

KOSPI | 자본재

SNT에너지 (100840)

아람코가 선택한 글로벌 Air Cooler 1위업체

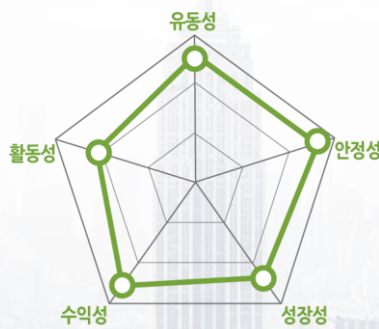
체크포인트

- 동사는 2008년 S&TC로부터 인적분할로 설립되며 KOSPI에 상장. 동사는 글로벌 1위 공랭식 열교환기(Air Cooler)업체로 2022년 매출비중은 Oil & Gas, 석유화학 플랜트용 공랭식 열교환기(Air Cooler) 75.6%, 복합화력 및 열병합발전소용 배열회수보일러(HRSG) 19.2%, 기타(복수기, SCR) 5.2% 차지
- 투자포인트: 1) 아람코와 열교환기 전략적 장기공급계약 체결, 2) KHE 인수로 글로벌 공랭식 열교환기 수주경쟁력 확대, 3) 미국 하몬 델탁의 HRSG 원천기술 인수로 글로벌 시장 진출 경쟁력 확보
- 2023년 매출액 3,099억원, 영업이익 210억원으로 전년대비 각각 +52.7% 및 489.8% 급증 전망, Air Cooler 매출액이 2,669억원으로 전년 (1,533억원)대비 +74.1% 급증하며 실적 건인 예상

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 2023기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

공랭식 열교환기(Air Cooler) 글로벌 1위업체

동사는 글로벌 1위 공랭식 열교환기(Air Cooler)업체로 2022년 매출비중은 Air Cooler 75.6%, 배열회수보일러(HRSG) 19.2%, 기타(복수기, SCR) 5.2% 차지

Air Cooler 최대 파트너사는 아람코로 장기조달계약(CPA) 체결

Air Cooler 수출비중은 97.9%로 주요 수출지역은 중동(사우디)으로 동사는 2012년부터 사우디에 현지법인(SNT Gulf)을 설립, 2022년 12월 세계1위 석유기업인 아람코와 Air Cooler 장기조달계약(CPA)을 체결, 중장기 아람코의 신규 프로젝트로 동반성장 예상

美 하몬의 HRSG 원천기술 인수로 해외시장 턴키수주 경쟁력 확보

동사는 2022년 8월 미국 하몬 델탁(Hamon Deltak)사로부터 HRSG 원천기술을 인수하여 향후 라이선스 비용 절감 및 해외시장에서 독자적 HRSG 설계와 턴키 수주 경쟁력이 확대될 전망. 글로벌 HRSG시장은 국제유가 상승과 라우전쟁 이후 국가간 에너지 패권전쟁 심화로 신규 발전 프로젝트가 증가함에 따라 제2의 호황 기대

Forecast earnings & Valuation

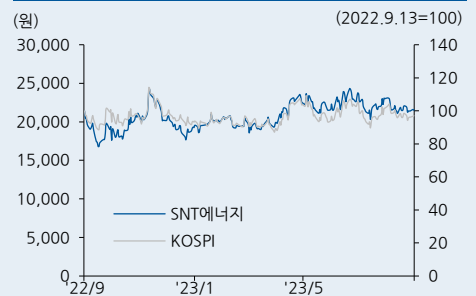
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	2,374	1,711	2,029	3,099	3,320
YoY(%)	11.3	-27.9	18.6	52.7	7.1
영업이익(억원)	231	133	36	210	243
OP 마진(%)	9.7	7.8	1.8	6.8	7.3
지배주주순이익(억원)	98	125	151	288	237
EPS(원)	1,304	1,666	2,011	3,835	3,154
YoY(%)	-36.7	27.7	20.8	90.6	-17.8
PER(배)	12.0	11.1	9.3	5.6	6.8
PSR(배)	0.5	0.8	0.7	0.5	0.5
EV/EBIDA(배)	2.0	3.4	14.4	5.2	4.9
PBR(배)	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5
ROE(%)	4.1	5.2	6.0	10.8	8.2
배당수익률(%)	5.1	4.3	4.3	3.7	3.7

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (9/12)	21,500원
52주 최고가	24,300원
52주 최저가	16,800원
KOSPI (9/12)	2,536.58p
자본금	38억원
시가총액	1,614억원
액면가	500원
발행주식수	8백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	6억원
외국인지분율	2.74%
주요주주	S&T홀딩스 외 2인 59.93%

Price & Relative Performance



Stock Data

주기수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.5	6.4	-2.1
상대주가	-4.5	0.5	-7.9

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 'EPS증가율', 수익성 지표는 'ROA', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

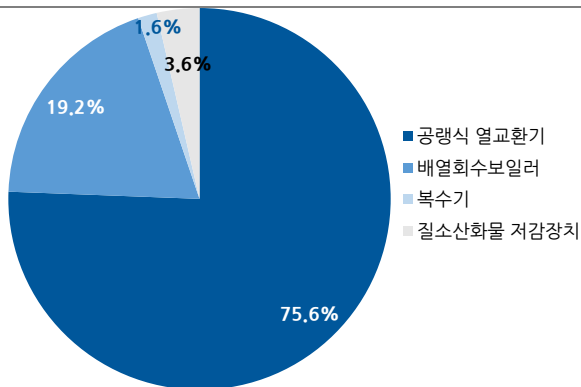
1 사업영역 및 연혁

- 사업부문 매출 비중
- 공랭식 열교환기 75.6%
- 배열회수보일러 19.2%
- 복수기 1.6%
- 질소산화물 저감장치 3.6%

SNT에너지는 플랜트 및 발전소용 주요 기자재를 생산하는 업체이다. 주요 제품으로는 Oil&Gas 플랜트, 석유화학 플랜트 등에 주로 사용되는 1) 공랭식 열교환기(Air Finned Cooler, AFC), LNG복합화력발전소, 열병합발전소, 원자력발전소에 들어가는 2) 배열회수보일러(Heat Recovery Steam Generator, HRSG) 및 3) 복수기(Surface Condenser), 이 외에도 대기오염 성분인 질소산화물을 저감 시켜 주는 4) 질소산화물 저감장치(Selective Catalyst Reduction, SCR)가 있다.

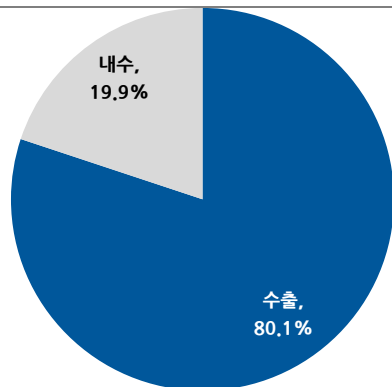
동사의 주요 제품별 매출액 비중은 2022년 기준 1) 공랭식 열교환기 75.6%, 2) 배열회수보일러 19.2%, 3) 복수기 1.6%, 4) 질소산화물 저감장치 3.6%이다. 또한, 동사는 전체 매출액 중 수출이 80.1%, 내수가 19.9%를 차지하고 있다.

사업부문 매출 비중 (2022)



자료: SNT에너지, 한국IR협회의 기업리서치센터

내수, 수출 비중 (2022)



자료: SNT에너지, 한국IR협회의 기업리서치센터

공랭식 열교환기 (Air Cooler)

열교환기는 각종 플랜트에서 활용되는 물질의 온도를 낮추거나 높이는 기자재로, 열교환 방식에 따라 1) 수냉식, 2) 판형, 3) 공랭식 등으로 나뉜다. 동사가 생산하는 제품은 공랭식 열교환기(냉각기)로, 용수공급 없이 뜨거운 유체를 냉각하는 방식을 활용한다. 공랭식 열교환기는 냉각용수 공급 부담이 없어, 사막 지역으로 산업용수 공급에 어려움이 존재하는 중동에서 주로 사용된다.

배열회수보일러(HRSG)

배열회수보일러는 가스터빈을 가동할 때 배출되는 고온의 배기가스로부터 열을 회수하여 증기를 생성하고, 이를 통해 증기터빈을 가동함으로써 효율적인 발전시스템을 가능하게 하는 설비이다. LNG 등의 천연가스를 주원료로 사용하는 친환경 발전설비로, 최근 복합화력발전소의 수요 증가와 함께 배열회수보일러의 수요 또한 확대되고 있다.

복수기(Surface Condenser), 질소산화물 저감장치(SCR)

복수기는 발전소의 가스터빈에서 배출된 증기를 다시 물로 응축시켜 회수하는 발전소의 필수 설비이며, 응축된 급수는 보일러로 재공급되어 터빈 효율을 증대시킨다. 질소산화물 저감장치는 발전소 가동으로 발생하는 배기가스 중 유해물질인 질소산화물을 저감시켜 주는 설비이다. 복수기 및 질소산화물 저감장치는 환경 관련 규제가 강화됨에 따라 신규 복합 및 열병합발전소 등에 필요한 설비로 수요가 늘어나고 있다.

공랭식 열교환기(AFC)



자료: SNT에너지, 한국R협회의 기업리서치센터

배열회수보일러(HRSG)



자료: SNT에너지, 한국R협회의 기업리서치센터

SNT에너지는 2008년 2월 S&TC가 지주회사인 S&T홀딩스(현 SNT홀딩스)와 사업회사인 S&TC(현 SNT에너지)로 인적분할하며 신설 회사로 설립됐다. 인적분할 후 2008년 2월 22일 한국거래소에 신규 상장되었다.

모태인 S&TC는 1979년 8월 설립된 삼영기계공업사로 출발하였다. 1991년 2월 세계 최대 고주파 핀튜브 제작 업체인 미국 핀튜브 리미티드와 기술제휴 협정을 체결한 후, 같은 해 6월 평택 복합화력발전소의 폐열 회수 보일러에 사용되는 고주파 핀튜브를 전량 공급했으며, 이후 국내 모든 신·증설 복합화력발전소로 공급하는데 성공했다. 1999년에는 삼영열기주식회사로 사명을 변경하였다.

2001년 2월 멕시코, 사우디아라비아, 태국, 필리핀, 쿠웨이트, 이집트, 이란 등의 국영 석유회사에 공랭식 열교환기(Air Cooler)를 수출하였다. 2002년 2월 회사명을 삼영열기주식회사에서 (주)삼영으로 바꾸었으며, 같은 해 3월 중국에 현지 법인 '광주사위중공유한공사'를 설립하였다. 2003년 2월 (주)서울플랜트의 환경설비 관련 사업에 관한 권리를 양수하였고, 2005년 주식회사 S&TC로 사명을 변경하였다.

2009년 서부발전이 발주한 군산복합화력발전소에 700MW급 HRSG를 공급했으며, 이듬해 동서발전이 발주한 호남여수화력에 200MW급 탈질 설비를 완공했다. 2010년 10월 한국수력원자력이 발주한 산울진 원전 1, 2호기 낙찰자로 선정되면서 원전 사업에 진출했다. 2011년 1월 이탈리아의 엔지니어링 회사인 사이팸(Saipem)과 공랭식 열교환기 공급 계약을 체결했다. 2012년 1월 사우디아라비아에 현지 법인(S&T Gulf Co., Ltd)을 설립했다. 2019년 11월 지멘스HTT사(Siemens Heat Transfer Technology B. V.)에 6165만 달러(약 716억 원) 규모의 배열 회수보일러(HRSG) 공급 계약을 체결했으며, 2020년 사우디아라비아 아람코와 MOU를 체결했다.

이후 2021년 SNT 에너지 주식회사로 사명을 변경하였다. 2022년 12월에는 SNT중공업이 같은 해 8월에 인수한 KHE 지분을 100%를 양수하였다. KHE는 2008년 키코 손실과 2014년 플랜트 건설시황 악화에 따라 2018년 말 유동성 부족에 직면해 법정관리에 들어갔으며, 동사와 동종업종으로 시너지 창출과 생산시설 확충을 위해 인수하였다.

연혁



자료: SNT에너지, 한국IR협의회 기업리서치센터

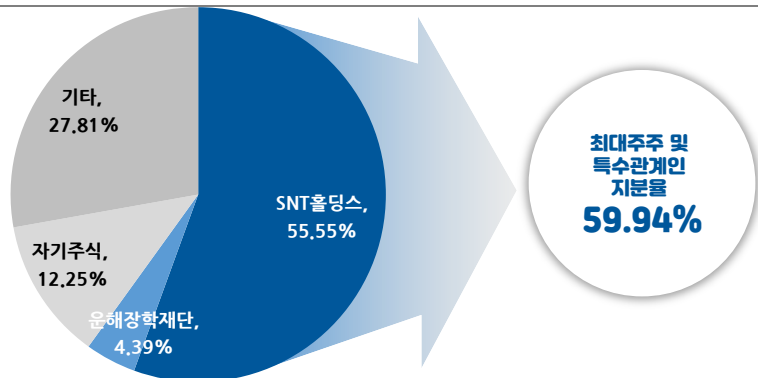
2 주주구성 및 종속기업

최대주주 SNT홀딩스의
지분율은 55.55%

동사의 2023년 2분기 기준 최대주주 SNT홀딩스의 지분율은 55.55%이며, 운해장학재단 등 특수관계인 지분율은 4.39%이다. 최대주주인 SNT홀딩스는 SNT그룹의 지주사이며, 주요 계열사로는 자동차부품·방위사업 등을 영위하고 있는 SNT중공업, SNT모티브 등이 있다. 동사의 자기주식수는 919,675로, 전체 발행주식의 12.25%이다.

종속기업은 사우디법인 SNT GULF for Industry Co.,Ltd.으로, 동사의 지분율은 100%이다. SNT GULF for Industry Co.,Ltd.는 2012년 중동지역 현지화 전략에 따라 설립되었으며, 2023년 상반기 매출액 345억원, 당기순이익 5.3억원으로 각 전년대비 86.9%, 89.9% 급증하였다.

주주구성 (2023년 2분기 기준)



자료: SNT에너지, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

1 Air Cooler 산업 동향

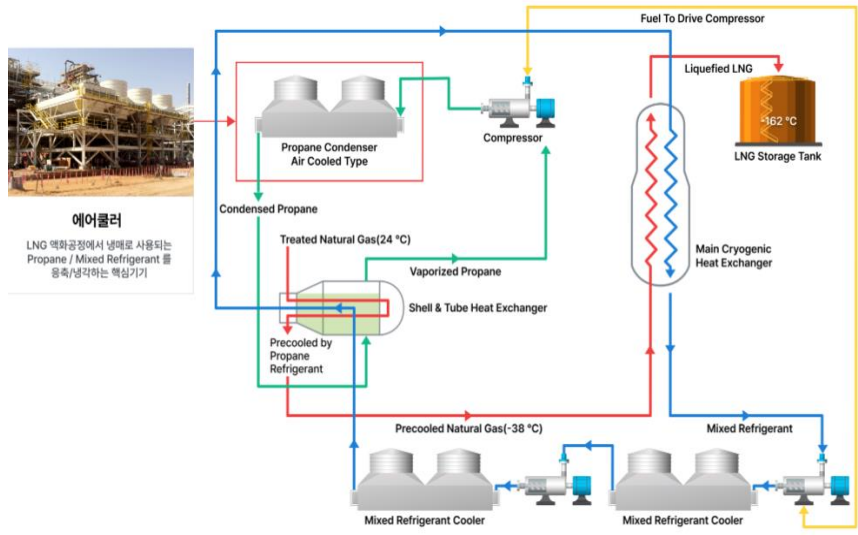
공랭식 열교환기(Air Cooler)의 최대 수요처는 석유화학플랜트로 공기를 이용하는 만큼 수냉식대비 친환경, 경제적인 고도화 설비

공랭식 열교환기(Air Cooler)는 석유화학, 석유정제, 가스전 등 플랜트에서 생산된 Process Fluid(공정유체)를 냉각시키는 설비이다. 공랭식 열교환기는 특히 냉각용수 공급이 어려운 중동과 같은 지역에서 주로 사용하는 친환경적이고 경제적인 설비로 수냉식 열교환기에 비해 고도화된 설비이다.

열교환기는 주로 석유화학뿐만 아니라 전력, 야금, 조선, 기계, 식품제약 등 다양한 산업에서 쓰이나, 특히 석유화학산업이 최대 수요처이다. 석유화학공정은 특징은 가열기를 통해 액체를 증기로 만들고, 냉각을 통해 다시 액체로 만드는 등 가열과 냉각을 반복하기 때문에 가열, 냉각, 증발, 응축의 모든 용도에 열교환기가 필수적이다.

기존의 수냉식 열교환기는 물을 이용한 냉각방식을 채택하는 단순한 방식으로 주로 바닷물을 사용하기 때문에 부식 및 해수오염 등 환경에 유해한 영향을 끼치는 단점이 있다. 특히 세계 최대 석유매장지역인 중동과 같은 사막지역에서는 산업용수가 절대부족해 수냉식 열교환기 사용자체가 어려운 게 현실이다. 이에 비해 공랭식 열교환기는 공기를 사용해 냉각하는 방식을 채택하여 용수공급 부담이 없고, 생태계 파괴 등 환경오염의 단점이 보완될 수 있다.

Air Cooler(공랭식 열교환기) 계통도



자료: SNT에너지, 한국IR협회의 기업리서치센터

공랭식은 수냉식에 비해 작은 시장, 중국내 공랭식 비중은 6% 수준, 국내시장은 수냉식 위주로 동사의 Air Cooler 수출비중이 98% 육박

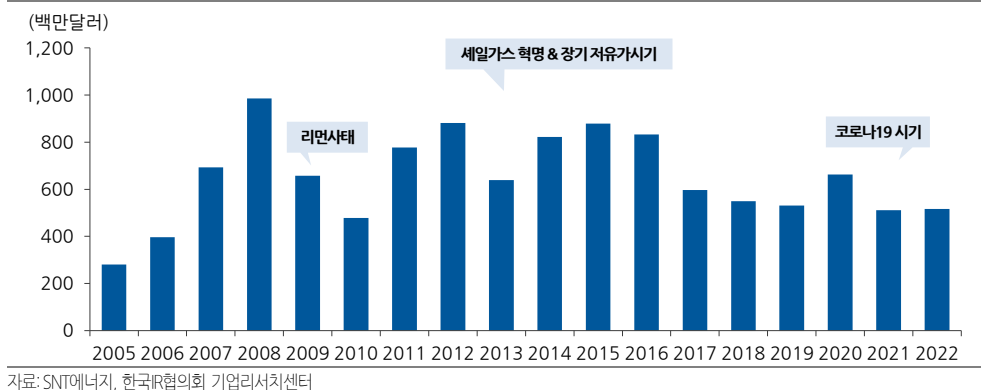
국내에서는 공랭식 열교환기의 수요시장 통계수치를 확인하기 어려우나, 중국기계공업연합회에 따르면 열교환기의 수요비중은 석유화학 30%, 전력 및 야금 17%, 조선 9%, 기계 8%, 중앙난방 8%, 식품제약 10%, 기타응용 18%로 분류하고 있으며, 중국내 열교환기 타입별 비중은 튜브형 54%, 판형 28%, 공기냉각형 6%, Plate-fin형 6%, 기타 6%로 분류되어 중국에서도 공기냉각형(Air Cooler) 비중이 전체시장에서 크지 않은 것을 알 수 있다. 중국내 공기냉각형 열교환기업체로는 하얼빈에너컨디셔닝(Harbin Air Conditioning) 1개사만 존재하는 것으로 알려져 있으며, 주로 미국 및 독일산 외국계기업이 중국 공랭식 열교환기 시장을 선도하고 있다. 중국의 열교환기 수입국은 한국, 미국, 독일, 일본 등이다.

국내에서도 대부분의 석화업체들이 바닷가에 인접하여 주로 수냉식을 채택하고 있으며, 동사의 매출비중을 보더라도 수출비중이 98%에 달해 공랭식 열교환기 수요시장은 주로 중동, 미주, 아시아 지역 위주로 형성되어 있다.

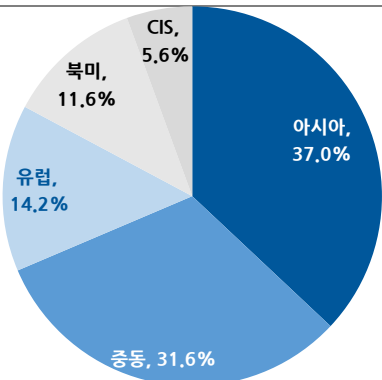
2023년 7월 누계 열교환기 수출 3.9억달러로 YoY +24.5% 증가

국내 열교환기(HS Code 841950) 수출규모는 2008년 9.9억달러로 역대 최대치를 기록하였으나, 이후 2009년 리먼사태, 2013년 이후 셰일가스 혁명에 따른 장기 저유가 국면, 2020년 이후 코로나19 등으로 2022년 기준 수출액은 5.2억달러를 기록하였다. 2023년 7월 누계 수출액은 3.9억달러로 전년동기대비 24.5% 급등세를 기록하였다. 수출액 증가는 주로 사우디, 폴란드, 인니, 이라크 등으로 전년대비 수출액이 급증했기 때문이다.

국내 열교환기 수출액 추이

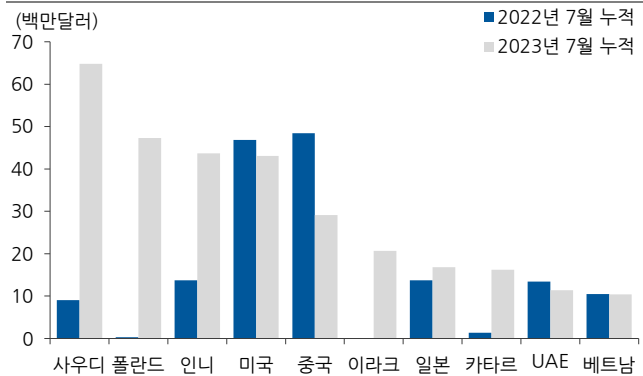


국내 열교환기 지역별 수출비중



자료: 관세청, 한국R협의회 기업리서치센터, 2023년 상반기 기준

2023년 7월 누계 국가별 수출액 추이

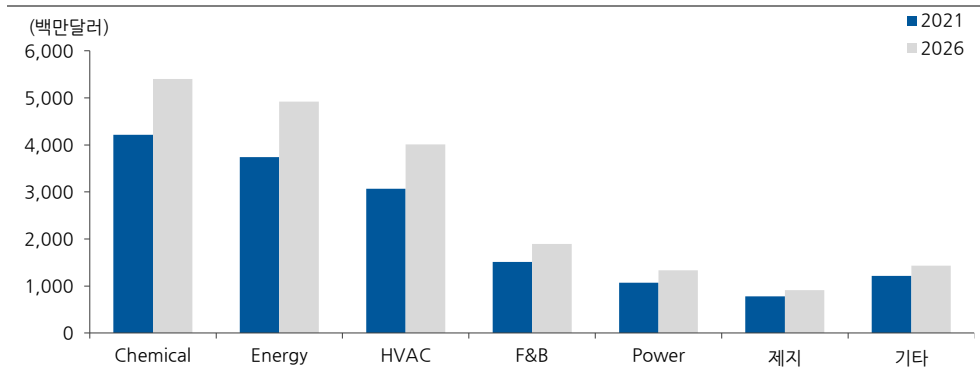


자료: 관세청, 한국R협의회 기업리서치센터

**글로벌 열교환기 시장규모는
2026년까지 199억달러로 연평균
5.0% 성장 전망**

KOTRA에 따르면 글로벌 열교환기 시장규모는 2021년 156억달러에서 2026년 199억달러로 5년간 연평균 5.0% 성장할 것으로 전망하고 있다. 소비산업별로 보면 석유화학부문은 2021년 42.2억달러에서 2026년 54.0억달러로 CAGR 5.1%, 에너지부문은 2021년 37.4억달러에서 2026년 49.2억달러로 CAGR 5.6% 성장이 예상되며, HVAC(공조설비) 5.5%, F&B 4.6%, 전력 4.5%, 제지 3.2% 각각 성장할 전망이다.

수요 산업별 열교환기 시장 규모 전망



자료: KOTRA, 한국IR협의회 기업리서치센터

**국내 공랭식 열교환기시장은
동사가 KHE를 인수하며 평정,
글로벌 시장에서는 동사가 수주
점유율 70%, 독일 Kelvion을 포함
기타업체가 M/S 30% 차지**

글로벌 공랭식 열교환기(Air Cooler)업체로는 동사(SNT에너지)를 포함하여 Kelvion(독일), Hamon Deltak(미국), 허드슨(미국) 등이 있으며, 국내에서는 동사가 유일하다. 미국 Hamon Deltak은 미국 파산법에 따라 법정관리를 신청한 이후 최근 벨기에기업인 John Cockerill에 인수 합병되었다.

기존에 국내 유일의 경쟁사로 KHE가 있었으나, 2008년 KIKO 사태로 568억원의 순손실을 기록한데다 2014년 이후 플랜트 건설시황 악화로 2018년부터 자본잠식 및 유동성 부족에 직면, 법정관리를 신청하였고, 2022년 12월 동사(SNT에너지)의 자회사로 편입되었다. KHE는 글로벌 공랭식 열교환기업체로 한때 글로벌 시장점유율이 20%대를 기록하며, 세계 2~3위권업체였다. SNT에너지는 국내 유일 경쟁사였던 KHE(군산공장)를 자회사로 편입하면서 국내 공랭식 열교환기 시장의 유일한 독점사업자이자 글로벌 1위업체 지위를 강화했으며, 글로벌 수주 시장에서는 독일의 Kelvion사가 동사의 대표적인 경쟁사이다.

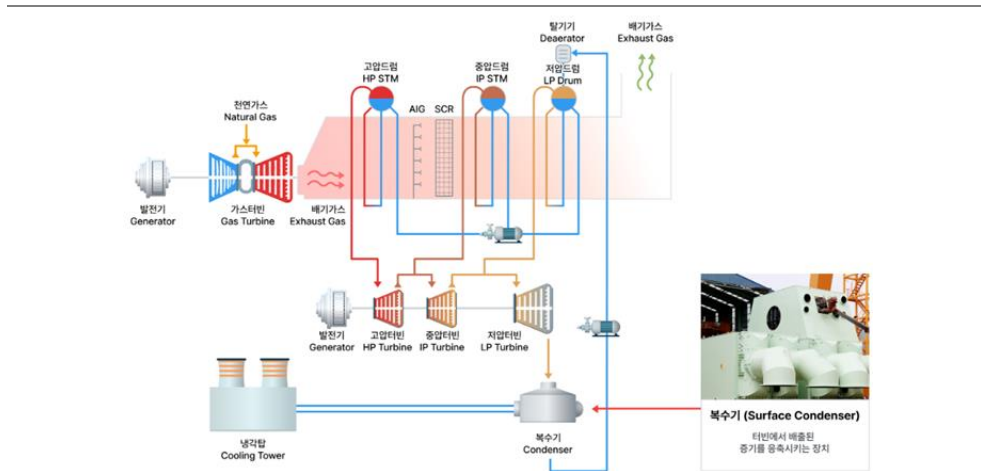
동사는 글로벌 수주시장에서 약 70%의 수주점유율을 기록하고 있으며, 독일 Kelvion을 포함한 기타업체가 나머지 30%를 차지하고 있다.

2 HRSG 산업 동향

HRSG(배열회수보일러)는 복합화력발전의 3대 핵심 주기기

HRSG(Heat Recovery Steam Generator, 배열회수보일러)는 복합화력발전(CCPP, Combined Cycle Power Plant)에서 사용하는 대용량의 증기발생기를 일컫는다. 복합화력발전은 1차 가스터빈 발전과 2차 증기터빈 발전이 결합된 방식이다. 1차 발전의 에너지로는 천연가스를 주로 사용하며, 1차로 가스터빈을 돌려 발전하고 배기가스 열로 스팀을 생산해 2차로 증기터빈을 돌려 발전소의 최대출력을 최대 33%까지 높일 수 있는 환경친화적 발전형태이다. HRSG는 복합화력발전의 주기기인 가스터빈, 증기터빈과 더불어 3대 핵심 주기기이다.

HRSG(배열회수보일러) 계통도



자료: SNT에너지, 한국IR협회의 기업리서치센터

HRSG산업은 2013년 이후 장기 저유가 및 코로나19 영향으로 침체

HRSG 산업은 2013년을 정점으로 지난 10년간 장기 저유가와 2020년 코로나19까지 겹치며 장기 침체를 겪었으나, 2021년부터 코로나19로부터 글로벌 경기가 점차 회복세를 보이며 업체들의 수주와 매출액이 증가세를 보이고 있다. 2013년 이후 HRSG산업의 장기 침체는 미국의 셰일가스 혁명에 따른 저유가 타격으로 해외 발전플랜트 수요가 급감하면서 당시 국내에 BHI, 현대중공업, 두산중공업, 신텍, S&TC(現 SNT에너지), 성진지오텍 등 다수 공급업체들이 난립한 상황에서 저가 덩핑수주가 심화되었기 때문이다. 아울러 세계적인 탈탄소정책과 친환경 신재생에너지 위주 정책으로 해외 발전플랜트 수요가 급감하였고, 국내에서도 문재인정부 들어 탈원전정책과 태양광 중심 탈탄소정책 전환으로 기존 발전플랜트 프로젝트가 전면중단 또는 축소되었다.

국내 1위이자 글로벌 HRSG업체 수주시장 선두업체로 부상한 BHI의 수주잔고를 보면 2012년말 1조 900억원을 정점으로 2020년 4,151억원으로 8개년간 추세적인 감소세를 기록하였다. HRSG 부문 매출액은 2013년 2,955억원으로 정점을 기록한 후 5년만에 2018년 904억원으로 30% 수준으로 급감하였고, 2020년까지도 평균 1천억원을 하회하였다.

글로벌 시장 HRSG 주요 경쟁사는 BHI, Nooter Eriksen, GE Power, 미츠비시파워, 지멘스 등으로 국내 BHI는 수주시장에서 글로벌 선두로 부상

글로벌 시장에서 복합화력발전소에 대형(200~400MW) HRSG를 공급가능한 글로벌 경쟁사로는 BHI, Nooter Eriksen(美), GE Power(美), 미츠비시파워(日), 지멘스(독일) 등 소수업체만 존재한다. 국내 1위인 BHI는 2021년 기준 글로벌 HRSG 수주시장에서 세계1위로 부상했다. 글로벌 발전시장백서인 Mccooy Power Reports에 따르면 2021년 글로벌 시장에서 BHI는 HRSG 발전용량 3.4GW, 총 23기에 이르는 HRSG 수주계약을 체결하여 연간 전체 물량인 13.1GW, 136기 중 M/S 25.6%를 차지하였다. BHI는 2014년 글로벌 1위를 차지한 이래 7년 만에 재차 1위로 부상했으며, 5년간 아시아 전체 발주물량의 50% 이상을 차지하는 등 글로벌 HRSG시장 선두주자로 인정받고 있다. BHI는 2005년 미국 Foster Wheeler社로부터 HRSG 라이선스를 취득하면서 본격 성장궤도에 진입하였으며, 2020년에는 Wood社(舊 Foster Wheeler)로부터 HRSG 제작기술을 인수하여 국내 유일의 독보적인 자립형 HRSG 원천기술을 확보하였다.

업황 침체로 HRSG업계 구조조정 가속화, 현대중공업그룹, HRSG사업 40여년만에 2018년 HRSG사업 매각

2013년 이후 업계의 장기침체로 인해 국내시장 주요 경쟁사들은 사업을 철수하거나 매각하는 등 구조조정을 단행하였고, 다수의 중소형 업체들은 시장에서 철수하였다. 현대중공업그룹은 1978년 정부의 발전설비 발주사업자 선정과정에서 사업에 착수한 이래 40여년 만에 사업에서 철수를 결정, 2018년 8월 현대중공업 플랜트사업 보일러부문과 Scrubber 사업을 분사하여 신규법인 현대중공업파워시스템으로 설립되어 독자사업에 착수하였다. 현대중공업그룹은 1999년 IMF로 정부의 산업합리화정책에 따라 두산중공업(당시 한국중공업)이 10년간 한전의 원전 주기기 독점 납품권을 인정받은 이후 사업영역에서 위축되었으며, 독점납품권이 만료된 2010년 이후 발전설비사업을 재추진하였고, 때마침 국내 발전플랜트 수요가 회복하는 듯 보였으나, 2013년 이후 장기 저유가에 따른 시장 침체와 2017년 이후 문재인정부 들어 원전사업이 중단되고, 석탄화력발전사업도 중단된데다, 2020년 코로나19 팬데믹까지 겹쳐 시장 열위에 있던 발전부문을 매각하기로 결정한 것이다.

2001년 삼성중공업에서 분사된 신태도 2012년 한솔그룹, 2019년 현대중공업파워시스템에 매각

한편 1999년 IMF 당시 정부의 산업합리화조치로 두산중공업에 대한 발전설비 일원화조치로 현대중공업과 함께 삼성중공업이 10년간 겸업금지조치에 따라 해당 사업부문 직원들이 분사해 2001년 창업한 신태도는 2011년 삼성중공업이 인수를 추진했으나, 실사과정에서 분식회계가 드러나 계약이 해지되었으며, 2012년 한솔그룹에 인수되었으며, 2013년 이후 장기 불황이 이어지자 2018년 한솔그룹은 회사를 매각하였으며, 2019년 현대중공업파워시스템에 인수되었다. 결국 현대파워시스템에 인수된 신태도는 1년여 만에 다시 지분 100%를 보유한 현대파워시스템과 함께 매각되었다.

두산그룹은 HRSG사업을 2016년 GE파워에 3,000억원에 매각

두산그룹도 그룹내 핵심사업이던 HRSG 사업을 2016년 GE파워에 3,000억원에 매각하며 사업에서 철수하였다. 두산그룹은 2013년 4월 경영난에 빠진 두산건설을 지원하기 위해 당시 두산중공업의 핵심 사업부였던 HRSG사업부를 현물출자방식으로 두산건설에 넘겼으나, 두산건설이 2015년 건설업황 악화로 5,207억원에 달하는 손손실을 기록하자 재무구조 개선을 위해 당시 흑자사업이던 HRSG 사업 매각을 결정하였다. 두산건설은 이전까지 GE, 지멘스 등 글로벌 에너지기업에 HRSG를 제작, 납품해왔다. GE는 복합화력발전의 3대 핵심장비 중 가스터빈과 스팀터빈에서는 글로벌 선두기업이나, HRSG 부문에서는 자체 생산시설 없이 OEM으로 HRSG 설비를 글로벌 시장에 공급해왔다. GE는 두산건설의 HRSG 사업 인수로 복

합발전의 3대 핵심설비인 가스터빈, 증기터빈, HRSG 포트폴리오를 구축하게 되었다. GE의 창원공장은 베트남 중 팍공장과 더불어 GE의 HRSG 주력공장으로 전체 면적 4만㎡의 부지에서 연간 13대의 HRSG를 생산, 총 생산량이 80% 이상을 수출한다. GE는 주로 자사의 복합화력 프로젝트에 HRSG를 공급하는 만큼 글로벌 수주시장에서는 국내업체인 BHI와 미국의 Nooter Eriksen社가 Major Player이다.

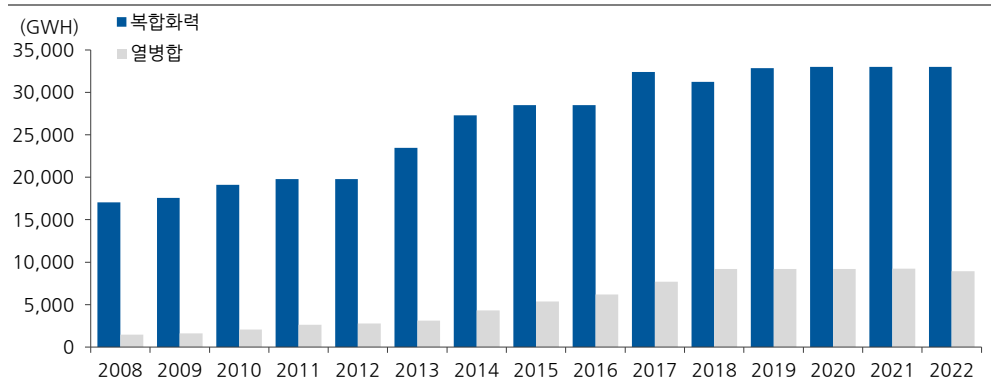
**지난 10여년 장기침체 이후
HRSG 시장은 제2의 호황기 진입
가능성**

지난 10여년간의 장기 침체를 끝으로 HRSG 시장은 제2의 호황기에 진입할 전망이다. 국제유가는 2013~2014년 평균 배럴당 \$90대를 기록하다 추세적으로 하락해 2020년 평균 \$40선으로 급락했으나, 2021년 \$68, 2022년 \$93으로 2013년 호황 당시 가격을 회복했으며, 2023년 들어 9월 현재 \$87로 6월 저점(\$67)대비 30% 상승세를 기록 중이다. 고유가와 더불어 2022년 2월 러시아의 우크라이나 침공 이후 글로벌 에너지난으로 국가간 에너지 패권전쟁이 심화됨에 따라 글로벌 발전시장이 다시 호황기에 접어들고 있다. 지난 10년간 침체기를 겪고 적자생존에 살아남은 업체에게는 기회요인이 될 전망이며, 특히 그동안 글로벌 신재생에너지에 비해 크게 주목받지 못했던 LNG 복합화력발전, 열병합발전, 석탄화력발전 프로젝트 등이 정부의 정책적 지원으로 빠르게 추진될 전망이다.

**국내 복합화력 및 열병합발전은
최근 5개년 저성장 국면 지속**

국내 발전설비용량 중 복합화력발전설비는 2022년 33.0GW로 전체 발전설비(143.5GW)의 23.0%를 차지했으며, 열병합발전설비는 8.9GW로 전체설비비중 6.2%를 차지하였다. 복합화력발전은 지난 2005년 이후 2022년까지 17개년 CAGR(연평균성장률) 4.7% 성장했으나, 문재인정부 들어 2017년 이후 최근 5개년 CAGR은 0.4%로 성장이 정체되었다. 열병합발전설비도 2005년 이후 17개년 연평균 11.6%로 높은 성장률을 기록했으나, 최근 5개년 CAGR은 3.0%로 성장률이 낮아졌다. 2022년 기준 발전소별 설비현황을 보면 복합화력발전은 197기, 원자력은 25기, 열병합발전은 80기가 구축되어 있다.

복합화력 & 열병합발전 설비용량 추이: 2017년 이후 5개년 성장 정체 국면

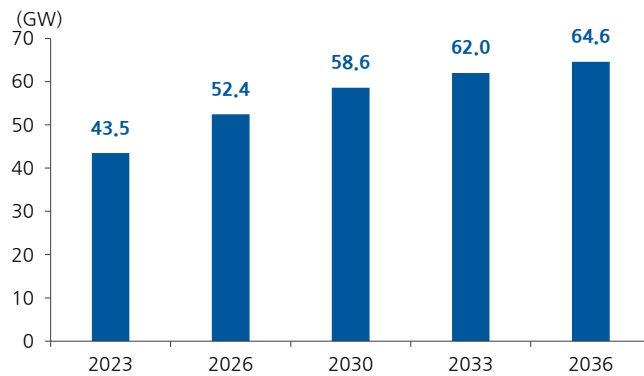


자료: 한국전력통계, 한국IR협의회 기업리서치센터

제10차 전력수급기본계획에 따라 정부는 노후 석탄화력 28기를 폐쇄, 이를 LNG로 대체할 계획

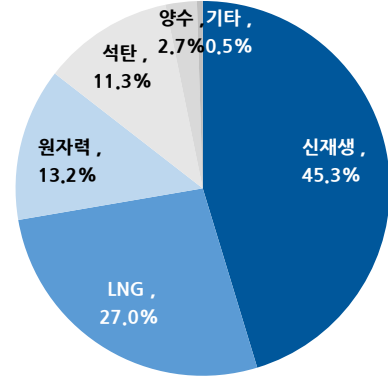
2023년 1월 확정된 제10차 전력수급계획에 따르면 2036년까지 정부는 노후 석탄화력발전소 28기를 폐쇄하여 LNG발전으로 대체할 계획이다. 석탄화력발전설비용량은 2023년 40.2GW(비중 27.1%)에서 2036년 27.1GW(비중 11.3%)로 축소될 계획이며, 노후 석탄발전 대체로 LNG 복합발전용량은 2023년 43.5GW(비중 29.3%)에서 2036년 64.6GW(비중 27.0%)로 확대될 전망이다. LNG를 주에너지원으로 하는 복합화력발전(CCPP) 확대는 국내 HRSG업계에는 기회요인으로 수혜가 예상된다.

제10차 전력수급기본계획 중 LNG 전원구성 전망



자료: 한국전력, 한국IR협의회 기업리서치센터

2036년 발전원별 전원구성



자료: 한국전력, 한국IR협의회 기업리서치센터



투자포인트

1 아람코와 열교환기 전략적 장기공급계약 체결

**동사는 사우디 아람코의
현지 유일 공랭식 열교환기
전략적 파트너로
중장기 수혜 전망**

2022년 12월 동사의 사우디 현지법인인 SNT Gulf는 글로벌 최대 석유기업인 사우디 아람코와 공랭식 열교환기 조달 계약(CPA, Corporate Procurement Agreement)를 체결하였다. 이는 사우디정부가 글로벌 기업들과 강력한 공급망을 강화하고, 사우디내 자체 제조설비 구축을 위해 체결한 110억달러 조달협약(CPA) 59건 중 일부이다. 아람코와 CPA 계약을 체결한 파트너사들은 향후 아람코의 미래 전략적 파트너로 현지설비 구축, 기술이전, 연구개발, 현지 인력 및 공급망 개발에 합의함에 따라 아람코와 아람코 합작 및 자회사들이 추진하는 프로젝트에서 우선적인 지위를 얻게 된다.

동사는 사우디 현지화 전략에 따라 2012년 사우디에 SNT Gulf를 설립한 이래 그동안 아람코가 발주하는 주요 건설 프로젝트에 참여해왔다. 이에 앞서 동사는 지난 2020년 아람코와 수출투자협력 양해각서(MOU)도 체결한 바 있다. 동사는 올해 2월에는 사우디 SNT Gulf의 공장증설 기념식을 개최했으며, 이 행사에는 사우디 압둘아지즈 빈 살만 왕자와 아람코 사장, 사우디전력청 등 고위관계자가 대거 참여할 만큼 현지 관심이 높았다. SNT Gulf는 최근 증설에 따라 생산능력이 2배로 대폭 증가했으며, 공랭식 에어쿨러 제품을 사우디뿐만 아니라 UAE 등 중동 지역으로 사업을 확대할 전망이다.

동사는 사우디의 유일한 공랭식 열교환기 제조업체로 그동안 아람코와 긴밀한 협력관계를 유지해왔다.

사우디 정부는 지난 2016년 Vision 2030이라 불리는 경제개혁정책을 발표하며, 향후 석유의존도를 줄이고 비석유 부문의 산업을 육성하는 동시에 네옴시티 등 초대형 프로젝트를 추진해왔다. 사우디정부는 Vision 2030을 통해 비석유부문으로의 경제다각화를 위해 GDP 중 비석유부문 수출비중을 기존 16%에서 50%까지 확대하고, 민간의 GDP 기여율은 40%에서 65%까지 확대할 계획이다. 사우디정부 입장에서는 현지 유일의 공랭식 열교환기업체인 동사를 통해 사우디의 발전소 핵심기자재에 대한 현지화계획에 기여하겠다는 것으로 판단된다. 동사는 SNT Gulf의 공장 증설에 이어 향후에는 2공장 신설을 통해 사우디 현지 생산능력을 확대하고, 열교환기 이외에도 HRSG, 복수기, SCR 등으로 제품 포트폴리오를 확대해 중동지역의 턴키 수주에 대응할 계획이다.

**아람코는 2027년까지 원유생산량
하루 1,300만배럴, 천연가스 생산
2030년까지 50% 확대,
다운스트림 석유화학 설비능력
400만배럴로 확대 계획**

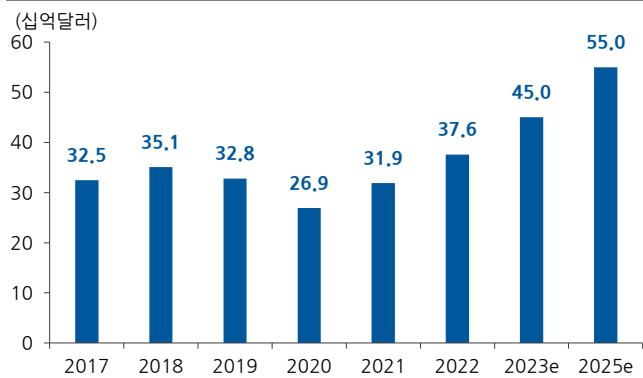
아람코(ARAMCO)사는 원유 생산량을 2027년까지 현재의 하루 생산량을 1,200만배럴에서 1,300만배럴로 확대할 계획이며, 천연가스 생산능력은 2030년까지 50% 확대하고, 상공정에 대한 De-risking을 위해 다운스트림에서 석유화학 생산능력을 하루 400만배럴까지 확대할 계획이다.

아람코의 설비투자 규모는 2022년 376억달러에서 2023년 450억달러, 2025년 550억달러까지 확대될 전망이다. 2023년 1분기 중 설비투자금액은 113억달러를 기록하였다. 아람코의 설비투자 규모 확대는 공랭식 열교환기 부문 현지 유일의 전략적 파트너사로서 사우디정부가 자국내 현지기업 발주우선정책을 지속함에 따라 향후 동사의 수혜가 확대될 것이라는 예상을 가능케 한다.

동사는 지난 수년간 Air Cooler시장에서 사우디 아람코 및 국내외 EPC 업체들로부터 납품 및 품질면에서 호평을 받아왔으며 대규모 프로젝트에 대한 레퍼런스를 쌓아왔다. 특히 지난 수년간 ARAMCO의 Hawiyah & Haradh 프로젝트에 Air Cooler 전체 패키지를 성공적으로 공급한데다, 2019년 하반기 ARAMCO Marjan공사에 대해서도 Air Cooler 전체 패키지 수주를 완료하였다. 동사는 2022년에는 삼성엔지니어링, 현대건설, 인도 L&T가 발주한 ARAMCO Jafurah 공사에 필요한 Air Cooler 전체 패키지도 수주완료하였다.

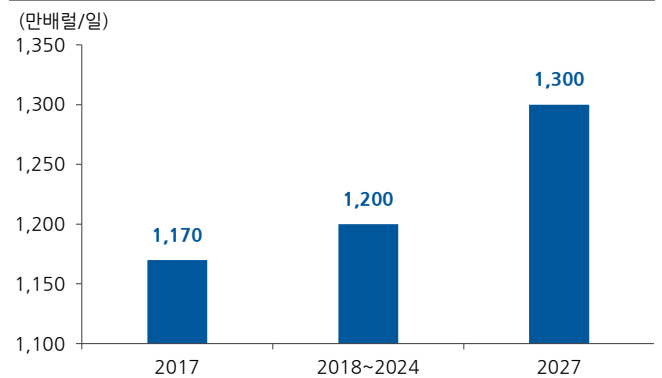
최근 유가가 재차 강세를 보이고 있는 가운데 코로나19 이후 중동지역(사우디, UAE 등)에서 MEGA 프로젝트들이 연이어 진행되고 있는 가운데 그동안 투자가 지연된 미주지역의 대형 프로젝트들도 2023년 하반기부터 점진적으로 진행될 것으로 보여 동사의 수혜가 이어질 것으로 기대된다.

아람코 설비투자 전망



자료: ARAMCO, 한국IR협의회 기업리서치센터

아람코 원유 생산 전망



자료: ARAMCO, 한국IR협의회 기업리서치센터

KHE 인수로 글로벌 공랭식 열교환기 수주경쟁력 확대

2022년 12월 국내 Air Cooler시장 유일한 경쟁사인 KHE 인수로 동종업종간 시너지 및 해외수주 경쟁력 확대

국내 공랭식 열교환기시장의 유일한 경쟁사인 KHE를 동사가 인수 합병하면서 동사는 국내 시장을 평정하게 되었다. 동사는 2022년 12월 동종업종간 시너지 창출 및 생산시설 확충을 위해 SNT중공업으로부터 KHE를 670억원에 양수하여 종속기업(지분율 100%)로 편입하였으며, 2023년 2월에는 흡수합병하여 종속기업에서 제외하였다. KHE는 1983년 한국열교환기공업(주)으로 설립되어 2003년 사명을 현재의 KHE로 변경하였으며, 1987년 일본 미츠비시중공업과의 기술제휴로 국내 최초로 공랭식 열교환기 생산을 시작한 이래 국내시장에서는 동사의 유일한 경쟁사였다. KHE는 과거 공랭식 열교환기 글로벌 시장에서 이어 글로벌 2~3위권을 기록한 기업이나, 2008년 키코(KIKO)사태로 인해 568억원의 당기순손실을 기록한 이후 2014년부터 플랜트 건설시황 악화로 2018년말부터 자본잠식 등 유동성 부족에 직면하며 법정관리에 들어갔다. KHE는 2011년 매출액이 1,434억원에 달했으나, 2020년에는 코로나19 발발로 매출액이 304억원까지 감소했으며, 2022년 매출액은 510억원, 영업이익 14억원, 당기순이익 19억원을 기록하였다. KHE의 흡수합병에 따른 국내 생산능력 확대는 향후 글로벌 수주경쟁력을 크게 개선시키는 효과로 이어질 전망이다. 공랭식 열교환기는 설비크기가 대규모이고, 주문 제작형태인 만큼 넓은 부지와 숙련된 생산인력이 필요한데 KHE의 군산공장은 부지가 4.8만평에 달하고, 기존 KHE 생산인력을 그대로 흡수한데다, 연간 생산능력(Design Capa)이 2,400개로 동사 창원공장(연간 3,000개)의 80%에 달해 향후 해외시장 수주 경쟁력이 대폭 확대될 전망이다.

3 미국 하몬 델탁의 HRSG 원천기술 인수로 글로벌 시장 진출 경쟁력 확보

**HRSG 원천기술 확보로
라이선스 비용 절감 및 해외시장
독자적 HRSG 설계와 터키수주
경쟁력 확대**

동사는 2022년 8월 하몬 델탁(Hamon Deltak)社로부터 HRSG(배열화수보일러), WHB(폐열보일러) 및 OTB(관류보일러) 원천기술을 획득하였다. 하몬 델탁은 Nooter Eriksen, Vogt Power사와 함께 미국 3대 HRSG업체였으나, 지난 해 미국 파산법원의 경매 매각명령에 따라 동사가 지식재산권 취득을 결정하였으며, 원천기술 취득비용은 218만달러(29억원)이다.

동사는 지난 1988년부터 보일러 설계에 필요한 원천기술을 라이선스 형식으로 하몬 델탁과 협력해왔는데 이번에 지식재산권을 완전히 인수한 것이다. 원천기술 확보로 동사는 라이선스 비용을 절감할 수 있으며, 세계 시장에서 독자적 HRSG 설계와 터키(Turkey)수주 경쟁력을 확보하게 되었으며, HRSG이외에도 폐열보일러(WHB)와 관류보일러(OTB) 시장로도 사업영역을 확대할 수 있게 되었다.

특히 동사는 사우디에서 아람코와 공랭식 열교환기 부문에서 독점적 수주경쟁력과 레퍼런스를 확보하고 있는 만큼 향후 사우디 SNT Gulf의 신규공장이 건설될 경우 HRSG 부문에서도 수혜가 극대화될 전망이다.



실적 추이 및 전망

1 2023년 상반기 실적 분석

Air Cooler 중동향 수출 급증으로 상반기 매출액 역대 최대치 경신

2023년 상반기 연결 매출액은 1,474억원으로 전년동기대비 81.4% 급증하며 반기 기준 역대 최대치를 경신했으며, 영업이익은 96억원으로 전년동기(-9억원)대비 흑자전환에 성공하였다. 영업이익률은 6.5%로 전년동기대비 7.6%p 상승하였다.

매출액 증가는 상반기 공랭식 열교환기(Air Cooler) 매출액이 1,329억원으로 전년동기(486억원)대비 +173.1% 급증한 영향이 주효했다. 상반기 기준 Air Cooler의 매출액은 역대 최대치이다. 특히 공랭식 열교환기 부문의 매출 증가는 사우디향 수출이 견인하였으며, 공랭식 열교환기 매출에서 수출비중은 93.7%로 절대적 비중을 차지하였다. 반면 HRSG 상반기 매출액은 103억원으로 전년동기(248억원)대비 -58.5% 급감하였다. HRSG 매출감소는 내수 및 수출 동반감소에 기인한다. HRSG 수출액은 1억원으로 전년동기(84억원)에서 급감하였으며, HRSG 내수 매출액은 102억원으로 전년동기(164억원)대비 -38.2% 감소하였다.

제품별 매출비중은 공랭식 열교환기는 90.1%로 전년동기(59.5%)대비 +30.3%p 상승했으며, HRSG는 7.0%로 전년동기(30.6%)대비 -23.6%p 하락하였다. 상반기 기타 매출액은 42억원으로 전년동기(78억원)대비 -45.7% 감소하였으며, 기타 부문 매출비중은 2.9%로 전년동기대비 6.7%p 하락하였다.

상반기 영업이익은 대부분 Air Cooler 부문에서 기여 추정

사업부문별 영업이익은 Air Cooler 및 HRSG 합산 96억원으로 전년동기(-10억원)대비 흑자전환하였으며, 복수기 및 SCR 등 기타부문 영업이익은 1억원에 그쳤다. HRSG 사업부 매출감소와 수익성 부진을 감안하면 대부분의 영업이익이 Air Cooler 부문에서 발생한 것으로 추정된다.

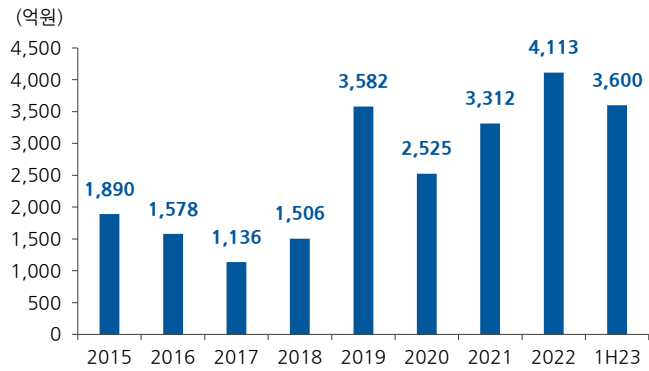
환율상승으로 영업외 FX 관련 이익 (56억원) 등 영업외수지 64억원 증가

세전이익과 당기순이익은 모두 160억원으로 전년동기대비 각각 +132.0% 및 +195.8% 급증하였으며, 이는 FX 관련 이익 56억원(거래차익 32억원+환산이익 24억원) 및 기타수익 등 영업외수지에서 64억원의 이익이 증가하였다. 동사의 상반기 수출비중은 85%로 환율상승은 실적 개선요인이다. 2023년 상반기 평균환율은 1,295원으로 전년동기(1,232원)대비 5.1% 상승하였으며, 상반기말 환율 기준으로는 1,313원으로

전년반기말(1,293원)대비 1.5% 상승하였다.

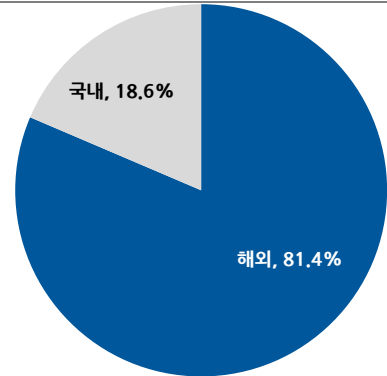
동사를 수주잔고는 2022년말 4,113억원으로 전년말대비 +24.2% 증가해 역대 최대치를 기록하였으며, 2023년 상반기말 수주잔고는 3,600억원을 기록하였다.

수주잔고 추이



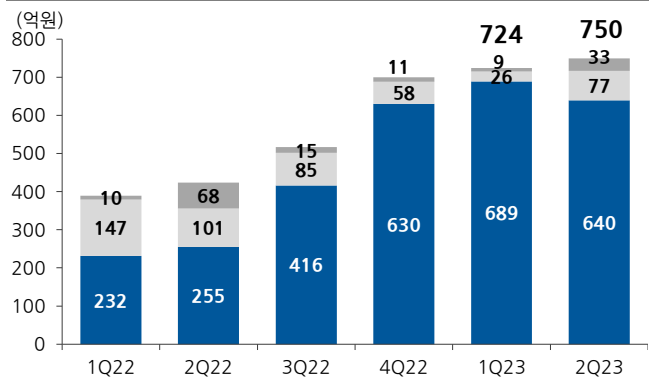
자료: SNT에너지, 한국IR협회의 기업리서치센터

2023년 상반기말 지역별 수주잔고 비중



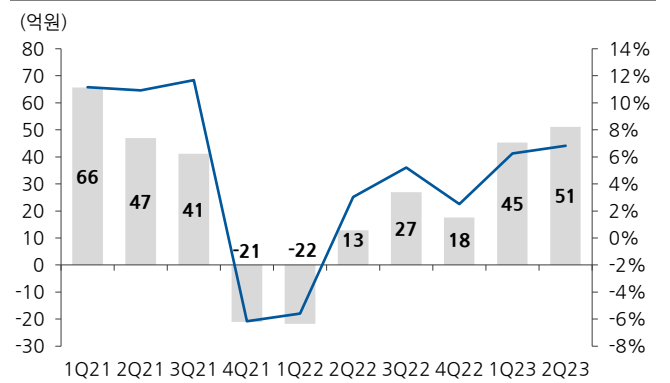
자료: SNT에너지, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 분기 매출액 추이



자료: SNT에너지, 한국IR협회의 기업리서치센터

분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: SNT에너지, 한국IR협회의 기업리서치센터

2023년 연간 실적 전망

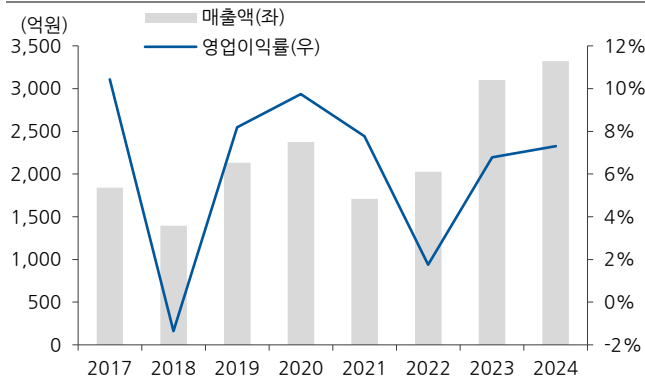
2023년 매출액 3,099억원으로 YoY +52.7%, 영업이익 210억원으로 YoY +489.8% 급증할 전망

2023년 연간 매출액은 3,099억원으로 전년대비 +52.7% 증가하고, 영업이익은 210억원으로 +489.8% 급증할 전망이다. 연간 영업이익률은 6.8%로 전년대비 5.0%p 상승할 전망이다.

사업부문별 매출비중은 Air Cooler 86.1%, HRSG 10.4%, 기타(복수기, SCR) 3.5%로 전망된다.

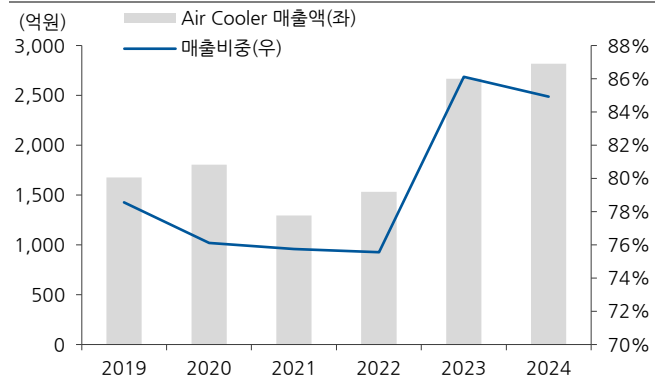
Air Cooler 매출액은 2,669억원으로 전년(1,533억원)대비 +74.1% 급증할 전망이며, HRSG 매출액은 323억원으로 전년(391억원)대비 -17.4% 감소하고, 기타부문 매출액은 107억원으로 전년대비 2.5% 증가할 전망이다. 전체 매출액 중 수출비중은 81.6%로 전년대비 1.5%p 상승할 전망이며, 내수판매비중은 18.4%를 기록할 전망이다.

연간 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 Air Cooler 매출액 및 매출비중 전망



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 전망

(단위: 억원, %)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,374	1,711	2,029	3,099	3,320
Air Cooler	1,807	1,296	1,533	2,669	2,820
HRSG	504	376	391	323	380
기타(복수기, SCR)	63	39	104	107	120
영업이익	231	133	36	210	243
영업이익률	9.7	7.8	1.8	6.8	7.3
당기순이익	98	125	151	288	237
매출액증가율	11.3	-27.9	18.6	52.7	7.1
영업이익증가율	32.3	-42.6	-73.2	489.8	15.5
순이익증가율	-36.7	27.7	20.8	90.6	-17.8

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터



Valuation

**현주가는 2023F PER 5.6배,
PBR 0.6배 수준**

현주가는 동사의 2023년 추정실적대비 PER 5.6배, PBR 0.6배 수준이다. 이는 코스피평균(PER 15.5배, PBR 0.9배) 대비 저평가 수준이며, 동사의 주력사업인 Air Cooler 외형 및 ROE 추세 상승을 감안하더라도 저평가 수준으로 판단된다. 동사의 과거 4개년(2019~2022) 평균 PER은 10.1배, PBR 0.5배로 PBR은 과거 평균대비 소폭 높은 수준이나, 수익성 호조로 PER은 최근 4개년 평균대비 45% 낮은 수준이다.

2013년 이후 장기 저유가로 중동지역의 석유화학플랜트 수요가 침체되었으나, 코로나19 이후 엔데믹으로 국제유가가 강세를 보이고, 중동지역 플랜트 수요가 증가하고 있다. 특히 사우디, UAE 등에서 대규모 Mega 프로젝트가 진행되는 가운데 세계 최대 석유기업인 ARAMCO와 장기 공급계약(CPA)을 체결한 동사의 수혜가 본격화될 전망이다. 동사의 주력사업인 Air Cooler 매출액은 2019년 1,676억원에서 2024년 2,820억원으로 5개년 연평균 11.0% 증가할 전망이며, 2022년 이후 2개년간은 연평균 35.6%로 더욱 가파른 성장세가 전망된다. 동사의 ROE는 2020년 4.1%에서 2021년 5.2%, 2022년 6.0%, 2023년 10.8%로 추세적인 상승세를 보일 전망이다.

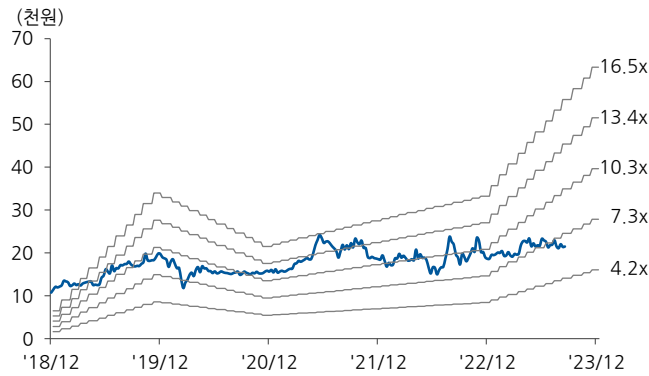
**국내에는 Air Cooler 경쟁사 全無,
BH는 HRSG 부문 경쟁사로
동사대비 현저히 높은 PBR에 거래**

동사는 국내 유일의 공랭식 열교환기업체로 시장에 상장된 경쟁사가 존재하지 않는다.

HRSG 부문에서는 글로벌 1위업체인 비에이치아이(BHI)와 비교해볼 수 있으나, 2023년 실적에 대한 시장전망치가 존재하지 않는다. BHI는 전체 매출비중(2022년)에서 HRSG가 55%를 차지했으며, 2022년 매출액은 3,302억원으로 전년대비 +40.6%나 급증했으나, 영업이익은 81억원(영업이익률 2.5%)으로 수익성이 부진했으며, 당기순이익은 -191억원으로 순손실을 기록했다. BHI의 현 시가총액은 2,166억원이며, 상반기말 기준 자본총계는 452억원으로 PBR은 4.8배로 동사의 PBR(0.6배) 수준은 최근 외형성장과 두자리대 ROE를 감안할 때 BHI대비 현저한 저평가 수준이다.

향후 주가는 1)중동 및 미주지역 가스플랜트 건설 재개에 따른 공랭식 열교환기(Air Cooler) 수요 증가, 2)국내 노후 석탄화력의 LNG 대체 및 해외 LNG 프로젝트 증가에 따른 HRSG 발주 증가, 3)사우디 SNT Gulf 설비 증설 및 ARAMCO와의 장기공급계약 기대감 등으로 주가의 Re-rating이 예상된다.

PER Band



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

PBR Band



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

제목		(단위: 억원, 배, %)		
		SNT 에너지	비에이치아이	두산에너지빌리티
시가총액		1,614	2,166	107,422
자산총계	2021	3,321	3,902	237,206
	2022	4,298	4,494	230,498
	2023E	4,762	N/A	248,070
자본총계(지배)	2021	2,449	643	60,914
	2022	2,554	493	71,133
	2023E	2,789	N/A	76,450
매출액	2021	1,711	2,349	109,909
	2022	2,029	3,302	154,211
	2023E	3,099	N/A	181,450
영업이익	2021	133	-306	8,694
	2022	36	81	11,061
	2023E	210	N/A	11,850
영업이익률	2021	7.8	-13.0	7.9
	2022	1.8	2.5	7.2
	2023E	6.8	N/A	6.5
당기순이익(지배)	2021	125	-346	4,953
	2022	151	-191	-7,725
	2023E	288	N/A	5,313
PER	2021	11.1	-3.1	19.9
	2022	9.3	N/A	N/A
	2023E	5.6	N/A	20.2
PBR	2021	0.5	1.7	1.8
	2022	0.5	3.4	1.4
	2023E	0.6	N/A	1.4
ROE(지배)	2021	5.2	-42.6	10.7
	2022	6.0	-33.7	-11.7
	2023E	10.8	N/A	7.2
현금배당수익률	2021	4.3	0.0	0.0
	2022	4.3	0.0	0.0
	2023E	3.7	0.0	0.0

자료: Fnguide, REFINITIV, 한국IR협회의 기업리서치센터, 경쟁사는 컨센서스 기준

! 리스크 요인

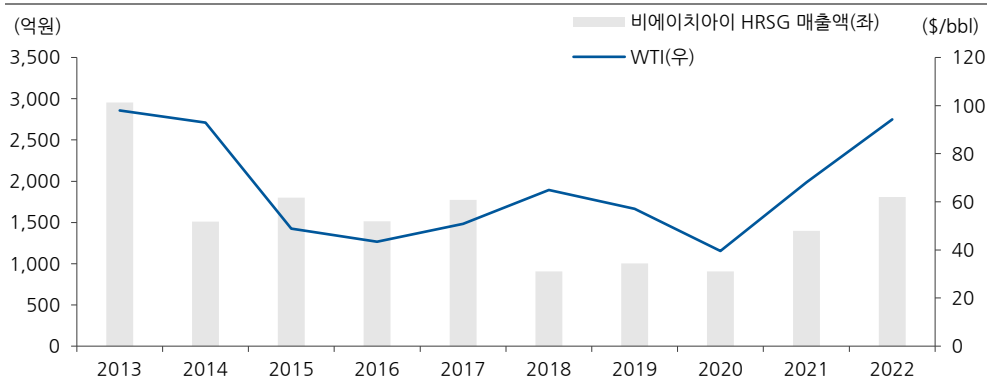
HRSG 부문 국제유가 변동성 리스크

**HRSG 업황 개선 기대되나,
국제유가 변동성은 리스크요인**

HRSG 부문은 2013년 이후 장기 저유가 및 코로나19 등으로 10년간 업황 침체를 경험하였다. 최근 유가 강세 및 중국, 미주지역의 플랜트 수요 증가로 제2의 호황을 기대하고 있으나 아직 수익성이 확보되지 못하고 있다. 글로벌 HRSG 1위업체인 BHI의 HRSG 매출액과 WTI 추이를 비교해보면 유가변동에 따라 매출액이 동행하고 있음을 알 수 있다.

최근 WTI 현물가격은 \$89선까지 높아져 있는 상황이나, 2023년 9월 누적으로는 WTI 평균가격은 배럴당 \$76.3로 전년 연간평균인 \$94.3대비 -19.1% 하락한 상황이다. 호주 자원부의 지난 6월 전망보고서(Resources and Energy Quarterly Outlook June 2023)에 따르면 WTI가격은 2023~2024년 배럴당 평균 \$80, 2025년 \$73로 하향 안정화를 전망하고 있다. 글로벌 경기침체와 중국의 성장률 하락, 전기차의 부상에 따른 내연기관 수요 감소 등이 하락요인이다.

BHI 매출액 및 WTI 비교



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,374	1,711	2,029	3,099	3,320
증가율(%)	11.3	-27.9	18.6	52.7	7.1
매출원가	1,973	1,424	1,808	2,630	2,805
매출원가율(%)	83.1	83.2	89.1	84.9	84.5
매출총이익	401	287	221	469	515
매출이익률(%)	16.9	16.8	10.9	15.1	15.5
판매관리비	170	154	186	259	272
판매비율(%)	7.2	9.0	9.2	8.4	8.2
EBITDA	255	156	64	300	296
EBITDA 이익률(%)	10.7	9.1	3.1	9.7	8.9
증가율(%)	29.2	-38.7	-59.2	370.4	-1.5
영업이익	231	133	36	210	243
영업이익률(%)	9.7	7.8	1.8	6.8	7.3
증가율(%)	32.3	-42.6	-73.2	489.8	15.5
영업외손익	-95	31	134	96	39
금융수익	57	129	213	184	180
금융비용	154	26	177	82	147
기타영업외손익	2	-72	98	-6	7
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	136	164	170	306	282
증가율(%)	-32.1	20.3	3.7	79.9	-7.9
법인세비용	38	39	19	18	45
계속사업이익	98	125	151	288	237
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	98	125	151	288	237
당기순이익률(%)	4.1	7.3	7.4	9.3	7.1
증가율(%)	-36.7	27.7	20.8	90.6	-17.8
지배주주지분 순이익	98	125	151	288	237

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	703	299	289	-337	166
당기순이익	98	125	151	288	237
유형자산 상각비	19	21	22	53	50
무형자산 상각비	5	3	6	36	3
외환손익	105	8	78	0	0
운전자본의감소(증가)	468	121	148	-708	-117
기타	8	21	-116	-6	-7
투자활동으로인한현금흐름	-9	-14	-768	-55	-25
투자자산의 감소(증가)	0	0	-670	-18	-4
유형자산의 감소	0	0	7	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-14	-20	-20	-18
기타	8	0	-85	-17	-3
재무활동으로인한현금흐름	-186	-96	444	-53	-53
차입금의 증가(감소)	0	0	500	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-85	-52	-53	-53	-53
기타	-101	-44	-3	0	0
기타현금흐름	-40	21	125	7	7
현금의증가(감소)	468	209	91	-438	95
기초현금	210	678	887	977	539
기말현금	678	887	977	539	634

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	2,037	1,997	2,534	3,050	3,368
현금성자산	678	887	977	539	634
단기투자자산	0	0	33	50	53
매출채권	625	570	328	501	576
재고자산	61	27	113	173	191
기타유동자산	673	513	1,083	1,787	1,914
비유동자산	1,316	1,325	1,764	1,712	1,681
유형자산	1,227	1,229	1,513	1,480	1,448
무형자산	9	6	40	4	0
투자자산	7	5	74	92	96
기타비유동자산	73	85	137	136	137
자산총계	3,354	3,321	4,298	4,762	5,049
유동부채	809	662	998	1,110	1,189
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	322	237	385	588	630
기타유동부채	487	425	613	522	559
비유동부채	187	211	745	862	886
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	500	500	500
기타비유동부채	187	211	245	362	386
부채총계	996	873	1,743	1,972	2,075
지배주주지분	2,358	2,448	2,554	2,789	2,974
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	447	454	454	454	454
자본조정 등	-159	-155	-155	-155	-155
기타포괄이익누계액	-5	0	3	3	3
이익잉여금	2,037	2,111	2,214	2,449	2,633
자본총계	2,358	2,448	2,554	2,789	2,974

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	12.0	11.1	9.3	5.6	6.8
P/B(배)	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5
P/S(배)	0.5	0.8	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	2.0	3.4	14.4	5.2	4.9
배당수익률(%)	5.1	4.3	4.3	3.7	3.7
EPS(원)	1,304	1,666	2,011	3,835	3,154
BPS(원)	31,408	32,617	34,027	37,160	39,611
SPS(원)	31,625	22,791	27,026	41,281	44,227
DPS(원)	800	800	800	800	800
수익성(%)					
ROE	4.1	5.2	6.0	10.8	8.2
ROA	2.9	3.7	4.0	6.4	4.8
ROIC	6.7	6.8	0.5	11.0	7.6
안정성(%)					
유동비율	251.9	301.8	253.9	274.8	283.3
부채비율	42.2	35.7	68.3	70.7	69.8
순차입금비율	-28.5	-35.2	-18.8	-2.1	-5.3
이자보상배율	432.7	212.9	10.6	32.9	37.9
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.5	0.7	0.7
매출채권회전율	3.2	2.9	4.5	7.5	6.2
재고자산회전율	29.1	39.0	29.0	21.6	18.3

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 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 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.