

Company Update

Analyst 김 장 원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 145,000원

현재가 (2/15) 97,200원

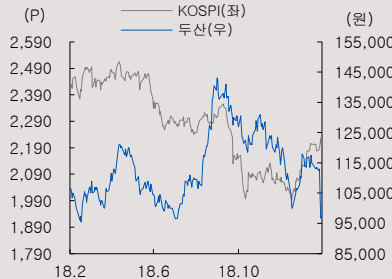
KOSPI (2/15)	2,196.09pt
시가총액	2,160십억원
발행주식수	23,635천주
액면가	5,000원
52주 최고가	143,000원
최저가	95,400원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	8.3%
배당수익률 (2018F)	4.7%

주주구성	
박용근 외 31 인	51.08%
국민연금	7.50%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-14%	-8%	3%
절대기준	-10%	-11%	-7%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	145,000	160,000	▼
EPS(18)	-9,189	1,066	▼
EPS(19)	5,934	6,360	▼

두산 추가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

두산 (000150)

내일을 위한 결정

2019년 실적 개선

작년 4분기는 많은 기업들이 경제전망이 밝지 못함에 따라 4분기에 비용 부담을 줄여놓은 결정이 두산에도 있었던 것으로 보인다. 물론 기대에 비해 전방산업의 매출이 부진했고, 원가 상승분이 판매가격에 바로 반영되지 못한 점을 간과했다. 2019년에도 전방산업의 경기 상황이 녹록지는 않으나, 지난해 대비 신모델 출시와 산업 트렌드의 변화가 자체사업의 수익에 도움이 될 것이며, 지난해 반영하지 못했던 원가상승분이 반영되어 수익은 개선될 전망이다. 매 분기마다 실망감을 주었던 연료전지는 부품 교체비용까지 발생하여 비용부담이 컸던 것이 그 이유였고, 금년에도 잔여 물량이 있어 비용이 발생하겠지만, 1조원대의 수주가 수익 개선에 기여할 것이며, 금년에도 1조원대의 추가 수주를 기대하고 있어 수익 기반은 개선될 전망이다.

계열사의 수익 및 재무구조 개선 작업

두산건설이 대규모 손상차손 반영과 함께 유상증자를 고려 중에 있다는 소식이 두산그룹 전반에 영향을 미쳤다. 자기사업도 어려운데 계열사 증자에 참여해야 하는 두산중공업도 유상증자와 자산매각을 검토한다고 밝혔다. 2018년 3분기까지 400억원의 영업이익을 기록했고, 2017년 590억원의 영업이익을 기록한 두산건설은 선제적 비용반영과 유상증자를 진행하면 재무구조에 이어 수익구조에도 긍정적인 영향이 예상된다. 두산건설은 2019년 1천억원의 영업이익을 예상하고 있다.

모회사의 역할 수행에도 주주정책 불변

증자가 주는 영향 못지 않게 계속 여부에 더 큰 우려가 있지만 두산건설의 남아 있는 미수채권 1.1조원은 큰 문제가 없는 것으로 판단된다. 모회사가 자회사에 도움을 주는 것은 당연하다. 그럼에도 두산의 경영정책과 주주정책은 변하지 않고, 훼손되지 않을 것이기에 불확실성이 남아 있지만, 매수의 기회가 될 수 있다는 판단이다. 목표 주가는 자회사의 증자 결정을 고려해 9.4% 하향한 145,000원을 제시한다.

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,470	17,585	18,155	18,584	19,126
영업이익	924	1,180	1,216	1,332	1,391
세전이익	2	341	11	620	706
지배주주순이익	197	41	-225	140	172
EPS(원)	7,384	1,594	-9,189	5,934	7,275
증가율(%)	흑전	-78.4	적전	흑전	22.6
영업이익률(%)	5.6	6.7	6.7	7.2	7.3
순이익률(%)	0.3	0.3	-1.9	1.9	2.1
ROE(%)	7.9	1.7	-10.2	7.5	9.7
PER	14.2	70.9	-12.1	16.4	13.4
PBR	1.1	1.1	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	11.1	9.3	9.8	9.2	8.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2018년 실적 분석

기대를 벗어난 4Q
자체사업 실적

4분기는 기대에 한참 모자란 부족한 실적을 기록했다. 3분기까지 호실적을 기록했던 사업부가 제품 믹스가 크게 변하지 않았다고 가정해 실적을 추정했으나, 실적 기여도가 큰 전자와 모트롤이 기대에 크게 못 미쳤으며, 원가 상승분을 반영하기 시작했다고 판단한 산업차량은 그렇지 못했다고 한다. 수주 규모가 1조원을 넘어 기대를 했었던 연료전지는 외형과 수익 모두 실망스러웠다. 유통사업부는 면세와 두타몰의 실적을 의미하는 것으로 사업장 조정의 여파가 컸다.

표 1. 2018년 4분기 자체사업 실적

(단위: 억원 %)

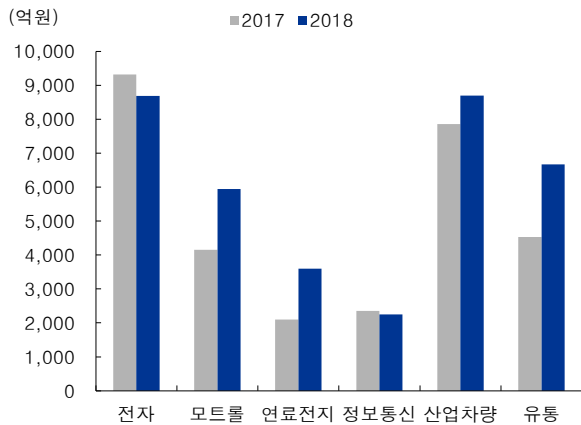
	18.4Q			17.4Q		18.3Q		
	발표	추정	차이	YoY	QoQ			
매출	전자	2,103	2,304	-8.7	2,347	-10.4	2,366	-11.1
	모트롤	1,521	1,423	6.9	1,206	26.1	1,383	10.0
	연료전지	1,536	1,946	-21.1	1,094	40.4	701	119.1
	정보통신	582	525	10.8	548	6.2	575	1.2
	산업차량	2,081	2,186	-4.8	2,018	3.1	2,143	-2.9
	유통	1,529	1,522	0.4	1,417	7.9	1,622	-5.7
	합계	9,352	9,906	-5.6	8,630	8.4	8,791	6.4
영업이익	전자	155	260	-40.4	284	-45.4	290	-46.6
	모트롤	125	168	-25.6	120	4.2	149	-16.1
	연료전지	34	132	-74.2	57	-40.4	-82	흑전
	정보통신	82	63	30.2	29	182.7	75	9.3
	산업차량	93	154	-39.6	118	-21.2	113	-17.7
	유통	0	59	-	212	-	59	-
	합계	490	836	-41.4	819	-40.2	600	-18.3

자료: 두산 IR 자료, 사업보고서, IBK투자증권

외형은 늘었지만, 수익은
감소한 2018년

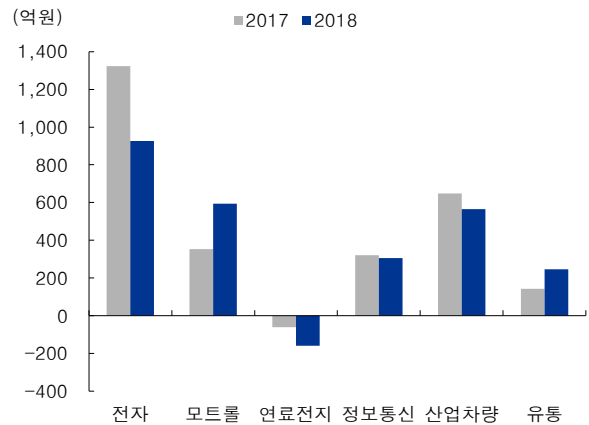
자체사업의 2018년 연간 매출은 전년대비 18.2% 증가했지만, 영업이익은 9.1% 감소했다. 실적 기여도가 가장 높은 전자사업이 스마트폰 판매 저조 및 OLED 디스플레이 적용 확대 지연으로 외형이 줄고, 줄어든 외형이 고마진 제품으로 수익에 미치는 영향은 더 부정적 이었던 것 같다. 연료전지는 매출 증가로 수익 개선의 여지가 높았지만, 부품 국산화 과정에서 발생한 하자문제를 해결하느라 비용 이슈가 있었다.

그림 1. 자체사업의 사업부별 연간 매출



자료: 실적 발표, 사업보고서, IBK투자증권

그림 2. 자체사업의 사업부별 연간 영업이익



자료: 실적 발표, 사업보고서, IBK투자증권

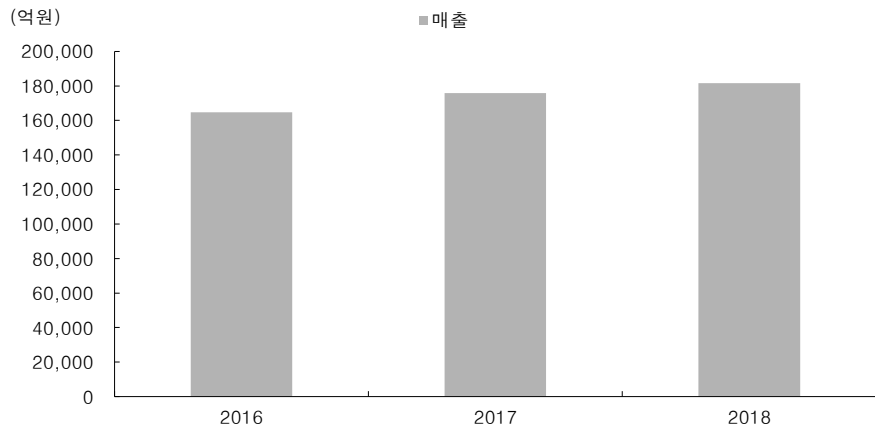
경제 전망도 비용 집행에
고려했을 것으로 유추

자체사업의 4분기 실적이 기대에 못 미친 것이 연간 수익이 감소한 배경 중 하나라고 판단하는데, 각 사업부에서 비용을 적극적으로 반영한 것은 아닌지 유추해 본다. 2019년 경제 전망이 좋지 못하다는 것이 지난해 하반기부터 거론되어 많은 기업들이 4분기에 비용을 많이 반영한 측면이 있었다. 두산도 예외는 아니었을 것으로 본다.

자회사의 대규모 손상
처리비용으로 연결 수익
크게 부진

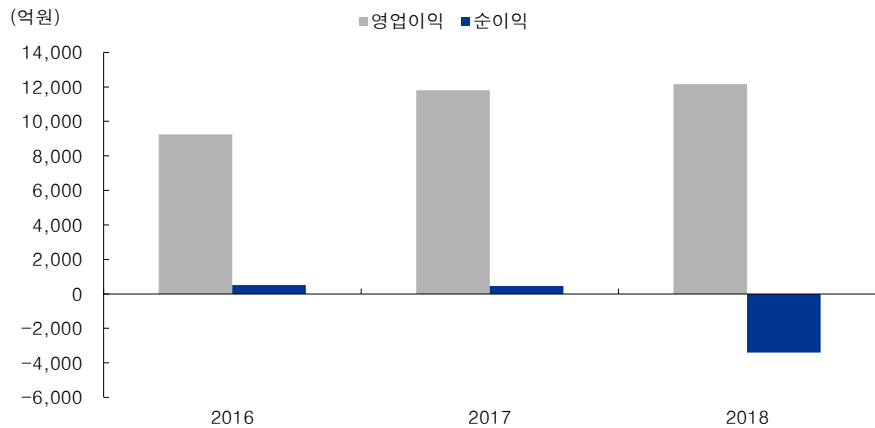
연결 실적은 큰 폭의 순손실을 기록했다. 두산건설이 수익 창출이 어렵다고 판단한 자산 일부를 손상처리하면서 5,200억원의 대손상각비용을 발생시켰고, 이는 두산중공업과 (주)두산 연결 실적에 영향을 미쳤다. 비용처리한 자산에는 두산건설의 실적 부진 원인이었던 일산 제니스 주상복합이 30%를 차지하고 있다. 이번 비용처리로 일산 제니스 주상복합으로부터는 벗어날 것으로 전망한다.

그림 3. 연결 매출액



자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

그림 4. 연결 영업이익과 순이익



자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

2019년 전망

자체사업 개선

전자사업은 스마트폰 신모델 출시와 통신서비스의 네트워크 업그레이드 영향으로 지난해보다 개선될 전망이다. 이는 수익성 제고를 기대할 수 있는 부분으로 1%p 가까운 수익성 개선을 기대하고 있다.

외형은 증가한 반면 수익이 감소한 산업차량은 원가상승분을 판매가격에 제대로 반영하지 못한 결과로 금년에는 판매가격 인상과 신기종 출시로 개선될 전망이다.

2016년 턱어라운드를 거쳐 실적 개선세가 이어졌던 모트롤은 전방시장의 숨고르기가 예상되는 바 2019년에는 외형과 수익이 모두 감소할 것으로 전망했다. SOC 개발을 지속하고 있는 인도는 눈여겨 볼 시장이다. 인도 굴삭기 시장의 연평균 성장률은 7%대이고, 두산은 5% 초반의 점유율을 금년에는 7%대까지 끌어올릴 계획이다.

기대를 가장 많이 벗어난 연료전지는 지난해 수주한 1.2조원을 기반으로 금년에는 개선될 전망이다. 지난해 예상보다 부진했던 이유 중 하나가 부품 국산화 과정에서 수율이 정상적이지 못해 이를 교체하는 비용이 발생했다. 규모가 300억원을 넘었으며, 금년에도 200억원정도 반영할 예정이다. 올해에도 교체비용이 있지만, 2018년에는 2017년에 수주한 3,224억원이 수익 기반이었다면 2019년에는 수익 기반이 1.2조원이기 때문에 수익 개선 전망은 신뢰도가 높다는 판단이다. 신재생에너지에 관심과 규제 영향으로 2019년에도 1.3조원대의 수주를 계획하고 있다.

지난 보고서에서 2019년 자체사업 실적을 매출 9,014억원, 영업이익 3,096억원을 예상했다. 지난해 영업이익이 기대에 비해 400억원 가량 적게 나왔으나, 일회성 이슈가 포함되었고, 수익 개선 요인이 지연되었기 때문에 올해 이 부분이 반영된다고 가정해 2019년 예상 영업이익을 100억원 정도만 감액했다.

연결실적 개선

연결실적은 지난해 대규모 일회성 손실이 반영되었기에 금년 연결 순이익은 흑자로 전환할 전망이다.

표 2. 자체사업 분기 실적 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				2017	2018	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출	8,022	9,669	8,791	9,352	7,974	9,760	8,901	10,221	30,305	35,833	36,857
전자	2,159	2,057	2,366	2,103	2,063	2,115	2,390	2,294	9,320	8,685	8,862
모트롤	1,439	1,600	1,383	1,521	1,460	1,489	1,265	1,278	4,152	5,943	5,492
연료전지	77	1,279	701	1,536	114	1,367	683	2,118	2,093	3,593	4,282
정보통신	540	554	575	582	540	594	564	575	2,352	2,251	2,273
산업차량	2,068	2,403	2,143	2,081	2,081	2,398	2,182	2,193	7,861	8,695	8,859
면세	1,739	1,776	1,622	1,529	1,712	1,798	1,816	1,762	4,528	6,666	7,088
영업이익	644	745	604	490	643	780	675	893	2,723	2,477	2,991
전자	286	199	290	155	230	281	256	230	1,322	926	998
모트롤	147	173	149	125	139	142	121	122	352	594	523
연료전지	-121	9	-82	34	-21	28	-11	231	-62	-160	228
정보통신	72	77	75	82	742	81	77	79	321	306	311
산업차량	159	200	113	93	161	185	168	169	648	565	683
면세	101	86	59	0	60	63	64	62	142	246	248

자료: 사업보고서, IBK투자증권

주가전망

계열사는 유상증자와 자산매각을 고려중

두산건설이 건설경기 둔화에 따른 미수채권 조기 회수 및 미분양 관련 비용 절감 등을 위한 선제적 대손충당금 설정에 이어 4천억원 규모의 유상증자를 검토한다는 공시를 했고, 두산건설의 최대주주 두산중공업도 실적 발표 공시에서 유상증자와 자산매각 등을 검토 중에 있다고 밝혔다. 두산건설은 예상 증자 규모를 언급한 반면 두산중공업은 규모를 언급하지 않았으나, 두산건설의 유상증자에 참여하고, 자사의 재무구조 개선을 위해 증자 규모가 최소한 두산건설의 증자 규모 이상은 될 것으로 판단된다.

모회사의 역할

두산그룹은 두산중공업이 계열사 대부분을 지배하고 두산이 두산중공업을 지배하는 구조이다. 두산중공업이 주주배정 유상증자를 실시한다면 두산이 최대주주로서 참여하게 될 것이다. 위에서 언급한 증자규모를 가정했을 때 두산이 참여할 증자 규모는 두산중공업의 보유지분율을 감안해 1,500억원 내외가 되지 않을까 생각된다.

두산건설은 오랜 부담에서 벗어나는 계기가 될 듯

두산건설의 손상차손의 이유 중 가장 큰 부분이 일산 제니스 주상복합으로 두산건설의 현재 상황을 초래한 시발점이기도 해 이번 비용 정산으로 일산 제니스 문제에서는 벗어나는 것으로 보인다. 두산중공업은 증자뿐만 아니라 자산매각을 포함하는 자구책으로 안정성 확보에 도움이 될 것으로 판단한다.

두산의 경영과 주주정책에 부담을 줄 정도 아님

두산은 자체사업의 수익 기반이 있기 때문에 증자 참여가 무리수를 둔다고 생각하지 않는다. 연간 지급하는 주당 배당금 5,200원을 가정할 때 배당총액은 1,020억원으로 배당정책은 훼손되지 않을 전망이다.

유상증자 계획안이 아직 미정이지만, 증자 기준가액이 일반적으로 현재 주가보다 낮은 만큼 주식수 증가로 주당가치는 희석될 수 밖에 없다. 다만 자산 매각이 병행되어 재무구조 개선의 규모와 향후 전망에 따라 희석 규모는 달라질 수 있을 것이다.

목표주가를 기존대비 9.4% 하향한 145,000원 제시

계열사의 가치를 밸류에이션에 반영하는 SOTP방식에서 증자를 앞둔 두산중공업의 가치를 얼마로 할 지 고민된다. 현재 시가총액으로 반영하는 것도 주식수 증가를 고려할 때 주당가치가 희석된다는 것을 의미하기에 우선 현재 주가를 기준하고, 별도 순차입금이 4분기에 줄었으나, 증자 참여액이 내부 자금으로 충당가능하다고 하지만 이를 차입금 증가 요인으로 간주했다. 현재 주가는 중공업의 가치를 완전 배제하는 극단적인 방법으로도 낮은 수준이다. 매수 의견과 목표주가 145,000원을 제시한다.

표 3. Valuation

(단위: 억원, 백만주, %, 원)

구분	기업가치	비고
투자자산가치(A)	4,576	두산중공업외 오리콤 가치 포함
두산중공업	4,144	시가총액 기준
브랜드 로열티(B)	350	연간 수취하는 브랜드 사용료 기준
자체사업가치(C)	28,728	2019년 자체사업의 연간 예상 EBITDA에 multiple 8x
부동산가치(D)	3,228	2018년 3분기 별도 재무제표 기준(두타몰 유형자산 금액)
순차입금(E)	13,880	2018년 4분기 순 차입금에 유상증자 예상참여금액을 차입금으로 간주
주식수(F)	15	보통주에서 자사주 제외
적정주가(A+B+C+D-E)F	144,849	상장 계열사 가치에 할인율 30% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,470	17,585	18,155	18,584	19,126
증가율(%)	-2.6	6.8	3.2	2.4	2.9
매출원가	13,582	14,439	14,897	15,203	15,641
매출총이익	2,888	3,146	3,259	3,380	3,486
매출총이익률 (%)	17.5	17.9	17.9	18.2	18.2
판매비	1,964	1,967	2,043	2,048	2,094
판매비율(%)	11.9	11.2	11.3	11.0	10.9
영업이익	924	1,180	1,216	1,332	1,391
증가율(%)	1,208.9	27.7	3.0	9.6	4.4
영업이익률(%)	5.6	6.7	6.7	7.2	7.3
순금융손익	-619	-581	-583	-549	-530
이자손익	-534	-515	-573	-651	-638
기타	-85	-66	-11	102	108
기타영업외손익	-291	-244	-621	-157	-150
중속/관계기업손익	-13	-14	-1	-7	-6
세전이익	2	341	11	620	706
법인세	193	273	266	260	296
법인세율	11,687.2	80.0	2,503.4	42.0	42.0
계속사업이익	-191	68	-256	360	409
중단사업손익	242	-22	-85	0	0
당기순이익	50	46	-341	360	409
증가율(%)	흑전	-8.9	적전	흑전	13.8
당기순이익률 (%)	0.3	0.3	-1.9	1.9	2.1
지배주주당기순이익	197	41	-225	140	172
기타포괄이익	-270	193	19	0	0
총포괄이익	-219	239	-321	360	409
EBITDA	1,565	1,811	1,851	1,941	2,017
증가율(%)	106.1	15.7	2.2	4.9	3.9
EBITDA마진율(%)	9.5	10.3	10.2	10.4	10.5

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,384	1,594	-9,189	5,934	7,275
BPS	93,405	100,593	80,900	77,146	72,653
DPS	5,100	5,100	5,200	5,200	5,200
밸류에이션(배)					
PER	14.2	70.9	-12.1	16.4	13.4
PBR	1.1	1.1	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	11.1	9.3	9.8	9.2	8.9
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.6	6.8	3.2	2.4	2.9
EPS증가율	흑전	-78.4	적전	흑전	22.6
수익성지표(%)					
배당수익률	4.9	4.5	4.7	5.2	5.2
ROE	7.9	1.7	-10.2	7.5	9.7
ROA	0.2	0.2	-1.2	1.3	1.4
ROIC	0.3	0.3	-2.1	2.2	2.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	262.8	278.4	297.2	287.4	281.3
순차입금 비율(%)	117.9	121.0	143.4	136.3	131.7
이자보상배율(배)	1.6	2.1	2.0	1.9	2.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.3	7.4	7.4	7.3	7.8
재고자산회전율	6.7	7.8	7.3	7.5	8.1
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,762	10,868	11,157	10,965	10,873
현금및현금성자산	2,019	2,345	1,282	1,474	1,497
유가증권	217	283	570	570	570
매출채권	2,433	2,328	2,598	2,488	2,415
재고자산	2,154	2,352	2,598	2,364	2,359
비유동자산	17,903	17,901	17,688	17,674	17,817
유형자산	7,909	8,199	7,755	7,777	7,802
무형자산	6,954	6,792	6,950	7,037	7,119
투자자산	1,498	1,451	1,586	1,473	1,514
자산총계	28,665	28,769	28,845	28,639	28,690
유동부채	13,439	13,722	13,116	12,881	12,879
매입채무및기타채무	2,795	3,241	3,167	3,073	3,233
단기차입금	3,863	4,350	4,482	4,438	4,371
유동성장기부채	2,714	2,331	1,653	1,633	1,613
비유동부채	7,325	7,444	8,468	8,366	8,287
사채	2,087	2,878	2,926	2,896	2,846
장기차입금	2,887	2,270	3,205	3,155	3,145
부채총계	20,764	21,166	21,583	21,247	21,166
지배주주지분	2,391	2,474	1,912	1,823	1,717
자본금	135	135	130	130	130
자본잉여금	828	844	762	762	762
자본조정등	-494	-444	-452	-452	-452
기타포괄이익누계액	512	607	544	544	544
이익잉여금	1,411	1,333	929	840	734
비지배주주지분	5,509	5,129	5,350	5,569	5,806
자본총계	7,901	7,603	7,262	7,392	7,524
비이자부채	9,213	9,336	9,317	9,125	9,191
총차입금	11,551	11,830	12,266	12,122	11,975
순차입금	9,315	9,202	10,414	10,078	9,908

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	925	677	-46	1,287	1,327
당기순이익	50	46	-341	360	409
비현금성 비용 및 수익	1,646	2,156	2,175	1,321	1,311
유형자산감가상각비	419	405	404	386	390
무형자산감가상각비	222	226	231	223	236
운전자본변동	3	-954	-1,222	256	245
매출채권등의 감소	160	-243	-269	110	74
재고자산의 감소	14	-340	-422	234	5
매입채무등의 증가	591	676	-92	-94	160
기타 영업현금흐름	-775	-570	-659	-651	-638
투자활동 현금흐름	1,061	-556	-1,266	-564	-736
유형자산의 증가(CAPEX)	-504	-395	-401	-408	-415
유형자산의 감소	47	58	15	0	0
무형자산의 감소(증가)	-275	-301	-311	-310	-317
투자자산의 감소(증가)	493	-42	-178	107	-47
기타	1,300	124	-391	48	43
재무활동 현금흐름	-2,254	290	223	-532	-567
차입금의 증가(감소)	-686	-520	589	-50	-10
자본의 증가	0	0	-5	0	0
기타	-1,568	810	-361	-482	-557
기타 및 조정	-46	-86	26	0	0
현금의 증가	-313	325	-1,062	191	24
기초현금	2,333	2,019	2,345	1,282	1,474
기말현금	2,019	2,345	1,282	1,474	1,497

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	85.3
중립	24	14.7
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

