

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	454 억원
발행주식수	4,544 만주
자사주	166 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,949 억원
주요주주	
백정호(와8)	44.37%

외국인지분율	5.10%
배당수익률	3.00%

Stock Data

주가(16/07/08)	6,490 원
KOSPI	1974.08 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	8,000 원
52주 최저가	5,430 원
60일 평균 거래대금	13 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

동성코퍼레이션 (102260/KS | 매수(신규편입) | T.P 10,000 원(신규편입))

자체사업 + 자회사 실적호조

투자의견 매수, 목표주가 10,000 원을 제시하며 신규편입한다. 목표주가는 자체사업가치와 상장(현 주가에서 20% 할인 적용) 및 비상장법인(동성 TCS는 장부가, 제네웰은 2016년 예상실적에 PER 20 배 적용)의 지분가치를 고려한 Sum of parts 방식으로 산출하였다. 현 주가대비 52%의 상승 여력이 있는 것으로 판단된다.

실적호조를 바탕으로 저평가된 기업가치 부각 예상

자체사업과 자회사의 실적호조를 바탕으로 저평가된 기업가치가 부각될 전망이다. 자체사업은 TPU 부문 성장에 따라 외형 성장 및 수익성 개선이 지속되고 있다. 자회사인 동성화학은 원재료 가격 하락과 원화 약세, 적자사업인 멜라닌폼의 텐어라운드에 힘입어 수익성이 향상되었다. 동성화인텍은 조선산업 부진 여파가 부정적인 요인 있지만 육상플랜트 진출로 제품 및 매출처 다각화를 꾀하고 있다. 제네웰은 수출비중 확대를 통한 성장이 가속화될 전망이다.

2016년 매출액, 영업이익 각각 6.3%, 32.1% 증가 예상

2016년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 6.3%, 32.1% 증가한 9,262 억원, 881 억원이 예상된다. 실적개선의 핵심은 자체사업과 동성화학이 될 것이다. 자체사업의 영업이익증가율은 70%, 동성화학은 26%에 달할 것으로 전망된다. 이익모멘텀 둔화를 극복하고자 육상플랜트 분야에 진출한 동성화인텍은 추가적인 신규수주에 주목한다.

투자의견 매수, 목표주가 10,000 원을 제시하며 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 10,000 원을 제시하며 신규편입한다. 목표주가는 자체사업가치와 상장(현 주가에서 20% 할인 적용) 및 비상장법인(동성 TCS는 장부가, 제네웰은 2016년 예상실적에 PER 20 배 적용)의 지분가치를 고려한 Sum of parts 방식으로 산출하였다. 현 주가대비 52%의 상승 여력이 있는 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	8,234	9,054	8,712	9,262	10,013	10,835
yoY	%	25.9	10.0	-3.8	6.3	8.1	8.2
영업이익	억원	439	500	667	881	1,011	1,103
yoY	%	-0.4	13.9	33.3	32.1	14.7	9.1
EBITDA	억원	611	684	881	1,101	1,234	1,356
세전이익	억원	287	314	573	790	917	1,019
순이익(자배주주)	억원	6	73	203	388	451	504
영업이익률%	%	5.3	5.5	7.7	9.5	10.1	10.2
EBITDA%	%	74	7.6	10.1	11.9	12.3	12.5
순이익률	%	22	3.2	5.0	6.6	6.9	7.1
EPS	원	22	203	496	853	992	1,108
PER	배	243.3	32.9	12.9	7.7	6.6	5.9
PBR	배	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	6.9	8.6	6.9	5.5	4.7	4.1
ROE	%	0.3	3.7	8.7	13.9	14.6	14.8
순차입금	억원	1,278	1,594	1,780	1,495	1,061	521
부채비율	%	118.4	113.9	101.2	90.6	84.9	79.6

회사개요

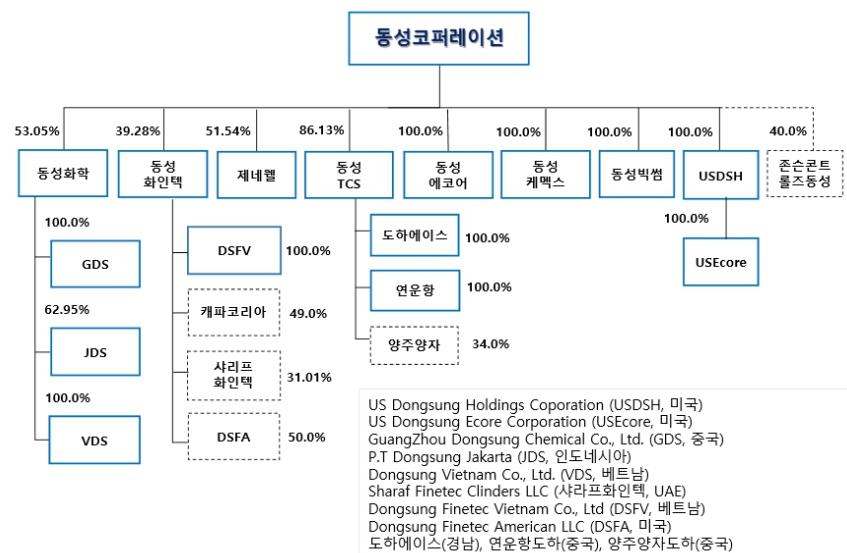
자체사업과 자회사의 실적호조를 바탕으로 저평가 매력 부각 예상

자체사업과 자회사의 실적호조를 바탕으로 저평가된 기업가치가 부각될 전망이다. 자체사업은 TPU 부문 성장에 따라 외형 성장 및 수익성 개선이 지속되고 있다. 자회사인 동성화학은 원재료 가격 하락과 원화 약세, 적자사업인 멜라닌폼의 턴어라운드에 힘입어 수익성이 향상되었다. 동성화인텍은 조선산업 부진 여파가 부정적인 요인이지만 육상플랜트 진출로 제품 및 매출처 다각화를 꾀하고 있다. 제네웰은 수출비중 확대를 통해 성장이 가속화될 전망이다.

동성그룹의 자주회사

동성코퍼레이션은 2015년 7월 동성하이켐과 합병을 통해 자체사업을 영위하고 8개의 국내 계열사를 보유한 동성그룹의 자주회사이다. 화학부문의 동성화학, 동성화인텍, 동성케맥스 등과 중장비 및 항공부품의 동성 TCS, 의약품 제조의 제네웰, 그린에너지 부문의 동성에코어 등을 보유하고 있다.

동성그룹 지분 구도



자료 : 동성코퍼레이션

자체 사업 및 자회사 실적 호조

TPU 부문 성장에 따른 자체사업 호조

자체사업은 파라핀 용제 등 기능성용제를 제조하는 석유화학 사업과 유기과산화물을 제조하는 정밀화학사업, 성형/코팅/접착제용 TPU를 생산하는 우레탄 사업부로 구성되어 있다. TPU 부문의 성장에 따라 2016년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 14%, 70% 증가한 2,602 억원, 402 억원이 예상된다. 제품 스프레드의 개선 속에 신규 거래처 확보에 따른 외형증가가 수익개선을 이끌고 있다. 정밀화학 부문의 신사업인 DCP의 생산이 본격화되는 2017년에는 매출증가가 가속화될 것이다.

동성화인텍, 육상 플랜트 시장 진입으로 성장 정체를 극복

동성화인텍은 PU(폴리우레탄)단열재 사업부문과 가스사업부분으로 구성되어 있다. PU 단열재 사업부문은 LNGC에 장착되는 초저온보냉재(국내 시장점유율 50%)가 매출의 주된 아이템이며 가스사업부문은 냉매와 방재시스템을 생산하고 있다. 전세계 LNGC의 발주 증가에 힘입어 지난 몇 년간 양호한 실적을 기록했지만 2015년 이후 LNGC의 수주급감(15년 전세계 발주량 27 척, 14년 64 척)이 현실화되면서 향후 실적은 타격을 받을 수 있었다. 그러나 미국액화 플랜트(세일가스)시장에 진입하면서 성장 정체의 극복이 예상된다. 이미 지난 3월 미주법인(지분율 50%)이 1,300 억원 규모의 발전소 기자재 수주에 성공하였다. 이보다 큰 규모의 LNG 프로젝트 수주 가능성이 높은 상황이다. 2016년 예상매출액 4,210 억원, 영업이익 288 억원으로 전년대비 각각 4.2%, 10.2% 증가가 예상된다.

동성화학, 원재료 가격 안정, 환율 상승, 적자사업부 정상화로 실적개선 본격화

동성화학은 신발창용 폴리우레탄 수지(Polyurethane System, PUS), 합성피혁용 폴리우레탄 수지(Polyurethane Resin for Synthetic Leather, SCA), EVA based compound foam 등을 생산하고 있다. 매출비중(2015년 기준)은 신발창용 PU 31%, 합성피혁용 PU 25%, 기타 44%이다. PUS는 주로 나이키(매출비중 약 40%)에 납품하고 있다. 2015년 매출액 1,808 억원, 영업이익 213 억원으로 전년대비 각각 3%, 213% 증가했다. 큰 폭의 수익개선이 가능했던 것은 제품가격이 유지되는 가운데 원재료인 MDI의 가격이 하향 안정화되었고 환율이 상승했기 때문이다. 적자폭이 커던 멜리닌폼 사업부문도 수율개선으로 인해 BEP 수준까지 수익성이 향상되었다. 또한 베트남 EVA(Ethylene Vinyl Acetate, 나이키 신발 밑창용 충격 흡수재) 공장이 가동됨에 따라 연간 300 억원 이상의 외형증가가 가능할 전망이다. 2016년 예상매출액 2,101 억원, 영업이익 269 억원, 영업이익률은 12.8%이다.

동성TCS, 항공부품의 성장에 주목

동성TCS는 2014년 7월 동성그룹에 편입되었다. 중장비(엔지니어링 플라스틱 내외장 제품), 건축자재(SMC Panel 생산/조립, 대형 물탱크 등)를 주로 생산하고 있으며 최근에는 항공부품(동체 부품)의 수요 증가에 따라 점진적인 성장이 이루어지고 있다. 2016년 매출액과 영업이익은 1,013 억원, 41 억원으로 전년대비 각각 7%, 17% 증가가 예상된다.

**제너웰, 안정적 실적 +
해외수출확대 모멘텀**

제너웰은 메디폼(습윤드레싱)과 가딕스(유착방지제)를 생산하는 제약업체이다. 최근 5년간 연평균 외형 성장을 8.7%, 평균 영업이익률 21%로 양호한 실적을 시현했다. 글로벌 제약사인 먼디파마와 글로벌 판매에 대한 라이선스 및 판매에 대한 전략적 제휴 협약을 체결하고, 독일 의료기기업체인 B.Braun 과는 수술용 의료기기 공동개발에 대한 MOU를 체결하는 등 성장을 위한 발걸음이 빨라지고 있다. 2016년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 7%, 12% 증가한 252억원, 65억원이 예상된다.

실적 전망 및 밸류에이션

**2016년 매출액과 영업이익 각각
6%, 32% 증가 예상**

2016년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 6.3%, 32.1% 증가한 9,262억원, 881억원이 예상된다. 실적개선의 핵심은 자체사업과 동성화학이 될 것이다. 자체사업의 영업이익증가율은 70%, 동성화학은 26%에 달할 것으로 전망된다. 이익모멘텀 둔화를 극복하고자 육상 플랜트 분야에 진출한 동성화인텍은 추가적인 신규수주에 주목한다.

실적 추이		(단위: 억원)			
		2013	2014	2015	2016E
자체사업	매출액	2,159	2,493	2,278	2,602
	영업이익	150	151	236	402
	영업이익률	6.9%	6.1%	10.4%	15.4%
동성화인텍	매출액	4,095	4,208	3,471	3,620
	영업이익	205	255	204	225
	영업이익률	5.0%	6.1%	5.9%	6.2%
동성화학	매출액	1,469	1,760	1,808	2,101
	영업이익	41	68	213	269
	영업이익률	2.8%	3.9%	11.8%	12.8%
동성TCS	매출액	905	908	943	1,013
	영업이익	50	18	35	41
	영업이익률	5.5%	2.0%	3.7%	4.0%
제너웰	매출액	185	203	236	252
	영업이익	37	52	58	65
	영업이익률	20.0%	25.6%	24.6%	25.8%
합산	매출액	8,234	9,054	8,712	9,262
	영업이익	439	500	667	881
	영업이익률	5.3%	5.5%	7.7%	9.5%

자료: 동성코퍼레이션, SK 증권 추정

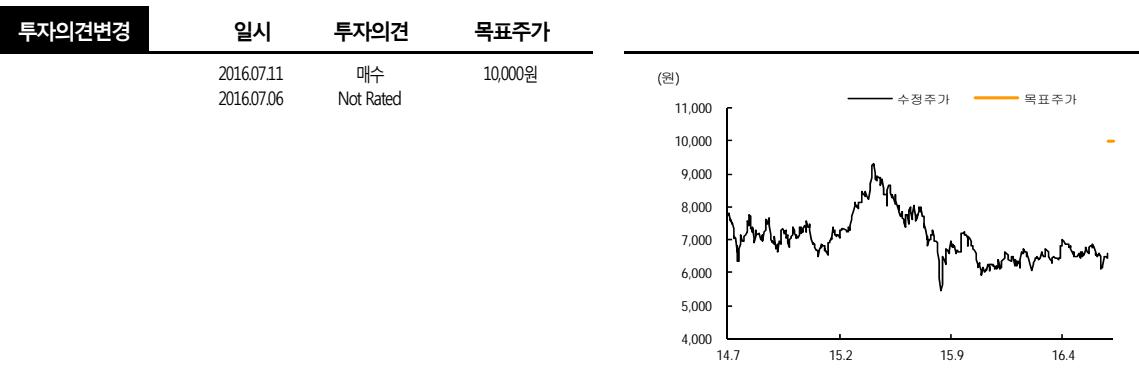
**투자의견 매수, 목표주가
10,000 원을 제시하며 신규편입**

투자의견 매수, 목표주가 10,000 원을 제시하며 신규편입한다. 목표주가는 자체사업가치와 상장(현 주가에서 20% 할인 적용) 및 비상장법인(동성 TCS는 장부가, 제네웰은 2016년 예상실적에 PER 20 배 적용)의 지분가치를 고려한 Sum of parts 방식으로 산출하였다. 현 주가대비 52%의 상승 여력이 있는 것으로 판단된다.

적정주가 산출내역		(단위: 억원 원 배)		
사업가치		2016E		
EBITDA		482		
Multiple(x)		5.0		
자체사업 가치(A)		2,410		
	회사명	지분율	장부가	시가
상장법인	동성화인텍	39.2%	601	688
	동성화학	53.1%	312	715
비상장법인	동성TCS	86.1%	371	371
	제네웰	51.5%	70	412
	기타		620	620
비영업자산가치합계(B)		1,974		
순차입금©		317		
기업가치(D=A+B-C)		4,618		
주당기업가치(E)		10,162		

자료 SK 증권 추정

주: 기타는 투자부동산 및 기타 계열사 지분, 상장법인 20% 할인 적용, 순차입금(별도기준)은 2016년 예상실적 기준



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 7월 11일 기준)

매수	95.45%	중립	4.55%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,624	3,499	3,911	4,635	5,449
현금및현금성자산	440	401	446	918	1,458
매출채권및기타채권	1,687	1,631	1,770	1,913	2,070
재고자산	1,087	1,164	1,262	1,365	1,477
비유동자산	4,467	4,518	4,559	4,563	4,575
장기금융자산	198	219	191	191	191
유형자산	3,069	3,132	3,208	3,223	3,233
무형자산	498	455	439	430	422
자산총계	8,092	8,017	8,471	9,198	10,024
유동부채	3,110	2,919	2,959	3,047	3,165
단기금융부채	1,684	1,697	1,634	1,614	1,614
매입채무 및 기타채무	1,127	922	1,001	1,082	1,170
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,198	1,113	1,066	1,177	1,279
장기금융부채	704	727	676	734	734
장기매입채무 및 기타채무	2	2	2	3	3
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	4,308	4,032	4,026	4,224	4,444
지배주주지분	2,029	2,663	2,933	3,227	3,574
자본금	362	454	454	454	454
자본잉여금	1,070	1,634	1,634	1,634	1,634
기타자본구성요소	-61	-198	-181	-181	-181
자기주식	-22	-162	-143	-143	-143
이익잉여금	598	736	1,036	1,377	1,772
비자매주주지분	1,754	1,322	1,512	1,746	2,006
자본총계	3,783	3,985	4,445	4,974	5,580
부채와자본총계	8,092	8,017	8,471	9,198	10,024

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	679	542	610	821	957
당기순이익(순실)	291	436	610	695	773
비현금성항목등	495	544	539	539	583
유형자산감가상각비	166	194	205	209	241
무형자산상각비	17	20	16	14	13
기타	220	152	87	29	27
운전자본감소(증가)	-16	-314	-355	-165	-152
매출채권및기타채권의 감소증가)	-49	176	-143	-144	-157
재고자산감소(증가)	35	-63	-105	-102	-112
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	89	-224	53	81	89
기타	-90	-203	-160	0	28
법인세납부	-91	-124	-184	-248	-247
투자활동현금흐름	-442	-305	-406	-212	-242
금융자산감소(증가)	92	29	-136	0	0
유형자산감소(증가)	-282	-289	-279	-225	-250
무형자산감소(증가)	-22	-15	-5	-5	-5
기타	-230	-30	14	17	13
재무활동현금흐름	-431	-276	-145	-136	-175
단기금융부채증가(감소)	-529	-625	-65	-20	0
장기금융부채증가(감소)	264	625	-46	58	0
자본의증가(감소)	-11	-73	26	0	0
배당금의 지급	-80	-130	-87	-109	-109
기타	-76	-72	-60	-65	-66
현금의 증가(감소)	-189	-39	45	472	539
기초현금	629	440	401	446	918
기말현금	440	401	446	918	1,458
FCF	284	107	468	619	682

자료 : 동성코퍼레이션, SK증권

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,054	8,712	9,262	10,013	10,835
매출원가	7,729	7,182	7,444	8,040	8,711
매출총이익	1,325	1,531	1,818	1,973	2,124
매출총이익률 (%)	14.6	17.6	19.6	19.7	19.6
판매비와관리비	825	864	937	962	1,021
영업이익	500	667	881	1,011	1,103
영업이익률 (%)	5.5	7.7	9.5	10.1	10.2
비영업손익	-187	-94	-91	-94	-83
순금융비용	93	67	58	57	53
외환관련손익	15	5	1	-8	-3
관계기업투자등 관련손익	18	29	9	0	0
세전계속사업이익	314	573	790	917	1,019
세전계속사업이익률 (%)	3.5	6.6	8.5	9.2	9.4
계속사업법인세	23	137	180	222	247
계속사업이익	291	436	610	695	773
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	291	436	610	695	773
순이익률 (%)	3.2	5.0	6.6	6.9	7.1
지배주주	73	203	388	451	504
지배주주구속 순이익률(%)	0.8	2.33	4.18	4.5	4.65
비지배주주	218	233	222	244	269
총포괄이익	329	405	553	638	716
지배주주	111	177	340	404	457
비지배주주	218	228	213	234	259
EBITDA	684	881	1,101	1,234	1,356

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	10.0	-3.8	6.3	8.1	8.2
영업이익	13.9	33.3	32.1	14.7	9.1
세전계속사업이익	9.4	82.6	37.9	16.1	11.2
EBITDA	12.0	28.9	25.0	12.0	9.9
EPS(계속사업)	836.8	144.2	71.8	16.4	11.7
수익성 (%)					
ROE	3.7	8.7	13.9	14.6	14.8
ROA	3.8	5.4	7.4	7.9	8.0
EBITDA/마진	7.6	10.1	11.9	12.3	12.5
안정성 (%)					
유동비율	116.5	119.9	132.2	152.1	172.2
부채비율	113.9	101.2	90.6	84.9	79.6
순자본/자기자본	42.1	44.7	33.6	21.3	9.3
EBITDA/이자비용(배)	6.8	12.1	17.3	19.0	20.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	203	496	853	992	1,108
BPS	5,603	5,860	6,454	7,102	7,865
CFPS	715	1,021	1,338	1,483	1,666
주당 현금배당금	170	200	250	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	38.8	18.7	8.2	7.1	6.3
PER(최저)	25.0	10.9	7.1	6.1	5.5
PBR(최고)	1.4	1.6	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
PCR	9.4	6.3	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA(최고)	9.2	7.6	5.7	4.9	4.2
EV/EBITDA(최저)	7.2	6.3	5.3	4.5	3.9