

동성화인텍 033500

Sep 09, 2013

N/R

Company Data

현재가(09/06)	8,430 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	10,250 원
52 주 최저가(보통주)	5,730 원
KOSPI (09/06)	1,955.31p
KOSDAQ (09/06)	523.77p
자본금	138 억원
시가총액	2,275 억원
발행주식수(보통주)	2,698 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	14.5 만주
평균거래대금(60 일)	12 억원
외국인지분(보통주)	1.62%
주요주주	
동성홀딩스 외 2인	38.53%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4%	3.3%	56.1%
상대주가	3.4%	5.3%	52.1%



| Mid-Small Cap |

책임연구원 정유석

3771-9351

cys45@iprovest.com

우호적인 영업환경 지속, 기술력으로 업계 선도

동성화인텍의 PU(폴리우레탄) 단열재 사업부문은 전세계적으로 LNG선 등의 수요 증가로 초저온보냉재 판매량이 빠르게 증가하며 전체 매출액의 90% 이상을 차지하는 수준까지 성장. 폴리우레탄 제조 분야에서 탁월한 기술력을 보유. LNG 기화율을 낮춰 선주(船主)의 이익을 극대화시켜 주는 신제품으로 시장을 석권.

우호적인 영업환경 지속

2012년 전세계 조선업체들의 수주 부진 속에서도 LNG 수요 증가로 인해 LNG선 발주는 증가. 국내 조선사들이 초저온보냉재 양이 LNG선보다 2~3배 많은 LNG FPSO/FSRU 등을 수주하고 있다는 점도 동사에게 긍정적. 후쿠시마 원전 사고 이후 전세계적으로 LNG를 이용한 화력발전소를 선호, Shale Gas 사용량이 증가하고 있는 것도 초저온보냉재 수요의 증가에는 긍정적 요인.

기술력으로 업계 선도, 선주에게 인기

LNG는 초저온보냉재를 이용하여 -163°C 의 온도를 유지하면서 운반. 이 때 하루에 0.15%의 LNG가 기화하여 사라짐. 동사의 400mm 보냉재(기존 270mm)를 사용하면 기화율을 0.10%로 낮춰 선주는 연간 18억원 상당의 LNG 손실을 방지 가능. 내년 상용화를 앞둔 신제품은 연간 55~110억원의 LNG 손실 방지 예상. 400mm 보냉재는 금년 하반기, 신제품은 내년부터 투입되어 수익성 개선.

현재 주가는 부담 없는 수준, 상승 가능성에 무게

2013년 매출액 4,100억원(71% y-y), 영업이익 270억원(74% y-y) 전망. 신제품 투입 및 이자비용 감소로 수익성 개선 시작. 2010년 제3자 유상증자 698만주의 오버행 이슈 부담은 현재 72만주로 대부분 해소. 현재 주가는 2013년 예상 실적 기준 PER 12배 수준으로 성장성 감안 시 부담 없는 수준.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	178	239	410	431	453
YoY(%)	-2.1	34.8	71.3	5.0	5.2
영업이익 (십억원)	-2	16	27	36	39
OP 마진(%)	-1.0	6.5	6.6	8.4	8.6
순이익 (십억원)	-9	10	18	24	28
EPS(원)	-345	376	649	898	1,039
YoY(%)	적전	흑전	72.6	38.3	15.7
PER(배)	-10.7	20.0	12.9	9.3	8.0
PCR(배)	12.2	6.9	5.9	4.7	4.5
PBR(배)	1.5	2.7	2.5	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	33.2	15.5	10.7	8.0	7.1
ROE(%)	-13.3	14.6	21.1	23.3	21.6

우호적인 영업환경 지속

초저온보냉재 수요 증가

동성화인텍의 사업부문은 크게 PU(폴리우레탄)단열재 사업부문과 가스 사업부문으로 나뉜다. PU단열재 사업부문이 전체 매출액의 90% 이상을 차지할 정도로 매출액이 증가하였다. 전세계적으로 LNG 캐리어 및 생산설비의 수요 증가하고 있기 때문이다. 초저온보냉재 매출액이 2012년부터 큰 폭으로 증가하며 동사의 매출액 증가 및 수익성 개선 효과가 지속되고 있다.

7월말 수주잔고

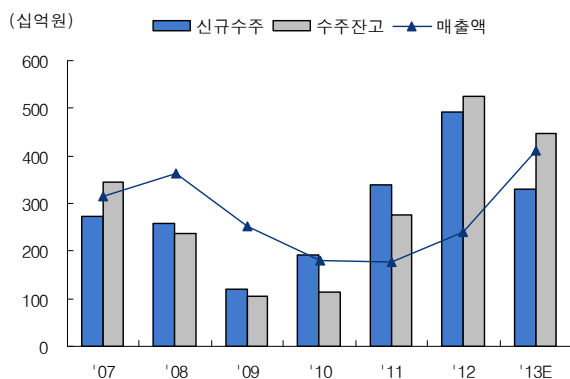
5,681억원으로 1년6개월치
물량 확보

동사의 2013년 7월말 수주잔고는 5,681억원이고, 2013년 신규수주 목표금액 3,000억원 중 83%에 해당하는 2,499억원을 수주하였다. 현재 수주잔고 규모는 추가 수주가 없더라도 2014년 상반기까지 안정적으로 매출 발생이 가능한 수준이다. 조선사들의 신규 발주 계획 물량이나 옵션 물량을 감안하면 연간 신규수주 목표금액 달성 가능성이 높아 보인다. LNG 및 Shale Gas 수요 증가와 LNG FPSO, LNG FSRU 수주가 추가된다면 그 이상의 수주도 가능할 것으로 전망이다.

LNG 화력발전량 증가 등으로 LNG 및 보냉재 수요 지속 증가

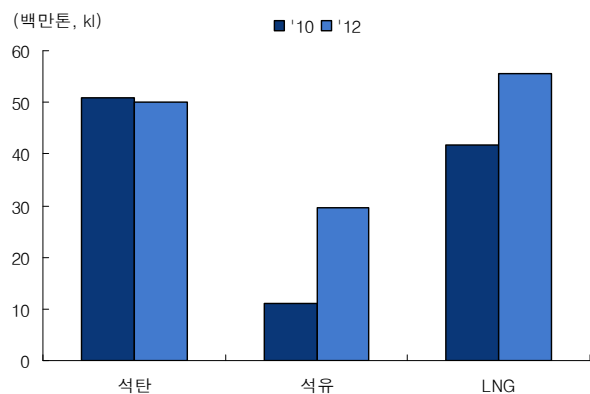
일본 후쿠시마 원전 사고 이후 전세계적으로 LNG를 이용한 화력발전소를 선호하는 경향이 나타나고 있다는 것과 Shale Gas 사용량이 증가할 것이라는 점도 초저온보냉재 수요의 증가를 예측할 수 있는 근거가 될 수 있다. 일본의 경우 원전사고 이후로 화력발전량이 크게 늘어나는 모습을 보이고 있다. 사고 전인 2010년보다 2012년 화력발전량은 181TWh 증가하였고, LNG 사용량은 41.7백만톤에서 55.7백만톤으로 33.6% 증가하였다.

도표 1. 수주 및 매출액 추이



자료: 교보증권 리서치센터, 주: SGC는 고압가스용기

도표 2. 일본의 화력발전 연료증감(원전사고 전후)



자료: 교보증권 리서치센터

기술력으로 업계 선도

폴리우레탄 분야에서 탁월한 기술력 보유

동성화인텍은 폴리우레탄(Poly Urethane)을 이용한 초저온보냉재 분야에서 탁월한 기술력을 확보하고 있다. 동사가 2000년 초저온보냉재류 특허 인증을 받고, 2007년 초저온보냉PU 세계일류 상품 선정이 가능했던 것도 폴리우레탄 제조 기술력을 보유하고 있었기 때문이다. 초저온보냉재의 소재부터 제조가 가능한 일괄생산라인을 구축하고 있어 경쟁사 대비 앞선 경쟁력을 확보하고 있다.

기화율 낮추는 신제품 선주에게 인기

동사의 기술력은 기화율(BOR, Boil-off Rate)로 입증된다. LNG는 초저온보냉재를 이용하여 -163°C 의 온도를 유지하면서 운반한다. 이 때 하루에 0.15%의 LNG가 기화하여 사라지게 되는데 기화율을 낮추면 손실되는 LNG의 양을 줄일 수가 있어 선주 입장에서 더 많은 수익을 낼 수 있다. 금년 하반기부터 본격적으로 탑재될 것으로 보이는 동성화인텍의 400mm 보냉재를 사용하면 기화율을 0.10%로 낮추는 것이 가능하다. 선주 입장에서는 연간 18억원의 LNG 손실을 줄일 수 있다. 내년부터 상용화를 목표로 하고 있는 동사의 신제품은 초저온보냉재의 두께를 줄여 더 많은 양의 LNG를 싣는 것이 가능하고 기화율을 추가로 낮추는 것이 가능하여 연간 LNG 손실폭 축소로 연간 55~110억원 규모의 추가 이득을 얻을 수 있을 전망이다. 최근 미국에서 열린 LNG 박람회에서 이런 점들이 부각되어 선주들에게 좋은 반응을 얻고 있다.

2014년 수익성 개선에 초점

2014년 동사의 초저온보냉재 신제품들의 판매되기 시작하면 가격이 상승하는 효과가 있어 매출액이 증가할 것으로 전망된다. 고압가스용기 사업부문 정리로 인한 일회성비용의 제거도 영업이익률 개선에 도움이 될 전망이다. 영업외비용에서는 금년 86억원의 이자비용 부담이 지속적인 차입금 감소로 2014년에는 68억원 수준까지 낮아질 전망이다. 현재 수주잔고와 영업환경 등을 감안하면 2014년 매출액은 올해보다 소폭 상승하겠지만 이익률 개선과 영업외비용 절감 등으로 영업이익 및 당기순이익 규모는 크게 증가할 수 있을 것으로 전망된다.

오버행 이슈 부담 완화

2010년 제3자 유상증자로 인한 6,983,609주(전환가격 3,723원)에 대한 오버행 이슈 부담이 대부분 해소되었다. 현재 72만주만 남아 있어 하반기 실적 개선 등을 감안하면 오버행 이슈가 부담되는 국면은 지났다.

도표 3. 기화율 개선으로 손실 축소

(160K 기준)

BOR	0.15%	0.10%		0.05%
두께	270mm	400mm	270mm	270mm
운항손실(년)	165 억원	147 억원	110 억원	55 억원
개선효과(년)	-	18 억원	55 억원	110 억원

자료: 교보증권 리서치센터

[동성화인텍 033500]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
매출액	178	239	410	431	453
매출원가	164	205	354	364	383
매출총이익	13	34	56	67	70
매출총이익률 (%)	7.5	14.3	13.6	15.4	15.5
판매비	15	19	29	30	31
영업이익	-2	16	27	36	39
영업이익률 (%)	-1.0	6.5	6.6	8.4	8.6
EBITDA	6	23	35	44	46
EBITDA Margin (%)	3.6	9.7	8.4	10.2	10.2
영업외손익	-7	-5	-8	-6	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	1	1	2
금융비용	-7	-8	-9	-7	-6
기타	-1	2	0	0	0
법인세비용차감전순이익	-9	10	19	30	35
법인세비용	0	0	2	6	7
계속사업순이익	-9	10	18	24	28
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	10	18	24	28
당기순이익률 (%)	-5.2	4.2	4.3	5.6	6.2
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-9	10	18	24	28
지배순이익률 (%)	-5.2	4.2	4.3	5.6	6.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	-10	9	16	23	27
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-10	9	16	23	27

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	12	-42	33	40	43
당기순이익	-9	10	18	24	28
비현금항목의 가감	17	19	21	23	22
감가상각비	8	8	7	7	7
외환손익	1	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	1	0	0	0
기타	8	12	14	16	15
자산부채의 증감	10	-63	4	5	4
기타현금흐름	-6	-9	-9	-12	-11
투자활동 현금흐름	0	-8	-8	-8	-8
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-2	-4	-6	-6	-6
기타	2	-4	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-12	52	-6	-9	-4
단기차입금	-12	62	14	-9	-4
사채	0	-10	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	-20	0	0
현금의 증감	0	2	9	10	18
기초 현금	1	2	4	13	22
기말 현금	2	4	13	22	40
NOPLAT	-2	16	25	29	31
FCF	14	-44	30	35	36

자료: 동성화인텍, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
유동자산	68	161	179	196	222
현금및현금성자산	2	4	13	22	40
매출채권 및 기타채권	38	59	73	77	81
재고자산	26	89	87	92	96
기타유동자산	3	8	6	6	6
비유동자산	141	136	142	141	140
유형자산	128	124	123	122	121
관계기업투자금	4	2	2	2	2
기타금융자산	1	2	7	7	7
기타비유동자산	7	7	10	10	10
자산총계	209	297	321	337	362
유동부채	106	214	219	211	208
매입채무 및 기타채무	21	36	41	42	43
차입금	74	135	149	140	136
유동성채무	10	30	10	10	10
기타유동부채	1	13	19	19	19
비유동부채	38	8	10	10	10
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	30	0	0	0	0
기타비유동부채	8	8	10	10	10
부채총계	144	223	229	221	218
지배지분	65	74	92	116	144
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	43	43	43	43	43
이익잉여금	9	18	35	60	88
기타지분변동	0	0	0	0	0
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	65	74	92	116	144
총차입금	114	165	159	150	146

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EPS	-345	376	649	898	1,039
PER	-10.7	20.0	12.9	9.3	8.0
BPS	2,418	2,747	3,396	4,293	5,332
PBR	1.5	2.7	2.5	1.9	1.6
EBITDAPS	236	861	1,280	1,622	1,719
EV/EBITDA	33.2	15.5	10.7	8.0	7.1
SPS	6,582	8,871	15,194	15,954	16,784
PSR	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5
CFPS	536	-1,615	1,127	1,302	1,352
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
성장성					
매출액 증가율	-2.1	34.8	71.3	5.0	5.2
영업이익 증가율	적 전	흑 전	74.0	34.7	7.6
순이익 증가율	적 전	흑 전	72.6	38.3	15.7
수익성					
ROIC	-1.0	7.7	10.8	12.6	13.3
ROA	-4.2	4.0	5.7	7.4	8.0
ROE	-13.3	14.6	21.1	23.3	21.6
안정성					
부채비율	220.4	300.2	250.1	190.9	151.6
순차입금비율	54.4	55.7	49.6	44.5	40.3
이자보상배율	-0.3	1.9	3.1	4.9	6.2