

두산중공업(034020)

3Q18 Preview: 단기 모멘텀은 부재

관리연결, 재무연결 모두 큰 이슈 없을 것

두산중공업의 3분기 관리연결(본사 및 해외 발전자회사) 실적은 큰 이슈 없이 무난할 것이다. 추정 실적은 매출액 1.2조원(-9.0% YoY), 영업이익 493억원 (+18.6% YoY)이다. 하반기부터 베트남 응이손 프로젝트가 매출액에 잡히기 시작하지만, 본격적인 매출액 인식은 4분기부터가 될 것이다. 재무연결(관리연결+두산인프라코어+두산건설) 기준으로는 컨센서스에 부합하는 매출액 3.5조원, 영업이익 2,470억원을 기록할 것이다. 주요 자회사인 두산인프라코어도 컨센서스에 부합할 전망이다.

수주는 아직 조용하나 차입금 갚아 나가는 중

3분기까지 추정 수주액은 3.5조원이다. 얼마 전 MOU를 체결한 인도네시아 자와 프로젝트(1.5조원, 석탄화력 EPC)까지 확정된다면 연간 목표인 6.9조원 달성이 가능할 것이다. 수익성이 좋은 원전 및 기자재 수주 비중이 크지 않은 점은 다소 아쉽다. 3분기에는 두산밥캣 10.5% 지분매각(3,681억원) 등에 힘입어 관리연결 기준 순차입금은 전분기 대비 4천~5천억원 줄어든 것으로 추정된다. 회사는 연말까지 매출채권 회수 등의 노력을 통해 관리연결 기준 순차입금 규모를 4조원대 초반까지 줄일 것으로 예상한다.

잠시 쉬어가는 구간

목표주가를 18,000원으로 29% 하향한다. 두산엔진 합병 과정에서 늘어난 주식 수 희석요인(약 7%), 보유 유가증권의 가치 하락, 다소 늦어지고 있는 해외 원전 수주 모멘텀 등을 반영해 2019년 적용 EV/EBITDA를 기준 11배에서 10배로 낮췄다. 단기에 수주/실적 모멘텀이 부재해 주가도 구조적 상승을 기대하기 어렵다. 다만 PBR이 0.5배로 낮고, 내년부터는 원전 관련 수주도 가시화될 가능성이 높아 중장기 투자 관점에서 매수 의견은 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 18,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(10/16)	2,145
주가(10/16)	12,700
시가총액(십억원)	1,488
발행주식수(백만)	117
52주 최고/최저가(원)	21,250/12,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,591
유동주식비율/외국인지분율(%)	62.4/14.5
주요주주(%)	
두산 외 18 인	37.6
국민연금	7.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.5)	(15.1)	(31.0)
KOSPI 대비(%p)	(7.0)	(2.3)	(17.5)

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	13,952	798	(171)	(1,777)		NM	1,330	NM	11.2	0.9	(4.8)
2017A	14,524	926	(292)	(2,908)		NM	1,439	NM	9.5	0.5	(8.5)
2018F	15,575	1,209	(41)	(464)		NM	1,726	NM	7.5	0.5	(1.2)
2019F	17,241	1,404	184	1,270		NM	1,945	10.0	6.8	0.5	5.4
2020F	19,085	1,554	216	1,643	29.4	2,132	7.7	6.3	0.4	6.0	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 Valuation

		2018F	2019F	비고	단위
영업가치	매출액	5,381	5,899		십억원
	영업이익	238	348		십억원
	EBITDA	508	619		십억원
	EV/EBITDA	11.0	10.0		배
	적정가치 - ①	5,588	6,186		십억원
자회사가치	두산인프라코어	478	478	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산건설	105	105	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산밥캣			매각	십억원
총 자회사가치	합계 - ②	584	584		십억원
순차입금 - ③		4,224	4,024	합병차입증가, 엔진매각	십억원
총 기업가치 - ⑤ ①+②-③		1,948	2,746		십억원
발행주식수		157	157	BW발행 고려+신규발행	백만주
주당가치		12,437	17,530		원
목표주가		18,000			원
현재주가		12,700	10/16일 기준		원

자료: 두산중공업, 한국투자증권

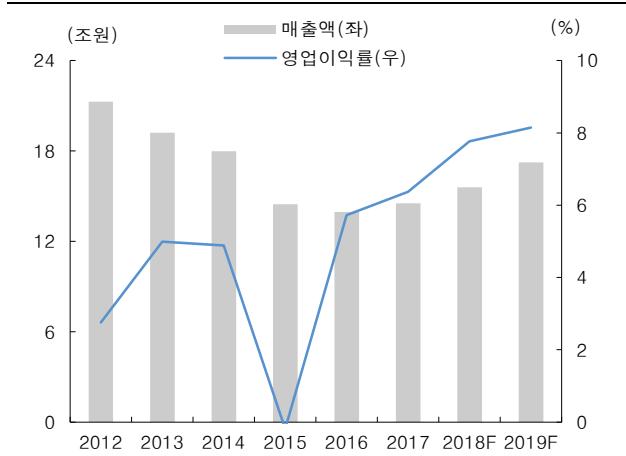
〈표 2〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액(재무)	3,438	3,825	3,507	3,754	3,574	3,833	3,529	4,002	14,524	15,575	17,241
두산중공업(관리)	1,372	1,447	1,344	1,580	1,265	1,316	1,223	1,576	5,744	5,381	5,899
발전	1,075	1,108	1,050	1,232	968	984	935	1,221	4,465	4,108	4,518
담수	70	102	95	145	112	141	110	173	413	536	622
주단/건설	227	237	198	204	185	191	179	182	867	737	759
자회사(건설,인프라)	2,095	2,409	2,157	2,212	2,306	2,513	2,313	2,435	8,873	10,297	11,454
연결조정	(30)	(32)	6	(38)	2	4	(6)	(9)	(93)	(103)	(113)
영업이익(재무)	237	306	200	183	305	362	247	295	926	1,209	1,404
두산중공업(관리)	69	63	42	17	54	75	49	60	190	238	348
발전	60	41	32	22	51	76	47	53	155	226	294
담수	(4)	5	4	1	8	9	4	6	7	27	31
주단/건설	14	17	5	(7)	(5)	(10)	(2)	2	29	(15)	23
자회사(건설,인프라)	167	241	155	170	256	286	199	238	733	979	1,059
연결조정	1	2	3	(4)	(5)	1	(1)	(2)	2	(8)	(3)
영업이익률(재무)	6.9	8.0	5.7	4.9	8.5	9.4	7.0	7.4	6.4	7.8	8.1
두산중공업(관리)	5.1	4.3	3.1	1.1	4.3	5.7	4.0	3.8	3.3	4.4	5.9
발전	5.5	3.7	3.1	1.8	5.3	7.7	5.0	4.3	3.5	5.5	6.5
담수	(5.4)	4.6	4.6	1.0	7.1	6.2	4.0	3.2	1.6	5.0	5.0
주단/건설	6.0	7.1	2.5	(3.4)	(2.5)	(5.2)	(1.0)	0.9	3.3	(2.0)	3.0
자회사(건설,인프라)	8.0	10.0	7.2	7.7	11.1	11.4	8.6	9.8	8.3	9.5	9.2

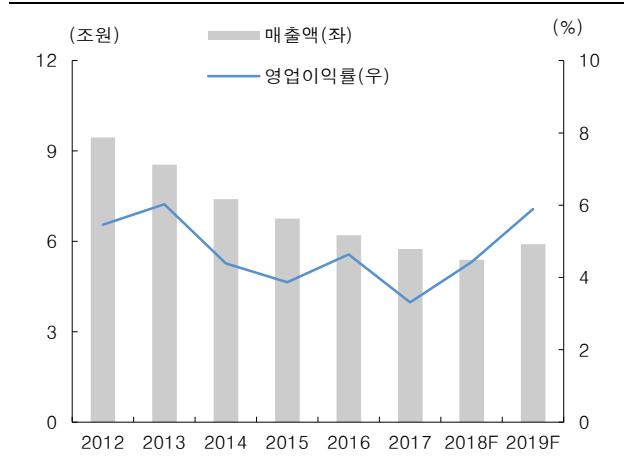
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연결기준 실적



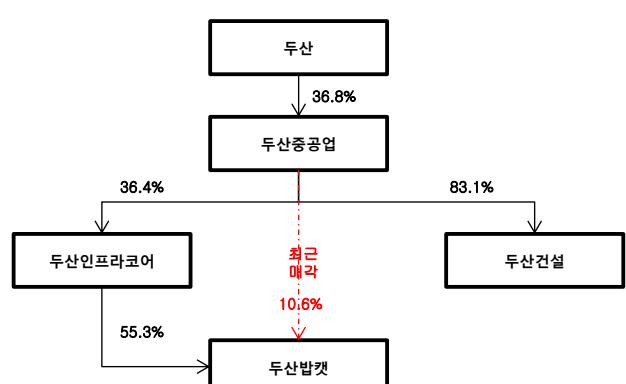
자료: 한국투자증권

[그림 2] 관리연결(본사 및 해외 발전자회사) 실적



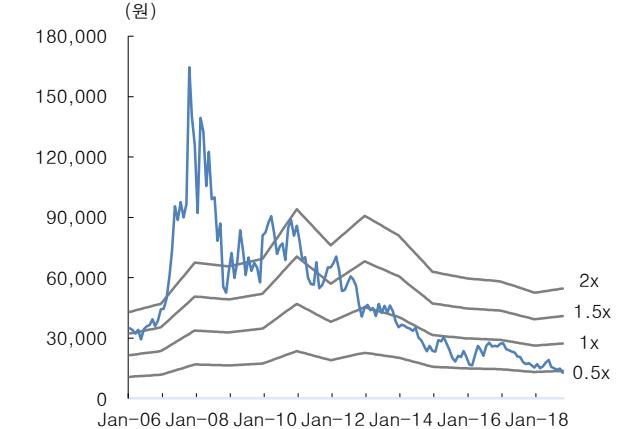
자료: 한국투자증권

[그림 3] 두산중공업이 최근 밍캡 지분 10.6% 매각



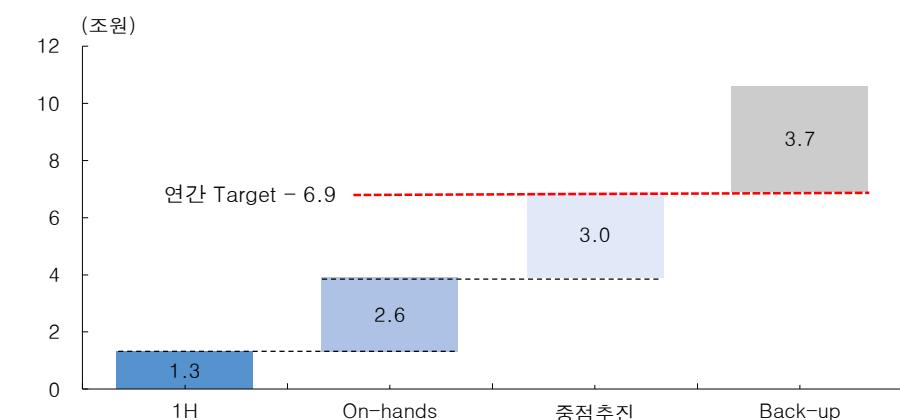
자료: 한국투자증권

[그림 4] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 5] 두산중공업 2018년 수주 전망



주: On-hands – 수의계약, Sole Bidder, Lowest 등의 지위를 이미 획득하여 연내 수주 가능성이 높은 프로젝트
자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

두산중공업은 산업의 기초 소재인 주단조부터 원자로, 보일러, 터빈, 발전기 등 발전설비를 비롯, 물을 생산하는 해수淡化 설비 및 수처리 설비, 운반하역설비 등을 제작해 국내외 플랜트 시장에 공급하는 대표적인 EPC 전문 기업. 2011년 기준 각 사업부문별 매출액 비중은 발전 59%, 산업 11%, 주단 5%, 건설 6%, DPS외 18%.

- EPC: Engineering, Procurement, Construction의 약자. 설계 및 자재조달, 시공까지 전 과정 수행
- 관리연결: 두산중공업 및 DPS(Doosan Power System) 등 해외 자회사. 두산중공업 본사가 컨트롤 가능한 사업부 기준이자 2012년까지의 연결 기준. 실제 주가와 연관성 있는 사업부 범위
- 재무연결: 공시기준. 관리연결 + 두산인프라코어 + 두산건설

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,028	9,230	9,725	10,766	11,917
현금성자산	1,373	1,970	2,025	2,241	2,481
매출채권및기타채권	4,472	4,291	4,517	5,000	5,535
재고자산	1,739	1,738	1,864	2,063	2,284
비유동자산	15,804	15,732	15,910	16,395	17,444
투자자산	1,470	1,389	1,490	1,649	1,826
유형자산	6,388	6,905	7,002	7,052	7,101
무형자산	6,646	6,476	6,386	6,552	7,252
자산총계	24,833	24,962	25,635	27,161	29,362
유동부채	11,580	11,747	11,727	12,480	13,765
매입채무및기타채무	4,781	4,772	5,118	5,665	6,271
단기차입금및단기사채	2,299	3,765	3,765	3,765	3,765
유동성장기부채	3,140	1,868	1,868	1,868	1,868
비유동부채	6,429	6,650	6,947	7,124	7,321
사채	1,754	2,600	2,900	3,000	3,100
장기차입금및금융부채	2,930	2,416	2,296	2,185	2,074
부채총계	18,010	18,396	18,675	19,604	21,086
지배주주지분	3,476	3,387	3,328	3,495	3,711
자본금	597	597	597	597	597
자본잉여금	1,653	1,703	1,703	1,703	1,703
기타자본	(17)	(45)	(45)	(45)	(45)
이익잉여금	705	402	344	511	726
비지배주주지분	3,347	3,179	3,632	4,062	4,565
자본총계	6,823	6,566	6,960	7,556	8,276

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	13,952	14,524	15,575	17,241	19,085
매출원가	11,526	12,019	12,672	13,962	15,456
매출총이익	2,426	2,505	2,903	3,279	3,630
판매관리비	1,628	1,579	1,694	1,875	2,075
영업이익	798	926	1,209	1,404	1,554
금융수익	1,018	1,133	322	59	65
이자수익	40	49	55	59	65
금융비용	1,566	1,652	843	531	535
이자비용	514	501	522	531	535
기타영업외손익	(480)	(272)	(47)	0	0
관계기업관련손익	(15)	(17)	(17)	(19)	(21)
세전계속사업이익	(244)	118	624	914	1,064
법인세비용	133	202	187	274	319
연결당기순이익	(216)	(110)	411	614	719
지배주주지분순이익	(171)	(292)	(41)	184	216
기타포괄이익	(28)	161	0	0	0
총포괄이익	(244)	51	411	614	719
지배주주지분포괄이익	(192)	(47)	(41)	184	216
EBITDA	1,330	1,439	1,726	1,945	2,132

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	968	429	913	1,551	2,226
당기순이익	(216)	(110)	411	614	719
유형자산감가상각비	328	302	312	330	345
무형자산상각비	204	211	205	211	233
자산부채변동	40	(903)	(551)	(157)	288
기타	612	929	536	553	641
투자활동현금흐름	805	(457)	(668)	(977)	(1,572)
유형자산투자	(291)	(277)	(474)	(446)	(460)
유형자산매각	69	66	66	66	66
투자자산순증	39	(74)	(118)	(178)	(197)
무형자산순증	(247)	(273)	(115)	(376)	(934)
기타	1,235	101	(27)	(43)	(47)
재무활동현금흐름	(2,252)	704	(191)	(358)	(414)
자본의증가	527	229	0	0	0
차입금의순증	(2,191)	1,071	279	89	89
배당금지급	(148)	(116)	(17)	(17)	(17)
기타	(440)	(480)	(453)	(430)	(486)
기타현금흐름	(41)	(78)	0	0	0
현금의증가	(520)	598	55	217	240

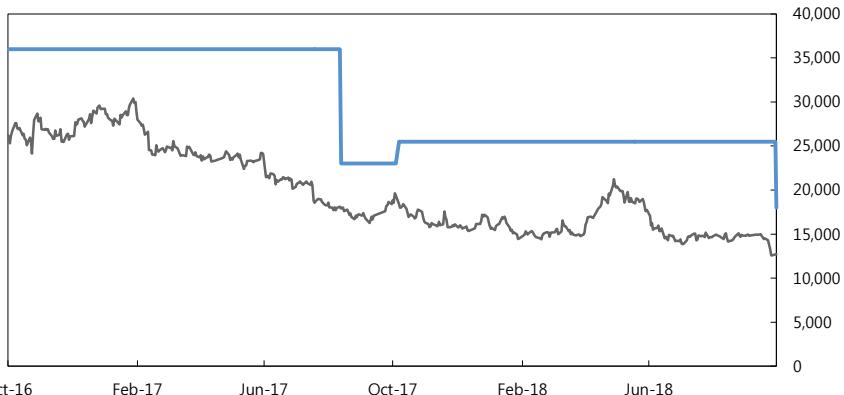
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(1,777)	(2,908)	(464)	1,270	1,643
BPS	29,836	29,090	26,250	27,532	29,192
DPS	550	0	0	0	0
성장성(%), YoY					
매출증가율	(3.6)	4.1	7.2	10.7	10.7
영업이익증가율	NM	16.0	30.6	16.1	10.7
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	17.2
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	29.4
EBITDA증가율	138.4	8.1	20.0	12.7	9.6
수익성(%)					
영업이익률	5.7	6.4	7.8	8.1	8.1
순이익률	(1.2)	(2.0)	(0.3)	1.1	1.1
EBITDA Margin	9.5	9.9	11.1	11.3	11.2
ROA	(0.8)	(0.4)	1.6	2.3	2.5
ROE	(4.8)	(8.5)	(1.2)	5.4	6.0
배당수익률	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	NM	9.5	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	8,767	8,920	7,941	7,696	7,421
차입금/자본총계비율(%)	157.4	173.7	151.1	139.6	127.8
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	10.0	7.7
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	11.2	9.5	7.5	6.8	6.3

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
두산중공업(034020)	2016.10.06	매수	36,000원	-31.6	-15.6
	2017.08.29	매수	23,000원	-23.7	-14.6
	2017.10.23	매수	25,500원	-37.4	-16.7
	2018.10.16	매수	18,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 16일 현재 두산중공업 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.