YOU FIRST HYUNDAI Research

2009년 9월 9일
본 자료는 향후 6개월 전망치임.

KOSDAQ

동국S&C (100130)

BUY (유지)

기업분석/에너지설비/서비스

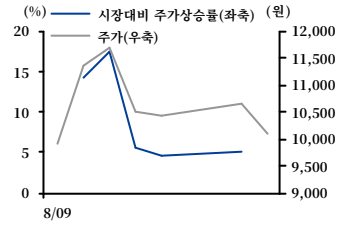
유틸리티, 스몰캡 한병화 02.2014.1777
최지홍 02.2014.1753

일본 민주당 집권으로 2010~2013년 연평균 약 850억원의 추가 매출 기대

- 일본 민주당 공약 실현시 풍력설치량 연평균 284MW 추가 예상: 일본 민주당은 기후변화 및 재생에너지에 관해 기존 자민당에 비해 월등히 강화된 지원안을 공약하고 있음. 이에 따르면 2020년까지 일본의 풍력설치량 목표는 10,000MW 이상이 될 것으로 예상되며 이를 달성하기 위해서는 2010~2013년 기존 예상치보다 평균 284MW의 추가 풍력터빈의 설치가 예상됨.
- 동국S&C 일본 풍력타워시장 점유율 100% 육박: 2008년 동국S&C의 일본 시장점유율은 100%에 육박하는 것으로 추정됨. 2007년 풍력 타워 공급요건에 JIS(Japan Industrial Standard) 인증이 도입되면서 점유율이 55%로 하락하였으나 2008년 JIS를 획득한 후에 다시 시장의 독점사업자가 된 것으로 판단됨.
- 일본시장에서 연평균 최대 약 850억원의 추가 매출 기대: 이번 민주당의 집권으로 2010~2013년 일본의 신규풍력터빈 설치량은 연평균 425MW에서 709MW로 상향될 것으로 예상됨. 따라서 추가될 풍력터빈용 타워를 동국S&C가 모두 수주하면 연평균 약 850억원의 매출증가가 가능할 것으로 추정됨.
- 적정주가 17,000원 유지: 적정주가 17,000원은 2010년 수정EPS에 PER 20배(현대 유니버스 대비 100% 프리미엄)를 적용한 것임. 해외 풍력업체들은 시장대비 평균 20~140%의 프리미엄을 받고있음.

주가(9/8)	10,100원
적정주가	17,000원
시가총액	5,771억원
상장자본금	286억원
일일거래량(60일 평균)	7,593,930주
유동주식비율	39.9%
외국인지분	6.1%
수정EPS 성장률(09~11 CAGR)	NA

주가상승률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	NA	NA	NA
상대	NA	NA	NA



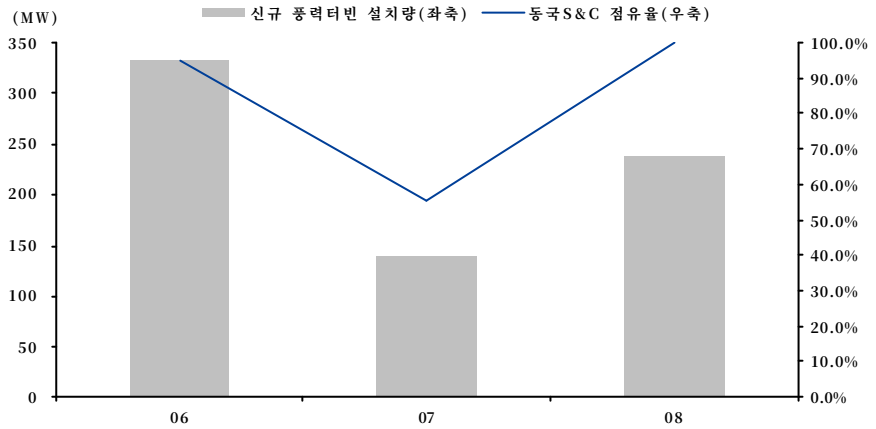
결산기말	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	수정 EPS (원)	PER* (배)	PBR (배)	EV/ EBITDA (배)	ROIC (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)	순차입금 비율 (%)
12/07A	144.5	17.0	17.2	13.6	568	468	NA	NA	NA	30.3	44.1	NA	102.2
12/08A	324.0	57.0	6.4	5.3	168	1,301	NA	NA	NA	73.6	12.1	NA	83.0
12/09F	287.9	52.2	43.5	33.4	731	858	11.8	2.7	9.1	65.7	25.4	NA	순현금
12/10F	384.8	58.8	61.5	48.5	849	849	11.9	2.2	8.6	34.1	20.5	NA	순현금
12/11F	528.7	81.7	83.1	65.2	1,140	1,140	8.9	1.8	5.5	34.7	22.2	NA	순현금

참고: 수정EPS = { 당기순이익 - [순비경상손익x(1 - 한계법인세율)] + 세후 희석관련 손익조정분} / 수정 평균희석주식수
순비경상손익= (외화환산손익 + 자산처분손익 + 지분법손익을 제외한 자산평가손익 + 일회성손익 + 중단사업손익)
*주가관련 상대가치지표는 과거 기말주가를 적용하여 산출 (단, 과거 PER*는 최고 - 최저 범위로 표시)*
자료: 동국S&C, 현대증권

동국S&C 일본 시장점유율 100%, 정부정책변화 직접수혜

반세기만에 정권교체를 이룬 일본의 민주당은 기존 자민당보다 월등히 강화된 기후변화 및 재생에너지 지원정책을 채택하고 있다. 따라서 풍력 등 재생에너지의 연간 설치량이 기존 예상치 보다 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 동국S&C의 경우 2008년 기준 일본 풍력타워 시장 점유율이 100%이며 당분간 일본시장에서의 독주체제는 지속될 것으로 예상된다. 그 이유는 1) 일본은 토지가격과 인건비가 높아 풍력타워 산업의 채산성이 맞지 않으므로 역내에서 신규진입자가 생길 가능성이 낮으며 2) 해외업체들의 경우 지리적 근접성상 중국업체들이 경쟁업체가 될 수 있는데 일본의 까다로운 품질조건과 위안화 강세로 인해 이들이 단기간에 일본 시장에 진입하는 것은 제한적이라고 판단되기 때문이다. 실제로 동국S&C의 경우도 일본의 강화된 건축규정 (60미터 이상인 풍력타워의 경우 JIS(Japan Industrial Standard) 소지 사업자에 한해 공급을 허용)때문에 2007년 시장점유율이 급감하였다가 2008년초 JIS를 획득하면서 다시 일본시장의 독점공급자로서의 지위를 회복하였다. 현재 일본내에는 Mitsubishi 중공업이 유일하게 연간 100세트 생산이 가능한 풍력타워공장을 가지고 있으나 가격경쟁력이 없어 개점휴업 상태이다.

그림 1> 동국S&C, 일본 풍력타워시장에서 압도적인 시장점유율 기록중



자료: 동국S&C, 현대증권

그림 2> 일본 민주당 기존 자민당 대비 대폭 강화된 정책 실시 예정

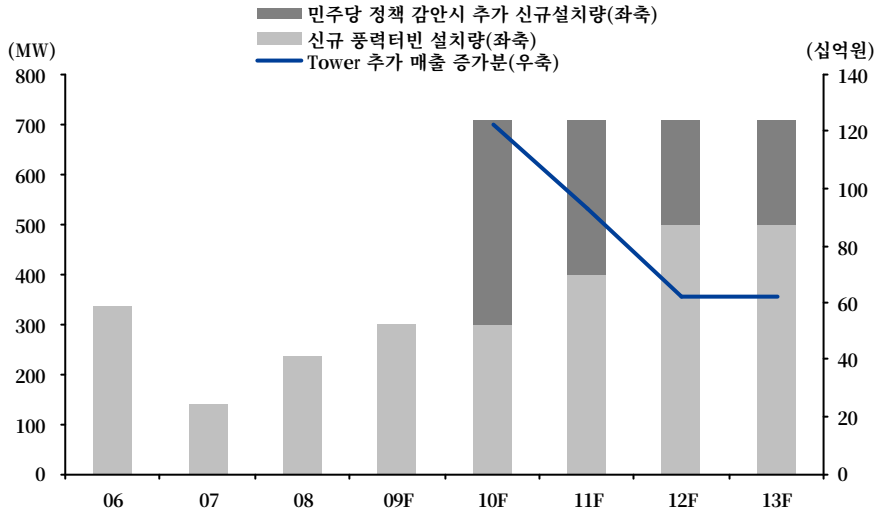
민주당 온실가스 감축 및 재생에너지 관련 공약
2020년까지 1990년 대비 25%, 2050년까지 1990년 대비 60%이상의 온실가스 감축을 포함한 기후변화 대응 계획
발전회사들이 잉여에너지(Surplus Energy) 뿐만 아니라 신재생 발전회사 전력을 모두 구매하도록 강제하는 제도 도입
의무총량제 적용한 전국가적 배출권거래제(Cap and Trade System)
지구온난화 방지세 도입
발전차액지원제도
2020년까지 Primary 에너지공급의 10%를 신재생으로 대체

자료: 관련자료

풍력터빈 연간설치량 기존예상치 대비 약 284MW 증가예상, 동국S&C 850억 추가 매출 가능

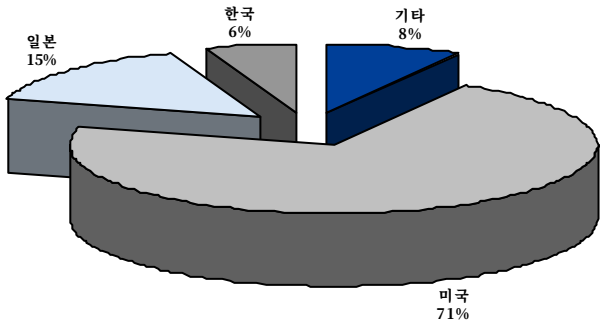
2009년 기준 일본의 풍력터빈 예상 누적설치량은 2,201MW이다. 민주당의 강화된 온실가스 감축목표(2020년까지 1990년 대비 25% 감축, 기존 자민당은 2020까지 8% 감축)를 달성하기 위해서는 2020년까지 풍력터빈 누적설치량이 최소 10,000MW는 되어야 할 것으로 추정된다. 따라서 향후 11년간 연평균 709MW의 풍력터빈이 설치될 것으로 추정되며 이는 기존의 2010~2013년 연평균 예상치인 425MW보다 284MW 추가 설치되는 것이다. 동국S&C가 지리적 이점, 가격 및 품질 경쟁력을 바탕으로 기존의 독점적 시장점유율을 유지한다면 일본시장에서 추가로 연간 약 850억원(원/달러 환율 1,200 가정 시)의 매출을 기대할 수 있다.

그림 3> 2010~2013년 동국S&C 일본시장 풍력타워 매출 연평균 850억 추가 예상



자료: MAKE Consulting, 현대증권

그림 4> 동국S&C의 2008년 지역별 판매비중(MW기준)



자료: 동국S&C, 현대증권

추정 손익계산서

(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
매출액	**144.5**	**324.0**	**287.9**	**384.8**	**528.7**
수출비중 (%)	*0.0*	*0.0*	*50.2*	*96.1*	*97.2*
매출원가	(109.5)	(236.9)	(216.5)	(296.5)	(406.3)
매출총이익	**35.0**	**87.1**	**71.4**	**88.2**	**122.4**
판매비와관리비	(18.0)	(30.1)	(19.2)	(29.4)	(40.7)
영업이익	**17.0**	**57.0**	**52.2**	**58.8**	**81.7**
EBITDA	19.2	60.2	55.8	62.6	89.9
영업외손익	0.2	(50.6)	(8.8)	2.7	1.4
이자손익	(1.9)	(3.1)	(1.3)	2.7	1.4
외환관련손익	1.1	14.7	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.1	2.0	1.2	0.0	0.0
자산처분손익	1.4	(0.5)	0.0	0.0	0.0
법인세차감전순손익	**17.2**	**6.4**	**43.5**	**61.5**	**83.1**
법인세비용	(3.6)	(1.1)	(10.1)	(12.9)	(18.0)
당기순이익	**13.6**	**5.3**	**33.4**	**48.5**	**65.2**
순비경상손익	3.3	(49.7)	(7.7)	0.0	0.0
수정순이익	**11.2**	**41.3**	**39.2**	**48.5**	**65.2**

현금흐름표

(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
영업활동 현금흐름	**15.0**	**6.6**	**17.7**	**67.8**	**98.8**
당기순이익	13.6	5.3	33.4	48.5	65.2
유무형자산상각비	2.2	3.2	3.6	3.8	8.2
현금유출 없는 기타비용	2.9	73.3	0.3	0.0	0.0
현금유입 없는 수익	(3.5)	(8.3)	(1.3)	0.0	0.0
운전자본투자	(0.2)	(67.0)	(18.3)	15.5	25.4
투자활동 현금흐름	**(34.0)**	**(16.0)**	**(15.1)**	**(100.0)**	**(50.0)**
설비투자	(8.9)	(10.8)	(30.0)	(100.0)	(50.0)
무형자산투자	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산증감	(23.5)	(5.4)	(1.0)	0.0	0.0
기타	(1.6)	0.3	15.9	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**20.2**	**12.5**	**98.7**	**(15.0)**	**(10.0)**
이자발생부채 증감	22.7	4.5	(12.7)	(15.0)	(10.0)
주식발행/(취득)	0.0	8.0	111.4	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(2.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**1.2**	**3.0**	**101.3**	**(47.2)**	**38.8**
기초 현금 및 현금성자산	13.0	14.2	17.2	118.6	71.4
기말 현금 및 현금성자산	14.2	17.2	118.6	71.4	110.1
총영업현금흐름	**15.5**	**38.0**	**50.6**	**50.3**	**72.3**
잉여현금흐름	**6.8**	**34.0**	**(1.5)**	**(34.2)**	**47.7**
순현금흐름	**(22.7)**	**(3.2)**	**111.4**	**(32.2)**	**48.8**
순현금 (순차입금)	**(38.6)**	**(41.8)**	**69.7**	**37.5**	**86.3**

주주가치 및 재무구조

(%)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
ROE	44.1	12.1	25.4	20.5	22.2
ROA	9.7	2.3	9.8	11.3	12.6
ROIC	30.3	73.6	65.7	34.1	34.7
WACC	4.9	5.2	4.0	4.8	5.0
ROIC/WACC (배)	6.2	14.2	16.4	7.2	7.0
경제적이익 (EP, 십억원)	11.3	32.3	45.1	41.9	55.3
부채비율	368.5	480.6	83.6	80.1	73.8
순차입금비율	102.2	83.0	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	6.9	14.8	20.8	30.3	62.3

대차대조표

(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
현금 및 현금성자산	14.2	17.2	118.6	71.4	110.1
단기투자자산	2.0	2.6	0.0	0.0	0.0
매출채권	7.3	30.8	40.0	44.0	48.0
재고자산	66.5	136.5	100.0	125.0	135.0
기타유동자산	12.4	17.4	8.4	10.4	12.7
유동자산	**102.4**	**204.6**	**266.9**	**250.8**	**305.8**
투자자산	31.8	38.0	47.1	47.1	47.1
유형자산	42.3	49.2	75.6	171.8	213.6
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동자산	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동자산	**74.5**	**87.4**	**122.9**	**219.1**	**260.9**
자산총계	**176.9**	**292.0**	**389.8**	**469.8**	**566.7**
매입채무	22.7	34.5	15.0	16.1	18.2
단기차입금	10.1	17.0	27.3	17.3	7.3
유동성장기부채	0.2	33.2	0.1	(4.9)	(4.9)
기타유동부채	58.3	145.0	110.0	155.4	195.0
유동부채	**91.2**	**229.6**	**152.4**	**183.9**	**215.6**
사채	42.9	10.0	10.0	10.0	10.0
장기차입금	1.5	1.5	11.5	11.5	11.5
금융리스부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기부채성충당부채	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.6	0.6	3.6	3.6	3.6
비유동부채	**47.9**	**12.1**	**25.1**	**25.1**	**25.1**
부채총계	**139.2**	**241.7**	**177.5**	**209.0**	**240.7**
자본금	12.0	20.0	28.6	28.6	28.6
자본잉여금	1.5	4.2	107.0	107.0	107.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	2.7	(0.8)	16.4	16.4	16.4
이익잉여금	21.6	27.0	60.4	108.9	174.0
자본총계	**37.8**	**50.3**	**212.3**	**260.8**	**326.0**
부채와자본총계	**176.9**	**292.0**	**389.8**	**469.8**	**566.7**

주당지표

(원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
EPS	568	168	731	849	1,140
수정EPS	468	1,301	858	849	1,140
주당순자산 (BPS)	1,592	1,087	3,718	4,567	5,707
주당매출액 (SPS)	6,021	10,195	6,297	6,733	9,253
주당EBITDA	799	1,505	977	1,095	1,574
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	646	1,194	1,107	879	1,264
주당배당금	0	0	0	0	0
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	107.2	22.0	(4.3)	(10.1)	(2.4)

성장성 및 수익성 비율

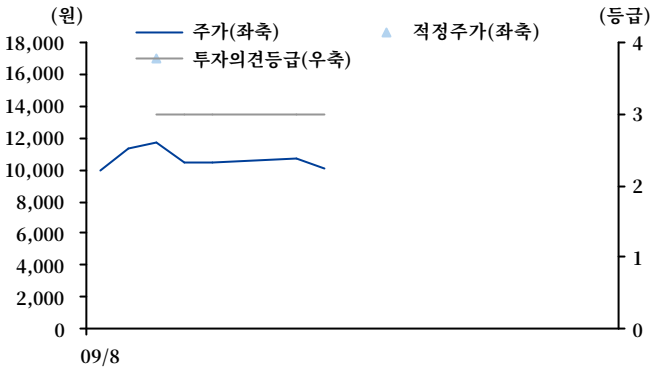
(%)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
매출액성장률 (%YoY)	14.1	124.2	(11.2)	33.7	37.4
영업이익성장률 (%YoY)	255.5	236.1	(8.4)	12.6	39.0
EBITDA성장률 (%YoY)	184.1	214.1	(7.2)	12.1	43.6
순이익성장률 (%YoY)	161.9	(60.9)	526.3	45.3	34.2
수정순이익성장률 (%YoY)	385.0	268.0	(5.1)	23.7	34.2
영업이익률	11.7	17.6	18.1	15.3	15.5
EBITDA 이익률	13.3	18.6	19.4	16.3	17.0
순이익률	9.4	1.6	11.6	12.6	12.3
수정순이익률	7.8	12.8	13.6	12.6	12.3

자료: 동국S&C, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 적정주가 변경추이 (2년)

종목명	변경일	투자의견	적정주가 (원)
동국S&C	09/9/2	BUY	17,000



* 투자의견 등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe 탈락 = 0

종목명	담당자 주식보유	채무이행 보증	1% 이상 보유여부	계열사 관계	자기주식 취득처분	ELW 발행	ELW 유동성공급자	유동성 공급자
해당사항 없음								

■ 당사는 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다.

■ 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견		
	종목	Strong BUY(적극매수): 향후 6개월간 시장대비 30% 이상의 초과수익이 예상되는 경우 BUY(매수): 향후 6개월간 시장대비 10~30% 이내의 초과수익이 예상되는 경우 Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상되는 경우 Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장대비 10% 이상의 주가하락이 예상되는 경우
	산업	Overweight(비중확대): 산업 가중평균수익률이 향후 6개월간 시장대비 10% 이상의 상승이 예상되는 경우 Neutral(중립): 산업 가중평균수익률이 향후 6개월간 시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상되는 경우 Underweight(비중축소): 산업 가중평균수익률이 향후 6개월간 시장대비 10% 이상의 하락이 예상되는 경우

■ 상장자본금: 납입자본금에서 자사주 소각분 등이 차감된 결과인 상장주식 총수의 액면가액

현대증권에서 발간하는 모든 리서치 자료는 현대증권 홈페이지인 www.youfirst.co.kr의 [투자정보] 메뉴를 통해서 조회하실 수 있습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 특정 증권의 매매와 관련한 권고를 제공하기 위한 것은 아닙니다. 이 보고서의 내용은 당사가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 당사가 보증하는 것은 아니며 따라서 그에 의존하여 투자 결정을 내려서는 안될 것입니다. 이 보고서에 포함된 의견이나 전망은 해당일 당시 당사의 전문적인 판단을 반영하는 것이며 통지 없이 변경될 수 있습니다. 당사는 이 보고서의 내용에 의존하여 행해진 누구의 어떠한 행위로부터 발생하는 결과에 대해서도 책임을 지지 않습니다. 이 보고서는 투자에 관해 전문적인 경험을 가진 분들을 위한 자료이며 증권매도의 청약이나 매수 청약의 유인을 구성하지 않습니다.
이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 당사의 동의를 얻으시기 바랍니다.