



BUY(Maintain)

목표주가: 135,000원

주가(4/19): 105,000원

시가총액: 22,334억원

자동차/기계

Analyst 최원경

02) 3787-5036 heavychoi@kiwoom.com

Stock Data

| | | |
|--------------|-----------|------------|
| KOSPI (4/19) | | 2,011.36pt |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 126,500 원 | 70,200 원 |
| 최고/최저가대비 | -17.00% | 49.57% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | 21.7% | 20.5% |
| 6M | 0.5% | 1.4% |
| 12M | -13.6% | -7.9% |

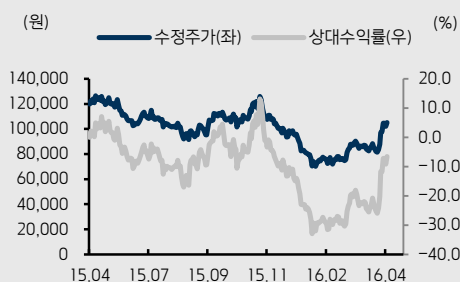
Company Data

| | |
|-------------|-----------|
| 발행주식수 | 26,668 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 125 천주 |
| 외국인 지분율 | 7.72% |
| 배당수익률(16E) | 4.33% |
| BPS(16E) | 134,421 원 |

투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(억원) | 203,124 | 189,604 | 195,433 | 206,656 |
| 보고영업이익(억원) | 9,979 | 2,646 | 13,132 | 14,735 |
| EBITDA(억원) | 16,640 | 9,532 | 19,789 | 21,392 |
| 세전이익(억원) | -1,374 | -14,462 | 5,541 | 7,279 |
| 순이익(억원) | 332 | -17,008 | 4,148 | 5,452 |
| 지배주주지분(억원) | 653 | -3,912 | 4,148 | 5,452 |
| EPS(원) | 2,975 | -17,579 | 18,635 | 24,497 |
| 증감율(%)YoY | -47.4 | N/A | N/A | 31.5 |
| PER(배) | 34.8 | -5.0 | 5.6 | 4.3 |
| PBR(배) | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA(배) | 6.8 | 21.4 | 6.3 | 5.3 |
| 보고영업이익률(%) | 4.9 | 1.4 | 6.7 | 7.1 |
| 핵심영업이익률(%) | 4.9 | 1.4 | 6.7 | 7.1 |
| ROE(%) | 0.4 | -19.7 | 4.6 | 5.4 |
| 순부채비율(%) | 113.0 | 130.1 | 102.5 | 84.6 |

Price Trend



두산 (000150)

1Q16 실적 Review - 그룹 턴어라운드의 시작!



15년 대규모 구조조정 효과와 16년 영업이익의 큰 폭 개선으로 현실화되고 있다. 올해는 두산공작기계, 두산DST, HRSG 등 자산 매각과 밥캣 IPO를 통해 차입금 측면에서의 획기적인 개선을 통해, 내년에는 순이익 측면에서도 큰 개선이 기대된다. 또한, 두산그룹에 꼬리표처럼 따라다녔던 '유동성'이라는 수식어도 서서히 사라질 것으로 판단된다. 목표주가를 기존 100,000원에서 135,000원으로 상향한다.

>>> 1Q16 실적 Review - 어닝 서프라이즈

동사의 1분기 연결 영업이익은 전년 동기의 1,485억원 대비 74.4% 급증한 2,590억원을 기록했다. 이는 손자회사인 두산인프라코어, 두산건설, 두산엔진이 모두 어닝 서프라이즈를 기록했고, 자회사인 두산중공업 관리연결 이익도 믹스 개선으로 증가한 데 따른 것이다. 현재 동사의 연결 기준 이자비용이 분기 평균 1,700억원 수준임을 감안하면 두산그룹 전체적으로는 ICR 1배를 무난하게 넘어선 것이다. 자체사업 영업이익은 전년 동기와 비슷한 340억원 수준을 기록했지만 2분기부터 연료전지 매출이 본격화되고 산업차량 성수기 진입으로 1분기 대비 큰 폭으로 증가할 것으로 기대된다.

>>> 2분기에도 강한 실적 흐름 기대

1분기 실적도 좋았지만 2분기 실적은 더욱 크게 증가할 것으로 기대된다. 두산인프라코어가 2분기에는 밥캣 성수기 진입, 구매가 절감 효과 full 분기 인식 등으로 영업이익이 1분기 대비 크게 증가할 것으로 예상되고, 두산중공업도 전년 대비 매출이 감소했던 1분기와는 달리 2분기에는 전년 대비 매출이 증가세로 반전되면서 영업이익이 크게 증가할 것으로 기대되기 때문이다. 또한, 동사 자체사업도 앞단락에서 언급한 바와 같이 1분기 대비 영업이익이 크게 증가할 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 135,000원으로 상향

15년 대규모 구조조정 효과와 16년 영업이익의 큰 폭 개선으로 현실화되고 있다. 올해는 두산공작기계, 두산DST, HRSG 등 자산 매각과 밥캣 IPO를 통해 차입금 측면에서 획기적인 개선이 기대되어, 내년에는 순이익 측면에서도 큰 개선을 기대할 수 있을 것으로 판단된다. 또한, 두산그룹에 꼬리표처럼 따라다녔던 '유동성'이라는 수식어도 서서히 사라질 것으로 판단된다. 동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 100,000원에서 135,000원으로 상향한다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 216,161 | 203,124 | 189,604 | 195,433 | 206,656 |
| 매출원가 | 181,152 | 169,389 | 159,681 | 153,660 | 161,848 |
| 매출총이익 | 35,008 | 33,735 | 29,923 | 41,773 | 44,807 |
| 판매비및일반관리비 | 23,657 | 23,756 | 27,277 | 28,641 | 30,073 |
| 영업이익(보고) | 11,352 | 9,979 | 2,646 | 13,132 | 14,735 |
| 영업이익(핵심) | 11,352 | 9,979 | 2,646 | 13,132 | 14,735 |
| 영업외손익 | -9,365 | -11,353 | -17,107 | -7,592 | -7,456 |
| 이자수익 | 816 | 642 | 494 | 727 | 958 |
| 배당금수익 | 25 | 18 | 31 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 3,601 | 3,090 | 4,668 | -32 | -27 |
| 이자비용 | 7,751 | 7,055 | 6,949 | 7,087 | 7,087 |
| 외환손실 | 3,344 | 3,378 | 6,174 | 0 | 0 |
| 관계기업지분손익 | -479 | -780 | -480 | -200 | -200 |
| 투자및기타자산처분손익 | 804 | 516 | 100 | 200 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | -1,280 | -3,051 | -2,747 | 0 | 0 |
| 기타 | -1,758 | -1,354 | -6,050 | -1,200 | -1,100 |
| 법인세차감전이익 | 1,986 | -1,374 | -14,462 | 5,541 | 7,279 |
| 법인세비용 | 800 | -951 | 2,295 | 1,393 | 1,826 |
| 유효법인세율 (%) | 40.3% | 69.2% | -15.9% | 25.1% | 25.1% |
| 당기순이익 | 1,302 | 332 | -17,008 | 4,148 | 5,452 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 1,236 | 653 | -3,912 | 4,148 | 5,452 |
| EBITDA | 17,683 | 16,640 | 9,532 | 19,789 | 21,392 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 7,633 | 6,993 | -10,122 | 10,804 | 12,109 |
| 수정당기순이익 | 1,586 | 1,113 | -13,940 | 3,998 | 5,452 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | -11.2 | -6.0 | -6.7 | 3.1 | 5.7 |
| 영업이익(보고) | 42.0 | -12.1 | -73.5 | 396.3 | 12.2 |
| 영업이익(핵심) | 42.0 | -12.1 | -73.5 | 396.3 | 12.2 |
| EBITDA | 27.2 | -5.9 | -42.7 | 107.6 | 8.1 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 29.5 | -47.1 | N/A | N/A | 31.5 |
| EPS | 35.8 | -47.4 | N/A | N/A | 31.5 |
| 수정순이익 | N/A | -29.8 | N/A | N/A | 36.4 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E |
|-------------------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 3,834 | 6,468 | -178 | 15,444 | 19,607 |
| 당기순이익 | 1,302 | 332 | -17,008 | 4,148 | 5,452 |
| 감가상각비 | 4,648 | 4,632 | 4,581 | 4,471 | 4,471 |
| 무형자산상각비 | 1,684 | 2,028 | 2,305 | 2,185 | 2,185 |
| 외환손익 | 39 | 281 | 1,924 | 32 | 27 |
| 자산처분손익 | 968 | 409 | 418 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 479 | 780 | 777 | 200 | 200 |
| 영업활동자산부채 증감 | -8,530 | -3,586 | -6,167 | -10,628 | -8,187 |
| 기타 | 3,245 | 1,592 | 12,992 | 15,036 | 15,458 |
| 투자활동현금흐름 | -11,386 | -6,110 | -4,458 | -4,000 | -4,000 |
| 투자자산의 처분 | -4,883 | -259 | 770 | 0 | 0 |
| 유형자산의 처분 | 1,171 | 164 | 193 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -5,038 | -4,533 | -4,075 | -4,000 | -4,000 |
| 무형자산의 처분 | -2,687 | -2,656 | -2,629 | 0 | 0 |
| 기타 | 51 | 1,174 | 1,283 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | -2,701 | 4,258 | 11,137 | -2,060 | -2,060 |
| 단기차입금의 증가 | -124 | 17,480 | 26,874 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | -4,914 | -5,664 | -9,931 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -1,365 | -1,510 | -2,268 | -2,060 | -2,060 |
| 기타 | 3,702 | -6,047 | -3,538 | 0 | 0 |
| 현금및현금성자산의순증가 | -10,149 | 4,326 | 6,416 | 9,384 | 13,547 |
| 기초현금및현금성자산 | 22,733 | 12,584 | 16,910 | 23,326 | 32,710 |
| 기말현금및현금성자산 | 12,584 | 16,910 | 23,326 | 32,710 | 46,256 |
| Gross Cash Flow | 12,363 | 10,054 | 5,990 | 26,072 | 27,794 |
| Op Free Cash Flow | 1,428 | 5,865 | -3,339 | 5,161 | 9,204 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 123,093 | 122,770 | 123,328 | 142,710 | 166,086 |
| 현금및현금성자산 | 12,584 | 16,910 | 23,326 | 32,710 | 44,140 |
| 유동금융자산 | 15,729 | 12,933 | 8,003 | 8,003 | 9,323 |
| 매출채권및유동채권 | 59,304 | 54,005 | 53,822 | 58,816 | 62,194 |
| 재고자산 | 25,916 | 28,492 | 27,523 | 28,369 | 30,440 |
| 기타유동비금융자산 | 9,560 | 10,430 | 10,563 | 14,813 | 19,989 |
| 비유동자산 | 188,567 | 190,923 | 192,326 | 192,339 | 192,033 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 2,746 | 3,225 | 2,647 | 2,893 | 3,059 |
| 투자자산 | 18,926 | 20,043 | 22,366 | 22,366 | 22,366 |
| 유형자산 | 86,600 | 85,835 | 87,961 | 87,489 | 87,018 |
| 무형자산 | 72,136 | 71,734 | 70,253 | 70,253 | 70,253 |
| 기타비유동자산 | 8,158 | 10,086 | 9,099 | 9,338 | 9,338 |
| 자산총계 | 311,660 | 313,693 | 315,563 | 335,049 | 358,119 |
| 유동부채 | 118,153 | 126,483 | 142,797 | 142,259 | 146,016 |
| 매입채무및기타유동채무 | 40,902 | 40,625 | 37,183 | 36,880 | 38,997 |
| 단기차입금 | 26,905 | 33,733 | 46,168 | 46,168 | 46,168 |
| 유동성장기차입금 | 19,605 | 23,089 | 29,266 | 29,266 | 29,266 |
| 기타유동부채 | 30,742 | 29,036 | 30,180 | 29,945 | 31,585 |
| 비유동부채 | 102,927 | 98,187 | 88,831 | 95,347 | 109,207 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 0 | 427 | 1,504 | 0 | 0 |
| 사채및장기차입금 | 79,990 | 73,583 | 65,127 | 65,127 | 65,127 |
| 기타비유동부채 | 22,938 | 24,177 | 22,200 | 30,219 | 44,079 |
| 부채총계 | 221,081 | 224,670 | 231,628 | 237,605 | 255,223 |
| 자본금 | 1,329 | 1,348 | 1,348 | 1,348 | 1,348 |
| 주식발행초과금 | 3,373 | 3,557 | 3,557 | 3,557 | 3,557 |
| 이익잉여금 | 18,529 | 18,162 | 13,570 | 17,718 | 23,170 |
| 기타자본 | 7,154 | 5,826 | 7,294 | 7,294 | 7,294 |
| 지배주주지분자본총계 | 30,385 | 28,894 | 25,770 | 29,918 | 35,370 |
| 비지배주주지분자본총계 | 60,195 | 60,129 | 58,165 | 67,527 | 67,527 |
| 자본총계 | 90,580 | 89,023 | 83,935 | 97,444 | 102,896 |
| 순차입금 | 98,187 | 100,561 | 109,233 | 99,849 | 87,098 |
| 총차입금 | 126,500 | 130,405 | 140,561 | 140,561 | 140,561 |

투자지표

(단위: 원, %, 배)

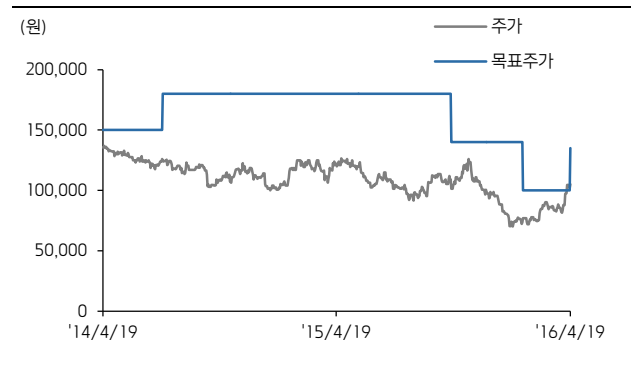
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 5,652 | 2,975 | -17,579 | 18,635 | 24,497 |
| BPS | 138,950 | 129,823 | 115,786 | 134,421 | 158,918 |
| 주당EBITDA | 80,894 | 75,753 | 42,829 | 88,913 | 96,113 |
| CFPS | 34,918 | 31,835 | -45,477 | 48,545 | 54,407 |
| DPS | 3,500 | 4,000 | 4,550 | 4,550 | 4,550 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 24.7 | 34.8 | -5.0 | 5.6 | 4.3 |
| PBR | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 7.5 | 6.8 | 21.4 | 6.3 | 5.3 |
| PCFR | 4.0 | 3.3 | -1.9 | 2.2 | 1.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 5.3 | 4.9 | 1.4 | 6.7 | 7.1 |
| 영업이익률(핵심) | 5.3 | 4.9 | 1.4 | 6.7 | 7.1 |
| EBITDA margin | 8.2 | 8.2 | 5.0 | 10.1 | 10.4 |
| 순이익률 | 0.6 | 0.2 | -9.0 | 2.1 | 2.6 |
| 자기자본이익률(ROE) | 1.6 | 0.4 | -19.7 | 4.6 | 5.4 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 8.9 | 7.4 | 1.9 | 9.2 | 9.7 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 244.1 | 252.4 | 276.0 | 243.8 | 248.0 |
| 순차입금비율 | 108.4 | 113.0 | 130.1 | 102.5 | 84.6 |
| 이자보상배율(배) | 1.5 | 1.4 | 0.4 | 1.9 | 2.1 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 3.7 | 3.6 | 3.5 | 3.5 | 3.4 |
| 재고자산회전율 | 8.0 | 7.5 | 6.8 | 7.0 | 7.0 |
| 매입채무회전율 | 5.0 | 5.0 | 4.9 | 5.3 | 5.4 |

- 당사는 4월 19일 현재 '두산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자 의견 | 목표주가 |
|----------|------------|---------------|----------|
| 두산 | 2014-07-22 | BUY(Maintain) | 180,000원 |
| (000150) | 2014-07-29 | BUY(Maintain) | 180,000원 |
| | 2014-10-08 | BUY(Maintain) | 180,000원 |
| | 2015-02-24 | BUY(Maintain) | 180,000원 |
| | 2015-04-07 | BUY(Maintain) | 180,000원 |
| | 2015-04-20 | BUY(Maintain) | 180,000원 |
| | 2015-07-30 | BUY(Maintain) | 180,000원 |
| | 2015-10-16 | BUY(Maintain) | 140,000원 |
| | 2016-01-12 | BUY(Maintain) | 140,000원 |
| | 2016-02-05 | BUY(Maintain) | 100,000원 |
| | 2016-04-06 | BUY(Maintain) | 100,000원 |
| | 2016-04-20 | BUY(Maintain) | 135,000원 |

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 172 | 94.51% |
| 중립 | 10 | 5.49% |
| 매도 | 0 | 0.00% |