

KOSDAQ | 소재 엠투엔 (033310)

전장부문 HVAC(공조) 부품이 新성장동력

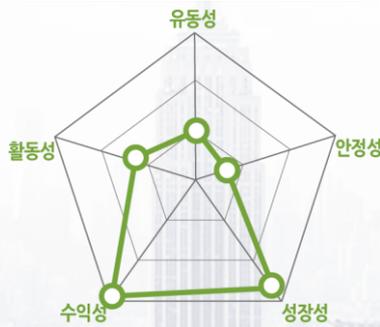
체크포인트

- 1965년 우진계기공업(株)로 설립, 1997년 코스닥 상장. 사업부문은 1)석유화학제품 포장재인 스틸드럼, 2)전장사업(공조부품), 3)바이오사업 등, 사업부문별 매출비중(3Q23 누적)은 스틸드럼 44%, 전장사업 56%. 스틸드럼은 여수 및 울산 등 석유화학산단내 한국바스프, 한화솔루션, 금호석유화학, LG화학, 롯데케미칼 등 석유화학업체에 공급, 2020년부터 신약개발 후 I/O 목적으로 바이오사업에 진출한데 이어 2023년 2월 (株)신한전기 지분 100%를 인수하며 전장부품사업에 신규 진출, 주요 제품은 자동차 및 시스템에어콘에 적용되는 펌프, 센서, 밸브류 등임
- 투자포인트: 1)스틸드럼사업은 4년만에 턴어라운드 예상, 2)신성장동력으로 기대되는 전장사업
- 2023년 매출액 804억원(YoY +182.4%), 영업이익 37억원(YoY 흑자전환) 전망. 기존사업인 스틸드럼 매출액은 337억원으로 YoY +18.2% 증가하고, 영업이익은 4년만에 턴어라운드 예상. 2023년 2월 (株)신한전기를 합병하며 신규 추가된 전장사업부 매출액은 466억원으로 기존 스틸드럼 매출액을 상회할 전망. 이익기여비중은 전장사업부가 100%로 전망되며, 스틸드럼사업부는 4년만에 BEP 달성 예상

주가 및 주요이벤트



재무지표



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

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 3Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 소재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

스틸드럼 위주 低성장사업에서 高성장 전장사업 진출

동사는 2023년 2월 (주)신한전기 지분 100%를 인수하며 전장부품사업에 신규 진출. 주요 제품은 자동차 및 시스템에어콘에 적용되는 펌프, 센서, 밸브류 등임. 전장사업 주력 고객사는 자동차 부문 한온시스템, 두원공조이며, 가전용으로는 삼성전자, LG전자 등임. 2023년 전장사업 매출비중은 58%, 이익기여비중 100%로 동사의 주력사업으로 부상.

스틸드럼사업은 4년만에 턴어라운드 전망

2023년 스틸드럼사업 매출액은 337억원으로 전년 대비 18.5% 증가할 전망이며, 영업이익은 2억원으로 4년만에 흑자전환 예상. 실적개선은 1)2022년말 장기계약 손실충당금 우선영, 2)석유화학 가동률 상승에 따른 판매 증가, 3) 냉연가격 하향 안정 등에 기인.

동사의 전장사업은 자동차(EV) 공조시장의 핵심 밸류체인

동사는 전기차용 PT센서를 국내에서 유일하게 개발하여 국산 BEV에 적용 중이며, 해외 전기차 브랜드 상으로도 개발이 진행중. 국내 주요 공조업체와 전기차용 공조부품인 PT Sensor, Ball Valve, Check Valve 등을 공동개발 중에 있어 동사-전장 공조업체-완성차업체로 이어지는 전장 공조부문 핵심 밸류체인으로 동반성장 기대.

주가는 PBR 1.1배 수준, 전장사업 및 바이오사업 기대감 반영

현재 주가는 2024년 추정BPS 대비 PBR 1.1배로 낮은 ROE 수준 대비로는 고평가 국면이나, 2023년부터 신규로 추가된 전장사업 성장 기대감 및 신라젠 등 바이오사업 기대감이 주가에 반영되고 있는 것으로 판단. 신라젠 지분가치는 1,215억원으로 장부가액의 2.6배 이상이며, 동사의 시가총액 대비 86% 수준.

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	351	276	285	804	853
YoY(%)	-24.4	-21.3	2.9	182.4	6.2
영업이익(억원)	-19	-46	-48	37	42
OP 마진(%)	-5.4	-16.6	-17.0	4.6	5.0
지배주주순이익(억원)	-64	-583	53	39	12
EPS(원)	-221	-1,751	130	94	27
YoY(%)	적전	적지	흑전	-28.2	-70.7
PER(배)	N/A	N/A	35.4	37.8	129.0
PSR(배)	9.4	14.1	6.6	1.8	1.8
EV/EBIDA(배)	N/A	N/A	N/A	18.3	18.6
PBR(배)	5.4	3.5	1.4	1.1	1.1
ROE(%)	-10.9	-58.6	3.8	2.8	0.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (12/18)	3,545원
52주 최고가	5,520원
52주 최저가	2,755원
KOSDAQ (12/18)	850.96p
자본금	202억원
시가총액	1,430억원
액면가	500원
발행주식수	40백만주
일평균 거래량 (60일)	34만주
일평균 거래액 (60일)	13억원
외국인지분율	0.68%
주요주주	디케이마린 외 4인 37.30%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.0	-21.5	-27.4
상대주가	9.9	-18.1	-38.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS증가율', 수익성 지표는 'EBITDA마진율', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 회사 연혁

**2007년 성창철강이 와이즈콘트롤
역합병을 통해 우회상장,
스틸드럼사업을 주력사업으로 영위**

엠투엔은 1965년 계측계기사업을 목적으로 설립된 우진계기공업(이후 와이즈콘트롤로 사명변경)과 1978년 설립되어 스틸드럼사업을 영위하던 (주)성창철강(이후 디케이디앤아이로 사명변경)이 2007년 10월 합병으로 설립된 기업이다. 당시 합병방식은 역합병으로 합병회사는 (주)와이즈콘트롤, 피합병회사는 (주)디케이디앤아이였으나, 인수회사인 (주)와이즈콘트롤은 소멸되고, 피인수회사인 (주)디케이디앤아이가 존속기업으로 남았다. 2007년 12월 합병기업인 (주)와이즈콘트롤의 계측계기사업부는 물적분할해 (주)와이즈산전이 설립되었으며, 2008년 동사는 (주)와이즈산전 보통주 400만주를 장외매도하였다.

동사의 주식은 (주)와이즈콘트롤 시절 1997년 코스닥에 상장되었으며, 이후 2007년 합병을 통해 (주)디케이디앤아이는 (주)와이즈콘트롤을 통해 우회상장하였다. 동사는 2008년 1월에는 석유사업 및 대부업을 영위하는 (주)리드코프 지분(120억원, 인수당시 지분율 12.02%)을 인수하여 관계기업으로 편입하였다. 동사는 2014년 11월 중국 장수성에서 자동차부품사업을 영위하는 곤산대경기차배건유한공사(DKCA) 지분 60%를 취득하여 종속기업으로 편입하였다.

**2020년 바이오사업, 2023년
전장사업 신사업으로 추가,
주요 관계기업은 리드코프, 신라젠**

동사는 2020년 사업목적에 바이오를 추가하면서 사명을 (주)디케이디앤아이에서 (주)엠투엔으로 변경하였다. 동사는 바이오사업 확장을 위해 2021년 M&A를 통해 신라젠 주식 1,875만주를 주당 3,200원에 600억원으로 인수(인수당시 지분율 20.75%)하여 관계기업으로 편입하였다.

동사는 2023년 2월 (주)신한전기 지분을 100% 인수하여 연결대상기업으로 편입하였으며, 4월에는 (주)신한전기외 합병을 완료하여 연결대상에서 제외하였으며, (주)신한전기가 영위하던 전장사업이 스틸드럼, 바이오사업에 이어 2023년 1분기부터 신규사업부문으로 추가되었다. 전장사업은 자동차용 HVAC(공조기기) 시스템의 부품 및 시스템에어컨용 HVAC 부품(배수펌프, 밸브, 스위치 등)을 제조 판매한다. 전장사업은 사업부문으로 추가된 2023년부터 매출비중 58%로 주력사업으로 부상했으며, 향후 전기차의 고성장세에 따라 동사의 신규 성장동력으로 기대되는 사업군이다.

회사 연혁



자료: 엠투엔, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 사업영역

3Q23 누적 매출비중은
스틸드럼 44.1%, 전장 55.9%

동사의 사업부문은 1)스틸드럼, 2)전장사업, 3)바이오사업으로 구분된다. 스틸드럼사업은 합병이전인 1997년부터 (주)성창철강이 20여년 이상 영위하던 기존사업이며, 바이오사업과 전장사업은 2020년과 2023년 M&A를 통해 추가된 신규사업이다. 매출비중을 보면 2022년까지는 매출비중의 100%(285억원)가 스틸드럼사업이었으며, 바이오사업은 신약후보물질의 약효 입증 이후 License Out을 통한 수익실현을 목표로 임상 및 연구개발을 진행하고 있는 만큼 아직 매출은 발생하고 있지 않다. 2023년 2월 (주)신한전기 합병으로 전장사업이 추가되어 2023년 3분기 누적 매출비중은 스틸드럼 44.1%, 전장사업 55.9%를 차지하였다.

**스틸드럼사업 주요 수요처는
여수산단 석유화학업체들이며,
산업단지내 40~50% M/S 차지**

스틸드럼사업

스틸드럼사업은 석유화학제품을 포장하는 철강소재 포장용기인 스틸드럼을 제조 판매하는 사업이다.

스틸드럼사업 매출액은 석유화학 경기에 동행하며, 수익성은 원소재인 철강(냉연)가격에 영향을 받는다.

스틸드럼사업은 모태인 성창철강(주)에서 1997년 여수공장을 준공하며 사업이 본격화되어 26년 이상 업력을 보유하고 있으며, 주요 고객사로는 여수 및 울산지역 석유화학산단에 소재한 한국바스프, 금호미쓰이화학, 한화솔루션, 금호석유화학, LG화학, LX MMA 등에 납품하며, 특히 동사가 여수국가산단에서 오랜 업력을 보유하고 있는 만큼 해당 산업단지내에서는 시장점유율이 40~50% 정도로 추정되고 있다. 울산지역 등 타지역 석유화학단지에도 납품을 진행하고 있지만, 제조공장에서 원거리인 만큼 운송비 부담이 커서 시장점유율은 크지 않다. 지역별 공급 비중은 전남지역 80%, 기타지역 20% 수준이다.

스틸드럼의 원소재는 냉연코일로 국내 포스코를 비롯한 냉연코일 업체들은 업체간 제품 과다공급으로 업체간 출혈경쟁이 심화되고 있는 만큼 자원조달상의 어려움은 크지 않으나, 시장가격 변동에 따라 수익성에 영향이 큰 편이다. 동사는 여수산업단지내 스틸드럼생산공장을 보유하고 있으며, 2023년 3분기 누적 매출액은 257억원으로 전년동기대비 16.2% 증가하였으며, 공장 가동률은 전년동기 67.7%에서 2023년 3분기 71.0%로 상승하였다.

동사가 주로 생산하는 스틸드럼 종류로는 1)밀폐드럼, 2)오픈드럼, 3)아연드럼 등이 있다.

밀폐드럼(Tight Head Drum)은 가장 범용적으로 사용되는 포장재로 대부분 액상 형태의 제품포장에 사용된다. 내용물 주입 및 배출은 상판에 체결된 마개를 통해 이루어진다.

오픈드럼(Open Head Drum)은 주로 페인트 및 분말제품과 같은 점도가 있는 내용물을 포장하는 용기로 주로 특정제품에 한해 사용하는 용기이다.

아연드럼(Galvanized Drum)은 위험물인 폐놀을 주로 포장하는 용기로 수요가 크지는 않지만, 국내에서는 동사에서 주로 특화해 생산되고 있는 제품이다.

전장사업

**2023년 1분기 (주)신한전기를
인수합병하여 전장사업 진출,
자동차 및 가전제품용 HVAC
공조부품 공급**

전장사업은 2023년 1분기부터 (주)신한전기 인수합병을 통해 사업에 착수했으며, 자동차용 HVAC(Heating Ventilation and Air Conditioning) 시스템의 부품(PT Sensor, APT Sensor, Pressure Switch 등)과 시스템에어콘, 냉장고 등 가전제품용 HVAC 부품(배수펌프, Pressure Switch, Thermostat 등)을 공급한다.

자동차용 부품은 국내 자동차업체의 1차벤더인 한온시스템과 두원공조로 공급되며, 현재는 자동차 관련 부품 매출액 중 내연기관 판매비중이 높지만, 향후에는 전기차 부품비중이 높아질 것으로 전망된다.

가전용 부품은 에어컨, 냉장고, 냉온수기의 온도와 압력을 제어하거나 시스템에어콘의 응축수를 외부로 배출하는 기능의 제품으로 고객사는 국내 삼성전자와 LG전자 등이다.

2020년 바이오사업 추가,
신약후보물질 보유, 신약개발 및
임상 후 L/O 목표

바이오사업

바이오사업은 2020년 엠투엔바이오, M2N BIO US를 종속기업으로 편입하며 사업부문으로 추가되었다.

동사는 미국 Greenfire Bio, Green3bio에 출자하여 신약후보물질을 보유하고 있으며, 미국 FDA 승인을 목표로 신약 개발 및 임상을 진행 중이다. 현재는 개발단계로 매출없이 비용만 발생하고 있으며, 향후 신약 개발 및 L/O(License Out)을 통해 매출 및 수익을 실현할 계획이다.

서흥민회장이 실질적 최대주주로
최대주주 및 특수관계인 포함
지분율은 37.23% 차지

주주현황 및 자회사 현황

동사의 최대주주는 해운업을 영위하는 비상장사인 (주)디케이마린으로 지분율 18.29%를 보유 중이며, (주)디케이마린 지분 100%를 보유하고 있는 서흥민회장이 12.1%를 보유하고 있다. (주)리드코프 4.16% 등 특수관계인을 포함한 최대주주 및 특수관계인 합산 지분율은 37.23%이다. 서흥민회장은 엠투엔의 실질적인 오너이자, (주)리드코프 및 (주)신라젠의 회장이다. 서회장은 한화그룹 김승연회장의 처남으로 동사는 한화그룹과는 사돈관계이다. 서흥민회장은 '서흥민 → (주)디케이마린 → 엠투엔 → 리드코프'로 이어지는 그룹 지배구조의 정점에 있다. 서흥민회장은 1965년생으로 조지워싱턴대학교 경제학 학사 및 미시간대학교 경영대학원 석사로 졸업하였으며, 1994년부터 (주)케이디앤아이(現 엠투엔) 이사로 입사해 1998년 상무, 1999년 전무로 승진한 이후 2002년부터 대표이사로 취임해 현재까지 29년간 재직 중이다.

종속기업은 비상장 6개사 보유,
주력 종속기업은 엠투엔바이오,
M2N BIO US 등 신약개발기업

동사의 연결대상 종속기업으로는 (주)엠투엔바이오(신약개발), M2N BIO US(신약개발), 미시간아시아이노베이션투자조합, M2N LIFE SCIENCE INVESTMENT, M2N VENTURE PARTNERS, PT. SHINHAN INDONESIA 등 비상장 6개사가 있다. 전장사업을 영위하는 (주)신한전기는 2023년 2월 동사가 지분 100%를 인수하여 연결대상 종속회사로 편입하였으나, 4월 동사가 (주)신한전기와 소규모합병을 완료하면서 동사의 전장사업부로 편입되어 종속기업에서 제외되었다. PT. SHINHAN은 (주)신한전기가 보유하고 있던 인도네시아 현지법인으로 동사가 지분 100%를 취득하여 종속기업으로 편입되었다.

중국 장수성 소재 곤산대경기차배전유한공사(DKCA)는 보유주식 일부 매각에 따른 지분율 하락(70.59% → 19.0%)으로 연결대상에서 제외하였다.

2023년 3분기 누적 기준으로 매출액이 발생한 종속기업은 (주)신한전기의 해외법인인 PT. SHINHAN INDONESIA가 유일하며 매출액은 64억원, 당기순이익은 2.4억원을 기록하였다.

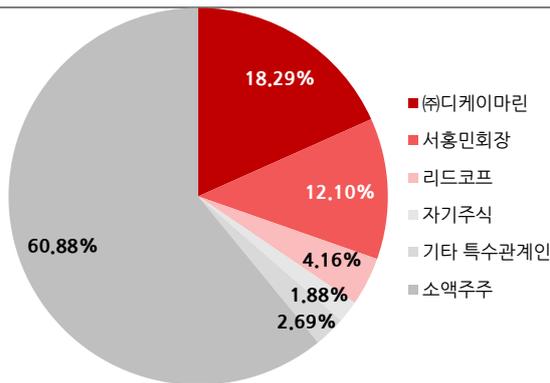
동사는 2020년 7월 엠투엔바이오(지분율 100%), M2N BIO(US, 지분율 100%)를 설립, 종속기업에 편입하며 바이오산업에 신규로 진출하였다. M2N의 바이오 부문 사업영역은 전임상 후기단계 신약후보물질을 인수하여 임상 1~2상 완료 및 POC(Proof of Concept, 신약의 효과 검증하는 개념증명) 완료 후 License Out/IPO 등으로 수익을 실현하는 방식이다.

지분법대상 주요기업은 리드코프와 신라젠 동사의 지분법 대상 주요 관계기업으로는 리드코프(상장, 지분율 16.32%), 신라젠(상장, 지분율 18.23%), Greenfire Bio(미국, 비상장), 중국 곤산대정기자배건유한공사(DKCA, 지분율 19.0%) 등이 있다.

리드코프는 동사가 2008년 지분을 인수, 관계기업으로 편입하였으며, 2023년 3분기말 장부가액은 737억원으로 매년 지분법이익에 기여도가 가장 큰 기업이다. 리드코프의 최근 3개년 당기순이익은 2020년 459억원, 2021년 399억원, 2022년 320억원을 기록하여 매년 연간 50~60억원대의 지분법평가이익이 발생하였다. 2023년 3분기 누적 리드코프의 당기순이익은 62억원이며, 지분법평가이익은 10억원을 기록하였다.

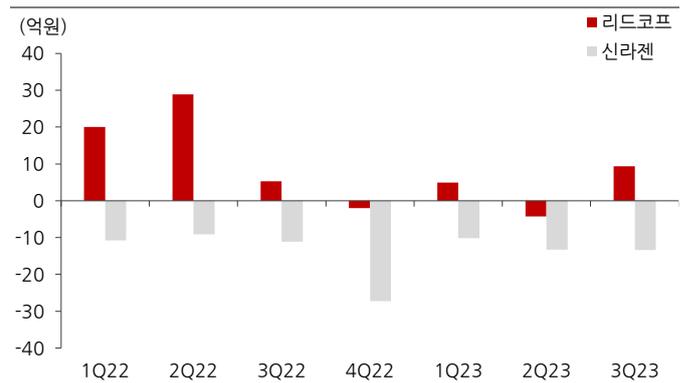
신라젠은 동사가 2021년 600억원을 투자해 관계기업으로 편입한 신약개발 상장기업으로 2023년 3분기말 장부가액은 461억원이다. 현재 신라젠은 신장암 치료제인 펙사벡에 대해 미국, 한국, 호주에서 임상 2상, 고행암 치료제인 SJ-600에 대해 전임상, 고행암 치료제인 BAL0891에 대해 미국에서 임상1상을 진행 중이다. 2022년 신라젠의 지분법평가손실은 58억원, 2023년 3분기 누적 지분법평가손실은 37억원을 기록하였다. 2023년 3분기말 동사의 지분법평가손실은 29억원이며, 신라젠의 지분법평가손실에도 리드코프의 지분법평가이익으로 일부 손실을 상쇄할 것으로 전망되어 향후 연간 지분법평가손실은 30억원 규모로 발생할 전망이다.

주주 현황



자료: 엠투엔, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 관계기업 지분법평가손익 추이



자료: 엠투엔, 한국IR협의회 기업리서치센터


산업 현황
1 스틸드럼산업은 석유화학 경기에 동행, 수익성은 철강가격에 좌우
스틸드럼의 주요 수요처는 석유화학업체

스틸드럼산업은 대규모 설비투자가 필요한 자본집약 장치사업이며, 원재료인 냉연코일을 스틸드럼으로 제조하여 대기업인 석유화학업체로 납품하는 만큼 마진은 높지 않으나, 신규업체에는 진입장벽이 존재한다. 국내 3대 석유화학단지(여수산단, 울산 미포산단, 대산산단)에 소재한 석유화학 대기업들이 스틸드럼의 주요 수요처이며, 동사의 경우 여수산단에서 오랜 업력을 보유한 만큼 전남지역 시장점유율이 40~50%이다. 스틸드럼사업의 원가에서 운송비가 차지하는 비중이 20% 이상으로 높은 만큼 원거리로의 매출은 제한적이기 때문에 동사도 여수산단 매출비중이 70~80% 이상을 차지하는 것으로 추정된다.

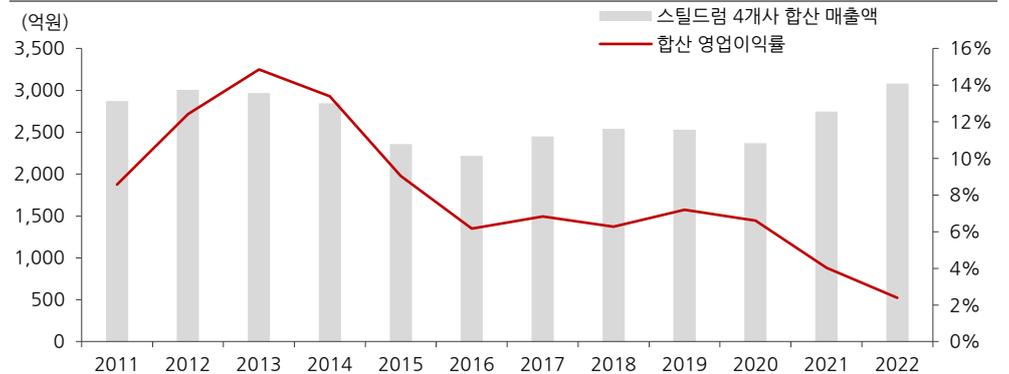
스틸드럼사업 매출액은 석유화학업종 가동률에 동행, 수익성은 냉연코일 가격에 좌우

스틸드럼사업의 외형 성장은 석유화학업체들의 가동률에 동행하며, 수익성은 주로 냉연코일가격의 변동에 의해 좌우된다. 스틸드럼제조업체들의 연간 매출액이 대부분 수백억원에서 1,000억원 미만으로 중소기업 업체들인 반면 대기업 석유화학업체에 납품하다보니 가격협상을 주도하지 못하는 것으로 보인다. 스틸드럼업체들의 장기 매출액과 냉연코일가격 상관성을 비교해보면 냉연코일 가격이 급등하면 수익성이 하락하고 반대로 가격이 하향안정화 국면에서 수익성이 호전되는 패턴을 보여왔다.

2022년 업계 매출액은 2013년 이후 역대 최대치를 경신했으나, 인플레이션에 따른 냉연코일가격 상승으로 수익성은 대폭 하락

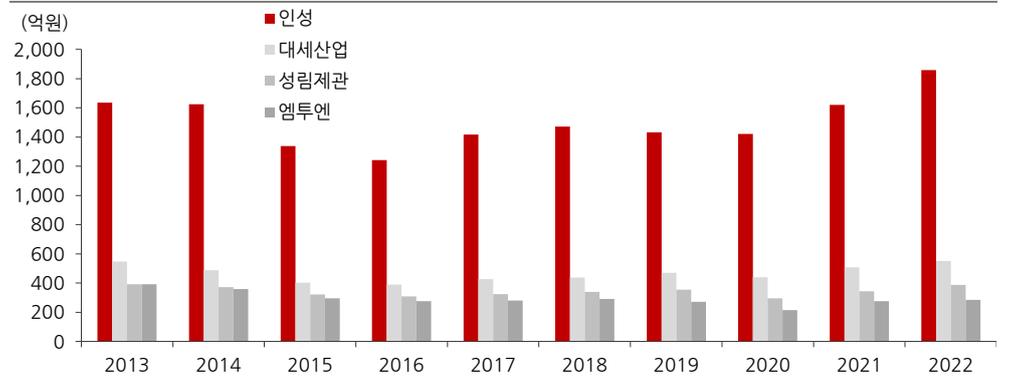
국내 스틸드럼업계는 시장규모가 작아 시장점유율에 대한 공식통계수치를 확인하기 어렵지만, 동사가 지난 2019년까지 사업보고서 상에 기재한 업체별 납품실적에 따른 시장점유율로는 국내 최대업체는 (주)인성이며, 성림제관, 대세산업, 엠투엔 등 4개업체가 전체 시장점유율의 70% 내외를 차지하고 있는 것으로 추정된다. 2022년 기준 업체별 매출액은 인성 1,859억원, 대세산업 552억원, 성림제관 389억원, 엠투엔 285억원을 기록하였다. 스틸드럼업체 BIG4업체의 합산 매출액을 보면 2012년 3,005억원을 정점으로 2020년까지 국제유가 하락에 따른 석유화학업황 침체로 불황기를 겪었으며, 국제유가 상승으로 2021년부터 2022년까지 매출액 회복세를 보였다. 2022년 대부분 업체들이 매출액에서는 2013년 수치를 경신, 역대 최대치를 기록했으나, 글로벌 인플레이션으로 냉연코일가격이 급등하면서 스틸드럼 BIG4업체의 평균 영업이익률은 2013년 14.8%를 정점으로 2021년 4.0%, 2022년 2.4%로 하락하며 저수익성이 고착화되는 모습을 보이고 있다.

국내 스틸드럼 BIG4 합산 매출액 및 영업이익률 추이



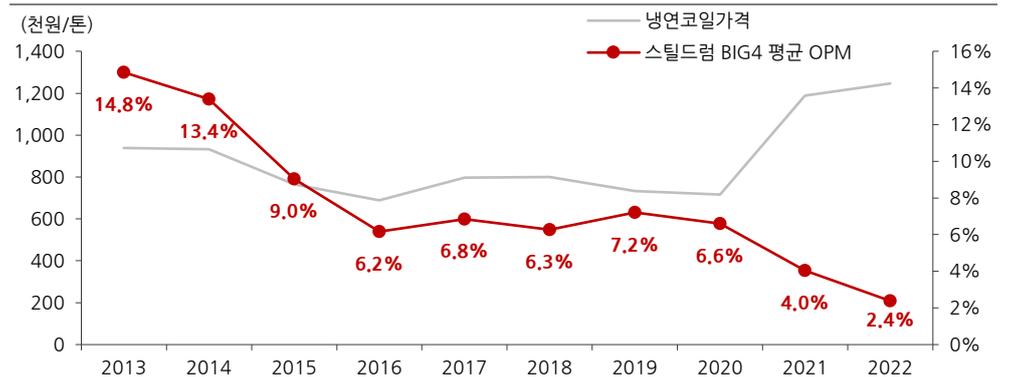
자료: 엠투엔, 한국R협의회 기업리서치센터

스틸드럼업체별 매출액 추이



자료: 업체별 사업보고서, 한국R협의회 기업리서치센터

냉연코일가격 vs 스틸드럼 BIG4업체 평균 영업이익률 추이

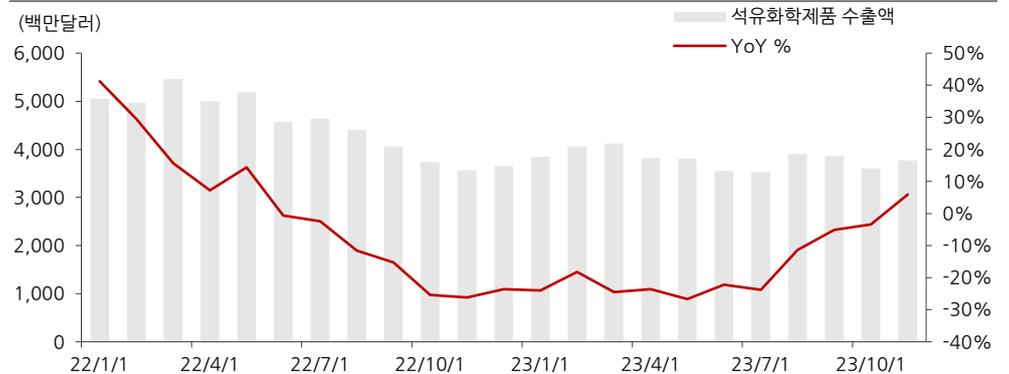


자료: 업체별 사업보고서, 한국R협의회 기업리서치센터

**11월 석유화학제품 수출액은
18개월만에 플러스 전환,
국제유가 약세로 불확실성 지속**

산업통상자원부에 따르면 11월 석유화학제품 수출액은 17개월 연속 마이너스 수출에서 벗어나 18개월만에 플러스로 전환하였다. 11월 누적 수출액은 419억달러로 전년동기대비 17.3%나 감소하였다. 국제유가는 2023년 3분기 누적 77달러/bbl로 전년동기(98달러)대비 -21.4% 하락했으며, 12월 중순 들어 배럴당 70달러가 붕괴되는 등 6개월래 최저치로 약세를 보이고 있어 향후 플러스 수출 기조가 이어질지는 미지수이다.

국내 석유화학제품 월별 수출액 추이



자료: 산업통상자원부, 한국IR협의회 기업리서치센터

자동차용 공조시장 현황

자동차용 공조부품 공급처는 한온시스템 및 두원공조

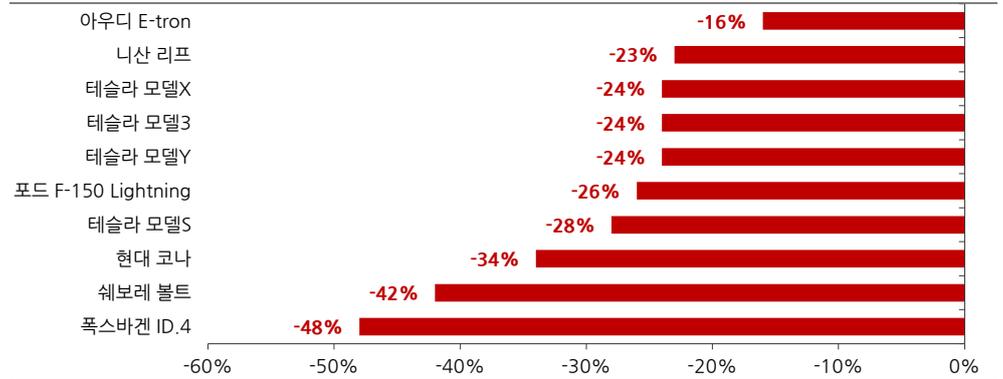
자동차용 공조부품은 동사의 경우 국내 완성차업체 기준 2차 협력사이며, 자동차업체의 공조부품 1차협력사인 (주)한온시스템, (주)두원공조 등에 공급하고 있다. 전장사업부의 공조부품은 고객사의 모듈과 기능이 완성차별로 모두 다르고, 개발 이후 부품 공급이 통상 5~10년간 지속적으로 이루어지는 만큼 안정적인 공급선으로 확보하는 것이 매우 중요하다.

글로벌 전기차시장 확대로 배터리 효율 유지를 위해 히트펌프 등 열관리시스템 중요성 부각 전망

최근 글로벌 전기차 확대 및 자율주행 등 기술개발로 자동차 공조시스템에도 많은 변화가 요구되고 있다. 최근 전기차 항속거리가 기존 2세대의 300km를 넘어 3세대에서는 500km를 상회하는 만큼 이러한 추세에 가장 중요한 기술이 전기자동차의 배터리 효율을 증가시키는 열관리(Heat Pump System) 공조시스템이다. 최근 미국에서 1만대의 전기차를 대상으로 영하의 온도에서 전기차 주행거리를 확인한 결과 겨울철에 평시대비 평균 주행거리가 30% 가까이 감소하는 것으로 나타났다. 주행거리가 감소하는 이유는 낮은 온도에서는 배터리내 전해질이 굳어져 에너지를 방출하는 화학적, 물리적 반응이 저하되기 때문이다. 이러한 현상은 같은 조건에서 핸드폰에서도 나타나는 흔한 현상이다. 또한 겨울철에는 차량 내부 난방도 고전압 배터리에서 에너지를 끌어와 사용하는 만큼 주행거리는 더욱 줄어들 수밖에 없을 것이다.

주목할 만한 점은 겨울철 주행거리 손실률이 가장 낮은 전기차는 아우디 E-Tron(2021~2022년식)으로 16%이었으며, 이는 E-Tron 모터에서 낭비되는 열을 변환시켜 최대 3KW의 전기를 회수할 수 있는 히트펌프기능을 갖춘 최초의 전기차모델이기 때문이다. 아우디 E-Tron에 이어 테슬라의 Model 3, Model Y, Model X는 평균 손실률이 24%로 양호하였는데, 테슬라도 2021년부터 Heat Pump를 장착하고 있기 때문이다. 자동차시장의 전장화가 진행될수록 열관리시스템(HVAC)의 수요가 증가할 수밖에 없다.

주요 전기차별 겨울철 주행거리 감소율



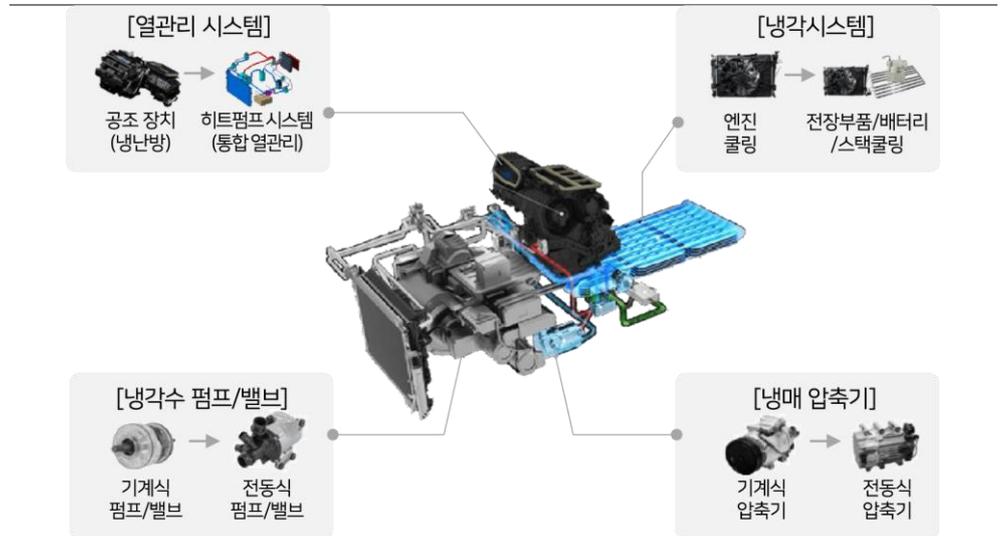
자료: Recurrent, 한국IR협의회 기업리서치센터

차량용 공조시스템 변화

구분	내연기관	전기차(BEV)
엔진냉각	수냉식 라디에이터	냉각 라이에이터
실내난방	엔진 폐열 이용	고전압 PTC 히터, 히트펌프시스템
실내냉방	냉매 이용 기계식 컴프레셔	냉매 이용 전동식 컴프레셔
배터리		히트펌프시스템
자율주행 컴퓨터		히트펌프시스템

자료: 엠투엔, 한국IR협의회 기업리서치센터

전기차 열관리시스템



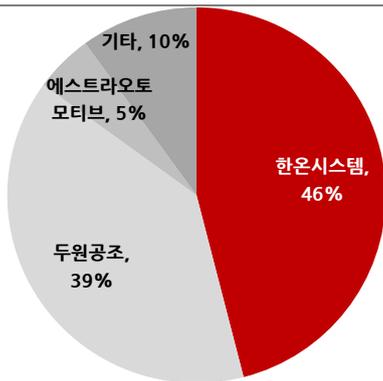
자료: 엠투엔, 한국IR협의회 기업리서치센터

자동차용 공조시장 M/S(2022): 국내 자동차용 공조제품시장은 자동차 시장이 현대/기아, 한국GM, 르노삼성 및 쌍용차 등으로 분류되어 국내 1위 업체인 한온시스템은 현대차, 2위업체인 두원공조는 기아차, 에스트라오토모티브시스템(舊 한국델파이)는 한국GM에 주로 공급하는 등 완성차업체별로 주력으로 공급하는 공조업체가 있다.

한온시스템 46%, 두원공조 39%, 에스트라오토모티브 5%, 기타 10% 차지 국내 자동차 공조시장 시장점유율은 한온시스템 46%, 두원공조 39%, 에스트라오토모티브시스템 5% 등 3개업체가 전체의 90%를 차지하고 있으며, 기타업체가 나머지 10%를 차지하고 있다.

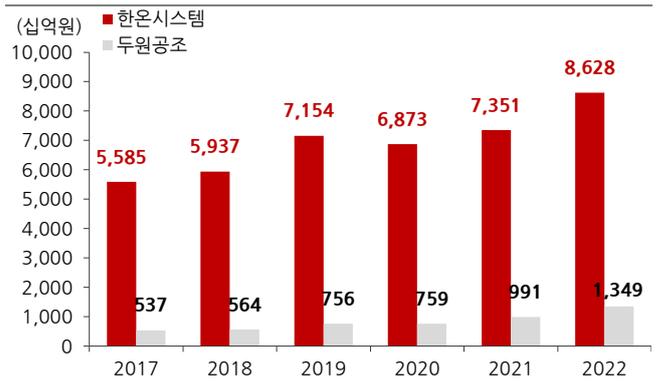
글로벌 공조시장 주요 업체는 일본 Denso(1위), 한온시스템(2위) 등 상위 5개사가 전체 59% 차지 글로벌 시장의 자동차 공조시장 주요 업체로는 일본의 Denso가 1위이며, 동사가 주력으로 공급하는 국내 한온시스템이 2위이며, 독일 MAHLE, 프랑스 VALEO, 미국 BorgWarner 등 5개사가 글로벌 시장의 59%를 차지하고 있다. 글로벌 1위기업인 Denso의 매출액은 2019년 5.2조원에서 2022년 6.4조원으로 최근 3개년 CAGR 7.5%를 기록하였으며, 글로벌 시장 2위인 한온시스템의 매출액은 2017년 5,637억원에서 2022년 8,628억원으로 최근 5개년 CAGR 9.1%로 고성장세를 기록하였다. 동기간 국내 2위업체인 두원공조의 매출액은 2017년 5,370억원에서 2022년 1,350억원으로 CAGR 20.2%로 가파른 성장세를 기록하였다.

국내 자동차 공조시장 M/S(2022년)



자료: 한온시스템, 한국IR협의회 기업리서치센터

공조업체 매출액: 한온시스템 CAGR 9.1%, 두원공조 CAGR 20.2%



자료: 업체별 사업보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 스틸드럼사업은 4년만에 턱어라운드 예상

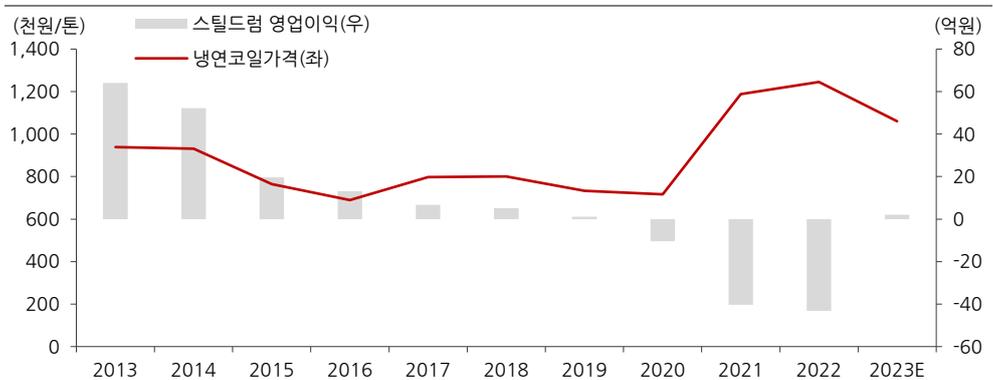
2022년 손실충당금 반영 및
냉연가격 하락 안정으로
2023년 스틸드럼사업 턱어라운드
예상

2023년 스틸드럼사업부는 4년만에 영업이익 기준 턱어라운드가 기대된다.
최근 3년간 스틸드럼사업 매출액을 보면 2020년 214억원, 2021년 276억원, 2022년 285억원으로 매년 증가세를 보였으나, 동기간 글로벌 인플레이션과 공급망 차질로 스틸드럼의 원소재인 냉연코일가격이 급등하면서 2020~2022년 동사는 3개년 연속 영업적자를 시현하였다. 특히 2022년 실적에는 장기계약 조건으로 2024년 상반기까지 발생할 비용을 손실충당금으로 先반영하여 영업적자를 43억원 인식하였다.

냉연가격은 2Q22 톤당 137만원
정점 이후 작년 하반기부터 하락
안정되며, 최근 100만원 붕괴

최근 3개년간의 영업적자는 냉연가격이 급등한 영향이 가장 크다고 판단된다. 스틸드럼사업은 매출규모가 수백 억원에서 1,000억원 미만 중소기업이 영위하는 만큼 대기업인 석유화학업종의 침체 국면에 원가상승을 명분으로 가격을 전가하는데 한계가 있으며, 특히 원가 급등시기에는 마진이 위축될 수밖에 없는 구조이기 때문이다. 따라서 냉연가격 상승시기에는 수익성이 위축되고, 냉연가격이 하락 안정될 때 수익성이 호전되는 패턴이 이어져왔다. 냉연코일 국내 유통가격은 2020년 톤당 71.6만원에서 2021년 119만원, 2022년 에는 2월 러시아의 우크라이나 침공 이후 2분기 중 톤당 137만원까지 급등한 이후 하반기부터 하락하여 최근에는 99만원으로 톤당 100만원선이 붕괴되며 하락 안정세를 보이고 있다.

냉연코일가격 vs 스틸드럼사업 영업이익 추이



자료: 엠투엔, 한국R협회의 기업리서치센터

2 신성장동력으로 기대되는 전장사업

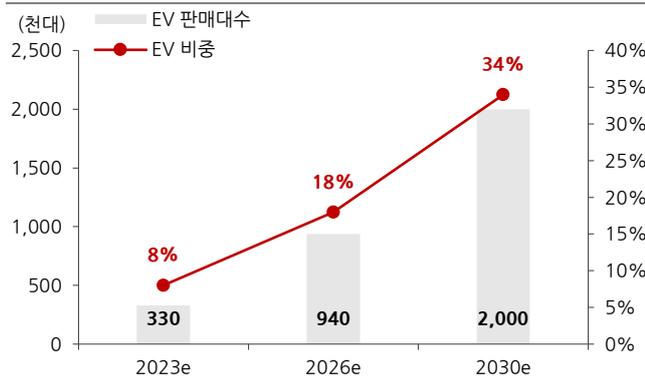
전장사업은 엠투엔-
한온시스템/두원공조-현대기아차
밸류체인으로 동반성장 전망

동사의 전장사업은 글로벌 자동차시장의 전기차 확대 트렌드에 동반 성장하며 외형뿐만 아니라 수익성도 견인할 것으로 전망된다. 전장사업부는 2023년 3분기 누적 매출액 326억원으로 매출비중이 55.9%로 기존 주력사업인 스틸드럼 매출비중을 넘어섰으며, 동기간 전장부문 영업이익은 34억원을 기록, 영업이익률 10.4%로 동사의 이익 기여비중 100%를 차지하였다. 동사의 자동차용 공조제품 주력 납품업체는 현대차의 공조부문 1차 협력사인 한온시스템과 기아차의 1차 협력업체인 두원공조로 향후 동사의 성장성은 이들 업체와 동행성을 보일 전망이다.

한온시스템은 2030년 매출액 16조원으로 7년간 CAGR 7.7%, 현대차 전기차 판매량은 2023년 33만대에서 2030년 200만대로 향후 7년간 CAGR 29.4% 전망

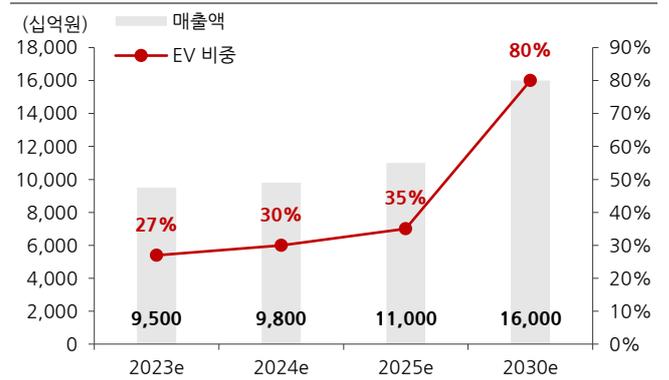
한온시스템은 국내 1위 자동차용 공조업체이자, 일본 Denso에 이어 글로벌 2위기업으로 현대차의 공조 부문 1차 협력업체이다. 한온시스템 매출액은 2017년 5.6조원에서 2022년 8.6조원으로 5개년 연평균 9.1% 성장했으며, 회사측에서는 3분기 컨퍼런스콜을 통해 2023년 매출액은 9.5조원에서 2030년에는 16조원으로 향후 7년간 연평균 7.7% 외형 성장세를 보일 것으로 전망하고 있다. 현대차의 전기차 판매계획을 보면 2023년 33만대에서 2026년 94만대, 2030년 200만대로 향후 7년간 연평균 29.4% 고성장세를 보일 전망이다. 동기간 전기차비중은 2023년 8%에서 2026년 18%, 2030년 34%까지 상승할 것으로 전망하고 있다

현대차 전기차 판매 계획



자료: 현대차 IR자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

한온시스템 매출액 & 전기차 비중 전망



자료: 한온시스템, 한국IR협의회 기업리서치센터

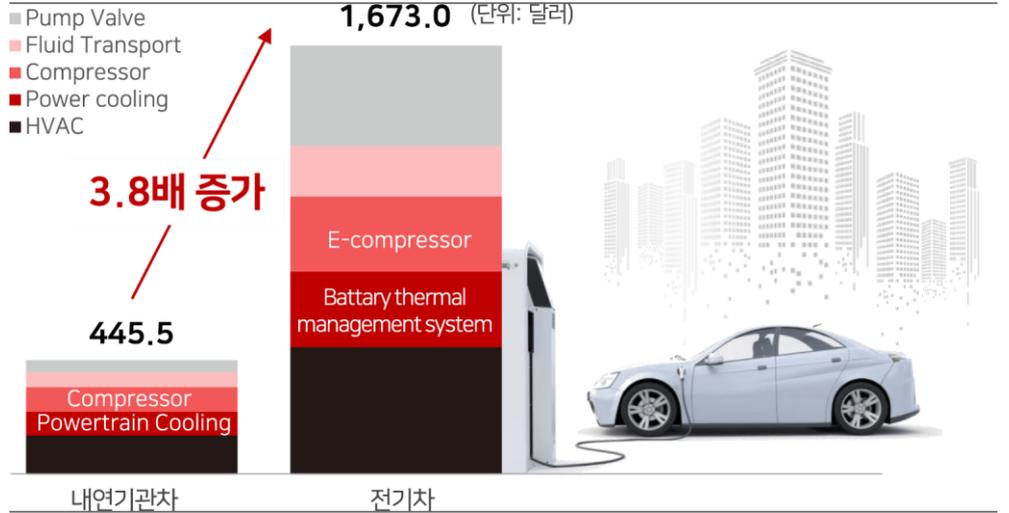
향후 전장사업부의 성장성을 주도할 주요 투자포인트로 주목할 사항은 아래와 같다.

EV확대로 공조시스템의 Q & P 동반성장

전기차에는 내연기관차보다 공조시스템 부품개수 증가, 전기차 공조부품가격은 내연기관 대비 3.8배 고가에 형성

전기차에는 기존 내연기관 자동차에 비해 배터리의 성능 유지 및 안전성을 위해 공조부문 부품 수요가 더 많다. 실내 난방에 내연기관 자동차가 엔진폐열을 이용하지만, 엔진이 없는 전기차는 고전압 PTC 히터와 Heat Pump System이 필요하다. 실내 냉방에는 내연기관 자동차가 냉매를 이용한 기계식 컴프레서를 이용하는 반면 전기차는 냉매를 이용한 전동식 컴프레서가 필요하다. 내연기관차에는 없는 배터리와 자율주행 컴퓨터 등에도 Heat Pump System이 적용되어야 한다. 또한 전기차는 공조부품의 고기술력이 요구되는 만큼 공조장치 판매단가가 내연기관 자동차에 비해 약 3.8배나 높다. 한온시스템에 따르면 배터리 HVAC(열관리시스템), 냉매, 컴프레서, 펌프밸브 등 공조장치 가격은 내연기관 자동차의 경우 445달러이나, 전기차 공조장치는 1,673달러로 3.8배에 달한다고 한다.

내연기관차 vs 전기차 공조장치 가격비교



PT센서 적용모델 및 수량 확대

동사가 국내에서 유일하게 개발한 PT센서는 향후 신규 적용차종 및 적용수량, 납품업체 확대 전망

PT(Pressure Temperature) Sensor는 전기차의 압력과 온도를 측정하여 전자제어장치(ECU)로 전달하는 중요한 핵심부품이다. PT센서는 동사가 국내 유일하게 국산화한 제품으로 2018년 2월 개발에 착수, 2020년 7월 개발 완료 되어 현재 국산BEV에 적용 중이다. 동사는 현재 BEV 4종에 PHEV(플러그인하이브리드) 5종 등 총 9종 차량에 부품을 공급하고 있으나, 추가로 8개 전기차종에 적용확대를 계획 중이다.

전기차종 확대에 이어 대당 PT센서 적용개수도 증가할 전망이다. 현재는 BEV 대당 배터리 열관리용 1개, 냉매고압배관 1개 등 대당 2개가 적용되고 있으나, 향후에는 배터리, 냉매고압배관에 이어 인포테인먼트까지 대당 3~5개로 늘어날 전망이다. 또한 추가 고객사도 확대할 전망인데, 현재는 동사가 주력으로 공급하는 공조업체 중 한곳으로만 BEV, PHEV 모델에 공급 중이고, 한 곳으로는 PHEV 모델에만 공급 중이나, 나머지 업체로도 BEV 모델에 추가 적용을 계획 중으로 테스트가 진행되고 있으며, 2024년에는 납품에 착수할 전망이다.



실적 추이 및 전망

1 2023년 3분기 실적 분석

**1Q23 (주)신한전기를 합병 및
전장사업 추가로 3Q23 누적
매출액은 584억원으로
YoY +163.7% 급증**

2023년 3분기 누적 매출액은 584억원으로 전년동기대비 163.7% 급증하였고, 영업이익은 31억원으로 흑자전환에 성공하였다. 당사는 2023년 2월 전장사업을 영위하는 (주)신한전기 지분을 100% 인수하고, 4월에 합병을 완료하면서 전장사업부를 신규사업부문으로 추가하였으며, 1분기부터 실적에 반영되면서 외형 증가 및 영업이익의 턴어라운드를 견인하였다. 3분기 누적 기준 부문별 매출액을 보면 기존사업인 스틸드럼 매출액은 257억원으로 전년동기대비 16.2% 증가하며 매출비중 44.1%를 차지하였고, 신규로 추가된 전장사업부 매출액은 326억원으로 매출비중 55.9%를 차지하였다.

**스틸드럼사업은 외형 증가 및
냉연가격 하락, 전년말 손실충당금
설정으로 턴어라운드에 성공**

부문별 영업이익을 보면 스틸드럼 부문은 전년동기 9억원 적자에서 BEP(530만원)로 흑자전환하였다.

당사는 2022년 실적에 장기계약 조건으로 2024년 상반기까지 발생할 비용을 손실충당금으로 약 27억원 先반영하였으며, 이는 스틸드럼사업의 2023년 흑자전환에 주요한 것으로 판단된다.

분기별 스틸드럼 매출액을 보면 1분기 79억원에서 2분기 85억원, 3분기 93억원으로 외형이 증가한 가운데 원소재인 냉연코일가격이 하락하면서 2분기부터 연속 흑자를 기록하였다. 국내 냉연코일 유통가격은 전년동기 톤당 128만원에서 올해 3분기 누적 108만원으로 20만원 하락하였다. 다만 스틸드럼 영업이익 규모는 2분기 1.7억원, 3분기 0.6억원으로 실적기여비중은 미미하다. 스틸드럼 부문 분기별 영업이익률은 1분기 -2.8%에서 2분기 2.0%, 3분기 0.6%를 기록하였다.

**3Q23 누적 전장사업 영업이익은
34억원으로 이익기여 100% 차지**

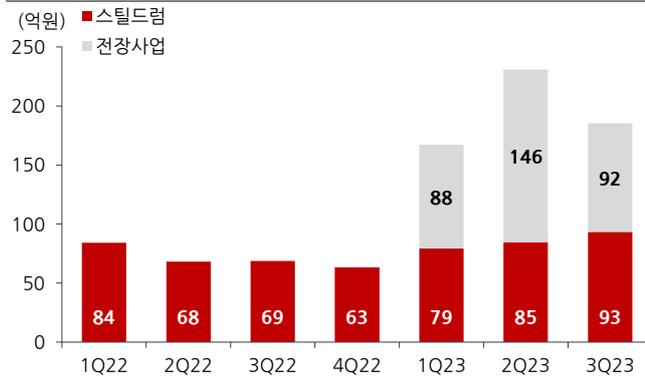
전장사업의 3분기 누적 영업이익은 34억원으로 영업이익률은 10.4%를 기록하였으며, 전체 영업이익 기여비중은 100%를 차지하였다. 전장사업부문의 분기별 영업이익은 1분기 9억원, 2분기 12억원, 3분기 13억원을 기록하여 영업이익률은 1분기 10.4%, 2분기 8.4%, 3분기 14.0%를 기록하였다.

**1Q23 신한전기 염가매수차익
45억원 반영, 세전이익 흑자전환**

2023년 3분기 누적 세전이익은 49억원으로 전년동기(57억원 적자)대비 흑자 전환하였으며, 이는 1분기 실적에 (주)신한전기에 대한 염가매수차익이 약 45억원 계상되면서 일시적 이익이 발생하였기 때문이다.

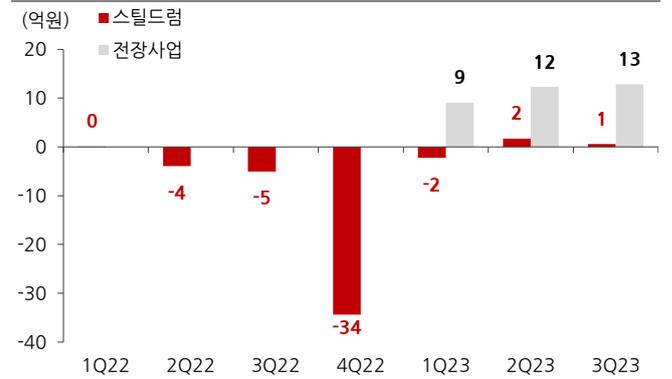
3분기 누적 당기순이익은 35억원으로 전년동기대비 흑자 전환하였으며, 순이익률은 6.1%를 기록하였다.

사업부문별 매출액 추이



자료: 엠투엔, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 영업이익 추이



자료: 엠투엔, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023~2024년 실적 전망

스틸드럼 실적 개선 및 전장사업 신규 추가로 2023년 매출액은 YoY +182.4% 증가, 영업이익은 37억원으로 흑자전환 전망

2023년 연간 매출액은 804억원으로 전년대비 182.4% 증가하고, 영업이익은 37억원으로 흑자전환할 전망이다. 사업부문별 매출비중은 스틸드럼 42%, 전장사업 58%로 전망된다.

스틸드럼 매출액은 337억원으로 전년대비 18.5% 증가할 전망이며, 신규로 추가된 전장사업부 매출액은 466억원으로 기존 주력사업인 스틸드럼사업 부문 매출액을 상회, 동사의 주력사업으로 부상할 전망이다.

연간 부문별 영업이익은 스틸드럼 2억원, 전장사업 39억원, 기타 -5억원으로 스틸드럼 부문은 전년도 -43억원 적자에서 턴어라운드할 전망이며, 전장사업부가 전체 이익의 100%를 기여할 것으로 전망된다.

2024년 매출액 853억원으로 전년대비 6.2% 증가, 영업이익은 42억원으로 13.6% 증가할 전망

2024년 매출액은 853억원으로 전년대비 6.2% 증가하고, 영업이익은 42억원으로 13.6% 증가할 전망이다.

사업부문별로는 스틸드럼 매출액이 348억원으로 전년대비 3.2% 증가할 전망이며, 전장사업부 매출액은 505억원으로 8.3% 증가할 전망이다. 사업부문별 매출비중은 스틸드럼 41%, 전장사업 59%로 전망된다. 부문별 영업이익은 스틸드럼 4억원(OPM 1.1%), 전장사업 42억원(OPM 8.3%), 기타 -4억원으로 전망된다.

2024년 순이익은 12억원으로 전년대비 70.7% 감소할 전망인데, 이는 2023년 1분기 중 (주)신한전기에 대한 염가 매수차익으로 일회성 이익 45억 발생에 따른 기저효과이다.

스틸드럼 부문에서 기대되는 점은 1)전방 석유화학업종 가동률 상승 및 수출 증가세, 2)냉연가격 하향 안정세, 3)2024년 하반기 스틸드럼 장기계약 갱신에 따른 단가인상 등이며, 전장사업 부문에서 기대되는 점은 1)PT센서 적용차량 확대 및 적용개수 증가에 따른 제품 판매량 증가, 2)국내 메이저 공조업체와 공동개발중인 신제품 개발 완료에 따른 매출 증가, 3)국내 신규 고객사 적용 확대 및 해외 고객사 다변화 등이다.

실적 전망

(단위: 억원, %)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	351	276	285	804	853
스틸드럼	214	276	285	337	348
전장사업	-	-	-	466	505
영업이익	-19	-46	-48	37	42
영업이익률	-5.4	-16.6	-17.0	4.6	5.0
순이익	-64	-583	53	39	12
순이익률	-18.2	-211.2	18.6	4.9	1.4
매출증가율	-24.4	-21.3	2.9	182.4	6.2
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	13.6
순이익증가율	적전	적지	흑전	-28.2	-70.7

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터



Valuation

**現주가는 PBR 1.1배 수준,
비교대상 Peer는 자동차 전장관련
부품업체**

現주가는 2023년 추정실적대비 PER 37.8배, PBR 1.1배에 거래되고 있으며, 2024년 추정실적대비로는 PER 129.0배, PBR 1.1배 수준이다. 연초대비 주가는 24.7% 하락하여 동기간 23.5% 상승한 코스닥지수대비 48.2%p 수익률을 하회하였다.

동사의 주력사업인 스틸드럼업종에서는 동종사가 대부분 비상장업체로 밸류에이션 비교대상 업체가 존재하지 않으며, 동사가 올해 1월 신규사업으로 추가한 전장사업부문은 2023년 매출비중 58%, 이익기여비중 100%로 동사의 주력사업부문으로 부상한 만큼 국내 증시에 상장된 전장부문 동종업체와 밸류에이션을 비교하는 것이 타당해 보인다. 동사의 전장부품사업은 자동차용 공조부문 국내 1, 2위 업체인 한온시스템과 두원공조로 납품되어 최종적으로 현대, 기아차 등 완성차업체로 납품되는 만큼 완성차업체 및 공조업체와 성장성을 공유할 것으로 전망되기 때문이다.

**동사의 PBR은 주력 고객사인
한온시스템대비 저평가이나,
4개사 평균대비로는 고평가 수준**

전장부문 Peer로는 동사의 주력 납품처인 한온시스템, 현대모비스, HL만도, 현대위아, 에스엘 등 5개업체가 있다. 전장부문 Peer 5개사와 밸류에이션을 비교해 보면 동사의 PBR(1.1배)는 동사의 주력 납품처인 한온시스템의 1.6배 대비로는 저평가되어 있으나, 현대모비스/현대위아/HL만도/에스엘 등 4개사 평균 PBR(0.6배)대비로는 고평가 수준이다. Peer 그룹의 2024년 ROE 수준을 비교해 보면 동사는 0.8%로 낮은 반면 Peer 5개사 평균 ROE는 10.5%로 동사에 비해 높은 수준이다. 전장부문 Peer와 연초대비 주가수익률을 보면 동사의 수익률이 -24.7%로 가장 부진한 흐름을 보였다.

바이오사업 기대감이 주가에 반영

동사의 밸류에이션 수준이 전장업체대비 다소 높게 형성된 이유로는 동사의 바이오사업에 대한 시장 기대감이 반영되어 있는 것으로 판단된다. 동사의 바이오사업은 전임상 후기단계 신약후보물질을 인수하여 신약개발 및 임상 1~2상 완료 후 License Out하는 방식으로 2~3년내 수익실현을 목표로 한다.

**신라젠은 2021년 지분 인수 이후
지분가치 2배 상승, 지분가치는
1,215억원으로 장부가액(461억원)
대비 2.6배 높은 수준**

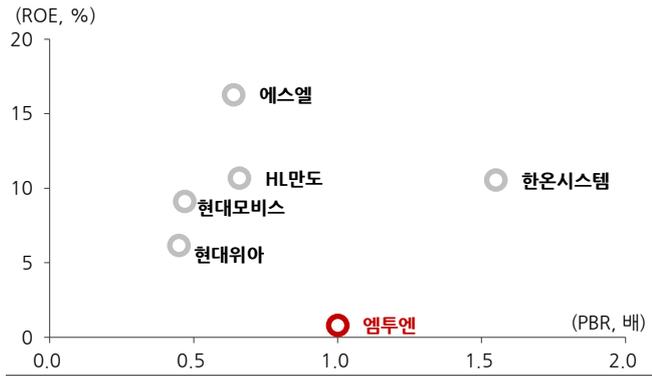
특히 동사는 2021년 600억원에 신라젠을 인수하여 지분을 18.23%를 확보, 관계기업으로 추가하였으며, 신라젠은 현재 신장암치료제로 펙사벵 임상 2상을 미국, 한국, 호주 등에서 진행 중이며, 신약후보물질로 SJ-600(고형암), BAL0891(고형암) 등에 임상을 진행 중이다. 최근 1개월간 신라젠 주가는 40% 이상 급등세를 보였는데 이는 신라젠의 항암바이러스 펙사벵과 미국 리제네론의 면역관문 억제제 '리브타요'의 병용요법에서 유효성을 입증했다는 소식이 주가에 반영되었기 때문이다.

동사는 2021년 신라젠 주식을 주당 3,200원에 1,875만주 인수했으며, 현재 주가는 6,480원으로 인수가격대비 두 배나 상승하여 동사의 지분가치는 1,215억원으로 증가하였다. 이는 동사의 2023년 3분기말 신라젠 장부가액 461억원대비 2.6배 이상 높은 수준이며, 동사의 시가총액(1,405억원)대비 87%에 달한다.

리드코프는 연평균 300~400억원 순이익 기록, 지분법이익 기여

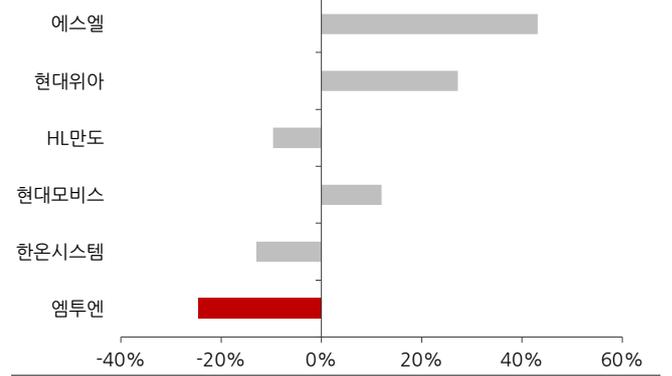
리드코프의 안정적인 실적도 지분법이익에 기여할 전망이다. 리드코프는 동사가 2008년 지분(16.32%)을 인수, 관계기업으로 편입하였으며, 2023년 3분기말 장부가액은 737억원으로 매년 지분법이익에 기여도가 가장 큰 기업이다. 리드코프의 최근 3개년 당기순이익은 2020년 459억원, 2021년 399억원, 2022년 320억원을 기록하여 매년 연간 50~60억원대의 지분법이익에 기여하였다.

전장부문 Peer ROE-PBR 비교



자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터

전장부문 Peer 연초대비 주가수익률 비교



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Peer Valuation

(단위: 억원, 배, %)

		엠투엔	한온시스템	현대모비스	HL 만도	현대위아	에스엘
시가총액		1,406	37,526	208,851	17,186	16,943	15,258
자산총계	2021	1,978	82,337	514,825	57,044	77,495	25,675
	2022	1,851	90,988	554,067	58,458	75,465	29,316
	2023E	1,905	91,880	597,507	63,706	73,687	32,776
	2024E	1,933	93,360	643,482	67,064	76,500	36,362
자본총계(지배)	2021	1,373	23,432	352,730	19,545	32,500	15,018
	2022	1,377	22,360	377,992	21,574	33,191	16,346
	2023E	1,416	23,434	407,534	22,665	33,776	19,181
	2024E	1,428	24,139	442,510	25,014	35,829	22,196
매출액	2021	276	73,514	417,022	61,474	75,277	30,011
	2022	285	86,277	519,063	75,162	82,076	41,745
	2023E	804	95,318	599,217	84,898	87,806	49,486
	2024E	853	99,064	648,655	91,331	92,769	53,188
영업이익	2021	-46	3,258	20,401	2,323	1,027	1,105
	2022	-48	2,566	20,265	2,481	2,121	1,979
	2023E	37	3,058	24,770	3,261	2,571	4,040
	2024E	42	4,154	29,684	3,951	3,135	4,309
영업이익률	2021	-16.6	4.4	4.9	3.8	1.4	3.7
	2022	-17.0	3.0	3.9	3.3	2.6	4.7
	2023E	4.6	3.2	4.1	3.8	2.9	8.2
	2024E	5.0	4.2	4.6	4.3	3.4	8.1
당기순이익(지배)	2021	-583	3,085	23,523	1,671	623	965
	2022	53	204	24,853	983	654	1,547
	2023E	39	1,625	35,625	1,805	969	3,145
	2024E	12	2,505	38,711	2,543	2,136	3,364
PER	2021	-6.7	23.3	10.3	17.8	34.9	15.6
	2022	35.4	211.3	7.6	19.3	20.6	7.0
	2023E	37.8	23.0	6.0	9.2	17.1	4.6
	2024E	129.0	14.9	5.5	6.5	7.7	4.3
PBR	2021	3.5	3.1	0.7	1.5	0.7	1.0
	2022	1.4	1.9	0.5	0.9	0.4	0.7
	2023E	1.1	1.6	0.5	0.7	0.5	0.7
	2024E	1.1	1.6	0.5	0.7	0.5	0.6
ROE(지배)	2021	-58.6	13.8	6.9	9.3	2.0	6.6
	2022	3.8	0.9	6.8	4.8	2.0	9.9
	2023E	2.8	7.1	9.1	8.2	2.9	17.7
	2024E	0.8	10.5	9.1	10.7	6.1	16.3
현금배당수익률	2021	0.0	2.7	1.6	1.3	0.9	1.6
	2022	0.0	4.5	2.0	1.2	1.4	2.6
	2023E	0.0	4.9	2.1	1.9	1.3	2.2
	2024E	0.0	5.0	2.2	2.4	1.4	2.5

자료: Fnguide, REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

1 석유화학업종 침체에 따른 스틸드럼사업 회복 지연

국제유가 6개월 최저치로 하락,
석유화학업종 수출부진으로
스틸드럼사업 회복 지연 우려

동사의 스틸드럼사업은 전방인 석유화학업종의 가동률과 수급에 좌우되는 만큼 석유화학업종에 영향을 주는 국제유가의 최근 약세는 리스크 요인이다.

산업통상자원부가 발표한 11월 수출입통계에 따르면 석유화학제품은 2022년 6월 이후 이어진 17개월간의 장기 마이너스 수출에서 벗어나 18개월만에 플러스로 전환하였으나, 11월 누적 수출액으로 보면 419억달러로 전년동기 대비 17.3%나 감소하였다. 10월 누적 석유화학제품 수출물량은 3,030만톤으로 전년동기대비 2.4% 감소에 그쳤으나, 국제유가 하락으로 석유화학제품 수출단가는 1,257달러로 전년동기(1,515달러)대비 17.1% 하락하며 수출액 감소를 야기하였다. 국제유가(WTI)는 2023년 3분기 누적 배럴당 77달러로 전년동기(98달러)대비 -21.4% 하락하였으며, 12월 12일 현재 배럴당 70달러가 붕괴(68.6달러)되며 약세를 보이고 있어 향후 플러스 수출 기조가 이어질지는 미지수이다.

2 RCPS & CB 관련

RCPS 100억원 보유, 만기는
2026년 4월로 보통주 전환시에는
주식 희석 발생

동사는 2023년 4월 상환전환우선주(RCPS)를 100억원(주식수 203.6만주, 주당 발행가액 4,910원) 발행하였다. 인수자는 (주)신한전기의 구주주 3인이다. 만기일은 2026년 4월 20일로 만기일 도래時 보통주로 전환하는 조건이다. 주식전환청구가 가능한 청구기간은 2024년 4월 20일부터 2026년 4월 20일까지이다.

상환전환우선주는 발행 후 재무제표상 부채로 기록되나, 향후 보통주로 전환시에는 부채가 없어지고 자본이 증가하게 된다. 향후 동사가 발행한 RCPS 전량이 보통주로 전환되게 되면 기존 주주측면에서는 발행주식수(4,034만주)의 5.0%에 해당하는 주식가치 희석이 발생할 수 있다.

동사는 2021년 4월 300억원의 제14회 무기명식 이권부 무보증 사모전환사채(CB)를 발행하였다. 만기일은 2024년 4월 23일로 2022년 4월 23일부터 전환권행사기간이 도래하였다. 동 전환사채는 사채권자의 조기상환청구권이 세차레(2022년 4월 185억원, 2023년 1월 55억원, 2023년 7월 30억원) 행사되어 현재 잔여 전환사채는 30억원(342,261주)에 불과하여 주가에 오버행 이슈는 아니다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	351	276	285	804	853
증가율(%)	-24.4	-21.3	2.9	182.4	6.2
매출원가	321	289	307	708	751
매출원가율(%)	91.5	104.7	107.7	88.1	88.0
매출총이익	31	-13	-23	95	102
매출이익률(%)	8.7	-4.6	-8.1	11.8	12.0
판매관리비	50	33	25	58	60
판매비율(%)	14.2	12.0	8.8	7.2	7.0
EBITDA	-5	-34	-34	86	85
EBITDA 이익률(%)	-1.5	-12.2	-11.8	10.7	9.9
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	-1.6
영업이익	-19	-46	-48	37	42
영업이익률(%)	-5.4	-16.6	-17.0	4.6	5.0
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	13.6
영업외손익	-137	-123	-104	65	14
금융수익	5	6	55	23	24
금융비용	46	130	75	32	18
기타영업외손익	-97	0	-84	73	7
종속/관계기업관련손익	70	-486	263	-35	-30
세전계속사업이익	-87	-655	110	67	26
증가율(%)	적전	적지	흑전	-45.3	-78.2
법인세비용	-10	-83	44	14	0
계속사업이익	-76	-572	66	53	26
중단사업이익	0	-9	-15	-15	-15
당기순이익	-76	-581	52	38	11
당기순이익률(%)	-21.7	-210.3	18.1	4.8	1.3
증가율(%)	적전	적지	흑전	-25.6	-70.2
지배주주지분 순이익	-64	-583	53	39	12

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	9	-14	-17	213	73
당기순이익	-76	-581	52	38	11
유형자산 상각비	13	12	15	49	42
무형자산 상각비	1	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-1	-21	-27	91	-11
기타	72	576	-57	35	31
투자활동으로인한현금흐름	-181	-1,260	290	-284	-76
투자자산의 감소(증가)	-58	-909	-5	-6	-68
유형자산의 감소	3	8	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15	-5	-4	-275	-5
기타	-111	-354	297	-3	-3
재무활동으로인한현금흐름	206	1,264	-213	-60	3
차입금의 증가(감소)	38	-88	-16	20	3
사채의증가(감소)	129	292	-197	-80	0
자본의 증가	20	1,060	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	19	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	13	-40	80	0
현금의증가(감소)	32	4	21	-51	-1
기초현금	56	88	91	112	61
기말현금	88	91	112	61	61

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	253	705	502	359	386
현금성자산	88	91	112	61	61
단기투자자산	30	461	140	63	67
매출채권	101	95	37	129	137
재고자산	28	47	53	105	112
기타유동자산	6	10	160	0	10
비유동자산	951	1,274	1,349	1,546	1,547
유형자산	129	118	71	297	260
무형자산	5	9	9	9	9
투자자산	775	1,101	1,266	1,238	1,275
기타비유동자산	42	46	3	2	3
자산총계	1,204	1,978	1,851	1,905	1,933
유동부채	453	542	391	324	332
단기차입금	256	166	150	140	140
매입채무	52	49	14	92	98
기타유동부채	145	327	227	92	94
비유동부채	102	24	46	129	137
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	9	9	0	0	0
기타비유동부채	93	15	46	129	137
부채총계	555	566	437	453	469
지배주주지분	615	1,373	1,377	1,416	1,428
자본금	111	202	202	202	202
자본잉여금	294	1,527	1,492	1,492	1,492
자본조정 등	-169	-169	-169	-169	-169
기타포괄이익누계액	19	36	29	29	29
이익잉여금	360	-222	-176	-137	-125
자본총계	649	1,413	1,414	1,452	1,464

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	N/A	N/A	35.4	37.8	129.0
P/B(배)	5.4	3.5	1.4	1.1	1.1
P/S(배)	9.4	14.1	6.6	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	18.3	18.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	-221	-1,751	130	94	27
BPS(원)	2,118	3,404	3,414	3,342	3,369
SPS(원)	1,218	831	705	1,924	2,013
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	-10.9	-58.6	3.8	2.8	0.8
ROA	-6.9	-36.5	2.7	2.0	0.6
ROIC	-10.8	-54.6	4.4	28.9	11.2
안정성(%)					
유동비율	55.8	130.1	128.6	110.9	116.3
부채비율	85.6	40.1	30.9	31.2	32.0
순차입금비율	43.8	-5.3	2.8	7.4	7.4
이자보상배율	-1.4	-1.2	-1.7	1.9	2.4
활동성(%)					
총자산회전율	0.3	0.2	0.1	0.4	0.4
매출채권회전율	3.7	2.8	4.3	9.7	6.4
재고자산회전율	11.1	7.4	5.7	10.2	7.9

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국에탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 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 중소형 기업 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 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 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한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.