

두산중공업(034020)

그룹 구조의 변화

두산엔진 인적 분할 후 투자회사는 흡수합병, 사업회사는 매각

두산엔진(두산중공업이 지분 42.7%를 보유)은 전일 장 마감 후 공시를 통해 인적 분할을 발표했다. 분할로 두산엔진(존속, 사업회사) 이외에 두산엔진투자회사(가칭)가 신설된다. 이후 두산중공업은 신주 발행을 통해 마련한 주식으로 두산엔진 투자회사를 흡수합병(분할합병비율 1:0.27 – 두산엔진 주식 1주당 두산중공업 주식 0.27주를 받는 것)하고, 보유한 두산엔진(존속) 지분 42.7% 전량을 사모펀드인 소시어스 웰투시 컨소시엄에 822억원을 받고 매각한다.

엔진사업부 매각 잘했고, 합병도 무난하게 진행

두산엔진의 지분 42.7%에 대한 매각금액 822억원에는 경영권 프리미엄이 일부 포함된 것으로 추정된다. 두산엔진은 지난해 당기순손실 100억원을 기록했지만 최근 높아진 조선업 회복 기대감이 일정부분 반영된 것으로 판단한다. 참고로 사업회사의 17년말 기준 자기자본 규모는 2,636억원이다.

두산엔진투자회사는 17년 자기자본 기준 1배 수준의 가치로 합병이 될 것이다. 두산중공업을 제외한 두산엔진투자회사 투자자(57.3% 지분)에게 배부할 두산중공업 신주는 1,068만주(기준가 기준 1,600억원)다. 두산엔진투자회사 자기자본의 57.3%는 1,675억원이다.

분할/합병/매각은 긍정적, 목표주가에는 영향 없음

목표주가 25,500원(표 2)을 유지한다. 분할/합병/매각은 비유동자산(두산엔진 지분)의 유동화와 부채비율 하락 등의 긍정적인 효과가 있지만, 기존 관리 연결 기준의 목표주가 산출법(SOTP)에는 영향이 미미하다(표 1, 2). 두산엔진 대신 두산밥캣 지분가치가 직접 반영되는 점은 긍정적이나 차입금이 늘고, 발행주식수가 늘었다. 단기 모멘텀 기대 보다는 중장기 관점의 접근이 유효하다.

매수(유지)

목표주가: 25,500원(유지)

Stock Data

KOSPI(3/13)	2,494
주가(3/13)	15,200
시가총액(십억원)	1,618
발행주식수(백만)	106
52주 최고/최저가(원)	25,550/14,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,843
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.7/10.1
주요주주(%)	두산 외 18 인
	41.3
	국민연금
	9.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.2	(10.1)	(38.6)
KOSPI 대비(%p)	1.0	(15.7)	(56.4)

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	14,471	(27)	(1,039)	(10,631)	NM	558	NM	28.2	0.7 (25.2)	4.1	
2016A	13,893	791	(171)	(1,777)	NM	1,323	NM	11.3	0.9 (4.8)	2.0	
2017F	14,524	926	(197)	(1,690)	NM	1,435	NM	9.7	0.6 (6.0)	3.6	
2018F	16,457	1,149	137	1,105	NM	1,684	13.8	8.3	0.5 4.3	3.6	
2019F	18,647	1,302	170	1,378	24.7	1,862	11.0	7.6	0.5 5.2	3.6	

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준 / 합병, 매각 완료 시 연결재무제표

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 두산중공업 valuation(기준)

		2017	2018F	비고	단위
영업가치	매출액	5,744	6,283		십억원
	영업이익	190	345		십억원
	EBITDA	450	615		십억원
	EV/EBITDA	11.0	11.0		배
	적정가치 - ①	4,953	6,762		십억원
자회사가치	두산인프라코어	481	481	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산건설	145	145	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산엔진	88	88	시장가대비 30% 할인	십억원
총 자회사가치	합계 - ②	714	714		십억원
순차입금 - ③		4,301	3,901		십억원
총 기업가치 - ⑤ ①+②-③		1,366	3,575		십억원
발행주식수		146	146	BW발행 고려	백만주
주당가치		9,360	24,495		원
목표주가		25,500			원
현재주가		15,800	10/20일 기준		원
상승여력		67.8			%

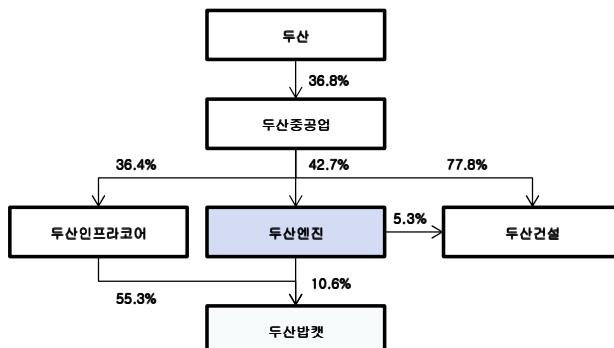
자료: 두산중공업, 한국투자증권

〈표 2〉 두산중공업 valuation(신규) – 두산밥캣 지분에 대한 할인율 10%

		2017	2018F	비고	단위
영업가치	매출액	5,744	6,283		십억원
	영업이익	190	345		십억원
	EBITDA	450	615		십억원
	EV/EBITDA	11.0	11.0		배
	적정가치 - ①	4,953	6,762		십억원
자회사가치	두산인프라코어	481	481	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산건설	155	155	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산밥캣	307	307	307 시장가대비 10% 할인	십억원
총 자회사가치	합계 - ②	943	943		십억원
순차입금 - ③		4,301	3,954	합병차입증가, 엔진매각	십억원
총 기업가치 - ⑤ ①+②-③		1,595	3,751		십억원
발행주식수		146	157	BW발행 고려+신규발행	백만주
주당가치		10,931	23,952		원
목표주가		25,500			원
현재주가		15,800	10/20일 기준		원
상승여력		67.8			%

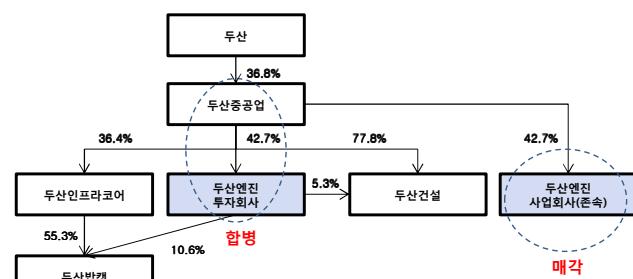
자료: 두산중공업, 한국투자증권

[그림 1] 구조조정 전 두산그룹 구조도



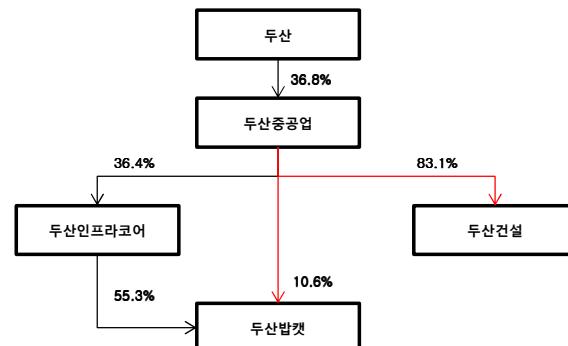
자료: 한국투자증권

[그림 2] 두산엔진 분할 후 두산그룹 구조도



자료: 한국투자증권

[그림 3] 분할/매각/합병 후 두산그룹 구조도(5월 31일 이후)



자료: 한국투자증권

<표 3> 분할/매각 전 두산엔진 재무상태표

(단위: 십억원)

	분할전 두산엔진	두산엔진(매각예정)	두산엔진투자회사(합병예정)
자산	1,323	880	443
유동자산	404	404	
비유동자산	919	476	443
부채	767	617	151
유동부채	607	470	137
비유동부채	161	147	14
자본총계	556	264	292

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 분할 전/분할 후 신설 회사들의 재무상태표

(단위: 십억원)

	분할전 두산엔진	두산엔진(매각예정)	두산엔진투자회사(합병예정)
현금 + 단기금융상품 - ⑧	170	170	-
현금및현금성자산	159	159	-
단기금융상품	11	11	-
이자발생부채 - ⑥	455	320	135
유동시채	90	90	-
단기차입금	206	71	135
유동성장기차입금	30	30	-
장기차입금	-	-	-
비유동시채	129	129	-
순차입금 - ⑨	285	150	135

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 두산중공업과 두산엔진투자회사 합병 개요

내용	
합병비율	1:0.2679522
합병신주	10,677,895(두산중공업의 지분을 제외한 57%에 대한 신주)
신주권교부예정일	6 월 12 일
신주상장 예정일	6 월 14 일
매수청구권	소규모분할합병. 두산중공업은 없음. 두산엔진은 4,329 원(전일 종가 4,220 원)

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 두산엔진(분할 전) 실적 추이

(단위: 십억원, %)

연도	2015	2016	2017
매출액	694	803	769
영업이익	(64)	4	13
영업이익률	(9.2)	0.5	1.8
세전계속사업이익	(166)	(188)	(5)
연결당기순이익	(125)	(181)	(10)
지배주주지분순이익	(125)	(181)	(10)

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

두산중공업은 산업의 기초 소재인 주단조부터 원자로, 보일러, 터빈, 발전기 등 발전설비를 비롯, 물을 생산하는 해수淡化 설비 및 수처리 설비, 운반하역설비 등을 제작해 국내외 플랜트 시장에 공급하는 대표적인 EPC 전문 기업. 2011년 기준 각 사업부문별 매출액 비중은 발전 59%, 산업 11%, 주단 5%, 건설 6%, DPS와 18% 이다.

- EPC: Engineering, Procurement, Construction의 약자. 설계 및 자재조달, 시공까지 전 과정 수행
- 관리연결: 두산중공업 및 DPS(Doosan Power System) 등 해외 자회사. 두산중공업 본사가 컨트롤 가능한 사업부 기준이자 2012년까지의 연결 기준. 실제 주가와 연관성이 있는 사업부 범위
- 재무연결: 공시기준, 관리연결 + 두산인프라코어 + 두산건설 + 두산엔진(매각 완료 시 엔진 사라질 것)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	10,724	9,035	9,259	10,410	11,795
현금성자산	1,893	1,370	1,598	1,810	2,051
매출채권및기타채권	4,920	4,435	4,284	4,772	5,408
재고자산	2,196	1,731	1,809	2,050	2,323
비유동자산	16,536	15,797	15,714	16,504	17,326
투자자산	1,487	1,470	1,536	1,741	1,973
유형자산	7,207	6,382	6,429	6,476	6,523
무형자산	6,658	6,646	6,390	6,747	7,086
자산총계	27,260	24,833	24,974	26,913	29,121
유동부채	12,455	11,582	11,279	12,551	13,944
매입채무및기타채무	4,923	4,775	4,212	4,772	5,408
단기차입금및단기사채	3,943	2,893	3,293	3,293	3,293
유동성장기부채	2,253	2,531	2,931	2,931	2,931
비유동부채	7,779	6,428	7,111	7,391	7,711
사채	2,548	1,754	2,554	2,654	2,754
장기차입금및금융부채	3,609	2,930	2,867	2,822	2,787
부채총계	20,234	18,010	18,390	19,943	21,655
지배주주지분	3,581	3,476	3,149	3,216	3,315
자본금	597	597	597	597	597
자본잉여금	1,564	1,653	1,653	1,653	1,653
기타자본	(105)	(17)	(76)	(76)	(76)
이익잉여금	1,013	705	436	503	602
비지배주주지분	3,445	3,347	3,435	3,755	4,152
자본총계	7,026	6,823	6,584	6,971	7,466

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	14,471	13,893	14,524	16,457	18,647
매출원가	12,283	11,477	11,900	13,384	15,165
매출총이익	2,187	2,415	2,623	3,073	3,482
판매관리비	2,215	1,624	1,698	1,924	2,180
영업이익	(27)	791	926	1,149	1,302
금융수익	1,203	1,016	707	50	57
이자수익	44	40	44	50	57
금융비용	1,899	1,563	1,357	532	534
이자비용	613	513	498	532	534
기타영업외손익	(808)	(475)	(145)	0	0
관계기업관련손익	(82)	(15)	(12)	(13)	(15)
세전계속사업이익	(1,613)	(246)	118	654	809
법인세비용	131	132	227	196	243
연결당기순이익	(1,751)	(216)	(110)	458	567
지배주주지분순이익	(1,039)	(171)	(197)	137	170
기타포괄이익	320	(28)	0	0	0
총포괄이익	(1,431)	(244)	(110)	458	567
지배주주지분포괄이익	(727)	(192)	(197)	137	170
EBITDA	558	1,323	1,435	1,684	1,862

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(74)	968	(672)	1,811	1,955
당기순이익	(1,751)	(216)	(110)	458	567
유형자산감가상각비	371	328	313	328	343
무형자산상각비	214	204	196	207	217
자산부채변동	(480)	40	(1,089)	349	263
기타	1,572	612	18	469	565
투자활동현금흐름	(380)	805	(411)	(1,254)	(1,303)
유형자산투자	(389)	(291)	(430)	(445)	(459)
유형자산매각	31	69	69	69	69
투자자산순증	103	39	(79)	(218)	(247)
무형자산순증	(251)	(247)	60	(564)	(556)
기타	126	1,235	(31)	(96)	(110)
재무활동현금흐름	1,059	(2,252)	1,312	(345)	(411)
자본의증가	918	526	0	0	0
차입금의순증	230	(2,191)	1,529	47	57
배당금지급	(170)	(148)	(71)	(71)	(71)
기타	81	(439)	(146)	(321)	(397)
기타현금흐름	(9)	(44)	0	0	0
현금의증가	595	(524)	228	213	241

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(10,631)	(1,777)	(1,690)	1,105	1,378
BPS	31,472	29,836	27,100	27,656	28,486
DPS	850	550	550	550	550
성장성(% YoY)					
매출증가율	(19.5)	(4.0)	4.5	13.3	13.3
영업이익증가율	NM	NM	17.0	24.1	13.3
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	23.8
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	24.7
EBITDA증가율	(61.5)	137.1	8.4	17.4	10.6
수익성(%)					
영업이익률	(0.2)	5.7	6.4	7.0	7.0
순이익률	(7.2)	(1.2)	(1.4)	0.8	0.9
EBITDA Margin	3.9	9.5	9.9	10.2	10.0
ROA	(6.4)	(0.8)	(0.4)	1.8	2.0
ROE	(25.2)	(4.8)	(6.0)	4.3	5.2
배당수익률	4.1	2.0	3.6	3.6	3.6
배당성향	NM	NM	NM	51.6	41.7
안정성					
순차입금(십억원)	10,297	8,755	8,988	8,711	8,406
차입금/자본총계비율(%)	184.7	157.2	170.3	161.2	150.9
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	13.8	11.0
PBR	0.7	0.9	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	28.2	11.3	9.7	8.3	7.6

주: K-IFRS (연결) 기준

