



하나금융그룹

2018년 7월 27일 | Equity Research

두산(000150)

전자 부진을 모트롤과 면세/유통부문 개선으로 상쇄

2Q18 영업익 컨센서스 상회한 4,383억원(YoY +11.2%)

2Q18 영업익은 컨센서스를 상회한 4,383억원(YoY +14.1%), 지배순익은 컨센서스를 하회한 177억원(-17.2%)을 기록했다. 컨센서스를 상회한 영업익은 두산인프라코어 및 두산중공업의 영업익 개선에 주로 기인한다. 자체사업 영업익은 두타몰 합병 반영 기준 744억원(YoY +0.3%)을 기록했다. 전자 부문은 삼성 및 애플 아이폰X 초기 단종 등 전방업체 매출 부진의 영향으로 전년 동기 대비 41.3% 감소한 199억원의 영업익을 기록했다. 반면, 모트롤은 중국 굴착기 시장 호조의 영향으로 전년 동기 대비 85.7% 증가한 173억 원을 기록했다. 면세부문 또한 흑자 기조를 이어가며 31억 원의 영업익을 시현했다. 하반기에는 부진했던 전자 부문이 삼성/애플 신제품 출시 및 OLED 매출 비중 확대의 영향으로 상반기 대비 실적 개선이 예상된다.

다변화된 자체사업 포트폴리오, 안정적 이익흐름 예상

전자 부문은 과거 CCL 편중 구도에서 벗어나 FCCL 뿐만 아니라, OLED와 중장기적으로 5G 소재 및 유럽 내 전기차 배터리용 전지박 시장 진출을 준비 중에 있다. 특히, 전지박 관련 두산은 유럽 내 유일한 하이엔드 동박 제조 기술을 보유한 업체로서 형가리 내 전지박 생산기지 설립을 완료하였으며 주요 국내 배터리 제조사와의 장기 공급 계약을 통해 안정적 물량 확보가 예상된다. '17년 3분기까지 적자를 기록했던 면세 부문도 지난 4분기 이후 흑자 기조를 이어가고 있으며 2분기 일매출은 17.6억원으로 사업 추진 이후 최대치를 기록했다. 전년도 부진했던 연료전지 수주 또한 상반기까지 8,400억원을 달성하여 연간 수주 목표 1.3조원 달성이 가능할 전망이다. 이렇듯 다변화된 자체사업 포트폴리오 구축을 통해 안정적 영업 현금흐름 창출이 예상된다.

목표주가 14만원으로 하향조정. 투자의견 BUY 유지

상장 지분가치 하락과 지분가치 할인율을 40%로 확대 적용하여 기존 목표주가 17만원에서 14만원으로 하향 조정한다. 다변화된 자체사업 포트폴리오 구축을 통해 과거와 같은 이익 변동성에서의 탈피가 예상되는 가운데, 5% 중반에 다른 배당수익률이 매력적인 상황이다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 140,000원(하향) | CP(7월 26일): 100,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,289.06		
52주 최고/최저(원)	145,000/95,400	매출액(십억원)	18,917.0 20,140.1
시가총액(십억원)	1,919.8	영업이익(십억원)	1,410.0 1,498.1
시가총액비중(%)	0.16	순이익(십억원)	300.5 385.8
발행주식수(천주)	19,198.0	EPS(원)	7,530 10,640
60일 평균 거래량(천주)	46.6	BPS(원)	129,378 135,948
60일 평균 거래대금(십억원)	5.1		
18년 배당금(예상,원)	5,600		
18년 배당수익률(예상,%)	5.60		
외국인지분율(%)	7.91		
주요주주 지분율(%)			
박용곤 외 31 인	48.52		
국민연금	6.42		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.8) (13.0) (16.7)		
상대	(1.2) (2.2) (11.4)		

Stock Price		
(천원)	두산(자)	상대지수(우)
156		
146		
136		
126		
116		
106		
96		
86		
17.7 17.10 18.1 18.4 18.7	130	120
	110	100
	90	80
	80	70
	70	60

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	16,470.3	17,585.2	18,804.6	20,414.3	20,066.8
영업이익	십억원	924.3	1,179.9	1,439.5	1,452.8	1,474.9
세전이익	십억원	1.7	341.3	543.3	589.5	611.6
지배순이익	십억원	196.6	40.6	127.0	324.1	340.8
EPS	원	7,384	1,594	5,165	13,177	13,858
증감률	%	흑전	(78.4)	224.0	155.1	5.2
PER	배	14.22	70.89	19.36	7.59	7.22
PBR	배	0.99	1.02	0.94	0.87	0.80
EV/EBITDA	배	11.46	9.79	8.36	8.25	8.07
ROE	%	7.91	1.67	5.26	13.15	12.69
BPS	원	106,038	111,245	106,518	115,209	124,582
DPS	원	5,100	5,100	5,600	5,600	5,600



Analyst 오진원

02-3771-7525

jw.oh@hanafn.com

RA 박은규

02-3771-8532

ek.p@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 두산 실적 추정 상세

(단위: 십억원, %)

Consolidation

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	3,924	4,601	4,254	4,517	4,308	4,746	4,574	5,177	16,426	17,296	18,805
YoY	5.8%	8.2%	16.1%	-6.0%	9.8%	3.2%	7.5%	14.6%	-2.8%	5.3%	8.7%
QoQ	-18.3%	17.2%	-7.5%	6.2%	-4.6%	10.2%	-3.6%	13.2%			
자체사업	621	753	753	846	785	955	933	907	2,209	2,973	3,580
두산중공업	3,273	3,825	3,483	3,636	3,574	3,833	3,622	4,251	13,893	14,217	15,280
영업익	261	384	275.1	263.7	351	438	319	332	919	1,184	1,439
YoY	3.6%	25.5%	45.7%	53.1%	34.5%	14.1%	15.8%	25.8%	1201.5%	28.8%	21.6%
QoQ	51.4%	47.4%	-28.4%	-4.2%	33.0%	25.0%	-27.3%	4.1%			
OPM	6.6%	8.4%	6.5%	5.8%	8.1%	9.2%	7.0%	6.4%	5.6%	6.8%	7.7%
자체사업	42	74	74	82	64	69	80	74	171	272	288
두산중공업	232	306	196.0	187	305	362	248	280	791	921	1,195
지배순이익	8	21	10.4	1	-10	18	64	55	197	41	127
YoY	-95.5%	-64.7%	-80.5%	흑전	적전	-17.2%	515.9%	8875.7%	-150.2%	-79.4%	213.2%
QoQ	흑전	161.7%	-51.3%	-94.1%	적전	흑전	262.4%	-14.6%			
NPM	0.2%	0.5%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.4%	1.4%	1.1%	1.2%	0.2%	0.7%
두산중공업	-15	-71	-58	-	148	-69	-26	26	44	-171	-292
											-25

자체사업

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	637	768	768	863	802	967	937	914	2,380	3,036	3,620
YoY	25.4%	25.1%	35.5%	24.9%	25.9%	25.9%	22.0%	5.9%	10.9%	27.6%	19.2%
QoQ	-7.8%	20.6%	-0.1%	12.4%	-7.0%	20.5%	-3.1%	-2.4%			
전자	217	225	256	235	216	206	235	225	800	932	881
모트롤	92	101	101	121	144	160	111	129	284	415	544
정보통신	61	65	60	55	54	55	60	55	255	241	225
연료전지	13	66	21	109	8	128	137	106	187	209	378
산업차량	172	216	196	202	207	240	216	209	684	786	872
면세/유통	82	95	133	142	174	178	178	190	97	453	719
영업익	42	74	74	82	64.3	74.4	87	83	124	272	309
YoY	2.2%	47.8%	101.6%	200.4%	53.8%	0.3%	17.9%	0.7%	-21.2%	120.2%	13.4%
QoQ	53.1%	77.5%	0.0%	10.5%	-21.6%	15.7%	17.6%	-5.6%	64.8%	48.6%	36.2%
OPM	6.6%	9.7%	9.7%	9.5%	8.0%	7.7%	9.3%	9.0%	5.2%	9.0%	8.5%
전자	28	34	42	28	29	20	31	32	80	132	112
모트롤	5	9	9	12	15	17	8	14	11	35	55
정보통신	9	10	10	3	7	8	9	6	38	32	30
연료전지	-9	3	- 5.7	5.7	- 12	1	10	7	-10	-6	5.8
산업차량	15	20	17	12	16	20	18	11	52	65	65
면세/유통	-7	-2	2	21	10	9	11	12	-48	14.1	41

Stand alone

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
영업수익	612	636	637	740	697	790	933	910	2,067	2,625	3,330
YoY	34.8%	6.3%	41.9%	30.7%	13.9%	24.3%	46.4%	22.9%	10.3%	27.0%	26.9%
QoQ	7.9%	4.0%	0.2%	16.2%	-5.9%	13.4%	18.1%	-2.5%			
배당수익	86	6	-	3	80	6	-	3	179	94	88
상품 등 매출	526	630	637	737	617	785	933	907	1,888	2,531	3,242
영업익	108	53	48	68	124	61	80	77	225	277	343
YoY	52.2%	-65.8%	221.7%	흑전	15.1%	14.9%	65.6%	14.5%	5.6%	22.8%	23.8%
QoQ	흑전	-51.3%	-7.9%	39.3%	84.3%	-51.4%	32.7%	-3.6%			
OPM	17.7%	8.3%	7.6%	9.1%	17.9%	7.7%	8.6%	8.5%	10.9%	10.5%	10.3%
순이익	86	48	33	38	105	30	54	39	154	205	228
YoY	167.8%	-66.0%	4818.2%	흑전	22.0%	-38.0%	66.8%	1.0%	24.7%	33.4%	11.2%
QoQ	흑전	-44.7%	-31.8%	17.4%	175.6%	-71.9%	83.8%	-28.9%			
NPM	14.1%	7.5%	5.1%	5.2%	15.1%	3.7%	5.8%	4.3%	7.4%	7.8%	6.9%

자료: 하나금융투자



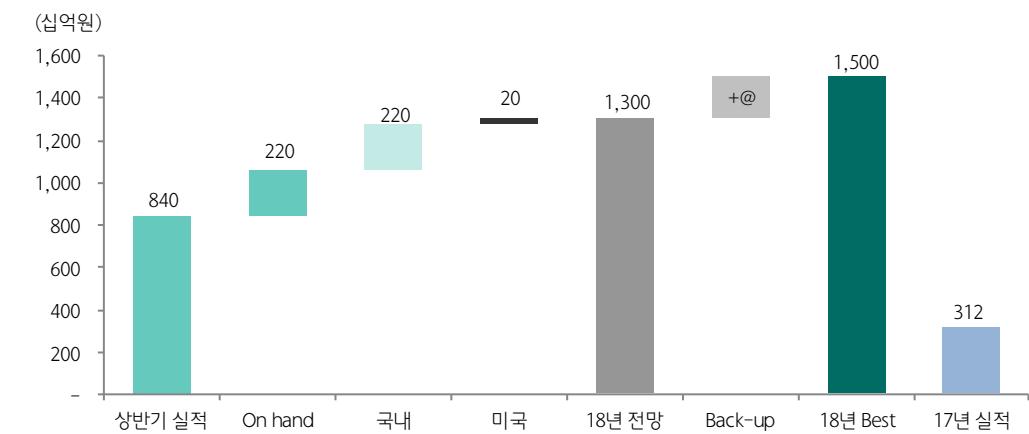
표 2. 두산 SOTP Valution

(단위: 십억원, 원)

	지분율		평가액	비고
투자자산가치			1,055	
상장사			682	2018/07/26 종가 기준
두산중공업	36.8%		646	
오리콤	63.4%		39	
비상장사			373	
기타			373	기타 비상장사 합산. 모트롤, 산차, 전자, 연료전지 등 사업 관련 지분 배제
영업가치	12M Forward	Multiple	2,868	2018년 예상 자체사업 세후영업익 대비 멀티플 적용
전자	85	13.0	1,101	배터리 전지박 시장 진출, 로봇 사업 등 성장성 고려 고 멀티플 적용
산업차량	50	10.0	495	
모트롤	41	10.0	414	
면세 및 유통	31	10.0	311	두타몰 및 면세사업 합산
연료전지	31	10.1	317	DCF 추정(WACC 13.0%, g 1%). 세후영업익 대비 '18F 22배, '19F 10배
정보통신	23	10.0	229	
브랜드가치			194	2018년 예상 브랜드수익 대비 비용 및 세금 차감 후 10배수 적용
투자부동산			153	
순차입금			1,226	2Q18 별도 순차입금
총 기업가치			3,046	
상장사 40% 할인을 적용시 기업가치			2,773	
주식수(천주)			19,656	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)			140,000	
현재주가(원)			100,000	2018/07/26 종가 기준
상승여력			40.0%	

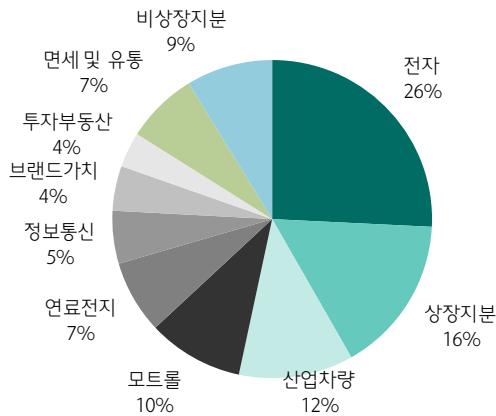
자료: 두산, 하나금융투자

그림 1. 두산 가이던스상 연료전지 사업 수주 전망



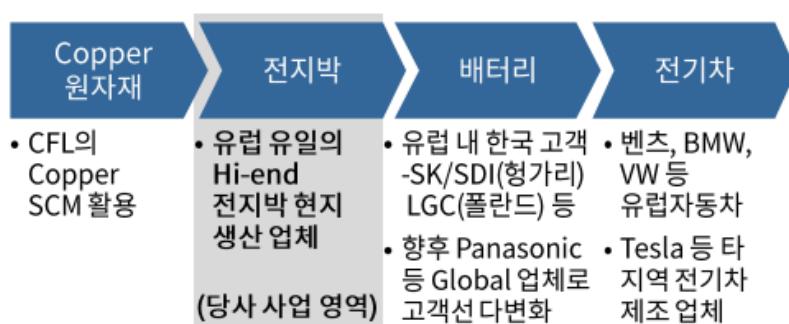
자료: 두산, 하나금융투자

그림 2. 두산 NAV 구성요인 분배



자료: 두산, 하나금융투자

그림 3. 두산의 전기차용 배터리 핵심소재인 전지박 사업 추진 Value Chain 요약



자료: 두산, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,470.3	17,585.2	18,804.6	20,414.3	20,066.8
매출원가	13,582.3	14,438.7	15,248.5	16,835.2	16,572.3
매출총이익	2,888.0	3,146.5	3,556.1	3,579.1	3,494.5
판관비	1,963.7	1,966.6	2,116.6	2,126.2	2,019.5
영업이익	924.3	1,179.9	1,439.5	1,452.8	1,474.9
금융순익	(618.9)	(581.0)	(567.5)	(541.2)	(529.7)
종속/관계기업손익	(13.1)	(14.1)	(270.1)	(322.0)	(333.6)
기타영업외손익	(290.6)	(243.5)	(58.6)	0.0	0.0
세전이익	1.7	341.3	543.3	589.5	611.6
법인세	193.0	272.9	250.9	142.7	148.0
계속사업이익	(191.4)	68.4	292.4	446.9	463.6
중단사업이익	241.8	(22.4)	(31.4)	0.0	0.0
당기순이익	50.4	45.9	261.0	446.9	463.6
비지배주주지분					
순이익	(146.2)	5.4	134.0	122.8	122.8
지배주주순이익	196.6	40.6	127.0	324.1	340.8
지배주주지분포괄이익	(50.0)	178.8	10.7	14.2	14.7
NOPAT	(107,095.6)	236.4	774.8	1,101.2	1,118.0
EBITDA	1,564.8	1,810.7	2,042.0	1,981.3	1,938.9
성장성(%)					
매출액증가율	(2.6)	6.8	6.9	8.6	(1.7)
NOPAT증가율	적전	흑전	227.7	42.1	1.5
EBITDA증가율	106.1	15.7	12.8	(3.0)	(2.1)
영업이익증가율	1,209.2	27.7	22.0	0.9	1.5
(지배주주)순익증가율	흑전	(79.3)	212.8	155.2	5.2
EPS증가율	흑전	(78.4)	224.0	155.1	5.2
수익성(%)					
매출총이익률	17.5	17.9	18.9	17.5	17.4
EBITDA이익률	9.5	10.3	10.9	9.7	9.7
영업이익률	5.6	6.7	7.7	7.1	7.3
계속사업이익률	(1.2)	0.4	1.6	2.2	2.3

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,384	1,594	5,165	13,177	13,858
BPS	106,038	111,245	106,518	115,209	124,582
CFPS	63,720	86,507	72,691	67,642	65,450
EBITDAPS	58,782	71,151	83,024	80,558	78,834
SPS	618,692	690,991	764,578	830,025	815,896
DPS	5,100	5,100	5,600	5,600	5,600
주가지표(배)					
PER	14.2	70.9	19.4	7.6	7.2
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
PCFR	1.6	1.3	1.4	1.5	1.5
EV/EBITDA	11.5	9.8	8.4	8.3	8.1
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	7.9	1.7	5.3	13.1	12.7
ROA	0.7	0.1	0.4	1.0	1.1
ROIC	(592.1)	1.4	4.9	7.7	8.1
부채비율	262.8	278.4	305.9	295.4	281.8
순부채비율	124.6	131.9	125.4	109.5	94.8
이자보상배율(배)	1.6	2.1	2.5	2.5	2.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

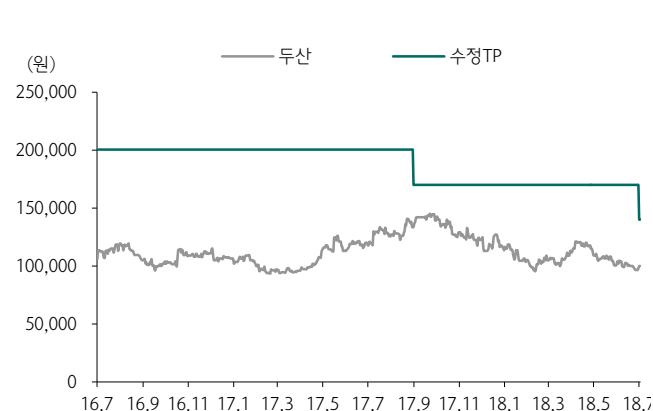
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,761.8	10,868.0	13,542.1	14,573.9	15,322.8
금융자산	2,731.3	2,906.4	3,913.0	4,766.3	5,588.4
현금성자산	2,019.3	2,344.6	3,285.1	4,125.8	4,953.1
매출채권 등	4,990.0	4,816.1	5,382.0	5,490.0	5,445.7
재고자산	2,154.1	2,351.6	2,628.0	2,680.7	2,659.1
기타유동자산	886.4	793.9	1,619.1	1,636.9	1,629.6
비유동자산	17,903.0	17,901.0	17,255.7	16,759.7	16,282.4
투자자산	1,497.6	1,450.8	1,621.3	1,653.8	1,640.4
금융자산	1,407.2	1,324.2	1,479.8	1,509.5	1,497.3
유형자산	7,909.2	8,198.8	7,447.3	7,108.9	6,818.5
무형자산	6,954.3	6,792.0	6,669.3	6,479.2	6,305.6
기타비유동자산	1,541.9	1,459.4	1,517.8	1,517.8	1,517.9
자산총계	28,664.8	28,769.0	30,797.8	31,333.6	31,605.2
유동부채	13,438.8	13,721.9	15,528.8	15,684.5	15,620.6
금융부채	7,205.6	7,436.1	7,911.6	7,928.5	7,921.5
매입채무 등	3,704.8	4,082.6	4,562.3	4,653.8	4,616.3
기타유동부채	2,528.4	2,203.2	3,054.9	3,102.2	3,082.8
비유동부채	7,325.2	7,443.7	7,682.1	7,725.6	7,707.7
금융부채	5,369.8	5,502.9	5,513.2	5,513.2	5,513.2
기타비유동부채	1,955.4	1,940.8	2,168.9	2,212.4	2,194.5
부채총계	20,763.9	21,165.6	23,210.8	23,410.1	23,328.3
지배주주지분	2,391.5	2,474.0	2,357.8	2,571.6	2,802.1
자본금	134.8	134.8	134.8	134.8	134.8
자본잉여금	827.8	844.3	846.3	846.3	846.3
자본조정	(493.7)	(444.5)	(446.9)	(446.9)	(446.9)
기타포괄이익누계액	511.9	606.9	612.7	612.7	612.7
이익잉여금	1,410.7	1,332.5	1,210.8	1,424.6	1,655.1
비지배주주지분	5,509.4	5,129.4	5,229.2	5,352.0	5,474.8
자본총계	7,900.9	7,603.4	7,587.0	7,923.6	8,276.9
순금융부채	9,844.1	10,032.6	9,511.8	8,675.4	7,846.4

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	925.0	677.0	676.2	979.2	926.0
당기순이익	50.4	45.9	261.0	446.9	463.6
조정	871.3	1,585.4	775.5	528.5	464.0
감가상각비	640.6	630.8	602.5	528.5	464.0
외환거래손익	55.7	(148.6)	(25.9)	0.0	0.0
지분법손익	13.1	26.3	(3.9)	0.0	0.0
기타	161.9	1,076.9	202.8	0.0	0.0
영업활동 변동	3.3	(954.3)	(360.3)	3.8	(1.6)
투자활동 현금흐름	1,061.2	(556.0)	(414.0)	(45.1)	18.5
투자자산감소(증가)	405.3	72.6	(172.0)	(32.5)	13.3
유형자산감소(증가)	(457.2)	(337.1)	(45.4)	0.0	0.0
기타	1,113.1	(291.5)	(196.6)	(12.6)	5.2
재무활동 현금흐름	(2,253.8)	289.9	728.4	(93.4)	(117.2)
금융부채증가(감소)	(2,041.5)	363.7	485.8	16.9	(6.9)
자본증가(감소)	(11.1)	16.5	2.0	0.0	0.0
기타재무활동	30.7	102.5	371.3	(0.0)	0.0
배당지급	(231.9)	(192.8)	(130.7)	(110.3)	(110.3)
현금의 증감	(313.3)	325.3	940.5	840.7	827.3
Unlevered CFO	1,696.3	2,201.5	1,787.8	1,663.6	1,609.7
Free Cash Flow	420.7	282.2	626.6	979.2	926.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

두산



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.7.26	BUY	140,000		
17.11.6	BUY	170,000	-31.96%	-14.71%
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	93.7%	5.4%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 07월 27일 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.