

2018/04/27

두산중공업(034020)

중장기 위기, 그러나 해외원전, 남북경협, 친환경

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

Buy (Maintain)

■ 1Q18 종속사들 호조로 양호했던 실적

먼저 중공업 관리연결에서 매출 1조 2,650억원(YoY -6%), 영업이익 543억원(-22%)로 2017년의 수주 부진과 수주 후 작업개시가 지연되는 공사들의 영향으로 부진했다. 그러나 종속사들의 실적 호조로 연결로는 매출 3조 5,737억원(YoY +4%), 영업이익 3,053억원(YoY +29%)로 컨센서스 2540억원을 상회했다<표1>. 다만, 순이익단은 관리연결에서 이자비용 450억원과 환관련 손실로 적자, 연결에서도 지배주주순이익은 적자를 시현했다.

■ 1Q 수주부진은 일상다반사: 중장기 6조원대 매출에서 분석

1분기 수주는 7,385억원으로 수주목표 6.9조원 대비 느리지만, 동사 수주는 늘 하반기 물림이다<그림2>. 연초 가이던스로 제시한 인도 WEC 원전, 국내 석탄화력, 국내 풍력 등으로 2017년보다는 양호할 전망이다. 당장 올해의 수주는 아니지만, 해외 원전에서 돌파구 및 모멘텀이 돌발로 나올 수 있다.

■ 목표주가 21,000원으로 하향: 원전, 남북경협, 친환경 돌파구...

원전 비중 축소에 따른 이익 하강 또는 정체를 반영해 동사의 목표주가를 기존 23,000원에서 21,000원으로 내리지만, Buy 의견을 유지한다. 동사에게는 돌파구가 필요하다.

1) 인도 WEC 원전 0.5조원 외에, 후속으로 APR 1400 수출을 기다린다. 올해 중으로 기대할 수는 없지만 사우디 원전 수주를 위해 백운규 산업통상부 장관이 미국 출장길에 나섰고, 동사가 자회사를 보유한 영국, 체코 원전 수주전에서도 입지가 강하다고 판단한다. 수주와 실적은 멀더라도, 모멘텀이 중간 있을 수 있다. 일단 곧 사우디 원전 쇼티스트가 모멘텀이 될 전망이다.

2) 또한 자료가 나가는 27일, 남북정상회담이 열리고, 북한과의 경제협력과 관련해 한국의 유일한 발전 플랜트 기주재 회사로서의 입지가 부각될 수 있다. 북한의 발전설비용량은 한국의 104GW에 7.6GW에 불과하고, 절반 이상이 수력, 또한 화력도 상당히 오래된 설비들이다.

3) 1분기 신서천 FGD(Fuel-Gas Desulfurizaon: 탈황설비) 693억원을 수주했는데, 후속으로 다수의 리트로핏, 성능개선 공사 수주도 지속될 전망이다.

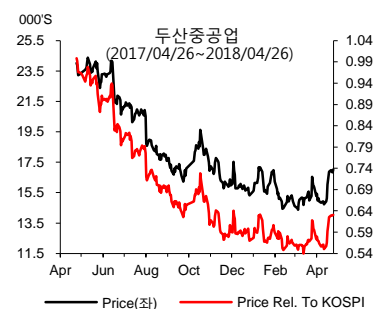
4) 국내외 풍력과 가스터빈 개발도 시간이 걸리지만 준비 중이다.

목표주가(12M)	21,000원
종가(2018/04/26)	17,050원

Stock Indicator

자본금	597십억원
발행주식수	10,646만주
시가총액	1,815십억원
외국인지분율	11.0%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	543원
BPS(2018E)	28,916원
ROE(2018E)	1.9%
52주 주가	14,400~24,400원
60일평균거래량	683,169주
60일평균거래대금	10.7십억원

Price Trend



1Q18: 중공업 역성장 < 종속사 서프라이즈 = 컨센서스 상회

<표 1> 두산중공업의 1Q18 Review: 중공업 관리 연결 역성장했지만 종속사들의 어닝 서프라이즈로 연결 영업이익단은 컨센서스 상회
그러나 별도로 적자 시현

(십억원)										
항목	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18①	y-y %	q-q %	컨센서스 04월26일	당사②	차이(①/②)
매출액	3,437.9	3,824.6	3,506.6	3,754.4	3,573.7	4%	-5%	3,725	4,165	-14%
영업이익	236.8	305.9	199.9	183.1	305.3	29%	67%	254	254	20%
영업외	-121.0	-246.6	-132.2	-308.0	-195.6			-176	-128	53%
세전이익	115.8	59.3	67.7	-124.9	109.7	-5%	흑전	78	126	-13%
순이익	37.5	-26.1	16.8	-120.0	23.2	-38%	흑전	46	92	-75%
지배주주 순이익	-14.9	-70.9	-58.3	-148.0	-69.2	적지	적지	19	66	-204%
영업이익률	6.9%	8.0%	5.7%	4.9%	8.5%	1.7%p	3.7%p	6.8%	6.1%	2.4%p
순이익률	1.1%	-0.7%	0.5%	-3.2%	0.6%	-0.4%p	3.8%p	1.2%	2.2%	-1.6%p
① 중공업										
매출액	1,341.4	1,418.0	1,329.7	1,570.1	1,265.1	-5.7%	-19%		1,767	-28%
영업이익	69.5	61.8	41.7	14.1	54.3	-22%	284%		77	-29%
영업이익률	5.2%	4.4%	3.1%	0.9%	4.3%	-0.9%p	3.4%p		4.4%	-0.1%p
파워(연결)										
매출액	1,075	1,108	1,050	1,232	968	-10%	-21%		1,514	-2%
영업이익	59	40	42	10	51	-14%	436%		62	-17%
영업이익률	5.5%	3.6%	4.0%	0.8%	5.3%	-0.3%p	4.5%p		4.1%	1.2%p
워터										
매출액	70	102	95	145	112	60%	-22%		77	46%
영업이익	-4	5	4	1	8	흑전	447%		2	247%
영업이익률	-5.5%	4.7%	4.5%	1.0%	7.1%	12.6%p	6.1%p		3.0%	4.1%p
주단 건설 등										
매출액	227	237	198	204	185	-19%	-9%		177	5%
영업이익	14	17	5	-29	-5	적전	적지		13	-135%
영업이익률	6.0%	7.1%	2.5%	-14.1%	-2.5%	-8.5%p	11.6%p		7.4%	-9.9%p
② 중공업 외										
매출액	2,095	2,409	2,157	2,280	2,306	10%	1%		2,398	-4%
영업이익	167	241	155	177	256	54%	45%		177	45%
영업이익률	8.0%	10.0%	7.2%	7.8%	11.1%	3.1%p	3.3%p		7.4%	3.7%p

자료: 하이투자증권 리서치

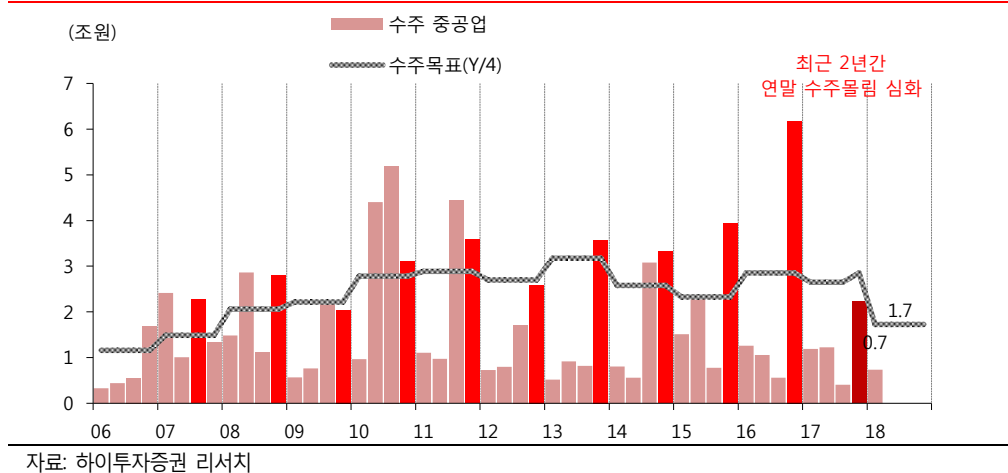
<표 2> 두산중공업 실적 예상치: 2019 년부터 원전 매출 비중 빠지면서 중공업 부문 이익률 하강 예상치 제시

(십억원)													
항목	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018G	2018E	2019E
매출액	3,438	3,825	3,507	3,754	3,574	4,100	3,775	4,455	13,952	14,524	15,834	15,904	16,919
영업이익	237	306	200	183	305	326	247	284	798	926		1,163	1,117
금융/기타영업외	-117	-243	-129	-302	-192	-133	-127	-125	-1,028	-791		-576	-506
이자손익	-109	-110	-114	-120	-114	-113	-113	-112	-473	-452		-453	-432
관계기업/기타	-4	-3	-3	-6	-4	-5	-5	-5	-15	-17		-19	-21
세전사업이익	116	59	68	-125	110	189	115	154	-244	118		568	591
순이익	37	-26	-10	-111	23	132	81	108	-216	-110		344	402
지배주주순이익	-15	-71	-58	-148	-69	54	35	45	-171	-292		65	247
영업이익률	6.9%	8.0%	5.7%	4.9%	8.5%	8.0%	6.5%	6.4%	5.7%	6.4%		7.3%	6.6%
주주순이익률	-0.4%	-1.9%	-1.7%	-3.9%	-1.9%	1.3%	0.9%	1.0%	-1.2%	-2.0%		0.4%	1.5%
① 중공업				18%									
매출액	1,341	1,418	1,330	1,570	1,265	1,614	1,598	1,911	6,090	5,659	6,060	6,388	7,125
YoY	3%	-2%	6%	-25%	-6%	14%	20%	22%	-8%	-7%		13%	12%
영업이익	70	62	42	14	54	94	78	85	285	187		311	243
영업이익률	5.2%	4.4%	3.1%	0.9%	4.3%	5.8%	4.9%	4.5%	4.7%	3.3%		4.9%	3.4%
발전(연결)													
매출액	1,075	1,108	1,050	1,232	968	1,253	1,251	1,511	4,932	4,464		4,984	5,766
영업이익	59	40	42	10	51	70	68	79	265	151		267	214
영업이익률	5.5%	3.6%	4.0%	0.8%	5.3%	5.6%	5.4%	5.2%	5.4%	3.4%		5.4%	3.7%
위터													
매출액	70	102	95	145	112	151	145	173	360	413		581	625
영업이익	-4	5	4	1	8	12	10	12	-12	7		42	19
영업이익률	-5.5%	4.7%	4.5%	1.0%	7.1%	8.0%	7.0%	7.0%	-3.4%	1.6%		7.3%	3.0%
주단 건설 등													
매출액	227	237	198	204	185	210	201	227	897	867		824	733
영업이익	14	17	5	-29	-5	12	0	-6	33	7		1	10
영업이익률	6.0%	7.1%	2.5%	-14.1%	-2.5%	5.7%	-0.2%	-2.5%	3.7%	0.8%		0.2%	1.4%
② 중공업 외													
매출액	2,095	2,409	2,157	2,280	2,306	2,485	2,178	2,544	7,807	8,941	9,774	9,513	9,795
영업이익	167	241	155	177	256	233	170	199	508	740		857	874
영업이익률	8.0%	10.0%	7.2%	7.8%	11.1%	9.4%	7.8%	7.8%	6.5%	8.3%		9.0%	8.9%

자료: 하이투자증권 리서치

수주: 슬로우한 상반기는 일상다반사

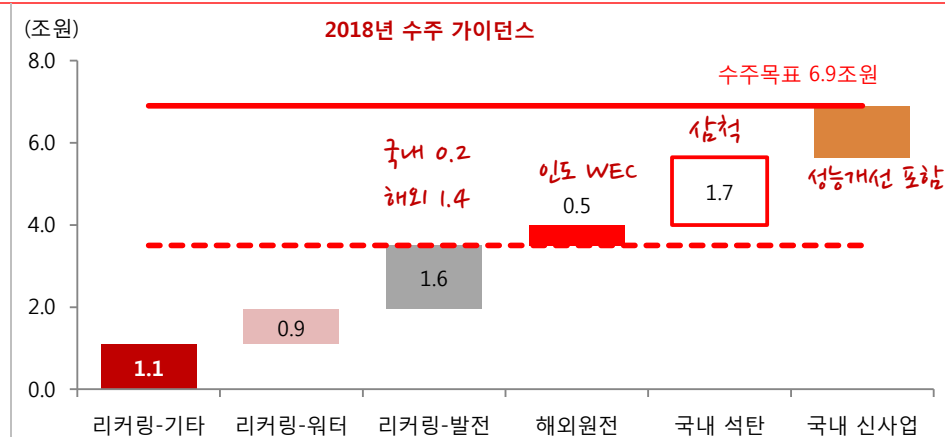
<그림 1> 동사 수주의 연말 물림



<그림 2> 수주 가이드선 하향 조정: 6.5조원~8.2조원 밴드

오른쪽 그림과 같은
연초 수주가이던스에서
현재 0.7조원 수주

위터, 인도 WEC 원전, 국내 석탄
화력 수주, 리트로핏 추가 수주가
중요할 것



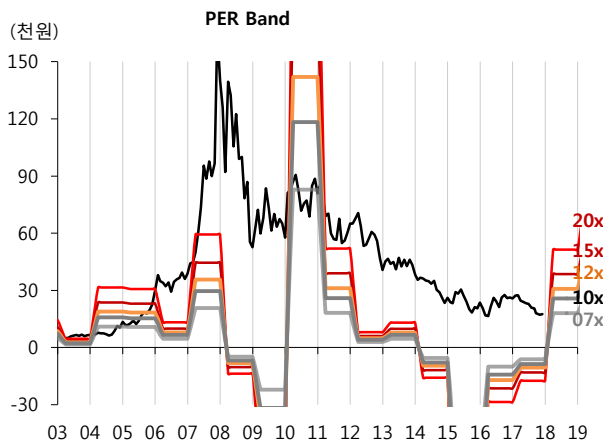
목표주가 21,000원으로 하향: 실적 추정치 하향

<표 3> 두산중공업 목표주가 21,000 원으로 하향

계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
중공업 영업이익(십억원)	594	515	323	259	285	187	311	243
영업이익(십억원)	586	958	878	-27	798	926	1,163	1,117
지배주주 순이익	43	69	-95	-1,039	-171	-292	65	247
지배주주 자본총계	3,819	4,727	4,659	3,581	3,476	3,387	3,452	3,699
자본(BW 모두 전환 가정)	3,819	4,727	4,659	3,581	3,476	3,387	3,952	4,199
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	-2,447	543	2,069
↓						-18% 희석		
EPS(BW 모두 전환 가정)						-2,001	444	1,692
BPS	36,075	44,524	39,036	29,998	29,119	28,373	28,916	30,984
BPS(BW 모두 전환 가정)						23,205	27,075	28,767
PBR(고)	2.2	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1	0.63	
PBR	1.6	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8	0.54	
PBR(저)	1.1	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.51	
ROE	1%	1.6%	-2.0%	-25.2%	-5%	-9%	1.9%	6.9%
							-7% 하락	
ROE(BW 모두 전환 가정)							1.8%	6.1%
적용ROE	1%	1.6%	1.6%	-6.7%	-3.3%	0.1%	4.4%	6.9%
적용ROE(BW 모두 전환)						-0.2%	3.9%	6.1%
└ FWD 년도	+0 ~ 1Y	+0Y	1Y	+1 ~ 2Y	+1 ~ 2Y	+0 ~ 2Y	+0 ~ 1Y	+0Y
COE(고)	0.6%	1.5%	1.9%	-7.5%	-3.2%	0.1%	7.0%	
COE(평)	0.8%	1.7%	2.1%	-8.3%	-3.5%	0.1%	8.2%	
적용ROE = FWD +0 ~ 2Y							3.9%	6.1%
적용COE = TRL 참조							7.0%	7.0%
Target PBR							0.60	0.90
적용 BPS: 당해							27,075	28,767
적정주가							16,000	26,000
가중치							50%	50%
목표주가							21,000	PB 0.78
증가(04.26)							17,050	
상승여력							23%	

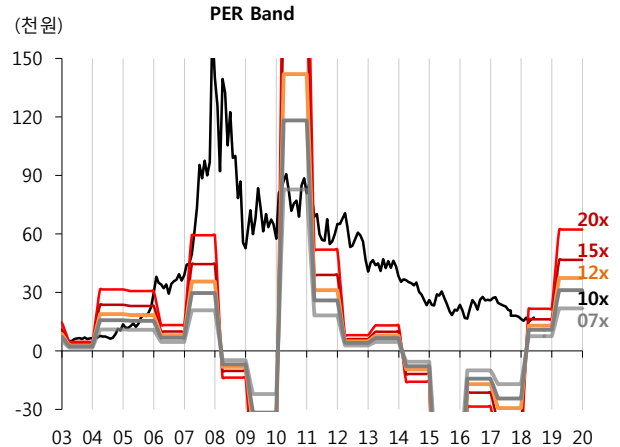
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 두산중공업 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 4> 두산중공업 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,230	9,015	9,006	9,403
현금 및 현금성자산	1,970	1,980	1,905	1,894
단기금융자산	512	436	371	316
매출채권	4,674	4,399	4,496	4,875
재고자산	1,738	1,904	1,911	1,995
비유동자산	15,732	15,710	15,612	15,539
유형자산	6,905	6,895	6,887	6,879
무형자산	6,476	6,269	6,081	5,911
자산총계	24,962	24,725	24,618	24,942
유동부채	11,747	11,246	10,829	10,757
매입채무	2,827	2,576	2,935	3,520
단기차입금	3,765	3,765	3,200	2,720
유동성장기부채	1,868	1,868	1,868	1,868
비유동부채	6,650	6,570	6,478	6,378
사채	2,600	2,600	2,600	2,600
장기차입금	2,062	1,856	1,670	1,503
부채총계	18,396	17,816	17,307	17,136
지배주주지분	3,387	3,452	3,699	4,072
자본금	597	597	597	597
자본잉여금	1,703	1,703	1,703	1,703
이익잉여금	402	467	714	1,088
기타자본항목	684	684	684	684
비지배주주지분	3,179	3,458	3,613	3,734
자본총계	6,566	6,910	7,311	7,806

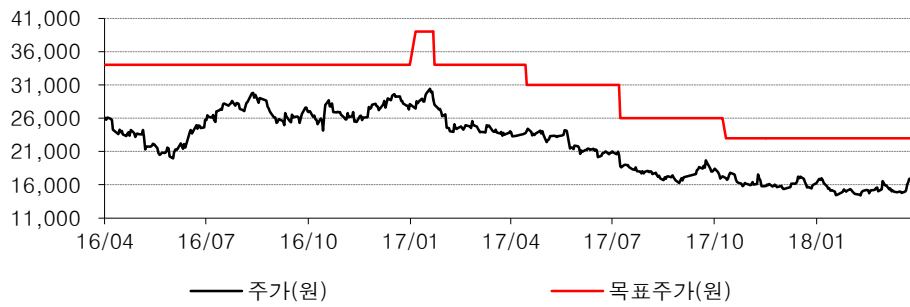
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,524	15,904	16,919	17,661
증가율(%)	4.1	9.5	6.4	4.4
매출원가	12,019	13,047	13,985	14,529
매출총이익	2,505	2,856	2,935	3,131
판매비와관리비	1,579	1,693	1,817	1,908
연구개발비	187	205	218	228
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	926	1,163	1,117	1,223
증가율(%)	16.0	25.6	-3.9	9.5
영업이익률(%)	6.4	7.3	6.6	6.9
이자수익	49	54	53	54
이자비용	501	507	485	454
지분법이익(손실)	-17	-19	-21	-22
기타영업외손익	-272	-123	-80	-80
세전계속사업이익	118	568	591	728
법인세비용	202	195	189	233
세전계속이익률(%)	0.8	3.6	3.5	4.1
당기순이익	-110	344	402	495
순이익률(%)	-0.8	2.2	2.4	2.8
지배주주귀속 순이익	-292	65	247	374
기타포괄이익	161	-31	-31	-31
총포괄이익	51	312	370	463
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	429	1,122	2,075	2,230
당기순이익	-110	344	402	495
유형자산감가상각비	302	489	489	488
무형자산상각비	211	207	188	170
지분법관련손실(이익)	-17	-19	-21	-22
투자활동 현금흐름	-457	-663	-647	-636
유형자산의 처분(취득)	-212	-480	-480	-480
무형자산의 처분(취득)	-273	-	-	-
금융상품의 증감	64	-134	-106	-85
재무활동 현금흐름	704	-475	-1,002	-899
단기금융부채의 증감	-1,772	-	-565	-480
장기금융부채의 증감	2,842	-206	-186	-167
자본의 증감	0	-	-	-
배당금지급	-2	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	598	10	-76	-10
기초현금및현금성자산	1,373	1,970	1,980	1,905
기말현금및현금성자산	1,970	1,980	1,905	1,894

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-2,447	543	2,069	3,131
BPS	28,373	28,916	30,984	34,115
CFPS	1,852	6,375	7,734	8,645
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		31.4	8.2	5.4
PBR	0.5	0.6	0.6	0.5
PCR	8.3	2.7	2.2	2.0
EV/EBITDA	6.6	5.1	4.9	4.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-8.5	1.9	6.9	9.6
EBITDA 이익률	9.9	11.7	10.6	10.7
부채비율	280.2	257.8	236.7	219.5
순부채비율	119.0	111.0	96.6	83.0
매출채권회전율(x)	3.1	3.5	3.8	3.8
재고자산회전율(x)	8.4	8.7	8.9	9.0

자료 : 두산중공업, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산중공업)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-31.1%	-22.6%
2018-04-27	Buy	21,000	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 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 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 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-