



2018년 5월 9일 | Equity Research

두산엔진 (082740)

증가하는 엔진 손상, LNG추진선 시대를 앞당기고 있다

SOx규제와 저유황 사용은 엔진 손상을 높이고 있다

2010년부터 ECA(Emission Control Areas)에서 저유황을 선박 연료로 사용해야 하는 규제가 강화되면서 선박 엔진시스템에 손상이 늘어나고 있으며 이로 인해 보험금 청구(Claim cost)가 높아지고 있는 문제가 드러나고 있다. 저유황은 HFO에 비해 점도와 윤활성이 낮고 발화점이 섭씨 100도 가까이 낮아 추진엔진과 보조엔진에 이상마모를 일으키게 된다. 둘째 저유황 생산을 위한 석유정제 과정에서 부산물로 발생되는 Catalytic fines(촉매 미립자)들이 엔진 내부에 쌓이면서 파이프와 필터를 막아버리는 등 기계 손상을 유발하는 문제가 높아지고 있다. 이는 추진속도의 저하를 초래해 화주들의 불만도 함께 높아지고 있다. 2020년 Sox 규제가 시작되면 이러한 엔진손상과 비용증가 문제는 더욱 심각해지게 될 것이다. 저유황과 엔진 손상 관련 추가적인 보고서는 곧 발간할 계획이다.

중국 선박의 Claim cost는 한국 선박보다 두 배 높다

글로벌 해상 보험사들은 저유황 사용으로 인한 추진엔진의 손상 증가와 이로 인한 선체보험료의 보험금 청구(Claim cost)가 높아지고 있는 것을 계속해서 강조하고 있다. 이는 글로벌 석유업계와 주요 메이저 선급에서도 강조되고 있는 내용이다.

노르웨이 해상보험협회(Cefor)에 의하면 중국 선박의 보험금 청구는 한국과 일본 선박에 비해 두 배 가량(89%) 더 높으며 50만 달러 이상의 Claim 건수의 경우 중국 선박의 비중은 더욱 높아지고 있다. Swedish club이 발표한 자료에 의하면 중국 선박의 Claim cost 비중은 한국 선박보다 세 배 이상 높은 것으로 발표되고 있으며 국제해상보험연합(IUMI)에서는 건당 Claim cost가 1백만불을 상회하기 시작했다고 최근 강조했다.

목표주가 9,000원(상향), 투자의견 BUY(유지)

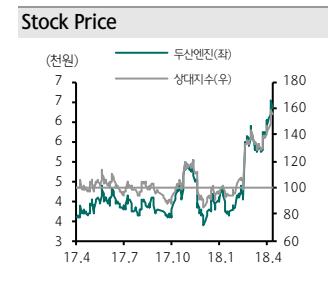
규제 강화로 인해 중고선의 손상이 높아지고 있으며 특히 중국 선박에서 문제는 더욱 심각한 상황이다. 선박의 교체는 점점 늘어날 수 밖에 없는 환경이 조성되고 있는 것이다. 엔진수주도 함께 늘어날 것을 고려하면 두산엔진 주가는 상당기간 상승세를 보이게 될 것이다. 두산엔진 목표주가를 9,000원으로 상향한다. 2020년 BPS 8,198원에 PBR 1.1배를 적용했다.

Update

BUY

| TP(12M): 9,000원(상향) | CP(5월 8일): 6,540원

| Key Data | | Consensus Data | |
|------------------|----------------|----------------|-------------|
| | | 2018 | 2019 |
| KOSPI 지수 (pt) | 2,449.81 | | |
| 52주 최고/최저(원) | 6,740/3,580 | 매출액(십억원) | 578.4 604.4 |
| 시가총액(십억원) | 454.5 | 영업이익(십억원) | (9.0) 8.4 |
| 시가총액비중(%) | 0.04 | 순이익(십억원) | (12.6) 1.0 |
| 발행주식수(천주) | 69,500.0 | EPS(원) | (179) 13 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 1,078.2 | BPS(원) | 7,637 7,642 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 5.9 | | |
| 18년 배당금(예상,원) | 0 | | |
| 18년 배당수익률(예상,%) | 0.00 | | |
| 외국인지분율(%) | 3.55 | | |
| 주요주주 지분율(%) | | | |
| 두산중공업 외 1인 | 42.68 | | |
| 국민연금 | 6.09 | | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | | |
| 절대 | 17.4 45.2 67.3 | | |
| 상대 | 16.4 51.3 56.5 | | |



| Financial Data | | | | | | |
|----------------|-----|---------|--------|--------|-------|-------|
| 투자지표 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 십억원 | 802.9 | 768.9 | 567.9 | 639.9 | 755.1 |
| 영업이익 | 십억원 | 4.2 | 13.5 | (4.2) | 16.0 | 37.4 |
| 세전이익 | 십억원 | (187.8) | (4.9) | (5.7) | 9.6 | 29.9 |
| 순이익 | 십억원 | (181.2) | (10.3) | (4.3) | 7.5 | 23.3 |
| EPS | 원 | (2,608) | (149) | (61) | 108 | 336 |
| 증감률 | % | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 211.1 |
| PER | 배 | N/A | N/A | N/A | 60.50 | 19.48 |
| PBR | 배 | 0.43 | 0.47 | 0.84 | 0.83 | 0.80 |
| EV/EBITDA | 배 | 19.70 | 17.61 | 55.69 | 21.29 | 13.36 |
| ROE | % | (32.68) | (1.92) | (0.79) | 1.38 | 4.18 |
| BPS | 원 | 7,687 | 7,815 | 7,754 | 7,862 | 8,198 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |



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

저유황 사용하면서 선박엔진 이상 마모 및 손실 증가

중국 선박의 해상보험 Claim의 비용과 건수는 한국 및 일본보다 두 배 이상 높은 상황

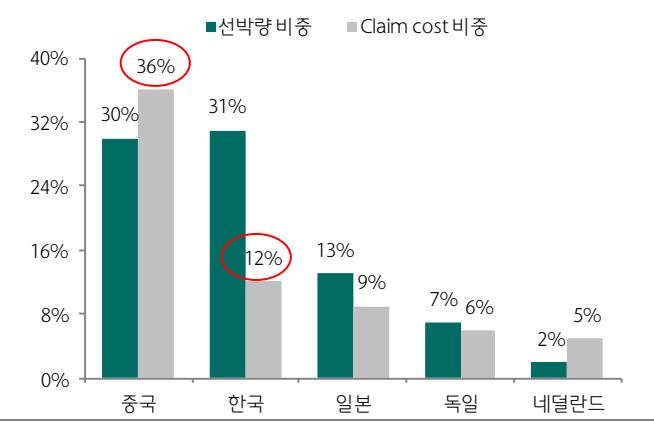
Cat fines로 인한 Claim cost는 올해 150만불 수준까지 상승

글로벌 해상 보험, 메이저 선급, 글로벌 석유기업 및 정유업계에서는 선박 연료가 저유황으로 달라져 가면서 엔진의 이상마모, 출력 저하로 인한 속도 감소 등의 문제 등을 여러 해 동안 강조해오고 있다. 또한 저유황을 만드는 과정에서 발생되는 Cat fines는 엔진에 쌓여가면서 기계장치에 문제를 일으켜 Claim cost를 높이는 주된 원인으로 부각되고 있다. IMUI에 따르면 Cat fines으로 인한 Claim cost가 30만 달러에서 올해는 150만 달러로 크게 증가되었다. 여러 해상보험사들은 특히 중국이 건조한 선박에서 더 많은 문제가 드러나고 있다는 것을 강조하고 있다. 앞으로 20개월 후가 되면 저유황 사용이 보편화된다는 점에서 선체보험료의 Claim cost는 크게 늘어날 것으로 업계에서는 심각하게 우려하고 있다.

중고선을 대체하는 신조선 발주량은 더욱 늘어날 수 밖에 없는 환경이 조성되고 있다. 특히 저유황은 생산량이 부족해 가격도 매우 높다는 것을 고려하면 선박연료는 LNG가 현실적인 대안으로 부각되어 갈 것으로 보여진다. 이는 ME-GI와 같은 이중연료 저속추진엔진수요를 높인다는 점에서 두산엔진에게 높은 성장의 기회가 주어질 전망이다.

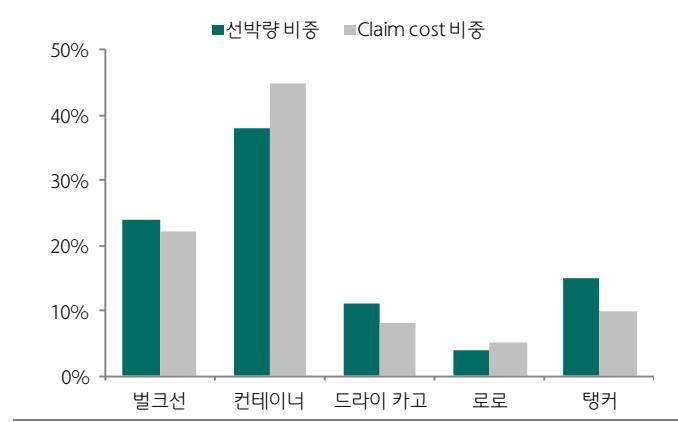
두산엔진은 올해 1분기 1천억원 수준의 수주실적을 올렸으며 올해 2분기 수주실적은 3천억 원 내외가 될 전망이다.

그림 1. 중국 선박의 Claim cost는 한국 선박보다 세배 이상 많이 발생



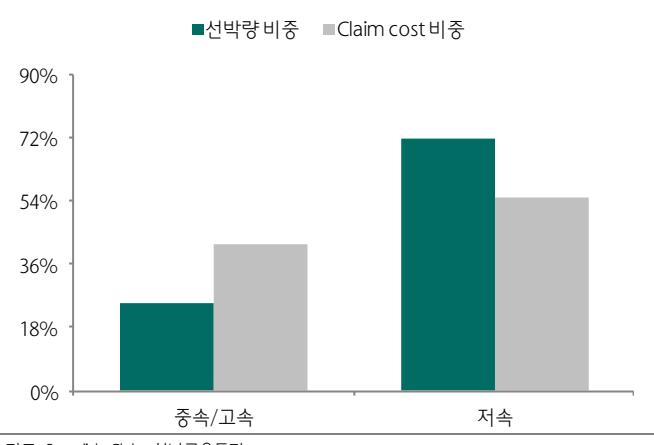
자료: Swedish Club, 하나금융투자

그림 2. 선종별 Claim cost 비중 비교



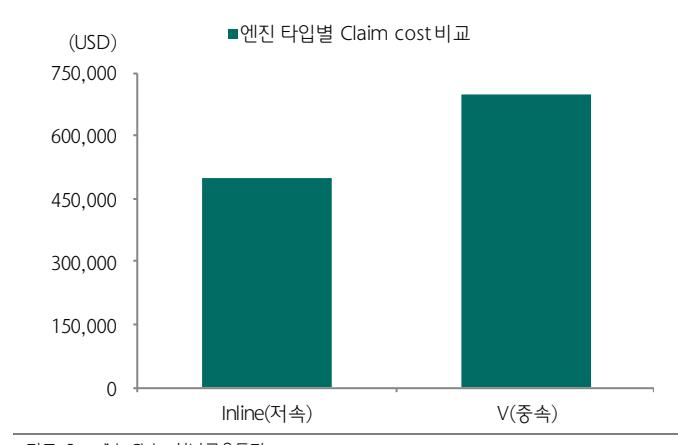
자료: Swedish Club, 하나금융투자

그림 3. 엔진 탑입 Claim cost 비중 비교



자료: Swedish Club, 하나금융투자

그림 4. 엔진 탑입별 Claim cost 금액 비교



자료: Swedish Club, 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서 | | | | | |
|----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | (단위: 십억원) | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 802.9 | 768.9 | 567.9 | 639.9 | 755.1 |
| 매출원가 | 761.3 | 713.9 | 537.5 | 588.7 | 689.3 |
| 매출총이익 | 41.6 | 55.0 | 30.4 | 51.2 | 65.8 |
| 판관비 | 37.4 | 41.5 | 34.6 | 35.2 | 28.4 |
| 영업이익 | 4.2 | 13.5 | (4.2) | 16.0 | 37.4 |
| 금융순익 | (18.4) | (18.3) | (15.2) | (15.3) | (15.4) |
| 종속/관계기업순익 | 128.9 | (0.6) | 13.8 | 8.9 | 7.9 |
| 기타영업외순익 | (302.5) | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익 | (187.8) | (4.9) | (5.7) | 9.6 | 29.9 |
| 법인세 | (6.6) | 5.5 | (1.4) | 2.1 | 6.5 |
| 계속사업이익 | (181.2) | (10.3) | (4.3) | 7.5 | 23.3 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | (181.2) | (10.3) | (4.3) | 7.5 | 23.3 |
| 비자매주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | (181.2) | (10.3) | (4.3) | 7.5 | 23.3 |
| 지배주주지분포괄이익 | (40.4) | 8.9 | (4.3) | 7.5 | 23.3 |
| NOPAT | 4.1 | 28.5 | (3.2) | 12.5 | 29.2 |
| EBITDA | 24.0 | 31.1 | 12.3 | 32.6 | 53.8 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 15.8 | (4.2) | (26.1) | 12.7 | 18.0 |
| NOPAT증가율 | 흑전 | 595.1 | 적전 | 흑전 | 133.6 |
| EBITDA증가율 | 흑전 | 29.6 | (60.5) | 165.0 | 65.0 |
| 영업이익증가율 | 흑전 | 221.4 | 적전 | 흑전 | 133.8 |
| (지배주주)순이익증가율 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 210.7 |
| EPS증가율 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 211.1 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 5.2 | 7.2 | 5.4 | 8.0 | 8.7 |
| EBITDA이익률 | 3.0 | 4.0 | 2.2 | 5.1 | 7.1 |
| 영업이익률 | 0.5 | 1.8 | (0.7) | 2.5 | 5.0 |
| 계속사업이익률 | (22.6) | (1.3) | (0.8) | 1.2 | 3.1 |

투자지표

| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------------|---------|--------|-------|-------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (2,608) | (149) | (61) | 108 | 336 |
| BPS | 7,687 | 7,815 | 7,754 | 7,862 | 8,198 |
| CFPS | 844 | 770 | 375 | 596 | 888 |
| EBITDAPS | 345 | 448 | 177 | 468 | 774 |
| SPS | 11,553 | 11,063 | 8,171 | 9,207 | 10,865 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | N/A | N/A | N/A | 60.5 | 19.5 |
| PBR | 0.4 | 0.5 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| PCFR | 3.9 | 4.8 | 17.4 | 11.0 | 7.4 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 17.6 | 55.7 | 21.3 | 13.4 |
| PSR | 0.3 | 0.3 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | (32.7) | (1.9) | (0.8) | 1.4 | 4.2 |
| ROA | (13.1) | (0.8) | (0.3) | 0.6 | 1.6 |
| ROIC | 1.0 | 6.7 | (0.8) | 4.0 | 10.9 |
| 부채비율 | 153.9 | 126.7 | 141.0 | 149.6 | 159.0 |
| 순부채비율 | 45.8 | 53.8 | 42.4 | 43.6 | 46.4 |
| 이자보상배율(배) | 0.3 | 0.8 | (0.3) | 1.0 | 2.3 |

자료: 하나금융투자

대차대조표

| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 429.9 | 318.3 | 320.6 | 311.8 | 326.5 |
| 금융자산 | 112.0 | 106.4 | 173.5 | 167.6 | 147.6 |
| 현금성자산 | 72.8 | 72.2 | 134.3 | 122.5 | 93.5 |
| 매출채권 등 | 91.9 | 32.0 | 37.2 | 34.2 | 27.4 |
| 재고자산 | 203.8 | 170.6 | 99.2 | 97.7 | 136.9 |
| 기타유동자산 | 22.2 | 9.3 | 10.7 | 12.3 | 14.6 |
| 비유동자산 | 926.6 | 913.1 | 978.2 | 1,051.8 | 1,149.1 |
| 투자자산 | 413.0 | 409.9 | 471.5 | 541.7 | 650.4 |
| 금융자산 | 405.8 | 397.7 | 457.5 | 525.6 | 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 | 1,298.8 | 1,363.6 | 1,475.5 |
| 유동부채 | 672.8 | 526.3 | 593.4 | 645.4 | 725.8 |
| 금융부채 | 230.3 | 267.6 | 271.1 | 275.1 | 281.3 |
| 매입채무 등 | 173.3 | 93.5 | 132.3 | 152.0 | 182.5 |
| 기타유동부채 | 269.2 | 165.2 | 190.0 | 218.3 | 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 | 759.9 | 817.2 | 905.8 |
| 지배주주지분 | 534.3 | 543.2 | 538.9 | 546.4 | 569.7 |
| 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) | (14.2) | (6.7) | 16.6 |
| 비자매주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 534.3 | 543.2 | 538.9 | 546.4 | 569.7 |
| 순금융부채 | 244.4 | 292.2 | 228.6 | 238.4 | 264.6 |

현금흐름표

| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 4.5 | (69.4) | 145.3 | 80.3 | 87.5 |
| 당기순이익 | (181.2) | (10.3) | (4.3) | 7.5 | 23.3 |
| 조정 | 226.5 | 56.8 | 16.6 | 16.5 | 16.5 |
| 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 | (0.1) | 0.1 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (40.8) | (115.9) | 133.0 | 56.3 | 47.7 |
| 투자활동 현금흐름 | 41.4 | 12.7 | (86.7) | (96.0) | (122.7) |
| 투자자산감소(증가) | (9.0) | 3.1 | (61.6) | (70.2) | (108.7) |
| 유형자산감소(증가) | (15.9) | 17.4 | (20.0) | (20.0) | (5.0) |
| 기타 | 66.3 | (7.8) | (5.1) | (5.8) | (9.0) |
| 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) | 62.0 | (11.7) | (29.0) |
| Unlevered CFO | 58.7 | 53.5 | 26.1 | 41.5 | 61.7 |
| Free Cash Flow | (12.3) | (72.3) | 125.3 | 60.3 | 82.5 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

두산엔진



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|---------|-------|-------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 18.5.9 | BUY | 9,000 | | |
| 17.5.17 | 1년 경과 | | -36.41% | -3.71% |
| 16.5.16 | BUY | 7,000 | -46.74% | -30.79% |
| 16.4.18 | BUY | 6,000 | -28.79% | -22.42% |

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 | 92.3% | 7.1% | 0.6% | 100.0% |

* 기준일: 2018년 05월 09일

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 05월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무연)는 2018년 05월 09일 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 있으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.