



2020년 1월 16일 | Equity Research

HSD엔진(082740)

지난 1년간 유럽 탱커 선사 주가 90% 상승

2019년 이후 유럽계 상장 탱커선사 주가 평균 90% 상승

지난 1년간 Teekay tankers, Frontline, Euronav 등 유럽계 상장 탱커 선사들의 주가는 평균 90% 가량 상승했다. 같은 기간 미국 Dow Jones 지수는 23.5% 상승했으며 미국 원유 선물가격인 WTI는 30.9% 상승하는데 그쳤다. 유럽계 탱커 선사들은 한국 조선소들에게서 선박을 인도받아 해운업계에서 차별적인 실적 성장을 보여주고 있어 시장 수의률을 크게 웃도는 주가 상승세를 보여주고 있다. 2018년 가을부터 탱커 시장에서 운임과 용선료의 차별화가 시작되었기 때문에 한국 조선소들에게서 선박을 공급받고 있는 유럽계 탱커 선사들의 주가 상승세는 더욱 높아질 것으로 보인다. 특히 LNG연료 추진 탱커 선박이 출현할수록 탱커 시황 및 탱커 선사들의 주가는 유가 움직임과 상관없는 모습을 보이게 될 것이다.

LNG연료 추진 탱커선의 출현과 한국 조선업 성장 수혜

한국 조선업의 주력 선박은 탱커선박이다. LNG선박이 고부가 가치선박이라는 잘못된 인식이 만연한 상황이지만, 한국 조선업의 주력 선박이자 수익의 원천은 대량의 탱커선박 건조에서 비롯된다는 것에 주목할 필요가 있다. 한국 조선업 전체 수주 잔량에서 탱커선박의 비중은 45% 수준을 차지하고 있다. 탱커 선박의 잔량이 안정적으로 채워진 가운데 LNG선과 LPG선 그리고 컨테이너선 등이 순차적으로 수주가 늘어야 도크 효율성과 안정적인 건조 마진을 기대할 수 있다. 지난해부터 LNG를 연료로 사용하는 탱커선박의 수주 소식이 언론을 통해 늘어나고 있다. LNG추진 탱커선의 수주 소식은 VL탱커를 시작으로 Aframax급으로 확산되었고 최근에는 현대미포조선이 수주한 MR탱커에도 LNG추진 사양이 적용되었다. LNG추진 기술이 한국의 주력선박인 탱커를 중심으로 컨테이너선 등으로 확산되어 갈수록 한국 조선업과 HSD엔진 같은 주요 기자재 기업들의 성장수혜가 높아지게 될 것이다.

목표주가 7,000원(유지) 투자의견 BUY(유지)

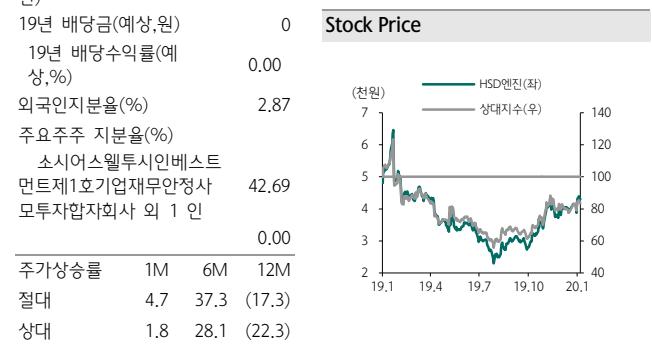
모든 선종에서 LNG추진 기술이 적용되고 있다. 선박 교체수요는 곧 추진엔진 수요 증가를 의미하며 LNG추진엔진은 엔진 가격을 높인다는 점에서 HSD엔진의 실적 성장에 긍정적이다. 2020년 HSD엔진 영업이익은 116억원 수준으로 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 7,000원 | CP(1월 15일): 4,695원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,230.98		
52주 최고/최저(원)	6,860/2,700	매출액(십억원)	640.0 796.6
시가총액(십억원)	154.7	영업이익(십억원)	(15.2) 23.1
시가총액비중(%)	0.01	순이익(십억원)	(24.1) 7.1
발행주식수(천주)	32,947.1	EPS(원)	(732) 215
60일 평균 거래량(천주)	526.3	BPS(원)	6,318 6,541
60일 평균 거래대금(십억원)	2.3		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	2.87		
주요주주 지분율(%)			
소시어스월투시인베스트			
먼트제1호기업재무안정사	42.69		
모투자합자회사 외 1 인	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.7 37.3 (17.3)		
상대	1.8 28.1 (22.3)		



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	768.9	511.3	609.9	670.7	718.8
영업이익	십억원	13.5	(35.3)	(16.3)	11.6	22.3
세전이익	십억원	(4.9)	(29.6)	(27.1)	8.3	18.9
순이익	십억원	(10.3)	(18.7)	(23.5)	6.6	15.2
EPS	원	(149)	(385)	(713)	199	462
증감률	%	적지	적지	적지	흑전	132.2
PER	배	N/A	N/A	N/A	23.57	10.17
PBR	배	0.45	0.75	0.71	0.72	0.67
EV/EBITDA	배	17.61	N/A	115.47	7.97	5.45
ROE	%	(1.92)	(4.83)	(10.71)	3.11	6.85
BPS	원	7,815	7,013	6,310	6,509	6,971
DPS	원	0	0	0	0	0



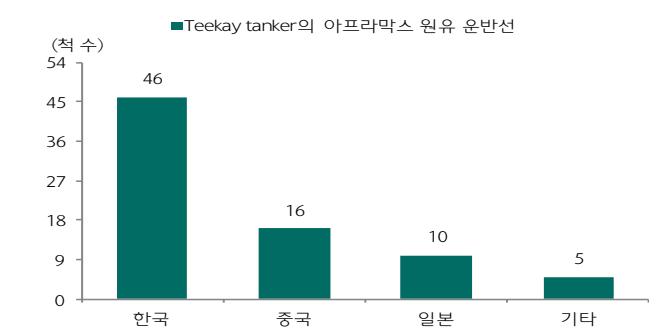
Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

한국 선박 보유한 유럽 탱커 선사들의 주가 1년 사이 90% 상승

한국 선박을 보유한 유럽 선사들의 주가와 영업실적은 업계 평균을 상회

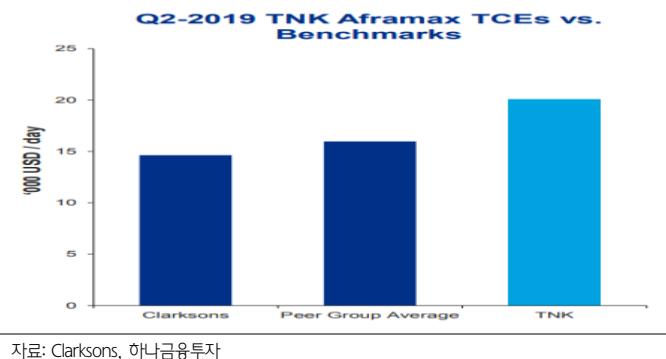
Teekay tankers는 77척의 원유 운반선 중 절반 이상인 46척을 한국 조선소에 발주를 했고 이를 선박을 바탕으로 업계 평균을 상회하는 영업실적을 보이고 있다. 유럽 선주들은 한국 조선소에 선박 발주를 늘리면서 차별적인 경쟁력을 보이고 있으며 이런 점이 주가 상승으로 나타나고 있는 것이다. 지난 1년간 유럽 탱커 선사들의 주가는 평균 90% 상승해 시장 수익률과 미국 원유선물가격 상승률을 크게 앞질렀다. 유럽 탱커 선사들의 우월한 실적은 한국 조선소들을 향한 추가적인 선박 발주 움직임을 자극하게 될 것이다.

그림 1. Teekay Tankers의 선박의 60%는 한국 조선소에서 건조



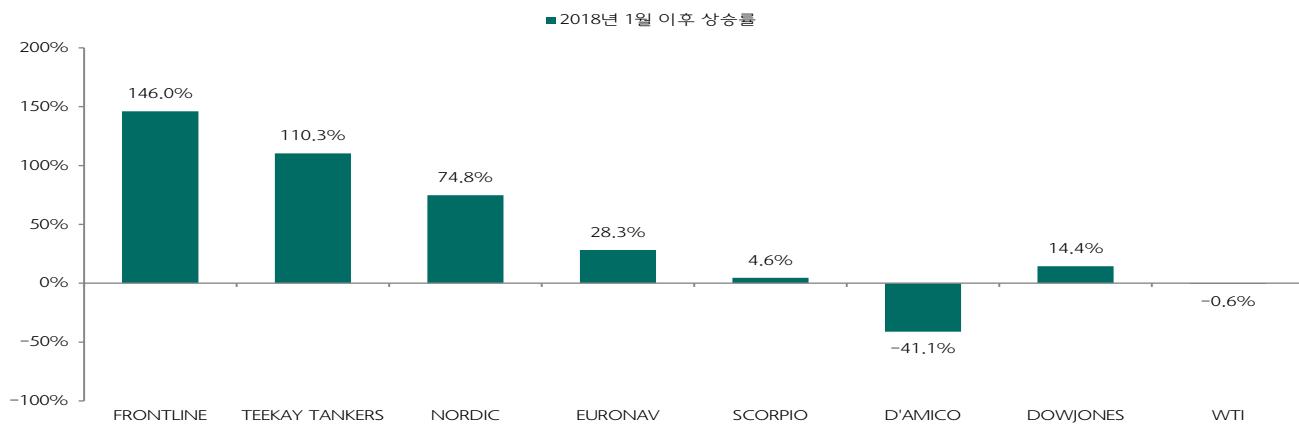
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. Teekay Tankers의 영업실적은 업계 평균을 상회



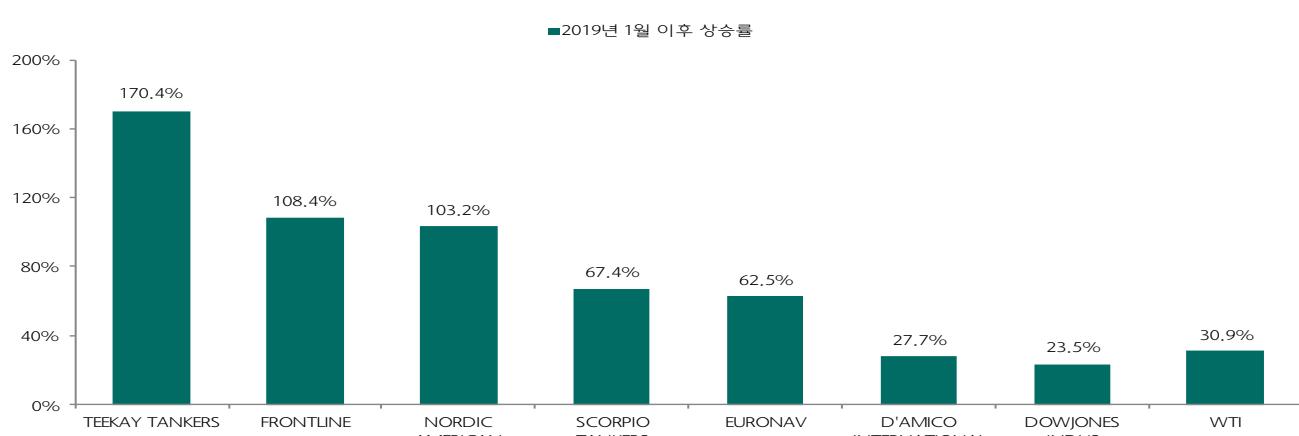
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. 2018년 이후 탱커 선사들의 주가는 평균 54% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 2019년 이후 탱커 선사들의 주가는 평균 89% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	768.9	511.3	609.9	670.7	718.8
매출원가	713.9	509.4	589.4	625.0	665.0
매출총이익	55.0	1.9	20.5	45.7	53.8
판관비	41.5	37.2	36.8	34.1	31.5
영업이익	13.5	(35.3)	(16.3)	11.6	22.3
금융손익	(18.3)	(6.8)	(13.2)	(14.6)	(14.6)
종속/관계기업손익	(0.6)	(0.3)	2.4	11.3	11.3
기타영업외손익	0.5	12.8	0.1	0.0	0.0
세전이익	(4.9)	(29.6)	(27.1)	8.3	18.9
법인세	5.5	(10.9)	(3.6)	1.7	3.7
계속사업이익	(10.3)	(18.7)	(23.5)	6.6	15.2
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(10.3)	(18.7)	(23.5)	6.6	15.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(10.3)	(18.7)	(23.5)	6.6	15.2
지배주주지분포괄이익	8.9	(27.6)	(23.2)	6.6	15.2
NOPAT	28.5	(22.3)	(14.2)	9.1	17.9
EBITDA	31.1	(19.1)	2.1	30.1	40.9
성장성(%)					
매출액증가율	(4.2)	(33.5)	19.3	10.0	7.2
NOPAT증가율	595.1	적전	적지	흑전	96.7
EBITDA증가율	29.6	적전	흑전	1,333.3	35.9
영업이익증가율	221.4	적전	적지	흑전	92.2
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	130.3
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	132.2
수익성(%)					
매출총이익률	7.2	0.4	3.4	6.8	7.5
EBITDA이익률	4.0	(3.7)	0.3	4.5	5.7
영업이익률	1.8	(6.9)	(2.7)	1.7	3.1
계속사업이익률	(1.3)	(3.7)	(3.9)	1.0	2.1

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(149)	(385)	(713)	199	462
BPS	7,815	7,013	6,310	6,509	6,971
CFPS	770	(53)	(114)	1,257	1,585
EBITDAPS	448	(394)	65	914	1,242
SPS	11,063	10,549	18,511	20,357	21,817
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	23.6	10.2
PBR	0.4	0.8	0.7	0.7	0.7
PCFR	4.5	N/A	N/A	3.7	3.0
EV/EBITDA	17.6	N/A	115.5	8.0	5.4
PSR	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(4.8)	(10.7)	3.1	6.8
ROA	(0.8)	(1.9)	(3.0)	0.8	1.7
ROIC	6.7	(5.3)	(4.0)	2.9	5.6
부채비율	126.7	221.8	308.2	309.0	298.7
순부채비율	53.8	61.6	47.3	39.8	29.7
이자보상배율(배)	0.8	(2.1)	(1.0)	0.7	1.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

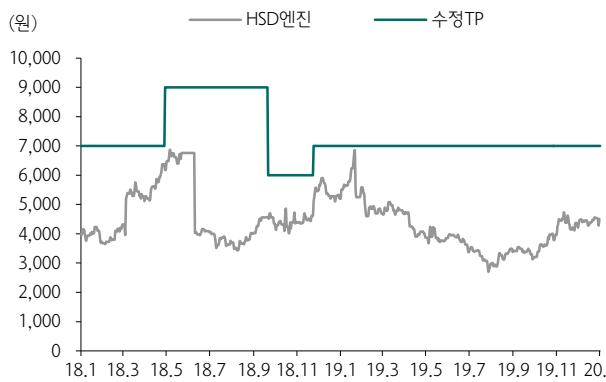
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	318.3	281.8	372.7	399.3	431.0
금융자산	106.4	99.8	121.4	135.5	153.9
현금성자산	72.2	59.8	61.4	72.5	87.7
매출채권 등	32.0	20.2	27.9	29.3	30.7
재고자산	170.6	152.2	209.0	219.4	230.4
기타유동자산	9.3	9.6	14.4	15.1	16.0
비유동자산	913.1	461.6	475.7	477.7	484.6
투자자산	409.9	7.2	10.8	11.3	11.9
금융자산	397.7	4.6	6.9	7.2	7.6
유형자산	489.5	436.5	443.2	445.8	453.1
무형자산	6.5	6.1	5.1	3.9	3.0
기타비유동자산	7.2	11.8	16.6	16.7	16.6
자산총계	1,231.3	743.4	848.4	877.1	915.6
유동부채	526.3	490.3	600.0	620.7	642.7
금융부채	267.6	237.9	205.9	206.9	208.1
매입채무 등	93.5	79.4	134.8	141.5	148.6
기타유동부채	165.2	173.0	259.3	272.3	286.0
비유동부채	161.9	22.1	40.6	41.9	43.3
금융부채	131.0	4.3	13.9	13.9	13.9
기타비유동부채	30.9	17.8	26.7	28.0	29.4
부채총계	688.2	512.4	640.5	662.6	686.0
지배주주지분	543.2	231.0	207.9	214.4	229.6
자본금	69.5	32.9	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	367.2	174.6	174.6	174.6	174.6
자본조정	0.6	(54.8)	(54.8)	(54.8)	(54.8)
기타포괄이익누계액	115.8	72.2	72.5	72.5	72.5
이익잉여금	(9.9)	6.1	(17.4)	(10.9)	4.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	543.2	231.0	207.9	214.4	229.6
순금융부채	292.2	142.4	98.4	85.3	68.1

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(69.4)	18.4	68.9	33.6	42.8
당기순이익	(10.3)	(18.7)	(23.5)	6.6	15.2
조정	56.8	9.3	6.7	18.5	18.6
감가상각비	17.7	16.2	18.5	18.5	18.6
외환거래손익	1.2	0.4	1.1	0.0	0.0
지분법손익	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	37.3	(7.6)	(12.9)	0.0	0.0
영업활동					
자산부채	(115.9)				
변동		27.8		85.7	
투자활동 현금흐름	12.7	(14.8)	(35.7)	(23.5)	(28.7)
투자자산감소(증가)	3.1	402.7	(3.5)	(0.5)	(0.6)
유형자산감소(증가)	17.4	(2.4)	(22.3)	(20.0)	(25.0)
기타	(7.8)	(415.1)	(9.9)	(3.0)	(3.1)
재무활동 현금흐름	56.6	(16.1)	(31.0)	1.1	1.1
금융부채증가(감소)	42.1	(156.4)	(22.5)	1.1	1.1
자본증가(감소)	0.0	(229.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	14.5	369.4	(8.5)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(0.6)	(12.4)	1.6	11.1	15.2
Unlevered CFO	53.5	(2.6)	(3.8)	41.4	52.2
Free Cash Flow	(72.3)	16.0	46.4	13.6	17.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

HSD엔진



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.12.4	BUY	7,000		
18.10.1	BUY	6,000	-26.32%	-19.17%
18.5.9	BUY	9,000	-45.16%	-19.22%
18.3.14	BUY	7,000	-17.03%	-3.71%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율 공시

- 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	89.3%	10.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 1월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)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 2020년 1월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 1월 16일 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 엄여진 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.