

두산(000150)

2분기 이후 모멘텀이 필요

산업차량, 모트롤 사업이 2분기 실적 견인
실적 성수기에 부진했던 전자사업
목표주가 150,000원으로 14% 하향

Facts : 산업차량, 모트롤 사업이 2분기 실적 견인

2분기 자체사업은 영업이익 744억원(+15.7% QoQ, +0.3% YoY), 지배주주 순이익은 177억원(흑자전환 QoQ, -17.2% YoY)을 시현했다. 자체사업 중 전자사업, 면세사업은 기대치 대비 부진했고 산업차량, 모트롤이 2분기 실적 개선을 견인했다. 자체사업의 영업이익률은 7.7%로 전년 대비 2.0%p 하락, 전분기 대비 0.3%p 하락했다. 연료전지는 최근 수주한 프로젝트의 기기매출에 힘입어 매출 1,279억원(+1,561.0% QoQ, +93.8% YoY), 영업이익 9억원으로 전분기 대비 흑자전환 했다. 상반기 누적 8,400억원 수주를 달성했는데, 마무리 단계에 있는 2개 프로젝트 2,200억원을 합산하면 연간 1조원 이상 수주가 예상된다.

Pros & cons : 실적 성수기에 부진했던 전자사업

핵심인 전자사업은 매출 2,057억원(-4.7% QoQ, -8.4 YoY), 영업이익 199억원(-30.4% QoQ, -41.3% YoY)을 시현했다. 경상적으로 2분기는 실적 성수기지만 최근 전방사업의 업황 둔화가 매출 감소와 영업이익률 하락으로 나타났다. 주요 고객사인 삼성전자, 애플의 주력 제품이 조기 단종되었고 OLED가 탑재된 스마트 폰 판매량이 저조했다. 면세사업은 매출 1,656억원(+5.5% QoQ, +107.0% YoY), 영업이익 31억원(+40.9% QoQ, 흑전 YoY)을 기록했다. 2분기 일평균 17.6억원으로 전분기 17.2억원 대비 소폭 증가했다. 4월 일평균 매출이 20억원이었던 점을 고려하면 업계의 실적 둔화가 두산에 영향을 준 것으로 판단된다. 하반기는 신세계 강남점 오픈 등 경쟁 심화가 예상되어 실적 기대치를 낮추어야 한다.

Action : 목표주가 14% 하향한 150,000원

상반기 자체사업의 영업이익은 1,387억원(+19.6% YoY), OPM은 7.8%(-0.5%p YoY)이다. 회사는 2018년 연간 영업이익 4,000억원(+64% YoY), OPM 10.1%(+1.9%p YoY)를 전망했는데 괴리가 크다. 우리의 자체사업 영업이익 추정치는 전년 대비 12.1% 증가한 3,050억원이다. 2분기가 전자/산업차량/모트롤의 실적 성수기라는 점을 고려하면 하반기 눈높이는 낮춰질 전망이다. 전자사업의 실적 둔화가 감지되고 면세사업의 성장은 기대치 대비 느리다. 모트롤 사업은 호황 구간을 지나는 중으로 판단한다. 사업부 EBITDA 조정으로 두산의 목표주가를 150,000원으로 14% 하향한다.

하회 부합 상회

지배주주순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 150,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(7/26)	2,289
주가(7/26)	100,000
시가총액(십억원)	1,920
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	145,000/95,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,708
유동주식비율/외국인지분율(%)	29.3/7.9
주요주주(%)	박용곤 외 31 인
	48.5
	국민연금
	6.4

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	59.2	11.8	9.5
PBR(x)	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	1.7	6.7	8.6
DY(%)	4.5	5.1	5.1
EV/EBITDA(x)	9.6	8.6	8.4
EPS(원)	1,909	8,458	10,538
BPS(원)	111,245	108,020	105,359

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.8)	(13.0)	(16.7)
KOSPI 대비(%)	(1.2)	(1.9)	(10.7)

주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,397	4,278	4,632	4,308	4,746	10.2	8.0	4,854
영업이익	384	265	260	351	438	25.0	14.1	390
영업이익률(%)	8.7	6.2	5.6	8.1	9.2	1.1	0.5	8.0
세전이익	128	117	(33)	140	230	64.5	80.2	160
순이익	21	10	1	(10)	18	흑전	(17.2)	86

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 자체사업 실적

(단위: 십억원, %)

	2017				2018F				2019F				2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간 F	연간 F
매출액	637	768	768	863	802	967	903	1,083	912	1,267	1,063	1,234	637	768	768
(YoY)	25.4	25.1	35.5	24.9	25.9	25.9	17.7	25.5	13.7	31.1	17.7	13.9	25.4	25.1	35.5
(QoQ)	(7.8)	20.6	(0.1)	12.4	(7.0)	20.5	(6.6)	19.9	(15.8)	39.0	(16.1)	16.1	(7.8)	20.6	(0.1)
전자	217	225	256	235	216	206	212	228	222	223	218	229	217	225	256
산업차량	172	216	196	202	207	240	208	230	223	264	227	253	172	216	196
모트롤	92	101	101	121	144	160	131	152	155	185	137	165	92	101	101
정보통신	61	65	60	55	54	55	53	47	47	48	46	41	61	65	60
연료전지	13	66	21	109	8	128	104	229	69	356	239	348	13	66	21
면세	66	80	118	125	157	166	180	180	180	180	180	180	66	80	118
두타몰	16	15	15	17	17	12	15	17	17	12	15	17	16	15	15
영업이익	42	74	74	82	64	74	77	89	76	98	89	103	42	74	74
(YoY)	2.5	47.8	101.6	200.4	54.1	0.3	4.4	8.3	17.7	31.8	14.5	16.3	2.5	47.8	101.6
(QoQ)	53.1	77.5	0.0	10.5	(21.5)	15.5	4.1	14.6	(14.6)	29.4	(9.5)	16.4	53.1	77.5	0.0
전자	28	34	42	28	29	20	27	25	26	25	25	26	28	34	42
산업차량	16	20	17	12	16	20	16	17	17	21	17	19	16	20	17
모트롤	5	9	9	12	15	17	13	16	14	18	13	15	5	9	9
정보통신	9	10	10	3	7	8	6	5	6	6	8	6	9	10	10
연료전지	(9)	3	(6)	6	(12)	1	6	15	1	20	15	26	(9)	3	(6)
면세	(11)	(6)	(1)	5	2	3	4	4	4	4	4	4	(11)	(6)	(1)
두타몰	4	4	3	17	8	6	6	7	7	5	6	7	4	4	3
영업이익률	6.6	9.7	9.7	9.5	8.0	7.7	8.6	8.2	8.3	7.7	8.3	8.4	6.6	9.7	9.7
(YoY)	(1.5%p)	1.5%p	3.2%p	5.6%p	1.5%p	(2.0%p)	(1.1%p)	(1.3%p)	0.3%p	0.0%p	(0.2%p)	0.2%p	(1.5%p)	1.5%p	3.2%p
(QoQ)	2.6%p	3.1%p	0.0%p	(0.2%p)	(1.5%p)	(0.3%p)	0.9%p	(0.4%p)	0.1%p	(0.6%p)	0.6%p	0.0%p	2.6%p	3.1%p	0.0%p
전자	13.1	15.1	16.2	12.1	13.2	9.7	12.8	11.0	11.7	11.3	11.7	11.4	13.1	15.1	16.2
산업차량	9.0	9.4	8.8	5.8	7.7	8.3	7.7	7.4	7.8	7.8	7.6	7.6	9.0	9.4	8.8
모트롤	5.7	9.2	8.6	10.0	10.2	10.8	9.9	10.2	9.3	9.6	9.2	9.1	5.7	9.2	8.6
정보통신	15.0	15.2	16.9	5.3	13.3	13.9	12.4	11.2	12.7	12.5	17.2	13.4	15.0	15.2	16.9
연료전지	(71.0)	4.7	(27.3)	5.2	(157.1)	0.7	5.4	6.5	1.9	5.6	6.3	7.6	(71.0)	4.7	(27.3)
면세	(16.6)	(8.0)	(0.9)	3.6	1.4	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	(16.6)	(8.0)	(0.9)
두타몰	24.7	26.8	22.7	99.4	46.5	45.8	38.3	43.5	42.6	41.5	42.5	42.2	24.7	26.8	22.7

자료: 두산, 한국투자증권

〈표 3〉 두산 연결 실적

(단위: 십억원, %)

	2017				2018F				2019F				2017	2018F	2019F
	1QF	2QF	3QF	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간F	연간F
매출액 (YoY)	3,924 5.1	4,588 7.9	4,254 16.1	4,632 (3.9)	4,308 9.8	4,746 3.4	4,883 14.8	5,060 9.2	4,895 13.6	5,255 10.7	5,073 3.9	5,242 3.6	17,585 6.8	18,997 8.0	20,465 7.7
(QoQ)	(18.6)	16.9	(7.3)	8.9	(7.0)	10.2	2.9	3.6	(3.3)	7.3	(3.4)	3.3			
두산	637	768	768	863	802	967	903	1,083	912	1,267	1,063	1,234	3,036	3,755	4,476
두산중공업	3,438	3,825	3,507	3,754	3,574	3,833	4,035	4,035	4,059	4,059	4,059	4,059	14,524	15,478	16,235
오리콤	28	37	51	52	34	44	60	62	41	53	72	74	167	200	240
영업이익 (YoY)	261 2.8	389 27.0	261 38.4	259.8 48.0	351 34.5	438 12.7	301 15.3	313 20.3	344 (1.9)	367 (16.4)	358 18.8	372 19.1	1,180 27.7	1,403 18.9	1,441 2.7
(QoQ)	48.5	49.2	(32.8)	(0.6)	35.0	25.0	(31.3)	3.8	10.0	6.6	(2.4)	4.1			
두산	42	74	74	82	64	74	77	89	76	98	89	103	272	313	367
두산중공업	237	306	200	183	305	362	233	233	278	278	278	278	926	1,133	1,112
오리콤	(1)	(0)	2	6	1	1	2	2	1	2	2	2	6	7	8
영업이익률 (YoY)	6.6 (0.1%p)	8.5 1.3%p	6.1 1.0%p	5.6 2.0%p	8.1 1.5%p	9.2 0.8%p	6.2 0.0%p	6.2 0.6%p	7.0 (1.1%p)	7.0 (2.3%p)	7.1 0.9%p	7.1 0.9%p	6.7 1.1%p	7.4 0.7%p	7.0 (0.3%p)
(QoQ)	3.0%p	1.8%p	(2.3%p)	(0.5%p)	2.5%p	1.1%p	(3.1%p)	0.0%p	0.8%p	(0.0%p)	0.1%p	0.1%p			
두산	6.6	9.7	9.7	9.5	8.0	7.7	8.6	8.2	8.3	7.7	8.3	8.4	9.0	8.3	8.2
두산중공업	6.9	8.0	5.7	4.9	8.5	9.4	5.8	5.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.4	7.3	6.8
오리콤	(2.8)	(0.2)	3.2	11.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.8	3.3	3.3
세전이익	131	127	115	(33)	140	230	129	(70)	109	29	183	111	341	430	433
당기순이익 (YoY)	51 (79.8)	23 (87.6)	24 (75.0)	(52)	42 (18.0)	88 280.0	97 309.4	96 NM	82 94.5	22 (75.0)	137 41.6	83 (12.7)	46 (8.9)	323 601.9	324 0.6
(QoQ)	NM (54.9)	2.2	NM	NM	NM 108.9	10.1 (1.2)	NM (17.2)	NM 550.8	NM (14.4)	22 (73.1)	523.6 523.6	(39.1)			
지배주주순이익 (YoY)	8 (95.5)	21 (64.7)	10 (80.5)	1	(10) NM	18 (17.2)	68 550.8	53 8,530.0	45 NM	14 (19.2)	89 31.5	46 (12.7)	40.6 (79.4)	129 216.8	194 51.2
(QoQ)	NM 161.7	(51.3)	(94.1)	NM	NM 282.9	NM (22.4)	NM 282.9	NM (22.4)	(14.4) NM	(68.3) 523.6	(48.5) 523.6	(48.5)			
총자산	28,212	28,861	30,030	28,769	29,681	30,024	30,367	30,710	31,212	31,713	32,215	32,717	28,769	30,710	32,717
자본	2,222	2,352	2,410	2,474	2,352	2,367	2,381	2,396	2,379	2,363	2,346	2,330	2,474	2,396	2,330
지배주주 순이익률	0.2	0.5	0.2	0.0	(0.2)	0.4	1.4	1.0	0.9	0.3	1.8	0.9	0.2	0.7	0.9
ROA	0.1	0.3	0.1	0.0	(0.1)	0.2	0.9	0.7	0.6	0.2	1.1	0.6	0.2	1.1	1.0
ROE	1.4	3.7	1.7	0.1	(1.6)	3.0	11.4	8.8	7.5	2.4	15.1	7.9	1.7	5.3	8.2

자료: 두산, 한국투자증권

〈표 4〉 두산 NAV valuation

(단위: 십억원, %, 원)

	시가총액/ 장부가액	지분율	Multiple	Base	Best	Assumption
영업가치 (A)				2,615	3,317	
전자사업부				1,121	1,601	Base: 덕산네오록스 13.8x에서 20% 할인, Best: 덕산네오록스 13.8x 적용
EBITDA	9.7			116	116	
산업차량 사업부				651	651	Base: Kion group, Jungheinrich의 평균 7.7x
EBITDA	7.7			84	84	
모트롤 사업부				311	445	Base: 두산인프라코어 대비 30% 할인 4.4x, Best: 두산인프라코어 6.3x
EBITDA	4.4			71	71	
정보통신 사업부				426	497	Base: 6x/ Best: 7x
EBITDA	6.0			71	71	
연료전지				106	124	Base: 6x/ Best: 7x
EBITDA	6.0			18	18	
지주 브랜드 가치 (B)				569	569	
브랜드 수수료 현가				569	569	연간 브랜드로열티 567억원, 멀티플 10배 적용
투자자산가치 (C)				1,143	1,233	
상장 관계회사 주식	1,897			450	525	Base: 40% 할인 적용 / Best: 30% 할인 적용
오리콤	61	64.6		22	26	
두산중공업	1,836	41.4		428	499	
비상장 관계회사 주식	100.0			63	79	Base: 20% 할인 적용 / Best: 장부가 반영
두산생물자원	100.0			13	16	
두산배어스	100.0			47	59	
디엘아이	100.0			3	4	
유형자산가치				630	630	유형자산가치를 산정하고 임대수익을 netting
투자부동산				153	153	
매각예정비유동자산				0	0	
자기주식(보통주)				427	427	
자기주식(우선주)				50	50	
기타 (D)				404	404	우선주를 시총에서 차감
우선주				404	404	
순차입금 (E)				933	933	1Q18 별도기준
NAV (F)=(A)+(B)+(C)-(D)-(E)				2,990	3,783	
NAV/share				156,000	197,000	
보통주 기준일 종가				100,000	100,000	
우선주 기준일 종가				74,800	74,800	
상승여력				56.0%	97.0%	
할인율				-35.9%	-49.2%	

자료: 두산, Quantwise, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,762	10,868	11,732	12,699	13,666
현금성자산	2,019	2,345	2,531	2,740	2,948
매출채권및기타채권	4,990	4,816	5,199	5,628	6,056
재고자산	2,154	2,352	2,539	2,748	2,957
비유동자산	17,903	17,901	18,962	20,115	21,268
투자자산	1,498	1,451	1,566	1,695	1,824
유형자산	7,909	8,199	8,488	8,778	9,068
무형자산	6,954	6,792	7,332	7,936	8,541
자산총계	28,665	28,769	30,695	32,814	34,934
유동부채	13,439	13,722	15,682	17,568	19,464
매입채무및기타채무	3,705	4,083	4,407	4,770	5,134
단기차입금및단기사채	3,863	4,350	4,837	5,324	5,812
유동성장기부채	2,714	2,331	1,949	1,566	1,184
비유동부채	7,325	7,444	7,731	8,037	8,343
사채	2,087	2,878	3,669	4,460	5,250
장기차입금및금융부채	3,282	2,624	1,968	1,310	652
부채총계	20,764	21,166	23,413	25,605	27,807
지배주주지분	2,391	2,474	2,395	2,329	2,311
자본금	135	135	135	135	135
자본잉여금	828	844	844	844	844
기타자본	(494)	(444)	(444)	(444)	(444)
이익잉여금	1,411	1,333	1,395	1,497	1,626
비지배주주지분	5,509	5,129	5,148	5,169	5,237
자본총계	7,901	7,603	7,543	7,498	7,548

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,470	17,585	18,984	20,548	22,113
매출원가	13,582	14,439	15,836	17,097	18,357
매출총이익	2,888	3,146	3,148	3,452	3,756
판매관리비	1,964	1,967	1,766	2,012	2,175
영업이익	924	1,180	1,382	1,440	1,580
금융수익	1,088	1,214	1,077	1,082	1,086
이자수익	49	54	49	54	58
금융비용	1,707	1,795	1,767	1,785	1,804
이자비용	584	568	656	674	692
기타영업외손익	(291)	(244)	(249)	(270)	(268)
관계기업관련손익	(13)	(14)	(34)	(36)	(39)
세전계속사업이익	2	341	409	431	556
법인세비용	193	273	102	108	139
연결당기순이익	50	46	307	323	417
지배주주지분순이익	197	41	163	202	229
기타포괄이익	(270)	193	(267)	(267)	(267)
총포괄이익	(219)	239	40	56	150
지배주주지분포괄이익	(50)	179	21	35	83
EBITDA	1,565	1,811	2,019	2,088	2,239

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	925	677	2,153	2,044	2,208
당기순이익	50	46	307	323	417
유형자산감가상각비	419	405	396	387	379
무형자산상각비	222	226	241	261	281
자산부채변동	3	(954)	1,080	930	940
기타	231	954	129	143	191
투자활동현금흐름	1,061	(556)	(1,826)	(1,950)	(1,943)
유형자산투자	(504)	(395)	(744)	(735)	(726)
유형자산매각	47	58	58	58	58
투자자산순증	582	(11)	(291)	(332)	(314)
무형자산순증	(275)	(301)	(781)	(865)	(885)
기타	1,211	93	(68)	(76)	(76)
재무활동현금흐름	(2,254)	290	120	142	76
자본의증가	487	134	0	0	0
차입금의순증	(2,042)	820	364	364	364
배당금지급	(232)	(193)	(105)	(100)	(100)
기타	(467)	(471)	(139)	(122)	(188)
기타현금흐름	(46)	(86)	0	0	0
현금의증가	(313)	325	447	237	341

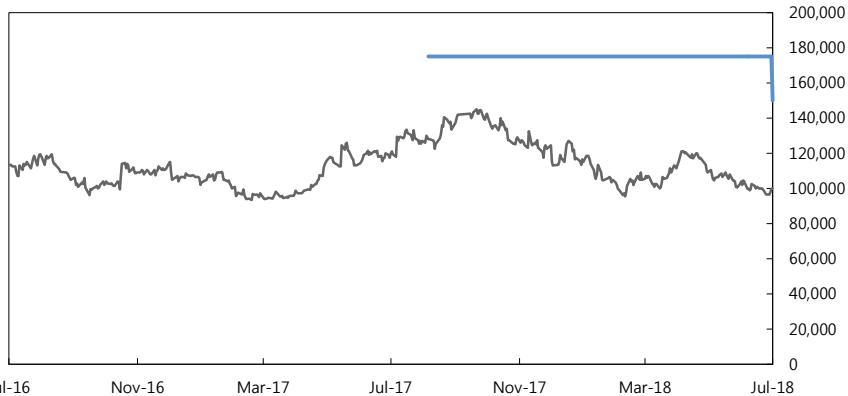
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	9,972	1,909	8,458	10,538	12,006
BPS	106,038	111,245	108,020	105,359	104,629
DPS	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100
성장성(%), YoY					
매출증가율	(2.6)	6.8	8.0	8.2	7.6
영업이익증가율	1,208.9	27.7	17.1	4.2	9.7
순이익증가율	NM	(79.4)	302.2	23.8	13.6
EPS증가율	NM	(80.9)	343.1	24.6	13.9
EBITDA증가율	106.1	15.7	11.5	3.4	7.2
수익성(%)					
영업이익률	5.6	6.7	7.3	7.0	7.1
순이익률	1.2	0.2	0.9	1.0	1.0
EBITDA Margin	9.5	10.3	10.6	10.2	10.1
ROA	0.2	0.2	1.0	1.0	1.2
ROE	7.9	1.7	6.7	8.6	9.9
배당수익률	4.9	4.5	5.1	5.1	5.1
배당성향	51.1	259.3	61.6	49.7	43.8
안정성					
순차입금(십억원)	9,844	10,033	10,165	10,270	10,375
차입금/자본총계비율(%)	159.2	170.2	176.4	182.3	185.9
Valuation(X)					
PER	10.5	59.2	11.8	9.5	8.3
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
EV/EBITDA	11.3	9.6	8.6	8.4	7.9

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
두산(000150)	2016.01.15	NR	—	—	—
	2017.01.15	1년경과	—	—	—
	2017.08.31	매수	175,000원	-33.3	-17.1
	2018.07.26	매수	150,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 26일 현재 두산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.