



2019년 12월 17일 | Equity Research

하나금융그룹

동성화인텍(033500)

혼돈의 선박연료 경쟁, 벙커유 탈락

세계 1위 싱가폴 항구, 11월 저황유 판매량 벙커유 상회

세계 최대 벙커링 항구 싱가폴의 11월 저황유 선박 연료 판매량은 210만톤으로 벙커유 판매량 190만톤을 상회했다. IMO 2020 규제 시작을 앞두고 선박연료 시장에서 벙커유 판매량이 급격히 하락하고 있다. 유럽 최대 벙커링 항구 로테르담에서도 10월 이후 저황유 판매량이 급격히 늘어나고 벙커유 판매량이 급격히 줄어드는 모습을 보이고 있다. 벙커유, 저황유, LNG 등 3가지 선박연료 선택지에서 벙커유는 너무나 쉽게 경쟁에서 이탈하는 모습을 보이고 있다. 이는 Scrubber 사업성에 대한 심각한 의문을 제기하는 것으로도 볼 수 있다. 하지만 저황유 사용은 선박엔진에 부담을 주게 되며 특히 혼합 저황유의 경우 불순물인 Cat fines이 발생해 선박엔진에 치명적인 결함을 유발한다는 점에서 저황유 수요도 오래가지는 못할 것이다.

결국 선박 연료는 LNG와 같은 대체연료가 될 것

Maersk Line에 이어 세계 2위 컨테이너선사 MSC는 선박 연료의 30% 정도를 바이오 혼합 연료(Biofuel Bunker Blend)를 사용할 것이라고 밝혔다. 올해 초 MSC의 사용연료 중 최소한 10% 정도는 바이오 연료를 사용했으며 현재는 30% 정도를 바이오 연료를 사용하고 있다고 최근 밝혔다. 바이오연료를 사용하면서 MSC의 전체 CO2 배출량은 15~20% 줄어 들었다. 바이오 연료 사용량을 늘릴 수록 CO2 배출량은 80~90% 가량 줄일 수 있을 것으로 MSC에서는 예상하고 있다. IMO 환경규제의 최종 목적은 CO2 배출량을 완전히 줄이는 것이므로 벙커유와 저황유같은 석유연료에 대한 사용은 오래가지 않아 크게 줄어들수 밖에 없으며 벙커유는 이미 사용량이 급격히 감소되기 시작했다. 올해 한국 조선소들이 수주받은 LNG추진선의 인도량이 2020~2021년으로 갈수록 늘어날 것이고 LNG연료 판매량은 후행적으로 늘어나게 될 것이다.

목표주가 14,000원(유지), 투자의견 BUY(유지)

선박 연료 시장에서 LNG 비중은 점차 늘어날 것이다. 이는 동성화인텍의 LNG연료탱크 사업성을 더욱 눈부시게 밝혀주게 될 것이다. 동성화인텍은 지난해부터 LNG연료탱크 사업에서 매출이 발생되었으며 견조한 수익성을 보여주었다. LNG연료탱크 사업에서 동성화인텍의 급격한 매출 성장이 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 14,000원 | CP(12월 16일): 9,990원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	644.44		
52주 최고/최저(원)	10,950/7,180	매출액(십억원)	239.0 341.0
시가총액(십억원)	269.6	영업이익(십억원)	27.7 41.4
시가총액비중(%)	0.12	순이익(십억원)	18.0 32.6
발행주식수(천주)	26,983.6	EPS(원)	708 1,259
60일 평균 거래량(천주)	246.3	BPS(원)	3,833 5,058
60일 평균 거래대금(십억원)	2.5		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	6.03		
주요주주 지분율(%)			
동성코퍼레이션 외 2 인	40.62		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.0 0.2 15.5		
상대	6.8 12.3 19.4		

Stock Price	
(전원)	동성화인텍(과) 상대지수(수)
12	160
11	140
10	120
9	100
8	80
7	60
18.12 19.3 19.6 19.9 19.12	18.12 19.3 19.6 19.9 19.12

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	231.0	188.1	245.6	308.5	376.8
영업이익	십억원	(25.2)	(8.5)	29.9	40.1	46.4
세전이익	십억원	(31.7)	(9.2)	20.8	40.9	47.3
순이익	십억원	(30.9)	(12.2)	18.5	34.7	40.2
EPS	원	(1,147)	(453)	684	1,286	1,490
증감률	%	적전	적지	흑전	88.0	15.9
PER	배	N/A	N/A	14.61	7.77	6.70
PBR	배	1.53	2.71	2.83	2.07	1.58
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	9.33	7.11	5.75
ROE	%	(30.05)	(15.26)	22.18	31.62	27.31
BPS	원	3,304	2,844	3,529	4,815	6,306
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무현

02-3771-7771

bossniceshot@hanafn.com

메이저 벙커링 항구에서 벙커C유 판매량 감소되기 시작

저황유 판매량이 벙커유 판매량 상회

세계 최대 벙커링 항구 싱가폴에서 벙커유 판매량이 급격히 줄어들고 저황유 판매량이 급격히 늘어났다. 유럽 최대 벙커링 항구 로테르담에서도 같은 움직임을 보이고 있다. IMO 2020 규제를 앞두고 선박연료 경쟁에서 벙커유는 이탈하는 모습을 보이기 시작했다. 이는 Scrubber 사업성에 대한 불확실성을 가중시키게 될 것이다.

아직은 LNG로 추진하는 선박의 수가 많지 않기 때문에 저황유 판매량이 급격히 오르고는 있다. 하지만 저황유 사용은 중고선박의 추진엔진에 부담을 주고 혼합 저황유의 경유 불순물인 Cat fines이 발생돼 추진엔진에 치명적 결함을 유발하게 된다. 저황유 사용량이 늘수록 중고 선박의 고장 사례가 늘어나게 될 것이다.

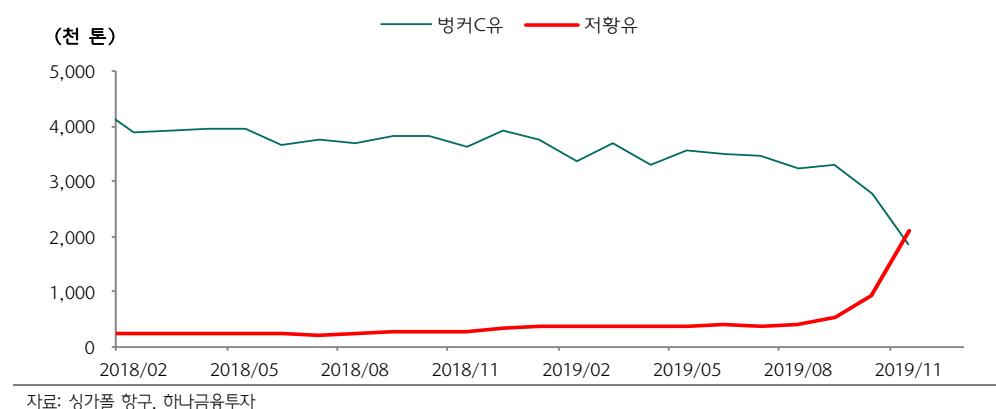
올해 한국 조선소들이 수주받은 LNG추진선의 인도량이 2020~2021년으로 갈수록 늘어날 것이고 LNG연료 판매량은 후행적으로 늘어나게 될 것이다. 이는 동성화인텍의 LNG 연료탱크 사업의 눈부신 성장을 예고하는 것이기도 하다.

그림 1. 11월 들어 싱가폴 항구의 저황유 판매량은 벙커C유 판매량 상회

11월 싱가폴 항구 연료 판매량

저황유: 210만톤

벙커유: 190만톤



자료: 싱가폴 항구, 하나금융투자

그림 2. Front page of Lloyd's List, 6 March 2013

Cat fines의 심각성은
여러 차례 제기되어 왔다

2020년 SOx 규제 시작되면

Cat fines의 심각성을
깨닫게 될 것이다



자료: Lloyd's List, 하나금융투자

표 1. 동성화인텍 실적 전망

(억원)

	1Q 19	2Q 19	3Q 19	4Q 19F	1Q 20F	2Q 20F	3Q 20F	4Q 20F	2019F	2020F	2021F
매출액	512	523	608	813	615	654	760	1,084	2,456	3,085	3,768
영업이익	81	80	36	102	80	85	99	137	299	401	464
영업이익률	15.8%	15.2%	6.0%	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	12.2%	13.0%	12.3%
순이익	74	11	12	88	69	74	86	118	185	347	402
순이익률	14.4%	2.1%	2.0%	10.8%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	7.5%	11.2%	10.7%

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	231.0	188.1	245.6	308.5	376.8
매출원가	233.6	175.2	196.6	250.4	305.6
매출총이익	(2.6)	12.9	49.0	58.1	71.2
판관비	22.6	21.5	19.0	18.0	24.8
영업이익	(25.2)	(8.5)	29.9	40.1	46.4
금융순익	(3.4)	(2.7)	(2.9)	(2.4)	(2.1)
종속/관계기업순익	0.0	0.0	(0.5)	3.2	3.0
기타영업외순익	(3.2)	2.0	(5.8)	0.0	0.0
세전이익	(31.7)	(9.2)	20.8	40.9	47.3
법인세	0.5	0.9	2.4	6.2	7.1
계속사업이익	(32.2)	(10.0)	18.5	34.7	40.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(32.2)	(10.0)	18.5	34.7	40.2
비지배주주지분 순이익	(1.3)	2.2	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(30.9)	(12.2)	18.5	34.7	40.2
지배주주지분포괄이익	(29.8)	(12.5)	18.5	34.7	40.2
NOPAT	(25.6)	(9.4)	26.5	34.0	39.4
EBITDA	(18.7)	(2.0)	36.0	45.7	52.5
성장성(%)					
매출액증가율	(31.0)	(18.6)	30.6	25.6	22.1
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	28.3	15.9
EBITDA증가율	적전	적지	흑전	26.9	14.9
영업이익증가율	적전	적지	흑전	34.1	15.7
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	87.6	15.9
EPS증가율	적전	적지	흑전	88.0	15.9
수익성(%)					
매출총이익률	(1.1)	6.9	20.0	18.8	18.9
EBITDA이익률	(8.1)	(1.1)	14.7	14.8	13.9
영업이익률	(10.9)	(4.5)	12.2	13.0	12.3
계속사업이익률	(13.9)	(5.3)	7.5	11.2	10.7

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(1,147)	(453)	684	1,286	1,490
BPS	3,304	2,844	3,529	4,815	6,306
CFPS	(625)	(41)	1,375	1,814	2,057
EBITDAPS	(694)	(76)	1,334	1,695	1,946
SPS	8,560	6,972	9,101	11,433	13,964
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	14.6	7.8	6.7
PBR	1.5	2.7	2.8	2.1	1.6
PCFR	N/A	N/A	7.3	5.5	4.9
EV/EBITDA	N/A	N/A	9.3	7.1	5.8
PSR	0.6	1.1	1.1	0.9	0.7
재무비율(%)					
ROE	(30.1)	(15.3)	22.2	31.6	27.3
ROA	(12.3)	(5.7)	7.8	11.7	11.5
ROIC	(12.9)	(5.8)	16.7	18.7	19.1
부채비율	166.2	177.4	192.9	151.9	125.4
순부채비율	103.3	97.0	71.8	43.8	19.5
이자보상배율(배)	(9.0)	(2.8)	9.7	12.2	14.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

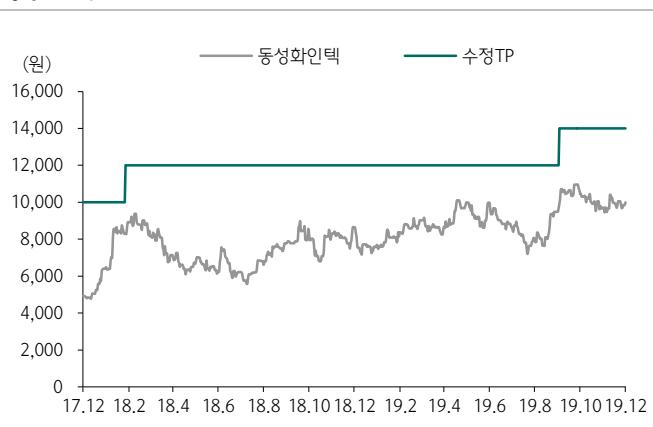
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	98.6	83.6	154.7	199.1	251.5
금융자산	18.3	14.9	42.3	53.0	76.1
현금성자산	14.3	14.6	41.9	52.5	75.5
매출채권 등	49.2	19.4	40.6	52.8	63.4
재고자산	29.1	44.8	65.0	84.5	101.4
기타유동자산	2.0	4.5	6.8	8.8	10.6
비유동자산	125.4	121.5	116.0	121.1	125.7
투자자산	2.7	2.2	3.1	3.9	4.6
금융자산	2.3	1.8	2.7	3.5	4.2
유형자산	118.3	115.1	108.0	112.5	116.5
무형자산	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
기타비유동자산	3.4	3.5	4.3	4.2	4.2
자산총계	224.0	205.1	270.7	320.2	377.2
유동부채	87.4	116.5	146.6	156.9	169.8
금융부채	60.3	81.9	91.9	91.9	91.9
매입채무 등	23.0	25.6	40.6	46.9	56.3
기타유동부채	4.1	9.0	14.1	18.1	21.6
비유동부채	52.5	14.7	31.7	36.2	40.0
금융부채	44.9	4.8	16.8	16.8	16.8
기타비유동부채	7.6	9.9	14.9	19.4	23.2
부채총계	139.8	131.1	178.2	193.1	209.9
지배주주지분	86.3	73.9	92.4	127.1	167.3
자본금	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
자본잉여금	42.9	42.9	42.9	42.9	42.9
자본조정	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
기타포괄이익누계액	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	32.2	19.9	38.4	73.1	113.3
비지배주주지분	(2.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	84.1	73.9	92.4	127.1	167.3
순금융부채	86.9	71.7	66.4	55.7	32.6

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	20.3	18.2	9.7	21.5	33.9
당기순이익	(32.2)	(10.0)	18.5	34.7	40.2
조정	9.0	6.3	13.8	5.7	6.1
감가상각비	6.5	6.5	6.1	5.6	6.1
외환거래손익	0.6	0.1	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	1.9	(0.2)	8.0	0.1	0.0
영업활동 변동	43.5	21.9	(22.6)	(18.9)	(12.4)
투자활동 현금흐름	(4.4)	0.9	(3.5)	(10.9)	(10.8)
투자자산감소(증가)	1.3	0.5	(0.9)	(0.8)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(4.1)	(2.6)	(2.5)	(10.0)	(10.0)
기타	(1.6)	3.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(4.3)	(18.6)	21.2	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(0.8)	(18.6)	22.1	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	(0.9)	0.0	0.0
배당지급	(3.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	11.1	0.4	27.3	10.5	23.1
Unlevered CFO	(16.9)	(1.1)	37.1	48.9	55.5
Free Cash Flow	16.2	15.5	7.0	11.5	23.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

동성화인텍



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
19.9.19	BUY	14,000		
18.2.12	BUY	12,000	-33.74%	-15.83%
17.12.27	BUY	10,000	-30.31%	-12.50%
17.2.9	BUY	9,000	-32.63%	-8.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.7%	10.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2019년 12월 17일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.