

2017/05/08

# 두산엔진(082740)

조선/기계 최광식

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

## 기다리고 기다리던 가스 엔진 시대

Buy (Maintain)

### ■ 2016년 흑자전환 성공, 그러나 온기 확산은 기대치 않았지만

동사는 비용절감 및 캐파 감축으로 2016년 OPM 0.5%를 기록해 적자에서 벗어났다. 그러나 업황은 여전히 부진하고, 신조선시장의 백로그 반등 그리고 엔진 가격의 상승까지는 시간이 더 필요하다고 보고 있었다. 그런데...

### ■ ① DF(Dual Fuel)엔진의 수익성 확인: 1Q OPM 3.4% 서프라이즈

동사는 1Q에 매출 2,071억원, 영업이익 70억원(전년동기 17억원)에 OPM 3.4%로 어닝 서프라이즈를 시현했다. 이는 364억원을 차지한 고마진의 LNG선용 엔진의 이익기여 때문이라는 설명이다. 동사는 25기의 LNG선용 DF 엔진을 수주했고, 1Q의 이익 레벨은 지속된다. 목표주가 상향 사유이다.

### ■ ② 최근 일반상선에도 DF 엔진 채택 움직임 포착

Tier III 시대<그림1>에서 선주들은 고민이 많다. 1) DF 엔진, 2) Sulfur, 3) 비싼 MGO의 세가지 선택지 중 선택해야 하는데, 보수적인 선주들은 대세가 잡히기를 기다린다. 그런데 <표1>과 같이 4월 몇몇 선주들이 LNG선 외 일반선에서 최초로 DF를 채택했다. 여전히 Sulfur 인콰이어리가 다수라고 하지만, 두 기술이 시장을 나눠 경쟁할 예정이다. 막 DF 엔진의 확산기가 도래했다.

### ■ 중기) DF 엔진 = 가격과 마진 상승, 그러나 확산속도 체크요망

어려운 업황에도 불구하고 DF 덕분에 엔진 ASP 상승이 시작되었다. LNG 추진 엔진은, 곧 ASP의 20% 상승 및 수익성 개선을 의미한다. 동사는 Wartsila의 XDF, MAN의 ME-GI 모두 대응 가능하며, ME-GI의 경우 동사 원천기술의 SCR 판매도 수반한다. SCR은 독자 개발 기술이어서 고수익 기여를 기대된다.

올해는 DF 수주 확산의 원년이 되고, 2018년은 이에 따른 실적(이익률) 개선을 기대한다. 아직은 2018년의 매출 감소, 감익을 잡아두었다(DF 효과 미반영).

### ■ 향후, DF 엔진 장착 확대: 4월이 시발점

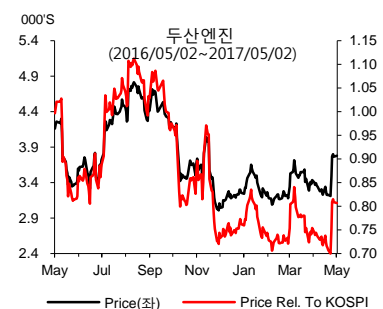
동사 목표주가를 타겟 PBR 0.7배에서 5,600원으로 상향(기존5천원)한다. 이는 1Q의 DF효과 서프라이즈를 반영해 당사 실적 예상치를 올렸기 때문이다. 향후 DF 엔진 수주 확대가 확인된다면 목표주가의 추가 상향 조절도 가능할 터이다. 아무튼 주가는 최근의 변화를 선반영하기 시작했고 즐길 만 하다.

목표주가(6M)	5,600원
종가(2017/05/02)	3,810원

#### Stock Indicator

자본금	70십억원
발행주식수	6,950만주
시가총액	265십억원
외국인지분율	4.9%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	246원
BPS(2017E)	7,933원
ROE(2017E)	3.2%
52주 주가	3,040~4,845원
60일평균거래량	535,198주
60일평균거래대금	1.9십억원

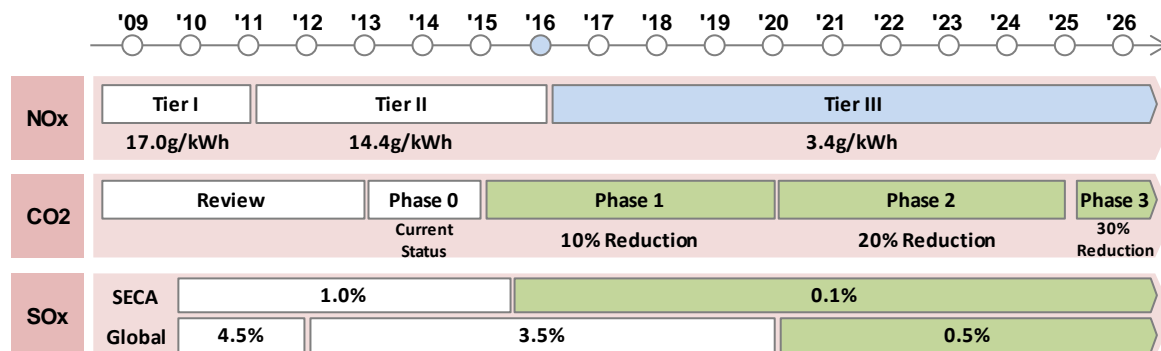
#### Price Trend



## LNG 추진 엔진 확산 일로

〈그림 1〉 2020 년부터의 Global SOx 0.5% 이하 규제 Tier III 적용: 2017 년 Keel Laying 선박부터 이를 충족해야

### IMO Regulation Milestone



1) NOx : Nitrogen Oxides

2) SOx : Sulphur Oxides

3) SECA(SOx Emission Control Area): Baltic Sea, North Sea, North American area including US Caribbean Sea

자료: 하이투자증권 리서치

〈표 1〉 최근 일반상선에서도 Dual Fuel Engine 을 채택하는 선사들 등장하기 시작

발주처	조선사	선택	선종	척수	인도	설명
SCF   러시아	현대중공업	LNG-fuel	아프라막스	4	3Q18~1Q19	세계 최초 아프라막스 탱커에 LNG-Fuel 채택 type-C 탱커, XDF + SCF 선가는 \$60m으로 표준선 \$43m보다 크게 높음
Solvang   노르웨이	현대미포조선	Scrubber	에틸렌운반선	4	2Q19~3Q19	배기가스 규약을 맞추기 위해 Scrubber 장착하기로 결정
AET   말레이시아	삼성중공업	LNG-fuel	아프라막스			2015년 여를 발주한 탱커에 디자인 변경 옵션을 행사해 LNG-Fuel 계약   \$10m~\$12m 계약금액 증액
Angelicoussis   그리스	현대중공업	LNG-fuel	VLOC			VLOC에 "Conventional dual-fuel powered VLOC" 디자인 개발에 협의
현대상선   한국	대우조선해양	LNG-fuel	VLCC	5+5		VLCC 최초로 LNG-Fuel 적용하기로
SCF   러시아	현대중공업, Zvezda	LNG-fuel	아프라막스	최대 60		선대를 2022년까지 대다수 LNG-Fuel로 교체하겠다는 계획 발표 Shell과 벅커링 협약 체결

자료: 하이투자증권 리서치

## 실적 예상: 2018년 매출은 줄지만, MIX는 기대할만

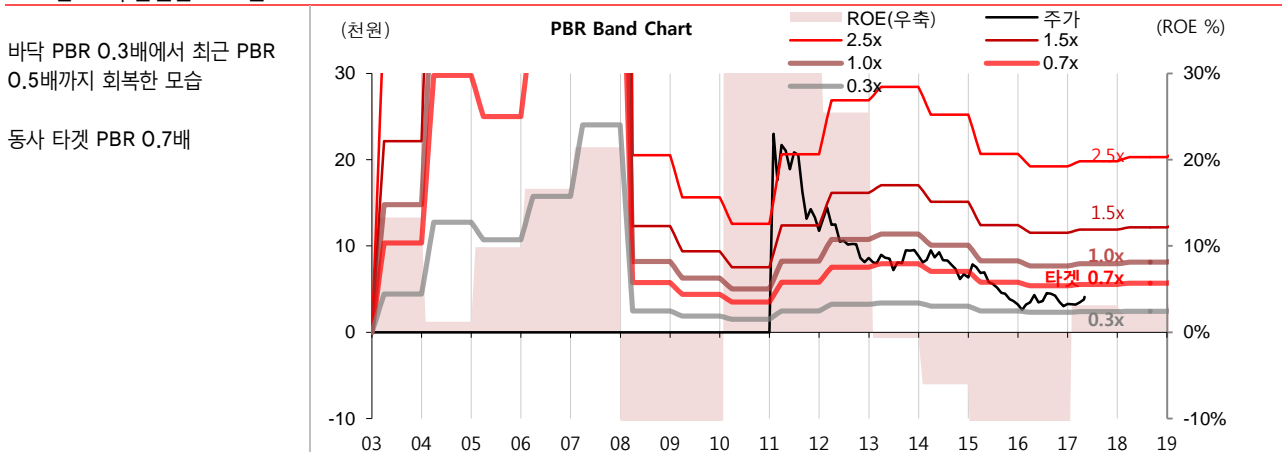
<표 2> 실적 1Q17 LNG 추진 엔진의 효과 증명: 2017년 OPM 2.7%대로 이익 창출

그러나 2018년 매출 감소 및 수익성 정체 예상해두었는데, 향후 DF 엔진 수주 확산 정도에 따라 2018년의 매출 또는 수익성 상향 조절 가능

계정	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	1,654	2,097	1,907	2,372	2,071	2,126	1,684	2,002	8,888	6,936	8,029	7,883	7,056
											가이던스보다 낮게 ↑		
											잔고 1.5 ↑		
영업이익	17	18	8	0	70	71	40	30	-396	-638	42	211	179
금융/기타영업외	31	1,024	-2,743	-232	-2	-2	-4	-4	-120	-1,020	-1,881	-11	-12
이자손익	-35	-36	-34	-30	-19	-19	-21	-21	-87	-118	-132	-79	-81
	밥캣 평가이익 ↑ ↑ 밥캣 평가손												
세전사업이익	48	1,041	-2,735	-232	68	69	36	26	-516	-1,657	-1,839	200	167
지배주주순이익	52	1,374	-2,713	-524	58	59	31	22	-422	-1,254	-1,812	171	124
영업이익률	1.0%	0.8%	0.4%	0.0%	3.4%	3.3%	2.4%	1.5%	-4.5%	-9.2%	0.5%	2.7%	2.5%
지배주주순이익률	3.1%	65.5%	-142.3%	-22.1%	2.8%	2.8%	1.8%	1.1%	-4.8%	-18.1%	-22.6%	2.2%	1.8%
EPS(원)	74	1,977	-3,904	-755	84	86	45	32	-608	-1,805	-2,608	246	179
BPS(원)	8,501	11,758	7,785	7,687	7,771	7,857	7,902	7,933	10,082	8,269	7,687	7,933	8,112
수주	1,250	953	882	966					6,598	7,164	4,052	5,580	6,934

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 두산엔진 PBR 밴드



자료: 하이투자증권 리서치

## VALUATION: 목표주가 5,600원으로 상향

〈표 3〉 타겟 PBR 0.7 배에서 목표주가 5,600 원으로 12% 상향

계정	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS	3,016	2,739	-75	-608	-1,805	-2,608	246	179	382
BPS	8,254	10,759	11,367	10,082	8,269	7,687	7,933	8,112	8,495
PBR(고)	35.8	14.4	9.4	0.9	0.86	0.64	0.50		
PBR	22.1	10.2	7.5	0.8	0.67	0.48	0.51		
PBR(저)	13.5	7.0	5.9	0.6	0.37	0.27	0.40		
ROE	46%	29%	-0.7%	-5.7%	-19.7%	-32%	3%	2%	5%
적용ROE	37%	14%			-14%	3%	3.3%	3.4%	
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0~1Y	+0~1Y			+1~2Y	+1Y	+0Y	+0~1Y	
COE(고)	1.0%	1.0%			-16.7%	4.9%	6.6%		
COE(평)	1.7%	1.4%			-21.5%	6.5%	6.4%		
적용ROE = FWD				0.0%	-14.4%	3.1%	3.3%		
적용COE = TRL 참조						2016 고정 →	4.9%		
Target PBR						0.6	0.70	0.80	
적용 BPS						7,687	7,933	8,112	
목표주가						5,000	5,600	6,500	
증가(5.04)							4,080	3,795	
상승여력							37%	59%	

자료: 하이투자증권 리서치

〈표 4〉 SOTP VALUATION 크로스체크: 현재 두산밥캣 시장가치와 EV/EBITDA 9 배에서 6 천원대 적정가치 도출

계정	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
EBITDA(억원)	3,247	945	231	-186	-431	194	362	340
YoY	15%	-71%	-76%	-180%	132%	흑전	86%	-6%
영업이익	2,994	698	7	-396	-638	42	211	179
감가상각비	253	247	224	210	207	152	151	160
① EBITDA: FWD 2Y	3,247	945	231	-308	-118	278	351	340
	당해	당해	당해					
② EV/EBITDA Multiple(가)	25.2	63.3	266.3			9	9	9
	↑ 추가평균 설명 역산 ↑			↑ PBR VALUATION 구간 ↑				
영업가치(억원) = ① x ②	81,663	59,770	61,508			2,502	3,156	3,057
① 주당 영업가치	117,500	86,000	88,500			3,600	4,541	4,398
순차입금(억원)	-2,091	156	796	1,947	2,360	2,104	902	929
② 주당 자산가치	3,008	-225	-1,145	-2,801	-3,395	-3,028	-1,298	-1,337
적정 시가총액(억원)	83,753	59,614	60,712	-1,947	-2,360	397	2,254	2,128
밥캣의 적정주가 ①+②	120,508	85,775	87,355	-2,801	-3,395	572	3,244	3,062
두산밥캣 시가총액						35,000	39,000	47,000
보유지분						11.8%	11.8%	11.8%
두산밥캣 시장가에서: 두산밥캣 보유지분 가치(억원)						4,130	4,602	5,546
						40%	40%	40%
③ 주당 두산밥캣 지분 가치(원)						2,478	2,761	3,328
적정 시가총액(억원)	83,753	59,614	60,712	-1,947	-2,360	2,875	5,016	5,455
적정주가 by ①+②+③	120,508	85,775	87,355	-2,801	-3,395	3,050	6,005	6,389
공식 목표주가							5,600	
증가(5.04)							4,080	
상승여력							37%	

자료: 하이투자증권 리서치

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 재무상태표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	430	420	426	437
현금 및 현금성자산	73	135	171	178
단기금융자산	39	23	13	7
매출채권	96	89	84	88
재고자산	204	158	141	145
비유동자산	927	944	956	971
유형자산	498	511	523	534
무형자산	8	5	3	2
자산총계	1,356	1,364	1,382	1,408
유동부채	673	674	684	703
매입채무	-	-6	-18	-12
단기차입금	51	46	42	37
유동성장기부채	145	155	150	165
비유동부채	149	139	134	115
사채	90	80	75	55
장기차입금	30	29	27	26
부채총계	822	813	818	818
지배주주지분	534	551	564	590
자본금	70	70	70	70
자본잉여금	367	367	367	367
이익잉여금	-2	15	27	54
기타자본항목	100	100	100	100
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	534	551	564	590

## 포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	803	788	706	727
증가율(%)	15.8	-1.8	-10.5	3.0
매출원가	761	731	655	657
매출총이익	42	57	50	69
판매비와관리비	37	36	32	33
연구개발비	7	6	6	6
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4	21	18	36
증가율(%)	-106.6	397.5	-15.0	100.6
영업이익률(%)	0.5	2.7	2.5	4.9
이자수익	1	6	5	5
이자비용	14	14	13	12
지분법이익(손실)	129	6	6	6
기타영업외손익	-303	2	2	2
세전계속사업이익	-188	20	17	36
법인세비용	-7	3	4	9
세전계속이익률(%)	-23.4	2.5	2.4	4.9
당기순이익	-181	17	12	26
순이익률(%)	-22.6	2.2	1.7	3.6
지배주주귀속 순이익	-181	17	12	27
기타포괄이익	141	-	-	-
총포괄이익	-40	17	12	26
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

## 현금흐름표

(단위:십억원)

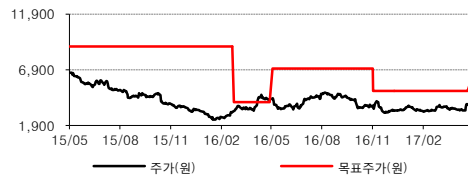
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	5	453	412	374
당기순이익	-181	17	12	26
유형자산감가상각비	17	15	16	17
무형자산상각비	3	3	2	1
지분법관련손실(이익)	129	6	6	6
투자활동 현금흐름	41	30	24	19
유형자산의 처분(취득)	-16	-28	-28	-28
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-9	2	3	2
재무활동 현금흐름	-19	-7	-16	-11
단기금융부채의증감	-19	5	-10	11
장기금융부채의증감	-	-12	-6	-21
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	27	62	35	7
기초현금및현금성자산	45	73	135	171
기말현금및현금성자산	73	135	171	178

## 주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	-2,608	246	179	382
BPS	7,687	7,933	8,112	8,495
CFPS	-2,323	512	439	643
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		15.5	21.3	10.0
PBR	0.4	0.5	0.5	0.4
PCR	-1.4	7.4	8.7	5.9
EV/EBITDA	18.0	10.5	10.4	6.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-32.7	3.2	2.2	4.6
EBITDA 이익률	3.0	5.0	5.1	7.4
부채비율	153.9	147.4	145.1	138.6
순부채비율	38.2	27.5	19.5	16.5
매출채권회전율(x)	9.7	8.5	8.1	8.4
재고자산회전율(x)	4.0	4.4	4.7	5.1

자료 : 두산엔진, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-05-08	Buy	5,600
2016-11-08	Buy	5,000
2016-05-09	Buy	7,000
2016-02-29	Buy	4,000

### 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 기관투자자 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) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 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 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-