

두산(000150)

사업모델의 지속적인 진화

1Q18 영업익 컨센서스 상회한 3,508억원(YoY +34.5%)

1Q18 영업익은 컨센서스를 상회한 3,508억원(YoY +34.5%), 지배순익은 컨센서스를 하회한 -95억원을 기록했다. 영업익 호조는 인프라코어 등 계열사 실적 호조와 더불어 자체사업 호실적에 기인한다. 자체사업 영업익은 전년 동기 대비 48.8% 증가한 564억원을 기록했는데, 연료전지 사업부문은 그간의 수주 지연에 따른 비용 반영으로 121억원의 손실이 반영된 반면, 전자/ 모트론/ 산업차량/ 면세 등 전 사업부문에서 고른 성장세를 나타냈다. 특히 '17년 140억원의 영업손실을 기록했던 면세부문은 지난 4분기 이후 흑자전환하였으며 올 1분기에도 22억원 영업익을 기록했다. 일매출은 전년 대비 2배를 훌쩍 상회하는 17.4억원을 시현했다. 모트론은 중국 건설기계 호황 및 고객 다변화로 전년 동기 대비 56% 성장하면서 10.2%의 영업이익률을 기록했다.

사업모델의 지속적인 진화와 주주환원 확대 긍정적

두산은 금번 실적발표와 함께 '18년 가이던스와 신사업 추진을 동시에 발표했다. '18년 매출액은 전년 대비 33.2% 성장한 3.96조원, 영업익은 전년 대비 63.9% 성장한 4,000억원의 가이던스를 주었는데 전자/ 산업차량/ 모트론 등 기존사업 모두 10% 이상의 영업익 개선과 두타몰(6월 예정) 합병 효과 +218억원, 면세 흑자전환에 따른 +350억원 영업익 개선 등 공격적인 목표치를 제시하였다. 신사업은 동박 기술을 활용한 배터리 전지박 사업 진출, 협동로봇 사업 확대를 언급하였다. 이를 통해 '22년 매출은 7.3조원('18년 이후 CAGR +13%)을 달성하겠다 밝혔다. 1Q18부터 두산은 분기 배당 지급으로 배당정책을 변경하였는데 분기별 1,300원으로 전년 연간 5,100원 대비 1/4수준 지급후 결산 배당은 올해 실적에 따라 추가 증가할 것으로 보인다. 또한, '18년 중 최소 발행 주식수의 5% 이상 자사주 3차 소각 진행 또한 예정되어 있다.(현재 자사주 22% 보유)

목표가 17만원, 투자의견 BUY 유지

기존 목표주가 17만원 및 투자의견 BUY를 유지한다. 자회사 두산중공업의 부진을 충분히 상쇄하고 남은 자체사업 호조와 더불어, 올해 배당 증가와 자사주 5% 이상 소각 등 주주환원 확대라는 측면에서 주가 반등은 지속될 전망이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 170,000원 | CP(4월 27일): 115,000원

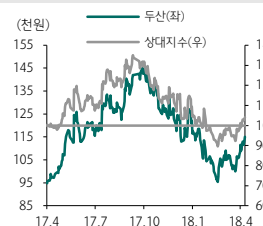
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,492.40
52주 최고/최저(원)	145,000/95,400
시가총액(십억원)	2,207.8
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	19,198.0
60일 평균 거래량(천주)	61.0
60일 평균 거래대금(십억원)	6.4
17년 배당금(예상, 원)	5,100
17년 배당수익률(예상, %)	4.43
외국인지분율(%)	8.25
주요주주 지분율(%)	
박용근 외 31 인	48.49
국민연금	6.45
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.5 (17.9) 17.3
상대	5.7 (17.7) 4.0

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)		19,146.0
영업이익(십억원)		1,317.9
순이익(십억원)		318.1
EPS(원)		8,867
BPS(원)		129,028

Stock Price



Financial Data

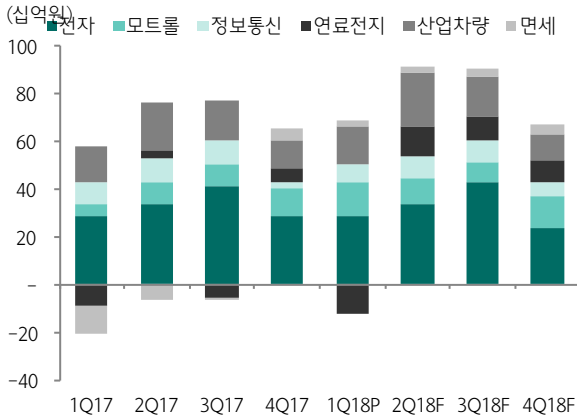
투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	16,902.4	16,410.7	17,445.4	19,187.6	22,548.4
영업이익	십억원	70.6	917.2	1,173.9	1,432.6	1,664.3
세전이익	십억원	(1,627.8)	(0.1)	351.6	443.9	757.5
지배순이익	십억원	(391.2)	196.6	40.1	205.5	468.3
EPS	원	(14,671)	7,384	1,568	8,025	18,291
증감률	%	적전	흑전	(78.8)	411.8	127.9
PER	배	N/A	15.30	73.35	14.33	6.29
PBR	배	0.95	1.07	1.10	1.05	0.94
EV/EBITDA	배	26.19	11.50	9.74	8.53	7.58
ROE	%	(14.31)	7.91	1.69	8.51	17.70
BPS	원	110,105	106,038	104,905	109,006	122,988
DPS	원	4,550	5,100	5,100	5,600	5,600



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

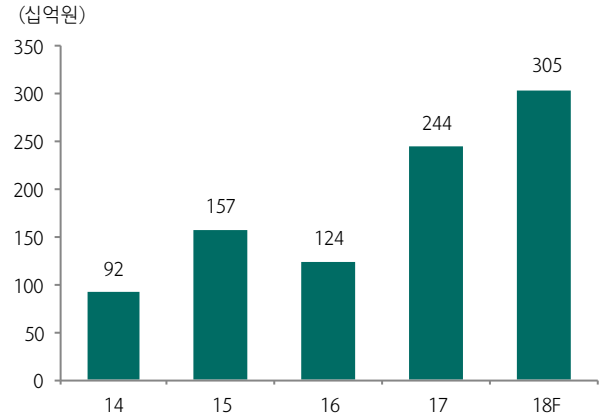
RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

그림 1. 두산 분기별 자체사업 영업익 추이



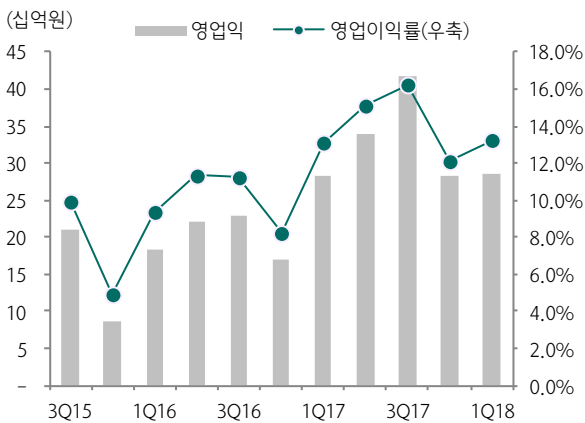
자료: 두산, 하나금융투자

그림 2. 두산 연도별 자체사업 영업익 추이



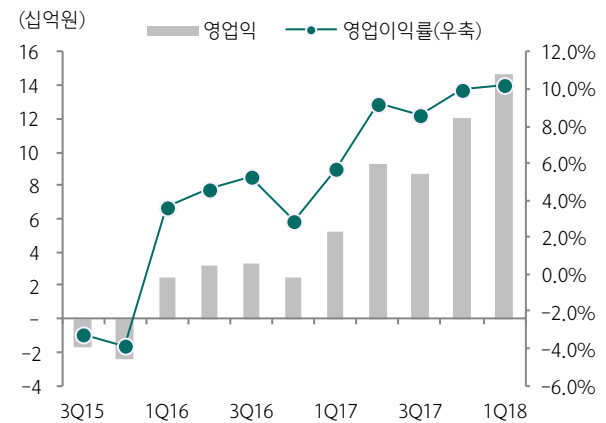
주: 비교 가능성을 위해 '18/6월 합병 예정인 두타를 영업익은 반영 배제
자료: 두산, 하나금융투자

그림 3. 두산 분기별 전자사업 실적 추이



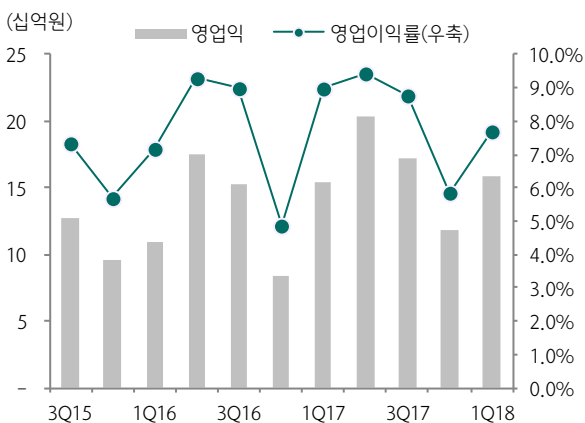
자료: 두산, 하나금융투자

그림 4. 두산 분기별 모토롤 실적 추이



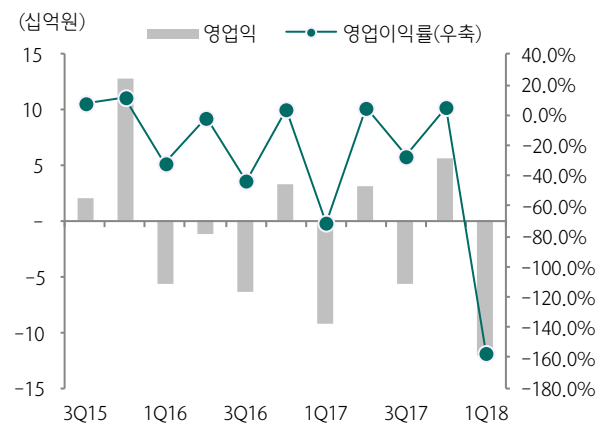
자료: 두산, 하나금융투자

그림 5. 두산 분기별 산업차량사업 실적 추이



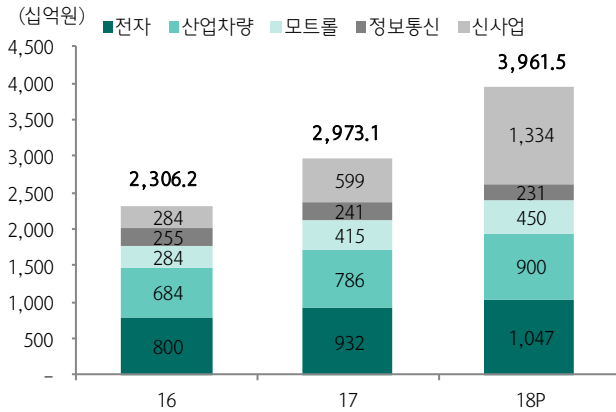
자료: 두산, 하나금융투자

그림 6. 두산 분기별 연료전지사업 실적 추이



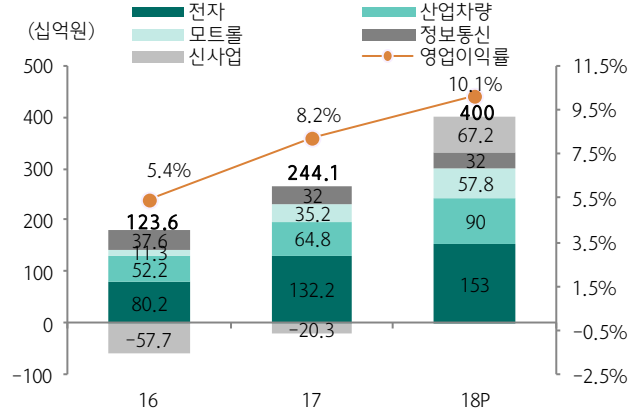
자료: 두산, 하나금융투자

그림 7. 두산 '18년 가이드스 매출액 33.2% 증가 제시



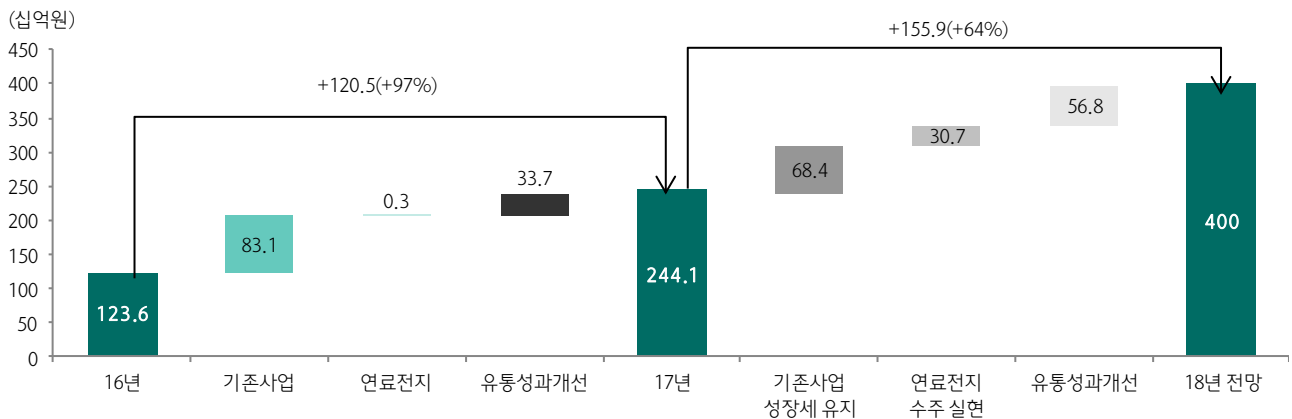
주: 신사업은 연료전지 및 유통 합산
자료: 두산, 하나금융투자

그림 8. 두산 '18년 가이드스 영업이익 63.9% 증가 제시



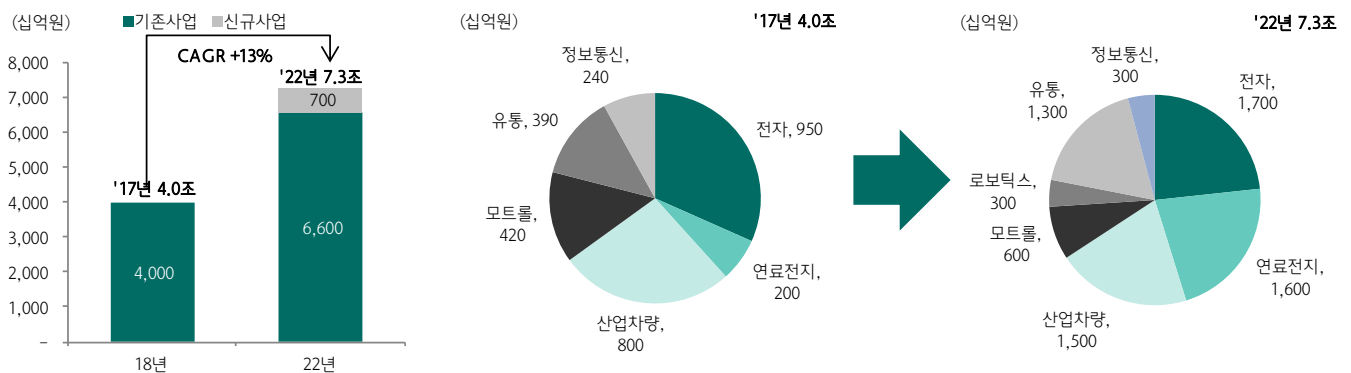
주: 신사업은 연료전지 및 유통 합산
자료: 두산, 하나금융투자

그림 9. 두산 자체사업 '18F 실적 가이드스상 영업이익 개선요인 도해



자료: 두산, 하나금융투자

그림 10. 두산 가이드스상 '22년 매출 및 사업포트폴리오 변화



자료: 두산, 하나금융투자

표 1. 두산 실적 추정 상세

(단위: 십억원, %)

Consolidation											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	3,924	4,601	4,254	4,517	4,308	5,088	4,737	5,055	16,426	17,296	19,188
YoY	5.8%	8.2%	16.1%	-6.0%	9.8%	10.6%	11.4%	11.9%	-2.8%	5.3%	10.9%
QoQ	-18.3%	17.2%	-7.5%	6.2%	-4.6%	18.1%	-6.9%	6.7%			
자체사업	621	753	753	846	785	1,023	969	888	2,209	2,973	3,665
두산중공업	3,273	3,825	3,483	3,636	3,574	4,046	3,749	4,149	13,893	14,217	15,518
영업익	261	394	265.3	263.7	351	420	328	308	919	1,184	1,407
YoY	3.6%	28.7%	40.4%	53.1%	34.5%	6.7%	23.6%	16.7%	1201.5%	28.8%	18.8%
QoQ	51.4%	51.2%	-32.7%	-0.6%	33.0%	19.9%	-22.1%	-6.1%			
OPM	6.6%	8.6%	6.2%	5.8%	8.1%	8.3%	6.9%	6.1%	5.6%	6.8%	7.3%
자체사업	38	70	71	65	56	91	90	67	171	244	305
두산중공업	232	306	196.0	187	305	311	247	264	791	921	1,128
지배순이익	8	21	10.4	1	-10	92	84	54	197	41	220
YoY	-95.5%	-64.7%	-80.5%	흑전	적전	330.9%	705.5%	8683.5%	-150.2%	-79.4%	442.3%
QoQ	흑전	161.7%	-51.3%	-94.1%	적전	흑전	-8.9%	-36.1%			
NPM	0.2%	0.5%	0.2%	0.0%	-0.2%	1.8%	1.8%	1.1%	1.2%	0.2%	1.1%
두산중공업	- 15	- 71	- 58	- 148	- 69	48	40	36	-171	-292	55

자체사업											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	621	753	752.7	846	785	1,023	969	888	2,209	2,973	3,665
YoY	26.2%	28.6%	46.5%	36.9%	26.4%	35.9%	28.8%	4.9%	2.9%	34.6%	23.3%
QoQ	0.5%	21.2%	0.0%	12.4%	-7.2%	30.3%	-5.3%	-8.4%			
전자	217	225	256	235	216	278	309	191	800	932	994
모트롤	92	101	101	121	144	111	106	127	284	415	488
정보통신	61	65	60	55	54	66	60	55	255	241	236
연료전지	13	66	21	109	8	166	115	126	187	209	414
산업차량	172	216	196	202	207	237	206	207	684	786	857
면세	66	80	118	125	157	165	173	182	97	390	676
영업익	38	70	70.8	65	56.4	91.1	90	67	124	244	305
YoY	11.5%	36.5%	60.0%	57.2%	48.8%	30.0%	27.5%	2.4%	-21.2%	97.5%	24.8%
QoQ	-8.8%	85.0%	1.0%	-7.8%	-13.6%	61.5%	-0.9%	-25.9%	64.8%	54.2%	42.5%
OPM	6.1%	9.3%	9.4%	7.7%	7.2%	8.9%	9.3%	7.5%	5.6%	8.2%	8.3%
전자	28	34	42	28	29	34	43	24	80	132	129
모트롤	5	9	9	12	15	10	8	14	11	35	47
정보통신	9	10	10	3	7	10	9	6	38	32	32
연료전지	-9	3	- 5.7	5.7	- 12	12	10	9	-10	-6	18.0
산업차량	15	20	17	12	16	23	17	11	52	65	67
면세	- 11	-6	-1	5	2.2	2	3	4	-48	-14.0	11

Stand alone											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
영업수익	612	636	637	740	697	1,029	969	890	2,067	2,625	3,585
YoY	34.8%	6.3%	41.9%	30.7%	13.9%	61.8%	52.1%	20.3%	10.3%	27.0%	36.6%
QoQ	7.9%	4.0%	0.2%	16.2%	-5.9%	47.6%	-5.8%	-8.1%			
배당수익	86	6	-	3	44	6	-	3	179	94	53
상품 등 매출	526	630	637	737	653	1,023	969	888	1,888	2,531	3,533
영업익	108	53	48	68	124	97	90	70	225	277	381
YoY	52.2%	-65.8%	221.7%	흑전	15.1%	83.6%	86.3%	3.3%	5.6%	22.8%	37.7%
QoQ	흑전	-51.3%	-7.9%	39.3%	84.2%	-22.3%	-6.6%	-22.7%			
OPM	17.7%	8.3%	7.6%	9.1%	17.9%	9.4%	9.3%	7.8%	10.9%	10.5%	10.6%
순이익	86	48	33	38	106	74	69	40	154	205	289
YoY	167.8%	-66.0%	4818.2%	흑전	22.0%	55.6%	112.5%	5.0%	24.7%	33.4%	41.0%
QoQ	흑전	-44.7%	-31.8%	17.4%	175.6%	-29.6%	-6.8%	-42.0%			
NPM	14.1%	7.5%	5.1%	5.2%	15.1%	7.2%	7.1%	4.5%	7.4%	7.8%	8.1%

자료: 하나금융투자

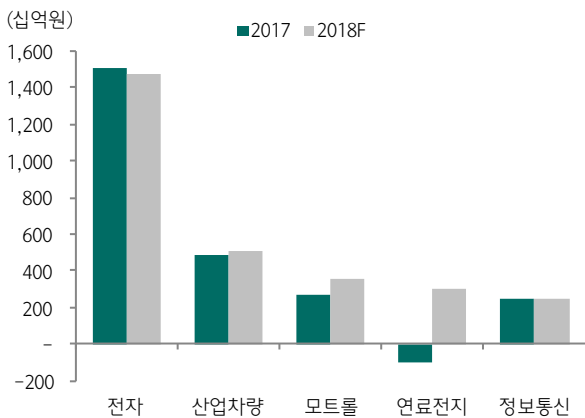
표 2. 두산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	지분율		평가액	비고
투자자산가치			1,230	
상장사			797	2018/04/27 종가 기준
두산중공업	36.8%		758	
오리콤	63.4%		39	
비상장사			433	
두타물	100.0%		232	장부가 준용. '18/6월 합병 예정
디아이피홀딩스	100.0%		164	장부가 준용. '18/3월 합병 완료
기타			37	기타 비상장사 합산. 모트롤, 산차, 전자, 연료전지 등 사업 관련 지분 배제
영업가치	18F Noplat	Multiple	2,881	2018년 예상 자체사업 세후영업익 대비 멀티플 적용
전자	98	15.0	1,472	배터리 전지박 시장 진출, 로봇 사업 등 성장성 고려 멀티플 적용
산업차량	51	10.0	508	
모트롤	36	10.0	356	
연료전지	14	21.9	300	DCF 추정(WACC 13.0%, g 1%). 세후영업익 대비 '18F 22배, '19F 10배
정보통신	25	10.0	246	
브랜드가치			198	2018년 예상 브랜드수익 대비 비용 및 세금 차감 후 10배수 적용
투자부동산			137	
순차입금			933	1Q18 별도 순차입금
총 기업가치			3,512	
상장사 30% 할인율 적용시 기업가치			3,273	
주식수(천주)			19,655	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)			170,000	
현재주가(원)			115,000	2018/04/27 종가 기준
상승여력			47.8%	

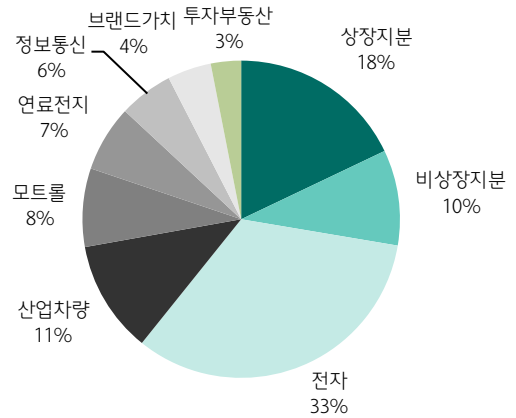
자료: 두산, 하나금융투자

그림 11. 두산 자체사업 전년 대비 가치평가 변화



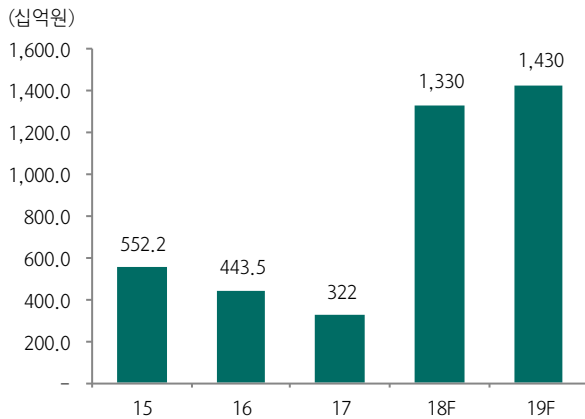
자료: 두산, 하나금융투자

그림 12. 두산 NAV 구성 현황



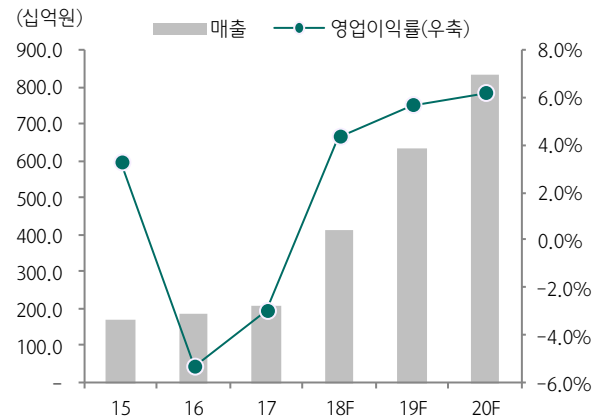
자료: 두산, 하나금융투자

그림 13. 두산 연료전지 연도별 신규 수주



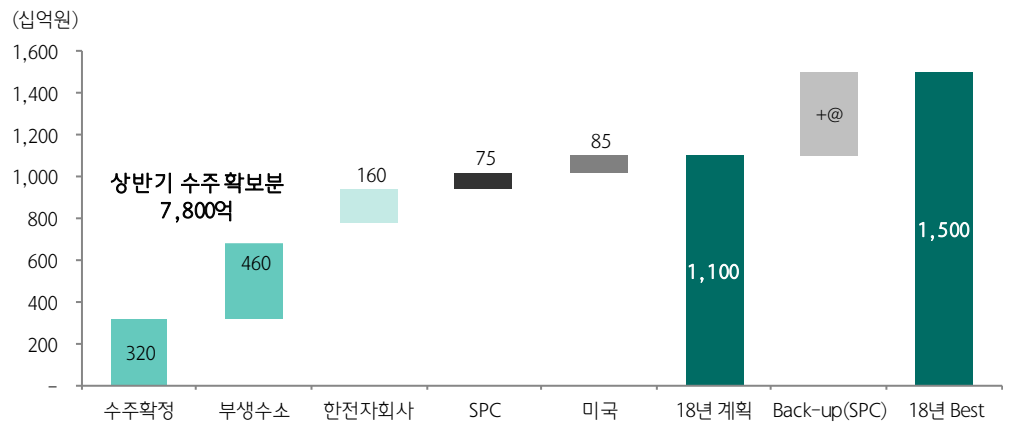
자료: 두산, 하나금융투자

그림 14. 두산 연료전지 연도별 매출 및 이익률 추이



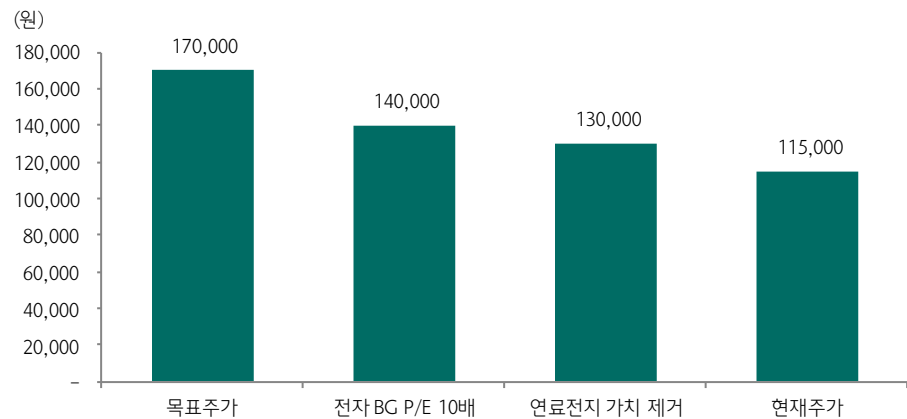
자료: 두산, 하나금융투자

그림 15. 두산 가이던스상 연료전지 사업 수주 전망



자료: 두산, 하나금융투자

그림 16. 두산 SOTP 밸류에이션상 가정 변경시 적정주가 분석



자료: 두산, 하나금융투자

추정 재무제표

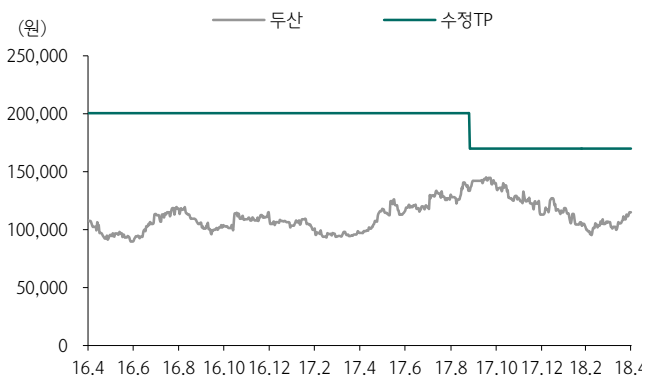
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	16,902.4	16,410.7	17,445.4	19,187.6	22,548.4
매출원가	14,352.0	13,533.7	14,226.2	15,662.5	18,792.5
매출총이익	2,550.4	2,877.0	3,219.2	3,525.1	3,755.9
판매비	2,479.8	1,959.7	2,045.3	2,092.5	2,091.7
영업이익	70.6	917.2	1,173.9	1,432.6	1,664.3
금융손익	(771.7)	(618.4)	(530.2)	(497.8)	(495.9)
중속/관계기업손익	(77.7)	(13.1)	(179.4)	(490.9)	(410.9)
기타영업외손익	(849.0)	(285.8)	(112.7)	0.0	0.0
세전이익	(1,627.8)	(0.1)	351.6	443.9	757.5
법인세	183.9	191.5	268.4	107.4	183.3
계속사업이익	(1,811.7)	(191.6)	83.2	336.5	574.2
중단사업이익	110.9	242.1	(0.7)	0.0	0.0
당기순이익	(1,700.8)	50.4	82.5	336.5	574.2
비배주주지분	(1,309.6)	(146.2)	42.4	131.0	105.8
순이익	(391.2)	196.6	40.1	205.5	468.3
지배주주순이익	(74.5)	(50.0)	38.7	89.3	152.3
NOPAT	78.6	1,194,121.1	277.8	1,085.9	1,261.5
EBITDA	759.3	1,557.8	1,778.1	1,971.4	2,141.0
성장성(%)					
매출액증가율	(16.8)	(2.9)	6.3	10.0	17.5
NOPAT증가율	(74.4)	1,519,138.0	(100.0)	290.9	16.2
EBITDA증가율	(54.4)	105.2	14.1	10.9	8.6
영업이익증가율	(92.9)	1,199.2	28.0	22.0	16.2
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	(79.6)	412.5	127.9
EPS증가율	적전	흑전	(78.8)	411.8	127.9
수익성(%)					
매출총이익률	15.1	17.5	18.5	18.4	16.7
EBITDA이익률	4.5	9.5	10.2	10.3	9.5
영업이익률	0.4	5.6	6.7	7.5	7.4
계속사업이익률	(10.7)	(1.2)	0.5	1.8	2.5
투자지표					
	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(14,671)	7,384	1,568	8,025	18,291
BPS	110,105	106,038	104,905	109,006	122,988
CFPS	50,660	63,720	64,578	57,831	67,579
EBITDAPS	28,471	58,518	69,447	76,995	83,618
SPS	633,816	616,454	681,348	749,385	880,644
DPS	4,550	5,100	5,100	5,600	5,600
주가지표(배)					
PER	N/A	15.3	73.4	14.3	6.3
PBR	1.0	1.1	1.1	1.1	0.9
PCFR	2.1	1.8	1.8	2.0	1.7
EV/EBITDA	26.2	11.5	9.7	8.5	7.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
재무비율(%)					
ROE	(14.3)	7.9	1.7	8.5	17.7
ROA	(1.2)	0.7	0.1	0.7	1.6
ROIC	0.4	6,579.1	1.6	6.7	7.8
부채비율	276.0	262.8	264.8	280.5	296.4
순부채비율	136.8	124.4	121.8	118.9	111.8
이자보상배율(배)	0.1	1.6	2.1	2.6	3.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	12,323.8	10,768.8	10,780.7	12,051.7	14,046.4
금융자산	3,132.9	2,728.3	3,272.9	3,658.8	4,160.2
현금성자산	2,332.6	2,016.3	2,603.3	2,909.3	3,276.1
매출채권 등	5,382.2	4,952.7	4,657.9	5,213.2	6,149.9
재고자산	2,752.3	2,145.8	2,018.0	2,258.6	2,664.5
기타유동자산	1,056.4	942.0	831.9	921.1	1,071.8
비유동자산	19,232.6	17,896.1	17,309.3	16,938.4	16,744.9
투자자산	1,903.3	1,497.6	1,408.4	1,576.3	1,859.6
금융자산	1,829.2	1,407.2	1,323.5	1,481.3	1,747.4
유형자산	8,796.1	8,077.0	7,758.2	7,416.5	7,119.6
무형자산	7,025.3	6,954.2	6,790.6	6,593.5	6,413.6
기타비유동자산	1,507.9	1,367.3	1,352.1	1,352.1	1,352.1
자산총계	31,556.3	28,664.8	28,090.0	28,990.1	30,791.3
유동부채	14,279.7	13,440.3	12,998.0	13,759.0	15,042.6
금융부채	7,777.4	7,191.0	7,095.8	7,166.3	7,285.2
매입채무 등	3,718.3	3,701.4	3,481.1	3,896.1	4,596.2
기타유동부채	2,784.0	2,547.9	2,421.1	2,696.6	3,161.2
비유동부채	8,883.1	7,323.6	7,392.8	7,611.9	7,981.4
금융부채	6,839.5	5,369.8	5,555.2	5,555.2	5,555.2
기타비유동부채	2,043.6	1,953.8	1,837.6	2,056.7	2,426.2
부채총계	23,162.8	20,763.9	20,390.9	21,370.8	23,024.1
지배주주지분	2,577.0	2,391.5	2,362.5	2,467.5	2,825.5
자본금	134.8	134.8	134.8	134.8	134.8
자본잉여금	838.9	827.8	855.3	855.3	855.3
자본조정	(522.4)	(493.7)	(496.9)	(496.9)	(496.9)
기타포괄이익누계액	768.7	511.9	513.6	513.6	513.6
이익잉여금	1,357.0	1,410.7	1,355.7	1,460.7	1,818.8
비지배주주지분	5,816.5	5,509.4	5,336.6	5,151.7	4,941.7
자본총계	8,393.5	7,900.9	7,699.1	7,619.2	7,767.2
순금융부채	11,484.0	9,832.5	9,378.1	9,062.8	8,680.3
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	(17.8)	925.0	518.0	899.6	1,091.9
당기순이익	(1,700.8)	50.4	82.5	336.5	574.2
조정	2,299.7	871.3	930.2	538.8	476.7
감가상각비	688.6	640.6	604.2	538.8	476.7
외환거래손익	192.4	55.7	(107.9)	0.0	0.0
지분법손익	48.0	13.1	3.0	0.0	0.0
기타	1,370.7	161.9	430.9	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(616.7)	3.3	(494.7)	24.3	41.0
투자활동 현금흐름	(445.8)	1,061.2	(181.6)	(563.6)	(733.8)
투자자산감소(증가)	(390.0)	405.3	85.2	(167.9)	(283.2)
유형자산감소(증가)	(388.2)	(457.2)	(125.1)	0.0	0.0
기타	332.4	1,113.1	(141.7)	(395.7)	(450.6)
재무활동 현금흐름	1,113.7	(2,253.8)	292.7	(30.0)	8.6
금융부채증가(감소)	1,122.9	(2,056.1)	90.2	70.5	118.9
자본증가(감소)	(106.6)	(11.1)	27.5	0.0	0.0
기타재무활동	324.2	45.3	354.4	0.0	(0.0)
배당지급	(226.8)	(231.9)	(179.4)	(100.5)	(110.3)
현금의 증감	641.6	(316.3)	587.1	306.0	366.7
Unlevered CFO	1,351.0	1,696.3	1,653.5	1,480.7	1,730.3
Free Cash Flow	(425.2)	420.7	356.8	899.6	1,091.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.6	BUY	170,000		
17.9.25	Analyst Change	170,000	-17.55%	-
16.12.9	1년 경과		-44.39%	-29.93%
15.12.8	BUY	200,500	-51.50%	-40.40%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 04월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.