

HSD엔진(082740)

중고선박의 추진엔진이 모두 망가지고 있다

IMO2020과 저황유 사용으로 인한 추진엔진의 손상

“No one anticipated the increases in engine damage,”
 “Some are still suffering ongoing issues, with most damage occurring when using higher density fuels with high viscosities.”

당사 리서치센터에서 2018년 세계 최초로 “저황유 사용으로 인한 엔진 손상관계”의 보고서를 작성한 이후 2년여의 시간이 지나 글로벌 해운업계에서 드디어 저황유 사용이 추진엔진에 심각한 결함과 손상을 유발하고 있고, 선박엔진 전문가와 해운업 관계자들은 이를 미처 예상하지 못했다는 의견들이 전세계 선주사들이 구독하는 메이저 해운 전문지를 통해 발표되고 있다. 그리고 지금 이순간에도 저황유 사용으로 인해 선박엔진의 결함이 계속되고 있다고 밝히고 있다. 현재 중고선박들은 사실상 저황유로 운항을 하고 있으므로 추진엔진에 대한 손상 및 결함 문제는 폭발적으로 늘어날 것이다.

중고선 대체하는 2중연료 추진선 계약 대폭 증가

개방형 스크러버 설치선의 실질적 입항 금지와 저황유 사용으로 인한 추진엔진 손상이 점점 분명해지고 있어 LNG/LPG와 같은 2중연료 추진엔진에 대한 수요는 대폭 늘어나게 된다. 한국 조선소들의 올해 10월까지 수주 계약량 45%는 2중연료 추진선박이며 지금부터 진행되는 수주상담들은 사실상 거의 모두 LNG/LPG추진선박으로 계약이 되고 있다. 새로운 신조선 계약분들은 기존 중고선박들을 전량 대체하는 목적이 될 것이므로 엄청난 수량의 선박추진엔진 수요가 나타나게 될 것이다.

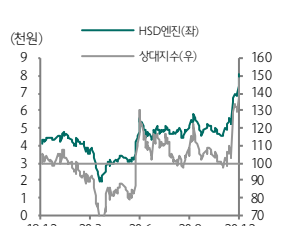
목표가 11,000원(유지), 투자의견 BUY(유지)

HSD엔진 목표주가 11,000원과 투자의견 BUY를 유지한다. 새로운 2중연료 추진엔진 수요가 높아질수록 엔진 수주량 및 엔진 수주가격이 높아지게 될 것이므로 영업실적 개선폭은 중장기적으로 높아질 것이다. 이미 HSD엔진의 추진엔진 선수금 비율이 높아지고 있으므로 곧 추진엔진 가격도 상승하는 모습을 보이게 될 것이다. ROE는 2020년 4.7%에서 2021년은 14.1%로 현저하게 개선될 것으로 추정된다.

Update

BUY

| TP(12M): 11,000원 | CP(12월 7일): 8,280원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSPI 지수 (pt)	2,745.44			
52주 최고/최저 (원)	8,100/1,895	매출액(십억원)	863.3	916.0
시가총액(십억원)	266.9	영업이익(십억원)	23.1	32.4
시가총액비중(%)	0.01	순이익(십억원)	6.6	19.4
발행주식수(천주)	32,947.1	EPS(원)	199	589
60일 평균 거래량(천주)	1,329,018.3	BPS(원)	5,984	6,573
60일 평균 거래대금(십억원)	8.4			
20년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price		
20년 배당수익률(예상, %)	0.00			
외국인지분율(%)	2.53			
주요주주 지분율(%)				
소시어스웰투시인베스트	42.77			
먼트제1호기업재무안정사				
모투자할자회사 외 2 인				
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	72.7 49.4 94.5			
상대	49.1 17.7 47.3			

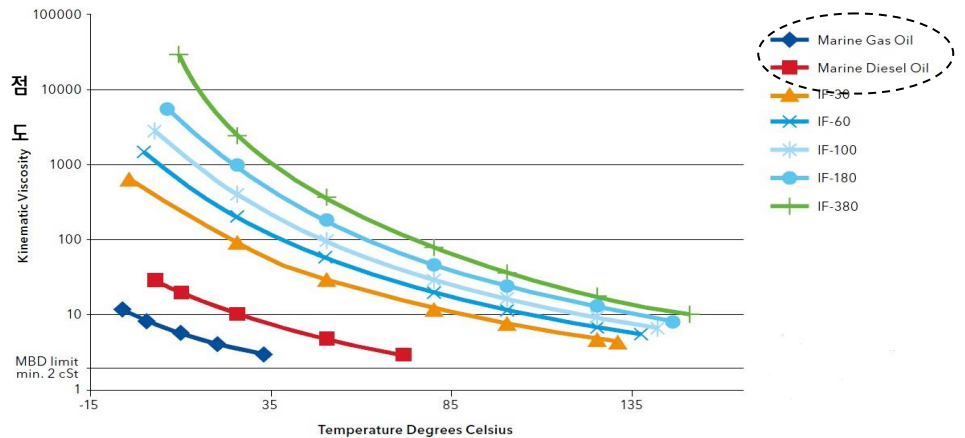
투자지표		단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원		511.3	674.3	887.6	998.9	1,142.2
영업이익	십억원		(35.3)	(21.8)	25.2	41.8	53.0
세전이익	십억원		(29.6)	(45.7)	12.7	37.3	47.8
순이익	십억원		(18.7)	(41.4)	9.1	29.8	38.2
EPS	원		(385)	(1,258)	276	905	1,160
증감률	%		적지	적지	흑전	227.90	28.18
PER	배		(13.71)	(3.55)	29.35	8.95	6.98
PBR	배		0.75	0.78	1.35	1.18	1.01
EV/EBITDA	배		(16.57)	(111.18)	13.31	10.18	8.97
ROE	%		(4.83)	(19.76)	4.71	14.06	15.53
BPS	원		7,013	5,723	5,985	6,890	8,051
DPS	원		0	0	0	0	0



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

그림 1. Temperature related viscosities of the respective fuels

저황유(Marine Gas Oil)는
벙커C 연료와 비교해
온도(끓는점)와
점도(유탄성)가 낮다



자료: 해외 업계 자료, 하나금융투자

그림 2. Red arrows show cat fines embedded in cylinder liner

그림 3. Cat fines entrapped in the mesh of a fuel filter



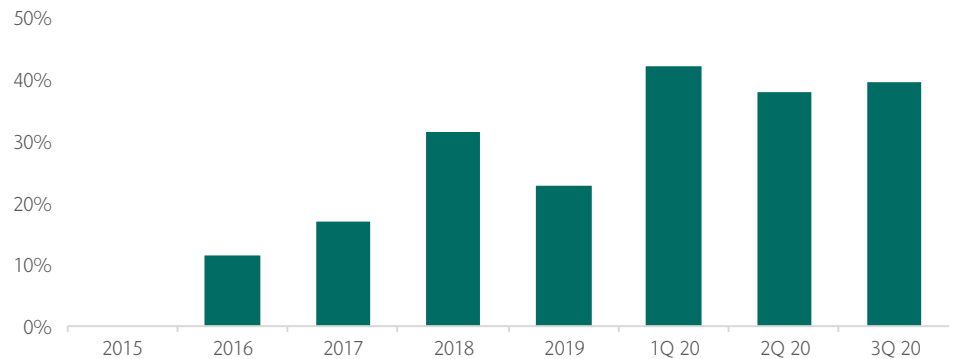
자료: 해외 업계 자료, 하나금융투자

자료: 해외 업계 자료, 하나금융투자

그림 4. HSD엔진의 매출 실적에서 2중연료 추진엔진 매출비중은 40% 상회

올해 들어 HSD엔진 매출실적에서
2중연료 추진엔진 비중 크게 증가

2중연료 저속추진엔진 매출 비중



자료: Bloomberg, Clarksons, 하나금융투자

표 1. HSD엔진 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q 20	2Q 20	3Q 20	4Q 20F	1Q 21F	2Q 21F	3Q 21F	4Q 21F	2019	2020F	2021F
매출액	2,159	2,309	1,997	2,410	2,375	2,425	2,297	2,892	6,743	8,876	9,989
영업이익	102	66	11	72	138	97	69	115	-218	252	418
영업이익률	5%	3%	1%	3%	6%	4%	3%	4%	-3.2%	2.8%	4.2%
순이익	56	3	-16	48	101	68	46	84	-414	91	298
순이익률	3%	0%	-1%	2%	4%	3%	2%	3%	-6.1%	1.0%	3.0%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	511.3	674.3	887.6	998.9	1,142.2
매출원가	509.4	663.6	822.6	898.9	1,028.0
매출총이익	1.9	10.7	65.0	100.0	114.2
판매비	37.2	32.5	39.8	58.2	61.2
영업이익	(35.3)	(21.8)	25.2	41.8	53.0
금융손익	(6.8)	(17.6)	(18.1)	(25.6)	(26.3)
종속/관계기업손익	(0.3)	(0.0)	5.3	21.1	21.1
기타영업외손익	12.8	(6.3)	0.3	0.0	0.0
세전이익	(29.6)	(45.7)	12.7	37.3	47.8
법인세	(10.9)	(4.3)	3.6	7.5	9.6
계속사업이익	(18.7)	(41.4)	9.1	29.8	38.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(18.7)	(41.4)	9.1	29.8	38.2
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(18.7)	(41.4)	9.1	29.8	38.2
지배주주지분포괄이익	(27.6)	(42.5)	8.6	29.8	38.2
NOPAT	(22.3)	(19.8)	18.0	33.5	42.4
EBITDA	(19.1)	(3.2)	29.6	41.8	53.0
성장성(%)					
매출액증가율	(33.50)	31.88	31.63	12.54	14.35
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	86.11	26.57
EBITDA증가율	적전	적지	흑전	41.22	26.79
영업이익증가율	적전	적지	흑전	65.87	26.79
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	227.47	28.19
EPS증가율	적지	적지	흑전	227.90	28.18
수익성(%)					
매출총이익률	0.37	1.59	7.32	10.01	10.00
EBITDA이익률	(3.74)	(0.47)	3.33	4.18	4.64
영업이익률	(6.90)	(3.23)	2.84	4.18	4.64
계속사업이익률	(3.66)	(6.14)	1.03	2.98	3.34

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	281.8	380.2	410.3	447.1	500.7
금융자산	99.8	56.9	124.0	103.6	71.3
현금성자산	59.8	21.1	87.9	60.2	17.1
매출채권	19.6	76.7	76.4	91.7	114.7
재고자산	152.2	230.7	192.8	231.4	289.3
기타유동자산	10.2	15.9	17.1	20.4	25.4
비유동자산	461.6	450.0	451.2	462.4	474.2
투자자산	7.2	7.0	6.0	7.1	8.9
금융자산	4.7	4.4	3.3	4.0	5.0
유형자산	436.5	422.4	424.9	434.9	444.9
무형자산	6.1	4.9	5.0	5.0	5.0
기타비유동자산	11.8	15.7	15.3	15.4	15.4
자산총계	743.4	830.1	861.5	909.5	974.9
유동부채	490.3	620.7	643.3	657.3	678.4
금융부채	237.9	269.7	288.9	300.4	317.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	252.4	351.0	354.4	356.9	360.6
비유동부채	22.1	20.9	21.1	25.2	31.3
금융부채	4.3	0.7	0.7	0.7	0.7
기타비유동부채	17.8	20.2	20.4	24.5	30.6
부채총계	512.4	641.6	664.3	682.5	709.7
지배주주지분	231.0	188.5	197.2	227.0	265.2
자본금	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	174.6	174.6	174.6	174.6	174.6
자본조정	(54.8)	(54.8)	(54.8)	(54.8)	(54.8)
기타포괄이익누계액	72.2	71.6	71.2	71.2	71.2
이익잉여금	6.1	(35.9)	(26.8)	3.0	41.3
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	231.0	188.5	197.2	227.0	265.2
순금융부채	142.4	213.5	165.6	197.6	247.3

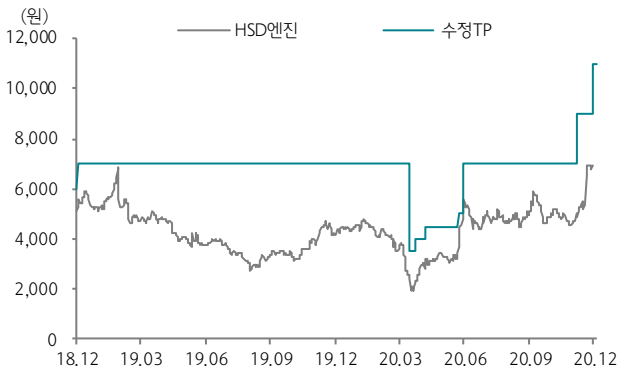
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(385)	(1,258)	276	905	1,160
BPS	7,013	5,723	5,985	6,890	8,051
CFPS	(53)	(957)	765	1,909	2,249
EBITDAPS	(394)	(98)	898	1,269	1,608
SPS	10,549	20,465	26,939	30,318	34,668
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(13.71)	(3.55)	29.35	8.95	6.98
PBR	0.75	0.78	1.35	1.18	1.01
PCFR	(99.62)	(4.67)	10.59	4.24	3.60
EV/EBITDA	(16.57)	(111.18)	13.31	10.18	8.97
PSR	0.50	0.22	0.30	0.27	0.23
재무비율(%)					
ROE	(4.83)	(19.76)	4.71	14.06	15.53
ROA	(1.89)	(5.27)	1.07	3.37	4.06
ROIC	(5.26)	(4.92)	4.49	8.05	8.52
부채비율	221.78	340.34	336.95	300.66	267.59
순부채비율	61.65	113.26	83.98	87.04	93.24
이자보상배율(배)	(2.07)	(1.24)	1.41	1.58	1.97

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	18.4	(64.7)	99.9	4.8	(11.6)
당기순이익	(18.7)	(41.4)	9.1	29.8	38.2
조정	1	(0)	1	3	3
감가상각비	16.2	18.6	4.4	0.0	0.0
외환거래손익	0.4	1.3	0.8	0.0	0.0
지분법손익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(15.9)	(19.9)	(4.2)	3.0	3.0
영업활동자산부채변동	27.8	(20.1)	78.1	(50.7)	(76.1)
투자활동 현금흐름	(14.8)	(0.7)	(24.5)	(17.7)	(21.9)
투자자산감소(증가)	402.7	0.2	1.1	(1.2)	(1.8)
자본증가(감소)	(2.4)	(5.5)	(12.1)	(10.0)	(10.0)
기타	(415.1)	4.6	(13.5)	(6.5)	(10.1)
재무활동 현금흐름	(16.1)	27.0	(8.9)	(14.8)	(9.6)
금융부채증가(감소)	(156.4)	28.2	19.1	11.6	17.4
자본증가(감소)	(229.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	369.4	(1.2)	(28.0)	(26.4)	(27.0)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(12.4)	(38.7)	66.7	(27.7)	(43.1)
Unlevered CFO	(2.6)	(31.5)	25.2	62.9	74.1
Free Cash Flow	16.0	(72.7)	87.7	(5.2)	(21.6)

자료: 하나금융투자

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HSD엔진



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.12.3	BUY	11,000		
20.11.11	BUY	9,000	-31.92%	-22.67%
20.6.2	BUY	7,000	-29.90%	-16.14%
20.5.26	BUY	5,000	-9.98%	-3.80%
20.4.9	BUY	4,500	-28.67%	-22.67%
20.3.26	BUY	4,000	-31.47%	-23.75%
20.3.18	BUY	3,500	-41.71%	-36.57%
19.12.4	1년 경과		-	-
18.12.4	BUY	7,000	-39.56%	-2.00%
18.10.1	BUY	6,000	-26.10%	-15.00%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 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	92.62%	7.38%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 12월 7일

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 12월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 12월 8일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 모집 · 사모 · 매출의 주선업무 관련법인
- M&A의 중개·주선대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)

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.