

2022. 7. 14



## ▲ 운송/조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

junggha.oh@meritz.co.kr

**Overweight**

# 조선 기자재

## 조선 기자재 업체를 소개합니다

- ✓ 조선업 Up-Cycle 기조로 조선 기자재 업체 주목
- ✓ 연료탱크, 선박구조물, 엔진, 보냉재, 밸브, 해상통신장비, 자동화, 피팅 등 조선업의 생태계의 방대함
- ✓ 2022년 하반기 조선 기자재 업체들의 일감 확대 가능성
- ✓ 신조선가 상승 기조 + 원자재 가격 안정화 시 수익성 확대의 기대감

### 조선업체들의 수주 급증, 낙수효과를 기대

조선업체의 수주 증가로 조선 기자재 업체들의 낙수효과를 기대한다. 2021년 국내 조선업체들의 수주액은 443억달러로 127.5% 증가했다. 2022년도 상반기까지 수주액은 265억달러를 확보했다. 조선업체들의 선주로부터 선박을 수주한 뒤 조선 기자재업체들의 매출인식까지의 리드타임 12~18개월을 감안하면, 2022년 하반기부터 조선 기자재업체들의 실적 성장을 기대한다.

### 소개 기업

1. 세진중공업: 선박 연료탱크, 선박 구조물
2. 오리엔탈정공: 선박 크레인, 선박 구조물
3. 상상인인더스트리: 선박 크레인, 선박 구조물
4. 한국조선해양: 현대중공업그룹 중간지주, Identity 확립 중
5. HSD엔진: 선박 엔진, 육상 디젤발전
6. STX엔진: 선박 엔진, 육상 디젤발전
7. 인화정공: 엔진부품
8. 대창솔루션: 엔진부품, 원전폐기물용기
9. 동성화인텍: LNG보냉재
10. 삼영이엔씨: 해상통신장비
11. 조광나: 안전밸브
12. 한라MS: 선박 화물 및 Ballast 레벨 계측 및 자동화
13. 태광: 용접용 피팅
14. 성광벤드: 용접용 피팅
15. 하이록코리아: 계장용 피팅
16. 디케이락: 계장용 피팅

### 조선업체들의 수주 급증, 낙수효과를 기대

조선 기자재의 분류는 블록, 엔진, 보냉재, 전기/통신, 배관, 친환경설비 등으로 구분한다. 조선업체들의 수주부터 조선 기자재업체들의 매출인식까지의 리드타임은 12~18개월 정도이다. 2021년 한국 조선업체들의 수주액은 127.4% 급증했으며, 2022년 하반기부터 조선 기자재업체들의 매출 개선세를 기대한다.

그림1 조선업체 주가 vs 조선 기자재 시가총액 비교



주: 오리엔탈정공, 태웅, 삼영엠텍, 한국카본, 조광NI, 한국주강, 태광 합산 시총  
 자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 조선업체 수주액 vs 조선 기자재 시가총액 비교



주: 오리엔탈정공, 태웅, 삼영엠텍, 한국카본, 조광NI, 한국주강, 태광 합산 시총  
 자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 조선 기자재 업체 도식도



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 조선기자재 PBR추이 (FY0)

기업명(배)	코드	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
HSD엔진	A082740					2.28	0.99	0.78	0.53	0.30	0.38	0.45	0.68	0.64	1.47	1.42	2.08
한국조선해양	A009540	5.97	2.05	1.69	2.49	1.03	0.82	0.85	0.37	0.32	0.63	0.42	0.69	0.75	0.66	0.61	0.60
세진중공업	A075580									0.93	0.82	0.68	0.95	1.13	2.41	2.12	1.95
동방전기	A099410			0.53	0.48	0.26	0.63	0.43	0.57	1.06	0.71	0.71	0.86	1.26	1.47	1.58	1.47
일승	A333430															4.45	3.22
성광밴드	A014620	10.91	2.93	4.38	2.48	1.91	2.26	2.12	0.93	0.54	0.53	0.59	0.71	0.66	0.47	0.51	0.71
오리엔탈정공	A014940	3.69	0.88	0.48	0.47	0.21	0.41	-1.28	2.07	3.32	2.74	3.48	2.48	2.87	3.57	2.78	1.70
동성화인텍	A033500	2.56	0.59	0.98	1.71	1.33	3.10	3.89	2.50	1.25	1.35	1.12	2.38	3.80	3.30	2.78	2.12
대창솔루션	A096350	2.41	0.73	1.54	0.86	0.47	0.42	0.42	0.36	0.47	0.44	0.26	1.23	0.82	1.16	1.85	2.06
태광	A023160	5.15	2.95	3.24	2.18	2.00	1.52	1.46	0.73	0.58	0.50	0.72	0.72	0.62	0.46	0.67	0.77
한라HMS	A092460	4.27	1.07	1.64	1.31	0.78	0.71	0.70	0.84	1.03	1.37	0.94	1.00	1.10	0.90	1.02	0.97
조광NI	A044060	1.32	1.87	1.41	1.06	0.57	0.78	0.66	0.75	0.98	1.31	0.99	0.95	1.39	1.66	1.39	2.26
인화정공	A101930				1.11	0.62	0.43	0.56	0.41	0.37	0.30	0.29	0.40	0.35	0.48	0.77	0.67
STX엔진	A077970	8.85	1.52	0.99	1.79	0.67	0.38	0.21	-2.62	-0.99	1.49	2.36	1.88	0.85	0.85	1.00	1.29
하이록코리아	A013030	4.45	1.11	2.05	1.80	1.75	1.71	1.97	2.05	1.38	1.02	1.00	0.68	0.78	0.54	0.65	0.64
디케이락	A105740				1.74	1.31	1.52	1.18	0.71	0.60	0.58	0.49	0.96	0.93	1.35	1.00	0.81
상상인인더스트리	A101000			0.67	0.36	0.26	0.29	0.36	0.21	0.22	0.21	0.19	0.14	2.37	1.93	2.28	2.18
삼영이엔씨	A065570	1.42	1.23	1.71	1.31	1.07	1.09	1.18	1.14	0.96	0.99	0.93	0.55	0.63	0.88	0.90	0.66

주: 2022년은 7월 기준

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 세진중공업 (075580)

### 0. 회사소개

#### 세진중공업

세진중공업은 데크하우스나 탱크 등 초대형 조선기자재 생산업체이다. 데크하우스(선실, 거주구)는 당사 캐시카우이며 모든 선종에 적용되는 필수 구조물이다. LPG 탱크는 LPG 전문 저장용기이며 생산실적 기준으로 글로벌 1위 지위를 누리고 있다. 친환경가스/에너지탱크는 LPG 탱크실적을 바탕으로 LNG, 암모니아, 수소 등으로 확대하고 있는 탱크이다. 기자재 Insulation의 경우 기존 제작하는 블록들에 대해 조선소들이 별도의 업체를 지정해주고 있었는데 Turn-key로 블록을 공급하며 추가 매출이 발생하고 있다.

국제해사기구에서 분류하고 있는 가스선의 분류를 일체형 vs 독립형 탱크로 나누는데, 모든 독립형 탱크제품을 제작하고 있다. 본사기준 17만평의 부지를 보유하고 있고, 부지를 보유하고 있어 직접 출하가 가능하며, 400명의 고기술용 접공, 취부사를 보유하고 있다. 현대중공업, 현대미포조선이 외주화 하는 데크하우스와 탱크를 전량 독점 공급하고 있다.

해상풍력의 경우, 부유식 해상설비 모듈은 상부/하부/해상변전설비로 나뉘는데, 울산 부유식 해상풍력 프로젝트에 대하여 2024년경 수주를 예상한다. 현재 6.5GW에 대한 발전사업을 승인 받은 상태이다. 조선 물량의 연간 4,000억원의 매출이 해상풍력에서 나올 전망이다.

현대중공업그룹향 매출 의존도가 높으며 2025년까지의 인도물량을 사실상 확보했기 때문에 조선관련 매출격정은 없다. LNG선이나 LPG선을 대량으로 수주했던 효과도 기대되며 2022~23년 high single~ double digits 수준의 수익성이 예상된다. 2024년 이후 울산에서 진행계획 중인 부유식 해상풍력 관련 매출인식을 기대한다.

#### 일승

일승은 분뇨처리장치, 스크러버, LNG재기화설비 등 환경장비 전문업체이다. 분뇨처리장치는 국내 80~90% 세계 20~30% M/S를 가진 회사이다. 캐시카우는 분뇨처리기이며 LNG재기화설비의 시장확대로 성장세 가속화를 예상한다.

환경장비/조선LNG/소재사업부로 분류한다. 환경장비사업부는 분뇨처리기, 스크러버, 산업용보일러 등을 생산한다. 조선LNG사업부는 LNG재기화설비 및 의장재 등을 생산한다. 소재사업에서는 기능성 보호필름 및 접착제 등을 생산한다. 분뇨처리기는 모든 선박에 들어가야 하는 필수제품이다. 스크러버는 현대중공업그룹 신조선에 들어가는 물량을 제작한다. LNG재기화설비는 과거 발전 선박에만 들어갔다면, 2021년부터는 육상용 재기화설비에도 들어가며 성장세가 확인됐다. 의장재의 경우 세진중공업이 제작하는 블록에 투입된다.

## 동방선기

동방선기는 조선 및 플랜트용 배관류 전문업체이다. 현대미포조선, K조선, 대선조선, 오리엔탈마린텍, 테크로스 등을 거래처로 확보하고 있다. 영세 조선소의 수주 물량도 확대되고 있다. 선박 1척당 1만~1.8만개의 배관이 필요하며 특히 세진중공업이 제작하는 블록에 배관 투입 비중이 높기 때문에 수혜를 예상된다. 과거 조선업체 시황 악화로 인한 경쟁사들 도산으로 배관 shortage가 발생하기 시작했다.

### 1. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 59.52%이다. 자회사 및 관계회사는 일승(54.51%), 동방선기(8.05%), Sejin Vietnam(100%), 에코마린텍(100%), 지아이테크(100%) 등이 있다.

### 2. 실적 가이드스

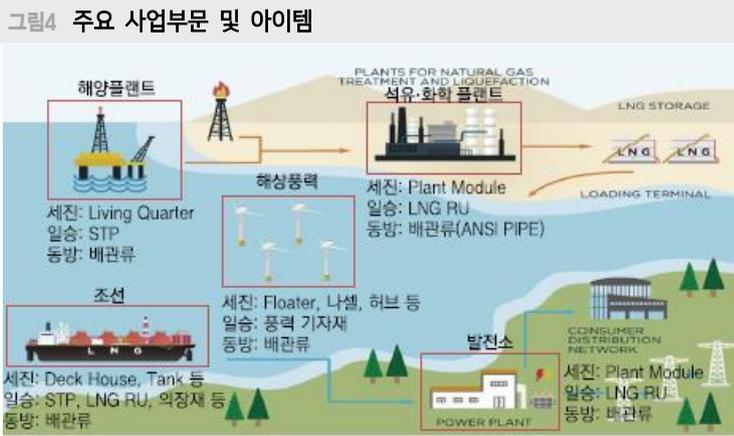
연결기준 2022년 매출액은 3,000억원중후반, 2023년부터는 매출액의 20~30% 증가를 예상된다. 해상풍력의 경우 씨에스윈드나 삼강엠엔티와 같이 high single ~ double digits의 수익성을 예상된다.

## Q&A

- Q1** 수주-매출인식 간 리드타임은? 매출인식 통화는 달러베이스인지?
- A1** 세진중공업, 일승의 경우, 전방업체인 조선업체가 수주한 뒤 12~18개월 뒤 매출 인식되는 구조이다. 동방선기는 조선소의 블록 공정 초기 투입되는 특성상 조선업체가 수주한 뒤 6~12개월 뒤 매출 인식되는 구조이다. 국내 조선업체와 계약 시 원화베이스로 인식되기 때문에 환율영향은 없다. 해외업체와 계약 시 일부 반영될 수 있다.
- Q2** 가격협상은? 선가 상승만큼 반영이 되고 있는지?
- A2** 최근 조선업체들이 수주하는 물량은 2025년 인도물량이기 때문에 2022~23년 당사가 제작하는 물량에 좋은 영향이 반영될 전망이다. 현대중공업그룹 수주물량 급증과 세진중공업의 수주실적 급증에 따라 계약가격은 상승세이다.
- Q3** 현대삼호중공업으로부터 수주물량은 어느 정도인지?
- A3** 2021~22년 현대삼호중공업 수주급증세가 확인됐고 수주잔고에서 가스선 비중이 높아짐에 따라 당사와 계약논의는 진행 중이다.
- Q4** 원가구성은?
- A4** 재료비 비중이 20~30% 수준이다.
- Q5** 대형 LNG선 발주확대에 따른 수혜가 없는지?
- A5** 대형 LNG선에 대한 멤브레인타입의 탱크는 수주를 받을 수 없으나 기타 LNG관련기자재에 대한 수혜는 같이 누릴 수 있다. 또한 LNG추진선에 들어가는 탱크물량은 당사도 수주를 받을 수 있다.

**Q6** 동방선기의 경우 현대미포조선에 대한 M/S가 줄어드는 이유는?

**A6** 현대미포조선과의 가격 협상에서 입장 차이가 발생하며 일시적으로 물량이 줄어든 탓이다. 대신 세진중공업이 충분히 상쇄해 줬고 매출액의 40%가량 성장을 예상한다.



자료: 세진중공업

그림5 선체 (1Q22년 기준 매출비중 22.4%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 세진중공업

표2 세진중공업의 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
매출액	64.9	55.2	48.3	81.9	139.9	-	-	427.4	251.8	218.2	295.9	285.6	250.4
GPM	16.0%	17.1%	15.4%	-6.0%	-0.9%	-	-	9.3%	7.5%	9.1%	8.2%	6.7%	8.9%
영업이익	6.0	5.1	3.1	-10.5	-7.2	-	-	19.7	7.1	8.4	9.4	1.2	3.7
OPM	9.3%	9.2%	6.4%	-12.8%	-5.1%	-	-	4.6%	2.8%	3.8%	3.2%	0.4%	1.5%
금융손익	-1.0	-0.2	-0.4	-0.6	-2.9	-	-	-5.2	-4.8	-4.8	-4.6	-5.1	-2.2
기타영업외손익	36.6	-14.0	-0.4	-0.1	0.0	-	-	-0.2	0.0	-1.4	-0.8	9.5	22.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	41.6	-9.2	2.3	-11.3	-10.1	-	-	14.3	2.4	2.1	3.9	5.5	23.5
당기순이익	31.5	-9.5	1.8	-9.7	-8.1	-	-	19.7	1.9	1.8	3.1	3.3	14.1
부채총계	310.1	298.9	304.5	367.2	382.5	301.1	350.0	207.5	192.0	209.9	246.3	287.0	367.2
자본총계	182.5	191.2	193.1	203.2	188.0	117.6	170.2	158.4	157.0	158.4	162.3	161.2	203.2
현금	79.0	72.4	32.0	37.7	40.4	2.3	17.7	2.7	5.3	4.4	13.3	22.8	37.7
순차입금	169.2	162.7	180.7	205.5	244.8	237.5	242.0	172.4	161.7	169.6	185.6	222.5	205.5
부채비율	169.9%	156.3%	157.7%	180.7%	203.5%	256.0%	205.6%	131.0%	122.3%	132.5%	151.7%	178.1%	180.7%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 오리엔탈정공 (014940)

### 0. 회사소개

선박용 크레인과 데크하우스 등을 생산하는 업체이다. 2012년 워크아웃 진입하며 최대주주가 산업은행으로 변경됐다. 이후 구조조정을 거쳐 2016년에 워크아웃을 졸업했다. 조선업체의 수주부터 당사 매출인식까지의 리드타임은 12~18개월이다.

### 1. 매출 비중

평시 수준의 매출비중은 선박용 구조물 60%, 선박용 크레인이 40% 정도이다. 주요 거래처는, 선박용 크레인의 경우 현대중공업(30%) > 삼성중공업 > 대우조선해양 등 빅3 합산 80%이다. 데크하우스의 경우 삼성중공업 80% > 현대중공업 > 대우조선해양 순이다. 국내 시장 시장점유율은 약 70%이며 경쟁사는 상상인더스트리이다.

### 2. 지분관계 및 지배구조

최대주주 및 특수관계인 45.88%이다. 자회사 및 관계회사는 오리엔탈마린텍(100%), 오리엔탈정밀기계(29.0%), 연대동방정공(49.9%)이다.

### 3. 실적 가이드스

2022년 수주 가이드스는 2,200억원, 매출은 1,400억원, 수익률은 +9~10%이다. 1분기 대비 2분기 매출 증가 +10%, 3~4분기는 1분기 대비 +20% 예상한다

## Q&A

**Q1** 수주-매출인식 간 리드타임은? 매출인식 기준 통화는?

**A1** 크레인의 경우 조선소가 선주로부터 수주 후 6~12개월 후 오리엔탈정공이 수주, 수주 후 12~18개월 뒤 납품한다. 구조물사업의 경우 선박 공정 후반에 투입되는 데크하우스 특성상 조선소가 선주로부터 수주 후 12~18개월 후 오리엔탈정공이 수주, 수주 후 6개월 후 납품한다. 현대중공업그룹사로부터 매출 대금은 달러화, 삼성중공업은 일부 원화로 결제, 나머지는 모두 달러로 결제한다.

**Q2** 과거 호황기와 비교한 현 시황은?

**A2** 2008~10년 호황기와 비교하면, 그동안의 워크아웃을 통해 회사 CAPA가 줄어들었기 때문에 정확한 비교는 어렵다.

**Q3** 조선소들이 수주하는 선종별 오리엔탈정공의 수익성은?

**A3** 선종을 가리지 않고 설치하기 때문에 차이점은 없다. 단, 국내 조선소가 최근 대량 수주하는 대형 LNG선, 컨테이너선의 신조선가 상승세를 감안하면, 오리엔탈정공의 판가 상승에도 긍정적이다. 선가 상승분의 80%만큼의 전가가 가능하다.

**Q4 원재료 부담에 대해서는 어떻게 방어하고 있는지?**

**A4** 주요 원재료는 철판이고 포스코와 직거래 중이다. 2021년 중순 이후 원자재가격이 폭등한 만큼 조선소에 요구하여 판가를 올리는 중이다. 조선소로부터 철판을 유상사급을 받아 생산하기 때문에 원가 부담을 완화시키고 있다.

**Q5 원가 구성은?**

**A5** 크레인사업부: 원재료비 50%, 인건비 및 외주제작비: 20%이다.  
구조물사업부: 인건비 및 외주제작비: 50~60%, 원재료비 30~35%이다.

**Q6 중국 및 일본 조선소들로부터 수주 상황은?**

**A6** 코로나로 인해 해외 영업이 중단됐었던 상황이 해소됐다. 단, 중국 로컬업체들의 가격경쟁력이 높아져서 경쟁이 쉽지 않다.

**Q7 2022년 실적은?**

**A7** 2분기 수주잔고가 1분기 매출액 대비 +10% 증가한 점을 감안하면, 매출은 전분기 대비 +10% 성장을 예상한다. 이익은 환율 상승 vs 원자재 가격 상승 효과로 인해 판단이 어렵다.

**Q8 CAPEX는?**

**A8** 최근 10년 간 투자활동이 여의치 않았고, 최근 2~3년 간 오리엔탈정공과 오리엔탈마린텍은 각각 5~10억원 정도의 CAPEX만 있었다. 자금 조달 계획은 없다.

**Q9 수주 관련 특이사항은?**

**A9** 구조물 사업부: 고객(조선소)들은 수주 받은 물량에 대하여 반기 또는 연 단위로 발주하는 특성이 있다.

그림6 Lifting Appliances (매출 비중 56.0%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 오리엔탈정공

그림7 Deck House (매출 비중 43.9%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 오리엔탈정공

표3 오리엔탈정공의 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
매출액	33.8	28.4	25.0	28.7	32.4	163.7	178.7	183.0	101.0	77.5	130.1	167.7	115.9
GPM	17.3%	16.0%	13.8%	7.6%	10.2%	-7.8%	5.4%	9.5%	12.9%	11.2%	10.9%	17.6%	13.8%
영업이익	4.1	1.6	1.3	-0.3	1.4	-28.0	-4.7	1.6	2.0	-1.5	5.3	21.3	6.7
OPM	12.1%	5.6%	5.1%	-0.9%	4.2%	-17.1%	-2.6%	0.9%	2.0%	-1.9%	4.1%	12.7%	5.8%
금융손익	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-4.9	-7.4	-5.6	-3.2	-3.5	-3.3	-2.8	-2.2
기타영업외손익	-1.0	1.0	0.1	0.9	0.7	-1.1	4.7	-15.8	0.3	1.9	0.3	13.3	1.1
지분법손익	-0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	-0.8	-0.4
세전이익	2.3	2.0	0.9	-0.1	1.4	-34.1	-7.4	-19.8	-0.9	-3.0	3.6	31.0	5.1
당기순이익	2.1	2.0	0.9	-0.4	1.2	-34.1	-1.8	-20.2	-1.1	-3.1	3.5	29.3	4.6
부채총계	117.6	108.5	110.6	111.4	109.1	158.5	163.6	135.0	116.4	120.3	125.0	116.5	111.4
자본총계	62.3	64.4	65.4	75.2	76.4	23.3	31.1	11.4	11.6	12.7	31.4	60.1	75.2
현금	14.0	13.0	10.6	8.0	8.7	1.7	8.8	15.4	9.0	10.7	12.6	9.7	8.0
순차입금	41.2	38.8	41.8	43.8	40.5	89.5	78.8	59.4	66.7	64.9	52.2	42.1	43.8
부채비율	188.8%	168.6%	169.3%	148.1%	142.8%	680.0%	526.1%	1185.1%	1003.5%	948.7%	397.9%	193.6%	148.1%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 상상인인더스트리 (101000)

### 0. 회사소개

선박 크레인, 선박 선실 등 전문업체이다. 최근 연료탱크 제작에도 주력한다. 현대 중공업과 대우조선해양으로부터 물량을 수주하고 있다. 최근 HJ중공업(구 한진중공업)의 중형 컨테이너선에 납품되는 블록을 제작하고 있기 때문에 제품 유형은 크게 3가지이다.

### 1. 매출 비중

단기적으로는 마린 크레인 매출 비중 40%, 탱크 37%, HJ중공업항 블록 25% 정도이다. 향후 탱크 쪽 물량이 확대될 전망이다.

### 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 51.84%이다. 상상인선박기계가 35.87%를 보유한다. 자회사는 디엠씨자산관리(100%)가 있다.

### 3. 실적 가이드스

2022년 매출액은 750억원, 영업이익률은 BEP 수준을 예상한다. 2023년 매출액은 1,000억원, 영업이익률 +10% 내외로 추정한다. 현재 수주잔고는 탱크 400억원, 마린 크레인 400억원, 한진항 블록 250억원이다. 수주잔고의 40%가 2022년, 60%가 2023년 인도 예정이다.

## Q&A

**Q1** 수주-매출인식 간 리드타임은? 매출 인식 통화는?

**A1** 마린 크레인의 경우 조선업체가 선박을 수주한 뒤 당사는 3개월 뒤 수주한다. 수주 후 1년 뒤 납품하면서 매출 인식한다. 탱크의 경우 조선업체가 선박을 수주한 뒤 당사는 0~3개월 뒤 수주한다. 수주 후 5~10개월 뒤 납품하면서 매출 인식한다.

**Q2** 마린 크레인, 탱크, 블록 각각의 원가 구성은?

**A2** 마린 크레인은 100% 도급으로 사업을 진행한다. 강재와 모든 구성품을 직접 매입하고 제작하여 납품한다. 강재의 원가 비중은 25%이다. 탱크와 블록은 강재는 100% 무상사급 받아 제작을 하기 때문에 인건비가 중요하다.

**Q3** 마린 크레인, 탱크, 블록 각각의 수익성은?

**A3** 마린 크레인은 강재 및 기타 재료를 직접 구매하기 때문에 원자재 가격 인상에 취약하다. 전년 대비 수익성이 악화된 이유이다. 2021년 영업이익률이 +20% 내외였다면 2022년은 +10% 내외이다.

**Q4** 탱크 및 블록 시장 경쟁 상황은?

**A4** 연료탱크의 경우 신규 진입이 어렵고, 과점 시장이다. 다만, 탱크사업의 경우 사업초기의 숙련도 문제 극복을 위해 노력 중이다. 블록사업의 경우 벌크선 등은 수익성은 낮으나 컨테이너선의 경우 BEP 이상의 수익성은 달성할 수 있는 수준이다.

**Q5** 탱크 사업부의 경우 기존 전통 연료탱크 vs 친환경 연료탱크 비중은?

**A5** LNG연료탱크, LPG연료탱크 모두 취급하고 있으며 수익성 위주로 비중을 변경할 예정이다.

**Q6** 2023년 사업부별 영업이익률은?

**A6** 2023년 원자재 가격 인하를 기대하면 마린 크레인의 영업이익률은 +10~20% 수준, 탱크 및 블록 사업부의 인건비의 방향성이 중요하지만 영업이익률 mid-single 이상을 기대할 수 있다.

**Q7** 주요 거래처는?

**A7** 마린크레인의 경우 현대중공업그룹이 60~70%, 삼성중공업과 대우조선해양이 각각 15%이다. 탱크의 경우 현대중공업그룹이 70%, 대우조선해양이 30%이다.

**Q8** 연료탱크의 경우 세진중공업이 취급하는 제품과 차이점은?

**A8** 같은 유형의 연료탱크를 취급하며 경쟁 관계이다.

그림8 선박구성부분품 (매출비중 77.2%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 상상인인더스트리

그림9 가스 탱크



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 상상인인더스트리

**표4 상상인인더스트리의 실적 테이블**

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
<b>매출액</b>	<b>7.3</b>	<b>24.0</b>	<b>11.3</b>	<b>8.5</b>	<b>14.7</b>	<b>130.2</b>	<b>122.4</b>	<b>128.4</b>	<b>95.7</b>	<b>65.8</b>	<b>32.9</b>	<b>27.9</b>	<b>51.2</b>
GPM	20.6%	-3.8%	5.1%	-32.4%	-5.7%	9.3%	15.0%	20.0%	9.2%	-6.2%	10.1%	12.0%	-3.1%
<b>영업이익</b>	<b>2.3</b>	<b>-2.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>-3.6</b>	<b>-1.7</b>	<b>4.5</b>	<b>7.3</b>	<b>15.1</b>	<b>-4.4</b>	<b>-18.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>-3.6</b>
OPM	30.9%	-8.2%	-2.4%	-42.0%	-11.5%	3.5%	5.9%	11.8%	-4.6%	-27.4%	-3.0%	2.1%	-7.0%
금융손익	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-2.0	-1.9	-1.4	-3.3	-1.9	-1.2	-0.6	-0.2
기타영업외손익	-0.2	0.2	-0.2	-1.1	-0.1	1.0	0.2	-1.8	-13.2	-101.9	-9.4	1.4	-1.4
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	2.0	-1.8	-0.4	-4.8	-1.8	3.5	5.6	11.8	-21.1	-121.9	-11.5	1.4	-5.1
당기순이익	1.9	-1.8	-0.4	-4.8	-1.8	3.8	5.7	9.5	-21.1	-123.4	-11.6	1.4	-5.1
<b>부채총계</b>	<b>17.0</b>	<b>15.2</b>	<b>13.9</b>	<b>22.3</b>	<b>20.2</b>	<b>83.1</b>	<b>75.6</b>	<b>87.2</b>	<b>121.0</b>	<b>44.5</b>	<b>23.2</b>	<b>15.5</b>	<b>22.3</b>
<b>자본총계</b>	<b>28.5</b>	<b>29.5</b>	<b>29.2</b>	<b>24.6</b>	<b>22.8</b>	<b>30.7</b>	<b>35.8</b>	<b>44.9</b>	<b>47.3</b>	<b>25.2</b>	<b>24.7</b>	<b>26.5</b>	<b>24.6</b>
현금	2.2	4.9	3.7	1.3	1.1	8.8	10.1	5.0	7.1	1.7	1.5	2.3	1.3
순차입금	5.3	4.5	5.3	8.6	8.2	50.1	50.7	62.8	74.5	-15.1	4.9	4.1	8.6
부채비율	59.6%	51.3%	47.5%	90.9%	88.8%	270.4%	211.2%	194.4%	255.8%	176.3%	93.9%	58.4%	90.9%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 한국조선해양 (009540)

### 0. 회사소개

한국조선해양은 2019년 8월 공정거래위원회의 승인을 받아 2019년 6월 지주회사로 전환하였다. 현대중공업그룹의 조선해양사업부문 중간지주회사로 위치한다.

### 1. 매출비중

사업부문은 조선(86.5%), 해양플랜트(3.6%), 엔진기계(4.3%), 그린에너지(4.5%), 기타(1.1%)로 구성되어있다. 엔진기계 브랜드로는 HIMSEN 을 보유한다.

### 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 36.65%이다. HD현대가 35.05%를 보유한다. 주요 종속회사는 현대중공업(79.72%), 현대삼호중공업(80.54%), 현대미포조선(40.42%), 현대에너지솔루션(53.57%), 현대인프라솔루션, 현대베트남조선(10.00%)이 있다.

## Q&A

**Q1** M&A 이슈는?

**A1** 한국조선해양의 중장기 방향성은 1) 자체사업강화와 2) 핵심기술투자 확대이다. 핵심기술 투자확대를 위한 M&A진행을 계획 중이며, 핵심 기자재 부품 제조사업 및 원천 기술 내재화, 차세대 에너지원 처리장치 등을 계획 중이다. 연료전지 관련한 업체를 탐색 중이며 M&A도 고려 중이다.

**Q2** 군산 조선소 재개관련 운영 계획 및 CAPA 증설계획은?

**A2** 2022년 10월부터 블록 제작 목적으로 재가동 계획 중이다. 연간 10만톤 규모의 선박 블록을 제작하여 근처 현대삼호중공업에 공급 할 계획이다. LNG선 CAPA 관련해서는, 현대삼호중공업에서 돌핀안벽을 확대하여 현재 850억원을 투입하여 공사를 진행 중이다. LNG선생산 CAPA는 연 9~10척인데 완공 후 연 12척 가량의 LNG선 생산이 가능하다. 돌핀 안벽의 완공 시기는 2024년 말로 예상된다.

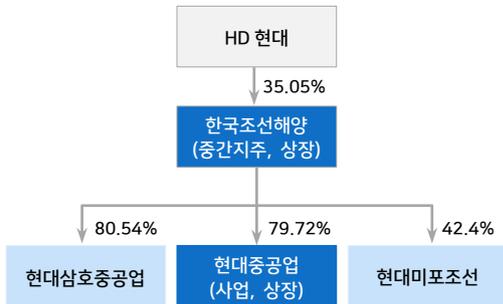
**Q3** 현대중공업의 안벽 증설 계획은 없는지?

**A3** 없다.

**Q4** 조선소들의 CAPA 증설계획은?

**A4** LNG선의 경우 인도기준 2025년 물량까지 대부분 확보한 상황이다. 과거 CAPA 증설을 통해 고정비를 늘렸다가 시황 하락 시 비용 발생했던 경험이 있었기 때문에 공격적인 CAPA 증설 계획은 없다.

그림10 현대중공업그룹 지배구조도



자료: 닥트전자공시, 메리츠증권 리서치센터

그림11 현대중공업 엔진기계 (매출비중 4.3%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 현대중공업

표5 한국조선해양의 실적 테이블 (별도 기준)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
매출액	3,681.5	3,797.3	3,558.0	4,456.6	3,907.7	52,787.3	46,317.6	22,300.4	15,468.8	13,161.0	15,182.6	14,903.7	15,493.4
GPM	5.4%	-18.7%	10.2%	-8.3%	-4.5%	-1.4%	3.2%	8.8%	6.7%	3.0%	6.5%	5.0%	-3.3%
영업이익	67.5	-897.3	141.8	-696.8	-396.4	-3,274.0	-1,584.9	391.5	14.6	-481.4	290.2	74.4	-1,384.8
OPM	1.8%	-23.6%	4.0%	-15.6%	-10.1%	-6.2%	-3.4%	1.8%	0.1%	-3.7%	1.9%	0.5%	-8.9%
금융손익	-172.4	-57.1	-467.2	-13.8	-63.8	-323.3	-1,024.4	-216.4	957.2	-276.7	-302.8	-24.0	-710.4
기타영업외손익	188.1	0.9	567.7	-293.0	77.3	507.6	786.2	-100.1	-1,020.9	-96.0	102.5	-619.5	463.8
지분법손익	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	-25.8	-36.9	21.0	22.2	0.0	0.1	0.1	-0.7
세전이익	83.1	-953.8	242.2	-1,003.7	-382.9	-3,115.5	-1,860.0	96.0	-26.9	-854.0	89.9	-569.0	-1,632.2
당기순이익	63.6	-722.1	192.6	-675.3	-293.2	-2,213.8	-1,375.8	627.0	2,693.1	-453.6	213.1	-835.2	-1,141.2
부채총계	12,172.9	13,655.2	14,129.2	14,879.3	15,772.8	36,535.5	34,043.0	31,162.7	18,036.8	11,618.9	12,129.1	12,823.0	14,879.3
자본총계	12,566.0	11,911.7	13,121.8	12,413.8	12,168.6	16,578.2	15,426.1	17,786.6	12,372.0	13,111.0	12,926.3	12,421.2	12,413.8
현금	3,836.5	4,603.3	5,559.4	4,567.5	4,532.3	3,229.2	3,068.1	4,326.5	3,239.7	3,041.8	2,225.1	3,703.4	4,567.5
순차입금	1,537.7	637.5	-209.4	39.1	163.6	11,055.4	10,519.1	8,963.4	1,695.6	-422.9	1,639.2	1,894.1	39.1
부채비율	96.9%	114.6%	107.7%	119.9%	129.6%	220.4%	220.7%	175.2%	145.8%	88.6%	93.8%	103.2%	119.9%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## HSD엔진 (082740)

### 0. 회사소개

선박엔진 및 육상용 디젤발전 전문 업체이다. HSD엔진은 MAN과 Win-GD에게 로열티를 제공하며 이는 매출액의 7% 수준이다. 이는 현대중공업도 마찬가지이다. 최근 유사증자의 경우 6월23일 발행가액은 주당 7,070원(총 912억원)으로 공시했다. 최대주주가 120% 참여를 결정했다.

### 1. 매출 비중

선박엔진 73.1%, 디젤발전 2.7%, SCR 5.8%, 부품사업 18.4% 등 4개 사업부를 영위하고 있다. 모든 엔진은 창원공장에서 생산하고 있다. 중국 대련공장에서는 엔진케이스 등을 만들어서 창원공장에 납품하는 역할을 수행한다. 이는 인화정공과 유사하다. 선박엔진에서의 M/S는 5월 누계기준으로 대우조선해양은 100%, 삼성중공업은 81%, 중국은 M/S 10~12%가 목표인데 17%를 달성했다.

저속엔진은 생산 CAPA 기준으로 현대중공업 31%에 이어 세계 2위 24%의 CAPA(1,200만마력)를 보유하고 있다. 공장 유휴 설비를 제외하면 현재 600만마력을 운영하고 있다. 가스/디젤을 혼용 중이며 사업보고서상에서는 400만마력을 운영하고 있다. 즉, 다운사이징한 상태에서 운영 중이다.

중속엔진은 저속엔진과 달리 배에 전기를 공급하는 역할을 수행한다. 과거에는 선주들이 중속+저속엔진세트로 발주했으나 최근에는 원가 때문에 중속과 저속을 분리 발주하고 있다. 중속엔진의 경우 진입장벽이 낮고 경쟁이 심화되고 있기 때문에 HSD엔진은 최근 중속엔진 수주에 참여하고 있지 않다. 수주잔고도 제로이다. (대표 경쟁사가 현대중공업의 힘센엔진)

발전사업(육상용 디젤발전)은 선박용 엔진에 발전기를 연결하여 소형발전소 등을 짓는 사업이다. 필리핀, 말레이시아 등의 수요가 있다. 원전 비상발전설비의 경우 원전 건설 시 필수설비이다.

부품사업은 엔진 납품 후 3~4년정도 무상서비스 후 유상서비스로 변경됨에 따라 매출이 발생한다. 과거 대리점을 통한 현지 영업을 소극적으로 했으나, 최근 그리스 등 유럽지역을 대상으로 직영사업을 통해 적극적으로 선주들에 대응 중이다. 엔진의 경우 과거에는 블랙마켓으로 부품이 싼 엔진이 많았으나 최근에는 정품엔진을 많이 쓰는 추세이다.

최근 실적 업데이트는 1분기 3,800억원 수주, 2분기는 5,700억원정도 예상한다. 선박엔진이 가장 큰 수주 비중을 차지한다. 또한 가스엔진 vs 디젤엔진 양상인데, 1분기에 가스엔진 비중이 낮아졌으나 2분기에 회복하면서 상반기 수주 누계로 보면 가스엔진비중이 70%를 차지한다. 환경규제 관련해서 선주들이 가스D-F엔진을 많이 채택하는 상황을 보여준다.

상반기 중 LNG선 발주가 많아서 LNG가스엔진이 많았다. 다른 선종에서도 DF 비중이 늘어나 2분기 분기기준 91%로 사실상 지배 상태이다. 상반기 누계기준으로는 46%이다. 이 추세는 하반기에도 지속될 전망이다.

6월 카타르관련 LNG선은 대우조선해양 4척, 삼성중공업 16척 수주가 나왔는데 이 물량은 7월부터 순차적으로 HSD엔진이 수주 할 전망이다. 카타르 2차 발주가 진행 중으로 알고 있는데, 한국 빅3가 53척을 수주 할 전망이다. 삼성중공업, 대우조선해양의 수주분은 HSD엔진이 전량 수주 할 전망이다.

수주잔고는 상반기 중 1.7조정도로 예상하며 10년내 최고 수준이다. 손익의 경우 상반기 매출액 4천억원 내외로 예상한다. 원자재 총당금이 상반기 반영될 전망이다. 당초 2, 3분기 총당금 설정을 예상했으나 원자재 가격 인하 분위기가 나오면서 하반기부터 수익성의 턴어라운드도 기대된다.

## 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 33.53%이다. 인화정공이 33.45%를 보유한다. 자회사 및 관계회사는 HSD Marine Industry(100%), DSDMP(10.80%), 한국조선기자재공업협동조합(8.06%)이다.

## 3. 실적 가이드스

2022~23년 수주 가이드스는 1.2조내외로 예상한다. 2022년의 경우 현재 수주 추이를 보면 1.4조원 이상도 가능하다. 매출의 경우 2022년은 8,500억원 전후, 2023년은 1조원 내외로 예상한다. 수익률의 경우 2022년 소폭 흑자를 예상했으나, 원자재 인상 리스크가 상존하여 소폭 적자로 톤다운 했다. 2022년 4분기부터 턴어라운드 기대한다. 2023년의 수익성은 mid-single digits 소폭 하회 예상된다.

## Q&A

- Q1** 수주-매출인식 간 리드타임은? 매출인식 통화는 달러베이스인지?
- A1** 전방업체인 조선업체가 수주한 뒤 HSD엔진은 3개월내 수주한다. 선주가 당사를 지정하면 1달 내로도 수주가 가능하다.
- Q2** 엔진 생산 시 원가구성은?
- A2** 재료비 비중이 70%수준이며 인건비 등 기타 30%로 구성된다.
- Q3** 총당금 설정에 대한 추가적인 설명은?
- A3** 조선업체와 마찬가지로 모든 수주잔고에 대해 총당금을 설정하고 있으며, 수익성이 반영되는 일감은 2021년 상반기 이후 조선업체들이 수주한 물량이다. 2020년 4분기 이후 2021년 상반기까지 수주한 부분은 현재 원자재가격과 비교 시 선가가 낮기 때문에 총당금 설정이 불가피하다. 2, 3분기에 추가로 총당금을 쌓더라도 이때의 수주잔고에 대하여 설정할 예정이다.

- Q4** 조선업 Up Cycle 기조라고 봤을 때, 현재 다운사이징한 상황에서 추가 CAPA 증설을 할 수 있는지? 그 기준선은?
- A4** 조선소들의 CAPA 증설 여부가 중요하다. 1.2조원 매출 목표를 달성하기 위한 CAPA는 충분하다. 유상증자 등 자본확충을 통한 투자계획은 '친환경'에 포커싱 한 상황이다. 이외 추가적인 CAPA 증설계획은 아직 없다.
- Q5** 원자재 가격 상승에 따라, HSD엔진의 판가 인상 계획 및 현재상황은? 과거 호황기의 수익성은?
- A5** 판가의 경우 조선업체에 견적 제시 후 결정되는 구조이다. 견적상에는 향후 원자재 가격 인상 등을 반영을 하고 있다. 2021년의 경우 엔진 가격을 +20% 인상했고, 현재도 시장가격만큼 엔진가격 인상을 위해 협상 중이다. 호황기는 매출액 2조원에 영업이익 3,000억원 수준이었다. 단, 과거 호황기의 중국 특수를 제외하면 과거 탑라인 도달은 어렵다고 판단한다.
- Q6** MAERSK는 자사선을 메탄올 추진시스템으로 리트로핏 계획을 발표했는데 HSD엔진의 참여 여부는? 과거 LNG-Ready선의 경우, 비용적인 문제로 리트로핏은 어렵다는 의견이 많았는데 메탄올과의 차이점은?
- A6** LNG 레디선의 경우 설계 당시부터 LNG탱크 및 배관을 고려하여 발주를 했지만 시설투자를 하다보니 비용이 상당부분 발생하면서 현실성이 떨어지는 부분을 확인했었다. MAERSK의 메탄올 추진시스템 리트로핏 계획의 경우도 현실성에 있어서 제한적이라고 판단한다.
- Q7** 2021년 GPM 낙폭의 이유는? 특히나 3분기에 급락했는데 이유는?
- A7** 당초 계획한 매출액 목표를 달성 못하면서 고정비부담이 늘어난 영향과 원자재 가격 인상에 따른 수익성 훼손이다.

그림12 선박엔진 (매출 비중 73.1%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: HSD엔진

그림13 부품 (매출 비중 18.4%)



주: 실린더 라이너, 피스톤 크라운 외 12개 엔진부품 생산  
자료: HSD엔진

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
<b>매출액</b>	<b>114.5</b>	<b>170.1</b>	<b>118.6</b>	<b>195.7</b>	<b>177.8</b>	<b>888.8</b>	<b>693.6</b>	<b>802.9</b>	<b>768.9</b>	<b>511.3</b>	<b>674.3</b>	<b>830.0</b>	<b>599.0</b>
GPM	0.1%	1.8%	-11.2%	-0.1%	2.8%	0.2%	-0.2%	5.2%	7.2%	0.4%	1.6%	6.4%	-1.7%
<b>영업이익</b>	<b>-6.9</b>	<b>-4.5</b>	<b>-20.8</b>	<b>-7.6</b>	<b>-2.6</b>	<b>-39.6</b>	<b>-63.8</b>	<b>4.2</b>	<b>13.5</b>	<b>-35.3</b>	<b>-21.8</b>	<b>20.0</b>	<b>-39.8</b>
OPM	-6.1%	-2.6%	-17.5%	-3.9%	-1.4%	-4.5%	-9.2%	0.5%	1.8%	-6.9%	-3.2%	2.4%	-6.6%
금융손익	-2.0	-1.9	-0.3	-2.2	-1.3	-3.6	-30.3	-18.4	-18.3	-6.8	-17.6	-17.3	-6.3
기타영업외손익	0.0	2.7	0.0	-7.0	0.0	-1.1	-82.2	-302.5	0.5	12.8	-6.3	6.1	-4.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9	-7.4	10.5	128.9	-0.6	-0.3	0.0	-0.1	0.0
세전이익	-8.9	-3.8	-21.1	-16.7	-4.7	-51.6	-165.7	-187.8	-4.9	-29.6	-45.7	8.7	-50.4
당기순이익	-7.0	-3.0	-16.1	-13.6	-4.7	-42.2	-125.4	-181.2	-10.3	-18.7	-41.4	6.0	-39.7
부채총계	526.7	507.2	570.5	586.5	639.1	839.6	831.4	822.2	688.2	512.4	641.6	529.2	586.5
자본총계	214.0	240.4	224.6	209.1	164.1	700.7	574.7	534.3	543.2	231.0	188.5	194.1	209.1
현금	45.3	41.4	65.9	54.1	63.9	45.0	45.5	72.8	72.2	59.8	21.1	45.3	54.1
순차입금	156.0	122.8	132.0	145.2	162.0	221.5	271.8	235.7	289.4	137.2	214.3	139.5	145.2
부채비율	246.1%	211.0%	254.0%	280.5%	389.5%	119.8%	144.7%	153.9%	126.7%	221.8%	340.3%	272.6%	280.5%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## STX엔진 (077970)

### 0. 회사소개

동사는 쌍용중기로부터 시작해 현재 STX엔진으로 영업을 하고 있다. 주요 제품은 디젤엔진인데, 그 중 4 stroke 전문업체이다. 전자통신 사업부문에선 소나·레이다, 통신체계 등을 생산하고 있다.

사업구분은 민수사업(선박용 엔진, 발전용엔진), 특수사업(육·해상 방위산업 엔진), 전자통신(군용 통신 체계)으로 나뉜다. 육상용 엔진은 전차, 장갑차, 자주포에 들어가고, 해상용 엔진은 잠수함, 경비정, 구축함 등에 사용된다.

### 1. 매출 비중

매출비중은 민수사업 시황이 좋을 때는 매출비중이 50%를 넘어갔었는데, 국내 중소형 조선소들이 사라지며 매출 비중이 감소해 현재 약 40%, 특수사업은 45%, 전자통신사업은 15% 정도로 유지되고 있다.

### 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 84.42%이다. 자회사 및 관계회사는 STX Service Europe(100%), STX Service Singapore(100%), STX Service Americas(100%) 등이 있다.

### 3. 실적 가이드런스

2022년 수주액 목표는 6,500억원, 매출액 6,000억원, 영업이익 75억원이다. 2023년 수주액은 2022년과 비슷할 것으로 예상된다. 방산부문 실적은 국방예산과 연결되어있다. 현재 납품하는 기종이 업그레이드 요구되고 있는 상황이다. 2021년 방산 주력 매출이 K9에 들어가는 MT881 엔진인데, 2021년 국산화 엔진개발 사업자로 선정이 되어 2025년말까지 개발 완료할 계획이다. 2023년에는 해상분야, 방산분야는 2022년대비 매출이 줄어들 것으로 예상된다. 이에 2022년대비 2023년은 매출이 늘지 않고 2024년 이후 증가할 것으로 예상된다

원자재 가격 상승 등 여러 가지 요인으로 동사에 좋은 상황은 아니다. 2022년은 영업전망이 밝은 편은 아니지만 방산쪽 국산화 엔진 개발에 성공하면 해외에서도 관심이 높아 개발 완료하면 수출물량을 많이 받을 수 있을 것으로 기대한다.

## Q&amp;A

**Q1** 수주-매출 인식간 리드 타임? 전방업체 수주로부터 당사 수주까지는?

**A1** 조선업체가 신조계약 체결 시 선박 수주에서 인도까지 2~3년 걸린다. 엔진은 조선소가 선사와 협상할 때부터 엔진이 결정되기도 하고, 나중에 결정하기도 하는데, 선박발주에서 엔진 발주까지 통상 0~3개월이다. 동사가 엔진업체로부터 수주를 받아 매출이 발생할 때까지는 통상 1년정도 걸린다.

**Q2** 매출인식 통화는 달러베이스인지?

**A2** 국내 매출은 달러도 있고 원화도 있다. 전체적인 외환 포지션은 달러는 롱포지션, 유로화가 숏포지션이다. 유럽에서 들어오는 기자재, 로열티로 나가는 부분도 있기 때문이다.

**Q3** 원재료비, 인건비 등 원가 구성은?

**A3** 사업부문에 따라 상이한데, 선박용 엔진의 경우 원재료비 60%, 인건비 15%, 기타(로열티, 경비, 판관비 등) 25% 수준이다.

**Q4** 평시 수준 Capex는?

**A4** 연간 100억에서 120억원정도이다.

**Q5** 특수사업부에서 주력 상품이 해상보다는 육상부문인지?

**A5** 육상용과 해상용 매출 비중은 비슷하다.

**Q6** 민수와 특수 수익성은 어느 정도인지?

**A6** 민수사업부문은 발전용보다 선박용 시장이 더 크다. 과거에는 중소형 조선소가 많았지만 문을 닫으며 발주처가 줄어들었고, 민수사업부는 경쟁이 치열해 수익성이 줄어들었다. 특수선 사업부는 정부를 대상으로 사업해 일정부분 수익성이 보존되고 있다. 영업이익 측면에서는 특수사업부 수익성이 더 좋다.

**Q7** 육상 엔진 국산화 사업을 진행중인데, 양산시점은?

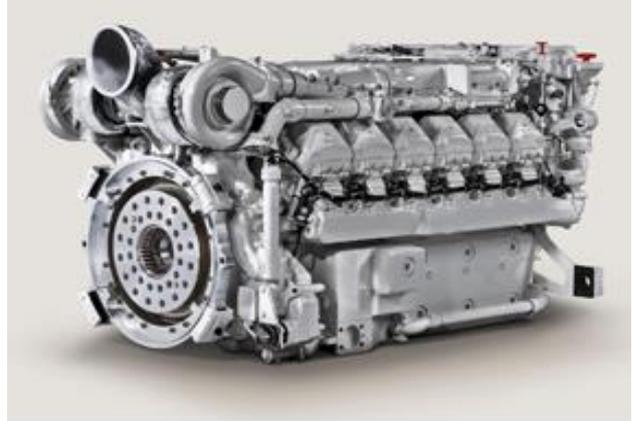
**A7** 육상엔진쪽에서 MT881엔진을 K9과 한화디펜스 호주 장갑차에 납품한다. 이 엔진은 독일 MTU엔진을 생산하기 때문에 수출 제한이 있다. 독일이 수출 제한하는 중동국가 등에 수출할 수 없다. 일정상으로는 2023년말까지 개발 후 2025년말까지 성능테스트 완료 예정이다. 양산은 2026년쯤으로 예상한다.

그림14 민수사업(디젤엔진 등) (매출 비중 53.34%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: STX엔진

그림15 특수엔진 (매출 비중 25.08%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: STX엔진

표7 STX엔진의 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
<b>매출액</b>	<b>97.5</b>	<b>124.7</b>	<b>104.9</b>	<b>166.3</b>	<b>111.9</b>	<b>711.0</b>	<b>633.3</b>	<b>529.8</b>	<b>467.8</b>	<b>577.3</b>	<b>610.6</b>	<b>586.7</b>	<b>493.5</b>
GPM	5.4%	8.8%	11.7%	7.7%	8.9%	5.6%	7.9%	9.2%	9.9%	12.8%	10.9%	9.4%	8.4%
<b>영업이익</b>	<b>-4.3</b>	<b>1.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>-1.1</b>	<b>7.3</b>	<b>5.0</b>	<b>4.1</b>	<b>10.0</b>	<b>31.3</b>	<b>30.0</b>	<b>14.3</b>	<b>3.6</b>
OPM	-4.4%	1.0%	3.1%	2.1%	-1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	2.1%	5.4%	4.9%	2.4%	0.7%
금융손익	-2.0	-2.7	-2.1	-0.4	-1.1	-75.3	26.4	-7.4	-20.2	-6.4	-12.9	-13.7	-7.2
기타영업외손익	-0.2	0.1	0.7	0.9	-0.3	11.6	4.4	-13.6	2.1	-0.5	-2.5	27.5	1.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9	0.0	0.0	-0.7	-0.2	-0.4	-10.8	0.0
세전이익	-6.5	-1.3	1.9	3.9	-2.6	-57.3	35.9	-16.9	-8.8	24.2	14.2	17.2	-2.1
당기순이익	-4.1	-1.3	2.1	4.3	-3.0	-74.4	35.0	-26.1	-6.7	27.9	20.4	20.6	1.0
부채총계	512.1	520.4	538.4	553.5	549.5	1,036.5	810.5	712.3	719.0	642.9	590.9	542.8	553.5
자본총계	262.1	260.9	262.8	284.0	280.9	-42.4	123.1	109.1	99.3	221.2	237.5	266.5	284.0
현금	107.8	83.9	103.1	104.7	109.5	76.1	129.2	102.6	90.1	50.4	64.4	113.3	104.7
순차입금	151.8	184.6	161.4	154.1	137.4	430.5	319.8	316.0	282.1	264.6	213.6	147.8	154.1
부채비율	195.4%	199.5%	204.9%	194.9%	195.6%	-2442.4%	658.4%	652.9%	724.2%	290.6%	248.8%	203.7%	194.9%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 인화정공 (101930)

### 0. 회사소개

동사는 대형선박 위주로 생산한다. 조선업황에 따라 실적이 안 좋았다가 2021년부터 이익을 내고 있다. 2021, 2022년 실적은 개선될 것으로 보인다. 동사의 선박엔진부품은 실린더 커버부터 베드 플레이트까지 생산하고 있다. 생산된 제품은 HSD엔진, 현대중공업, STX중공업과 거래를 하고 있다.

인화정공의 장점은 국내 최대의 설비를 갖추었다는 점이다. 로를 다량 보유해 최대 규모를 갖추었다. 엔진 부품생산량은 세계1위 수준이다. 두 번째로는 동사가 용접·제관부터 금속가공까지 일관생산체제를 갖춰 선박 엔진메이커들은 조립만 하면 된다.

### 1. 매출 비중

기존 선박엔진부품만 영위하다가 경기가 안 좋아지면서 선박엔진부품을 응용한 새로운 제품으로 시장을 확대했다. 발전설비부품, 대형 기계 부품, 육상용 발전 부품, 교량부품 등이 있다. 지금 교량부품은 거의 생산하지 않고, 나머지 3가지는 계속 진행 중이다,

상장 후, 자체적인 성장에는 한계를 느껴 회사를 인수하기 시작했다. 현대차/기아의 2차벤더인 대연정공을 인수했다. 인수 후 별다른 이슈 없이 계속 이익을 내고 있다.

김해 해동산업은 금속성형기계를 제조한다. 신선기, 권취기 등은 시설 투자개념인데 팬데믹으로 해외영업이 어려워지며 국내시장으로 전환해 영업 중에 있다. 최근에는 해외영업도 회복 중에 있다.

함안에 있는 삼환종합기계는 금속구조재를 제조한다. 주요 고객사는 두산에너지빌리티(전 두산중공업), 현대로템 등이 있다.

### 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 50.81%이다. 자회사 및 관계회사는 대연정공(100%), 해동산업(100%), 삼환종합기계공업(100%), 비엔비(100%), HSD엔진(33.45%)가 있다.

### 3. 실적 가이드런스

고객사들이 2022, 2023년 수주를 생산 캐파까지 완료했다. 지금 수주물량은 2025년까지 인도되는 물량이기 때문에 지금 고객이 수주하는 건은 바로 동사 수주로 이어지지 않는다. 그러나 이 부품을 공급할 수 있는 회사는 많지 않기에 고객 수주 증가에 따라 동사 수주도 계속 증가할 전망이다. 매출 가이드런스는 개별 기준 600~650억원 수준이고, 2023년에도 650~700억원 수준으로 예상된다. 연결로는 1,100~1,200억원, 최대 1,300억원 수준으로 전망한다.

**Q&A**

**Q1** 수주-매출 인식 간 리드 타임은?

**A1** 생산제품별로 공정이 다 다르고, 엔진 메이커들이 조선소하고 연계되어있다. 조선소가 수주하고 빠르면 1년, 길면 2년정도에서 발주가 나온다. 엔진메이커가 발주를 하면, 빠르면 2주만에 인도할 수 있는 아이템도 있다. 그러나 베드 플레이트 등은 자재를 구하고, 용접·제관부터 기계가공까지 해야 해서 길면 6개월 정도 시간이 소요된다.

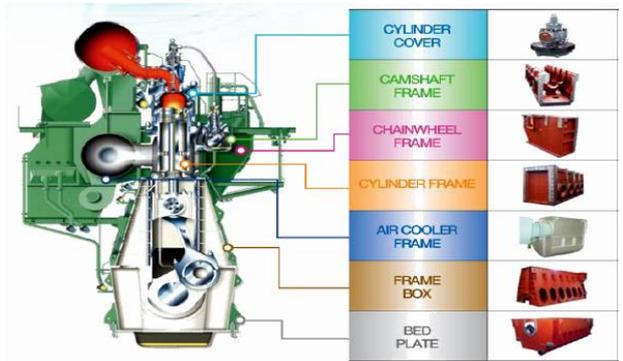
**Q2** 원가 구성은?

**A2** 원재료비가 18~26% 정도 차지하고, 노무비는 6.6~7%정도 수준이다. 경비는 제조원가에서 차지하는 비중이 72~75% 수준이다. 그 가운데 외주가공비가 가장 많이 차지한다. 동사는 생산의 직접적인 활동을 하는 소사장(도급제 사원)이 있다. 소사장은 현장에서 일을 해도 제품을 생산하는 건당 농업 비용을 정산하는 방식을 적용한다.

**Q3** 평시 CAPEX 수준은?

**A3** 상장 전에 국내 VC, 골드만삭스 등에서 투자를 받아 그 당시에 투자는 완료되었다. 현재 자본적 지출은 1년에 약 5~6억원 수준이다. 추가 투자계획은 없다.

**그림16 선박엔진 부품 (매출 비중 45.9%)**



주: 매출 비중은 1Q22 기준  
 자료: 인화정공

**그림17 자동차 부품 (매출 비중 27.1%)**



주: 매출 비중은 1Q22 기준  
 자료: Shutterstock

**표8 인화정공의 실적테이블**

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
<b>매출액</b>	<b>22.9</b>	<b>25.0</b>	<b>26.5</b>	<b>36.1</b>	<b>39.7</b>	<b>113.8</b>	<b>123.1</b>	<b>95.8</b>	<b>103.5</b>	<b>99.8</b>	<b>129.3</b>	<b>105.7</b>	<b>110.5</b>
GPM	10.0%	10.6%	8.6%	15.1%	12.5%	15.3%	14.1%	9.0%	8.5%	7.4%	10.3%	8.3%	11.5%
<b>영업이익</b>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>3.3</b>	<b>2.6</b>	<b>8.5</b>	<b>7.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.5</b>	<b>-2.0</b>	<b>3.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>3.6</b>
OPM	0.7%	2.2%	-1.3%	9.1%	6.7%	7.5%	6.4%	-0.8%	-0.5%	-2.0%	2.3%	-0.6%	3.3%
금융손익	-0.7	2.2	-0.4	-0.8	-0.8	-2.6	-1.9	-0.8	-0.8	-0.5	-2.9	-2.9	0.4
기타영업외손익	13.4	-13.0	20.0	-17.9	-1.6	-7.6	0.8	0.3	15.1	0.4	-1.4	0.1	2.5
지분법손익	0.0	23.0	-23.0	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.8	35.2	21.0
세전이익	12.8	12.8	-3.7	5.6	0.2	-1.7	6.9	-1.2	13.9	-2.1	-9.1	31.8	27.4
당기순이익	12.8	6.3	-3.3	-0.6	-0.2	-1.9	8.0	-1.2	10.4	-1.8	-8.5	31.8	15.3
<b>부채총계</b>	<b>154.2</b>	<b>165.0</b>	<b>166.5</b>	<b>175.1</b>	<b>167.7</b>	<b>148.5</b>	<b>120.5</b>	<b>122.1</b>	<b>132.1</b>	<b>164.1</b>	<b>153.6</b>	<b>152.3</b>	<b>175.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>175.6</b>	<b>191.5</b>	<b>184.8</b>	<b>189.6</b>	<b>178.0</b>	<b>129.0</b>	<b>136.7</b>	<b>140.4</b>	<b>144.7</b>	<b>142.1</b>	<b>132.8</b>	<b>164.4</b>	<b>189.6</b>
현금	24.6	44.3	17.4	28.8	27.5	16.6	22.8	12.8	14.1	7.9	11.8	23.9	28.8
순차입금	97.5	77.5	64.4	87.7	86.5	72.2	35.0	46.3	40.4	113.4	109.0	98.7	87.7
부채비율	87.8%	86.1%	90.1%	92.3%	94.2%	115.1%	88.1%	87.0%	91.3%	115.5%	115.7%	92.6%	92.3%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 대창솔루션 (096350)

### 0. 회사소개

대창솔루션은 용광로를 활용한 주강품 전문 업체이다. 주요 자회사는 크리오스와 메딕바이오이다. 크리오스는 LNG와 같은 극저온 물체를 보관하는 저장하는 제품 전문업체이다. 제조 공정에서 높은 숙련도를 요구한다.

대창솔루션 본사의 주요 제품군은 사회안전망, 그린뉴딜, 에너지/자원으로 구분한다. 사회안전망부문은 원전폐기물용기와 트리스 연결노드가 주요 매출원이다. 원전폐기물용기의 주요 납품처는 캐나다 브루스파워이며 월성 원전 1,2,3호기와 동일한 타입이다. 과거 구형 폐기물용기는 콘크리트타입으로 용적률이 제한적이었다. 그러나 동사는 주강을 통해 핵폐기물용기를 세계 최초로 개발했고, 총 4호기 중 2호기까지 납품 완료상태이다.

그린뉴딜은 LNG엔진에 들어가는 MBS가 주요 매출원이다. MBS(Main Baring Support)는 선박 엔진의 하부 크랭크축과 실린더의 움직임을 견딜 수 있도록 버티는 지지대이다. MBS는 과거 매출 비중 60%를 차지하는 메인 제품이었으나 조선업 시황 악화로 포트폴리오 다변화 전략을 통해 비중은 30%수준으로 줄었다. 최근 풍력사업 관련한 외형 성장을 기대한다. 연근해설치 풍력 발전기는 사다리를 세워서 풍력 블레이드를 설치하는데, 이때 이 사다리 용접부분 공정 효율을 높여 주기 위한 노드를 개발하여 매출 성장을 기대한다. 개발을 완료하면 대부분의 해양플랜트에도 납품을 예상한다.

에너지자원은 가스터빈엔진의 케이싱 부품과 광산기계 부품이 주요 매출원이다. 가스터빈부품의 경우 두산중공업, 도시바, GE 등에 납품하고 있다.

크리오스는 초저온 저장제품을 전문으로 하며 2023년에는 IPO를 계획 중이다. 확충한 자본으로 탱크 양산 시설에 투자를 계획하고 있다. LNG, 수소, 암모니아 등을 저장하는 제품을 다룬다. 주요 제품은 LNG/수소 충전소, 액화수소/암모니아 /LNG 수송탱크, 배터리/반도체용 플랜트, LNG저장/공급 플랜트, 친환경엔진용 연료공급장치이다. 경쟁사는 국내 8개 업체가 있다. EPC를 수행할 수 있는 유일한 업체로서 LNG충전소와 수소충전소 시장을 타깃하고 있다. 국내 LNG충전시설 중 위성기지 M/S 91%, 저장탱크 시설 M/S 83%로 압도적인 지위이다. 국내 최초로 액화 수송 트레일러를 수주해서 제작 중이다.

메딕바이오는 메딕바이오NK를 완전소유하고 있다. 채장과 관련된 NK세포를 활용하여 항암기술을 연구개발하고 있으며 향후 상장을 대비하고 있다.

### 1 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 17.64%이다. 자회사 및 관계회사는 크리오스 (60.64%), 메딕바이오(100%)가 있다.

**Q&A**

**Q1** 본사, 크리오스, 메딕바이오 각각 매출비중은?

**A1** 과거 50~60%를 차지했던 선박부품 비중이 축소되어 2020년 기준으로 30% 내외로 변경됐다. 원전 폐기물 및 플랜트관련 매출 비중이 60% 수준으로 확대됐다.

**Q2** 크리오스에서 LNG/수소 충전소 부문이 차지하는 매출 비중은?

**A2** 충전소에 대한 본격적인 시장 개화를 기다리는 단계이다. 최근 항만에 설치한 충전소가 15~20억원 규모이며 크리오스 전체 매출 190~200억원인 점을 감안하면 10% 수준이다.

**Q3** 크리오스에서 LNG저장/공급 플랜트 1기당 계약규모는?

**A3** 15~40억원 수준이다. 최근에 수주했던 두산중공업 플랜트는 70억원 규모이다. +1~3% 수준의 순이익률을 기록하고 있다.

**그림18 에너지변환장치품 (매출비중 64.8%)**



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 대창솔루션

**그림19 생활안전구조재 (매출비중 20.1%)**



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 대창솔루션

**표9 대차솔루션의 실적 테이블**

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
<b>매출액</b>	<b>9.7</b>	<b>11.7</b>	<b>13.3</b>	<b>14.5</b>	<b>12.5</b>	<b>82.7</b>	<b>59.7</b>	<b>49.3</b>	<b>42.8</b>	<b>51.7</b>	<b>65.2</b>	<b>47.5</b>	<b>49.2</b>
GPM	1.6%	4.2%	9.2%	-21.3%	1.5%	3.1%	11.6%	1.4%	-2.2%	-1.3%	11.9%	-9.9%	-2.5%
<b>영업이익</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.4</b>	<b>-5.4</b>	<b>-1.6</b>	<b>-7.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-6.0</b>	<b>-8.0</b>	<b>-8.1</b>	<b>1.0</b>	<b>-11.2</b>	<b>-8.2</b>
OPM	-15.3%	-8.3%	-2.9%	-37.1%	-13.1%	-8.4%	-0.3%	-12.3%	-18.7%	-15.6%	1.5%	-23.6%	-16.7%
금융손익	-0.5	-0.5	-0.5	-0.7	-0.6	-2.6	-2.5	-2.7	-3.0	-3.4	-3.3	-2.3	-2.2
기타영업외손익	0.1	0.0	-0.2	-4.5	0.0	-3.7	0.6	-1.6	0.3	0.1	-2.3	-12.3	-4.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	-1.9	-1.4	-1.0	-10.6	-2.3	-13.2	-2.1	-10.3	-10.7	-11.4	-4.7	-25.8	-15.0
당기순이익	-1.9	-1.4	-1.0	-10.6	-2.3	-12.9	-2.2	-8.4	-11.3	-11.1	-4.8	-26.7	-15.0
<b>부채총계</b>	<b>84.7</b>	<b>80.9</b>	<b>81.1</b>	<b>82.7</b>	<b>85.3</b>	<b>88.5</b>	<b>91.3</b>	<b>88.2</b>	<b>81.1</b>	<b>100.8</b>	<b>90.4</b>	<b>81.9</b>	<b>82.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>40.9</b>	<b>42.1</b>	<b>42.9</b>	<b>36.9</b>	<b>34.7</b>	<b>65.2</b>	<b>62.7</b>	<b>58.3</b>	<b>56.2</b>	<b>50.5</b>	<b>66.2</b>	<b>42.8</b>	<b>36.9</b>
현금	1.2	1.9	1.8	5.4	0.7	12.6	3.6	0.8	0.7	3.7	5.1	0.6	5.4
순차입금	59.8	55.3	57.1	54.3	59.4	52.8	62.9	70.3	64.6	73.5	58.6	59.1	54.3
부채비율	207.2%	192.2%	189.1%	224.4%	245.9%	135.7%	145.6%	151.3%	144.3%	199.7%	136.6%	191.4%	224.4%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 동성화인텍 (033500)

### 0. 회사소개

동성화인텍은 LNG와 관련된 초저온 보냉재 전문 업체이다. LNG 수출용 플랜트, 수입 터미널, LNG운반선에 투입되는 보냉재를 전부 취급한다. 가장 큰 매출 비중을 차지하는 전방분야는 LNG운반선이다. 극저온의 LNG를 보관하기 위하여 LNG선은 프랑스 GTT에서 고안한 Membrane 타입의 방식을 채택하는데, 동성화인텍은 그 중에서도 Mark 3 타입을 채택하고 있다. 폴리우레탄폼을 활용한 방식이며 주요 거래처는 현대중공업, 삼성중공업이다. 대우조선해양과 중국의 Hudong-Zhonghua는 No.96 방식의 LNG선을 건조한다.

선주가 LNG선을 건조할 때 주목하는 지표는 BOR이다. 천연가스를 액화시켜 보관하더라도 자연 기화가 발생하기 마련인데 BOR을 낮추는 것이 기술의 핵심이다. 동성화인텍은 최근 Mark 3를 개량한 Mark 3 Flex를 사용하고 있으며 BOR 지표를 더욱 발전시킨 제품이다. Mark 3, No.96 모두 프랑스 GTT가 고안한 방식이며 경쟁 중이다. No.96 Super+ 방식이 등장했는데 기존 글라스울을 폴리우레탄폼이 대체하는 방식이기 때문에 대우조선해양과 중국 Hudong-Zhonghua의 LNG선 건조물량에 대해서도 수주를 기대하게 됐다.

동성화인텍에 대한 우려는 조선업의 CAPA 상한선이 정해진 상황에서 보냉재 업체의 외형성장의 한계였는데, No.96 Super+의 등장으로 보냉재 업체의 시장성장이 가능해졌고, 당사의 CAPA증설 및 매출 성장이 기대된다.

Dual-Fuelled 탱크 사업에도 진출해 있으며, LNG추진선 등 Dual-Fuelled 선박 시장의 확대는 추가적인 매출 성장이 가능하다. 친환경연료 추진선의 경우 2030~35년까지 LNG가 지배, 2035년부터는 LNG 또는 암모니아 혼재, 2040~45년부터는 본격적인 수소 시대를 예상하고 있기 때문에 당분간은 LNG추진선 시장에 주력할 예정이다.

미래 비즈니스 사업으로 액체수소 선박용 탱크, 상용차에 들어가는 연료 탱크 등에 대한 연구개발을 진행 중이다.

### 1. 지분관계 및 지배구조

최대 주주인 동성케미컬의 지분은 37.77%이다. 자회사로 Dongsung Chemical (Vietnam) (100%)이 있다.

### 2. 실적 가이드스

2021년 10월 이후 2022년 2월까지 주된 원재료인 MDI 가격이 상승했다. 원재료 가격에 대하여 1분기 래깅되는 특성 상 2022년 상반기까지는 원가 부담이 지속됐다. 2분기 영업이익률도 1분기 +1%와 유사한 수익성을 예상한다. LNG운반선에 들어가는 완제품을 IP(Insulation Panel)라고 하는데 선수금 없이 가공/발포

단계에서 1차, 인도단계에서 2차로 매출을 인식한다. 완제품보다 반제품의 영업이익률이 높은 편이다. 2022년 상반기까지는 완제품 매출인식이 많았고, 하반기는 반제품 매출 비중이 확대됨에 따라 mid~high single 수준으로 영업이익률 개선을 기대한다.

2022년 매출은 4,000~4,400억원을 예상한다. 영업이익률은 상저하고 수준을 예상한다. 영업이익률은 mid-single 수준으로 예상한다. 수주는 연 5,000~6,000억원을 예상한다. 원재료 가격 인상에 따라 최근 판가 인상도 진행 중이다. 판가 올린 수주 물량의 인도시기는 2023~24년도이며, 향후 원재료 가격 하락이 확인되면 영업이익률의 추가 개선도 기대가능하다.

**Q&A**

- Q1**    수주잔고를 보면 IP, MB로 구분지어져 있는데, IP와 MB를 세트로 묶어서 수주 받지 않는가?
- A1**    IP는 Insulation Panel이고 국내 생산업체는 동성화인텍과 한국카본이다. MB는 Membrane인데 국내 생산업체는 동성화인텍과 TMC이다. 즉, 한국카본의 경우 세트로 수주를 받지 못하기 때문에 발주처(조선업체)도 나눠서 발주를 한다. LNG운반선 1척당 IP, MB 물량은 160~200억원이고, 최근 선가 상승으로 200~220억원으로 금액이 증가했다.
- Q2**    조선업체로부터 CAPA 증설 요구는? 현재 CAPA 숫자와 향후 증설계획은? CAPA 기준은 LNG운반선 외에도 기타 LNG시설물량 보냉재 물량을 모두 포함한 숫자인지?
- A2**    현재 CAPA는 20척, 경쟁사도 20척 정도이다. 현재 삼성중공업과 현대중공업그룹의 연간 생산 CAPA를 40척+로 보고 있기 때문에 전방산업의 CAPA에 부합하는 생산능력을 확보한 상황이다. 조선소에서 CAPA를 확대한다는 분위기다. 현대삼호중공업만 하더라도 추가로 LNG선 CAPA를 확대한다고 발표함에 따라 CAPA 증설을 적극 검토 중이다. 건물이나 토지를 신규 매입하지 않는 선에서 30~40억 정도면 증설 가능하다. 회사 내 발포라인과 가공라인으로 구분했을 때 발포라인은 지금도 28척 정도의 CAPA이다. 가공라인이 20척 정도이기 때문에 이 부분에 대한 증설만 진행하면 된다. 회사 내 공장은 2곳이며 안성공장은 Mark3 보냉재를 생산하는 공장이다. 따라서 Mark3를 사용하는 LNG선, LNG추진선, VLEC, FSRU 등에 필요한 보냉재를 모두 생산한다. 통영공장은 Type B나 Type C 연료탱크 시공을 담당한다. 최근 추진선의 연료탱크는 Type B나 C를 주로 채택하기 때문에 추진선 물량이 확대됨에 따라 LNG선향 CAPA에 영향을 줄 가능성은 제한적이다. 보냉재 사업과 달리 연료탱크의 경우 인력이 주요한 산업이기 때문에 유동적인 CAPA 변동이 가능하다.
- Q3**    Type B 또는 C를 사용하는 연료탱크에 관한 당사 CAPA는?
- A3**    나오는 물량을 모두 충당할 수 있는 CAPA이며 정량화는 어렵다. 단, 연료탱크 관련 매출비중이 2022년 10%정도, 2024~25년까지 20~25%로 확대해 나갈 전망이다.
- Q4**    연료탱크 중 GTT Membrane 타입의 경우, 시공 시 GTT로 로열티를 지급해야 하는지?
- A4**    GTT Membrane의 경우 시공 자격은 있지만 진행중인 일감은 없는 상태이다. 계약마다 다를 순 있겠지만 단순하게 시공을 하면 GTT에게 로열티를 제공하지 않는다. LNG운반선에 투입되는 보냉재

물량에 대해서도 일반적으로 조선소가 로열티를 일괄 지급해오고 있으며, 향후 Membrane 타입의 연료탱크 시공부분도 마찬가지로 본다.

**Q5 보냉재와 연료탱크로 구분했을 때 각 제품별 원가 구성은?**

**A5** 보냉재의 경우 평시 수준의 원재료 가격 상황 하에서는 영업이익률을 high-single로 수익성을 예상한다. 연료탱크(Type B 또는 C)의 경우 인력/가공비의 투입이 많아서 영업이익률 기준으로 mid-high single로 수익성을 예상한다. 보냉재, 연료탱크 말고도 PU리세일 관련 매출액은 연 200~300억 원 정도인데 영업이익률은 +3~4% 수준이다.

**Q6 수주-매출 인식 간 리드타임은?**

**A6** 조선소가 선주로부터 수주 후 동성화인텍에게 발주하기까지 1년정도 소요되며 이는 조선소의 설계기간 때문이다. 당초 2022년 수주목표인 3,600억원의 경우 조선업체들이 2021년에 수주했던 물량을 기준으로 산정한 수치이지만, 2022년 조선업체들이 신규로 수주한 선박들이 Series 물량인점을 감안하면 설계기간 단축으로 2022년말까지 추가 수주를 예상하기 때문에 수주 가이드를 5,000~6,000억원으로 상향했다.

**Q7 2023년 이후 수주 가이드는?**

**A7** 연 5,000억원 수준의 수주는 지속될 전망이다. LNG 물동량은 2040년까지 7~8억톤까지 증가할 전망이다, 이는 2021년 전세계 사용량인 3.7억톤의 2배 수준이다. LNG물동량 감안하면 연 40~50척 가량의 LNG운반선 발주는 이어질 전망이다.

**Q8 보냉재의 원재료인 MDI 가격 추이는?**

**A8** 2022년 2월까지 가격 상승 후 하락세, 유가와 무관하게 움직이며 수급상황이 중요하다. 최근 수급 상황 개선으로 하향 안정화 진행 중이다.

**Q9 원재료 가격 하향 안정화 시 조선업체들이 상승한 보냉재 가격을 용인해줄 수 있는지?**

**A9** 현재의 보냉재 판가도 원재료 상승분을 모두 전가한 수준이 아니다. 2022년부터는 전가가 진행되고 있고, 원재료 가격이 상승한 부분에 대해서는 조선소와 소통이 되고 있는 상황이다.

**Q10 매출액의 성장성은?**

**A10** LNG운반선향 보냉재와 연료탱크의 CAPA는 다른 영역이기 때문에 보냉재물량에서 나오는 매출액이 고정됐다고 하더라도, 연료탱크향 매출의 성장은 충분히 가능하다. 또한 조선업체들의 LNG운반선 CAPA 증설이 이루어지면 보냉재향 매출도 성장이 가능하다.

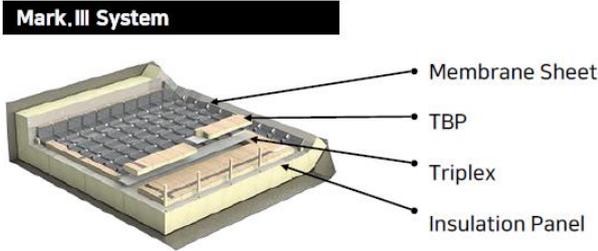
**Q11 연료탱크부문에 대한 가이드는?**

**A11** 연료탱크의 경우 동성화인텍이 1척당 20~40억원 정도 수주를 하는 구조이다. 2025년에는 매출액 1천억 원 후반대를 예상한다. LNG추진선의 경우 2050년까지 약 8천척정도가 필요한 상황이고, 그 중 10%만 수주하더라도 30년간 800척의 일감을 확보하는 계산이 나오기 때문에 매출 성장은 충분히 가능하다.

**Q12 보냉재 CAPA 증설의 시기는? 구체적인 검토 내용은?**

**A12** +20% 증설로 만족할지 더 늘릴지 검토 중이다. 지금 당장 증설이 결정되면 CAPA 증설까지는 9개월 정도 소요를 예상한다.

그림20 PU 단열재 (매출비중 93.8%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
 자료: 동성화인텍

그림21 LNG추진선 도식



자료: 동성화인텍

표10 동성화인텍의 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
매출액	110.2	78.9	70.6	105.3	107.9	420.8	345.9	335.0	231.0	188.1	253.3	388.0	365.0
GPM	16.5%	18.6%	16.5%	13.5%	7.8%	12.4%	12.4%	13.2%	-1.1%	6.9%	20.1%	18.3%	16.1%
영업이익	11.6	8.2	5.4	5.1	1.3	25.5	20.4	13.3	-25.2	-8.5	26.9	32.0	30.2
OPM	10.5%	10.4%	7.6%	4.8%	1.2%	6.1%	5.9%	4.0%	-10.9%	-4.5%	10.6%	8.2%	8.3%
금융손익	-0.8	-0.8	-0.6	-0.8	-0.4	-4.6	-3.1	-2.6	-3.4	-2.7	-3.4	-4.8	-3.0
기타영업외손익	2.0	0.6	1.6	2.3	1.2	-0.9	0.1	1.7	-3.2	2.0	-5.4	-4.7	6.5
자분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	12.8	8.0	6.4	6.6	2.2	19.9	17.4	12.2	-31.7	-9.2	18.1	22.5	33.7
당기순이익	9.8	5.8	5.7	5.1	0.4	23.5	14.2	8.7	-32.2	-10.0	16.9	21.3	26.5
부채총계	138.0	129.0	135.2	152.8	152.6	177.7	168.7	161.6	139.8	131.1	168.2	136.7	152.8
자본총계	115.6	128.2	133.8	142.0	135.3	103.0	113.3	118.5	84.1	73.9	94.9	109.8	142.0
현금	29.7	27.5	22.3	23.2	13.4	9.6	5.0	3.2	14.3	14.6	23.1	23.7	23.2
순차입금	25.2	25.2	39.1	43.9	51.2	102.9	106.5	100.1	86.3	71.7	83.1	38.3	43.9
부채비율	119.3%	100.6%	101.1%	107.6%	112.8%	172.6%	148.9%	136.4%	166.2%	177.4%	177.2%	124.6%	107.6%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 삼영이엔씨 (065570)

### 0. 회사소개

당사는 주로 어선(국내), 레저보트(해외)를 타깃으로 하는 선박전자장비 전문 업체이다. 시장 규모는 5조원으로 상선, 레저보트, 어선을 타깃으로 한다. 제품의 교체주기는 5년 정도이다. 경쟁사는 일본의 Furuno, 미국의 Garmin, 노르웨이 Kongsberg가 있다. 당사는 동남아시아의 성장을 타깃으로 한다.

CAPA는 500억원, 국내 시장 점유율 70%, 수출 비중은 30%이다. 주요 거래처는 중소형선박이다. 선박 건조 후 대리점을 통해 제품을 판매하는 방식이다. 원자재는 국내 70%, 해외 30% 비중으로 조달한다. 원가 비중은 원재료비 43%, 인건비 등 제조경비 27%이다.

### 1. 매출 비중

선박전자장비 80%, 방산장비 19%, 정보통신공사 1%이다. 선박전자장비의 주요 제품은 조난통신장비(GMDSS), 선박내비게이션, 선박자동식별장치, 선박레이더, 어군탐지기 등이다. 방산장비의 주요 제품은 단파통신체계(HF 통신시스템)이다. 정보통신공사의 주요 제품은 선박모니터링시스템(VMS)이다.

동남아시아 매출은 전체 수출액의 50% 수준이다. 베트남과 인도네시아는 각각 수출액의 7~8% 수준이다. 러시아는 단일국가로는 가장 큰 매출 비중을 차지한다.

### 2. 지분관계 및 지배구조

특수관계인의 지분은 29.14%이다.

### 3. 실적 가이드런스

2022년 매출액은 2021년 401억원 대비 15% 내외로 감소할 가능성이 있다. 수익성은 적자가 불가피하다. 단, 신제품인 e-Navi 단말기 매출 확대에 2023년은 매출액의 2022년대비 +20~30% 증가 예상한다. 영업이익률은 +10% 내외로 예상한다.

e-Navi 단말기의 경우 2021년 1차 보급사업 진행으로 43억원 매출이 발생했다. 2025년까지 국내등록선박 80%(약 6만척) 확대 계획이다. e-Navi 도입을 계기로 향후 10년 내 전 세계 약 290조원 규모의 디지털 해양교통정보 시장 형성을 예상한다.

Q&A

**Q1** 2020~21년 이익률 변동폭 확대의 이유는?

**A1** 1) 경쟁심화, 2) 경영권 분쟁에 따른 일회성 비용 증가 때문이다.

**Q2** e-Navi 구축사업관련 해외시장 개척을 위한 국가간 정책적인 차이로 인한 어려움은 없는지?

**A2** 각국의 인프라 구축이 선결 요건이다. 국가간 규제나 보안 관련된 특이사항으로 시장 확대가 저해될 요인은 없다.

**Q3** e-Navi 관련 사업으로 당사가 확보할 수 있는 시장규모는?

**A3** 연간 30조원규모의 e-Navi 관련 시장이 형성되면, 국내 선박의 비중 5~10%인점과 교체주기 5년을 가정하면, 장기적으로 연간 500~600억원 규모의 매출액이 더해질 수 있는 가능성이 있다.

**Q4** e-Navi 단말기의 수익성은?

**A4** 대당 300만원이다. 사업초기에는 R&D비용 반영으로 수익성은 낮으나 수량 확대됨에 따라 수익성 개선을 기대한다. 2021년 500대 2022년 2,000대 이상, 2023년 판매량 증가를 예상한다. 2021년 +5% 내외, 2022년 +10%내외, 향후 추가 수익성 개선을 기대한다.

그림22 E-Navi 단말기 (매출비중 16.2%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 삼영이엔씨

그림23 AIS(선박자동식별장치) (매출비중 8.4%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 삼영이엔씨

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
매출액	5.8	8.8	9.5	16.0	4.6	42.8	34.7	35.8	38.0	35.3	37.0	35.3	40.1
GPM	32.0%	33.8%	20.4%	34.0%	21.8%	41.3%	43.2%	46.2%	42.5%	37.3%	26.6%	20.8%	30.5%
영업이익	-1.3	-0.1	-1.5	4.1	-3.5	7.9	4.9	8.0	5.2	0.9	-2.5	-2.6	1.1
OPM	-22.5%	-1.4%	-15.8%	25.5%	-76.6%	18.5%	14.2%	22.3%	13.7%	2.6%	-6.6%	-7.4%	2.8%
금융손익	-0.3	1.8	0.4	0.0	-0.5	0.7	1.0	0.8	-1.8	0.4	0.6	2.0	2.0
기타영업외손익	-0.6	-0.5	0.1	-3.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.2	-1.2	-11.0	-3.8	-4.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	-2.1	1.2	-1.0	1.0	-4.0	8.6	5.9	8.8	3.2	0.1	-12.9	-4.4	-0.9
당기순이익	-1.2	1.2	-0.7	1.3	-3.0	7.3	5.3	7.6	3.1	0.3	-9.4	-2.4	0.6
부채총계	19.1	21.6	21.6	14.2	16.7	12.5	9.6	8.9	7.4	10.7	11.0	25.6	19.9
자본총계	12.7	15.2	10.5	5.1	6.0	75.5	78.9	84.2	85.1	83.2	75.2	74.5	75.2
현금	5.8	9.0	6.5	3.7	11.6	4.5	12.1	11.1	5.1	8.0	2.1	9.6	3.3
순차입금	25.3	26.0	29.0	19.9	38.0	0.9	-7.5	-7.5	-1.6	-2.2	-3.0	1.3	4.4
부채비율	75.4	76.4	72.7	75.2	75.9	16.5%	12.1%	10.6%	8.7%	12.8%	14.7%	34.4%	26.4%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 조광NI (044060)

### 0. 회사소개

동사는 1968년부터 안전밸브 위주로 생산했고, 더 나아가 수소용, 원전용 등 고부가가치 산업에 집중하려고 한다. 국책과제로 한국형 SMR용 원전밸브에 참여하고 있다. 원전에 가장 핵심적인 부분으로 기존에는 전량 수입하던 부품이다. 지난 6월 28일 에너지기술평가원에서 과제발표를 했고, 이번주 또는 차주 정식승인이 있을 것으로 예상된다. 원전용 밸브는 Q, A, S등급이 있는데, 가장 핵심적인 Q등급의 부가가치는 일반 밸브의 열 배정도이다.

2020년도 매출은 350억원가량이었는데, 2021년은 팬데믹 등 영향으로 315억원을 달성했다. 2022년 상반기 수주액은 175억원 정도로 하반기까지 누계 400억원을 초과하는 수주액을 달성할 것으로 예상된다.

### 1. 매출비중

영업부문은 대리점, EPC, 조선해양, 해외쪽으로 나뉜다. 대리점은 2022년 165억원(46%)을 예상한다. 일반적 소매 외에도 본사가 직접 하지 않는 EPC에 영업활동을 전개한다. EPC는 2022년 113억원(28%) 매출을 예상한다. 평소 경기가 안 좋을 때는 60~70억원 정도이지만, 수주단위가 커서 한번 수주할 때 120억, 150억원까지도 매출이 발생할 수 있다.

조선해양은 올해 64억원(16%) 정도로 전망한다. 최근 한국 조선업황이 좋아지고, 특히 LNG선 발주 증가 추세에 따라 관련 수주가 증가하고 있는 추세이다. 원래 LNG선에는 초저온 안전밸브가 들어가는데, 볼밸브·버터플라이밸브 등 현재 시장을 주로 장악하던 분야에 진출을 하게 되었다. 2022년 7월말까지 로이드선급으로부터 승인을 받을 것으로 예상된다. 레퍼런스가 쌓이고 실제 매출이 일어나면 기존 조선해양이 수주하는 것보다 더 큰 시장이 열릴 것으로 기대한다. 기타는 해외 대리점을 통한 매출이다.

### 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 17.43%이다. 자회사 및 관계회사는 청도조광 특수밸브유한공사(100%), 주식회사 대유(22.2%), 앤디포스(3.96%), 플랫폼 성장컨소시엄(21.62%) 등이 있다.

### 3. 실적 가이드스

동사 취급품목의 가격은 유가에 연동되어있다. 고유가에서 사업주들이 신규투자나 업그레이드를 진행할 것으로, 2023년은 2022년대비 신규 프로젝트가 더 있을 것으로 예상된다. 예를 들면 국내 2023년 S-oil발 수주를 기대한다. 2022년 수주액은 400억원 이상 달성, 2023년에는 초저온 볼밸브 및 버터플라이밸브 진출로 최대 150억원 추가 기대한다. 2023년 총 수주액은 550~600억원을 목표로한다.

## Q&amp;A

**Q1** 조선해양부문은 조선소 상선 물량인지?

**A1** 조선은 선박, 해양은 부유식 설비 등을 지칭한다.

**Q2** 선박 한척당 얼마정도의 밸브 물량이 나올지?

**A2** 일반적인 컨테이너, 벌크선은 선박 크기에 따라 상이한데, 척당 3억원정도 수준이다. 초저온 안전밸브는 척당 15억~30억원 정도가 들어가 훨씬 더 큰 시장이다.

**Q3** 태광, 성광벤드, 하이록코리아와 달리 안전밸브 위주인데, 전방산업은 동일하지?

**A3** 태광, 성광벤드 등은 배관쪽에 소속되고, 동사 아이템은 전기제어쪽으로 분류된다. 프로젝트성 연결이 되어있고 발주시점에 차이가 있다. 배관 위주로 파이프, 피팅이 먼저 발주되고, 그 다음 밸브, 안전밸브가 발주된다.

**Q4** 해외 EPC공사가 나왔을 때 안전밸브 물량은 대리점과 해외지점을 나눠서 매출이 인식되는지?

**A4** 주력으로 하는 EPC사는 삼성엔지니어링, 현대엔지니어링, 대림산업 등 서울사무소에서 영업하는 부분이 있고, 대리점은 그 외에 LG화학, 한화, 두산중공업 등 개별적으로 영업을 대신한다. 거래하는 업체들이 분류가 되어있는 개념이다.

**Q5** 프로젝트당 안전밸브는 몇 퍼센트 정도를 차지하는지?

**A5** EPC가 프로젝트를 수주하면, 자재비, 설계비, 공사비로 나뉜다. 간접비(overhead cost)가 7~8% 수준인데, 동사 아이템은 배관, 전기제어 쪽에 포함되어 2~3% 정도 차지한다.

**Q6** 발주 시기?

**A6** 발주시기는 용접용 피팅과 계장용 피팅 물량의 사이이다.

**Q7** 현재 타겟하고 있는 주요 프로젝트가 있는지?

**A7** 해외는 인도네시아 쪽에 사업계획이 많은데 롯데 라인 프로젝트에 현대엔지니어링과 롯데건설이 참여해있다. 현지 기업이 동일한 카피 플랜트를 계획하고 있어 동사도 참여하려고 하고 있다. 삼성엔지니어링과 대림이 러시아 프로젝트를 진행하고 있는데, 이 프로젝트도 참여하려 한다.

**Q8** 원가에서 주요 원재료비, 노무비 breakdown? 원가단 리스크포인트가 있을지?

**A8** 원재료 가격이 2021년부터 많이 올랐다. 주조가 원재료 중 가장 큰 비중을 차지하는데, 구리, 스테인리스 등 재질로 구성되어있다. 가격상승은 많이 되었으나 회사의 생산성도 향상되었고, 2년간의 구조조정으로 판매관리비쪽에서도 개선되었다. 이에 5월 누계손익은 동기대비 늘어났다. 현재는 구리가격을 비롯해 원자재 가격이 폭락했는데, 매입가격에 즉각 반영은 되지 않지만 2~3개월 텀으로 반영될 것이다. 2022년 5월까지 매출원가는 2021년 대비 소폭 하락, 판매관리비는 5% 이상 하락해 영업이익은 3% 정도 증가했다.

**Q9** 2022년, 23년 주주환원정책은?

**A9** 회사 오너가 바뀌면서 매출 확대, 회사의 성장에 방점을 두는 것 방향으로 변화했다. 우선, 아직까지 외국산 고부가가치 밸브들이 수입되고 있는데, 이 물량을 대체하려 한다. 둘째, LNG선 관련한 초저온 밸브 시

장은 2021년 4분기까지부터 시작해서 설계도면까지 완성했고, 이번 주 제작 완료되어 다음주 로이드 선급 승인을 받고 나면 본격적 영업이 시작될 것이다. 셋째, 원자력 관련하여 신안 신고리 3,4호기 밸브를 두산중공업을 통해 납품했는데, 이걸 부가가치가 낮은 편이었다. 메인으로 들어가는 밸브를 한수원과 과제를 통해 진행 중에 있다.

추가적으로 해외시장을 확대하려면 승인을 늘려야 하는 당위성이 있다. 오만 국영 정유회사에 2022년 실사를 받고 사업주 승인을 목표로 하고 있다. 인도네시아에서도 사업주 승인을 진행 중에 있다. 사업주 추가 승인을 통해 EPC 입찰 확대, 추가 수주와 매출을 기대할 수 있다.

**Q10** 최근 인수한 대유 관련 사업방향성은?

**A10** 대유는 안정적인 비료 사업을 영위하며 꾸준히 성장하고 있다. 10년전 충북 괴산 부지를 매입했고, 경산공장은 도시 개발 계획 때문에 이전을 해야 했다. 공사를 2021년부터 시작해 공장이 한 9월이면 완공이 된다. 예비생산을 거쳐 2022년 12월부터는 확장된 괴산공장에서 생산을 하게 된다. 경산공장 부지는 최근 도로가 생기면서 시세가 많이 오른 상황이다. 나라의 수용되는 부분도 있고 나머지 부분은 매각할 계획이다.

**Q11** 수주 후 매출로 인식되는 리드타임은?

**A11** 대리점을 통한 단납기는 45일정도이고, 프로젝트는 길게는 8개월, 통상 6개월 정도이다.

**Q12** 22년 매출 가이드스 400억원인데, 영업이익률은?

**A12** 모든 제품의 판매대수가 많아지면 고정비를 뺀 이익이 많아지기 때문에 300억원과 400억원 매출의 OPM은 5~10%까지도 차이 날 수 있다.

한수원은 실사용을 전제로 과제를 주는데, 과제가 준공되면 바로 사용한다. 현재 신한울 3,4호기가 재가동되는데, 이때 사용되는 메인밸브인 주증기차단밸브가 40대에 70억원정도로 예상된다. 신고리에 납품했던 일반 밸브는 300대에 40억원 수준이다. 주 원전에 들어가는 밸브는 부가가치가 높다는 것을 강조하고자 한다.

그림24 안전밸브 (매출비중 80.6%)



주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 조광NI

그림25 사용자: 플랜트, 조선, 발전소 등



자료: 조광NI

표12 조광기의 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
매출액	8.6	6.8	6.6	9.5	5.3	26.7	31.3	24.5	20.4	24.6	24.5	34.5	31.5
GPM	38.7%	38.5%	27.4%	52.6%	34.9%	42.9%	46.5%	41.9%	48.9%	46.4%	42.0%	42.3%	40.5%
영업이익	1.3	0.7	-0.1	3.1	0.0	5.9	8.4	3.4	3.9	5.7	4.2	6.9	5.1
OPM	15.4%	10.1%	-0.8%	32.8%	0.8%	22.3%	26.9%	14.0%	19.0%	23.1%	17.1%	20.2%	16.1%
금융손익	-0.7	-0.8	-0.4	-0.4	-0.5	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.5	0.3	-2.0	-2.3
기타영업외손익	3.5	-2.0	-0.1	-0.9	-2.0	-0.2	-1.0	0.9	-0.1	-0.4	0.0	-7.3	0.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	4.1	-2.1	-0.5	1.8	-2.4	5.8	7.4	4.3	4.0	5.8	4.5	-2.4	3.2
당기순이익	3.1	-2.0	-0.3	1.2	-2.0	4.7	7.6	3.5	3.3	4.8	3.6	-3.7	2.0
부채총계	56.8	42.6	41.0	43.8	34.0	18.0	23.1	13.3	7.9	9.5	36.7	38.3	43.8
자본총계	82.4	88.0	85.4	85.0	92.5	35.8	42.1	48.6	51.3	54.3	56.7	74.8	85.0
현금	1.2	9.8	7.6	2.0	1.6	3.2	3.8	11.0	6.6	4.5	6.9	0.8	2.0
순차입금	7.8	8.1	14.8	21.3	17.0	3.5	10.4	-6.0	-7.0	-7.3	6.1	1.5	21.3
부채비율	68.9%	48.4%	48.0%	51.5%	36.8%	50.2%	54.8%	27.3%	15.4%	17.6%	64.6%	51.2%	51.5%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 한라IMS (092460)

### 0. 회사소개

레벨계측 및 자동화 부문 전문기업이다. 레벨계측은 밀폐된 공간에 저장된 액상 제품의 상태를 원격 측정하여 자동으로 제어하고 경보하는 시스템이다. 해당 시스템은 이중선체 내 Ballast, 화물을 계측하고 선실에서 관리할 수 있는 제품군의 세트를 의미한다. 국내 M/S 30% 이상을 확보하고 있다. 원격 밸브 제어장치는 화물을 하역 시 밸브를 자동으로 개폐 되게 하는 장치이며 2022년 상반기에 수주를 150억원 이상 확보하고 있으며, LNG선 비중이 30%기 때문에 가스선 증가에 따라 외형 성장이 기대되는 제품이다.

레벨계측 외에도 Ballast를 살균하는 BWTS 제품도 생산한다. 필터 유/무형 타입 모두 생산 가능하고 지속적인 개발이 필요하다. 연간 30억원 정도의 개발비가 발생하고 있다. 기계사업부는 선박의 안정성을 테스트하는 Test Basin, 크레인, 도크 암, 원치등을 다루는 Special Item으로 나뉜다.

### 1. 매출 비중

매출 비중은 레벨계측은 35%(약 200억원), 원격 밸브 제어장치 22%(약 126억원), 20%(약 BWTS 100억원) 순이다. 주요 거래처는 현대중공업그룹이다.

### 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 57.02%이다. 자회사 및 관계회사는 한라선박기전유한공사(100%), 한라엔앰티(100%), 블루사이언스(31.40%), 해강하이테크(60.00%)가 있다.

### 3. 실적 가이드런스

2022년 수주 목표는 1,000억원, 매출액은 800억원이다. 2021년에는 780억원 수주한 바 있다.

## Q&A

**Q1** 수주-매출 인식 간 리드타임은?

**A1** 조선업체가 선주로부터 수주 후 한라IMS 수주까지 6개월, 수주 후 매출인식까지 1년정도 소요된다. 매출 인식 통화는 달러이다.

**Q2** 원가구성 비중은?

**A2** 원재료비 60~65%, 제조경비 10~15% 정도이다. 연구개발비는 매출액 대비 4%이며 모두 비용 처리된다.



## 태광 (023160)

## 0. 회사소개

본사는 다품종 소량생산으로 피팅 제품 전문업체이다. 종속회사는 HYTC, 파운드리서울이다. 원재료는 파이프 또는 후판이며 파이프는 일본 수입이 많으며 심리스 파이프이다. 플레이트(후판)은 포스코로부터 구매한다. 2016년 이후 자동화 추세에 따라 7대의 로봇 설비 구축을 완료했다.

COVID-19 이후 유가 관련 전 사업부 시황 개선이 확인됐다. 예상보다 시장의 회복속도가 빠르기 때문에 2~3년간의 외형 성장이 기대된다. 거래업체 수는 해외 204개, 국내 114개이며 대부분의 공사에 대한 입찰 및 견적 문의가 가능하다.

2022년 초반 Stainless 및 Alloy 제품에 대한 원가 상승 부담이 있으며 Carbon 제품과 비슷한 수준의 수익성으로 내려왔으나 하반기에는 영업이익률 회복이 예상된다. 피팅 산업의 경쟁 시장은 과점 시장이며 신규 경쟁자의 진입은 불가능하다.

연 CAPA는 별도기준 18.5만톤으로 과거 매출 탑 라인인 3,569억원 당시 CAPA는 17.0만톤이었다. 피팅 제품의 교체주기 10년을 감안하면 2012년 매출 피크 이후의 호 시황의 도래를 예상한다. LNG관련 설비 투자 확대는 시황 상승에 추가 모멘텀을 부여하고 있다. 매출액 3,000억원의 도달 시기는 앞당겨지는 중이다.

HYTC는 2022년 8월 중 상장을 예상한다. 1차 공모가격 기준으로 시가총액은 1,300~1,500억원 수준으로 예상한다. 상장 후 당사 지분율은 38% 내외로 추정하며 연결기준으로 집계될 예정이다. 파운드리서울은 2021년 하반기부터 임대 수익 발생 및 미술품 판매 등으로 BEP 도달을 예상한다.

## 1. 매출 비중

석유화학플랜트 LNG플랜트 등이 주요 비중을 차지, 선박 비중은 10~20%이다.

## 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 45.04%이다. 자회사 및 관계회사는 파운드리서울(91.67%), 에이치와이티씨(50.80%) 등이 있다.

## 3. 실적 가이던스

2022년 가이던스는 별도 매출액 1,900억원 이상, 영업이익률은 Double-digits를 예상한다. 2분기 별도 매출액은 450억원 정도로 예상하며 이익률 개선도 기대한다. 2022년 수주액 예상치는 2,500억원을 상회할 전망이다. 2분기 별도 수주액은 700억원 초반을 예상한다. 본사 기준으로 CAPEX 신규 투자는 없고, 보수 유지용 20~30억원만 예상한다.

## Q&amp;A

**Q1 2분기 이후 원가 상승 전가 정도는? 영업이익률 방향은?**

**A1** 현재는 수주잔고는 Carbon 비중을 의도적으로 높은 상황이다. 아직까지 Stainless / Alloy 제품에 대한 가격 전가가 어려웠기 때문이다. 단, 하반기로 갈수록 100%에 준하는 전가율을 예상한다. 영업이익률은 연 매출액 2,500억원 돌파하면 +15~20%, 3,000억원을 돌파하면 +20% 상회했던 경험이 있다.

**Q2 해양플랜트(FPSO, FLNG)관련 수주 이슈는?**

**A2** 2분기 수주액이 당초 예상치를 상회했고, 호주 Barossa FPSO, Petrobras FPSO, 카타르 North Field Expansion LNG 시설물, 호주 육상 LNG 운송설비, 아랍코 Marjan 프로젝트, 인도네시아 Balikpapan 프로젝트, 베트남 화력발전 물량 등 다양한 프로젝트가 나온 효과이다. 해양플랜트의 경우 조선소들의 국내 조선소 외에도 해외 업체로부터도 수주가 확인되고 있다. 하반기로 진입하면서 피팅업체의 수주잔고 증가 및 가동률 상승이 확인되면 수익성은 더욱 개선될 전망이다.

**Q3 피팅업체 교체사이클 10년을 감안하면, 2022년부터 수주할 수 있는 금액 범위는?**

**A3** 2022년에도 선별 수주 전략을 하지 않는다면 3,000억원 이상의 수주는 가능하다. 단, 수익성 중심의 수주 전략으로 2,500억원 정도를 예상하며 2023년부터 가격협상력이 상승함에 따라 수주액은 더욱 증가할 전망이다.

**Q4 CAPA 증설의 기준은?**

**A4** 설비 기준으로 3,000억원 이상의 매출액을 달성하기에 무리 없는 CAPA이며, 로봇을 활용하고 있기 때문에 2022년은 문제 없다. 2023년부터 매출액이 2,500억원 이상 눈높이가 올라가면 CAPA 증설에 대한 고민도 시작될 수 있다.

**Q5 HYTC 구주 매출 또는 향후 지분율은?**

**A5** 태광은 5년 의무 보유이며, 기타 주주들은 6~12개월 의무 보유 규정이 있다. 상장 후 지분율은 38%로 예상된다.

**Q6 매출액 구성 비중은?**

**A6** 2021년 정유시설물 18%, LNG 가스처리시설 3~4%, 화학처리시설 12%인데, 2022년 1분기부터 15%, 16%, 14%로 비중이 변화됐다. 조선 비중은 2021년 5.4%, 2022년 1분기 4.3%로 비중이 약화된 상황이나 조선업체들 수주잔고 상승으로 비중 상승 예상된다.

**Q7 피팅 제품의 10년 교체주기가 도래했는데 향후 몇 년간 지속될지?**

**A7** 피팅 제품의 교체주기가 도래하면 사실상 새로 증설하는 수준의 물량이 필요하다. 공사기간은 3~4년 인 점을 감안하면, 시황 개선은 당연하다.

그림28 Elbow



자료: 태광

그림29 Tee



자료: 태광

표14 태광의 실적 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
수주액	<b>38.5</b>	<b>38.2</b>	<b>50.2</b>	<b>52.1</b>	<b>53.9</b>	<b>322.9</b>	<b>248.9</b>	<b>214.6</b>	<b>173.3</b>	<b>183.4</b>	<b>225.9</b>	<b>210.2</b>	<b>179.1</b>
매출액	<b>42.8</b>	<b>47.2</b>	<b>49.2</b>	<b>45.9</b>	<b>49.1</b>	<b>271.6</b>	<b>274.5</b>	<b>244.8</b>	<b>184.2</b>	<b>158.6</b>	<b>189.8</b>	<b>188.4</b>	<b>185.1</b>
GPM	16.0%	18.3%	24.9%	19.3%	25.5%	12.6%	14.6%	10.2%	13.3%	14.4%	11.7%	10.1%	19.8%
영업이익	<b>1.8</b>	<b>3.6</b>	<b>5.2</b>	<b>2.9</b>	<b>6.6</b>	<b>12.1</b>	<b>17.9</b>	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>2.9</b>	<b>-3.1</b>	<b>13.5</b>
OPM	4.2%	7.7%	10.6%	6.4%	13.4%	4.5%	6.5%	1.5%	2.4%	2.5%	1.5%	-1.7%	7.3%
금융손익	2.8	0.2	4.5	0.2	2.9	1.0	4.2	6.6	-8.5	10.0	8.9	-4.7	7.8
기타영업외손익	0.1	0.1	0.1	0.5	0.2	-1.9	-0.7	0.0	-17.6	-1.0	-2.1	0.2	0.7
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	4.7	3.9	9.8	3.6	9.7	11.2	21.3	10.3	-21.6	13.1	9.7	-7.6	22.0
당기순이익	4.2	3.5	8.4	2.5	8.5	8.8	15.9	7.9	-16.2	10.0	7.4	-5.0	18.5
부채총계	42.2	44.5	44.5	52.1	52.0	53.6	50.7	39.4	34.8	33.0	44.7	37.4	52.1
자본총계	431.9	435.7	444.0	453.1	458.9	413.0	429.2	435.3	419.2	428.0	434.0	424.4	453.1
현금	43.5	47.6	51.3	42.1	33.9	21.9	36.0	62.7	48.8	55.5	13.0	54.8	42.1
순차입금	-32.7	-47.6	-52.2	-46.7	-50.0	-39.0	-55.5	-80.6	-75.4	-69.6	-33.6	-52.1	-46.7
부채비율	9.8%	10.2%	10.0%	11.5%	11.3%	13.0%	11.8%	9.1%	8.3%	7.7%	10.3%	8.8%	11.5%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 성광벤드 (014620)

### 0. 회사소개

성광벤드는 용접용 피팅 전문 업체이며 Carbon, Stainless, Alloy 제품을 주력으로 한다. 전방산업은 석유화학플랜트, 조선해양, 발전플랜트 등 있다. 원재료는 파이프, 플레이트 이다. 파이프는 일본 수입이 많으며 심리스 파이프이다. 플레이트는 후판이라고 보면 되며 포스코로부터 구매한다. 원재료를 절단하고 성형하고 철판으로 만들 경우 용접까지 한다.

세계 시장 규모는 2021년 기준으로 2.4조원이며, 국가간 피팅 수출액을 합산한 금액이기 때문에 내수 시장을 합하면 2배 수준의 시장규모를 예상한다. 경쟁사는 이탈리아 등 EU지역에 분포돼 있다.

국내 시장 규모는 매출액 100억원 미만 업체를 제외하면 사실상 태광과 내수 시장을 양분하는 구조이다(성광벤드가 소폭 많다).

종업원수는 327명이다. 부채비율 12%이며 무차입 경영을 지속 중이다. 종속회사는 화진피에프는 1~20인치와 작은 카본스틸의 피팅제품 생산에 주력한다. 본사는 소형 규격을 생산하기에는 고정비 부담이 높기 때문이다. 따라서 화진피에프로부터 소형 피팅제품을 납품 받아 상품매출을 영위한다. 화진피에프가 300억원을 매출을 올리면 이중 100억원은 내부거래, 200억원은 자체 매출로 이해하면 된다.

CAPA는 톤수 기준으로는 17.3만톤이며, 판가 기준으로는 3,500억원이다. 피팅업체 특성상 10년 이상의 레퍼런스 없이 신규 경쟁자의 진입은 불가하다. 수출:내수는 6:4(7:3) 정도이다. 지역별 매출 상위 지역은 북미, 아시아, 중동이다.

### 1. 매출 비중

전방산업별 매출 비중은 석유화학플랜트 > 조선해양(10~30%) > 발전이다. 제품별 매출 비중은 Stainless(고수익성)가 50% 정도이며 향후 2~3년간 추세 유지를 예상한다.

2022년 1분기 연결기준 수주액은 802억원으로 전년동기 수주액의 2배수준이었는데, 2분기에도 1분기와 유사한 수주액을 예상한다. 1분기부터 Qatar 프로젝트 물량에 대한 수주가 이어지고 있으며 2022~24년 간 수주를 기대한다.

1분기 Carbon 비중이 상승했던 배경에는 삼성엔지니어링의 멕시코 정유공장 물량 때문이었으나 2~4분기 진행함에 따라 Stainless/Alloy 제품 비중의 상승을 예상한다.

## 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 41.08%이다. 자회사로 화진피에프(100%)를 보유한다.

## 3. 실적 가이드نس

글로벌 피팅 시장은 5~6개 업체가 경쟁하는 시장이다. 2022년 연간 수주액은 2,500억원 이상 예상된다. 2023년에는 중동 공사와 관련된 뉴스가 현실화 되면 연 수주 3,000억원 가능하다. 2022년 매출액은 1분기 실적보다 +20% 이상 성장 가능하다.

### Q&A

- Q1** 수주-매출 인식 간 리드타임은? 2분기이후 수주 분위기는? 단납기 물량이 확보되는 추세인지?
- A1** 2분기 수주액은 1분기와 유사한 800억원대를 예상한다. 2분기부터 Chiyoda-technip으로부터 Qatar 프로젝트 물량을 수주 받았다. 아직까지는 단납기물량이 많이 나오고 있지는 않다.
- Q2** 매출인식 통화는 달러 베이스인지?
- A2** 90% 정도는 달러 베이스이며, 5~10%는 유로화 베이스이다.
- Q3** 원가 구성 비중은?
- A3** 매출 대비 원재료비 33%, 노무비 15%, 제조경비 29%, 판관비 16%이다.
- Q4** 1분기에는 원자재 가격 인상분에 대한 전가가 부족했는데 2분기 이후 예상은?
- A4** 순조롭게 판가를 인상하는 중이다. 수익성에 훼손될만한 수주물량은 없다.
- Q5** 2분기 이후 Stainless/Alloy 제품 비중이 본격적으로 올라오는 시기는?
- A5** 연간으로 봤을 때 카본 비중은 40%, 비-카본이 60% 수준이다. 당초 매출액 1,800억원, 수주 2,200억원으로 가이드نس를 제시했으나 1~2분기 Qatar물량이 확인되면서 눈높이를 높여야 하는 상황이다. 아무리 보수적으로 봐도, 2022년 매출액은 2,000억원 이상, 수주액은 2,500억원 이상으로 예상한다.
- Q6** 향후 유럽지역에서 발주가 나올만한 프로젝트 있는지?
- A6** 유럽지역에서 LNG 터미널 공사가 시작된다면 성광벤드는 입찰할 예정이다. 단, 가시화된 프로젝트는 아직 확인되지 않고 있다.
- Q7** FSRU에 대한 당사의 영업현황은? LNGC보다 납품 금액이 높은지?
- A7** LNGC 1척당 6~7억원의 피팅물량이 투입되는데 FSRU도 그 수준으로 예상한다.
- Q8** 2,500억원으로 상향 조정된 수주 가이드نس를 견인하는 시장은 석유화학플랜트인지? 조선해양인지?
- A8** 석유화학플랜트, 조선해양 모두 절대 수주금액은 증가할 전망이다. 그 중 Qatar프로젝트 물량을 중심으로 석유화학플랜트 물량의 증가세가 현재 더 강하다.

**Q9** LNGC 외에도 일반 상선에 투입될 피팅 물량에 대한 구체적인 설명은?

**A9** 해양플랜트의 경우 대양에서의 거친 환경과 심해를 버텨야 하기 때문에 고수익성의 제품이 투입된다. 해양 플랜트(FLNG, FPSO 등)는 1개 프로젝트 당 계약금액의 2% 정도의 피팅물량이 필요하다.

**Q10** 북미 분위기는?

**A10** 2021년 하반기부터 북미지역으로부터 수주 분위기는 좋으며, 향후에도 1) 고유가, 2) Oil Major들의 그동안의 소극적 투자에 대한 기저효과로 인해 긍정적인 수주를 예상한다.

**Q11** 원가 중 원재료비 외 리스크는? EPC업체들의 물류비 지원 현황은?

**A11** 인건비보다는 운송비 및 포장비가 부담이 될 수 있다. 발주처들이 컨테이너 비용 상승에 대한 지원을 하는 상황이다. 전체 수출액의 80%가 FOB이다. 물류비 급등에 대하여 분기 10~20억원 정도 지원을 받고 있다.



그림30 Elbow (매출비중 79.3%)  
주: 매출비중은 1Q22 연결기준  
자료: 성광벤드



그림31 Tee (매출비중 14.3%)  
주: 매출비중은 1Q22 연결기준  
자료: 성광벤드

**표15 성광벤드의 실적 테이블**

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
수주액	33.2	38.2	59.1	51.9	80.1	288.3	248.5	169.2	172.1	194.5	208.0	148.7	182.4
매출액	36.1	36.3	31.8	32.7	45.4	292.0	249.9	203.1	145.7	169.9	202.4	180.8	136.9
GPM	13.6%	11.2%	9.9%	8.5%	23.7%	28.7%	22.3%	15.7%	3.8%	8.5%	18.0%	15.1%	10.9%
영업이익	-0.6	-0.8	-3.1	-3.6	3.1	53.7	22.8	2.9	-18.6	-14.5	7.0	1.1	-8.1
OPM	-1.6%	-2.1%	-9.8%	-11.0%	6.7%	18.4%	9.1%	1.4%	-12.8%	-8.5%	3.4%	0.6%	-5.9%
금융손익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.7	0.4	1.1	0.5	0.0	0.1	0.1
기타영업외손익	1.2	0.4	2.1	0.3	21.9	3.6	4.4	2.8	-6.8	3.6	2.8	-2.1	4.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	0.7	-0.4	-1.0	-3.3	25.1	57.4	26.5	6.1	-24.3	-10.3	9.7	-0.9	-4.0
당기순이익	0.3	-0.4	-1.0	-0.1	19.8	44.1	19.5	4.6	-16.3	-8.3	6.2	-1.4	-1.2
부채총계	56.9	59.4	56.1	59.3	53.6	101.4	80.2	63.2	52.1	63.7	62.8	56.4	59.3
자본총계	434.6	434.2	433.1	434.5	451.4	452.1	465.5	469.1	450.4	436.0	439.3	437.2	434.5
현금	47.3	55.3	48.5	34.8	39.8	55.9	38.7	59.1	37.5	34.4	43.0	32.8	34.8
순차입금	-40.2	-52.2	-44.6	-30.3	-59.1	-21.1	-17.2	-63.0	-67.1	-35.6	-46.1	-24.9	-30.3
부채비율	13.1%	13.7%	13.0%	13.7%	11.9%	22.4%	17.2%	13.5%	11.6%	14.6%	14.3%	12.9%	13.7%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 하이록코리아 (013030)

### 0. 회사소개

관아음새 및 밸브류를 전문적으로 생산하는 회사이다. 초저온밸브, 에어브레이킹 모듈 등을 생산하는 신평공장을 보유하고 있다. 석유화학, 육·해상 플랜트, 조선 발전플랜트, 반도체, 철도차량, 방위산업, CNG 가스 연료시스템 등 다양한 산업에 제품을 공급하고 있다. 다양한 전방산업으로 특정 산업경기에 민감하게 반응하지 않는다. 하지만 석유화학 및 육·해상 플랜트 매출 비중이 통상 50% 이상 차지하고 있어 해당 산업의 업황이 가장 중요한 요인으로 꼽을 수 있다.

Instrument 피팅과 밸브는 일반 용접형태로 체결되는 배관라인이 아닌 나사형태로 체결된다. 계측장비용 계장라인에 사용되는 비교적 사이즈가 작은 피팅과 밸브이다. Piping 밸브는 석유화학쪽, 육·해상 플랜트쪽에만 사용되고, 배관라인이 직접적으로 체결되는 방식의 비교적 사이즈가 큰 밸브이다. 2010년 중반, 회사가 크게 성장하던 시기에 석유화학, 육·해상 플랜트용 파이프밸브 매출이 크게 증가해 회사실적이 좋아진 경험이 있다. 다양한 계측장비와 Instrument 피팅과 밸브를 종합적인 패키지 솔루션 형태로도 공급하는데, 매출 비중은 높지 않다.

동사의 산업 경쟁력은 피팅과 밸브를 최초로 국산화하여 업계를 선도하고 있다. 오랜 기간 사업을 영위하며 타업체 대비 해외 메이저 거래처에 대한 공급자 승인을 많이 확보했다.

2010년대 중반까지 석유화학 및 육·해상 플랜트 업황이 좋아 회사는 꾸준히 성장하다가 2018년 유가 폭락으로 해양플랜트 발주 감소, 매출 실적이 1,200억원까지 하락한 바 있다. 그 이후 조금씩 회복하고 있는 상황이다. 2022년 고유가, 팬데믹 이후 투자심리 회복으로 회복 중 실적이 개선되고 있다.

### 1. 매출 비중

매출비중은 석유화학 플랜트쪽이 40% 내외, 해양플랜트는 과거 25~30%수준에서 2021년말 기준 10%까지 감소한 상황이다. 다만, 작년에 국내 조선 3사에서 해양플랜트 공사를 5건 수주한 상황이기에 올해는 매출 비중이 조금 더 올라갈 가능성이 있다.

조선은 매출비중 10~15%를 차지한다. 2020년부터 조선 3사의 LNG운반선 수주량이 크게 증가했다. 동사는 일반 상선보다 LNG운반선에 초저온 밸브라는 특수 밸브를 공급하고 있어 조선부문 실적도 조금씩 개선되고 있는 상황이다.

반도체는 삼성전자, SK하이닉스를 중심으로 실적이 발생하고 있다. 2~3년전 삼성전자 평택 고덕 프로젝트를 시작으로 대규모 프로젝트가 예정대로 진행되고 있어 반도체쪽 매출이 빠르게 상승하고 있다. 2022년에도 평택 P3 공사가 예정대로 진행 중이라 2021년에 이어 올해도 사업전망은 양호하다. 향후 삼성전자 P4, P5 투

자계획도 논의는 되고 있지만 경기 불확실성으로 반도체 업황이 나빠지는 추세 등을 고려해서 흐름을 지켜봐야 한다.

기타산업은 철도차량, 우주항공, 일반 산업기계 등을 포함한 모든 사업을 지칭한다. 기타 산업은 비교적 안정적으로 수주나 매출이 발생한다.

제품별 매출비중은 과거 해양플랜트나 석유화학 플랜트향 매출이 많았을 때는 Piping 밸브 매출이 커서 밸브 매출 비중이 높았지만, 최근 해양플랜트 발주 감소 및 피팅이 많이 들어가는 반도체쪽 발주 증가로 최근에는 피팅 비중이 46%, 밸브가 33%를 차지한다.

고객사 기준 지역별 매출은 내수가 55%, 수출 35% 수준이다. 내수 시장에서도 국내 조선 3사 및 EPC 매출 비중이 높아 전체적 엔드유저를 고려하면 수출 중심의 산업구조로 볼 수 있다.

## 2. 지분관계 및 지배구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 41.80%이다. 자회사 및 관계회사는 협동사(50%), Hy-Lok China(60%), Hy-Lok USA(100%), Hy-Lok Europe(100%)가 있다.

## 3. 실적 가이드스

팬데믹 이후 회복기에 진입했다. 최근 2~3년간 보류되었던 투자심리가 개선되고 있다. 가장 중요한 석유화학 및 육·해상 플랜트 쪽은 유가상승에 힘입어 관련 투자 논의도 활발히 진행 중이다.

2022년 1분기 수주 430억원가량으로 최근 2년간 가장 높은 수준의 실적이었다. 매출은 300억원으로 좀 낮았는데, 1분기 오미크론 확산에 따른 고객사의 생산공정 지연 등으로 매출이 지연됨에 기인한다. 이 부분은 순차적으로 매출이 인식될 것으로 유의미한 부분은 아니다.

연초 사업목표로는 수주액, 매출액 모두 2021년대비 10% 성장을 목표로했다. 그런데 유가가 가파른 상승세를 보이며 10%, 20%까지 성장할 수 있을 것으로 예상된다. 매출은 납기 등 고려하여 연초 목표대로 10% 정도 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

2023 년은 2022 년 수주가 예측하는 수준보다 더 성장하게 되면 이월되는 수주잔고가 있어 2023 년 매출은 올해보다 5~10% 더 성장할 수 있다고 전망한다. 경기 변동성이 심해 2023 년 수주 가이드스는 산출하기 어렵다.

## Q&amp;A

- Q1** 1~2분기 용접용 피팅을 생산하는 태광, 성광벤드 수주가 많았는데, 2~3분기 뒤에 수주하는 동사는 3분기 수주 실적에 본격적으로 올라올지?
- A1** 수주는 1분기에도 430억정도면 최근 2년래 최고수준이었고, 2분기도 1분기보다 많은 수주를 달성했다. 동사도 1분기부터 우상향하고 있는 상황이다.
- Q2** 하반기 OPM은 20%까지 올라갈 수 있을지? 원자재가격 상승분이 판가에 전가될 수 있을지?
- A2** OPM 20%는 매출이 선행되어야 하는데, 수주가 2021년대비 크게 늘어났지만, 납기 등을 고려하면 매출은 2021년대비 10% 성장하는 수준으로 예상된다. 매출증가에 따라 고정비 부담 완화는 되겠지만 영업이익 20% 성장까지는 어렵다. 원자재가격은 프로젝트 베이스 입찰로 진행되기 때문에 다른 제조업 대비 판가 전이는 용이하다. 현재도 적절히 대응하고 있다.
- Q3** 매출인식 통화는 달러베이스인지?
- A3** 매출은 기본적으로 원화 50%, 달러 40%, 유로 외 기타 외화 10% 비중을 차지한다.
- Q4** 원재료비, 인건비 등 원가 구성은?
- A4** 동사는 다품종 소량생산 형태로 재료비 비중이 높은 변동비 위주의 생산 구조여서 정확한 비중 구분은 어렵다.
- Q5** 평시 수준 Capex는?
- A5** 노후장비 교체, 신규장비 일부 증설으로 연간 30~40억원 정도 발생한다. 과거 2017년 꾸준히 성장할때 선제적으로 투자를 많이 해두었기 때문에 대규모 자본적 지출 계획은 없다.
- Q6** 전방산업에서 반도체의 비중은?
- A6** 현재 15% 정도 차지한다. 2022년에도 삼성전자 중심으로 꾸준히 발주가 나오고 있어 2022년에도 15~16% 정도를 예상한다.
- Q7** 삼성전자향 P4, P5 매출이 기대되는데, 한 프로젝트당 계약금액은 어느 정도일지?
- A7** 공사가 2년 정도 걸려 수주하게 된다면 약 200억원 이상의 계약을 하게 된다. 순차적으로 진행되어 2023년 P4를 수주하게 되면 2022년 반도체 부문 실적을 이어나갈 수 있는 수준이다.
- Q8** 석유화학 플랜트부분 보수적으로 말씀하셨는데, 원전향 계장용 피팅 투입 가능성은?
- A8** 과거 국내 원전 공사가 활발했을 때도 매출비중은 미미했다. 원전 시스템 설계상에서 피팅·밸브는 크게 필요하지 않다. 소형원전 비중이 확대되다 하더라도 회사입장에서 큰 기대는 없다.
- Q9** 계장용 피팅의 경쟁강도 및 주요 경쟁사는?
- A9** 글로벌로는 미국 상위 업체인 스웨이즈락, 파커가 있다. 두 업체가 Instrument 피팅·밸브 시장을 양분한다. 국내에는 디케이락, 비엠티와 경쟁한다. 진입장벽이 높은 편으로 경쟁은 제한적이고, 경쟁구도에서도 큰 변화는 없다.

**Q10** 마진측면에서는 어느 산업이 좋을지?

**A10** 산업별 수익성을 크게 차이를 두고 있진 않다. 다만, 석유화학, 해양플랜트에는 Piping밸브가 들어가는데, 기술적 난이도가 높고, 사이즈가 크고, 특수소재를 사용해 일반제품보다 마진이 최소 5~10% 정도 높게 책정된다.

**Q11** LNGC, 플랜트로 구분했을 때, 수주를 받을 수 있는 금액은?

**A11** LNGC 선가는 한 척에 2,000억원 이상인데, 동사는 그 중 2~3억정도 수주하게 된다. 금액은 전체 선가대비 낮은 수준이다. 동사 실적에 폭발적 영향을 주진 못하지만 최근 발주에 따라 물량이 많아져 성장동력으로 보탬이 되는 상황이다.

**Q12** 반도체 해외쪽 증설이 있다면 동사는 레퍼런스가 있는지? 추가적으로 더 들어갈 수 있을지?

**A12** 삼성전자나 SK하이닉스가 해외에 증설하게 된다면 동사에 좋은 기회가 될 수 있다. 과거 중국서안 삼성전자를 통해서 제품을 납품한 이력이 있다. 최근 삼성전자는 미국쪽 투자를 논의하고 있는데, 아직 현지 로컬 룰 등이 명확히 수립되지 않아 제약이 없다면 동사도 참여할 수 있을 것으로 본다.

**Q13** 미국 판매법인 실적이 좋았는데, 이유는?

**A13** 미국법인은 하부 대리점형태의 네트워크 영업을 하고 있는데, 팬데믹 회복에 따른 일반적인 교체 물량이다. 대형 프로젝트는 없고, 2분기에도 미국쪽은 매출이 늘어날 것이다.

**Q14** 용접용 피팅 업계는 1분기 카타르 물량이 도움이 됐는데, 계장용 피팅이 용접용보다 2~3분기 래깅해서 나온다면 동사도 유의미한 수주가 있지 않을까?

**A14** 성광, 태광은 동사보다도 경쟁이 제한적이고, 플랜트 매출비중이 높아 수혜를 볼 수 있었다. 동사는 경쟁업체가 더 많다. 카타르에서 진행 중인 일부 공사에 2분기에 동사도 수주했다. 그 외에도 입찰에 적극적으로 참여하고 있지만 수주불확실성이 있어 지켜볼 필요가 있다.

**Q15** 배당 계획은?

**A15** 일반 제조업 대비 수익성이 높은 특징과 2010년 중반 매출 및 영업이익이 가파르게 성장했을 당시 축적해놓은 현금이 이어지고 있다. 최근 몇 년간 500원 수준을 유지하고 있는데, 2018년 매출이 하락했을 때도 배당을 유지한 바 있다. 최근 실적 회복이 있었지만 과거 수준만큼은 아니다. 2022년 배당은 아직 논의된 부분은 없다.

**Q16** 팬데믹 당시 매입한 자사주 처분 계획?

**A16** 코로나에 의한 주가하락으로 자사주를 매입했는데 현재 처분 계획은 없다.

**Q17** 동사는 용접용 피팅과 비딩을 같이 들어가는지?

**A17** 성광밴드, 태광과 제품 카테고리가 달라 비딩은 따로 들어간다. 입찰 시기도 1~2분기 정도 후행한다.

**Q18** 경쟁업체 중 망한 곳은 없었는지?

**A18** 용접용 피팅과 달리 계장용 피팅·밸브는 수익성이 높아서 실적위기에도 도태된 업체는 없었다. 경쟁구도도 유지되었다.

**Q19** 비딩할 때 친한 건설사가 있으면 수주에 유리한지?

**A19** 전체적으로 국내 EPC나 조선사는 국내 업체 제품을 사용하고 싶어한다. 동사가 품질 안정성이 높아 선호하지만 가격 등을 고려해서 선정하게 된다. 특정 업체 특별한 관계를 맺는 건 없고, 매년 입찰 때 가격을 잘 내는 것이 중요하다.

해외는 진입하기 조금 더 어렵다. 동사보다 품질이 우수한 해외업체를 선호하는 경향이 있는데, 동사는 상위 경쟁사 대비 가격경쟁력을 갖추려고 노력하고 있다.

**Q20** 용접용 피팅은 시황이 좋다고 했는데, 오히려 후방에 있는 동사는 시황을 부정적으로 판단하는 이유는?

**A20** 동사는 용접용 피팅과 달리 경쟁이 심해 수주 확률 등 상황도 고려가 필요하다. 성광벤드·태광은 플랜트 발주 감소로 최근 실적이 좋지 않았다. 조선플랜트 비중이 높아 시황 개선을 더 강하게 체감한 것으로 판단한다. 동사는 계속 2018년부터 회복세에 있었다.

**Q21** 2023년 반도체 부문 수주액 15% 증가를 전망하는 배경은?

**A21** 현재 비중이 15~17%이고, 삼성전자의 P4, P5가 진행되더라도 절대적 투자금액은 비슷해 전체적 비중은 유지할 것으로 판단한다.

**Q22** 수주 후 매출인식까지 래깅타임은?

**A22** 산업별로 차이가 있는데, 반도체는 납기가 짧은 편으로 빠르면 1개월 늦어도 3개월 내로 납품한다. 플랜트는 납기가 길어 6개월~1년정도 소요된다.

최근 조선쪽은 LNGC 발주가 많고, 도크가 가득 차있는 상황으로 2022년 수주한 물량도 납기 자체는 2024-25년으로 넓게 분산되어 있다.

**Q23** 현재 비용 구조를 고려했을 때, 매출이 어느 정도 올라와야 20% 마진을 회복할 수 있을지?

**A23** 다품종소량생산 형태로 생산해 개별 원가를 추정하기는 어렵다. 분기별 영업이익도 결산이 되어야 알 수 있다. 최근 원자재값이 가파르게 인상되며 원가측면에서도 영업이익률 추정이 어렵다. 2022년 매출액이 늘어나며 영업이익률이 전년보다 개선되는 것은 맞다.

그림32 주요 제품

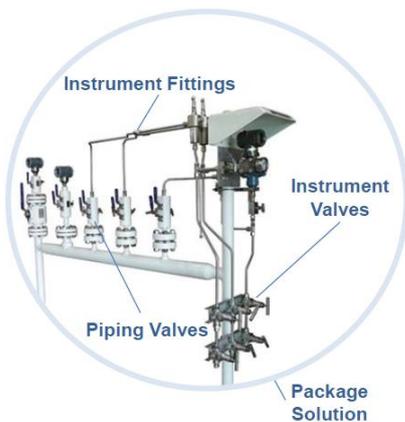


그림33 계장용 피팅(매출비중 39.6%)



자료: 메리츠증권 리서치센터

주: 매출비중은 1Q22 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

**표16 하이록코리아의 실적 테이블**

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
수주액	31.8	37.6	34.9	38.1	43.8	213.4	190.6	165.2	134.5	138.8	134.1	129.3	142.4
매출액	37.4	38.3	35.2	35.9	34.3	193.0	209.2	177.1	182.7	124.3	142.1	138.2	146.7
GPM	25.7%	28.2%	31.7%	29.0%	31.5%	38.4%	36.3%	31.4%	31.6%	28.2%	26.1%	28.0%	28.6%
영업이익	3.8	4.5	6.6	4.0	5.2	49.0	53.6	37.3	35.5	10.8	14.9	16.2	18.9
OPM	10.3%	11.7%	18.8%	11.0%	15.3%	25.4%	25.6%	21.0%	19.4%	8.7%	10.5%	11.7%	12.9%
금융손익	2.2	0.4	2.2	1.6	1.5	1.2	2.6	1.9	-0.5	3.3	4.1	-2.6	6.4
기타영업외손익	-0.1	0.2	0.2	0.4	0.1	-0.8	0.8	0.7	-3.8	2.0	-0.4	-3.4	0.7
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	6.0	5.0	9.1	5.9	6.8	49.4	57.0	39.9	31.2	16.1	18.7	10.2	26.0
당기순이익	4.5	3.5	6.8	4.7	5.1	38.2	43.2	30.2	23.6	12.2	13.6	6.5	19.5
부채총계	36.1	31.7	31.9	31.7	36.2	56.7	49.8	44.5	44.5	28.7	32.3	32.0	31.7
자본총계	332.3	335.9	343.8	348.1	348.3	248.9	285.4	308.9	335.0	342.6	349.0	333.1	348.1
현금	23.4	23.7	24.9	66.1	44.6	22.2	28.9	17.4	54.3	31.2	24.6	38.3	66.1
순차입금	-156.3	-162.0	-172.1	-176.1	-176.8	-75.3	-101.0	-108.9	-136.5	-135.9	-151.8	-154.4	-176.1
부채비율	10.9%	9.4%	9.3%	9.1%	10.4%	22.8%	17.5%	14.4%	13.3%	8.4%	9.2%	9.6%	9.1%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 디케이락 (105740)

### 0. 회사소개

밸브와 계장용피팅 전문 업체이다. 계측 장비에 투입되는 2인치 이하의 피팅과 밸브 사업을 영위한다. 신사업 진출을 완료했으며 1) 반도체용 UHP 피팅 및 밸브 제품, 2) 플랜트 프로세스용 대형 볼밸브 제품이다. 미래 먹거리인 수소 시장 개화 시 제품 공급이 가능하도록 인증을 마친 상황이다. 항공산업의 경우 KF-21 시제기 6대에 국산화된 피팅제품 공급을 완료했다. 래드캡 미국 항공 인증까지 완료되면, 추가 114대에 납품될 물량 수주를 기대할 수 있다. LNG추진선대 확대를 대비하여 LNG병커링산업용 제품을 개발하여 인증을 마친 상황이다.

김해에 3개 공장이 있다. 1공장은 5,000평 규모이고 계장용피팅 및 밸브류를 생산하며 CAPA는 1,000억원이다. 2공장은 3,200평 규모이고 반도체용 피팅 및 밸브류를 생산하며 CAPA는 600억원이다. 3공장은 2,043평 규모이고 볼밸브류를 생산하며 CAPA는 400억원이다.

반도체용 피팅 및 밸브 사업 전략은 3단계로 나뉜다. 1) 국내 반도체 설비 장비업체에 제품을 공급하고, 2) 국내 삼성전자, 하이닉스 등에 공급하고, 3) 해외 반도체 제조사까지 공급하는 전략이다. 현재는 2.5단계 수준으로 판단한다.

### 1. 매출 비중

전방산업별 매출 비중은 Oil & Gas 50%, Petrochemical 10%, Plant 10%, 반도체 10%, 기계장치 10%, 조선 5%, 기타(수소, 항공 등) 5%이다. 지역별 매출 비중은 북미 exposure가 23%이고, 중동지역도 유의미한 매출이 발생하고 있다. 유럽은 독일과 오스트리아 중심으로 성장이 확인되고 있다.

### 2. 지분관계 및 관계구조

최대 주주 및 특수관계인의 지분은 40.82%이다. 자회사 및 관계회사는 DK LOK Middle East Fittings&Valves L.L.C(100%), SITINDUSTRIE VALVOMETAL DK - VALVE DIVISION s.r.l.(100%), 시턴더스트리밸브메탈코리아(100%)가 있다.

### 3. 실적 가이드스

2022년 수주액 1,200억원 매출액 1,000억원 영업이익률은 +13% 이다. 2023년은 +20% 성장을 목표로 제시한다.

**Q&A**

**Q1** 러시아에 대한 exposure는?

**A1** 2021년 매출 80억원 정도, 2022년 상반기 60억원 정도이다.

**Q2** 수소시장 개화 시기는? 시장 개화 시 예상 수주 물량은?

**A2** 2021년 매출 20억원으로 아직 미미한 수준이다. 정책과 인프라가 확충돼야 한다. 넥소형 매출은 발생하고 있으며 개발 중인 상용차에도 협업 중이다.

**Q3** 항공산업의 경우 래드캡 인증 시 매출 가이드스는?

**A3** 시제기 6대 납품 완료했고, 래드캡 인증이 확보되면 제품을 공급할 수 있는 범위가 확대된다. 대당 1억~1.2억원 정도의 피팅 물량을 예상한다.

**Q4** 삼성전자나 하이닉스 증설 시 계장용 피팅의 수주 Pool은?

**A4** 10 개 업체가 경쟁하는 시장이다. 디케이락은 반도체 및 디스플레이용 피팅 제품 외 레귤레이터와 IGS 제품까지 개발을 완료한 상황이다. 국내 시장에서의 경쟁강도가 심하더라도 해외 시장을 진출할 수 있다.

**Q5** 유가 낙폭에도 불구하고, 향후 2~3년간 시황 개선은 확실한지?

**A5** Oil rig 수를 시황 지표로 참고하고 있다. 팬데믹 발생 직후 200 개 중반까지 떨어졌으며 700 개까지 다시 올라온 상황이다. 코로나 전 수준인 1,100~1,200 개까지 회복을 하는 시차로 최소 1.5~2 년 정도는 필요한 상황이다. 중동지역에서 지연됐던 프로젝트가 재개됨에 따라 피팅제품에 대한 수주 문의는 증가하고 있다.

**Q6** 2023년 실적 목표치인 +20% 성장을 견인할 주요 지역은?

**A6** 유럽 및 북미지역에서 주목하고 있는 프로젝트가 확인되면 2023 년에도 +20% 성장이 가능하다.

**Q7** 용접용피팅산업 대비 계장용피팅산업 내 경쟁 상황이 더 심한지?

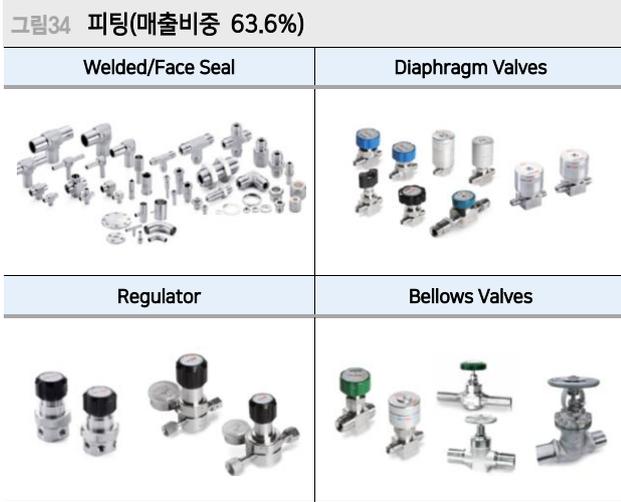
**A7** 시장 선점 차원에서 판가를 낮출 가능성은 있으나, 2021 년에만 +5% 이상 판가 인상을 진행했다. 계장용피팅의 경우 북미, 유럽지역에서의 쌓아온 레퍼런스로 경쟁력이 있는 상태이다. 중동지역은 해외 경쟁업체와 경쟁이 더 심하다. 원/달러 환율 상승에 따라 추가적인 판가 인상 효과도 누리고 있다.

**Q8** 매출 인식 통화는?

**A8** 90%가 달러, 나머지는 유로화이다.

**Q9** 중동지역에서 경쟁이 심화된 이유는?

**A9** 팬데믹 이후 재개되는 주요 프로젝트를 주목한 업체들이 중동지역에 영업의 포커싱을 둔 영향이다.



주: 매출비중은 1Q22 기준  
 자료: 디케이락, 메리츠증권 리서치센터



주: 매출비중은 1Q22 기준  
 자료: 디케이락, 메리츠증권 리서치센터

**표17 디케이락의 실적 테이블**

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
한국조선 수주액	14,397.8	17,042.6	10,357.0	8,459.7	15,865.5	35,230.9	27,029.0	5,111.2	19,555.6	29,682.7	26,632.7	22,347.5	50,257.0
<b>매출액</b>	<b>18.4</b>	<b>24.3</b>	<b>19.1</b>	<b>23.8</b>	<b>21.5</b>	<b>59.1</b>	<b>54.3</b>	<b>52.0</b>	<b>53.6</b>	<b>66.5</b>	<b>74.4</b>	<b>71.2</b>	<b>85.5</b>
<i>GPM</i>	20.3%	26.2%	28.7%	31.3%	24.1%	30.3%	24.8%	22.9%	21.5%	26.4%	30.4%	20.8%	26.9%
<b>영업이익</b>	<b>0.5</b>	<b>2.7</b>	<b>1.6</b>	<b>3.6</b>	<b>0.2</b>	<b>6.9</b>	<b>4.5</b>	<b>2.7</b>	<b>1.8</b>	<b>5.9</b>	<b>9.8</b>	<b>2.7</b>	<b>8.4</b>
<i>OPM</i>	2.8%	11.0%	8.4%	14.9%	0.8%	11.7%	8.3%	5.1%	3.3%	8.8%	13.2%	3.9%	9.8%
금융손익	1.0	-0.3	-2.1	1.3	-1.2	-0.1	-0.3	0.3	-0.3	0.1	-0.7	-1.9	-0.1
기타영업외손익	0.6	0.0	0.8	0.1	0.6	-0.1	0.5	0.0	-1.1	0.5	0.5	-1.0	1.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	2.2	2.4	0.3	5.0	-0.5	6.8	4.7	3.0	0.4	6.5	9.7	-0.2	9.8
당기순이익	1.8	1.9	0.2	5.1	-0.5	5.7	4.0	2.6	0.5	5.6	8.5	0.1	9.0
부채총계	52.7	56.6	57.7	54.5	58.6	24.5	21.0	20.2	22.4	24.5	30.8	55.2	54.5
자본총계	91.9	93.9	94.2	98.9	96.8	73.9	76.1	77.5	77.1	84.7	92.9	91.6	98.9
현금	13.6	13.8	11.7	9.7	9.5	9.8	1.7	7.9	8.8	3.4	5.2	20.0	9.7
순차입금	12.0	12.3	15.6	16.6	17.4	-4.4	1.8	-3.2	-1.7	2.7	5.5	10.3	16.6
부채비율	57.3%	60.2%	61.2%	55.1%	60.5%	33.2%	27.6%	26.1%	29.0%	29.0%	33.2%	60.2%	55.1%

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율