



하나금융그룹

2018년 11월 1일 | Equity Research

두산(000150)

4분기 사상 최대 실적 예상. 연료전지 및 전지박 사업 본격화

3Q 자체사업 영업익 603억원(YoY -18.7%)으로
컨센서스 소폭 하회. 4분기는 사상 최대 분기 영업익 전망

두산의 3분기 연결 영업익은 2,612억원(YoY +0.9%), 지배순익은 34억원(YoY -67.7%)으로 컨센서스를 하회했다. 컨센서스와의 실적 차이는 두산중공업 실적 부진에 주로 기인한다. 두산중공업은 4분기 응이손 석탄화력발전과 삼척화력발전의 매출 인식으로 실적 개선을 예상한다. 자체사업 영업익은 603억원으로 전년 동기 대비 18.7% 감소했다. 당사 추정치와의 차이는 산업차량의 수익성 하락에 기인한다. 철강 중심의 원자재 가격 상승이 마진 하락으로 이어졌다. 반면, 4분기에는 산업차량 부문의 수익성 회복 뿐만 아니라, 연료전지의 대규모 흑자전환, 모트롤 호조 지속으로 사상 최대 분기 영업익 947억원(YoY +15.5%)을 전망한다. 연료전지 영업익 244억원(YoY +329%)으로의 턴어라운드는 3분기 1조원 이상의 수주의 매출 인식에 기인한다. 4분기 가시권에 들어간 수주를 고려해 연간 수주는 1.3조원 전후로 추정된다.

4분기 실적 호조와 주주환원책 발표 기대.

‘19년 연료전지 및 전지박 사업 본격화로 실적 레벨업 전망

두산 자체사업 내 신사업인 연료전지와 전지박 사업은 본격적인 실적 반영기에 진입했다. 당장 연료전지는 올 4분기 244억원의 영업익으로 ‘18년 흑자전환을 기록할 것으로 예상되며 ‘19년 수주의 기기매출 인식을 고려할 때 연간 3~400억원대 영업익 달성을 무난해 보인다. 2차전지 전지박 사업 또한 내년 1분기부터 CFL(Circuit Foil Luxemburg)의 LG화학으로의 전지박 매출을 시작으로 ‘19년말 형가리 공장 준공 또한 완료 예정이다. ‘20년 하반기로 거론되었던 형가리 공장 매출 시점은 증설 속도가 가파른 고객사 요구에 따라 매출 시점이 다소 앞당겨질 전망이다. ‘19년 자체사업 영업익은 ‘18년 대비 13.4% 성장한 3,331억원을 예상한다.

목표주가 19만원 및 투자의견 BUY 유지

3년간 자사주 매년 5% 소각 계획이 올해로 종료됨에 따라 두산의 추가적인 주주환원 계획 발표를 예상한다. 두산은 자사주 매입 및 소각, 배당 증대를 통해 주주환원을 꾸준히 강화해 왔다. 주주환원이라는 Value 측면 이외에 자체사업 내 신사업 성장 또한 본격화되고 있다는 점에서 Growth 모멘텀이 가세하는 구간이라 평가한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 190,000원 | CP(10월31일): 119,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt) 2,029.69

52주 최고/최저(원) 143,000/95,400

시가총액(십억원) 2,294.2

시가총액비중(%) 0.19

발행주식수(천주) 19,198.0

60일 평균 거래량(천주) 74.4

60일 평균 거래대금(십억원) 9.3

18년 배당금(예상,원) 5,600

18년 배당수익률(예상,%) 4.6

외국인지분율(%) 9

주요주주 지분율(%) 6.05

박용곤 외 31 인 48.52

국민연금 6.42

주가상승률 1M 6M 12M

절대 (12.5) (1.2) (10.8)

상대 1.1 22.4 10.9

Consensus Data

2018 2019

매출액(십억원) 18,961.8 20,332.6

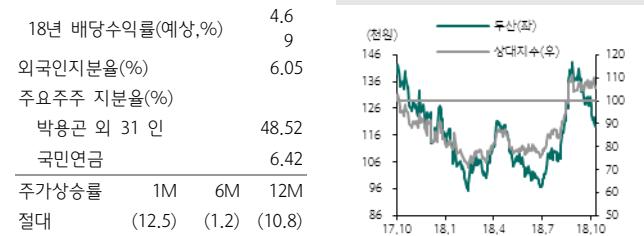
영업이익(십억원) 1,477.6 1,528.4

순이익(십억원) 325.4 440.3

EPS(원) 6,882 9,826

BPS(원) 127,824 134,892

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	16,470.3	17,585.2	18,187.3	19,418.0	19,172.8
영업이익	십억원	924.3	1,179.9	1,426.4	1,524.7	1,558.5
세전이익	십억원	1.7	341.3	704.2	868.4	902.2
지배순이익	십억원	196.6	40.6	77.1	272.4	298.0
EPS	원	7,384	1,594	3,136	11,076	12,117
증감률	%	흑전 (78.4)	96.7	253.2	9.4	
PER	배	14.22	70.89	38.10	10.79	9.86
PBR	배	0.99	1.02	1.17	1.10	1.03
EV/EBITDA	배	11.46	9.79	8.61	8.20	8.01
ROE	%	7.91	1.67	3.26	11.65	11.88
BPS	원	106,038	111,245	102,411	109,002	116,314
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

표 1. 두산 실적 추정 상세

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
Consolidation											
매출액	3,924	4,601	4,254	4,517	4,308	4,746	4,230	4,904	17,296	18,187	19,418
YoY	5.8%	8.2%	16.1%	-6.0%	9.8%	3.2%	-0.6%	8.6%	5.3%	5.2%	6.8%
QoQ	-18.3%	17.2%	-7.5%	6.2%	-4.6%	10.2%	-10.9%	15.9%			
자체사업	621	753	753	846	785	955	864	910	2,973	3,514	3,780
두산중공업	3,273	3,630	3,483	4,137	3,574	3,833	3,388	4,036	14,524	14,830	15,805
영업익	261	384	261.4	273.5	351	438	261.2	345	1,180	1,395	1,525
YoY	3.6%	25.5%	38.4%	58.8%	34.5%	14.1%	-0.1%	26.0%	28.4%	18.2%	9.3%
QoQ	51.4%	47.4%	-32.0%	4.6%	28.3%	25.0%	-40.4%	32.0%			
OPM	6.6%	8.4%	6.1%	6.1%	8.1%	9.2%	6.2%	7.0%	6.8%	7.7%	7.9%
자체사업	42	74	74	82	64	74	60	95	272	294	333
두산중공업	232	301	196.0	197	305	362	212	273	926	1,152	1,192
지배순이익	8	21	10.4	1	-10	18	3.4	62	41	74	272
YoY	-95.5%	-64.7%	-80.5%	흑전	적전	-17.2%	-67.7%	10098.6%	-79.4%	81.7%	269.5%
QoQ	흑전	161.7%	-51.3%	-94.1%	적전	흑전	-81.0%	1751.5%			
NPM	0.2%	0.5%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.4%	0.1%	1.3%	0.2%	0.4%	1.4%
두산중공업	-	15	-	58	-	148	-	34	-292	-75	56
자체사업											
매출액	637	768	768	863	802	967	894	918	3,036	3,582	4,249
YoY	25.4%	25.1%	35.5%	24.9%	25.9%	25.9%	16.5%	6.4%	27.6%	18.0%	18.6%
QoQ	-7.8%	20.6%	-0.1%	12.4%	-7.0%	20.5%	-7.5%	2.7%			
전자	217	225	256	235	216	206	237	213	932	871	907
모트롤	92	101	101	121	144	160	138	125	415	568	585
정보통신	61	65	60	55	54	55	58	55	241	222	224
연료전지	13	66	21	109	8	128	70	156	209	362	561
산업차량	172	216	196	202	207	240	214	206	786	867	880
면세/유통	82	95	133	142	174	178	178	162	453	691	1,092
영업익	42	74	74	82	64	74	60.3	94.7	272	293.7	333.1
YoY	2.2%	47.8%	101.6%	200.4%	53.8%	0.3%	-18.7%	15.5%	120.2%	7.9%	13.4%
QoQ	53.1%	77.5%	0.0%	10.5%	-21.6%	15.7%	-19.0%	57.1%			
OPM	6.6%	9.7%	9.7%	9.5%	8.0%	7.7%	6.7%	10.3%	9.0%	8.2%	7.8%
전자	28	34	42	28	29	20	29	28	132	106	111
모트롤	5	9	9	12	15	17	15	14	35	61	56
정보통신	9	10	10	3	7	8	8	6	32	28	29
연료전지	-9	3	-6	6	-	12	1	-8	24.4	-6.2	5
산업차량	15	20	17	12	16	20	11	13	65	61	67
면세/유통	-7	-2	2	21	10	9	6	9	14.1	33	38
Stand alone											
영업수익	612	636	637	740	697	790	683	913	2,625	3,082	3,844
YoY	34.8%	6.3%	41.9%	30.7%	13.9%	24.3%	7.1%	23.3%	27.0%	17.4%	24.7%
QoQ	7.9%	4.0%	0.2%	16.2%	-5.9%	13.4%	-13.6%	33.8%			
배당수익	86	6	-	3	80	17	-	3	94	99	64
상품 등 매출	526	630	637	737	617	773	683	910	2,531	2,983	3,780
영업익	108	53	48	68	124	60	43	98	277	326	397
YoY	52.2%	-65.8%	221.7%	흑전	15.1%	14.9%	-10.5%	44.5%	22.8%	17.8%	21.8%
QoQ	흑전	-51.3%	-7.9%	39.3%	84.3%	-51.4%	-28.2%	124.9%			
OPM	17.7%	8.3%	7.6%	9.1%	17.9%	7.7%	6.4%	10.7%	10.5%	10.6%	10.3%
순이익	86	48	33	38	105	30	19	50	205	204	252
YoY	167.8%	-66.0%	4818.2%	흑전	22.0%	-38.1%	-42.3%	29.8%	33.4%	-0.8%	23.7%
QoQ	흑전	-44.7%	-31.8%	17.4%	175.6%	-72.0%	-36.4%	164.3%			
NPM	14.1%	7.5%	5.1%	5.2%	15.1%	3.7%	2.8%	5.4%	7.8%	6.6%	6.5%

자료: 하나금융투자

표 2. 일진머티리얼즈 12M Forward P/E 대비 30% 할인하여 두산 전자 BG 사업 가치 추정

(단위: 배, 십억원)

	2018F	2019F	2020F
P/E (컨센서스 최대)	45.1	29.8	21.8
P/E (컨센서스 최소)	61.9	38.6	31.0
P/E (컨센서스 중간값)	53.8	32.4	28.9
P/E (컨센서스 평균값)	52.9	33.3	27.9
할인율		30%	
적용P/E(배)		23.3	
전자BG 세후영업이익			
19F		84	
전자BG 가치		1,955	
일진머티리얼즈 시총		2,241	

자료: 일진머티리얼즈, 하나금융투자

표 3. 두산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	지분율	평가액	비고
투자자산가치		887	
상장사		514	2018/10/31 종가 기준
두산중공업	36.8%	481	
오리콤	63.4%	33	
비상장사		373	
기타		373	기타 비상장사 합산. 모트롤, 산차, 전자, 연료전지 등 사업 관련 지분 배제
영업가치	12M Forward	Multiple	12M Forward 예상 자체사업 세후영업익 대비 멀티플 적용
전자	84	23.3	배터리 전지박 시장 진출, 로봇 사업 등 성장성 고려 고 멀티플 적용
산업차량	50	10.0	459
모트롤	43	10.0	460
연료전지	32	14.3	471 DCF 추정(WACC 12.3%, g 1%). 12M Forward 세후영업익 대비 14배 수준
정보통신	23	10.0	214
면세 및 유통	29	10.0	255 두타몰 및 면세사업 합산
브랜드가치		201	2019년 예상 브랜드수익 대비 비용 및 세금 차감 후 10배수 적용
투자부동산		153	
순차입금		1,388	3Q18 별도 순차입금
총 기업가치		3,654	
상장사 40% 할인율 적용시 기업가치		3,449	
주식수(천주)		19,656	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)		180,000	
현재주가(원)		119,500	2018/10/31 종가 기준
상승여력		50.6%	

주: 추정 주당 NAV와 현 목표주가와의 Gap이 5% 이하로 미미하여 현 목표주가를 유지

자료: 두산, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,470.3	17,585.2	18,187.3	19,418.0	19,172.8
매출원가	13,582.3	14,438.7	14,781.8	15,589.5	15,088.8
매출총이익	2,888.0	3,146.5	3,405.5	3,828.5	4,084.0
판관비	1,963.7	1,966.6	1,979.0	2,303.8	2,525.5
영업이익	924.3	1,179.9	1,426.4	1,524.7	1,558.5
금융순익	(618.9)	(581.0)	(566.1)	(536.7)	(522.9)
종속/관계기업순익	(13.1)	(14.1)	(97.5)	(119.6)	(133.4)
기타영업외순익	(290.6)	(243.5)	(58.6)	0.0	0.0
세전이익	1.7	341.3	704.2	868.4	902.2
법인세	193.0	272.9	289.8	210.1	218.3
계속사업이익	(191.4)	68.4	414.4	658.2	683.8
중단사업이익	241.8	(22.4)	(31.4)	0.0	0.0
당기순이익	50.4	45.9	383.0	658.2	683.8
비지배주주지분 순이익	(146.2)	5.4	305.9	385.8	385.8
지배주주순이익	196.6	40.6	77.1	272.4	298.0
지배주주지분포괄이익	(50.0)	178.8	14.6	20.9	21.7
NOPAT	(107,095.6)		236.4	839.4	1,155.7
					1,181.3
EBITDA	1,564.8	1,810.7	2,028.9	2,053.2	2,022.5
성장성(%)					
매출액증가율	(2.6)	6.8	3.4	6.8	(1.3)
NOPAT증가율	적전	흑전	255.1	37.7	2.2
EBITDA증가율	106.1	15.7	12.1	1.2	(1.5)
영업이익증가율	1,209.2	27.7	20.9	6.9	2.2
(지배주주)순이익증가율	흑전	(79.3)	89.9	253.3	9.4
EPS증가율	흑전	(78.4)	96.7	253.2	9.4
수익성(%)					
매출총이익률	17.5	17.9	18.7	19.7	21.3
EBITDA이익률	9.5	10.3	11.2	10.6	10.5
영업이익률	5.6	6.7	7.8	7.9	8.1
계속사업이익률	(1.2)	0.4	2.3	3.4	3.6

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,384	1,594	3,136	11,076	12,117
BPS	106,038	111,245	102,411	109,002	116,314
CFPS	63,720	86,507	79,178	78,796	76,985
EBITDAPS	58,782	71,151	82,493	83,481	82,232
SPS	618,692	690,991	739,477	789,519	779,549
DPS	5,100	5,100	5,600	6,000	6,000
주가지표(배)					
PER	14.2	70.9	38.1	10.8	9.9
PBR	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0
PCFR	1.6	1.3	1.5	1.5	1.6
EV/EBITDA	11.5	9.8	8.6	8.2	8.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	7.9	1.7	3.3	11.7	11.9
ROA	0.7	0.1	0.3	0.9	0.9
ROIC	(592.1)	1.4	5.3	8.1	8.6
부채비율	262.8	278.4	296.3	281.8	263.7
순부채비율	124.6	131.9	122.3	101.8	83.5
이자보상배율(배)	1.6	2.1	2.4	2.6	2.7

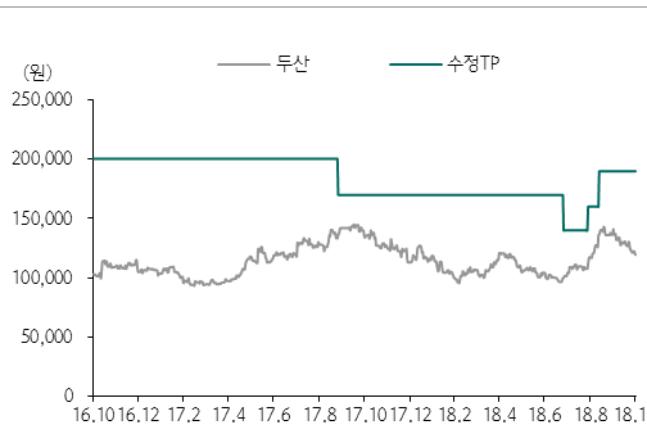
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,761.8	10,868.0	13,174.6	14,619.1	15,649.7
금융자산	2,731.3	2,906.4	4,014.8	5,065.2	6,094.8
현금성자산	2,019.3	2,344.6	3,420.1	4,442.7	5,472.2
매출채권 등	4,990.0	4,816.1	5,098.1	5,336.5	5,337.1
재고자산	2,154.1	2,351.6	2,489.3	2,605.7	2,606.0
기타유동자산	886.4	793.9	1,572.4	1,611.7	1,611.8
비유동자산	17,903.0	17,901.0	17,170.2	16,713.5	16,249.7
투자자산	1,497.6	1,450.8	1,535.7	1,607.6	1,607.7
금융자산	1,407.2	1,324.2	1,401.8	1,467.3	1,467.5
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	1,517.9	1,517.9	1,517.9
자산총계	28,664.8	28,769.0	30,344.7	31,332.6	31,899.4
유동부채	13,438.8	13,721.9	15,119.2	15,463.1	15,464.0
금융부채	7,205.6	7,436.1	7,867.1	7,904.4	7,904.5
매입채무 등	3,704.8	4,082.6	4,321.6	4,523.7	4,524.2
기타유동부채	2,528.4	2,203.2	2,930.5	3,035.0	3,035.3
비유동부채	7,325.2	7,443.7	7,567.7	7,663.7	7,664.0
금융부채	5,369.8	5,502.9	5,513.2	5,513.2	5,513.2
기타비유동부채	1,955.4	1,940.8	2,054.5	2,150.5	2,150.8
부채총계	20,763.9	21,165.6	22,686.9	23,126.8	23,127.9
지배주주지분	2,391.5	2,474.0	2,256.8	2,418.9	2,598.8
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	1,109.8	1,271.9	1,451.8
비지배주주지분	5,509.4	5,129.4	5,401.1	5,786.9	6,172.7
자본총계	7,900.9	7,603.4	7,657.9	8,205.8	8,771.5
순금융부채	9,844.1	10,032.6	9,365.5	8,352.4	7,322.9
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	925.0	677.0	788.1	1,195.2	1,147.8
당기순이익	50.4	45.9	383.0	658.2	683.8
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 자산부채 변동	3.3	(954.3)	(370.4)	8.5	0.0
투자활동 현금흐름	1,061.2	(556.0)	(295.3)	(99.6)	(0.2)
투자자산감소(증가)	405.3	72.6	(86.4)	(71.8)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(457.2)	(337.1)	(45.4)	0.0	0.0
기타	1,113.1	(291.5)	(163.5)	(27.8)	0.0
재무활동 현금흐름	(2,253.8)	289.9	632.8	(73.0)	(118.1)
금융부채증가(감소)	(2,041.5)	363.7	441.3	37.4	0.1
자본증가(감소)	(11.1)	16.5	2.0	0.0	0.0
기타재무활동	30.7	102.5	371.4	(0.1)	0.0
배당지급	(231.9)	(192.8)	(181.9)	(110.3)	(118.2)
현금의 증감	(313.3)	325.3	1,075.5	1,022.6	1,029.5
Unlevered CFO	1,696.3	2,201.5	1,947.4	1,938.0	1,893.4
Free Cash Flow	420.7	282.2	738.4	1,195.2	1,147.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

두산



날짜	투자의견	목표주가	평균	
			최고/최저	
18.9.12	BUY	190,000		
18.8.28	BUY	160,000	-23.28%	-15.00%
18.7.26	BUY	140,000	-23.37%	-20.71%
17.11.6	BUY	170,000	-32.07%	-14.71%
17.9.25	Analyst Change	170,000	-17.46%	-
15.12.8	BUY	200,500	-48.33%	-29.93%

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	92.1%	7.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2000년 0월 0일

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 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 10월 31일 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.