

동성화인텍 (033500/KQ)

견고한 '브릿지' 연료, LNG

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 17,000 원(신규편입)

현재주가: 12,150 원

상승여력: 39.9%



Analyst
한승한

shane.han@sk.com.kr
3773-9992

Company Data

발행주식수	2,999 만주
시가총액	364 십억원
주요주주	
동성케미컬	37.94%
국민연금공단	6.07%

Stock Data

주가(23/10/16)	12,150 원
KOSDAQ	810.54 pt
52주 최고가	15,010 원
52주 최저가	10,270 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



글로벌 선주들의 낮은 BOR 요구 = 새로운 매출원의 확보

글로벌 LNGC 선주들이 BOR 0.1% 이하에 대한 수요가 증가하면서 기존의 MARK III 타입뿐만 아니라 NO96-Super+에도 동사의 R-PUF 가 혼용되기 시작했다. 낮은 BOR에 대한 선주들의 수요는 점진적으로 상승할 것이며, 글로벌 LNGC 수주잔고 중 MARKIII 비중 또한 확대될 것으로 예상된다. 국내 대형 조선 3 사 중 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있는 한화오션 또한 NO96-Super+를 채택한 LNGC 수주 물량이 증가하며 동사의 매출 확대에 이어지며 새로운 성장 동력을 확보했다.

견고한 '브릿지(Bridge)' 연료, LNG

러-우 전쟁 이후 에너지 안보에 대한 중요성이 부각됨과 동시에 신재생에너지로의 전환 속도가 줄어들면서 글로벌 LNG 생산 프로젝트들 또한 기존 대비 확대되는 중이다. 특히 글로벌 LNG 수출 2 위 국가인 카타르는 천연가스 생산능력을 2027년까지 1억 2,600 만 톤까지 점진적으로 확대할 계획이며, 수출 물량 확대 따른 필요한 LNGC 발주 척 수 또한 점진적으로 늘어날 전망이다. 또한 현재 계획중인 글로벌 LNG 생산 프로젝트 중 약 50%가 북미다. 작년부터 이어진 중국의 LNGC 발주 대부분이 자국내 발주임을 고려하면 중동 지역을 제외한 북미와 다른 지역의 LNG 생산 캐파 확장에 따른 LNGC 발주는 국내 조선소로 이어질 수밖에 없다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 17,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 17,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 BPS 6,398 원에 Target P/B 2.7 배를 적용하여 산출했다. 시장의 우려 대비 견조한 글로벌 LNG 수요-공급 확대에 따라 최소 '27년까지는 연평균 60 척 내외의 안정적인 국내 조선소의 LNGC 수주를 전망한다. 핵심원자재 가격의 안정화 및 높은 레벨의 LNGC 선가 유지가 전망됨에 따라 안정적인 마진을 확보가 가능할 것으로 예상된다. 가득 찬 수주잔고 속 새로운 매출원 확보에 따른 매출 상방 제한 우려의 해소와 함께 동사의 리레이팅이 필요한 시점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	388	365	434	561	589	626
영업이익	십억원	32	30	15	33	54	69
순이익(지배주주)	십억원	21	26	8	22	38	53
EPS	원	774	912	283	720	1,270	1,762
PER	배	15.2	12.6	38.3	16.7	9.4	6.8
PBR	배	2.7	2.2	2.1	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	9.2	10.2	16.9	9.4	5.7	4.1
ROE	%	20.8	21.0	5.8	13.9	21.6	25.0

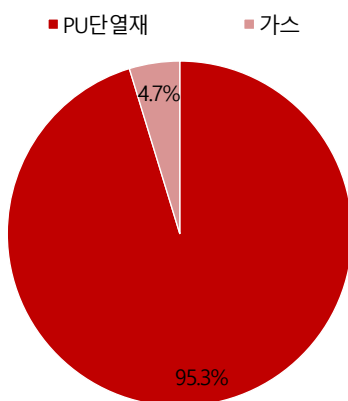
1. 기업소개

동성화인텍은 1985 년에 설립되어 폴리우레탄 정밀화학사업을 시작으로 초저온 보냉재 일괄생산 시스템을 갖춘 기업이다. 20 여년 이상 국내/외 조선소에 LNG 화물창 관련 제품 및 보온/보냉 단열 제품의 공급과 시공을 해왔으며, 프레온 대체냉매 제품 공급 및 신기술 제공 서비스도 영위하고 있다.

글로벌 LNG 화물창의 라이선스는 프랑스의 'GTT(Gruppo Torinese Trasporti)' 社가 독점하고 있으며, 동사는 GTT와 '멤브레인(Membrane)' 타입에 대한 보냉재 생산 인증을 받아 글로벌 LNGC 건조 조선사에 납품하고 있다. 글로벌 멤브레인형 LNG 화물창 점유율은 동성화인텍과 국내 경쟁업체인 한국카본이 거의 대부분을 양분하고 있다.

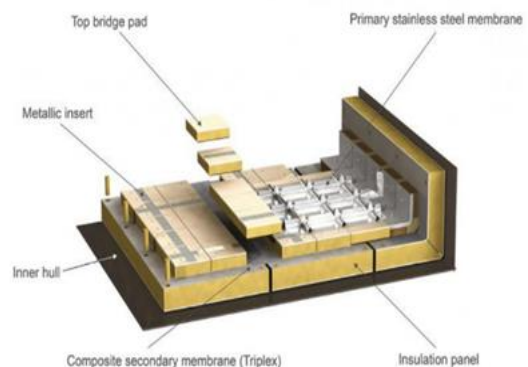
탄소중립(Net-Zero)로 가는 에너지 전환 과정에서 브릿지 연료 역할인 LNG 수요-공급 밸런스 확대에 따라 LNG 운반선에 대한 수요가 급증하고 있다. 또한 IMO 환경규제에 따라 선박의 친환경 연료로 LNG 가 대세가 되면서 모든 선종의 LNG 연료 탱크에 사용되는 보냉재 수요 또한 지속적으로 확대되는 중이다.

동성화인텍 사업부문별 매출 비중



자료: 동성화인텍, SK 증권
주: '23 년 2 분기 기준

MARKⅢ 타입 시스템



자료: GTT, SK 증권

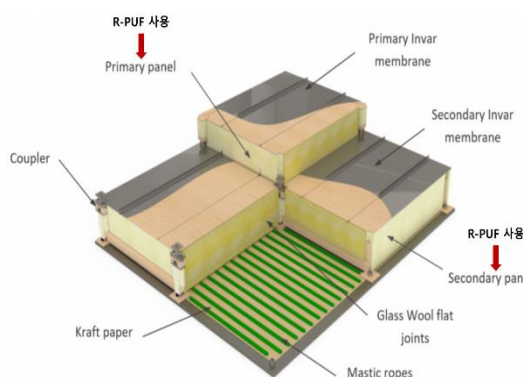
2. 투자포인트

(1) 글로벌 선주들의 낮은 BOR 요구로 새로운 매출원 확보

글로벌 선주들이 일일기화율(BOR, Boil Off Rate) 0.1% 이하를 요구하기 시작하면서 기존의 MARKⅢ 타입뿐만 아니라 NO96-Super+의 기존 글래스울(GW)에 강화폴리우레탄폼(R-PUF)이 사용되기 시작했다. 국내 대형 조선 3사 중 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있는 한화오션 또한 NO96-Super+를 채택한 LNG 운반선 수주 물량이 증가하며 동성화인텍과 한국카본의 매출원 확대에 이어지며 새로운 성장동력을 확보했다.

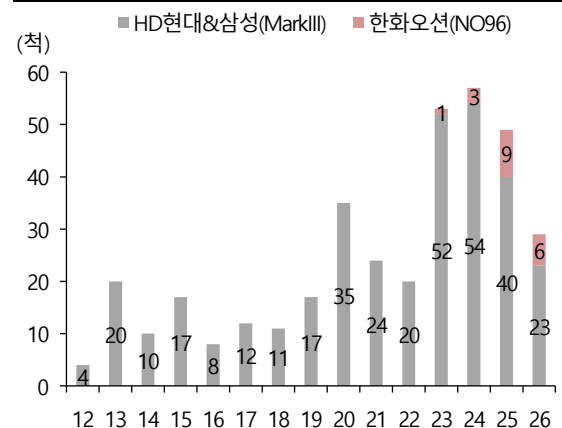
현재 한화오션의 LNGC 수주잔고 중 NO96 종류별 비중은 대략적으로 NO96-GW가 60%, NO96-LO3가 30%, NO96-Super+가 나머지 10% 정도를 차지하는 것으로 추정된다. 글로벌 LNGC 선주들의 낮은 BOR 요구가 과거 대비 증가하는 추세인 것은 맞으나, BOR이 낮은 제품일수록 납품 단가가 상승하기 때문에 NO96-Super+ 채택을 상승 속도에 대해서는 보수적으로 접근할 필요가 있다.

NO96-Super+에 강화폴리우레탄폼(R-PUF) 혼용 사용



자료: GTI, SK 증권

NO96-Super+ 채택으로 늘어나는 R-PUF 사용 척 수



자료: Clarksons, 각 사, SK 증권 추정

주: NO96-Super+ 채택율은 SK 증권 추정치, 연도는 보냉재 납품 시점 기준

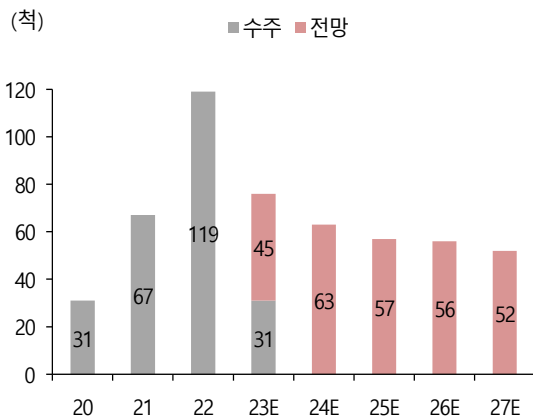
(2) 견고한 '브릿지(Bridge)' 연료, LNG

러-우 전쟁 이후 에너지 안보의 중요성 확대와 동시에 신재생에너지로의 전환 속도가 줄어들면서 글로벌 LNG 생산 프로젝트들 또한 기존 대비 확대되는 추세다. 특히 글로벌 LNG 수출 2위 국가인 카타르는 North Field Expansion 터미널 프로젝트 계획을 통해 기존의 연간 7,700 만 톤의 천연가스 생산능력을 2027년까지 1억 2,600 만 톤까지 점진적으로 확대할 계획을 발표했으며, 현재 일평균 수출 캐파인 13.3bcf 에서 19.7bdf 까지 약 48% 수출 물량 확대에 따른 필요한 LNGC 발주척 수 또한 점진적으로 확대될 예정이다. 다만 중국 국영에너지기업들(페트로차이나, 시노펙)의 카타르 LNG 수입량 확대에 의해 해당 프로젝트에 필요한 LNGC 점유율은 중국 조선소가 점진적으로 가져갈 가능성 또한 배제할 수 없다.

하지만 현재 2030년까지 가동 계획중인 글로벌 LNG 생산 프로젝트는 건설중인(UC) 단계가 207MTPA, 기초설계(FEED) 단계가 267MTPA, 제안(Proposed) 단계가 300MTPA로 총 774.3MTPA다. 각 단계별 가중치로 100%, 70%, 40%를 곱하여 보수적인 추정을 하더라도, 2030년까지 필요한 LNGC 척 수는 총 682척으로 현재 글로벌 수주잔고인 336척의 두 배 이상의 규모다.

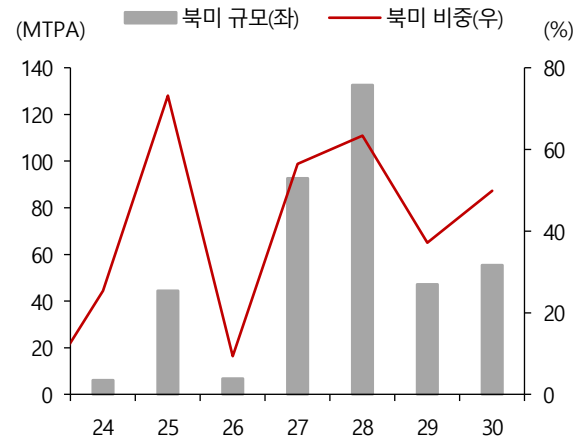
더군다나 이 중 약 50%가 북미(미국 38%, 캐나다 12%)다. 작년부터 이어진 중국의 LNGC 발주 대부분이 자국 내 발주임을 고려하면 중동 지역을 제외한 북미와 다른 지역의 LNG 생산 캐파 확장에 따른 LNGC 발주는 국내 조선소로 이어질 수 밖에 없다는 판단이며, 동사의 견고한 보냉재 수주로 이어질 것을 전망한다.

국내 조선 3사 LNGC 수주 척 수 추이 및 전망



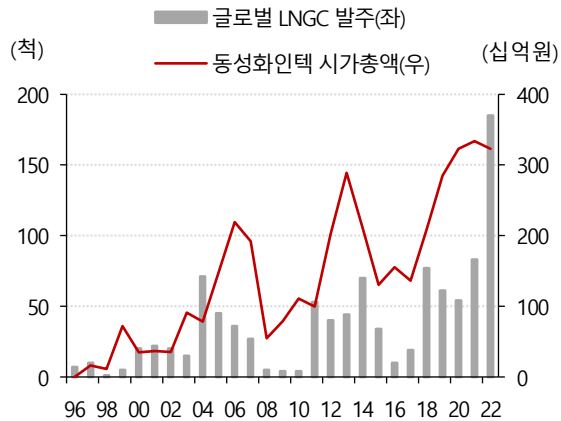
자료: Clarksons, SK 증권

글로벌 LNG 프로젝트 중 북미 규모 및 비중



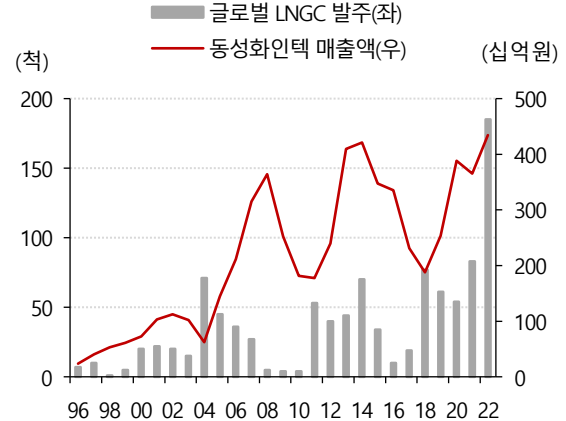
자료: Clarksons, SK 증권
주: 가동예정 시점

글로벌 LNGC 발주와 동성화인텍 시가총액 추이



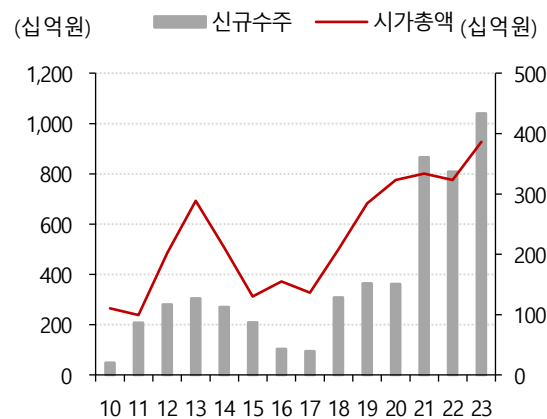
자료: 동성화인텍, Clarkson, SK 증권

글로벌 LNGC 발주와 동성화인텍 매출액 추이



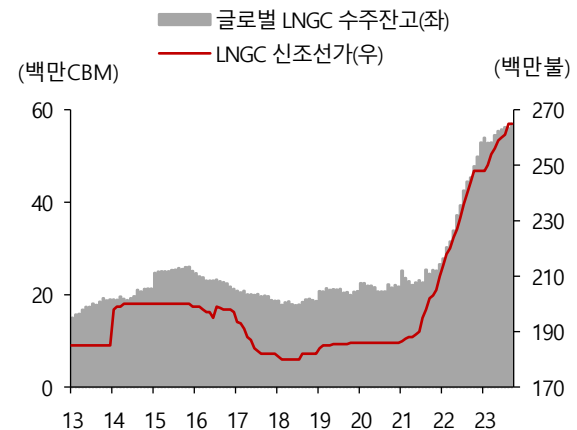
자료: 동성화인텍, Clarkson, SK 증권

동성화인텍 수주 및 시가총액 추이



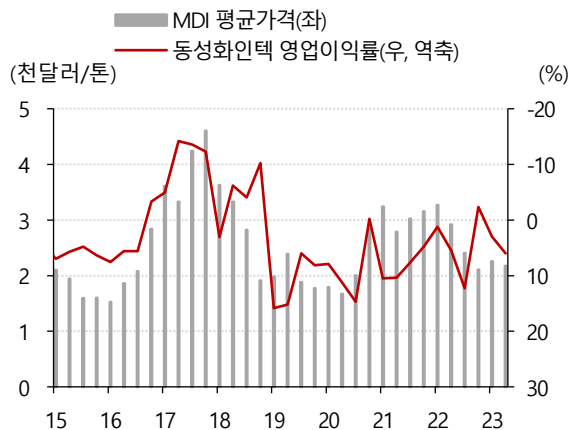
자료: 동성화인텍, SK 증권

글로벌 LNGC 수주잔고 및 신조선가 추이



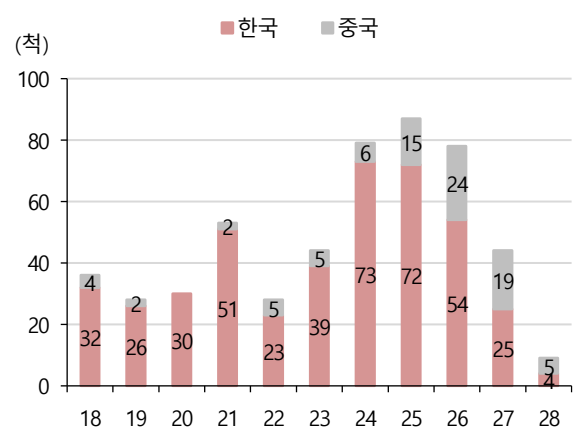
자료: Clarkson, SK 증권

MID 가격 및 동성화인텍 영업이익률 추이



자료: 동성화인텍, Ciscem, SK 증권

한국과 중국 인도 및 인도예정 LNGC 척 수



자료: Clarkson, SK 증권

3. 밸류에이션 & 실적 전망

(1) 투자의견 매수, 목표주가 17,000 원으로 커버리지 개시

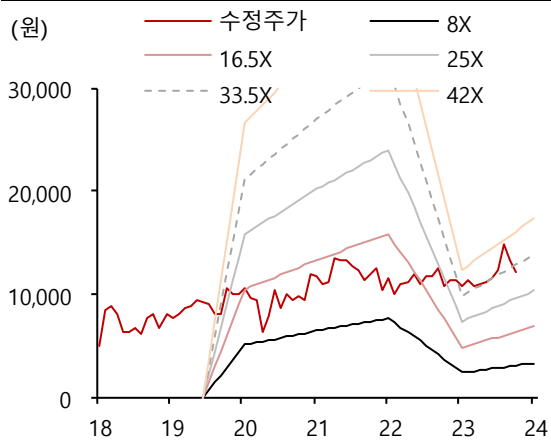
동성화인텍에 대해 투자의견 매수, 목표주가 17,000 원을 제시하고 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS 6,398 원에 Target P/B 2.7 배를 적용하여 산출했다. 견조한 글로벌 LNG 수요-공급 확대에 따라 최소 '27년까지는 연평균 60 척 내외의 안정적인 국내 조선소의 LNGC 수주를 전망한다. MDI 및 목재 가격의 안정화와 높은 레벨의 LNGC 선가 유지가 전망됨에 따라 안정적인 실적 개선세가 예상된다. 한화오션이라는 새로운 매출원 확보와 중국 조선소 일부 물량 수주 가능성 확대에 따른 동사의 리레이팅이 필요하다는 판단이다.

동성화인텍 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12M Fwd BPS	(A)	원	6,398	
Target P/B	(B)	배	2.7	
주당주가가치	(C)	원	17,235	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	17,000	
현재주가	(E)	원	12,150	2023년 10월 16일 종가
상승여력	(F)	%	39.9%	(F) = (D-E)/(E)

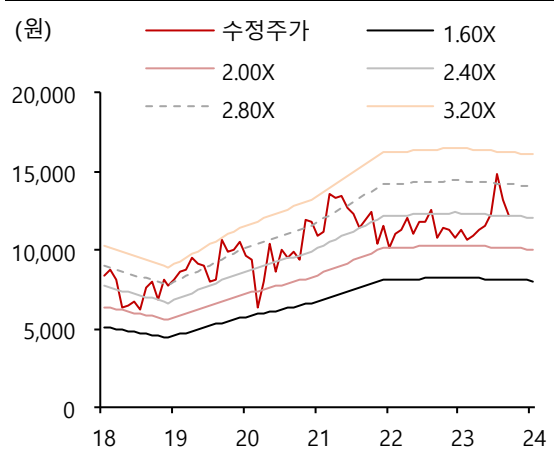
자료: 동성화인텍, SK증권

동성화인텍 12M Fwd P/E Band



자료: Bloomberg, SK증권

동성화인텍 12M Fwd P/B Band



자료: Bloomberg, SK증권

(2) '23년 매출액 5,612억원, 영업이익 326억원 전망

동성화인텍의 2023년 매출액은 5,612억원(+29.3%, YoY), 영업이익은 326억원(+113.1%, YoY)으로 예상된다. 한화오션을 새로운 매출원으로 확보하면서 폴리우레탄폼(R-PUF) 사용 LNGC 척 수의 확대로 이어졌다. 중국 조선소들의 캐파 확장에 따른 일부 물량 수주 가능성도 배제할 수 없으며, 동사는 올해 3분기부터 기존 20척에서 24척까지 캐파 증설한 것으로 추정됨에 따라 동사의 매출 상방이 큰 폭 확대됐다는 판단이다. '22년 대규모 LNGC 수주에 따라 보냉재 납품 기준으로 '24년까지는 지속적인 매출 성장이 예상된다. MDI를 포함한 핵심원자재 가격의 점진적인 안정화가 예상되며, 이에 따른 실적 개선 방향성 또한 가시화 되는 중이다.

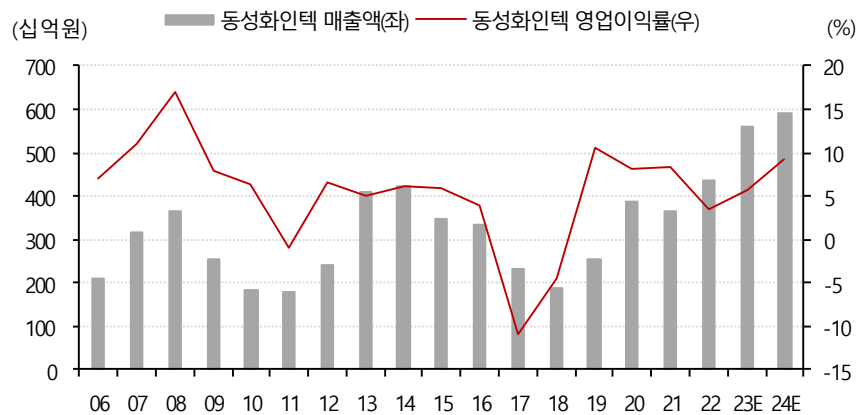
동성화인텍 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	107.9	106.6	91.3	128.4	124.1	144.0	147.9	145.3	434.2	561.2	589.1
YoY	-2.1%	35.0%	29.3%	22.0%	15.0%	35.1%	62.1%	13.1%	18.9%	29.3%	5.0%
QoQ	2.5%	-1.2%	-14.4%	40.7%	-3.4%	16.1%	2.7%	-1.8%	-	-	-
영업이익	1.3	5.8	11.2	-3.1	3.7	8.6	10.4	9.9	15.3	32.6	54.1
YoY	-88.7%	-28.8%	108.6%	적전	180.1%	47.8%	20.3%	흑전	-49.4%	113.1%	66.1%
QoQ	-74.2%	347.2%	91.9%	적전	흑전	135.9%	20.1%	-4.1%	-	-	-
영업이익률	1.2%	5.5%	12.3%	-2.4%	2.9%	6.0%	7.0%	6.8%	3.5%	5.8%	9.2%

자료: 동성화인텍, SK증권 추정

동성화인텍 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 동성화인텍, SK증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	178	226	260	285	343
현금및현금성자산	23	27	60	74	119
매출채권 및 기타채권	48	44	56	60	64
재고자산	97	133	142	149	158
비유동자산	116	118	129	129	126
장기금융자산	1	2	1	2	2
유형자산	110	112	114	114	111
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	295	344	389	414	469
유동부채	135	179	204	202	214
단기금융부채	58	60	88	73	77
매입채무 및 기타채무	45	63	58	64	68
단기충당부채	1	4	4	4	5
비유동부채	18	17	22	22	22
장기금융부채	10	11	16	16	16
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	153	195	227	224	236
지배주주지분	142	149	162	190	233
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	68	75	77	77	77
기타자본구성요소	-9	-9	-9	-9	-9
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	68	67	78	106	149
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	142	149	162	190	233
부채와자본총계	295	344	389	414	469

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-5	11	16	56	66
당기순이익(손실)	26	8	22	38	53
비현금성항목등	19	21	21	28	33
유형자산감가상각비	7	6	11	12	12
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	12	15	10	16	21
운전자본감소(증가)	-48	-9	-21	1	-5
매출채권및기타채권의감소(증가)	-22	7	-15	-5	-4
재고자산의감소(증가)	-24	-39	-11	-7	-9
매입채무및기타채무의증가(감소)	2	18	-11	6	4
기타	-3	6	17	7	4
법인세납부	-2	-10	-4	-8	-11
투자활동현금흐름	-5	-4	-15	-16	-15
금융자산의감소(증가)	0	0	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-5	-5	-13	-12	-9
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	-0	0	-2	-4	-6
재무활동현금흐름	10	-2	14	-25	-6
단기금융부채의증가(감소)	20	10	27	-15	5
장기금융부채의증가(감소)	-1	-0	-2	0	0
자본의증가(감소)	17	7	2	0	0
배당금지급	-9	-10	-10	-10	-10
기타	-18	-9	-4	0	0
현금의 증가(감소)	-1	4	33	14	45
기초현금	24	23	27	60	74
기말현금	23	27	60	74	119
FCF	-9	6	3	44	57

자료 : 동성화인텍, SK증권 추정

포괄손익계산서

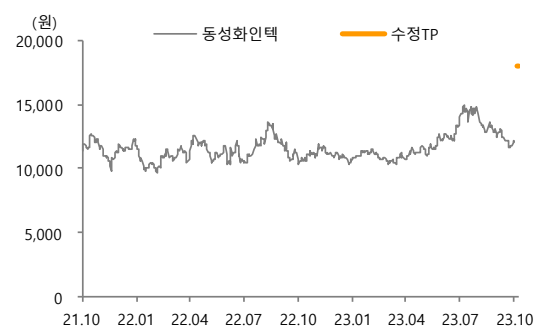
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	365	434	561	589	626
매출원가	306	394	495	485	504
매출총이익	59	41	67	104	123
매출총이익률(%)	16.1	9.4	11.9	17.7	19.6
판매비와 관리비	29	25	34	50	54
영업이익	30	15	33	54	69
영업이익률(%)	8.3	3.5	5.8	9.2	11.0
비영업손익	3	-1	-6	-8	-5
순금융손익	-3	-2	-5	-4	-4
외환관련손익	2	4	-1	-9	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	34	14	26	46	64
세전계속사업이익률(%)	9.2	3.2	4.7	7.8	10.2
계속사업법인세	7	5	5	8	11
계속사업이익	26	8	22	38	53
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	26	8	22	38	53
순이익률(%)	7.2	1.9	3.8	6.5	8.4
지배주주	26	8	22	38	53
지배주주귀속 순이익률(%)	7.2	1.9	3.8	6.5	8.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	25	9	22	38	53
지배주주	25	9	22	38	53
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	37	22	43	66	81

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-5.9	18.9	29.3	5.0	6.3
영업이익	-5.6	-49.4	113.1	66.1	27.5
세전계속사업이익	49.3	-58.6	88.1	75.9	38.8
EBITDA	-5.4	-41.5	100.2	52.8	22.4
EPS	17.9	-69.0	154.4	76.4	38.8
수익성 (%)					
ROA	9.8	2.6	5.9	9.5	12.0
ROE	21.0	5.8	13.9	21.6	25.0
EBITDA마진	10.1	5.0	7.7	11.2	13.0
안정성 (%)					
유동비율	132.1	126.5	127.3	141.5	160.3
부채비율	107.6	131.5	139.7	117.8	101.5
순차입금/자기자본	30.5	28.6	26.1	6.8	-11.8
EBITDA/이자비용(배)	12.1	8.9	8.4	12.5	18.9
배당성향	37.1	119.7	47.1	26.7	19.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	912	283	720	1,270	1,762
BPS	5,166	5,255	5,669	6,600	8,023
CFPS	1,149	498	1,081	1,677	2,168
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER	12.6	38.3	16.7	9.4	6.8
PBR	2.2	2.1	2.1	1.8	1.5
PCR	10.0	21.8	11.1	7.2	5.5
EV/EBITDA	10.2	16.9	9.4	5.7	4.1
배당수익률	3.0	3.2	2.9	2.9	2.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격	괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

2023.10.17 매수 18,000원 6개월



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 17일 기준)

매수	95.16%	중립	4.84%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------