



2017/11/07

두산엔진(082740)

팔린다면, 밥캣 지분가치 시장에서 반영할 것

■ 3Q17: OPM 떨어짐은 조업일 영향, 실적보다 수주 걱정

동사는 3Q17 매출액 1,962억원(YoY +3%, QoQ -17%)로 영업일수 감소의 영향으로 작았고, 이에 따라 OPM도 1.4%로 전분기대비 1.4%p 떨어져 영업이익은 28억원으로 컨센서스 및 당사 기대치를 하회했다. 그러나 LNG선 매출비중은 누적 16%로, 2016년의 10%보다 늘어 OPM은 전년동기대비 1.0%p 개선되었다. 실적보다 수주부진이 계속되어서 내년 매출이 걱정인데...

■ 수주 올해 부진하지만 바닥 통과: 1) 신조 시장 회복, 2) 친환경

올해 3분기까지 수주는 2,040억원으로 2016년의 4,052억원, 올해 매출 7,200억원보다 많이 작다. 그러나 연말까지 삼성중공업과 대우조선해양의 MSC 22천TEU 11척, 대우조선해양의 현대상선 VLCC 5척, 비록 중국이 수주했지만 한국 제작이 불가피한 CMA-CGM의 22천 TEU 9척에서 수주가 기대된다.

선박수주에 후행하는 엔진발주 성격상, 동사는 2016년의 신조시장 침체의 영향을 받고 있다. 그러나 ① 2017년 신조 발주는 전년대비 2배 가까이 늘어, 동사의 수주는 2017년에 바닥은 짚는다. 또한 NOx 규제 때문에 엔진 뒷단에 SCR 또는 EGR을 장착해야 하고, SOx를 잡기 위해 Scrubber를 장착해야 한다. 또는 이 LNG-Fuel로써 이 두 가지를 한번에 해결할 수 있다. ② 자체 개발한 SCR과 ME-GI, XDF 엔진 수주 확대는, 곧 미래 P와 수익성 개선을 이미 한다. 동사의 LNG-Fuel 매출 비중이 작년 10%에서 올해 16%로 늘어난 것은 시작에 불과하다. 일반 상선에서도 LNG-Fuel 채택이 늘고 있기 때문이다.

■ 동사 매각은 곧 두산밥캣 보유 가치를, 시장가치에 반영케 해줌

동사의 목표주가를 기준 5,600원에서 6,300원(타겟 PB 0.8배)으로 상향한다<표2>. SOTP VALUATION으로 크로스체크하면, 밥캣 지분가치를 40% 할인해 0.24조원, 영업 및 자산가치를 0.2조원으로 제시한 셈이다. 그런데 두산엔진에 대한 매각이 추진 중이다. 이는 곧 밥캣의 현금화를 의미하고 지분가치 할인율을 제거하는 트리거이다. 할인율을 10%로 조정할 경우 동사 적정가치는 7,600원, 상승여력 69%에 달한다<표3>. STX엔진과 STX중공업도 매각 중인데, 1차 매각 결렬로 최근 주가 거품이 빠진 후에도 각각 시가총액은 각각 0.21조원, 0.12조원이다. 동사의 현 시총은 0.31조원이고 밥캣가치를 제외하면 700억원에 불과하다.

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	6,300원
종가(2017/11/06)	4,495원

Stock Indicator

자본금	70십억원
발행주식수	6,950만주
시가총액	312십억원
외국인지분율	5.1%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	125원
BPS(2017E)	7,798원
ROE(2017E)	1.6%
52주 주가	3,040~4,610원
60일평균거래량	427,913주
60일평균거래대금	1.7십억원

Price Trend



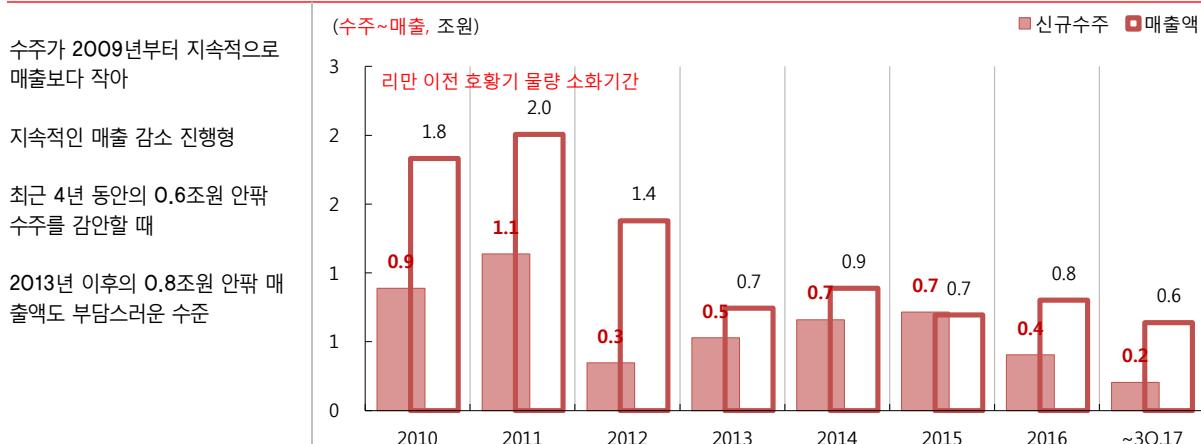
실적과 수주, 잔고 현황 업데이트

<표 1> 실적 3Q17은 조업일수 감소로 OPM 다소 부진, 그러나 더 문제는
최근 2년간의 4천억원 안팎 수주로, 2018년 매출 0.6조원으로 감소, 그리고 2019년에 더 떨어질 가능성
DF 엔진과 SCR 판매 확대로 수익성은 다소 방어하지만 절대 감익 불가피

계정	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017	2018
매출액	1,654	2,097	1,907	2,372	2,071	2,362	1,962	1,736	6,936	8,029	8,131	6,068
												가이던스 0.85조원↑ ↑ 0.6조원+
영업이익	17	18	8	0	70	72	28	26	-638	42	196	124
금융/기타영업외	31	1,024	-2,743	-232	-4	-55	-35	-17	-1,020	-1,881	-111	-16
이자손익	-35	-36	-34	-30	-29	-40	-38	-34	-118	-132	-140	-123
												벤톱 평가이익↑ ↑ 벤톱 평가손
세전사업이익	48	1,041	-2,735	-232	66	17	-7	9	-1,657	-1,839	85	107
지배주주순이익	52	1,374	-2,713	-524	57	26	-17	21	-1,254	-1,812	87	80
영업이익률	1.0%	0.8%	0.4%	0.0%	3.4%	3.1%	1.4%	1.5%	-9.2%	0.5%	2.4%	2.0%
지배주주순이익률	3.1%	65.5%	-142.3%	-22.1%	2.7%	1.1%	-0.8%	1.2%	-18.1%	-22.6%	1.1%	1.3%
EPS(원)	74	1,977	-3,904	-755	82	37	-24	30	-1,805	-2,608	125	115
BPS(원)	8,501	11,758	7,785	7,687	7,861	7,792	7,768	7,798	8,269	7,687	7,798	7,913
수주	1,250	953	882	966	290	1,041	709		7,163	4,052	4,142	4,742

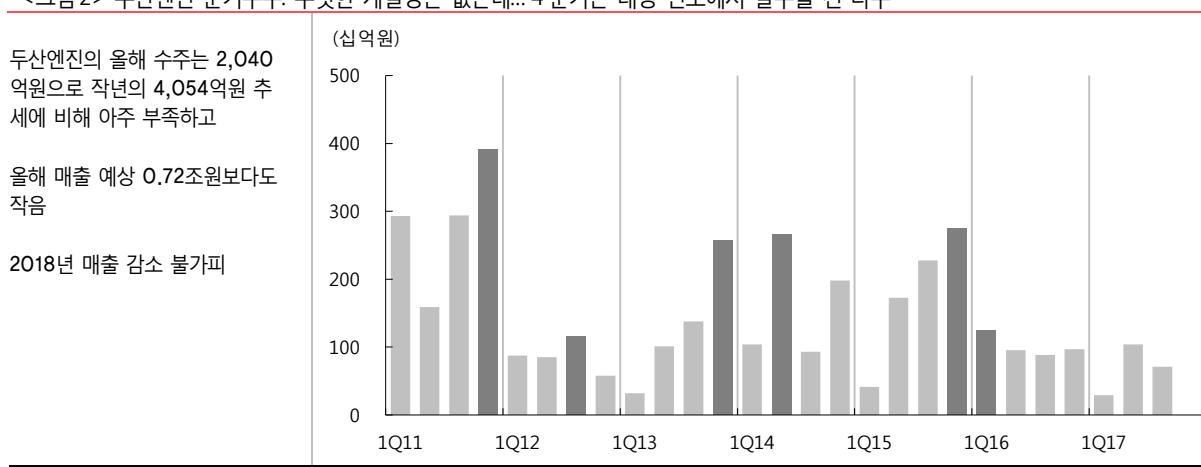
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 두산엔진 수주~매출 현황: 향후 매출 감소 불가피



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 두산엔진 분기수주: 뚜렷한 계절성은 없는데... 4분기는 대형 신조에서 발주될 건 다수



자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 목표주가 6,300원으로 상향

<표 2> 타겟 PBR 0.8 배에서 목표주가 6,300 원으로 13% 상향

계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS	2,739	-75	-608	-1,805	-2,608	125	115	237
BPS	10,759	11,367	10,082	8,269	7,687	7,798	7,913	8,150
PBR(고)	1.4	0.9	0.9	0.86	0.64	0.61		
PBR	1.0	0.8	0.8	0.67	0.48	0.58		
PBR(저)	0.7	0.6	0.6	0.37	0.27	0.39		
ROE	29%	-0.7%	-5.7%	-19.7%	-32%	2%	1%	3%
적용ROE	14%			-15%	2%	2.0%	2.2%	
└ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0~1Y			+1~2Y	+1Y	+0Y	+0~1Y	
COE(고)	9.8%			-17.6%	2.5%	3.3%		
COE(평)	13.8%			-22.6%	3.4%	3.5%		
적용ROE = FWD		0.0%		-15.2%	1.6%	2.0%	2.2%	
적용COE = TRL 참조					2016 고점 →	2.7%	2.6%	
Target PBR					0.6	0.70	0.80	
적용 BPS					7,687	7,798	7,913	
목표주가						5,500	6,300	
가중치						0%	100%	
목표주가						5,000	5,500	6,300
증가(11.06)							4,495	
상승여력								40%

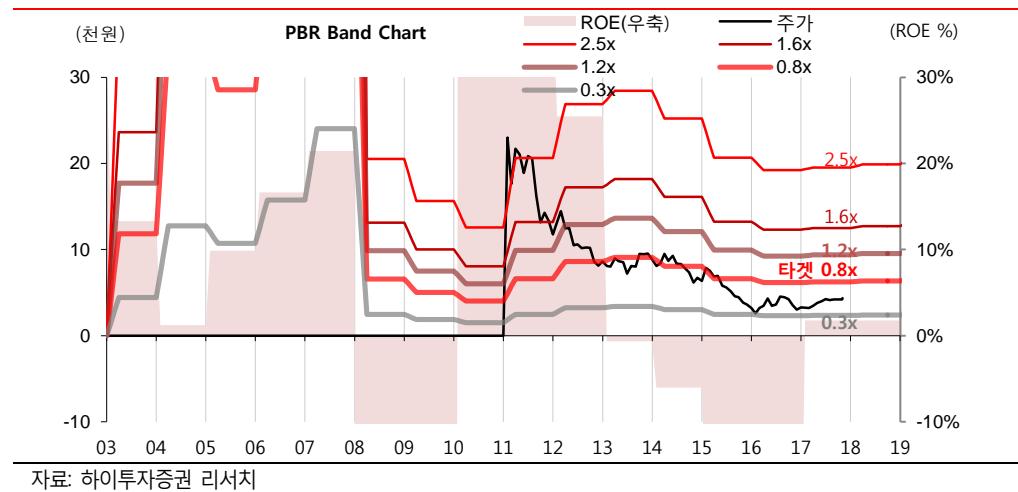
자료: 하이투자증권 리서치

<표 3> SOTP VALUATION 크로스체크: 현재 두산밥캣 시장가치와 EV/EBITDA 8.5 배에서 6,400 원 ~ 두산밥캣 매각 시 7,600 원 이상

계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EBITDA(억원)	948	244	-172	-417	207	364	304	395
YoY	-71%	-74%	-171%	142%	흑전	75%	-16%	30%
영업이익	698	7	-396	-638	42	196	124	207
감가상각비	250	237	223	220	165	168	180	188
ⓐ EBITDA: FWD 2Y	948	244	-295	-105	286	334	350	395
ⓑ 당해 당해	63.3	266.3			9.0	8.5	8.5	8.5
⑤ EV/EBITDA Multiple(가)								
↑ 주가평균 설명 역산 ↑ ↑ PBR VALUATION 구간 ↑								
영업가치(억원) = Ⓛ × Ⓜ	59,960	65,030			2,570	2,836	2,971	3,360
① 주당 영업가치	86,274	93,569			3,697	4,080	4,275	4,835
순차입금(억원)	156	796	1,947	2,360	2,104	902	929	611
② 주당 자산가치	-225	-1,145	-2,801	-3,395	-3,028	-1,298	-1,337	-879
밥캣 제외 적정 시가총액(억원)	59,804	64,234	-1,947	-2,360	465	1,934	2,042	2,750
밥캣 제외 적정주가 ①+②	86,049	92,424	-2,801	-3,395	669	2,783	2,938	3,956
두산밥캣 시가총액					35,000	38,300	38,300	38,300
보유지분					10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
두산밥캣 시장 시가총액(억원)					3,693	4,041	4,041	4,041
두산밥캣 보유지분 가치(억원)					40%	40%	40%	40%
③ 주당 밥캣 가치 40% 할인					2,216	2,424	2,424	2,424
적정 시가총액(억원)	59,804	64,234	-1,947	-2,360	2,681	4,358	4,466	5,174
적정주가 by ①+②+③	86,049	92,424	-2,801	-3,395	3,857	6,300	6,400	7,400
공식 목표주가						6,300		
증가(11.06)						4,495		
상승여력						40%		
두산엔진 매각 시 = 밥캣 현금화 ↓								
두산밥캣 보유지분 가치(억원)					20%	20%	20%	20%
④ 주당 밥캣 가치 20% 할인					2,954	3,233	3,233	3,233
적정 시가총액(억원)	59,804	64,234	-1,947	-2,360	3,419	5,166	5,274	5,982
적정주가 by ①+②+④	86,049	92,424	-2,801	-3,395	4,919	7,400	7,600	8,600

자료: 하이투자증권 리서치

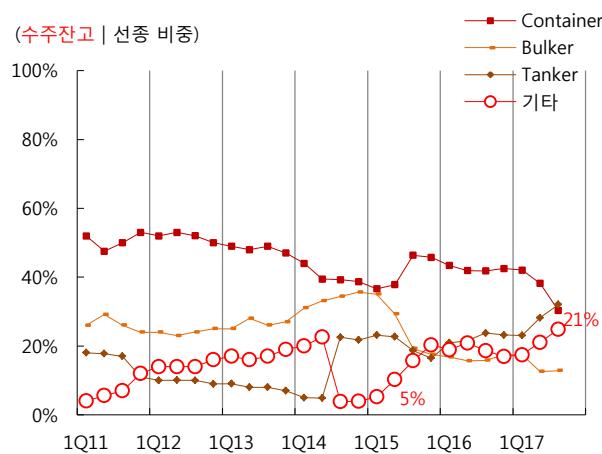
<그림 3> 두산엔진 PBR 밴드



자료: 하이투자증권 리서치

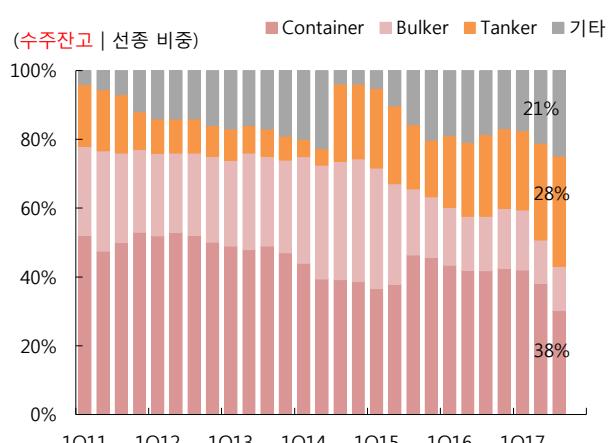
기타 업데이트: LNG 잔고 비중 증가, 중국의침체

<그림 4> 수주잔고에서 기타 비중이 증가: DF 엔진 장착 LNG 선 증가를 의미



자료: 하이투자증권

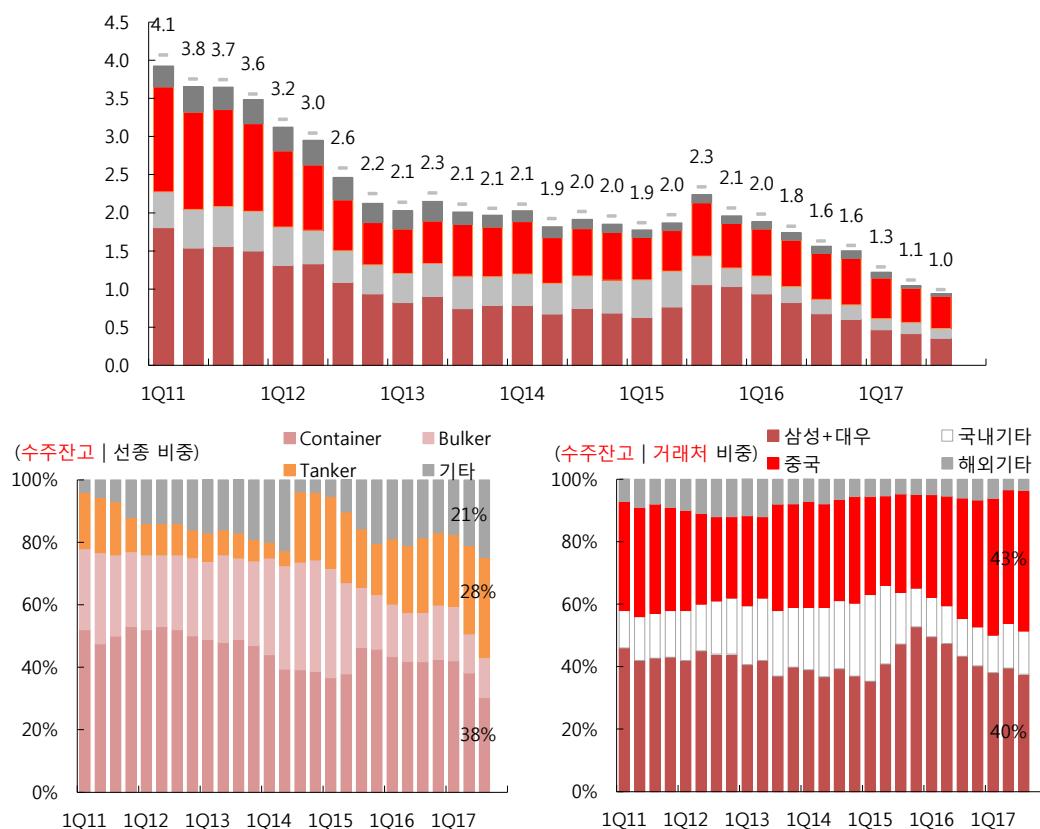
<그림 5> 컨테이너선 38%, 기타(LNG 선 포함) 21%



자료: 하이투자증권

<그림 6> 수주잔고 드라마틱한 감소 진행형: 현재 1 조원에 불과: 중국이 잔고의 43%, 삼성+대우가 40% 차지, 컨테이너선이 38%

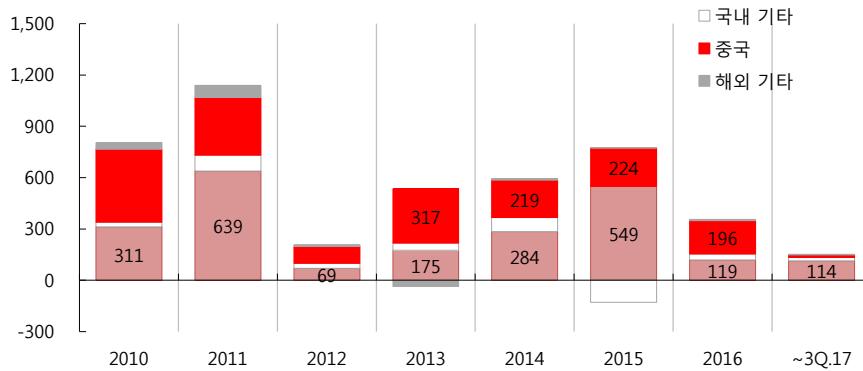
(수주잔고 | 거래처별, 조원)



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 7> 두산엔진의 수주에서 중국도 상당 부분을 차지

(수주, 십억원)



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	430	409	385	347		매출액	803	813	607	419	
현금 및 현금성자산	73	142	183	201		증가율(%)	15.8	1.3	-25.4	-30.9	
단기금융자산	39	23	13	7		매출원가	761	748	560	375	
매출채권	96	62	46	30		매출총이익	42	65	47	44	
재고자산	204	163	121	84		판매비와관리비	37	46	34	24	
비유동자산	927	923	932	941		연구개발비	7	7	5	3	
유형자산	498	491	501	510		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	8	7	6	5		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	1,356	1,331	1,317	1,287		영업이익	4	20	12	21	
유동부채	673	650	632	606		증가율(%)	-106.6	362.0	-36.8	67.6	
매입채무	-	-29	-70	-108		영업이익률(%)	0.5	2.4	2.0	4.9	
단기차입금	51	46	42	37		이자수익	1	3	4	4	
유동성장기부채	145	155	150	165		이자비용	14	16	16	15	
비유동부채	149	139	134	115		지분법이익(손실)	129	3	6	6	
사채	90	80	75	55		기타영업외손익	-303	-2	1	1	
장기차입금	30	29	27	26		세전계속사업이익	-188	8	11	22	
부채총계	822	789	767	721		법인세비용	-7	0	3	6	
지배주주지분	534	542	550	566		세전계속이익률(%)	-23.4	1.0	1.8	5.3	
자본금	70	70	70	70		당기순이익	-181	9	8	16	
자본잉여금	367	367	367	367		순이익률(%)	-22.6	1.1	1.3	3.9	
이익잉여금	-2	7	14	31		지배주주귀속 순이익	-181	9	8	16	
기타자본항목	100	99	99	99		기타포괄이익	141	-	-	-	
비지배주주지분	-	-	-	-		총포괄이익	-40	9	8	16	
자본총계	534	542	550	566		지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	5	413	430	403	
당기순이익	-181	9	8	16	
유형자산감가상각비	17	17	18	19	
무형자산상각비	3	1	1	1	
지분법관련손실(이익)	129	3	6	6	
투자활동 현금흐름	41	46	25	21	
유형자산의 처분(취득)	-16	-10	-28	-28	
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	
금융상품의 증감	-9	-1	4	4	
재무활동 현금흐름	-19	-7	-16	-11	
단기금융부채의증감	-19	5	-10	11	
장기금융부채의증감	-	-12	-6	-21	
자본의증감	-	-	-	-	
배당금지급	-	-	-	-	
현금및현금성자산의증감	27	69	41	19	
기초현금및현금성자산	45	73	142	183	
기말현금및현금성자산	73	142	183	201	

주요투자지표		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-2,608	125	115	237	
BPS	7,687	7,798	7,913	8,150	
CFPS	-2,323	381	387	519	
DPS	-	-	-	-	
Valuation(배)					
PER	35.9	39.2	19.0		
PBR	0.4	0.6	0.6	0.6	
PCR	-1.4	11.8	11.6	8.7	
EV/EBITDA	18.0	12.2	13.1	9.6	
Key Financial Ratio(%)					
ROE	-32.7	1.6	1.5	3.0	
EBITDA 이익률	3.0	4.6	5.2	9.6	
부채비율	153.9	145.6	139.4	127.3	
순부채비율	38.2	26.8	17.8	13.1	
매출채권회전율(x)	9.7	103	11.2	10.9	
재고자산회전율(x)	4.0	4.4	4.3	4.1	

자료 : 두산엔진, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산엔진)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-02-29	Buy	4,000	6개월	-5.6%	16.4%
2016-05-09	Buy	7,000	6개월	-42.1%	-30.8%
2016-11-08	Buy	5,000	6개월	-32.1%	-18.4%
2017-05-08	Buy	5,600	6개월	-26.8%	-17.7%
2017-11-07	Buy	6,300	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 최광식](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-