



2018년 8월 29일 | Equity Research

두산(000150)

전지박 및 연료전지 부문의 고성장성 부각

연료전지 수주 순항 중. 미 블룸에너지 시가총액 3조원 상회

지난 '15년 이후 전자 및 모트롤 사업부 중심의 가파른 이익 성장과 면세/유통부문의 수익성 개선으로 올해 자체사업 영업익은 3,050억원(YoY+12%)으로 역사적 최대 실적이 예상된다. 이와 더불어 두산의 신사업으로 추진중인 연료전지 및 전기차 배터리용 전지박 사업의 고성장이 예상된다. 먼저, 연료전지 사업은 3분기까지 올해 수주액이 1조원을 돌파할 전망이다. 상반기 중 한화대산, 남부 신인천 2차, 서부 서인천 3차 등 8,400억원 수주에 이어 3분기 중 2,200억원 이상 수주가 가시권에 진입했다. '17년 3,116억원에 불과했던 수주액 대비 이미 3배 이상 증가한 수치로 '18년 영업익의 흑자 전환이 예상된다. 한편, 뉴욕 증시에 상장한 블룸에너지는 '18년 7월 24일 상장 이후 2배 전후의 주가 상승으로 3.5조 원대 시가총액까지 상승했다. 고 성장성을 바탕으로 '19F PSR 3배 이상으로 거래 중인데 양사의 매출 고속 성장 추세를 감안해 PSR을 적용해보면 두산 연료전지 사업부의 가치는 1.5조원 이상으로 추정된다.

전기차 배터리용 전지박 사업 구체화시 이익 레벨업 전망

두산은 2분기 실적 발표를 통해 전기차 배터리용 전지박 사업 추진을 발표했다. 전지박은 전기차용 배터리의 음극 소재 중 하나로 유럽에 Capa 증설을 계획한 삼성SDI, SK이노베이션, LG화학 등과 지리적으로 가까운 형가리 소재 전지박 생산 법인을 설립하고 올해 말부터 착공을 예정하고 있다. 현 투자 예상금액은 약 1,500억원으로 1차 목표인 1만톤 Capa 확보시 연 1,500억원대 매출이 예상되는데, 전기차 배터리 시장의 고 성장성과 국내 업체의 잇따른 유럽 공장 설립 추세를 감안해 5만톤 Capa로의 증설까지도 계획 중이다. 일진머티리얼즈 등 유사업체의 이익률을 고려하면, 두산의 자체사업 영업익 레벨은 한층 레벨업될 것으로 전망한다.

목표주가 16만원으로 상향조정

목표주자를 기존 14만원에서 16만원으로 상향조정한다. 목표주가 상향은 전지박 사업의 고 성장성만을 반영한 것으로, 향후 연료전지 실적 본격 반영시 블룸에너지 등 Peer Group 상장사 벤류에이션을 고려해 적정주가를 추가 검토할 예정이다. 배당수익률 투자매력이 여전한 가운데 신사업 본격화가 주가 상승을 견인할 핵심요인이라 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 160,000원(상향) | CP(8월 28일): 112,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,303.12		
52주 최고/최저(원)	145,000/95,400	매출액(십억원)	18,916.6 20,010.8
시가총액(십억원)	2,159.8	영업이익(십억원)	1,445.7 1,499.0
시가총액비중(%)	0.18	순이익(십억원)	296.4 394.8
발행주식수(천주)	19,198.0	EPS(원)	6,578 9,345
60일 평균 거래량(천주)	48.1	BPS(원)	127,193 132,472
60일 평균 거래대금(십억원)	5.1		
18년 배당금(예상,원)	5,600		
18년 배당수익률(예상,%)	4.98		
외국인지분율(%)	6.80		
주요주주 지분율(%)			
박용곤 외 31 인	48.52		
국민연금	6.42		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.8 12.5 (10.7)		
상대	10.4 18.6 (8.1)		

Stock Price	
(천원)	140 135 130 125 120 115 110 105 100 95 90 85

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	16,470.3	17,585.2	18,539.8	19,560.2	19,337.2
영업이익	십억원	924.3	1,179.9	1,450.6	1,551.3	1,597.4
세전이익	십억원	1.7	341.3	729.4	858.2	904.2
지배순이익	십억원	196.6	40.6	118.7	292.6	327.5
EPS	원	7,384	1,594	4,827	11,897	13,316
증감률	%	흑전 (78.4)	202.8	146.5	11.9	
PER	배	14.22	70.89	23.31	9.46	8.45
PBR	배	0.99	1.02	1.08	1.01	0.94
EV/EBITDA	배	11.46	9.79	8.45	8.02	7.77
ROE	%	7.91	1.67	4.97	12.26	12.70
BPS	원	106,038	111,245	104,101	111,273	119,803
DPS	원	5,100	5,100	5,600	6,000	6,000



Analyst 오진원

02-3771-7525

jw.oh@hanafn.com

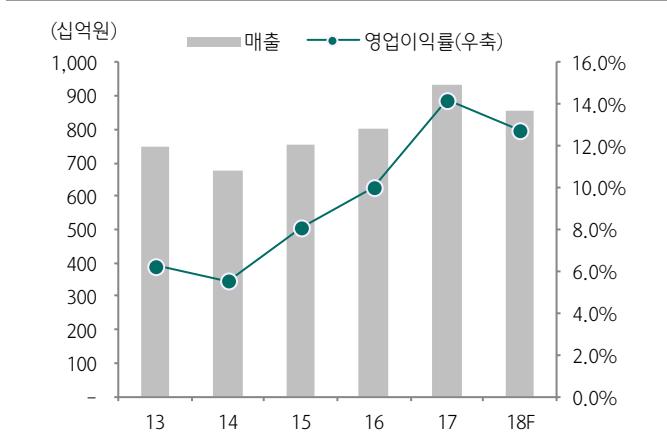
RA 박은규

02-3771-8532

ek.p@hanafn.com

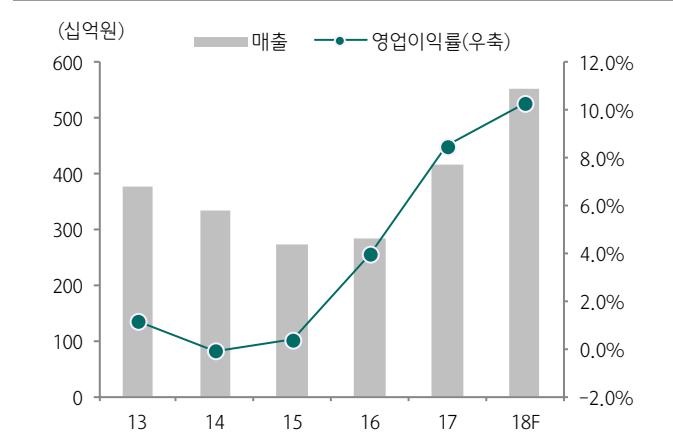
하나금융투자

그림 1. 자체사업 성장을 견인한 전자BG



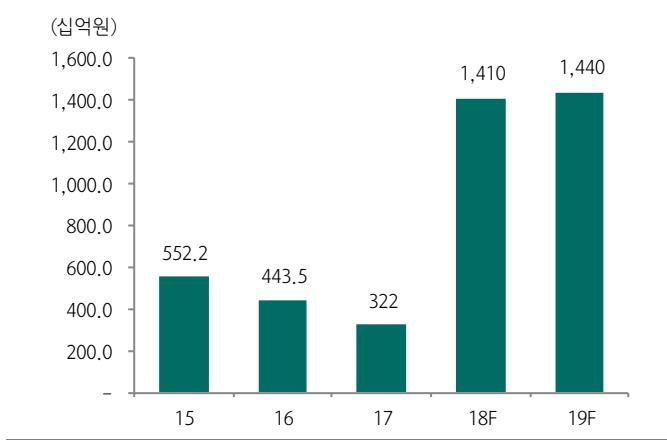
자료: 두산, 하나금융투자

그림 2. 자체사업 성장을 견인한 모트롤BG



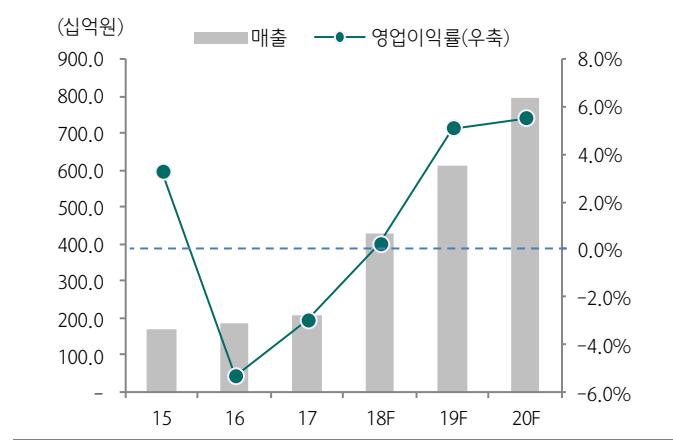
자료: 두산, 하나금융투자

그림 3. 연료전지 BG 연도별 수주 추이



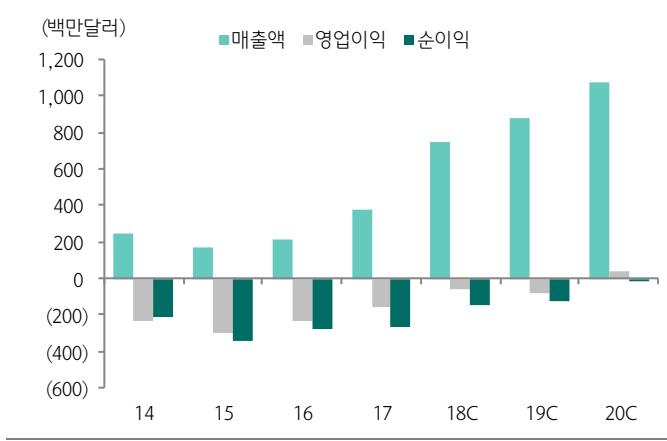
자료: 두산, 하나금융투자

그림 4. 연료전지 수주 증가로 '18년 이후 본격 이익 기여 예상



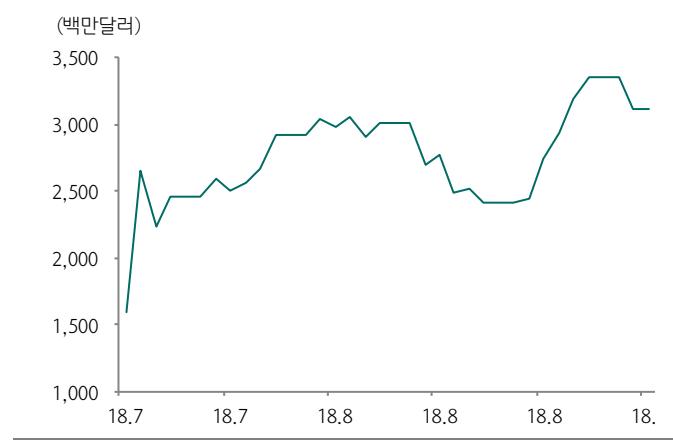
자료: 두산, 하나금융투자

그림 5. 미국 블룸에너지 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 상장 이후 가파르게 상승한 미국 블룸에너지 시가총액



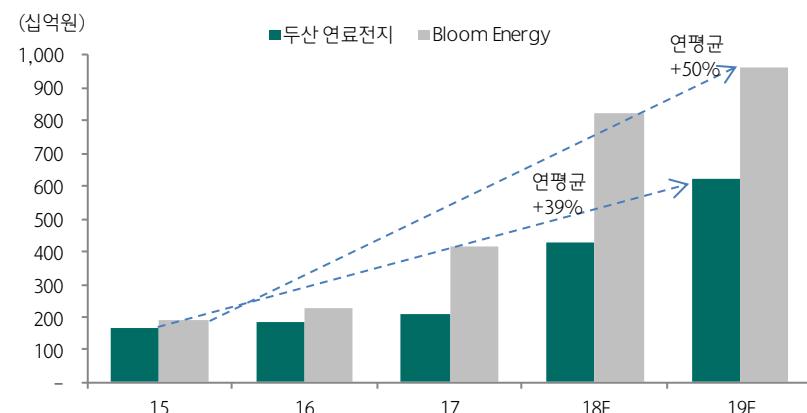
자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 1. 연료전지 종류 및 특징

종류/특징	고온형 연료전지			저온형 연료전지		
	구분	용융탄산염 연료전지 (MCFC)	고체산화물 연료전지 (SOFC)	인산염 연료전지 (PAFC)	알칼리 연료전지 (AFC)	고분자전해질막 연료전지 (PEMFC)
작동온도	550~770°C	600~1000°C	150~250°C	50~120°C	50~100°C	50~100°C
주축매	Perovskites	니켈	백금	니켈	백금	백금
전해질의 상태	Li/K alkali carbonates mixture	YSZ GDC	H ₃ PO ₄	KOH	이온 교환막	이온 교환막
전해질 지지체	Immobilized liquid	Solid	Immobilized liquid	-	Solid	Solid
전하전달 이온	CO ₃ ²⁻	O ²⁻	H ⁺	OH ⁻	H ⁺	H ⁺
가능한 연료	H ₂ CO (천연, 석탄가스)	H ₂ CO (천연, 석탄가스)	H ₂ CO (메탄올, 석탄가스)	H ₂	H ₂ (메탄올, 석탄가스)	메탄올
외부 연료개질기의 필요성	NO	NO	YES	YES	YES	YES
효율(%LHV)	50~60	50~60	40~45	-	<40	-
주용도	대규모발전, 중소사업소 설비	대규모발전, 중소사업 소설비, 이동체용전원	중소사업소설비, biogas plant	우주발사체전원	수송용, 가정용, 휴대용 전원	휴대용 전원
특징	발전효율높음, 내부개질 가능, 열병합대응 가능	발전효율높음, 내부개질 가능, 복합발전가능	CO 내구성 큼, 열병합 대응 가능	-	저온작동 고출력밀도	저온작동 고출력밀도
과제	재료부식, 용융염휘산	고온열화, 열파괴	재료부식, 인산유출	전해질에서 누수현상 방지	고온운전 불가능, 재료비/가공비 높음, 낮은 효율(30~50%)	고온운전 불가능, 재료비/가공비 높음, 메탄올 크로스오버 문제

자료: 신재생에너지백서(2016)

그림 7. 두산 연료전지 부문과 미국 Bloom Energy 매출 성장 비교



자료: 두산, Bloomberg, 하나금융투자

표 2. 두산 연료전지사업 DCF 추정 요약

Discounted Cash Flow Method							(단위: 십억원)
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sales	169	555	564	666	783	915	1,066
판매/시공	129	479	455	518	590	672	766
LTSA	40	75	110	148	193	243	300
EBIT	14	31	37	34	49	66	62
판매/시공	6	24	23	26	29	34	38
LTSA	8	15	22	16	28	41	31
NOPLAT	11	23	28	26	37	50	47
(+) Depreciation & Amortization	10	10	10	10	10	10	10
(-) Capital Expenditures							
(+/-) Changes in Debt-free Net Working Capital							
Free Cash Flows to Firm	21	33	38	36	47	60	57
Discount Period	-	1	2	3	4	5	6
Present value factor	1.00	0.89	0.79	0.71	0.63	0.56	0.50
Present Value of Cash Flows	21	30	30	25	30	34	28

DCF 산출가정

WACC	12.3%
영구성장률	1.0%

Equity Value

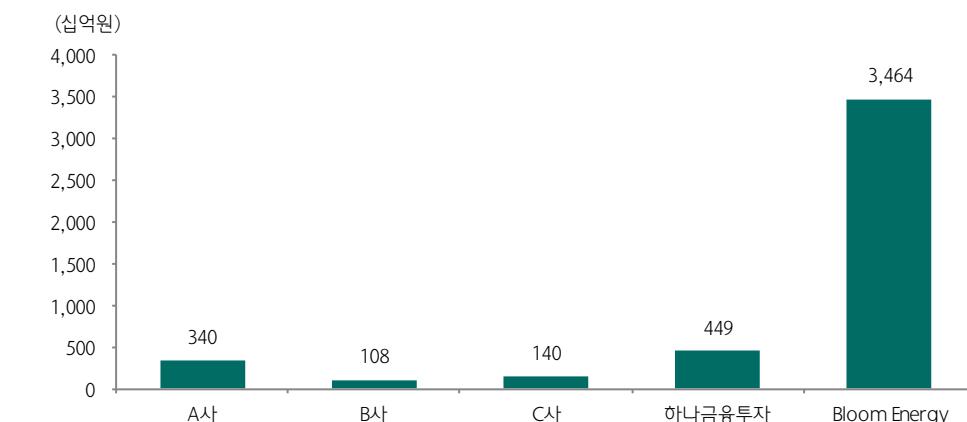
현금흐름 가치	198
영구현금흐름현재가치	252
영업 관련 현금흐름의 현재가치	449
비영업용자산의 가치 (D) (1-b)	
주주자본 가치 (F = C + D - E)	449

영구현금흐름 현재가치

2023년말 세후영업이익 (A)	57
영구성장률 (B)	1.0%
2039년 이후 세후영업이익 $[C = A * (1 + B)]$	57
순운전자본의 증감 (*1)	
2039년 이후 FCFF (E = C - D)	57
할인율 (F)	12.3%
2039년말 Terminal value $[G = E/(F - B)]$	505
현가계수 (I)	0.50
영구현금흐름의 현재가치 (J = G * I)	252

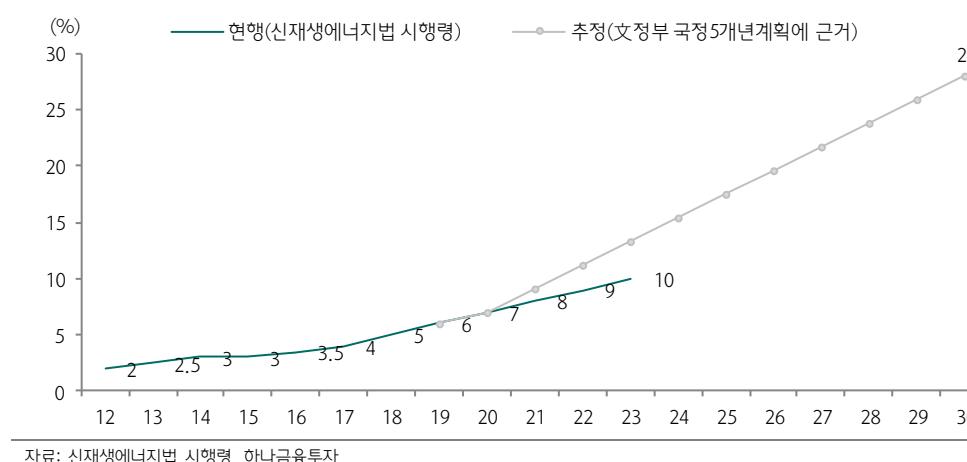
주: DCF 추정시 분기별 수주 시점에 따른 손익 변화는 미고려. 현재 이익추정치와 미세한 차이 존재
자료: 하나금융투자

그림 8. 두산 연료전지BG 시장 가치평가 현황



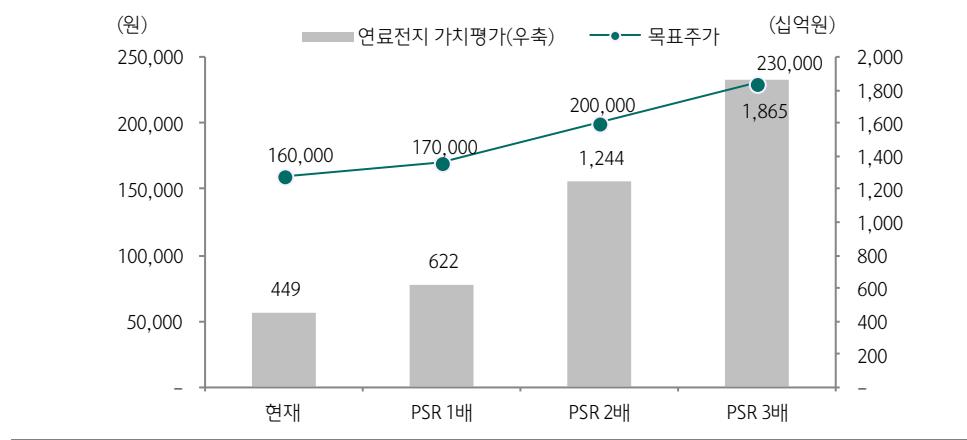
자료: 두산, Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. 연도별 RPS 비율 및 향후 계획



자료: 신재생에너지법 시행령, 하나금융투자

그림 10. 두산 연료전지BG 가치평가에 따른 두산 목표주가 변화



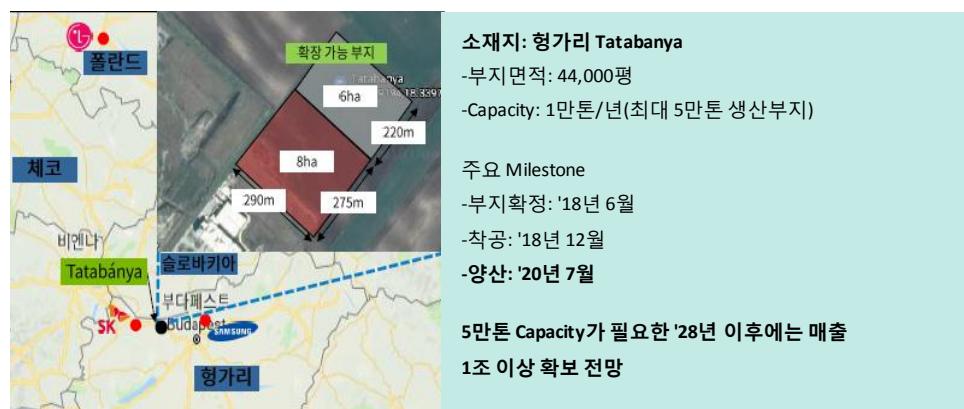
자료: 하나금융투자

그림 11. 두산의 전기차용 배터리 핵심소재인 전지박 사업 추진 Value Chain 요약



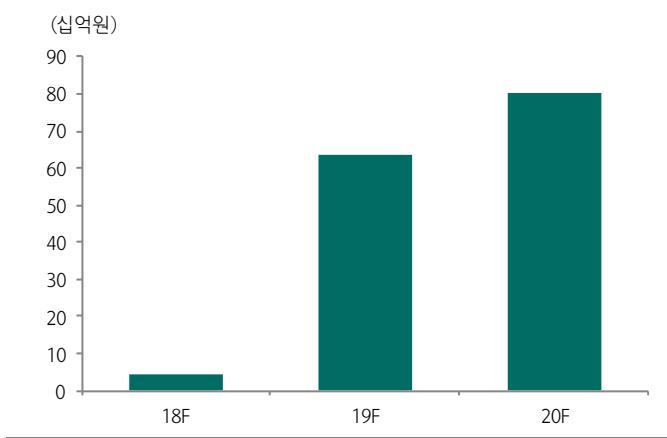
자료: 두산, 하나금융투자

그림 12. 두산 전자BG 헝가리 전지박 공장 투자 개요



자료: 두산, 하나금융투자

그림 13. 두산 전자BG 헝가리 전지박 공장 투자계획



자료: 두산, 하나금융투자

그림 14. 삼성SDI 중대형전지 분기별 CAPA 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, 하나금융투자

표 3. 두산 실적 추정 상세

Consolidation

(단위: 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	3,924	4,601	4,254	4,517	4,308	4,746	4,434	5,051	16,426	17,296	18,540
YoY	5.8%	8.2%	16.1%	-6.0%	9.8%	3.2%	4.2%	11.8%	-2.8%	5.3%	7.2%
QoQ	-18.3%	17.2%	-7.5%	6.2%	-4.6%	10.2%	-6.6%	13.9%			
자체사업	621	753	753	846	785	955	959	926	2,209	2,973	3,625
두산증공업	3,273	3,630	3,483	4,137	3,574	3,833	3,518	4,167	13,893	14,524	15,092
영업익	261	384	261.4	273.5	351	438	291	340	919	1,180	1,420
YoY	3.6%	25.5%	38.4%	58.8%	34.5%	14.1%	11.3%	24.3%	1201.5%	28.4%	20.4%
QoQ	51.4%	47.4%	-32.0%	4.6%	28.3%	25.0%	-33.6%	16.9%			
OPM	6.6%	8.4%	6.1%	6.1%	8.1%	9.2%	6.6%	6.7%	5.6%	6.8%	7.7%
자체사업	42	74	74	82	64	74	75	91	171	272	305
두산증공업	232	301	196.0	197	305	362	226	272	791	926	1,165
지배순이익	8	21	10.4	1	-10	18	51	60	197	41	119
YoY	-95.5%	-64.7%	-80.5%	흑전	적전	-17.2%	390.2%	9656.9%	-150.2%	-79.4%	192.6%
QoQ	흑전	161.7%	-51.3%	-94.1%	적전	흑전	188.5%	16.6%			
NPM	0.2%	0.5%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.4%	1.2%	1.2%	1.2%	0.2%	0.6%
두산증공업	-	15	-	71	-	58	-	148	-	69	-

자체사업

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	637	768	768	863	802	967	962	933	2,380	3,036	3,664
YoY	25.4%	25.1%	35.5%	24.9%	25.9%	25.9%	25.3%	8.1%	10.9%	27.6%	20.7%
QoQ	-7.8%	20.6%	-0.1%	12.4%	-7.0%	20.5%	-0.5%	-3.0%			
전자	217	225	256	235	216	206	222	213	800	932	856
모트롤	92	101	101	121	144	160	116	133	284	415	553
정보통신	61	65	60	55	54	55	60	55	255	241	225
연료전지	13	66	21	109	8	128	161	130	187	209	426
산업차량	172	216	196	202	207	240	226	212	684	786	885
면세/유통	82	95	133	142	174	178	178	190	97	453	719
영업익	42	74	74	82	64	74	75	91	124	272	305
YoY	2.2%	47.8%	101.6%	200.4%	53.8%	0.3%	0.9%	11.2%	-21.2%	120.2%	12.0%
QoQ	53.1%	77.5%	0.0%	10.5%	-21.6%	15.7%	0.7%	21.7%			
OPM	6.6%	9.7%	9.7%	9.5%	8.0%	7.7%	7.8%	9.8%	5.2%	9.0%	8.3%
전자	28	34	42	28	29	20	29	31	80	132	109
모트롤	5	9	9	12	15	17	10	15	11	35	57
정보통신	9	10	10	3	7	8	9	6	38	32	30
연료전지	-9	3	-6	6	-	12	1	-4	16	-10	1
산업차량	15	20	17	12	16	20	19	12	52	65	66
면세/유통	-7	-2	2	21	10	9	11	12	-48	14.1	41

Stand alone

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
영업수익	612	636	637	740	697	790	959	929	2,067	2,625	3,374
YoY	34.8%	6.3%	41.9%	30.7%	13.9%	24.3%	50.4%	25.4%	10.3%	27.0%	28.6%
QoQ	7.9%	4.0%	0.2%	16.2%	-5.9%	13.4%	21.3%	-3.1%			
배당수익	86	6	-	3	80	17	-	3	179	94	99
상품 등 매출	526	630	637	737	617	773	959	926	1,888	2,531	3,275
영업익	108	53	48	68	124	60	75	94	225	277	354
YoY	52.2%	-65.8%	221.7%	흑전	15.1%	14.9%	54.5%	39.3%	5.6%	22.8%	27.9%
QoQ	흑전	-51.3%	-7.9%	39.3%	84.3%	-51.4%	23.8%	25.6%			
OPM	17.7%	8.3%	7.6%	9.1%	17.9%	7.7%	7.8%	10.1%	10.9%	10.5%	10.5%
순이익	86	48	33	38	105	30	46	47	154	205	228
YoY	167.8%	-66.0%	4818.2%	흑전	22.0%	-38.1%	41.1%	22.8%	24.7%	33.4%	11.2%
QoQ	흑전	-44.7%	-31.8%	17.4%	175.6%	-72.0%	55.6%	2.2%			
NPM	14.1%	7.5%	5.1%	5.2%	15.1%	3.7%	4.8%	5.1%	7.4%	7.8%	6.8%

자료: 하나금융투자

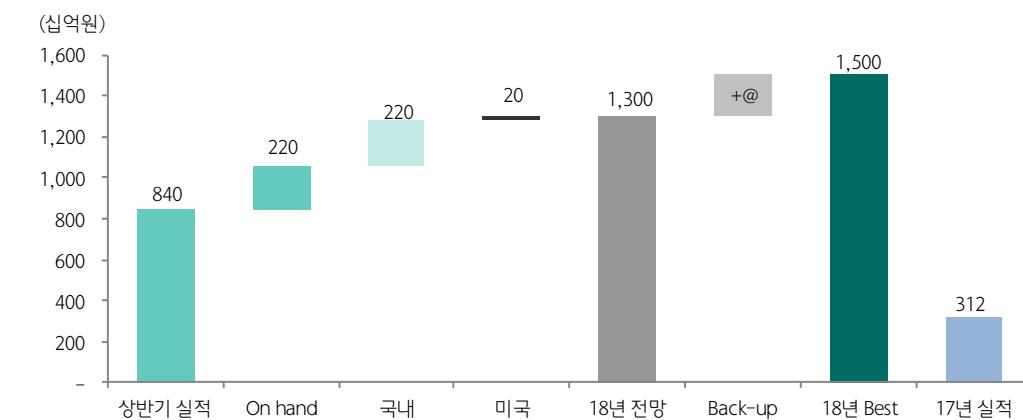
표 4. 두산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	지분율	평가액	비고
투자자산가치		1,066	
상장사		693	2018/08/28 종가 기준
두산중공업	36.8%	657	
오리콤	63.4%	36	
비상장사		373	
기타		373	기타 비상장사 합산. 모트롤, 산차, 전자, 연료전지 등 사업 관련 지분 배제
영업가치	12M Forward Multiple	3,167	2018년 예상 자체사업 세후영업익 대비 멀티플 적용
전자	83 15.0	1,242	배터리 전지박 시장 진출, 로봇 사업 등 성장성 고려 고 멀티플 적용
산업차량	50 10.0	503	
모트롤	43 10.0	432	
면세 및 유통	31 10.0	311	두타몰 및 면세사업 합산
연료전지	27 16.9	449	DCF 추정(WACC 12.3%, g 1%). 12M Forward 세후영업익 대비 17배 수준
정보통신	23 10.0	229	
브랜드가치		192	2018년 예상 브랜드수익 대비 비용 및 세금 차감 후 10배수 적용
투자부동산		153	
순차입금		1,226	2Q18 별도 순차입금
총 기업가치		3,352	
상장사 40% 할인율 적용시 기업가치		3,075	
주식수(천주)		19,656	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)		160,000	
현재주가(원)		112,500	2018/08/28 종가 기준
상승여력		42.2%	

자료: 두산, 하나금융투자

그림 15. 두산 연료전지BG 수주 성과



자료: 두산, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,470.3	17,585.2	18,539.8	19,560.2	19,337.2
매출원가	13,582.3	14,438.7	15,077.8	15,669.3	15,173.2
매출총이익	2,888.0	3,146.5	3,462.0	3,890.9	4,164.0
판관비	1,963.7	1,966.6	2,011.4	2,339.5	2,566.6
영업이익	924.3	1,179.9	1,450.6	1,551.3	1,597.4
금융손익	(618.9)	(581.0)	(566.9)	(536.9)	(523.1)
종속/관계기업손익	(13.1)	(14.1)	(95.8)	(156.2)	(170.1)
기타영업외손익	(290.6)	(243.5)	(58.6)	0.0	0.0
세전이익	1.7	341.3	729.4	858.2	904.2
법인세	193.0	272.9	295.9	207.7	218.8
계속사업이익	(191.4)	68.4	433.5	650.5	685.4
중단사업이익	241.8	(22.4)	(31.4)	0.0	0.0
당기순이익	50.4	45.9	402.1	650.5	685.4
비지매주주지분					
순이익	(146.2)	5.4	283.4	357.9	357.9
지배주주순이익	196.6	40.6	118.7	292.6	327.5
지배주주지분포괄이익	(50.0)	178.8	15.2	20.7	21.8
NOPAT	(107,095.6)	236.4	862.1	1,175.9	1,210.8
EBITDA	1,564.8	1,810.7	2,053.1	2,079.8	2,061.4
성장성(%)					
매출액증가율	(2.6)	6.8	5.4	5.5	(1.1)
NOPAT증가율	적전	흑전	264.7	36.4	3.0
EBITDA증가율	106.1	15.7	13.4	1.3	(0.9)
영업이익증가율	1,209.2	27.7	22.9	6.9	3.0
(지배주주순이익증가율)	흑전	(79.3)	192.4	146.5	11.9
EPS증가율	흑전	(78.4)	202.8	146.5	11.9
수익성(%)					
매출총이익률	17.5	17.9	18.7	19.9	21.5
EBITDA이익률	9.5	10.3	11.1	10.6	10.7
영업이익률	5.6	6.7	7.8	7.9	8.3
계속사업이익률	(1.2)	0.4	2.3	3.3	3.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,384	1,594	4,827	11,897	13,316
BPS	106,038	111,245	104,101	111,273	119,803
CFPS	63,720	86,507	80,232	78,389	77,076
EBITDAPS	58,782	71,151	83,476	84,564	83,814
SPS	618,692	690,991	753,812	795,299	786,231
DPS	5,100	5,100	5,600	6,000	6,000
주가지표(배)					
PER	14.2	70.9	23.3	9.5	8.4
PBR	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
PCFR	1.6	1.3	1.4	1.4	1.5
EV/EBITDA	11.5	9.8	8.4	8.0	7.8
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	7.9	1.7	5.0	12.3	12.7
ROA	0.7	0.1	0.4	0.9	1.0
ROIC	(592.1)	1.4	5.4	8.2	8.8
부채비율	262.8	278.4	299.2	283.5	265.6
순부채비율	124.6	131.9	122.3	101.9	83.6
이자보상배율(배)	1.6	2.1	2.5	2.6	2.7

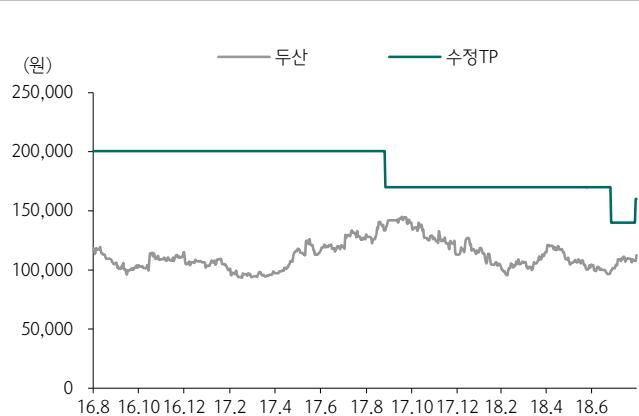
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,761.8	10,868.0	13,430.7	14,749.6	15,815.1
금융자산	2,731.3	2,906.4	4,017.1	5,061.8	6,091.1
현금성자산	2,019.3	2,344.6	3,404.5	4,429.9	5,456.6
매출채권 등	4,990.0	4,816.1	5,251.7	5,417.5	5,439.4
재고자산	2,154.1	2,351.6	2,564.3	2,645.3	2,656.0
기타유동자산	886.4	793.9	1,597.6	1,625.0	1,628.6
비유동자산	17,903.0	17,901.0	17,216.4	16,737.9	16,280.5
투자자산	1,497.6	1,450.8	1,582.0	1,632.0	1,638.6
금융자산	1,407.2	1,324.2	1,444.0	1,489.6	1,495.6
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	1,517.8
자산총계	28,664.8	28,769.0	30,647.1	31,487.6	32,095.6
유동부채	13,438.8	13,721.9	15,340.7	15,580.0	15,611.5
금융부채	7,205.6	7,436.1	7,891.1	7,917.1	7,920.5
매입채무 등	3,704.8	4,082.6	4,451.8	4,592.4	4,610.9
기타유동부채	2,528.4	2,203.2	2,997.8	3,070.5	3,080.1
비유동부채	7,325.2	7,443.7	7,629.5	7,696.4	7,705.2
금융부채	5,369.8	5,502.9	5,513.2	5,513.2	5,513.2
기타비유동부채	1,955.4	1,940.8	2,116.3	2,183.2	2,192.0
부채총계	20,763.9	21,165.6	22,970.2	23,276.3	23,316.7
지배주주지분	2,391.5	2,474.0	2,298.3	2,474.7	2,684.5
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	1,151.4	1,327.8	1,537.6
비지배주주지분	5,509.4	5,129.4	5,378.6	5,736.5	6,094.4
자본총계	7,900.9	7,603.4	7,676.9	8,211.2	8,778.9
순금융부채	9,844.1	10,032.6	9,387.2	8,368.5	7,342.7
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	925.0	677.0	812.6	1,184.9	1,150.2
당기순이익	50.4	45.9	402.1	650.5	685.4
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)	(365.0)	5.9	0.8
투자활동 현금흐름	1,061.2	(556.0)	(359.5)	(69.3)	(9.1)
투자자산감소(증가)	405.3	72.6	(132.7)	(50.0)	(6.6)
유형자산감소(증가)	(457.2)	(337.1)	(45.4)	0.0	0.0
기타	1,113.1	(291.5)	(181.4)	(19.3)	(2.5)
재무활동 현금흐름	(2,253.8)	289.9	656.8	(90.2)	(114.3)
금융부채증가(감소)	(2,041.5)	363.7	465.3	26.0	3.4
자본증가(감소)	(11.1)	16.5	2.0	0.0	0.0
기타재무활동	30.7	102.5	371.4	0.0	0.0
배당지급	(231.9)	(192.8)	(181.9)	(116.2)	(117.7)
현금의 증감	(313.3)	325.3	1,059.9	1,025.4	1,026.7
Unlevered CFO	1,696.3	2,201.5	1,973.3	1,928.0	1,895.7
Free Cash Flow	420.7	282.2	763.0	1,184.9	1,150.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

두산



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.8.28	BUY	160,000		
18.7.26	BUY	140,000	-23.62%	-20.71%
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 비율구성

- 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	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 28일

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 08월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 08월 29일 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.