기업분석 | Mid-Small Cap

2020년 8월 12일

서호전기 (065710)

항만크레인 무인화: 최대 수주잔고

Analyst
정홍식
02 3779 8897
hsjeong@ebestsec.co.kr

NR

목표주가	NR
현재주가	21,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (8/11)		860.23 pt
시가총액		1,107 억원
발행주식수		5,510 천주
52 주 최고가/최저가		24,650 / 14,250 원
90 일 일평균거래대금		4.1 억원
외국인 지분율		1.8%
배당수익률(20.12E)		5.6%
BPS(20.12E)		16,509 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	1.2%
	6 개월	-36.1%
	12 개월	-36.7%
주주구성	이상호외 6 인	58.0%

Stock Price

기업개요: 항만크레인 무인화 시스템 사업 영위

서호전기는 항만크레인 제어시스템(비중 82%)과 인버터&컨버터(비중 18%) 제조사업을 영위하고 있다. 고객사는 크레인을 만드는 대형 중공업회사(ex 중국의 ZPMC, 두산중공업, 삼성중공업, 현대중공업, 한진중공업 등)이다. 크레인 제어시스템을 공급함에 있어 하드웨어는 시스템 기업(ex Siemens)에서 공급받은 제품을 사용하고, 동사는 소프트웨어(크레인을 구동하고 제어하기 위한 기본기능과 자동화를 위한 위치제어시스템, 흔들림 방지장치, 모니터링시스템으로 구성)를 담당한다. 납품방법은 시스템을 설계하고 조립한 후 시운전을 포함하는 턴키베이스로 진행되며 매출인식은 진행기준이다.

역사적 최대 수준의 수주잔고

동사의 수주잔고는 1,133억원 규모(1Q20기준)로 역사적 최고 수준이며, 수주잔고 최근 동향이 2018년 327억원 → 2019년 639억원 → 1Q20년 1,133억원이라는 점에서 상승흐름을 보이고 있다. 최근 수주는 1)두산중공업과 부산신항만 (Main Control system 12기) 106억원, 2)한진중공업 건설부문에 크레인 Control system 331억원 규모, 3)현대삼호중공업에 항만크레인 제어시스템 154억원 규모 등이다.

Valuation 저평가 & 배당메리트

동사는 12M Trailing P/E 7.0배(과거 3년 EPS growth 20.1%), P/B 1.3배(ROE 20.9%) 수준으로 저평가 상태다. 그리고 전년과 같은 DPS 1,200원을 고려할 경우 배당수익률은 5.6% 수준이다.

Financial Data

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	52.8	59.4	44.7	31.2	64.9
영업이익	3.3	7.9	13.0	6.5	12.2
세전계속사업손익	3.6	10.3	7.4	6.3	19.3
순이익(지배주주)	2.9	8.8	6.2	5.4	15.3
EPS (원)	598	1,719	1,194	1,056	2,978
증감률 (%)	18.0	187.3	-30.5	-11.6	182.1
PER (x)	17.1	6.7	18.0	20.4	7.2
PBR (x)	1.0	1.0	1.9	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	5.3	1.7	5.5	9.4	7.5
영업이익률 (%)	6.3	13.2	29.1	21.0	18.9
EBITDA 마진 (%)	6.8	13.6	29.6	21.8	19.4
ROE (%)	5.8	16.4	10.5	8.9	22.3
부채비율 (%)	26.4	36.6	27.7	26.6	24.2

주: IFRS 연결 기준
자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

기업개요

항만크레인 무인화 시스템 사업 영위

서호전기는 항만크레인 제어시스템(매출비중 82.4%, 소프트웨어 및 하드웨어는 지멘스 등의 시스템 업체에서 매입)과 인버터&컨버터(수직운동 중심. 매출비중 17.6%, AC모터 및 DC모터 구동제어) 제조사업을 영위하고 있다. 동사는 1981년 설립 이후 30년 이상 크레인 제어시스템 사업을 영위하고 있다. 고객사는 크레인을 만드는 대형 중공업 회사(ex 중국의 ZPMC, 두산중공업, 삼성중공업, 현대중공업, 한진중공업 등)이다.

크레인 제어시스템을 공급함에 있어 하드웨어는 시스템 업체인 Siemens와 같은 기업에서 제품을 공급받고, 동사는 소프트웨어(크레인을 구동하고 제어하기 위한 기본기능과 자동화를 위한 위치제어시스템, 흔들림 방지장치, 모니터링시스템으로 구성)를 담당한다. 납품방법은 시스템을 설계하고 조립한 후 시운전을 포함하는 턴키베이스로 진행되며 매출인식은 진행기준으로 적용된다.

동사의 수익구조는 1)신항 개발이 진행될 경우와 2)개조공사 수요로 구분할 수 있다. 첫째, 신항 개발 시 정부기관 or 항만운영업자가 중공업회사(ex 중국의 ZPMC, 현대삼호중공업 등)로 크레인 구축에 대한 발주를 내는 과정에서, 구조물은 중공업 회사가 제작하고, 크레인제어시스템은 지멘스, GE, ABB(스위스), 서호전기 등에서 담당하면서 수주를 받을 수 있다.

그리고 둘째, 크레인의 개조공사 수요도 긍정적인데, 크레인의 철 구조물이나 기계제품은 30년 이상 사용이 가능하지만, 제어시스템은 15년 정도만 지나면 유지 및 보수를 위한 부품 구입이 원활하지 못하기 때문에 개조작업이 진행되어야 하고, 이 과정에서도 크레인제어시스템 수요가 발생한다.

동사는 부산에서의 성공적인 레퍼런스(서호전기가 2-2단계 자동화 제어 시스템 공급)를 기반으로 싱가포르 파시르 판장(Pasir Panjang) 터미널에서 자동화 야드 크레인 제어 시스템을 공급하였고, 현재는 국내 및 해외(싱가폴 지역 중심)의 수주가 기대되고 있다. 중요한 점은 컨테이너선의 초대형화에 부응하기 위해 글로벌 주요 항만들은 생산성을 향상(빠른 작업이 필요)시키기 위한 대안으로 자동화 컨테이너 터미널을 건설할 수 밖에 없기 때문에 향후 크레인 자동화 제어시스템의 전방시장은 성장 잠재력이 높을 것으로 보인다.

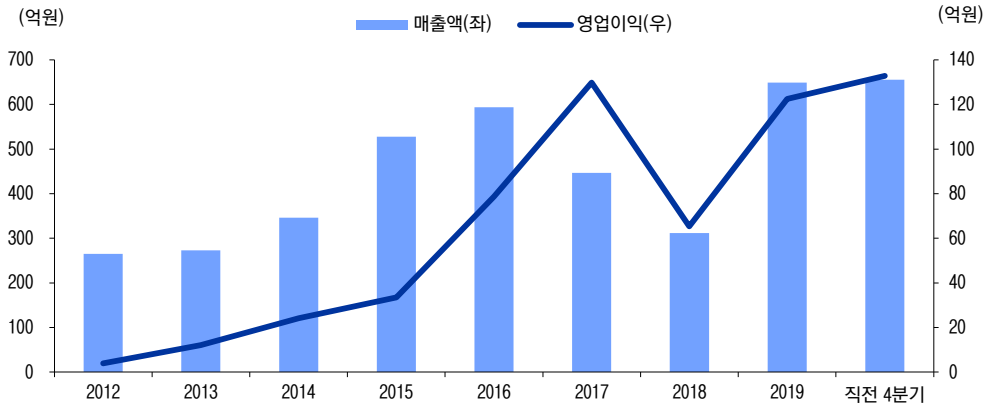
참고로 동사가 글로벌 대기업(지멘스, GE, ABB)들과 경쟁할 수 있는 이유는 1)고객사의 다양한 요구에 맞도록 크레인제어 소프트웨어를 제공하고 있으며, 2)하드웨어 제품은 지멘스 등의 표준화된 제품을 사용하기 때문에 향후 A/S 부문에서 큰 문제가 발생하지 않기 때문이다.

실적동향

실적개선 진행 중

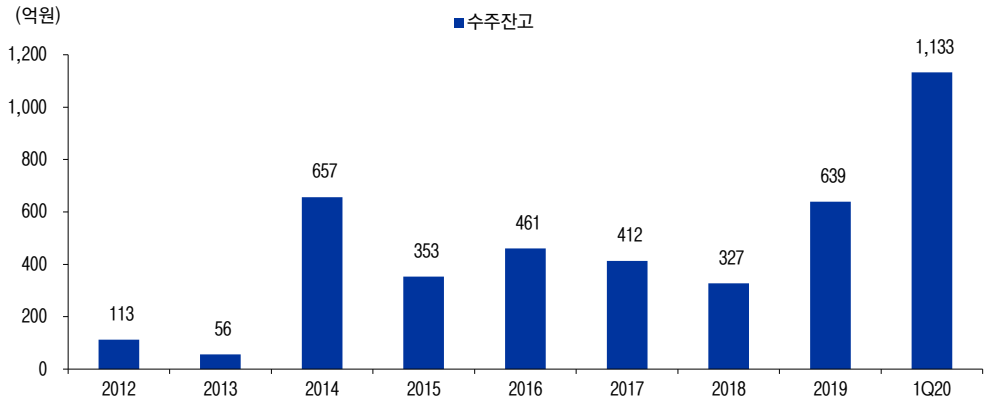
동사의 직전 4분기(2Q19 ~ 1Q20 합산) 실적은 매출액 655억원, 영업이익 133억원으로 역사적 최대 실적을 기록 중이다. 그리고 최근 수주잔고 또한 1,133억원 규모(1Q20기준)로 역사적 최고 수준인 점을 고려하면 향후 실적에 대한 전망도 긍정적이다. 참고로 수주잔고 최근 동향은 2018년 327억원 → 2019년 639억원 → 1Q20년 1,133억원이라는 점에서 상승흐름을 보이고 있다. 최근 수주는 1)두산중공업과 부산신항만 (Main Control system 12기) 106억원(20년 6월 24일), 2)한진중공업 건설부문에 크레인 Control system 331억원 규모(20년 3월 27일), 3)현대삼호중공업에 항만크레인 제어시스템 154억원 규모(20년 2월 28일) 등이 있다.

그림1 매출액 & 영업이익 추이



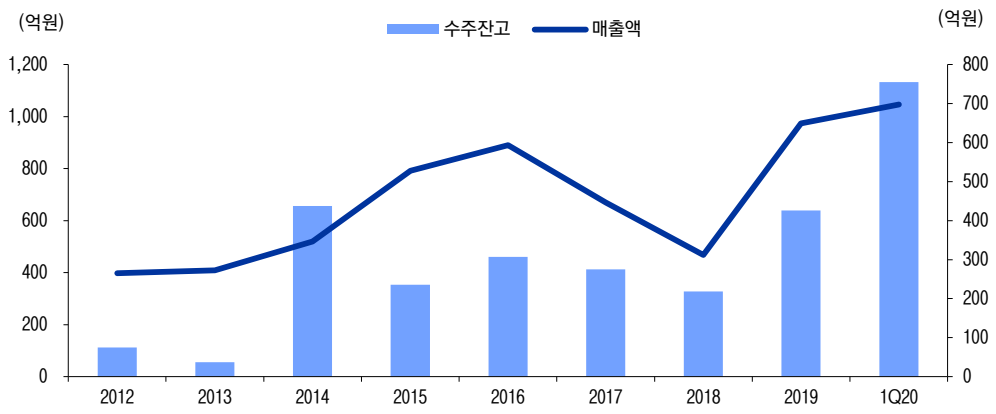
자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림2 서호전기 수주잔고 추이



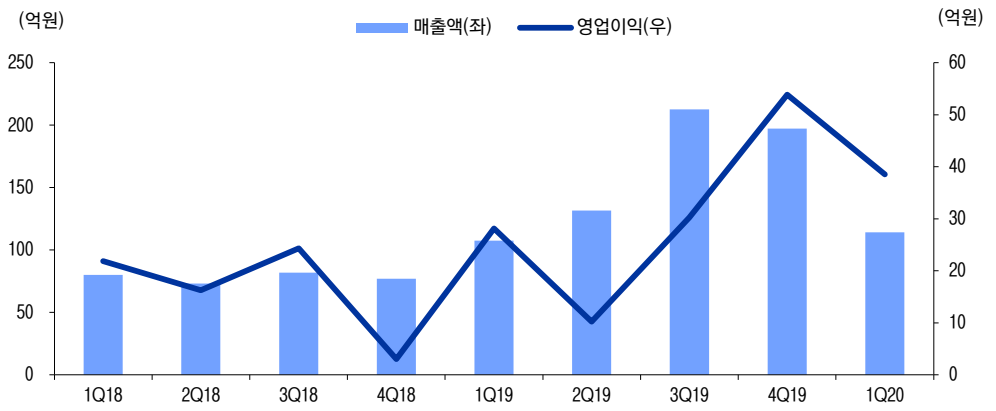
자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림3 서호전기 매출액 & 수주잔고 추이



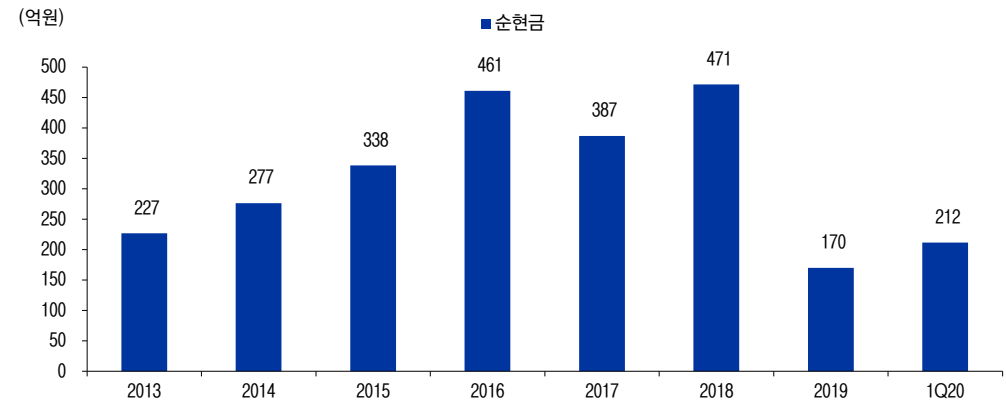
자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림4 서호전기 분기 매출액 & 영업이익 추이



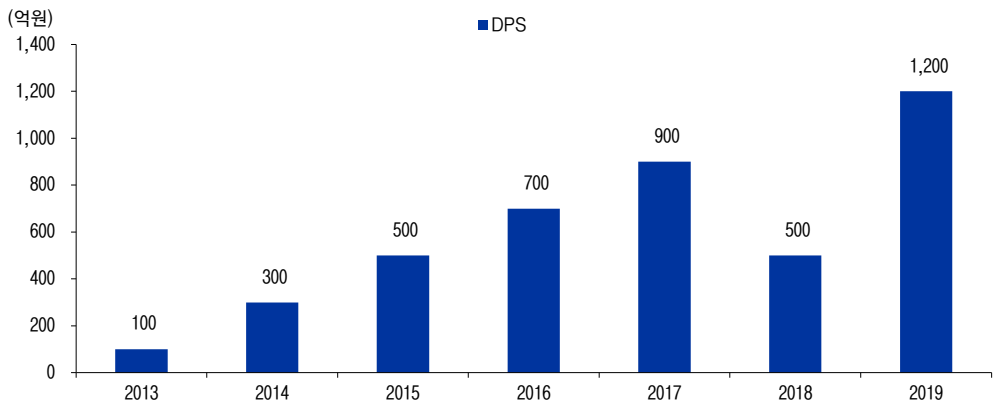
자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림5 서호전기 순현금 추이: 과거 7 년 평균 Pay out Ratio 53.8%



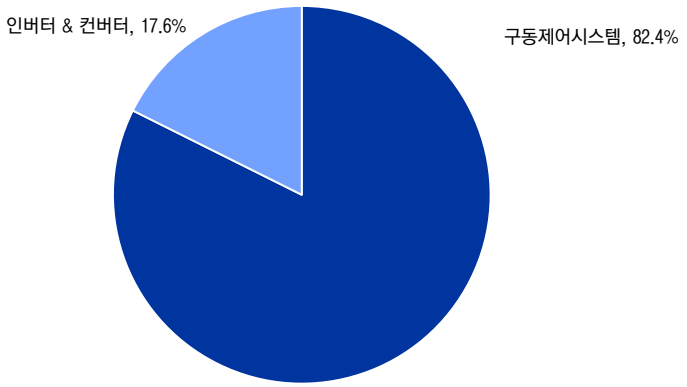
자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림6 서호전기 DPS 추이



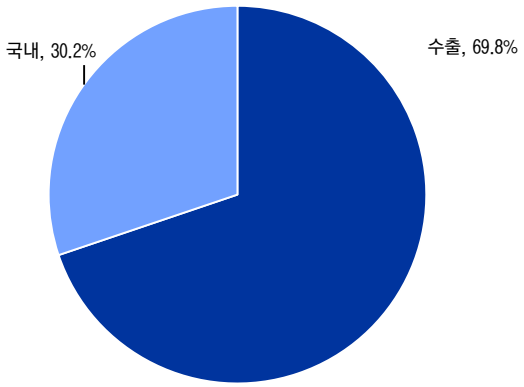
자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림7 서호전기 제품 비중



자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림8 서호전기 수출 비중



자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

서호전기 (065710)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	44.7	56.7	55.7	58.7	43.0
현금 및 현금성자산	13.3	10.5	17.9	9.5	12.0
매출채권 및 기타채권	7.8	7.0	7.5	3.7	4.4
재고자산	2.6	2.4	3.4	4.1	9.3
기타유동자산	21.0	36.8	26.9	41.4	17.4
비유동자산	19.6	21.8	21.0	20.3	50.1
관계기업투자등	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
유형자산	14.9	14.7	14.6	15.0	25.0
무형자산	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
자산총계	**64.3**	**78.6**	**76.7**	**79.1**	**93.1**
유동부채	12.2	20.3	15.2	16.1	17.0
매입채무 및 기타재무	6.2	5.1	3.3	2.3	9.4
단기금융부채	0.2	0.2	3.8	0.1	0.2
기타유동부채	5.8	15.1	8.0	13.7	7.4
비유동부채	1.3	0.7	1.4	0.5	1.2
장기금융부채	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0
기타비유동부채	1.3	0.5	1.3	0.5	1.1
부채총계	**13.4**	**21.1**	**16.6**	**16.6**	**18.2**
지배주주지분	50.7	57.4	59.9	62.3	74.8
자본금	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
자본잉여금	5.9	6.1	6.2	6.2	6.2
이익잉여금	43.7	49.0	51.2	53.6	66.1
비지배주주지분(연결)	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
자본총계	**50.9**	**57.5**	**60.1**	**62.5**	**75.0**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	52.8	59.4	44.7	31.2	64.9
매출원가	42.7	41.7	20.8	16.3	41.5
매출총이익	10.1	17.7	23.9	14.9	23.4
판매비 및 관리비	6.7	9.8	10.9	8.3	11.2
영업이익	3.3	7.9	13.0	6.5	12.2
(EBITDA)	3.6	8.1	13.2	6.8	12.6
금융손익	0.8	1.8	-3.3	0.4	3.3
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	0.6	-2.3	-0.7	3.7
세전계속사업이익	3.6	10.3	7.4	6.3	19.3
계속사업법인세비용	0.8	1.5	1.2	0.9	3.9
계속사업이익	2.9	8.8	6.2	5.4	15.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.9	8.8	6.2	5.4	15.3
지배주주	2.9	8.8	6.1	5.4	15.3
총포괄이익	2.9	8.7	6.2	5.4	15.3
매출총이익률 (%)	19.1	29.8	53.5	47.6	36.1
영업이익률 (%)	6.3	13.2	29.1	21.0	18.9
EBITDA마진률 (%)	6.8	13.6	29.6	21.8	19.4
당기순이익률 (%)	5.4	14.8	13.8	17.4	23.6
ROA (%)	4.7	12.4	7.9	7.0	17.8
ROE (%)	5.8	16.4	10.5	8.9	22.3
ROIC (%)	13.6	47.7	66.8	30.9	26.6

현금흐름표

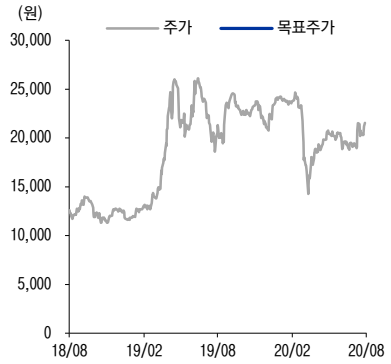
(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	8.4	13.3	1.2	13.0	0.6
당기순이익(손실)	2.9	8.8	6.2	5.4	15.3
비현금수익비용가감	1.0	0.4	7.2	1.3	0.3
유형자산감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-0.1	-1.4	5.4	0.3	-3.3
영업활동 자산부채변동	5.6	7.0	-10.3	3.8	-17.0
매출채권 감소(증가)	3.9	0.4	-0.6	1.5	-1.1
재고자산 감소(증가)	-0.4	0.2	-1.0	-0.7	-5.2
매입채무 증가(감소)	1.1	-1.1	-1.7	-1.1	7.1
기타자산, 부채변동	0.9	7.5	-6.9	4.1	-17.8
투자활동 현금	-0.5	-14.7	8.1	-13.9	4.7
유형자산처분(취득)	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	-10.2
무형자산 감소(증가)	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0
투자자산 감소(증가)	0.3	-14.5	8.7	-13.3	15.3
기타투자활동	-0.4	0.0	-0.5	-0.3	-0.3
재무활동 현금	-1.3	-2.0	0.9	-7.6	-2.6
차입금의 증가(감소)	0.2	0.0	3.7	-3.9	0.0
자본의 증가(감소)	-1.5	-2.0	-3.3	-3.6	-2.6
배당금의 지급	1.5	3.4	3.6	3.6	2.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.4	-0.1	0.0
현금의 증가	6.7	-2.8	7.3	-8.4	2.5
기초현금	6.7	13.4	10.6	17.9	9.5
기말현금	13.4	10.6	17.9	9.5	12.0

자료: 서호전기, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	17.1	6.7	18.0	20.4	7.2
P/B	1.0	1.0	1.9	1.8	1.5
EV/EBITDA	5.3	1.7	5.5	9.4	7.5
P/CF	13.8	6.5	8.3	16.5	7.1
배당수익률 (%)	4.9	6.1	4.2	2.3	5.6
성장성 (%)					
매출액	52.5	12.5	-24.8	-30.2	108.0
영업이익	38.3	134.9	65.1	-49.6	87.2
세전이익	24.3	184.5	-27.9	-15.3	206.6
당기순이익	19.6	206.9	-29.4	-12.4	182.7
EPS	18.0	187.3	-30.5	-11.6	182.1
안정성 (%)					
부채비율	26.4	36.6	27.7	26.6	24.2
유동비율	367.4	279.1	366.5	364.3	253.2
순차입금/자기자본(x)	-66.5	-80.2	-64.4	-75.5	-22.7
영업이익/금융비용(x)	40.5	97.0	166.0	47.0	105.8
총차입금 (십억원)	0.2	0.3	4.0	0.1	0.2
순차입금 (십억원)	-33.8	-46.1	-38.7	-47.1	-17.0
주당지표(원)					
EPS	598	1,719	1,194	1,056	2,978
BPS	9,837	11,141	11,635	12,102	14,529
CFPS	742	1,779	2,605	1,305	3,039
DPS	500	700	900	500	1,200

서호전기 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.08.12	신규	정홍식									
2020.08.12	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정홍식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)