

# HSD엔진(082740)

## ME-GI, CO2 배출량 가장 작다

### Diesel cycle의 ME-GI, CO2 배출량 가장 낮다

최근 비영리단체 국제청정 운송위원회(the International Council on Clean Transportation)에서 LNG추진엔진이 저황유(MGO)에 비해 이산화탄소 배출량이 더욱 많다는 보고서를 발간했다. 하지만 이는 선박엔진 기술에 대해 낮은 이해도에 따른 것으로 요약할 수 있다. ICCT 보고서에 첨부된 차트를 보게 되면 LNG추진 방식에는 3가지가 있는데 이중 HPDF(High Pressure Dual Fuel)방식이 가장 낮은 이산화탄소 배출량을 보이는 것을 알 수 있다. HPDF는 300바 이상의 고압으로 LNG연료를 분사하는 ME-GI 이종연료 추진엔진을 말한다. ME-GI 추진엔진방식이 가장 낮은 이산화탄소 배출량을 보이고 있음에도 경쟁력이 떨어지는 LPDF(Low Pressure Dual Fuel) 방식인 X-DF(2st) 혹은 DFDE(4st)의 성능을 강조하는 편향된 의견을 보인 것이다. 따라서 ICCT 보고서의 의견은 이 같은 현실과 기술적 이해도를 반영하지 못한 것으로 볼 수 있다. LNG선박연료 시장은 ME-GI추진엔진과 함께 성장하는 모습을 보이게 될 것이다.

### ME-GI 엔진은 X-DF 엔진에 비해 CO2 배출량 32%p 적다

ME-GI 추진엔진은 Diesel cycle(완전연소) 구조로 Otto cycle(불완전 연소) 구조인 X-DF 추진엔진과 비교해 이산화탄소 배출량은 32% 포인트 더 줄어들게 된다. 특히 X-DF엔진은 Oil mode 연소와 Gas mode 연소에서 이산화탄소 배출량의 차이는 없지만, ME-GI 엔진은 Gas mode 연소 중일때는 Oil mode 연소일때보다 이산화탄소 배출량은 확연히 낮아지게 된다. 이유는 Otto cycle 연소 방식은 실린더 내부에서 연료가 새어나가는 methane slip 현상이 발생되기 때문이다. 따라서 ME-GI 엔진의 탑재가 늘어날수록 지구온난화 저감에도 많은 기여를 하게 될 것으로 예상된다. 참고로 현대중공업의 힘센 발전기도 Otto cycle의 연소 구조를 갖고 있다.

### 목표주가 7,000원(유지) 투자의견 BUY(유지)

HSD엔진 목표주가 7,000원과 투자의견 BUY를 유지한다. ME-GI 엔진을 중심으로 한 LNG추진엔진 수요 증가는 HSD엔진의 매출실적을 큰 폭으로 높여주고 있다. HSD엔진의 2020년 매출실적은 8천억원을 크게 상회할 것으로 전망된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 7,000원 | CP(1월 29일): 4,320원

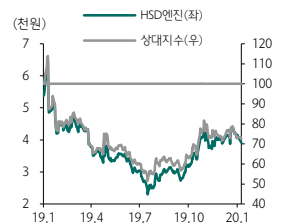
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,185.28
52주 최고/최저(원)	6,860/2,700
시가총액(십억원)	142.3
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	32,947.1
60일 평균 거래량(천주)	523.0
60일 평균 거래대금(십억원)	2.3
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.67
주요주주 지분율(%)	
소시어스웰투시인베스트	42.69
먼트제1호기업재무안정사	
모투자합자회사 외 1인	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.6) 39.6 (35.9)
상대	(0.7) 29.6 (36.0)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	638.7	811.7
영업이익(십억원)	(15.0)	23.0
순이익(십억원)	(23.6)	8.1
EPS(원)	(716)	247
BPS(원)	6,339	6,585

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	768.9	511.3	655.6	803.7	888.0
영업이익	십억원	13.5	(35.3)	(15.9)	14.1	28.6
세전이익	십억원	(4.9)	(29.6)	(26.9)	10.1	24.7
순이익	십억원	(10.3)	(18.7)	(23.3)	8.1	19.8
EPS	원	(149)	(385)	(708)	244	600
증감률	%	적지	적지	적지	흑전	145.9
PER	배	N/A	N/A	N/A	17.68	7.20
PBR	배	0.45	0.75	0.71	0.66	0.60
EV/EBITDA	배	17.61	N/A	78.60	4.79	2.31
ROE	%	(1.92)	(4.83)	(10.62)	3.80	8.75
BPS	원	7,815	7,013	6,316	6,561	7,161
DPS	원	0	0	0	0	0



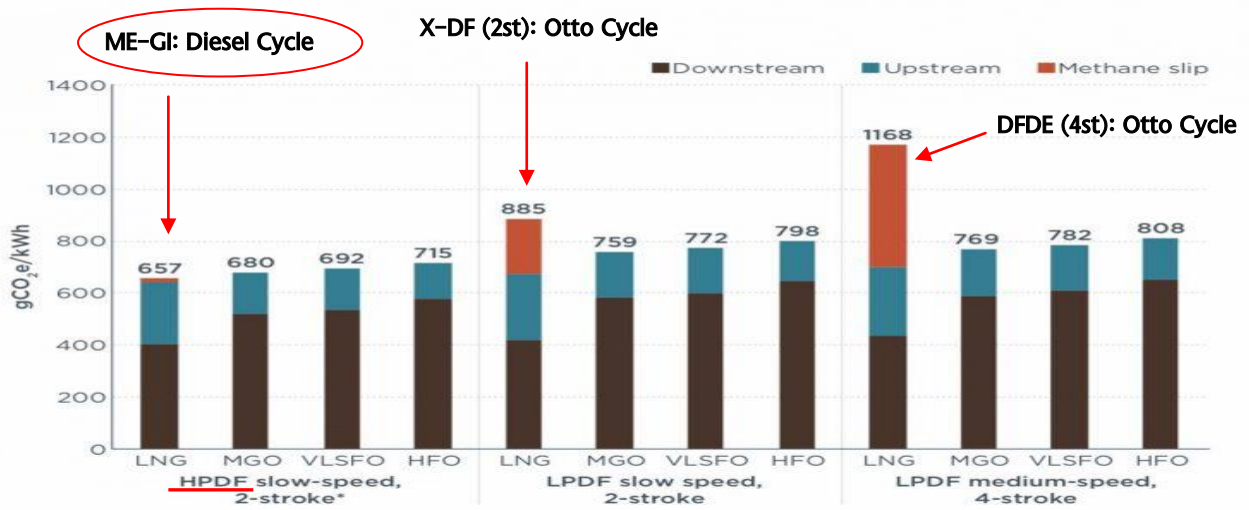
Analyst 박무연  
02-3771-7771  
bossniceshot@hanafn.com

## 2020년 매출액 8천억원 상회 전망

HSD엔진 2020년 매출액은 8천억 상회 전망되며 2019년 6,600억원 수준에 비해 큰 폭으로 늘어날 전망

Scrubber 금지 국가의 수는 어느덧 16개 국가로 늘어났다. 수에즈 운하에서도 실질적으로 개방형 Scrubber 사용은 금지되고 있다. 이를 위반시 과중한 벌금이 부과될 것으로 영국의 해상보험업계에서는 설명하고 있다. 선박연료는 LNG와 LPG 등으로 달라져가고 있으며 이를 사용하는 고압분사 이중연료 추진엔진인 ME-GI엔진 수요가 늘어나고 있다. ME-GI엔진 수요 성장은 HSD엔진의 생산 및 매출 실적을 큰 폭으로 높여주게 될 것이다.

그림 1. ICCT 보고서에서는 HPDF(High Pressure Dual Fuel: ME-GI)의 CO2 배출량이 MGO 보다 더 낮은 것으로 발표

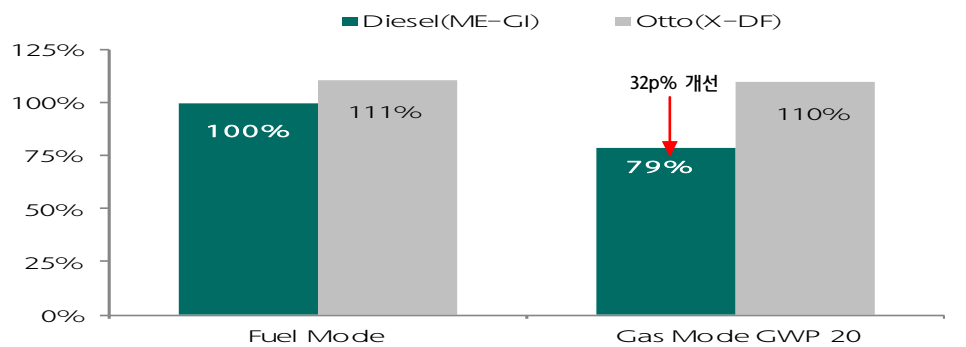


\*SSD has similar life-cycle emissions as HPDF for conventional fuels.  
Figure 4. Life-cycle GHG emissions by engine and fuel type, 20-year GWP

자료: ICCT, 하나금융투자

그림 2. ME-GI 추진 방식은 X-DF 방식에 비해 이산화탄소 배출량 32%p 더 낮다

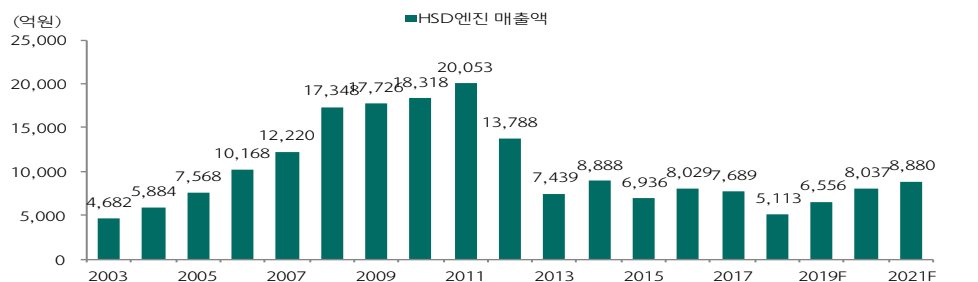
Otto cycle 연소 방식은 실린더 내부에서 가스연료가 새어나가는 methane slip 현상이 발생



자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 3. 2020년 HSD엔진 매출액은 8천억원 상회할 전망

매출액 높아질수록 수익성 개선이 기대



자료: 기업 자료, 하나금융투자 추정

추정 재무제표

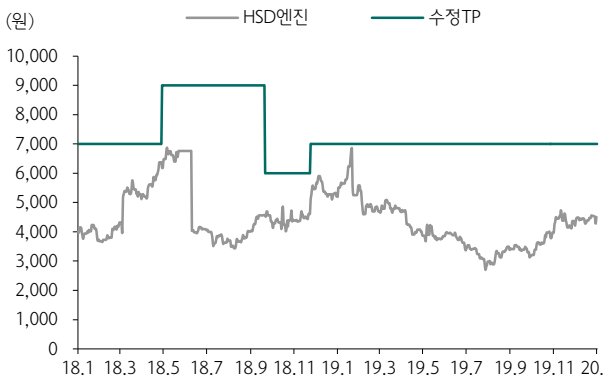
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>768.9</b>	<b>511.3</b>	<b>655.6</b>	<b>803.7</b>	<b>888.0</b>
매출원가	713.9	509.4	637.5	734.6	802.6
매출총이익	55.0	1.9	18.1	69.1	85.4
판매비	41.5	37.2	34.0	55.0	56.8
<b>영업이익</b>	<b>13.5</b>	<b>(35.3)</b>	<b>(15.9)</b>	<b>14.1</b>	<b>28.6</b>
금융손익	(18.3)	(6.8)	(12.6)	(16.5)	(16.8)
종속/관계기업손익	(0.6)	(0.3)	3.1	12.5	12.9
기타영업외손익	0.5	12.8	(1.5)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>(4.9)</b>	<b>(29.6)</b>	<b>(26.9)</b>	<b>10.1</b>	<b>24.7</b>
법인세	5.5	(10.9)	(3.6)	2.0	4.9
계속사업이익	(10.3)	(18.7)	(23.3)	8.1	19.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(10.3)</b>	<b>(18.7)</b>	<b>(23.3)</b>	<b>8.1</b>	<b>19.8</b>
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(10.3)</b>	<b>(18.7)</b>	<b>(23.3)</b>	<b>8.1</b>	<b>19.8</b>
지배주주지분포괄이익	8.9	(27.6)	(23.0)	8.1	19.8
NOPAT	28.5	(22.3)	(13.8)	11.2	22.9
EBITDA	31.1	(19.1)	2.9	33.1	47.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(4.2)	(33.5)	28.2	22.6	10.5
NOPAT증가율	595.1	적전	적지	흑전	104.5
EBITDA증가율	29.6	적전	흑전	1,041.4	44.1
영업이익증가율	221.4	적전	적지	흑전	102.8
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	144.4
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	145.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	7.2	0.4	2.8	8.6	9.6
EBITDA이익률	4.0	(3.7)	0.4	4.1	5.4
영업이익률	1.8	(6.9)	(2.4)	1.8	3.2
계속사업이익률	(1.3)	(3.7)	(3.6)	1.0	2.2
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(149)	(385)	(708)	244	600
BPS	7,815	7,013	6,316	6,561	7,161
CFPS	770	(53)	(464)	1,385	1,838
EBITDAPS	448	(394)	87	1,005	1,447
SPS	11,063	10,549	19,900	24,394	26,952
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	N/A	N/A	17.7	7.2
PBR	0.4	0.8	0.7	0.7	0.6
PCFR	4.5	N/A	N/A	3.1	2.4
EV/EBITDA	17.6	N/A	78.6	4.8	2.3
PSR	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(1.9)	(4.8)	(10.6)	3.8	8.7
ROA	(0.8)	(1.9)	(2.7)	0.7	1.6
ROIC	6.7	(5.3)	(4.0)	3.9	9.1
부채비율	126.7	221.8	386.4	453.0	463.2
순부채비율	53.8	61.6	37.1	7.6	(13.7)
이자보상배율(배)	0.8	(2.1)	(0.9)	0.8	1.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>318.3</b>	<b>281.8</b>	<b>534.0</b>	<b>712.1</b>	<b>836.9</b>
금융자산	106.4	99.8	170.4	239.4	293.4
현금성자산	72.2	59.8	94.6	140.9	180.1
매출채권 등	32.0	20.2	35.2	45.8	52.6
재고자산	170.6	152.2	310.3	403.3	463.7
기타유동자산	9.3	9.6	18.1	23.6	27.2
<b>비유동자산</b>	<b>913.1</b>	<b>461.6</b>	<b>478.1</b>	<b>483.1</b>	<b>491.6</b>
투자자산	409.9	7.2	13.6	17.7	20.3
금융자산	397.7	4.6	8.7	11.3	13.0
유형자산	489.5	436.5	443.7	445.9	452.7
무형자산	6.5	6.1	5.1	3.9	2.9
기타비유동자산	7.2	11.8	15.7	15.6	15.7
<b>자산총계</b>	<b>1,231.3</b>	<b>743.4</b>	<b>1,012.1</b>	<b>1,195.2</b>	<b>1,328.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>526.3</b>	<b>490.3</b>	<b>768.3</b>	<b>933.3</b>	<b>1,040.2</b>
금융부채	267.6	237.9	245.6	253.7	259.0
매입채무 등	93.5	79.4	195.2	253.8	291.7
기타유동부채	165.2	173.0	327.5	425.8	489.5
<b>비유동부채</b>	<b>161.9</b>	<b>22.1</b>	<b>35.7</b>	<b>45.8</b>	<b>52.4</b>
금융부채	131.0	4.3	2.0	2.0	2.0
기타비유동부채	30.9	17.8	33.7	43.8	50.4
<b>부채총계</b>	<b>688.2</b>	<b>512.4</b>	<b>804.0</b>	<b>979.1</b>	<b>1,092.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>543.2</b>	<b>231.0</b>	<b>208.1</b>	<b>216.1</b>	<b>235.9</b>
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	(17.2)	(9.1)	10.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>543.2</b>	<b>231.0</b>	<b>208.1</b>	<b>216.1</b>	<b>235.9</b>
순금융부채	292.2	142.4	77.3	16.4	(32.4)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(69.4)</b>	<b>18.4</b>	<b>95.2</b>	<b>85.0</b>	<b>76.4</b>
당기순이익	(10.3)	(18.7)	(23.3)	8.1	19.8
조정	56.8	9.3	(5.3)	19.1	19.1
감가상각비	17.7	16.2	18.7	19.1	19.1
외환거래손익	1.2	0.4	(0.7)	0.0	0.0
지분법손익	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	37.3	(7.6)	(23.3)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(115.9)	27.8	123.8	57.8	37.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>12.7</b>	<b>(14.8)</b>	<b>(46.2)</b>	<b>(46.8)</b>	<b>(42.4)</b>
투자자산감소(증가)	3.1	402.7	(6.4)	(4.1)	(2.6)
유형자산감소(증가)	17.4	(2.4)	(23.4)	(20.0)	(25.0)
기타	(7.8)	(415.1)	(16.4)	(22.7)	(14.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>56.6</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(14.3)</b>	<b>8.1</b>	<b>5.3</b>
금융부채증가(감소)	42.1	(156.4)	5.4	8.1	5.3
자본증가(감소)	0.0	(229.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	14.5	369.4	(19.7)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(12.4)</b>	<b>34.8</b>	<b>46.3</b>	<b>39.3</b>
Unlevered CFO	53.5	(2.6)	(15.3)	45.6	60.6
Free Cash Flow	(72.3)	16.0	70.5	65.0	51.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HSD엔진



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			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 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 1월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 1월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 1월 30일 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.