

HSD엔진(082740)

선박연료 시장은 LNG와 LPG로 전환 중

지표는 Scrubber 급증, 현실은 입항 금지와 벙커유 급감

Scrubber 설치가 계속해서 늘어나고 있다. 지난 1년간 Scrubber 설치 선박량은 500척 수준에서 2천척 수준으로 4배 가량 늘었다. 많은 연구기관에서 Scrubber가 대세인 것처럼 말해왔었고 언론을 통해 선주사들은 Scrubber에 대해 대단한 신뢰를 내보냈었다. 하지만 현실세계에서 전세계 20여개 국가들에게서 개방형 Scrubber는 입항금지 조치를 당하고 있다. 선주들이 선택하고 있는 선박연료는 Scrubber를 가동하기 위한 벙커C유가 아닌 LNG선박연료 판매량이 급증하는 모습을 보이고 있다. 선주사들 역시 자신들의 중고선 매각을 위해 의도적으로 Scrubber에 대해 우호적인 의견을 내보낸 것이었다.

해운업계에서는 LNG연료에 이어 LPG 연료 상용화 집중

선박연료 시장은 LNG 뿐 아니라 LPG연료에 대한 관심이 높아지고 있다. 최근 35척의 VLGC를 보유하고 있는 이 분야 최대 선주사인 BW Gas는 보유하고 있는 35척의 VLGC 중 12척의 선박을 LPG추진 사양으로 개조하고 있는 것을 밝혔다. 엔진 기술사인 M.A.N Energy Solution에 이어 Wartsila 에서도 최근 유럽 선주들과 LPG추진엔진의 상용화를 추진하고 있는 것을 언론을 통해 밝혔다. 가와사키 중공업에서도 일본선급(Class NK)와 미국선급(ABS)로부터 LPG추진엔진 설계(M.A.N社의 ME-LGIP) AIP(Approve In Principle)를 획득해 LPG추진엔진 주문생산을 준비하고 있다. LPG선박연료를 사용하면 IMO NOx Tier III규제를 직접 만족할 수 있다는 장점이 있어 선주사들의 관심을 이끌고 있다.

가스추진엔진 수요 증가와 HSD 엔진의 공급가격 상승

HSD엔진 선박엔진 공급가격은 2017년 535만 달러에서 지난해 3분기에는 569만 달러로 소폭 상승했다. 2020년 HSD엔진의 2018년 이후 한국 조선소들의 선박 수주계약은 거의 대부분 LNG추진 사양으로 달라졌고 최근에는 LPG추진 기술도 적용이 되기 시작했다. 이런 추세를 고려하면 HSD엔진의 매출 실적은 2020~2021년으로 갈수록 더욱 높아지게 될 것이다. 2020년 HSD엔진 매출액은 8,272억원으로 22.8% 늘어날 전망이다. 영업이익은 134억원으로 이익률은 1.6%로 추정된다.

Update

BUY

| TP(12M): 7,000원 | CP(3월 3일): 3,650원

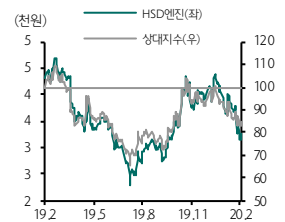
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,014.15
52주 최고/최저(원)	5,090/2,700
시가총액(십억원)	120.3
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	32,947.1
60일 평균 거래량(천주)	247.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.1
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.99
주요주주 지분율(%)	
소시어스웰투시인베스트	
먼트제1호기업재무안정사	42.71
모투자합자회사 외 2인	
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.7) 8.1 (22.3)
상대	(5.0) 5.5 (15.3)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	638.7	848.3
영업이익(십억원)	(15.0)	20.5
순이익(십억원)	(23.6)	5.0
EPS(원)	(716)	151
BPS(원)	6,340	6,284

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	768.9	511.3	673.7	827.2	940.3
영업이익	십억원	13.5	(35.3)	(22.4)	13.4	30.6
세전이익	십억원	(4.9)	(29.6)	(45.5)	9.3	26.5
순이익	십억원	(10.3)	(18.7)	(41.2)	7.4	21.2
EPS	원	(149)	(385)	(1,252)	225	643
증감률	%	적지	적지	적지	흑전	185.8
PER	배	N/A	N/A	N/A	16.26	5.67
PBR	배	0.45	0.75	0.77	0.61	0.55
EV/EBITDA	배	17.61	N/A	N/A	4.19	1.41
ROE	%	(1.92)	(4.83)	(19.59)	3.82	10.18
BPS	원	7,815	7,013	5,772	5,997	6,640
DPS	원	0	0	0	0	0



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

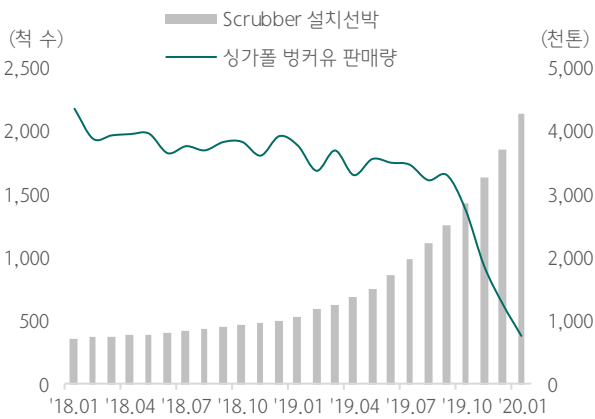
가스추진엔진 수요 증가와 HSD엔진의 실적 성장

HSD엔진 2020년 영업실적 전망
 매출액 8,272억원
 영업이익 134억원
 영업이익률 1.6%

HSD엔진의 추진엔진 공급가격이 점진적으로 오르고 있다. 이종연료 가스추진엔진 수요가 높아짐에 따라 HSD엔진의 명목 엔진가격이 상승한 것이다. 2018년부터 한국 조선소들이 수주한 선박은 사실상 모두 LNG추진 사양이며 최근에는 LPG추진 기술도 적용이 되고 있다. 이는 HSD엔진의 매출 성장폭을 높여주게 될 것이다.

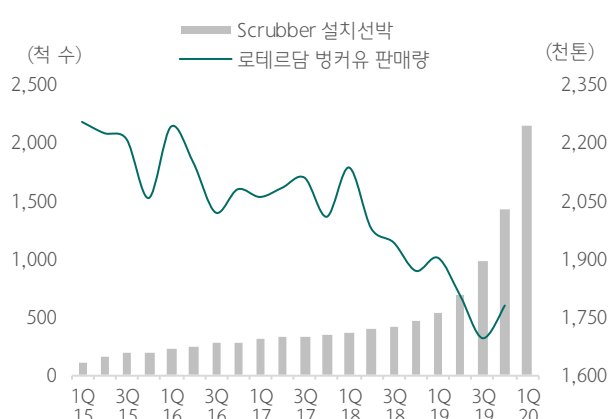
HSD엔진의 2020년 매출액은 8,272억원으로 지난해보다 22.8% 늘어날 것으로 예상되며 영업이익은 134억원으로 이익률은 1.6%로 예상된다. 지난해 4분기 소송관련 일회적인 비용이었던 것을 제외할 경우 지난해 4분기에도 영업이익은 14억원 수준의 소폭의 흑자가 되었을 것으로 예상된다.

그림 1. Scrubber 설치선박 증가하지만 벙커유 판매량은 급감



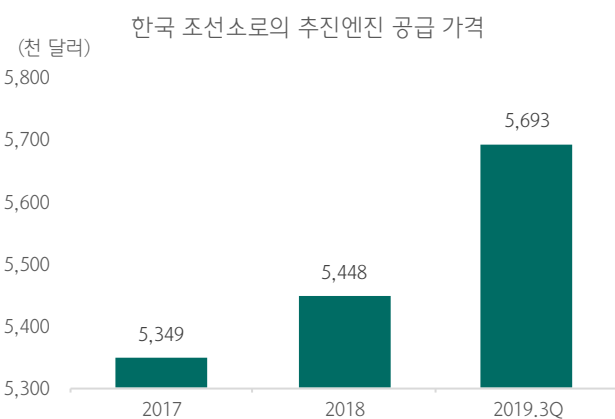
자료: Bloomberg, Clarksnos, 하나금융투자

그림 2. Scrubber 설치는 중고선 매각을 위한 선주들의 선택



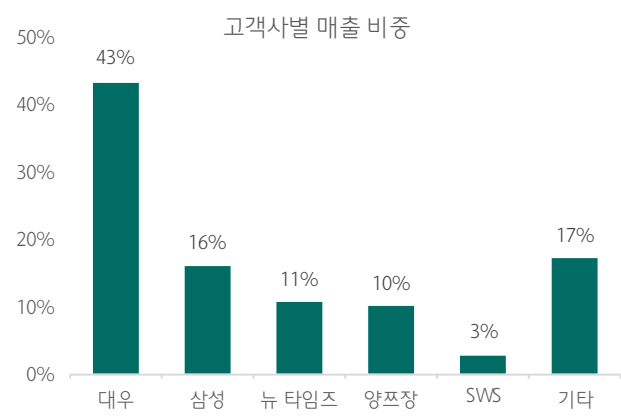
자료: Bloomberg, Clarksnos, 하나금융투자

그림 3. HSD엔진의 추진엔진 공급가격 추이



자료: 기업 자료, 하나금융투자

그림 4. HSD엔진의 고객사별 매출 비중



자료: 기업 자료, 하나금융투자

표 1. HSD엔진 실적 전망

	1Q 20F	2Q 20F	3Q 20F	4Q 20F	1Q 21F	2Q 21F	3Q 21F	4Q 21F	2019	2020F	2021F
매출액	1,169	2,062	1,946	3,095	1,286	2,165	2,238	3,714	6,737	8,272	9,403
영업이익	12	41	19	62	26	65	67	148	-224	134	306
영업이익률	1.0%	2.0%	1.0%	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%	4.0%	-3.3%	1.6%	3.3%
순이익	5	25	8	36	15	43	45	109	-412	74	212
순이익률	0.4%	1.2%	0.4%	1.2%	1.2%	2.0%	2.0%	2.9%	-6.1%	0.9%	2.3%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

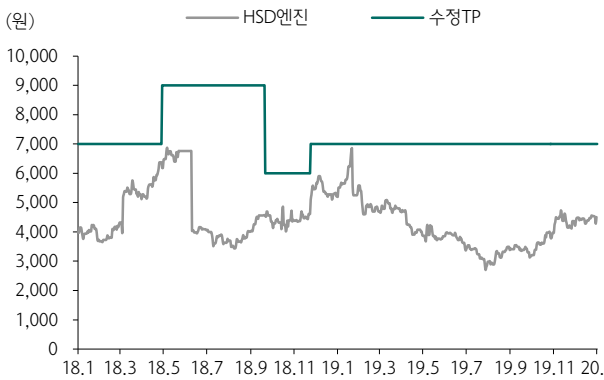
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	768.9	511.3	673.7	827.2	940.3
매출원가	713.9	509.4	637.5	756.0	849.7
매출총이익	55.0	1.9	36.2	71.2	90.6
판매비	41.5	37.2	58.6	57.8	60.0
영업이익	13.5	(35.3)	(22.4)	13.4	30.6
금융손익	(18.3)	(6.8)	(12.6)	(16.7)	(17.1)
종속/관계기업손익	(0.6)	(0.3)	(9.0)	12.6	13.0
기타영업외손익	0.5	12.8	(1.5)	0.0	0.0
세전이익	(4.9)	(29.6)	(45.5)	9.3	26.5
법인세	5.5	(10.9)	(4.2)	1.9	5.3
계속사업이익	(10.3)	(18.7)	(41.2)	7.4	21.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(10.3)	(18.7)	(41.2)	7.4	21.2
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(10.3)	(18.7)	(41.2)	7.4	21.2
지배주주지분포괄이익	8.9	(27.6)	(40.9)	7.4	21.2
NOPAT	28.5	(22.3)	(20.3)	10.6	24.5
EBITDA	31.1	(19.1)	(3.6)	32.5	49.7
성장성(%)					
매출액증가율	(4.2)	(33.5)	31.8	22.8	13.7
NOPAT증가율	595.1	적전	적지	흑전	131.1
EBITDA증가율	29.6	적전	적지	흑전	52.9
영업이익증가율	221.4	적전	적지	흑전	128.4
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	186.5
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	185.8
수익성(%)					
매출총이익률	7.2	0.4	5.4	8.6	9.6
EBITDA이익률	4.0	(3.7)	(0.5)	3.9	5.3
영업이익률	1.8	(6.9)	(3.3)	1.6	3.3
계속사업이익률	(1.3)	(3.7)	(6.1)	0.9	2.3
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(149)	(385)	(1,252)	225	643
BPS	7,815	7,013	5,772	5,997	6,640
CFPS	770	(53)	(1,028)	1,368	1,903
EBITDAPS	448	(394)	(110)	986	1,508
SPS	11,063	10,549	20,449	25,107	28,540
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	16.3	5.7
PBR	0.4	0.8	0.8	0.6	0.5
PCFR	4.5	N/A	N/A	2.7	1.9
EV/EBITDA	17.6	N/A	N/A	4.2	1.4
PSR	0.3	0.5	0.2	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(4.8)	(19.6)	3.8	10.2
ROA	(0.8)	(1.9)	(4.6)	0.6	1.6
ROIC	6.7	(5.3)	(6.0)	3.9	10.6
부채비율	126.7	221.8	448.1	527.2	551.2
순부채비율	53.8	61.6	42.3	8.0	(22.8)
이자보상배율(배)	0.8	(2.1)	(1.3)	0.7	1.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	318.3	281.8	563.0	754.4	930.1
금융자산	106.4	99.8	169.4	242.8	316.2
현금성자산	72.2	59.8	87.4	136.2	188.2
매출채권 등	32.0	20.2	38.1	49.5	59.4
재고자산	170.6	152.2	335.8	436.5	523.8
기타유동자산	9.3	9.6	19.7	25.6	30.7
비유동자산	913.1	461.6	479.2	484.5	494.2
투자자산	409.9	7.2	14.7	19.1	22.9
금융자산	397.7	4.6	9.4	12.2	14.7
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
자산총계	1,231.3	743.4	1,042.2	1,238.9	1,424.3
유동부채	526.3	490.3	813.6	992.0	1,146.7
금융부채	267.6	237.9	247.8	256.6	264.2
매입채무 등	93.5	79.4	211.3	274.6	329.5
기타유동부채	165.2	173.0	354.5	460.8	553.0
비유동부채	161.9	22.1	38.5	49.4	58.9
금융부채	131.0	4.3	2.0	2.0	2.0
기타비유동부채	30.9	17.8	36.5	47.4	56.9
부채총계	688.2	512.4	852.0	1,041.4	1,205.5
지배주주지분	543.2	231.0	190.1	197.5	218.7
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	(35.1)	(27.7)	(6.5)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	543.2	231.0	190.1	197.5	218.7
순금융부채	292.2	142.4	80.4	15.8	(49.9)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(69.4)	18.4	93.2	89.0	94.6
당기순이익	(10.3)	(18.7)	(41.2)	7.4	21.2
조정	56.8	9.3	(5.3)	19.0	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)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(115.9)	27.8	139.7	62.6	54.3
투자활동 현금흐름	12.7	(14.8)	(53.6)	(49.0)	(50.1)
투자자산감소(증가)	3.1	402.7	(7.5)	(4.4)	(3.8)
유형자산감소(증가)	17.4	(2.4)	(23.4)	(20.0)	(25.0)
기타	(7.8)	(415.1)	(22.7)	(24.6)	(21.3)
재무활동 현금흐름	56.6	(16.1)	(12.1)	8.8	7.6
금융부채증가(감소)	42.1	(156.4)	7.6	8.8	7.6
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
현금의 증감	(0.6)	(12.4)	27.6	48.8	52.0
Unlevered CFO	53.5	(2.6)	(33.9)	45.1	62.7
Free Cash Flow	(72.3)	16.0	68.5	69.0	69.6

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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 3일

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 3월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 3월 4일 현재 해당 회사의 유가증권 을 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.