

2018/07/27

두산중공업(034020)

YTD 4조원 수주, 응이손도 시작, PBR 0.54배

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

Buy (Maintain)

■ 2Q18 종속사들 호조로 양호했던 실적

2분기 연결실적은 매출 3조 8,334억원(YoY 0%, QoQ +7%), 영업이익 3,615억원(+18%, +18%)으로 영업이익은 두산인프라코어의 실적 호조로 당사 및 시장 컨센서스를 상회했지만, 지배주주순이익은 두산건설의 -356억원 당기순손실과 해외자회사들의 부진으로 적자를 지속했다<표1>.

중공업부문은 매출 1조 3,161억원(YoY -7%, QoQ +4%), 영업이익 745억원(+20%, +37%), OPM 5.7%(QoQ +1.4%p)로 양호했는데, 판관비 절감과 베트남 사업 종료과정에서 오랜만에 원가 개선이 반영되었기 때문이다.

■ 2Q 수주호조 & 응이손 조업 재개

2분기 수주도 5,693억원에 불과해, 상반기를 1.3조원(목표 6.9조원 대비 19% 달성)으로 마쳤다<그림1~2>. 그러나, 7월에 오만 담수와 국내 삼척화력발전 수주 2.6조원이 추가되어 사실상 7월까지 수주는 4조원에 달한다<그림4>. 또한 최근 베트남 응이손 화력발전의 NTP가 내려져 수주 후 3년만에 매출인식이 시작되니, 사실상 이를 포함하면 5.8조원을 수주한 셈이다.

남은 하반기 3조원 추가 수주로 목표를 달성할 경우, 2019년 7조원으로 매출 성장이 가능하다<표2>.

■ 돌파구 가스터빈, 원전, 신재생 다소 멀지만, 준비 중

탈원전 정책 이후, 동사의 수익성 하강에 대한 우려로 주가는 하염없이 하락해왔다. 그러나 돌파구는 가스터빈 개발(2022년), 해외 원전(2019년), 신재생(초기단계), 남북경협(불확실)로 열릴 수 있다.

가스터빈은 2분기 상세설계를 마쳤고, 2019년 7월까지 시제품을 제작 완료해 2021년 6월까지 시험 가동할 예정이다. 실증까지 잘 완료되면 동사는 2022년 가스터빈이라는 발전 계통 전체를 커버리지하는 무기를 갖게 된다.

해외원전은 영국, 사우디는 2019년에야 윤곽이 드러날 수 있고, 스마트원전도 당장이라고 할 수는 없지만, 지켜보아야 한다.

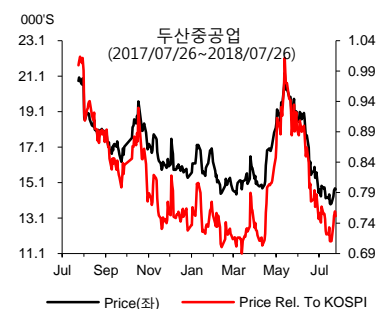
신재생은 태양광-ESS 연계 초도품과, 풍력의 유지보수 시장 진입 도모, 8GW 해상풍력 등으로 준비하고 있다.

목표주가(12M)	21,000원
종가(2018/07/26)	14,700원

Stock Indicator

자본금	597십억원
발행주식수	11,715만주
시가총액	1,722십억원
외국인지분율	14.1%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	-300원
BPS(2018E)	28,087원
ROE(2018E)	-1.1%
52주 주가	13,850~21,250원
60일평균거래량	1,005,904주
60일평균거래대금	17.8십억원

Price Trend



2Q18: 종속사 좋았고 Power BG 선전했지만, 지배주주순이익 적자지속

<표 1> 두산중공업의 2Q18 Review: Power BG 의 OPM 5.7% 개선되었지만, 당사 예상치가 높았음
 종속사들의 여닝 서프라이즈가 중공업(연결)의 컨센서스 상회를 이끔
 단 지배주주순이익은 적자지속

(십억원)										
항목	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	y-y %	q-q %	컨센서스 07월26일	당사⑥	차이(⑥/⑤)
매출액	3,824.6	3,506.6	3,754.4	3,573.7	3,833.4	0%	7%	3,906	4,100	-6%
영업이익	305.9	199.9	183.1	305.3	361.5	18%	18%	328	326	11%
영업외	-246.6	-132.2	-308.0	-191.3	-182.7			-166	-138	33%
순이익	-26.1	16.8	-120.0	23.2	52.3	흑전	125%	88	132	-60%
지배주주 순이익	-70.9	-58.3	-148.0	-69.2	-26.3	적지	적지	54	54	-149%
영업이익률	8.0%	5.7%	4.9%	8.5%	9.4%	1.4%p	0.9%p	8.4%	8.0%	1.5%p
순이익률	-0.7%	0.5%	-3.2%	0.6%	1.4%	2.0%p	0.7%p	2.3%	3.2%	-1.9%p
① 중공업										
매출액	1,418.0	1,329.7	1,570.1	1,265.1	1,316.1	-7.2%	4%		1,614	-18%
영업이익	61.8	41.7	14.1	54.3	74.5	20%	37%		94	-21%
영업이익률	4.4%	3.1%	0.9%	4.3%	5.7%	1.3%p	1.4%p		5.8%	-0.1%p
파워(연결)										
매출액	1,108	1,050	1,232	968	984	-11%	2%		1,253	-2%
영업이익	40	42	10	51	76	89%	49%		70	9%
영업이익률	3.6%	4.0%	0.8%	5.3%	7.7%	4.1%p	2.4%p		5.6%	2.1%p
워터										
매출액	102	95	145	112	141	38%	26%		151	-7%
영업이익	5	4	1	8	9	85%	10%		12	-27%
영업이익률	4.7%	4.5%	1.0%	7.1%	6.2%	1.6%p	-0.9%p		8.0%	-1.8%p
주단 건설 등										
매출액	237	198	204	185	191	-19%	3%		210	-9%
영업이익	17	5	-29	-5	-10	적전	적지		12	-184%
영업이익률	7.1%	2.5%	-14.1%	-2.5%	-5.2%	-12.3%p	-2.8%p		5.7%	-10.9%p
② 중공업 외										
매출액	2,409	2,157	2,268	2,306	2,513	4%	9%		2,485	1%
영업이익	241	155	175	256	286	19%	12%		233	23%
영업이익률	10.0%	7.2%	7.7%	11.1%	11.4%	1.4%p	0.3%p		9.4%	2.0%p

자료: 하이투자증권 리서치

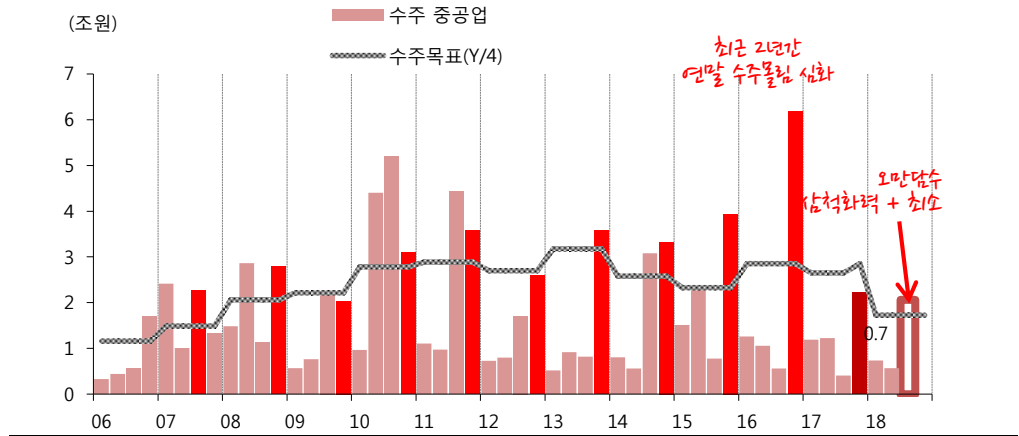
<표 2> 두산중공업 실적 예상치: 2019 년부터 원전 매출 비중 빠지면서 중공업 부문 이익률 하강 예상치 유지

(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	3,833	3,552	4,069	13,952	14,524	15,834	15,028	16,547
영업이익	237	306	200	183	305	362	219	251	798	926		1,136	1,062
금융/기타영업외	-117	-243	-129	-302	-195	-180	-131	-129	-1,028	-791		-635	-523
이자손익	-109	-110	-114	-120	-119	-118	-117	-116	-473	-452		-470	-449
관계기업/기타	-4	-3	-3	-6	3	-3	-2	-2	-15	-17		-3	-7
세전사업이익	116	59	68	-125	114	179	86	120	-244	118		499	532
순이익	37	-26	-10	-111	23	52	60	84	-216	-110		219	362
지배주주순이익	-15	-71	-58	-148	-69	-26	24	34	-171	-292		-38	224
영업이익률	6.9%	8.0%	5.7%	4.9%	8.5%	9.4%	6.2%	6.2%	5.7%	6.4%		7.6%	6.4%
주주순이익률	-0.4%	-1.9%	-1.7%	-3.9%	-1.9%	-0.7%	0.7%	0.8%	-1.2%	-2.0%		-0.3%	1.4%
① 중공업				18%									
매출액	1,341	1,418	1,330	1,570	1,265	1,316	1,324	1,583	6,090	5,659	6,060	5,489	7,116
YoY	3%	-2%	6%	-25%	-6%	-7%	0%	1%	-8%	-7%		-3%	30%
영업이익	70	62	42	14	54	75	58	67	285	187		254	236
영업이익률	5.2%	4.4%	3.1%	0.9%	4.3%	5.7%	4.4%	4.2%	4.7%	3.3%		4.6%	3.3%
발전(연결)													
매출액	1,075	1,108	1,050	1,232	968	984	982	1,187	4,932	4,464		4,121	5,766
영업이익	59	40	42	10	51	76	49	60	265	151		235	214
영업이익률	5.5%	3.6%	4.0%	0.8%	5.3%	7.7%	5.0%	5.1%	5.4%	3.4%		5.7%	3.7%
워터													
매출액	70	102	95	145	112	141	145	173	360	413		571	625
영업이익	-4	5	4	1	8	9	10	12	-12	7		39	19
영업이익률	-5.5%	4.7%	4.5%	1.0%	7.1%	6.2%	7.0%	7.0%	-3.4%	1.6%		6.8%	3.0%
주단 건설 등													
매출액	227	237	198	204	185	191	197	224	897	867		797	725
영업이익	14	17	5	-29	-5	-10	-1	-5	33	7		-20	3
영업이익률	6.0%	7.1%	2.5%	-14.1%	-2.5%	-5.2%	-0.4%	-2.2%	3.7%	0.8%		-2.5%	0.5%
② 중공업 외													
매출액	2,107	2,409	2,157	2,268	2,306	2,513	2,227	2,486	7,867	8,941	9,774	9,532	9,431
영업이익	168	241	155	175	256	286	160	184	515	740	↑ 엔진 포함	886	826
영업이익률	8.0%	10.0%	7.2%	7.7%	11.1%	11.4%	7.2%	7.4%	6.5%	8.3%		9.3%	8.8%

자료: 하이투자증권 리서치

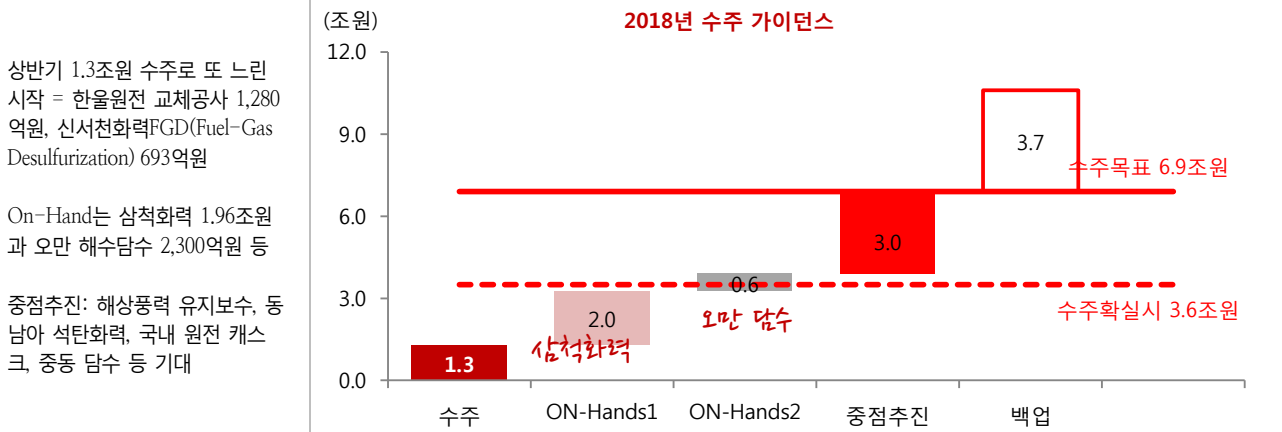
수주: 상반기 1.3조원 + 7월 2.6조원 = 4조원 육박

<그림 1> 3분기 삼척화력과 중동 담수로 수주 쏠림 나타날 전망 & 하반기 추가로 3조원 중점 추진으로 계속 쏠림 시현 가능



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 수주 확실히 3.6조원은 확실히 넘김 & 수주목표 6.9조원 달성을 위해서는 중점추진 3조원의 추가 달성 필요



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 응이슨 NTP(착수지시서) 발급으로, 죽은 계약이 살아
남: 2015 년 7 월 → 2018 년 7 월로 3 년 늦게 시작

정정신고(보고)		
정정일자		2018-07-10
1. 정정관련 공시서류	단일판매 · 공급계약 체결	
2. 정정관련 공시서류제출일	2014-12-26	
3. 정정사유	발주처의 NTP(Notice to Proceed, 착수지시서) 발급에 따른 납기 기산 개시	
4. 정정사항		
정정항목	정정전	정정후
5. 계약기간	- 시작일 : 2015-07-31 - 종료일 : 2019-07-30	- 시작일 : 2018-07-10 - 종료일 : 2022-07-09
9. 기타 투자판단과 관련한 중 요사항	-상기 5항의 계약기간 중 시작 일은 납기기산일임. (1호기 42개월, 2호기 48개 월) · 납기기산일 : NTP(Notice to Proceed) 발급에상일임.	-상기 5항의 계약기간 중 시작 일은 납기기산일임. (1호기 42개월, 2호기 48개 월) · 납기기산일 : NTP(Notice to Proceed) 발급일임.
-		

단일판매 · 공급계약 체결

1. 판매 · 공급계약 구분		공사수주	
- 체결계약명		Nghi Son 2 Coal-fired Thermal Power Plant	
2. 계약내역	계약금액(원)	1,812,853,650,000	
	최근매출액(원)	19,208,173,507,456	
	매출액대비(X)	9.44	
	대규모법인여부	해당	
3. 계약상대		Marubeni+KEPCO Consortium	
- 회사와의 관계		-	
4. 판매 · 공급지역		베트남 Thanh Hoa 성, Nghi Son 경제구역	
5. 계약기간	시작일	2018-07-10	
	종료일	2022-07-09	
6. 주요 계약조건		1,330MW(665MWx2) 석탄화력발전소 EPC 공급	
7. 계약(수주)일자		2014-12-24	

자료: 하이투자증권

<그림 4> 삼척화력발전소 1,2 호기 EPC 공사 수주: 일명 포스파
워 프로젝트로 정부의 탈석탄 정책에 따라 고비를 맞다가 드디어
진행

1. 판매 · 공급계약 구분		공사수주
- 체결계약명		삼척화력발전소 1,2호기 EPC 건설공사
2. 계약내역	계약금액(원)	1,961,464,692,000
	최근매출액(원)	14,523,554,475,823
	매출액대비(X)	13.51
	대규모법인여부	해당
3. 계약상대		포스파워(주)
- 회사와의 관계		-
4. 판매 · 공급지역		강원도 삼척시 적노동 일대
5. 계약기간	시작일	2018-07-24
	종료일	2024-07-31
6. 주요 계약조건		2,100MW(1,050MW x 2기) 화력발전소 EPC 공급
7. 계약(수주)일자		2018-07-24
8. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
9. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
- 상기 계약금액은 전체 EPC 계약금액에 당사의 컨소시엄 지분율(두산중공업(주) 51%, (주)포스코건설 49%)을 반영하여 산출하였으며, 부가세가 포함된 금액임.		
- 상기 최근매출액은 '17년도 연결기준 매출액임.		
- 상기 5항의 계약기간 중 시작일은 계약체결일이며, 종료일은 최종 인수통보서 발행 예상 일임. (최종 인수통보서 발행 예상일 : 2호기 상업운전일 + 3개월)		
- 계약금액 및 계약기간은 향후 사업진행과정에서 변경될 수 있음.		
※ 관련공시	2015-11-10 기타 경영사항(자율공시)(삼척 포스파워 1,2호기 주기 기 공급 우선협상대상자 선정)	

자료: 하이투자증권

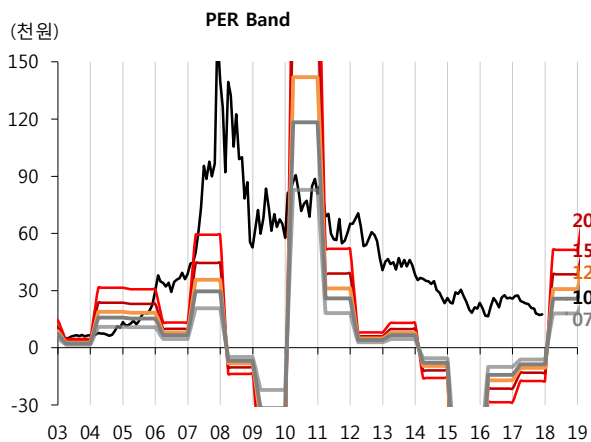
목표주가 21,000원 유지

<표 3> 두산중공업 적정 PBR 0.75 배에서, 적정주가 21,000 원 유지

계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
중공업 영업이익(십억원)	594	515	323	259	285	187	254	236
영업이익(십억원)	586	958	878	-27	798	926	1,136	1,062
지배주주 순이익	43	69	-95	-1,039	-171	-292	-38	224
지배주주 자본총계	3,819	4,727	4,659	3,581	3,476	3,387	3,353	3,577
자본(BW 모두 전환 가정)	3,819	4,727	4,659	3,581	3,476	3,387	3,853	4,077
주식수	106	106	119	119	119	119	119	119
↓			RCPS 0.4조 원			BW 0.5조 원		
주식수(BW 모두 전환 가정)			119			119	146	146
EPS	402	654	-790	-8,701	-1,431	-2,447	-315	1,880
↓						회계:	16%	-18%
EPS(BW 모두 전환 가정)						-2,447	-367	1,537
BPS	36,075	44,524	39,036	29,998	29,119	28,373	28,087	29,967
BPS(BW 모두 전환 가정)							26,398	27,935
PBR(고)	2.2	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1	0.79	
PBR	1.6	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8	0.56	
PBR(저)	1.1	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.52	
ROE	1%	1.6%	-2.0%	-25.2%	-5%	-9%	-1.1%	6.5%
						회계:	-7%	-13%
ROE(BW 모두 전환 가정)							-1.0%	5.7%
적용ROE	1%	1.6%	1.6%	-6.7%	-4.8%	-1.1%	2.7%	6.5%
적용ROE(BW 모두 전환)						-1.3%	2.3%	5.7%
└ 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%	-4.7%	-0.9%	3.4%	
COE(평)	0.8%	1.7%	2.1%	-8.3%	-5.2%	-1.4%	4.7%	
적용ROE = FWD +0 ~ 1Y						ROE	2.3%	5.7%
Target PBR						타겟	0.75	0.80
현재 PBR						현재 PBR	0.56	0.53
적용 BPS: 당해말						BPS	26,398	27,935
적정주가							20,000	22,000
목표주가							21,000	
증가(07.26)							14,700	
상승여력							43%	

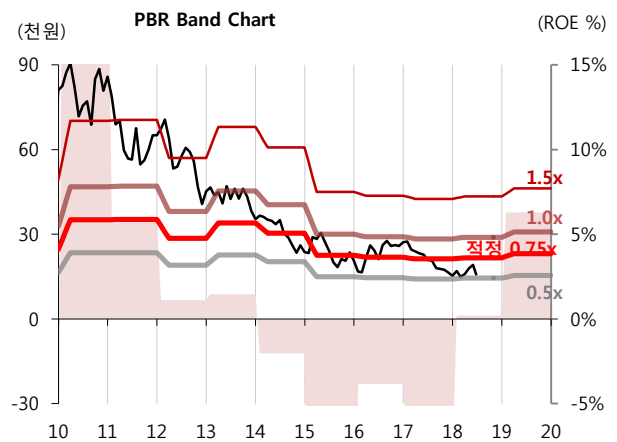
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 두산중공업 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 4> 두산중공업 PBR 밴드: 적정 PB 0.75 배



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,230	8,470	8,620	8,949
현금 및 현금성자산	1,970	1,918	1,743	1,686
단기금융자산	512	436	371	316
매출채권	4,674	4,018	4,335	4,699
재고자산	1,738	1,799	1,869	1,947
비유동자산	15,732	15,654	15,634	15,574
유형자산	6,905	6,895	6,887	6,879
무형자산	6,476	6,269	6,081	5,911
자산총계	24,962	24,124	24,254	24,523
유동부채	11,747	10,845	10,660	10,571
매입채무	2,827	2,212	2,781	3,352
단기차입금	3,765	3,765	3,200	2,720
유동성장기부채	1,868	1,868	1,868	1,868
비유동부채	6,650	6,490	6,443	6,340
사채	2,600	2,600	2,600	2,600
장기차입금	2,062	1,856	1,670	1,503
부채총계	18,396	17,335	17,103	16,912
지배주주지분	3,387	3,353	3,577	3,927
자본금	597	597	597	597
자본잉여금	1,703	1,706	1,706	1,706
이익잉여금	402	365	589	939
기타자본항목	684	685	685	685
비지배주주지분	3,179	3,436	3,574	3,684
자본총계	6,566	6,789	7,151	7,611

포괄손익계산서

(단위:십억원%)

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,524	15,028	16,547	17,243
증가율(%)	4.1	3.5	10.1	4.2
매출원가	12,019	12,258	13,683	14,178
매출총이익	2,505	2,770	2,864	3,065
판매비와관리비	1,579	1,633	1,802	1,888
연구개발비	187	194	213	222
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	926	1,136	1,062	1,177
증가율(%)	16.0	22.8	-6.5	10.9
영업이익률(%)	6.4	7.6	6.4	6.8
이자수익	49	32	31	29
이자비용	501	502	479	448
지분법이익(손실)	-17	-3	-7	-7
기타영업외손익	-272	-138	-80	-80
세전계속사업이익	118	499	532	677
법인세비용	202	250	170	217
세전계속이익률(%)	0.8	3.3	3.2	3.9
당기순이익	-110	219	362	460
순이익률(%)	-0.8	1.5	2.2	2.7
지배주주귀속 순이익	-292	-38	224	350
기타포괄이익	161	-163	-163	-163
총포괄이익	51	57	199	298
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)

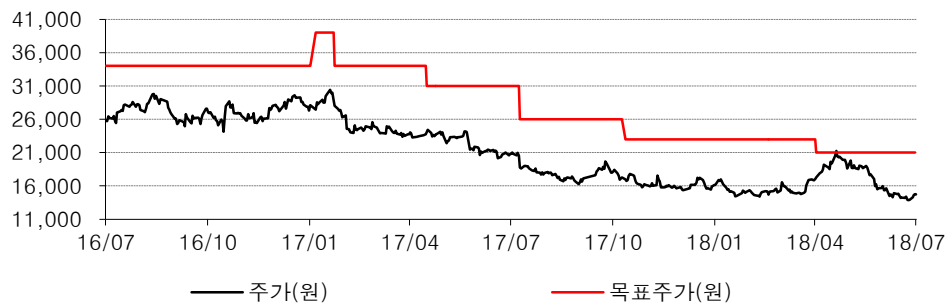
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	429	1,480	1,960	1,926
당기순이익	-110	219	362	460
유형자산감가상각비	302	489	489	488
무형자산상각비	211	207	188	170
지분법관련손실(이익)	-17	-3	-7	-7
투자활동 현금흐름	-457	-596	-685	-632
유형자산의 처분(취득)	-212	-480	-480	-480
무형자산의 처분(취득)	-273	-	-	-
금융상품의 증감	64	-67	-145	-82
재무활동 현금흐름	704	-473	-1,002	-898
단기금융부채의증감	-1,772	-	-565	-480
장기금융부채의증감	2,842	-206	-186	-167
자본의증감	0	2	-	-
배당금지급	-2	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	598	-52	-175	-57
기초현금및현금성자산	1,373	1,970	1,918	1,743
기말현금및현금성자산	1,970	1,918	1,743	1,686

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-2,447	-300	1,725	2,691
BPS	28,373	28,087	29,967	32,899
CFPS	1,852	5,247	6,925	7,752
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER			8.5	5.5
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4
PCR	8.3	2.8	2.1	1.9
EV/EBITDA	6.6	5.2	5.1	4.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-8.5	-1.1	6.5	9.3
EBITDA 이익률	9.9	12.2	10.5	10.6
부채비율	280.2	255.3	239.2	222.2
순부채비율	119.0	113.9	101.0	87.9
매출채권회전율(x)	3.1	3.5	4.0	3.8
재고자산회전율(x)	8.4	8.5	9.0	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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-