

# 두산(000150)

## Corp. Day 후기: 4분기, 전지박, 연료전지 업데이트

### 4분기 실적 및 전망

- 4분기는 연료전지, 산업차량, 면세사업, 전자사업 등이 전분기 대비 양호 예상. 연료전지는 수주한 프로젝트의 매출 대거 인식으로 흑자 전환, 전자사업은 우려가 있지만 3분기 대비 양호, 산업차량은 전분기 공장이전 및 물류 합리화 비용에 대한 기저효과로 4분기 실적 회복 예상, 면세사업은 4분기 일평균 매출 회복으로 2분기와 유사한 수준의 매출 예상.
- 전자사업: 애플 아이폰의 생산량 감소로 실적에 영향 줄 수 있음. 다만, 2019년은 삼성 플렉서블 출시와 중국 업체 중심으로 공급량 확대. 과거와 달리 중국 업체들의 하이엔드 상품 의존도가 높아졌기에 삼성 의존도는 줄이고 중국으로 고객사 다변화 중(2016년 삼성 비중 52% → 2018년 47%).
- 산업차량: 수익성이 낮은 완성차보다는 수익률이 높은 다운스트림(부품, 렌탈) 비중을 높이고 있음 국내는 압도적 사업자이나 해외 점유율이 3~4%에 불과하기에 해외 수출이 기회 요인
- 모트룰: 중국 점유율은 과거 15.9%에서 2018년 19.4%로 상승. 굴삭기 시장이 호황이기에 모트룰 사업도 순항 기조. 다만, 시장 전망이 엇갈리는데 산요는 2019년 굴삭기 시장을 10% 성장, 캐터필러는 10% 감소를 예상하고 있음.
- 면세는 10월 일매출 19억원(2분기 17.6억원, 3분기 18.2억원) 기록, 4분기 매출은 2분기와 비슷한 수준이 예상됨. 연간으로 흑자전환 예상
- 연료전지: 대거 매출인식으로 4분기 큰 폭 실적 개선 예상, 4분기 호실적으로 연간 기준 흑자 전환 예상

## 매수(유지)

목표주가: 150,000원(유지)

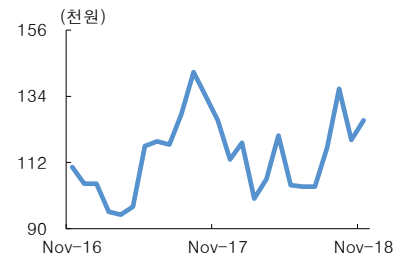
### Stock Data

KOSPI(11/23)	2,057
주가(11/23)	126,000
시가총액(십억원)	2,298
발행주식수(백만)	18
52주 최고/최저가(원)	143,000/95,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,913
유동주식비율/외국인지분율(%)	29.3/6.2
주요주주(%)	박용근 외 31 인 48.5
	국민연금 6.4

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.4)	11.0	(1.6)
KOSPI 대비(%p)	1.9	27.8	17.3

### 주가추이



자료: FnGuide

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	16,470	17,585	19,084	21,087	23,251
증가율(%)	(2.6)	6.8	8.5	10.5	10.3
영업이익(십억원)	924	1,180	1,476	1,688	1,873
순이익(십억원)	197	41	11	63	83
EPS(원)	9,972	1,909	287	3,068	4,147
증가율(%)	NM	(80.9)	(85.0)	969.1	35.2
EBITDA(십억원)	1,565	1,811	2,115	2,343	2,547
PER(x)	10.5	59.2	439.0	41.1	30.4
EV/EBITDA(x)	11.3	9.6	8.3	7.5	6.9
PBR(x)	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3
ROE(%)	7.9	1.7	0.5	2.7	3.8
DY(%)	4.9	4.5	4.4	4.4	4.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

### 주주환원정책

- 올해 1분기부터 주당 1,300억원 분기배당 실시, 4분기 DPS 정해진 바 없음
- 2016~2018년 동안 진행된 자사주 소각 계획은 올해 종료
- 잔여 자사주가 남아있지만 추가 소각 계획이나 활용 방안은 미정
- 대주주와 소액주주 입장 고려해서 주주가치에 위배되는 선택은 없을 것

### 전지박 사업

- 전기차 배터리 시장이 큰 폭으로 성장할 것으로 예상되며 유럽시장의 선점을 위해 2014년 룩셈부르크에 위치한 동박 사업체 CFL을 인수
- CFL은 2014년 인수 당시에는 적자였지만 2015년 흑자전환하며 매년 약 1,400억~1,500억원의 매출을 내고 있음(영업이익률 10~12%)
- CFL 법인의 전지박 매출은 현지 법인 매출의 3%인 40억~45억원 수준
- 2019년 CFL의 전지박 매출 비중을 10%로 확대(매출 140억원 이상), 2020년에는 20%(280억원 이상)로 높일 계획
- 전지박 사업은 아직 초기 사업이고 수익성 개선 중이기에 정확한 영업이익률을 산정하기 어려움. 다만, 현재 CFL의 영업이익률 10~12%를 적용하면 2019년 영업이익 14억~18억원, 2020년 영업이익 28억~36억원 전망
- 헝가리 지역에 추가로 설립 중인 전지박 생산 법인은 공장 부지 확보 후 인허가 추진 중(2019년 공장 완공 후 2020년 7월 양산 시작)
- 초기 캐파 1만톤 기준 매출은 1,700억~1,800억원이고 capex 2,000억원. 2025~2028년까지 추가 증설 시 5만톤 캐파 확보가 예상되는데(연간 매출 1조원 전망), 추가적으로 5,000억원 capex 투입 예상(총 7,000억원)
- 현재 삼성, LG 파나소닉, SK 등의 업체와 장기 계약 체결 논의 중이며 테스트 용 제품 생산 중
- 두산의 전지박은 일본 업체로부터 드럼을 납품 받아서 생산 중에 있음. 자체 개발 능력도 있지만 현재는 외부 발주 후 제품을 공급 받아서 하는 것이 효율적인 상황
- 일부 드럼 공급 부족에 대한 우려가 있지만 자체 생산 기술이 있기에 드럼 수급이 타이트해지면 내부 생산도 가능할 것
- 전지박 사업은 고객사의 사정에 따라 매출의 변동이 있을 수 있지만 현재 공급자 우선 시장이기에 최소한의 이익을 보장 받을 수 있는 구조임
- 시장에서는 전지박 사업 진행 속도가 느리거나(2차, 3차 증설 계획), 시장의 수요(SK, LG, 삼성 고객사) 대비 장기 공급 목표(1만톤 → 5만톤)가 미진하다는 지적도 있음. 그러나 5년 이상의 장기 프로젝트이고 사업을 진행하는 기업 입장에서는 다양한 요소를 고려하고 진행해야 함

### 연료전지 사업 전망

- 3분기 누적 기준 수주는 1.1조원으로 연간 약 1.3조원+ $\alpha$ 의 수주 달성 예상
- 고객사 수주가 되면 6~11개월 이후 기기매출이 발생하기 시작함
- 연료전지의 수익 구조는 기자재 매출과 LTSA(Long Term Service Agreement)인데, 기자재 매출은 수익성이 저조하고 LTSA가 수익성이 높음
- 기자재 매출이 인식될 때는 영업이익률이 저조하고 LTSA 매출이 인식되면서

- 전체 수익성을 개선하는 구조
- 사업이 정상화되었음을 가정하면 기자재/LTSA 상쇄로 영업이익률 8~10% 예상
  - 현재 LTSA의 수주잔고는 1조 1,630억원으로 연간 600억원씩 매출로 반영 중임(분기별 150억), 현재 분기에 대규모 매출이 인식될 때는 기자재 매출이 반영되는 것임
  - 연료전지 사업의 풀 캐파 양산 가정시 5,000억~5,500억 매출까지 가능(기계 매출과 LTSA 매출의 비중은 40:60)
  - 2018년은 매출 인식 지연과 국내 협력업체의 품질 안정화 비용으로 기대치 대비 실적은 부진했음, 다만 4분기 호실적으로 연간 기준 소폭 흑자 전환 예상
  - 2019년 가이던스는 미정이지만 올해 대비 큰 폭의 매출 증가를 예상하지는 않음. 올해 연료전지의 실적(영업이익 가이던스 500억원)이 예상대비 부진했기에 여러 상황을 고려해서 내년 경영계획에 반영

### 연료전지의 시장 전망과 두산의 강점

- 정부의 신재생발전의무비율(RPS)제도 하에 2018년 5%인 의무비율이 2023년까지 매년 1%p 상승함에 따라 연료전지 사업 부문의 성장 기대
- 공간/시간적 제약이 큰 태양광/풍향 거래량이 정부에 기대에 못 미치는 상황
- 계절과 장소에 구애 받지 않는 연료전지의 수요는 계속 늘 것으로 전망
- RPS 시행으로 신재생에너지 발주량이 6조원이라고 보면 연료전지는 2조원으로 예상, 두산의 목표는 전체 시장 중에서 60% 이상을 확보하는 것
- 한국은 RPS 제도로 전세계에서 연료전지가 가장 큰 시장이고 올해 두산 수주의 90%가 한국임
- 연료전지의 사업의 수익성은 국내보다 해외가 높는데 코네티컷 등 미국을 중심으로 해외수주 확대를 위한 노력 중임
- 두산의 연료전지 스택 수명은 10년으로(블룸에너지 3년, 퓨어셀 5년) 부품 교체 시기가 늦게 찾아와 장기 계약시 유리하고, 제품의 복층 설치가 가능해 면적 대비 높은 효율성이 경쟁사와 차별화
- 현재 두산은 4스택을 연료전지에 넣고 있는데 현재 공을 들고 있는 2스택 모델이 가능하면 추가적인 원가 절감이 가능

<표 1> 자체사업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2017				2018F				2019F				2017 연간	2018F 연간	2019F 연간
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	637	768	768	863	802	967	879	1,030	929	1,060	978	1,039	3,036	3,679	4,006
(YoY)	25.4	25.1	35.5	24.9	25.9	25.9	14.5	19.4	15.8	9.6	11.3	0.9	27.6	21.2	8.9
(QoQ)	(7.8)	20.6	(0.1)	12.4	(7.0)	20.5	(9.1)	17.2	(9.8)	14.1	(7.7)	6.3			
전자	217	225	256	235	216	206	237	233	228	231	254	243	932	891	956
산업차량	172	216	196	202	207	240	214	231	225	267	238	257	786	893	987
모트를	92	101	101	121	144	160	138	154	158	189	149	171	415	597	668
정보통신	61	65	60	55	54	55	58	48	48	50	52	43	241	215	194
연료전지	13	66	21	109	8	128	70	185	68	122	84	123	209	390	397
면세	66	80	118	125	157	160	147	162	185	185	185	185	390	626	738
두타물	16	15	15	17	17	18	16	17	17	18	16	17	63	67	67
영업이익	42	74	74	82	64	75	60	93	70	79	77	82	272	292	308
(YoY)	2.5	47.8	101.6	200.4	54.1	0.4	(18.6)	13.2	9.1	6.0	26.9	(11.8)	75.5	7.3	5.4
(QoQ)	53.1	77.5	0.0	10.5	(21.5)	15.7	(18.9)	53.7	(24.3)	12.4	(2.9)	6.8			
전자	28	34	42	28	29	20	29	25	26	26	29	27	132	103	108
산업차량	16	20	17	12	16	20	11	16	16	18	15	17	65	63	67
모트를	5	9	9	12	15	17	15	16	15	19	14	16	35	63	64
정보통신	9	10	10	3	7	8	8	6	6	6	9	6	32	28	28
연료전지	(9)	3	(6)	6	(12)	1	(8)	23	(1)	3	2	8	(6)	3	11
면세	(11)	(6)	(1)	5	2	1	1	1	1	1	1	1	(14)	5	3
두타물	4	4	3	17	8	8	5	7	7	7	6	7	28	28	26
영업이익률	6.6	9.7	9.7	9.5	8.0	7.7	6.9	9.0	7.6	7.4	7.8	7.9	9.0	7.9	7.7
(YoY)	(1.5%p)	1.5%p	3.2%p	5.6%p	1.5%p	(2.0%p)	(2.8%p)	(0.5%p)	(0.5%p)	(0.3%p)	1.0%p	(1.1%p)	2.4%p	(1.0%p)	(0.3%p)
(QoQ)	2.6%p	3.1%p	0.0%p	(0.2%p)	(1.5%p)	(0.3%p)	(0.8%p)	2.1%p	(1.4%p)	(0.1%p)	0.4%p	0.0%p			
전자	13.1	15.1	16.2	12.1	13.2	9.7	12.3	10.8	11.5	11.1	11.4	11.2	14.2	11.5	11.3
산업차량	9.0	9.4	8.8	5.8	7.7	8.3	5.3	6.8	7.0	6.8	6.5	6.8	8.2	7.0	6.8
모트를	5.7	9.2	8.6	10.0	10.2	10.8	10.8	10.4	9.6	9.9	9.7	9.4	8.5	10.6	9.6
정보통신	15.0	15.2	16.9	5.3	13.3	13.9	13.0	11.4	12.9	12.8	17.5	13.7	13.3	13.0	14.3
연료전지	(71.0)	4.7	(27.3)	5.2	(157.1)	0.7	(11.7)	12.3	(1.0)	2.1	1.9	6.3	(3.0)	0.8	2.8
면세	(16.6)	(8.0)	(0.9)	3.6	1.4	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	(3.6)	0.7	0.4
두타물	24.7	26.8	22.7	99.4	46.5	42.9	34.6	41.3	39.6	38.5	39.8	39.3	44.7	41.5	39.3

자료: 두산, 한국투자증권

<표 2> 두산 연결 실적 추이 및 전망

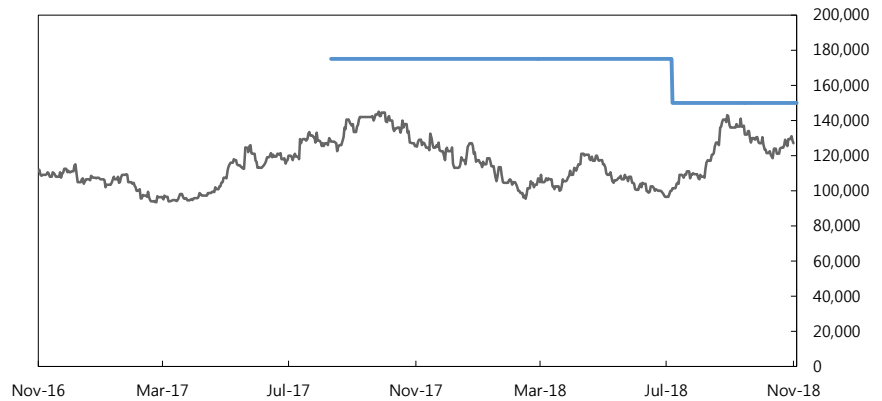
(단위: 십억원, %)

	2017				2018F				2019F				2017 연간	2018F 연간	2019F 연간
	1QF	2QF	3QF	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	4,086	4,588	4,278	4,632	4,308	4,746	4,230	5,800	4,827	5,247	4,690	6,324	17,585	19,084	21,087
(YoY)	5.1	12.7	17.3	(4.7)	5.4	3.4	(1.1)	25.2	12.0	10.5	10.9	9.0	6.8	8.5	10.5
(QoQ)	(16.0)	12.3	(6.8)	8.3	(7.0)	10.2	(10.9)	37.1	(16.8)	8.7	(10.6)	34.8			
두산	637	768	768	863	802	967	879	1,030	929	1,060	978	1,039	3,036	3,679	4,006
두산중공업	3,438	3,825	3,507	3,754	3,574	3,833	3,388	4,837	3,955	4,242	3,749	5,353	14,524	15,632	17,298
오리콤	28	37	51	52	34	43	49	50	41	51	58	59	167	175	210
영업이익	266	389	265	260	351	438	261	426	399	470	302	517	1,180	1,476	1,688
(YoY)	2.6	30.2	41.8	44.9	32.0	12.7	(1.5)	63.9	13.7	7.2	15.7	21.3	27.7	25.1	14.3
(QoQ)	48.3	46.4	(31.8)	(2.1)	35.0	25.0	(40.4)	63.1	(6.4)	17.9	(35.7)	71.0			
두산	42	74	74	82	64	75	60	93	70	79	77	82	272	305	316
두산중공업	237	306	200	183	305	362	212	342	338	400	234	443	926	1,221	1,416
오리콤	(1)	(0)	2	6	1	1	2	2	2	2	2	2	6	6	9
영업이익률	6.5	8.5	6.2	5.6	8.1	9.2	6.2	7.3	8.3	9.0	6.4	8.2	6.7	7.7	8.0
(YoY)	(0.2%p)	1.1%p	1.1%p	1.9%p	1.6%p	0.8%p	(0.0%p)	1.7%p	0.1%p	(0.3%p)	0.3%p	0.8%p	1.1%p	1.0%p	0.3%p
(QoQ)	2.8%p	2.0%p	(2.3%p)	(0.6%p)	2.5%p	1.1%p	(3.1%p)	1.2%p	0.9%p	0.7%p	(2.5%p)	1.7%p			
두산	6.6	9.7	9.7	9.5	8.0	7.7	6.9	9.0	7.6	7.4	7.8	7.9	9.0	8.3	7.9
두산중공업	6.9	8.0	5.7	4.9	8.5	9.4	6.2	7.1	8.5	9.4	6.2	8.3	6.4	7.8	8.2
오리콤	(2.8)	(0.2)	3.2	11.0	3.3	2.9	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	3.6	4.1
세전이익	130	127	117	(33)	140	230	119	(175)	116	176	8	119	341	315	420
당기순이익	51	23	24	(52)	42	88	54	(27)	58	88	4	60	46	158	210
(YoY)	(79.8)	(87.6)	(75.0)	NM	(18.0)	280.0	129.6	NM	37.5	0.2	(92.3)	NM	(8.9)	242.9	33.2
(QoQ)	NM	(54.9)	2.2	NM	NM	108.9	(38.2)	NM	NM	52.3	(95.2)	1,315.5			
지배주주순이익	8	21	10	1	(10)	18	3	(0)	32	48	3	(20)	41	11	63
(YoY)	(95.5)	(64.7)	(80.5)	NM	NM	(17.2)	(67.7)	NM	NM	174.0	(12.4)	NM	(79.4)	(72.8)	470.8
(QoQ)	NM	161.7	(51.3)	(94.1)	NM	NM	(81.0)	NM	NM	52.3	(93.9)	NM			
총자산	28,212	28,861	30,030	28,769	29,681	29,208	29,473	30,811	31,470	32,128	32,786	33,445	28,769	30,811	33,445
자본	2,222	2,352	2,410	2,474	2,352	2,216	2,179	2,358	2,327	2,295	2,264	2,233	2,474	2,358	2,233
지배주주 순이익률	0.2	0.5	0.2	0.0	(0.2)	0.4	0.1	(0.0)	0.7	0.9	0.1	(0.3)	0.2	0.1	0.3
ROA	0.1	0.3	0.1	0.0	(0.1)	0.2	0.0	(0.0)	0.4	0.6	0.0	(0.2)	0.2	0.5	0.7
ROE	1.4	3.7	1.7	0.1	(1.6)	3.1	0.6	(0.1)	5.4	8.4	0.5	(3.6)	1.7	0.5	2.7

자료: 두산, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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
	2018.07.27	매수	150,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 23일 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
- 중립 : 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%

※ 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 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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 돕기 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.