

2017/11/06

두산중공업(034020)

조선/기계 최광식

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

연말 수주 물리지만 POOL이 작아짐

Buy (Maintain)

■ 신고리 작업 중지로 3Q 부진, 11월 본격 작업 개시로 4Q FLAT

동사는 3분기 재무연결 매출 3조4,826억원, 영업이익 1,960억원으로 시장 컨센서스를 소폭 하회했고, 순이익단은 적자를 기록했다<표1>. 중공업은 매출 1조 3,442억원(YoY +7%, QoQ -5%)으로 신고리 5,6호기 공사가 중지되었음에도 YoY 성장했지만, 영업이익 416억원(-13%, -33%), OPM 3.1%(QoQ -1.3%p)로 부진했는데, 역시 고마진 원전 공사 중단 때문이다.

신고리 5,6호기 작업 재개가 결정되었지만, 11월부터 작업이 본격화되어 4Q OPM은 3.1%로 FLAT 하지만, 매출이 2조 1,760억원(QoQ +62%, YoY +5%)으로 연말 쏠림에, 영업이익 680억원을 예상한다<표2>. 연기되던 강릉 안인, 고성 하이, 베트남 응이손 등 사업이 확정되어 2018년 성장은 유효하다<표3>.

■ 연말 수주 많지만, “수주 확실시” 6.5조원(기존 10.6조원)으로 감소

3Q 수주는 4,057억원에 그쳤고, 누적 수주도 목표 10.6조원에 크게 모자라는 2.8조원에 불과하다. 그러나 과거 2년 연말에 수주가 몰리는 경향이 있어 수주 POOL에서 4분기 수주 모멘텀은 개선될 전망이다<그림1>. 그러나 동사의 “수주 확실시” 가이드스가 6.5조원으로 감소했다. 리커링(매년 반복 수주)과 수익계약/단독협상/Lowest을 합한 “수주 확실시”는 연초부터 2분기까지 10.6조원으로 안내해왔는데, 신한울 3,4호기 2.1조원을 제거했고, 나머지 사업들에서 2.0조원이 빠진 셈이다<그림2>. 연말 수주모멘텀 있지만 기대보다 약해졌다.

■ 올해 수주 미달 → FWD 3년 이익 조정, TP 2.3만원으로 하향

올해 수주가 당사 기대 8조원대보다 작아, 동사의 FWD 3년 매출과 이익을 하향 조정하면서 동사의 목표주가도 기존 26,000원에서 23,000원으로 내린다<표4>. 목표주가는 타겟 PBR 0.9배, 2018년 PE 11배 수준이다.

■ 해외 원전 동향) 2018년 인도, 영국 등 원전 모멘텀 기대할만

탈원전 시대를 맞아 가스터빈/풍력/원전 해체 등으로의 왼쪽 다리 근육을 키우는 가운데, 2020년부터의 원전 매출 감소를, 해외 원전 수주를 통해 메울 가능성도 열려 있다. 웨스팅하우스의 인도 주기기, 사우디 스마트원전, 영국 무어사이드, 체코, 인도 1GW급 원전 등의 순서로 가능성이 높다. 다만 수주 시점은 해를 넘길 것으로 보인다.

목표주가(12M)	23,000원
종가(2017/11/03)	17,250원

Stock Indicator

자본금	597십억원
발행주식수	10,646만주
시가총액	1,836십억원
외국인지분율	8.9%
배당금(2016)	550원
EPS(2017E)	-874원
BPS(2017E)	27,874원
ROE(2017E)	-3.1%
52주 주가	16,250~30,400원
60일평균거래량	763,996주
60일평균거래대금	14.1십억원

Price Trend



3Q17 Review: 신고리 작업중지로 OPM 하강

<표 1> 두산중공업의 3Q17 Review: 신고리 5,6 호기 작업 중지로 파워 BG OPM 하강, 순이익단 적자 지속

(십억원)

항목	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17(a)	y-y %	q-q %	컨센서스 10월30일	당사(b)	차이(a)/(b)
매출액	3,059.2	4,061.1	3,437.9	3,824.6	3,482.6	14%	-9%	3,477	3,716	-6%
영업이익	154.4	153.8	236.8	305.9	196.0	27%	-36%	208	264	-26%
영업외	-101.2	-655.0	-121.0	-246.6	-130.7			-123	-114	15%
세전이익	53.2	-501.2	115.8	59.3	65.4	23%	10%	85	150	-57%
순이익	74.3	-510.3	37.5	-26.1	-10.0	적전	적지	65	110	-109%
지배주주 순이익	94.1	-301.8	-14.9	-70.9	-58.3	적전	적지	38	69	-185%
영업이익률	5.0%	3.8%	6.9%	8.0%	5.6%	0.6%p	-2.4%p	6.0%	7.1%	-1.5%p
순이익률	2.4%	-12.6%	1.1%	-0.7%	-0.3%	-2.7%p	0.4%p	1.9%	3.0%	-3.2%p
① 중공업										
매출액	1,254.9	2,081.6	1,341.4	1,418.0	1,344.2	7.1%	-5%		1,554	-13%
영업이익	47.8	72.7	69.5	61.8	41.6	-13%	-33%		96	-56%
영업이익률	3.8%	3.5%	5.2%	4.4%	3.1%	-0.7%p	-1.3%p		6.1%	-3.1%p
파워(연결)										
매출액	1,018	1,720	1,075	1,108	1,050	3%	-5%		1,210	-2%
영업이익	42	77	59	40	32	-23%	-19%		76	-57%
영업이익률	4.1%	4.5%	5.5%	3.6%	3.1%	-1.0%p	-0.5%p		6.3%	-3.2%p
워터										
매출액	67	126	70	102	95	43%	-7%		105	-9%
영업이익	-6	1	-4	5	4	흑전	-8%		3	40%
영업이익률	-9.3%	1.1%	-5.5%	4.7%	4.6%	14.0%p	0.0%p		3.0%	1.6%p
주단 건설 등										
매출액	198	260	227	237	198	0%	-16%		239	-17%
영업이익	14	-7	14	17	5	-64%	-70%		17	-70%
영업이익률	7.0%	-2.5%	6.0%	7.1%	2.5%	-4.5%p	-4.6%p		7.0%	-4.5%p
② 중공업 외										
매출액	1,814	1,980	2,095	2,409	2,157	19%	-10%		2,162	0%
영업이익	109	84	167	241	155	42%	-36%		169	-8%
영업이익률	6.0%	4.3%	8.0%	10.0%	7.2%	1.2%p	-2.8%p		7.8%	-0.6%p

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 두산중공업 실적 예상치: 신고리 5,6 호기 작업재개되었지만 4Q의 11월부터 본격적 작업 개시 미미 → OPM 낮게둬
 4Q17은 작년 4분기와 같이 매출 쏠림으로 가정
 인도 보일러 공사 기성 확대 국면과 불투명했던 신고리 5,6 호기, 강릉 안인, 고성 하이, 베트남 응이손 등의 매출 인식 증가로 2018년 발전 부문 매출 증가 가정

(십억원)													
항목	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	3,438	3,825	3,483	4,285	3,948	4,361	4,172	4,528	17,972	14,471	13,893	15,030	17,009
영업이익	237	306	196	232	266	328	272	278	878	-27	791	971	1,144
금융/기타영업외	-117	-243	-127	-110	-124	-121	-119	-115	-1,003	-1,504	-1,023	-598	-480
세전사업이익	116	59	65	118	138	202	149	158	-205	-1,613	-246	358	647
지배주주순이익	-15	-71	-58	40	61	92	75	79	-95	-1,039	-171	-104	307
영업이익률	6.9%	8.0%	5.6%	5.4%	6.7%	7.5%	6.5%	6.1%	4.9%	-0.2%	5.7%	6.5%	6.7%
주주순이익률	-0.4%	-1.9%	-1.7%	0.9%	1.5%	2.1%	1.8%	1.7%	-0.5%	-7.2%	-1.2%	-0.7%	1.8%
① 중공업													
매출액	1,341	1,418	1,344	2,176	1,627	1,892	2,060	2,335	7,264	6,639	6,090	6,280	7,914
YoY	3%	-2%	7%	5%	21%	33%	53%	7%	-14%	-9%	-8%	3%	26%
			↑ ② YoY 턴업								① 매출 턴어라운드 ↑		
영업이익	70	62	42	68	62	89	106	103	323	259	285	241	360
영업이익률	5.2%	4.4%	3.1%	3.1%	3.8%	4.7%	5.1%	4.4%	4.4%	3.9%	4.7%	3.8%	4.5%
발전(연결)													
매출액	1,075	1,108	1,050	1,737	1,374	1,610	1,773	1,960	5,613	5,296	4,932	4,970	6,717
영업이익	59	40	32	63	46	75	94	103	330	259	265	195	319
영업이익률	5.5%	3.6%	3.1%	3.6%	3.4%	4.7%	5.3%	5.3%	5.9%	4.9%	5.4%	3.9%	4.7%
워터													
매출액	70	102	95	125	77	92	89	105	576	461	360	393	363
영업이익	-4	5	4	6	2	3	3	3	-1	-29	-12	11	11
영업이익률	-5.5%	4.7%	4.6%	4.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-0.2%	-6.2%	-3.4%	2.8%	3.0%
주단 건설 등													
매출액	227	237	198	314	177	189	198	270	1,180	961	897	977	834
영업이익	14	17	5	-1	14	12	9	-4	28	31	33	35	30
영업이익률	6.0%	7.1%	2.5%	-0.3%	7.7%	6.2%	4.4%	-1.5%	2.3%	3.2%	3.7%	3.5%	3.6%
② 중공업 외													
매출액	2,095	2,409	2,157	2,109	2,321	2,469	2,112	2,193	10,785	9,092	7,807	8,770	9,095
영업이익	167	241	155	165	204	239	167	175	546	-164	508	727	784
영업이익률	8.0%	10.0%	7.2%	7.8%	8.8%	9.7%	7.9%	8.0%	5.1%	-1.8%	6.5%	8.3%	8.6%

자료: 하이투자증권 리서치

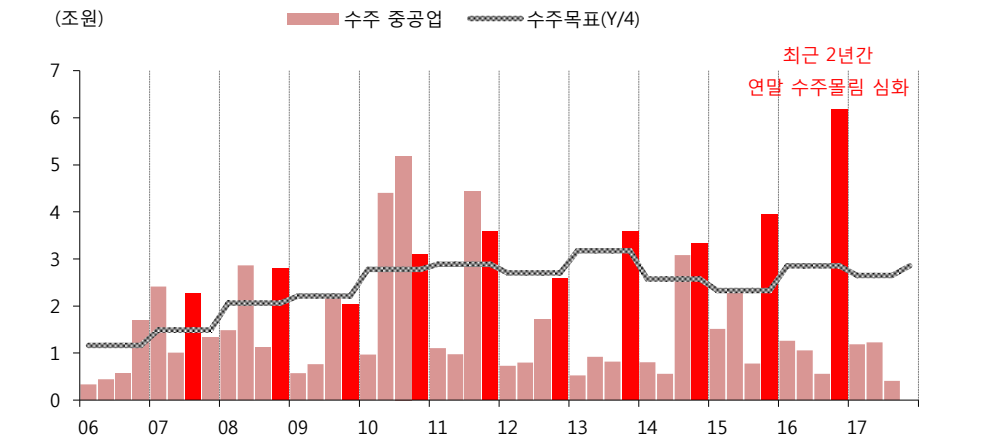
<표 3> 당사 매출 예상에서 프로젝트별 분기 예상치: 신고리 5,6 호기 주기기 작업재개,
 불투명했다가 작업 시작하는 고성 하이, 강릉 안인, 베트남 응이손
 원래 중심 사업 예정인 인도 브라질 공사 매출 늘어나기 시작

프로젝트	작업개시	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
(SK)고성 하이 USC 보일러 1GW x 2기, USC (2	16.12																
(삼성)강릉 안인화력발전소 1,2호기 1GW x 2기	17.04																
UAE 원자력발전소 1,2호 주기기 공급	10.06																
UAE 원자력발전소 3,4호 주기기 공급	10.06																
베트남 Nghi Son 2 석탄발전소	17.10																
베트남 빈탄4 Thermal Power Plant(600MW)	14.04																
베트남 빈탄4 석탄발전소 - 공통설비 및 BOP	16.05																
베트남 빈탄4 석탄발전소 확장 600MW	16.05																
베트남 송하우 1 석탄발전소 600MW x 2기	15.07																
보령3호기 성능개선: 500MW	16.12																
사우디 Fadhili 열병합 G/T 1.5GW + S/T 1.5MW	16.12																
신고리 5,6호기 원자로 설비 및 터빈 발전기	14.08																
신서천 터빈(USC 보일러는 실주)	15.11																
영국원전 14기 Lifetime 유지보수 계약	14.02																
인니 복합화력 전환: HRSG 3 + S/T 184MW	16.12																
인도 Barh 보일러	16.05																
인도 Jawaharpur 660MW x 2 NOA	16.12																
인도 Obra C 660MW x 2 NOA	16.12																
인도 푸디마다카 USC(1GW) 보일러 X 4기	15.12																
인도 하두야간 660MW 보일러 X 2기	15.10																
카자흐스탄 Karabatan 복합발전 EPC	15.01																
필리핀CFB 보일러 300MW x 2	16.10																

자료: 하이투자증권 리서치

수주 모멘텀!?: 올해도 4분기 수주몰이 예상되지만 수주 POOL은 연초 가이던스/예상보다 작아짐

<그림 1> 최근 2년여간 연말 수주몰림 신화



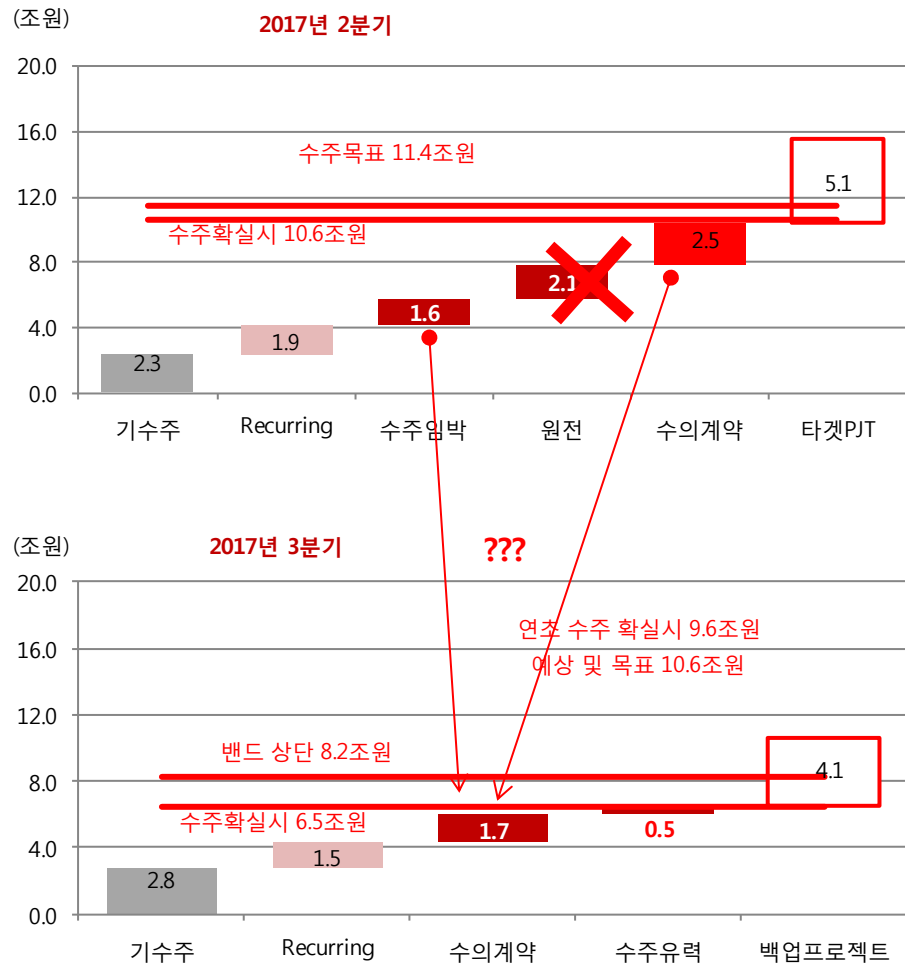
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 수주 가이던스 하향 조정: 6.5조원~8.2조원 밴드

수주 확실시가 2분기까지 10.6조원에서 6.5조원으로 4.1조원 작아졌는데

2.1조원은 신한울 3,4호기가 탈원전 정책에 따라 제거된 것이고

나머지 2조원은 ...



자료: 하이투자증권 리서치

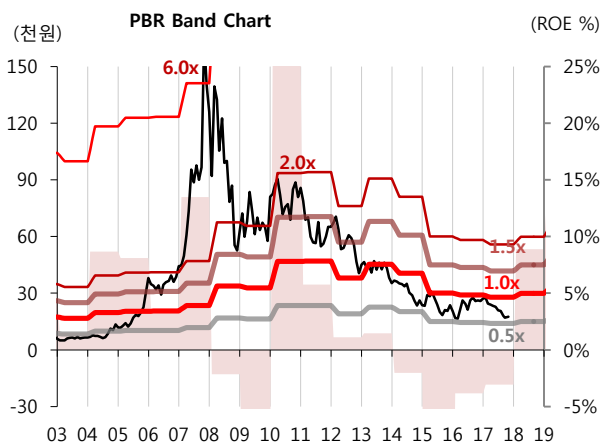
목표주가 23,000원으로 하향: 실적 추정치 하향 & 불확실한 업 황(탈원전 대응)에 보수적인 COE 적용

<표 4> 두산중공업 목표주가 기준 26,000 원에서 23,000 원으로 하향: 2018 년 수주 가이드스 하향으로 2018 년~2020 년 실적 하향 조정 반영 & 탈원전 기조에 따라 보수적인 COE 적용

계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
중공업 영업이익(십억원)	594	515	323	259	285	241	360	458
영업이익(십억원)	586	958	878	-27	791	971	1,144	1,306
지배주주 순이익	43	69	-95	-1,039	-171	-104	307	477
지배주주 자본총계	3,819	4,727	4,659	3,581	3,476	3,327	3,575	3,994
자본(BW 모두 전환 가정)	3,819	4,727	4,659	3,581	3,476	3,827	4,075	4,494
주식수	106	106	119	119	119	119	119	119
↓			RCPS 0.4조원			BW 0.5조원		
주식수(BW 모두 전환 가정)			119			146	146	146
EPS	402	654	-790	-8,701	-1,431	-874	2,568	3,995
↓						-18% 희석		
EPS(BW 모두 전환 가정)						-715	2,101	3,267
BPS	36,075	44,524	39,036	29,998	29,119	27,874	29,952	33,457
BPS(BW 모두 전환 가정)						26,223	27,922	30,789
PBR(고)	2.2	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1		
PBR	1.6	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8		
PBR(저)	1.1	0.7	0.5	0.5	0.5	0.9		
ROE	1%	1.6%	-2.0%	-25.2%	-5%	-3%	8.9%	12.6%
							-13% 희석	
ROE(BW 모두 전환 가정)						-2.9%	7.8%	11.1%
적용ROE	1%	1.6%	1.6%	-4.0%	2.9%	6.1%	10.7%	12.6%
적용ROE(BW 모두 전환)						5.3%	9.4%	11.1%
↳ FWD 년도	+0 ~ 1Y	+0Y	1Y	+1 ~ 2Y	+1 ~ 2Y	+0 ~ 2Y	+0 ~ 1Y	+0Y
COE(고)	0.6%	1.5%	1.9%	-4.4%	2.8%	5.4%		
COE(평)	0.8%	1.7%	2.1%	-4.9%	3.1%	7.8%		
적용ROE = FWD +0 ~ 2Y						5.3%	9.4%	
적용COE = TRL 참조					불확실한 투자 심리→	8.0%	9.0%	
Target PBR						0.70	1.00	
적용 BPS: 당해						26,223	27,922	
적정주가						18,000	28,000	
가중치						50%	50%	
목표주가						23,000		
증가(11.03)						17,250		
상승여력						4%		

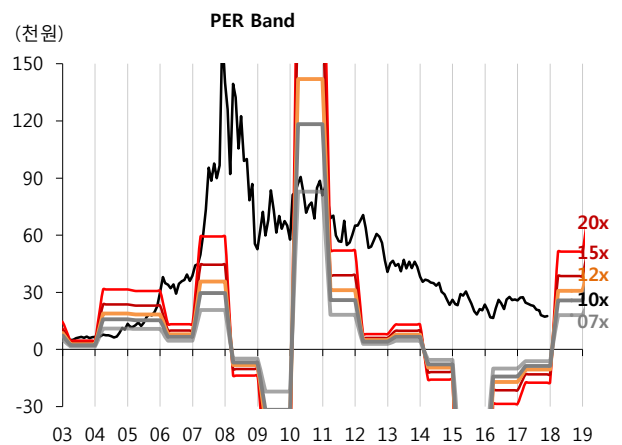
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 두산중공업의 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 4> 여전히 2018 년의 턴업은 기대 중



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,035	7,765	8,313	8,615
현금 및 현금성자산	1,370	516	364	602
단기금융자산	602	458	349	266
매출채권	4,763	4,125	4,659	4,787
재고자산	1,731	2,124	2,404	2,385
비유동자산	15,797	15,781	15,828	15,777
유형자산	6,382	6,376	6,370	6,365
무형자산	6,646	6,440	6,253	6,082
자산총계	24,833	23,545	24,141	24,391
유동부채	11,582	10,792	11,032	10,867
매입채무	2,452	1,914	2,683	3,031
단기차입금	2,893	2,459	2,459	2,090
유동성장기부채	2,531	2,931	2,531	2,531
비유동부채	6,428	5,902	5,896	5,810
사채	1,754	1,354	1,354	1,354
장기차입금	2,535	2,281	2,053	1,848
부채총계	18,010	16,695	16,929	16,678
지배주주지분	3,476	3,327	3,575	3,994
자본금	597	597	597	597
자본잉여금	1,653	1,643	1,643	1,643
이익잉여금	705	542	790	1,208
기타자본항목	522	546	546	546
비지배주주지분	3,347	3,523	3,637	3,720
자본총계	6,823	6,851	7,213	7,714

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,893	15,030	17,009	18,069
증가율(%)	-4.0	8.2	13.2	6.2
매출원가	11,477	12,568	14,413	15,221
매출총이익	2,415	2,462	2,596	2,848
판매비와관리비	1,624	1,491	1,452	1,542
연구개발비	192	207	235	249
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	791	971	1,144	1,306
증가율(%)	-2,994.7	22.7	17.8	14.1
영업이익률(%)	5.7	6.5	6.7	7.2
이자수익	40	41	33	31
이자비용	513	484	458	420
지분법이익(손실)	-15	-15	-17	-18
기타영업외손익	-475	-125	-60	-80
세전계속사업이익	-246	358	647	823
법인세비용	132	278	226	263
세전계속이익률(%)	-1.8	2.4	3.8	4.6
당기순이익	-216	72	421	560
순이익률(%)	-1.6	0.5	2.5	3.1
지배주주귀속 순이익	-171	-104	307	477
기타포괄이익	-28	40	40	40
총포괄이익	-244	112	460	600
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	968	-443	1,592	1,770
당기순이익	-216	72	421	560
유형자산감가상각비	328	486	486	485
무형자산상각비	204	206	187	170
지분법관련손실(이익)	-15	-15	-17	-18
투자활동 현금흐름	805	614	513	559
유형자산의 처분(취득)	-222	-480	-480	-480
무형자산의 처분(취득)	-247	-	-	-
금융상품의 증감	3	-132	-199	-126
재무활동 현금흐름	-2,252	-829	-748	-694
단기금융부채의증감	-2,875	-34	-400	-369
장기금융부채의증감	684	-653	-228	-205
자본의증감	-	-10	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-524	-854	-152	238
기초현금및현금성자산	1,893	1,370	516	364
기말현금및현금성자산	1,370	516	364	602

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	-1,431	-874	2,568	3,995
BPS	29,119	27,874	29,952	33,456
CFPS	3,029	4,920	8,206	9,489
DPS	550	550	550	550
Valuation(배)				
PER			6.7	4.3
PBR	0.9	0.6	0.6	0.5
PCR	9.0	3.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.0	5.9	5.2	4.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-4.8	-3.1	8.9	12.6
EBITDA 이익률	9.5	11.1	10.7	10.9
부채비율	264.0	243.7	234.7	216.2
순부채비율	113.5	117.5	106.5	90.2
매출채권회전율(x)	2.8	3.4	3.9	3.8
재고자산회전율(x)	7.1	7.8	7.5	7.5

자료 : 두산중공업, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산중공업)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-02-29	Buy	28,000	6개월	-22.8%	-5.2%
2016-04-20	Buy	34,000	6개월	-26.4%	-12.4%
2017-01-31	Buy	39,000	6개월	-25.3%	-22.1%
2017-02-17	Buy	34,000	6개월	-27.9%	-19.0%
2017-05-11	Buy	31,000	6개월	-28.6%	-21.3%
2017-08-03	Buy	26,000	1년	-31.5%	-24.4%
2017-11-06	Buy	23,000	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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-