

HSD엔진
(082740)

이태환
taehwann.lee@dshin.com

투자이전
N/R

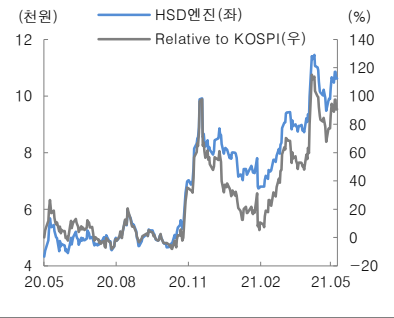
6개월
목표주가
N/R

현재주가
(21.06.04)
10,600

조선업종

KOSPI	3,240.08
시가총액	430십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	33십억원
52주 최고/최저	11,450원 / 4,360원
120일 평균거래대금	140억원
외국인지분율	1.19%
주요주주	소사이스라엘투자인베스트먼트 제1 호기업재무안전상호투자합회회사 외 2 인 35.82%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	51.9	30.9	95.6
상대수익률	-8.9	42.6	10.3	29.8



다가온 선박 사이클,
다시 뛰는 선박엔진

사업개요

- 1999년 설립된 선박용 디젤엔진(저속, 중속) 전문업체
- 세계 2위의 디젤엔진 생산설비 보유(생산Capa 1,200만 마력)
- 엔진 자회사가 없는 삼성중공업, 대우조선해양이 주요 국내 고객사
- 2020년 중국시장 M/S 18% 점유. 중국 조선사 고부가가치 선종 비중 확대로 고난이도 엔진 제작능력 갖춘 동사 수주 경쟁력 상승 중
- 발전용 디젤엔진, SCR, 엔진부품 판매 및 A/S 제공

투자포인트

- 1) 저속엔진은 대형 상선에 있어 필수적인 기자재. 국내 조선사 선박수주 증가는 곧 엔진수주 증가로 이어질 것
- 2) 올해 신규수주 호조로 현재 수주잔고는 여유를 갖게 되는 레벨. 가격 협상력 상승을 바탕으로 추가될 신규수주 마진 향상 기대
- 3) 동사 수주잔고 내 DF 엔진 비중 확대 중. DF엔진 선호도의 상승은 이익률 측면에서 좋고, 중국시장 M/S 확보에도 유리한 환경 조성

2021년 실적 추정

- 2021년 연간 실적은 매출액 5,830억원(-29.8% yoy), 영업적자 -84억원(적전 yoy) 전망. '19~'20년 수주 부진에 따른 출하량 감소 나타남며 고정비 부담 예상. 물량 늘어날 하반기에 분기 흑자전환 예상
- 1Q21 신규수주 3,824억원을 기록하며 DF엔진을 중심으로 빠른 수주 증가세 관측되고 있음. 2Q 수주 흐름도 좋은 것으로 알려짐. 넉넉한 일감을 바탕으로 상승한 엔진가격 협상력 바탕으로 선별수주 가능

영업실적 및 주요 투자지표			(단위: 십억원 원 배 %)		
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	674	830	583	906	889
영업이익	-22	20	-8	13	23
세전순이익	-46	9	-19	-2	10
총당순이익	-41	6	-16	-2	9
지배지분순이익	-41	6	-16	-2	9
EPS	-1,258	184	-477	-49	286
PER	NA	45.8	NA	NA	37.1
BPS	5,722	5,892	5,415	5,366	5,652
PBR	0.8	1.4	2.0	2.0	1.9
ROE	-19.8	3.2	-8.4	-0.9	5.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

기업개요

글로벌 2위의 선박용 디젤엔진 생산업체

세계 2위 생산설비
보유한 선박엔진업체
주력제품 저속엔진은
글로벌 과점형태

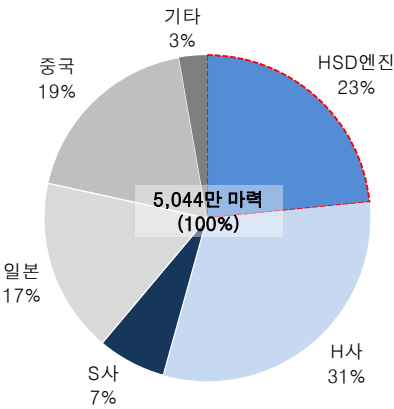
HSD엔진은 1999년 설립되었으며, 저속엔진을 주로 생산하는 선박용 디젤엔진 전문업체이다. 저속엔진 이외에도 중속엔진, 발전용 디젤엔진, SCR(Selective Catalytic Reduction, 선택적 촉매 환원기술), 엔진부품 판매 및 서비스를 제공하고 있다. 엔진 생산거점으로 국내에 창원공장을 보유하고 있고, 중국 대련공장은 엔진 제관물(케이스)을 제작하여 창원공장으로 납품하는 형태이다.

선박용 저속엔진은 대형 선박에 1기가 탑재되는 메인 추진엔진으로 원천기술을 보유한 MAN-ES, WinGD에게 로열티를 지불하고 라이선스 생산하는 형태이다. 엔진의 크기가 대형이라 제작하기 어렵고, 플레이어가 많지 않아 글로벌 과점 형태가 나타난다. 국내 조선사 중 엔진자회사를 보유하지 않은 삼성중공업과 대우조선해양이 주요 매출처이며, 선박엔진 사업에서 양사가 차지하는 수주비중은 2020년 기준 약 54% 수준이다.

중속엔진은 대형선박 내 전기 공급 목적의 보조기기용으로 주로 활용되고 있으며, 중형 선박 추진용으로도 사용된다. 상대적으로 크기가 작고 각자 기술을 보유한 플레이어들이 많아 경쟁이 치열한 편에 속한다.

SCR도 주로 선박용으로 납품이 되며, 질소산화물(NOx)을 저감하는 데 사용된다. 동사가 독자개발한 저온 SCR은 저온에서 촉매반응이 가능하여 설치 용이성 측면에서 뛰어난 특성을 보이고 있다.

그림 100. 대형 디젤엔진 생산 CAPA



자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

그림 101. 저속엔진 - 주요 제품



자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

투자포인트

(1) 대형 상선의 필수 기자재, 늘어나는 조선사 수주

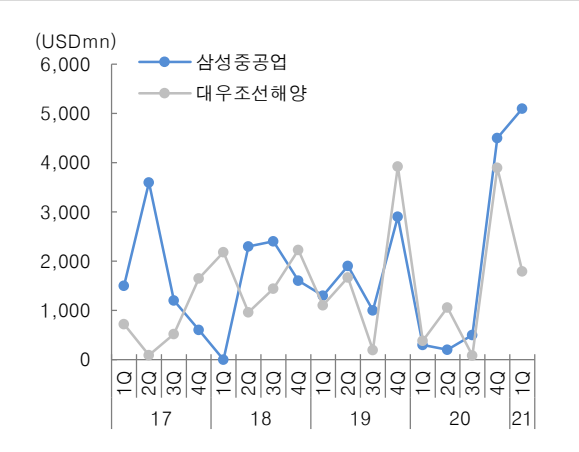
작년 하반기부터
국내조선사 수주 증가.
선박 발주 전망은
밝은 상황

선박엔진은 선박의 항행을 위한 ‘추진’이라는 가장 핵심적인 역할을 수행하며, 현대화된 모든 선종의 대형 선박에는 빠질 수 없는 필수적인 기자재이다. 저속엔진의 경우 기술력, 생산능력, 트랙레코드 확보와 같은 진입장벽으로 인해 신규 플레이어 진입도 쉽지 않다. 업사이클로 글로벌 선박 수요가 늘어나기만 한다면 국내, 중국에 선박엔진을 납품하는 업체인 동사로서는 수혜를 못 받기가 힘들다.

작년 하반기부터 늘어나고 있는 조선사 수주는 무척 반갑다. 국내 조선사는 작년 10월부터 현재에 이르기까지 신규수주 311.4억불, 295척을 수주하고 있다. 삼성중공업은 이미 60억불에 근접한 수주에 성공하며 연간 상선 수주목표액 대비 129%로 초과달성하고 있다. 대우조선해양은 현재까지 25억불 수주로 한국조선해양, 삼성중공업에 비해 수주가 다소 처진 것은 사실이나, 이대로 발주세가 지속만 된다면 올라간 선가를 바탕으로 수익성 측면에서 더 좋은 잔고를 채워나갈 가능성이 있다.

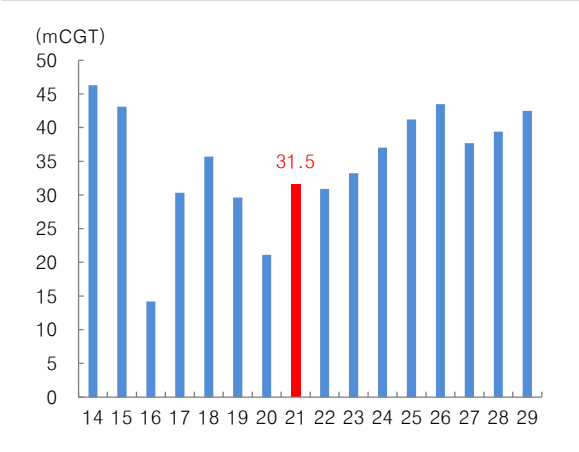
Clarkson Research는 3월 발표한 Forecast Report에서 2021년 선박 발주를 31.5백만 CGT로 예상했으며 향후 2030년까지 발주호황이 지속될 것으로 예측하였다. 본 연구원 역시 IMO MEPC 76차 EEXI 의결로 인해 선박 발주수요가 자극될 것으로 보며, 카타르 LNG 발주가 더해지면서 올해부터 발주량이 지속 상승할 수 있을 것으로 예측한다.

그림 102. 삼성중공업/대우조선해양 분기별 신규수주



자료: 삼성중공업, 대우조선해양, 대신증권 Research Center

그림 103. Clarkson Research 선박 발주량 예측



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

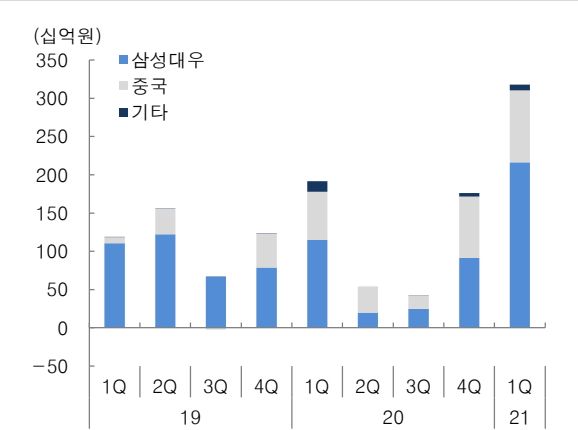
(2) 늘어나는 수주잔고 레벨, 가격 협상력 높아질 것

1조원 이상의 수주잔고 레벨, 수익성 위주의 선별수주 나타날 시기

글로벌 선박 발주 수요 부진으로 인해 2019~2020년 매출 대비 신규수주를 얻지 못하며 지속적으로 수주잔고가 줄어들었던 HSD엔진이지만, 1Q21에만 3,824억원(선박엔진 3,181억원, 비선박엔진 643억원)의 신규수주를 기록하며 수주잔고가 다시 1조원을 넘어섰다. 2분기 역시 분위기가 좋은 상황이며, 향후 카타르 LNG 물량 등 하반기 수주가능 물량을 감안하면 올해 연말에는 충분히 1.5조원~2조원의 수주잔고를 목표로 할 수 있다.

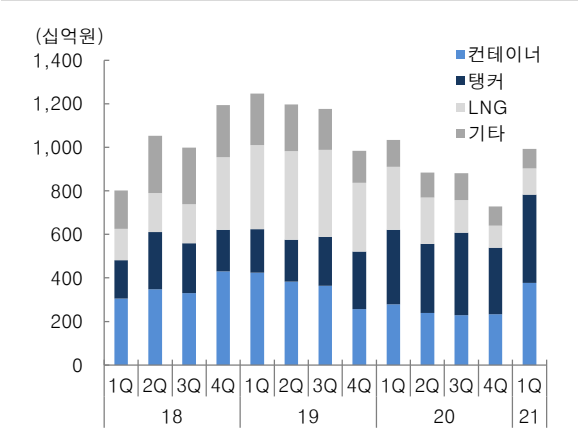
수주잔고를 어느정도 두둑히 채웠으니 이제 급할 이유가 없어졌다. 저속엔진 사업을 하는 업체는 정해져 있으며, 향후 요구되는 친환경엔진을 생산할 수 있는 업체로 좁히면 더 한정적이다. 2010년대 들어 당기순적자를 기록한 연도가 많았던 동사 입장에서 업사이클 기회가 왔을때 선별수주를 통해 수익성을 추구하지 않을 이유가 없고, 그만큼 가격 협상력 또한 갖춰지고 있는 상황이다. 영업을 고려하여 선박엔진 가격이 급격히 빠르게 오르는 않겠지만 수주잔가 상승물만큼의 가격 인상은 점진적으로 반영될 것으로 판단하며, 지난해 상반기부터 시작된 선수금 비율 상승 기조 역시 이어질 것으로 전망한다.

그림 104. 발주처별 선박엔진 신규수주



자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

그림 105. 선종별 선박엔진 수주잔고



자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

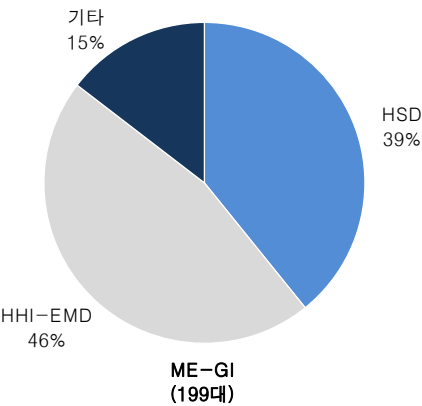
(3) DF엔진 잔고 비중 확대, 수익성과 중국 M/S 경쟁 모두 긍정적

DF엔진 적용비중은 확대 중, 수익성도 좋아지지만, 중국시장 수주경쟁력도 상승

DF엔진은 디젤엔진 기반으로 제작되기 때문에 이 분야 역시 디젤엔진의 양대 기술사인 MAN-ES와 WinGD가 기술을 보유하고 있다. HSD엔진은 ME-GI, X-DF 2개 DF엔진에서 역시 2위 사업자를 유지하고 있으며 합산 M/S는 34% 수준이다. DF엔진은 그동안 LNG선에 주로 채택되어 왔지만 탱커, 컨테이너선에도 채택되기 시작하면서 당사 DF엔진 발주 증가 역시 나타날 전망이다.

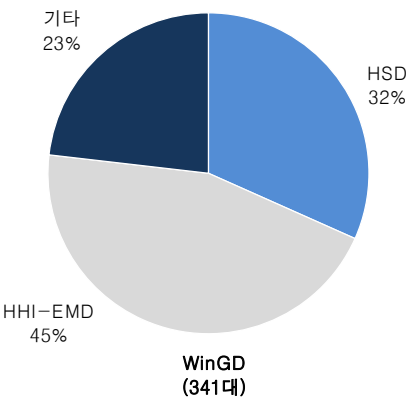
LNG DF는 일반 선박엔진 대비 판매단가가 높고 마진도 추가로 붙는 형태로 향후 전사 수익성 향상으로 연결될 것으로 보이며, 상대적으로 제작 난이도가 더 높기 때문에 경험이 많은 한국업체가 중국시장에서 현지업체 대비 납기 충족 및 기술경쟁력 측면에서 선호되고 있다. 그동안 중국 국영조선사들은 국가 정책상 현지업체에 엔진 발주가 나가는 것이 보통이었으나 LNG DF 시대가 도래하면서 중국 국영조선사들도 한국 엔진업체를 외면할 수 없게 되었다.

그림 106. MAN-ES DF 엔진 M/S



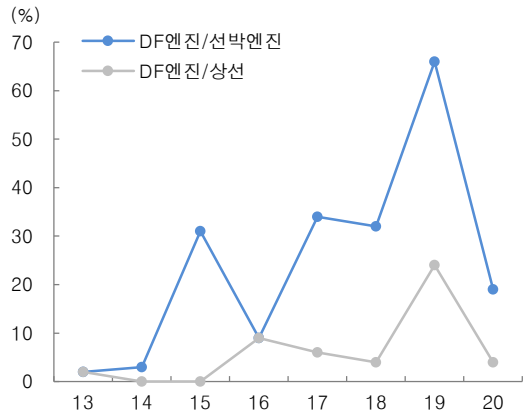
자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

그림 107. WinGD DF 엔진 M/S



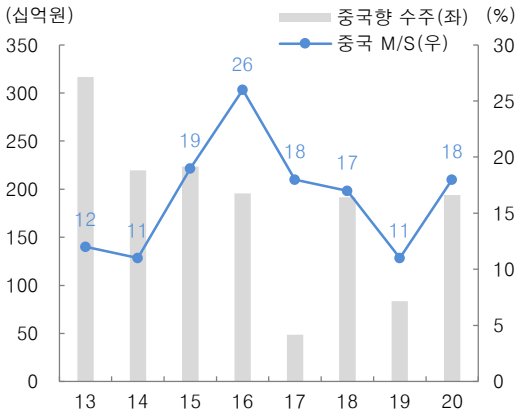
자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

그림 108. 신규수주 중 DF 엔진 채택률



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

그림 109. 중국 선박엔진 시장 수주 및 M/S



자료: HSD엔진, 대신증권 Research Center

실적전망

2021년 영업적자 -84억원(적전 yoy) 예상

2021년 연간 실적은 매출액 5,830억원(-29.8% yoy), 영업적자 -84억원(적전 yoy)을 전망한다. 통상 수주에서 매출까지 18개월 정도가 소요되는 것을 감안하면 2019년 6,050억원, 2020년 6,010억원의 수주 부진이 올해 출하량 감소로 나타날 예정이다. 매출의 감소로 인해 고정비 부담이 있어 연간 적자를 예상한다. 다만, 분기별로 보면 출하량이 늘어날 것으로 예상되는 하반기에 흑자 전환이 가능할 것으로 판단된다.

당장의 실적은 저조할 수 있지만 미래 실적을 보장할 수주 흐름이 굉장히 좋다. 1분기 신규수주만 3,824억원을 기록하면서 DF엔진을 중심으로 빠른 수주 증가세가 나타나고 있다. 2분기 역시 분위기가 좋은 것으로 알려지면서 상반기에만 작년 연간 수준의 신규 수주 달성이 가능할 수 있다. 넉넉하게 일감을 확보해둔 이상 엔진가격을 올리지 말아야 할 이유가 없다. 협상력 상승을 바탕으로 하반기 수익성 중심의 선별 수주가 나타날 것으로 보며, 내년 이후 수익성에 유의미한 차이가 나타날 전망이다.

2021년 1분기 실적은 매출액 1,145억원(-46.9% yoy) 영업이익 -69억원(적전 yoy)으로 나타났다. 통상 1분기가 낮은 계절성을 감안해야겠지만 납기물량 부족으로 매출이 크게 빠지는 모습이 나왔다. 2분기는 1분기 대비 계절적 회복이 더해질 것으로 보이나 여전히 적자분기가 지속될 것으로 보인다.

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

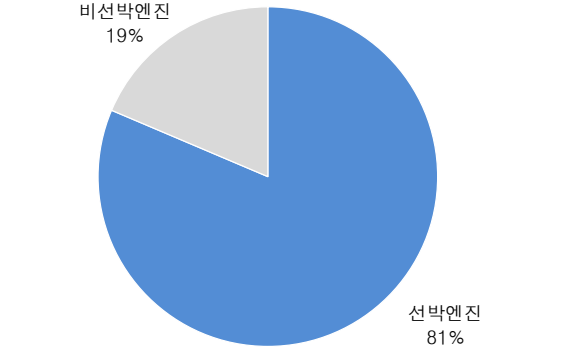
- 선박용 엔진 및 발전용 디젤엔진 전문 제조업체
- 두산중공업 엔진사업과 삼성중공업 엔진사업의 합작으로 독립법인 탄생
- 자산 7,407억원 부채 5,267억원 자본 2,140억원
- 발행주식 수: 40,599,422주 / 자기주식수: 7,502주

주가 변동요인

- 삼성중공업 대우조선해양 상선 수주 흐름
- 현대중공업그룹 대우조선해양 인수 여부
- 중국 선박엔진시장 M/S 확대 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2021년 3월 기준
자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

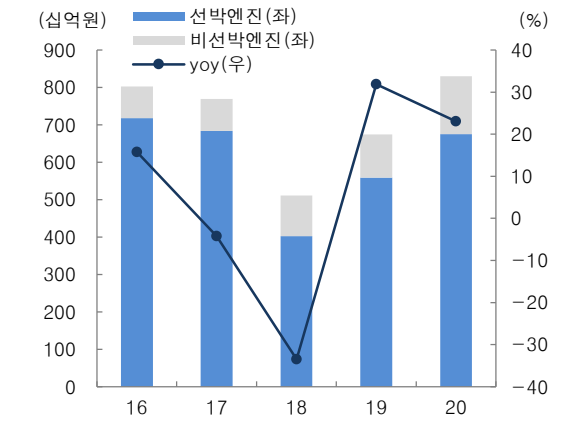
매출 비중 추이



자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

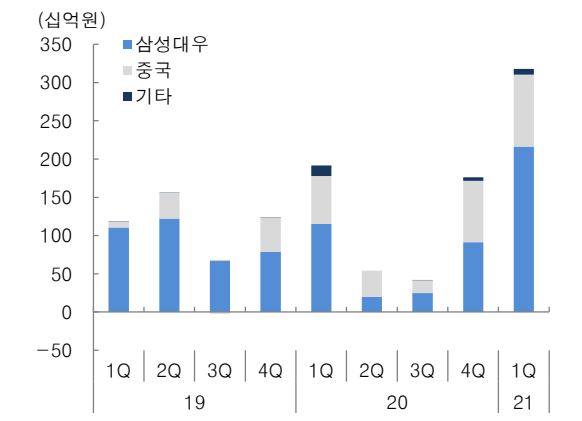
2. Earnings Driver

연간 매출 추이



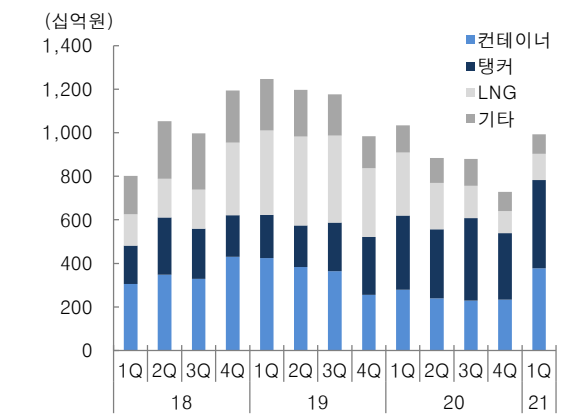
자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

선박엔진 수주 추이



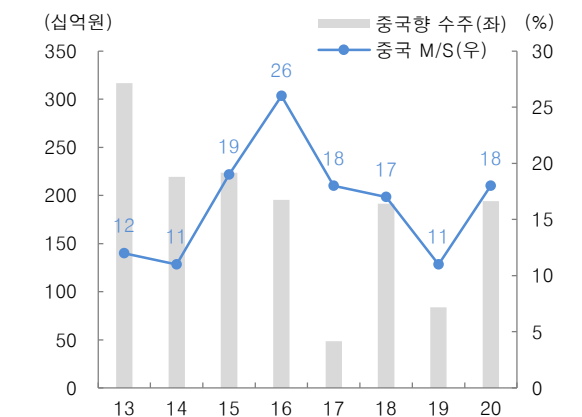
자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

선종별 선박엔진 수주잔고 추이



자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

중국향 선박엔진 수주 및 M/S 추이



자료: HSD엔진 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	674	830	583	906	889
매출원가	664	777	564	852	825
매출총이익	11	53	19	55	64
판매비와관리비	33	33	28	42	41
영업이익	-22	20	-8	13	23
영업외이익	-3.2	2.4	-1.4	1.4	2.6
EBITDA	-3	38	8	28	37
영업외손익	-24	-11	-10	-15	-13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	69	80	68	72	69
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-86	-98	-81	-88	-85
외환관련손실	17	25	24	24	24
기타	-6	6	3	1	3
법인세비용차감전순이익	-46	9	-19	-2	10
법인세비용	4	-3	3	0	-1
계속사업순이익	-41	6	-16	-2	9
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-41	6	-16	-2	9
당기순이익률	-6.1	0.7	-2.7	-0.2	1.1
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-41	6	-16	-2	9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	-43	6	-16	-2	9
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-43	6	-16	-2	9

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-1,258	184	-477	-49	286
PER	NA	45.8	NA	NA	37.1
BPS	5,722	5,892	5,415	5,366	5,652
PBR	0.8	1.4	2.0	2.0	1.9
EBITDAPS	-98	1,161	238	845	1,112
EV/EBITDA	NA	10.8	72.5	20.0	14.7
SPS	20,465	25,192	17,696	27,510	26,976
PSR	0.2	0.3	0.6	0.4	0.4
CFPS	-957	473	-686	-232	95
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	31.9	23.1	-29.8	55.5	-1.9
영업이익 증감률	적지	흑전	적전	흑전	77.3
순이익 증감률	적지	흑전	적전	적지	흑전
수익성					
ROIC	-4.0	2.9	-1.8	2.7	6.0
ROA	-2.8	2.6	-1.2	1.9	3.3
ROE	-19.8	3.2	-8.4	-0.9	5.2
안정성					
부채비율	340.3	272.6	290.1	296.8	270.4
순차입금비율	113.3	70.1	77.3	72.1	57.6
이자보상배율	-1.2	1.4	0.0	0.0	0.0

자료: HSD 엔진 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	380	277	263	280	280
현금및현금성자산	21	45	32	49	48
매출채권 및 기타채권	77	30	30	30	30
재고자산	231	155	155	155	155
기타유동자산	51	46	46	46	46
비유동자산	450	447	433	421	410
유형자산	422	365	352	341	331
관계기업투자금	3	3	2	2	2
기타비유동자산	25	79	78	77	77
자산총계	830	723	696	702	690
유동부채	621	498	486	493	472
매입채무 및 기타채무	147	115	115	115	115
차입금	81	128	116	123	102
유동상채무	85	0	0	0	0
기타유동부채	309	255	255	255	255
비유동부채	21	32	32	32	32
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	21	32	32	32	32
부채총계	642	529	518	525	504
자본자본	189	194	178	177	186
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	175	175	175	175	175
이익잉여금	-36	-30	-45	-47	-38
기타자본변동	17	16	16	16	16
비지배자본	0	0	0	0	0
자본총계	189	194	178	177	186
순차입금	214	136	138	127	107

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-65	84	-33	-21	-11
당기순이익	-41	6	-16	-2	9
비현금항목의 가감	10	10	-7	-6	-6
감가상각비	19	18	16	15	13
외환손익	1	0	5	5	5
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	-10	-9	-28	-26	-25
자산부채의 증감	-20	80	-14	-14	-14
기타현금흐름	-13	-12	3	0	-1
투자활동 현금흐름	-1	4	-3	-3	-3
투자자산	-2	-3	0	0	0
유형자산	-6	-3	-3	-3	-3
기타	7	10	0	0	0
재무활동 현금흐름	27	-63	-37	-19	-47
단기차입금	28	47	-12	7	-21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-111	-26	-26	-26
현금의 증감	-39	24	-13	18	-1
기초 현금	60	21	45	32	49
기말 현금	21	45	32	49	48
NOPLAT	-20	14	-7	10	22
FCF	-9	29	6	22	32