

두산(000150)

자체사업 부진 및 두산건설 유상증자 검토 공시 Comment

4분기 자체사업 영업이익 490억원(YoY -40%) 컨센서스 하회

두산의 4분기 자체사업 영업이익은 490억원(YoY -40.2%, OPM 5.2%)으로 증시 컨센서스 대비 크게 부진했다. 2018년 1.2조원대로 확대된 연료전지 수주의 매출 인식 본격화에도 불구하고 리콜 비용 약 330억원 발생에 따른 수익성 악화로 4분기 연료전지 부문 영업이익은 34억원에 그쳤다. 이외에도 산업차량 부문 판가 상승의 '19년 이연, 전자부문의 전방시장 악화가 자체사업 영업이익 감소로 이어졌다. 연간 자체사업 영업이익은 전년 대비 9% 감소한 2,476억원을 기록했다. 연간 자체사업 영업이익의 감소는 이익 기여도가 가장 큰 전자사업이 스마트폰 시장 악화로 이익률이 14%에서 11%로 악화된 영향이 크다. 또한, 연료전지 부문은 1.2조원대 대규모 수주를 기록하였으나 리콜 비용 발생과 수주 대비 후행하는 매출 인식의 영향으로 적자를 지속했다. 연료전지 부문 내 리콜 발생은 향후 LTSA(Long Term Service Agreement) 중장기 수익성 가정 관련 불확실성 요인이기에 주의가 필요한 대목이라 판단한다.

두산건설 4천억원 규모 유상증자 검토 중. 두산중공업 또한 유상증자 불가피할 전망

두산건설은 대손충당금 반영으로 2018년 5,518억원의 순손실을 기록했고 4천억원 규모의 유상증자를 검토 중이라 공시했다. 이에 따라서 RCPS 포함 약 75% 지분을 보유한 두산중공업은 3천억원대 유상증자 참여가 예상되는데 2019년 예정된 가스터빈 투자 약 3천억원과 건설 증자 규모를 고려할 때 두산중공업의 증자 또한 불가피해 보인다. 두산중공업 증자시 두산은 33.8%를 보유한 대주주로서 증자 참여가 예상되며 재무구조 영향을 고려할 때 두산의 중공업 증자 규모는 1천억원을 상회할 것으로 추정된다. 그간, 그룹 내 재무 이슈가 발생하더라도 두산의 증자 참여와 같은 직접적인 지원은 없었다는 점에서 금번 자회사 및 손자회사의 연쇄적인 증자가 두산 주주가치에는 불확실성을 야기하는 주가 할인요인으로 작용할 전망이다.

목표주가 13만원 하향조정.

자체사업 성장 여력과 적극적인 주주환원 고려해 BUY 유지

자체사업의 중장기 성장 여력과 적극적인 주주환원을 고려해 BUY 의견을 유지하나, 실적 부진을 반영한 자체사업 가치 하향, 투자자산가치 변동을 고려해 목표가를 13만원으로 하향한다. 자회사 NAV 불확실성이 커진 만큼 상장 지분가치 할인을 50%로 확대 적용했다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 130,000원(하향) | CP(2월13일): 104,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,201.48
52주 최고/최저(원)	143,000/95,400
시가총액(십억원)	1,905.9
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	18,238.1
60일 평균 거래량(천주)	57.8
60일 평균 거래대금(십억원)	6.6
18년 배당금(예상, 원)	5,600
18년 배당수익률(예상,%)	5.0
외국인지분율(%)	2
주요주주 지분율(%)	7.97
박용근 외 31 인	51.08
국민연금	7.50
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.4) (2.3) (0.5)
상대	(7.1) (0.3) 8.3

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	18,237.9	19,489.2
영업이익(십억원)	1,385.6	1,497.6
순이익(십억원)	244.6	351.4
EPS(원)	3,257	7,877
BPS(원)	119,144	121,982

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	16,470.3	17,585.2	18,172.2	18,876.6	18,612.9
영업이익	십억원	924.3	1,179.9	1,215.9	1,326.6	1,348.5
세전이익	십억원	1.7	341.3	10.5	670.3	692.2
지배순이익	십억원	196.6	40.6	(103.7)	214.8	231.5
EPS	원	7,384	1,594	(4,217)	8,735	9,411
증감률	%	흑전	(78.4)	적전	흑전	7.7
PER	배	14.22	70.89	N/A	11.96	11.10
PBR	배	0.99	1.02	1.17	1.05	1.00
EV/EBITDA	배	11.46	9.79	9.52	8.96	8.84
ROE	%	7.91	1.67	(4.56)	10.08	10.27
BPS	원	106,038	111,245	95,057	99,627	104,873
DPS	원	5,100	5,100	5,200	5,200	5,200



Analyst 오진원
02-3771-7525
jvw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

표 1. 두산 실적 추정 상세

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2017	2018P	2019F
Consolidation											
매출액	3,924	4,601	4,254	4,517	4,308	4,746	4,230	4,889	17,296	18,172	18,877
YoY	5.8%	8.2%	16.1%	-6.0%	9.8%	3.2%	-0.6%	8.2%	5.3%	5.1%	3.9%
QoQ	-18.3%	17.2%	-7.5%	6.2%	-4.6%	10.2%	-10.9%	15.6%			
자체사업	637	768	768	863	802	967	879	935	3,036	3,583	3,662
두산중공업	3,273	3,630	3,483	4,137	3,574	3,833	3,388	3,966	14,524	14,761	15,382
영업익	261	384	261.4	273.5	351	438	261.2	166	1,180	1,216	1,327
YoY	3.6%	25.5%	38.4%	58.8%	34.5%	14.1%	-0.1%	-39.4%	28.4%	3.0%	9.1%
QoQ	51.4%	47.4%	-32.0%	4.6%	28.3%	25.0%	-40.4%	-36.6%			
OPM	6.6%	8.4%	6.1%	6.1%	8.1%	9.2%	6.2%	3.4%	6.8%	6.7%	7.0%
자체사업	42	74	74	82	64	74	60	49	272	248	299
두산중공업	232	301	196.0	197	305	362	212	123	926	1,002	1,028
지배순이익	8	21	10.4	1	-10	18	3.4	-116	41	-104	215
YoY	-95.5%	-64.7%	-80.5%	흑전	적전	-17.2%	-67.7%	적전	-79.4%	-356.9%	-306.1%
QoQ	흑전	161.7%	-51.3%	-94.1%	적전	흑전	-81.0%	적전			
NPM	0.2%	0.5%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.4%	0.1%	-2.4%	0.2%	-0.6%	1.1%
두산중공업	-15	-71	-58	-148	-69	-26	-14	-300	-292	-409	-29
자체사업											
매출액	637	768	768	863	802	967	879	935	3,036	3,583	4,131
YoY	25.4%	25.1%	35.5%	24.9%	25.9%	25.9%	14.5%	8.4%	27.6%	18.0%	15.3%
QoQ	-7.8%	20.6%	-0.1%	12.4%	-7.0%	20.5%	-9.1%	6.4%			
전자	217	225	256	235	216	206	237	210	932	869	907
모트를	92	101	101	121	144	160	138	152	415	594	542
정보통신	61	65	60	55	54	55	58	58	241	225	227
연료전지	13	66	21	109	8	128	70	154	209	359	550
산업차량	172	216	196	202	207	240	214	208	786	870	831
면세/유통	82	95	133	142	174	178	178	162	453	691	1,074
영업익	42	74	74	82	64	74	60	49	272	247.6	299
YoY	2.2%	47.8%	101.6%	200.4%	53.8%	0.3%	-19.3%	-40.2%	120.2%	-9.0%	20.6%
QoQ	53.1%	77.5%	0.0%	10.5%	-21.6%	15.7%	-19.5%	-18.2%			
OPM	6.6%	9.7%	9.7%	9.5%	8.0%	7.7%	6.8%	5.2%	9.0%	6.9%	7.2%
전자	28	34	42	28	29	20	29	16	132	93	111
모트를	5	9	9	12	15	17	15	13	35	59	48
정보통신	9	10	10	3	7	8	8	8	32	31	29
연료전지	-9	3	-6	6	-12	1	-8	3.4	-6.2	-16.0	13
산업차량	15	20	17	12	16	20	11	9	65	57	62
면세/유통	-7	-2	2	21	10	9	6	-	14.1	25	35
Stand alone											
영업수익	612	636	637	740	697	790	683	750	2,625	2,919	3,726
YoY	34.8%	6.3%	41.9%	30.7%	13.9%	24.3%	7.1%	1.3%	27.0%	11.2%	27.6%
QoQ	7.9%	4.0%	0.2%	16.2%	-5.9%	13.4%	-13.6%	9.9%			
배당수익	86	6	-	3	80	17	-	3	94	99	64
상품 등 매출	526	630	637	737	617	773	683	747	2,531	2,820	3,662
영업익	108	53	48	68	124	60	43	25	277	253	362
YoY	52.2%	-65.8%	221.7%	흑전	15.1%	14.9%	-10.5%	-62.9%	22.8%	-8.4%	43.0%
QoQ	흑전	-51.3%	-7.9%	39.3%	84.3%	-51.4%	-28.2%	-42.2%			
OPM	17.7%	8.3%	7.6%	9.1%	17.9%	7.7%	6.4%	3.3%	10.5%	8.7%	9.7%
순이익	86	48	33	38	105	30	19	-5	205	149	226
YoY	167.8%	-66.0%	4818.2%	흑전	22.0%	-38.1%	-42.3%	적전	33.4%	-27.6%	51.8%
QoQ	흑전	-44.7%	-31.8%	17.4%	175.6%	-72.0%	-36.4%	적전			
NPM	14.1%	7.5%	5.1%	5.2%	15.1%	3.7%	2.8%	-0.7%	7.8%	5.1%	6.1%

자료: 하나금융투자

표 2. 두산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	지분율		평가액	비고
투자자산가치			778	
상장사			504	2019/2/13 종가 기준
두산중공업	36.8%		464	
오리콤	63.4%		41	
비상장사			274	
기타			274	기타 비상장사 합산. 모트를, 산차, 전자, 연료전지 등 사업 관련 지분 배제
영업가치	12M Forward	Multiple	3,134	2019년 예상 자체사업 세후영업익 대비 멀티플 적용
전자	84	20.0	1,680	배터리 전지박 시장 진출, 로봇 사업 등 성장성 고려 고 멀티플 적용
산업차량	47	10.0	470	
모트를	37	10.0	366	
연료전지	10	13.2	129	DCF 추정(WACC 12.3%, g 1%). 12M Forward 세후영업익 대비 13배 수준
정보통신	22	10.0	222	
면세 및 유통	27	10.0	267	두타물 및 면세사업 합산
브랜드가치			195	2019년 예상 브랜드수익 대비 비용 및 세금 차감 후 10배수 적용
투자부동산			153	
순차입금			1,388	두산중공업 증자 참여 가능성 고려 4Q18 수치 미적용
총 기업가치			2,873	
상장사 50% 할인율 적용시 기업가치			2,621	두산중공업 및 건설 증자 가능성 고려 할인율 50% 적용
주식수(천주)			19,656	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)			130,000	
현재주가(원)			104,500	2019/2/13 종가 기준
상승여력			24.4%	

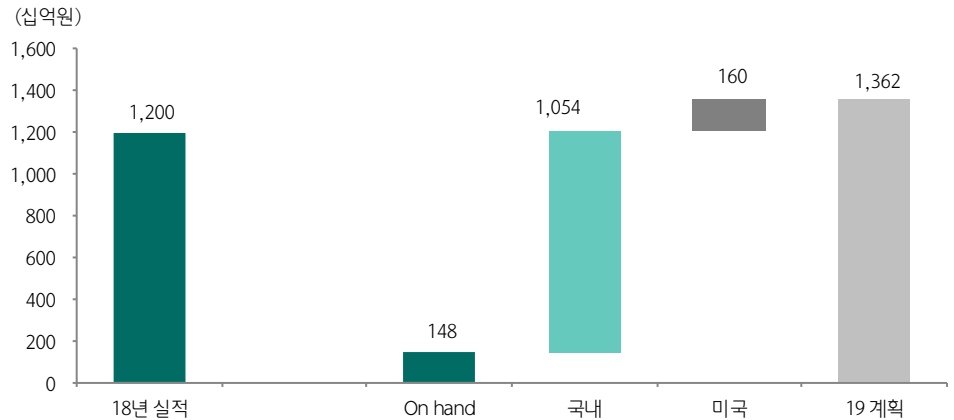
자료: 두산, 하나금융투자

표 3. 두산 자사주 취득 및 소각 내역

기간	내역
11.10-12.01	자사주 30만주 매입
12.01	자사주 30만주 소각 (이익소각)
12.05	보유 자사주의 50% 소각 (자본감소)
12.05-13.05	499억원 규모의 자사주 취득
13.05-14.05	297억원 규모의 자사주 취득
14.05-15.05	300억원 규모의 자사주 취득
14.10-15.10	300억원 규모의 자사주 취득
15.01-16.01	298억원 규모의 자사주 취득
16.01	향후 3년 동안 매년 최소 5%의 자사주 소각 계획 발표
16.01-17.01	266억원 규모의 자사주 취득
16.12	자사주 5% (1,064,000주/21,270,888주) 소각 (이익소각)
17.11	자사주 5% (1,010,385주/20,208,388주) 소각 (이익소각)
4Q18	자사주 5% (959,900주/19,198,003주) 소각 (이익소각)

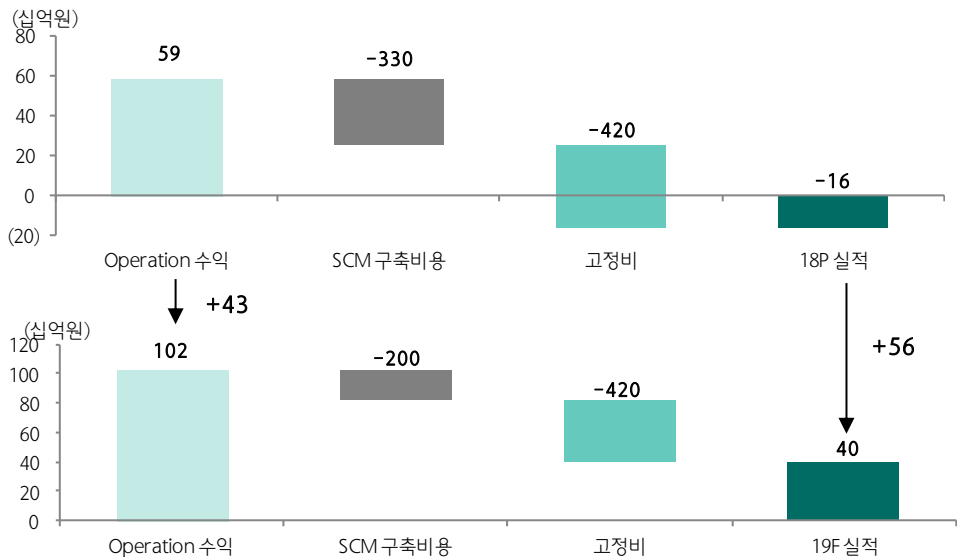
자료: 두산, 하나금융투자

그림 1. 두산 연료전지 부문 2018년 수주 및 2019년 수주 계획



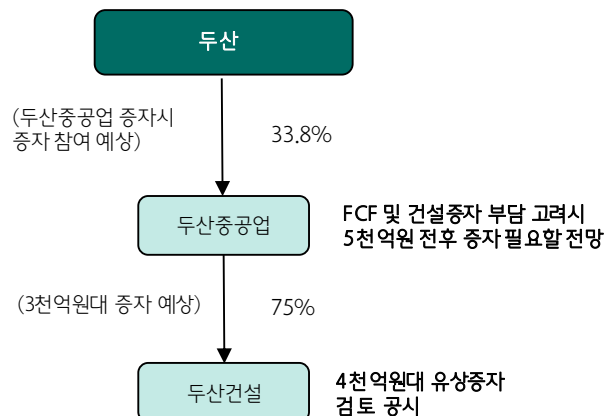
자료: 두산, 하나금융투자

그림 2. 두산 연료전지 부문 2018년 및 2019년 영업이익 세부 달성방안 계획



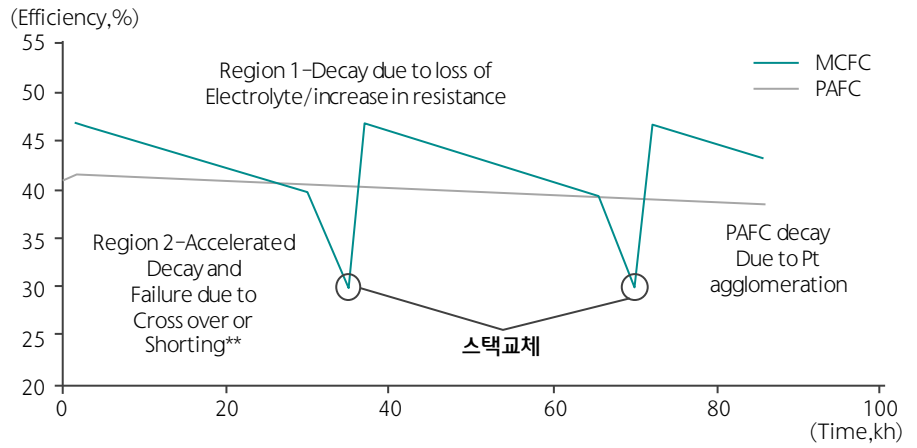
자료: 두산, 하나금융투자

그림 3. 두산건설 4천억원대 유상증자 검토 공시. 두산중공업 또한 증자 불가피할 전망



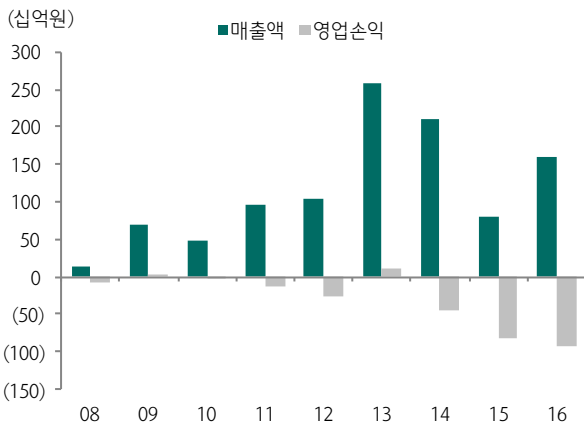
자료: 두산, 하나금융투자

그림 4. 연료전지 MCFC방식과 PAFC방식간 내구성 비교



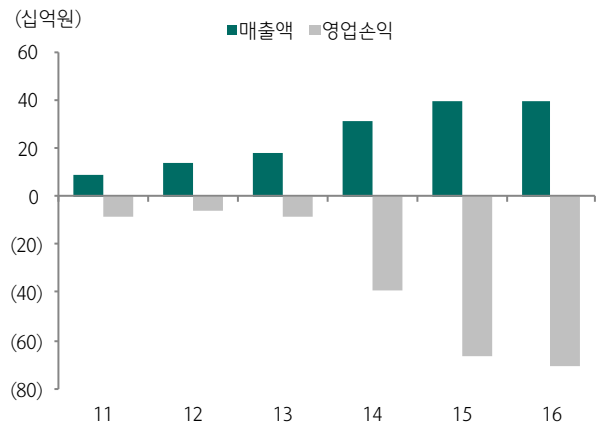
자료: 두산, 하나금융투자

그림 5. 포스코에너지 연료전지사업부 실적 추이



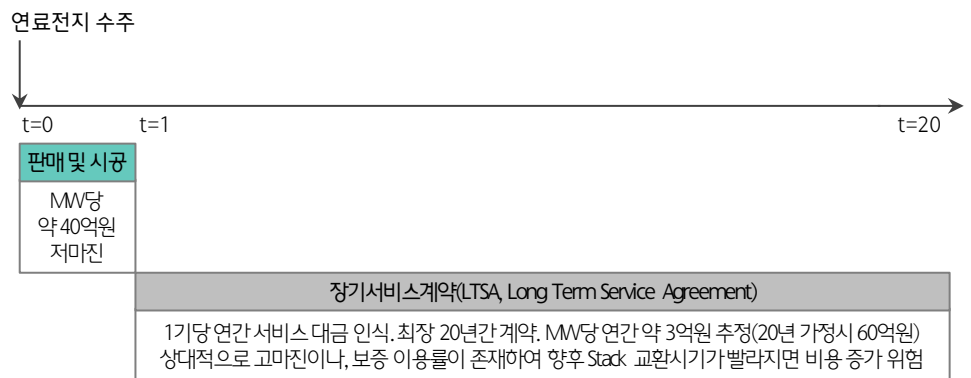
자료: 포스코에너지, 하나금융투자

그림 6. 포스코에너지 연료전지사업부 LTSA 실적 추이



자료: 포스코에너지, 하나금융투자

그림 7. 연료전지사업 수주 이후 매출 및 이익 인식 구조



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

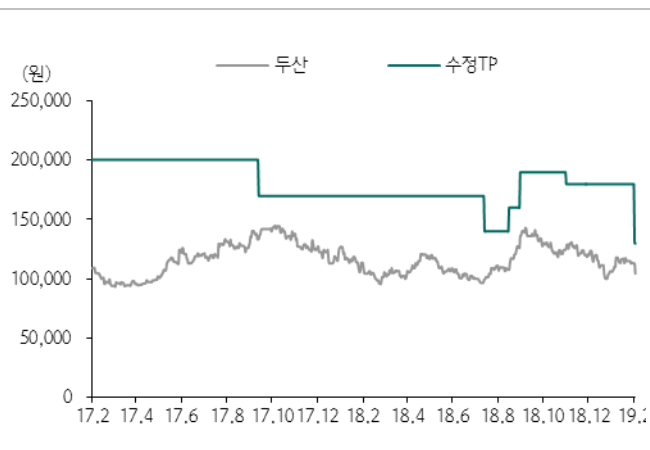
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,470.3	17,585.2	18,172.2	18,876.6	18,612.9
매출원가	13,582.3	14,438.7	14,961.2	15,275.3	14,773.1
매출총이익	2,888.0	3,146.5	3,211.0	3,601.3	3,839.8
판매비	1,963.7	1,966.6	1,988.5	2,274.7	2,491.3
영업이익	924.3	1,179.9	1,215.9	1,326.6	1,348.5
금융손익	(618.9)	(581.0)	(567.4)	(545.6)	(533.3)
종속/관계기업손익	(13.1)	(14.1)	(585.9)	(110.7)	(123.0)
기타영업외손익	(290.6)	(243.5)	(58.6)	0.0	0.0
세전이익	1.7	341.3	10.5	670.3	692.2
법인세	193.0	272.9	311.4	162.2	167.5
계속사업이익	(191.4)	68.4	(300.8)	508.1	524.7
중단사업이익	241.8	(22.4)	(31.4)	0.0	0.0
당기순이익	50.4	45.9	(332.2)	508.1	524.7
비배주주지분 손이익	(146.2)	5.4	(228.5)	293.2	293.2
지배주주순이익	196.6	40.6	(103.7)	214.8	231.5
지배주주지분포괄이익	(50.0)	178.8	(8.1)	16.1	16.7
NOPAT	(107,095.6)	236.4	(34,886.9)	1,005.6	1,022.2
EBITDA	1,564.8	1,810.7	1,824.9	1,855.1	1,812.5
성장성(%)					
매출액증가율	(2.6)	6.8	3.3	3.9	(1.4)
NOPAT증가율	적전	혹전	적전	혹전	1.7
EBITDA증가율	106.1	15.7	0.8	1.7	(2.3)
영업이익증가율	1,209.2	27.7	3.6	8.5	1.7
(지배주주)순이익증가율	혹전	(79.3)	적전	혹전	7.8
EPS증가율	혹전	(78.4)	적전	혹전	7.7
수익성(%)					
매출총이익률	17.5	17.9	17.7	19.1	20.6
EBITDA이익률	9.5	10.3	10.0	9.8	9.7
영업이익률	5.6	6.7	6.7	7.0	7.2
계속사업이익률	(1.2)	0.4	(1.7)	2.7	2.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,384	1,594	(4,217)	8,735	9,411
BPS	106,038	111,245	95,057	99,627	104,873
CFPS	63,720	86,507	51,026	71,101	68,872
EBITDAPS	58,782	71,151	74,199	75,425	73,695
SPS	618,692	690,991	738,863	767,503	756,784
DPS	5,100	5,100	5,200	5,200	5,200
주기지표(배)					
PER	14.2	70.9	N/A	12.0	11.1
PBR	1.0	1.0	1.2	1.0	1.0
PCFR	1.6	1.3	2.2	1.5	1.5
EV/EBITDA	11.5	9.8	9.5	9.0	8.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	7.9	1.7	(4.6)	10.1	10.3
ROA	0.7	0.1	(0.4)	0.7	0.8
ROIC	(592.1)	1.4	(219.2)	7.1	7.5
부채비율	262.8	278.4	326.4	310.0	293.0
순부채비율	124.6	131.9	145.1	124.7	106.5
이자보상배율(배)	1.6	2.1	2.1	2.3	2.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,761.8	10,868.0	12,435.1	13,468.5	14,348.6
금융자산	2,731.3	2,906.4	3,301.2	4,228.3	5,115.0
현금성자산	2,019.3	2,344.6	2,708.4	3,627.9	4,515.1
매출채권 등	4,990.0	4,816.1	5,082.4	5,146.7	5,142.8
재고자산	2,154.1	2,351.6	2,481.7	2,513.1	2,511.2
기타유동자산	886.4	793.9	1,569.8	1,580.4	1,579.6
비유동자산	17,903.0	17,901.0	17,165.4	16,656.3	16,191.2
투자자산	1,497.6	1,450.8	1,531.0	1,550.4	1,549.2
금융자산	1,407.2	1,324.2	1,397.5	1,415.1	1,414.1
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	1,517.9
자산총계	28,664.8	28,769.0	29,600.5	30,124.8	30,539.8
유동부채	13,438.8	13,721.9	15,096.6	15,189.4	15,183.7
금융부채	7,205.6	7,436.1	7,864.6	7,874.7	7,874.1
매입채무 등	3,704.8	4,082.6	4,308.3	4,362.9	4,359.5
기타유동부채	2,528.4	2,203.2	2,923.7	2,951.8	2,950.1
비유동부채	7,325.2	7,443.7	7,561.3	7,587.2	7,585.7
금융부채	5,369.8	5,502.9	5,513.2	5,513.2	5,513.2
기타비유동부채	1,955.4	1,940.8	2,048.1	2,074.0	2,072.5
부채총계	20,763.9	21,165.6	22,657.9	22,776.6	22,769.3
지배주주지분	2,391.5	2,474.0	2,075.9	2,188.3	2,317.4
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	929.0	1,041.4	1,170.4
비배주주지분	5,509.4	5,129.4	4,866.7	5,159.9	5,453.1
자본총계	7,900.9	7,603.4	6,942.6	7,348.2	7,770.5
순금융부채	9,844.1	10,032.6	10,076.6	9,159.6	8,272.3
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	925.0	677.0	72.3	1,038.8	988.5
당기순이익	50.4	45.9	(332.2)	508.1	524.7
조정	871.3	1,585.4	775.5	528.4	463.9
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	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	3.3	(954.3)	(371.0)	2.3	(0.1)
투자활동 현금흐름	1,061.2	(556.0)	(288.8)	(26.9)	1.7
투자자산감소(증가)	405.3	72.6	(81.7)	(19.4)	1.2
유형자산감소(증가)	(457.2)	(337.1)	(45.4)	0.0	0.0
기타	1,113.1	(291.5)	(161.7)	(7.5)	0.5
재무활동 현금흐름	(2,253.8)	289.9	630.3	(92.4)	(103.1)
금융부채증가(감소)	(2,041.5)	363.7	438.8	10.1	(0.6)
자본증가(감소)	(11.1)	16.5	2.0	0.0	0.0
기타재무활동	30.7	102.5	371.4	(0.1)	(0.1)
배당지급	(231.9)	(192.8)	(181.9)	(102.4)	(102.4)
현금의 증감	(313.3)	325.3	363.8	919.6	887.1
Unlevered CFO	1,696.3	2,201.5	1,255.0	1,748.7	1,693.9
Free Cash Flow	420.7	282.2	22.6	1,038.8	988.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.13	BUY	130,000		
18.11.13	BUY	180,000	-35.10%	-27.22%
18.9.12	BUY	190,000	-31.52%	-24.74%
18.8.28	BUY	160,000	-24.75%	-20.31%
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%	-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 2월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 2월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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.