



2018년 4월 10일 | Equity Research

하나금융그룹

두산엔진 (082740)

선가 오를수록 엔진 가격도 상승한다

매각 결정 이후 선박 수주 영업 정상화

지난해 하반기 두산엔진의 매각이 언론에 구체적으로 드러나면서 두산엔진의 선박엔진 수주영업 상황은 정체되는 움직임을 보였다. 매각이 구체화되어 가면서 영업전략의 부재, 영업조직의 혼선 등으로 지난해 4분기와 올해 1분기 두산엔진의 선박엔진 수주실적은 경쟁사와 비교해 크게 뒤쳐지는 모습을 보였다. 최근 두산엔진의 매각이 결정되면서 선박엔진 수주상황은 다시 정상화되는 모습을 보이고 있다. 두산엔진의 수주실적은 지난해 4분기와 올해 1분기 바닥을 형성한 후 올해 2분기부터 빠르게 회복세를 보이게 될 것이다. 한국 조선소들의 선박 수주실적이 호조세를 보이고 있다는 점에서 두산엔진의 수주실적 역시 큰 어려움 없이 늘어나는 모습을 보이게 될 것이다.

선박 수주 가격 상승과 엔진 가격 상승

한국 조선소들의 선박 수주 계약 선가는 상승하고 있다. 특히 대우조선해양이 LNG선과 VL트커 계약선가를 경쟁 조선소보다 가장 높게 가져가면서 실질적인 선가 상승을 주도하고 있다. 두산엔진은 대우조선해양과 삼성중공업을 주된 고객사로 삼고 있기 때문에 대우조선해양의 계약선가 상승은 매우 큰 의미가 있다. 원화 강세와 철강가격 상승이 계속될 것으로 전망되고 있어 한국 조선소들의 계약 선가 상승은 추세적으로 지속될 전망이다. 특히 중국 조선소들은 선박 건조가 모두 지연되고 있으며 일본 메이저 선사들은 한국 조선소로 선박을 발주하기 시작했다. 이러한 경쟁 조선소들의 경쟁 이탈은 한국 조선소들의 계약선가 상승을 더욱 높이게 될 것이다. 계약선가가 오를수록 선박엔진 가격도 함께 상승하게 된다.

LNG 추진엔진 비중 증가의 수혜

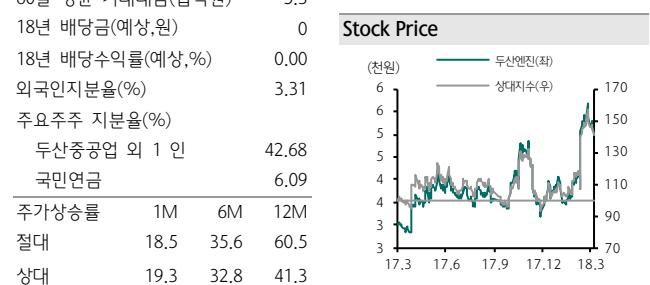
LNG선 발주량이 늘어나고 있는 가운데 일반 선박에도 LNG추진엔진(ME-GI)이 탑재되는 선박 발주가 점점 늘어나고 있다. 2020년부터 전세계 모든 바다, 중고선 포함 선박연료는 LNG와 같은 대체연료로 달라져야 하는 SOx 규제가 시작된다. 이는 이중연료 저속추진엔진(LNG 추진엔진)수요를 높여주게 된다. 두산엔진의 매출 실적에서 이중연료 엔진 비중이 늘어날수록 수익성은 더욱 향상되어 갈 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 7,000원 | CP(4월 9일): 5,410원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,444.08		
52주 최고/최저(원)	6,080/3,240	매출액(십억원)	591.0 640.5
시가총액(십억원)	376.0	영업이익(십억원)	(6.0) 7.5
시가총액비중(%)	0.03	순이익(십억원)	(8.5) 3.0
발행주식수(천주)	69,500.0	EPS(원)	(122) 43
60일 평균 거래량(천주)	1,028.6	BPS(원)	7,612 7,604
60일 평균 거래대금(십억원)	5.3		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	3.31		
주요주주 지분율(%)			
두산중공업 외 1 인	42.68		
국민연금	6.09		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	18.5 35.6 60.5		
상대	19.3 32.8 41.3		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	802.9	768.9	604.2	680.0	802.1
영업이익	십억원	4.2	13.5	(11.7)	15.7	39.3
세전이익	십억원	(187.8)	(4.9)	(17.7)	8.9	31.2
순이익	십억원	(181.2)	(10.3)	(13.8)	7.0	24.4
EPS	원	(2,608)	(149)	(199)	101	350
증감률	%	적지	적지	적지	흑전	246.5
PER	배	N/A	N/A	N/A	53.64	15.44
PBR	배	0.43	0.47	0.71	0.70	0.67
EV/EBITDA	배	19.70	17.61	127.33	19.38	11.66
ROE	%	(32.68)	(1.92)	(2.58)	1.32	4.44
BPS	원	7,687	7,815	7,616	7,717	8,068
DPS	원	0	0	0	0	0



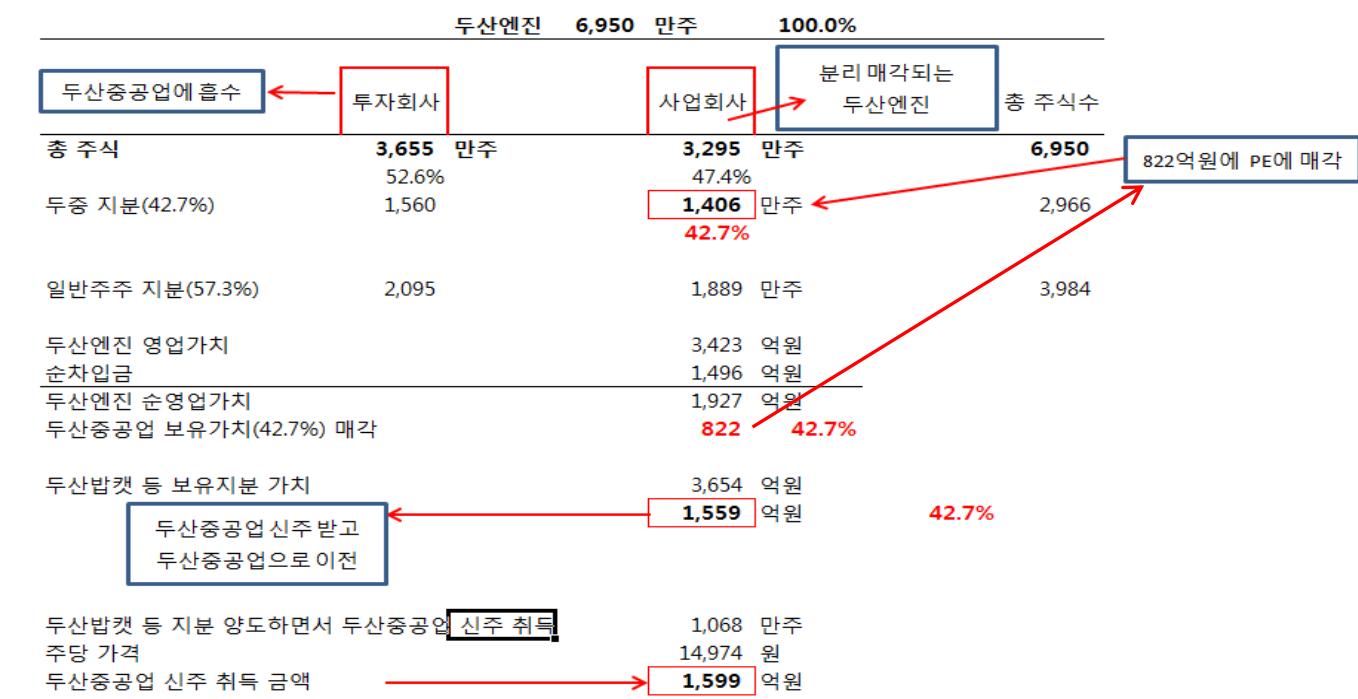
Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

대우조선해양이 주도하는 선박 수주선가 상승

대우조선해양이 선가 상승 주도
선가 오를수록 엔진 가격도 상승
LNG추진엔진 비중 늘고 있어
두산엔진 실적 성장 수혜 기대

한국 조선소들의 선박 수주 계약 선가는 상승하고 있다. 특히 대우조선해양이 LNG선과 VL 텡커 계약선가를 경쟁 조선소보다 가장 높게 가져가면서 실질적인 선가 상승을 주도하고 있다. 선가가 오를수록 선박엔진 가격도 함께 상승하게 된다. 특히 가격이 높은 이중연료 추진 엔진(LNG 추진엔진) 수요가 늘어나고 있어 두산엔진의 실적 성장 수혜가 기대된다.

그림 1. 두산엔진 매각 구조



자료: 기업 공시 자료, 하나금융투자 정리

표 1. 최근 LNG선 수주가격 추이 – 대우조선해양이 선가 상승 주도

	삼성	대우	대우	대우
일자	4월 5일	3월 29일	3월 15일	2월 27일
총 수주금액(억원)	3,890	3,961	3,899	3,943
척당 수주금액(억원)	1,945	1,981	1,950	1,972
환율	1057.8	1072.2	1065.8	1078.5
척당 수주금액(억달러)	1.84	1.85	1.83	1.83

자료: 기업 공시 자료, 하나금융투자

표 2. 최근 VLCC 수주가격 추이 – 대우조선해양이 선가 상승 주도

	현대	대우
일자	3월 15일	3월 30일
총 수주금액(억원)	1,856	1,871
척당 수주금액(억원)	928	935
환율	1065.8	1066.5
척당 수주금액(억달러)	0.871	0.877

자료: 기업 공시 자료, 하나금융투자

표 3. 두산엔진 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q 18F	2Q 18F	3Q 18F	4Q 18F	1Q 19F	2Q 19F	3Q 19F	4Q 19F	2017	2018F	2019F
매출액	1,450	1,535	1,569	1,488	1,595	1,689	1,805	1,711	7,689	6,042	6,800
영업이익	-39	-41	-26	-10	37	39	42	40	135	-117	157
영업이익률	-2.7%	-2.7%	-1.7%	-0.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	1.8%	-1.9%	2.3%
순이익	-42	-44	-33	-20	16	17	18	18	-103	-138	70
순이익률	-2.9%	-2.9%	-2.1%	-1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-8.8%	3.9%	4.6%

자료: 하나금융투자 전망

추정 재무제표

손익계산서					
	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	802.9	768.9	604.2	680.0	802.1
매출원가	761.3	713.9	581.6	625.4	733.7
매출총이익	41.6	55.0	22.6	54.6	68.4
판관비	37.4	41.5	34.3	38.9	29.1
영업이익	4.2	13.5	(11.7)	15.7	39.3
금융순익	(18.4)	(18.3)	(15.3)	(15.4)	(15.6)
종속/관계기업순익	128.9	(0.6)	9.3	8.6	7.4
기타영업외순익	(302.5)	0.5	0.0	0.0	0.0
세전이익	(187.8)	(4.9)	(17.7)	8.9	31.2
법인세	(6.6)	5.5	(3.9)	1.9	6.8
계속사업이익	(181.2)	(10.3)	(13.8)	7.0	24.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(181.2)	(10.3)	(13.8)	7.0	24.4
비자매주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(181.2)	(10.3)	(13.8)	7.0	24.4
지배주주지분포괄이익	(40.4)	8.9	(13.8)	7.0	24.4
NOPAT	4.1	28.5	(9.1)	12.4	30.7
EBITDA	24.0	31.1	4.8	32.2	55.7
성장성(%)					
매출액증가율	15.8	(4.2)	(21.4)	12.5	18.0
NOPAT증가율	흑전	595.1	적전	흑전	147.6
EBITDA증가율	흑전	29.6	(84.6)	570.8	73.0
영업이익증가율	흑전	221.4	적전	흑전	150.3
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	248.6
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	246.5
수익성(%)					
매출총이익률	5.2	7.2	3.7	8.0	8.5
EBITDA이익률	3.0	4.0	0.8	4.7	6.9
영업이익률	0.5	1.8	(1.9)	2.3	4.9
계속사업이익률	(22.6)	(1.3)	(2.3)	1.0	3.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(2,608)	(149)	(199)	101	350
BPS	7,687	7,815	7,616	7,717	8,068
CFPS	844	770	203	588	908
EBITDAPS	345	448	69	464	802
SPS	11,553	11,063	8,694	9,784	11,541
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	53.6	15.4
PBR	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
PCFR	3.9	4.8	26.6	9.2	6.0
EV/EBITDA	19.7	17.6	127.3	19.4	11.7
PSR	0.3	0.3	0.6	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	(32.7)	(1.9)	(2.6)	1.3	4.4
ROA	(13.1)	(0.8)	(1.1)	0.5	1.7
ROIC	1.0	6.7	(2.3)	3.9	11.5
부채비율	153.9	126.7	143.5	152.4	161.5
순부채비율	45.8	53.8	45.0	46.4	48.8
이자보상배율(배)	0.3	0.8	(0.7)	1.0	2.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	429.9	318.3	311.1	301.6	317.4
금융자산	112.0	106.4	164.0	157.4	138.6
현금성자산	72.8	72.2	124.8	112.3	84.5
매출채권 등	91.9	32.0	37.2	34.2	27.4
재고자산	203.8	170.6	99.2	97.8	136.9
기타유동자산	22.2	9.3	10.7	12.2	14.5
비유동자산	926.6	913.1	978.1	1,052.1	1,149.1
투자자산	413.0	409.9	471.4	542.0	650.4
금융자산	405.8	397.7	457.4	525.9	631.1
유형자산	498.2	489.5	494.4	498.9	488.3
무형자산	7.8	6.5	5.1	4.0	3.2
기타비유동자산	7.6	7.2	7.2	7.2	7.2
자산총계	1,356.4	1,231.3	1,289.1	1,353.8	1,466.5
유동부채	672.8	526.3	593.3	645.6	725.8
금융부채	230.3	267.6	271.1	275.1	281.3
매입채무 등	173.3	93.5	132.3	152.1	182.5
기타유동부채	269.2	165.2	189.9	218.4	262.0
비유동부채	149.4	161.9	166.5	171.8	180.0
금융부채	126.1	131.0	131.0	131.0	131.0
기타비유동부채	23.3	30.9	35.5	40.8	49.0
부채총계	822.2	688.2	759.8	817.4	905.8
지배주주지분	534.3	543.2	529.3	536.4	560.7
자본금	69.5	69.5	69.5	69.5	69.5
자본잉여금	367.2	367.2	367.2	367.2	367.2
자본조정	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
기타포괄이익누계액	99.1	115.8	115.8	115.8	115.8
이익잉여금	(2.2)	(9.9)	(23.8)	(16.7)	7.6
비자매주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	534.3	543.2	529.3	536.4	560.7
순금융부채	244.4	292.2	238.1	248.7	273.6

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4.5	(69.4)	135.6	80.1	88.3
당기순이익	(181.2)	(10.3)	(13.8)	7.0	24.4
조정	226.5	56.8	16.4	16.6	16.3
감가상각비	19.8	17.7	16.5	16.6	16.4
외환거래손익	(0.8)	1.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(128.9)	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	336.4	37.3	(0.1)	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(40.8)	(115.9)	133.0	56.5	47.6
투자활동 현금흐름	41.4	12.7	(86.6)	(96.5)	(122.4)
투자자산감소(증가)	(9.0)	3.1	(61.5)	(70.6)	(108.3)
유형자산감소(증가)	(15.9)	17.4	(20.0)	(20.0)	(5.0)
기타	66.3	(7.8)	(5.1)	(5.9)	(9.1)
재무활동 현금흐름	(18.7)	56.6	3.5	4.0	6.2
금융부채증가(감소)	(33.1)	42.1	3.5	4.0	6.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	14.4	14.5	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	27.3	(0.6)	52.5	(12.5)	(27.8)
Unlevered CFO	58.7	53.5	14.1	40.8	63.1
Free Cash Flow	(12.3)	(72.3)	115.6	60.1	83.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

두산엔진



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
16.4.19	BUY	7,000		
16.4.18	BUY	6,000		
16.4.6	BUY	4,000	-2.93%	11.75%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	90.7%	8.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 0000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 04월 10일 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.