



| 금속/기계 |

성광벤드(014620.KQ)

넉쿨째 굴러온 당신, LNG

국내 피팅 1위 성광벤드, 수주세 가속도는 마하 10

1980년 설립된 성광벤드는 금속 관이음쇠를 주사업으로 영위하는 기업이며, 2001년 코스닥 시장에 상장되었다. 산업용 피팅 시장에서 적수 없는 국내 시장점유율 1위 기업이다. 2Q22 매출액은 671억 (YoY +84.7%, QoQ +47.9%), 영업이익은 87억(YoY 흑자전환, QoQ +185.5%)로 실적이 대폭 개선되었다. 2Q22 신규수주는 약 800억원으로 8년만에 분기 사상 최대의 수주 금액을 기록, 조선 및 플랜트 산업 호조에 따른 수요 증가로 해석된다. 업황 턴어라운드 따라 높은 영업 레버리지가 기대되며 LNG 생산에 따른 고부가가치 위주 제품 MIX를 통해 본격적인 성장 궤도에 오른 것으로 전망한다.

[Investment Points]

1. 북미: 최대 규모 LNG 터미널 착공으로 수주는 “거침없이 HIGH Q”

러시아-우크라이나 전쟁 나비효과와 결과는 미국을 넘어 동사의 북미 매출액에 영향을 미칠 전망이다. 1) 동사 수출 매출의 70%가 미국에서 발생, 2) 25-26 예정된 최대 규모의 미국 LNG 터미널 신규 건설, 3) 터미널 건설 시차에 따른 22-23 피팅 발주 수혜가 예상되기 때문이다. 진행중인 5개의 LNG 터미널 프로젝트가 완공된다면 25-26년 두 해 동안 미국 신규 LNG 터미널 피크 수출 용량은 약 75MTPA, 연평균 37.5MTPA에 달한다. 이에 따라 북미 신규 피팅 수주액은 2H22 282억, 1H23 400 억원으로 전망한다. 북미 프로젝트에 대한 매출을 합산했을 때 23년 약 650억원의 매출이 예상되어 수주의 성장이 본격화되는 원년이 될 것이라 판단한다.

2. 중동: 피팅계의 화수분, 플랜트 건설에 따른 구조적 수혜

유가 상승으로 자금력을 갖춘 중동 국가들의 LNG 플랜트 건설은 동사 피팅 수주에 연쇄적인 영향을 미친다. 22년 하반기부터 23년 상반기까지 동사 매출에 반영될 중동 플랜트 프로젝트는 1) Aramco Jafurah Gas Process Package, 2) NFE EPC-2 Project, 3) Basra Oil Company 고도화 설비가 있다. 22년 하반기에는 바스라 정유공장 프로젝트와 NFE 프로젝트로 인한 약 254억원의 수혜가, 23년 상반기에는 아람코 프로젝트가 가세하여 약 440억원의 매출 수혜가 기대된다.

3. 강남은 친구 따라, 성광은 조선 따라

2021년 글로벌 LNG운반선 수주량은 작년대비 50% 증가하여 75척을 기록, 올해는 상반기에만 89척을 수주해 증가세를 보였다. 조선업의 업황 호조로 동사의 피팅 수주액은 증가세를 보이고 있다. 더불어 국내 빅3 조선사의 2Q21 이후 수주가 상승세를 보이고 있어, 12개월의 시차에 따라 2Q22 이후 동사 또한 약 60억원의 매출 호조가 기대되는 상황이다.

[Valuation]

동사의 주가 추정 기법으로 PER Valuation 방법을 채택하였다. 1) 코로나 영향권에서 벗어나 양(+)의 순이익이 발생하고 있으며, 2) LNG사이클로 인해 중장기적 고성장이 예상되며, 3) 이러한 수주실적이 이익에 즉각 반영되는 사업의 특성 때문이다. 예상되는 수주 호황이 당사가 겪었던 산업재 사이클과 해양 사이클과 유사할 것이라고 판단, Historical Target PER을 사용하였다. LNG 사이클규모와 리스크를 고려하여 각각 10% 할증, 30%할인을 적용,

12개월 목표가는 20,819원, 상승여력 42% 제시한다.

투자 의견 BUY

목표주가 20,819원

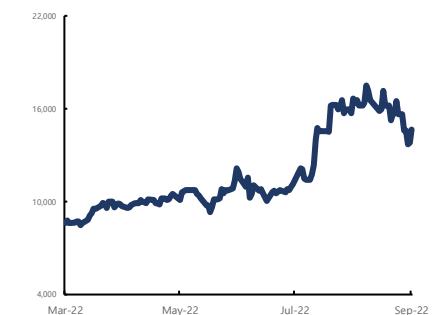
현재주가(09.30) 14,650원

상승여력 42%

Stock Data

KOSPI(09/30)	2,155
KOSDAQ	672
시가총액	4,176억원
발행주식수(주)	28,600,000
52주 최고/최저(₩)	17,650/7,340
외국인지분율(%)	8.03%
주요주주(%)	인제빌 외 4인 36.36%
	금민연금공단 5.05%
	자사주 2.35%
주가상승률(%)	1개월 -12.01%
	6개월 70.15%
	12개월 71.35%

Stock Price



Research Team 2

팀장	34기 김유진	yujin116017@gmail.com
팀원	26기 최성민	smchoi0916@naver.com
	34기 하승주	Seungjooha6@naver.com
	35기 김휘석	Rlagnltjr2@naver.com
	35기 성지용	giyong08@naver.com
	35기 이승욱	dltmd01789@gmail.com

I. 기업개요

성광벤드

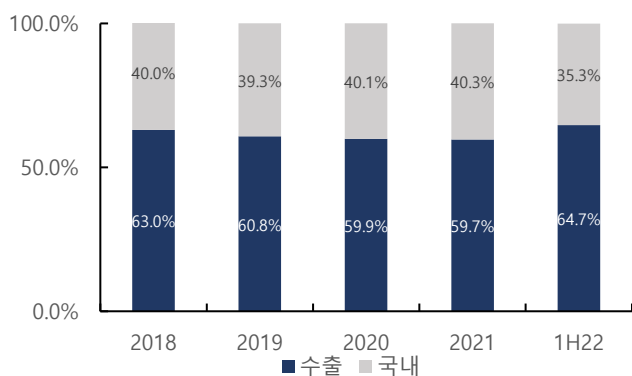
피팅 시장

국내 1위 점유율

성광벤드

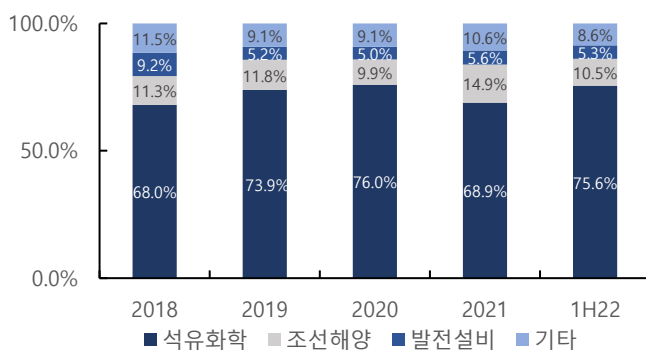
동사는 산업용 피팅 시장에서 매출액 기준 국내 점유율 1위 기업으로, 용접용 관 이음새를 제조·판매하는 사업을 영위하고 있다. 용접용 관 이음새는 유체, 가스, 증기 등을 이송하는 배관의 방향 및 크기 변경에 사용되는 배관재로 1H22기준 94%의 매출을 차지하는 동사의 주력 상품이다. 해당 배관재는 석유화학, 조선, 원자력 등 다양한 전방산업의 핵심부품으로 동사는 수주를 받아 제품을 생산한다. 석유화학 75.6%, 조선해양 10.5%, 발전설비 5.3%로 석유화학 산업에서의 매출이 가장 크다. 국내 최대 피팅 생산능력 보유로 최단 납기가 가능한 동사는 국내뿐만 아니라 중동, 북미, 아시아, 유럽, 아프리카 등 다양한 해외 수주를 통해 평균적으로 60%의 수출 비중을 지속하고 있다.

성광벤드 18~1H22 매출액 기준 국내-수출 비중



출처: 성광벤드, RFS Team 2

성광벤드 18~1H22 전방산업별 매출추이



출처: 성광벤드, RFS Team 2

수주실적과 매출은 양의 상관관계

전년 동기 (1H22)

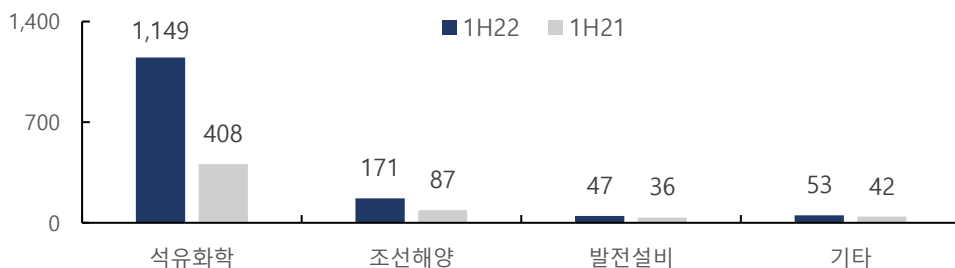
대비 크게 증가한

수주 실적

동사는 수주를 받아 제품을 생산 및 판매하는 기업인 만큼 동사의 수주액과 매출액은 매우 강한 상관성을 가진다. 따라서 매년 수주 양이 증가할수록 동사의 매출 성장은 큰 폭으로 증가한다. 22년도 상반기 사업부문별 동사의 수주량은 석유화학 1,149억원(+181.6% YoY), 조선해양 171억원(+96.6% YoY), 발전설비 47억원(+30.6% YoY), 기타 53억원(+26.2% YoY)으로 전 산업에서 전년동기대비 높은 수량을 기록했다.

1H22 전방산업별 수주실적

(단위: 억원)



출처: 성광벤드, RFS Team 2

피팅이란 무엇인가?

피팅이란 배관재를
연결하는 관이음쇠

피팅(Fitting)은 조선/해양/건설 등 전방산업의 설비, 구조물에 설치되는 배관재를 연결하는 관이음쇠이다. 주로 배관의 방향을 바꾸거나, 관경을 변화시킬 때, 주 배관에서 분기하여 배관을 할 때 사용된다. 주요 품목으로는 21년 기준 매출의 66%를 차지하는 ELBOW, TEE(18%), REDUCER(10%), 기타(6%) 등이 존재한다. ELBOW는 배관에서 방향을 전환할 때 사용되며 45도, 90도, 180도로 제작된다. TEE의 경우 주배관에서 분기를 하고자 할 때, REDUCER는 사이즈가 다른 배관을 연결할 때 사용되는 피팅류이다. 세가지 관이음쇠 모두 배관을 사용하는 산업류에 필수적인 품목이다.

Elbow



출처: RFS Team 2

Tee



출처: RFS Team 2

Reducer



출처: RFS Team 2

피팅류 국내 1위 점유율 속 높아지는 가격 협상력

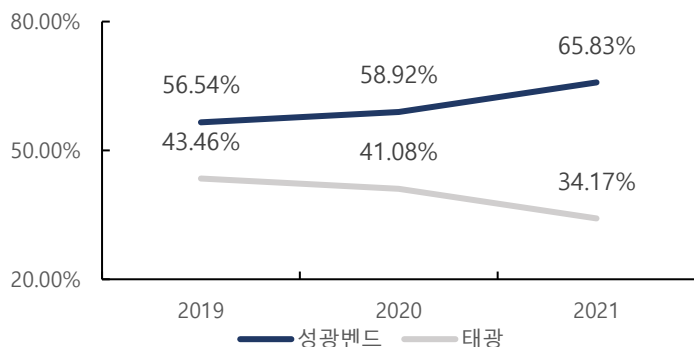
국내 점유율은
66%

글로벌 점유율은
12.5%

국내 피팅 산업은 2021년 기준 성광벤드와 태광이 66%와 34%로 각각 시장을 양분하고 있다. 피팅 산업은 주문주의 다양한 요구에 대응할 수 있는 금형 틀, 프레스를 기반한 대규모 장치 산업이다. 조선/해양/유상플랜트 등 다양한 설비에 맞춤으로 제작을 해야함으로 다양한 금형 틀이 필요하며, 적재적소에 필요한 제품 및 생산능력이 필요하다. 이처럼 대규모 부지 와 대형 기계설비를 필요로 하는 피팅 산업은 막대한 초기 투자비용이 필요하기에 신규진입이 매우 어렵다. 이에 따라 향후 국내에 동사에 대항할 적수는 없다고 판단한다. 또한 피팅 산업 내 국내 글로벌 점유율이 12.15%인 점을 고려하면 동사가 받는 글로벌 수주가 적지 않은 물량임이 확인된다.

2021년 국내 Fitting산업 시장점유율

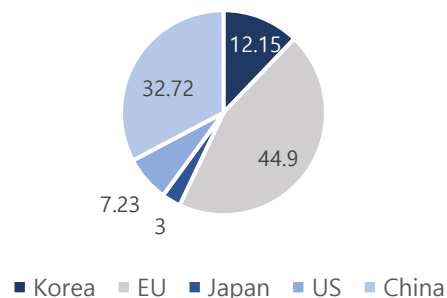
(단위: %)



출처: 성광벤드 IR, RFS Team 2

2021년 전세계 Fitting산업 시장점유율

(단위: %)



출처: 성광벤드 IR, RFS Team 2

II. Investment point

1. 북미: 최대 규모 LNG 터미널 착공으로 수주는 “거침없이 HIGH Q”

러-우 사태로 비롯된 미국산 LNG 수요 증가의 나비효과

러시아산 가스의 대안으로
떠오른 미국 LNG

러시아-우크라이나 전쟁이 촉발한 유럽의 LNG 쇼티지는 북미 LNG 수출 터미널 사업 승인을 앞당긴다. 유럽은 전쟁으로 인한 미국의 제재와 러시아의 자원 무기화에 따라 러시아산 에너지 수입에 제약을 받고 있는 국가이다. 3월 발표된 REPowerEU 입법안에서는 기존 41%의 비중을 차지했던 러시아산 천연가스 의존도를 올해 말까지 2/3 수준으로 축소, 2030년까지 완전히 독립하겠다는 내용이 담겨 있다. 따라서 유럽이 대체 수입국과 대체 자원을 구하기 위한 발 빠른 움직임을 보여야 하는 환경 하에서 러시아 외의 수입산 LNG가 러시아산 가스의 핵심 대안으로서의 역할을 담당할 수밖에 없다고 본다.

EU, 겨울철 전력난 대응책
을 마련하지 못한 양상

유럽 내 천연가스 재고 비축 달성 현황을 살펴보면 주요 유럽 국가들의 경우 당초 목표한 80% 이상의 재고 비축을 완료했으나, 이는 난방 수요가 본격화되는 11월 이전 전력난 방지를 위한 최소한의 안전장치로 판단된다. 실제로 주요국 외 루마니아, 오스트리아, 헝가리를 비롯한 일부 중앙유럽 및 동유럽 국가들의 경우 아직 겨울철 전력난 등에 대한 대응책을 충분히 마련하지 못한 상황이다. 러시아발 에너지 공급 우려는 금년 겨울을 넘어 향후에도 지속될 것이라는 전망이 제기되고 있는 바, 유럽 최대 LNG 공급처인 미국에 대한 LNG 수요는 더욱 커질 것으로 예상된다.

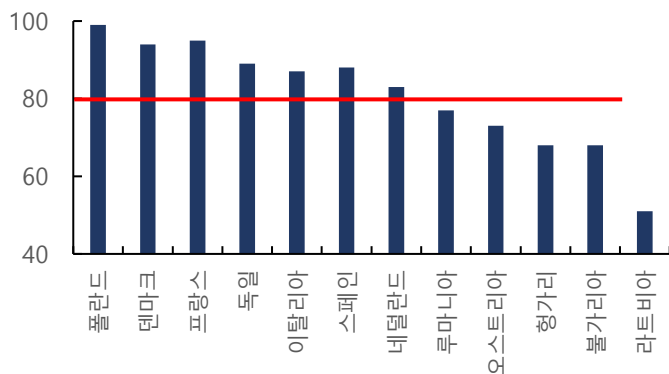
- LNG 수요 증가

세계 1위 LNG 수출국 미국,
68%를 유럽으로 수출

EIA에 따르면 2022년 상반기 미국은 세계 1위 LNG 수출국으로 부상했다. 유럽이라는 대규모 시장을 선점하기 위한 각국의 움직임이 본격화되는 상황 속 미국의 신속한 대처는 21년 이후부터 돋보였다. 호주와 카타르산 LNG는 상당 부분 아시아향 국가와 장기 공급 계약을 체결했으나, 미국의 경우 스팟 또는 단기 계약 비중이 높아 유연한 공급 변동에 대응할 수 있었기 때문이다. 6월 미국은 57bcm(billion cubic meters) LNG 중 68%에 해당하는 39bcm을 유럽으로 수출했다. 지난해 유럽향 수출 규모가 22.2bcm임을 감안하면 상반기 동안 지난해 수출량을 이미 상회한 것이다. 유럽의 증가하는 LNG 수요에 맞추어 미국도 이에 반응해 LNG 수출 프로젝트 승인 건수를 늘려 나가고 있다.

유럽 국가 천연가스 재고 달성 현황

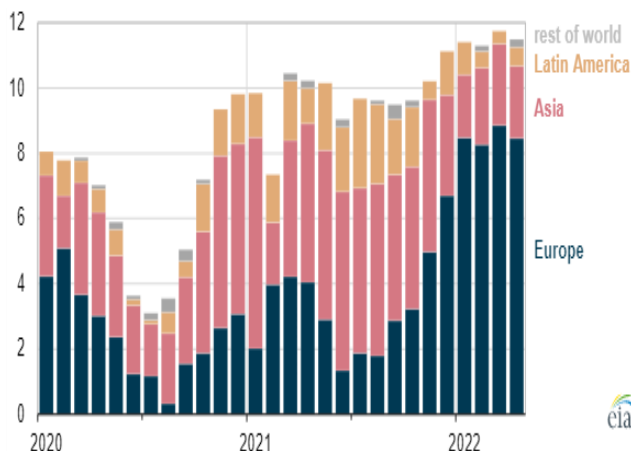
(단위: %)



출처: EU 가스운송 시스템, RFS Team 2.

미국 LNG 수출 중 유럽이 차지하는 규모

(단위: bcf/d)



출처: USEIA, RFS Team 2.

2022년 유럽 LNG 수요 증가분

	2021년(백만톤)	1-5월 실적	2022년(백만톤) 연간 전망	연간 증가분
Pre-War			92	14
Post-War	78	56	109	31
RePowerEU			115	37

출처: EC (2022a), Wood Mackenzie (2022c), RFS Team 2

미국 LNG 생산 증가는 동사 수주액 증가와 맞물리는 양상

증가하는 수요에 맞춘

신규 LNG 프로젝트

계획

3월 바이든은 EU 시장에 미국산 LNG를 최소 150억㎥를 공급하고 2030년까지 연간 500억㎥를 추가 공급하기로 결정했다. 해당 수요에 맞춰 미국은 자국 내 적극적인 LNG 관련 신규 투자시설을 통해 LNG 산업의 우위를 점하기 위한 계획들을 진행중이다. 따라서 앞서 서술한 러시아-우크라이나 전쟁 나비효과와 결과는 미국을 넘어 동사의 북미 매출액에 영향을 미칠 전망이다. 1) 동사 수출 매출의 70%가 미국에서 발생, 2) 25-26 예정된 최대 규모의 미국 LNG 터미널 신규 건설, 3) 터미널 건설 시차에 따른 22-23 피팅 발주 손해가 예상되기 때문이다.

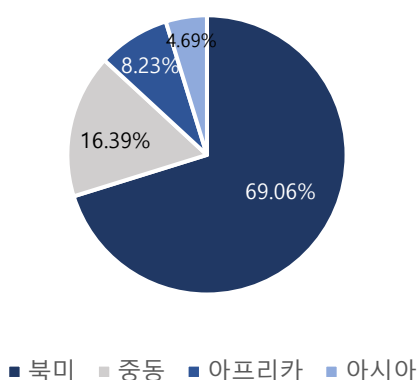
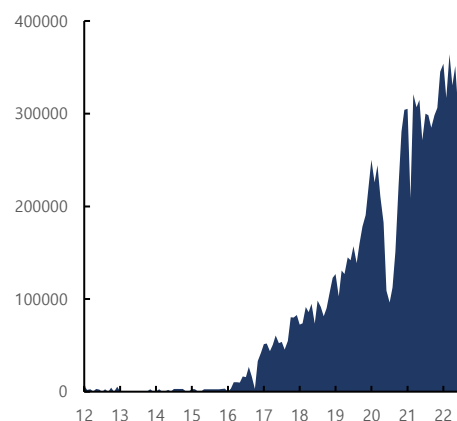
LNG 수출 강대국

미국에 맞춰

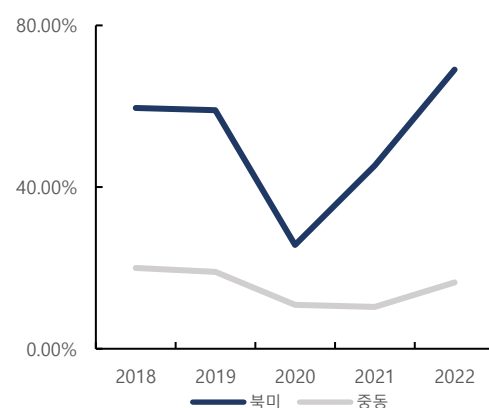
동사 매출 비중도 증가세

LNG 시설은 상대적으로 최소 투자비용이 큰 프로젝트로 막대한 인프라 투자가 필요해 소수 국가들에 집중되어 있는 양상을 보인다. 과거 LNG 수출은 카타르와 호주 비중이 강세를 보였던 반면 최근 미국의 비중은 급속도로 늘어 지난 7월 수출 1위를 탈환했다. 미국은 2016년 2월부터 미국 48개 주에서 액화천연가스(LNG) 수출을 시작한 국가로 2022년 상반기 미국의 LNG 수출량은 하루 평균 112Bcf/d에 달한다. 이에 맞추어 동사의 1H22 북미 매출 비중 역시 70%로 압도적인 비중을 차지하며 서서히 그 비중을 늘려 나가고 있다. 1Q22 기준 YoY +50% 증가한 수주잔고와 향후 증가할 미국 LNG 매출 비중을 고려할 때 미국의 LNG 수출 증가는 동사를 장기적 호황 사이클 초입에 두었다고 판단한다.

년도 별 미국 LNG 수출량 추이 (단위: MMcf) 성광벤드 1H22 국가별 매출 비중



성광벤드 년도 별 미국 매출 비중 증감 추이



출처: EIA, RFS Team 2

출처: 성광벤드, RFS Team 2

출처: 성광벤드, RFS Team 2

2025-26년 완공될 LNG 터미널은 각각 약 282억, 400억원의 매출 효과

4분기 동사 매출에

영향을 미치는

5가지 LNG 터미널

현재 미국 내 가동되는 LNG 터미널은 총 7개에 해당하지만 향후 건설될 터미널의 개수는 가히 비약적이다. FEED(Front End Engineering and Design) 단계에 있는 프로젝트까지 포함할 경우 미국 내에서 진행 중인 LNG 프로젝트는 39건으로 카타르 6건, 러시아 7건, 캐나다 5건, 호주 2건 등을 크게 앞선다. 세계 최대 LNG 수출국 입지를 공고히 할 준비를 하고 있는 것으로 보인다. 이 중 향후 4분기 동사 매출에 직접적인 영향을 미치는 25년~26년 가동예정 LNG 수출 터미널은 다음과 같다.

- Golden Pass LNG Terminal 1,2,3

트레인 당 6.03MTPA를
보유, 25년 26년에 걸쳐
가동 예정

골든 패스 LNG 터미널은 텍사스에서 건설되고 있으며 현재 가동 중인 사빈 패스 인근 Sabine-Neches 수로에 LNG를 수출하기 위한 액화 시설이다. 100억 달러 규모의 건설로, 각각 0.8bcf/d의 피크 용량을 가진 3개의 표준형 크기 트레인으로 구성되어 있다. 총 용량은 2.4bcf/d이며 트레인 당 피크 MTPA는 6.03MTPA로 총 18.09MTPA를 가진다. 첫 번째 트레인은 25년도 가동 예정이며, 두 번째 및 세 번째 트레인의 경우 26년 가동이 될 예정이다. 세 개의 트레인이 순차적으로 건설됨에 따라 동사에게 들어오는 피팅 수주 또한 트레인 완성 시기별로 나누어 들어올 것으로 예상된다.

- Plaquemines LNG Phase 1 Terminal

13.33MTPA 용량 24년
하반기부터 25년 초 가동
예정

-건조한 피팅 수요 기대

플라크마인 LNG 터미널은 루이지애나에서 건설 중인 터미널로, 13.33MTPA의 용량을 가진 미국의 주요 LNG 액화 프로젝트 중 하나이다. 총 18개의 중형 크기 트레인으로 구성되어 있으며 열차 하나 당 용량은 0.74MTPA이다. 중형 크기 트레인을 사용하기에 골든 패스 터미널 공사보다 건설 일정이 더 짧다는 장점이 있다. 같은 방식을 사용해 건설된 Calcasieu Pass LNG가 최종 투자 결정 후 30개월 만에 LNG 생산에 들어갔음을 참고하면 24년 하반기 - 25년 초 가동이 예상된다. 이를 고려하면 동사가 받는 피팅 수주가 22년부터 수혜를 받아 2분기 사상 최대 수주액을 달성한 것으로 해석되며, 앞으로의 건조한 수주 역시 기대된다.

- Corpus Christi Liquefaction Stage III Terminal

과거보다 두 배 이상의
용량(11.5MTPA)

코퍼스 크리스티는 텍사스에 위치, 기존 터미널 부지에 3차로 확장 건설되는 LNG 터미널이다. 1차의 경우 5MTPA의 용량으로 2018년 가동되었으며 2차 역시 동일한 용량으로 2019년 가동되었다. 현재 건설 중인 3단계의 경우 14개의 중형 트레인으로 구성되어 총 11.5MTPA로 과거 두 차례의 프로젝트보다 두 배 이상의 용량을 가진다. 25년 가동이 예정되어 있어 22년 하반기부터 동사 수주액에 영향을 미칠 것으로 보인다.

- Driftwood LNG Terminal

26MTPA에 달하는 용량

- 23년부터 동사 매출액
견인을 기대

드리프트우드 LNG 터미널은 정부 인허가를 받아 루이지애나에서 본격적인 공사를 앞둔 프로젝트이다. 소형 크기의 20개의 트레인으로 구성되며 총 용량은 26MTPA에 달한다. 2026년 전체 가동이 예상되는 바, 완공 시점과 피팅 발주 시차(3년)를 고려하면 23년부터 동사 수주액을 확대 구간에 큰 폭으로 진입하게 할 주요 프로젝트로 판단한다.

- Freeport LNG Terminal 4

5.1MTPA, 26년 예정

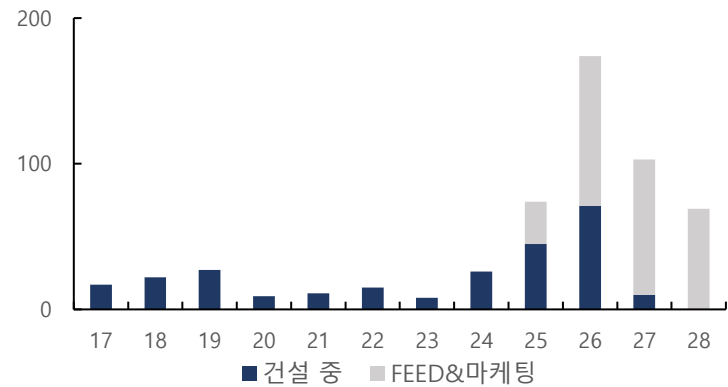
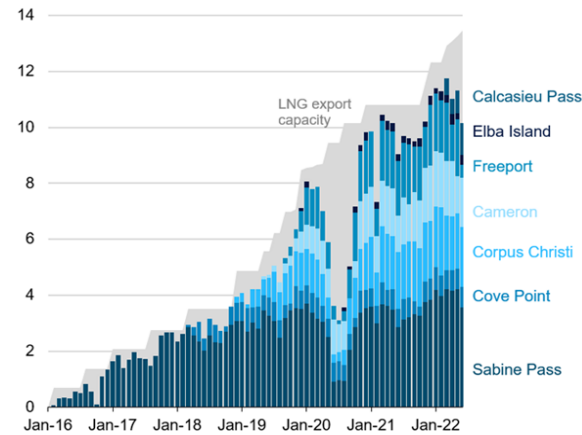
프리포트 터미널은 텍사스에 위치, 2019년부터 가동이 시작되어 현재 세 개의 트레인을 보유하고 있으나 최근 화재 사태 이후로 유휴 상태에 있다. 현재 예정된 Terminal 4는 5.1MTPA 용량의 트레인을 추가로 확장하는 프로젝트로 IGU World LNG 보고서에 따르면 FID가 임박한 상황이다. 골든 패스1,2 그리고 드리프트

트루드와 함께 26년 완공이 계획되어 있다.

Terminal별 LNG 생산 비중 추이

(단위: bcf/d)

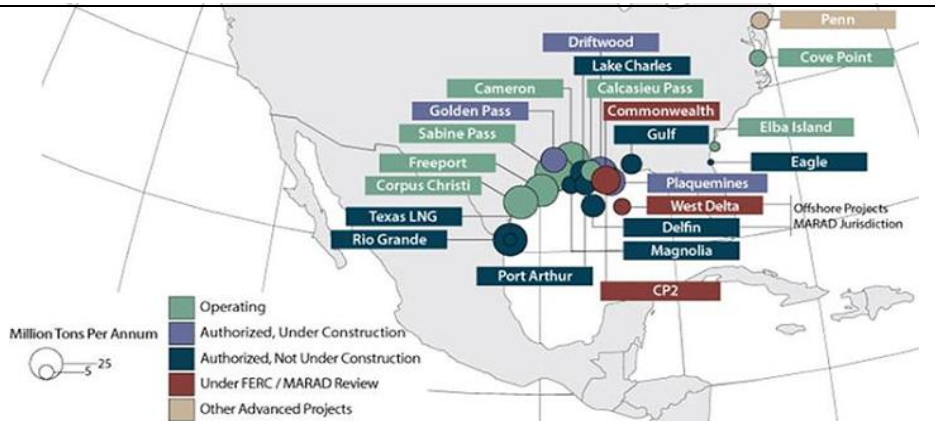
2017-2028 건설 중 및 FEED & 마케팅 단계의 LNG Terminal 추이



출처: U.S.EIA, RFS Team 2

출처: Clarksons, RFS Team 2

미국 LNG 터미널 현황



출처: Wood Mackenzie, RFS Team 2

LNG 터미널 완공
2-3년 전 집중되는
피팅 발주

LNG 터미널에 사용되는 관이음쇠의 발주는 평균적으로 완공 2-3년 전에 집중된다. 따라서 2025년 완공을 목표로 건설 중인 LNG 터미널 피팅 발주가 2022년 현재 시작된 상태이며, 그 초기 물량은 2Q22의 사상 최대 수주액으로 일부 가시화되어 나타났다.

2H22 282억

1H23 400억

가시화

앞서 설명한 5개의 LNG 터미널 프로젝트가 완공된다면 25-26년 두 해 동안 미국 신규 LNG 터미널 피크 수출 용량은 약 75MTPA, 연평균 37.5MTPA에 달한다. 이는 17-24년 사이 가동 및 가동예정인 신규 LNG 터미널의 용량(연평균 20MTPA)을 55%이상 상회하는 수치이다. LNG 터미널은 선박에서 LNG를 선적하는 작업이 추가되기에 플랜트에 비해 피팅의 비중이 높다. 이러한 점과 LNG 터미널 공사 시 1MTPA 당 평균적으로 6억 달러의 비용이 소요되는 점, 피팅에 있어 동사의 글로벌 및 국내 시장점유율을 등을 고려하면 2H22 282억, 1H23 400억원의 신규 피팅 수주액이 산출된다. 기존 북미 프로젝트에 대한 매출을 합산했을 때 23년 약 650억원의 매출이 예상되어 수주의 성장이 본격화되는 원년이 될 것이라 전망한다. 해당 내용에 대한 자세한 사항은 IV. Valuation 북미 매출액 추정 부분에서 구체적으로 다루도록 하겠다.

2. 중동: 피팅계의 화수분, 석유 및 가스 플랜트 건설에 따른 구조적 수혜

탈석유 바람이 불어 LNG를 깨우다

고유가 수혜로

LNG로 눈 돌린 중동

사우디를 중심으로 중동 국가들의 석유 의존도 감소와 산업 다각화가 적극 추진되는 가운데 액화 천연가스 LNG가 새로운 투자 대상으로 떠오르고 있다. 유가 상승은 중동 국가들은 2022년 상반기 고유가를 바탕으로 누적된 재정적자를 극복한 바 있다. 유가 상승은 전쟁을 포함한 여러 불확실성 하에서도 명확히 재정 여력을 확대시켰다. 수요가 늘어날 것으로 예상되는 천연가스 인프라에 투자할 수 있는 자금력을 충분히 충족한 것이다. 이러한 자금력이 현재 중동 국가들의 LNG플랜트 및 선박 등 대규모 투자에 대한 발판이 되었다.

중동, LNG 투자 또 투자

유럽의 높아진 LNG 수요에 맞춰 카타르 국영기업QE(Qatar Energy) 또한 북부가스전에서 생산되는 연간 LNG 생산 규모를 7,700만 톤에서 2027년까지 1억 2,600만 톤으로 확대하는 증산 계획을 발표하며 본격적인 LNG 증산을 추진하고 있다. 지난해 사우디정부는 사전자격을 갖췄다고 판단된 10개사(한국전력, GE, 프랑스전력공사)에 LNG 복합발전소 입찰제안요청서(RFP)를 보내 40억달러(약 5조5000억원) 규모의 LNG투자를 이어가고 있다. 사우디아라비아의 국영 석유 기업 아람코는 2022년 연간 CAPEX를 400~500억달러(전년 대비 25~56% 증가)로 발표하는 등 중동발 EPC 발주 기대감 역시 커지고 있다.

중동향 플랜트로 기대되는 매출은 반기 최대 440억 달러

피팅 발주는 플랜트 공사
수주 후 1년 거쳐 시작

전체 플랜트 건설 비용의 1.8%는 피팅에 해당하는 비용이다. 통상 피팅에 대한 발주는 플랜트 공사 수주 후 1년 동안의 설계 및 준비기간을 거쳐 시작된다. 따라서 국내 EPC기업의 수주가 동사의 매출액으로 반영되기까지는 약 3개월의 시차가 존재한다. 한국 플랜트 산업 협회에 근거, 22년 하반기부터 23년 상반기까지 동사 매출에 반영될 중동 플랜트 프로젝트는 다음과 같다.

- Aramco Jafurah Gas Process Package #1, #2

4조 규모 LNG 플랜트,
93억원의 피팅 수주
가져올 전망

사우디아라비아 국영 석유회사 아람코의 단계적으로 진행될 약 130조원 규모의 LNG 가스전 확장 사업이다. 자푸라 가스전은 세계 최대 유전인 가와르 유전 남동부에 위치한 가스전으로, 약 200조 입방피트 규모의 액화가스 매장량을 보유한 것으로 추정된다. 2021년 11월 삼성엔지니어링과 패키지 #1에 대한 EPC 계약을 체결, 12월 현대건설과 현대엔지니어링과 #2에 대한 계약을 체결했다. 세 기업의 플랜트 수주 금액은 총 28억 달러(한화로 약 4조)에 달한다. 해당 플랜트 수주는 21년 4분기 시작되었기에 준비기간을 거친 22년 4분기 피팅에 대한 수주가 시작될 것이라 전망한다. 이후 23년 1분기부터 본격적인 매출에 반영되어 분기당 약 93억원의 매출이 예상된다.

- NFE(North Field Expansion) EPC-2 Project

LNG 플랜트 수주는
2년간 지속될 전망

카타르에서 추진하는 NFE 프로젝트는 연간 LNG 생산능력을 78MTPA에서 오는 2024년까지 110MTPA로 확대한다는 계획 하에 진행된다. 특히 2단계의 경우 패스트 트랙으로 진행되어 21년 3월과 9월 삼성물산이 단독 EPC로 선정되었다. 삼성물산이 해당 프로젝트에서 달성한 수주액은 2조 5527억원에 달한다. 22년 2분기 피팅에 대한 수주가 시작되었고, 3분기부터 분기당 약 70억원의 매출이 2년간 지속될 것이라 판단한다. 플랜트 공사의 경우 피팅 수주가 공사 초기 2년에 걸쳐 대부분 발생하기 때문이다.

카타르는 2025년까지
지금의 수주 외형을
유지시켜줄 것

카타르는 110MTPA를 다시 128MTPA로 늘리는 NFE ph2(소위 NFS)의 EPC사를 선정 중이다. 연내 선정
해 2022~2023년에 EPC 계약을 체결하고 설계를 지나 또 2024년부터 피팅이 발주된다. Ph1에서 ph2까
지 카타르의 연 0.1조원 피팅 수주는 올해부터 2025년까지 계속될 것이라 본다.

- Basra Oil Company 고도화 설비

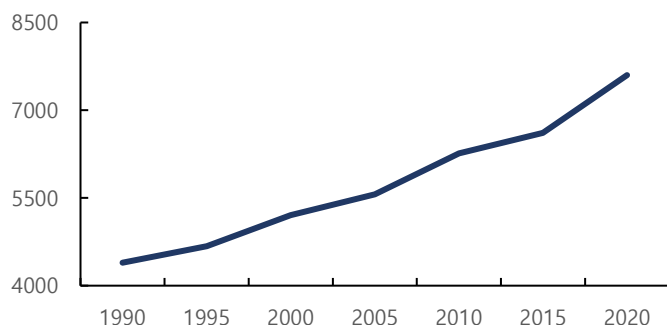
일부 플랜트는 이미
매출에 반영되기도

이라크의 바스라 정유공장의 생산능력을 개선하는 사업으로 2020년 10월 현대건설과 EPC를 체결했다.
플랜트 수주액은 약 18억 달러(한화로 2조 5천억)에 해당하며 피팅 수주의 경우 21년 4분기부터 수주가
시작되어 약 58억원이 22년 1분기 매출액에 반영된 것으로 확인된다. 향후 24년 1분기까지 해당 분기 매
출은 지속되어 동사 매출이 장기적 수요 증가 방향성을 갖도록 도울 것이다.

22년 하반기에는 바스라 정유공장 프로젝트와 NFE 프로젝트로 인한 약 254억원의 수혜가, 23년 상반기에
는 아람코 프로젝트가 가세하여 약 440억원의 매출 수혜가 기대된다.

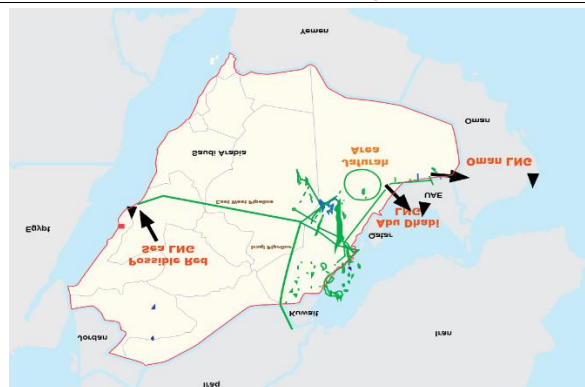
20년말 기준 중동 LNG 생산량

(단위:10,000 TJ-gross)



출처: IEA, RFS Team 2

Aramco Jafurah Gas Process Package Area



출처: Arab heritage, RFS Team 2

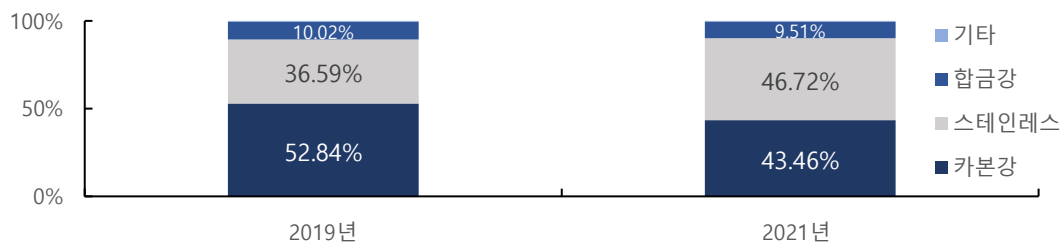
달하지 않는 성장판: 고부가가치 스테인레스 비중 증가로 가시화되는 수익성

고부가가치 STS

동사는 2019년 이후로 탄소강의 비중을 축소시키고 고부가가치 제품인 스테인레스 비중을 높여 수익성을
개선하고 있다. 동사의 재질별 매출 비중은 21년 기준 스테인레스 47%, 탄소강 43%, 합금 10%로 19년
도 대비 스테인레스는 약 10%가 증가, 탄소강은 10% 감소하는 양상을 보였다.

비중 증가로 개선한 수익성

2019-2021 성광벤드 재질별 매출액 비교



출처: 성광벤드IR, RFS Team 2

LNG, 스테인레스 사용이 필수적인 이유

- 저온충격인성

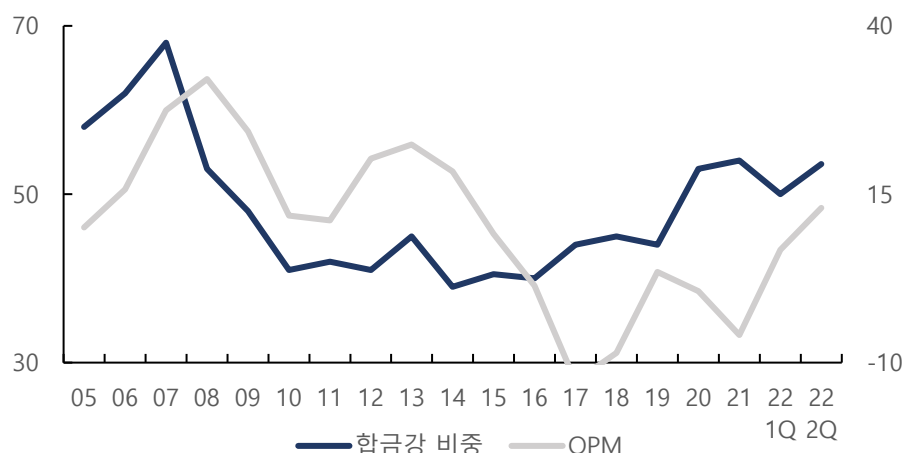
해당 비중 확대는 LNG 프로젝트 확대에 따른 자연스러운 변화로 보인다. LNG 프로젝트는 온도에 민감하여 탄소강은 사용하지 못하고 스테인레스 사용이 필수적이기 때문이다. 이는 스테인레스의 '저온충격인성'에서 그 이유를 찾을 수 있다. LNG의 액화점은 1013hPa(1기압)에서 -162℃이다. 상기 기압과 온도로 인해 LNG를 운송하는 것은 매우 까다롭다. 보통 원유의 경우에는 상온(25℃)에서 액체로 흐르기에 탄소강을 사용하지만, LNG의 경우에는 저온에서 취성¹에 강한 소재를 사용해야한다. 탄소강의 경우, 저온에서만 취성을 띄지만, 스테인레스의 경우 극심하게 낮은 온도에서도 버틸 수 있는 장점을 지닌다. 따라서 LNG 프로젝트에서는 저온충격인성을 가진 스테인레스를 사용한다.

스테인레스 비중 증가에 따라 OPM 개선되는 양상

스테인레스의 경우 탄소강보다 제작 및 가공이 어려워 단위 면적당 가격이 3배에서 많게는 10배가 비싸다. 따라서 STS-Alloy의 판매 비중이 높을 때 동사의 OPM이 개선되는 지표를 확인할 수 있다. 다만 14년도 이후 STS-Alloy 비중이 높아짐에도 OPM의 낮은 이유는 2014년 이후 세일 혁명 및 코로나 이후 마이너스 유가 기록 등 피팅 산업 전체가 침체되어 낮은 매출액 대비 높은 고정비로 인해 OPM이 감소했다.

연도별 성광벤드 합금강 비중-OPM 추이

(단위: %)



출처: 성광벤드, RFS Team2.

3. 강남은 친구 따라, 성광은 조선 따라

국내 빅3 조선사의 실적개선에 따른 수혜

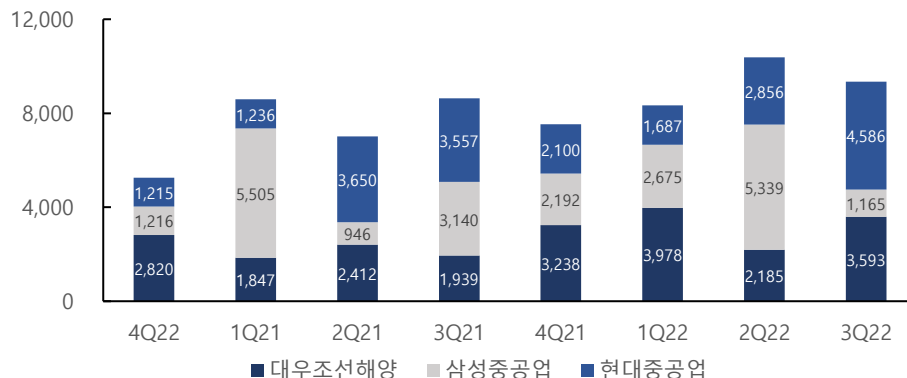
LNG 운반선 수요 증가에 따른 전방 기업 실적 개선

최근 LNG 수요증가로 LNG 운반선 수요도 급격히 증가하였다. 2021년 글로벌 LNG운반선 수주량은 작년 대비 50% 증가하여 75척을 기록, 올해는 상반기에만 89척을 수주해 증가세를 보였다. 특히 2022년 상반기 수주 중 한국 기업 점유율은 71%인 63척을 기록했으며, 이 중 삼성중공업은 24척, 대우조선해양 18척, 현대중공업 7척을 수주하였다. 지속적으로 증가한 LNG운반선 수주의 영향으로 국내 선박 수주의 대부분을 차지하는 빅3 조선사(삼성중공업, 대우조선해양, 현대중공업) 수주 잔고가 크게 확충되었고, 2022년 상반기에만 연간 수주 목표량의 70%를 달성하였다.

¹ 물질에 매우 작은 변형을 주었을 때 깨지기 쉬운 정도

국내 빅3 조선사 신규 선박 수주액 추이

(단위: 십억 원)



출처: 전자공시시스템, RFS Team 2

전방기업의 수주와

동사 수주와의 관계

전방산업 영향이 큰 소재산업을 영위하는 동사의 경우, 전방산업의 수주가 동사의 수주에 많은 영향을 미친다. 특히 동사 조선해양 부문 수주는 동사 주 납품처 중 하나인 국내 빅3 조선사의 수주 실적을 따라가는 경향을 보인다. 다만 동사의 수주와 빅3 조선사의 수주 경향성 시점은 일치하지 않는다. 조선해양 기업 특성 상, 선박의 규모가 크고 복잡하며 국제 규정 또한 충족시켜야 하기 때문에 선박에 대한 수주를 받은 뒤 선박 설계에만 12개월이 걸린다. 설계가 끝난 뒤 부품 발주를 하기 때문에, 선박에 대한 수주와 동사 피팅에 대한 수주는 대략 12개월 시차를 가진다.

실제로 기업 보고서와 전자공시시스템에 등록된 국내 빅3 조선사 분기별 수주액의 합과 동사 조선해양 부문 분기별 수주액을 12개월 시차를 놓고 비교한 결과 92.4%의 높은 상관관계를 보였다.

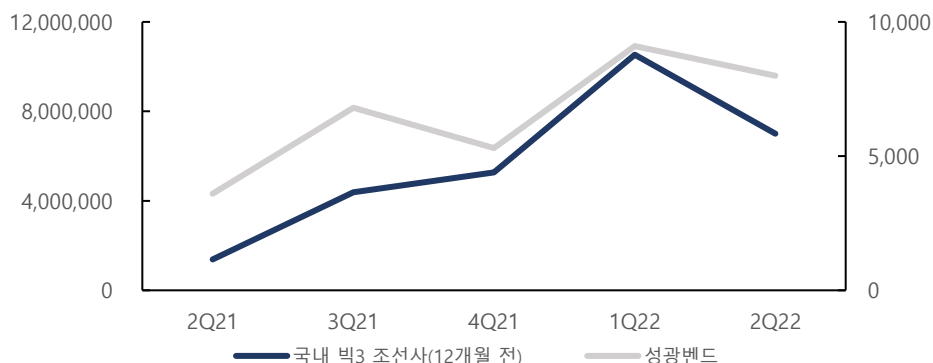
조선 업황 호조에 따른

긍정적 매출 기대

2Q22 기준 동사 수주액 중 조선해양 부문 수주액은 80억 원이었으며, 전방산업 실적 개선으로 해당 부문 수주액은 증가세를 보이고 있다. 더불어 국내 빅3 조선사의 2Q21 이후 수주가 상승세를 보이고 있어, 12개월의 시차에 따라 2Q22 이후 성광벤드의 수주액 또한 상승세를 보이며 향후 매출 호조가 기대되는 상황이다.

성광벤드, 국내 빅3 조선사 수주 추이 비교

(단위: 백만 원)



출처: 전자공시시스템, RFS Team 2

바뀐 트렌드에도 끝나지 않는 수주

다만 LNG 운반선 수주 증가는 LNG 관련 인프라 구축의 과정에서 발생하는 일시적인 현상으로 2022년 이후에는 LNG 운반선의 수주는 감소될 것으로 전망된다. 즉, LNG 운반선의 증가로 인한 성광벤드의 수주 증가는 2023년까지인 것이다.

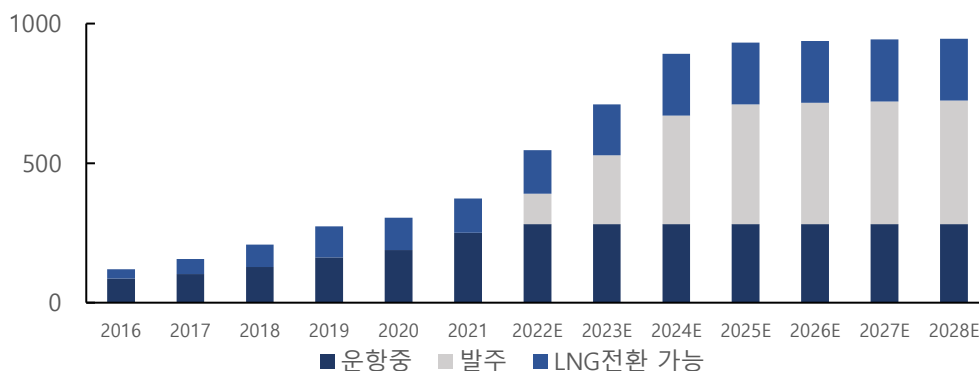
LNG 추진선의 수요
증가로 새로운 선박
수주 지속

그렇다고 조선업 호황이 끝나는 것은 아니다. IMO 환경규제²로 인한 친환경 선박 수요 증가와 LNG인프라 구축을 통한 안정적인 LNG 공급의 영향으로 LNG 추진선 수주가 증가할 것으로 전망된다. 앞선 LNG 운반선은 LNG를 연료로 사용하는 친환경 선박이긴 하지만, LNG 운반에 특화 되어있기 때문에 다른 화물을 운반하지 못한다. 반면, LNG 추진선은 LNG를 연료로 사용하며, 운반할 수 있는 화물에 제한이 없는 친환경 선박을 의미한다. 이러한 특성 때문에 선박 수주의 트렌드가 LNG 운반선에서 LNG 추진선으로 바뀐다는 것이다.

21년 글로벌 친환경 선박 발주량 중 한국이 64%에 해당하는 1088만CGT(200척)을 수주하며 친환경 선박 시장 점유율 1위를 달성, 이 중 LNG 추진선의 비중이 82%로 가장 높다. 따라서 한국 조선사들이 시장 지배력을 바탕으로 LNG 추진선 수주를 지속적으로 늘릴 수 있을 것으로 전망되며 동사의 수주 또한 증가세가 전망된다.

LNG 추진선 연도별 증가 추이 및 전망

(단위: 척)



출처: DNV, RFS Team 2

III. Risk

업사이클에 웃고 다운사이클에 운다

원자재 가격을 따라가는
대규모 투자 사업

동사의 실적은 전방산업의 실적을 따라가는 경향성을 보이고 있다. 동사의 주요 전방산업은 석유화학 플랜트 산업과 조선해양 산업인데 이는 모두 세계경기에 밀접한 영향을 받는 대규모 투자 산업이다. 따라서 세계 경기의 흐름과 세계 주요 에너지 국가들의 에너지 개발정책에 따라 전방산업과 동사의 실적이 변동한다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 미국의 경기부양 정책과 중국의 가파른 성장세로 인해 경기가 회복되는 모

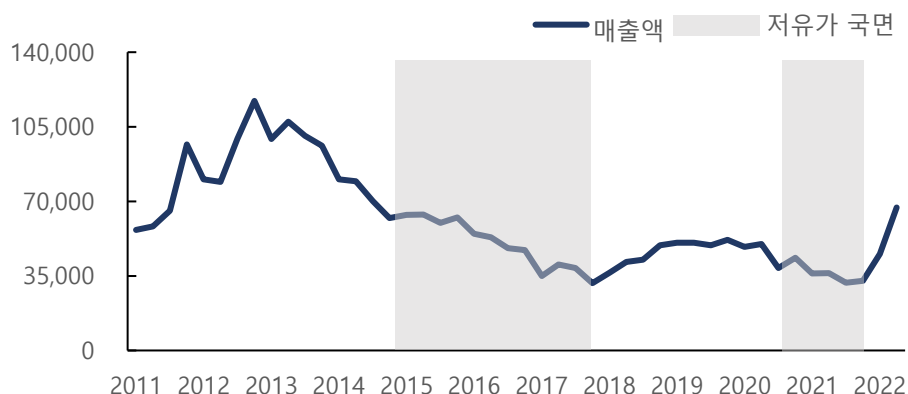
² 선박 연료유 황 함유량 허용치 3.5%에서 0.5%로 감소 (내용 보충)

습을 보였다. 중국을 포함한 세계 여러 국가들의 원자재 소비 급증에서 비롯된 원자재 슈퍼 사이클로 인해 2011년부터 2014년까지 100달러대의 고유가시대를 맞이했다. 이에 따라 석유화학 플랜트와 선박에 대한 발주가 급증하며 동사는 역대 최대의 실적을 낼 수 있었다.

하지만 2015년부터 시작된 경기 침체와 미국의 셰일 오일 생산으로 인해 주요 원유 수입국이었던 미국이 수입을 줄이고 오히려 원유를 공급하며 저유가 사태가 벌어지게 되었다. 당시 세계 주요 산유국들의 경제 상황 또한 좋지 못해 공급을 조절할 여력조차 없어 2016년에는 국제유가가 30달러대까지 떨어지게 되었다. 이에 따라 석유화학 플랜트와 선박에 대한 발주가 연기되거나 프로젝트 자체가 취소되며 동사의 실적도 부진하게 되었다.

저유가 국면, 분기별 매출액 비교

(단위: 백만 원)



출처: 성광벤드 사업보고서, RFS Team 2

현재의 상황은 경기 상승국면이라 할 수 없다. 오히려 전쟁의 여파로 인한 공급쇼크로 금리 인상이 지속되며 경기가 둔화되고 있다고 보는 시각이 지배적이다. 다만 현재 시점에서 주목할 점은 에너지 비중의 전환이 이루어지고 있다는 점이다. 친환경 에너지의 필요성이 대두되면서 세계 1위 에너지 소비국인 중국을 중심으로 천연가스 소비가 증가하고 있으며, 러시아의 천연가스 공급 제재에 따라 중동과 미국이 천연가스 개발에 박차를 가하며 석유와 천연가스의 수급 비중이 점점 비슷해지고 있다.

포트폴리오 다변화로 리스크 최소화

이러한 변화는 동사의 수주 비중의 다변화를 가져온다. 동사는 석유화학 플랜트뿐만 아니라 최근 미국과 중동을 중심으로 한 LNG관련 수주에서도 강세를 보이고 있다. 특히 석유와 천연가스의 경우 가격 변동의 추이가 다르고, 보유국의 정책에 따라 개발되는 시기도 다르기 때문에 동사에 대한 전방산업의 영향도 시기별로 다를 것이다. 이에 따른 동사의 수주 비중 다변화는 사이클로 인한 한쪽의 부진에도 안정적으로 수익을 창출할 길을 열어줄 것이다.

IV. 재무분석

지배회사인 당사와 100% 종속회사인 (주)화진피에프는 당반기말 현재 관이음쇠 제조업을 주 업종으로 동일한 사업을 영위하고 있으므로 연결기준 재무제표로 재무분석을 수행하였다.

거시경제 상황을 고려하면, 첫째, 원화대달러 환율 10% 변동 시 손익은 40억가량 변동하여 환율상승시 수출비중이 높은 당사에 긍정적이며, 둘째, 당사의 변동금리부 채권 및 채무는 금액적으로 중요하지 아니한 바, 급격한 금리의 변동이 당사에 미치는 영향은 재무적으로 유의하지 않음을 밝히고 분석을 수행하였다.

재무상태표

요약재무상태표		(단위: 백만원)
구 분	2Q22	4Q21
유동자산	262,015	223,195
비유동자산	257,384	258,627
매각예정자산	-	11,987
자산총계	519,399	493,811
유동부채	41,976	45,736
비유동부채	16,246	13,598
부채총계	58,222	59,334
자본총계	461,176	434,477
자본 및 부채총계	519,399	493,811

출처: 사업보고서, RFS Team 2

총 자산은 전기 대비 250억 증가하였다. 이는 대부분 유동자산이 증가한 것에 기인하였다. 매출채권이 160억가량 증가하였는데 이는 LNG사이클에 따른 매출액증가에 따른 것이다. 그럼에도 불구하고 대손충당금은 전기와 비슷한 수준인데 분석결과, 연령분석법에 따라 당사가 추정된 대손충당금 잔액은 적정하게 평가한 것으로 분석된다. 당사는 매출액에 대한 신용공여기간을 평균적으로 30~90일로 설정하며 기간이 경과함에 따라 높은 대손율을 설정한다. 전기말 기준으로 30일 이내의 매출채권이 당반기말 기준 대비 5배를 상회한다는 점, 전기에 다량의 대손 환입이 발생했다는 점을 고려하면 적정수준보다 낮아 보이는 총당금 잔액은 적정한 수준인 것으로 파악된다. 재고자산(원재료, 반제품, 재공품)과 매입채무는 각각 130억, 90억 증가하였으며 이들은 매출에 비례하여 증감하므로 현재 수주 호황을 반영하고 있음을 보여준다.

부채총계는 전기에 비해 10억가량 하회하였다. 즉, 총부채의 변동은 미미한 것으로 확인되는데, 이는 매출증가에 따른 매입채무 증가에도 불구하고 당사가 만기일이 도래함에 따라 유일한 차입금 200억원을 상환했기 때문이라고 분석된다.

당반기 부채비율은 12.63%로 전기에 비해 1% 하회하였으며 이자보상배율은 50배에서 4000배로 증가하였다. 이는 영업이익의 증가와 차입금 상황에 따른 효과로 영업실적과 재무안정성이 모두 개선되었음을 나타낸다. 또한 당반기말 유동비율은 624%로 전기대비 100%p 증가하였으며 당좌비율 또한 260%로 전기말 대비 80%p 증가하여 당사의 지급능력은 매우 양호하다고 판단된다.

손익계산서

요약손익계산서

(단위: 백만원)

요약손익계산서	2Q22(누적)	2Q21(누적)
매출액	112,513	72,467
매출원가	84,544	63,485
매출총이익	27,968	8,981
판매비와관리비	16,196	10,316
영업이익	11,771	-1,335
반기순이익	29,556	-169
매각예정자산처분이익 미반영		
순이익 ³	12,906	-169

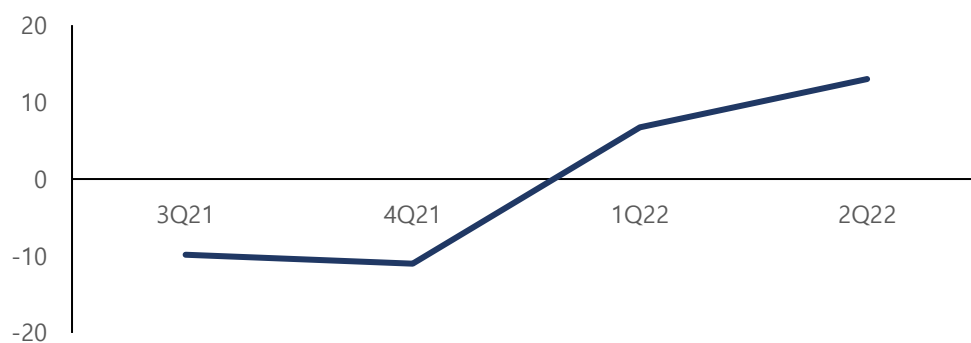
출처: 사업보고서, RFS Team 2

당반기 매출액은 1125억으로 전반기 대비 400억 상회하였다. 이는 수주량 증가에 따라 발생한 금액으로서 LNG는 중장기적으로 성장할 산업으로 기대되는 만큼 당사의 제품의 수요는 꾸준히 성장할 것으로 전망된다. 판매관리비는 60억 증가하였는데 이는 운송보관료와 지급수수료의 증가분으로 매출액과 비례하여 발생하는 비용이다. 이외 나머지 판매관리비 세부계정은 고정비 성격을 띠어 전반기와 동일한 수준이다.

영업이익은 전반기 대비 250억 상회하였으며 영업이익률은 증가추세를 보여준다. 당사 업종 특성상 생산 설비의 비중이 크므로 수주량의 증감에 따라 고정비효과가 크게 발생하는 것을 확인할 수 있다. 실적개선에 따라 순이익 또한 전반기에 비해 130억 상회하였다.

OPM 분기별 추이

(단위: %)



출처: Dart, RFS Team 2

³기간 간 비교가능성을 높이기 위해 일시적으로 발생한 매각예정자산 관련손익과 그에 따른 세금효과를 제거한 순이익을 산출하였음

현금흐름표

요약현금흐름표

(단위: 백만원)

구분	2Q22	2Q21
영업활동으로 인한 현금흐름	-2,751	31,635
투자활동으로 인한 현금흐름	32,333	-6,292

출처: 사업보고서, RFS Team 2

요약된 현금흐름표에 따르면 당사는 전형적인 청산직전의 회사로 보이지만 '오히려 좋은' 속사정이 있었다. 전반기에 비해 영업활동으로 인한 현금흐름이 330억 감소한 것은 수주액과 납품액의 시차에 의한 것이다. 전반기말 기준 기납품액은 수주총액을 초과하지만 당반기말 기준 미납품액은 470억을 상회하고 있다. 이러한 시차의 효과가 당기말에 반영된다면 영업활동현금흐름은 대폭 개선될 것으로 보인다. 즉, 공시된 재무제표에 따르면 언뜻 실적과 현금흐름의 방향이 서로 대립해 보이지만 전반기말에는 수주총액 가까이 납품을 마쳐 대금을 수령하였고, 당반기에는 차후 납품하여 수령할 대금이 470억가량 남아있는 것으로 파악된다.

2Q22 수주총액과 기납품액

(단위: 백만원)

수주 일자	수주총액	기납품액	미납품액
2022.01.01~2022.01.31	31,795	20,914	10,881
2022.02.01~2022.02.28	26,355	10,306	16,049
2022.03.01~2022.03.31	13,015	8,119	4,896
2022.04.01~2022.04.30	31,230	22,140	9,090
2022.05.01~2022.05.31	19,428	24,081	0
2022.06.01~2022.06.30	20,230	13,630	6,600
		미납품액 합계	47,516

출처: 사업보고서, RFS Team 2

2Q21 수주총액과 기납품액

(단위: 백만원)

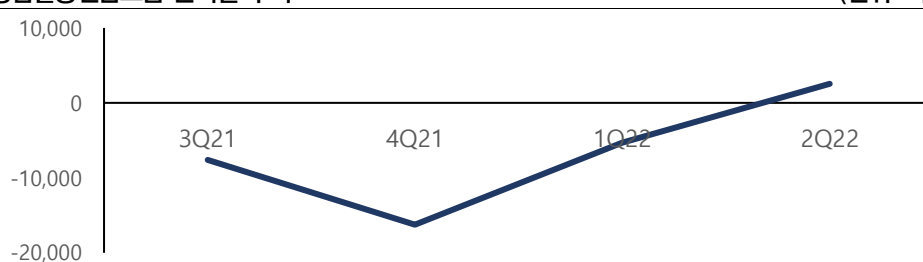
수주 일자	수주총액	기납품액	미납품액
2021.01.01~2021.01.31	6,099	11,735	0
2021.02.01~2021.02.28	10,389	10,695	0
2021.03.01~2021.03.31	10,716	10,257	459
2021.04.01~2021.04.30	7,276	13,439	0
2021.05.01~2021.05.31	8,753	8,742	11
2021.06.01~2021.06.30	14,060	9,307	4,753
		미납품액 합계	5,223

출처: 사업보고서, RFS Team 2

실제로 수주실적은 2022년 초부터 개선되었으며 1Q22, 2Q22 각각 영업활동 현금흐름이 개선되는 추이를 보여준다. 또한 당반기에 매각예정자산을 모두 매각함으로써 유입된 340억으로 인해 당사의 총 현금보유잔고는 안정적이다. 투자활동 현금흐름이 전반기에 비해 380억 증가한 것은 당사의 매각예정자산을 매각하여 발생한 것이다. 해당 자산은 생산설비가 아닌 기존에 본사를 이전하고 임대 중인 부동산을 매각한 것이므로 당사에 부정적인 시그널은 아니라고 분석된다.

영업활동현금흐름 분기별 추이

(단위: 백만원)



출처: Dart, RFS Team 2

IV. Valuation

1. 매출액 추정

동사는 용접용 피팅 단일사업을 영위하지만, 피팅의 재질, 형태, 규격에 따라 가격이 상이하다. 또한, 동사의 피팅 수주는 대부분 단일 품종에 수주가 아닌 다품종 수주이기 때문에 수주에 따라 피팅의 종류별 개수가 일정하지 않다. 원자재로 사용되는 철강의 가격이 동사 제품에 영향을 미치긴 하지만, ERW 파이프, SML'S 파이프, 플레이트 등 원자재 형태별 가격 추이가 상이하다는 점, 재질별 단조비용과 원자재 가격의 경향성이 없다는 점, 경쟁을 통한 입찰로 수주를 받기 때문에 가격이 왜곡될 수 있다는 점을 감안하여 제품의 가격을 추정하는 것이 불가능하다고 판단하였다.

이러한 특성을 감안하여 P와 Q 각각에 대한 추정 대신, 수주를 바탕으로 매출액을 추정하는 방식을 선택하였다. 전방산업 수주와 동사 수주의 높은 상관관계를 근거로, 전방산업별 수주를 각각의 특성, 기간, 시차를 고려하여 동사 매출액에 반영할 방법을 결정하였다.

1-(1). 내수부문 매출액 추정

동사의 매출은 수출에 의한 매출과 내수에 의한 매출로 구분되며, 전방산업에는 선박 산업, LNG 및 석유 플랜트 산업이 존재한다. 내수 매출은 전방산업 별로 국내 조선사의 선박 산업, 국내 LNG, 석유 플랜트 사업 등이 해당되며 이외에도 대리점 판매, 피팅 교체 수요에 의한 매출도 포함된다.

내수 매출 중 선박 산업 대상 매출액의 추정은 동사 주요 납품처인 국내 빅3 조선사의 분기별 수주를 활용하였다. 1년의 시차를 바탕으로 조선 3사의 분기별 수주액 합계와 동사의 선박 기업 대상 분기별 수주액 추이를 비교한 결과 0.92의 높은 상관관계가 나타났다. 이를 근거로 조선 3사 3Q21~2Q22 분기별 수주액과 상관계수를 활용해 동사 3Q22~2Q23 선박 기업 대상 수주액을 추정하였다. 이렇게 추정한 동사의 수주를 바탕으로 조선 3사 대상 매출액을 추정하였다. 성광벤드의 조선사 대상 수주와 매출액은 3개월의 시차가 존재하며 해당 시차를 적용한 추이는 0.92의 상관관계를 보인다. 또한 조선사 대상 수주액은 평균적으로 0.75의 비율로 매출액에 반영된다. 이를 반영한 동사의 조선사 대상 매출액 추정치는 다음과 같다.

분기	3Q 22	4Q 22	1Q 23	2Q 23
금액(백만원)	6,000	6,225	5,850	6,000

동사는 코스닥 상장 기업으로 계약금액이 전년도 매출액의 10% 이상일 경우에만 단일판매, 공급계약 체결 의무공시대상으로 적용되며, 근 4분기 동안 연결실체 매출액의 10% 이상인 주요 고객마저 없었기 때문에 의무공시대상으로 적용되는 수주계약 건이 존재하지 않는다. 더불어 기업 자체적으로 발표하는 자료가 존재하지 않았으며, 국내의 LNG, 석유 플랜트 산업의 뚜렷한 변화도 없었기에 해당 부분의 매출액을 추정하는 데에 한계가 있다고 판단하였다. 이를 근거로 최근 국내 LNG, 석유 플랜트 대상 수주의 지속성을 고려, 3Q21~2Q22 매출액 평균을 추정치로 사용하였다. 합산한 국내 매출 추정액은 다음과 같다.

분기	3Q 22	4Q 22	1Q 23	2Q 23
금액(백만원)	19,222	19,447	19,072	19,222

1-(2). 수출부문 매출액 추정

수출부문의 전방산업은 LNG 및 석유 플랜트 산업이 있으며 조선 기업 대상 매출액은 수출부문에 포함되지 않는다. 이유는 대외무역법시행령에 따라 국내 조선 기업에 피팅을 납품하여 선박 완제품의 부속품 형태로 수출되는 경우는 수출로 집계되지 않기 때문이다. 따라서 수출로 집계되는 경우는 국내 건설 기업의 해외 플랜트 수주로 인해 동사의 피팅을 해외로 운송하여 건설에 활용하는 경우, 해외 EPC 기업과의 계약을 통한 직접 수출 등이다.

이러한 조건을 바탕으로 수출 지역 중 향후 수주 증대가 기대되는 지역에서의 매출액을 추정하였다. 중동의 경우 국가별로 시행되는 대규모 석유 및 LNG 플랜트 프로젝트 중 국내 건설기업이 수주한 프로젝트를 바탕으로 추정하였다. 기존에 진행되고 있던 프로젝트와 신규 프로젝트를 구분, 프로젝트 금액, 피팅 발주 기간, 시차 등을 고려하여 분기별 매출액을 추정하였다. 프로젝트에서 발주되는 피팅의 금액은 기계설비부문의 표준품셈을 참고하여 책정하였다. 중동 지역 매출 추정액은 다음과 같다.

분기	3Q 22	4Q 22	1Q 23	2Q 23
금액(백만원)	12,726	12,726	22,051	22,051

북아메리카 지역도 기존의 수주와 신규 수주를 구분하여 예상 매출액을 추정하였다. 다만 북아메리카 대상 매출액에서 국내기업이 수주한 프로젝트의 비중이 현저히 작아, 북아메리카 지역의 EPC기업과 직접 계약을 통해 대부분의 매출이 발생했을 것이라 예상했다. 다만 해외 EPC기업들의 LNG 및 석유 플랜트 수주에 대한 자료는 접근이 제한되어 기존의 수주에서 발생하는 매출액에 대한 추정은 3Q21~2Q22 매출의 평균을 활용하였다.

북아메리카 지역의 신규수주는 미국의 LNG 터미널 확장 프로젝트에서 대부분 발생할 것으로 예상했다. 미국이 신설하는 LNG 터미널 프로젝트의 수출규모, 피팅 발주 시기, 금액, 시차 등을 연도별로 구분하여 분기별 매출액을 추정하였다. 북아메리카 지역 매출 추정액은 다음과 같다.

분기	3Q 22	4Q 22	1Q 23	2Q 23
금액(백만원)	30,276	30,276	36,194	36,194

북아메리카와 중동 이외 나머지 지역에서 발생한 매출액은, 나머지 지역의 한국 기업 수주가 적었다는 점, 나머지 지역의 매출액 추이 경향성이 없다는 점을 근거로 최근 수주의 지속성을 고려해 3Q21~2Q22 매출의 평균을 활용하였다.

1-(3). 전체 매출액

내수와 수출 부문을 합한 매출 추정액은 다음과 같다.

분기	3Q 22	4Q 22	1Q 23	2Q 23
금액(백만원)	68,937	69,162	84,030	84,180

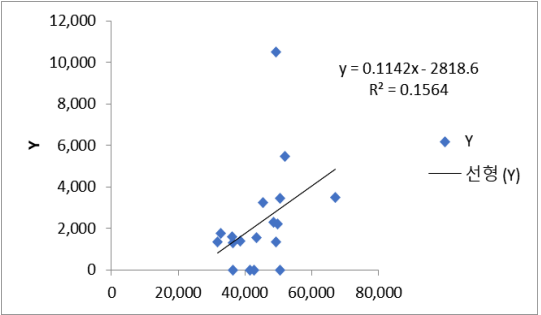
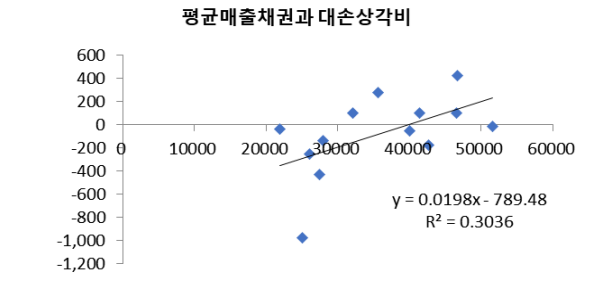
2. 비용추정

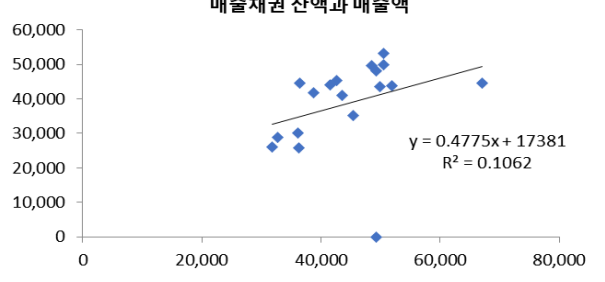
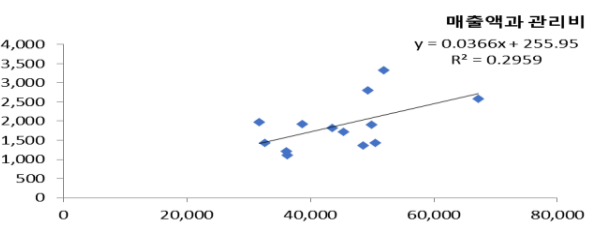
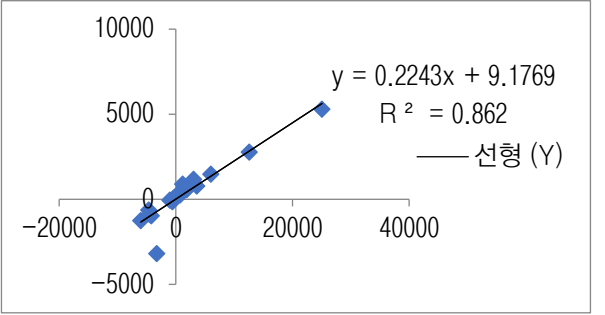
2-(1). 매출원가 추정

매출원가는 매출원가와 매출액을 통해 산정하였다. 동사의 과거 4개년 매출원가와 매출액의 상관관계를 분석해본 결과, 83.61%의 높은 상관관계를 보였다. 이러한 관련성을 기반으로 과거 4개년 매출과 매출원가의 평균을 활용해 약 0.6268의 매출원가율을 산정하였다. 이후 분기별 추정 매출액에 해당 비율을 곱하여 매출원가를 추정하였다.

분기	3Q 22	4Q 22	1Q 23	2Q 23
금액(백만원)	43,210	43,351	52,670	52,764

2-(2). 판관비와 비영업손익 추정

항목명	추정방법	근거
인건비	3개년 이동평균	매출액 또는 주주량과 상관관계가 나타나지 않고 고정비 성격으로 파악됨.
유무형자산감가상각비	3개년 이동평균	특정 자산 또는 손익계정과 상관관계가 나타나지 않음.
연구개발비	3개년 이동평균	특정 자산 또는 손익계정과 상관관계가 나타나지 않음.
광고선전비	3개년 이동평균	특정 자산 또는 손익계정과 상관관계가 나타나지 않고 경향성이 파악되지 않음. 또한 금액수준이 유의미하지 않음.
판매비	$y=0.1142x-2818.6$	 일부 극단치 조정시, 매출액과 유의미한 상관성을 보여 매출액에 계수를 곱해 산정함.
대손상각비	$y=0.0198x-789.48$	평균매출채권과 대손상각비 

		매출채권 잔액과 매출액  $y = 0.4775x + 17381$ $R^2 = 0.1062$ 평균매출채권(기말, 기초 잔액평균)과 대손상각비와 유의미한 상관성을 보임. 이에 잔액에 계수를 곱해 대손상각비를 산정함. (일부 극단치 조정시, 매출채권 기말잔액과 매출액은 상관성을 보이므로 매출액을 통해 예상 평균매출채권을 산정함.
관리비	$y = 0.0366x + 255.9$ 5	매출액과 관리비  $y = 0.0366x + 255.95$ $R^2 = 0.2959$ 일부 극단치 조정시, 매출액과 유의미한 상관성을 보여 매출액에 계수를 곱해 산정함.
세금과공과	3개년 이동평균	특정 자산 또는 손익계정과 상관관계가 나타나지 않음.
기타손익, 금융 손익, 외환손익	3개년 이동평균	금융자산, 부채의 비중이 적고, 당사의 수출비중은 높으나 예상환율을 도출하기 어려움.
법인세비용	계속사업영업이익 *0.22	 $y = 0.2243x + 9.1769$ $R^2 = 0.862$ — 선형 (Y) 계속사업영업이익과 강한 상관성을 보이므로 이에 계수를 곱하여 산정함.

3. Valuation

3-(1). PER Valuation

PER Valuation: 1) 코로나 영향권에서 벗어나 양(+)의 순이익이 발생하고 있으며, 2) LNG사이클로 인해 중장기적 고성장이 예상되며, 3) 이러한 수주실적이 이익에 즉각 반영되는 사업의 특성을 고려하여 PER Valuation이 적합하다고 판단한다.

Target PER는 Historical PER를 사용하는 것이 적합하다고 판단했다. 국내 유일한 경쟁사 태광과 Global Peer Group은 관이음쇠 외 다양한 사업부문이 존재하여 적절한 PER 대응치를 기대하기 어렵다. 또한 예상되는 수주 호황이 당사가 겪었던 산업재 사이클과 해양 사이클과 유사할 것이라고 판단되며 그 동안 당사의 사업 체질 변화가 없었던 점을 고려하여 Target PER를 산정하였다.

해양사이클(2011~2015)의 Historical PER에 LNG 사이클규모와 리스크(단발성 수주 가능성, 국제유가의 가격하락 리스크)를 고려하여 각각 10%할증, 30%할인을 적용하였다. 또한 Target PER 산정시 수주 호황을 반영하되 보수적으로 추정하려고 노력했다. 과거 사이클 PER 밴드를 참고하면 사이클 초입 시 20.0x이상의 멀티플을 적용받았지만 평활화하기 위해 사이클 기간의 PER배수를 동일비중으로 평균하였다.

이에 따라 42%의 상승여력, 12개월 목표 주가 20,819원을 제시한다.

3-(2). 목표 주가 산정

구분		단위	비고
예상 순이익	51,839,000,000	(원)	(A)
Target P/E	11.49	(배)	(B) Historical PER
적정 자본가치	595,431,048,240	(원)	◎=(A)×(B)
유통주식수	28,600,000	(주)	(D)
적정주가	20,819	원	◎=◎÷(D)
목표주가	20,819	원	12개월 목표주가
현재주가	14,650	원	22.09.30 기준 종가
상승여력	42	%	

편집의 편의를 위해 남겨둔 페이지입니다.