

중동 플랜트 호황 수혜

2024E EPS 2,594원에 Target PER 13.7x를 적용한 35,500원을 목표주가로 제시한다. 중동의 플랜트 시장은 장기호황의 초입에 들어서 있다. 그리고 동사는 중동 공랭식 열교환기 시장 점유율 80%에 달하는 등 중동 플랜트 건설에 없어서는 안 될 Key Player이다. Top-Down 관점에서 중동의 플랜트 발주가 증가할 수밖에 없는 상황에 대해 살펴보고, Bottom-up의 관점에서 동사와 중동 플랜트 시장의 긴밀한 연결고리를 확인하면서 청운을 타고 만개할 동사의 청사진을 그려보자.

MENA BIG WAVE

에너지 전환 기조에 더해 러-우 전쟁의 여파로 발생한 중동지역 가스투자확대, 그리고 중동 특유의 석유화학 산업구조와 산업간 time lag 등이 맞물려 단순히 매크로 변화에 대응하는 것을 넘어 대대적인 플랜트 발주 증가가 필연적으로 도래하고 있다. 오일&가스 정제, 석유화학 부문과 함께 에너지 전환을 목표로 하는 LNG프로젝트까지, 중동 산유국을 중심으로 한 중장기적 플랜트 발주 Big wave는 시작되었다. 중동 플랜트 산업 장기 호황의 초입에 돌입했다.

중동 담당 선봉기와 보일러

늘어나는 중동 플랜트, 쿨러가 없으면 돌아가지 않는다. 심지어 사막은 물이 없기에 공랭식 열교환기가 필요하다. 2012년부터 중동시장을 집중 공략한 동사는 중동 플랜트 건설 대호황기의 수혜를 마주할 준비는 이미 마친 상황이다. Aramco의 모든 설비에 동사의 공랭식 열교환기가 들어가는 공급 계약 체결을 시작으로 뜨거운 중동을 시원하게 할 동사의 장밋빛 미래가 본격적으로 펼쳐진다.

네옴 시티와 같은 대규모 프로젝트를 추진하는 사우디, 신재생에너지로의 전환을 외치지만 엄청난 전력 수요를 감당할 수 없다. 브릿지 에너지원으로 LNG화력발전이 필요하다. 사우디는 자푸라, 타이바, 카심 등 대규모 LNG복합발전소 프로젝트 발주를 내고 있다. 국내 HRSG 프로젝트, Aramco와의 HRSG 프로젝트 모두 꾸준히 성공시켜 왔던 동사의 HRSG 사업부 외형성장이 기대된다.

Rating

Buy

목표주가: 35,500 원
현재주가: 22,850 원
상승여력: 55.4%

12M 추가추이

시가총액 1,715 억원



Balance sheet data

순자산 2,564 억원
PBR 0.67x
ROE 5.83%

Earning data

PER 13.71x
EPS 1,666 원

주요 주주

S&T홀딩스 외 2인 59.93%
자사주 12.25%

주정 손익계산서 (단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	213,326,726	237,399,736	171,088,093	38,901,974	42,328,833	51,692,755	186,892,710	204,719,302	245,145,832
매출원가	177,635,077	197,311,149	142,366,612	36,479,576	36,511,336	44,105,141	153,710,184	167,904,412	199,691,042
매출총이익	35,691,649	40,088,587	28,721,481	2,422,398	5,817,497	7,587,613	33,182,526	36,814,890	45,454,791
GPM(%)	16.7%	16.9%	16.8%	6.2%	13.7%	14.7%	17.8%	18.0%	18.5%
판매비와관리비	18,218,102	16,962,616	15,440,521	4,597,657	4,536,415	4,891,937	18,544,890	19,520,703	20,880,296
영업이익	17,473,548	23,125,971	13,280,960	(2,175,259)	1,281,081	2,695,676	14,637,636	17,294,187	24,574,495
OPM(%)	8.2%	9.7%	7.8%	-5.6%	3.0%	5.2%	7.8%	8.4%	10.0%
영업외손익	2,599,584	(9,495,235)	3,116,296	2,422,047	5,360,976	9,381,857	11,228,494	1,387,426	1,387,426
법인세비용차감전순이익	20,073,132	13,630,737	16,397,256	246,788	6,642,057	12,077,534	25,866,130	18,681,613	25,961,921
법인세비용	4,620,860	3,843,196	3,894,075	(71,031)	1,540,283	2,544,348	6,463,388	4,668,132	6,487,324
당기순이익	15,452,273	9,787,541	12,503,181	317,819	5,101,773	9,533,185	19,402,742	14,013,481	19,474,597
NPM(%)	7.2%	4.1%	7.3%	0.8%	12.1%	18.4%	10.4%	6.8%	7.9%

SMIC 3 팀

- 팀장 45기 오승환
- 팀원 45기 차환진
- 46기 강민지
- 46기 신기원
- 46기 이태성

CONTENTS

1. 산업 분석	03
2. 기업 분석	06
투자포인트: 중동 플랜트 호황 수혜	
3. MENA BIG WAVE - Point 1	09
4. 중동 전용 선풍기와 보일러 - Point 2	14
5. 매출 추정	22
6. Valuation	25
7. Appendix	30

1. 산업분석 - 플랜트 산업

1.1. 플랜트 산업 소개

플랜트 =
공정을 위한 설비

레거시 산업의 재림, 'Plant'라는 용어가 자주 등장한다. 'Plant'라는 용어를 떠올렸을 때 공장 'Factory'와 무엇이 다른 것인지 직관적으로 와 닿지 않을 수 있다. 'Plant'는 제품을 생산, 처리 등을 하기 위한 **일련의 과정**이 주가 되는 건물과 장소를 말하며, 'Factory'는 특정 품목의 생산이 주가 되는 건물과 장소를 말한다. 다시 말해, 플랜트는 **정해진 공정에 따라** 제품을 생산하는 시설이나 설비의 집합이다.

제품에 따른
플랜트 종류

플랜트는 다양한 기준에 따라 분류된다. 가장 널리 알려진 분류법으로는 생산하는 제품의 종류에 따라 나누는 것이다. 오일이나 가스와 같은 화석연료를 채굴하는 **오일&가스 플랜트**, 원유를 정제해서 석유제품을 만드는 **정유 플랜트**, 납사 등을 이용해서 각종 화학제품을 만드는 **석유화학 플랜트**, 가스, 석탄, 우라늄 등의 연료를 이용해서 전기를 생산하는 **발전 플랜트**, 뽑아낸 천연가스를 액화시켜 LNG로 만드는 **LNG 액화 플랜트**, 해수 속 염분을 제거해서 담수로 만드는 **해수 담수화 플랜트** 등으로 나눌 수 있다.

그림 1-1. 발전 플랜트 전경



출처: 검색엔진, SMIC 3팀

그림 1-2. 제품의 종류에 따른 플랜트 분류



출처: SMIC 3팀

1.2. 플랜트 제작 과정

플랜트 건설
= 자원 관련 투자

종류별 명칭만 보더라도 대부분 자원과 관련되어 있기에 플랜트는 자원 관련 투자의 한 단계로 들어가게 된다. 플랜트 단독으로 발주가 나오는 경우는 없으며 **전방 산업의 움직임**에 따라 **특정 플랜트에 대한 수요**가 변하게 된다. **자원 관련 투자는 매우 신중히 결정**되고 상당히 긴 기간에 걸쳐 진행되기에, 플랜트 건설 또한 복합적인 단계를 거쳐 투자 결정이 이루어진다. 각 단계 내에서도 세부적인 과정이 동시다발적으로 이뤄져 투자결정이 이루어지며, 이후 착공에 돌입하게 된다.

플랜트 건설
= 복합적인
장기 건설 공사

플랜트 건설은 크게 **프로젝트 결정 및 개념설계, FEED(기본설계), EPC(상세설계 및 시공), 시운전, 유지보수 단계**로 진행된다. 프로젝트 결정 이후 사업성 검토와 각종 허가를 받은 후 FEED 업체를 선정하고 FEED를 진행한다. 그리고 최종투자결정을 마친 후 EPC 업체를 선정하여 착공에 들어간다. **완공까지 약 4년**이 소요되며, **시운전까지는 약 7년**이 소요되는 장기 건설 사업이다.

그림 1-3. 플랜트 제작 과정

Timeline								
Stage	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8
Reserve Delineation & Certification	[Bar]							
Project Strategy & Structuring	[Bar]							
Government Engagement & Permits	[Bar]	[Bar]						
Pre Marketing/Initial Buyer Screening	[Bar]							
SPA Negotiation with Buyer	[Bar]	[Bar]						
Pre FEED Studies	[Bar]							
FEED Studies	[Bar]	[Bar]						
EPC Contracts		[Bar]	[Bar]					
Financing		[Bar]	[Bar]					
Plant Construction				[Bar]	[Bar]	[Bar]	[Bar]	[Bar]
Commercial Start up								[Bar]

출처: Galway Energy Advisors, SMIC 3팀

1.3. 플랜트 서플라이 체인의 특성

플랜트 건설 과정
EPC 업체가 일괄 진행

플랜트 제작과정에서 특이한 부분은 **거대한 플랜트를 하나의 EPC가 설계부터 시공까지 일괄적으로 진행한다**는 것이다. 이는 플랜트 건설이 기술집약도가 굉장히 높으며, 공사 기간이 상당히 긴 것에 기인한다. 세부적인 구조는 이와 같다. 발주사가 플랜트 시공 계약을 발주하면 EPC 업체가 수주 받은 후 상세 설계를 진행하고, 시공을 위한 기자재를 기자재업체들에게 조달 받아 시공까지 하는 구조로 이뤄진다.

기자재 업체들의
CR 압력 가능성

다양한 기자재 업체들은 EPC 업체들에게 납품하는 하도급 업체의 위치에 있다. 기자재 업체들이 **CR 압력**을 받을 가능성은 분명 존재해왔다. 이는 EPC 업체들의 계약이 **Lump sum** 방식이기 때문이다. 해당 방식은 EPC 업체들이 자체적으로 조달 원가를 관리하여, **확정된 금액 내에서 마진**을 남기는 방식이기에 **원가 절감에 필사적일 수밖에 없었던** 것이다.

EPC 업체들의 계약
CPF 방식으로의 전환
→ CR 압력 완화

그러나 최근 **Cost Plus Fee** 방식이 많이 채택되고 있다. EPC업체들의 과도한 원가 절감으로 인해 플랜트의 품질이 떨어지는 것을 원치 않는 발주사들이 건설비용을 정산해주고 EPC 서비스에 대한 수수료를 EPC업체에게 추가적으로 지불해주는 방식이다. EPC업체들은 Cost Plus Fee 방식일 때 사업주가 Agree하는 업체의 기자재를 채택하면 되기에 하도급 업체에 대한 원가 절감을 할 필요성이 크지 않아 **CR 압력이 완화된다**.

그림 1-4. 플랜트 산업 서플라이 체인

출처: SMIC 3팀

1.4. 플랜트 Big wave의 도래

저유가 상황으로
플랜트 산업 불황

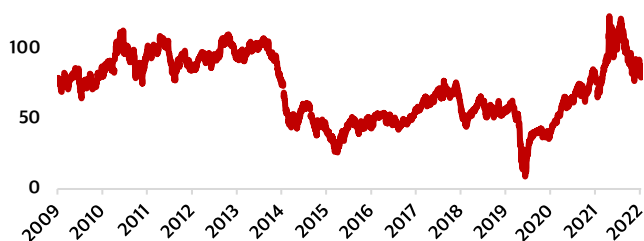
지난 8년간 미국 셰일가스 혁명으로 유가의 날개 없는 추락이 이어졌다. 저유가 상황이 장기화되며 석유 생산 기업들은 부정적인 타격을 심히 받게 되었다. 막대한 역량을 투입해 탐사에 성공하더라도 저유가 시기에는 석유의 채산성이 악화되기에, 신규 프로젝트와 투자의 연기, 그리고 자본지출 축소라는 결과를 낳게 되었다. 이는 2011~2015년 해양플랜트 사이클에 마침표를 찍고 플랜트 산업이 길고 긴 불황기에 접어들게 하였다.

포스트 코로나 시대,
고유가로 중동 국가
플랜트 건설 ↑

길고 긴 터널을 지나 포스트 코로나 시대, 플랜트 산업에 새로운 Big wave가 도래했다. 석유 공급이 축소된 상황속에서 코로나 이후 리오프닝으로 인한 수요 증가는 추락한 유가에 날개를 달아주었다. 끝을 모르고 상승하는 유가로 인해 중동 산유국들은 막대한 부를 축적하였다. 이를 기회 삼아 이들은 전통 화석 연료를 바탕으로 한 오일&가스, 화학 부문과 함께 탄소 중립을 중점으로 한 에너지 전환 프로젝트까지 대규모의 플랜트 건설사업에 투자하고 있다.

그림 1-5. WTI 가격 추이

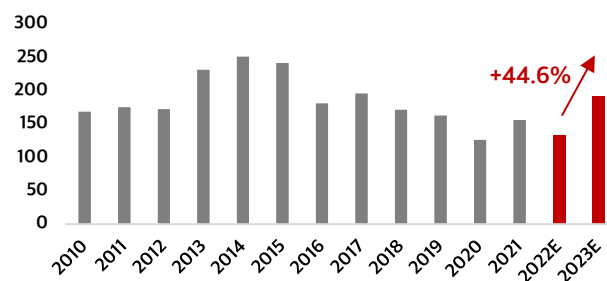
(단위: \$)



출처: FRED, SMIC 3팀

그림 1-6. MENA 지역 발주 규모 전망

(단위: \$ bil)



출처: MEED, SMIC 3팀

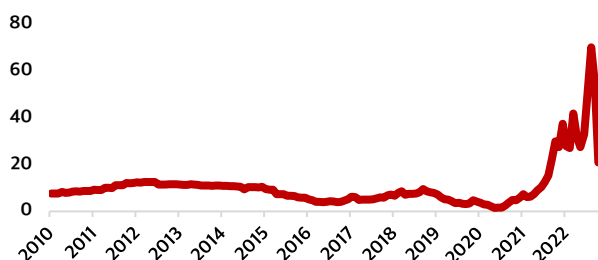
러-우 전쟁으로
LNG 프로젝트 ↑

아울러 날개를 달고 하늘 높이 치솟는 유가는 러시아-우크라이나 전쟁이 발발한 후 더욱더 추진력을 얻게 되었고, 에너지가 국가 안보와 탄소중립의 핵심요소로 다시금 부상하기 시작했다. 더불어 전쟁 발발 이후 러시아가 유럽으로 보내는 천연가스 공급을 줄이자, 유럽은 미국산이나 중동산 LNG로 눈을 돌렸다. 지구의 탄소 중립 목표를 향한 '브릿지 에너지원'으로 확대가 불가피했던 LNG 프로젝트들이 폭발적으로 증가하기 시작했다.

고유가로 야기된 중동의 발주 물결과 폭발적인 LNG 프로젝트들의 성장으로 플랜트 산업은 다시금 호황기를 맞이하게 되었다. 플랜트, 고통의 시기를 이겨낸 승자들의 파티가 시작됐다.

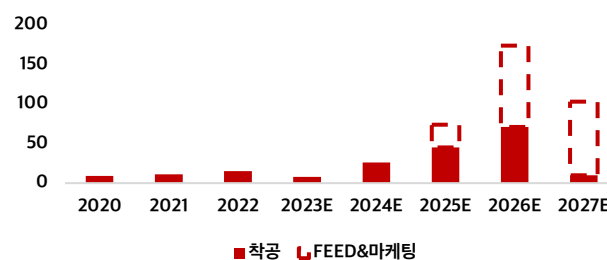
그림 1-7. 천연가스 가격 추이, EU

(단위: \$)



출처: FRED, SMIC 3팀

그림 1-8. 착공 및 FEED 단계 LNG터미널 규모 (단위: MTPA)



출처: Clarkson, SMIC 3팀

2. 기업 분석

2.1. 기업 개요

동사는
공랭식 열교환기 &
배열회수보일러 제조

동사는 각종 플랜트에 사용되는 기자재를 설계 및 생산하는 업체다. 동사의 주력제품으로는 오일&가스, 석유화학 플랜트에 사용되는 쿨러인 **공랭식 열교환기**이며, LNG복합화력발전소에 들어가는 **배열회수보일러(HRSG)** 또한 설계 및 생산하고 있다. 매출비중은 **공랭식 열교환기**가 약 70%, HRSG 30% 정도로 구성된다.

공랭식 열교환기
동사 세계 M/S 1위

동사의 주력 제품인 **공랭식 열교환기**는 세계 시장 점유율 20%를 유지하며 1위에 위치해 있다. 동사의 경쟁사는 글로벌로는 Hudson과 GEA가 있으나 이들은 공랭식 열교환기가 주력 제품으로 삼고 있지는 않다. 즉, 현재 공랭식 열교환기를 주력 제품으로 생산하는 전문 업체는 현재 동사를 제외하고는 없는 상황이다.

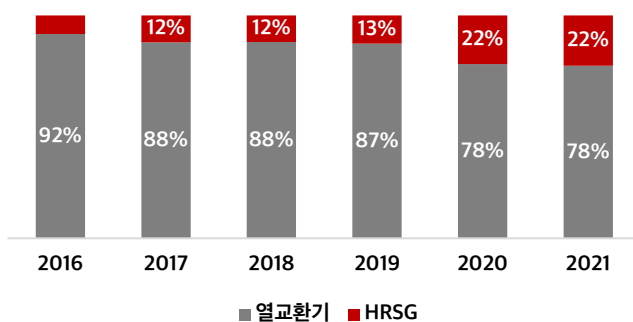
불황기를 겪은
에어쿨러 시장
동사 필두 과점시장

국내기업인 KHE또한 유력한 경쟁사였다. KHE는 공랭식 열교환기 글로벌 시장점유율 1위를 달성했을 정도로 경쟁력 있는 기업이었으나, 저유가로 야기된 플랜트 불황기를 버티지 못하고 회생절차를 밟아 같은 그룹 계열사인 SNT 중공업에 인수되었다. 불황기에 여러 기업들이 정리되었고, 공랭식 열교환기 시장은 **동사를 필두로 글로벌 3사가 과점시장을 형성**하고 있다.

HRSG 성장 중
→ 라이선스 인수
& 매출 비중 증가 중

기존에 동사의 HRSG 매출비중은 매우 미미하였으나, 최근 LNG복합화력발전플랜트의 발주 증가로 급격히 그 비중이 늘어나고 있다. 또한 LNG발전으로의 전환 트렌드에 발맞추어 동사는 최근 **하만 델타의 HRSG 기술 라이선스를 전부 인수**하였다. 이는 **에너지 전환 기조 내 HRSG Key player**로도 성장하고자 하는 동사의 방향성을 확인할 수 있는 부분이다.

그림 2-1. 기타 사업부를 제외한 주요 품목 매출 비중



출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-2. 동사 주요 제품



출처: 검색엔진, SMIC 3팀

2.2. 실적/재무 분석

22년 매출 하락세나
수주잔고는 높은 수준
→ 공사 재개로
매출 인식 가능성 ↑

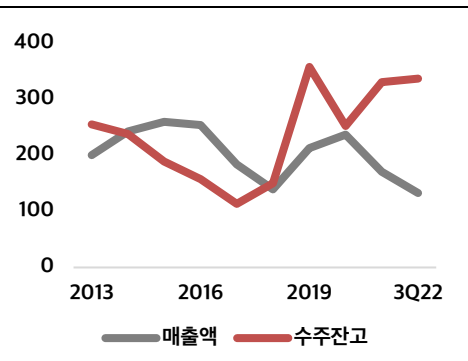
동사의 매출은 2020년을 기점으로 하락 중이다. 이는 코로나로 인해 공사 과정에 차질이 생겨 공사가 지연되고 **수주잔고가 매출로 인식되지 못했기** 때문이다. **올해 3분기 기준 수주잔고는 매출 실적이 가장 좋았던 2015년보다 높은 수준**이다. 일반적으로 매출의 경우 수주잔고와 1년 반 정도 기간을 두고 인식되는 구조이다. **이제 다시 공사가 진행되고** 있기에 수주

잔고는 2023년부터 빠르게 매출로 인식될 것으로 예상된다.

선수금의 증가 또한 동사 실적 개선이 머지않았음을 뒷받침해준다. 선수금의 경우 본업과 관련해 추후 제공해야할 제품에 대한 증거이기에 선수금이 많다는 뜻은 그만큼 매출이 더 증가할 것이라는 예측이 가능하다. 올해 3분기 기준 동사의 선수금은 올해 2분기 대비 약 20배나 증가하였다.

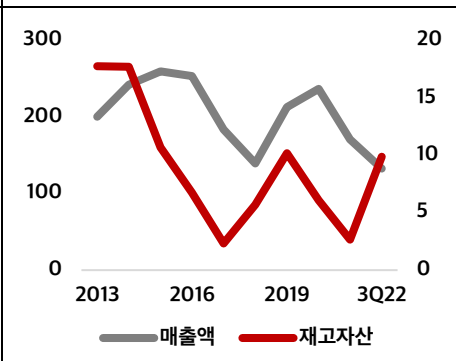
수주산업의 경우 수주를 받은 후 재고를 확충한후 이후 매출로 인식되는 구조이기에, 재고자산을 유심히 살펴보아야 할 필요가 있다. 동사의 매출은 재고자산에 1년 후행 하는 추이를 보인다. 2021년을 저점으로 올해 3분기부터 다시 재고자산이 분기별로 빠르게 증가하고 있다. 앞선 모든 논의를 종합해 보았을 때 2023년이 동사의 실적 Turn-around 기점으로 전망된다.

그림 2-3. 수주잔고 및 매출 추이 (십 억)



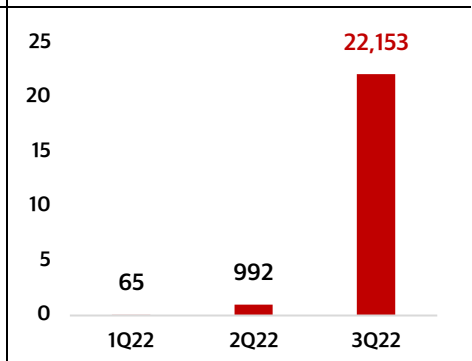
출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-4. 재고자산 및 매출 추이 (십 억)



출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-5. 선수금 추이 (단위: 백만 원)

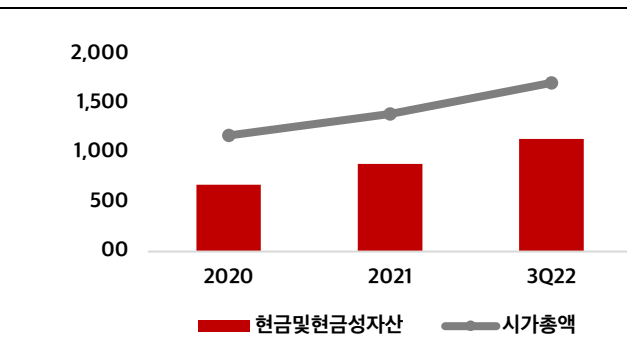


출처: DART, SMIC 3팀

우수한 재무건전성, 높은 수치의 현금성 자산

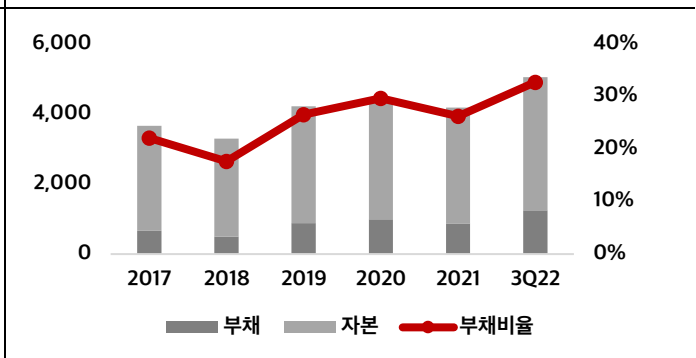
동사는 탄탄한 재무구조를 유지해오고 있다. 동사의 부채비율은 30% 대로 낮은 수준을 유지하고 있다. 업황이 어려웠던 시기에도 훌륭히 버티며 부채 비율을 낮은 수준으로 유지해왔다. 이로 인해 벌어들인 돈이 새나가지 않고 차곡차곡 쌓여 현재 동사는 굉장히 높은 수준의 현금성 자산을 보유하고 있다. 동사가 올해 3분기 보유한 현금성 자산은 대략 1100억 정도로 현재 시가총액 1700억을 고려해보았을 때 굉장한 수치임을 확인할 수 있다.

그림 2-6. 현금성 자산 vs. 시가총액 (단위: 억)



출처: DART, SMIC 3팀

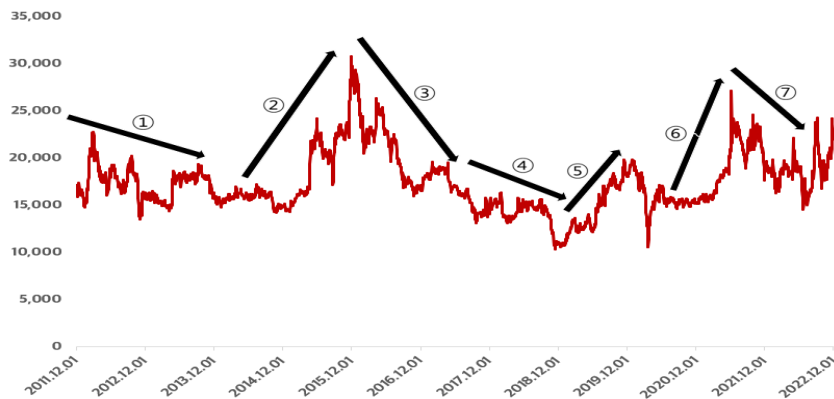
그림 2-7. 자본, 부채 및 부채비율 (단위: 억)



출처: DART, SMIC 3팀

2.3. 주가추이 분석

그림 2-8. 주가 추이



출처: 기업정보 전자공시시스템, SMIC 3팀

① 2011년 12월~ 2012년 12월

이 당시 동사의 전방은 대부분은 유가와 직접적인 연관이 있는 플랜트들이었다. 그에 따라 유가의 상승과 하락에 따라 주가는 상승과 하락을 반복하였다.

② 2012년 12월 ~2015년 말

고유가 상황이 지속되며 동사의 전방인 해양플랜트가 대호황을 맞이하던 시기다. 전방의 유례없는 호황에 따라 동사의 실적개선과 주가의 상승이 3년간 지속되었다.

③ 2015년 말 ~ 2016년 중반

몇 년간 지속되던 유가의 상승은 공급과잉으로 하락하기 시작하였으며, 동사의 수주 잔고 역시 감소하였다. 실적 부진으로 주가는 빠르게 상승분을 반납하였다.

④ 2016년 중반 ~ 2018년 12월

동사가 진행하던 프로젝트의 공사가 예정처럼 진행되지 못하며 하자 보수비용이 발생하였다. 다수의 프로젝트에서 발생한 이벤트는 아니지만 시장의 우려가 주가 하락으로 이어졌다.

⑤ 2018년 12월 ~ 2020년 초

저유가 상황이 지속되던 시기이다. 전방의 업황은 좋지 않았으나, 전 기간에 일어난 일을 방지하기 위해서 선별적으로 수주하며, 저가 수주의 수를 줄이며 수익성 개선이 일어나자 주가 또한 상승하였다.

⑥ 2020년 초~ 2021년 초

코로나 19로 인한 폭락 이후 장이 빠르게 반등하던 시기다. 앞서 살펴본 기간과는 다르게 동사가 원전 관련주로 분류되며 일주일간 주가가 25% 오른 일이 있다. 매출 비중의 2% 정도인 복수기가 원전에 설치되는데, 유동성장세에서 탈원전기조가 꺾이는 것이 아닌가하는 시장의 분위기에서 동사의 주가는 원전테마로 인해 비이성적으로 상승하였다.

⑦ 2021년 초 ~ 2021년 말

비이성적으로 올랐던 주가는 빠르게 상승분을 반납하였으며, 코로나 19로 인해서 진행되지 못하는 공사가 늘어나자 실적 악화와 주가 하락이 이어졌다.

⑥기간 에서의 비이성적인 움직임을 제외하면 앞선 분석과 같이 동사의 주가는 실적과 강하게 연동되는 모습을 보였다. [투자포인트 1,2]를 통해 동사의 실적이 전방의 호황에 의해 개선될 것이며 그와 함께 주가의 상승이 이어질 것임을 보이고자 한다.

투자포인트 - 중동 플랜트 호황 수혜

동사의 공랭식 열교환기는 석유화학 플랜트, 오일가스 정제플랜트, LNG 액화플랜트, HRSG는 LNG 발전플랜트에 사용되며 이들은 중동지역에서 대대적인 발주 증가를 앞두고 있다. 여기서 보다 주목해야할 것은, 단순히 고유가에 반응하여 플랜트 발주가 단기적으로 증가하는 것이 아니라는 점이다.

동사 제품의 사용처가 되는 석유화학 플랜트, 오일가스 정제 플랜트, LNG 액화/발전플랜트의 발주가 증가하는 데에는 보다 긴 서사와 보다 먼 미래가 얹혀 있다. 지속적으로 이어져온 에너지 전환과 저유가 기조에 더해 올해 초 발생한 러시아-우크라이나 전쟁의 여파와 산업 간 Time lag, 그리고 중동 국가들의 석유화학 산업구조까지 맞물려 오늘날 중동의 석유화학 플랜트, 오일가스 정제 플랜트, 그리고 LNG 플랜트의 중장기적 발주 증가를 이끌고 있다.

그리고 지금, 중장기적으로 증가하는 중동 플랜트 발주에 올라타며 동사의 Q 성장이 시작될 예정이다. 단순히 고유가라는 매크로 상황이 아닌 여러 요인의 역학관계가 맞물려 구조적인 성장이 예견된 동사의 전방과 이익 수혜를 온전히 받아낼 동사의 상황을 살펴보자.

3. MENA BIG WAVE - Point 1

3.1. 석유화학플랜트 굳히기 - 중동의 변화

원유수출에만 의존했던
중동의 국가산업구조

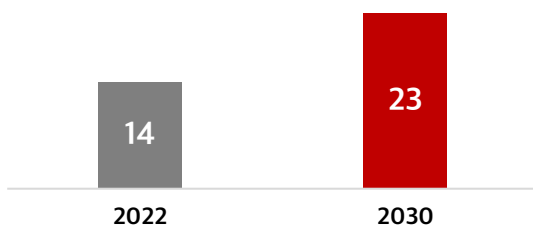
지하자원이 풍부한 중동의 국가들은 매장된 지하자원을 수출해 해외로 팔기만 해도 많은 부를 축적할 수 있었다. 이에 사우디아라비아 등의 중동국가들은 원유수출로 축적된 부로 하여금 국민들에게 세금을 걷지 않고 복지정책과 인구증가정책을 펼쳐왔다. 하지만 원유수출에 의존한 국가 산업구조는 국제유가변동 등의 리스크에 취약했고, 급속도로 늘어난 인구는 곧 높은 실업률로 이어졌다.

원유에 부가가치를
더하는 석유화학산업
육성하기 시작함

결국 중동국가들은 산업구조를 다각화하고 높은 실업률을 낮추기 위해 자국의 지하자원을 수출하는 것을 넘어, 지하자원을 기술적으로 가공하여 부가가치를 창출하는 석유화학산업을 육성하였다. 자국에서 생산되는 지하자원을 바로 feedstock(원료)으로 사용하여 원가경쟁력을 높이고 규모의 경제를 바탕으로 높은 수준의 수직계열화를 도모함으로써 석유화학시장에서 입지를 굳히고자 한 것이다.

그림 3-1. 사우디 가스 생산 계획

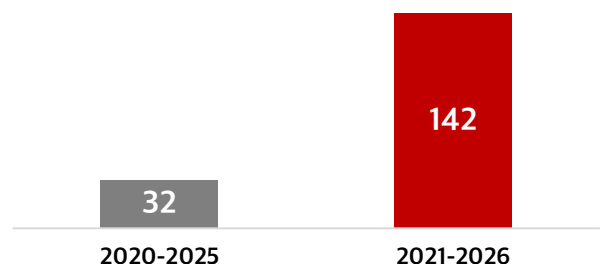
(단위: bcf/d)



출처: AROCORP, SMIC 3팀

그림 3-2. MENA 지역 석유화학부문 투자계획

(단위: \$ bil)



출처: APICORP, SMIC 3팀

다시금 석유화학 투자를 늘리는 중동국가들

그리고 최근 중동국가들은 다시금 석유화학 투자를 늘리고 있다. 현재 사우디 Aramco는 40억 달러 규모의 Amiral Project, 카타르 QaraEnergy는 50억 달러 규모의 rass Lassffan 프로젝트의 최종 계약자 선정을 앞두고 있다. 아울러 중장기적으로 80억 달러 규모의 쿠웨이트 Al-Zour Petrochemical 등 대규모 석유화학 콤플렉스 발주가 2023년 이후 본격적으로 시작될 것으로 보인다.

“그렇다면 왜 중동국가들은 지금 석유화학 부문의 투자를 더욱 늘리려고 하는 것일까?”

석유화학투자 증가 원인:
에너지 전환 기조 +
러-우 전쟁의 여파 +
중동 석유화학 산업구조

간단히 말하자면, 이는 탄소배출 절감을 도모하는 에너지 전환 기조와 더불어 러시아-우크라이나 전쟁 이후 촉발된 에너지 안보, 높은 천연가스 가격, 그리고 중동의 독특한 석유화학 산업구조가 맞물린 현상이다. 얼핏 보기에는 상당히 의외일 수 있다. 탄소배출을 절감하자는 에너지 전환 기조와 높은 천연가스 가격은 오히려 중동의 석유화학 부문 투자를 감소시키는 원인이 될 수 있을 것이라 생각하기 십상이다.

천연가스 원료 중심
석유화학산업구조의 중동

이러한 의문을 풀기 위해서는 중동의 석유화학 산업의 구조와 특징을 이해해야 한다. 중동은 석유보다는 천연가스 중심으로 석유화학산업을 육성해왔다. 대표적인 석유화학제품원료 에틸렌을 생산하는 석유화학공정은 원유 기반 공정인 NCC(Naphtha Cracking Center)와 천연가스 기반 공정 ECC(Ethane Cracking Center)로 나눌 수 있다. NCC는 원유정제과정에서 추출되는 나프타를 기반으로 에틸렌을 생산하고 ECC는 천연가스에서 분리된 에탄가스를 기반으로 에틸렌을 생산한다.

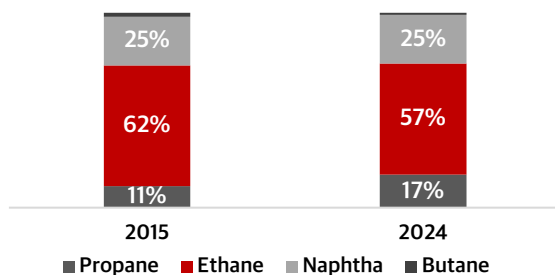
약 60%에 달하는
에탄가스 feedstock 비중

중동의 석유화학사들의 feedstock(원료) 비중을 살펴보면, 2015년 기준 에탄가스가 62%를 차지한다. 즉, 중동의 석유화학 산업에서는 석유보다는 천연가스를 기반으로 에틸렌을 주로 생산하는 것이다. 2024년 전망치도 에탄가스 57%로 여전히 높은 천연가스 비중을 지닐 것임을 알 수 있다. 요약하자면, 중동의 석유화학산업은 원유가 아닌 가스에 기반하여 움직인다.

에너지 전환 과도기에
필수 에너지원인 천연가스

한편, 천연가스는 석유에 비해 매연과 미세먼지를 훨씬 적게 배출한다. 연료로 태울 때 나오는 CO2 배출량으로 따지면 석탄의 55%, 석유의 70% 정도이다. 이러한 특징으로 인해 천연가스는 Net Zero로 넘어가는 에너지 전환 과도기에 필수불가결한 핵심 에너지로 간주된다. 즉, 천연가스 또한 언젠가는 사용이 크게 줄어들 화석연료이지만 실제로 Net Zero가 되는 그 날까지는 아주 중요한 역할을 하는 에너지원인 것이다.

그림 3-3. 사우디 화학사 Feedstock 비중 및 전망



출처: Platts, SMIC 3팀

그림 3-4. 주요 MENA 지역 석유화학/가스 플랜트 프로젝트

국가	프로젝트	계약금액(십억달러)	공종	수주결과시기
카타르	Ras Laffan petrochemicals pkg 1~2	5	석유화학	4Q22
사우디	Amiral Project pkg 1~8	5	석유화학	1Q22
이집트	Ain Sokhna Project	2	석유화학	2023
사우디	Integrated Yanbu Project	10	석유화학	2024
쿠웨이트	Al-Zour petrochemical complex: Package 1~2	10	석유화학	2023
UAE	Hail and Ghasha 3~4(onshore)	6	가스	2023
사우디	Jafurah gas plant 2	10	가스	2023
카타르	North Field South LNG trains	6	가스	2023

출처: Meed Projects, SMIC 3팀

에너지 전환 +
천연가스 공급확대 합의
→ 중동 천연가스 생산
확대

따라서 이러한 에너지 전환 기조에 더불어 러시아-우크라이나 전쟁 이후 크게 상승한 천연가스 가격, 그리고 중동과 유럽이 맺은 천연가스 장기적 공급 확대 합의는 중동의 천연가스 생산을 가속화하는 촉매로 작용하고 있다. 유럽은 러시아산 천연가스 수입 중단 이후, 중동으로 눈을 돌렸고 유럽과 중동국가들은 천연가스 생산 및 공급확대 계약을 맺었다. 이 결과, 중동의 국가들은 천연가스 생산 계획을 대폭 확대하였다.

석유화학산업 강화 기조
+ 천연가스 생산 확대
→ 석유화학설비 확대

여기에 고부가가치 산업을 육성하고 규모의 경제와 수직계열화를 통해 전세계 석유화학시장에서 우위를 점하려는 중동국가의 정책적 방향성까지 더해지면, 증가하는 천연가스생산에 뒤이어 천연가스 기반 석유화학설비 증설 및 투자확대가 예정되어 있는 것은 필연적인 결과다.

중장기적으로 석유수요가
감소해도 중동의
석유화학산업 육성은
지속됨.

아울러 중동의 석유화학 산업 육성은 그 자체로도 앞으로 꾸준히 증대될 예정이다. IEA에 따르면 2050년 화석연료 수요의 55%가 석유화학 부문으로 사용될 것이며 미래에는 오일&가스의 생산을 견인하는 핵심 산업이 석유화학 부문이 될 예정이라고 한다. 그리고 중동은 원가경쟁력과 수직계열화의 이점을 바탕으로 장기간 생존할 석유화학 산업에서의 점유율 확대를 호시탐탐 노리고 있다. 즉, 중장기적으로는 에너지전환 기조에 의해 석유 자체의 수요가 감소해도, 중동의 석유화학플랜트 발주는 지속적으로 증가할 예정이다.

중동의 석유화학플랜트
발주 증가
→ 동사의 Q 성장

에너지 전환 기조와 중동의 석유화학 육성정책, 그리고 중동 특유의 가스중심 석유화학산업의 특징이 더해져 동사의 전방, 중동의 석유화학플랜트의 발주는 지속적으로 증가한다. 그리고 중동을 핵심 매출처로 삼는 동사의 특성상, 이는 동사의 Q 성장을 견인할 수밖에 없다.

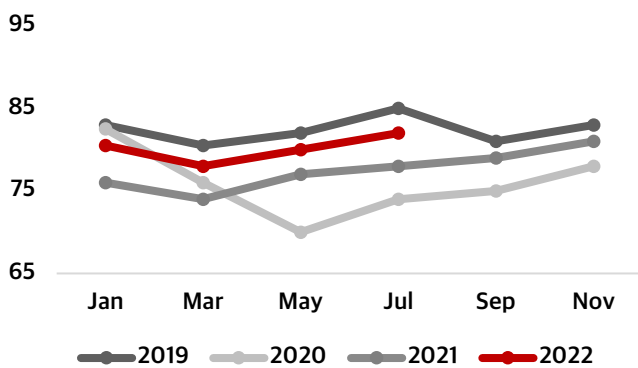
3.2. 정제플랜트 부족 사태 - Q 증가

전세계 정제플랜트 부족
사태

앞서 언급했듯이, 동사의 공랭식 열교환기는 원유를 석유로 정제하는 정제플랜트에도 사용된다. 그리고 세계는 지금, 이례적인 정제플랜트 부족 사태에서 파생된 심각한 석유 수급난을 겪고 있다. 현재 전세계에 닥친 정제플랜트 부족사태는 지난 10여년간 이어져온 저유가 사태에 기인한다. 2010년 중반, 셰일가스 혁명과 함께 불어닥친 급격한 유가하락 때에 산유국의 국영석유회사들은 당시 계획하고 있었던 정제시설 건설을 취소하였다. 그리고 2020년 코로나 19에 의한 수요감소로 야기된 유가하락 때 국제 석유회사들은 대규모 노후화된 정제시설을 폐쇄한 바 있다.

그림 3-5. 세계 원유정제 처리량

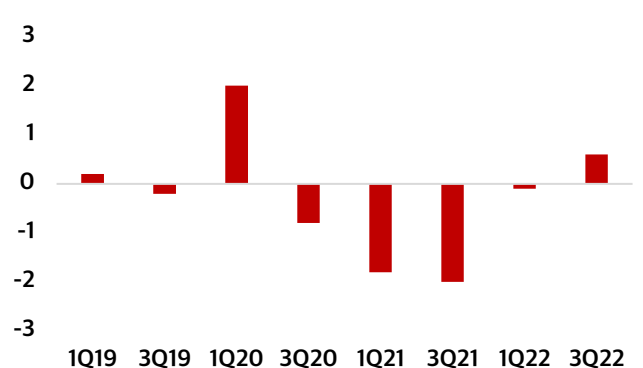
(단위: mb/d)



출처: Platts, SMIC 3팀

그림 3-6. 세계 정제-제품 밸런스

(단위: mb/d)



출처: Platts, SMIC 3팀

코로나 19 이후 급격히 감소한 원유정제처리량

이러한 정제시설 폐쇄와 더불어 **코로나 19 이후 석유 수요량도 함께 감소하면서 2020년 세계 원유정제처리량은 급격히 감소하였다.** 글로벌 원유 정제 처리량을 살펴보면 코로나 발생 전인 2019년도에 비해 원유정제처리량이 확연히 감소한 것을 알 수 있다.

리오프닝 이후 수요회복
→ 원유정제처리량 ↑

그리고 이렇게 **감소한 원유정제처리량은 팬데믹에서 벗어남에 따라 점차 세계석유수요가 회복되면서 점차 증가세를 보였다.** 에너지 정보 업체 EIE에 따르면 2020년 세계 정제능력은 코로나 19 전에 비해 하루당 약 40만 배럴이 작고 2021년 말에는 하루당 약 5만 배럴이 작다.

정제설비 부족으로 증가하는 석유수요를 소화하기 힘든 정유업계

여기서 문제는, **지난 수년간 이어져온 저유가로 인해 정제설비 폐쇄 및 신설취소로 세계정제설비가 부족해져 증가하는 석유수요를 소화하기 힘들어졌다는 것이다.** 세계 에너지 기구 IEA는 세계 정제 시스템의 제한된 여유용량이 석유 제품의 쇼티지를 악화시키고 있는 상황이라고 하며 원유 생산 및 공급단계의 업스트림(Upstream)보다 석유 완제품을 생산하고 유통하는 다운스트림(Downstream)의 결핍에 주목하였다.

2022년, 높이 치솟은 정제마진

정제설비 부족사태를 방증하듯, **2022년 정제마진은 십수년 이래 최고 수준을 기록하며 고공 행진을 거듭하였다.** 2022년 1~2월에 배럴당 5~7불 대에 불과했던 정제마진은 3월에는 13불, 4월에는 20불, 그리고 5월을 거쳐 그 이후로는 30불 이상을 기록한 바 있다.

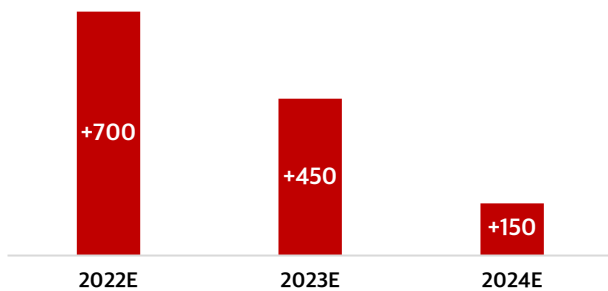
중동의 정제설비 증설 확대

이에 **코로나 19 팬데믹 종식 이후 정제설비 부족을 경험한 중동 정유업계는 정제설비 증설을 추진하고 있다.** 사우디의 알사우드 외무장관은 휘발유, 경유 등의 제품가격 강세가 정제부문 투자부족에 기인하고 있다고 말하였다. 즉, 중동의 국가들은 더 이상 시간을 지체할 수 없는 정제설비개선 및 증설이 필요하다고 인식하고 있는 상황이다. 이에 **중동지역은 2022년 약 700만 b/d, 2023년 약 460만 b/d의 정제설비 증설을 계획하고 있다.**

지속되는 원유정제 수요
→ 중동 정제설비 증설
→ 동사의 Q 증가

즉, **저유가 기조와 코로나 19 이후 잠시 감소한 석유수요에 낮 놓고 있던 정유업계는 석유수요가 다시금 회복된 지금, 발등에 불이 떨어진 채로 정제플랜트 발주를 늘리고 있다.** 에너지 원으로써의 석유수요는 장기적으로 감소하더라도, 앞에서 언급했듯이 석유화학산업 자체는 장기간 생존할 것이고 원유정제에 대한 수요는 한동안 지속될 것이다. 이에 대응하여 **동사의 전방, 중동의 정제플랜트의 발주증가는 석유화학플랜트와 마찬가지로 또다시 동사의 Q 증가를 견인한다.**

그림 3-7. 중동지역 정제설비 증설 계획 물량 (단위: 천b/d)



출처: IHS, SMIC 3팀

그림 3-8. 북부가스전 LNG project 1단계 패키지별 주요내용

발주처	프로젝트명	규모(\$ mil)	공사 기간
QatarGas	LNG Processing Trains	13,000	21.01~26.12
	Lean LNG Storage and Loading Expansion	2,000	21.03~25.03
	RLTO and Offplot Facility	500	21.08~25.04
	Sulphur Storage and Export Facilities	1,000	22.02~25.12

출처: Meed Projects, SMIC 3팀

3.3. 친환경 LNG 액화/발전 플랜트 증설

중동의 LNG 액화플랜트 증설	천연가스를 LNG로 액화시키고 LNG로 전력을 생산하는 LNG 액화/발전플랜트의 중동지역 증설 또한 예정되어 있다. LNG 또한 천연가스에서 파생된 에너지원으로 에너지 전환 시기에 Net Zero로 향하는 필수적인 과도기적 에너지원으로 전세계적으로 생산 및 발전을 확대하고 있는 상황이다.
에너지 전환 기조에 의해 중장기적으로 증가하는 LNG 생산	중동 또한 이러한 에너지 전환 기조를 이어나가 LNG 생산을 증대하고자 한다. 카타르의 국영기업 Qatar Energy는 북부가스전에서 생산되는 연간 LNG 생산 규모를 연간 7,700만 톤에서 2027년 1억 2,600만톤으로 확대하는 증산계획을 발표하며 본격적인 LNG 증산을 추진하였다. 프로젝트 규모는 최대 400억 달러로 총 2단계로 구성되며 2026년까지 LNG 액화설비를 증설할 예정이다.
LNG 복합화력발전이 필요한 중동	아울러 중동은 LNG 생산뿐만 아니라 발전을 통해 에너지 전환의 패러다임을 이어 나가고 있다. 유가상승으로 재정건전성이 높아진 중동국가들은 네옴시티, 홍해개발 등 대규모 인프라 프로젝트를 계획 중이다. 그리고 중동지역은 대부분 분산된 전력 시스템을 지녀, 대규모 인프라 프로젝트들을 수행하기 위해서는 LNG 복합화력발전이 필요한 상황이다. 아울러 사우디, 카타르 등 여러 중동 국가들이 신성장 동력을 위해 태양광 발전단지를 조성하려고 하는데 태양광 발전의 간헐성을 보완하기 위한 백업발전 으로서도 LNG 복합화력발전건설이 필요하다.
중동 LNG 발전 프로젝트 발주 증가	이에 사우디 정부는 2030년까지 가스화력 발전을 전체 전력 생산량의 60%로 늘리는 것을 목표로 하며 대규모 LNG 발전 사업을 추진 중이다. 현재 사우디 국영기업 Aramco는 자푸라 LNG 발전소 개발사업을 추진하며, 각각 3,500MW 용량에 해당하는 LNG Al-Taiba 프로젝트와 Qassim 프로젝트의 수주를 진행 중이다. 쿠웨이트와 UAE 또한 각각 4,500MW, 2,600MW 용량에 해당하는 LNG 발전 프로젝트를 추진할 계획이다.
보다 중장기적인 LNG 플랜트 확대 → 동사의 장기적 Q 성장 예상	석유화학플랜트, 그리고 정제플랜트보다 더 중장기적인 성장이 예정된 LNG 액화/발전플랜트 시장은 동사의 Q 증가를 장기적으로 견인하여 탄탄한 하방을 구축할 예정이다. 석유화학플랜트, 정제플랜트 그리고 LNG 플랜트까지 트리플 성장이 각각 맞물린 중동의 플랜트 시장을 등에 업고 동사는 폭발적인 Q 증가를 앞두고 있는 것이다.

그림 3-9. 공랭식 열교환기와 수냉식 열교환기 비교

중동 주요 LNG 발전 프로젝트 전망			
국가	프로젝트	용량(MW)	비고
사우디아라비아	Al-Taiba	3,500	2023년 추진
	Qassim	3,500	2023년 추진
쿠웨이트	Al-Zour North 2&3	2,700	2023년 추진
	Al-Khiran 1	1,800	-
UAE	Facility E	2,600	-

출처: 현대차증권, SMIC 3팀

4. 중동 전용 선풍기와 보일러 - Point 2

4.1. 중동 선풍기 - 공랭식 열교환기

늘어나는 중동 플랜트, 끊임없이 불을 뿜는다. 뜨거워진 플랜트를 식히기 위해 동사의 공랭식 열교환기를 찾는 이들이 늘어나고 있다. 바로 지금 뜨겁게 주목받는 시원한 동사의 공랭식 열교환기. 본격적으로 알아보도록 하자.

정유, 석유화학, LNG 플랜트에 열교환기는 필수

열교환기는 플랜트에서 활용되는 여러 물질의 온도를 낮추거나 높이는 장치다. 정유, 석유화학, LNG플랜트에 가장 필수적이고 중요한 장비 가운데 하나다. 정유나 석유화학 공정의 경우 보통 가열 온도가 300도까지 올라가며 다시 냉각시켜 제품으로 완성시켜야 하기 때문에 공정 상 가장 핵심이 되는 장비라 할 수 있다.

열교환기 분류
→ 공랭식과 수냉식

열교환기는 크게 수냉식과 공랭식 열교환기로 나뉜다. 수냉식 열교환기는 셀-튜브 열교환기로, 냉각용수를 통해 유체 사이 열교환을 이끌어낸다. 공랭식 열교환기는 공기 예열기, 냉각기 등으로 구성되어 있다.

공랭식 열교환기 특징
= 주로 사막 내륙 지역
+ 친환경적

동사의 주력 제품인 공랭식 열교환기는 공기를 사용해 냉각하기 때문에 산업용수가 부족한 중동과 같은 사막지역에서 사용할 수 있고, 해수온난화 등의 문제가 발생할 일이 없기에 친환경적이라는 장점이 있다. 수냉식 열교환기는 부피가 작고 공랭식 열교환기보다 전력 사용량이 훨씬 적다는 장점이 있다. 두 종류의 열교환기 모두 각각의 장점과 단점이 있기에, 열교환기가 사용되는 플랜트의 용도와 조건에 맞게 복합적으로 채택되고 있는 상황이다.

그림 4-1. 공랭식 열교환기와 수냉식 열교환기 비교

	공랭식	수냉식
구조		
가격		>
부피		>
채택 조건	최대 기온 + 15도 < 유체 온도	최대 기온 + 15도 > 유체 온도
냉각용수 사용	X	O
비고	공기로 청소하여 유지비용 수냉식 대비 1/4	수처리 시설 필요

출처: SMIC 3팀

에어쿨러의 특성 활용
→ 중동 공략
→ 중동 매출 비중 70%

위처럼 다양한 플랜트가 사용되는 여러 지역에 접근하여 영업할 수 있었으나, 선택과 집중을 택하였다. 동사는 산업용수 공급이 어려운 내륙지방의 경우 공랭식 열교환기가 많이 들어간다는 포인트에 초점을 맞추었다. 이와 같은 특성을 확실히 이용해서 지역적인 접근을 시도하였다. 동사는 넓은 사막이 펼쳐진 중동지역에 사활을 걸었다. 그 결과 현재 동사 매출 비중 중 중동이 차지하는 portion은 70%에 달하는 상황이다.

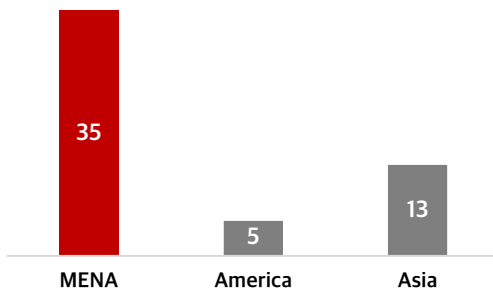
품질 + 레퍼런스
→ 중동 내 입지 1위

돈이 많은 중동 시장은 품질에 민감하다. 사측에서 밝히길 동사의 공랭식 열교환기 기술력과 품질은 CR 압력조차 걱정하지 않아도 될 정도로 타 경쟁사 대비 굉장히 우수한 수준이라 밝힌다. 동사는 우수한 품질로 첫 단추를 잘 끼운 결과 국내외 우수 EPC 기업들과 중동 내 우수한 레퍼런스를 쌓을 수 있었다. 또한 한국 EPC 업체들이 중동 내 플랜트 건설 사업을 많이 하고 있다는 것도 연결 고리로 작용하여, 품질과 레퍼런스 둘 다 챙긴 중동 1위 공랭식 열교환기 사업자로 거듭났다.

사업 전략 성공
→ 중동 내 M/S 80%

결국, 품목의 특성을 잘 살려 중동 시장을 선제적으로 공략한 전략이 성공한 것이다. 중동 내에서 동사의 공랭식 열교환기 시장점유율은 약 80%로 중동에 있는 공랭식 열교환기 10개 중 8개는 동사의 공랭식 열교환기라 볼 수 있다.

그림 4-2. 지역별 완료한 프로젝트 수



출처: 동사IR, SMIC 3팀

그림 4-3. 우수한 레퍼런스 - 다양한 국내외 우수 EPC 업체 및 발주처



출처: 동사IR, SMIC 3팀

4.1.1. 성장을 알리는 신호탄 - Aramco와의 CPA 계약

Aramco와의 CPA 계약!
Q 증가의 신호탄

이런 거시적인 흐름 속 동사는 11월 23일, 사우디아라비아의 현지법인인 SNT Gulf를 통해 Aramco와 공랭식 열교환기 CPA(Corporate Procurement Agreement: 장기공급계약)를 맺었다. 다소 생소할 수 있는 형태의 공급계약인 CPA는 Aramco만의 전략적 장기조달 계약형태다. 크지 않은 계약 금액이지만 CPA 계약이 동사에게 의미하는 바를 알기 위해서는 동사가 중동지역에서 오랜 기간 해온 투자와 중동국가들의 실정에 대해서 살펴봐야 한다.

중동에 진심인 동사

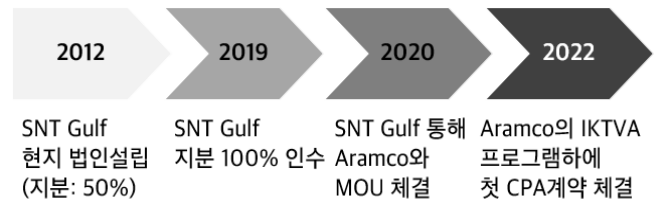
동사는 2012년부터 사우디 현지 법인 SNT Gulf를 설립하여 중동 지역의 정유사들과 밀접한 관계를 유지하기 위해 노력해왔다. 그 후 50%의 지분으로 설립하였던 Gulf의 지분을 2019년 전부 인수하였으며 2020년부터는 Aramco와 MOU를 체결하기도 하였다. 동사의 자회사는 SNT Gulf가 유일하다. 그렇다면 동사는 왜 이렇게까지 중동에 심혈을 기울이며 투자한 것일까?

그림 4-4. Aramco향 공랭식 열교환기 장기공급계약 체결



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

그림 4-5. SNT Gulf 연혁 및 중동지역 수주 역사



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

중동국가들의 기업 발주 우선 기조대로 중동에 투자해온 동사

중동국가들은 2010년대 초중반부터 자국내 경기 장기침체 탈피와 시장활성화를 위해 자국내 기업 발주 우선 정책을 시행하고 있다. 이러한 기조에 맞춰 Aramco 또한 IKTVA(In-Kingdom Total Value Add) 프로그램을 통해 2015년 35%였던 자국산 제품 및 서비스 구매 비율을 2021년까지 70%로 늘리고자 하였다. 그리고 이러한 계획의 연장선에서 Aramco는 2015년부터 자국에 법인을 설립한 기업들 위주로 장기 공급계약을 하는 CPA 계약을 하기 시작하였다. 동사 또한 현지의 실정에 맞춰 해외법인을 설립하여 Aramco와의 네트워킹을 위해 노력해왔으며 이번 CPA 계약으로 그 노력이 꽃피우게 된 것이다.

4.1.2. 공랭식 열교환기가 걸어 나갈 성공 로드맵!

‘사우디 비전 2030’을 통해 탈석유 산업 다각화 중!

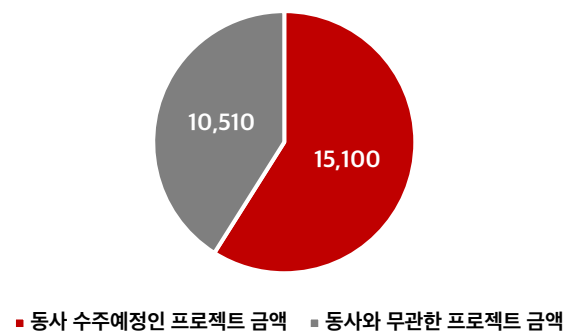
Aramco는 이번 11월 IKTVA 프로그램 하에 51개의 기업들과 110억 달러 규모의 CPA 계약을 체결하였다. Aramco는 2015년부터 100여개의 CPA계약을 체결하였는데, 이번에 처음으로 동사와 CPA 계약을 맺게 되었다. 이번 11월에 지난 6년간 맺은 만큼의 CPA 계약을 맺은 데에는 사우디아라비아의 장기적인 정책인 ‘사우디 비전 2030’이 이면에 숨어있다.

그림 4-6. 사우디 비전 2030의 취지

Sustainability has been at the heart of Vision 2030 since its inception. Saudi Arabia is now ushering in a new era as the Kingdom aims to reach Net Zero by 2060. This announcement is in line with wider Vision 2030 ambitions to accelerate the energy transition, achieve sustainability goals, and drive a new wave of investment.

출처: Vision 2030 홈페이지, SMIC 3팀

그림 4-7. 수주예정 사우디 대형 프로젝트 (단위: \$ mil)



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

‘사우디 비전 2030’을 통해 탈석유 산업 다각화 중!

‘사우디 비전 2030’을 통해 사우디아라비아는 원유 중심의 산업구조 탈피와 산업 다각화를 도모하고 있다. 이러한 일환으로 여러 대규모 프로젝트를 앞두고 있으며 장기적인 공급 계약

을 통해 안정적으로 사업을 영위하고자 하고 있다. 현재 2024년까지 예정된 대형 프로젝트만 23개이며, 모든 프로젝트 비용이 30조원에 달할 정도로 대규모의 투자가 예정되어 있다.

그림 4-8. 사우디 대형 프로젝트 목록

Aramco 주요 추진 프로젝트			
프로젝트 명	금액(\$ mil)	시작 연도	
Abqaiq Plant Revamp Project	300	2022	
Residue Upgrade and Clean Fuels at Riyadh Refinery	250	2022	
Ras Tanura Residue Facility Upgrade	500	2023	
Jafurah NGL Fractionation Train 2 Project	500	2023	
Sulfur Recovery Units and Various Gas Facilities Upgrade	100	2023	
Riyadh Refinery: Upgrade Hydrocracker Reactor Effluent System	100	2023	
Yanbu Refineru: Upgrade Sulfur Recovery Units in Saudi Arabia	100	2023	
Tail Gas Treatment Desulphurization Project	2,000	2023	
COUR: Jafurah: Gas Compression Plant(Package 2) - Phase 2	1,000	2023	
SuGCP: Gas Plant Work: Package 10	260	2023	
Shaybah Crude Stabilization Project	500	2024	
COTC: Refinery: VGO & Base Oil Extraction(Package 2)	2,500	2024	
COTC: Refinery: Diesel&Naphtha Hydrotreating(Package 3)	5,000	2024	
COTC: Refinery: Residual Hydrocracking (Package 1)	5,000	2024	
Yanbu Crude Oil To Chemicals(COTC): Refinery Package	5,000	2024	

공랭식 열교환기
사용되지 않는 프로젝트

출처: Saudi Aramco, SMIC 3팀

‘사우디 비전 2030’을 통해 탈석유 산업 다각화 중!

앞서 살펴보았듯 동사의 공랭식 열교환기는 대부분 LNG 액화플랜트, 오일-가스 정제플랜트, 석유화학플랜트에 들어간다. [그림 4-8]의 프로젝트 중 기존의 플랜트를 개선 및 개조하는 몇 가지의 프로젝트를 제외하면 Aramco가 진행할 것으로 예상되는 프로젝트의 대부분에 동사의 공랭식 열교환기가 설치될 것으로 예상된다. 향후 진행될 프로젝트의 대부분에 동사의 제품이 설치될 것으로 예정되어 있는 만큼 CPA계약이 지속됨에 따라 동사의 폭발적 Q성장이 예정되어 있는 것이다.

그림 4-9. 중동 지역의 예정 플랜트 프로젝트

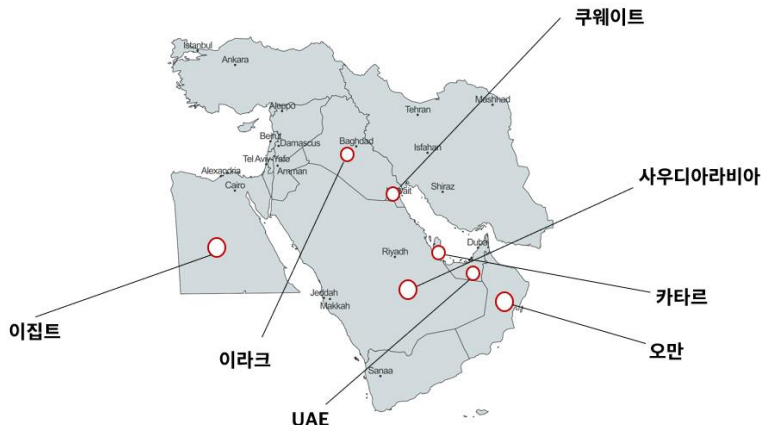
중동지역 대형 플랜트 프로젝트		2023		2024	
		1H	2H	1H	2H
UAE	Hall& Ghash Gas				
	Habsan New Gas Compressor				
	Upper Zakum 1000 Expansion				
	ADNOC Fujairah LNG Export				
쿠웨이트	Taziz Derivative Complex				
	AI Zour Per-chem PKG 1&2				
	AI Zour Pet-chem PKG 3				
기타	Ras Laffam Petrochemical Complex: 2PKGs				
	이집트 Red Sea National Pet- Chem Alexandria PP				
	이집트 Anchor Benoit Pet-chem				
	합체리 Skikda Refinery Expansion				

공랭식 열교환기가 사용되는 프로젝트
공랭식 열교환기가 사용되지 않는 프로젝트

출처: Saudi Aramco, SMIC 3팀

중동 지역의 key player 동사! 연쇄적으로 중동지역의 프로젝트 수주할 것!

그러나 동사의 Q성장은 여기서 멈추지 않는다. 동사가 중동의 공랭식 열교환기 시장의 70%를 차지하고 있을 정도로 중동 지역의 key player임을 잊어서는 안 된다. 거시적인 흐름에 따라 중동지역의 플랜트 발주 프로젝트는 계속해서 예정되어 있다. 지금까지의 레퍼런스를 토대로 Aramco와의 CPA계약처럼 연쇄적인 계약을 맺을 수 있다면 동사의 성장은 담보된 것이나 다름없는 것이다.

그림 4-10. 중동 지역의 예정 플랜트 프로젝트

출처: 동사IR, SMIC 3팀

동사에게 강력한 potential로 작용할 수많은 중동의 프로젝트

2024년까지 예정된 [그림 4-9]의 많은 프로젝트들 중 동사와 CPA 계약을 맺은 Aramco의 프로젝트를 제외하더라도 동사의 열교환기가 필수적으로 사용될 것으로 예상되는 프로젝트의 건설 비용은 약 47조 정도로 파악된다. 물론 Aramco와의 CPA계약처럼 타 지역의 프로젝트 계약이 지금, 당장 공시된 것은 아니다. 그러나 동사는 설립되고 중동의 수많은 국가에서 수십개의 프로젝트를 성공적으로 완성시킨 기업이다. 동사의 중동지역에서의 압도적인 시장장악력, 지금까지의 업력을 고려했을 때 중동에서 가파른 속도로 진행될 프로젝트들이 동사에게 강력한 potential로 작용할 것은 자명하다.

4.1.3. 생산설비 확대에 총력 - 국내 유일 경쟁사 KHE 100% 인수, SNT Gulf 증설 완공

정유, 석유화학, LNG 플랜트에 열교환기는 필수

12월 2일, SNT 중공업이 기존 인수하였던 동사의 국내 유일 Peer인 KHE를 동사가 670억을 지불하고 지분양수도 계약을 체결하였다. 동사가 보유한 1100억의 현금성자산을 통해 대금을 지급하였으며, 100%의 지분을 인수한 것으로 파악된다. 국내 공랭식 열교환기 생산 기업은 이제 동사만이 남게 되었다. 글로벌 공랭식 열교환기 M/S 또한 늘어날 것으로 보이며, 확고한 세계 1위 업체로 거듭날 준비를 마쳤다.

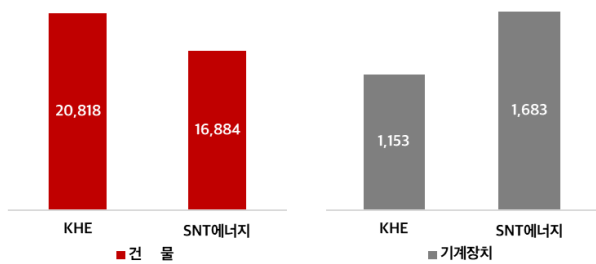
과거 1위업체 KHE 인수 목적 = CAPA 확대

KHE 인수의 주된 목적은 생산 시설 확충으로 파악된다. KHE가 보유하고 있는 생산설비의 규모는 파악되지 않으나 KHE가 과거 글로벌 공랭식 열교환기 M/S 1위를 했던 기업임을 고려한다면 그 규모가 작지는 않을 것으로 판단된다. 또한 건물과 기계장치의 경우 규모의 차이가 그리 크지 않은 것으로 파악되기에 인수를 통한 CAPA 확대 효과는 확실할 것으로 보인다.

중동 자회사 증설 완공 + KHE 인수 → 중동 플랜트 호황기 대비

설비 증설의 의미하는 바는 명확하다. 앞으로 마주할 플랜트 호황기를 위해 대대적인 준비에 들어간 것이다. 이번 KHE 인수 외에도 현재 동사는 중동 SNT Gulf에 2차 투자를 통해 추가적인 생산설비 증설 완공을 앞두고 있다. 중동 시장의 거대한 수요에 대응하기 위해 온 힘을 기울여 모아 국내의 모든 설비를 늘리고 있는 지금, 동사의 자신감이 느껴진다.

그림 4-11. 동사와 KHE 간 핵심 유형자산 비교 (단위: 백만 원)



출처: DART, SMIC 3팀

그림 4-12. 12/2 SNT에너지의 KHE 인수 공시

타법인 주식 및 출자증권 양수결정

1. 발행회사	주식회사 케이에이치이		
	국적	대표자	신명인
	대한민국		계열회사
자본금(원)	51,700,010,000	회사와 관계	
발행주식 총수(주)	103,400,020	주요사업	공명식 열교환기 제조
- 최근 6월 이내 제3자 배당에 의한 신주취득 여부			
해당사항없음			
2. 양수내역	양수주식수(주)	103,400,020	
	양수금액(원)A)	67,039,761,271	
	총자산(원)B)	332,143,487,939	
	총자산대비(%)(A/B)	20.18	
3. 양수후 소유주식수 및 지분비율	자기자본(원)C)	244,848,256,040	
	자기자본대비(%)(A/C)	27.38	
4. 양수후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	103,400,020	
	지분비율(%)	100.00	
5. 양수예정일자	중흥업종간 시너지 창출 및 생산시설 확충 2022년 12월 02일		

출처: DART, SMIC 3팀

4.2. 중동 보일러 - HRSG

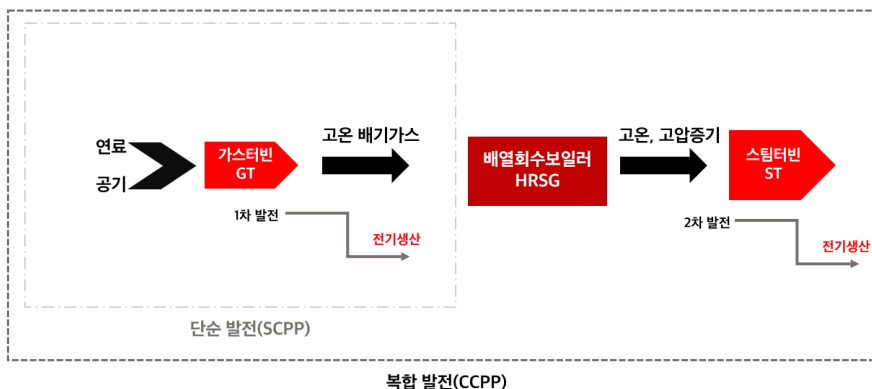
에너지 대전환의 시대, 중동도, 우리나라도 예외는 아니다. 그 속에서 LNG 복합화력발전이 얼마나 성장할지, 그리고 그 속에서 동사의 HRSG는 얼마나 뜨겁게 주목받을 수 있을지 알아보도록 하자.

4.2.1. 에너지 대전환의 시대, LNG 발전은 불가피하다

발전의 핵심은 효율, 효율을 위해선 HRSG

HRSG(Heat Recovery Steam Generator), 배열회수보일러는 가스터빈에서 배출되는 고온의 배기가스의 열을 회수하여 물을 데운 뒤, 거기서 생성된 스팀을 스팀터빈으로 보내는 설비이다. 보통 LNG 발전의 경우 효율은 40~50%인데 반해, HRSG를 더한 LNG복합화력발전의 경우 최대 80% 효율을 낼 수 있다. 한 마디로 제한된 연료로 최대의 효율을 내고 싶다면, HRSG는 반드시 설치해야 하는 시설인 것이다. 바로 이 점 때문에 오늘날 전세계적으로 HRSG에 대한 수요는 증가하고 있는 추세이다.

그림 4-13. HRSG의 역할



출처: SMIC 3팀

외사 원천기술 인수
→ 증가하는 HRSG 수요에 적극 대응
→ 매출 비중 확대

HRSG는 동사의 사업 부문 내에서도 꾸준한 존재감을 보여 왔다. 지난 3분기 기준 전체 매출의 25% 수준을 차지했으며, 이 비중은 2019년 21.3% 대비 꾸준히 상승하고 있는 추세이다. 동사는 지난 8월 23일 Hamon Deltak Inc.가 보유한 HRSG, WHB 및 OTB 원천기술 관련 지식재산권 일체를 양수하는 계약을 체결함으로써, 증가하고 있는 HRSG 수요에 적극적으로

로 대응하는 모습을 보이기도 했다.

4.2.2. LNG복합화력발전, 제2의 중동 붐을 등에 업다

폭발적인
LNG 복합화력발전
투자가 이루어질 사우디

중동을 중심으로 한 LNG복합화력발전에 대해서 알아보았다. 현재 동사를 살펴봄에 있어서 가장 주목할 국가는 바로 오랜 기간 한국과 사업 관계를 맺어온 나라, 사우디아라비아이다. 사우디아라비아는 현재 화력발전이 전체 발전의 99.9%를 차지하고, 이 중에서도 원유를 사용하는 비중이 20%인 국가이다. **추가적으로 사우디는 2030년까지 가스화력 발전을 전체 전력 생산량의 60%로 늘리고자 하기 때문에, LNG복합화력발전에 대한 상당한 투자가 이어질 전망이다.**

빈 살만의 방한
→ 한국에 주목하고
있는 사우디

사우디 아라비아를 주목해야 하는 또 다른 이유는 바로 최근에 진행된 무함마드 빈 살만 사우디 아라비아 왕세자의 방한이다. 올해 수교 60주년을 맞은 사우디 아라비아와 대한민국은 최근 빈 살만 왕세자의 방한을 맞아 26개의 계약과 양해각서를 체결하였다. 이 중에서도 가장 주목할 부분은 바로 에너지 부문이다. 삼성물산·한국전력·석유공사 등 5개사는 사우디 국부펀드(PIF)와 양해각서를 체결, 신재생 에너지 발전과 관련한 파트너십을 구축했다. **동시에 한국전력은 열병합 분야, 그리고 대우건설은 가스 및 석유화학 분야에서 에너지협력 양해각서를 체결하였다.**

오랜 한국과의 협업을 바탕으로, 이번에 사우디 아라비아의 행보는 또 다시 에너지 부문에서 한국의 경쟁력을 인정한 것이라고 할 수 있다. 지난 8월 **한국전력은 이미 Aramco에서 발주한 320MW 규모의 자푸라 LNG 열병합발전소 개발 사업**을 따낸 바 있다. 이는 최근 적자에 허덕이는 한국전력에게도 큰 힘이 될 뿐 아니라, 동사에게도, 그리고 앞으로 정부가 추진할 사우디 아라비아의 각종 건설 프로젝트들에도 힘이 실어줄 것으로 보인다.

한전,
사우디 타이바, 카심
LNG 복합발전 입찰 참여

더군다나 한국전력은 지난 11월 사우디 타이바 LNG 복합발전소에 이어 12월 카심 LNG 복합발전소 입찰에도 참여하였다. 발전용량은 각각 3600MW와 3500MW로, 현재 대한민국 LNG 발전 용량의 16.4% 수준에 해당할 정도로 거대한 프로젝트이다. 그리고 **한국전력의 높은 기술력, 가격 경쟁력, 사우디 아라비아향 오랜 수주 레퍼런스** 등을 고려할 때 해당 프로젝트에 한국전력이 **참여할 가능성은 굉장히 높다.**

동사, Aramco HRSG
납품 이력 존재
→ 카심, 타이바
HRSG 수주 가능성 ↑

한국전력이 타이바와 카심 발전 프로젝트를 수주하는 것은 곧 동사가 새로운 사업을 수주하는 것과 같다. 동사는 에어 쿨러와 HRSG 모두에서 중동 지역 내 오랜 수주 레퍼런스를 자랑하고 있기 때문이다. 동사의 오랜 수주 레퍼런스가 시작한 곳은 사실 국내였다. 최근에 납품한 HRSG 역시 대구 및 청주 열병합발전소에 들어갈 설비였다. 해당 발전소는 집단에너지 사업허가를 받아 2021년부터 시작한 270MW 규모의 시설로, 한국지역난방공사가 발주하였다. 동사는 2019년 11월 지멘스 HTT에게 여주 LNG 복합화력발전소 HRSG 2기를 납품한 바 있으며, 2020년에는 Hynix에게 HRSG 2기를 납품한 바 있다.

동사는 2010년대 초반부터 지멘스, MHPS 등 국내외 여러 EPC들에게 HRSG를 적극적으로 납품해 왔으며, 무엇보다 **과거 Aramco에게 3건의 HRSG 납품을 진행한 바 있다.** 최근 동사의 에어 쿨러가 Aramco향 수출로 이어질 가능성이 굉장히 높은 가운데, 사우디 아라비아와

동사의 끈끈한 인연은 HRSG를 통해 또 한 번 강화될 것으로 예상된다.

4.2.3. P.S. 대한민국에서도 HRSG

제 9차 전력수급계획을 통해 엿볼 수 있는 국가 전력설비시설 계획

앞으로 찾아올 제2의 중동붐, 그리고 동사는 오랜 레퍼런스를 바탕으로 오랜만에 찾아올 기회를 맞이할 준비는 끝났다. 그러나 기회는 가까운 곳에서도 존재한다. 바로 국내이다. 국내의 경우 2002년부터 2년마다 수립되는 전력수급기본계획을 통해 장기적인 전력설비 시설 계획 등을 엿볼 수 있다. 그리고 가장 최근에 수립된 제9차 전력수급기본계획을 살펴보면 우리나라 역시 LNG 발전량이 증가하는 것은 불가항력적인 상황임을 확인할 수 있다.

국내에서도 에너지 대전환의 가교 역할을 하게 될 LNG

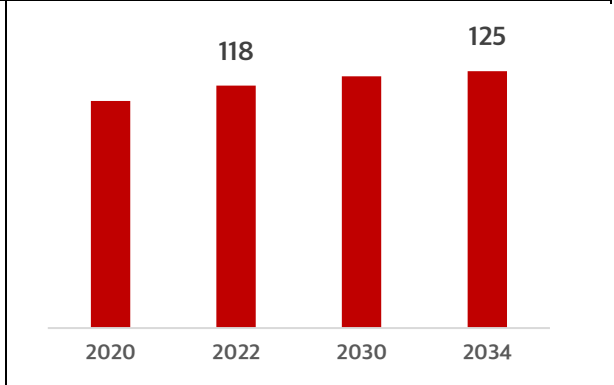
현재 한국은 2034년 기준 목표 설비 용량을 125.1GW 수준으로 잡고 있으며, 이는 2022년 현재 설비 용량에 비해 5.9% 높은 수치이다. 앞으로 한국의 전기 사용량은 꾸준히 증가하기 때문에, 설비 용량을 꾸준히 증축해야 한다는 의미이다. 한국 역시 다른 국가들과 마찬가지로 석탄 발전은 줄이고, 신재생에너지 발전은 늘리는 대신, 그 가교 역할을 할 에너지원으로 LNG를 선택했다.

그림 4-14. 정부 제9차 전력수급 기본계획

제 9 차 전력수급기본계획 수립방향	
수요전망	수요전망 방법론 보완을 통해 예측오차 최소화
수요관리	기존수단의 이행력 강화 및 혁신기술 기반 신규수단 도입
설비계획	안정적 전력수급을 전제로 친환경 전원으로의 전환 가속화 - 원전은 점진적으로 감축, 석탄발전은 과감하게 감축 - 안정적 전력공급을 위해 폐지석탄은 LNG 발전으로 보완
전력시장	2030 전환부문 온실가스 배출량 목표 달성방안 구체화 친환경 재생에너지 확대를 고려한 전력시장 제도개선

출처: 산업통상자원부, SMIC 3팀

그림 4-15. 2034년 목표 설비 용량 변화 (단위: GW)



출처: 산업통상자원부, SMIC 3팀

전체 전력 발전량의 8.8%가 석탄에서 LNG로 전환

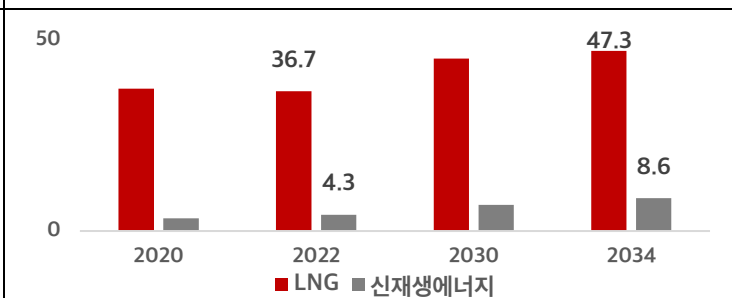
2034년까지 신재생에너지의 피크기여도는 8.6%에 달하는 반면 LNG는 47.3%에 달하고, 가동 후 30년이 도래하는 석탄발전기는 모두 폐지하여 LNG로 연료전환이 될 예정이다. 구체적으로는 2034년까지 노후 석탄발전기 24기를 모두 LNG로 연료전환할 것으로 예상되며, 2036년까지는 2기가 더 추가로 전환되고 5기가 신규로 건설될 것으로 계획되어 있다. 지금껏 수차례 복합발전소 프로젝트에 참여한 동사로선, 꾸준히 사업 기회가 국내에서도 눈 앞에 펼쳐질 거란 얘기다.

그림 4-16. 향후 5년간 연료전환 및 건설예정인 LNG 발전소

연도	주요 연료전환 예정/ 건설 예정 LNG 발전소	발전량(단위: MW)
2021	삼천포 1-2호기, 호남 1-2호기	1,620
2022	구미 LNG발전소, 음성 LNG발전소	1,062
2023	삼천포 LNG발전소, 공주 LNG발전소	1,620
2024	삼천포 3,4호기	1,120
2025	보령 5-6호기, 태안 1-2호기/여수 LNG발전소	2,500
2026	하동 1호기	500
2027	하동 2호기, 삼천포 5호기	1,000
2028	삼천포 6호기, 태안 3호기, 하동 3-4호기	2,000

출처: 산업통상자원부, 한국 전력거래소, SMIC 3팀

그림 4-17. LNG vs. 신재생에너지 피크기여도 비교 (단위: %)



출처: 산업통상자원부, SMIC 3팀

5. 매출 추정

동사의 사업부문은 공랭식 열교환기, HRSG, 복수기, 질소산화물저감장치로 나뉘어진다. 각 제품별로 매출 추정 진행하였다.

5.1. 공랭식 열교환기 매출 추정

공랭식 열교환기에 대한 매출의 경우 우선 지금까지의 수주잔고와 미래에 동사가 체결할 계약으로 인해 인식될 매출을 따로 추정하였다.

공랭식열교환기 기존 수주현황				
수주일자	납기일	수주총액(단위: 천 원)	진행률	수주잔고(단위: 천 원)
2019.07.25	2022.11.18	48,680,397	92.9%	3,457,713
2019.12.16	2022.06(추정)	48,871,871	0.0%	48,869,602
2019.12.27	2023.10.10	58,580,445	17.4%	48,374,304
2021.03.02	2022.10.28	17,161,787	97.1%	497,156
2021.05.07	2022.10.30	8,925,749	94.0%	1,000
2021.06.10	2022.12.15	15,261,968	62.8%	5,681,994
2021.06.24	2023.03.31	40,191,761	46.7%	21,414,136
2021.09.16	2022.09.15	15,596,132	12.9%	13,588,113
2021.11.30	2023.05.15	33,362,543	3.2%	32,283,037
2022.08.18	2023.04.05	21,645,393	0.0%	21,638,725
2021.04.27	2022.05.15	15,478,030	98.0%	173,625
2022.11.22	2024.07.16	13,840,791	0%	13,840,791
합계				209,820,196
2022년 매출 인식 금액				43,650,324
2023년 매출 인식 금액				109,387,622
2024년 매출 인식 금액				56,782,249
합계				209,820,196

우선 현재까지 쌓여 있는 수주잔고가 미래에 어떻게 미래에 매출로 인식될 지 추정하였다. 동사의 공랭식 열교환기의 평균적인 공사기간은 1~1.5년 정도다. 그러나 코로나 19로 인한 공사 지연으로 공사기한이 지났음에도 수주가 완료되지 않은 공사들이 다수 존재한다. 중동의 코로나 상황과 사측의 공사 진행에 대해 제시하는 바를 고려하여 모든 공사는 코로나 19 이전에 진행되었던 수준으로 진행될 것으로 가정하고 매출 인식 시점을 추정하였다.

지난 5년간 동사가 수주한 주요 프로젝트의 규모 및 동사가 수주한 금액 추이					단위: mil \$
프로젝트명	계약일	발주처-프로젝트 회사	프로젝트 규모	동사 수주 규모	
YIBAL KUFF	2016.07.01	PDO	900	16.825	
RDMP RU-V Balikpapan	2019.07.25	JO OF SHRP	4000	28.47	
Thai Oil Clean Fuel Project	2019.10.01	Thai Oil Public Company Limited	4,000	27	
Dos Bacos New Refinery	2020.07.20	PEMEX	4	22.938	
HUGRS	2020.07.03	ARAMCO	1850	16.18	
동사 수주 규모/프로젝트 규모의 평균 = 1.01%					

다음으로는 미래에 동사가 체결할 계약에 대한 매출을 추정하였다. 추정 논리는 다음과 같다. 동사가 계약할 것으로 예상되는 프로젝트의 발주처의 투자 금액에 그 프로젝트에서 동사의 공랭식 열교환기가 차지하는 비중을 곱하였다. 프로젝트별 동사의 공랭식 열교환기가 차지하는 비중은 지난 5년간 동사가 수주한 주요 프로젝트에서 동사의 수주 규모를 프로젝트 규모로 나눈 값의 평균을 이용하였다.

동사가 수주할 것으로 예상되는 Aramco의 주요 프로젝트는 다음과 같다. Aramco가 추진하는 모든 프로젝트 중 기존의 플랜트를 upgrade하는 프로젝트에는 동사의 공랭식 열교환기가

쓰이지 않을 것으로 예상되기에 제외하고 추정하였다. 더불어 Aramco는 프로젝트별 시작 연도만을 공시할 뿐, 날짜는 공시하지 않아 각 연도별 동일한 간격을 두고 프로젝트가 진행될 것이라고 가정하였으며, **공시기간은 1.5년을 가정하였다. 추정과정에서 사용된 환율은 1,250 원을 가정하였다.** 다음과 같은 논리를 통해 연도별 Aramco 프로젝트향 발생하는 매출에 앞서 구한 수주잔고를 통해 인식될 매출액을 더하여 연도별 공랭식 열교환기 매출을 구하였다.

Aramco 주요 추진 프로젝트			
프로젝트 명	금액(\$ mil)	시작 연도	
Abqaiq Plant Revamp Project	300		2022
Residue Upgrade and Clean Fuels at Riyadh Refinery	250		2022
Ras Tanura Residue Facility Upgrade	500		2023
Jafurah NGL Fractionation Train 2 Project	500		2023
Sulfur Recovery Units and Various Gas Facilities Upgrade	100		2023
Riyadh Refinery: Upgrade Hydrocracker Reactor Effluent System	100		2023
Yanbu Refineru: Upgrade Sulfur Recovery Units in Saudi Arabia	100		2023
Tail Gas Treatment Desulphurization Project	2,000		2023
COUR: Jafurah: Gas Compression Plant(Package 2) - Phase 2	1,000		2023
SuGCP: Gas Plant Work: Package 10	260		2023
Shaybah Crude Stabilization Project	500		2024
COTC: Refinery: VGO & Base Oil Extraction(Package 2)	2,500		2024
COTC: Refinery: Diesel&Naphtha Hydrotreating(Package 3)	5,000		2024
COTC: Refinery: Residual Hydrocracking (Package 1)	5,000		2024
Yanbu Crude Oil To Chemicals(COTC): Refinery Package	5,000		2024

<Aramco 프로젝트향 매출추정 논리>
연도별 공사사이의 시간간격 동일, 공사기간 1.5년 가정, 환율 1,250원 가정

연도별 수주잔고 매출 인식+ 연도별 Aramco 프로젝트향 발생하는 매출 (단위: 천 원)	원 가정	22년 매출 (3Q누적 매출 + 기존수주매출)	23년 매출	24년 매출
		133,944,324	134,183,122	168,104,631

열교환기 매출을 추정하는 과정에 있어서 [Point 1]을 통해 확실하게 수주할 것으로 판단된 Aramco향 수주만을 포함하여 추정하였다. 앞서 살펴본 바와 같이 중동지역의 여러 프로젝트에 동사가 수주할 가능성은 굉장히 높다고 판단되나 보수적인 추정을 위해 확실시된 계약에 대해서만 매출추정 진행하였다.

5.2. HRSG 매출 추정

HRSG의 경우, 공랭식 열 교환기와 같은 방식으로 매출 추정을 진행하였다. 지금까지의 수주잔고와 미래에 동사가 체결할 계약으로 인해 인식될 매출을 따로 추정하였다.

HRSG 기존 수주현황				
수주일자	납기일	수주총액(단위: 천 원)	진행률	수주잔고(단위: 천 원)
2021.04.27	2022.05.15	15,478,030	98.9%	173,625
2021.05.06	2024.04.02	17,316,700	69.1%	5,356,615
2021.05.06	2024.04.02	17,316,700	68.9%	5,378,789
합계				10,909,029

우선 현재 2022년 3분기 기준 HRSG 품목에서 쌓여 있는 수주 계약은 총 3건이다. 최근 3분기 동안 HRSG 수주 잔고가 빠르게 감소한 점을 고려하여, **올해 4분기에도 역시 비슷한 수준으로 수주 잔고가 매출로 인식될 것으로 추정하였다.** 동시에, 2023년과 2024년에도 비슷한 진행률로 공사가 진행된다는 가정 하에 매출 인식 시점을 추정하였다.

지난 5년간 동사가 수주한 주요 프로젝트의 규모 및 동사가 수주한 금액 추이					단위: MW, 천 원
프로젝트명	계약일	발주처-프로젝트 회사	발전소 규모	동사 수주 규모	
남제주 복합화력발전소	2018.11	대우 E&C	160	16,141,606	
여주복합화력발전소	2019.11	Siemens HTT	1,000	35,872,696	
대구 열병합 발전소	2021.05	롯데 건설	270	17,316,700	
동사의 수주 규모/발전소 규모 평균 = 66,964(천 원/MW)					

다음으로는 미래에 동사가 체결할 계약, 그리고 이를 통해 인식될 매출을 추정하였다. HRSG

는 통상 발전소의 용량에 비례하여 규모가 커진다는 점을 감안하여, 먼저 동사가 지난 5년간 수주한 주요 HRSG 계약들을 기준으로 발전소의 용량에 대응하는 동사의 평균 수주 규모를 추정하였다. 이후, 앞으로 동사가 수주할 것으로 예측되는 계약에 해당 수치를 곱하여, 전체 수주 예상 금액을 산출하였다.

동사의 수주 예상 계약에 대한 추정 논리는 다음과 같다. **예상 1년 LNG 발전량의 경우, 산업통상자원부에서 발표한 제9차 전력수급기본계획의 자료에 따라 추정하였다.** 현재 동사의 HRSG평균 점유율은 30%로 추정됨에 따라, 1년 LNG 발전량을 통해 계산한 전체 HRSG 예상금액에 0.3을 곱한 수치를 동사의 예상 계약 규모로 산출하였다. 현재 Aramco로부터 수주할 것으로 예상되는 프로젝트는 한국전력을 통해 본사에게 전달될 것인 바, **해외에서 수주할 것으로 예상되는 HRSG 계약 금액도 국내와 같은 방식으로 산출하였다.**

최종적으로 해당 수주잔고를 공사가 진행됨 따라 매출로 인식됨을 가정하였다. 국내의 경우 HRSG 공사 기간은 평균 2년, Aramco를 통해 수주할 타이바 및 카심 프로젝트의 경우 발전 용량이 일반 프로젝트의 규모를 넘어섬을 고려하여 공사기간을 다른 프로젝트 대비 2배로 가정하였다.

국내 LNG 발전량 추이				(단위: MW, 천 원)
연도	LNG 발전량	LNG 발전량 증가분	발전에 필요한 전체 HRSG 예상금액	
2022	44,344	1,014	67,902,057	
2023	47,750	3,406	228,081,268	
2024	50,248	2,498	167,277,453	
2025	50,748	500	33,482,277	

사우디 아라비아-Aramco 추진 프로젝트				(단위: MW, 천 원)
연도	프로젝트명	LNG 복합화력발전소 발전규모	발전에 필요한 전체 HRSG 예상금액	
2023	타이바 LNG 복합발전소	3,600	241,072,391	
2023	카심 LNG 복합발전소	3,500	234,375,936	
2023	자푸라 열병합발전소	320	21,428,657	

<국내 및 Aramco 프로젝트향 매출추정 논리>
 국내 프로젝트의 경우 공사 기간 2년, Aramco 프로젝트의 경우 4년 가정
 연도별 수주잔고 매출 인식 + 연도별 신규 프로젝트 통해 발생하는 매출(단위: 천 원)

2022년 매출 인식 금액	7,688,408
2023년 매출 인식 금액	61,688,712
2024년 매출 인식 금액	85,319,537
합계	154,696,657

동사의 제품은 공랭식 열교환기와 HRSG를 제외하면 매출 비중이 작은 질소산화물저감장치와 복수기로 이루어진다. 질소산화물저감장치는 동사가 주력으로 삼고 있는 제품이 아니나, 2021년 코로나로 인해 지연된 공사로 인해 3분기까지 빠르게 매출이 증가했다. **3분기까지의 매출에 4/3을 곱해 올해의 매출을 추정하였으며, 이후의 매출은 3개년치 매출을 average flat 적용하여 추정했다.**

복수(復水)기는 말 그대로 수증기를 냉각시켜 물로 되돌리는 장치를 의미한다. 대체로 HRSG와 함께 설치되며 복수기의 매출은 물로 HRSG 매출과 연동되는 모습을 보인다. **올해의 복수기 매출은 3분기까지의 매출에 4/3을 곱해 추정하였으며, 이후의 매출은 HRSG에 연동했다.**

기타 매출추정 (단위: 천 원)	2020	2021	3Q22	2022	2023	2024
기타사업부	6,259,000	3,873,000	9,310,000	11,446,149	6,611,766	9,726,649
질소산화물저감장치	3,558,000	0	6,597,000	8,796,000	4,118,000	4,118,000
복수기	2,701,000	3,873,000	2,713,000	2,650,149	2,493,766	5,608,649

6. Valuation

6.1. 영업수익 추정

매출 추정 최종 테이블은 아래와 같다. 자세한 추정 논리는 앞서 기재하였다.

매출 추정									
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	213,326,726	237,399,736	171,088,093	38,901,974	42,328,833	51,692,755	186,892,710	204,719,302	245,145,832
공영식열교환기	186,421,000	226,118,000	129,599,000	23,182,000	25,467,000	41,645,000	133,944,324	134,183,122	149,167,131
기타	26,906,000	11,282,000	41,489,000	15,720,000	16,862,000	10,048,000	52,948,386	70,536,180	95,978,702
HRSG			37,616,000	14,745,000	10,077,000	8,498,000	41,008,408	61,688,712	85,319,537
질소산화물저감장치			0	358,000	5,646,000	593,000	8,796,000	4,118,000	4,118,000
복수기			3,873,000	617,000	1,139,000	957,000	3,143,978	4,729,468	6,541,165

6.2. 매출원가 추정

매출원가 추정									
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	213,326,726	237,399,736	171,088,093	38,901,974	42,328,833	51,692,755	186,892,710	204,719,302	245,145,832
매출원가	177,635,078	197,311,149	142,366,612	36,479,576	36,511,338	44,105,140	153,710,184	167,904,412	199,691,042
원재료와 소모품비	118,033,759	125,383,471	83,794,938	20,974,664	28,420,741	36,258,017	114,204,563	125,097,861	149,801,309
외주가공비 및 기타비용	52,518,523	61,184,765	49,725,481	13,370,496	5,792,941	5,988,817	31,141,071	34,111,434	40,847,520
종업원급여	5,528,202	7,214,653	7,091,165	1,708,134	2,598,736	2,085,419	6,611,340	6,941,907	7,289,002
감가상각비 및 기타상각비	1,656,083	1,848,519	1,755,028	426,282	(301,080)	(227,113)	1,753,210	1,753,210	1,753,210
미착품의 변동	(101,489)	1,679,741	0	0	0	0	0	0	0

(1) 원재료와 소모품비

2022년 원재료비와 소모품비는 3분기까지 나온 실적을 바탕으로 4분기에도 비슷한 수준의 매출액 대비 원재료비와 소모품비가 발생함을 추정하였다. 2023년과 2024년의 비용은 2022년 대비 Q의 증가와 연동하여 추정하였다. 동사 원재료비의 대부분은 철강제품에 해당한다. 엄밀한 추정을 위해서는 향후 철강제품 가격의 변동을 예측해야 하나 이는 정확도가 떨어져 추정의 신뢰도를 떨어뜨린다고 판단한다. 현재 철광석 가격이 평년대비 높은 수준을 유지하고 있는 바, 2022년의 철강제품 가격을 기반으로 향후 매출원가를 추정하는 것은 합리적인 추정이라고 판단한다.

(2) 외주가공비 및 기타비용

외주가공비 및 기타비용은 매출에 연동하여 추정하였다. 동사 제품의 생산은 인력이 가장 중요한데, 동사는 매출이 늘어날 때 외주인력을 동원하여 매출증감에 유연하게 대처하고 있다. 따라서 동사의 외주가공비는 매출액의 변화와 함께 증감하는 모습을 보인다.

(3) 종업원급여

종업원급여는 과거 3개년 평균값에 임금상승률을 적용하여 추정하였다. 앞서 언급한대로 동사는 부족한 인력을 외주하여 사용하고 있다. 따라서 매출이 증가한다고 하여 인력을 보충하지 않을 것이기 때문에 종업원급여는 일정한 값을 유지할 것이다.

(4) 감가상각비 및 기타상각비

감가상각비 및 기타상각비는 과거 3개년 평균값을 추정했다. 앞서 언급한대로 동사의 제품

제조는 인력이 핵심적이다. 실제로 동사 유형자산 중 기계장치가 차지하는 비중은 2%가 되지 않고, 80% 이상이 토지에 해당한다. 따라서 감가상각비의 비중이 크지 않으며 매년 일정한 값을 유지하고 있기에, 향후에도 일정한 상각비가 발생할 것이다.

6.3. 판매비와관리비 추정

판매비와관리비 추정									
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	213,326,726	237,399,736	171,088,093	38,901,974	42,328,833	51,692,755	186,892,710	204,719,302	245,145,832
판매비와관리비	18,218,101	16,962,616	15,440,521	4,597,657	4,536,414	4,891,939	18,544,890	19,520,703	20,880,296
급여	8,008,689	7,247,091	7,305,277	1,758,582	1,683,833	1,729,513	7,520,352	7,896,370	8,291,188
퇴직급여	620,389	530,035	549,231	288,107	72,084	133,239	566,552	594,879	624,623
복리후생비	1,247,132	1,142,955	1,407,270	343,451	314,661	374,266	1,265,786	1,265,786	1,265,786
여비교통비	654,973	112,352	104,164	35,142	127,077	162,923	433,523	433,523	433,523
대손상각비	(86,589)	(99,540)	26,059	0	731,360	655,358	1,848,957	1,848,957	1,848,957
통신비	29,163	28,349	25,840	8,985	6,531	7,740	27,784	27,784	27,784
수도광열비	70,548	71,100	55,937	15,008	14,462	13,164	65,862	65,862	65,862
운반포장비	2,737,377	3,447,077	1,105,076	1,023,858	545,424	459,360	2,398,180	2,737,377	3,145,675
임차료	203,071	182,184	143,986	32,222	35,137	33,697	176,414	176,414	176,414
세금과공과	38,079	62,178	81,098	8,856	38,475	17,491	60,452	60,452	60,452
소모품비	129,460	60,538	153,111	39,291	27,236	69,874	114,370	114,370	114,370
접대비	97,602	16,975	24,698	3,450	18,439	8,172	46,425	46,425	46,425
수선비	38,156	4,277	78,149	3,487	46,392	24,888	40,194	40,194	40,194
보험료	332,449	90,735	129,988	24,724	56,903	47,246	184,391	184,391	184,391
차량유지비	11,305	13,261	12,839	2,438	3,312	3,382	12,468	12,468	12,468
감가상각비	31,978	55,825	80,090	20,162	19,800	22,924	83,848	83,848	83,848
무형자산상각비	605,788	458,293	290,964	71,744	71,800	181,090	432,845	432,845	432,845
사용권자산상각비	60,981	117,482	189,002	67,723	68,511	68,539	273,031	273,031	273,031
투자부동산상각비	0	0	9,516	2,379	2,379	2,379	9,516	9,516	9,516
광고선전비	33,963	41,229	67,912	9,983	5,624	5,249	47,701	47,701	47,701
지급수수료	2,340,160	2,790,442	2,229,173	1,087,666	215,714	750,450	2,435,097	2,667,367	3,194,100
도서인쇄비	54,793	46,056	59,542	5,611	2,884	4,452	53,464	53,464	53,464
교육훈련비	1,469	45	1,580	285	6,723	1,019	1,031	1,031	1,031
경상개발비	732,767	187,866	0	0	0	0	0	0	0
전산운영비	224,398	268,133	205,061	131,163	34,993	115,524	375,573	375,573	375,573
기타충당부채전입	0	0	979,410	(386,660)	386,660	0	0	0	0
잡비	0	87,678	125,548	0	0	0	71,075	71,075	71,075

(1) 급여 & 퇴직급여

급여와 퇴직급여는 과거 3개년 평균값에 임금상승률을 적용하여 추정하였다. 동사의 급여는 고정비적 성격이고, 특별한 증설이나 인력추가 계획이 존재하지 않는다.

(2) 운반포장비

운반포장비는 '19년을 기준으로 매출에 연동하여 추정해주었다. 운반포장비의 경우 매출과 운임에 따라 변화할 것이다. 운임의 경우 2020~2022년 그 변화의 폭이 매우 심했던 시기이다. 현재 해상운임은 하향하는 추세에 있으며 향후 운임이 과거만큼 급등락하지 않을 것으로 판단한다. 따라서 운임이 안정화된 시기인 '19년을 기준으로 매출에 연동시켜 추정하였다.

(3) 감가상각비 & 무형자산상각비 & 사용권자산상각비 & 투자부동산상각비

상각비의 경우 2022년 3분기까지 나온 값들이 분기별로 일정하기 때문에 비슷한 값이 4분기에도 발생함을 추정하였다. 동사의 상각비는 특별한 자산의 취득/처분/매각 계획이 없기 때문에 고정비로 판단하여 2022년 상각비가 향후에도 이어짐을 추정하였다.

(4) 지급수수료

지급수수료는 매출에 연동하여 추정하였다. 해당 비용은 매출이 증가함에 따라 외주인력이

증가하기 때문에 발생하는 비용이다. 따라서 매출과 비례하여 발생한다.

(5) 그 외의 비용

성격에 따라 3개년 평균, flat, 0처리로 추정하였다.

6.4. 영업외손익 추정

영업외손익 추정 (단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	213,326,726	237,399,736	171,088,093	38,901,974	42,328,833	51,692,755	186,892,710	204,719,302	245,145,832
영업외수익	2,599,585	(9,495,235)	3,116,296	2,422,047	5,360,976	9,381,857	10,958,582	410,344	410,344
영업외수익	41,681	221,920	143,080	2,707	339,145	319,144	881,328	0	0
유형자산처분이익	16,905	15,907	6,363	0	338,067	316,524	872,788	0	0
기타의대손충당금환입	0	9,910	1,451	0	0	0	0	0	0
잡이익	24,776	196,103	135,266	2,707	1,078	2,620	8,540	0	0
영업외비용	588,833	40,641	7,313,589	2,647	14,072	2,924	26,191	0	0
유형자산처분손실	176,950	0	1	0	0	0	0	0	0
기타의대손상각비	873	0	0	0	0	0	0	0	0
투자부동산감가상각비	9,516	9,516	0	0	0	0	0	0	0
기부금	0	0	7,015,000	0	0	0	0	0	0
잡손실	401,494	31,125	298,588	2,647	14,072	2,924	26,191	0	0
금융손익	4,780,597	(9,676,514)	10,286,805	2,421,987	5,035,903	9,065,637	10,103,444	410,344	410,344
이자손익	1,045,225	114,420	56,536	65,509	214,331	544,789	1,099,505	405,394	405,394
리스상환이익	0	0	0	81	0	42,995	42,995	0	0
배당금수익	4,725	4,500	4,500	0	4,950	0	4,950	4,950	4,950
외환차손익	4,954,785	342,289	7,533,351	1,450,676	3,651,480	3,500,720	5,102,156	0	0
외화환산손익	(858,138)	(10,137,723)	3,783,254	1,530,994	2,322,844	5,117,522	3,853,838	0	0
파생상품거래손실	0	0	0	147,971	497,377	1,278,016	0	0	0
파생상품평가손실	366,000	0	1,090,836	477,302	660,325	(1,137,627)	0	0	0
관계기업투자손익	(1,633,860)	0	0	0	0	0	0	0	0

(1) 이자손익

이자손익의 경우 가파른 금리상승으로 인해 올해 분기별 이자이익이 빠르게 증가하고 있는 추세이다. 올 4분기에도 3분기와 같은 이자손익이 발생한다는 보수적 가정으로 2022년 이자손익을 추정했다. 2023~2024년도 이자수익은 향후 추가적인 금리인상에 따라 더 증가할 수 있을 것이나 보수적 추정을 위해 2022년도 값을 flat 적용하였다.

(2) 외환차손익 & 외화환산손익

외환차손익과 외화환산손익은 환율의 변동에 따라 변화하는 계정이다. 최근 가파른 환율 상승으로 인해 해당 계정들의 분기별 이익이 빠르게 증가하고 있다. 그러나 최근 환율이 다시 하락추세로 반전하였기에 4분기에는 환손실을 피할 수 없을 것으로 판단한다. 따라서 3분기 환이익과 4분기 환손실이 네팅되어 0이 됨을 가정하여, 1분기와 2분기의 값이 2022년 전체의 환손익이 될 것으로 추정하였다. 이후 2023~2024년의 환율의 변동을 예측하는 것은 추정의 신뢰도를 떨어뜨린다고 판단하기 때문에 향후 환손익은 0으로 추정하였다.

(3) 그 외의 비용

성격에 따라 3개년 평균, flat, 0처리로 추정하였다.

6.5. 법인세비용 추정

법인세비용 추정									
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E	2024E
법인세비용차감전순이익	20,073,132	13,630,737	16,397,256	246,788	6,642,057	12,077,534	25,866,130	18,681,613	25,961,921
법인세비용	4,620,860	3,843,196	3,894,075	(71,031)	1,540,283	2,544,348	6,463,388	4,668,132	6,487,324
유효법인세율(%)	23.0%	28.2%	23.7%	-28.8%	23.2%	21.1%	25.0%	25.0%	25.0%

동사의 과거 3개년 평균 유효법인세율인 25.0%를 2022~2024년 유효법인세율로 추정한다. 법인세비용차감전순이익에 추정 유효법인세율을 곱하여 법인세비용을 추정하였다.

6.6. Valuation: PER Method

동사는 중동에서 80%에 달하는 공랭식 열교환기 점유율을 바탕으로 빠르게 증가하는 중동의 플랜트 발주 증가에 따라 실적이 빠르게 증가할 전망이다. 더불어 친환경 기조에 따른 HRSG의 수요 증가 또한 동사의 실적을 빠르게 성장시킬 것이다. 이런 이익의 구조적 성장을 보여줄 동사의 Valuation으로는 PER Method가 가장 적합하다고 판단된다

추가적으로 Peer Method와 Historical Method를 사용하지 않은 이유는 다음과 같다. 우선 Peer Method를 사용하지 않은 이유는 다음과 같다. 국내에서 동사의 주력제품인 공랭식 열교환기를 생산하는 기업은 동사와 KHE뿐이다. KHE는 비상장 기업일 뿐 아니라 발행주식 100%를 동사가 소유하고 있기 때문에 Peer PER을 비교하기에 무리가 있다. 해외기업 중 Hudson과 GEA가 공랭식 열교환기를 생산하고 있으나 매출비중에서 해당 제품이 차지하는 비중이 크지 않기에 마찬가지로 Peer PER을 비교하기에 무리가 있다.

Historical Method 또한 현재 동사의 기업 가치를 평가하기에는 부적합한 평가모델이라고 판단된다. 본 보고서의 투자논리를 다시 떠올려보자. [Point 1,2]를 통해 동사의 기존 전방인 정유플랜트, 석유화학플랜트의 성장과 함께 친환경 기조에 의해 새롭게 성장할 것으로 기대되는 LNG액화플랜트, LNG 복합화력발전플랜트의 성장이 동사의 실적 개선을 이끌 것이라고 기대되는 상황이다.

기존의 전방은 유가에 강하게 tie되어 사이클이 존재하였으며 동사의 멀티플 또한 PER Band에서도 알 수 있듯 전방의 사이클에 따라 상승과 하락을 반복하였다. 그러나 현재 동사는 레거시한 전방의 성장과 함께 신성장동력을 탑재한 상황이다. 이러한 현 상황에서 Historical Method를 사용하여 동사의 기업가치를 평가하기에는 다소 무리가 있다고 판단된다.

(1) Target PER 선정논리

앞선 논리에 따라 본 보고서는 동사가 현재 부여받고 있는 PER인 13.7배를 Target Multiple로 제시하며, 이를 2024E EPS에 적용하고자 한다. 2022년, 2023년 동사의 매출 성장은 과거 코로나 19의 여파로 중단된 공사가 진행되며 누적되어 있던 수주잔고가 매출로 인식되며 증가하는 것이다. 본 보고서는 누적되어 있던 수주잔고에 더해 그 이후의 계약으로 인해 매출이 폭발적으로 성장할 것임을 피력하고 있다. 미래의 계약이 매출로 인식되고 그러한 논리가 시장에 인정받기 위해서는 2024E EPS를 통해 Valuation해야 한다.

13.7배의 PER 부여 이유는 다음과 같다. 최근 국내기업들이 중등으로부터 많은 양의 수주를 받을 수 있을 것이라는 기대감이 시장에 반영되며 관련 기업들의 주가가 가파르게 상승하고 있다. 동사의 경우에도 최근 주가가 빠르게 상승하고 있으며, 이에 따라 동사가 부여받고 있는 Multiple에 향후 중등발 수주에 대한 기대감이 반영되어 있다고 판단하는 것이 합리적이다.

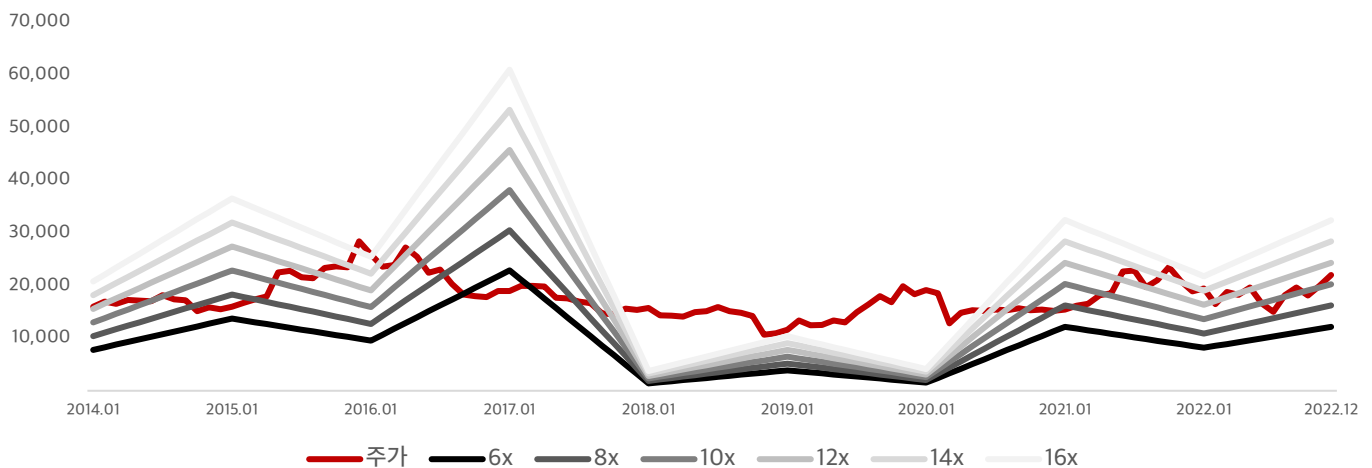
충분히 높아진 Multiple 속에서 동사의 주가는 '실적'으로 증명되어야 할 것이다. 몇몇 종목들은 단순히 테마에 얽여 관련 매출이 인식되지 않거나 미미하게 인식될 것임에도 불구하고 주가가 상승하기도 하였다. 그러나 동사의 경우 80%에 달하는 중등 점유율을 보이고 있기 때문에 중등 발주 물량을 온전히 수주 받아 빠른 실적개선을 이루어 낼 것이다. 이에 따라 현재 부여 받는 Multiple에 대한 합리성을 실적으로 증명해낼 것이다.

Valuation - PER Method (2023E)	
2024E 당기순이익 (단위: 천 원)	19,474,597
유통가능주식수 (단위: 주)	7,506,711
2024E EPS (단위: 원)	2,594
Target PER	13.7x
목표주가 (단위: 원)	35,500
현재주가 (단위: 원)	22,850
상승여력	55.4%

본 보고서는 동사가 현지금까지 논의를 바탕으로 2023년 목표주가 35,500원을 제시하며 2022년 12월 2일 종가 22,850원 대비 상승여력 55.4%로 투자 의견 BUY를 제시한다.

6.7. PER Band

SNT에너지 Historical PER Band



7. Appendix

7.1. 재무상태표

재무상태표				
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	2022 3Q
자산				
I. 유동자산	204,986,584	203,747,270	199,665,054	241,053,796
(1) 현금및현금성자산	21,039,331	67,800,802	88,663,371	113,868,158
(2) 단기금융상품	0	6,964	0	0
(3) 매출채권및기타채권	87,821,893	66,769,874	59,427,671	45,111,527
(4) 계약자산	78,273,644	59,733,704	41,714,568	64,902,090
(5) 재고자산	10,208,805	6,105,733	2,660,700	9,882,035
(6) 기타유동자산	7,642,911	3,330,194	7,198,744	7,289,986
II. 비유동자산	128,910,651	131,604,387	132,478,434	140,435,693
(1) 장기금융상품	2,000	2,000	2,000	2,000
(2) 장기금융자산	295,873	295,873	295,873	295,873
(3) 장기매출채권및기타채권	1,063,450	4,856,400	5,152,689	8,328,779
(4) 유형자산	123,257,799	122,744,982	122,868,342	124,698,781
(5) 사용권자산	949,026	807,460	1,561,627	1,475,846
(6) 무형자산	1,364,715	929,400	639,148	3,682,796
(7) 투자부동산	1,977,787	1,968,271	1,958,755	1,951,618
자산총계	333,897,235	335,351,657	332,143,488	381,489,489
부채				
I. 유동부채	67,469,967	80,879,383	66,163,572	102,326,182
(1) 매입채무및기타채무	43,477,179	50,764,840	36,088,218	44,296,537
(2) 계약부채	21,402,131	24,064,556	25,619,064	33,964,010
(3) 당기법인세부채	2,372,227	5,430,638	2,234,706	1,766,273
(4) 기타유동부채	218,430	619,348	151,338	22,299,363
(5) 파생상품부채	0	0	1,090,836	0
(6) 총당부채	0	0	979,410	0
II. 비유동부채	21,472,358	18,699,564	21,130,659	22,811,270
(1) 장기기타채무	739,981	638,226	1,280,662	1,102,271
(2) 장기종업원급여부채	352,927	342,383	326,673	354,620
(3) 확정급여부채	2,092,792	2,268,173	2,378,593	2,395,864
(4) 이연법인세부채	16,691,273	14,139,074	15,911,290	17,090,012
(5) 총당부채	1,595,385	1,311,709	1,233,441	1,868,504
부채총계	88,942,325	99,578,947	87,294,232	125,137,452
자본				
I. 지배기업의 소유주지분	244,954,910	235,772,710	244,849,256	256,352,037
(1) 자본금	3,753,356	3,753,356	3,753,356	3,753,356
(2) 자본잉여금	44,700,215	44,700,215	45,411,341	45,411,341
(3) 기타자본항목	(5,924,472)	(15,860,203)	(15,458,949)	(15,458,949)
(4) 기타포괄손익누계액	35,636	(544,186)	46,910	1,711,398
(5) 이익잉여금(결손금)	202,390,175	203,723,528	211,096,598	220,934,892
II. 비지배지분	0	0	0	0
자본총계	244,954,910	235,772,710	244,849,256	256,352,037
자본과부채총계	333,897,235	335,351,657	332,143,488	381,489,489

7.2. 현금흐름표

현금흐름표				
(단위: 천 원)	2019	2020	2021	2022 3Q
I. 영업활동현금흐름	(40,064,824)	70,341,151	29,859,821	35,266,071
(1)영업에서창출된현금흐름	(40,487,849)	73,519,720	35,275,156	37,891,166
1.당기순이익	15,452,273	9,787,541	12,503,181	14,952,778
2.조정	11,194,917	16,933,390	10,644,643	(2,555,950)
3.영업활동으로인한자산부채의변동	(67,135,039)	46,798,790	12,127,333	25,494,338
(2)이자수취(영업)	1,266,854	167,870	115,643	720,468
(3)배당금수취(영업)	4,725	4,500	4,500	4,950
(4)법인세납부액	(848,554)	(3,350,940)	(5,535,477)	(3,350,513)
II. 투자활동현금흐름	4,716,326	(924,969)	(1,437,273)	(7,519,698)
(1)투자활동으로 인한 현금유입액	7,124,638	769,253	5,186,772	1,349,859
단기금융상품의 감소	6,708,600	0	5,011,511	0
단기대여금의 감소	3,100	654	45,087	0
장기대여금의 감소	386,030	306,990	123,810	338,648
보증금의 감소	10,000	317,000	0	315,756
유형자산의 처분	16,909	15,909	6,364	695,455
유형자산 취득 관련 미지급금의 증가	0	128,700	0	0
(2)투자활동으로 인한 현금유출액	(2,408,313)	(1,694,223)	(6,624,045)	(8,869,557)
단기금융상품의 증가	0	(6,964)	(5,004,547)	0
장기대여금의 증가	(37,860)	0	0	(3,382,000)
단기대여금의 증가	0	0	(42,507)	(165,873)
보증금의 증가	(2,000)	0	(96,890)	(299,616)
유형자산의 취득	(2,328,215)	(1,663,736)	(1,426,200)	(1,654,540)
무형자산의 취득	(40,239)	(23,523)	0	(3,367,528)
유형자산 취득 관련 미지급금의 감소	0	0	(53,900)	0
III. 재무활동현금흐름	(3,125,295)	(18,613,148)	(9,634,728)	(5,486,210)
(1)재무활동으로 인한 현금유출액	(3,125,295)	(18,613,148)	(9,634,728)	(5,486,210)
종속기업주식의 취득	(2,934,934)	0	0	0
리스부채의 상환	(173,557)	(132,636)	(241,292)	(216,581)
자기주식의 취득	(16,804)	(9,935,731)	(4,237,047)	0
배당금의지급	0	(8,544,781)	(5,156,389)	(5,269,629)
IV. 현금및현금성자산의 환율변동효과	(62,275)	(4,041,562)	2,074,749	2,944,624
V. 현금및현금성자산의 증감	(38,536,068)	46,761,471	20,862,570	25,204,786
VI. 기초의 현금및현금성자산	59,575,400	21,039,331	67,800,802	88,663,371
VII. 기말의 현금및현금성자산	21,039,331	67,800,802	88,663,371	113,868,158

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.