

두산(006260)

연료전지 성장성 부각 될 듯

■ 연료전지 사업 성장 본격화 될 듯

연료전지는 수소의 전기화학 반응에 의해 전기와 열을 생산하는 고효율 친환경 발전설비로 연소과정이 없어 황산화물이나 질소산화물 발생량이 적다. 또한 신재생에너지 중 설치면적이 가장 작으며 기후조건과 무관하게 안정적인 전력 공급이 가능하다.

내년부터 강화되는 신재생에너지의무할당제도(RPS)에 따라 향후 연료전지 사업은 더욱 탄력을 받을 것으로 예상된다. RPS는 500MW 이상의 발전 설비를 보유한 사업자는 발전량의 일정비율 이상을 신재생에너지로 생산하도록 하는 제도로서 정부는 2023년 10%까지 확대한다는 계획이다. 특히 문재인 정부의 탈원전 및 친환경 에너지 정책 전환 등으로 향후 정책강화도 예상된다.

이러한 환경하에서 동사는 2014년 미국 CEP 인수와 국내 퓨얼셀파워 합병을 통해 연료전지사업에 진출하였다. 이 사업에 진출한 이후 2년 만에 수주금액 1조원을 달성했고 올해 신규 수주는 11,000억원으로 예상된다. 지난 5월에는 약 400억원을 투자한 총 63MW 규모의 연료전지 공장이 준공되었다.

내년에도 정부정책 등에 힘입어 1조원 이상의 수주가 가능할 것으로 예상되면서 동사 연료전지 사업 성장이 본격화 될 것으로 기대된다.

■ 주주친화정책

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 170,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 영업가치 중 자체사업의 경우 2018년 예상 EV/EBITDA에 8.5배를 적용하여 산출하였다.

동사는 주당 배당금을 순차적으로 상향할 뿐만 아니라 자사주 소각 등 주주친화정책을 강화하고 있어서 동사 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

지주/ Mid-Small Cap 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진
(2122-9209) kjcho@hi-ib.com

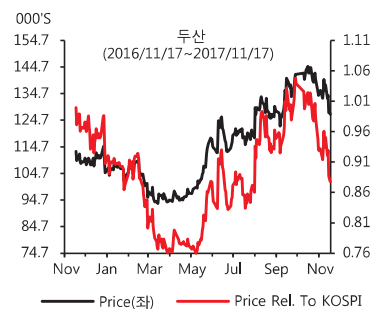
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000원
증가(2017/11/17)	127,000원

Stock Indicator

자본금	135십억원
발행주식수	2,560만주
시가총액	2,996십억원
외국인지분율	7.7%
배당금(2016)	5,100원
EPS(2017E)	4,018원
BPS(2017E)	110,954원
ROE(2017E)	3.6%
52주 주가	93,400~145,000원
60일평균거래량	44,499주
60일평균거래대금	6.0십억원

Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	16,902	71	-391	-18,393		16.8	121,152	0.7	-15.2	276.0
2016	16,411	917	197	9,261	11.3	7.3	118,351	0.9	7.9	262.8
2017E	17,445	1,182	81	4,018	31.6	6.5	110,954	1.1	3.6	268.7
2018E	19,105	1,335	259	13,478	9.4	6.1	106,876	1.2	12.4	269.2
2019E	20,350	1,438	340	17,734	7.2	6.0	107,054	1.2	16.6	265.3

자료: 두산, 하이투자증권 리서치센터

〈표12〉 두산 주당 가치 및 자회사 가치평가

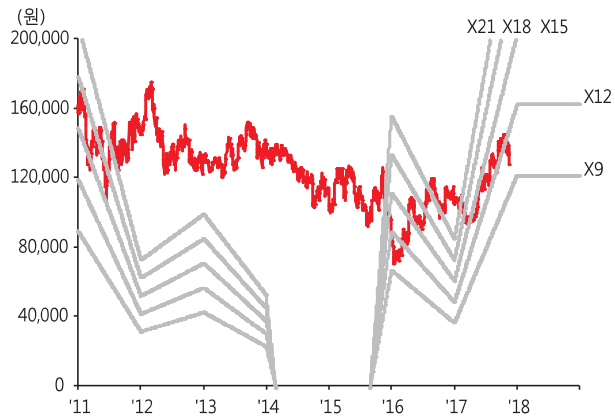
(단위: 억원)

자회사 가치	12,127
사업가치	28,280
순차입금	10,690
우선주	4,292
NAV	25,425
발행주식수(자기주식제외)	14,931,233
주당 NAV(원)	170,281

자회사	지분율	자회사가치
두산중공업	36.8%	7,470
오리콤	64.7%	332
두타물	100.0%	2,315
기타		2,010

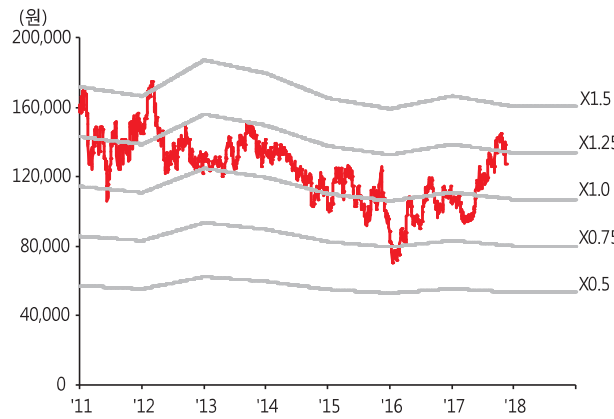
자료: 두산, 하이투자증권

〈그림56〉 두산 PER밴드



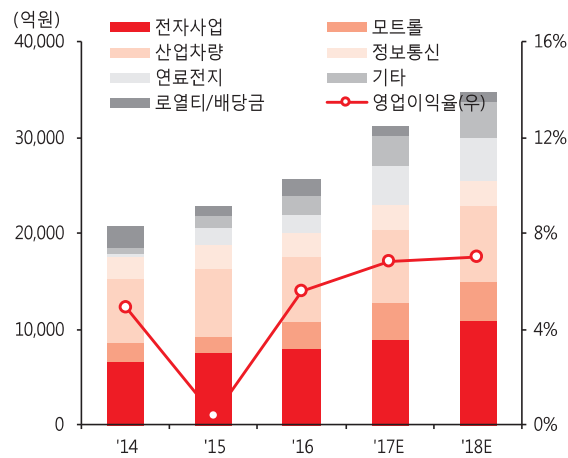
자료: 두산, 하이투자증권

〈그림57〉 두산 PBR밴드



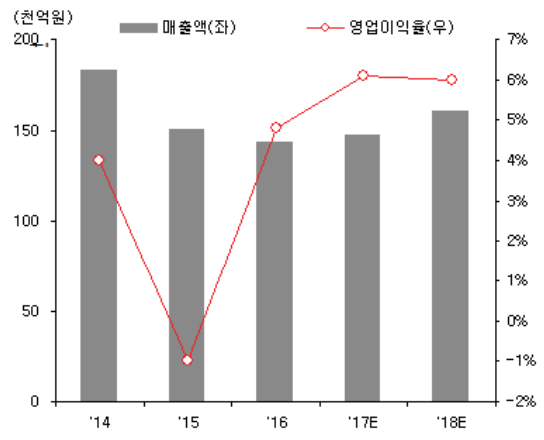
자료: 두산, 하이투자증권

〈그림58〉 두산 자체사업 실적 추이



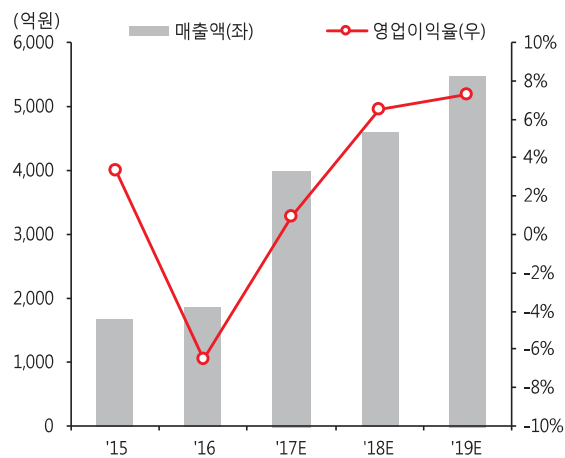
자료: 두산, 하이투자증권

〈그림59〉 연결자회사 실적 추이



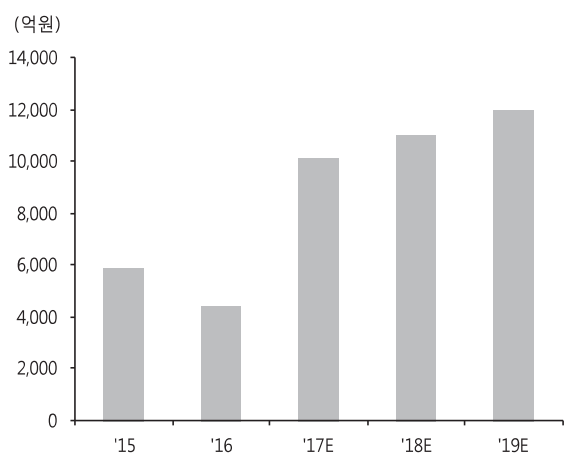
자료: 두산, 하이투자증권

〈그림60〉 두산 연료전지부문 실적 추이



자료: 두산, 하이투자증권

〈그림61〉 두산 연료전지부문 신규수주 추이



자료: 두산, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,769	11,267	12,039	12,442	매출액	16,411	17,445	19,105	20,350
현금 및 현금성자산	2,016	2,248	2,463	2,470	증가율(%)	-2.9	6.3	9.5	6.5
단기금융자산	712	633	564	501	매출원가	13,534	14,183	15,532	16,544
매출채권	4,953	5,265	5,766	6,142	매출총이익	2,877	3,262	3,573	3,805
재고자산	2,146	2,281	2,498	2,661	판매비와관리비	1,960	2,080	2,238	2,367
비유동자산	17,896	17,176	16,556	16,387	연구개발비	218	236	243	262
유형자산	8,077	7,804	7,608	7,844	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	6,954	6,729	6,525	6,340	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	28,665	28,444	28,595	28,829	영업이익	917	1,182	1,335	1,438
유동부채	13,440	13,406	13,527	13,614	증가율(%)	1,199.0	28.9	12.9	7.7
매입채무	2,793	2,969	3,251	3,463	영업이익률(%)	5.6	6.8	7.0	7.1
단기차입금	3,848	3,848	3,848	3,848	이자수익	49	51	54	53
유동성장기부채	2,714	2,714	2,714	2,714	이자비용	583	583	583	583
비유동부채	7,324	7,324	7,324	7,324	지분법이익(손실)	-13	-13	-13	-13
사채	2,087	2,087	2,087	2,087	기타영업외손익	-286	-342	-294	-243
장기차입금	2,887	2,887	2,887	2,887	세전계속사업이익	0	282	485	638
부채총계	20,764	20,730	20,850	20,938	법인세비용	191	127	117	154
지배주주지분	2,391	2,130	2,052	2,055	세전계속이익률(%)	0.0	1.6	2.5	3.1
자본금	135	130	130	130	당기순이익	50	155	368	484
자본잉여금	828	828	828	828	순이익률(%)	0.3	0.9	1.9	2.4
이익잉여금	1,411	1,396	1,559	1,804	지배주주귀속 순이익	197	81	259	340
기타자본항목	-494	-494	-494	-494	기타포괄이익	-270	-242	-242	-242
비지배주주지분	5,509	5,584	5,693	5,836	총포괄이익	-219	-87	126	242
자본총계	7,901	7,714	7,744	7,891	지배주주귀속총포괄이익	-854	-45	89	170

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	925	508	632	761	주당지표(원)				
당기순이익	50	155	368	484	EPS	9,261	4,018	13,478	17,734
유형자산감가상각비	419	389	346	313	BPS	118,351	110,954	106,876	107,054
무형자산상각비	222	225	204	185	CFPS	39,443	34,651	42,129	43,679
지분법관련손익(이익)	-13	-13	-13	-13	DPS	5,100	5,100	5,100	5,100
투자활동 현금흐름	1,061	1,483	1,439	1,032	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	47	-	-	-	PER	11.3	31.6	9.4	7.2
무형자산의 처분(취득)	283	-	-	-	PBR	0.9	1.1	1.2	1.2
금융상품의 증감	-405	153	145	-54	PCR	2.7	3.7	3.0	2.9
재무활동 현금흐름	-2,254	-782	-772	-772	EV/EBITDA	7.3	6.5	6.1	6.0
단기금융부채의증감	-587	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	7.9	3.6	12.4	16.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.5	10.3	9.9	9.5
배당금지급	-232	-100	-95	-95	부채비율	262.8	268.7	269.2	265.3
현금및현금성자산의증감	-316	231	215	8	순부채비율	111.5	112.2	109.9	108.5
기초현금및현금성자산	2,333	2,016	2,248	2,463	매출채권회전율(x)	3.2	3.4	3.5	3.4
기말현금및현금성자산	2,016	2,248	2,463	2,470	재고자산회전율(x)	6.7	7.9	8.0	7.9

자료: 두산, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-04-11	Buy	140,000	6개월	-26.0%	-14.6%
2017-11-17	Buy	170,000	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 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 이상헌, 조경진)

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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 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 2017-09-30 기준

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