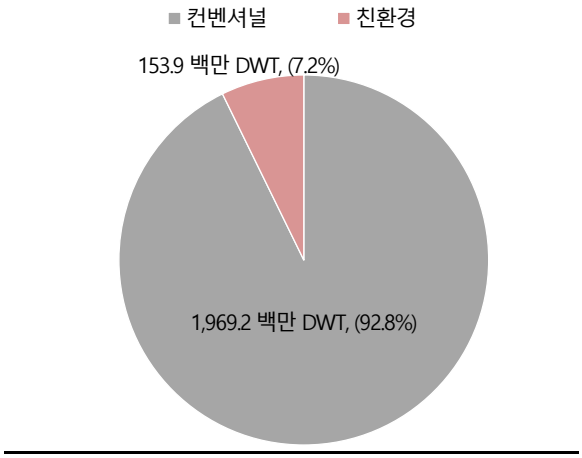
수주잔고 중 친환경 비중 약 61%로, 친환경 선대 교체가 이루어지는 중

2023 년 9 월말 기준, 글로벌 선대 중 컨벤셔널의 비중은 92.8%, 친환경선대 비중은 7.2%이다. 하지만 수주잔고 중 컨벤셔널의 비중은 38.8%, 친환경 선박 비중은 61.2%로, 친환경 선대로의 교체가 이루어지고 있는 모습을 확인할 수 있다.

환경규제에 가장 민감한 선종인 컨테이너선 위주의 동향 파악 필요

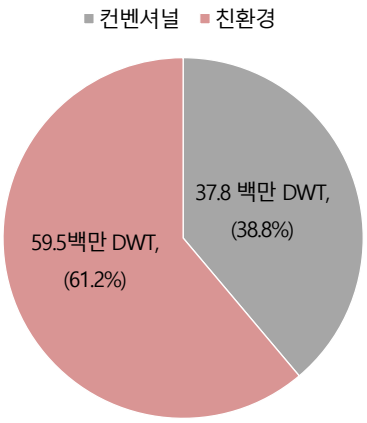
최근의 친환경선박 교체는 환경규제에 가장 민감한 선종인 컨테이너선 중심으로 이루어지고 있다. 가스선을 제외한 선종 중 컨테이너선의 수주잔고 중 친환경 선대 비중은 무려 67.1%를 차지한다. 컨테이너선은 주요 항로와 항구를 빠른 속도로 운항해야 하는 선종이기 때문이다. 따라서 단기적 관점에서의 친환경 선박 교체 수요를 확인하기 위해서는 컨테이너선 시장 동향을 우선적으로 살펴볼 필요가 있다.

글로벌 선대 중 컨벤셔널 vs. 친환경 규모 및 비중



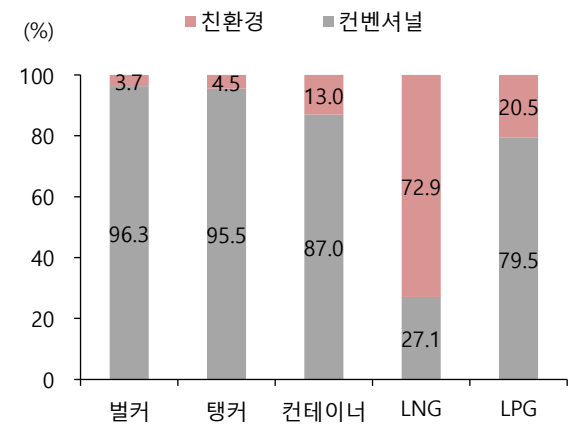
자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준

글로벌 수주잔고 중 컨벤셔널 vs. 친환경 규모 및 비중



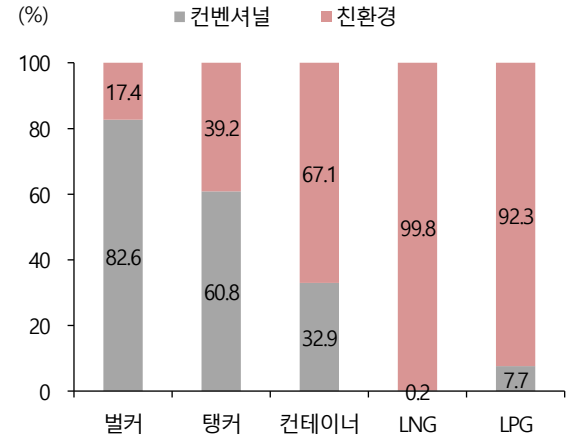
자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준

글로벌 선종별 선대 중 컨벤셔널 vs. 친환경 비중



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준

글로벌 선종별 수주잔고 중 컨벤셔널 vs. 친환경 비중



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준

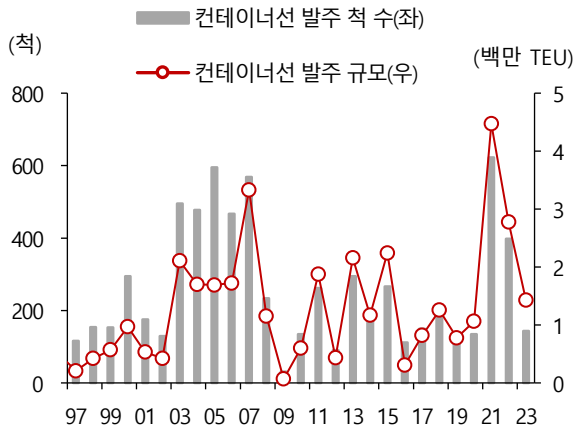
'21~'22 년 글로벌 병목현상에 의한 역대 최대 규모의 컨테이너선 수주잔고

2021 부터 2022 년까지 글로벌 병목현상으로 급증한 운임으로 인하여 글로벌 대규모 컨테이너선 발주가 나왔다. 이로 인해 2023 년 8 월 말 기준으로, 글로벌 컨테이너선 수주잔고는 약 765 만 TEU 로 역대 최대 규모이며, 선대 대비 수주잔고 비율도 약 28.4%로 예년 대비 상당히 높은 수준을 기록하고 있다.

올해 초 시장우려와 달리 LNG 와 메탄올 중심의 양호한 친환경 교체 발주가 이루어짐

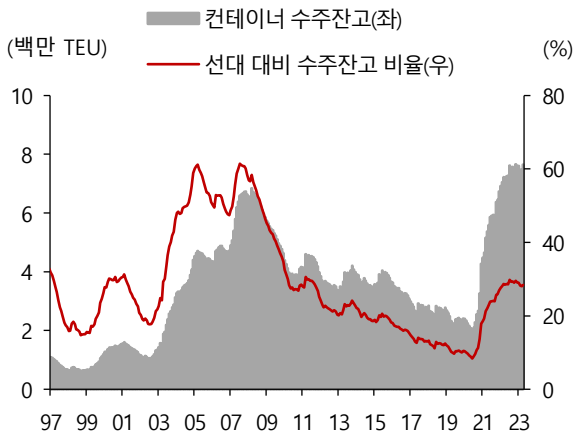
'21 년과 '22 년에 걸쳐 나온 대규모 발주로 인해 올해 초 선박 시장의 최대 우려는 컨테이너선 발주의 급감이었다. 하지만 올해 8 월 말 기준 컨테이너선 발주는 143 만 TEU 로, 2008~2020 년 연평균 107 만 TEU 보다 높은 규모의 컨테이너선 발주가 나오고 중이다. 이는 탑티어 컨테이너 해운사들의 친환경 컨테이너 선대 선점을 위한 LNG D/F 와 메탄올 D/F 위주의 친환경 컨테이너선 발주인 것으로 추정된다.

글로벌 컨테이너선 발주 추이



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년은 8 월 말 기준

글로벌 컨테이너선 수주잔고 및 수주잔고 비율 추이



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년은 8 월 말 기준

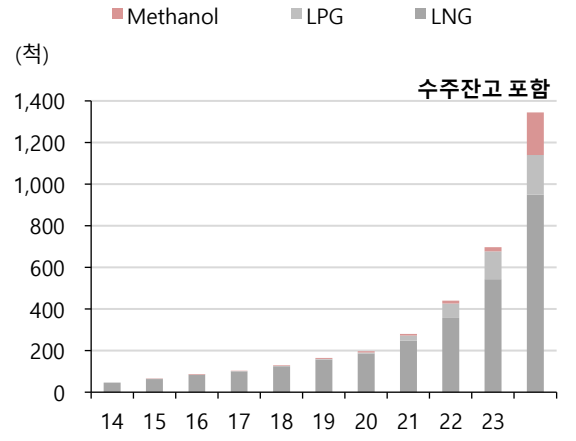
글로벌 탑티어 해운사들의 메탄올 연료 선택에 의한 메탄올 추진 선박의 강한 발주세

작년까지 LNG 중심으로의 친환경 선박 교체는 올해부터 메탄올 연료 선택으로 바뀌었고, 이러한 움직임에 따라라 올해 메탄올 연료 사용 선박 수는 올해 7 월 말 기준으로 27 척에 불과하지만 현재 수주잔고를 포함하면 메탄올 연료 운항 선대는 200 척 가까이 대폭 확대될 예정이다.

IMO 환경규제는 제 3 차 슈퍼사이클을 앞당기며 국내 선박엔진 산업의 강력한 성장 모멘텀으로 작용할 전망

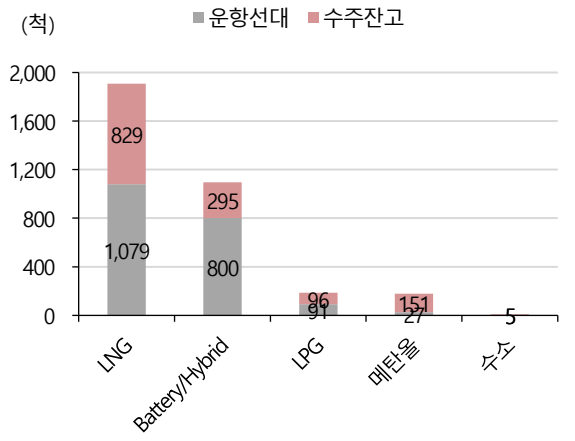
중장기적 관점에서 탄소중립(Net-Zero) 목표 달성을 위해 점진적으로 강화될 IMO 환경규제에 따라 제 3 차 슈퍼사이클은 앞당겨 질 수 박에 없다는 판단이며, 이에 따른 대규모 친환경 선박 교체 발주는 국내 선박엔진 산업의 강력한 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다.

글로벌 친환경연료 운항선대 추이



자료 : DNV, SK 증권

글로벌 대체연료별 운항선대 및 수주잔고 척 수



자료 : DNV, SK 증권
주: '23 년 7 월 말 기준

올해 예정된 탑티어 해운사들의 컨선 발주는 거의 완료된 상황. '24 년의 컨선 시장의 친환경 발주 규모 감소 예상

하지만 글로벌 탑티어 컨테이너 해운사들의 올해 발주 계획을 살펴보면, 대부분의 친환경 교체 발주는 완료가 된 상황이기 때문에 2024 년부터 글로벌 컨테이너선 발주는 전년 대비 큰 폭 감소할 것으로 예상한다. 이에 따른 친환경 선박교체 수요에 따른 친환경 선박 엔진 수주의 감소는 불가피할 전망이다. 따라서 예년과 비슷한 레벨의 컨테이너선 친환경 교체 발주는 기대하기 어려우며, 이에 따른 친환경 연료 엔진 수주 규모 감소를 예상한다.

2023 년 탑티어 컨테이너해운사 발주 및 발주 계획

No	날짜	발주처	TEU	연료	척 수	선가 ($m)	총액 ($m)	내용
1	2 월	CMA-CGM	15,000	메탄올 D/F	12	171	2,057	현대삼호중공업
2	2 월	HMM	8,000	메탄올 D/F	9	124	1,112	현대삼호 7 척, HJ 중공업 2 척
3	3 월	ONE	15,000	메탄올 D/F	10	180	1,800	Imabari SB
4	4 월	CMA-CGM	15,000	메탄올 D/F	6	167	999	중국 장난
5	6 월	Yang Ming	15,500	LNG D/F	5	187	937	HD 현대중공업
6	6 월	CMA-CGM	24,000	LNG D/F	12	240	2,880	Yangzi Xinfu SB
7	6 월	Maersk	9,000	메탄올 D/F	10	115	1,150	Jiangsu New YZJ
8	7 월	Evergreen	16,000	메탄올 D/F	24	194	4,656	삼성중공업(16 척), 니혼조선소(8 척)
9	8 월	MSC	10,300	LNG D/F	10	130	1,300	Zhoushan Changhong
10	9 월	CMA-CGM	9,200	메탄올 D/F	8	125	1,000	중국 Shanghai Waigaoqiao
11	LOI	COSCO	16,000	메탄올 D/F	4	175	700	중국 Yangzhou
12	문의 중	Hapag-Lloyd	4,000	메탄올 D/F	6	43	255	국내 조선 3 사 및 중국 조선사 문의 중
13	문의 중	MSC	8,000	LNG D/F	24	115	2,760	국내 조선 3 사 및 중국 조선사 문의 중
합계					**140**		**21,606**	

자료: Clarksons, TradeWinds, SK 증권

선대 공급 부족에 의한 수요 우위 시장인 원유탱커(COT)

현재 시점에서 글로벌 조선소들이 발주 사이클을 노리고 있는 선종은 원유탱커(Crude Oil Tanker)다. 2023 년 8 월 말 기준, 글로벌 원유탱커 시장은 선대 대비 수주잔고 비율은 약 3.7%로, 선대 공급 부족으로 인한 분명한 수요 우위 시장이 형성되어 있다. 인도기준으로 2024 년에 인도 예정인 VLCC 는 단 1 척으로, 선대 공급 부족에 의한 향후 발주 사이클을 충분히 기대해 볼 수 있는 상황이다.

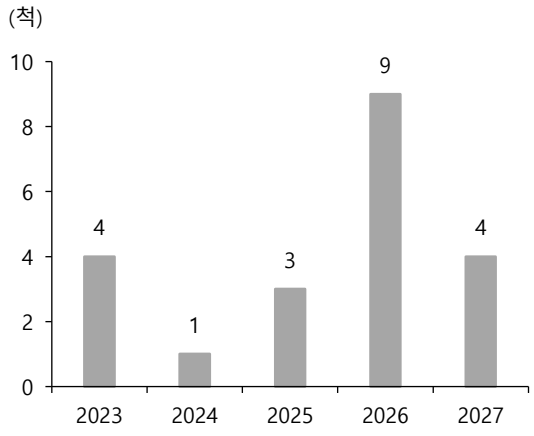
단기적으로 친환경 선박 교체에 대한 확신이 크지 않은 것으로 파악되는 VLCC

하지만 국내 및 중국 조선소들의 최근 수주 물량 및 인콰이어리 탱커 재원을 살펴보면 컨테이너선만큼의 친환경 연료 선박 발주로 이어지기는 어려워 보인다. 실제로 올해 하반기에(9 월 말 기준) 발주된 12 척의 VLCC 를 살펴보면 지금이 아닌 미래에 친환경 엔진으로 개조가 가능한 LNG Ready, Methanol Ready, Ammonia Ready 까지 포함하면 탱커에 대한 친환경 선박 교체 확신이 크지 않은 것으로 파악된다.

단기적 관점에서 탱커 발주사이클에 의한 엔진 산업으로의 수혜는 보수적 접근 필요

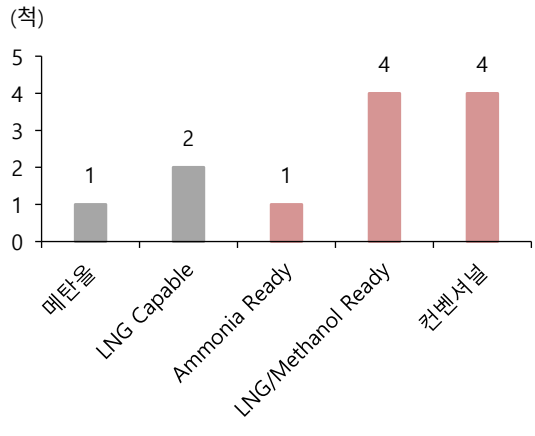
현재 국내 조선소는 수익성 위주의 선별 수주 전략으로 인해 중국과 탱커를 두고 저가 수주 경쟁을 피하고 있기 때문에 중국 탱커 건조 슬롯이 어느정도 채워지기 전까지 본격적인 원유탱커 수주를 기대하기는 어렵다. 따라서 단기적 관점에서 탱커 발주 사이클이 국내 엔진 업체의 대규모 수주로 이어지는 것은 보수적으로 접근할 필요가 있다는 판단이다.

글로벌 VLCC 연도별 인도 예정 척 수



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년은 기 인도 물량 제외

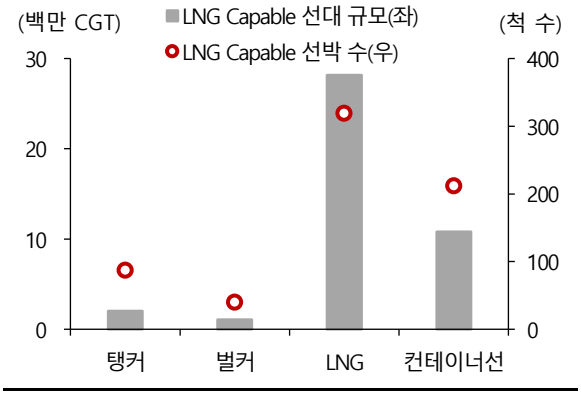
2023 년 하반기 VLCC 발주 12 척의 대체연료 선택



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준

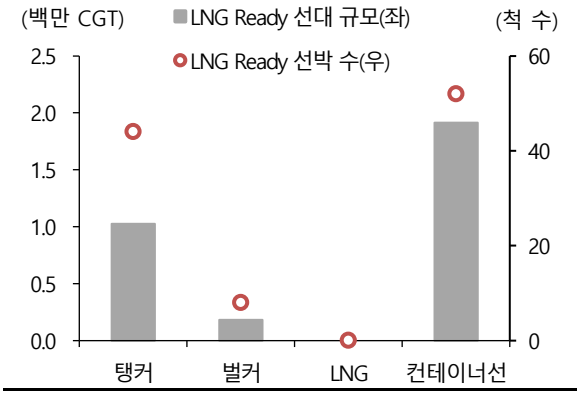
APPENDIX

글로벌 선종별 LNG Capable 수주잔고



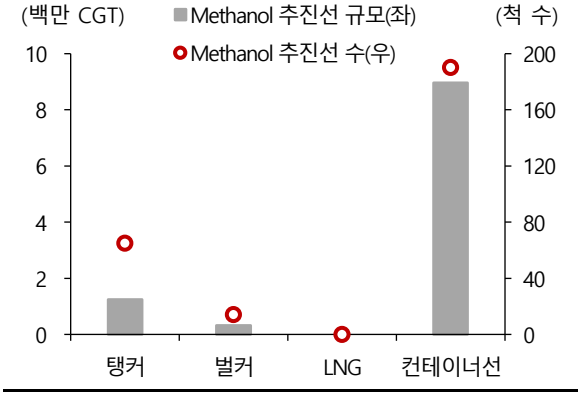
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 선종별 LNG Ready 수주잔고



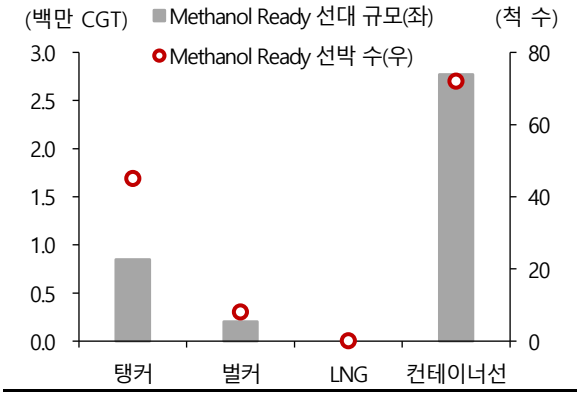
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 선종별 암모니아 메탄올 추진선 수주잔고



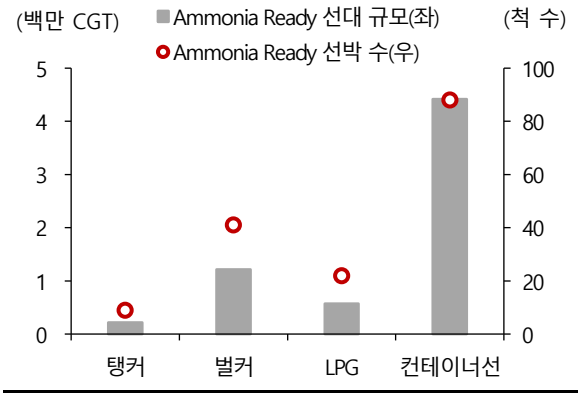
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 선종별 메탄올 Ready 수주잔고



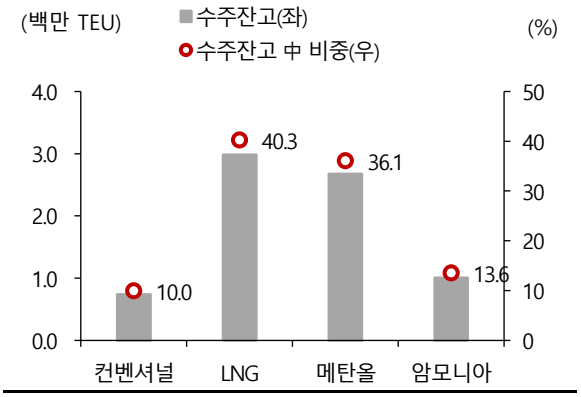
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 선종별 암모니아 Ready 수주잔고



자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 연료별 수주잔고 규모 및 비중



자료: Clarksons, SK 증권

건설중인(Under Construction) 글로벌 LNG 프로젝트

번호	국가	프로젝트	가동능력(mtpa)	예상 가동연도	선박 규모	필요 척 수
1	인도네시아	Tangguh LNG Train 3	3.8	2023	155,000	2
2	멕시코	Altamira Fast LNG	2.8	2023	174,000	5
3	미국	Golden Pass LNG Train 1	6.0	2024	174,000	9
4	모리타니	Tortue West Ahmeyim 1 (FLNG)	2.5	2024	174,000	2
5	러시아	Arctic LNG 2 Train 1	6.6	2024	174,000	9
6	러시아	Arctic LNG 2 Train 2	6.6	2024	174,000	9
7	콩고	Marine XII Phase 1 (FLNG)	0.6	2024	174,000	1
8	나이지리아	Nigeria LNG Train 7	4.2	2025	174,000	6
9	캐나다	LNG Canada	14	2025	174,000	15
10	인도네시아	Sengkang LNG Train 1	0.5	2025	174,000	1
11	미국	Golden Pass LNG Train 2	6.033	2025	174,000	9
12	미국	Golden Pass LNG Train 3	6.0	2025	174,000	8
13	미국	Corpus Christi LNG Train 4	1.4	2025	174,000	3
14	미국	Corpus Christi LNG Train 5	1.4	2025	174,000	3
15	미국	Corpus Christi LNG Train 6	1.4	2025	174,000	3
16	미국	Corpus Christi LNG Train 7	1.4	2025	174,000	3
17	미국	Corpus Christi LNG Train 8	1.4	2025	174,000	3
18	미국	Corpus Christi LNG Train 9	1.4	2025	174,000	3
19	카타르	North Field LNG Expansion Train 1	7.8	2025	174,000	9
20	멕시코	Energia Costa Azul LNG	2.4	2025	174,000	4
21	미국	Plaquemines LNG	10	2025	174,000	16
22	러시아	Baltic LNG	13.0	2026	174,000	14
23	모잠비크	Mozambique LNG	13.12	2026	174,000	17
24	미국	Corpus Christi LNG Train 10	1.4	2026	174,000	3
25	러시아	Arctic LNG 2 Train 3	6.6	2026	174,000	9
26	카타르	North Field LNG Expansion Train 2	7.8	2026	174,000	8
27	카타르	North Field LNG Expansion Train 3	7.8	2026	174,000	9
28	호주	Pluto LNG Train 2	5	2026	174,000	4
29	카타르	North Field LNG Expansion Train 4	7.8	2026	174,000	8
30	콩고	Marine XII Phase 2 (FLNG)	2.4	2026	174,000	3
31	가봉	Cap Lopez (FLNG)	0.7	2026	174,000	1
32	미국	Port Arthur LNG	13.5	2027	174,000	29
33	미국	Rio Grande LNG Phase 1	16.2	2027	174,000	35
34	미국	Driftwood LNG 1	5.52	2027	174,000	12
35	미국	Driftwood LNG 2	5.52	2027	174,000	12
36	미국	Plaquemines LNG Phase 2	10.0	2027	174,000	22
37	말레이시아	ZFLNG (FLNG)	2.5	2027	174,000	3
합계			**207.2**			**312**

자료: Clarksons, SK 증권

Company Analysis

Happiness Partner SK securities

2023-10-17

태광 (023160/KQ)

바닷물이 밀려온다

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 28,000 원(신규편입)
현재주가: 16,870 원
상승여력: 66.0%

고유가 기조 지속 전망, 글로벌 오일&가스 플랜트 투자 확대

사우디와 러시아의 감산 정책 및 전쟁으로 인한 고유가 기조에 따른 글로벌 원유&가스 플랜트 투자가 확대되는 중이다. 글로벌 원유&가스 Capex 투자 규모는 올해 약 5,080 억달러에서 '25 년 5,970 억달러까지 증가할 것으로 전망됨에 따라 동사의 매출 확대와 이에 따른 고정비 감소효과로 이익 성장 또한 기대된다. 최근 유가가 배럴당 80 달러 이상을 유지하면서, 중동 주요 산유국들의 재정균형유가를 이미 넘어선 상황이다. 사우디를 포함한 중동 지역은 올해부터 '27 년까지약 621 개의 오일&가스 프로젝트가 예상 됨에 따라 중동 비중이 높은 동사의 매출 확대 및 실적 개선을 전망한다.

육상에서 해양으로 옮겨가는 중

글로벌 오일&가스 플랜트는 육상에서 해양으로 옮겨가고 있다. 글로벌 오프쇼어 투자는 '23 년 약 1,643 억불에서 '27 년에는 약 2,136 억불로 30% 이상 확대될 전망이며, 글로벌 오일&가스 플랜트 중 오프쇼어의 비중은 '27 년 60%까지 확대될 전망이다. 특히 영국 북해와 남미 지역중심으로 '30 년까지 총 48 개의 FPSO 가 필요할 것으로 예상된다. 해양플랜트에는 해수에 의한 부식과 수압을 견딜 수 있는 스테인리스 재질의 피팅 제품이 반드시 필요하다. 스테인리스는 카본 대비 약 5~10%p 높은 마진이 남기 때문에 피팅 업체의 이익 개선 요인으로 작용한다. 내년부터 본격적으로 시작될 국내 조선사들의 해양플랜트 수주는 동사의 조선해양 부문 비중을 증가시키며 매출확대와 실적개선 모두 견인할 것으로 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 28,000 원으로 커버리지 개시

태광에 대해 투자의견 매수, 목표주가 28,000 원을 제시하고 조선기자재 최선호주(Top-Pick)로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 2,026 원에 Target P/E 14 배를 적용하여 산출했다. 고유가 레벨 유지에 따른 해양플랜트 중심의 본격적인 E&P 플랜트 투자가 확대되기 시작했던 시기인 '12~14 년 동사와 성광벤드의 평균 PER 을 20% 할인했다.

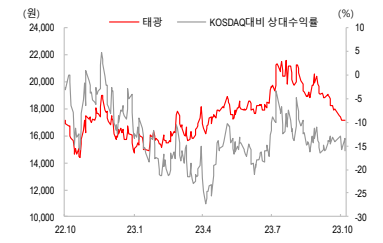


Analyst
한승한
shane.han@sks.co.kr
3773-9992

Company Data	
발행주식수	2,650 만주
시가총액	447 십억원
주요주주	
대신인터내셔날(외10)	45.63%
국민연금공단	8.23%

Stock Data	
주가(23/10/16)	16,870 원
KOSDAQ	810.54 pt
52주 최고가	21,550 원
52주 최저가	14,350 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	188	185	250	323	364	397
영업이익	십억원	-3	14	45	69	79	91
순이익(지배주주)	십억원	-5	15	36	49	55	73
EPS	원	-189	574	1,350	1,839	2,075	2,750
PER	배	-40.5	18.9	11.9	9.3	8.2	6.2
PBR	배	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	45.6	11.4	6.7	5.0	4.0	3.1
ROE	%	-1.2	3.5	7.8	9.7	10.0	12.0

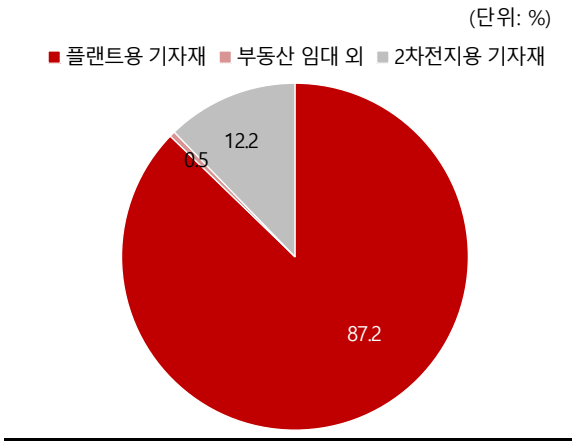
1. 기업소개

태광은 1982 년에 설립됐으며, 정유화학, 플랜트, 조선해양 등의 산업에서 사용되는 용접용 피팅을 생산하는 업체이다. 과거 장기간 하락사이클을 거치고 살아남은 글로벌 상위 피팅 업체 4 사(태광, 성광벤드 Tectubi, Technoforge) 중 한 곳이다.

피팅이란 관이음쇠를 총칭하며, 석유화학, 가스, 조선/해양, 발전 플랜트 등에서 배관의 방향을 바꾸거나, 관경의 변화 혹은 주배관에서 분기하여 배관할 때 사용되는 부품이다. 2Q23 년 기준 동사의 사업부문별 매출 비중은 플랜트용 기자재가 87.2%, 2 차전지용 기자재가 12.2%, 부동산 임대가 0.5%를 차지한다.

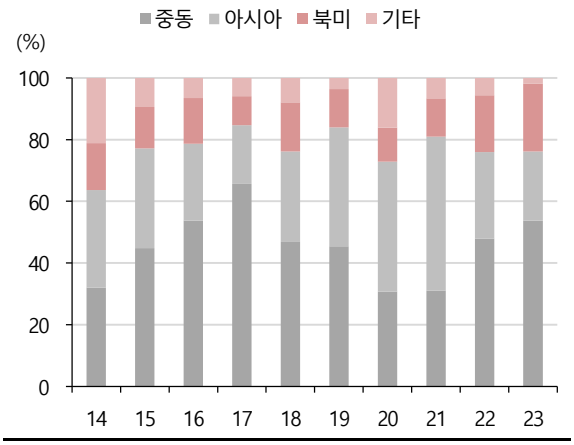
국내 경쟁업체인 성광벤드와 사업부문 자체는 크게 다르지 않다. 다만 동사가 중동 및 아시아향 매출 비중이 높은 반면, 성광벤드는 북미향 비중이 상대적으로 높다. 또한 국내 피팅 산업에서 동사의 점유율은 '22 년 기준으로 약 32%로, 경쟁사 대비 국내 보다 수출 비중이 높다는 차이점을 가지고 있다.

태광 사업부문별 매출 비중



자료: 태광, SK 증권

태광 지역별 매출 비중 추이



자료: 태광, SK 증권

2. 투자포인트

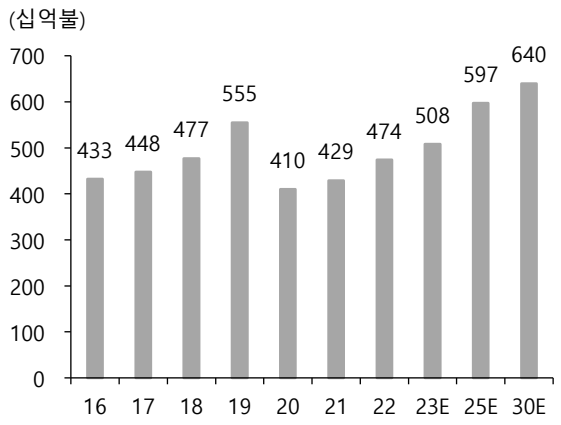
(1) 글로벌 원유&가스 플랜트 투자 확대

IEA 에 따르면 글로벌 원유&가스 Capex 투자 규모는 올해 약 5,080 억달러에서 '25 년 5,970 억달러, '30 년에는 약 6,400 억달러까지 늘어날 것으로 전망됨에 따라 동사의 매출 확대와 고정비 감소효과로 영업이익 성장 또한 기대된다.

최근 유가가 배럴당 80 달러 이상을 유지하면서, 중동 주요 산유국들의 재정균형유가를 이미 넘어선 상황이다. 특히, 사우디의 '비전 2030' 등 산업다각화를 지속적으로 추진하고 있으며, 이에 필요한 재원마련을 위해서 유가 하락에 대한 방어 전략을 지속적으로 취할 것으로 예상된다.

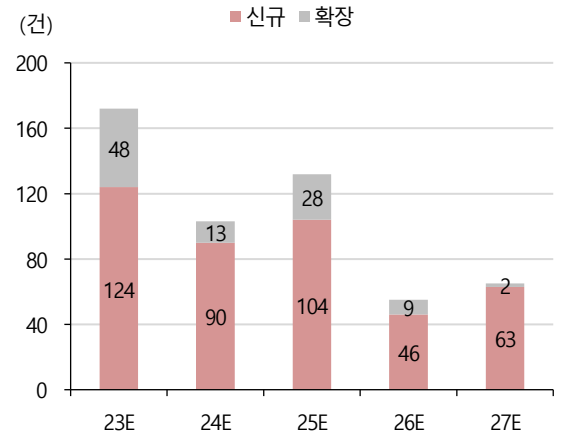
아람코(Aramco)는 '27년까지 원유 생산 Capa를 13만 b/d 증설을 목표로 투자를 진행 중이다. 2Q23 기준 아람코의 Capex 는 약 104.6 억달러로 전년 대비 +11.8%를 기록했으며, 올해 Capex 가이던스는 450~550 억달러로 '22 년(376 억달러) 대비 약 30% 증가했다. 사우디를 포함한 중동 지역은 올해부터 '27 년까지약 621 개의 오일&가스 프로젝트가 시작될 것으로 예상됨에 따라 중동 매출 비중이 높은 동사의 매출 확대 및 실적 개선 요인으로 작용할 것을 기대한다.

글로벌 오일&가스 CAPEX 투자 추이 및 전망



자료: EIA, SK 증권

중동 지역 오일&가스 프로젝트 계획 건 수 전망



자료: GlobalData Energy, SK 증권

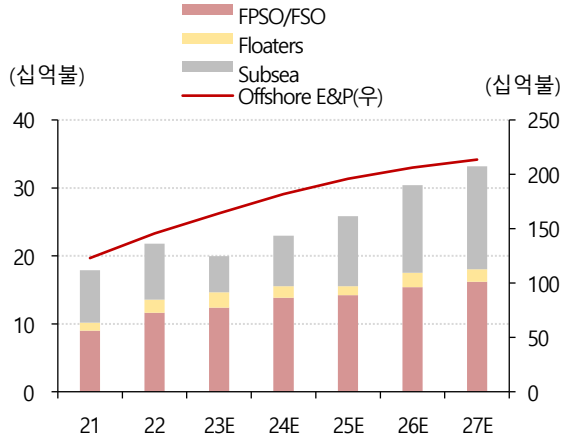
(2) 육상에서 해양으로 옮겨가는 중

글로벌 오일&가스 플랜트는 육상에서 해양으로 옮겨가고 있다. 글로벌 오프쇼어 투자는 '23년 약 1,643억불에서 '27년에는 약 2,136억불로 30% 이상 확대될 전망이다. 이에 따라 글로벌 오일&가스 플랜트 중 오프쇼어의 비중은 '23~'24년 약 48%에서 '27년 60%까지 확대될 전망이다.

특히 영국 북해와 남미 지역을 포함해 2030 년까지 총 48 개의 FPSO 가 필요할 것으로 전망된다. 또한 글로벌 LNG 수요-공급 밸런스 확대에 따라 FLNG 투자 또한 '27 년까지 약 18.3mtpa 규모의 FLNG 투자와, 그 이후 해당 프로젝트에 대한 생산능력 확대로 인한 36.5mpta 규모의 투자가 추가적으로 늘어날 전망이다.

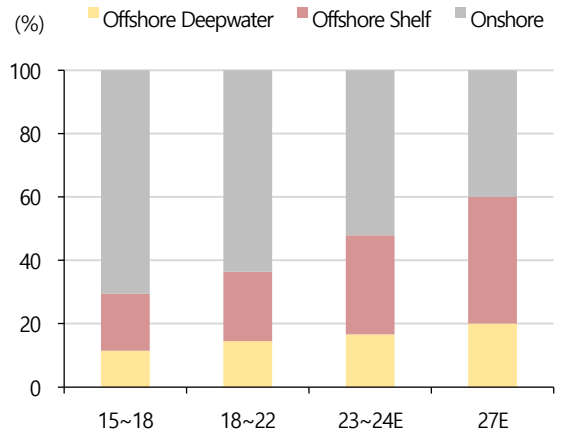
해양플랜트에는 해수에 의한 부식과 수압을 견딜 수 있는 스테인리스 재질의 피팅 제품이 반드시 필요하다. 스테인리스는 카본 대비 약 5~10%p 높은 마진이 남기 때문에 글로벌 해양플랜트 투자규모 확대는 동사의 이익 개선 요인으로 작용할 전망이다.

글로벌 오프쇼어 투자 추이 및 전망



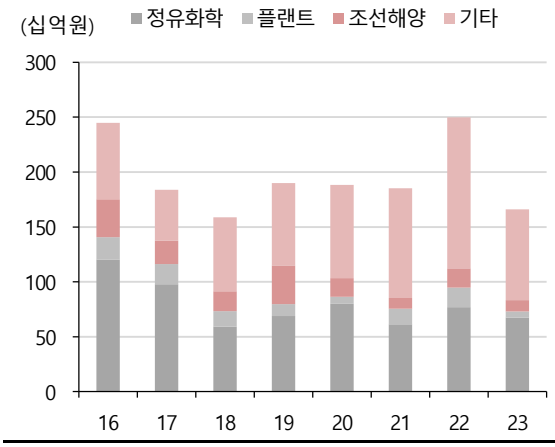
자료: Rystad Energy, SK 증권

글로벌 오일&가스 플랜트 온/오프쇼어 비중 추이 및 전망



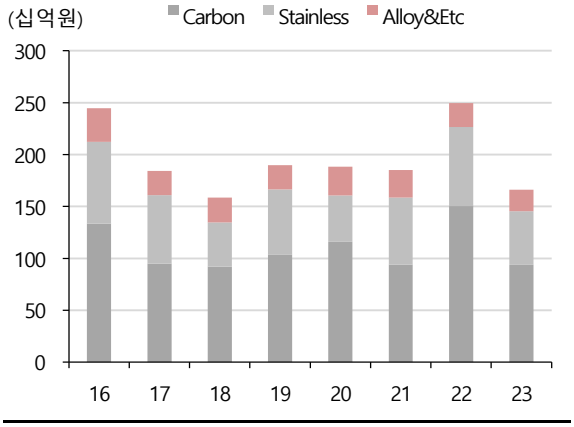
자료: Rystad Energy, SK 증권

태광 전방산업별 매출액 추이



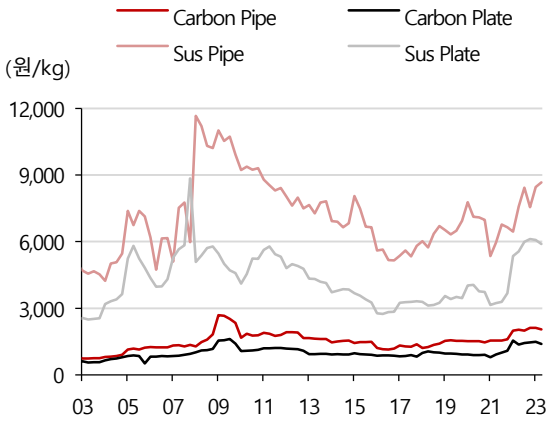
자료: 태광, SK증권
주: '23년은 2분기 기준

태광 제품 재질별 매출액 추이



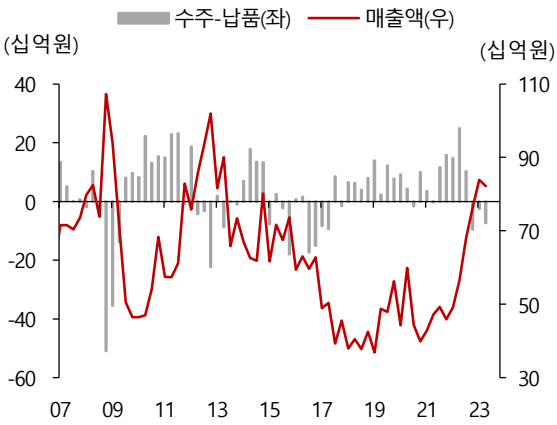
자료: 태광, SK증권
주: '23년은 2분기 기준

태광 주요 원재료 가격 추이



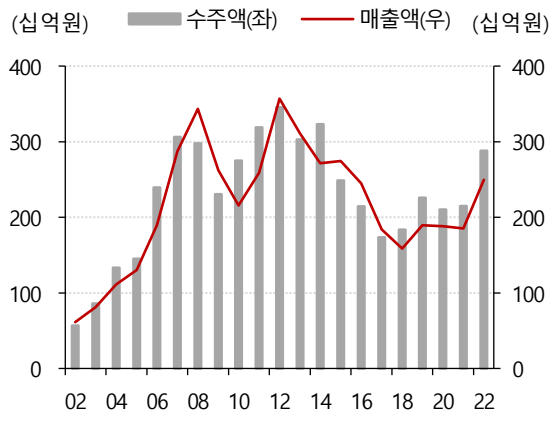
자료: 태광, SK증권

수주잔액-기납품액 & 매출액 추이



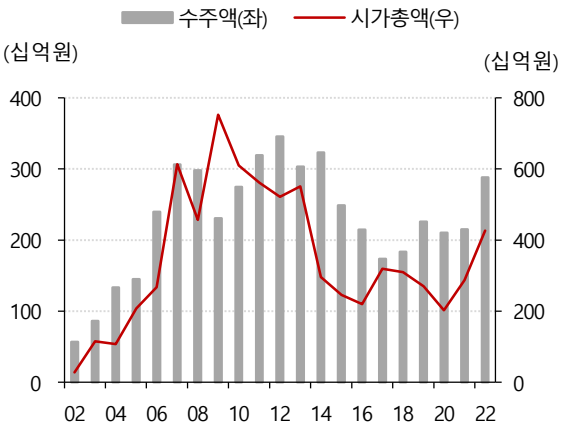
자료: 태광, SK증권

태광 수주액 및 매출액 추이



자료: 태광, SK증권

태광 수주액 및 시가총액 추이



자료: 태광, SK증권

3. 밸류에이션 & 실적 전망

(1) 투자의견 매수, 목표주가 28,000 원 제시

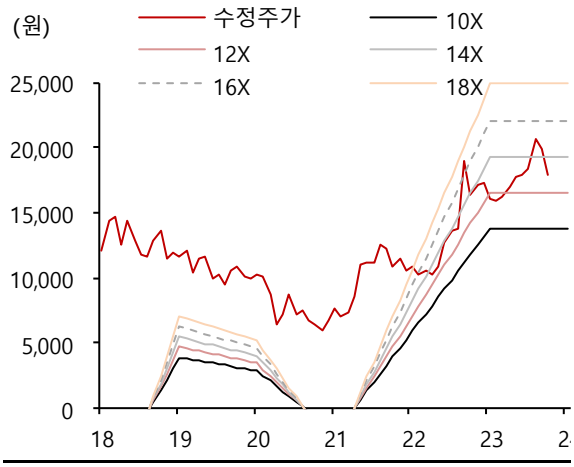
태광에 대해 투자의견 매수, 목표주가 28,000 원을 제시하고 조선기자재업종 최선호주(Top-Pick)로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 2,026 원에 Target P/E 14 배를 적용하여 산출했다. Target P/E 의 근거는 고유가 레벨 유지에 따른 해양플랜트 중심의 본격적인 E&P 플랜트 투자가 확대되기 시작했던 시기인 '12~14 년 동사와 성광벤드의 평균 PER 에 높은 레벨의 인플레이션, 매파적 금리정책, 그리고 글로벌 경기 회복이 더딘 점을 고려하여 상대적으로 낮은 발주 규모가 예상되기 때문에 20% 할인했다.

태광 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12M Fwd EPS	(A)	원	2,026	
Target P/E	(B)	배	**14.0**	'12~'14 년 태광과 성광벤드의 평균 P/E 20% 할인
주당주주가치	(C)	원	28,362	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	**28,000**	
현재주가	(E)	원	16,870	2023 년 10 월 16 일 종가
상승여력	(F)	%	**66.0%**	(F) = (D-E)/(E)

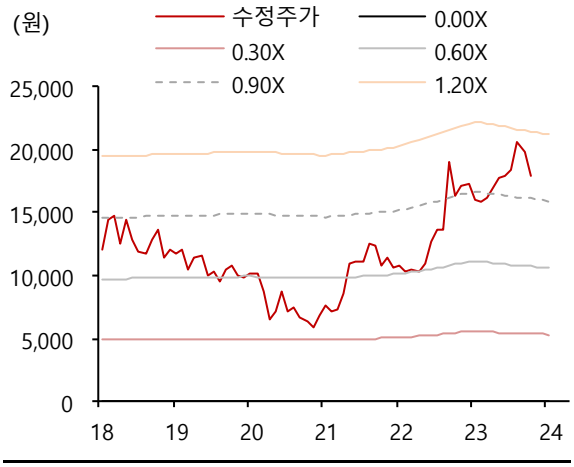
자료: 태광, SK 증권

태광 12M Fwd P/E Band



자료: Bloomberg, SK 증권

태광 12M Fwd P/B Band



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) '23 년 매출액 3,326 억원, 영업이익 692 억원 전망

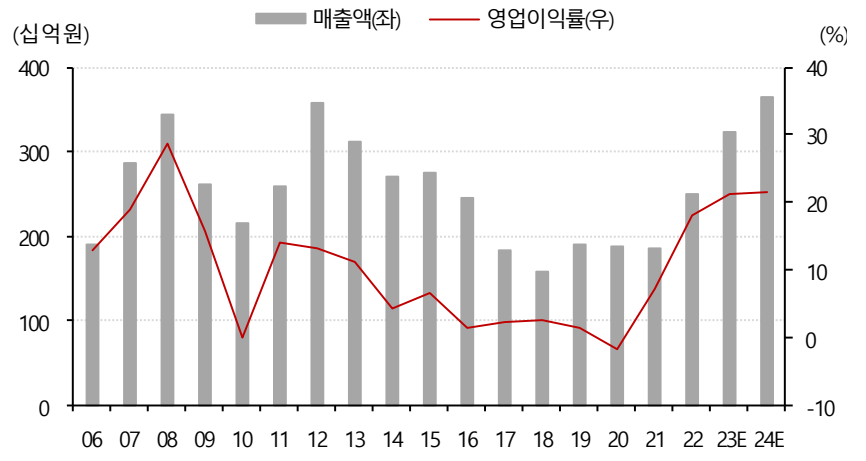
태광의 2023 년 매출액은 3,326 억원(+29.2%, YoY), 영업이익은 692 억원(+52.6%, YoY)으로 예상한다. 올해 피팅 동사의 수주 규모는 작년과 비슷한 수준으로 유지될 것으로 예상되나, 이는 고객사 측에서 제품단가 인하 요구에 의한 선별 수주 전략 때문인 것으로 추정된다. 4Q23 혹은 늦으면 1H24 부터 본격적으로 발주될 9 조 규모의 S-Oil 샤힌 프로젝트, 삼성중공업을 포함한 국내 조선소들의 FLNG/FPSO, 그리고 현대건설이 수주한 6.5 조원 규모의 사우디 아미랄 프로젝트 콤플렉스 패키지 1&4 등 올해보다 내년의 매출과 이익 모두 성장하는 모습을 보여줄 것으로 기대된다. 중동 국가들의 재정균형유가를 상회하는 고유가 지속 전망에 따른 플랜트 투자 재개에 대한 가능성도 점진적으로 높아지고 있는 상황이기에 올해보다 내년의 동사가 더 기대되는 바이다.

태광 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	49.1	56.5	67.9	76.3	83.9	82.2	74.7	81.8	249.7	322.6	364.3
YoY	14.6%	19.7%	37.9%	66.2%	71.0%	45.6%	10.0%	7.3%	34.9%	29.2%	12.9%
QoQ	6.9%	15.1%	20.3%	12.2%	10.0%	-2.0%	-9.2%	9.5%	-	-	-
영업이익	6.6	11.9	10.4	16.5	19.9	18.1	14.9	16.3	45.4	68.9	78.9
YoY	268.7%	229.2%	99.3%	464.6%	203.3%	51.8%	43.6%	-1.1%	235.2%	52.0%	14.4%
QoQ	124.8%	81.2%	-12.8%	58.9%	20.8%	-9.3%	-17.5%	9.3%	-	-	-
영업이익률	13.4%	21.1%	15.3%	21.6%	23.7%	22.0%	20.0%	19.9%	18.2%	21.4%	21.7%

자료: 태광, SK 증권 추정

태광 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 태광, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	235	313	328	388	463
현금및현금성자산	42	47	60	99	144
매출채권 및 기타채권	57	73	77	84	91
재고자산	122	130	127	139	151
비유동자산	271	281	317	312	313
장기금융자산	30	36	64	64	65
유형자산	163	164	172	168	169
무형자산	43	42	41	40	39
자산총계	505	594	644	700	776
유동부채	29	52	54	56	61
단기금융부채	2	1	2	2	2
매입채무 및 기타채무	17	29	36	41	44
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	23	17	19	20	21
장기금융부채	6	1	8	8	8
장기매입채무 및 기타채무	7	7	0	0	0
장기충당부채	2	3	3	3	4
부채총계	52	70	73	77	82
지배주주지분	436	480	525	575	644
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	34	44	44	44	44
기타자본구성요소	-11	-11	-11	-11	-11
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	401	435	480	530	599
비지배주주지분	17	44	47	49	51
자본총계	453	524	571	624	695
부채와자본총계	505	594	644	700	776

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	185	250	323	364	397
매출원가	149	175	221	252	271
매출총이익	37	74	101	112	125
매출총이익률(%)	19.8	29.7	31.4	30.8	31.6
판매비와 관리비	23	29	32	33	35
영업이익	14	45	69	79	91
영업이익률(%)	7.3	18.2	21.4	21.7	22.9
비영업손익	9	1	-5	-10	5
순금융손익	-0	1	3	3	1
외환관련손익	7	4	1	-5	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	22	47	64	69	96
세전계속사업이익률(%)	11.9	18.7	19.8	18.9	24.1
계속사업법인세	3	10	13	12	20
계속사업이익	19	37	51	57	75
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	19	37	51	57	75
순이익률(%)	10.0	14.7	15.9	15.6	19.0
지배주주	15	36	49	55	73
지배주주귀속 순이익률(%)	8.2	14.3	15.1	15.1	18.4
비지배주주	3	1	2	2	2
총포괄이익	19	38	51	57	75
지배주주	16	36	49	55	73
비지배주주	3	1	2	2	2
EBITDA	23	54	78	88	99

현금흐름표

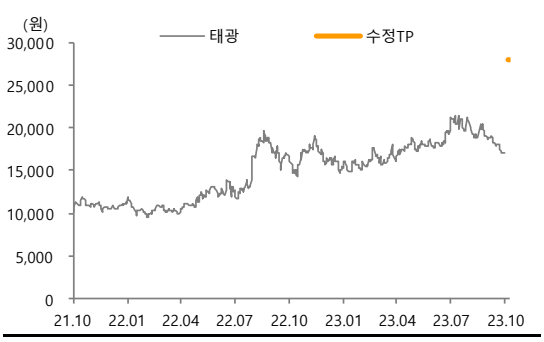
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	19	-1	11	60	64
당기순이익(손실)	19	37	51	57	75
비현금성항목등	10	18	10	26	24
유형자산감가상각비	8	8	8	8	8
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	1	9	1	18	15
운전자본감소(증가)	11	-16	-1	-15	-15
매출채권및기타채권의감소(증가)	3	-15	-4	-7	-7
재고자산의감소(증가)	12	-8	3	-12	-12
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	12	2	5	4
기타	-5	-4	-3	-2	1
법인세납부	-2	-4	-12	-12	-20
투자활동현금흐름	-46	-61	-39	-16	-8
금융자산의감소(증가)	-11	-27	-14	-3	-3
유형자산의감소(증가)	-14	-7	-13	-4	-9
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	-21	-27	-11	-9	5
재무활동현금흐름	-8	-9	-5	-4	-4
단기금융부채의증가(감소)	-11	-3	-0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	5	-2	-1	0	0
자본의증가(감소)	0	10	-0	0	0
배당금지급	-1	-3	-4	-4	-4
기타	-0	-10	-0	0	0
현금의 증가(감소)	-13	5	13	39	46
기초현금	55	42	47	60	98
기말현금	42	47	60	98	144
FCF	5	-8	-2	56	55

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-1.7	34.9	29.2	12.9	8.9
영업이익	흑전	235.2	52.0	14.4	15.0
세전계속사업이익	흑전	112.3	36.4	7.9	39.0
EBITDA	584.9	139.9	43.9	12.2	13.5
EPS	흑전	135.1	36.2	12.8	32.5
수익성 (%)					
ROA	3.8	6.7	8.3	8.4	10.2
ROE	3.5	7.8	9.7	10.0	12.0
EBITDA마진	12.2	21.7	24.2	24.0	25.1
안정성 (%)					
유동비율	816.5	595.9	609.5	687.3	763.7
부채비율	11.5	13.3	12.8	12.3	11.8
순차입금/자기자본	-10.4	-20.0	-18.9	-24.0	-28.6
EBITDA/이자비용(배)	30.6	84.3	51.2	40.6	122.6
배당성향	17.0	12.3	9.0	8.0	6.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	574	1,350	1,839	2,075	2,750
BPS	16,881	18,540	20,218	22,127	24,711
CFPS	917	1,686	2,183	2,403	3,076
주당 현금배당금	100	170	170	170	170
Valuation지표 (배)					
PER	18.9	11.9	9.3	8.2	6.2
PBR	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7
PCR	11.8	9.6	7.8	7.1	5.6
EV/EBITDA	11.4	6.7	5.0	4.0	3.1
배당수익률	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0

자료 : 태광, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.17	매수	28,000원	6개월		
2023.05.03	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 10 월 17 일 기준)

매수	95.16%	중립	4.84%	매도	0.00%

2023-10-17

성광벤드 (014620/KQ)

올해보다 더 좋을 내년

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 23,000 원(신규편입)
현재주가: 14,270 원
상승여력: 61.2%

글로벌 오일&가스 플랜트 투자 확대, 그리고 북미

사우디와 러시아의 감산 정책 및 전쟁으로 인한 고유가 기조에 따른 글로벌 원유&가스 플랜트 투자가 확대되는 중이다. 글로벌 원유&가스 Capex 투자 규모는 올해 약 5,080 억달러에서 '25 년 5,970 억달러까지 증가할 것으로 전망됨에 따라 동사의 매출 확대와 이에 따른 고정비 감소효과로 이익 성장 또한 기대된다. 특히 북미지역의 경우 러-우 전쟁 이후 글로벌 LNG 수요가 확대되면서 전세계 LNG 생산 프로젝트 중 약 50%를 차지할 정도로 대규모 투자가 진행되고 있다. 북미 지역의 대규모 LNG 생산 프로젝트 확대는 북미 비중이 높은 동사의 매출 및 실적 성장 요인이 될 전망이다.

매출 및 이익 성장 모두 가져올 해양플랜트

글로벌 오일&가스 플랜트는 육상에서 해양으로 옮겨가고 있다. 글로벌 오프쇼어 투자는 '23 년 약 1,643 억불에서 '27 년에는 약 2,136 억불로 30% 이상 확대될 전망이며, 글로벌 오일&가스 플랜트 중 오프쇼어의 비중은 '27 년 60%까지 확대될 전망이다. 특히 영국 북해와 남미 지역중심으로 '30 년까지 총 48 개의 FPSO 가 필요할 것으로 예상된다. 해양플랜트에는 해수에 의한 부식과 수압을 견딜 수 있는 스테인리스 재질의 피팅 제품이 반드시 필요하다. 스테인리스는 카본 대비 약 5~10%p 높은 마진이 남기 때문에 피팅 업체의 이익 개선 요인으로 작용한다. 내년부터 본격적으로 시작될 국내 조선사들의 해양플랜트 수주는 동사의 조선해양 부문 비중을 증가시키며 매출확대와 실적개선 모두 견인할 것으로 예상한다.

투자의견 '매수', 목표주가 23,000 원으로 커버리지 개시

성광벤드에 대해 투자의견 매수, 목표주가 23,000 원을 제시하고 조선기자재 최선호주(Top-Pick)로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 1,631 원에 Target P/E 14 배를 적용하여 산출했다. 고유가 레벨 유지에 따른 해양플랜트 중심의 본격적인 E&P 플랜트 투자가 확대되기 시작했던 시기인 '12~14 년 동사와 태광의 평균 PER 을 20% 할인했다.

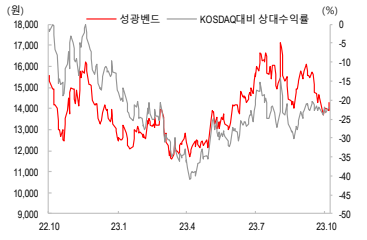


Analyst
한승한
shane.han@sks.co.kr
3773-9992

Company Data	
발행주식수	2,860 만주
시가총액	408 십억원
주요주주	
안재일(외4)	35.62%
국민연금공단	6.34%

Stock Data	
주가(23/10/16)	14,270 원
KOSDAQ	810.54 pt
52주 최고가	17,100 원
52주 최저가	11,600 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	181	137	244	269	314	347
영업이익	십억원	1	-8	27	53	63	74
순이익(지배주주)	십억원	-1	-1	39	46	47	57
EPS	원	-49	-42	1,372	1,609	1,637	1,987
PER	배	-150.6	-187.8	9.7	8.9	8.7	7.2
PBR	배	0.5	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	38.1	-47.6	9.6	5.2	4.0	3.0
ROE	%	-0.3	-0.3	8.7	9.3	8.7	9.7

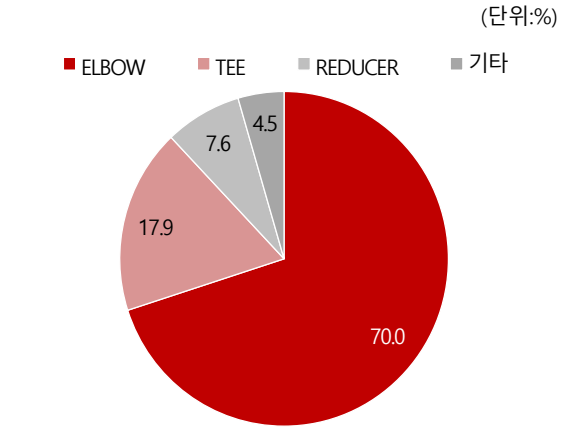
1. 기업소개

성광벤드는 1963 년 설립된 용접용 피팅 제조업체로 2001 년 코스닥에 상장했다. 과거 장기간 하락사이클을 거치고 살아남은 글로벌 상위 피팅 업체 4 사(성광벤드, 태광, Tectubi, Technoforge) 중 한 곳이다. 동사는 2014 년에 화진피에프의 주식을 취득하여 100% 자회사로 보유하고 있다. 화진피에프는 동사와 같은 관이음쇠 부문 사업을 영위하고 있으며, 동사 대비 좀 더 작은 직경의 피팅을 주로 생산한다.

피팅(Fitting)이란 관이음쇠를 총칭하며, 석유화학, 가스, 조선/해양, 발전 플랜트 등에서 배관의 방향을 바꾸거나, 관경의 변화 혹은 주배관에서 분기하여 배관할 때 사용되는 부품이다. 2Q23 기준 동사의 제품별 매출 비중은 ELBOW 가 약 70%, TEE 가 약 17.9%, REDUCER 가 약 7.6%, 기타가 약 4.5%를 차지한다.

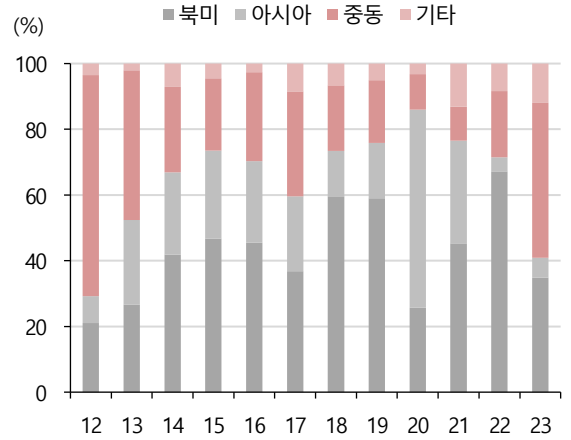
국내 경쟁업체인 태광과의 사업부문 자체는 크게 다르지 않다. 다만 태광이 중동 및 아시아향 매출 비중이 높은 반면, 동사는 북미향 비중이 상대적으로 높다. 또한 국내 피팅 산업에서 동사의 점유율은 '22 년 기준으로 약 68%로, 경쟁사 대비 국내 매출 비중이 좀 더 높다는 차이점을 가지고 있다.

성광벤드 피팅 제품별 매출 비중



자료: 성광벤드, SK 증권

성광벤드 지역별 매출 비중 추이



자료: 성광벤드, SK 증권
주: 2023 년은 2 분기 기준

2. 투자포인트

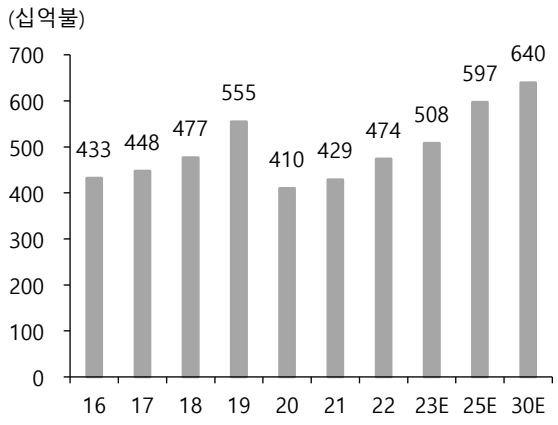
(1) 글로벌 오일&가스 플랜트 투자 확대, 그리고 북미

사우디와 러시아의 감산 및 전쟁으로 인한 고유가 전망에 따른 글로벌 원유&가스 플랜트 투자가 확대되며 '고유가 -> 오일&가스 플랜트 투자 확대 -> 피팅 업체 수혜' 상승사이클의 기조가 나타나고 있다. IEA 에 따르면 글로벌 원유&가스 Capex 투자 규모는 올해 약 5,080 억달러에서 '25 년 5,970 억달러, '30 년에는 약 6,400 억달러까지 늘어날 것으로 전망됨에 따라 동사의 매출 확대와 고정비 감소효과로 영업이익 성장 또한 기대된다.

특히 북미지역의 경우 러-우 전쟁 이후 글로벌 LNG 수요가 확대되면서 전세계 LNG 생산 프로젝트 중 약 50%를 차지할 정도로 대규모 투자가 진행되고 있다. LNG 의 경우 저온을 유지하기 위해서는 카본 대비 마진이 높은 스테인리스가 필수적으로 사용되어야 한다. 지속적인 북미 지역의 LNG 생산 투자 및 LNGC 발주는 북미 지역 비중이 높은 동사의 매출 및 실적 성장 요인으로 작용할 전망이다.

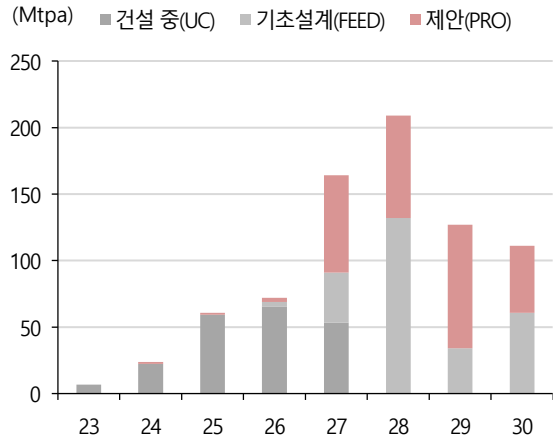
올해 2 분기 기준으로 동사의 북미 비중은 34.8%로 전년대비 감소했지만, 이는 상반기 카타르 NFE 프로젝트에 따른 중동 비중 확대로 인한 것이며, 올해 말 40% 이상으로 다시 확대될 전망이다.

글로벌 오일&가스 CAPEX 투자 추이 및 전망



자료: IEA, SK 증권

글로벌 LNG 생산 프로젝트 가동 예상시기별 규모



자료: Clarksons, SK 증권

(2) 매출 및 이익 성장 모두 가져올 해양플랜트

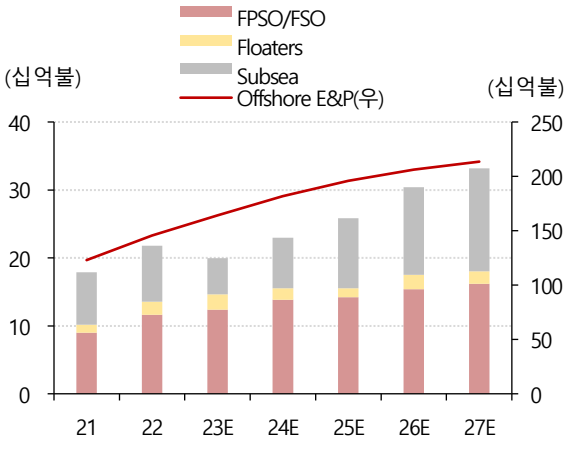
글로벌 오일&가스 플랜트는 육상에서 해양으로 옮겨가고 있다. 글로벌 오프쇼어 투자는 '23년 약 1,643억불에서 '27년에는 약 2,136억불로 30% 이상 확대될 전망이다. 이에 따라 글로벌 오일&가스 플랜트 중 오프쇼어의 비중은 '23~'24년 약 48%에서 '27년 60%까지 확대될 전망이다.

특히 영국 북해와 남미 지역을 포함해 2030 년까지 총 48 개의 FPSO 가 필요할 것으로 전망된다. 또한 글로벌 LNG 수요-공급 밸런스 확대에 따라 FLNG 투자 또한 '27 년까지 약 18.3mtpa 규모의 FLNG 투자와, 그 이후 해당 프로젝트에 대한 생산능력 확대로 인한 36.5mpta 규모의 투자가 추가적으로 늘어날 전망이다.

해양플랜트에는 해수에 의한 부식과 수압을 견딜 수 있는 스테인리스 재질의 피팅 제품이 반드시 필요하다. 스테인리스는 카본 대비 약 5~10%p 높은 마진이 남기 때문에 피팅 업체의 이익 개선 요인으로 작용한다.

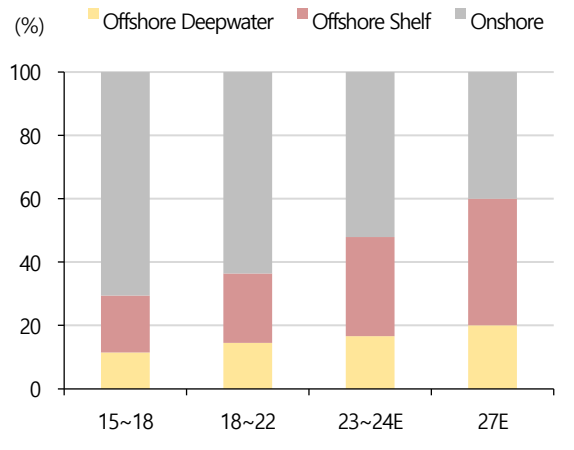
이러한 기조는 이미 올해부터 나타나고 있다. 국내 조선사의 LNGC 수주가 급증하며 2Q23 기준 동사의 조선해양 부문 매출 비중은 19.4%까지 확대됐다. 내년부터 확대될 국내 조선사들의 해양플랜트 수주는 동사의 조선해양 부문 비중을 증가시키며 매출 및 실적 성장으로 이어질 것을 예상한다.

글로벌 오프쇼어 투자 추이 및 전망



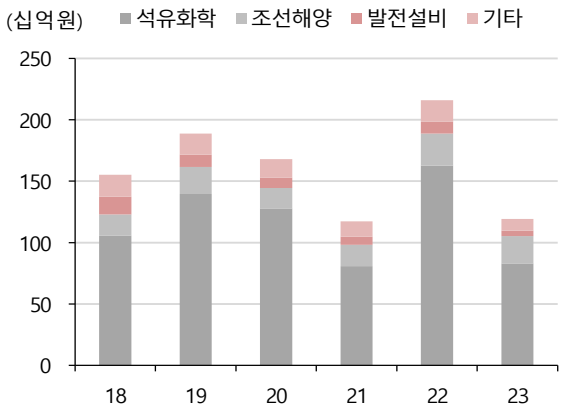
자료: Rystad Energy, SK 증권

글로벌 오일&가스 플랜트 온/오프쇼어 비중 추이 및 전망



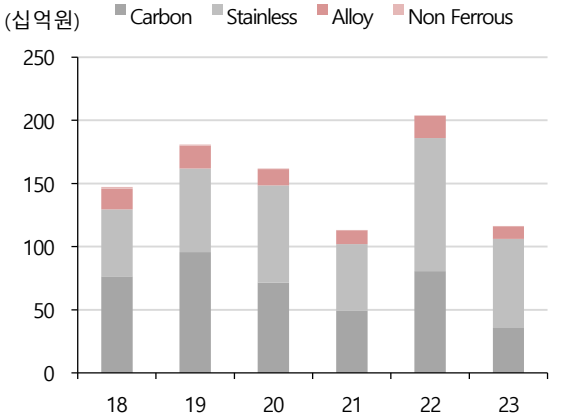
자료: Rystad Energy, SK 증권

성광벤드 전방산업별 매출액 추이



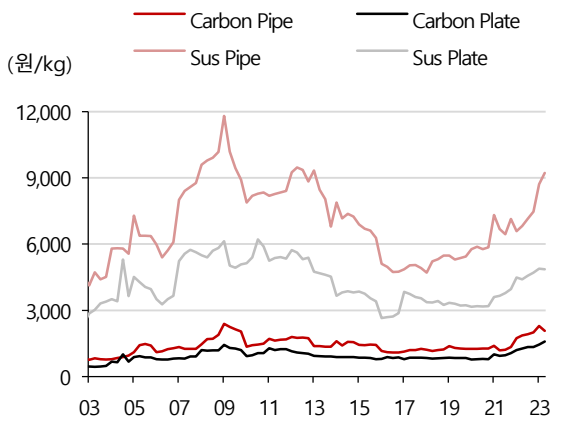
자료: 성광벤드, SK 증권
주: '23 년은 2 분기 기준

성광벤드 제품 재질별 매출액 추이



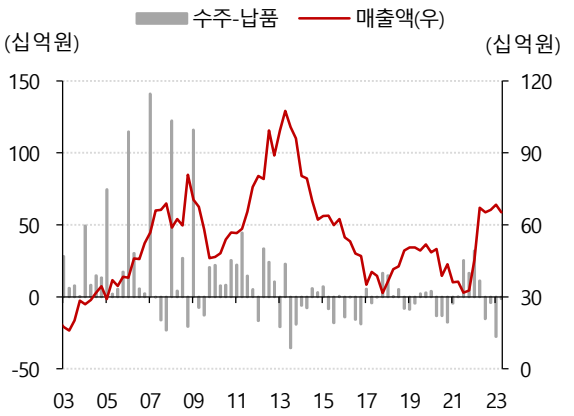
자료: 성광벤드, SK 증권
주: '23 년은 2 분기 기준

성광벤드 주요 원재료 가격 추이



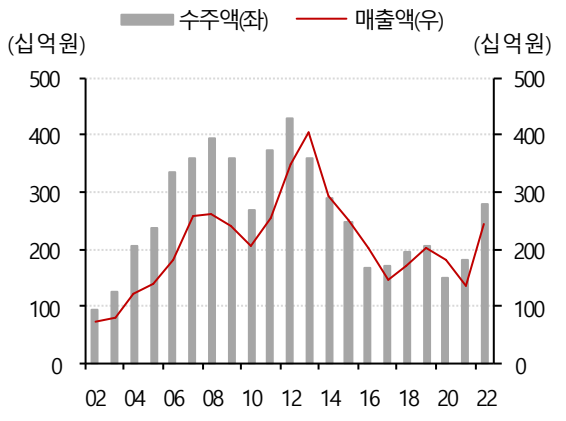
자료: 성광벤드, SK 증권

수주잔액-기납품액 & 매출액 추이



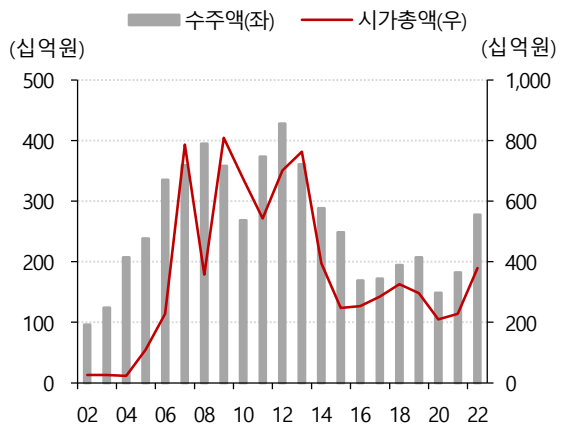
자료: 성광벤드, SK 증권

성광벤드 수주액 및 매출액 추이



자료: 성광벤드, SK 증권

성광벤드 수주액 및 시가총액 추이



자료: 성광벤드, SK 증권

3. 밸류에이션 & 실적 전망

(1) 투자의견 매수, 목표주가 23,000 원으로 커버리지 개시

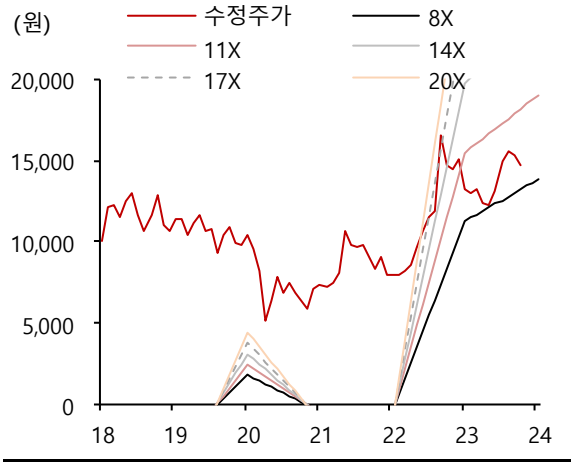
성광벤드에 대해 투자의견 매수, 목표주가 23,000 원을 제시하고 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 1,631 원에 Target P/E 14 배를 적용하여 산출했다. Target P/E 의 근거는 고유가 레벨 유지에 따른 해양플랜트 중심의 본격적인 E&P 플랜트 투자가 확대되기 시작했던 시기인 '12~'14 년 동사와 태광의 평균 PER 에 높은 레벨의 인플레이션, 매파적 금리정책, 그리고 글로벌 경기 회복이 더딘 점을 고려하여 상대적으로 낮은 발주 규모가 예상되기 때문에 20% 할인했다.

성광벤드 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12M Fwd EPS	(A)	원	1,631	
Target P/E	(B)	배	**14.0**	'12~'14 년 성광벤드와 태광의 평균 P/E 20%를 할인
주당주주가치	(C)	원	22,836	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	**23,000**	
현재주가	(E)	원	14,270	2023 년 10 월 16 일 종가
상승여력	(F)	%	**61.2%**	(F) = (D-E)/(E)

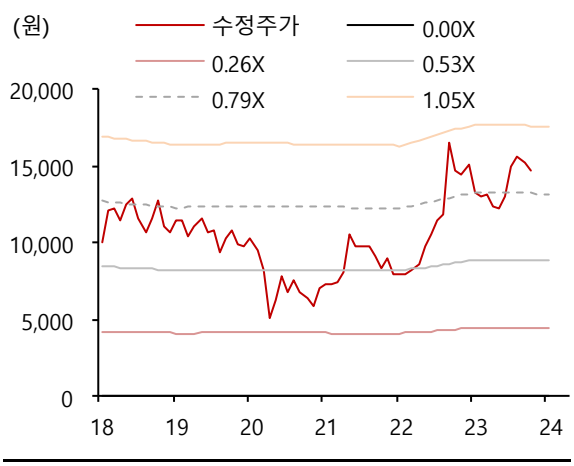
자료: 성광벤드, SK 증권

성광벤드 12M Fwd P/E Band



자료: Bloomberg, SK 증권

성광벤드 12M Fwd P/B Band



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) '23 년 매출액 2,694 억원, 영업이익 531 억원 전망

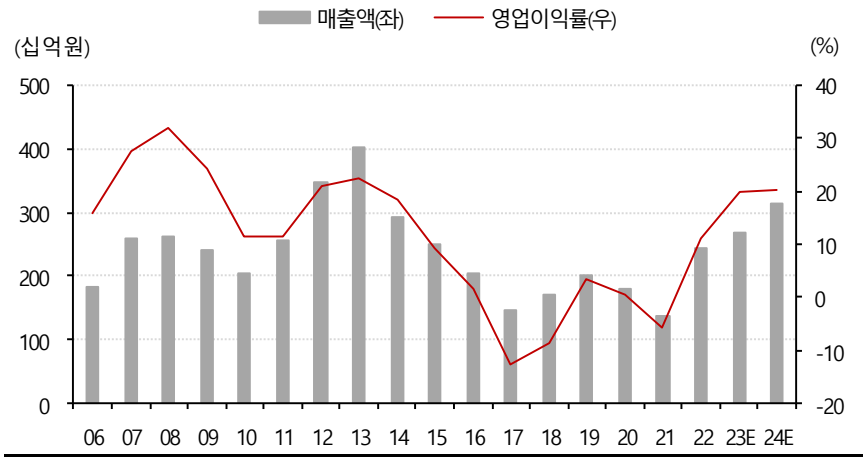
성광벤드의 2023 년 매출액은 2,694 억원(+10.4%, YoY), 영업이익은 531 억원(+98.3%, YoY)으로 예상한다. '23 년 피팅 2 사의 수주 규모 자체는 작년 대비 소폭 감소할 것으로 예상되나, 이는 올해 1 분기에 원재료단의 문제로 인한 실주가 있었으며, 고객사 측에서 제품단가 인하 요구에 의한 선별수주 전략에 의한 것으로 추정된다. 하지만 글로벌 E&P 프로젝트 투자확대에 따른 동사의 수주 규모 확대 및 실적 개선에 대한 방향성의 변화는 없다는 판단이다. 올해 4 분기 혹은 늦으면 내년 상반기부터 본격적으로 발주될 S-Oil 샤힌 프로젝트와 사우디 아미랄 프로젝트, 그리고 국내 조선소의 해양플랜트 수주로 인해 동사의 안정적인 국내 EPC 향 수주물량 확보가 가능할 전망이다. 대규모 LNG 생산 프로젝트들이 밀집된 북미 지역 비중이 높은 동사의 매출 성장과 실적개선이 기대된다.

성광벤드 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	45.4	67.1	65.3	66.3	68.4	65.2	63.7	72.1	244.0	269.4	313.7
YoY	25.6%	84.7%	105.3%	102.8%	50.6%	-2.9%	-2.4%	8.8%	78.2%	10.4%	16.4%
QoQ	38.9%	47.9%	-2.8%	1.5%	3.2%	-4.6%	-2.3%	13.2%	-	-	-
영업이익	3.1	8.7	7.8	7.2	14.8	13.5	12.1	12.7	26.8	53.1	63.2
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	385%	55%	55%	76%	흑전	98.3%	19.0%
QoQ	-185.0%	185.9%	-10.6%	-7.8%	105.8%	-8.6%	-0.1%	15.1%	-	-	-
영업이익률	6.7%	13.0%	12.0%	10.8%	21.6%	20.7%	19.0%	17.6%	11.0%	19.7%	20.1%

자료: 성광벤드, SK 증권 추정

성광벤드 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 성광벤드, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	235	273	309	356	416
현금및현금성자산	35	75	95	123	157
매출채권 및 기타채권	31	39	52	57	63
재고자산	136	146	150	163	181
비유동자산	259	254	257	257	256
장기금융자산	5	2	5	5	5
유형자산	251	250	250	250	249
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	494	527	567	613	672
유동부채	46	43	40	43	46
단기금융부채	20	0	2	2	3
매입채무 및 기타채무	16	20	25	26	29
단기충당부채	0	6	4	5	5
비유동부채	14	12	12	12	13
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	59	55	52	54	59
지배주주지분	434	472	515	559	613
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	4	4	4	4	4
기타자본구성요소	-14	-14	-14	-14	-14
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	430	467	510	554	608
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	434	472	515	559	613
부채와자본총계	494	527	567	613	672

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	137	244	269	314	347
매출원가	122	184	189	221	239
매출총이익	15	60	81	93	108
매출총이익률(%)	10.9	24.7	30.0	29.6	31.1
판매비와 관리비	23	33	28	30	33
영업이익	-8	27	53	63	74
영업이익률(%)	-5.9	11.0	19.7	20.1	21.4
비영업손익	4	24	6	-3	-1
순금융손익	0	1	3	4	1
외환관련손익	3	2	-3	-8	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-4	51	59	60	73
세전계속사업이익률(%)	-2.9	20.9	22.0	19.2	21.2
계속사업법인세	-3	12	13	13	16
계속사업이익	-1	39	46	47	57
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-1	39	46	47	57
순이익률(%)	-0.9	16.1	17.1	14.9	16.4
지배주주	-1	39	46	47	57
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.9	16.1	17.1	14.9	16.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	40	46	47	57
지배주주	0	40	46	47	57
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-4	31	57	67	78

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	7	21	30	44	41
당기순이익(손실)	-1	39	46	47	57
비현금성항목등	2	-2	19	22	18
유형자산감가상각비	4	4	4	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-1	-6	15	18	14
운전자본감소(증가)	7	-17	-21	-16	-18
매출채권및기타채권의감소(증가)	14	-9	-15	-5	-6
재고자산의감소(증가)	-4	-10	-4	-13	-17
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	5	0	2	3
기타	-6	-2	-3	1	2
법인세납부	-1	0	-15	-13	-16
투자활동현금흐름	-3	43	-14	-13	-3
금융자산의감소(증가)	-3	9	-1	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-3	-1	-4	-3	-3
무형자산의감소(증가)	0	-0	-0	0	0
기타	3	35	-9	-9	1
재무활동현금흐름	-3	-23	-1	-3	-3
단기금융부채의증가(감소)	0	-20	2	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	-0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-0	-0	-0	-0	-0
현금의 증가(감소)	2	40	21	28	34
기초현금	33	35	75	95	123
기말현금	35	75	95	123	157
FCF	4	20	26	41	38

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-24.3	78.2	10.4	16.4	10.5
영업이익	적전	흑전	98.3	19.0	17.6
세전계속사업이익	적지	흑전	15.9	1.8	21.8
EBITDA	적전	흑전	85.6	17.4	17.2
EPS	적지	흑전	17.3	1.8	21.4
수익성 (%)					
ROA	-0.2	7.7	8.4	7.9	8.8
ROE	-0.3	8.7	9.3	8.7	9.7
EBITDA마진	-3.0	12.6	21.1	21.3	22.6
안정성 (%)					
유동비율	514.2	635.0	772.1	836.7	896.1
부채비율	13.7	11.7	10.0	9.7	9.6
순차입금/자기자본	-7.1	-17.7	-20.1	-23.6	-27.1
EBITDA/이자비용(배)	-13.5	495.6	1,091.9	730.4	1,998.3
배당성향	-229.9	7.1	6.1	6.0	4.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-42	1,372	1,609	1,637	1,987
BPS	15,192	16,495	18,006	19,546	21,435
CFPS	94	1,508	1,743	1,764	2,127
주당 현금배당금	100	100	100	100	100
Valuation지표 (배)					
PER	-187.8	9.7	8.9	8.7	7.2
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
PCR	85.1	8.8	8.2	8.1	6.7
EV/EBITDA	-47.6	9.6	5.2	4.0	3.0
배당수익률	1.3	0.8	0.7	0.7	0.7

자료 : 성광벤드, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.17	매수	23,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 10 월 17 일 기준)

매수	95.16%	중립	4.84%	매도	0.00%

2023-10-17

한국카본 (017960/KS)

앞으로의 성장을 기대할 수 있는 이유

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 17,500 원(신규편입)
현재주가: 12,200 원
상승여력: 43.4%

글로벌 선주들의 낮은 BOR 요구 = 새로운 매출원의 확보

글로벌 선주들의 낮은 BOR 수요가 증가하면서 MARKⅢ 타입뿐만 아니라 NO96-Super+에도 동사의 강화폴리우레탄폼(R-PUF)이 사용 되기 시작했다. 시간이 지날수록 낮은 BOR 에 대한 선주들의 수요는 상승할 것이며, 이에 따라 글로벌 LNGC 수주잔고 중 MARKⅢ 비중 또한 확대될 것으로 예상한다. 국내 대형 조선 3 사 중 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있는 한화오션 또한 NO96-Super+를 채택한 LNGC 수주 물량이 증가하며 동사의 매출 확대로 이어지며 새로운 성장 동력을 확보했다.

한국신소재와의 합병 완료, 효율성 증대와 신성장 동력 기대

한국신소재와의 합병이 완료되면서 1) 중간재(한국신소재) – 완제품(한국카본)의 일관화를 통한 효율성 증대 효과와 2) 한국신소재 신사업의 투자를 통한 성장을 기대한다. 작년부터 현대차의 E-GMP 라인 전기차 배터리케이스 하부판에 들어가는 유리섬유신소재(SMC)를 생산하고 있으며, 올해 약 50 억 규모의 Capex 투자가 진행되는 중이다. '24 년부터는 60~80 억 원가량의 본격적인 매출 인식이 가능할 전망이다. 합병완료 후 실적은 4 분기부터 반영될 예정으로, 내부매출 향 영업이익을 제외한 만큼이 반영되며 동사의 실적 개선 효과로 보여질 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 17,500 원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 17,500 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 한국신소재 합병에 따른 순자산가치 증가분 반영한 12M Fwd 수정 BPS 10,247 원에 Target P/B 1.7 배를 적용하여 산출했다. 공장 화재의 경우, 올해 3분기 납품은 기존 재고로 문제 없는 것으로 추정되나, 이후부터는 외주비용 증가로 원가율 상승이 전망된다. 하지만 시장의 우려 대비 견조한 LNGC 발주와 함께 MDI 와 목재 등 보냉재 제품 원자재 가격의 안정화, 그리고 높은 레벨의 LNGC 선가 유지가 전망됨에 따라 안정적인 매출과 이익 성장 모두 기대된다. 국내 조선사들의 3 년치에 가까운 수주잔고를 바탕으로 시장의 지나친 피크아웃 우려 해소되며 주가 상승여력 충분하다는 판단이다.

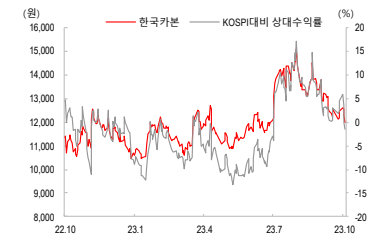


Analyst
한승한
shane.han@sks.co.kr
3773-9992

Company Data	
발행주식수	5,191 만주
시가총액	536 십억원
주요주주	
조문수(외5)	23.34%
국민연금공단	6.56%

Stock Data	
주가(23/10/16)	12,200 원
KOSPI	2,436.24 pt
52주 최고가	15,070 원
52주 최저가	10,450 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	412	368	369	512	571	623
영업이익	십억원	76	33	25	38	78	91
순이익(지배주주)	십억원	57	14	20	31	70	79
EPS	원	1,305	326	461	605	1,340	1,530
PER	배	10.3	32.9	24.0	19.8	8.9	7.8
PBR	배	1.5	1.2	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	5.8	9.2	12.5	10.9	5.7	4.5
ROE	%	16.6	3.7	5.1	7.5	15.0	15.0

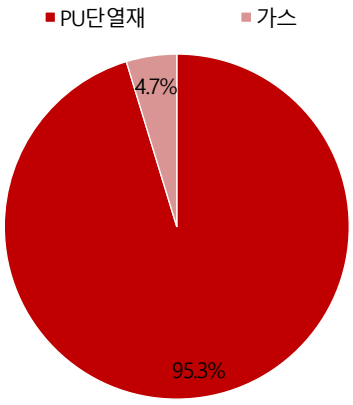
1. 기업소개

한국카본은 1984 년에 설립되어 이후 1995 년에 코스피에 상장됐으며, LNG 운반선의 핵심 부품인 LNG 보냉재, 스포츠 레저용품 및 항공우주, 전자, 건축, 수송사업 등에 쓰이는 탄소섬유 그리고 바닥장식재의 재료인 Glass Paper 를 생산 및 납품하는 기업이다.

글로벌 LNG 화물창의 라이선스는 프랑스의 'GTT(Gruppo Torinese Trasporti)' 社가 독점하고 있으며, 동사는 GTT 와 '멤브레인(Membrane)' 타입에 대한 보냉재 생산 인증을 받아 글로벌 LNGC 건조 조선사에 납품하고 있다. 글로벌 멤브레인형 LNG 화물창 점유율은 한국카본과 국내 경쟁업체인 동성화인텍이 거의 대부분을 양분하고 있다.

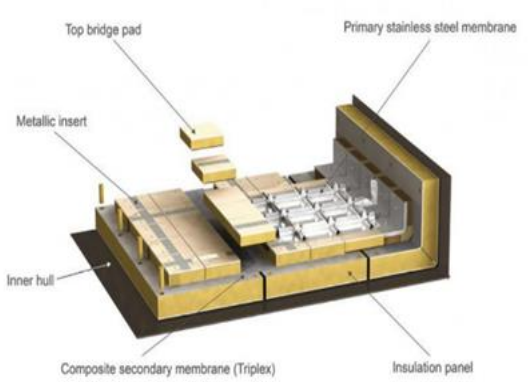
탄소중립(Net-Zero)로 가는 에너지 전환 과정에서 브릿지 연료 역할인 LNG 수요-공급 밸런스 확대에 따라 LNG 운반선에 대한 수요가 급증하고 있다. 또한 IMO 환경규제에 따라 선박의 친환경 연료로 LNG 가 대세가 되면서 모든 선종의 LNG 연료 탱크에 사용되는 보냉재 수요 또한 지속적으로 확대되는 중이다.

한국카본 사업부문별 매출 비중



자료: 한국카본, SK 증권
주: '23 년 2 분기 기준

MARKⅢ 타입 시스템



자료: GTT, SK 증권

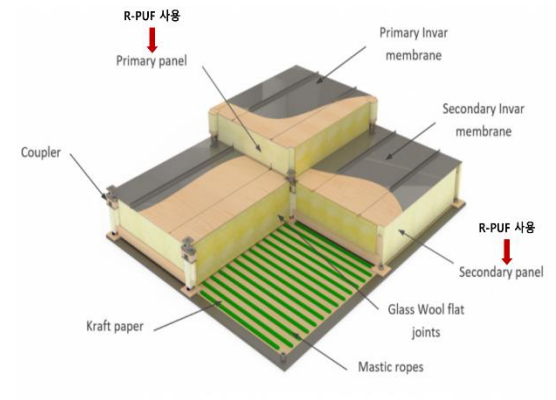
2. 투자포인트

(1) 글로벌 선주들의 낮은 BOR 요구로 새로운 매출원 확보

글로벌 선주들이 일일기화율(BOR, Boil Off Rate) 0.1% 이하를 요구하기 시작하면서 기존의 MARKⅢ 타입뿐만 아니라 NO96-Super+의 기존 글래스울(GW)에 강화폴리우레탄폼(R-PUF)이 혼용 사용되기 시작했다. 국내 대형 조선 3 사 중 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있는 한화오션 또한 NO96-Super+를 채택한 LNG 운반선 수주 물량이 증가하며 한국카본과 한국카본의 매출원 확대로 이어지며 새로운 성장동력을 확보했다.

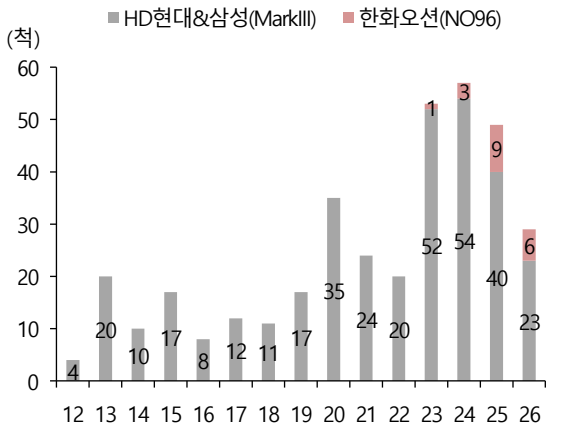
현재 한화오션의 LNGC 수주잔고 중 NO96 종류별 비중은 대략적으로 NO96-GW 가 60%, NO96-LO3 가 30%, NO96-Super+가 나머지 10% 정도를 차지하는 것으로 추정된다. 글로벌 LNGC 선주들의 낮은 BOR 요구가 과거 대비 증가하는 추세인 것은 맞으나, BOR 이 낮은 제품일수록 납품 단가가 상승하기 때문에 NO96-Super+ 채택율 상승 속도에 대해서는 보수적으로 접근할 필요가 있다.

NO96-Super+에 강화폴리우레탄폼(R-PUF) 혼용 사용



자료: GTT, SK 증권

NO96-Super+ 채택으로 늘어나는 R-PUF 사용 척 수



자료: Clarksons, 각 사, SK증권 추정
주: NO96-Super+ 채택율은 SK증권 추정치, 연도는 보냉재 납품 시점 기준

(2) 한국신소재와의 합병과 신사업 투자 확대를 통한 성장 기대

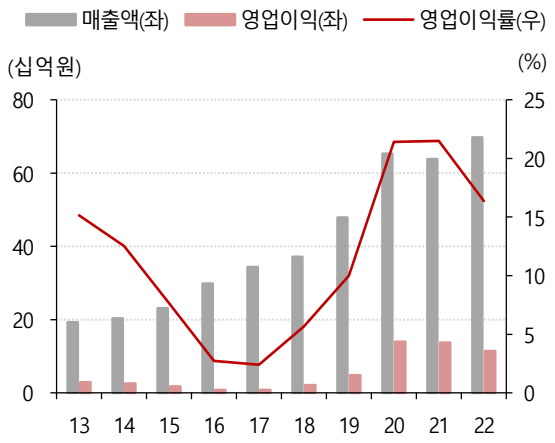
한국카본은 비상장 자회사로 있던 한국신소재와의 합병이 완료되면서 1) 중간재(한국신소재) – 완제품(한국카본)의 일관화를 통한 효율성 증대 효과와 2) 한국신소재 신사업의 투자를 통한 성장이 전망된다.

한국신소재는 1986 년에 설립되어 유리섬유 및 탄소섬유 제조와 판매를 주 사업으로 영위하고 있으며, 유리섬유를 재직 및 프리프레그를 통한 중간재(SB)를 생산 및 공급하는 업체이다. 특히 한국카본의 LNG 단열재의 중간재 생산을 담당하고 있다.

한국신소재의 신사업으로는 이차전지 배터리 케이스와 친환경 연마재(제로더스트) 사업이 있다. 이차전지 배터리 케이스 사업의 경우, 작년부터 현대차의 E-GMP 플랫폼 전기차 배터리케이스 하부판에 들어가는 유리섬유신소재(SMC)를 생산하고 있으며, 올해 약 50 억 규모의 공장 설비 투자가 진행되는 중이다. 현대차는 전기차 생산량을 올해 33 만대에서 '30 년 200 만대까지 확대할 계획임에 따라 새로운 성장동력으로의 역할이 기대된다. 올해 12 월부터 매출이 발생하기 시작하면서 내년부터는 약 60~80 억원의 연매출이 가능할 전망이다.

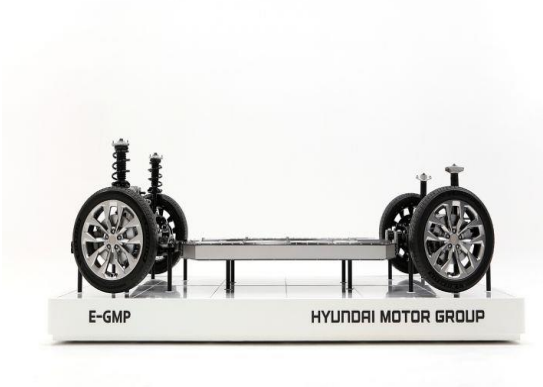
노후선박의 페인트를 벗겨낼 때 규사를 분사하는데, 제로더스트는 이 때 발생하는 분진이 없도록 친환경 연마재를 생산하는 사업이다. 해당 기술은 현재 한화오션과 공동개발 중에 있으며, 고가이기 때문에 제품 가격에 대한 조율 및 생산 시기 협의 단계에 있는 것으로 파악된다.

한국신소재 별도기준 매출액 및 영업이익 추이



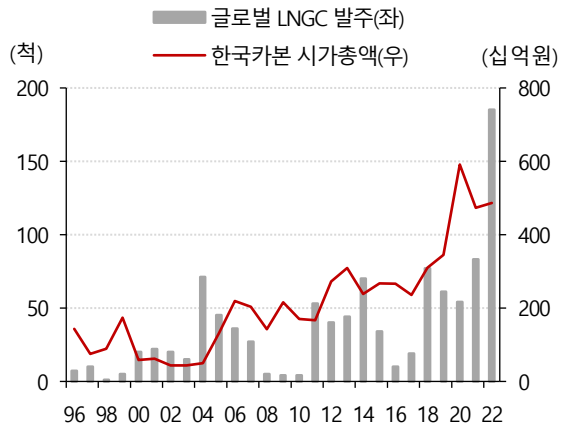
자료: 한국신소재, SK 증권

전기차 배터리케이스 하부판에 들어가는 SMC



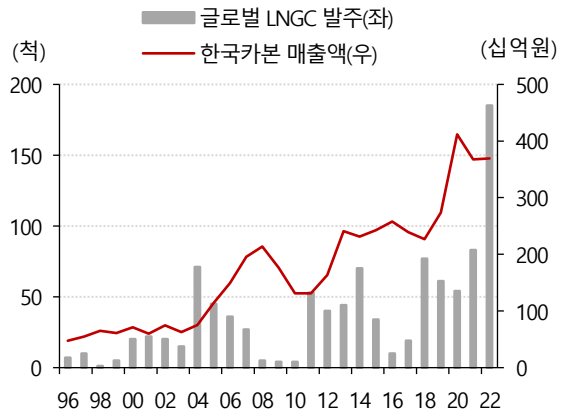
자료: 현대차, SK 증권

글로벌 LNGC 발주와 한국카본 시가총액 추이



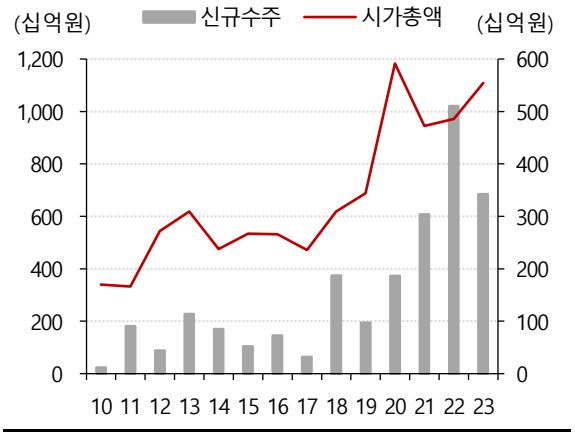
자료: 한국카본, Clarksons, SK증권

글로벌 LNGC 발주와 한국카본 매출액 추이



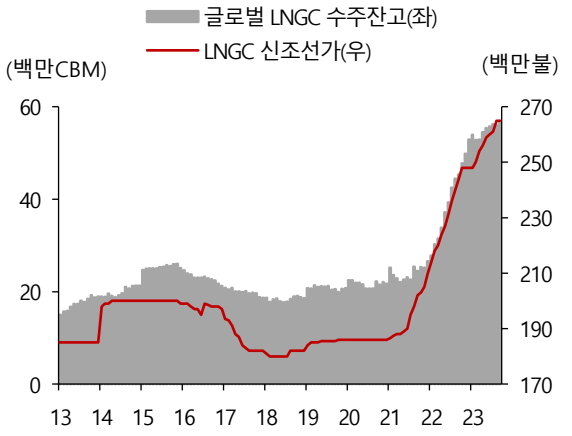
자료: 한국카본, Clarksons, SK증권

한국카본 수주 및 시가총액 추이



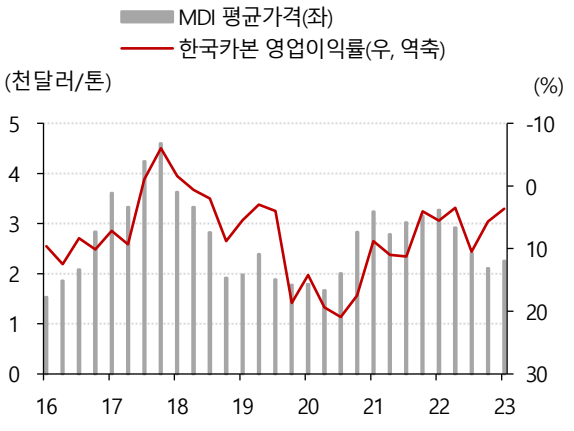
자료: 한국카본, SK증권

글로벌 LNGC 수주잔고 및 신조선가 추이



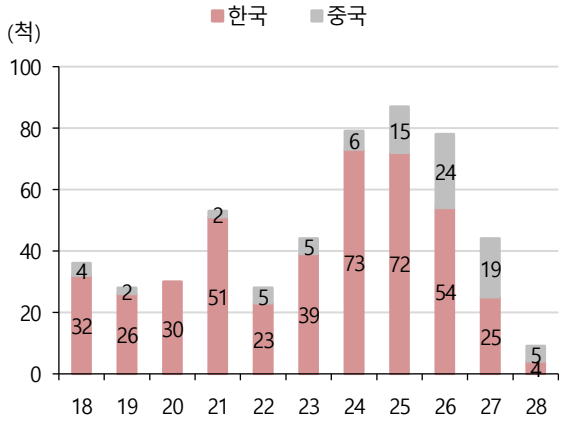
자료: Clarksons, SK증권

MID 가격 및 한국카본 영업이익률 추이



자료 : 한국카본, Cischem, SK증권

한국과 중국 인도 및 인도예정 LNGC 척 수



자료: Clarksons, SK증권

3. 밸류에이션 & 실적 전망

(1) 투자의견 매수, 목표주가 17,500 원으로 커버리지 개시

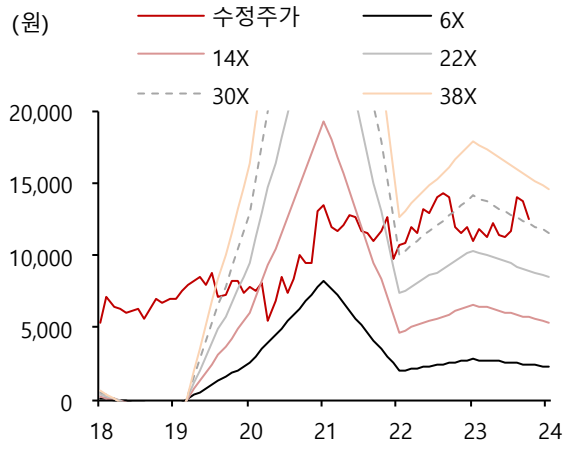
한국카본에 대해 투자의견 매수, 목표주가 17,500 원을 제시하고 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 한국신소재 합병 반영한 12 개월 선행 BPS 10,247 원에 Target P/B 1.7 배를 적용하여 산출했다. 시장의 예상 대비 견조한 글로벌 LNG 수요-공급 확대에 따라 최소 '27 년까지는 연평균 60 척 내외의 안정적인 LNGC 수주를 전망한다. 보냉재 업체 마진 훼손의 주된 요인이었던 MDI 와 목재 가격의 안정화 및 높은 레벨의 LNGC 선가 유지가 전망됨에 따라 안정적인 마진율 확보가 가능할 것으로 예상된다. 새로운 매출원 확보에 따라 제한되어 있던 매출 성장성이 열리며 동사의 주가 상승여력 충분하다는 판단이다.

한국카본 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
합병 후 순자산가치	(A)	억 원	5,319	한국신소재 합병에 따른 순자산가치 증가분 반영 (기간가중평균)
합병 후 주식수	(B)	주	**51,908,452**	
12M Fwd 수정 BPS	(C)	원	10,247	(C) = (A) / (B)
Target P/B	(D)	배	**1.7**	
주당주주가치	(E)	원	17,420	(E) = (C) * (D)
목표주가	(F)	원	**17,500**	
현재주가	(G)	원	12,200	2023 년 10 월 16 일 종가
상승여력	(H)	%	**43.4%**	(H) = (F-G)/(G)

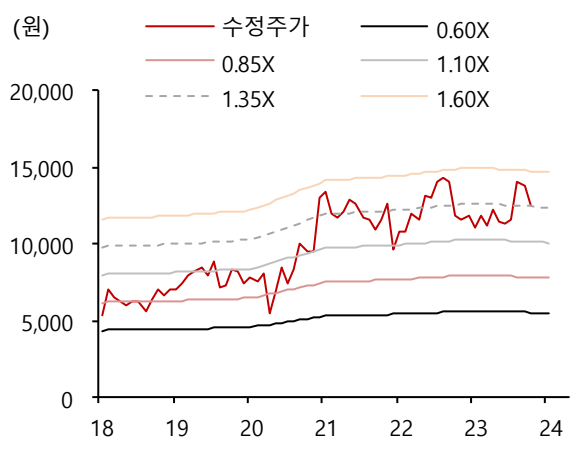
자료: 한국카본, SK 증권

한국카본 12M Fwd P/E Band



자료: Bloomberg, SK 증권

한국카본 12M Fwd P/B Band



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) '23 년 매출액 5,119 억원, 영업이익 376 억원 전망

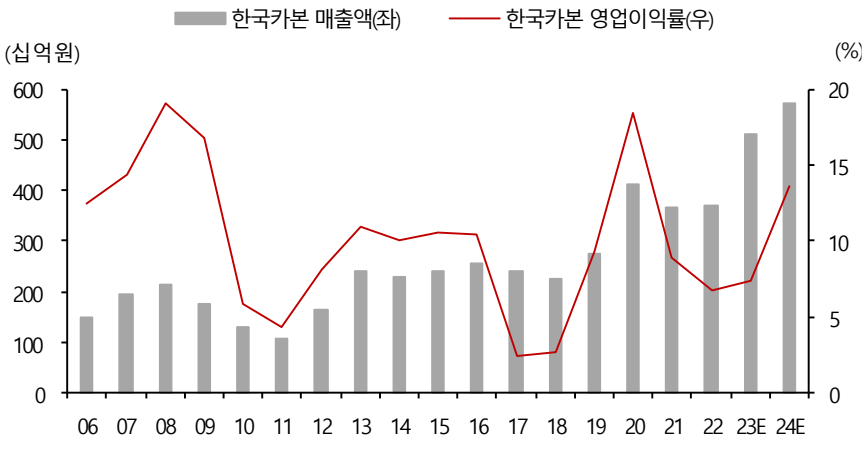
한국카본의 2023 년 매출액은 5,119 억원(+38.6%, YoY), 영업이익은 376 억원(+51.8, YoY)으로 예상한다. 한화오션을 새로운 매출원으로 확보하면서 폴리우레탄 폼(R-PUF) 사용 LNGC 척 수의 확대로 이어졌다. 중국 조선소들의 캐파 확장에 따른 일부 물량 수주 가능성도 배제할 수 없기에 동사의 매출 상방이 큰 폭 확대됐다는 판단이다. 화재로 인한 비용 증가로 예상보다 '23 년 4 분기부터 원가율 상승이 예상되나, 올해 3 분기는 기존 재고로 납품 자체의 문제는 없을 것으로 추정된다. '22 년 대규모 LNGC 수주에 따라 보냉재 납품 기준으로 '24 년까지는 지속적인 매출 성장이 예상된다. MDI 와 목재 등의 보냉재 원자재 가격의 점진적인 안정화가 예상되며, 이에 따른 실적 개선세를 예상한다.

한국카본 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	77.7	71.6	114.0	105.9	103.0	133.8	136.0	139.1	369.3	511.9	570.6
YoY	-23.9%	-32.7%	45.9%	30.3%	32.5%	87.0%	19.3%	31.3%	0.4%	38.6%	11.5%
QoQ	-4.3%	-7.9%	59.3%	-7.1%	-2.8%	29.9%	1.6%	2.3%	-	-	-
영업이익	4.3	2.5	12.0	6.0	3.7	7.9	12.9	13.1	24.8	37.6	78.8
YoY	-52.4%	-78.7%	36.6%	84.3%	-12.7%	216.8%	7.3%	117.7%	-24.2%	51.8%	107.2%
QoQ	30.7%	-41.8%	381.0%	-49.6%	-38.1%	111.2%	62.8%	2.3%	-	-	-
영업이익률	5.5%	3.5%	10.5%	5.7%	3.6%	5.9%	9.5%	9.5%	6.7%	7.4%	13.7%

자료: 한국카본, SK 증권

한국카본 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한국카본, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	248	289	365	450	548
현금및현금성자산	49	54	31	81	143
매출채권 및 기타채권	43	51	77	87	89
재고자산	91	156	201	223	229
비유동자산	251	296	306	303	301
장기금융자산	54	67	65	66	67
유형자산	185	212	222	218	214
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	498	585	671	754	848
유동부채	94	156	219	238	260
단기금융부채	24	47	79	88	96
매입채무 및 기타채무	44	62	91	101	110
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	15	25	21	21	22
장기금융부채	7	17	18	18	18
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	109	181	240	260	281
지배주주지분	389	404	431	494	567
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	90	90	90	90	90
기타자본구성요소	-6	-6	-6	-6	-6
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	285	300	326	389	462
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	389	404	431	494	567
부채와자본총계	498	585	671	754	848

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	368	369	512	571	623
매출원가	307	313	433	451	480
매출총이익	61	56	79	119	143
매출총이익률(%)	16.5	15.2	15.5	20.9	23.0
판매비와 관리비	28	31	42	41	52
영업이익	33	25	38	78	91
영업이익률(%)	8.9	6.7	7.4	13.7	14.6
비영업손익	-4	4	1	4	5
순금융손익	2	1	0	3	1
외환관련손익	-3	0	-0	-6	-4
관계기업등 투자손익	-2	-0	-1	0	0
세전계속사업이익	28	29	39	82	96
세전계속사업이익률(%)	7.7	7.8	7.6	14.3	15.4
계속사업법인세	14	9	7	12	16
계속사업이익	14	20	31	70	79
중단사업이익	-0	-0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	14	20	31	70	79
순이익률(%)	3.9	5.5	6.1	12.2	12.8
지배주주	14	20	31	70	79
지배주주귀속 순이익률(%)	3.9	5.5	6.1	12.2	12.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	16	22	33	70	79
지배주주	16	22	33	70	79
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	43	38	52	93	105

현금흐름표

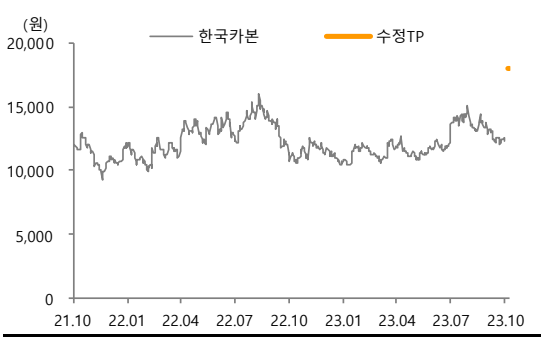
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	24	-11	4	64	103
당기순이익(손실)	14	20	31	70	79
비현금성항목등	31	21	29	23	33
유형자산감가상각비	10	13	15	14	14
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	21	7	15	9	19
운전자본감소(증가)	-1	-36	-46	-20	5
매출채권및기타채권의감소(증가)	-8	-8	-17	-10	-2
재고자산의감소(증가)	3	-64	-57	-21	-7
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	16	20	10	9
기타	2	20	7	1	4
법인세납부	-21	-15	-11	-12	-16
투자활동현금흐름	-31	-8	-48	-14	-18
금융자산의감소(증가)	-9	26	-11	-2	-2
유형자산의감소(증가)	-32	-32	-33	-10	-11
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	11	-1	-4	-2	-5
재무활동현금흐름	-9	27	23	2	2
단기금융부채의증가(감소)	-1	21	28	9	8
장기금융부채의증가(감소)	0	13	2	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-8	-6	-6	-6	-6
기타	-0	-1	-2	0	0
현금의 증가(감소)	-17	5	-23	50	62
기초현금	66	49	54	31	81
기말현금	49	54	31	81	143
FCF	-9	-43	-28	54	92

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-10.6	0.4	38.6	11.5	9.1
영업이익	-56.8	-24.2	51.8	107.2	16.5
세전계속사업이익	-61.5	1.5	34.4	110.7	17.1
EBITDA	-49.3	-10.4	36.7	76.6	13.9
EPS	-75.0	41.2	31.2	121.7	14.2
수익성 (%)					
ROA	2.9	3.7	5.0	9.8	9.9
ROE	3.7	5.1	7.5	15.0	15.0
EBITDA마진	11.6	10.4	10.2	16.2	16.9
안정성 (%)					
유동비율	263.6	185.0	167.0	189.2	211.0
부채비율	28.1	44.8	55.7	52.5	49.6
순차입금/자기자본	-20.3	-2.0	7.2	-2.5	-12.2
EBITDA/이자비용(배)	111.4	41.9	17.5	26.2	72.0
배당성향	45.0	27.6	20.6	9.3	8.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	326	461	605	1,340	1,530
BPS	8,985	9,330	8,421	9,637	11,043
CFPS	554	768	889	1,620	1,810
주당 현금배당금	150	130	130	130	130
Valuation지표 (배)					
PER	32.9	24.0	19.8	8.9	7.8
PBR	1.2	1.2	1.4	1.2	1.1
PCR	19.4	14.4	13.5	7.4	6.6
EV/EBITDA	9.2	12.5	10.9	5.7	4.5
배당수익률	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1

자료 : 한국카본, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.17	매수	18,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 10 월 17 일 기준)

매수	95.16%	중립	4.84%	매도	0.00%

2023-10-17

동성화인텍 (033500/KQ)

견고한 '브릿지' 연료, LNG

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 17,000 원(신규편입)
현재주가: 12,150 원
상승여력: 39.9%

글로벌 선주들의 낮은 BOR 요구 = 새로운 매출원의 확보

글로벌 LNGC 선주들이 BOR 0.1% 이하에 대한 수요가 증가하면서 기존의 MARK Ⅲ 타입뿐만 아니라 NO96-Super+에도 동사의 R-PUF 가 혼용되기 시작했다. 낮은 BOR 에 대한 선주들의 수요는 점진적으로 상승할 것이며, 글로벌 LNGC 수주잔고 중 MARKⅢ 비중 또한 확대될 것으로 예상한다. 국내 대형 조선 3 사 중 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있는 한화오션 또한 NO96-Super+를 채택한 LNGC 수주 물량이 증가하며 동사의 매출 확대로 이어지며 새로운 성장 동력을 확보했다.

견고한 '브릿지(Bridege)' 연료, LNG

러-우 전쟁 이후 에너지 안보에 대한 중요성이 부각됨과 동시에 신재생에너지로의 전환 속도가 줄어들면서 글로벌 LNG 생산 프로젝트들 또한 기존 대비 확대되는 중이다. 특히 글로벌 LNG 수출 2 위 국가인 카타르는 천연가스 생산능력을 2027 년까지 1 억 2,600 만 톤까지 점진적으로 확대할 계획이며, 수출 물량 확대 따른 필요한 LNGC 발주 척 수 또한 점진적으로 늘어날 전망이다. 또한 현재 계획중인 글로벌 LNG 생산 프로젝트 중 약 50%가 북미다. 작년부터 이어진 중국의 LNGC 발주 대부분이 자국내 발주임을 고려하면 중동 지역을 제외한 북미와 다른 지역의 LNG 생산 캐파 확장에 따른 LNGC 발주는 국내 조선소로 이어질 수밖에 없다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 17,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 17,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 BPS 6,398 원에 Target P/B 2.7 배를 적용하여 산출했다. 시장의 우려 대비 견조한 글로벌 LNG 수요-공급 확대에 따라 최소 '27 년까지는 연평균 60 척 내외의 안정적인 국내 조선소의 LNGC 수주를 전망한다. 핵심원자재 가격의 안정화 및 높은 레벨의 LNGC 선가 유지가 전망됨에 따라 안정적인 마진율 확보가 가능할 것으로 예상된다. 가득 찬 수주잔고 속 새로운 매출원 확보에 따른 매출 상방 제한 우려의 해소와 함께 동사의 리레이팅이 필요한 시점이다.

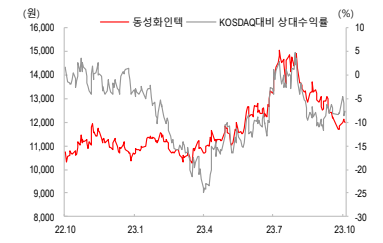


Analyst
한승한
shane.han@sks.co.kr
3773-9992

Company Data	
발행주식수	2,999 만주
시가총액	364 십억원
주요주주	
동성케미컬	37.94%
국민연금공단	6.07%

Stock Data	
주가(23/10/16)	12,150 원
KOSDAQ	810.54 pt
52주 최고가	15,010 원
52주 최저가	10,270 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	388	365	434	561	589	626
영업이익	십억원	32	30	15	33	54	69
순이익(지배주주)	십억원	21	26	8	22	38	53
EPS	원	774	912	283	720	1,270	1,762
PER	배	15.2	12.6	38.3	16.7	9.4	6.8
PBR	배	2.7	2.2	2.1	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	9.2	10.2	16.9	9.4	5.7	4.1
ROE	%	20.8	21.0	5.8	13.9	21.6	25.0

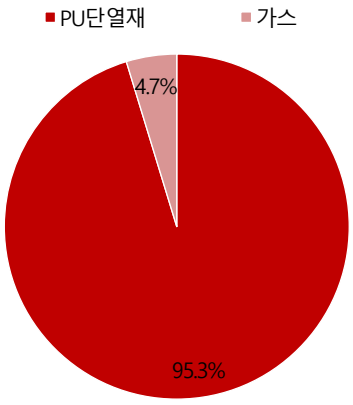
1. 기업소개

동성화인텍은 1985 년에 설립되어 폴리우레탄 정말화학사업을 시작으로 초저온 보냉재 일괄생산 시스템을 갖춘 기업이다. 20 여년 이상 국내/외 조선소에 LNG 화물창 관련 제품 및 보온/보냉 단열 제품의 공급과 시공을 해왔으며, 프레온 대체냉매 제품 공급 및 신기술 제공 서비스도 영위하고 있다.

글로벌 LNG 화물창의 라이선스는 프랑스의 'GTT(Gruppo Torinese Trasporti)' 社가 독점하고 있으며, 동사는 GTT 와 '멤브레인(Membrane)' 타입에 대한 보냉재 생산 인증을 받아 글로벌 LNGC 건조 조선사에 납품하고 있다. 글로벌 멤브레인형 LNG 화물창 점유율은 동성화인텍과 국내 경쟁업체인 한국카본이 거의 대부분을 양분하고 있다.

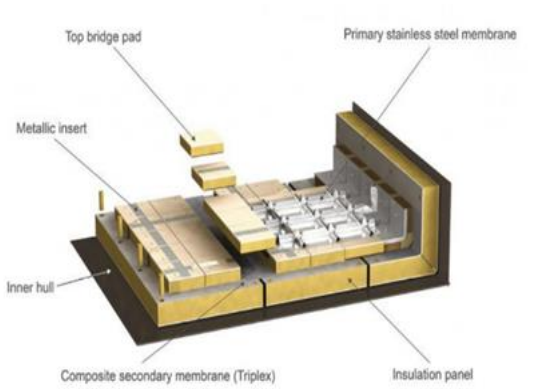
탄소중립(Net-Zero)로 가는 에너지 전환 과정에서 브릿지 연료 역할인 LNG 수요-공급 밸런스 확대에 따라 LNG 운반선에 대한 수요가 급증하고 있다. 또한 IMO 환경규제에 따라 선박의 친환경 연료로 LNG 가 대세가 되면서 모든 선종의 LNG 연료 탱크에 사용되는 보냉재 수요 또한 지속적으로 확대되는 중이다.

동성화인텍 사업부문별 매출 비중



자료: 동성화인텍, SK 증권
주: '23 년 2 분기 기준

MARKⅢ 타입 시스템



자료: GTT, SK 증권

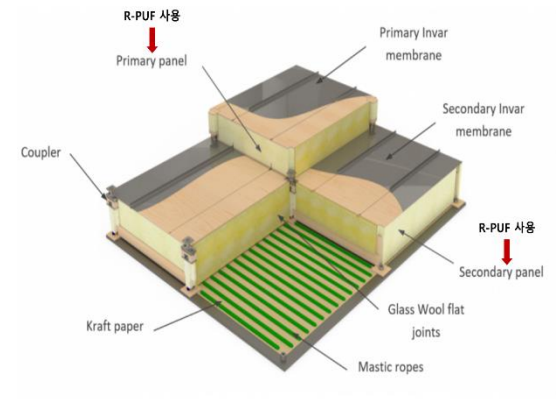
2. 투자포인트

(1) 글로벌 선주들의 낮은 BOR 요구로 새로운 매출원 확보

글로벌 선주들이 일일기화율(BOR, Boil Off Rate) 0.1% 이하를 요구하기 시작하면서 기존의 MARKⅢ 타입뿐만 아니라 NO96-Super+의 기존 글래스울(GW)에 강화폴리우레탄폼(R-PUF)이 사용되기 시작했다. 국내 대형 조선 3 사 중 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있는 한화오션 또한 NO96-Super+를 채택한 LNG 운반선 수주 물량이 증가하며 동성화인텍과 한국카본의 매출원 확대로 이어지며 새로운 성장동력을 확보했다.

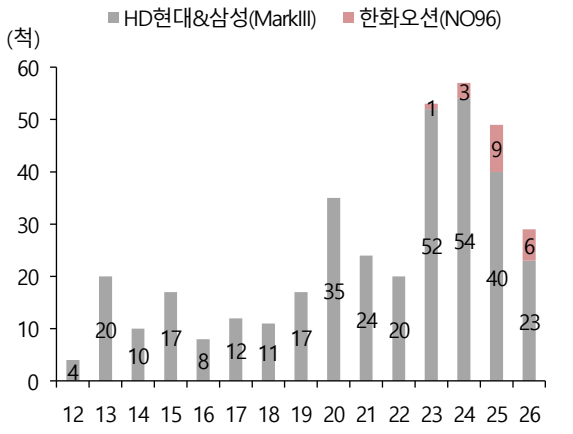
현재 한화오션의 LNGC 수주잔고 중 NO96 종류별 비중은 대략적으로 NO96-GW 가 60%, NO96-LO3 가 30%, NO96-Super+가 나머지 10% 정도를 차지하는 것으로 추정된다. 글로벌 LNGC 선주들의 낮은 BOR 요구가 과거 대비 증가하는 추세인 것은 맞으나, BOR 이 낮은 제품일수록 납품 단가가 상승하기 때문에 NO96-Super+ 채택율 상승 속도에 대해서는 보수적으로 접근할 필요가 있다.

NO96-Super+에 강화폴리우레탄폼(R-PUF) 혼용 사용



자료: GTT, SK 증권

NO96-Super+ 채택으로 늘어나는 R-PUF 사용 척 수



자료: Clarksons, 각 사, SK증권 추정
주: NO96-Super+ 채택율은 SK증권 추정치, 연도는 보냉재 납품 시점 기준

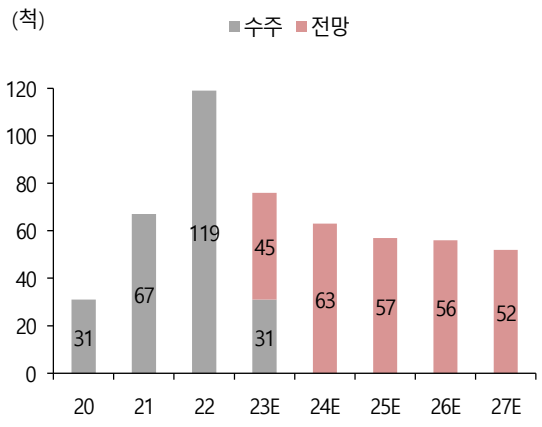
(2) 견고한 '브릿지(Bridge)' 연료, LNG

러-우 전쟁 이후 에너지 안보의 중요성 확대와 동시에 신재생에너지로의 전환 속도가 줄어들면서 글로벌 LNG 생산 프로젝트들 또한 기존 대비 확대되는 추세다. 특히 글로벌 LNG 수출 2 위 국가인 카타르는 North Field Expansion 터미널 프로젝트 계획을 통해 기존의 연간 7,700 만 톤의 천연가스 생산능력을 2027 년까지 1 억 2,600 만 톤까지 점진적으로 확대할 계획을 발표했으며, 현재 일평균 수출 캐파인 13.3bcf 에서 19.7bdf 까지 약 48% 수출 물량 확대에 따른 필요한 LNGC 발주 척 수 또한 점진적으로 확대될 예정이다. 다만 중국 국영에너지기업들(페트로차이나, 시노펙)의 카타르 LNG 수입량 확대로 인해 해당 프로젝트에 필요한 LNGC 점유율은 중국 조선소가 점진적으로 가져갈 가능성 또한 배제할 수 없다.

하지만 현재 2030 년까지 가동 계획중인 글로벌 LNG 생산 프로젝트는 건설중인(UC) 단계가 207MTPA, 기초설계(FEED) 단계가 267MTPA, 제안(Proposed) 단계가 300MTPA 로 총 774.3MTPA 다. 각 단계별 가중치로 100%, 70%, 40%를 곱하여 보수적인 추정을 하더라도, 2030 년까지 필요한 LNGC 척 수는 총 682 척으로 현재 글로벌 수주잔고인 336 척의 두 배 이상의 규모다.

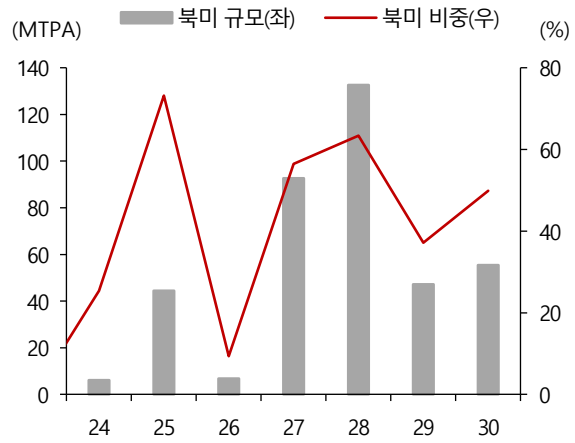
더군다나 이 중 약 50%가 북미(미국 38%, 캐나다 12%)다. 작년부터 이어진 중국의 LNGC 발주 대부분이 자국 내 발주임을 고려하면 중동 지역을 제외한 북미와 다른 지역의 LNG 생산 캐파 확장에 따른 LNGC 발주는 국내 조선소로 이어질 수 밖에 없다는 판단이며, 동사의 견고한 보냉재 수주로 이어질 것을 전망한다.

국내 조선 3 사 LNGC 수주 척 수 추이 및 전망



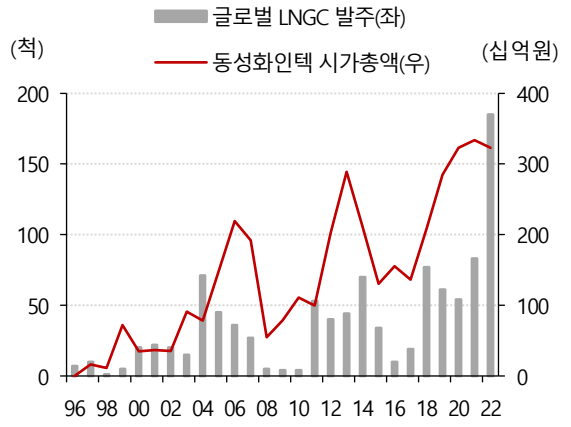
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNG 프로젝트 중 북미 규모 및 비중



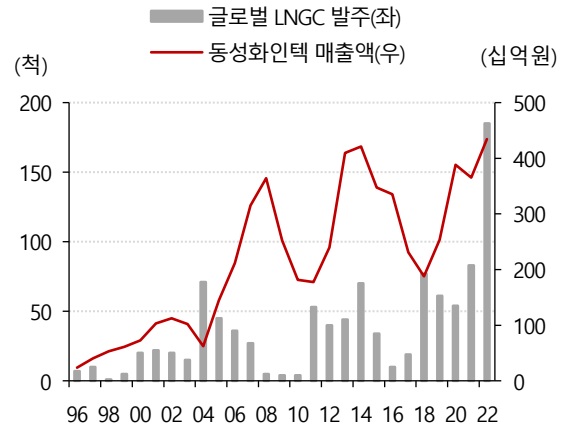
자료: Clarksons, SK 증권
주: 가동예정 시점

글로벌 LNGC 발주와 동성화인텍 시가총액 추이



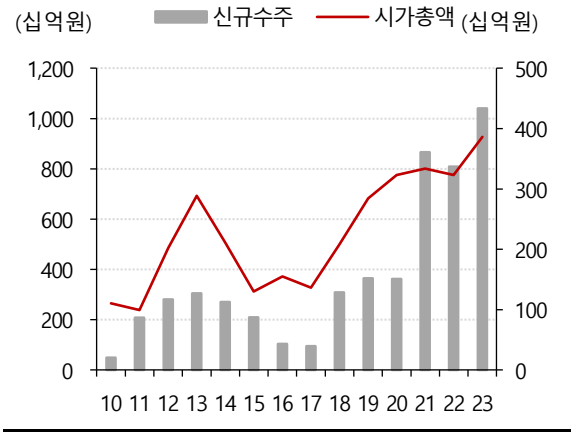
자료: 동성화인텍, Clarksons, SK 증권

글로벌 LNGC 발주와 동성화인텍 매출액 추이



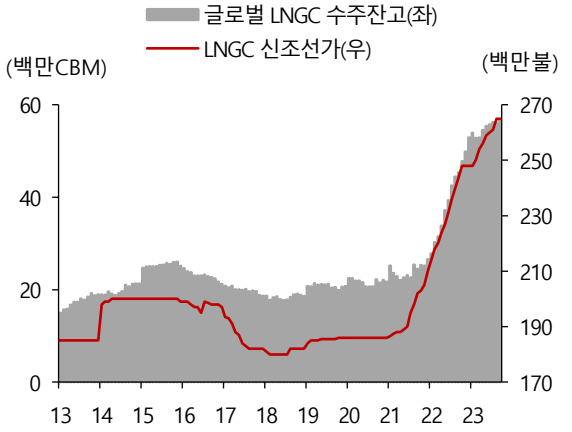
자료: 동성화인텍, Clarksons, SK 증권

동성화인텍 수주 및 시가총액 추이



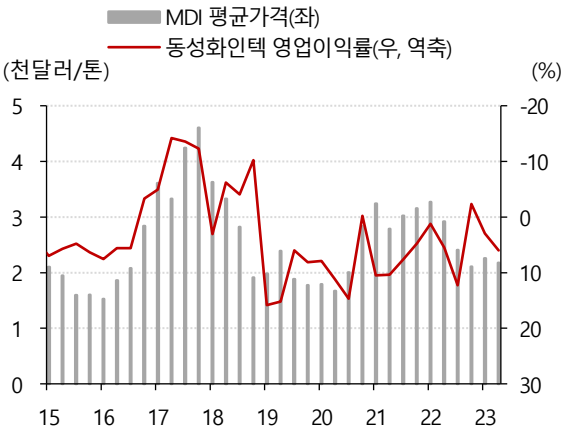
자료: 동성화인텍, SK 증권

글로벌 LNGC 수주잔고 및 신조선가 추이



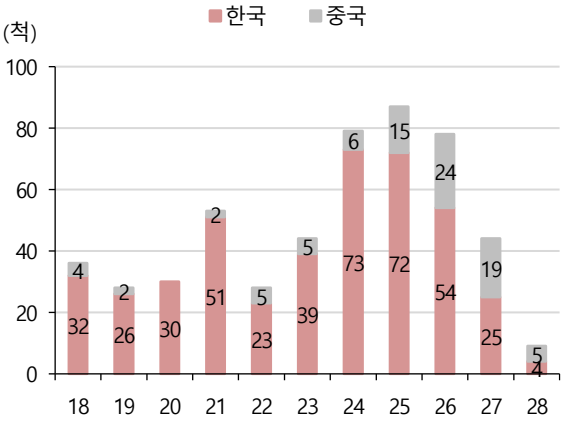
자료: Clarksons, SK 증권

MID 가격 및 동성화인텍 영업이익률 추이



자료 : 동성화인텍, Cischem, SK 증권

한국과 중국 인도 및 인도예정 LNGC 척 수



자료: Clarksons, SK 증권

3. 밸류에이션 & 실적 전망

(1) 투자의견 매수, 목표주가 17,000 원으로 커버리지 개시

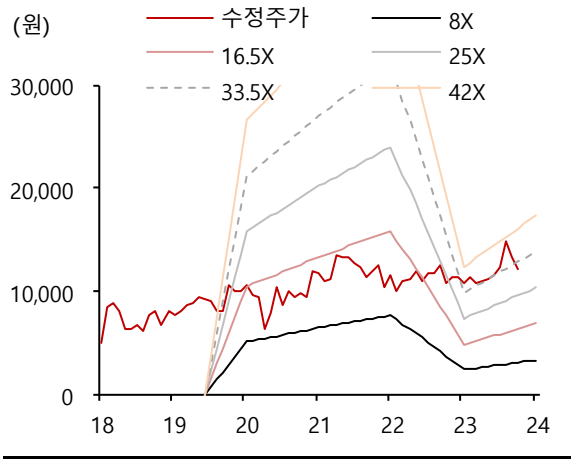
동성화인텍에 대해 투자의견 매수, 목표주가 17,000 원을 제시하고 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 BPS 6,398 원에 Target P/B 2.7 배를 적용하여 산출했다. 견조한 글로벌 LNG 수요-공급 확대에 따라 최소 '27년까지는 연평균 60 척 내외의 안정적인 국내 조선소의 LNGC 수주를 전망한다. MDI 및 목재 가격의 안정화와 높은 레벨의 LNGC 선가 유지가 전망됨에 따라 안정적인 실적 개선세가 예상된다. 한화오션이라는 새로운 매출원 확보와 중국 조선소 일부 물량 수주 가능성 확대에 따른 동사의 리레이팅이 필요하다는 판단이다.

동성화인텍 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12M Fwd BPS	(A)	원	6,398	
Target P/B	(B)	배	**2.7**	
주당주주가치	(C)	원	17,235	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	**17,000**	
현재주가	(E)	원	12,150	2023 년 10 월 16 일 종가
상승여력	(F)	%	**39.9%**	(F) = (D-E)/(E)

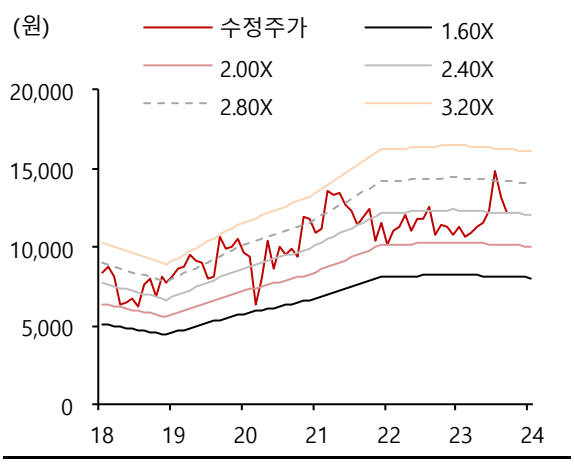
자료: 동성화인텍, SK 증권

동성화인텍 12M Fwd P/E Band



자료: Bloomberg, SK 증권

동성화인텍 12M Fwd P/B Band



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) '23 년 매출액 5,612 억원, 영업이익 326 억원 전망

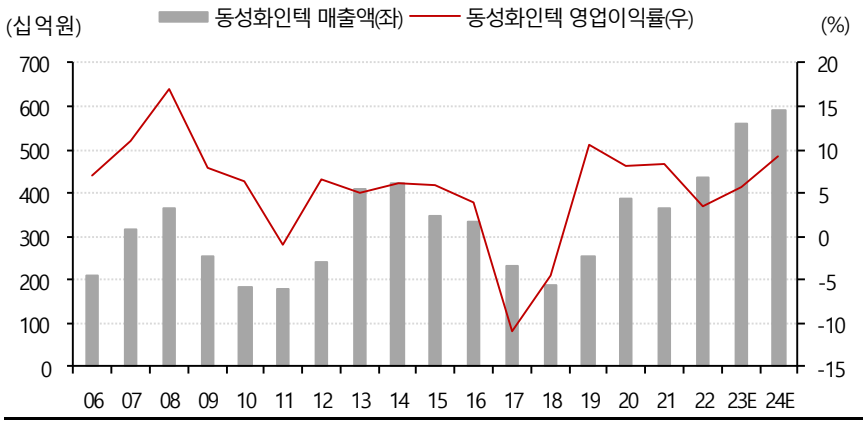
동성화인텍의 2023 년 매출액은 5,612 억원(+29.3%, YoY), 영업이익은 326 억원(+113.1%, YoY)으로 예상한다. 한화오션을 새로운 매출원으로 확보하면서 폴리우레탄폼(R-PUF) 사용 LNGC 척 수의 확대로 이어졌다. 중국 조선소들의 캐파 확장에 따른 일부 물량 수주 가능성도 배제할 수 없으며, 동사는 올해 3 분기부터 기존 20 척에서 24 척까지 캐파 증설한 것으로 추정됨에 따라 동사의 매출 상방이 큰 폭 확대됐다는 판단이다. '22 년 대규모 LNGC 수주에 따라 보냉재 납품 기준으로 '24 년까지는 지속적인 매출 성장이 예상된다. MDI 를 포함한 핵심원자재 가격의 점진적인 안정화가 예상되며, 이에 따른 실적 개선 방향성 또한 가시화 되는 중이다.

동성화인텍 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	107.9	106.6	91.3	128.4	124.1	144.0	147.9	145.3	434.2	561.2	589.1
YoY	-2.1%	35.0%	29.3%	22.0%	15.0%	35.1%	62.1%	13.1%	18.9%	29.3%	5.0%
QoQ	2.5%	-1.2%	-14.4%	40.7%	-3.4%	16.1%	2.7%	-1.8%	-	-	-
영업이익	1.3	5.8	11.2	-3.1	3.7	8.6	10.4	9.9	15.3	32.6	54.1
YoY	-88.7%	-28.8%	108.6%	적전	180.1%	47.8%	20.3%	흑전	-49.4%	113.1%	66.1%
QoQ	-74.2%	347.2%	91.9%	적전	흑전	135.9%	20.1%	-4.1%	-	-	-
영업이익률	1.2%	5.5%	12.3%	-2.4%	2.9%	6.0%	7.0%	6.8%	3.5%	5.8%	9.2%

자료: 동성화인텍, SK 증권 추정

동성화인텍 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 동성화인텍, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	178	226	260	285	343
현금및현금성자산	23	27	60	74	119
매출채권 및 기타채권	48	44	56	60	64
재고자산	97	133	142	149	158
비유동자산	116	118	129	129	126
장기금융자산	1	2	1	2	2
유형자산	110	112	114	114	111
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	295	344	389	414	469
유동부채	135	179	204	202	214
단기금융부채	58	60	88	73	77
매입채무 및 기타채무	45	63	58	64	68
단기충당부채	1	4	4	4	5
비유동부채	18	17	22	22	22
장기금융부채	10	11	16	16	16
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	153	195	227	224	236
지배주주지분	142	149	162	190	233
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	68	75	77	77	77
기타자본구성요소	-9	-9	-9	-9	-9
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	68	67	78	106	149
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	142	149	162	190	233
부채와자본총계	295	344	389	414	469

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	365	434	561	589	626
매출원가	306	394	495	485	504
매출총이익	59	41	67	104	123
매출총이익률(%)	16.1	9.4	11.9	17.7	19.6
판매비와 관리비	29	25	34	50	54
영업이익	30	15	33	54	69
영업이익률(%)	8.3	3.5	5.8	9.2	11.0
비영업손익	3	-1	-6	-8	-5
순금융손익	-3	-2	-5	-4	-4
외환관련손익	2	4	-1	-9	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	34	14	26	46	64
세전계속사업이익률(%)	9.2	3.2	4.7	7.8	10.2
계속사업법인세	7	5	5	8	11
계속사업이익	26	8	22	38	53
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	26	8	22	38	53
순이익률(%)	7.2	1.9	3.8	6.5	8.4
지배주주	26	8	22	38	53
지배주주귀속 순이익률(%)	7.2	1.9	3.8	6.5	8.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	25	9	22	38	53
지배주주	25	9	22	38	53
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	37	22	43	66	81

현금흐름표

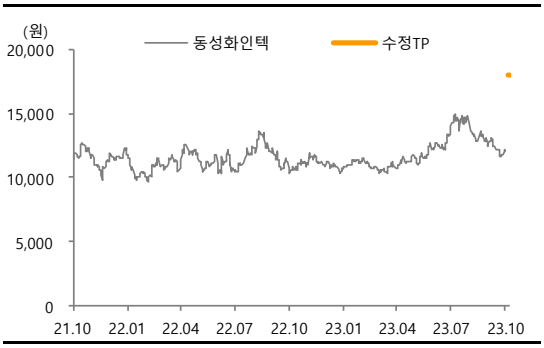
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-5	11	16	56	66
당기순이익(손실)	26	8	22	38	53
비현금성항목등	19	21	21	28	33
유형자산감가상각비	7	6	11	12	12
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	12	15	10	16	21
운전자본감소(증가)	-48	-9	-21	1	-5
매출채권및기타채권의감소(증가)	-22	7	-15	-5	-4
재고자산의감소(증가)	-24	-39	-11	-7	-9
매입채무및기타채무의증가(감소)	2	18	-11	6	4
기타	-3	6	17	7	4
법인세납부	-2	-10	-4	-8	-11
투자활동현금흐름	-5	-4	-15	-16	-15
금융자산의감소(증가)	0	0	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-5	-5	-13	-12	-9
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	-0	0	-2	-4	-6
재무활동현금흐름	10	-2	14	-25	-6
단기금융부채의증가(감소)	20	10	27	-15	5
장기금융부채의증가(감소)	-1	-0	-2	0	0
자본의증가(감소)	17	7	2	0	0
배당금지급	-9	-10	-10	-10	-10
기타	-18	-9	-4	0	0
현금의 증가(감소)	-1	4	33	14	45
기초현금	24	23	27	60	74
기말현금	23	27	60	74	119
FCF	-9	6	3	44	57

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-5.9	18.9	29.3	5.0	6.3
영업이익	-5.6	-49.4	113.1	66.1	27.5
세전계속사업이익	49.3	-58.6	88.1	75.9	38.8
EBITDA	-5.4	-41.5	100.2	52.8	22.4
EPS	17.9	-69.0	154.4	76.4	38.8
수익성 (%)					
ROA	9.8	2.6	5.9	9.5	12.0
ROE	21.0	5.8	13.9	21.6	25.0
EBITDA마진	10.1	5.0	7.7	11.2	13.0
안정성 (%)					
유동비율	132.1	126.5	127.3	141.5	160.3
부채비율	107.6	131.5	139.7	117.8	101.5
순차입금/자기자본	30.5	28.6	26.1	6.8	-11.8
EBITDA/이자비용(배)	12.1	8.9	8.4	12.5	18.9
배당성향	37.1	119.7	47.1	26.7	19.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	912	283	720	1,270	1,762
BPS	5,166	5,255	5,669	6,600	8,023
CFPS	1,149	498	1,081	1,677	2,168
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER	12.6	38.3	16.7	9.4	6.8
PBR	2.2	2.1	2.1	1.8	1.5
PCR	10.0	21.8	11.1	7.2	5.5
EV/EBITDA	10.2	16.9	9.4	5.7	4.1
배당수익률	3.0	3.2	2.9	2.9	2.9

자료 : 동성화인텍, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.17	매수	18,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 10 월 17 일 기준)

매수	95.16%	중립	4.84%	매도	0.00%

2023-10-17

HSD 엔진 (082740/KS)

D/F 엔진 확대와 탱커 사이클의 시작

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 12,000 원(신규편입)
현재주가: 8,540 원
상승여력: 40.5%

IMO 환경규제에 따른 점진적인 친환경선박 교체 수혜(Feat. D/F 엔진)

내년부터 컨선 발주가 급감할 것으로 예상되나, 글로벌 해운사들의 연료 선택에 대한 정립이 되어있지 않은 상황에서 어느정도 규모의 친환경 교체 발주는 꾸준히 나올 것이라는 판단이다. 무엇보다도 향후 선박 발주는 IMO 환경규제로 인해 친환경 선박 발주 비중이 점진적으로 확대될 전망이고, 이에 따른 D/F 엔진 발주는 계속해서 증가할 수밖에 없는 구조이다. IMO 환경규제는 동사의 D/F 엔진 수주규모 확대 및 높은 레벨의 비중을 계속 유지시킬 것이며, 이에 따른 점진적인 이익 개선세가 기대된다.

탱커 발주사이클의 시작, 선별수주 전략에 따른 실적개선세 유지

분명한 수요 우위 시장이 형성되어왔던 원유탱커가 9 월 말 기준 하반기에만 총 12 척의 VLCC 가 발주되며, 그동안 지연됐던 발주사이클의 움직임이 나타나고 있다. 이에 따라 앞으로 낮아질 컨선 수주잔고 비중을 충분히 채울 수 있을 것으로 예상되며, 글로벌 원유탱커 발주사이클의 본격적인 시작은 동사의 매출 성장을 견인할 것으로 전망한다. 다만 조선소들의 수주규모 확대에 대한 확신이 없는 상황에서 동사의 엔진 수주 캐파 확장으로 이어지지 않고 있다. 따라서 탱커 발주사이클이 동사의 컨테이너선 수주 감소분을 월등히 뛰어넘는 수준의 대규모 수주로 이어질 가능성 보다는 D/F 엔진 탱커 중심의 선별 수주 전략에 따른 실적 개선세 유지에 초점을 맞추는 것이 바람직하다.

투자의견 매수, 목표주가 12,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 12,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 3,951 원에 Target P/E 3.0 배를 적용했다. Target P/E 의 근거는 과거 제 2 차 슈퍼사이클 시기만큼의 밸류에이션을 받기는 어려우나, 친환경 선박 발주로 인한 D/F 엔진 시장 확대로 안정적인 매출 및 이익 성장의 방향성은 뚜렷하다는 판단이다. 견고한 LNGC 발주와 곧 탱커 발주사이클, 그리고 무엇보다 IMO 환경규제와 노후선대 교체로 인한 지속적인 성장 모멘텀은 동사의 밸류업을 견인할 예정이다.



Analyst
한승한
shane.han@sks.co.kr
3773-9992

Company Data	
발행주식수	7,154 만주
시가총액	611 십억원
주요주주	
인화정공(외2)	33.24%
국민연금공단	6.11%

Stock Data	
주가(23/10/16)	8,540 원
KOSPI	2,436.24 pt
52주 최고가	12,580 원
52주 최저가	6,200 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	830	599	764	810	934	1,019
영업이익	십억원	20	-40	-30	28	85	117
순이익(지배주주)	십억원	6	-40	-40	15	58	89
EPS	원	144	-665	-563	210	815	1,241
PER	배	45.9	-9.8	-13.2	40.7	10.5	6.9
PBR	배	1.4	1.9	2.4	2.6	2.1	1.6
EV/EBITDA	배	10.8	-25.1	-50.5	18.3	7.0	5.6
ROE	%	3.2	-19.7	-18.7	6.6	22.0	26.2

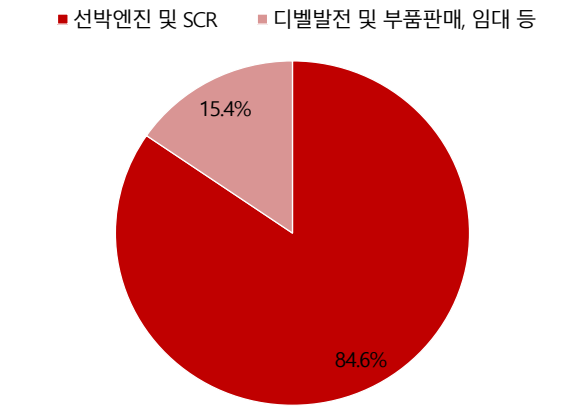
1. 기업소개

HSD 엔진은 1998 년에 두산중공업과 삼성중공업의 엔진사업부를 통합하고 대우조선해양 지분참여와 함께 설립되었다. 2018 년 두산엔진의 엔진사업부와 그 외의 사업부가 분할되며 온전한 엔진 사업자로 거듭났다. 한화임팩트는 HSD 엔진의 제 3 자 배정 유상증자에 참여해 인화정공이 보유한 HSD 엔진 지분 약 33.3%를 확보하며 동사의 최대주주가 될 예정임에 따라, 인수 완료 시 한화그룹은 한화오션과 함께 선박건조 수직 계열화를 이뤄낼 전망이다.

동사의 사업부문은 2Q23 기준, 저속 선박엔진 및 환경오염방지시설(SCR) 제품판매가 약 84.6%, 육상 발전용 디젤엔진 및 엔진부품 등 비선박엔진이 약 15.4%로 구성되어 있다. 선박엔진 납품은 주로 국내 조선사 중심으로 이루어지며, 자체엔진 사업부를 보유한 HD 한국조선해양을 제외한 한화오션과 삼성중공업이 약 90%를 차지한다.

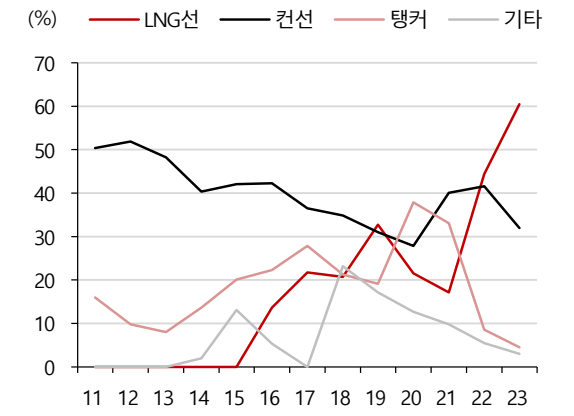
선종별 수주잔고 비중은 국내 조선사의 LNG 운반선 수주잔고 확대에 따라 LNGC 이 60% 이상까지 상승했으며, 컨테이너선이 약 32%, 탱커가 약 4.5%를 차지하고 있다.

HSD 엔진 사업부문별 매출 비중



자료: HSD 엔진, SK 증권
주: 2023 년 2 분기 기준

HSD 엔진 선종별 수주잔고 비중 추이



자료: HSD 엔진, SK 증권
주: 2023 년은 2 분기 기준

2. 투자포인트

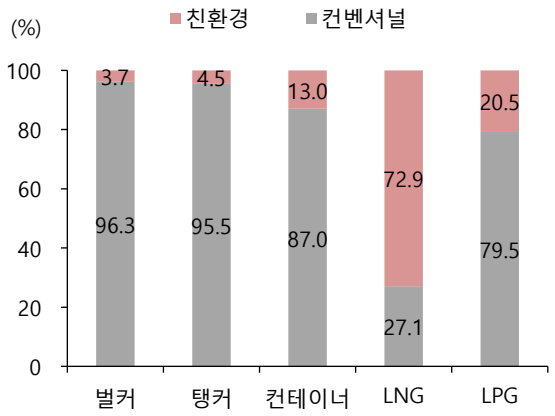
(1) IMO 환경규제에 따른 친환경선박 교체 수혜(Feat. D/F 엔진)

글로벌 대형 컨테이너 해운사들이 메탄올 D/F 중심의 친환경 선박 발주가 거의 완료됐지만, 아직 해운사들의 연료 선택에 대한 정립이 되어있지 않은 상황에서 어느 정도 규모의 친환경 교체 발주는 꾸준히 나올 것이라는 판단이다.

무엇보다도 향후 선박 발주는 IMO 환경규제로 인해 친환경 선박 발주 비중이 점진적으로 확대될 전망이고, 이에 따른 D/F 엔진 발주는 계속해서 증가할 수밖에 없는 구조이다. 특히 탱커와 벌커는 높은 노후선대 비중과 낮은 친환경 선대 비중을 보이고 있으며, 현재 수주잔고에 있는 친환경 선대 비중 또한 각각 39.2%, 17.4%로 타 선종 대비 현저히 낮은 수준이다. 두 선종에 대한 친환경교체 발주가 내년부터 점진적으로 이루어질 것으로 예상한다.

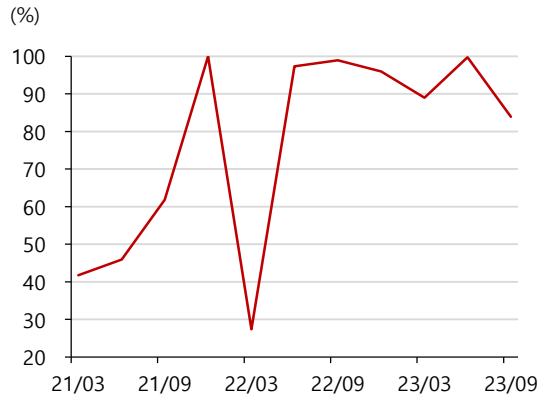
선종별로 조금씩 상이하지만 평균적으로 디젤엔진 대비 D/F 엔진의 ASP 가 약 20% 높으며, 마진율은 3~5%p 높은 것으로 추정된다. 동사의 D/F 엔진 수주금액 비중이 '21 년 54.6%에서 '22 년 대는 83.4%까지 큰 폭 상승했으며, 올해 3 분기까지 누적 비중은 약 88%까지 확대된 것으로 추정된다. IMO 환경규제는 동사의 높은 레벨의 D/F 엔진 수주 비중을 계속 유지시킬 것이며, 따라서 점진적인 마진율 개선 또한 충분히 기대해 볼 수 있다.

글로벌 선종별 선대 중 친환경과 컨벤셔널 비중



자료: Clarksons, SK 증권
주: 2023 년 9 월 말 기준

HSD 엔진 분기별 수주 중 D/F 엔진 비중 추이 및 전망



자료: HSD 엔진, SK 증권 추정
주: '23 년 3 분기는 추정치

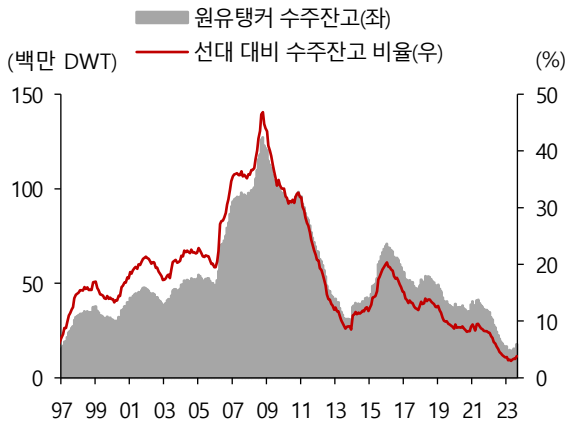
(2) 탱커 사이클의 시작, 선별수주 전략에 따른 실적 개선세 유지

원유탱커 시장은 선대 공급 부족 상황임에도 불구하고, 선주들의 발주 지연으로 인한 분명한 수요 우위가 형성됐고, 이에 따라 9 월말 기준으로 올해 하반기에만 12 척의 VLCC 가 발주되며 원유탱커 발주 사이클의 움직임이 나타나고 있다.

탱커의 경우 노후선대 비중 또한 가장 높은 선종이며, 현재 수주잔고 규모만으로는 선대의 약 20% 만 교체가 가능하다. 따라서 노후화 선대 교체와 친환경 선박 발주가 동시에 맞물려 대규모 발주로 이어질 가능성이 높다는 판단이다. 이에 따라 앞으로 낮아질 컨선 수주잔고 비중을 원유탱커가 충분히 채울 수 있을 것으로 예상되며, 글로벌 원유탱커 발주사이클의 본격적인 시작은 동사의 매출 성장을 견인할 것으로 전망한다.

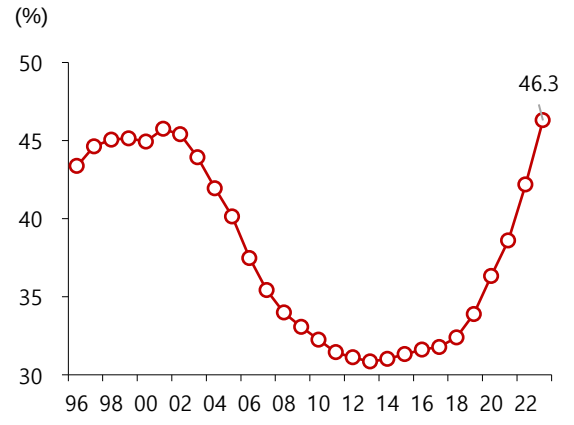
다만 견조한 글로벌 LNG 운반선 발주에 따라 안정적인 LNGC 엔진 수주 캐파 확보는 당분간은 지속될 것으로 예상되나, 국내 조선소들은 향후 글로벌 선박 발주 규모 급증에 대한 확신이 없는 터라 현 상황에서 캐파 증설 압박으로 이어질 가능성은 낮다. 따라서 탱커사이클이 동사의 컨테이너선 수주 감소분을 월등히 뛰어넘는 수준의 대규모 수주로 이어질 가능성 보다는 D/F 엔진 탱커 중심의 선별 수주 전략에 따른 실적 개선세 유지에 초점을 맞추는 것이 바람직하다는 판단이다.

원유탱커(Crude Oil Tanker) 수주잔고 비율



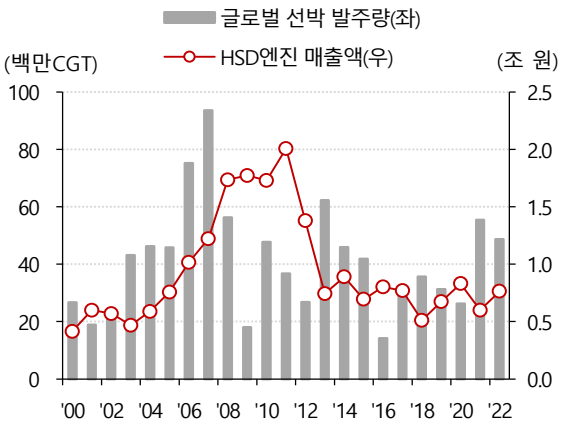
자료: Clarksons, SK 증권
주: '23 년은 9 월말 기준

탱커 노후선대 비중 추이 (척 수 기준)



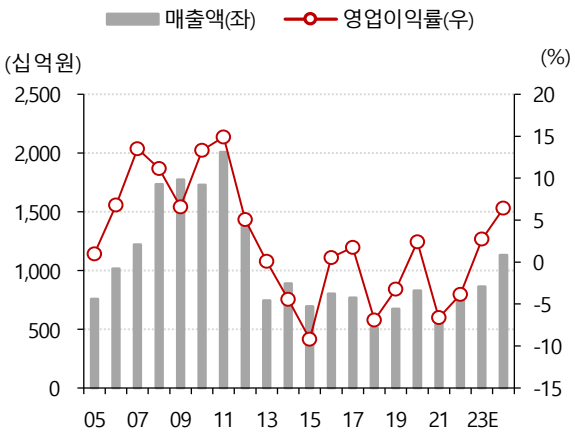
자료: Clarksons, SK 증권
주: '23 년은 9 월말 기준

글로벌 선박 발주와 HSD 엔진 매출액 추이



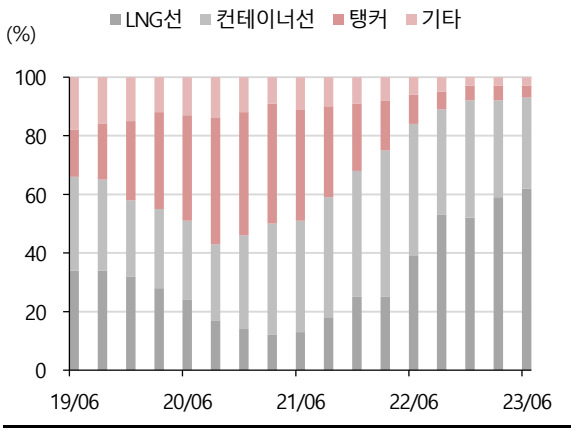
자료: HSD 엔진, Clarksons, SK 증권

HSD 엔진 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



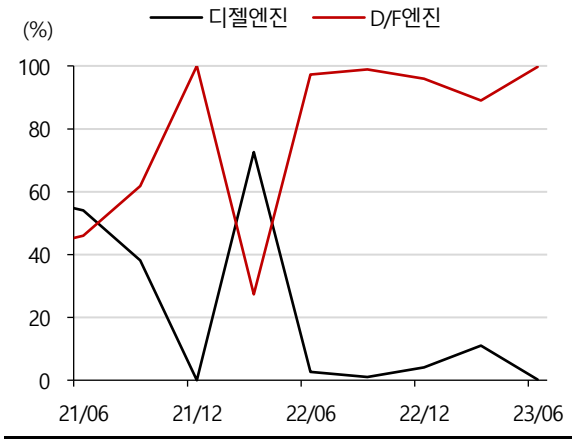
자료: HSD 엔진, SK 증권

HSD 엔진 선종별 수주잔고 비중 추이



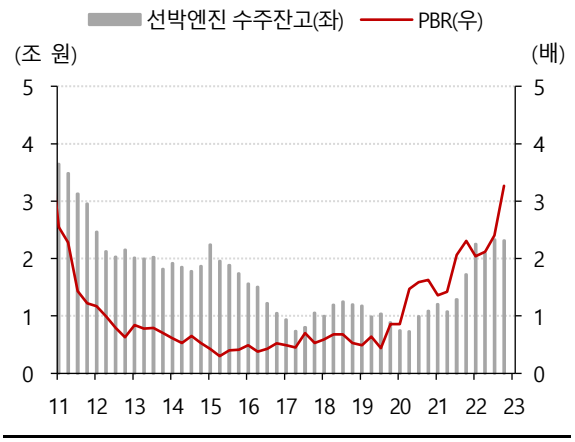
자료: HSD 엔진, SK 증권

HSD 엔진 분기별 수주 비중 추이



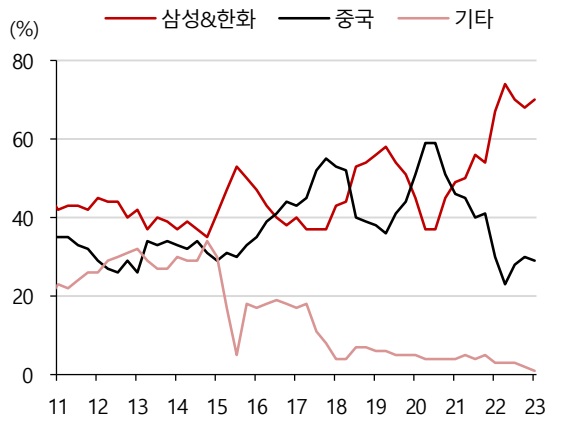
자료: HSD 엔진, SK 증권

HSD 엔진 선박엔진 수주잔고 및 PBR 추이



자료: HSD 엔진, Quantiwise, SK 증권

HSD 엔진 매출향별 수주잔고 비중 추이



자료: HSD 엔진, SK 증권

3. 밸류에이션 & 실적 전망

(1) 투자의견 매수, 목표주가 12,000 원으로 커버리지 개시

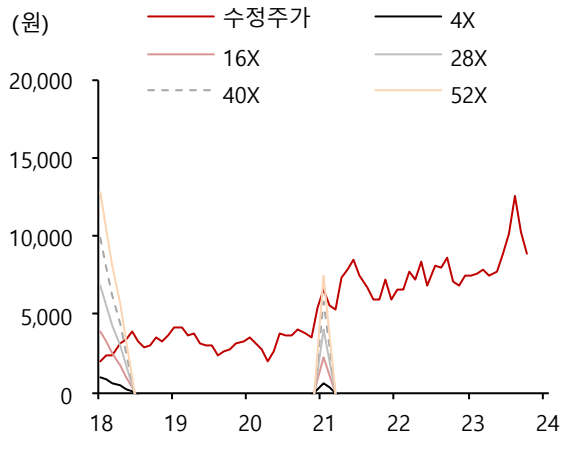
HSD 엔진에 대해 투자의견 매수, 목표주가 12,000 원을 제시하고 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 BPS 3,951 원에 Target P/B 3.0 배를 적용하여 산출했다. 국내 유일의 상장되어 있는 엔진회사라는 점과 IMO 환경규제 및 노후선대 교체 수요로 인한 D/F 엔진 발주 규모 확대는 점진적으로 늘어날 수 밖에 없는 구조이다. 다만 글로벌 경기침체 우려와 매파적 금리정책 상황에서 글로벌 무역의 약 85%를 차지하는 해상운송에 대해 단기 내에 강도 높은 규제로 이어지기 보다는 점진적으로 강화되는 흐름이 예상되기에 단기적 관점보다 중/장기적 관점에서 시간이 지날수록 동사의 매력은 더욱 높아질 것으로 전망한다.

HSD 엔진 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12M Fwd BPS	(A)	원	3,951	
Target P/B	(B)	배	**3.0**	
주당주주가치	(C)	원	11,830	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	**12,000**	
현재주가	(E)	원	8,540	2023 년 10 월 16 일 종가
상승여력	(F)	%	**40.5%**	(F) = (D-E)/(E)

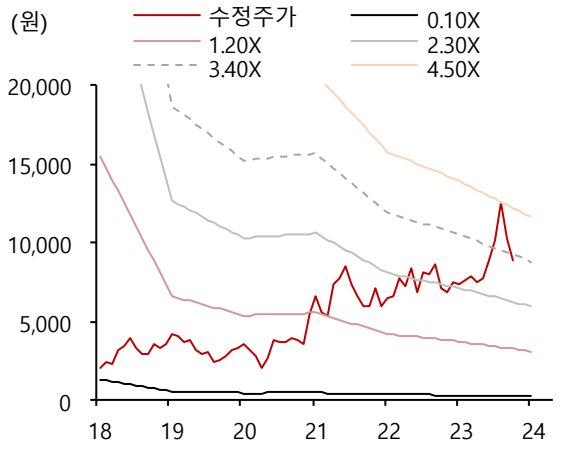
자료: HSD 엔진, SK 증권

HSD 엔진 12M Fwd P/E Band



자료: Bloomberg, SK 증권

HSD 엔진 12M Fwd P/B Band



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) '23 년 매출액 8,102 억원, 영업이익 278 억원 전망

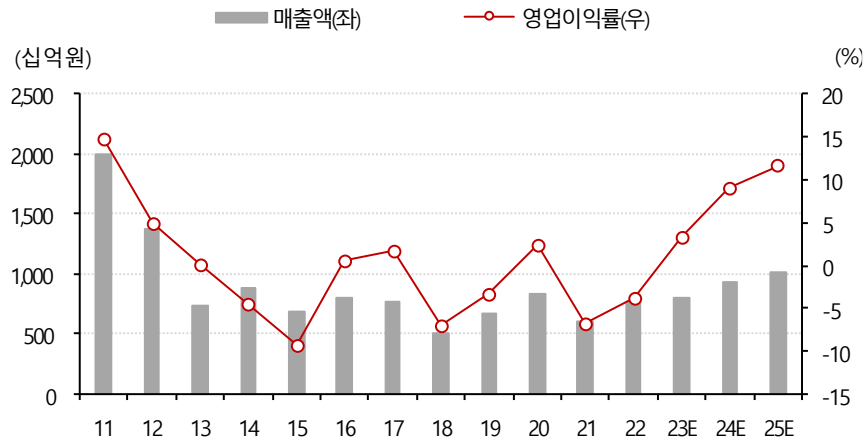
HSD 엔진의 2023 년 매출액은 8,102 억원(+15.2%, YoY), 영업이익은 278 억원(흑전, YoY)으로 예상한다. 동사는 올해 3 분기에 삼성중공업이 수주한 메탄올 D/F 컨선 16 척 전량을 포함한 선박엔진 부문에서 이미 4,500 억원 이상을 수주한 것으로 추정된다. 상반기 수주금액 감소로 인해 전년 대비 연간 수주 규모 감소가 예상되지만, 내년 상반기부터 예상되는 원유 탱커 발주 사이클과 견고한 LNG 운반선의 발주, 그리고 아직 정립되지 않은 친환경 연료로 인한 컨테이너선의 꾸준한 발주는 동사의 수주금액 확대와 동사의 매출 및 이익 성장을 견인할 것으로 전망한다.

HSD 엔진 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	177.8	186.5	175.7	224.2	199.3	189.0	198.9	222.9	764.2	810.2	933.6
YoY	55.3%	9.6%	48.1%	14.6%	12.1%	1.4%	13.2%	-0.6%	6.0%	15.2%	9.2%
QoQ	-9.1%	4.8%	-5.8%	27.6%	-11.1%	-5.2%	5.2%	12.1%	-	-	-
영업이익	-2.6	-30.5	0.5	3.0	4.1	3.5	7.7	12.5	-29.5	27.8	85.2
YoY	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	1392%	312.7%	적지	흑전	206.5%
QoQ	적지	적지	흑전	486.6%	34.2%	-14.7%	122.3%	62.3%	-	-	-
영업이익률	-1.4%	-16.4%	0.3%	1.4%	2.0%	1.8%	3.9%	5.6%	-3.9%	3.4%	9.1%

자료: HSD 엔진, SK 증권

HSD 엔진 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: HSD 엔진, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	345	471	533	601	724
현금및현금성자산	54	55	66	144	112
매출채권 및 기타채권	60	71	77	87	92
재고자산	179	252	269	243	256
비유동자산	451	485	514	516	525
장기금융자산	7	18	42	46	50
유형자산	361	354	361	357	358
무형자산	4	3	3	2	1
자산총계	796	956	1,047	1,117	1,249
유동부채	431	499	526	538	571
단기금융부채	157	216	215	217	238
매입채무 및 기타채무	120	129	160	166	175
단기충당부채	7	10	9	9	10
비유동부채	155	236	284	284	295
장기금융부채	93	62	91	91	91
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	16	5	5	6
부채총계	587	735	811	822	866
지배주주지분	209	222	236	295	384
자본금	47	72	72	72	72
자본잉여금	209	273	273	273	273
기타자본구성요소	-55	-55	-55	-55	-55
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	-71	-148	-132	-74	15
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	209	222	236	295	384
부채와자본총계	796	956	1,047	1,117	1,249

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	599	764	810	934	1,019
매출원가	609	762	747	808	856
매출총이익	-10	2	63	126	163
매출총이익률(%)	-1.7	0.3	7.8	13.5	16.0
판매비와 관리비	30	32	35	41	45
영업이익	-40	-30	28	85	117
영업이익률(%)	-6.6	-3.9	3.4	9.1	11.5
비영업손익	-11	-9	-9	-10	-5
순금융손익	-8	-9	-10	-10	-11
외환관련손익	6	2	-1	-1	18
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업이익	-50	-39	19	75	112
세전계속사업이익률(%)	-8.4	-5.1	2.3	8.1	11.0
계속사업법인세	-11	2	4	17	24
계속사업이익	-40	-40	15	58	89
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-40	-40	15	58	89
순이익률(%)	-6.6	-5.3	1.9	6.2	8.7
지배주주	-40	-40	15	58	89
지배주주귀속 순이익률(%)	-6.6	-5.3	1.9	6.2	8.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-33	-37	15	58	89
지배주주	-33	-37	15	58	89
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-22	-14	43	100	132

현금흐름표

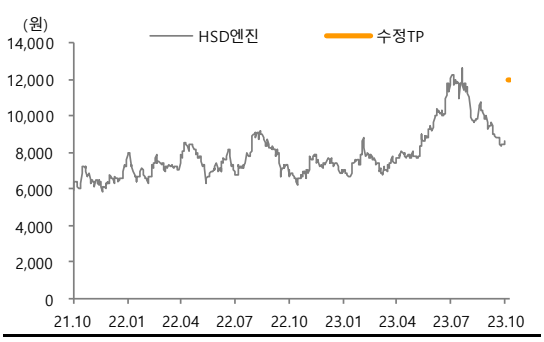
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-39	-13	47	100	91
당기순이익(손실)	-40	-40	15	58	89
비현금성항목등	35	-52	-5	42	31
유형자산감가상각비	16	15	14	14	14
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타	17	-68	-20	27	16
운전자본감소(증가)	-34	80	45	27	6
매출채권및기타채권의감소(증가)	-30	-13	-6	-9	-5
재고자산의감소(증가)	-53	-57	-7	26	-12
매입채무및기타채무의증가(감소)	20	9	11	6	9
기타	28	141	47	4	15
법인세납부	-0	-0	-2	-17	-24
투자활동현금흐름	-7	-54	-69	-24	-15
금융자산의감소(증가)	3	-10	-11	-7	-9
유형자산의감소(증가)	-9	-9	-18	-10	-16
무형자산의감소(증가)	-1	-1	0	0	0
기타	0	-34	-41	-7	10
재무활동현금흐름	75	-21	18	2	20
단기금융부채의증가(감소)	-0	-12	-16	2	20
장기금융부채의증가(감소)	82	-1	39	0	0
자본의증가(감소)	48	89	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-55	-98	-5	0	0
현금의 증가(감소)	9	0	11	78	-32
기초현금	45	54	55	66	144
기말현금	54	55	66	144	112
FCF	-48	-22	29	90	75

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-27.8	27.6	6.0	15.2	9.2
영업이익	적전	적지	흑전	206.5	37.7
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	295.0	49.4
EBITDA	적전	적지	흑전	134.6	31.9
EPS	적전	적지	흑전	287.5	52.3
수익성 (%)					
ROA	-5.2	-4.6	1.5	5.4	7.5
ROE	-19.7	-18.7	6.6	22.0	26.2
EBITDA마진	-3.7	-1.8	5.3	10.7	13.0
안정성 (%)					
유동비율	80.0	94.4	101.3	111.7	126.9
부채비율	280.5	331.5	342.9	279.1	225.8
순차입금/자기자본	79.0	68.6	69.2	27.3	32.2
EBITDA/이자비용(배)	-2.7	-1.4	3.6	7.8	11.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-665	-563	210	815	1,241
BPS	3,500	3,100	3,306	4,121	5,362
CFPS	-369	-339	419	1,025	1,448
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-9.8	-13.2	40.7	10.5	6.9
PBR	1.9	2.4	2.6	2.1	1.6
PCR	-17.7	-21.9	20.5	8.4	5.9
EV/EBITDA	-25.1	-50.5	18.3	7.0	5.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : HSD엔진, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.17	매수	12,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 10 월 17 일 기준)

매수	95.16%	중립	4.84%	매도	0.00%