

두산중공업

HOLD(유지)

034020 기업분석 | 기계

목표주가(하향)	8,200원	현재주가(02/21)	9,160원	Up/Downside	-10.5%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2019. 02. 22

유상증자 이후 접근법 제시

News

19년 5월 29일 신주 상장예정 일정으로 최대 6,084억원 규모 유상증자 계획을 공시: 동사는 21일 장마감 이후 보통주기준 증자전 발행주식총수의 72.6%수준인 85백만주의 보통주 유상증자결정을 공시하였다. 비슷한 시간대에 유상증자를 공시한 자회사인 두산건설의 유상증자에 3,000억원 참여와 안정적인 운영자금 확보를 위해 추진을 결정하였다. 주주배정 후 실권주 일반공모 방식으로 유상증자를 추진할 계획이다. 전환상환우선주도 증자전발행주식총수의 72.6%로 유상증자 공시하였다.

Comment

유상증자 배경이 두산건설 지원인 점은 부정적이지만, 주가는 단기 폭락 이후 안정화 전망: 두산중공업의 이번 유상증자 결정 주된 목적이 두산건설 유상증자 참여에 필요한 자금 마련인 점은 기존 주주들에게 부정적인 것으로 판단한다. 대규모 유상증자에 따른 주가회색의 유사한 사례로 현대중공업과 삼성중공업은 17년 연말에 유상증자 공시 당시 각각, 28.8%와 28.9%의 주가 폭락하였다. 다만, 두산중공업은 지난 13일에 공시를 통해 재무구조개선을 위해 유상증자 등을 검토 중이라고 언급하면서 이미 일부 주가에 반영되었다. 보통주 신주발행은 주관사 총액인수조건인 점도 참고하자.

Action

단기 주가 회색요인은 파하고, 점진적으로 수주 및 수익성이 개선되는 것을 확인하며 접근을 권고: 두산중공업의 목표주가를 유상증자 반영하여, 기존 Target P/B 0.5배에 2019년 BPS 16,334원을 적용해 8,200원으로 하향하고 투자 의견 Hold를 유지한다. 두산건설 추가 지원과 유상증자 이슈는 단기 부정적 요인이거나, 발전분야 업황은 중기적으로 점진적인 개선 움직임을 보이고 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	9,080/21,250원
매출액	13,952	14,524	14,761	15,579	15,969	KOSDAQ /KOSPI	747/2,229pt
(증가율)	-3.6	4.1	1.6	5.5	2.5	시가총액	10,731억원
영업이익	798	926	1,002	1,029	1,096	60일-평균거래량	919,223
(증가율)	흑전	16.0	8.2	2.8	6.5	외국인지분율	8.6%
지배주주순이익	-171	-292	-524	53	106	60일-외국인지분율변동주이	-5.8%p
EPS	-1,724	-2,908	-4,651	317	636	주요주주	두산 외 17 인 37.6%
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA	28.9	14.4	(천원)	
PBR (H/L)	1.0/0.5	1.1/0.5	0.4	0.6	0.5	주가상승률	1M 3M 12M
EV/EBITDA (H/L)	11.5/10.3	10.7/9.5	9.4	8.7	8.1	절대기준	-16.7 -18.2 -39.5
영업이익률	5.7	6.4	6.8	6.6	6.9	상대기준	-20.6 -23.8 -34.1
ROE	-4.8	-8.5	-16.6	1.7	3.0		

두산중공업 유상증자에 구주주는 1주당 약 0.58주 신주 배정

두산중공업은 21일 장마감 이후 보통주기준 증자전 발행주식총수의 72.6%수준인 85백만주의 보통주 유상증자결정을 공시하였다. 비슷한 시간대에 유상증자를 공시한 자회사인 두산건설의 유상증자에 3,000억원 참여와 안정적인 운영자금 확보를 위해 추진을 결정하였다. 주주배정 후 실권주 일반공모 방식으로 유상증자를 추진할 계획이다. 전환상환우선주도 증자전발행주식총수의 72.6%로 유상증자 공시하였다.

도표 1. 두산중공업 유상증자 계획 주요 내역

구분	내역
증자방식(보통주, 전환상환우선주)	보통주: 주주배정후 실권주 일반공모, RCPS: 주주배정증자
이사회 결의일	2019년 02월 21일
신주배정기준일	2019년 03월 28일
청약 예정일	2019년 5월 8일 우리사주조합 청약, 8~9일 구주주 청약
신주의 상장예정일	보통주: 2019년 5월 29일, RCPS: 2019년 5월 28일 교부예정일

자료: 두산중공업, DB금융투자

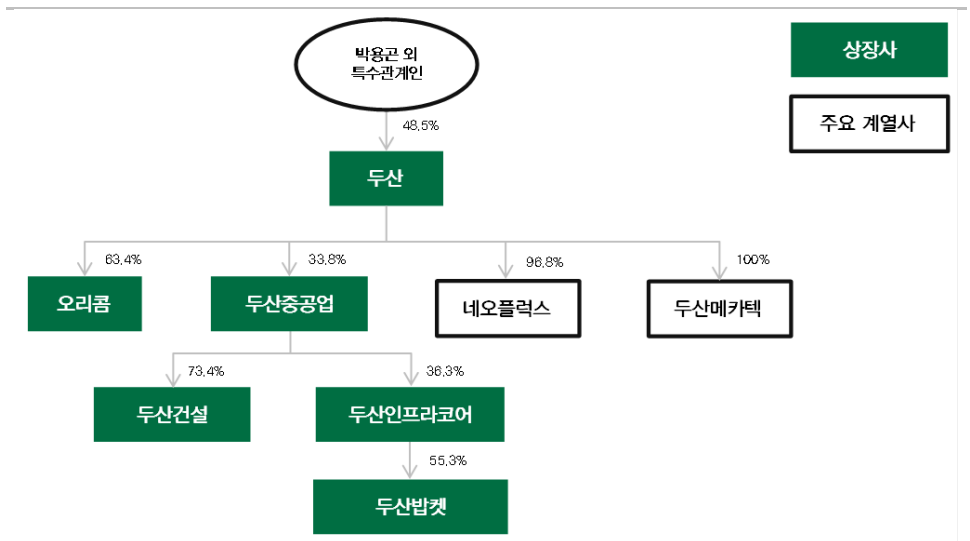
도표 2. 19년 2월 21일 종가를 기준으로 추정발행가액 산정

(단위: 원 주, %)

구분	내용	비고
기준주가	9,160	2월 21일 종가를 적용
할인율	20%	보통주는 20% 할인율, RCPS는 할인율 기준주가에 할증을 9% 적용
예정발행가액(보통주/RCPS)	6,390/6,970	보통주 예정발행가 = [기준주가 X (1-할인율)]/(1+증자비율X할인율)
유상증자 주식수(보통주/RCPS)	85,000,000/9,363,103	유상증자 규모 5,431.5억원을 예정발행가액에 기준 도출
우리사주조합 주식수(보통주/RCPS)	17,000,000/1,872,620	우리사주조합 20% 우선 배정 적용

자료: 두산중공업, DB금융투자

도표 3. 두산그룹 주요 계열사 지분구조(2018년 9월말 기준)

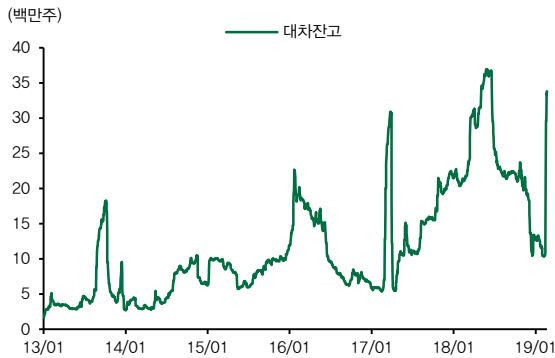


자료: 공시자료, DB금융투자

대차잔고와 유상증자 희석 요인을 감안하면 단기 주가 낙폭은 불가피

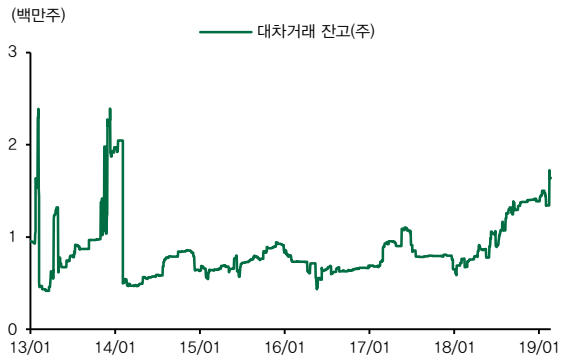
두산그룹은 대주주 일가가 지배하고 있는 (주)두산과 두산이 33.8% 지분을 보유한 두산중공업을 중심으로 다수의 계열사를 지배하는 구조이다. 두산중공업은 두산건설의 지분을 보통주와 우선주 합산하여 총 73.4%의 지분을 보유하고 있다. 신주 주당 발행가격이 1,255원으로 확정된 이번 두산건설 유상증자에 두산중공업은 보유지분을 만큼인 약 3,000억원 규모로 참여할 예정이다. 일부 유상증자 계획이 공시된 지난 2월 13일 이후 두산중공업과 두산건설의 대차잔고가 많이 늘어난 것이 확인된다.

도표 4. 두산중공업 대차잔고



자료: DB금융투자

도표 5. 두산건설 대차잔고



자료: DB금융투자

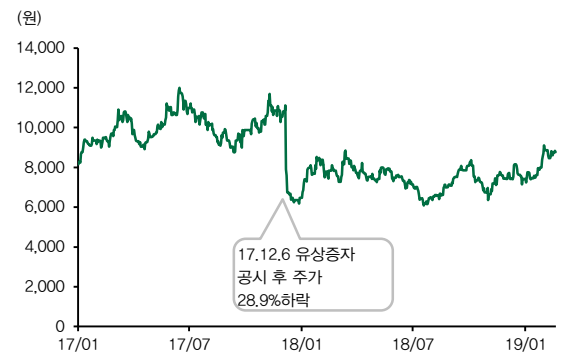
두산중공업의 이번 유상증자 결정 주된 목적이 두산건설의 유상증자 참여에 필요한 자금 마련인 점은 기존 주주들에게 부정적일 것으로 판단한다. 대규모 유상증자에 따른 주가희석의 유사한 사례로 현대중공업과 삼성중공업은 17년 연말에 유상증자 공시 당시 각각, 28.8%와 28.9%의 주가 폭락하였다. 다만, 두산중공업은 지난 13일에 공시를 통해 재무구조개선을 위해 유상증자 등을 검토 중이라고 언급하면서 이미 일부 주가에 반영되었다. 보통주 신주발행은 주관사 총액인수조건인 점도 참고하자.

도표 6. 현대중공업 유상증자 공시 전후 주가 움직임



자료: DB금융투자

도표 7. 삼성중공업 유상증자 공시 전후 주가 움직임

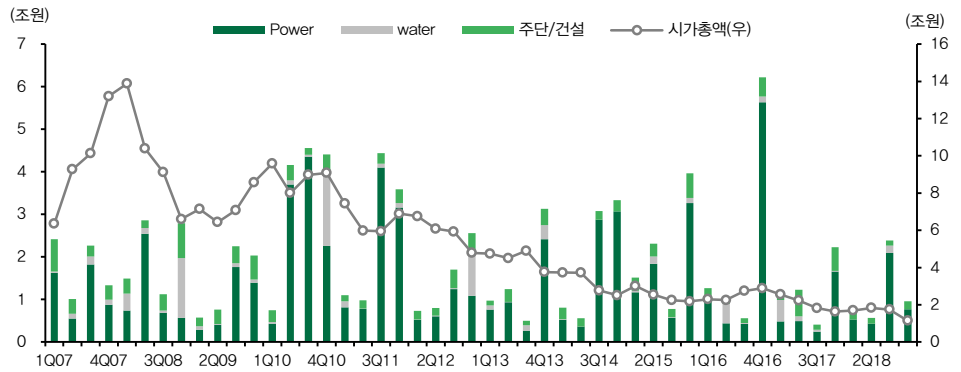


자료: DB금융투자

두산중공업 유상증자는 재무건전성 우려를 떨쳐내고 본업으로 관심 회귀 가능

두산중공업은 발전플랜트분야에 국내 대표기업이다. 동사는 주력인 발전관련 수주가 호조를 보였던 4Q10까지는 기업가치가 수주와 높은 상관관계를 보였다. 그러나 11년 3월 일본 원전 사고 이후 한국에서도 원전 안전성 우려에 따른 탈원전 이슈가 불거지고 환경 문제로 탈석탄 정책까지 현재 펼쳐지면서 동사의 주가 발목을 잡고 있다. 13년 이후 본격화된 두산그룹의 재무구조 개선을 위한 자본확충 노력도 두산중공업의 주가 하락에 영향을 미쳤다. 13년에 두산중공업의 자사주매각(3,023억원), 두산건설의 전환상환우선주(4,000억원) 발행 및 자산재평가(자본 9,722억원 증액)가 이루어졌다. 14년에는 두산중공업이 전환상환우선주(3,727억원)를 발행하였고, 15년에는 두산중공업 해외자회사(Doosan Power System)의 신종자본증권(3억\$) 발행, 자산재평가(4,248억원) 등을 수행하였다. 16년에는 두산건설의 HRSG사업 매각(3,000억원)과 두산중공업 자기주식 매각(1,620억원)이 있었다. 18년에는 두산중공업이 두산엔진 매각(820억원), 두산밥캣지분 매각(3,680억원) 등이 있었다. 이러한 노력 속에서도 두산건설과 두산중공업의 차입금 기간구조 단기화 경향이 뚜렷하였고 기업가치는 하락세를 이어갔다.

도표 8. 두산중공업 분기별 수주실적 및 시가총액



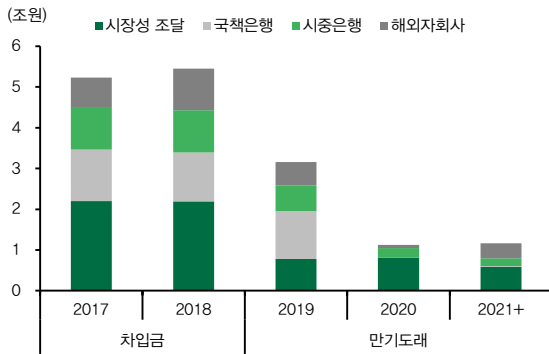
자료: 두산중공업 DB금융투자

이번 두산건설과 두산중공업의 유상증자를 통한 자본확충이 성공적으로 이루어질 경우 수년간 이어졌던 두산건설관련 재무건전성 우려는 상당 부분 완화될 수 있을 전망이다. 두산중공업의 경우 수주부터 안정화 가능성을 확인할 필요가 있다. 수익성측면에서 최대 기여도를 보이는 원전분야는 국내 신한울 3,4호기 재개 가능성이 존재하고 해외에서도 사우디, UAE, 인도, 체코, 영국 등지에서 수주풀이 가시화되고 있다. 석탄화력발전은 19년 1월에 3년만에 베트남으로부터 EPC 수주를 인식하였고 상반기 중에 인도네시아로부터 추가 수주가 확실히 되고 있다. 베트남은 중기적으로 석탄화력발전의 추가 발주가 기대되는 상황이다. 두산중공업은 새로운 발전 분야로 친환경적인 가스터빈 원천기술개발을 완료하여 LNG복합화력발전소 수주가 국내에서 기대된다. 신재생분야인 풍력발전에서도 3MW급과 5.5MW급 모델 개발에 이어 현재 8MW급 해상용 풍력발전시스템 개발을 국책과제로 선정하여 22년까지 개발 완료 및 상업화 예정이다.

단기 주가 낙폭은 피하고, 수주 및 수익성 개선을 확인하면서 접근 권고

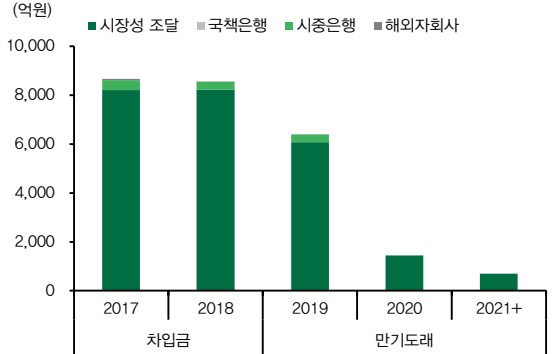
두산중공업은 19년에 만기도래하는 차입금이 별도와 해외 발전 자회사를 합산하면 약 3.2조원으로 높은 수준이다. 이중 국책은행 차입은 제외해도 사전 조치가 필요하다. 두산건설의 경우 18년말기준 차입금 8,551억원 중에서 19년에 6,405억원이 만기도래로 높은 비중을 차지하고 있다. 이러한 상황이 유상증자를 추진하게 했으며, 목표로 하는 유상증자와 자산매각이 성공하게 되면 적어도 중기적인 기간 내에는 재무건전성 이슈가 불거지지는 않을 것으로 판단한다.

도표 9. 두산중공업 차입금 현황 및 연도별 만기도래 규모



자료: 두산중공업, DB금융투자

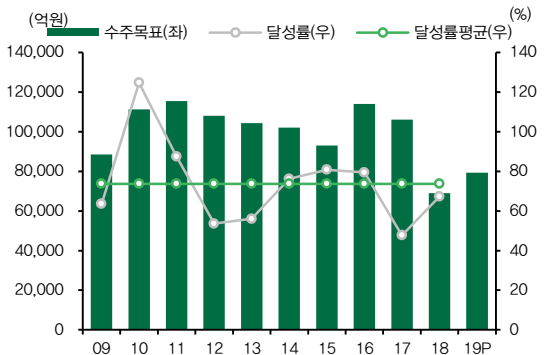
도표 10. 두산건설 차입금 현황 및 연도별 만기도래 규모



자료: 두산건설, DB금융투자

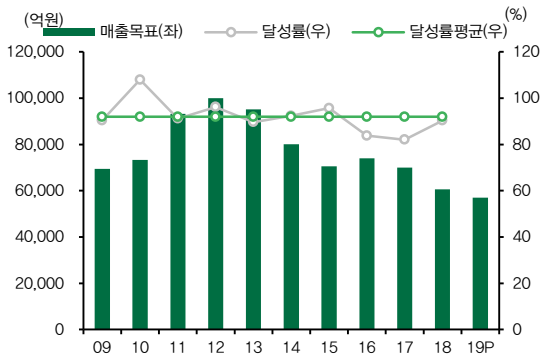
두산중공업의 목표주가를 유상증자 반영하여, 기존 Target P/B 0.5배에 2019년 BPS 16,334원을 적용해 8,200원으로 하향하고 투자 의견 Hold를 유지한다. 두산건설 추가 지원과 유상증자 이슈는 단기 부정적 요인이거나, 발전분야 업황은 중기적으로 점진적인 개선 움직임을 보인다. 09년부터 과거 10년간 두산중공업의 연도별 수주/매출/영업이익 목표대비 달성률을 살펴보면 매출 달성률이 가장 높고 다음으로 영업이익과 수주 순으로 확인된다. 최근에는 낮아진 목표치 대비 달성률은 개선되는 양상이다. 두산건설의 경우 가시적으로 매출액 증대와 함께 수익성도 안정화 단계로 접어들 가능성이 높다.

도표 11. 두산중공업 연도별 수주목표 및 달성률



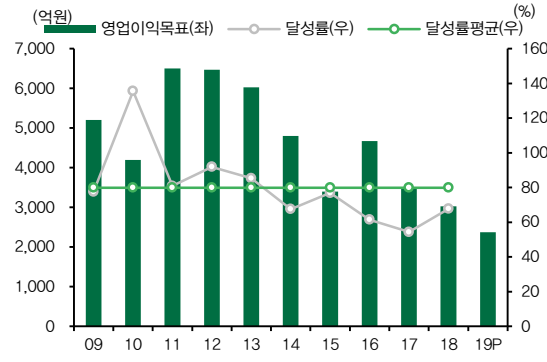
자료: 두산중공업, DB금융투자

도표 12. 두산중공업 연도별 매출목표 및 달성률



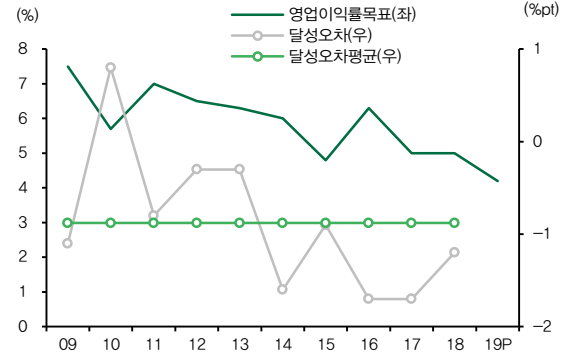
자료: 두산중공업, DB금융투자

도표 13. 두산중공업 연도별 영업이익목표 및 달성률



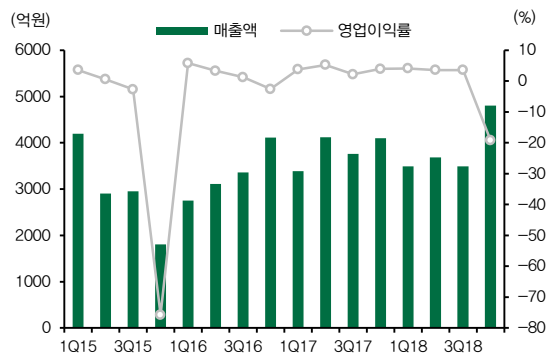
자료: 두산중공업, DB금융투자

도표 14. 두산중공업 연도별 영업이익률목표 및 달성오차



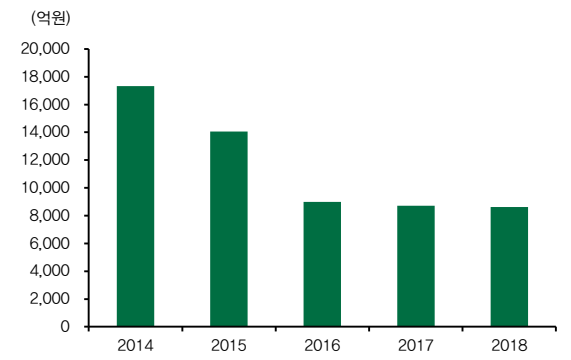
자료: 두산중공업, DB금융투자

도표 15. 두산건설 분기별 매출액 및 영업이익률



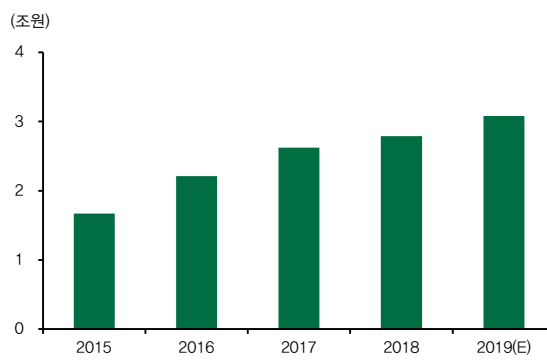
자료: 두산건설, DB금융투자

도표 16. 두산건설 연말기준 차입금 추이



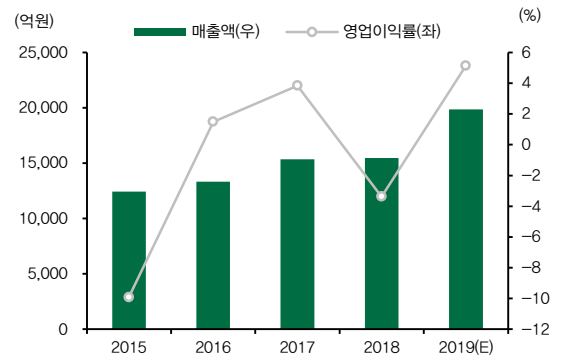
자료: 두산건설, DB금융투자

도표 17. 두산건설 연도별 수주실적 및 2019년 목표



자료: 두산건설, DB금융투자

도표 18. 두산건설 연도별 매출액 및 영업이익률



자료: 두산건설, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	9,028	9,230	8,751	8,677	8,738
현금및현금성자산	1,373	1,970	794	814	782
매출채권및기타채권	4,472	4,291	5,035	4,705	4,763
재고자산	1,739	1,738	1,624	1,869	1,916
비유동자산	15,804	15,732	15,423	15,346	15,258
유형자산	6,388	6,905	6,616	6,694	6,707
무형자산	6,646	6,476	6,465	6,355	6,255
투자자산	1,470	1,389	1,380	1,334	1,334
자산총계	24,833	24,962	24,174	24,022	23,996
유동부채	11,580	11,747	11,376	10,730	10,818
매입채무및기타채무	4,781	4,772	4,415	4,319	4,627
단기차입금및단기차채	2,299	3,765	4,155	3,705	3,585
유동성장기부채	3,140	1,868	1,618	1,518	1,418
비유동부채	6,429	6,650	6,600	6,400	6,050
사채및장기차입금	4,289	4,662	4,812	4,612	4,262
부채총계	18,010	18,396	17,976	17,130	16,868
자본금	597	597	650	1,075	1,075
자본잉여금	1,653	1,703	1,703	1,822	1,822
이익잉여금	705	402	-121	-68	38
비자배주주지분	3,347	3,179	3,281	3,380	3,510
자본총계	6,823	6,566	6,198	6,892	7,129

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	13,952	14,524	14,761	15,579	15,969
매출원가	11,526	12,019	12,229	12,866	13,175
매출총이익	2,426	2,505	2,532	2,713	2,793
판매비	1,628	1,579	1,530	1,684	1,697
영업이익	798	926	1,002	1,029	1,096
EBITDA	1,330	1,439	1,544	1,579	1,642
영업외손익	-1,043	-808	-1,106	-796	-743
금융손익	-548	-519	-575	-589	-571
투자손익	-15	-17	0	0	0
기타영업외손익	-480	-272	-531	-207	-172
세전이익	-244	118	-105	233	353
중단사업이익	162	-26	-86	0	0
당기순이익	-216	-110	-422	152	236
자배주주지분순이익	-171	-292	-524	53	106
비자배주주지분순이익	-45	182	102	99	130
총포괄이익	-244	51	-422	152	236
증감률(%YoY)					
매출액	-3.6	4.1	1.6	5.5	2.5
영업이익	흑전	16.0	8.2	2.8	6.5
EPS	적지	적지	적지	흑전	100.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	968	429	-360	1,135	1,411
당기순이익	-216	-110	-422	152	236
현금유출이없는비용및수익	1,668	1,928	1,322	1,062	1,066
유형및무형자산상각비	532	513	542	549	546
영업관련자산부채변동	40	-903	-1,030	3	226
매출채권및기타채권의감소	-225	-261	-744	330	-58
재고자산의감소	112	-112	114	-246	-47
매입채무및기타채무의증가	285	500	-357	-96	308
투자활동현금흐름	805	-457	-280	-448	-440
CAPEX	-291	-277	-293	-418	-359
투자자산의순증	3	64	10	46	0
재무활동현금흐름	-2,252	704	-536	-667	-1,003
사채및차입금의 증가	-2,239	661	-60	-750	-570
자본금및자본잉여금의증가	89	51	53	543	0
배당금지급	-148	-116	-17	0	0
기타현금흐름	-41	-78	0	0	0
현금의증가	-520	598	-1,177	20	-31
기초현금	1,893	1,373	1,970	794	814
기말현금	1,373	1,970	794	814	782

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)	-1,724	-2,908	-4,651	317	636
BPS	29,119	28,373	22,425	16,334	16,829
DPS	550	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	28.9	14.4
P/B	0.9	0.5	0.4	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.3	9.5	9.4	8.7	8.1
수익성(%)					
영업이익률	5.7	6.4	6.8	6.6	6.9
EBITDA마진	9.5	9.9	10.5	10.1	10.3
순이익률	-1.5	-0.8	-2.9	1.0	1.5
ROE	-4.8	-8.5	-16.6	1.7	3.0
ROA	-0.8	-0.4	-1.7	0.6	1.0
ROC	7.8	-4.4	20.5	4.2	4.7
안정성및기타					
부채비율(%)	264.0	280.2	290.1	248.5	236.6
이자보상배율(배)	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5
배당성향(배)	-27.1	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 두산중공업 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

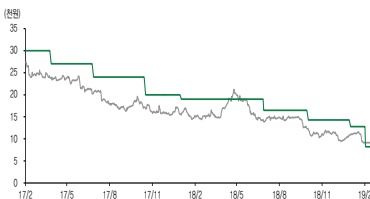
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

두산중공업 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/02/17	Hold	30,000	-17.2	-8.2	19/01/21	Hold	12,800	-17.4	-9.4
17/04/17	Hold	27,000	-15.5	-9.6	19/02/22	Hold	8,200	-	-
17/07/17	Hold	24,000	-23.7	-12.5					
17/11/06	Hold	20,000	-18.5	-11.0					
18/01/22	Hold	19,000	-13.9	11.8					
18/07/18	Hold	16,500	-12.5	-8.2					
18/10/22	Hold	14,300	-23.7	-16.4					

주: *표는 담당자 변경