

2013. 07. 16

Analyst

허문욱 02) 3777-8096

mw.heu@kbsec.co.kr

두산엔진 (082740)

탐방 코멘트

투자의견 (-) **Not Rated**목표주가 (-) **N/A**

Upside / Downside (%)	n/a
현재가 (07/15, 원)	7,420
Consensus target price (원)	9,000
Difference from consensus (%)	n/a

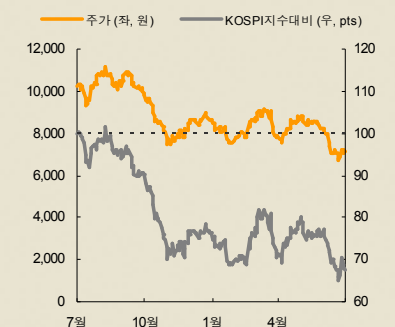
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	1,379	856	937	1,023
영업이익 (십억원)	70	14	21	36
순이익 (십억원)	190	3	12	25
EPS (원)	2,739	38	169	366
증감률 (%)	(9.2)	(98.6)	333.3	116.6
PER (X)	3.1	185.1	42.2	19.4
EV/EBITDA (X)	6.6	12.8	10.9	8.0
PBR (X)	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	28.8	0.4	1.5	3.2

주: 조정영업이익 기준

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(13.2)	(8.0)	(17.0)	(31.2)
KOSPI대비 상대수익률	(11.1)	(5.1)	(10.7)	(35.9)



Trading Data

시가총액 (십억원)	498
유통주식수 (백만주)	32
Free Float (%)	45.7
52주 최고/최저 (원)	11,150 / 6,750
거래대금 (3M, 십억원)	2
외국인 소유지분율 (%)	1.4
주요주주 지분율 (%)	두산중공업외 2인 42.7

자료: Fnguide, KB투자증권

해운 · 조선 등 전방수주시장의 희망어린 개선

수익개선 확인은 2014년 상반기를 저점으로 하반기에 가서야 구체화될 전망이다. 아직 2010~2012년 확보한 수주품질이 불확실해 보수적 수익추정이 필요한 시점이다. 지금은 수익턴어라운드 시점보다 전방산업인 해운 · 조선시장 선행지표의 판단이 중요하다. 운임지수 반등과 신조선발주척수 증가가 이채롭다. 만약 신조선가지수가 상승 전환된다면 조선엔진 수주품질의 터닝포인트로 봐도 좋겠다.

두산엔진 실적개선은 매출액 비중 85.8% 저속엔진영역인 컨테이너선 방향성에 달려

2012년 매출액 비중은 선박용디젤엔진 92.5% (저속엔진 85.8%, 중속엔진 6.7%), 육상용디젤엔진 4.2%, 부품서비스 3.3%로 아직까지 선박용디젤엔진 매출의존도가 높다. 선박용저속엔진 (2-stroke Engines)은 두산엔진의 주력생산품으로 컨테이너선, 벌크선, 원유수송선 추진기관으로 사용된다. 선박용중속엔진 (4-stroke Engines)은 선박내 전기생산과 안전운행을 위한 보조기기용으로 사용되며, 여객선 또는 Drill Ship, FPSO 등 특수선 주기관용으로 사용된다. 통상 컨테이너선, 벌크선 탱크선은 척당 저속엔진 1개와 중속엔진 3개가 세트도 공급된다. 따라서 두산엔진 실적은 전방산업인 컨테이너선과 벌크선 발주확대 여부로 판단할 수 있다.

선박엔진 전방시장은 조선산업, 조선 전방시장은 해운산업, 지금은 전방시그널에 주목

선박엔진 전방시장은 조선산업이며, 조선 전방시장은 해운산업이다. ① 매출액 85.8%인 저속엔진 수요예측을 위해서는 컨테이너 항만처리량 등 물동량→SCFI (상해발 컨테이너 운임지수)/CCFI (중국발 컨테이너운임지수)와 컨테이너 계선척수를 통해 가동수준 확인→컨테이너 5년 장기용선료→컨테이너 중고선가→컨테이너선 발주척수, 발주물량 (TEU), 신조선가 점검이 필요하다. ② 매출액 6.7%인 중속엔진 수요예측을 위해서는 벌크물동량→BCI (케이프사이즈급 벌크선 운임지수)/BDI (벌크선 운임지수)와 벌크선 평균수익→벌크선 5년 장기용선료→벌크선 중고선가→벌크선 발주척수, 발주물량 (DWT), 신조선가 점검이 필요하다.

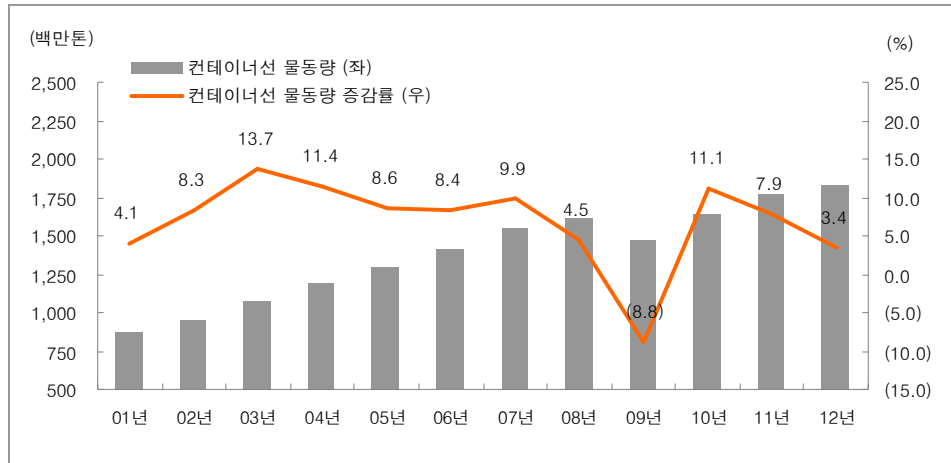
2013년 하반기부터 두산엔진 신규수주액 증가가 예상되는 징후

해운시장환경이 개선되면 해운물동량 증가, 운임료 상승, 용선료 상승이 이어지고, 6개월 뒤 선가상승과 신규발주가 증가한다. 조선업체 수주가 확대되면 6개월 뒤 선박엔진 발주가 증가한다 (운임지수 상승→단장기용선료 스프레드 확대→중고선가 상승 및 중고선 물량 소진→신조선 발주물량 증가 및 신조선가 상승→선박엔진 발주량 증가). 선박엔진 수주 후 매출인식은 1.5~2년 뒤 종료된다. 따라서 선박엔진업체 수익개선을 위해서는 신조선 발주의 양적증가와 신조선가 회복으로 엔진단가 상승이 필요하다. 조선발주척수 · 톤수가 증가하고 있고, 신조선가의 하락폭 축소를 고려할 때 두산엔진 신규수주액은 하반기부터 확대될 전망이다.

보수적인 실적 추정에도 불구하고, 빠르지 않지만 점진적 실적개선 가능성 엿보여

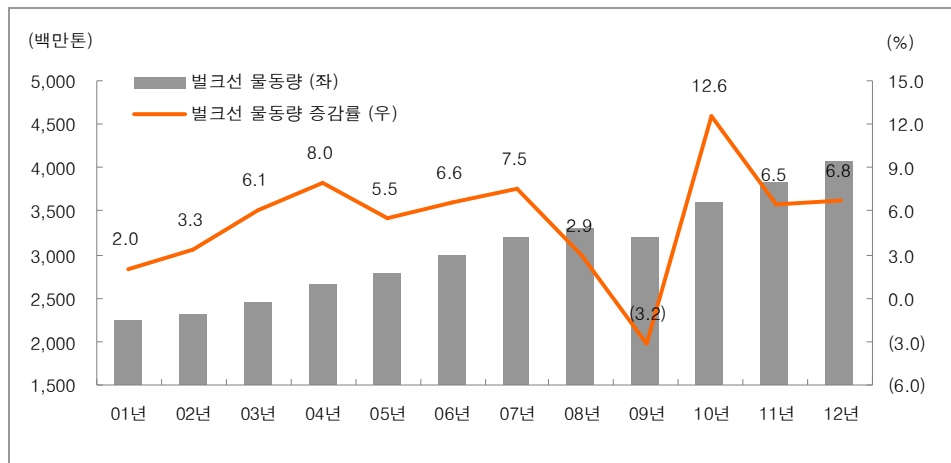
KB증권은 2013~2017년 수주액을 연평균 (CAGR) 11.3% 증가로 가정했다. 동기간 매출액은 평균수주잔고액 2조 1,396억원, 평균납품진행률 32.5% (2010~2012년 평균 32.6%)의 보수적 가정으로 연평균 9.8% 증가할 것이다. 한편 매출총이익은 2010~2012년 저가수주의 매출기성이 완료되는 2014년까지 급격한 개선은 어렵다. 다만 2013년 수주액의 질적안정으로 2014년 하반기부터 점차 개선이 가능하다. 선박수주전력, 원자재가격 안정, 디젤발전EPC사업과 고부가 부품비즈니스 확대로 2013~2017년 매출총이익은 연평균 16.9%로 매출액 증가율을 상회할 것이다. 영업이익은 2012년의 구조조정용 인건비 절감으로 50.9% 증가가 예상된다.

그림 1. 컨테이너선 물동량 및 증감률 안정 여부에 주목



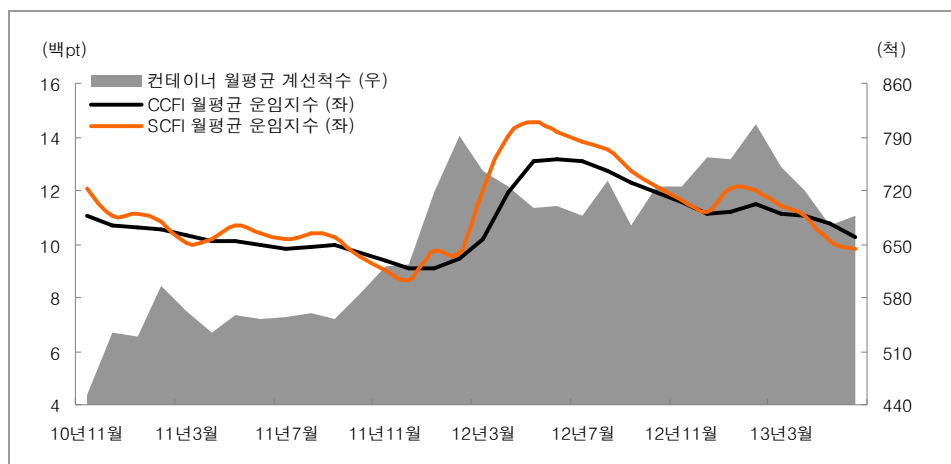
자료: Clarksons, KB투자증권 정리

그림 2. 벌크선 물동량 및 증감률 완만한 회복



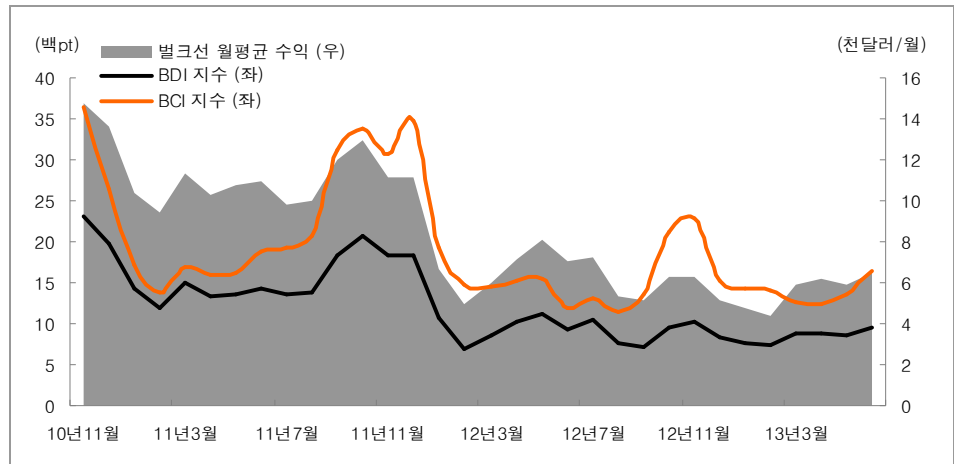
자료: Clarksons, KB투자증권 정리

그림 3. 컨테이너선 관련 운임지수 하락 중이나 계선척수는 감소해 긍정적



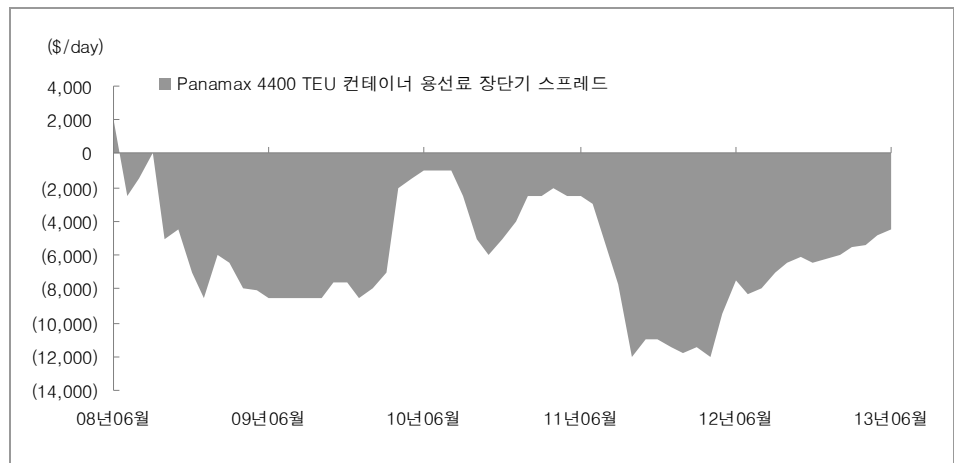
자료: Bloomberg, KB투자증권 정리

그림 4. 벌크선 관련 운임지수 및 월평균 수익의 반등국면



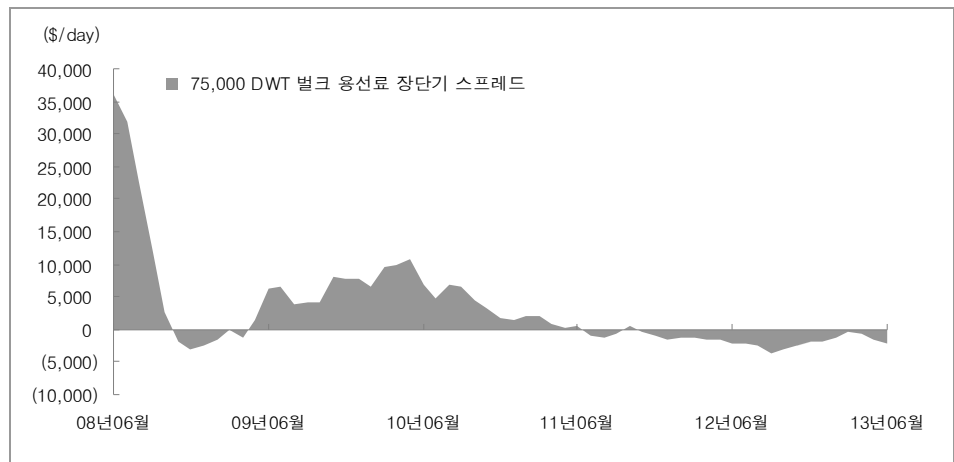
자료: Bloomberg, KB투자증권 정리

그림 5. 컨테이너선 용선료 장단기 스프레드 여전히 축소



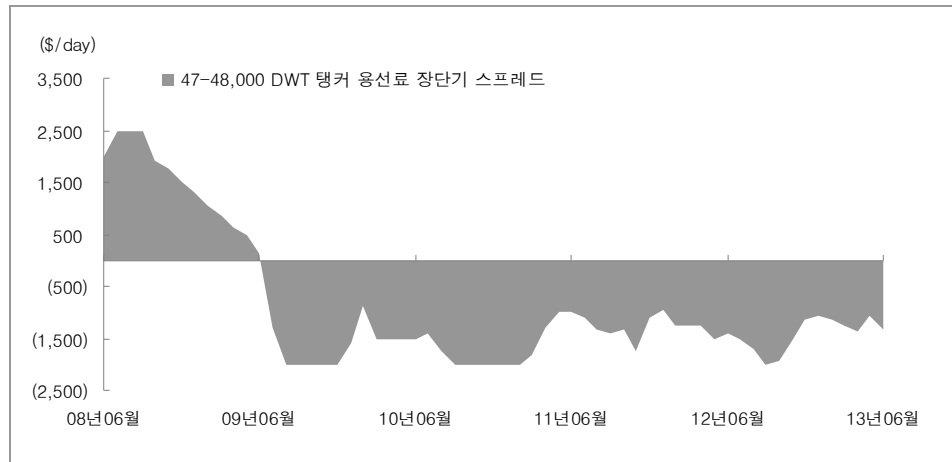
자료: Clarksons, KB투자증권 정리

그림 6 75,000 DWT 벌크선 용선료 장단기 스프레드 소폭 확대



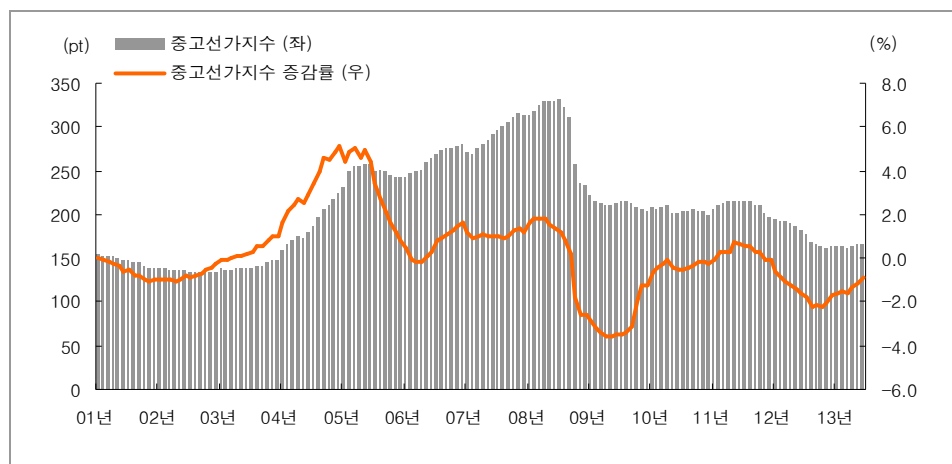
자료: Clarksons, KB투자증권 정리

그림 7. 47,000~48,000 DWT 탱커선 운선료 장단기 스프레드 소폭 확대



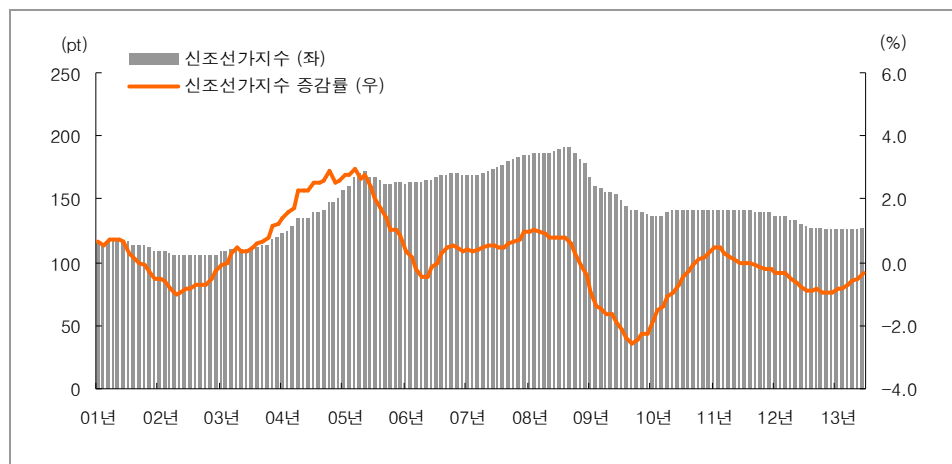
자료: Clarksons, KB투자증권 정리

그림 8. 중고선가지수 및 증감을 반등국면



자료: Clarksons, KB투자증권 정리

그림 9. 신조선가지수 및 증감을 반등국면



자료: Clarksons, KB투자증권 정리

표 1. 두산엔진의 Earnings KB추정치 (연결기준) 1: 신규수주액 추정

(단위: 억원)			2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
수주액	공종별	합계 (A+B+C)	3,463	8,250	8,836	9,751	10,968	12,638
		선박용디젤엔진 (A)	2,075	6,200	6,622	7,271	8,116	9,273
		(선박용저속엔진)	1,717	5,000	5,350	5,885	6,591	7,580
		(선박용중속엔진)	358	1,200	1,272	1,386	1,525	1,693
		육상용디젤발전엔진 (B)	1,095	1,600	1,728	1,935	2,226	2,626
		부품사업 (C)	293	450	486	544	626	739
	선종별	선박용디젤엔진 (컨테이너선)	1,018	3,000	3,157	3,413	3,757	4,245
		(벌크선)	443	1,300	1,338	1,412	1,516	1,668
		(탱크선)	219	750	856	1,000	1,186	1,440
		(기타상선)	148	895	985	1,123	1,289	1,495
		(해양플랜트)	2	5	7	12	18	25
		(기타)	246	250	280	310	350	400
	거래처별	선박용디젤엔진 (삼성)	216	660	884	1,170	1,536	2,022
		(대우)	487	1,320	1,590	1,950	2,413	3,033
		(국내기타)	300	743	884	1,073	1,316	1,643
		(중국)	980	2,063	2,032	2,048	1,974	1,896
		(해외기타)	94	1,415	1,232	1,031	877	679
증감률 (% YoY)	공종별	합계 (A+B+C)	(69.6)	138.2	7.1	10.4	12.5	15.2
		선박용디젤엔진 (A)	(81.8)	198.8	6.8	9.8	11.6	14.2
		(선박용저속엔진)	(82.0)	191.2	7.0	10.0	12.0	15.0
		(선박용중속엔진)	(80.3)	235.2	6.0	9.0	10.0	11.0
		육상용디젤발전엔진 (B)	(360.7)	46.1	8.0	12.0	15.0	18.0
		부품사업 (C)	(29.1)	53.6	8.0	12.0	15.0	18.0
	선종별	선박용디젤엔진 (컨테이너선)	(85.8)	194.8	5.2	8.1	10.1	13.0
		(벌크선)	(77.4)	193.6	2.9	5.6	7.3	10.0
		(탱크선)	(80.5)	242.8	14.1	16.9	18.6	21.4
		(기타상선)	(79.2)	504.7	10.1	14.0	14.7	16.0
		(해양플랜트)	(99.6)	150.0	40.0	71.4	50.0	38.9
		(기타)	n/a	1.6	12.0	10.7	12.9	14.3
	거래처별	선박용디젤엔진 (삼성)	(75.2)	206.3	33.9	32.4	31.2	31.7
		(대우)	(91.2)	171.3	20.5	22.6	23.7	25.7
		(국내기타)	(67.2)	147.9	19.0	21.4	22.7	24.8
		(중국)	(71.0)	110.6	(1.5)	0.8	(3.6)	(4.0)
		(해외기타)	(86.6)	1,413.4	(12.9)	(16.3)	(14.9)	(22.6)
수주액비중 (%)	공종별	합계 (A+B+C)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
		선박용디젤엔진 (A)	59.9	75.2	74.9	74.6	74.0	73.4
		(선박용저속엔진)	49.6	60.6	60.5	60.4	60.1	60.0
		(선박용중속엔진)	10.3	14.5	14.4	14.2	13.9	13.4
		육상용디젤발전엔진 (B)	31.6	19.4	19.6	19.8	20.3	20.8
		부품사업 (C)	8.5	5.5	5.5	5.6	5.7	5.8
	선종별	선박용디젤엔진 (컨테이너선)	29.4	36.4	35.7	35.0	34.3	33.6
		(벌크선)	12.8	15.8	15.1	14.5	13.8	13.2
		(탱크선)	6.3	9.1	9.7	10.3	10.8	11.4
		(기타상선)	4.3	10.8	11.1	11.5	11.8	11.8
		(해양플랜트)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
		(기타)	7.1	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2
	거래처별	선박용디젤엔진 (삼성)	6.2	8.0	10.0	12.0	14.0	16.0
		(대우)	14.0	16.0	18.0	20.0	22.0	24.0
		(국내기타)	8.6	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0
		(중국)	28.3	25.0	23.0	21.0	18.0	15.0
		(해외기타)	2.7	17.2	13.9	10.6	8.0	5.4

자료: KB투자증권 추정

표 2. 두산엔진의 Earnings KB추정치 (연결기준) 2: 수주잔고액/잔고회전을 추정

(단위: 억원)			2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E		
수주잔고액			합계 (A+B+C)	22,480	22,167	21,629	21,153	20,929	21,102	
공종별		선박용디젤엔진 (A)	21,266	20,809	20,209	19,647	19,293	19,279		
		(선박용저속엔진)	18,120	17,571	16,962	16,450	16,129	16,122		
		(선박용중속엔진)	3,146	3,238	3,247	3,197	3,164	3,157		
		육상용디젤엔진 (B)	1,214	1,309	1,366	1,453	1,582	1,767		
		부품사업 (C)	0	50	54	54	54	56		
선종별	선박용디젤엔진	(컨테이너선)	10,580	9,532	8,652	7,827	7,116	6,541		
		(벌크선)	5,310	5,320	5,407	5,500	5,651	5,908		
		(탱크선)	1,990	1,995	2,055	2,115	2,198	2,321		
		(PC선/LNG 등)	3,386	3,962	4,095	4,205	4,329	4,508		
거래처별	선박용디젤엔진	(삼성)	4,701	4,077	3,489	2,971	2,604	2,445		
		(대우/DSEC포함)	4,750	4,871	5,065	5,400	5,966	6,855		
		(국내기타)	3,894	4,122	4,397	4,682	5,047	5,505		
		(중국)	5,437	5,829	5,874	5,549	4,703	3,296		
		(해외기타)	2,484	1,909	1,384	1,045	973	1,178		
증감률 (% YoY)			합계 (A+B+C)	(37.4)	(1.4)	(2.4)	(2.2)	(1.1)	0.8	
공종별		선박용디젤엔진 (A)	(39.5)	(2.1)	(2.9)	(2.8)	(1.8)	(0.1)		
		(선박용저속엔진)	(41.3)	(3.0)	(3.5)	(3.0)	(2.0)	(0.0)		
		(선박용중속엔진)	(27.0)	2.9	0.3	(1.5)	(1.0)	(0.2)		
		육상용디젤엔진 (B)	70.1	7.8	4.4	6.3	8.9	11.7		
		부품사업 (C)	n/a	n/a	8.2	0.5	1.1	2.1		
선종별	선박용디젤엔진	(컨테이너선)	(42.7)	(9.9)	(9.2)	(9.5)	(9.1)	(8.1)		
		(벌크선)	(36.4)	0.2	1.6	1.7	2.7	4.6		
		(탱크선)	(48.0)	0.3	3.0	2.9	3.9	5.6		
		(PC선 등)	(25.5)	17.0	3.4	2.7	2.9	4.1		
거래처별	선박용디젤엔진	(삼성)	(29.9)	(13.3)	(14.4)	(14.8)	(12.4)	(6.1)		
		(대우/DSEC포함)	(43.3)	2.6	4.0	6.6	10.5	14.9		
		(국내기타)	(25.7)	5.9	6.7	6.5	7.8	9.1		
		(중국)	(52.1)	7.2	0.8	(5.5)	(15.3)	(29.9)		
		(해외기타)	(28.9)	(23.1)	(27.5)	(24.5)	(6.9)	21.1		
수주잔고액비중 (%)			합계 (A+B+C)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
공종별		선박용디젤엔진 (A)	94.6	93.9	93.4	92.9	92.2	91.4		
		(선박용저속엔진)	80.6	79.3	78.4	77.8	77.1	76.4		
		(선박용중속엔진)	14.0	14.6	15.0	15.1	15.1	15.0		
		육상용디젤엔진 (B)	5.4	5.9	6.3	6.9	7.6	8.4		
		부품사업 (C)	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3		
선종별	선박용디젤엔진	(컨테이너선)	47.1	43.0	40.0	37.0	34.0	31.0		
		(벌크선)	23.6	24.0	25.0	26.0	27.0	28.0		
		(탱크선)	8.9	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0		
		(PC선 등)	15.1	17.9	18.9	19.9	20.7	21.4		
거래처별	선박용디젤엔진	(삼성)	20.9	18.4	16.1	14.0	12.4	11.6		
		(대우/DSEC포함)	21.1	22.0	23.4	25.5	28.5	32.5		
		(국내기타)	17.3	18.6	20.3	22.1	24.1	26.1		
		(중국)	24.2	26.3	27.2	26.2	22.5	15.6		
		(해외기타)	11.1	8.6	6.4	4.9	4.6	5.6		
잔고회전을 (배)			공종별	합계 (A+B+C)	1.6	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7
		선박용디젤엔진 (A)	1.7	3.1	2.8	2.5	2.3	2.1		
		(선박용저속엔진)	1.5	3.2	2.8	2.6	2.3	2.1		
		(선박용중속엔진)	3.4	2.9	2.6	2.2	2.0	1.9		
		육상용디젤엔진 (B)	2.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7		
		부품 및 C/S (C)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1		

자료: KB투자증권 추정

표 3. 두산엔진의 Earnings KB추정치 (연결기준) 3: 매출액/납품진행률 추정

(단위: 억원)			2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
매출액	공중별	합계 (A+B+C)	13,788	8,563	9,374	10,227	11,193	12,465
		선박용디젤엔진 (A)	12,753	6,657	7,222	7,833	8,471	9,287
		(재화판매) (선박용저속엔진)	11,829	5,549	5,960	6,397	6,912	7,587
	(공사매출)	(선박용중속엔진)	924	1,108	1,263	1,436	1,558	1,700
		육상용디젤엔진 (B)	585	1,506	1,670	1,849	2,097	2,441
		(기타매출) 부품 및 C/S (C)	450	401	482	544	625	738
	지역별	합계	13,788	8,563	9,374	10,227	11,193	12,465
		국내	7,028	4,282	4,593	4,909	5,261	5,734
		해외	6,849	4,282	4,781	5,318	5,932	6,731
		연결조정	(89)	0	0	0	0	0
	외부발주자별	합계	13,788	8,563	9,374	10,227	11,193	12,465
		삼성중공업	1,887	1,970	2,203	2,454	2,742	3,116
		대우조선해양	3,205	1,199	1,359	1,534	1,735	1,994
		Jiangsu New Yangzi	1,697	1,113	1,266	1,432	1,623	1,870
		Yangzhou Dayang	736	471	534	614	705	810
		SPP조선	685	454	516	583	672	785
		기타	5,576	3,357	3,497	3,610	3,716	3,889
증감률 (% YoY)	공중별	합계 (A+B+C)	(31.3)	(37.9)	9.5	9.1	9.4	11.4
		선박용디젤엔진 (A)	(33.8)	(47.8)	8.5	8.5	8.1	9.6
		(재화판매) (선박용저속엔진)	(32.3)	(53.1)	7.4	7.3	8.1	9.8
	(공사매출)	(선박용중속엔진)	(48.9)	19.9	13.9	13.8	8.5	9.1
		육상용디젤엔진 (B)	59.8	157.4	10.9	10.7	13.4	16.4
		(기타매출) 부품 및 C/S (C)	3.0	(11.0)	20.3	12.9	14.9	17.9
	지역별	국내	(46.1)	(39.1)	7.3	6.9	7.2	9.0
		해외	(3.7)	(37.5)	11.7	11.2	11.6	13.5
	외부발주자별	대우조선해양	(32.2)	(38.6)	11.9	11.4	11.7	13.6
		삼성중공업	(67.5)	(36.5)	13.4	12.9	13.1	15.0
		Jiangsu New Yangzi	(4.2)	(34.4)	13.7	13.1	13.4	15.2
		Yangzhou Dayang	(30.5)	(36.0)	13.5	14.8	14.9	14.9
		SPP조선	(29.4)	(33.8)	13.6	13.1	15.2	16.9
		기타	(2.6)	(39.8)	4.2	3.2	2.9	4.7
매출액비중 (%)	공중별	합계 (A+B+C)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
		선박용디젤엔진 (A)	92.5	77.7	77.0	76.6	75.7	74.5
		(재화판매) (선박용저속엔진)	85.8	64.8	63.6	62.6	61.8	60.9
	(공사매출)	(선박용중속엔진)	6.7	12.9	13.5	14.0	13.9	13.6
		육상용디젤엔진 (B)	4.2	17.6	17.8	18.1	18.7	19.6
		(기타매출) 부품 및 C/S (C)	3.3	4.7	5.1	5.3	5.6	5.9
	지역별	국내	51.0	50.0	49.0	48.0	47.0	46.0
		해외	49.7	50.0	51.0	52.0	53.0	54.0
		연결조정	(0.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	외부발주자별	대우조선해양	23.2	23.0	23.5	24.0	24.5	25.0
		삼성중공업	13.7	14.0	14.5	15.0	15.5	16.0
		Jiangsu New Yangzi	12.3	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0
		Yangzhou Dayang	5.3	5.5	5.7	6.0	6.3	6.5
		SPP조선	5.0	5.3	5.5	5.7	6.0	6.3
		기타	40.4	39.2	37.3	35.3	33.2	31.2
납품진행률 (%)	공중별	합계 (A+B+C)	35.0	27.9	30.2	32.6	34.8	37.1
		선박용디젤엔진 (A)	34.2	24.2	26.3	28.5	30.5	32.5
		(선박용저속엔진)	36.3	24.0	26.0	28.0	30.0	32.0
		(선박용중속엔진)	19.8	25.5	28.0	31.0	33.0	35.0
		육상용디젤엔진 (B)	32.3	53.5	55.0	56.0	57.0	58.0
		부품 및 C/S (C)	153.6	89.0	90.0	91.0	92.0	93.0

자료: KB투자증권 추정

표 4. 두산엔진의 Earnings KB추정치 (연결기준) 4: 매출원가/매출총이익/판매관리비/영업이익/순이익 추정

(단위: 억원)		2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
매출원가	원가합계	12,236	7,835	8,568	9,255	10,062	11,106
	중후판 (물가지수)	84.5	81.0	78.0	80.0	82.0	84.0
	철광석 (달러/톤)	130.0	120.0	110.0	100.0	90.0	80.0
	(천마력) 선박용디젤엔진 생산능력	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
	(천마력) 선박용디젤엔진 생산실적	6,398	6,314	6,440	6,650	6,440	6,440
	가동률 (%)	45.7	45.1	46.0	47.5	46.0	46.0
	매출원가율 (%)	88.7	91.5	91.4	90.5	89.9	89.1
	증감률 (% YoY)	(25.5)	(36.0)	9.4	8.0	8.7	10.4
매출총이익	매출총이익합계	1,552	728	806	972	1,130	1,359
	매출총이익률 (%)	11.3	8.5	8.6	9.5	10.1	10.9
	증감률 (% YoY)	(57.6)	(53.1)	10.8	20.5	16.4	20.2
	선박용저속엔진 (A)	1,272	416	444	543	640	792
	선박용중속엔진 (B)	57	80	88	105	116	134
	디젤발전엔진 (C)	116	152	170	194	221	250
	부품 (D)	107	80	103	130	154	183
	합계 (A+B+C+D)	1,552	728	806	972	1,130	1,359
판매관리비	판매관리비합계	854	592	600	612	630	655
	판매비율 (%)	6.2	6.9	6.4	6.0	5.6	5.3
	증감률 (% YoY)	28.0	(30.7)	1.3	2.0	2.9	4.0
	대손상각액	1	0	1	2	2	3
	매출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	증감률 (% YoY)				50.0	33.3	25.0
	경상개발비	13	20	23	26	29	32
	매출비중 (%)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
영업이익	영업이익	698	136	206	360	500	704
	영업이익률 (%)	5.1	1.6	2.2	3.5	4.5	5.6
	(선박용저속엔진)	4.6	0.6	1.1	2.5	3.6	5.2
	(선박용중속엔진)	0.0	0.3	0.6	1.3	1.8	2.6
	(디젤발전엔진)	13.6	3.2	3.8	4.5	4.9	5.0
	(부품)	17.6	13.0	15.0	18.0	19.0	19.5
	증감률 (% YoY)	(76.7)	(80.6)	52.1	74.4	39.2	40.6
	(선박용저속엔진)	540	32	63	160	251	393
영업외수지	(선박용중속엔진)	-	3	8	19	28	44
	(디젤발전엔진)	79	48	63	83	103	122
	(부품)	79	52	72	98	119	144
	(합계)	698	136	206	360	500	704
	영업외수익-영업외비용	1,383	(100)	(50)	(20)	10	45
	세전이익	2,081	36	156	340	510	749
	세전이익률 (%)	15.1	0.4	1.7	3.3	4.6	6.0
	증감률 (% YoY)	(29.9)	(98.3)	338.7	117.4	50.3	46.7
순이익	순이익	1,904	27	117	255	383	561
	순이익률 (%)	13.8	0.3	1.2	2.5	3.4	4.5
	증감률 (% YoY)	(15.3)	(98.6)	338.7	117.4	50.3	46.7

자료: KB투자증권 추정

Appendices – Peers Comparison

표 1. 국내 동종 조선사 밸류에이션 비교 I

	현대중공업	삼성중공업	대우조선해양	현대미포조선	STX조선해양	한진중공업
현재주가 (07/15, 원)	193,500	38,050	28,250	128,000	3,240	11,950
시가총액 (십억원)	14,706	8,785	5,407	2,560	278	828
절대수익률 (%)						
1M	(5.8)	5.3	9.2	(4.1)	27.0	10.6
3M	0.0	24.6	13.5	14.3	0.6	53.7
6M	(21.0)	2.0	(1.9)	3.2	(54.0)	2.0
12M	(24.0)	5.7	10.2	9.8	(67.8)	(9.1)
상대수익률 (%)						
1M	(10.1)	1.0	4.9	(8.5)	22.6	6.2
3M	(6.3)	18.3	7.1	8.0	(5.7)	47.4
6M	(36.4)	(13.3)	(17.3)	(12.1)	(69.3)	(13.4)
12M	(52.9)	(23.2)	(18.6)	(19.1)	(96.7)	(38.0)
PER (X)						
2012	13.6	10.5	23.1	25.8	8.0	n/a
2013C	14.3	9.2	18.2	47.5	n/a	n/a
2014C	10.7	9.1	9.3	23.4	n/a	n/a
PBR (X)						
2012	0.9	1.5	1.1	0.8	0.8	0.3
2013C	0.8	1.4	1.1	0.8	0.5	0.4
2014C	0.7	1.2	1.0	0.8	0.7	0.4
ROE (%)						
2012	5.9	16.0	4.8	3.0	(63.7)	(3.0)
2013C	5.4	16.4	6.4	1.8	(22.9)	(0.9)
2014C	6.7	14.5	11.3	3.1	(31.7)	0.1
매출액성장률 (%)						
2012	2.3	8.2	1.1	(4.5)	(43.9)	(11.8)
2013C	(1.6)	4.3	3.5	(8.4)	7.1	(0.5)
2014C	3.8	2.7	6.0	5.2	31.1	14.1
영업이익성장률 (%)						
2012	(56.1)	11.4	(54.2)	(75.5)	적전	(39.4)
2013C	(17.5)	3.6	(5.5)	(73.4)	n/a	(15.2)
2014C	16.1	(1.6)	65.7	296.7	n/a	128.9
순이익성장률 (%)						
2012	(61.5)	(6.4)	(67.7)	(51.7)	적전	적지
2013C	(1.1)	17.7	29.6	(44.8)	적지	적지
2014C	30.3	1.6	102.3	104.2	적지	적지
영업이익률 (%)						
2012	3.6	8.3	3.5	2.1	(11.2)	2.1
2013C	3.0	8.3	3.2	0.6	n/a	1.8
2014C	3.4	7.9	4.9	2.3	n/a	3.5
순이익률 (%)						
2012	1.8	5.5	1.6	2.2	(10.9)	(2.1)
2013C	1.8	6.2	2.0	1.3	(4.0)	(0.6)
2014C	2.3	6.1	3.8	2.6	(1.7)	(0.1)

자료: Bloomberg, KB투자증권

표 2. 해외 동종 조선사 및 엔진업체 밸류에이션 비교 II

	MITSUI	SUMITOMO	mitsubishi	IHI	WARTSILA	MAN SE
현재주가 (07/15, 달러)	1.8	4.6	6.4	4.3	46.7	111.2
시가총액 (백만달러)	1,458	2,833	21,607	6,279	9,209	16,347
절대수익률 (%)						
1M	12.9	11.9	10.9	19.3	4.8	1.8
3M	(6.9)	11.4	(6.3)	26.0	1.8	1.9
6M	21.1	12.0	38.1	77.3	8.8	(0.9)
12M	67.9	48.3	108.6	168.1	44.2	8.7
상대수익률 (%)						
1M	8.5	7.6	6.6	14.9	0.5	(2.6)
3M	(13.2)	5.1	(12.6)	19.6	(4.5)	(4.4)
6M	5.7	(3.4)	22.7	61.9	(6.6)	(16.2)
12M	39.0	19.5	79.7	139.3	15.4	(20.2)
PER (X)						
2012	6.1	42.6	14.3	9.7	19.0	67.3
2013C	20.4	16.2	19.7	23.6	17.2	40.8
2014C	23.6	13.2	17.0	19.9	15.0	19.2
PBR (X)						
2012	0.6	0.9	1.0	1.1	3.6	2.1
2013C	0.8	0.9	1.5	2.0	3.5	2.2
2014C	0.8	0.9	1.4	1.9	3.1	2.1
ROE (%)						
2012	(4.6)	2.1	7.4	12.4	19.7	3.2
2013C	4.0	6.0	7.5	8.9	21.3	5.0
2014C	2.8	7.0	8.4	10.3	22.0	11.8
매출액성장률 (%)						
2012	(3.6)	(10.3)	(4.6)	(1.8)	3.7	(11.6)
2013C	(6.6)	(13.9)	(3.5)	(13.3)	6.3	(0.4)
2014C	3.0	3.1	14.0	3.1	7.0	5.3
영업이익성장률 (%)						
2012	(27.0)	(36.6)	39.5	(7.1)	0.7	(41.5)
2013C	(46.4)	(11.0)	6.8	8.9	16.9	1.4
2014C	4.7	18.5	17.5	11.4	13.9	50.9
순이익성장률 (%)						
2012	적전	(71.3)	278.8	33.8	10.6	(31.3)
2013C	흑전	143.2	(8.7)	(34.7)	21.3	63.9
2014C	(12.7)	22.6	16.5	18.8	15.1	144.1
영업이익률 (%)						
2012	4.2	5.3	5.8	3.4	9.9	5.0
2013C	2.4	5.5	6.4	4.2	10.9	5.0
2014C	2.4	6.3	6.6	4.6	11.6	7.2
순이익률 (%)						
2012	(1.4)	1.0	3.5	2.7	7.2	1.1
2013C	1.1	2.8	3.3	2.0	8.2	1.8
2014C	0.9	3.4	3.3	2.3	8.8	4.3

자료: Bloomberg, KB투자증권

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,007	1,379	856	937	1,023
증감률 (YoY %)	16.0	(31.3)	(37.9)	9.5	9.1
매출원가	1,641	1,224	784	857	926
판매 및 일반관리비	67	85	59	60	61
기타	0	0	0	0	0
조정영업이익	299	70	14	21	36
증감률 (YoY %)	30.0	(76.7)	(80.6)	52.0	74.4
EBITDA	326	97	41	48	63
증감률 (YoY %)	22.9	(70.2)	(57.7)	16.4	30.8
이자수익	20	13	8	9	10
이자비용	15	10	10	9	9
지분법손익	12	136	16	17	18
기타	(20)	(1)	(25)	(22)	(21)
세전계속사업손익	297	208	4	16	34
증감률 (YoY %)	25.3	(29.9)	(98.3)	338.4	117.4
법인세비용	72	18	1	4	8
당기순이익	225	190	3	12	25
증감률 (YoY %)	35.9	(15.3)	(98.6)	338.2	117.4
순손익의 귀속					
지배주주	225	190	3	12	25
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	14.9	5.1	1.6	2.2	3.5
EBITDA마진	16.3	7.0	4.8	5.1	6.1
세전이익률	14.8	15.1	0.4	1.7	3.3
순이익률	11.2	13.8	0.3	1.2	2.5

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	148	(186)	22	25	38
당기순이익	225	190	3	12	25
자산상각비	27	27	28	27	27
기타비현금성손익	93	(115)	(28)	(14)	(14)
운전자본증감	(199)	(280)	28	(0)	0
매출채권감소 (증가)	7	62	(5)	(3)	(6)
재고자산감소 (증가)	22	47	8	(5)	(5)
매입채무증가 (감소)	(3)	(77)	19	5	9
기타	(225)	(313)	7	3	2
투자현금	(37)	(48)	32	(25)	(26)
단기투자자산감소 (증가)	3	(22)	35	(7)	(7)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	8	(3)	(3)
설비투자	17	13	7	9	10
유무형자산감소 (증가)	(10)	(6)	(3)	(3)	(3)
재무현금	(128)	4	152	3	7
차입금증가 (감소)	(128)	4	152	3	7
자본증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(18)	(231)	207	4	19
총현금흐름 (Gross CF)	344	103	3	25	38
(-) 운전자본증가 (감소)	235	280	(1)	0	(0)
(-) 설비투자	(17)	(13)	(7)	(9)	(10)
(+) 자산매각	(10)	(6)	(3)	(3)	(3)
Free Cash Flow	116	(169)	7	32	45
(-) 기타투자	0	0	(8)	3	3
잉여현금	116	(169)	15	29	42

자료: Fnguide, KB투자증권

주: 조정영업이익 = 매출총이익 - 판매관리비 + 기타영업수지

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	2,050	1,786	1,955	1,982	2,030
유동자산	994	641	805	824	864
현금성자산	548	325	475	485	512
매출채권	148	85	91	94	100
재고자산	247	205	210	215	220
기타	50	27	29	30	32
비유동자산	1,056	1,145	1,150	1,157	1,167
투자자산	471	533	555	578	601
유형자산	570	593	575	559	545
무형자산	15	19	20	20	20
부채총계	1,476	1,038	1,193	1,208	1,231
유동부채	1,217	718	717	725	739
매입채무	302	197	207	212	221
유동성이자부채	216	125	110	109	110
기타	699	396	400	404	408
비유동부채	259	321	476	483	492
비유동이자부채	167	245	397	401	407
기타	93	76	79	82	85
자본총계	574	748	762	774	799
자본금	70	70	70	70	70
자본잉여금	367	367	367	367	367
이익잉여금	140	333	337	349	374
자본조정	(3)	(22)	(12)	(12)	(12)
지배주주지분	574	748	762	774	799
순차입금	(166)	45	32	25	5
이자지급성부채	382	370	507	510	517

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	3.6	3.1	185.1	42.2	19.4
PBR	1.5	0.8	0.7	0.7	0.6
PSR	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.0	6.6	12.8	10.9	8.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	3,234	2,739	38	169	366
BPS	8,041	10,489	10,678	10,845	11,210
SPS	28,884	19,839	12,321	13,488	14,714
DPS	0	0	0	0	0
수익성지표 (%)					
ROA	11.3	9.9	0.1	0.6	1.3
ROE	49.2	28.8	0.4	1.5	3.2
ROIC	0.0	31.0	3.1	5.0	9.2
안정성지표 (% , X)					
부채비율	257.3	138.9	156.5	156.1	154.0
순차입비율	(28.9)	6.1	4.2	3.2	0.7
유동비율	81.7	89.3	112.2	113.7	116.9
이자보상배율	(52.8)	(20.1)	9.8	(103.1)	(30.0)
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	11.0	11.9	9.7	10.1	10.5
재고자산회전율	14.0	6.1	4.1	4.4	4.7
자산/자본구조 (%)					
투하자본	7.1	28.1	23.5	22.1	20.5
차입금	40.0	33.1	40.0	39.7	39.3

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 07월 16일 현재 당사는 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.