

동성화인텍 (033500)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	15,000 원(상향)
증가(2020/06/02)	10,800 원
상승여력	38.9 %

Stock Indicator	
자본금	14십억원
발행주식수	2,698만주
시가총액	291 십억원
외국인지분율	2.9%
52 주 주가	4,685~11,200 원
60 일평균거래량	569,009 주
60 일평균거래대금	4.7 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	35.7	13.1	9.1	17.4
상대수익률	20.4	-5.4	-8.1	10.6

Price Trend



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	253	412	440	450
영업이익(십억원)	27	38	47	52
순이익(십억원)	17	25	30	33
EPS(원)	625	934	1,107	1,222
BPS(원)	3,517	4,174	4,955	5,813
PER(배)	16.3	11.6	9.8	8.8
PBR(배)	2.9	2.6	2.2	1.9
ROE(%)	20.0	24.3	24.3	22.7
배당수익률(%)	2.2	2.6	3.1	3.4
EV/EBITDA(배)	10.5	7.2	5.8	4.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계]

최광식 (2122-9197) gs.choie@hi-ib.com
정지훈 (2122-9199) jhjeong@hi-ib.com

향후 5 년의 단단한 실적: 할증 요인

CAPEX 후, 2020년 첫 실적 견조

동사는 전방 조선사들의 대규모 LNG 선 수주에 따라, CAPA 증설 요청을 받았고, 기존 10 척 초반에서 20 척으로, 4Q19 에 CAPEX 를 마쳤다. 그리고 1Q20 매출 900 억원(YoY +76%, QoQ +1%), 영업이익 71 억원(-13%, -2%), 지배순이익 61 억원(-18%, -15%)으로 당사 및 시장 기대를 영업단에서 -15%, 순이익단에서 +20%로 인라인했다. 올해 연간으로도 20 척 납품에 따라 실적의 계단 성장이 진행 중이다.

움직이는 LNG 선 신조 시장

6 월 1 일밤 카타르 LNG 선 100+척이 한국으로 왔다. 그러나 끝난 것이 아니다. 막 자금 조달을 끝낸 모잠비크 16 척과 삼성이 LOI 를 보유 중인 러시아 10 척, 그리고 액화 터미널 EPC 계약을 5월에 마친 나이지리아에서 12 척이 기다리고 있다. 하반기 조선업의 LNG 선 수주 모멘텀은 최고이고, 동사의 주가는 전방의 수주에 따라 움직인다. 하반기에도 동사 전방의 수주 모멘텀은 좋다.

단점: 2020년 피크 아웃? vs. 할증: 2024년까지 탑라인 그대로 단단

그러나 동사 및 보냉재 2 사를 추천함에 있어 불편함은, 올해 계단 성장 다음이 없다는 점이다. 카타르 100 척에 더해 모잠비크, 러시아, 나이지리아에서 44 척 이상을 수주해도, 한국 조선업의 LNG 선 건조 CAPA 는 60 척에 따라 인도시점은 여러 해에 걸쳐 나눠져, Mark III 40 척 이상으로 매출 성장이 없다는 점이 안타깝다.

이에 본 연구원은, 2020 년의 놀라운 실적이 2024 년 이후까지 계속된다는 점에 Valuation 프리미엄을 줄 수 있다고 판단한다. 앞서 언급한 카타르, 모잠비크, 러시아, 나이지리아의 140 척 인도 스케줄은 <그림 1>과 같고, Mark III M/S 70%를 적용할 경우, 보냉재 산업은 2024 년까지 무려 5 년의 안정적인 일감을 보유하게 된다. 호황기 35 척 대비 모자란 부분은 대형 프로젝트 외의 선대 교체, 일반적 LNG 선 발주로 채워져 2024 년까지 또는 그 이후로도 풀 가동된다.

Top-Line 은 갭힐 수 있지만, 증설 CAPA 에서의 작업 안정화, 생산성 개선 등으로 얼마나 더 수익성을 추가로 끌어올릴 여력도 남았다고 판단한다.

목표주가 15,000 원으로 상향: Covid-19 디스카운트 일부 거둬

동사의 목표주가를 15,000 원으로 올린다. 타겟 PBR 을 기존 2.2 배에서 3.0 배(COE 6.3%)로 올렸는데, 이는 카타르 120 척 발주와 후속 나이지리아와 모잠비크의 EPC 사 결정, 자본조달 등으로 전방의 움직임을 반영하기 위함이다. 뜨거운 여름 LNG 랠리에 보냉재가 가장 뜨거울 것이다.

투자포인트: 향후 5년의 확실한 미래/일감은 할증 요인

그림1. 2022년까지 보령재 납품 강제 유지, 2025년까지도 사실상 확보된 물량 다수 보유

▶ 한국 조선의 LNG선 수주																										
조선소	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26			
HHI	13	8	3	0	0		0	6	11	9	7	2	2	2	30	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
HM															1=Type-C											
SHI	18	11	11	8	0		4	17	1	12	5	2	1	2	19	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DSME	19	9	10	9	2		0	5	2	7	37	8	3	3	18	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타 한국	0	1	1	1	0		0	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
한국	50	29	25	18	2		4	30	16	28	49	12	6	7	67	48	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
일본	16	8	5	2	1		0	3	4	7	8	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
중국	2	3	0	0	0		0	4	4	5	5	1	0	4	2	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타																										
Mark III Captive	31	20	15	9	0		4	25	14	21	12	4	3	4	49	38										
Mark III + NO96-FLEX	50	29	25	18	2		4	30	16	28	49	12	6	7	67	48										
▶ 인도 - 9개월 전: 안벽기간 도착 + 미래																										
조선소	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26			
HHI+삼호	0	0	6	9	7	1	1	0	1	4	7	10	7	4	6	9	15	20	6	0	0	0	0	0	0	0
SHI	2	9	8	11	11	11	3	2	3	16	3	7	1	8	5	5	17	14	2	0	0	0	0	0	0	0
DSME	2	5	8	11	11	7	5	3	0	4	5	1	9	19	17	14	18	6	0	0	0	0	0	0	0	0
기타 한국	0	0	0	0	0	1	0	0	0	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
한국	4	14	22	31	29	20	9	5	4	26	17	18	17	31	28	28	51	40	8	0	0	0	0	0	0	0
일본	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
중국	0	3	3	10	11	4	2	0	1	1	6	2	6	12	5	1	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mark III Captive	2	9	14	20	18	13	4	2	4	22	12	17	8	12	11	14	33	34	30	22	19	15	8			
Mark III + L03	3	11	17	24	22	15	6	3	4	23	14	17	11	18	17	19	39	36	34	26	23	18	9			
Mark III + NO96-FLEX																										
후속 수주들																										
카타르 100척																				4	41	41	37	29		
모잠비크 16+20척																					8	8	10	10		
나이지리아 12척																					6	6				
러시아 10+5척																				4	4	4	4	4		

자료: 리서치본부

그림2. 동성화인텍 실적: 2020년~2021년 MSI 탭라인이 피크

(억원)															
동성화인텍	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	512	523	608	889	900	1,032	1,029	1,160	3,459	3,350	2,310	1,881	2,533	4,121	4,398
영업이익	81	80	36	72	71	96	105	111	204	133	-252	-85	269	383	473
금융/기타영업외	-7	-64	-22	5	-2	-22	-21	-21	-30	-8	-65	-6	-88	-66	-83
세전사업이익	74	16	14	77	69	74	84	90	174	125	-317	-92	181	317	390
지배주주순이익	74	11	12	72	61	57	64	70	142	98	-309	-122	169	252	299
영업이익률	15.8%	15.2%	6.0%	8.1%	7.9%	9.3%	10.2%	9.6%	5.9%	4.0%	-10.9%	-4.5%	10.6%	9.3%	10.8%
지배주주순이익률	14.5%	2.1%	2.0%	8.1%	6.8%	5.5%	6.2%	6.0%	4.1%	2.9%	-13.4%	-6.5%	6.7%	6.1%	6.8%
MSI(LNG) 매출	447	464	543	855					3,261	3,095	2,024	1,582	2,308	3,871	4,124
YoY											-35%	-22%	46%	68%	7%
영업이익	82	73	33	73					192	105	-275	-106	261	381	468
영업이익률	18.4%	15.7%	6.1%	8.6%					5.9%	3.4%	-13.6%	-6.7%	11.3%	9.8%	11.4%
기타 매출	66	60	65	34					210	232	286	299	225	250	274
영업이익	-1	7	3	-1					12	24	23	21	8	2	5
영업이익률	-1.9%	11.5%	5.2%	-3.0%					5.5%	10.4%	8.0%	6.9%	3.6%	0.8%	1.9%

자료: 리서치본부

VALUATION: 목표주가 15,000 원으로 상향

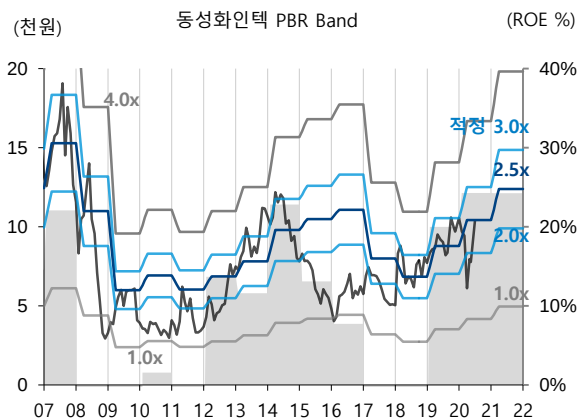
그림3. 동성화인텍 FWD 2Y EPS 에 타겟 PER 15 배로 목표주가 15,000 원으로 50% 상향: 적정 PBR 은 3.0 배로 기존 2.2 배에서 상향
VALUATION 은 CB 모두 전환한 EPS, BPS, 주식수 기준

동성화인텍 PER	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EPS	525	362	-1,147	-453	625	934	1,107	1,222
YoY	-40%	-31%	-417%	-60%	-238%	49%	19%	10%
PER(고)	16.4	19.4	-7.2	-20.7	17.9			0.0
PER(평)	12.6	15.6	-5.3	-16.2	16.9			8.8
PER(저)	8.7	10.2	-4.1	-11.5	11.2			0.0
타겟PER						15	15	15
적정주가						14,005	16,606	18,336
						'20~'21 평균 15,306		
목표주가						15,000		
종가(6.2)						10,800		
상승여력						39%		

PBR VALUATION	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
주식수(백만주)	27	27	27	27	27	27	27	27
↓								
주식수(CB 모두 전환 가정)	27	27	27	27	27	30	30	30
BPS	4,200	4,432	3,199	2,740	3,517	4,174	4,955	5,813
↓								
BPS(CB 모두 전환 가정)	4,200	4,432	3,199	2,740	3,517	5,018	5,711	6,471
PBR(고)	2.1	1.6	2.6	3.4	3.5	2.4		
PBR	1.6	1.3	1.9	2.7	3.0	2.2		
PBR(저)	1.1	0.8	1.5	1.9	2.3	1.0		
ROE	25.0%	7.7%	-31.3%	-12.5%	20.0%	24.3%	24.3%	22.7%
ROE(CB 모두 전환 가정)	25.0%	7.7%	-31.3%	-12.5%	20.0%	20.4%	18.3%	17.8%
적용COE				4.2%	5.5%	6.3%	← 2Y 중앙값, 고점 평균	
						타겟	~ 현재	~ 바닥
적정 PBR				2.2	3.7	3.0	2.2	0.9
적정주가					12,900	14,991		

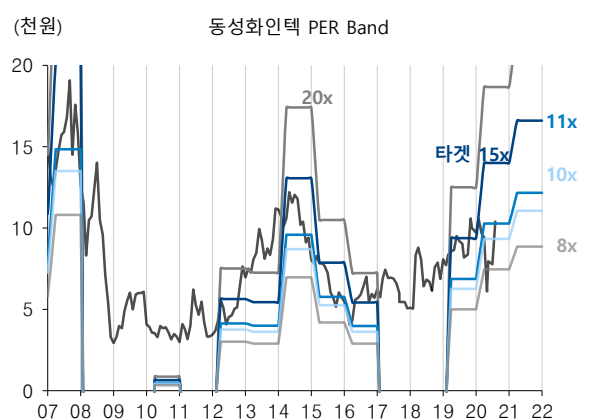
자료: 리서치본부

그림4. 동성화인텍 PBR Band



자료: 리서치본부

그림5. PER Band: 타겟 PER 15 배



자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	143	179	204	230
현금 및 현금성자산	23	38	57	76
단기금융자산	1	1	1	1
매출채권	31	47	47	51
재고자산	78	82	88	90
비유동자산	120	126	131	135
유형자산	112	116	120	125
무형자산	1	1	0	0
자산총계	263	305	335	365
유동부채	106	130	138	144
매입채무	25	49	57	63
단기차입금	48	48	48	48
유동성장기부채	6	6	6	6
비유동부채	63	63	63	64
사채	34	34	34	34
장기차입금	16	16	16	16
부채총계	168	193	201	208
자배주주지분	95	113	134	157
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	48	48	48	48
이익잉여금	36	53	75	98
기타자본항목	-3	-3	-3	-3
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	95	113	134	157

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-6	51	54	57
당기순이익	17	25	30	33
유형자산감가상각비	7	11	11	12
무형자산감가상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-8	-16	-16	-17
유형자산의 처분(취득)	-7	-15	-15	-16
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	1	-1	0	0
재무활동 현금흐름	22	-7	-8	-10
단기금융부채의증감	17	-	-	-
장기금융부채의증감	6	0	0	0
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	8	15	18	20
기초현금및현금성자산	15	23	38	57
기말현금및현금성자산	23	38	57	76

포괄손익계산서

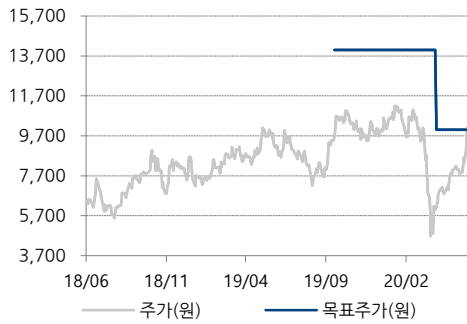
(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	253	412	440	450
증가율(%)	34.6	62.7	6.7	2.4
매출원가	202	335	351	356
매출총이익	51	77	88	95
판매비와관리비	24	39	41	42
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	27	38	47	52
증가율(%)	-415.8	42.1	23.6	10.7
영업이익률(%)	10.6	9.3	10.8	11.6
이자수익	0	1	1	2
이자비용	4	4	5	5
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-5	-3	-5	-5
세전계속사업이익	18	32	39	44
법인세비용	1	6	9	11
세전계속이익률(%)	7.2	7.7	8.9	9.8
당기순이익	17	25	30	33
순이익률(%)	6.7	6.1	6.8	7.3
지배주주귀속 순이익	17	25	30	33
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	16	25	30	33
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	625	934	1,107	1,222
BPS	3,517	4,174	4,955	5,813
CFPS	875	1,337	1,526	1,657
DPS	220	280	330	370
Valuation(배)				
PER	16.3	11.6	9.8	8.8
PBR	2.9	2.6	2.2	1.9
PCR	11.7	8.1	7.1	6.5
EV/EBITDA	10.5	7.2	5.8	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.0	24.3	24.3	22.7
EBITDA 이익률	13.3	11.9	13.3	14.3
부채비율	177.2	171.1	150.4	132.4
순부채비율	84.0	57.3	34.3	16.5
매출채권회전율(x)	10.1	10.6	9.3	9.1
재고자산회전율(x)	4.1	5.1	5.2	5.1

자료 : 동성화인텍, 하이투자증권 리서치본부

동성화인텍
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-09-17(담당자변경)	Buy	14,000	1년	-29.8%	-20.0%
2020-03-30	Buy	10,000	1년	-21.1%	8.0%
2020-06-03	Buy	15,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 최광식, 정지훈)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-