

2018/04/27

두산엔진(082740)

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

가벼워진 엔진 & +20%의 거의 무위험 수익

Buy (Maintain)

■ 두산엔진 분할/합병 형태로 매각

두산중공업이 소시어스 웰투시 컨소시엄에 두산엔진 매각을 결정했다. 두산엔진을 1) 밥캣 지분 등을 보유한 자산 Co.와 2) 엔진제작 사업을 영속할 사업 Co.로 순자산가치에 따라 47.4%:52.6%로 분할해, 사업 Co.를 822억원에 매각했다<그림1>. FI는 자본총계 2,636억원의 사업 Co.에 PBR 0.73배, EBITDA 260억원(Trailing 2Y)에서 멀티플 14배를 인정한 셈이다.

■ 유리한 분할/합병 구조, 지금 매수해도, 기대 수익 20% 안팎

3월13일 분할/합병이 결정된 순간 1,000주를 보유한 주주는, 5월31일까지 주식을 Hold할 경우, 6월1일~6월18일의 거래정지 기간을 거쳐, 6월19일 두산중공업 268주, 두산엔진 474주로 쪼개어지는데, 두산중공업과 두산엔진-자산Co의 합병비율 산출에서 자산Co.의 가치가 7,600원으로 유리한 합병비율 때문에 바로 44% 수익률을 챙겼다. 이후, 양사 주가가 각각 49%, 14% 올라 수익률은 78%에 달한다. 그러나, 늦지 않았다. 지금 매수해서 6월19일까지 홀드할 경우, (양사 주가에 변함이 없다면) 20%의 수익이 가능하다<표1>. 이를 반영하며 5월말까지 주가 상승압력이 강할 것이고, 두산중공업도 PBR 0.5배대여서 하방이 얄다. 상승여력은 낮지만 확실함에 투자하자고 권유한다.

■ 분할 후 두산엔진-사업Co. 목표주가 7,200 제시(상향)

분할 후 두산엔진의 목표주가를 조선업보다 10% 할인한 타겟 PBR 0.9배에서, 7,200원으로 상향한다. 동사는 시총 2천억원으로 거래가 재개되는데, 자본/이익 규모가 작은 피어그룹 STX엔진의 시가총액이 2,427억원이다.

■ 그룹에서 독립 후 가벼워지는 고정비, 그리고 업황 개선세

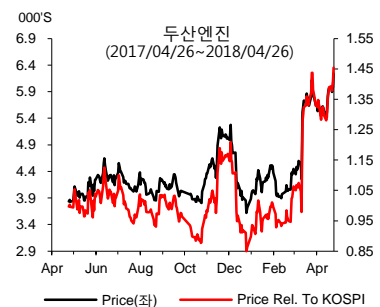
두산 그룹과 결별함에 따라, 상표권 제거, 판관비 감소 등으로 100억원 정도의 고정비 절감 효과를 보일 것으로 사료된다. 두산중공업의 주단BG에서 가져오던 단조폼도 선택지가 넓어진다. 2018년은 매출 감소로 적자를 시현하겠지만 고정비 개선으로 2019년 흑자전환 예상치를 제시한다<표2>. 조선업의 회복과 환경규제 적용에 따라, 1) NOx 저감용 SCR이 매출의 10% 수준으로 늘었고, 2) 대형 컨선, LNG선에서의 XDF, ME-GI 엔진 수주/제작도 늘고 있다 <그림5>. SCR과 DF 엔진 모두 ASP 상승, Margin 상승을 동반한다.

목표주가(12M)	7,200원
종가(2018/04/26)	6,210원

Stock Indicator

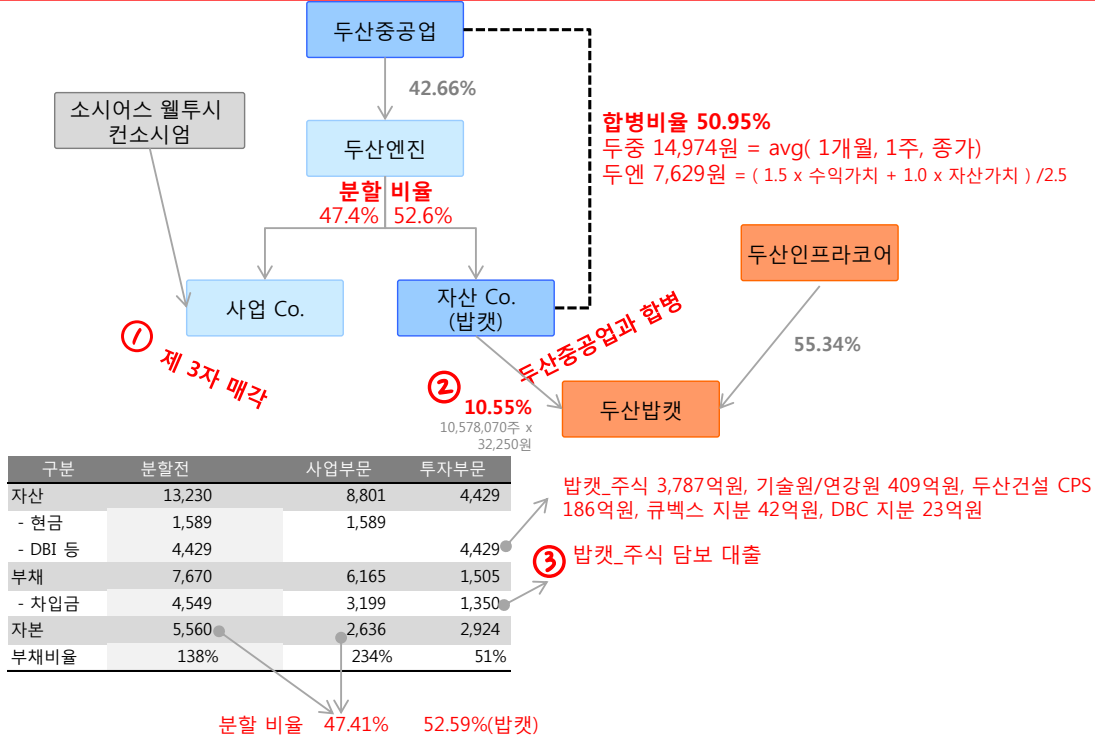
자본금	70십억원
발행주식수	6,950만주
시가총액	432십억원
외국인지분율	3.3%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	-209원
BPS(2018E)	7,607원
ROE(2018E)	-2.7%
52주 주가	3,580~6,210원
60일평균거래량	1,057,380주
60일평균거래대금	5.6십억원

Price Trend



분할 & 합병의 구조

<그림 1> 두산엔진을 자산 Co.와 사업 Co.로 분할 후, 사업 Co.를 두산중공업과 합병(두산중공업은 신주 10,677,895 주를 발행) 두산중공업과 두산엔진-자산 Co.의 합병비를 산출에서 두산엔진의 가치가 7,629 원으로 높게 평가됨



자료: 하이투자증권 리서치

<표 1> 두산엔진을 어제 종가로 매수해서 (주가 변동이 없다는 가정하에) 6월 1 일~18 일 거래정지 기간을 거쳐 6월 19 일 매도할 경우 20% 수익률 기대 가능

	분할전	엔진 TO-BE	투자부문 (=밥캣)	중공업 AS-IS	중공업 TO-BE	엔진 TO-BE		
발행주식수	69,500,000	32,947,142	36,552,858	106,463,151	117,141,046	32,947,142		
- 중공업	29,650,000	42.7%	14,055,867	15,594,133	신주발행X	중공업 신주발행	14,055,867	
- 기타 주주	39,850,000	57.3%	18,891,275	20,958,725	신주발행→	10,677,895	10,677,895	18,891,275

Valuation 결정 당시	사업 Co.	투자 Co. = 밥캣	중공업 AS-IS	중공업 TO-BE	엔진 TO-BE
BPS	7,999	7,999	41,969	40,759	7,999
PBR	0.53		0.36	0.36	0.53

	분할전	신주 발행가	중공업	엔진	
주가(3/13)	4,220	15,200	14,974	14,761	4,220
시가총액(억원)	2,933	16,182	1,599	17,292	1,390

↑ 밥캣 지분 가치만 3,411억원이었다

세계 TOP2 선박엔진 회사가, 너무 저평가였다 ↑

① 기존 투자자	중공업 주식	엔진 주식	합산
주가_원가	4,220	주가(4/26) 17,050	6,210
주식수	1,000	분할/합병 결정 이후 주가 상승률 → 16%	47%
투자금액	4,220,000	6월 19일 변경 상장 후, 주식수 → 268	474
		투자금액 4,568,585	2,943,910

① 수익률 78%

② 지금 투자한다면(천주 매수)	중공업 주식	엔진 주식	합산
주가(4/26)	6,270	주가_변동 X 17,050	6,210
주식수	1,000	6월 19일 변경 상장 후, 주식수 → 268	474
투자금액	6,270,000	투자금액 4,568,585	2,943,910
		시가총액(억원) 19,973	2,046

② 수익률 20%

세계 TOP2 선박엔진 회사가 2천억원 ↑

자료: 하이투자증권 리서치

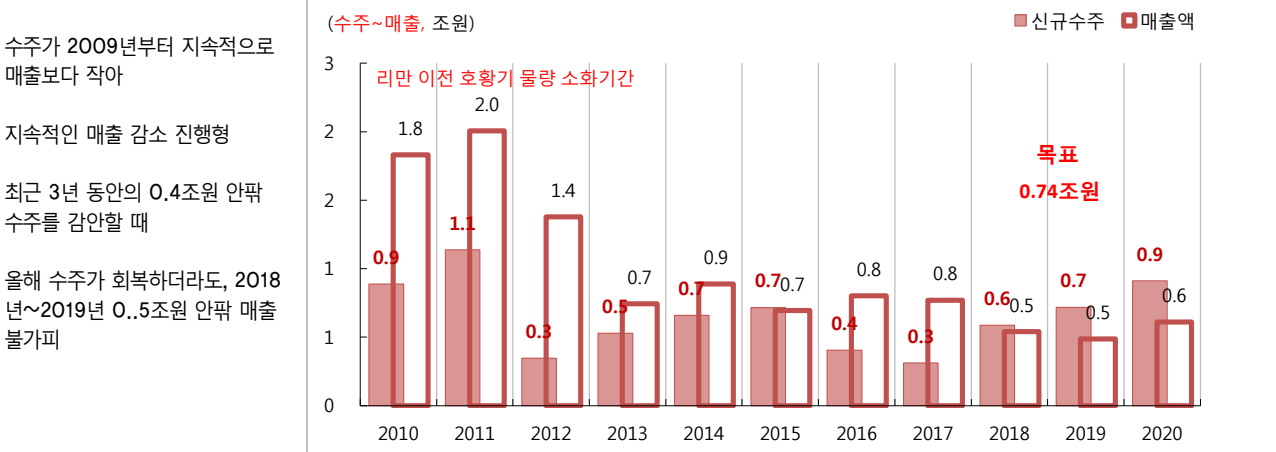
실적과 수주: 2018년 매출 감소로 적자, 2019년 고정비 절감 효과 반영

<표 1> 올해 매출이 2017년 대비 30% 감소해, 고정비 부담이 6%p~7%p 정도 vs. 그룹 분할에 따른 고정비 개선 효과 상쇄

계정	2017				2018				2015~2019				
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	2,071	2,362	1,962	1,294	1,086	1,452	1,318	1,402	6,936	8,029	7,689	5,259	4,871
YoY									-22%	16%	-4%	-32%	-7%
영업이익	70	72	28	-35	-11	-21	-19	-20	-638	42	135	-72	46
EBITDA	111	113	67	3	30	21	23	23	-417	207	294	96	224
금융/기타영업외	-4	-55	-35	-90	31	-55	-37	-37	-1,020	-1,881	-184	-98	-144
세전사업이익	66	17	-7	-125	20	-77	-57	-57	-1,657	-1,839	-49	-171	-97
지배주주순이익	57	26	-17	-170	17	-65	-48	-49	-1,254	-1,812	-103	-145	-72
영업이익률	3.4%	3.1%	1.4%	-2.7%	-1.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-9.2%	0.5%	1.8%	-1.4%	0.9%
지배주주순이익률	2.7%	1.1%	-0.8%	-13.1%	1.5%	-4.5%	-3.6%	-3.5%	-18.1%	-22.6%	-1.3%	-2.8%	-1.5%
EPS(원)	82	37	-24	-244	24	-94	-69	-70	-1,805	-2,608	-149	-209	-104
BPS(원)	7,861	7,792	7,859	7,815	7,839	7,746	7,677	7,607	8,269	7,687	7,815	7,607	7,503
수주	447	1,041	709	915	1,057				7,163	4,052	3,112	5,870	7,190

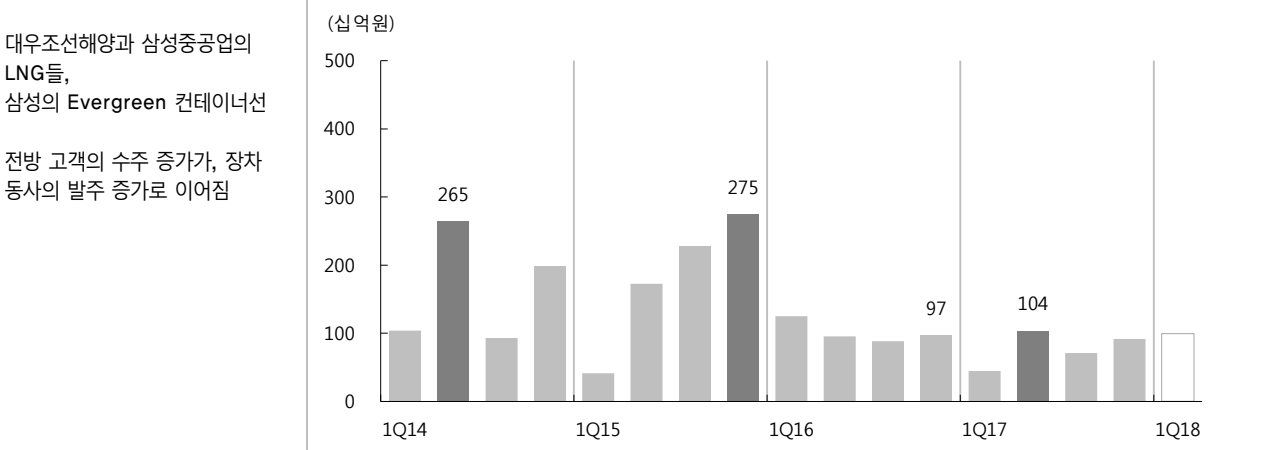
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 두산엔진 수주~매출 현황: 향후 매출 감소 불가피



자료: 하이투자증권 리서치

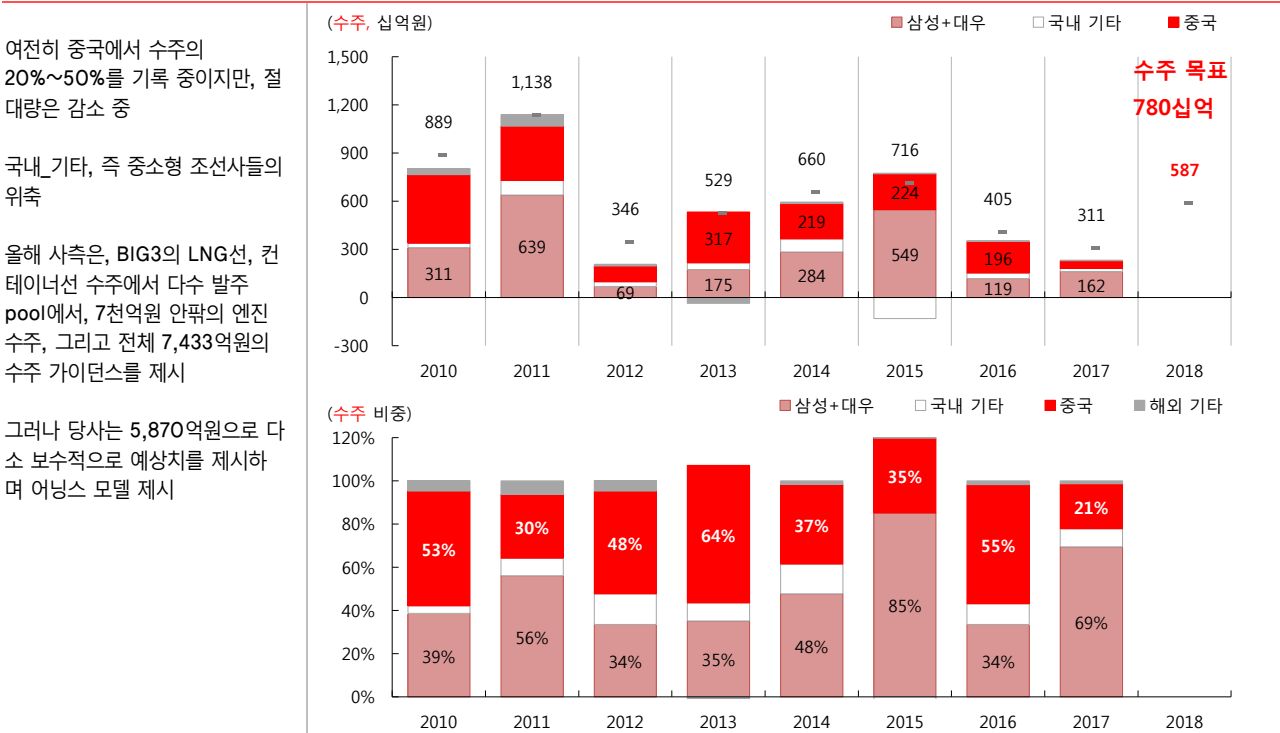
<그림 3> 두산엔진 1 분기 수주 관측계 시작 & 포워드 수주 pool 많다고 가이드런스



자료: 하이투자증권 리서치

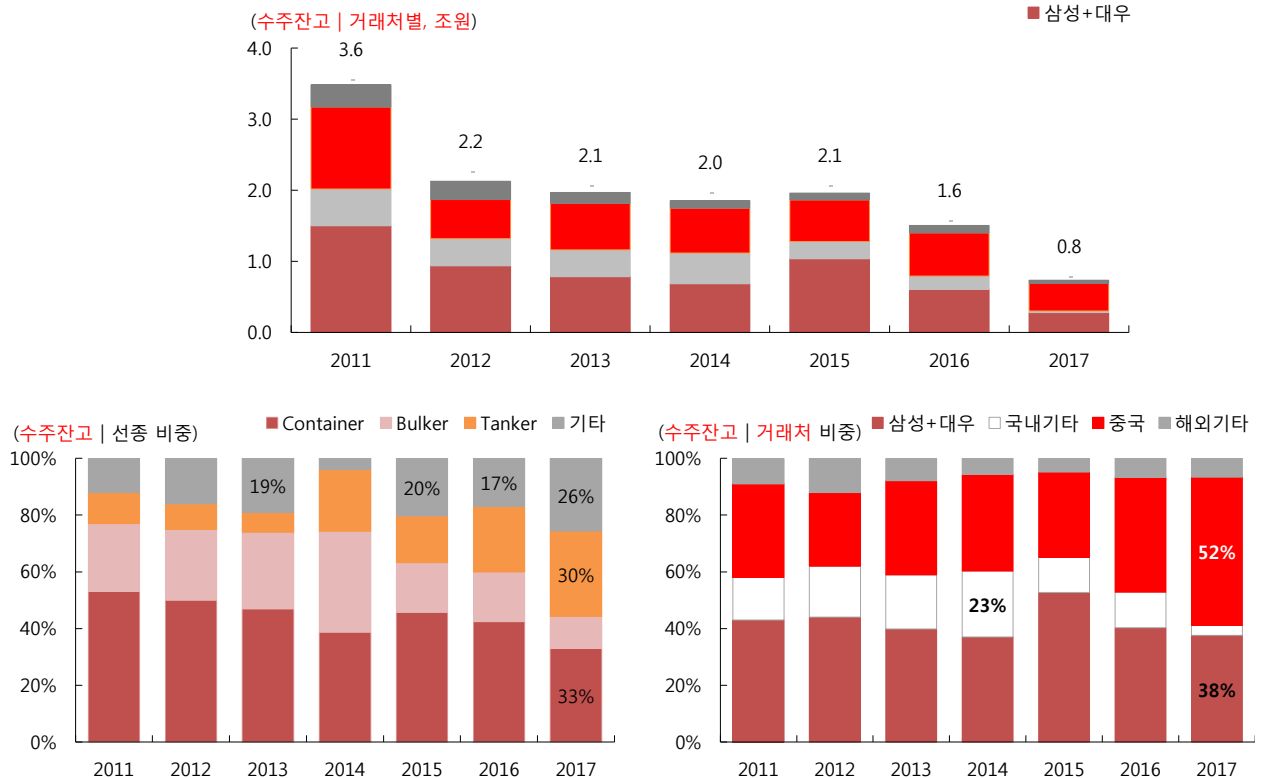
기타 업데이트: SCR과 LNG 잔고 비중 증가

<그림 4> 두산엔진 2016 년~2017 년의 수주공백은, 조선의 2015 년~2017 년 상반기까지의 불황 탓



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> 수주잔고 드라마틱한 감소 진행형: 현재 0.8 조원에 불과: 중국이 잔고의 52%, 삼성+대우가 38% 차지, 컨테이너선이 33% 잔고에서 기타가 26%로 늘어났는데, 이는 SCR, DF_엔진 증가세를 반영



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	318	274	233	225
현금 및 현금성자산	72	98	70	33
단기금융자산	34	30	26	23
매출채권	36	34	31	40
재고자산	171	105	97	122
비유동자산	913	926	940	956
유형자산	490	501	511	520
무형자산	6	5	4	3
자산총계	1,231	1,200	1,173	1,181
유동부채	526	513	511	515
매입채무	-	-9	-17	4
단기차입금	124	112	101	101
유동성장기부채	120	125	140	120
비유동부채	162	158	140	142
사채	129	124	104	104
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	688	671	651	656
지배주주지분	543	529	521	525
자본금	70	70	70	70
자본잉여금	367	367	367	367
이익잉여금	-10	-24	-32	-28
기타자본항목	116	116	116	116
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	543	529	521	525

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	769	526	487	610
증가율(%)	-4.2	-31.6	-7.4	25.2
매출원가	714	505	456	559
매출총이익	55	21	31	51
판매비와관리비	41	28	26	33
연구개발비	11	7	7	9
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	13	-7	5	18
증가율(%)	218.1	-153.6	-163.9	289.1
영업이익률(%)	1.8	-1.4	0.9	2.9
이자수익	1	1	1	0
이자비용	17	17	16	15
지분법이익(손실)	-1	-	-	-
기타영업외손익	1	7	2	2
세전계속사업이익	-5	-17	-10	4
법인세비용	5	-3	-3	1
세전계속이익률(%)	-0.6	-3.2	-2.0	0.7
당기순이익	-10	-15	-7	3
순이익률(%)	-1.3	-2.8	-1.5	0.5
지배주주귀속 순이익	-10	-15	-7	3
기타포괄이익	19	-	-	-
총포괄이익	9	-15	-7	3
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-69	158	52	27
당기순이익	-10	-15	-7	3
유형자산감가상각비	16	17	18	19
무형자산상각비	2	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-1	-	-	-
투자활동 현금흐름	13	-42	-43	-44
유형자산의 처분(취득)	17	-28	-28	-28
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	3	-5	-6	-6
재무활동 현금흐름	57	-12	-16	-20
단기금융부채의증감	-27	-7	4	-20
장기금융부채의증감	83	-5	-20	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	-1	26	-28	-37
기초현금및현금성자산	73	72	98	70
기말현금및현금성자산	72	98	70	33

주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-149	-209	-104	46
BPS	7,815	7,607	7,503	7,549
CFPS	105	56	170	327
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER				135.8
PBR	0.5	0.8	0.8	0.8
PCR	35.0	110.7	36.6	19.0
EV/EBITDA	16.8	59.5	28.8	18.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-1.9	-2.7	-1.4	0.6
EBITDA 이익률	4.1	2.1	4.8	6.2
부채비율	126.7	126.9	124.9	125.1
순부채비율	49.1	44.1	47.6	51.3
매출채권회전율(x)	11.7	15.0	14.8	17.0
재고자산회전율(x)	4.1	3.8	4.8	5.6

자료 : 두산엔진 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산엔진)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-25.4%	-3.5%
2018-04-27	Buy	7,200	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-mail등을 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 돕기 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 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-