

- 김명진**
02-768-3851
pyungjin.kim@dwsec.com
- 김재훈**
02-768-3047
jaehoon.kim@dwsec.com
- 추연환**
02-768-3002
yeonhwan.choo@dwsec.com
- 서승우**
02-768-3080
seungwoo.seo@dwsec.com
- 박성용**
02-768-4105
sungyoung.park@dwsec.com
- 이지용**
02-768-3829
jiyong.lee@dwsec.com
- 권명준**
02-768-3075
myoungchun.kwon@dwsec.com
- 박승현**
02-768-4194
seunghyeon.park@dwsec.com

이제는 중견기업이다!!

도약이 예상되는 중견그룹들...

한국 경제의 허리, '중견기업'

중견기업이란 중소기업기본법상 중소기업 범위를 벗어난 기업으로 상호출자제한기업집단 소속기업이 아닌 기업이다. 업종별 규모기준으로 제조업 상시근로자 수 300명 이상, 자본금 80억원 이상 등이며 상한규모기준 자산규모 5,000억, 종업원수 1,000명 등이다.

중견기업은 한국경제의 허리이다. 2011년 기준으로 1,422개의 중견기업이 있고, 2012년 한 해 316개의 기업이 신규로 진입했다. 중견기업은 기업의 수로는 전체의 0.04%에 불과하지만 고용인력은 82만명으로 7.7%를 차지하고 있으며, 고용증가율은 5년간 5.2%로 대기업의 고용증가율 4.3%을 앞서며 높은 일자리 창출을 보이고 있다.

중견기업 성장을 위한 선결 조건

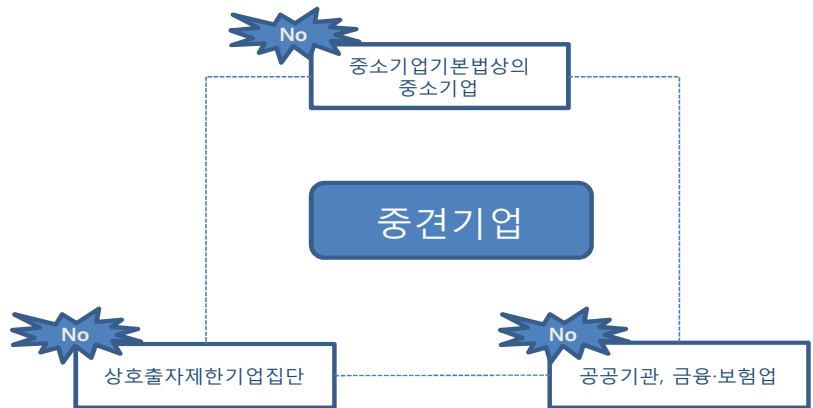
중견기업은 중소기업의 성장을 견인하고 대기업의 경쟁력을 뒷받침하면서 새로운 성장주체로 부각되고 있다. 그러나 중소기업이 중견기업으로 성장하는데 어려움을 겪는 현실이다. 중소기업중앙회가 발표한 '중소·중견기업 성장 애로요인 조사' 결과에 따르면 중소기업이 중견기업으로, 중견기업이 대기업으로 성장하기 위한 산업생태계가 잘 구축되어 있다고 인식하는 기업은 전체기업의 5.8%에 불과하며, 그렇지 않다고 응답한 기업은 46.1%로 전반적으로 국내 중소·중견기업의 산업생태계에 대한 인식이 부정적인 것으로 나타났다.

국내 산업생태계 여건이 미흡한 원인으로 대기업의 시장잠식(50.5%), 대기업의 불공정 행위(27.9%), 기업규모별 맞춤형 지원정책 미흡(21.6%) 등으로 나타났다. 결국 중견기업의 성장을 위해서는 공정거래의 확립, 정부의 정책적 지원 등의 환경이 우선적으로 조성되어야 하는 것이다.

새 정부, 중소·중견기업 육성을 위한 정책 표명

새 정부가 들어서며 '창조경제 및 경제민주화'의 개념이 강조되고 있다. 아울러 '중소기업을 중견기업으로, 중견기업을 대기업으로' 육성하기 위해 중소·중견기업 육성에 관한 정책이 표방되고 있다.

중견기업



자료: KDB대우증권

본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

정부의 중소·중견기업 육성에 관한 정책은 크게 두 가지 방향에서 전개되고 있다.

하나는 대기업을 규제하는 것이며 다른 하나는 중소·중견기업을 직접적으로 지원하는 것이다. 대기업 규제는 중소기업적합업종 지정, 일감몰아주기 등 부당 내부거래 금지, 대기업 신규 순환출자 금지 등이며 중소·중견기업 지원 정책은 중소·중견기업 R&D 지원 강화, 중소·중견기업 세계화 지원, 인력지원, 엔젤투자 활성화 등이다.

아울러 중견기업의 개념을 명확히 하여 중견기업 정의를 반영한 법률 개정이 추진되고 있으며 중견기업 성장사다리 정책 발표도 예정되어 있다.

‘이제는 중견기업이다!’ 도약이 예상되는 중견기업으로 관심을

중소·중견기업을 육성하기 위한 다양한 환경의 조성과 정부의 정책 등을 고려할 때 중소·중견기업에 대한 관심이 요구되는 시점이다. 특히 중소기업에서 중견기업으로의 진입보다, 중견기업에서 대기업으로 성장을 보였던 기업이 비교적 적었던 점을 감안하면 도약이 예상되는 중견기업에 대해 주목할 필요가 있다. 따라서 ‘도약이 예상되는 중견기업’으로 구성된 중견그룹사 6개를 선정했다.

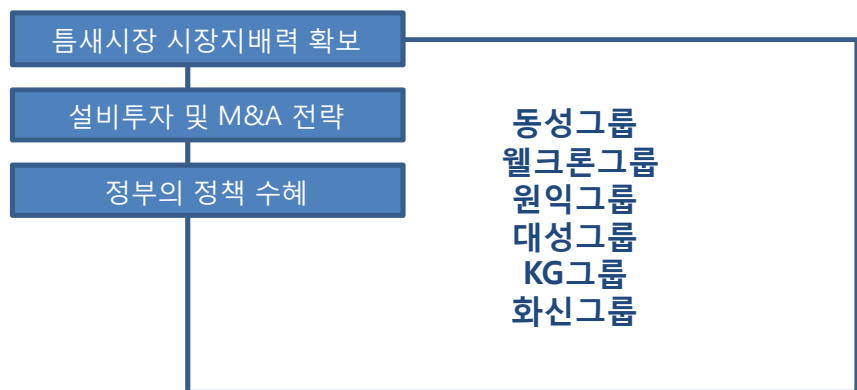
‘도약이 예상되는 중견그룹사 6선’의 선정 배경은 다음과 같다.

첫째, 틈새시장에서 시장지배력을 확보했다는 점이다. 중소기업이 진입하기에는 투자비용 등의 진입장벽이 존재하고, 대기업이 사업을 펼치기에는 시장규모 등이 소규모인 틈새시장에서 선투자를 통해 규모의 경제를 확보하여 성장성 및 수익성을 확보한 기업들이다.

둘째, 재무적인 측면에서도 규모의 경제를 확보하여 풍부한 현금 유동성을 바탕으로 적극적인 설비투자 및 M&A 등을 통해 외형확대 및 수익성 증대에서 상대적으로 유리한 기업들이다. 특히 우량한 중견기업들을 자회사 및 계열사로 확보한 중견그룹들은 자원의 효율적 배분 및 미래 성장 전략 등의 측면에서 단독의 기업들보다 유리한 위치를 점유하고 있다. 단, 과도한 레버리지를 이용한 무차별한 확장전략을 펼치는 기업은 배제하였다.

마지막으로 정부의 적극적인 중소·중견기업 육성정책의 수혜를 받는다는 점이다. 다양한 법률 및 제도적 장치의 마련과 성장 환경의 조성 등은 비단 중소기업 뿐만 아니라 중견기업에게도 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 특히 중견기업, 중견그룹들은 일자리 창출 측면에서 중소기업보다 경제에 기여하는 바가 크다. 따라서 중견기업에서 대기업으로 성장할 수 있는 여건의 조성은 중견기업에게 큰 메리트로 작용할 전망이다.

도약이 예상되는 중견그룹 6선



자료: KDB대우증권

C O N T E N T S

동성그룹	4
동성하이켐 (013450)	6
동성화인텍 (033500)	8
동성화학 (005190)	11

웰크론그룹	14
웰크론한텍 (076080)	16
웰크론강원 (114190)	18

원익그룹	20
원익머티리얼즈 (104830)	23
원익QnC (074600)	25

대성그룹	28
대성홀딩스 (016710)	31
대성에너지 (117580)	33

KG그룹	35
KG이니시스 (035600)	37
KG모빌리언스 (046440)	39

화신그룹	41
화신 (010690)	43
화신정공 (126640)	45

동성그룹

첨단 응용소재 및 바이오/환경 전문기업으로!

동성홀딩스를 지주회사로 화학, 조선기자재 및 바이오, 그린에너지 자회사 보유

동성그룹은 동성홀딩스(102260)를 지주회사로 화학사업을 영위하는 동성화학(005190)·동성하이켐(013450)과 LNG/LPG 보냉제 조선기자재 사업의 동성화인텍(033500) 그리고 바이오사업군의 제네웰(비상장)과 그린에너지 사업의 동성에코어(비상장)를 주요 계열사로 두고 있다.

동성그룹의 모태인 동성화학은 1959년에 설립되어 신발용 폴리우레탄(PU), 인조피혁 및 섬유코팅·접착용 폴리우레탄(PU)등을 생산하고 있다. PU 제조 기술을 바탕으로 화학소재 다각화를 위해 1978년 설립된 동성하이켐은 석유화학·정밀화학 및 열가소성 PU 등을 생산하며 기존 소비재 위주의 제품군에서 산업재 및 중간재 제품으로 Product Mix 개선을 이루는 우량 자회사로 성장했다.

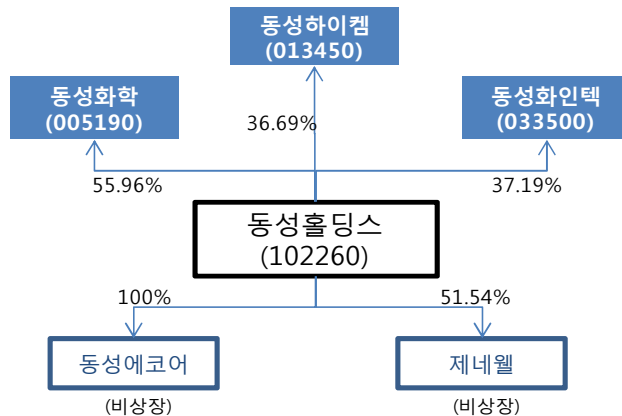
화학소재 산업에서 응용소재분야로의 확장하기 위해 2009년, LNG/LPG 보냉제 사업을 영위하는 화인텍(현 동성화인텍으로 사명 변경)을 인수하며, 높은 성장성이 기대되는 천연가스 산업 분야로 진입했다. 또한 첨단 의료소재 사업을 영위하는 제네웰(비상장)과 폐타이어 재활용 기술을 보유한 동성에코어(비상장)를 통해 바이오 및 그린에너지 분야의 신성장동력도 확보하고 있다.

화학소재에서 IT, 자동차 등으로의 응용소재, 천연가스 보냉제 소재 분야로 사업다각화

동성그룹의 주력 계열사는 화학을 기반으로 하고 있다. 화학산업은 경기민감도가 높은 분야로 관련 기업들의 매출 및 이익의 변동성이 높다. 특히 동성그룹의 모태인 동성화학이 주력으로 생산하며 국내점유율 1위를 기록했던 신발용 PU 소재는 국내 신발산업이 사양으로 접어들고 대체소재가 개발되며, 중국 등 신흥공업국의 생산량이 증가하면서 매출성장이 정체되었다.

동성그룹은 소비재용 소재로 편향되었던 화학사업을 동성하이켐을 통해 산업재로 확대하며 실적변동성을 축소시켰다. 또한 TPU, Melamine Foam 등의 신소재를 개발하여 IT, 자동차 및 건축 등 다양한 산업의 응용 화학소재 분야로 사업영역을 확대하고 있다.

동성그룹 주요 계열사 현황



자료: 동성그룹, KDB대우증권

본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

김평진
02-768-3851
pyungjin.kim@dwsec.com

박승현
02-768-4194
seunghyeon.park@dwsec.com

특히 PU 소재는 초저온 보냉제의 기초소재로도 사용되는데 LNG/LPG 보냉제 분야 국내 1위기업인 화인텍의 인수를 통해 응용소재에서 확장된 부품 및 설비 분야로 사업영역을 넓혔다. LNG/LPG 보냉제 사업은 세일가스로 이슈화되어 시장규모가 크게 증가하고 있는 천연가스 사업분야로의 진출이어서 향후 그 성장성이 주목된다.

비상장 자회사 통해 바이오 및 신재생 그린에너지 관련 성장동력 확보

동성그룹의 비상장 자회사 가운데 바이오 사업을 영위하고 있는 제네웰은 현재 유착방지제와 창상피복제를 주로 생산하고 있다. 유착방지제는 외과 수술부위에 광범위하게 사용되는 제품으로 그동안 주로 수입에 의존하던 품목이었다. 제네웰이 개발한 제품은 현재 한미약품을 통해 ‘가디스’라는 브랜드로 판매되고 있으며 품질 및 가격경쟁력을 바탕으로 수입대체 범위를 확대하고 있다. 창상피복제는 ‘메디폼’이라는 브랜드로 일동제약을 통해 판매되고 있다. ‘메디폼’은 습윤드레싱 밴드로 상처내 습윤환경을 조성하여 새살이 잘 돌아나게 하는 제품이다. 제네웰은 기존 제품 이외에도 골이식재, 골대체물 등의 신규 제품을 개발하고 있다.

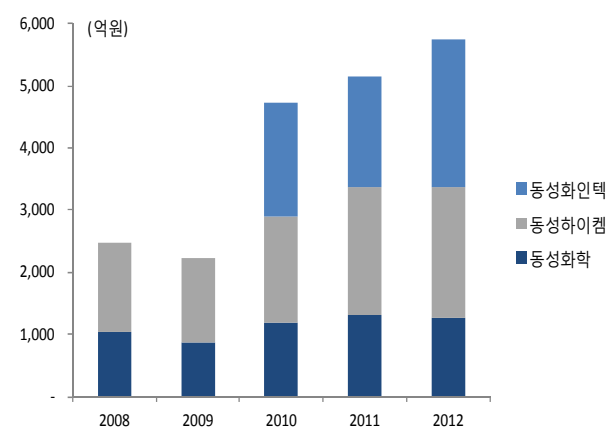
제네웰의 2012년 매출액은 155.6억원, 영업이익은 27.9억원이다. 향후 제품군의 확대 및 매출처 다변화, M&A 등을 통해 실적 성장을 이룬 뒤 IPO를 추진할 예정이다.

동성에코어는 페타이어 열 분해 사업을 하는 신재생 그린에너지 기업이다. 페타이어를 열분해 과정을 통해 Carbon, Oil 및 철 스크랩, GAS 등 사용 가능한 자원으로 재생하는 설비의 제조 기술을 보유하고 있다. 현재 미국 등 해외에서 현지 기업들과 페타이어 재생사업을 위한 다양한 협의를 진행 중으로 연내 가시적인 성과가 기대된다.

동성하이캡(013450), 동성화인텍(033500) 관심. 중장기적으로 동성화학(005190)도 주목

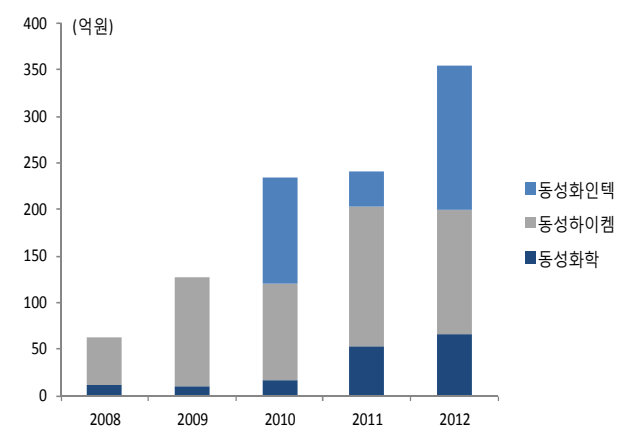
동성그룹 계열사 가운데 주목할 회사는 동성하이캡(013450)과 동성화인텍(033500)이다. 극심한 화학불경기에도 불구하고 동성하이캡은 다양한 제품 포트폴리오와 신제품을 런칭하면서 꾸준한 성장을 보이고 있는 강소(強小) 기업이다. 세일가스 개발로 인해 천연가스 시장규모가 확대되고 있고, 가스의 운송 및 저장과 관련한 보냉제 소재와 관련해서 동성화인텍은 높은 성장을 나타낼 것으로 기대된다. 마지막으로 장기적 관점에서 Melamine Foam의 매출확대로 실적성장이 기대되는 동성화학(005190)도 관심의 대상이다.

그림 1. 동성그룹 주요 계열사 매출액 추이



자료: KDB대우증권

그림 2. 동성그룹 주요 계열사 영업이익 추이



자료: KDB대우증권

동성하이켐 (013450)

불황에도 끄떡없는 실적성장

석유화학, 정밀화학 및 PU(Polyurethane) 소재 등 다양한 제품 포트폴리오 보유

동성하이켐은 중합촉매 용제 등 기능성 용제의 석유화학 사업부, 유기과산화물 위주의 정밀 화학사업부, TPU(Thermoplastic Polyurethane)가 주력인 PU 사업부 등으로 구성되어 있다. 동사의 제품 포트폴리오는 최종 소비재 사용 품목으로부터 중간 생산재까지 다양하다.

PU사업부의 제품은 합성피혁, 신발, 페인트, 스포츠 용품 등의 최종소비재 소재로 공급된다. 따라서 일반적인 화학경기의 변동에 보다 덜 민감하고, 소비경기에 영향을 받는다. 석유화학 사업부는 타이어, 우레탄, 세정제, 유지 등을 추출하거나 제조하기 위한 중합촉매로서 화학경기의 영향이 비교적 크다. 정밀화학사업부는 LDPE, PVS, ABS, PS 등의 제품을 만들기 위한 중합개시제, 가교제, 경화제 등에 사용되는 유기과산화물 제품을 공급하며, Downstream 제품제조에 꼭 필요한 제품으로 경기변동에 별 영향 없이 안정적인 실적이 창출된다.

전반적으로 화학기업은 화학경기 사이클에 민감하여 실적 변동성이 크다. 그러나 동성하이켐은 다양한 제품군의 보유로, 화학경기의 변동성이 상쇄되어 상대적으로 화학경기 변동에 대한 실적 탄력성이 작다. ‘화학경기가 나쁠 때도 실적이 괜찮고, 경기가 좋아지면 실적은 더욱 좋아지는’ 구조이다.

TPU, 다양한 분야의 응용소재로 변화하다

TPU(Thermoplastic Polyurethane)는 열가소성 폴리우레탄으로 내구성이 좋으며 성형이 쉽고 재활용이 가능한 화학소재이다. 기존 신발, 접착제 등의 수요처에서 자동차, IT 및 생활용품 등으로 점차 그 적용범위가 확대되고 있다.

동성하이켐이 개발한 자동차용 TPU는 기존 자동차에 쓰이던 PVC 소재를 대체하며 점차 사용처가 확대되고 있다. 자동차용 소재로 TPU가 채택되는 것은 냄새나 촉감이 뛰어나 품질 고급화 구현이 가능하고, 재활용이 가능하며 내구성이 우수하기 때문이다. 자동차의 Instrument Panel에서 Door Trim, Console 등으로 제품군이 넓어지고 있고, 고급차종 위주에서 중형차로 적용 차종도 확대되고 있다.

TPU는 우수한 특성 때문에 다양한 분야의 응용소재로 변화하고 있다. 차량보호용 필름, Sheet 등의 제품으로 개발되고 있으며 골프공 소재, 고주파 소재 및 난연 소재 등 생활용품 소재로 어플리케이션이 확대되고 있다.

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	9,700
현재주가(13/07/19,원)	6,140
상승여력	58%

영업이익(13F,십억원)	17
Consensus 영업이익(13F,십억원)	16

EPS 성장률(13F,%)	18.1
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1
P/E(13F,x)	6.7
MKT P/E(13F,x)	9.2
KOSDAQ	541.87

시가총액(십억원)	87
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	44.3
외국인 보유비중(%)	0.5
베타(12M,일간수익률)	0.99
52주 최저가(원)	4,700
52주 최고가(원)	6,480

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.7	11.6	18.1
상대주가	3.6	17.5	15.4



김평진

02-768-3851

pyungjin.kim@dwsec.com

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (억원)	1,707	2,063	2,104	2,256	2,470	2,590
영업이익 (억원)	105	121	134	168	195	203
영업이익률 (%)	6.2	5.9	6.4	7.5	7.9	7.8
순이익 (억원)	85	96	109	129	150	160
EPS (원)	600	680	772	912	1,060	1,130
ROE (%)	20.7	19.2	18.4	18.2	18.0	16.1
P/E (배)	5.5	6.5	7.5	6.7	5.8	5.4
P/B (배)	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0	0.8

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 동성하이켐, KDB대우증권

불황도 모르는 꾸준한 실적 성장

동성하이켐은 2013년 매출액 2,256억원(YoY + 7.2%), 영업이익 168억원(YoY + 25.34)를 기록할 것으로 전망된다. 극심한 화학경기 침체에도 불구하고 정밀화학부문과 및 TPU의 안정적 성장으로 매출 신장이 예상된다. 영업이익률은 7.7%(YoY + 0.5%P)로 전망되는데 고부가가치의 TPU 응용소재 제품의 판매 증대로 영업이익률 개선이 나타나기 때문이다.

2012년 발행된 신주인수권부사채 200억원은 동성하이켐의 차세대 성장동력 확보를 위한 M&A 자금으로 사용될 예정이다. 동성하이켐의 지주회사인 동성홀딩스는 이미 동성화인텍을 성공적으로 인수한 경험이 있다. 이를 토대로 신성장동력 산업을 동성하이켐에 부가하기 위한 작업을 진행 중이다.

화학기업의 매출성장은 대부분 경제성장률에 비례한다. Oxford Economy에 따르면 지난 2008년 이후 4년간 세계 실질경제성장률은 평균 1.8%, 한국 경제는 평균 2.8%의 저성장을 보였다. 동기간 동성하이켐은 연평균 10.7%의 매출액 성장을 나타냈다. 저성장 국면에서도 동사가 소재기술 응용을 통한 제품 다변화, 안정적 제품 포트폴리오 구성 등으로 꾸준한 실적 성장을 나타낸 점은 매우 매력적이다.

동성하이켐의 투자의견 ‘매수’와 목표주가 9,700원을 유지한다. BW 희석효과를 감안한 현재 주가는 PER 8.3배 수준이다.

그림 3. 동성하이켐 자동차용 TPU 적용차종 현황

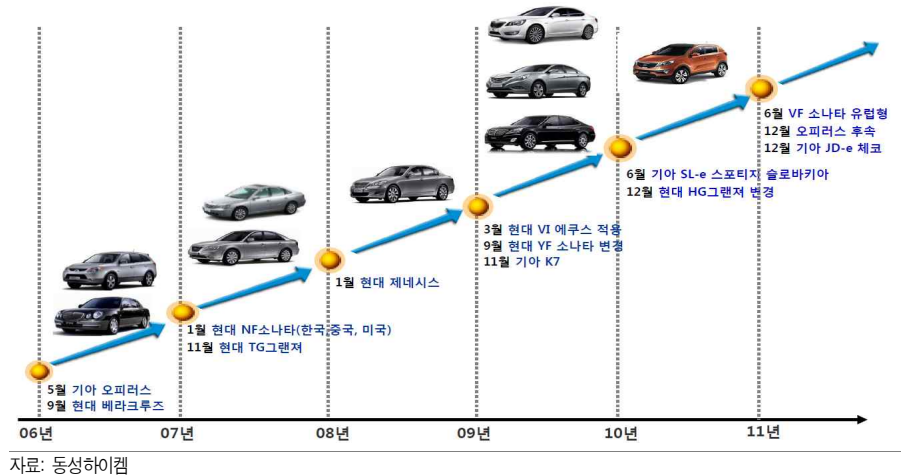
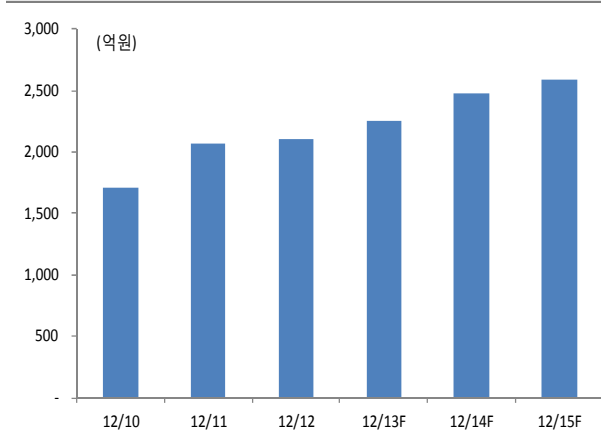
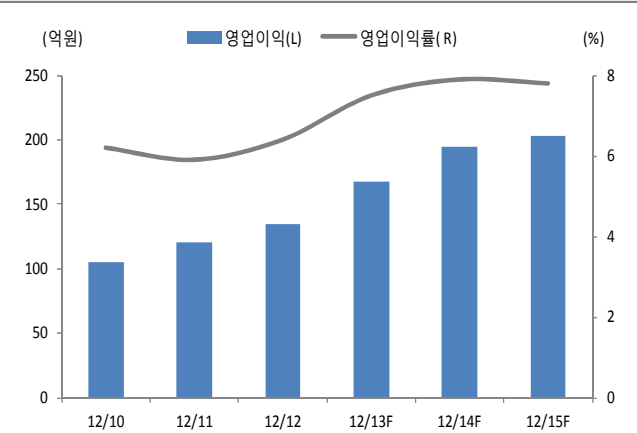


그림 4. 동성하이켐 매출액 추이와 전망



자료: 동성하이켐, KDB대우증권

그림 5. 동성하이켐 영업이익 및 영업이익률 추이와 전망



자료: 동성하이켐, KDB대우증권

동성화인텍 (033500)

글로벌 LNG 수요 증가의 최대 수혜

LNG보냉재 글로벌 No.1

동성화인텍은 1985년 설립된 세계 1위 LNG보냉재 일괄 생산 기업이다. 동사는 1996년 세계에서 세 번째로 LNG선용 폴리우레탄폼 소재를 개발해 국내 최초로 삼성중공업 LNG선에 보냉재 공급을 시작했다. 이후 화학 소재 부문의 경쟁력을 기반으로 건축용 판넬, 고압가스 용기, 냉매 등으로 사업을 다각화했다.

사업부별 매출 비중은 2013년 예상 기준 LNG보냉재 68%, 샌드위치판넬 14%, PU시스템 9%, 고압용기 4%, 냉매 등 기타 5% 순으로 LNG보냉재 비중이 월등히 높다. LNG보냉재 매출 비중은 극심한 침체기였던 2010년 24%를 기록했지만 LNG 호황으로 당분간 70% 내외를 차지할 것으로 예상된다. 샌드위치판넬, PU시스템 등 비LNG 사업부는 주로 국내 건설경기 영향에 받으며 매년 꾸준한 규모의 매출이 발생하고 있다.

LNG사업부의 연간 생산능력은 LNG선 기준 17척, 매출액 기준 2,500억원 정도로 파악된다. 동 사업부는 2005~2007년 대규모 설비투자 이후 증설이 없었고 주요 공급업체도 2개사에 국한돼 있어 다른 기자재와 비교해 공급과잉 우려가 적다. 현재 LNG 설비 가동률은 수주 급증에 따라 100%를 상회하는 것으로 파악된다.

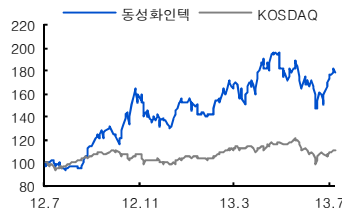
실적 3박자를 두루 갖추다

최근 3년간 동성화인텍의 신규수주는 373억원, 2,266억원, 2,900억원으로 급증했다. 동사의 올해 수주 목표는 3,000억원이다. 7월 현재까지 약 2,300억원을 수주했다. 올해 하반기 추가적으로 삼성중공업 Shell LNG-FPSO Top-side, 러시아 야말 프로젝트 등 풍부한 입찰 물량 감안시 목표 달성 가능성이 높다고 판단된다.

수주 급증으로 동성화인텍은 적어도 내년까지 일감을 이미 확보해 실적 가시성이 높다. 2012년 말 수주잔고는 전년 대비 67% 증가한 4,357억원을 기록했고 올해 1분기말 수주잔고는 약 4,700억원으로 사상 최대 규모로 파악된다.

동성화인텍은 LNG 업계의 BOR 개선 요구에 적극적으로 대응하고 있다. 현재 Mark III 보냉재 두께는 BOR을 줄이기 위해 기존 270mm에서 400mm로 강화되는 추세이다. 동사는 기존 270mm로 BOR을 대폭 개선할 수 있는 신제품을 개발 중인 것으로 파악된다. 아직 GTT(LNG 화물창 관련 프랑스 기술인증업체)의 인증 단계가 남아 있지만 상용화된다면 화주, 선주, 조선사 모두 큰 관심을 보일 수 있는 기술로 판단된다.

(Maintain)	매수		
목표주가 (원, 12M)	12,800		
현재주가(13/07/19,원)	9,050		
상승여력	41%		
영업이익(13F,십억원)	26		
Consensus 영업이익(13F,십억원)	26		
EPS 성장률(13F,%)	59.8		
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1		
P/E(13F,x)	15.1		
MKT P/E(13F,x)	9.2		
KOSDAQ	541.87		
시가총액(십억원)	244		
발행주식수(백만주)	27		
유동주식비율(%)	59.4		
외국인 보유비중(%)	1.8		
베타(12M,일간수익률)	0.61		
52주 최저가(원)	4,675		
52주 최고가(원)	10,250		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	18.8	75.8
상대주가	5.3	24.6	75.8



박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (억원)	1,814	1,776	2,394	3,907	4,228	4,492
영업이익 (억원)	155	-17	155	264	334	382
영업이익률 (%)	8.5	-1.0	6.5	6.8	7.9	8.5
순이익 (억원)	12	-93	101	162	227	255
EPS (원)	49	-345	376	601	840	947
ROE (%)	1.9	-13.3	14.6	19.9	23.0	21.7
P/E (배)	84.3	-	20.0	15.1	10.8	9.6
P/B (배)	1.5	1.5	2.7	2.7	2.3	1.9

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 동성화인텍, KDB대우증권

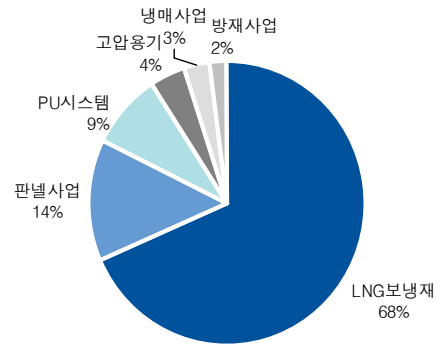
이제는 중견기업이다!
동성그룹

그림 6. 동성화인텍 LNG보냉재 적용 제품 종류



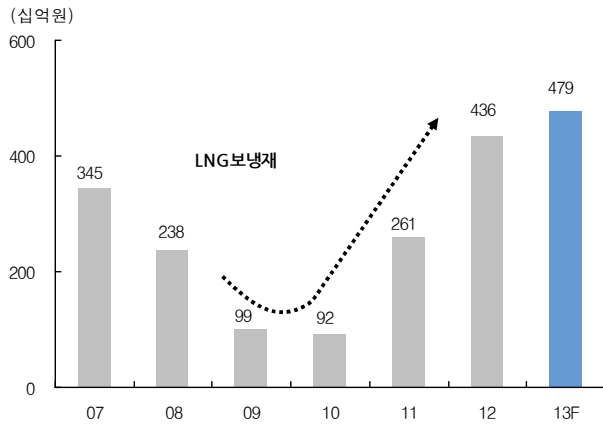
자료: 동성화인텍, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 동성화인텍 사업부별 매출 비중 (2013F)



자료: 동성화인텍, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 동성화인텍 수주잔고 추이 및 전망



자료: 동성화인텍, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 삼성중공업 Shell LNG-FPSO 보냉재 업계 최초 수주



자료: 동성화인텍, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 세계LNG총회 동성화인텍 전시 부스 (LNG17)



자료: 동성화인텍, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 동성화인텍의 BOR 저감 보냉재 기술 개발 현황



자료: 동성화인텍, KDB대우증권 리서치센터

2013년 사상 최대 실적 전망 - 디레버리징의 원년

2013년 동성화인텍은 IFRS 개별 매출액 3,907억원(YoY +63%), 영업이익 264억원(YoY +70%), 순이익 162억원(YoY +60%)으로 사상 최대 실적이 예상된다. 성장 동력인 LNG 보냉재 매출은 해당 조선사들의 선박 건조 일정 감안시 하반기로 갈수록 증가할 전망이다. 수익성은 원달러 환율에 따라 변동이 생길 수 있으나 보수적으로 감안시 영업이익률 6.7%로 전년대비 개선이 예상된다.

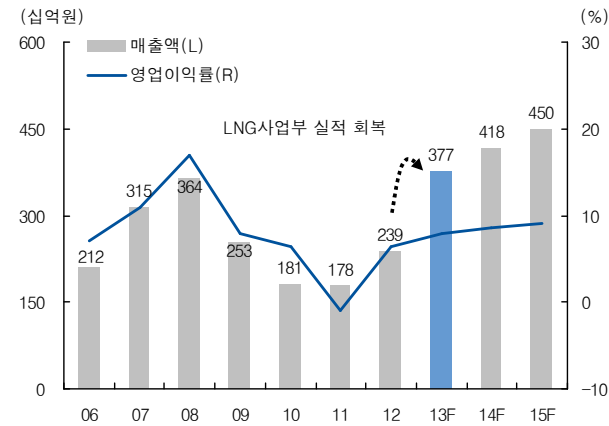
높은 부채비율이 관건이었으나 올해부터 본격적으로 유입될 영업현금에 기반해 재무구조 개선이 진행될 것으로 예상된다. 순차입금은 2012년 1,587억원을 정점으로 2015년 1천억원 이하로 감소하고, 순차입금 비율도 2012년 214%에서 2015년 100% 이하로 하락할 것으로 기대된다. 디레버리징(De-leveraging)에 따라 향후 순이익 개선 폭도 커질 전망이다.

표 1. 동성화인텍 주요 연혁

년도	내용
1990년	폴리우레탄시스템 공장 준공
1997년	R-PUF 및 PUF 승인 및 생산, 화인텍 흡수합병, LNG탱크용 단열 패널 사업 진출
1998년	LNG선용 단열 패널 사업 진출
2001년	LNG용 멤브레인 사업 진출
2002년	샌드위치판넬 및 고압가스용기 사업 진출
2009년	동성그룹 편입
2012년	세계 최초 LNG-FPSO용 단열 패널 수주
2013년	동성화인텍으로 사명 변경

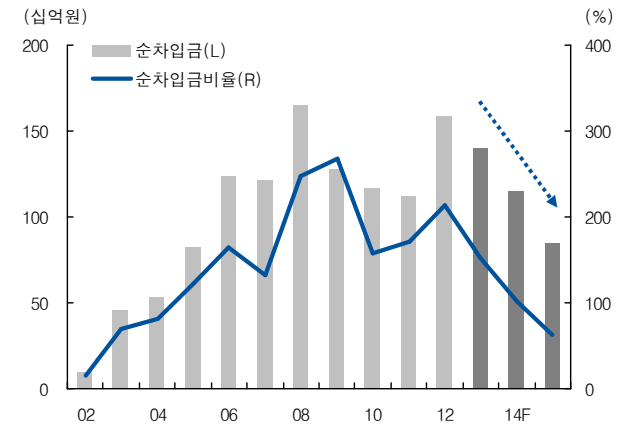
자료: 동성화인텍, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 동성화인텍 영업실적 전망



자료: 동성화인텍, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 동성화인텍 순차입금 추이 및 전망



자료: 동성화인텍, KDB대우증권 리서치센터

동성화학 (005190)

Melamine Foam, 새로운 성장동력

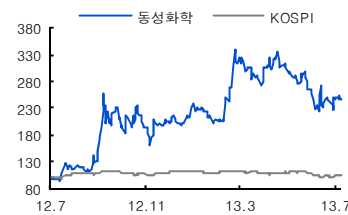
Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/19,원)	28,300
상승여력	-

영업이익(13F,십억원) 10
Consensus 영업이익(13F,십억원)

EPS 성장률(13F,%)	52.0
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1
P/E(13F,x)	16.3
MKT P/E(13F,x)	9.2
KOSPI	1,871.41

시가총액(십억원)	138
발행주식수(백만주)	5
유동주식비율(%)	35.5
외국인 보유비중(%)	0.7
베타(12M,일간수익률)	1.10
52주 최저가(원)	10,550
52주 최고가(원)	41,600

주가상승률(%)	1개월	2개월	3개월
절대주가	6.2	7.6	153.3
상대주가	7.1	13.5	154.6



김평진

02-768-3851

pyungjin.kim@dwsec.com

신발산업, 사양산업이 아니다

동성화학은 동성그룹의 모태회사로 신발용 및 합성피혁용 PU(Polyurethane)를 주력으로 생산하는 기업이다. 글로벌 스포츠 메이커인 나이키에 신발용 PU소재를 공급하고 있으며, 기타 산업용 PU 계열 제품을 국내외 거래처에 공급하고 있다.

60~80년대 고성장을 나타내던 한국의 신발산업 생산기지가 중국 및 동남아 등으로 이탈하면서 사양산업으로 여겨지고 있다. 그러나 세계 신발시장 규모는 480억 달러 규모이며, 최근 아웃도어 시장까지 가세하여 새로운 성장가도를 달리고 있다. 아울러 신발 완제품과 관련된 부품, 소재 등의 연관산업까지 감안하면 신발 산업은 사양산업이 아닌 성장산업 가운데 하나이다.

또한 소득수준이 증가함에 따라 고기능성 신발에 대한 수요가 증가하며 첨단 소재에 대한 수요가 증가하고 있다. 아울러 여가시간의 확대는 다양한 운동종목의 신발 수요도 확대시키고 있다. 세계 신발시장 점유율 Big 4 가운데 하나인 나이키의 주요 부품공급사인 동성화학의 PU 소재는 중국 등 신흥 경쟁국의 중저가 소재 대비 우수한 품질과 성능을 보유하고 있기 때문에 안정적인 매출 성장이 지속될 것으로 기대된다.

합성피혁용 PU 소재는 자동차 Seat 용 소재로 진화하고 있다. 최근 자동차 Seat Cover의 트렌드는 비용 절감, 고급소재화, 인테리어의 다양화 등으로 천연가죽 소재에서 합성피혁 소재로 대체되고 있다. 동성하이켐의 합성피혁용 PU 소재는 현재 현대 및 기아차의 주력 중소형 차종에 채택되고 있으며, 점차 채택율이 증가하는 추세로 꾸준한 매출확대가 기대된다.

또 다른 성장동력, 멜라민 폼!

멜라민 폼(Melamine Foam)이란 열경화성 수지인 멜라민 수지를 발포한 스폰지와 비슷한 형태의 제품이다. 스폰지와는 달리 불에 타지 않고, 단열성이 매우 좋으며 흡음(소음 차단) 기능도 완벽한 차세대 신소재이다. 현재 독일의 바스프(BASF)사가 건축용, 산업용 및 일반 생활용 멜라민 폼 시장을 독점하고 있다.

동성화학은 2008년 정부의 부품소재개발지원 사업의 일환으로 멜라민 폼 국산화 연구개발을 시작했고, 2012년 개발에 성공했다. 2013년 양산설비투자를 마쳤으며 2013년 하반기부터 본격적인 영업과 판매를 진행할 예정이다.

계산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (억원)	1,203	1,304	1,259	1,550	1,690
영업이익 (억원)	18	55	66	105	122
영업이익률 (%)	1.5	4.2	5.2	6.8	7.2
순이익 (억원)	13	42	43	78	92
EPS (원)	341	1,129	1,143	1,737	2,030
ROE (%)	3.2	8.2	7.7	12.5	12.9
P/E (배)	9.0	17.6	20.4	16.3	13.9
P/B (배)	0.3	1.6	1.6	2.2	1.9

주: K-IFRS 개별 기준, 2013년은 K-IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 동성화학, KDB대우증권

멜라민 폼, 매우 다양한 적용 분야 보유

멜라민 폼은 건축용 단열재·흡음재 및 산업용 흡음재, 자동차용 흡음재, 철도 및 항공용 단열재, 태양광 집열판 단열재, 보온탱크 및 배관, 일반 생활용품 등 그 적용분야가 매우 다양하다. 현재 국내에는 주로 생활용품인 Cleaner 시장만 형성되어 있는데 그 규모만 약 300억원 규모로 추정된다. 일본의 경우 생활용품 시장만 국내 대비 3배 정도 큰 시장규모를 나타내고 있다.

건축용 흡음/단열재 시장은 아직 시장이 형성되어 있지 않다. 우선, 스티로폼 대비 가격이 비싸며(가볍지만 부피가 크기 때문에 운송비가 많이 소요됨), 법적·제도적으로 현 시점은 건축용으로 고가의 멜라민 폼을 사용할 수요가 적기 때문이다.

그러나 최근 건축물 건설에 있어서 전력 및 에너지 절약, 층간 소음 축소 등이 이슈화 되고 있다. 특히 단열 및 층간소음 축소는 규정이 법제와 되며 관련 소재 및 재료에 대한 관심이 크게 증가하고 있다. 가벼우며, 불에 타지 않고, 단열효과 및 흡음효과가 탁월한 멜라민 폼의 특성을 고려하면, 향후 건축용 및 산업용 시장에서의 관련 제품 수요 증대시 높은 매출 성장세를 나타낼 수 있을 것으로 예상된다.

이익률의 개선과 중장기적으로 멜라민 폼 매출 확대 모멘텀 보유

동성화학의 2013년 매출액 및 영업이익은 1,550억원(YoY + 23%), 105억원(YoY + 59%)을 기록할 것으로 예상된다. 매출성장 대비 이익성장 폭이 큰 것은 고기능성 PU 제품의 매출 확대와 해외자회사(JDS, QDS 등) 편입으로 인한 연결실적 인식 때문이다.

신제품인 멜라민 폼은 자체 브랜드(VIXUM)를 이용해 국내 및 일본 등 아시아 생활용품시장에 우선 침투하고, 추가설비증설과 더불어 건축 및 산업용 시장으로 진입한다는 전략이다. 멜라민 폼의 매출은 실적전망에 포함되지 않았는데, 아직 판매 단가 등이 확정되지 않았기 때문이다. 향후 생활용품용 제품에서 건축 및 산업용 제품으로 멜라민 폼 수요가 확대되면, 동사의 실적성장은 매우 높게 나타날 것으로 기대된다.

그림 14. 멜라민 폼의 적용시장 확대 분야

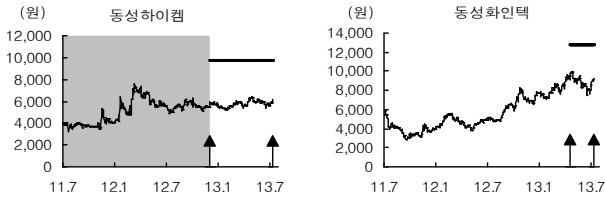


자료: 동성화학

이제는 중견기업이다!
동성그룹

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당시의 투자정보지원부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



웰크론그룹

그룹 시너지가 기대된다

웰크론을 지주회사로 플랜트, 한방위생용품 자회사 보유

웰크론그룹은 지주회사 역할을 담당하는 웰크론(065950)을 중심으로 플랜트 사업을 영위하는 웰크론한텍(076080), 황회수설비 및 산업용 보일러 제조 기업인 웰크론강원(114190)을 보유하고 있다. 그리고 여성, 유아 위생용품 및 가정용품을 생산하는 웰크론헬스케어(비상장)를 계열사로 두고 있다.

웰크론은 면제품을 대체하는 극세사 클리너 부문 세계 시장 점유율 1위 기업이며, 웰크론한텍은 음료 및 유가공 자동 배합설비와 에너지 절감설비 중심의 기존 사업에 해수담수설비, 환경설비, 플랜트 종합건설의 성장동력을 갖추고 있다.

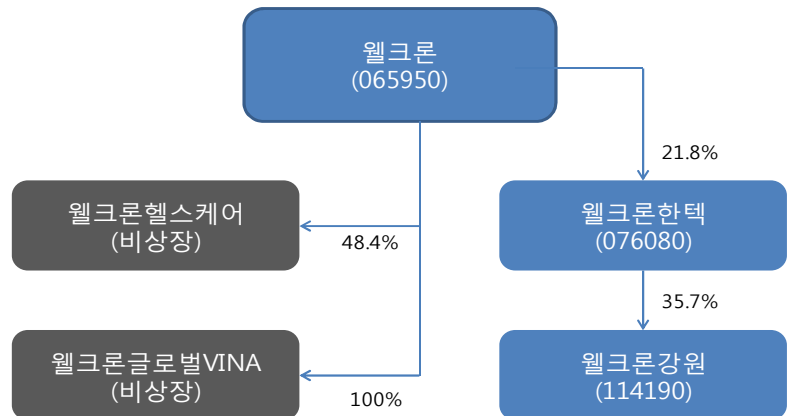
2010년 인수한 웰크론강원은 화공설비와 발전에너지설비, 환경에너지 설비 제조를 담당하며, 웰크론헬스케어는 한방 생리대 등 여성 위생용품과 기저귀, 물티슈 등 유아용품 제조 및 판매 사업을 영위하고 있다.

M&A를 통해 중장기 성장구도 확립

웰크론그룹은 1992년 은성코퍼레이션을 모태로 극세사 제작 중심으로 성장했으며 2007년 고효수성 소재, 나노섬유 등 차세대 소재 상용화와 사업다각화를 위해 예지미인을 인수하면서 (주)웰크론으로 상호를 변경했다.

또한 2010년 산업용 고효율 필터제품을 담수화 플랜트에 활용하기 위해 한텍엔지니어링과 종속회사 강원비엔이를 합병해 각각 웰크론한텍, 웰크론강원으로 사명을 변경하며 그룹사의 면모를 갖추었다. 2011년에는 원가경쟁력 강화와 생산량 확대를 위해 베트남 생산법인인 웰크론 글로벌 VINA를 설립하며 현재의 그룹 형태를 완성하며 중장기 성장구도를 확립했다.

웰크론그룹 주요 계열사 현황



자료: 웰크론, KDB대우증권

본 조서분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종속 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조서분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조서분석자료의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

김재훈
02-768-3047
jaehoon.kim@dwsec.com

박성용
02-768-4105
sungyoung.park@dwsec.com

B2B(플랜트 설비)와 B2C(극세사, 나노섬유, 생활용품)를 아우르는 사업 포트폴리오

웰크론그룹의 사업 포트폴리오는 B2B(Business-to-business)와 B2C(business-to-customer)로 다각화되어 있다.

웰크론강원은 황회수설비와 수관식보일러 엔지니어링 및 제작 기술을 보유하고 있으며 웰크론한텍은 식음료 자동화 공정 설비, 농축 에너지 절감설비, 폐수처리 설비, 해수담수화 설비 제작 및 플랜트 엔지니어링 사업을 담당하고 있다. 황회수설비는 천연가스 및 세일가스 생산량 증대에 따른 수혜가 예상되며 식음료 공정설비 및 에너지 절감설비는 특성 상 경기변동에 덜 민감한 Niche Market의 성격 을 띄고 있어 B2B 기반의 주된 수익원이 되고 있다.

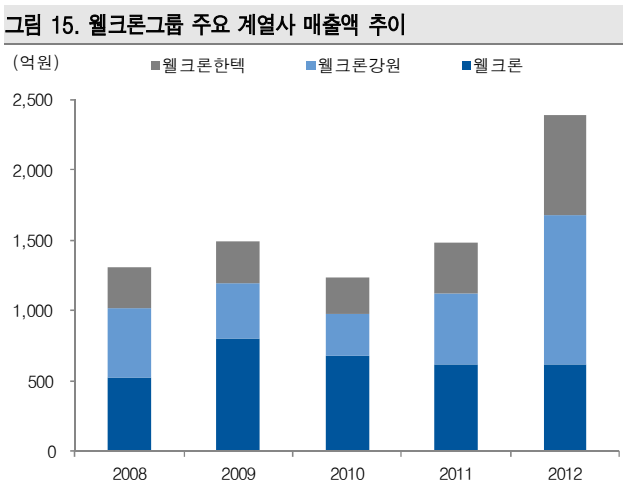
웰크론은 지주회사로서의 역할 이외에 그룹 내 B2C 사업을 영위하고 있다. 동사는 ‘세사리빙’이라는 자체 브랜드로 극세사 관련 생활용품을 제작, 판매한다. 생활용품의 경쟁 심화와 판매점 수 부족으로 인해 실적이 악화되었으나 판매점 확충과 브랜드 이미지 제고를 통해 수익성은 점차 개선될 전망이다. 현재 ‘세사리빙’은 전국 7개영업소, 170개 판매점이 있으며 2013년 내 200호점 개설을 목표로 하고 있다. 또한 나노소재를 기반으로 군수용 방탄소재 개발했으며 나노 기반의 멤브레인 필터 사업을 진행하며 B2B 사업으로 확장 중에 있어 향후 성장이 기대된다.

웰크론헬스케어는 ‘에지미인’이라는 브랜드로 한방생리대를 생산, 판매한다. 국내 생리대 시장은 연 3,500억원 규모로 추정되며 동사의 시장점유율 7%로 파악된다. 동사는 2013년 하반기 ‘에지미인’의 브랜드를 활용해 기능성(미백, 주름개선) 화장품으로 사업영역을 확대할 계획이며 매출성장을 통해 향후 상장을 목표로 하고 있다.

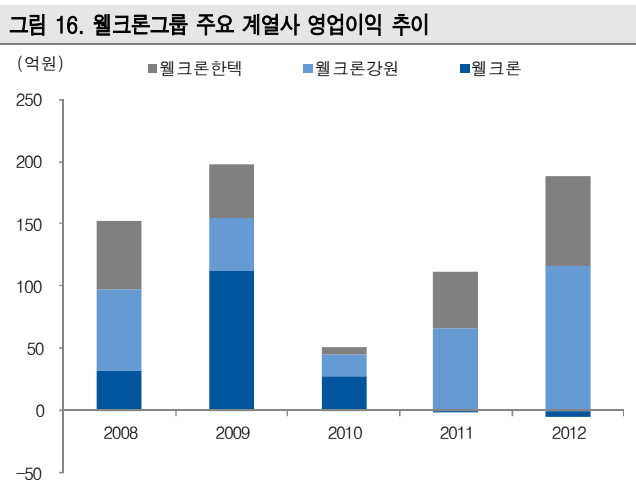
견실한 자회사를 통한 시너지 효과가 본격화될 것

웰크론그룹은 계열사간 시너지 효과를 통한 성장이 기대된다. 웰크론의 멤브레인 필터 기술은 웰크론한텍의 주요 설비에 적용되며 품질을 업그레이드 시켰으며, 웰크론한텍의 담수화 설비 제작 및 플랜트 엔지니어링 기술과 웰크론강원의 황회수설비 제작 및 대규모 수관식 보일러 제작 기술을 이용해 수주 가능 범위가 확대될 수 있을 것으로 전망된다. 또한 웰크론강원의 중동 지역에 강점이 있는 영업기반을 웰크론한텍과 공유함으로써 시너지 효과 창출이 기대된다.

하반기 수주 증가가 예상되는 웰크론강원(114190)과 웰크론강원을 자회사 연결 이익 증가와 신사업에서 성과가 기대되는 웰크론한텍(076080)의 성장이 기대된다.



자료: WiseFn, KDB대우증권



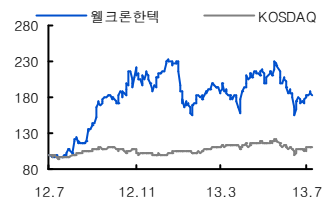
자료: WiseFn, KDB대우증권

웰크론한텍 (076080)

사업 다각화 진행 중

Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/19,원)	4,570
상승여력	-

영업이익(13F,십억원)	22		
Consensus 영업이익(13F,십억원)			
EPS 성장률(13F,%)	4.4		
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1		
P/E(13F,x)	7.1		
MKT P/E(13F,x)	9.2		
KOSDAQ	541.87		
시가총액(십억원)	81		
발행주식수(백만주)	18		
유동주식비율(%)	70.1		
외국인 보유비중(%)	4.6		
베타(12M,일간수익률)	0.65		
52주 최저가(원)	2,320		
52주 최고가(원)	5,980		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	3.9	88.8
상대주가	-0.7	9.7	86.2



김재훈
02-768-3047
jaehoon.kim@dwsec.com

경기 변동에 안정적인 플랜트 기업

웰크론한텍의 주 사업은 식음료 자동화 설비 및 에너지 절감 설비 제작이다. 식음료 설비 분야는 신제품 출시 주기 단축과 아시아 이머징 국가들의 식음료 소비 증가로 인한 성장에 예상되고 에너지 절감 설비 역시 식품 및 제약 설비 투자 증가로 인한 수혜가 전망된다.

웰크론한텍의 수요 시장은 일반 산업용 플랜트 시장에 비해 규모는 작지만 경쟁자가 적은 Niche Market의 특징을 띄고 있다. 따라서 경기 변동에 안정적이며, 경기 사이클보다는 개별 시장의 성장에 기반한 동사 매출처 확대가 예상된다.

자회사 웰크론강원 역시 국내 유일의 황회수설비 제작 기술을 보유하고 있어 천연가스 및 세일가스 채굴 확대에 따른 수혜가 전망되고 있어 동사 연결 실적 증가에 이바지할 전망이다.

신 사업분야 성장으로 사업 다각화 진행 중

웰크론한텍은 식품제약과 에너지절감 설비에 집중된 매출 구조를 다변화시키기 위해 환경설비, 담수화설비, 플랜트 건설의 신사업 분야로 진출하고 있다. 2012년 매출액에서 식품제약 설비와 에너지절감 설비가 차지하는 비중은 각각 52.1%, 37.6%로 압도적인 비중을 차지했으나, 2013년에는 신규 사업부문이 크게 성장하며 매출 포트폴리오가 다변화될 것으로 예상된다.

환경설비 분야에서는 폐수처리 설비의 제작 및 설치를 담당한다. 향후 정부는 생활 및 산업 폐수의 해양 투기에 대한 제재를 강화할 계획이다. 웰크론한텍의 폐수 처리 설비는 혐기성 소화조를 이용하기 때문에 폐수 처리 과정에서 바이오가스가 생산되는 이점이 있어 향후 수주 경쟁에서 강점으로 작용할 전망이다.

담수화설비 분야에서 웰크론한텍은 RO(역삼투압) 방식과 MED(다중 효율 증발) 방식의 담수화설비 제작 기술을 모두 보유하고 있어 발주처에 대응이 용이한 강점이 있다. 동사는 국내 도서 지역의 부족한 식수 문제를 해결할 수 있는 식수용 해수 담수화 설비를 제작 추진도에 시험 적용했으며 중소형 발전소의 담수화 설비 제작 기술을 보유하고 있다.

웰크론한텍은 2012년부터 플랜트 건설 부문으로 진출해 산업용 플랜트 종합 건설 EPC 사업을 개시했다. 동사는 플랜트 관련 엔지니어링 및 제작 기술을 보유하고 있어 중소규모 플랜트 설비 수주 확대가 예상되며 이에 따른 매출 성장이 기대된다.

계산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (억원)	260	863	1,829	2,132	2,341
영업이익 (억원)	6	110	198	223	244
영업이익률 (%)	2.3	12.7	10.8	10.4	10.4
순이익 (억원)	-9	55	92	114	122
EPS (원)	-73	455	614	641	686
ROE (%)	-2.3	12.9	16.7	16.8	15.5
P/E (배)	-	5.5	9.4	7.1	6.7
P/B (배)	0.7	1.0	2.0	1.3	1.1

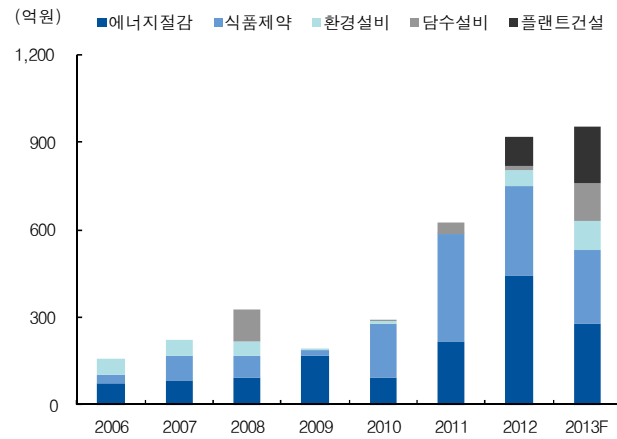
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 웰크론한텍, KDB대우증권

2013년 실적 성장 흐름 지속 전망

웰크론한텍의 2013년 연결기준 예상실적은 매출액 2,132억원(YoY + 16.5%), 영업이익 223억원(YoY + 12.3%), 당기순이익 114억원(YoY + 18.4%)로 전망된다. 2013년 예상실적 기준 PER은 7.1배로 성장을 지속하고 있음에도 밸류에이션은 저평가 상태에 있다.

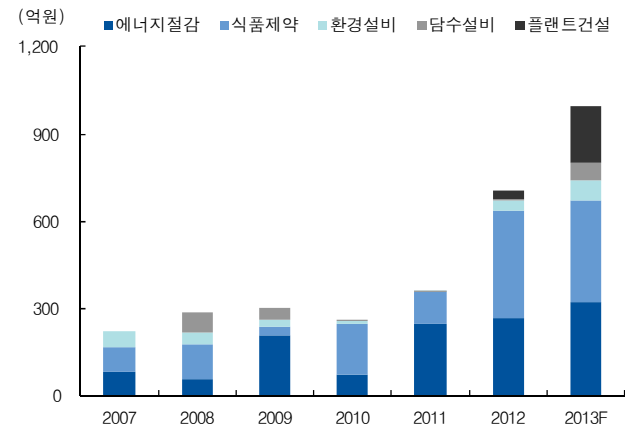
웰크론한텍은 환경설비, 담수화 설비, 플랜트 건설 등 신사업군에서의 성장이 가시화되고 자회사 웰크론강원과의 사업시너지가 강화되면서 저평가된 밸류에이션은 회복될 것으로 예상된다.

그림 17. 웰크론한텍 사업부문별 수주 추이 및 전망



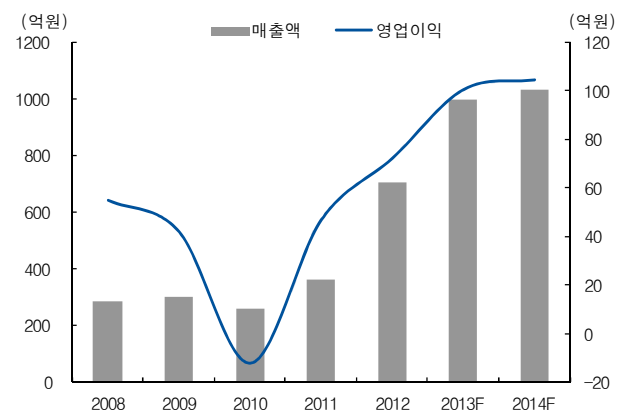
자료: 웰크론한텍, KDB대우증권

그림 18. 웰크론한텍 사업부문별 매출 추이 및 전망



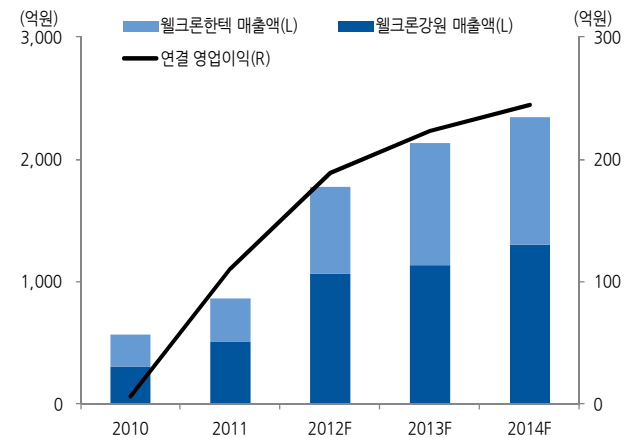
자료: 웰크론한텍, KDB대우증권

그림 19. 웰크론한텍 개별 매출액 및 영업이익 추이, 전망



자료: 웰크론한텍, KDB대우증권

그림 20. 웰크론한텍 연결 매출액 및 영업이익 추이, 전망



자료: 웰크론한텍, KDB대우증권

웰크론강원 (114190)

그래도 싸다

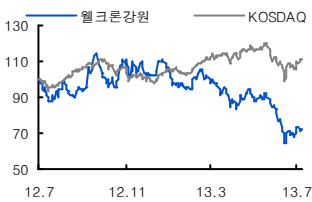
Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/19,원)	2,880
상승여력	-

영업이익(13F,십억원) 12
Consensus 영업이익(13F,십억원)

EPS 성장률(13F,%)	-5.3
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1
P/E(13F,x)	4.2
MKT P/E(13F,x)	9.2
KOSDAQ	541.87

시가총액(십억원)	36
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	53.4
외국인 보유비중(%)	0.4
베타(12M,일간수익률)	0.80
52주 최저가(원)	2,500
52주 최고가(원)	9,210

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.5	-26.3	-22.7
상대주가	-5.6	-20.5	-25.3



김재훈

02-768-3047

jaehoon.kim@dwsec.com

국내 유일의 황회수설비 제작 기업

웰크론강원은 국내에서 유일하게 천연가스 채굴과 원유정제 과정에서 발생하는 황 성분을 추출하는 황회수설비의 설계 및 제작이 가능한 기업이다. 황회수설비는 황성분을 제거하는 탈황설비와 달리 황의 추출이 가능한 장점이 있다. 추출된 황성분은 의약품, 비료, 비누첨가제 등에 사용된다.

2011년, 2012년 중동지역에서의 대규모 수주 이후 현재까지는 황회수설비 분야에서 눈여겨 볼 만한 수주 성과는 없으나, 세계적으로 셰일가스 개발붐이 현실화되고 있기 때문에 황회수설비의 수주 가능성은 높다고 판단된다.

하반기 수주가 관건

최근 문제가 되고 있는 국내 대형EPC 업체의 저가수주 영향으로 웰크론강원의 상반기 수주는 저조한 것으로 판단된다. 그러나 2012년 수주액이 977억원으로 2013년은 2012년에 이어 사상최대 실적 갱신이 무난할 것으로 전망된다.

또한 웰크론 그룹 차원에서 중동 지역 판매망 구축이 진행 중에 있다. 계획대로 진행된다면 하반기에는 의미있는 수주가 가능할 것으로 예상된다.

동종 업종 대비 저평가

웰크론강원의 2013년 실적은 매출액 1,137억원(YoY +6.8%), 영업이익 123억원(YoY +5.6%), 당기순이익 102억원(YoY +14.0%)로 예상된다. 미청구된 신주인수권 희석효과를 감안하더라도 2013년 예상 PER은 4.2배 수준에 불과하다.

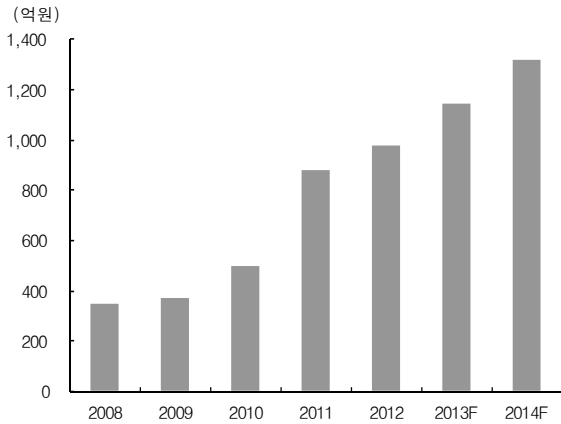
동종 업종 대비 높은 수익성을 유지하고 있으며 성장성을 유지하고 있음에도 밸류에이션이 저평가 국면을 회복하지 못하는 원인은 두 가지로 판단된다. 첫째, 기 전환된 전환상환우선주 207만주와 미청구된 신주인수권 207만주에 대한 오버행 이슈와 둘째, 목표대비 부진한 상반기 수주 실적이 최근 부진한 주가흐름의 원인인 것으로 판단된다.

웰크론강원에 대한 수급 이슈는 기간을 두고 점차 희석될 것으로 전망되며 하반기 수주 실적이 가시화되면서 저평가된 밸류에이션은 점진적인 회복세를 나타낼 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	11/10	11/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (억원)	306	502	1,065	1,137	1,307
영업이익 (억원)	18	66	116	123	140
영업이익률 (%)	5.8	13.1	10.9	10.8	10.7
순이익 (억원)	17	58	90	102	122
EPS (원)	162	543	733	694	828
ROE (%)	9.2	26.3	24.9	24.7	23.2
P/E (배)	13.4	4.2	6.0	4.2	3.5
P/B (배)	1.2	1.0	1.6	0.8	0.6

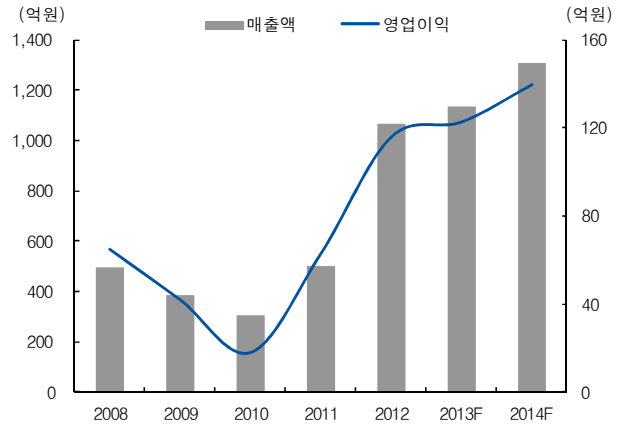
주: K-IFRS 개별기준, BW 희석효과 반영
자료: 웰크론강원, KDB대우증권

그림 21. 웰크론강원 수주 추이 및 전망



자료: 웰크론강원, KDB대우증권

그림 22. 웰크론강원 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 웰크론강원, KDB대우증권

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당시의 투자정보지원부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

원익그룹

대한민국 반도체 신화의 숨은 조력자

원익을 지주회사로 반도체 장비, 소재 및 건설, 유통, 금융 자회사 보유

원익그룹은 원익(032940)을 지주회사로 반도체장비 제조사인 원익IPS(030530), 반도체 장비 소재부품을 생산하는 원익QnC(074600), 반도체 특수가스업체 원익머트리얼즈(104830)를 주요 계열사로 두고 있다. 건설업체인 신원종합개발(017000), 화학제품 및 건자재 유통업체인 후너스(014190), 레저업체인 원익엘앤디(비상장), 벤처캐피탈업체 원익투자파트너스(비상장) 등도 동그룹의 계열회사이다.

원익그룹은 원익(주)과 원익OnC 양사가 원익IPS 등 주요 계열사 지분을 보유하면서 지배구조의 핵심 역할을 하고 있다. 그룹 오너인 이용한 회장이 원익(주)과 원익OnC 지분을 각각 44.9%, 41.9% 보유하고 일부 계열회사 지분은 직접 확보하면서 해외법인을 포함한 22개 계열사를 지배하는 구조이다.

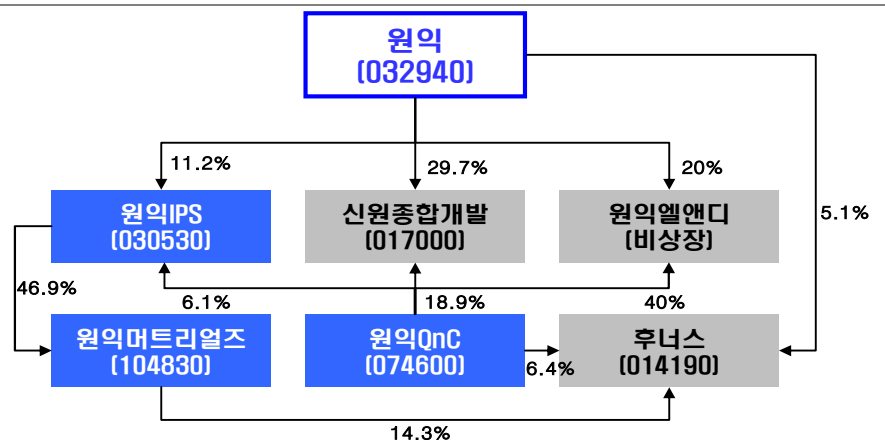
원익그룹의 모태인 원익(주)은 1981년 설립되어 의료장비, 산업용원료, 조명기기, 전자부품 등을 수입 판매하고 있다. 동그룹은 1983년 반도체 장비에 소모품으로 사용되는 퀴즈 제조사인 한국큐엠이(현 원익QnC)를 인수하면서 반도체 분야에 1차적인 사업기반을 마련했다.

적극적인 M&A 전략으로 국내 주요 반도체 소재/장비 그룹으로 도약

원익그룹의 본격적인 성장은 국내 반도체산업의 성장과 밀접한 관련이 있다. 삼성전자, SK하이닉스 등 국내 반도체업체들은 90년대 이후 메모리 반도체 시장에서 급속한 성장을 이루었지만 제조에 사용되는 소재 및 장비는 해외업체 비중이 절대적이었다. 소재/장비 국산화를 통한 반도체 Supply Chain 구축 필요성이 증대되면서 국내 반도체 소재/장비산업은 성장의 기회를 맞게 되었고 원익은 적극적인 M&A 전략으로 그룹의 외형을 확장시켰다.

원익그룹은 1999년 ALD 생산업체인 IPS를 인수해 반도체장비업에 진출했고 2005년 PE-CVD(Plasma-Enhanced Chemical Vapor Deposition) 및 Gas Cabinet 제조사인 아토를 계열사로 추가해 장비업 외연을 확대했다. IPS와 아토는 2010년 합병하면서 현재의 원익IPS가 되었고, 2005년 아토에서 물적 분할한 반도체 특수가스업체 원익머트리얼즈가 2011년 코스닥시장에 상장하면서 원익은 현재의 반도체 소재/장비 종합그룹으로 성장했다.

원익그룹 주요 계열사 현황



자료: 원익그룹, KDB대우증권

본 조서분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종속 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조서분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조서분석자료의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

그룹 Risk 요인으로 작용하는 기타 계열사 정상화 진행 중

원익그룹은 건설업체인 신원종합개발을 2002년 계열사로 편입했고, 2013년 화학제품 및 전자재 유통업체인 후너스를 인수했다. 신원종합개발은 건설업 불황의 여파로 인한 자산 부실화로 2008년부터 2011년까지 4년간 대규모 적자를 기록했다. 2012년 이후 관급공사 위주의 보수적인 영업전략을 취하면서 매출외형은 축소되었지만 손익은 흑자전환 했고, 향후에도 공공수주 및 자체분양사업 위주의 안정적인 사업모델에 주력할 것으로 판단된다.

후너스는 화학제품과 폴리머, 전자재, IT제품 유통업체로 BASF, ROHM, MPM(Momentive Performance Matrics), 삼성토탈 등의 국내 대리점 역할을 하고 있다. 2011년 신약개발업체인 온콜리스바이오파마 지분을 취득하고, 2012년 후너스바이오를 인수하면서 바이오사업에 진출했다.

원익그룹은 2013년 4월 원익, 원익QnC, 원익머트리얼즈 3개 계열사 자금을 활용해 3자배정 유상증자 참여로 후너스를 인수했다. 투자차익 목적보다는 후너스가 가지고 있는 유통망을 통한 계열사들의 영업시너지 효과를 염두에 둔 M&A로 판단되며 전 대주주로 인한 경영진 Risk 해소를 기업 정상화가 기대된다.

후너스는 6월 27일 일본 온콜리스바이오파마 지분 80만주(발행주식총수의 11.96%)를 151억원에 매각해 50% 내외의 매각수익률이 발생했고 온콜리스바이오파마의 일본시장 상장이 실현되면 보유하고 있는 잔여 지분 가치 상승도 기대된다.

표 2. 신원종합개발 수주현황

(백만원)

구분	발주처	공사명	계약일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액
	한국토지주택공사	김포양곡조경공사	09.01.07	13.10.31	2,576	2,559	17
	한국토지주택공사	행당구역도시개발사업	09.02.04	13.02.28	2,886	2,570	316
	한국전력공사 건설본부	송도5-2공구배전관로	10.03.24	13.04.30	542	467	75
	(주)KT	송도5-2공구도로유관	10.06.28	13.05.31	42	36	6
	전라남도청	산정천수해상습지	09.05.07	14.05.17	5,549	2,564	2,985
	한국가스공사	김제, 고창외 주배관	09.06.10	12.12.31	10,158	9,724	434
	한국가스공사	김천, 함양 주배관	09.06.10	12.12.31	12,720	12,688	32
	영천시청	영천산단진입도로	09.12.01	13.05.11	4,909	4,909	-
관급	부산지방국토관리청	흥해~기계2국도건설공사	11.05.02	16.04.13	15,168	1,315	13,853
	양평군 환경사업소	당의하수처리시설공사	11.06.27	13.08.31	1,016	787	229
	한국농어촌공사	백곡저수지둑높이공사	11.09.16	13.12.31	3,315	1,850	1,465
	경기도광주시청	태전-중대도로개설공사	12.05.24	13.11.30	2,675	712	1,963
	경기도 가평군청	북한강자전거길조성공사	12.09.13	13.01.11	1,154	529	625
	경기도 하남시청	하남경찰서진입로개설공사	12.10.24	14.04.21	1,886	121	1,765
	한국토지주택공사	대구신서조경공사2공구	12.11.22	15.12.21	4,745	185	4,560
	푸른복지사업소	통소바위공원조성공사	13.03.08	13.09.03	1,277	3	1,274
	한국토지주택공사	영양동부주공아파트	10.07.05	13.07.09	3,299	2,785	514
민간	대구남산4-6지구조합	대구남산4-6지구	07.02.27	-	55,796	265	55,531
	청담제일시장재건축조합	청담제일시장재건축	10.07.23	13.06.30	19,755	15,206	4,549
합계	-	-	-	-	149,468	59,275	90,193

자료: 신원종합개발 2013년 1분기보고서, KDB대우증권

표 3. 온콜리스바이오파마 지분 매각 건

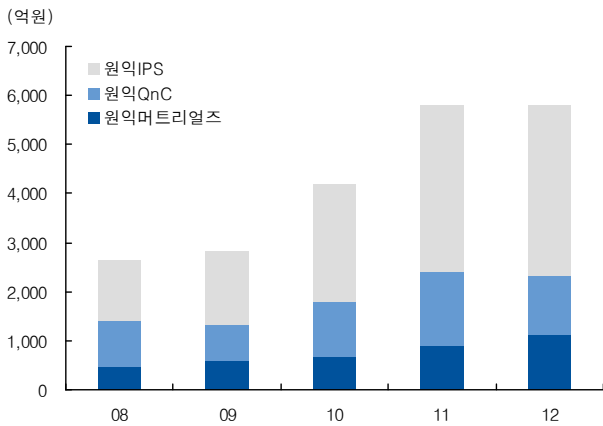
구분	처분주식수(지분율)	처분금액	처분 후 소유주식수(지분율)	양수자
후너스	800,000주(11.96%)	151억원(주당 1,600엔)	712,900주(10.66%)	CBC주식회사(일) 등

자료: 후너스

원익머트리얼즈(104830), 원익QnC(074600)에 대한 관심 필요

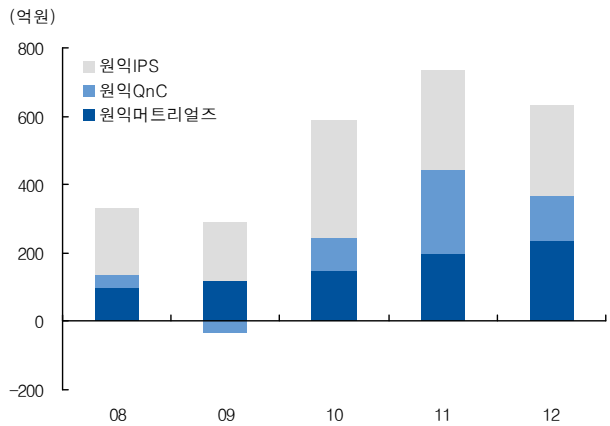
원익그룹 계열사 가운데 주목할 회사는 원익머트리얼즈(104830), 원익QnC(074600)이다. 중장기적으로 국내 반도체산업 성장이 지속되고, 소재 국산화율이 상승하면서 두 기업의 기업 가치 증대가 계속될 것으로 보인다. 단기적으로는 양사의 합작법인인 원익서안반도체과기유한공사를 통한 삼성의 중국 시안 낸드플래시 공장 매출 증가가 기대된다.

그림 23. 원익그룹 주요 계열사 매출액 추이



자료: KDB대우증권

그림 24. 원익그룹 주요 계열사 영업이익 추이



자료: KDB대우증권

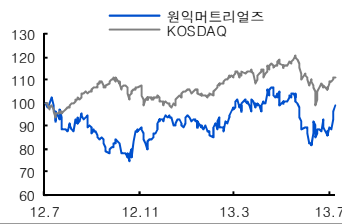
원익머티리얼즈 (104830)

반도체 특수가스 국산화의 선구자

Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/19,원)	38,500
상승여력	-

영업이익(13F,십억원)	26
Consensus 영업이익(13F,십억원)	
EPS 성장률(13F,%)	8.1
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1
P/E(13F,x)	10.5
MKT P/E(13F,x)	9.2
KOSDAQ	541.87
시가총액(십억원)	236
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	53.1
외국인 보유비중(%)	4.3
베타(12M,일간수익률)	0.56
52주 최저가(원)	28,100
52주 최고가(원)	43,700

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.7	6.4	-1.0
상대주가	21.6	12.2	-3.7



추연환

02-768-3002

yeonhwan.choo@dwsec.com

반도체, 디스플레이, LED 공정용 특수가스 제조업체

원익머티리얼즈는 반도체, LCD, LED 및 AMOLED 등의 제조 공정용 소재인 특수가스 생산업체로 세정/에칭, 증착/확산, 불순물주입 공정 등에 사용되는 100여종의 제품을 공급하고 있다. NH₃(암모니아)는 반도체, LCD, LED 제조공정에 사용되는 가스로 반도체공정에서 SiH₄(모노실란)과 결합하여 Si₃N₄(실리콘나이트라이드)의 절연막을 증착시키는데 사용된다. NO(산화질소)는 반도체 제조공정에서 열처리(Annealing)공정에 사용되는 가스이며, N₂O(이산화질소)는 반도체, LCD, AMOLED 제조공정 중 증착공정에 사용된다.

원익머티리얼즈는 특수가스 제품생산(NH₃, NO, N₂O 등)외에 상품매출 비중이 58%에 달한다. 상품매출을 구성하는 가스는 GeH₄(사수소화게르마늄), Si₂H₆(디실란) 등으로 GeH₄는 반도체, LCD 등의 실리콘게르마늄(SiGe)막 형성용 가스이며, 디실란은 반도체 Diffusion(확산) 및 CVD 공정에 사용되는 가스이다. 동사는 2007년 미국 Voltaix와 GeH₄ 독점공급계약을 맺었으며 2010년 장기 독점공급계약(7년)을 맺었다.

원익머티리얼즈의 주요 매출처는 삼성전자, SK하이닉스 등 종합 반도체업체이며 삼성디스플레이 등 FPD업체와 삼성전자 LED사업부, LG이노텍, 실트론 향으로도 매출이 발생하고 있다.

제품 매출 비중 증가로 수익성 강화될 전망

원익머티리얼즈의 2013년 예상실적은 매출액 1,305억원(YoY + 18.5%), 영업이익 264억원(YoY + 12.3%), 순이익 224억원(YoY + 12.6%)으로 전망된다. 1) 2013년 하반기부터 증설된 특수가스 공장(N₂O, NO, GeH₄ Mix) 제품의 테스트 기간이 종료되고 고객사로의 제품 신규공급이 시작되며, 2) 세종시 전의 2공장에서의 Capax 투자가 지속되면서 상품매출에 비해 수익성이 좋은 제품매출 비중이 지속적으로 증가할 전망이다.

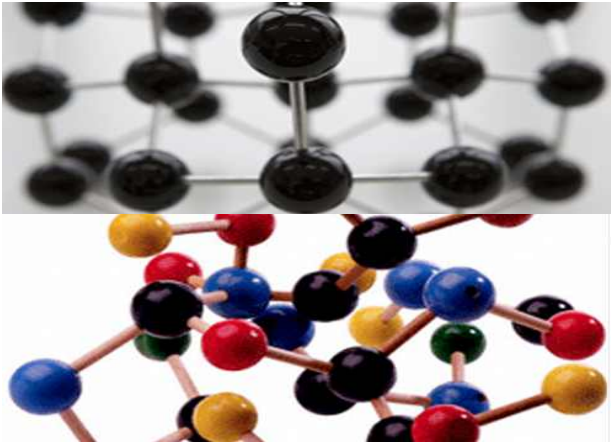
원익머티리얼즈의 실적은 중장기적으로도 긍정적인 것으로 판단된다. 동사 제품인 특수가스는 1) 신규 라인 투자 및 Ramp-up 진행, 2) 반도체 공정 미세화에 따른 반복공정 증가 등에 의해 수요가 증가한다. 주요 매출처인 삼성전자가 중국 시안 낸드플래시 공장을 V-NAND Type으로 적용할 가능성이 높아지면서 반복공정이 크게 증가할 것으로 보이고 국내 17라인 신규 투자도 재개될 것으로 보여 특수가스 수요는 증가추세가 지속될 전망이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (억원)	666	900	1,101	1,305	1,592
영업이익 (억원)	152	200	235	264	338
영업이익률 (%)	22.8	22.3	21.3	20.2	21.2
순이익 (억원)	114	157	199	224	282
EPS (원)	2,765	3,760	3,391	3,666	4,616
ROE (%)	26.7	19.9	16.7	15.9	16.9
P/E (배)	0.0	10.2	10.6	10.5	8.3
P/B (배)	0.0	2.1	1.6	1.6	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 원익머티리얼즈, KDB대우증권

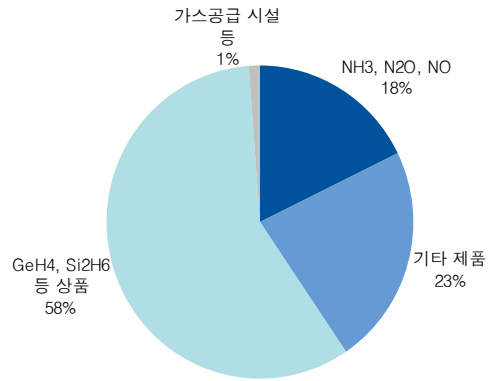
이제는 중견기업이다!
원익그룹

그림 25. 원익머트리얼즈 주요 제품(고순도 Gas, 혼합 Gas)



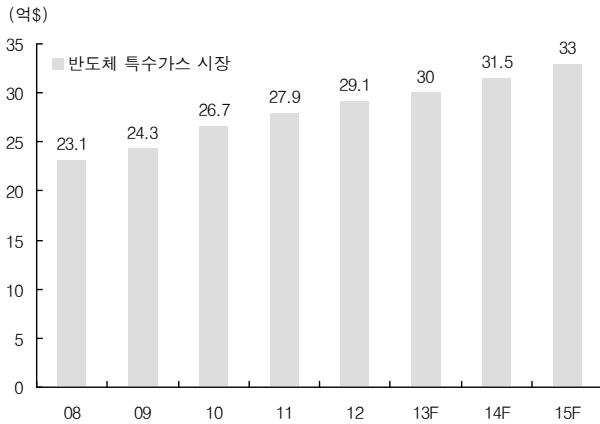
자료: 원익머트리얼즈, KDB대우증권

그림 26. 원익머트리얼즈 매출 구성(1Q13 기준)



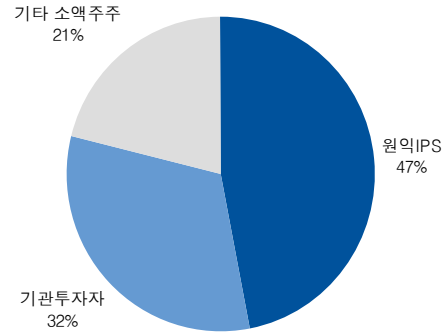
자료: 원익머트리얼즈, KDB대우증권

그림 27. 반도체 특수가스 시장 전망



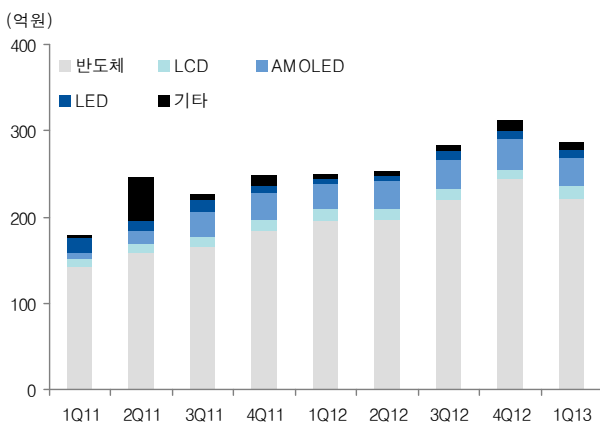
자료: 원익머트리얼즈, KDB대우증권

그림 28. 원익 머트리얼즈 주요 주주 구성



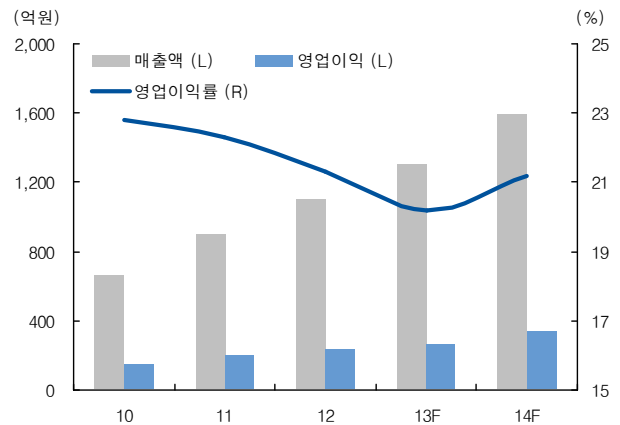
자료: 원익머트리얼즈, KDB대우증권

그림 29. 사업군별 분기 매출 추이



자료: 원익머트리얼즈, KDB대우증권

그림 30. 매출액 및 영업이익의 전망



자료: 원익머트리얼즈, KDB대우증권

원익QnC (074600)

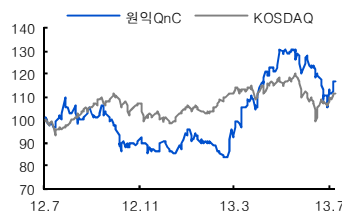
글로벌 장비소재업체로의 발걸음

Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/19,원)	8,180
상승여력	-

영업이익(13F,십억원)	18
Consensus 영업이익(13F,십억원)	
EPS 성장률(13F,%)	140.9
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1
P/E(13F,x)	9.6
MKT P/E(13F,x)	9.2
KOSDAQ	541.87

시가총액(십억원)	104
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	56.4
외국인 보유비중(%)	1.2
베타(12M,일간수익률)	0.33
52주 최저가(원)	5,720
52주 최고가(원)	9,270

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	27.6	19.1
상대주가	-4.4	33.5	16.4



추연환

02-768-3002

yeonhwan.choo@dwsec.com

Quartz & Ceramics, 종합 소재부품업체로 성장 중

원익QnC는 쿼츠, 세라믹 등 반도체, 디스플레이 제조공정에 사용되는 소모성 부품 제조와 반도체 소재부품의 오염을 제거하고 재생하는 세정 사업을 하고 있다. 매출 비중은 2013년 1분기 기준으로 쿼츠 79.2%, 세라믹 10.2%, 세정 10.1% 등이며 세정사업과 세라믹 부문 비중이 높아지는 추세이다.

원익QnC의 매출확대 요인은 1) 주력사업인 쿼츠 부문의 안정적 성장, 2) 차기 성장동력인 세정사업과 세라믹부문의 성장이다.

쿼츠사업은 원익QnC의 CashCow 역할을 하고 있으며, 국내 M/S 1위(36%), 글로벌 M/S 2위(17%)이다. 국내 반도체 시장 성장의 수혜를 꾸준히 받고 있으며, 2013년 4Q 이후 국내 기업의 반도체 설비투자(삼성 중국 시안 낸드플래시 공장, 16라인 설비 확충, 17라인 신규 건설 등)에 따른 매출 성장이 기대된다.

세정사업은 150억원이 투자되어 2011년 하반기부터 매출이 발생했다. 2012년 7월부터 사업이 케도에 올라오면서 2012년 연간 매출 78억원을 기록했으며 현재 월 10억원 내외의 매출이 발생하고 있다. 최근 승인 받은 삼성전자 시스템LSI항 매출이 시작될 것으로 예상되는 2013년 4Q 이후에 추가적인 실적 상승 요인이 있을 것으로 판단되며, 반도체업체들의 세정사업 아웃소싱 증가로 인한 매출확대가 기대된다.

세라믹사업은 세라코와의 합병으로 산화물, 비산화물 제품 모두 대응 가능해졌으며 최근 설비 증설로 Capa가 확대되었다. 세라믹 부품 국산화로 인한 수혜가 기대된다.

반도체 업황 회복에 따른 실적 턴어라운드 기대

원익QnC의 2013년 실적은 매출액 1,331억원(YoY + 10.8%), 영업이익 182억원(YoY + 36.8%), 당기순이익 109억원(YoY + 142.2%)으로 예상된다. 1) 반도체업황 부진과 2) 삼성전자 반도체 공장의 통합재고관리시스템 적용으로 인한 보유재고 소진으로 감소되었던 쿼츠 매출이 회복세를 보이고 있고, 세정/세라믹부문 매출이 꾸준히 증가하면서 2013년 이후 실적 회복이 가능할 전망이다.

원익QnC 주가는 2014년 예상 실적 기준으로 5.8배 수준에 머물러 있다. Risk 요인이었던 신원종합개발, 위닉스 등 지분법 적용 관계회사의 부실자산에 대한 상각이 대부분 이뤄졌기 때문에 영업외손익 부문에서의 손실 우려가 크게 감소했고 반도체업황 회복에 따른 실적 상향 추세를 감안할 때 현 주가는 매력적인 구간으로 판단된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (억원)	1,112	1,502	1,201	1,331	1,604
영업이익 (억원)	96	241	133	182	260
영업이익률 (%)	8.7	16.0	11.0	13.7	16.2
순이익 (억원)	20	135	45	109	179
EPS (원)	160	1,069	355	855	1,410
ROE (%)	3.8	21.8	6.3	13.9	19.8
P/E (배)	26.3	6.6	17.1	9.6	5.8
P/B (배)	1.0	1.3	1.1	1.3	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 원익QnC, KDB대우증권

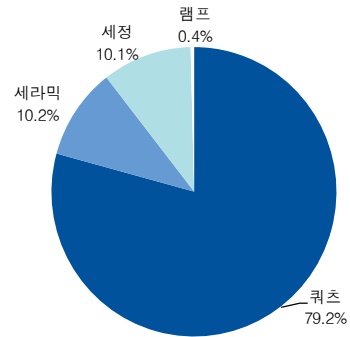
이제는 중견기업이다!
원익그룹

그림 31. 원익QnC 주요 제품



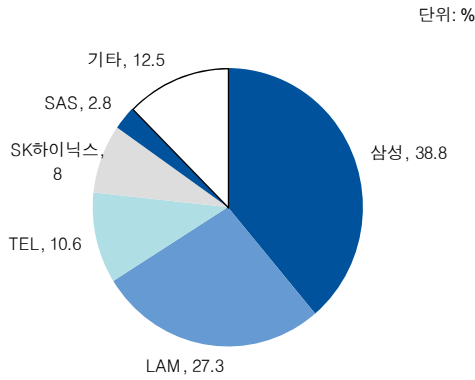
자료: 원익QnC, KDB대우증권

그림 32. 원익QnC 매출 구성(1Q13 기준)



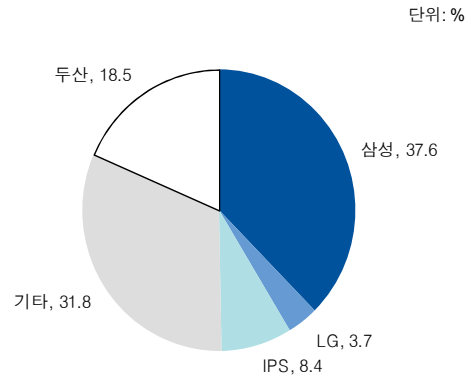
자료: 원익QnC, KDB대우증권

그림 33. 쿼츠사업부 주요 매출처(2012년 기준)



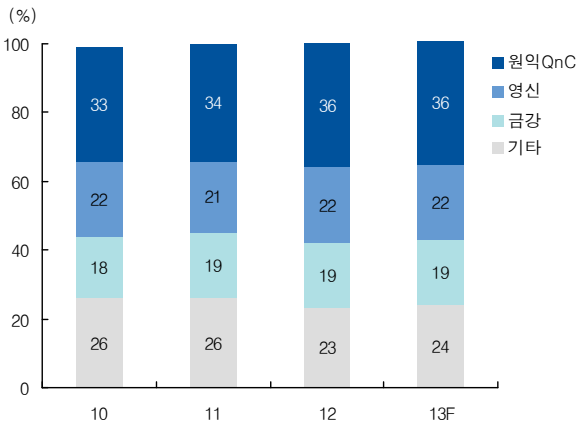
자료: 원익QnC, KDB대우증권

그림 34. 세라믹사업부 주요 매출처(2012년 기준)



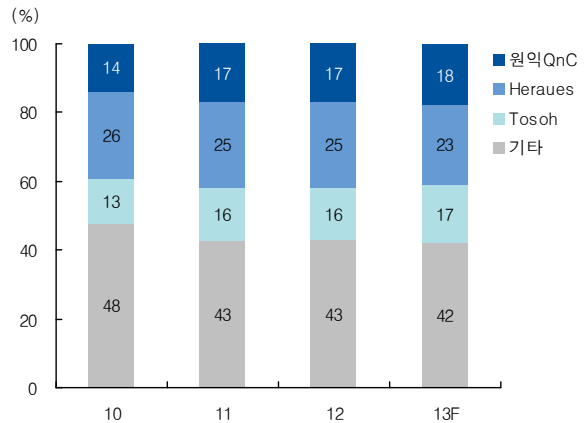
자료: 원익QnC, KDB대우증권

그림 35. 쿼츠사업 국내 M/S 추이 및 전망



자료: 원익QnC, KDB대우증권

그림 36. 쿼츠사업 글로벌 M/S 추이 및 전망



자료: 원익QnC, KDB대우증권

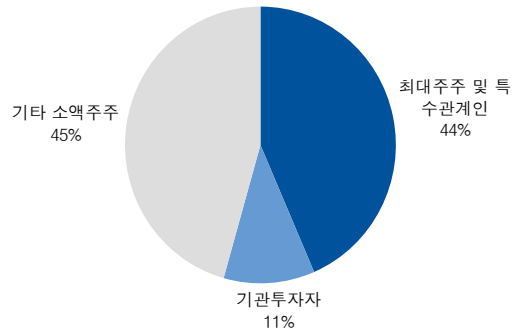
이제는 중견기업이다!
원익그룹

그림 37. 원익QnC 국내외 법인 및 고객사



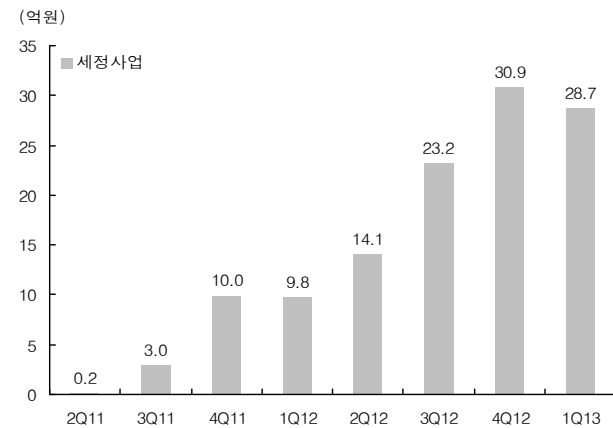
자료: 원익QnC, KDB대우증권

그림 38. 원익QnC 주요 주주 구성



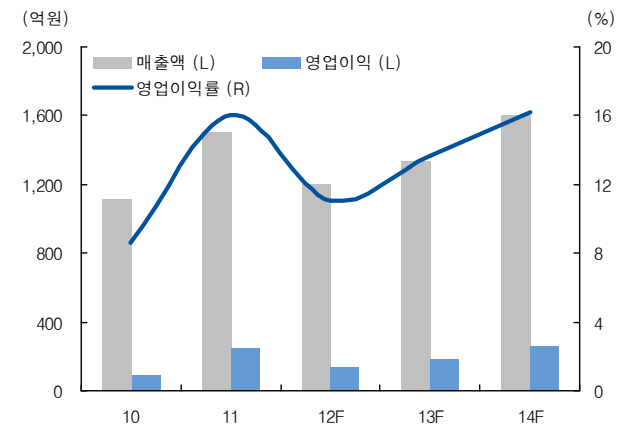
자료: 원익QnC, KDB대우증권

그림 39. 세정사업부 분기별 매출 추이



자료: 원익QnC, KDB대우증권

그림 40. 매출액 및 영업이익 전망



자료: 원익QnC, KDB대우증권

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당사의 투자정보지원부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

대성그룹

도시가스에서 신재생 에너지로

대성홀딩스를 중심으로 도시가스 및 신재생에너지 사업 영위하는 종합 에너지 기업

대성그룹은 종합 에너지 기업으로 10개의 연결 종속회사를 보유하고 있다. 지주업무, 교육 콘텐츠, IT 사업을 영위하는 대성홀딩스(016710)를 중심으로 도시가스와 신재생에너지 사업 중심의 대성에너지(117580)와 창업투자업 중심의 대성창투(027830) 상장사를 보유하고 있다.

그 밖에 주요 자회사로는 매립가스(LFG) 자원화 사업을 영위하는 대성환경에너지(비상장), 경북지역 도시가스 사업 법인인 대성청정에너지(비상장), 가스관련 시공업 및 CRM을 주로 하는 대성글로벌네트웍(비상장), 환경플랜트설비 및 건설업을 영위하는 대성이앤씨(비상장) 등이 있다.

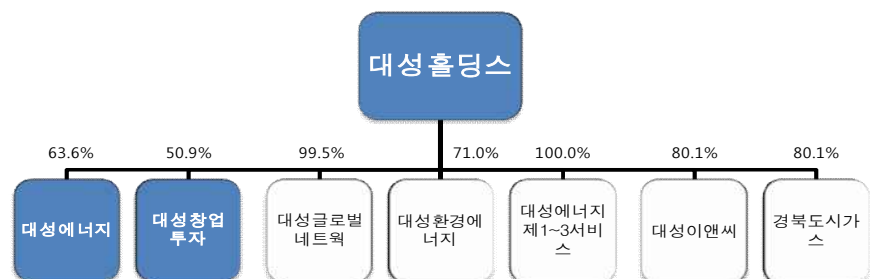
도시가스 사업을 기반으로 신재생 에너지 사업으로 영역 확장

대성그룹은 대구·경북 지역 도시가스 공급업을 기반으로 성장했으며, 이를 기반으로 신재생 에너지 사업으로 영역을 확장하고 있다. 동사는 대성에너지(117580)를 중심으로 대구 및 경산, 칠곡, 고령 지역에 도시가스를 공급 중이며 천연가스 충전(CNG충전소) 사업, 소형 열병합, 가스응용기기 도입 설치 등 다양한 신재생 에너지 개발에 주력하고 있다. 대성청정에너지(비상장) 안동, 영주 지역 4만1천여 가구에 도시가스를 공급하고 있으며 도청의 안동 이전 시점에 맞추어 도시가스 공급 지역을 확대할 예정이다.

또한 대성환경에너지(비상장)는 대구 지역의 매립가스를 포집하여 한국지역난방공사에 보일러 연료로 판매하는 BTO(Build-Transfer-Operate, 민자사업) 방식으로 2006년부터 20년간 운영권으로 보유하고 있다.

대구·경북 지역의 도시가스 보급율은 점차 증가하는 추세에 있으며, 대성그룹의 공급 지역도 점차 확대될 것으로 전망되며 대성그룹의 기반 사업인 도시가스 매출 또한 지속적으로 늘어날 것으로 전망된다.

대성그룹 국내 연결대상 종속회사 현황



주: 음영은 상장기업 / 자료: 대성홀딩스, KDB대우증권

본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

김재훈
02-768-3047
jaehoon.kim@dwsec.com

이지용
02-768-3829
jiyong.lee@dwsec.com

성장성이 기대되는 새로운 사업 아이템

대성그룹이 미래에 기대되고 있는 분야는 해외 신재생에너지 사업이다. 2008년 몽골에 코리안드림유한공사를 설립해 GEEP(Green Eco-Energy Park) 프로젝트 및 몽골 지역사업에 앞장서며 새로운 비즈니스 모델을 만들어가고 있다.

GEEP 프로젝트란 몽골 울란바타르 근처 나라흐 지역에 풍력, 태양광 사업을 진행, 생산된 전기와 물을 이용해 사막지역에 녹지 공원을 조성하는 사업이다. 몽골 지역의 풍부한 일조량과 바람을 이용해 사막화, 식량, 에너지, 물 부족 문제에 대한 솔루션을 제시하고 있다.

대성그룹은 나라흐 지역 GEEP 프로젝트 외에도 몽골 내 나란 지역에 태양광-풍력 복합발전 시스템을 시범 적용하였으며, 만다흐 지역에 같은 시스템을 적용함으로써 전력화 및 사막화 방지 시스템 설치사업을 진행했다. 그 밖에 방글라데시, 에티오피아, 카자흐스탄 등에서 신재생 에너지 사업을 진행 중에 있다.

대성산업이 진행하는 해외 신재생에너지 프로젝트는 경제적 자립도가 낮은 지역을 중심으로 한국국제협력단(KOICA)와 공동으로 사업을 진행하고 있기 때문에 수익성은 높지 않다. 그러나 사회적 기업으로써의 이미지를 구축하고 태양광-풍력 복합발전 시스템을 활용한 녹지환경 조성 및 청정 식수 공급 사업에 대한 새로운 비즈니스 모델을 제시함으로써 글로벌 사업 기반을 구축하고 있다는 점은 긍정적으로 평가된다.

대성그룹은 대성합동지주(대성산업)와 다른 회사

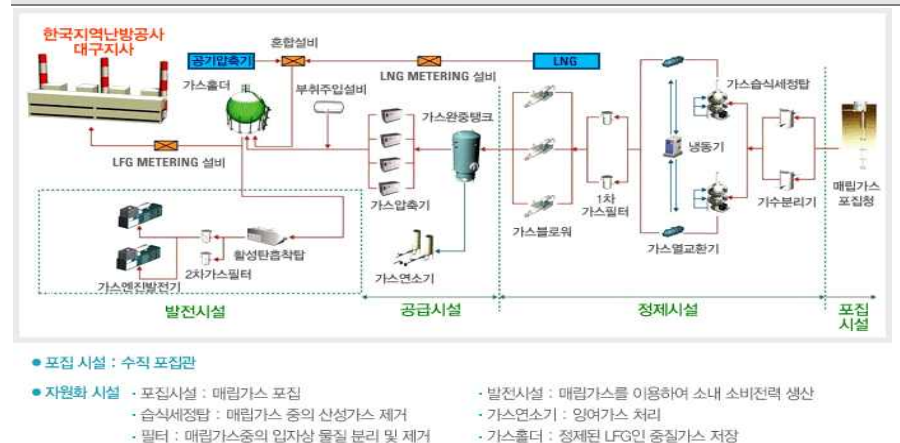
대성그룹은 1947년 창업주 고(故) 김수근 회장에 의해 설립된 대성산업공사로부터 시작되었다. 이후 1968년 대성산업으로 유가증권시장에 상장된 이후 2001년 창업주의 사망으로 3남을 중심으로 대성그룹, 대성합동지주, 서울도시개발의 3개 계열군으로 분리되었다.

3개 계열군은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률상 대성그룹 기업집단에 속해 있으나 대성그룹은 대성합동지주와 직접적인 지분관계가 없다. 대주주 및 특수관계인 보유분 이외에 대성홀딩스와 서울도시개발이 서울도시가스 지분을 교차 보유하고 있는 것이 전부이다.

대성에너지(117580)와 대성홀딩스(016710)에 대한 관심 필요

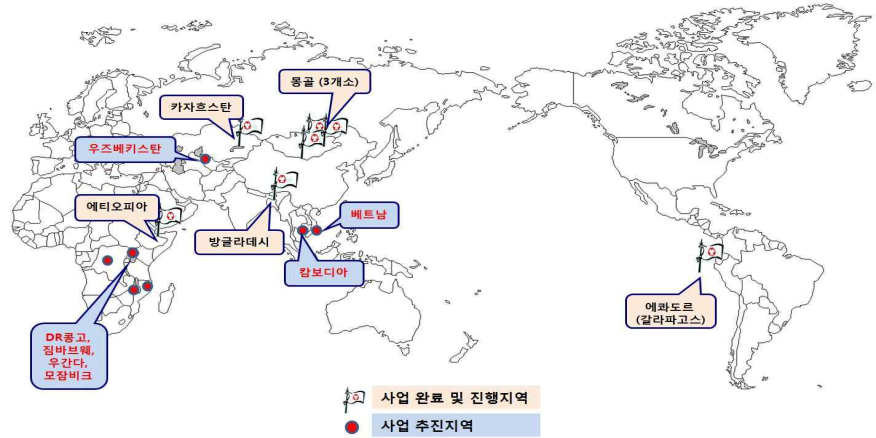
대성그룹 내에서 에너지 관련 사업 비중이 가장 큰 대성에너지(117580)에 대한 관심이 필요할 것으로 판단된다. 도시가스 사업은 안정적인 성장 기반을 바탕으로 신재생에너지 사업으로 확장이 예상되기 때문이다. 지주회사 격인 대성홀딩스(016710)는 계열사 수익가치 및 자산가치 대비 저평가 국면에 있기 때문에 지속적인 관심이 필요할 것으로 판단된다.

그림 41. 대성환경에너지 LFG 사업 계통도



자료: 대성그룹, KDB대우증권

그림 42. 대성그룹 해외 진출 현황



자료: 대성그룹, KDB대우증권

그림 43. GEEP 프로젝트 개요

- 사업명 그린 에코 에너지 파크 프로젝트 (Green Eco-Energy Park Project)
- 시스템
 - 풍력 - 30kW (10kW × 3EA)
 - 태양광 - PV 80kW
 - 펌프 - 5.5kW × 1개소 / 3.7kW × 2개소
- 기간 2007. 6 ~ 2009. 5 (2년)
- 면적 3,300,000 m²
- 위치 몽골 울란바타르 근처 나라호 지역



자료: 대성그룹, KDB대우증권

그림 44. 대성에너지 도시가스 공급 지역 현황



대구광역시 전역, 경북경산시 전역, 고령군 다산면, 칠곡군 동명면

자료: 대성그룹, KDB대우증권

그림 45. 대성청정에너지 도시가스 공급 지역 현황



자료: 대성그룹, KDB대우증권

대성홀딩스 (016710)

밸류에이션 매력이 돋보이는 에너지 지주

대성그룹의 사업지주회사 역할을 담당

대성홀딩스는 대성그룹의 지주회사 역할을 담당하고 있다. 동사는 10개의 연결대상 종속회사가 있으며 지주회사부문 이외에 시스템 통합, IT사업부와 등을 담당하는 교육콘텐츠사업부를 보유하고 있어 사업지주회사의 역할을 담당하고 있다.

IT사업부문은 시스템 통합, 소프트웨어 개발 및 핸드폰유통사업을 영위하며 2011월 7월부터 스카이프 국내 서비스 사업을 진행하고 있다. 교육콘텐츠사업부문은 교육콘텐츠 개발, 교육정보처리 사업을 영위하며 2005년 E-러닝 비즈니스를 시작으로 한국교총 원격교육연수원을 위탁운영하고 있다. 2012년 기준 대성홀딩스의 개별 매출 비중은 지주사 부문 22.8%, IT사업부 71.6%, 교육콘텐츠사업부 5.6%이다.

지주회사 제외는 일시적인 상황

2013년 6월 대성홀딩스는 지주회사에서 제외되며 일반 기업집단으로 분류되었다. 보유자산 대비 자회사 주식 비중을 나타내는 지주비율이 50% 미만으로 변경되었기 때문이다. 이는 대성홀딩스의 자산 증가로 인한 일시적인 상황으로 판단되며, 대성창투와 서울도시가스 등 지분관계가 정리되며 자연스럽게 지주회사 요건을 충족할 수 있을 것으로 예상된다.

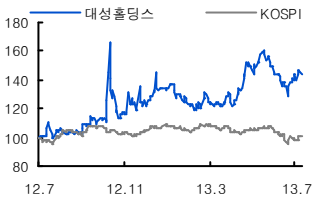
안정성, 성장성에 비해 밸류에이션 저평가

대성홀딩스는 도시가스 사업을 주로 하는 대성에너지와 대성청정에너지의 안정적인 수익 기반을 보유하고 있는 것이 강점이다. 도시가스 산업은 지역독점 사업 형식으로 운용되는 대신 낮은 수준의 이익률을 보장받는 구조이기 때문에 안정적인 이익 창출이 가능하다. 또한 도시가스 사용 가구는 지속 확대되고 있으며 동사의 공급지역도 증가하고 있기 때문에 점진적인 실적 개선이 전망된다.

대성홀딩스의 K-IFRS 연결 기준 2013년 실적은 매출액 13,075억원(YoY + 10.4%), 영업이익 279억원(YoY + 38.7%), 지배주주순이익 297억원(YoY + 12.2%)으로 예상된다.

2013년 기준 예상 PER은 4.7배, PBR은 0.4배 수준이다. 예상 영업이익률은 2.1%로 낮은 편이지만 8%대의 ROE와 약 3%의 배당수익률을 감안하면 밸류에이션은 저평가 되어 있는 것으로 판단된다. 다만, 대주주 및 특수관계인 지분이 85.75%로 유동주식수가 230만주에 불과하다는 점은 동사의 할인요인이다.

Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/15, 원)	8,690
상승여력	-
영업이익(13F, 십억원)	28
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	
EPS 성장률(13F, %)	12.2
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.1
P/E(13F, x)	4.8
MKT P/E(13F, x)	9.2
KOSPI	1,875.16
시가총액(십억원)	140
발행주식수(백만주)	16
유동주식비율(%)	14.3
외국인 보유비중(%)	1.3
베타(12M, 일간수익률)	0.39
52주 최저가(원)	6,000
52주 최고가(원)	10,050
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	3.1 8.8 43.4
상대주가	3.8 14.2 40.0



김재훈

02-768-3047

jaehoon.kim@dwsec.com

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (억원)	8,867	10,710	11,842	13,075	14,299
영업이익 (억원)	332	221	201	279	294
영업이익률 (%)	3.7	2.1	1.7	2.1	2.1
순이익 (억원)	262	321	265	297	309
EPS (원)	1,630	1,994	1,646	1,847	1,918
ROE (%)	9.7	10.2	8.1	8.5	8.2
P/E (배)	5.3	3.6	4.9	4.8	4.6
P/B (배)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

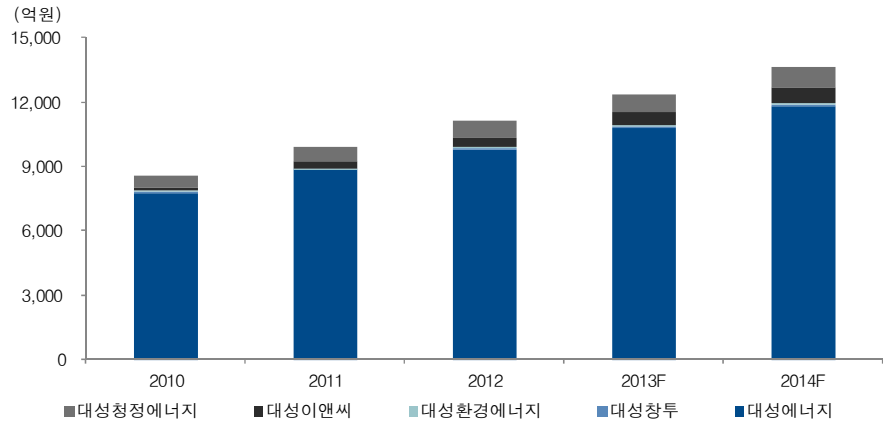
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대성홀딩스, KDB대우증권

대성산업에 대한 리스크는 없다

대성그룹은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률상 대성그룹, 대성합동지주, 서울도시개발 3개의 기업지주가 하나의 기업집단으로 묶여있다. 그러나 대성홀딩스와 서울도시개발이 서울도시가스의 지분을 각각 22.6%, 26.2% 보유하고 있는 것 외에는 지주 사이 지분관계가 없다. 대주주 및 특수관계인이 지분을 교차 소유하고 있을 뿐이다.

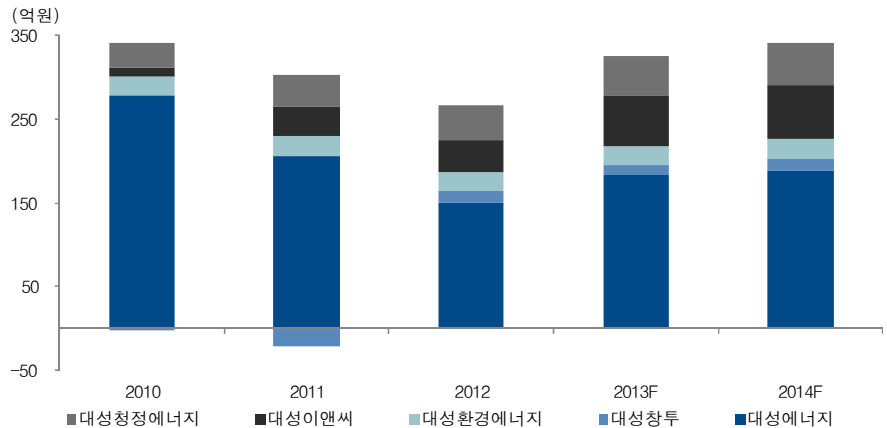
따라서, 대성홀딩스는 대성합동지주와 대성산업의 재무적 리스크 영향은 없을 것으로 판단된다. 대성산업은 대성합동지주의 주요 자회사로서 부동산 PF 문제와 건설 업황 침체의 영향으로 실적이 악화되며 차입금 증가 및 유상증자에 따라 재무구조가 악화되었다. 그러나 이는 대성합동지주 개별의 문제일 뿐이며 대성홀딩스와 직접적인 연관성은 없다.

그림 46. 대성홀딩스 주요 계열사 매출액 추이 및 전망



자료: 대성그룹, KDB대우증권

그림 47. 대성홀딩스 주요 계열사 영업이익 추이 및 전망



자료: 대성그룹, KDB대우증권

대성에너지 (117580)

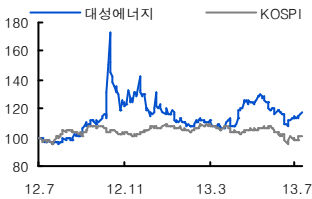
에너지 연금술사로 거듭나다!

Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/15,원)	5,530
상승여력	-

영업이익(13F,십억원)	18
Consensus 영업이익(13F,십억원)	
EPS 성장률(13F,%)	22.0
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1
P/E(13F,x)	9.6
MKT P/E(13F,x)	9.2
KOSPI	1,875.16

시가총액(십억원)	152
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	27.3
외국인 보유비중(%)	1.3
베타(12M,일간수익률)	0.27
52주 최저가(원)	3,980
52주 최고가(원)	8,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	0.9	21.0
상대주가	0.8	6.4	17.6



이지용

02-768-3829

jiyong.lee@dwsec.com

대성그룹 에너지 사업의 중추

대성에너지는 도시가스(LNG) 제조 및 공급업체로서 2009년 10월, 대성홀딩스(주)로부터 물적분할되어 설립되었다. 도시가스 산업은 에너지 공급의 효율성 도모를 위해 사업자가 정부로부터 공급권역을 승인받아 독점적으로 도시가스를 공급하도록 되어 있으며, 동사는 1982년부터 대구경북 지역의 도시가스 공급을 전담하고 있다.

대성에너지의 매출과 손익의 대부분이 가정용, 영업용, 산업용 도시가스 공급 및 판매에서 발생하고 있고, 계열사 대성환경에너지를 통해 폐기물 자원화 사업, 태양광, 풍력 등 신재생에너지 산업, 대구 죽곡지구 내 집단에너지 산업 등을 영위하고 있다.

균건한 cash flow 역할을 하는 도시가스 산업

도시가스산업은 가정용 냉·난방 연료와 산업용 연료 등 필수소비재를 공급하기 때문에 경기 변동에도 판매량이 견조하게 나타나는 특성이 있다. 대성에너지는 변동성이 적은 도시가스 산업의 특성으로 안정적인 실적성장세를 보이고 있다.

향후 셰일가스 생산확대, 호주의 대규모 가스전 개발 등으로 가스 도입가격이 낮아지면서 다른 에너지원에 비해 가스의 가격경쟁력이 높아질 것이다. 따라서 가스에 대한 수요와 당사의 도시가스 판매량도 증가할 전망이다.

도시가스 매출은 [가스단위당 소비자 요금 X 판매량]에 의해서 결정되는데, KOGAS와 산업통상부에서 미리 정하는 소비자 요금보다 판매량이 대성에너지의 실적에 미치는 영향이 크다. 따라서 가스 가격이 추세적으로 하락할 경우 판매량 증가에 따른 수혜가 예상된다.

대성에너지는 경기불황에도 견조한 도시가스 수요의 특성과 에너지원으로써 천연가스의 비중이 점차 늘어난 데 힘입어 안정적인 매출성장을 기록해왔으며 2013년 매출액 1조원 시대를 열 것으로 예상된다.

대성에너지의 K-IFRS 연결기준 2013년 예상 실적은 매출액 10,798억원(YoY + 10.2%), 영업이익 183억원(YoY + 21.7%), 당기순이익 156억원(YoY + 22.0%)을 기록하며 의미 있는 외형성장이 기대된다. 가스 도입가격 하락으로 인한 도시가스 보급률 및 판매량 증가가 발생할 전망되며, 원가 감소로 인한 수익성의 점진적인 향상이 예상된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (억원)	7,776	8,797	9,797	10,798	11,799
영업이익 (억원)	323	206	150	183	189
영업이익률 (%)	4.2	2.4	1.5	1.7	1.6
순이익 (억원)	225	163	128	156	166
EPS (원)	818	592	465	568	602
ROE (%)	9.8	6.3	4.8	5.7	5.9
P/E (배)	12.7	8.9	12.0	9.6	9.0
P/B (배)	1.1	0.6	0.6	0.6	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 대성에너지, KDB대우증권

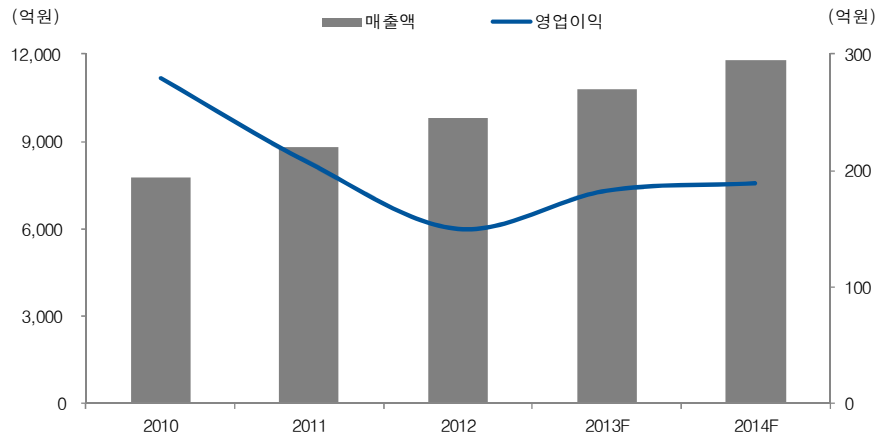
친환경에너지 산업으로 장기성장성을 확보하다

대성에너지는 2002년부터 친환경·신재생에너지에 관심을 갖고, 꾸준하게 기술과 역량을 축적해왔다. 동사가 주된 신성장동력으로 삼고 있는 분야는 폐기물 자원화 사업이다. 2006년 계열회사 대성환경에너지를 통해 매립가스(LFG) 자원화 시설을 건립, 상용화한 데 이어 오는 2014년 12월에 대구 죽곡지구에 RDF 시설을 완공하여 대구시의 도시 생활쓰레기를 반입, 가공으로 전기 및 열을 생산하여 에너지원으로 공급할 예정이다.

신재생에너지 분야에서도 몽골, 에티오피아, 방글라데시 등지에 태양광, 풍력 발전 시스템을 건설하여 전력과 생활용수를 공급하는 등 신재생에너지 개발의 global reference를 확보하는 데 힘을 기울여왔다.

대성에너지는 도시가스 사업을 통한 안정적인 수익성과 현금흐름을 바탕으로 그린에너지를 통한 새로운 성장을 도모하고 있다. 최근 기후 변화에 따른 환경 관련 이슈가 부각되고, 전력수급이 불안정한 상황에서 동사가 준비해온 그린에너지 역량은 각광을 받을 것으로 보이며, 나아가 중장기적인 성장을 이끌 동력이 될 것으로 전망된다.

그림 8. 대성에너지 매출액, 영업이익의 추이 및 전망



자료: 대성그룹, KDB대우증권

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당시의 투자정보지원부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

KG그룹

KG케미칼의 M&A 성공 신화는 계속된다

서승우
02-768-3080
seungwoo.seo@dwsec.com

화학 사업을 영위하는 KG케미칼을 지주회사로 물류, 에너지, 전자결제 및 미디어 자회사 보유 KG케미칼(001390)은 KG그룹의 지주회사로 비료 제조 등의 화학사업을 영위하고 있다. 주요 연결 자회사로는 전자결제사업을 영위하는 KG이니시스(035600)와 KG모빌리언스(046440), 에너지사업의 KGETS(2013년 7월 24일 상장예정)를 비롯해 미디어부문 이데일리(티브이), 유통부문의 KG엘로우캡 등 총 10개사가 있다.

법정관리에 있던 국내 최초의 비료업체, 경기화학을 인수한 2003년 이후 객재선 회장은 외형 성장 전략으로 M&A를 적극 추진했다. 가치 창출이 가능한, 다양한 기업들을 인수/합병해왔으며 현재의 그룹 주요 계열사는 2008년 이후 완성됐다. 향후에도 시너지 창출이 가능한 기업에 대해 M&A는 계속해서 추진할 것으로 판단된다.

주요 연결회사인 전자결제 업체의 성장성에 주목

KG케미칼은 온라인 카드결제 솔루션을 제공하는 KG이니시스(KG케미칼 지분율 33.0%)를 보유하고 있으며 KG이니시스를 통해 휴대폰결제 솔루션을 제공하는 KG모빌리언스(KG이니시스 지분율 46.8%)를 손자회사로 두고 있다.

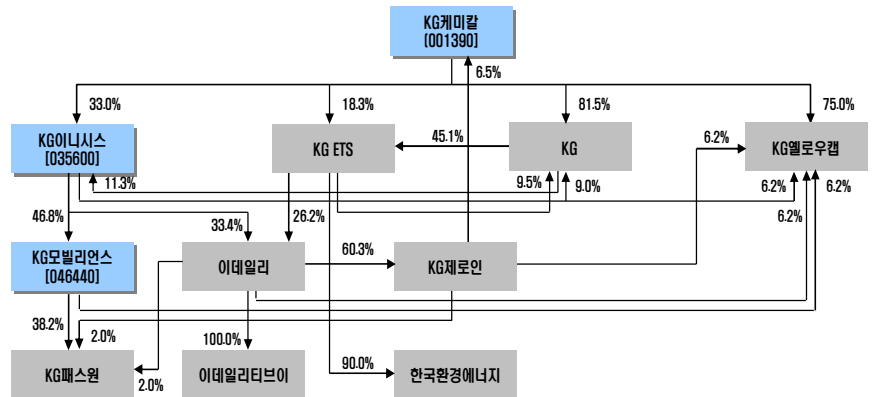
2013년 온라인 카드결제 시장과 휴대폰결제 시장은 각각 15% 내외의 성장이 지속될 것으로 예상된다. 과점 시장에서 각각 1위 사업자인 KG이니시스와 KG모빌리언스는 시장 성장의 최대 수혜가 될 전망이다. 모바일결제 거래금액의 빠른 증가세도 양 사에게 긍정적이다.

전자결제 업체를 잇는 성장 기업, KGETS 상장 예정

KGETS는 2013년 7월 15일 현재 KG케미칼이 18.3%, 자회사 KG가 45.1%의 지분을 보유하고 있는 KG케미칼의 주요종속회사다. KG케미칼은 7월 18일 KGETS의 원활한 상장을 위해 KGETS 주식 약 400만주를 처분하기로 결정했으며 처분 후 지분율은 4.96%가 된다.

KGETS는 폐기물처리와 신재생에너지 등 환경사업을 주로 영위하고 있으며 정부의 정책방향과 일치해 전망산업 성장성이 높은 것으로 알려지고 있다. KGETS의 2013년 개별기준 예상 실적은 매출액 1,115억원(YoY + 18.6%), 영업이익 230억원(YoY + 46.5%)으로 전망된다. 15% 이상에 달하는 업계 최고 수준의 영업이익률도 동사의 강점으로 평가되고 있다.

KG그룹 주요 계열사 현황



주: 2103년 1분기 보고서 계열회사 등의 현황 기준 / 자료: KG케미칼, KDB대우증권

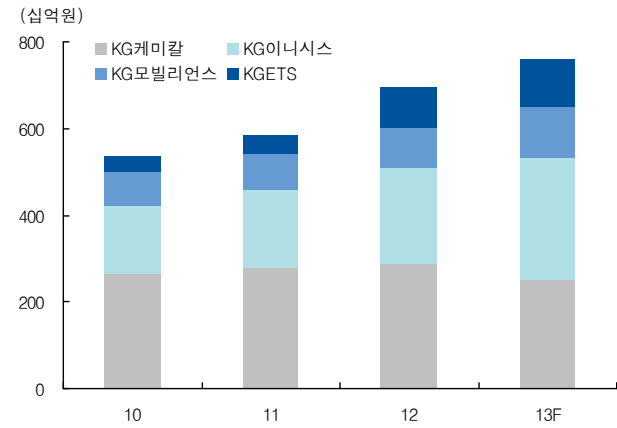
본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

화학, 전자결제, 환경/에너지 사업부문이 연결 실적 성장 이끌 전망

KG케미칼의 2013년 연결회사 단순 합산 실적은 매출액 약 1조원, 영업이익 약 1천억원이 예상된다. 화학부문의 실적이 2012년 부실사업 부문 정리 이후 빠르게 정상화되고 있고, 전자결제 및 환경/에너지 사업부문은 전사 외형성장을 견인할 전망이다.

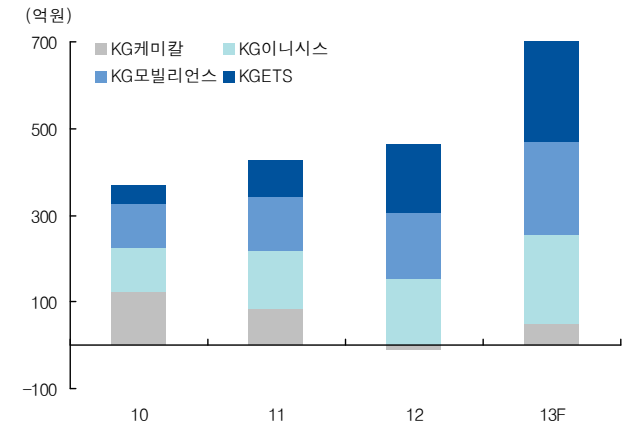
KG케미칼은 2013년, 토지보상이 최대 이슈가 되고 있으며 올해 초 재결(裁決) 요청에 대한 결과가 곧 있을 예정이다. 토지보상 절차 완료에 따라 동사의 재무구조는 빠르게 안정될 가능성이 크다고 판단되며 보상 지연에 따른 시장의 우려도 불식될 것으로 기대된다.

그림 48. KG그룹 주요 계열사 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, KDB대우증권

그림 49. KG그룹 주요 계열사 영업이익의 추이 및 전망



자료: 각 사, KDB대우증권

KG이니시스 (035600)

전자결제 시장의 선두 주자

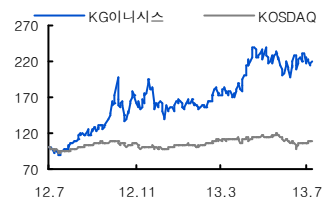
Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/17,원)	17,300
상승여력	-

영업이익(13F,십억원) 20
Consensus 영업이익(13F,십억원)

EPS 성장률(13F,%) 19.1
MKT EPS 성장률(13F,%) 19.9
P/E(13F,x) 16.2
MKT P/E(13F,x) 9.2
KOSDAQ 541.82

시가총액(십억원) 440
발행주식수(백만주) 25
유동주식비율(%) 52.8
외국인 보유비중(%) 9.9
베타(12M,일간수익률) 0.50
52주 최저가(원) 6,870
52주 최고가(원) 19,350

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.9	44.2	139.9
상대주가	10.7	48.6	136.3



서승우

02-768-3080

seungwoo.seo@dwsec.com

국내 신용카드 PG 시장점유율 1위 업체

KG이니시스는 국내 신용카드 PG(Payment Gateway) 시장점유율 1위 업체이다. 동사는 한국사이버결제, LG유플러스와 국내 신용카드 PG시장을 과점하고 있으며 국내 최대 가맹점을 확보하고 있다.

KG이니시스는 대규모 가맹점 보유로 카드사에 대한 수수료협상력이 증대되고 있고, 매출액 증가율과 비교해 판관비 등의 고정비 증가율이 낮아 매출원가율이 꾸준히 감소하고 있다. 향후에도 매출 상승에 따른 영업레버리지 효과는 지속될 전망이다.

전자결제시장 성장은 모바일결제가 견인중

KG이니시스의 모바일결제 거래금액은 2011년 4분기부터 2013년 1분기까지 분기 평균 52.0% 증가율을 보였으며 2013년 1분기 기준 1,133억원(YoY + 381%, QoQ 52%)을 기록했다. 현재의 증가속도를 감안하면 KG이니시스의 모바일결제 거래 비중은 2012년 2.2%에서 2013년 7.2% 수준으로 빠르게 늘어날 전망이다.

2013년부터 상품매출 본격화 예상

KG이니시스는 가맹점들에게 결제단말기 등을 공급하고 중간에서 1% 내외의 유통 마진을 취하는 상품매출 사업을 영위하고 있다. KG이니시스가 가맹점에 상품을 공급한 후 어음을 받고, 결제단말기업체에는 상품가격보다 할인된 가격으로 현금을 지급하면서 차익을 취하는 구조이다.

2012년 연간 177억원 규모였던 상품매출은 2013년 492억원 규모로 증가해 2013년 KG이니시스의 전체 외형성장을 견인할 전망이다. 다만 상품매출은 저마진 구조로, 매출 증가에 따른 영업이익률의 회복 가능성이 존재한다.

2013년에도 최대 실적 행진 지속 전망

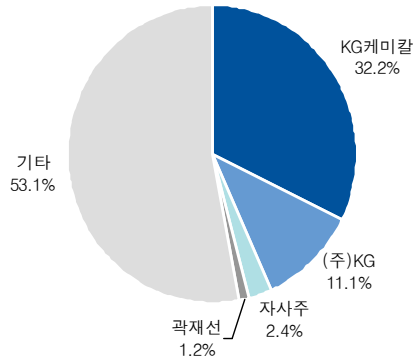
2013년 KG이니시스는 IFRS 연결기준 매출액 2,826억원(YoY + 28.8%), 영업이익 205억원(YoY + 32.0%), 순이익 272억원(YoY + 19.1%)을 기록할 전망이다. 모바일결제 거래 금액과 상품매출 증가에 따른 외형 성장이 기대된다.

KG이니시스는 상장사인 KG모빌리언스(지분율 46.8%)와 비상장사인 이데일리, 브이피 등의 지분을 보유하고 있어 연결 또는 지분법에 따른 자회사 이익의 꾸준한 유입도 예상된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (억원)	1,599	1,814	2,194	2,826	3,190	3,631
영업이익 (억원)	128	149	155	205	244	281
영업이익률 (%)	8.0	8.2	7.1	7.2	7.6	7.7
순이익 (억원)	110	158	228	272	323	386
EPS (원)	855	1,008	896	1,068	1,270	1,517
ROE (%)	17.0	16.8	17.4	17.5	17.7	17.8
P/E (배)	9.3	7.2	13.7	16.2	13.6	11.4
P/B (배)	1.5	1.5	2.2	2.6	2.2	1.9

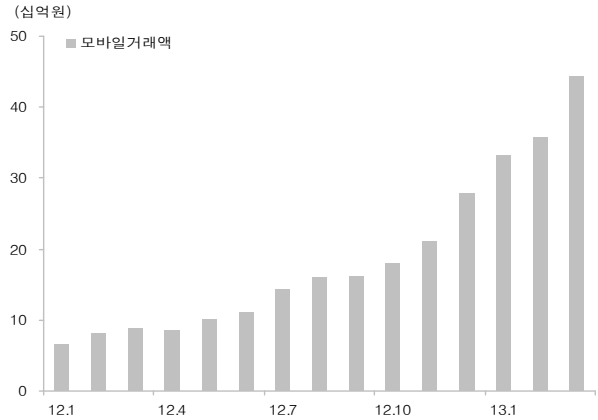
주: K-IFRS 개별 기준
자료: KG이니시스, KDB대우증권

그림 50. KG이니스스 주주 현황



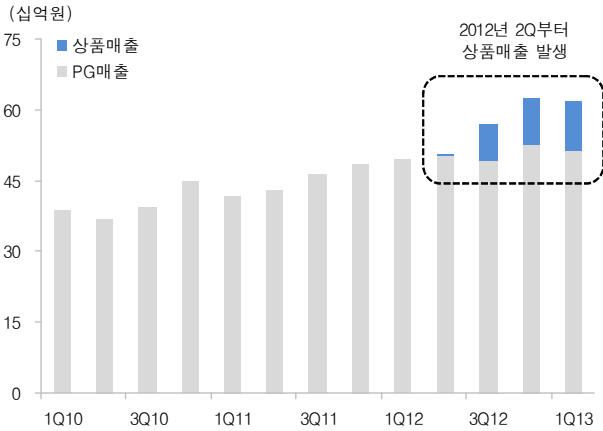
주: 2013년 3월 31일 기준
자료: KG이니스스, KDB대우증권

그림 51. KG이니스스의 월간 모바일 결제금액 추이



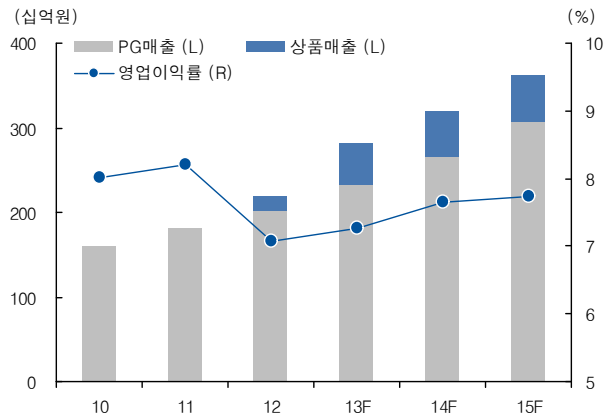
자료: KG이니스스, KDB대우증권

그림 52. KG이니스스 분기 매출액 추이



자료: KG이니스스, KDB대우증권

그림 53. KG이니스스 매출액 및 영업이익률 전망



자료: KG이니스스, KDB대우증권

KG모빌리언스 (046440)

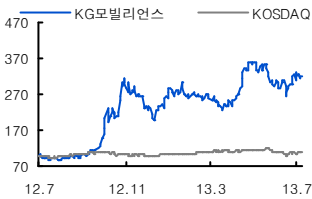
모바일결제 시장 성장의 최대 수혜주

Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/17,원)	15,650
상승여력	-

영업이익(13F,십억원)	21
Consensus 영업이익(13F,십억원)	22
EPS 성장률(13F,%)	10.7
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.9
P/E(13F,x)	16.9
MKT P/E(13F,x)	9.2
KOSDAQ	541.82

시가총액(십억원)	291
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	52.1
외국인 보유비중(%)	5.5
베타(12M,일간수익률)	0.48
52주 최저가(원)	4,255
52주 최고가(원)	18,350

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.8	21.8	242.1
상대주가	11.6	26.2	238.5



서승우

02-768-3080

seungwoo.seo@dwsec.com

휴대폰결제 시장점유율 1위 업체

KG모빌리언스는 국내 휴대폰 소액 결제시장에서 2012년 기준 시장점유율 46.7%로 1위를 차지하고 있는 전자결제 전문 기업이다. 그리고 경쟁사인 다날과 시장의 90%를 과점하고 있다. 모바일결제 시장 활성화와 전자직불결제 시행 등으로 휴대폰결제 업체들은 중장기 성장 동력을 확보한 것으로 판단되며 2013년 본격적인 성장이 예상된다.

휴대폰 결제시장의 본격 성장 예상

휴대폰 결제시장은 2009년부터 2012년까지 연평균 16% 성장했으며 향후에도 15% 내외의 성장 지속은 가능하다고 판단된다. 그 이유는 1) 스마트폰 보급률 증가에 따라 모바일결제 시장이 확대되고 있으며, 2) 이에 따라 결제 방식이 다양화되고 있기 때문이다. 나아가 3) 휴대폰결제가 온라인 디지털 콘텐츠 결제 중심에서 오프라인의 실물 결제 수단으로 이용이 확대되고 있어, 평균 결제 금액이 꾸준히 증가 추세에 있는 것도 긍정적이다.

KG모빌리언스는 업계 내 선도업체로, 모바일결제 시장 성장에 따른 최대 수혜가 예상된다.

전자직불결제 솔루션으로 실적의 추가 레벨업도 가능

2013년 1월부터 전자직불결제 서비스가 전면 시행됨에 따라 KG모빌리언스는 기존에 보유 하던 오프라인 바코드결제 시스템인 '엠티'에 전자직불결제 솔루션을 도입했다. 직불결제의 높은 소득공제와 낮은 수수료로 전자직불결제 서비스의 가맹점 및 가입자 수는 지속적으로 늘어나고 있으며, 금융사별로 자사의 직불형카드와 연계한 프로모션도 함께 진행중에 있어 향후 가입자 증가 속도는 보다 빨라질 전망이다.

향후 엠티 서비스의 지속적인 가입자 수 증가에 따른 오프라인 결제금액 증가가 예상되며, 따라서 KG모빌리언스의 실적도 레벨업 될 전망이다.

2013년에도 사상 최대 실적 이어갈 전망

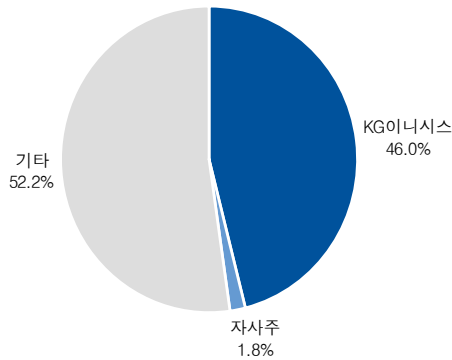
KG모빌리언스는 2013년 개별기준 매출액 1,158억원(YoY + 21.8%), 영업이익 214억원(YoY + 42.2%)을 기록해 2012년에 이어 사상 최대 실적을 이어갈 것으로 예상된다. 2013년에는 특히 오픈 마켓 시장(실물 거래)에서의 모바일결제 거래 증가가 동사의 외형 성장을 견인할 것으로 전망된다. 영업레버리지에 따른 이익률 상승도 기대돼 고무적이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (억원)	756	824	950	1,158	1,389	1,660
영업이익 (억원)	101	125	151	214	293	399
영업이익률 (%)	13.4	15.2	15.8	18.5	21.1	24.0
순이익 (억원)	84	90	155	172	216	296
EPS (원)	474	488	835	925	1,162	1,594
ROE (%)	12.1	11.6	17.3	16.3	17.6	20.3
P/E (배)	11.4	10.9	14.0	16.9	13.5	9.8
P/B (배)	1.3	1.2	2.2	2.6	2.2	1.8

주: K-IFRS 개별 기준

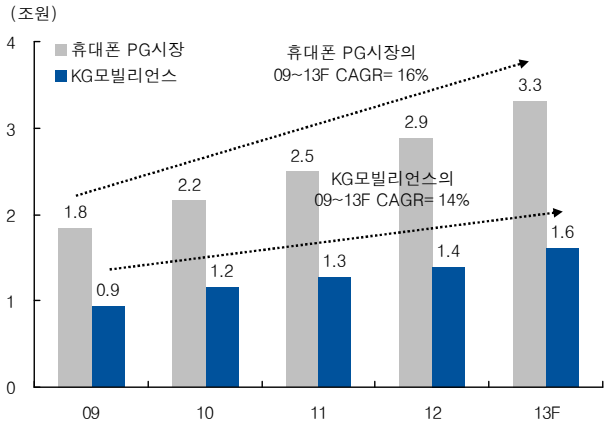
자료: KG모빌리언스, KDB대우증권

그림 54. KG모빌리언스 주주 현황



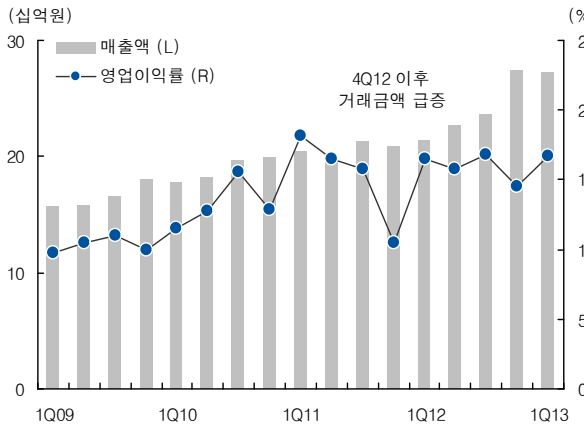
주: 2013년 3월 31일 기준
자료: KG모빌리언스, KDB대우증권

그림 55. 휴대폰 PG시장 및 KG모빌리언스 결제금액 추이 및 전망



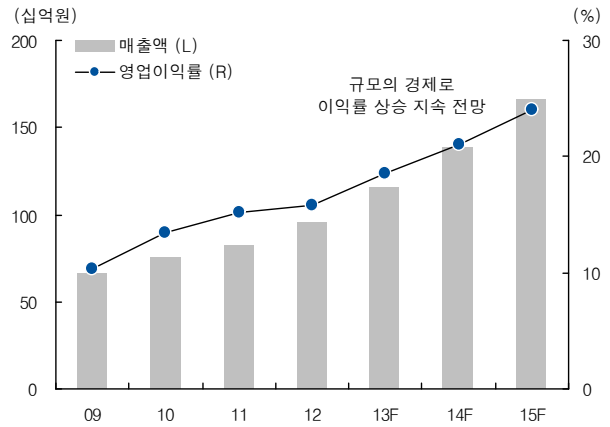
자료: KG모빌리언스, KDB대우증권

그림 56. KG모빌리언스 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: KG모빌리언스, KDB대우증권

그림 57. KG모빌리언스 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: KG모빌리언스, KDB대우증권

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당사의 투자정보지원부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

화신그룹

운철기삼? NO! 운철기술삼

권명준
02-768-3819
myoungchun.kwon@dwsec.com

'화신'이 지주회사 역할

화신(010690)은 1975년 7월 화신제작소로 설립되었고, 1994년 코스피 시장에 상장되었다. 연결대상 종속회사를 보유한 지주회사 역할을 하고 있으며, 자회사들 모두 자동차 부품 관련 회사들로 구성되어 있다. 상장사로는 화신정공(126640)을, 비상장사로는 새화신·인도화신·중국화신·미국화신·브라질화신 법인을 보유하고 있다.

화신은 주요 납품처로 현대기아차(이하, 현기차)를 확보하고 있으며, 자동차 샤시(Chassis)·바디(Body)를 모듈이나 개별품 형태로 생산·납품하고 있다.

현기차 그룹의 해외진출 시기에 해외공장의 부품 공급 대응을 위해 동반진출을 했으며, 현재 4개의 해외법인을 자회사로 보유하고 있다. 현대차 아산기아차 화성/소하리 공장의 샤시를 공급하기 위해서 새화신을, 샤시·바디 제품의 부속품을 자체적으로 공급하기 위해 화신정공(126640)을 계열사로 보유하고 있다.

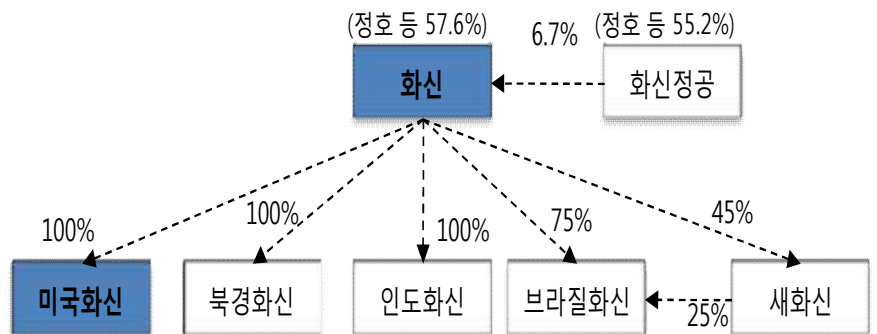
성공적인 해외 진출

화신그룹의 초기는 현기차의 부품 공급을 통해 성장을 했으며, 2000년대 초반부터는 현기차와 동반 해외진출을 통해 매출 규모가 한 단계 업그레이드 되었다. 2010년대에 들어서는 고객 다변화와 차량경량화 부품 공급을 통해 다시 한번의 도약을 준비하고 있다.

화신그룹은 경기민감도가 높은 분야인 자동차를 전방산업으로 가지고 있다. 주요 매출처인 현기차로의 매출 비중이 높아 현기차의 판매량과 상관관계가 높다. 1990년에는 안정적인 성장을 하였지만, 2000년대 들어서 국내 자동차 시장 성장률이 낮아지면서 현기차는 해외 시장에 진출했다. 화신은 이 시기에 성공적인 동반진출(2002년 인도, 중국(북경), 2003년 미국, 2012년 브라질 진출)을 통해 성장하였다.

현기차의 주력 시장이라고 할 수 있는 인도·중국(북경)·브라질·미국에 화신 해외 자회사들이 진출해 있다. 이 지역에서 샤시를 100% 독점적으로 공급하고 있어 국내시장 현기차내 M/S(40%, 2013년 예상)보다 해외시장 M/S(61%)가 높은 특징이 있다. 또한, 현기차 그룹의 공장 추가 증설 역시 이 지역에 있어 추가적인 성장이 기대된다.

화신그룹 주요 계열사 현황



자료: KDB대우증권

본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

미래를 위한 투자: 고객다변화 & 기술개발

화신그룹은 미래 지속적인 성장을 위해서 2가지를 추진하고 있다.

첫번째는 고객다변화이다. 주요 매출처가 현기차 그룹으로 한정되어 있어, 이를 탈피하기 위해 글로벌 자동차 제조사로의 진출을 모색하고 있다. 자동차 부품산업은 특성상 신규진입이 어려운 시장이다. 하지만, 이미 일부 부품에 대해 거래가 시작된 상황이며, 신규 거래처로부터 긍정적인 평가를 받고 있다. 과거 수년간의 노력을 통해 향후 해외업체로의 공급이 확대될 것으로 기대된다.

두번째는 기술개발이다. 지난 4~5년 동안 차량경량화에 대비해 알루미늄 사시를 준비했으며, 차량경량화 기술개발을 완료한 상황이다. 핫 스탬핑 기술을 적용하여 플랫폼 통합을 위한 기술준비도 되어 있는 상황이다. 차량경량화 및 플랫폼 통합 관련 준비가 완료되어 있어 시장 변화시 수혜가 예상된다.

연결 자회사들의 높은 성장세 지속된다.

해외 자회사들의 매출성장이 예상된다. 안정적인 매출을 하고 있는 인도화신을 바탕으로 2009년 중국화신, 2010년 미국화신에서 높은 성장을 보여왔다. 2012년 4분기부터 매출이 발생하기 시작한 브라질화신은 2013년부터 본격적인 매출성장이 예상된다. 향후, 현기차 그룹에서 동사가 이미 진출한 중국과 브라질 공장에서 추가 증설 가능성이 높아 수혜가 이어질 것으로 판단된다.

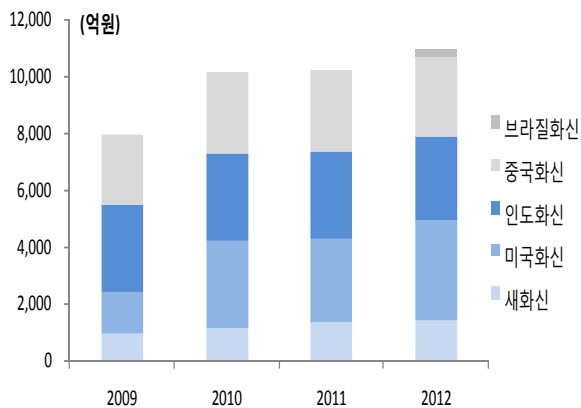
국내 자회사의 경우 화신제품의 자체부품 내재화에 대한 역할 강화가 예상된다. 자동차 부품 한개에도 다수의 기업으로부터 다양한 부품을 공급받는다. 타 업체로부터 부품을 공급받을 경우 1) 안정적인 수급이 가능한지 여부와 2) 기술유출의 불안감에 대한 우려가 있어, 자회사로부터의 부품 공급비중을 지속적으로 향상시킬 것으로 예상된다.

화신(010680), 화신정공(126640) 주목해야

연결기준으로 평가되는 화신(010690)과 화신정공(126640)을 주목해야 한다.

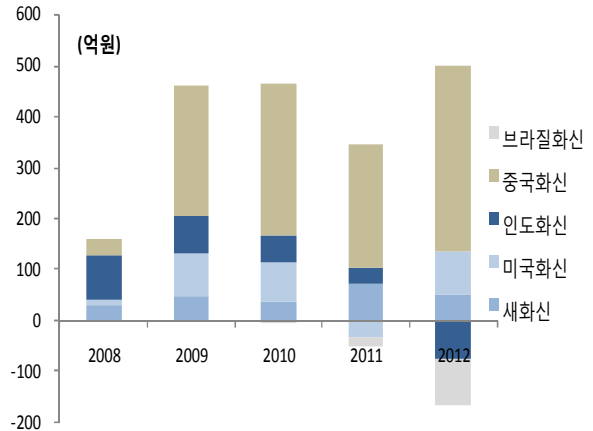
화신은 해외 자회사들, 특히 해외법인 자회사들의 매출 성장으로 연결기준 수익성이 지속적으로 개선되어 실적이 개선되고 있다. 화신정공은 화신 내 자회사의 부품 수요 비중이 확대될 것으로 예상되어 가장 크게 수혜를 받을 것으로 기대된다.

그림 58. 화신그룹 주요 계열사 매출액 추이



자료: KDB대우증권

그림 59. 화신그룹 주요 계열사 영업이익 추이



자료: KDB대우증권

화신 (010690)

Ok! Ok! Ok!

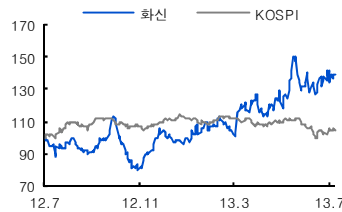
Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/19,원)	14,200
상승여력	-

영업이익(13F,십억원)	107
Consensus 영업이익(13F,십억원)	92

EPS 성장률(13F,%)	168.4
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1
P/E(13F,x)	7.8
MKT P/E(13F,x)	9.2
KOSPI	1,871.41

시가총액(십억원)	496
발행주식수(백만주)	35
유동주식비율(%)	42.6
외국인 보유비중(%)	6.6
베타(12M,일간수익률)	0.81
52주 최저가(원)	7,860
52주 최고가(원)	15,750

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.2	36.5	46.5
상대주가	6.1	42.4	43.9



권명준

02-768-3819

myoungchun.kwon@dwsec.com

차량경량화 Ok

지난 16일, 자동차 업계와 산업통상자원부 등에 따르면 국가온실가스 감축 계획의 일환으로 오는 2020년까지 차량 평균 연비 기준을 20km/l 이상으로 높이기로 하면서 차량경량화에 대한 관심이 증가하고 있다.

화신이 제작하는 제품인 사시 역시 현재 철제 제품으로 차량경량화와 중요한 연관성이 있다. 이를 위해 동사는 이미 알루미늄 사시를 제작하여, 실제 차량 주행시험까지 완료된 상황이다. 차량경량화가 진행될 경우 기술개발이 완료된 동사와 진행할 가능성이 높다고 예상되어 사시 제품의 가격 인상 및 마진을 확대를 통해 또 한번의 성장이 가능할 것으로 판단된다.

플랫폼 통합도 Ok

주 매출처인 현대차에서 올해 안에 신차 개발기간 단축(2002년 40개월→2009년 33개월 →2013년 24개월)을 위한 방안으로 플랫폼을 지속적으로 통합시킬 것으로 예상된다. 플랫폼 단축은 비용절감 효과 뿐만 아니라 규모의 경제 강화 효과도 가지고 있어 향후에 자동차 제조사들이 지속적으로 추구해야 되는 사항이다.

사시부품은 ‘플랫폼 통합’의 핵심적인 부품 중의 하나로, 화신은 이미 플랫폼 통합에 대한 기술개발이 완료된 상황이다. 동사는 핫 스탬핑(Hot Stamping) 기술로 CTBA(Coupled Torsion Beam Axle) 개발했으며, 이를 통해 이미 한 개의 플랫폼에서 현재 5개 차종 사시를 생산하고 있다. 경쟁사들은 아직까지 동사의 기술력을 따라오지 못한 상황으로 기술적 우위를 바탕으로 매출처로부터의 높은 선호도를 유지할 것으로 예상된다.

연결기준 자회사들은 더 Ok

연결기준 해외법인들의 실적 개선으로 지분법 이익은 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다.

인도화신과 브라질법인은 2011년과 2012년에 환율의 영향으로 각각 146억원, 115억원의 적자를 기록했다. 2013년 2분기에도 2012년말 대비 환율이 상승한 상황이지만, 2013년 연간 환율 전망을 두 국가 모두 대부분 안정적으로 보고 있어 전년대비 손실폭이 축소될 것으로 기대된다. 또한 2012년 4분기부터 본격적으로 가동된 브라질화신이 2013년에는 가동률이 더욱 높아질 것으로 예상되어 매출액 성장의 주요 요인이 될 것이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (억원)	13,902	14,904	16,261	17,500	18,800
영업이익 (억원)	1,036	714	989	1,065	1,107
영업이익률 (%)	7.5	4.8	6.1	6.1	5.9
순이익 (억원)	749	347	236	634	838
EPS (원)	2,351	993	677	1,816	2,399
ROE (%)	31.6	10.8	7.0	17.5	20.1
P/E (배)	4.9	12.6	14.9	7.8	5.9
P/B (배)	1.3	1.3	1.0	1.3	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 화신, KDB대우증권

기타도 Ok

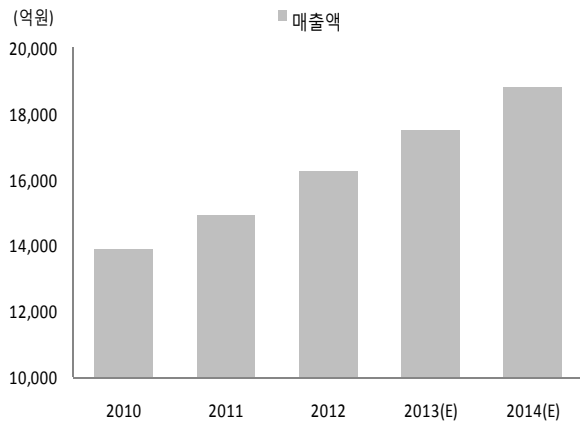
현기차 그룹에서 중국 4공장과 브라질 2공장을 추가적으로 증설할 것으로 예상된다. 현기차 그룹에서 브라질 공장을 추가 증설할 경우, 화신은 브라질에 이미 부지를 확보한 상황으로 경쟁사 대비 소규모의 투자자금으로 CAPA 확장이 가능하다. 즉, 현기차의 판매량 증가에 따른 발빠른 대응이 가능하며, 남은 CAPA를 활용해 글로벌 자동차 업체로의 납품도 가능하다. 현기차에서 추가적으로 해외 공장 증설시 동사의 성장 역시 이어질 것으로 판단된다.

2014년이 더욱 기대

2013년 화신은 실적은 해외 자회사들, 특히 2013년부터 본격적으로 가동되는 브라질화신의 매출 신장으로 연결기준 매출액 1.75조원(YoY+7.6%), 영업이익 1,065억원(YoY+7.7%)으로 예상된다.

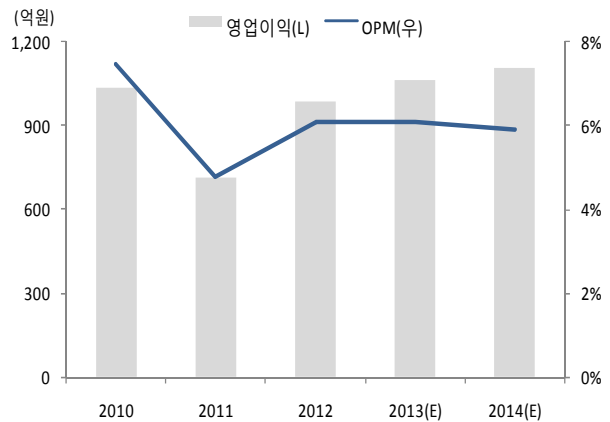
화신의 실적 개선속도는 2013년보다 2014년에 더욱 빨라질 것으로 기대된다. 앞서 언급한 대로 2014년에 차량경량화에 따른 제품단가 인상 및 마진을 증가가 예상되며, 2011~2012년 순이익 측면에서 큰 손실을 준 해외 자회사들의 환손실에 대한 해결방안이 2014년부터 마련될 것으로 기대된다. 이러한 요인들로 인해 2014년에 매출액 성장뿐만 아니라 마진 측면에서도 높은 성장이 예상된다.

그림 60. 화신 매출액 추이 및 전망



자료: 화신, KDB대우증권

그림 61. 화신 영업이익 및 영업이익률 추이와 전망



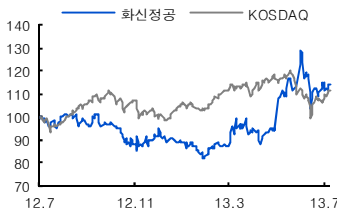
자료: 화신, KDB대우증권

화신정공 (126640)

그게 다 돼? All Right!

Not Rated	
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/19,원)	1,680
상승여력	-

영업이익(13F,십억원)	7		
Consensus 영업이익(13F,십억원)			
EPS 성장률(13F,%)			
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.1		
P/E(13F,x)			
MKT P/E(13F,x)	9.2		
KOSDAQ	541.87		
시가총액(십억원)	60		
발행주식수(백만주)	36		
유동주식비율(%)	41.9		
외국인 보유비중(%)	1.2		
베타(12M,일간수익률)	0.62		
52주 최저가(원)	1,190		
52주 최고가(원)	1,930		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.9	31.3	16.7
상대주가	-2.0	37.1	14.0



권명준

02-768-3819

myoungchun.kwon@dwsec.com

화신정공은 화신의 주력 계열사로 자동차 조향장치 주요 구성품인 샤시, 정밀가공부품, 보수용부품 및 원소재 1차 가공품을 생산하고 있다. 화신을 비롯한 현기차 계열사로 샤시 및 바디 제품의 부품을 공급하고 있으며, 단종된 차종의 A/S도 담당하고 있다.Body

화신으로의 부품공급 비중 확대

화신정공은 화신의 샤시-바디 제품의 부품을 납품하고 있다. 주 매출처인 화신은 회사 성장에 따른 부품업체들의 네트워크 강화가 필요하며, 핵심기술 개발시 보안 강화가 필요하다. 화신 주력 계열사인 동사는 이런 이슈를 해결하는 주요한 역할을 할 것으로 판단된다.

화신정공 내에서 화신그룹으로의 매출액 비중은 2011년 67.7%, 2012년 55.1%로 높은 수준이다. 하지만, 화신 내에서 화신정공 부품수요 비중은 2011년 10~11%, 2012년 13% 내외 수준으로 아직까지 낮은 수준이다. 동사는 화신의 신규 제품 개발시 보안관련 문제에 영향을 주지 않으며, 부품의 안정적인 대응이 가능하다는 장점이 있다. 이런 요인으로 화신에서의 부품 비중이 지속적으로 증가할 것으로 예상되어 향후 안정적인 매출성장이 기대된다.

매출처 다변화

화신정공은 주력 매출처인 화신에서 1996년에 현대모비스, 2004년 현대다이모스, 2008년 한국GM으로 거래처를 확대했으며, 작년에는 현대위아를 신규 매출처 확보하는 등 지속적으로 매출처가 확대되고 있다.

아직까지는 현기차 그룹 관련 매출이 높은 비중이지만, 화신정공은 수년동안 현기차 그룹 관련 매출비중을 낮추기 위해서 노력하고 있다. 지난 2008년부터 발생하고 있는 한국GM과의 거래가 노력의 결실이다.

한국GM 관련 매출은 2011년 47.6억원, 2012년 44.8억원으로 아직 저조한데, 이는 자동차 부품산업 특성상 신규 매출처를 확보하기 위해서는 수년의 시간이 소요되는 산업적 특성에 기인한다. 하지만, 지난 5년간의 레퍼런스를 통해 이러한 요인들은 점차 해소될 것으로 예상되어, 신규모델 관련 수주 혹은 A/S 관련 수주 받을 가능성이 높을 것으로 기대된다. 이러한 해외 자동차 제조사로의 매출이 화신정공의 미래 성장동력이 될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (억원)	847	1,107	1,870	2,020	2,240
영업이익 (억원)	55	18	72	90	111
영업이익률 (%)	6.5	1.7	3.9	4.6	5.1
순이익 (억원)	49	16	63	76	91
EPS (원)	-	73	176	214	259
ROE (%)	-	2.7	8.5	10.3	12.0
P/E (배)	-	21.4	7.6	7.8	6.5
P/B (배)	-	0.7	0.6	0.8	0.7

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 화신정공, KDB대우증권

차량경량화 기술개발

화신과 마찬가지로 화신정공 역시 차량경량화를 위한 준비가 완료된 상황이다. 업계 최초로 알루미늄 샤시의 부품을 개발 완료, 양산을 하고 있어 시장 변화시 수혜가 예상된다.

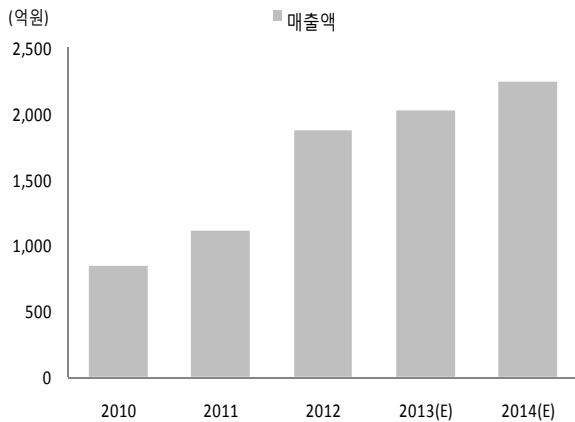
이외에도 국책과제 및 R&D를 통해 소형 상용차에 들어가는 일체형 하우징 부품을 개발·상용화(현재 현대차 포터 1톤 트럭에 납품)하였으며, 저상버스(버스바닥을 낮춰 장애인이 휠체어에서 내리지 않고 타는 버스) 샤시부품·능동형 서스펜션부품·초고강도 샤시부품 등 다양한 제품을 개발하고 있다.

PER 7.8배, PBR 0.8배

화신정공의 2013년은 예상실적은 매출액 2,020억원(YoY + 8.0%), 영업이익 92억원(YoY + 27.6%), 당기순이익 77억원(YoY + 22.6%)으로 전망된다. 화신 내의 화신정공의 부품 비중 확대가 성장의 주요 요인이 될 것으로 판단된다.

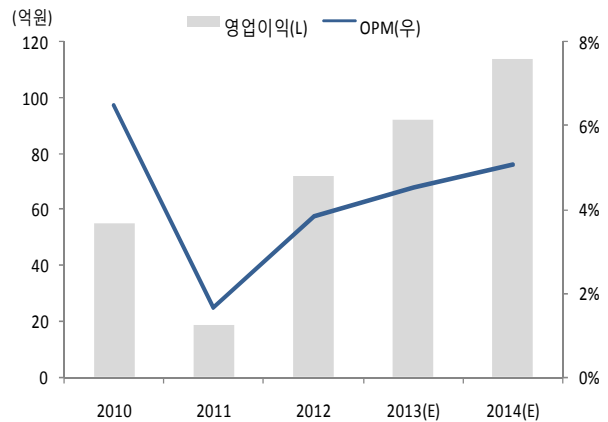
현재 주가는 저평가 구간이라고 판단되는데, 이렇게 판단되는 이유는 1) 현금성 자산이 현재 650억원 이상 보유하고 있어 2013년 기준으로 PBR 0.8배 수준에 불과하며, 2) ROE 역시 2012년부터 빠른 속도로 증가, 두자릿수 이상이기 때문이다.

그림 62. 화신정공 매출액 추이 및 전망



자료: 화신정공, KDB대우증권

그림 63. 화신정공 영업이익 및 영업이익률 추이와 전망



자료: 화신정공, KDB대우증권

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당시의 투자정보지원부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.