

# 두산(000150)

## 수소 연료전지 사업사의 밸류에이션 확장 여지 충분

### 수소 연료전지 활성화 정책 본격화

지난 4/19일, 산업통상자원부는 제3차 에너지기본계획안 공청회를 개최했다. 5년 주기로 수립하는 중장기 에너지 정책의 비전, 목표 및 추진전략을 제시하는 에너지기본계획은 석탄/원전 감축을 명시하고 재생에너지 발전 비중은 2040년까지 최대 35%로 현재 대비 4배 이상의 확대 계획을 밝혔다. 과거와는 달리, 주요 에너지원으로 수소를 직접적으로 명시하였는데 이미 정부는 '수소경제'를 3대 전략투자 분야로 선정하며 지난 1월 '수소경제 활성화 로드맵'을 발표한 바 있다. 동 로드맵에 따르면 2018년 0.3GW에 불과한 발전용 연료전지 규모를 '22년까지 1.5GW(내수 1GW), '40년 15GW(내수 8GW) 확대하겠다 밝혔다. 구체적인 활성화 정책 또한 빠르게 현실화되고 있는데 지난 4월 1일부터 수소 연료전지의 핵심 원료인 LNG 관련 개별소비세 인하 및 수입부과금 전액 환급이 시행되었고 5월 중 연료전지 전용 LNG 요금제가 신설 예정이다. 분할 및 신설 상장될 두산퓨얼셀은 PAFC 방식의 연료전지 사업자로 '18년 수주는 전년 대비 약 4배인 1.2조원을 상회했고 올해 수주 목표는 1.3조원으로 제시했다. SOFC 방식의 블룸에너지 또한 수주가 빠르게 늘어나는 양상인데, 정부의 신재생에너지 비중 확대 의지, 관련 세제 혜택 현실화, 핵심부품 국산화 등을 고려할 때 양사 모두 가파른 매출 성장이 예상된다.

### 분할 신설 상장사의 시가총액, 3배 이상의 상승여력 보유

두산은 10/1일, 인적분할을 앞두고 있다. 분할비용 기준 신설 상장되는 솔루션 및 퓨얼셀의 시가총액은 각 640억원, 1,160억원에 불과한데 3배 이상의 상승여력이 추정된다. 솔루션은 '19년 예상 순익 약 200억원 대비 Peer group의 P/E를 감안 시 4천억원 전후 평가가 예상된다. 퓨얼셀은 국내 및 미국 시장 Peer의 PSR 평가를 고려할 때, 현 수익성 대비 고 밸류에이션이 형성될 가능성이 높다. 수소경제 활성화 정책의 직접적인 영향을 받을 수 있는 중소형주라는 점에서 더욱 그러하다.


### BUY 및 목표주가 14만원 상향

5월 예정된 증공업/ 건설 증가가 마무리되면, 신설될 솔루션/퓨얼셀 가치 상승여력이 본격 부각될 전망이다. 수소 연료전지 정책의 빠른 현실화와 솔루션의 매출 성장 잠재력을 고려할 때, 저점매수에 나설 만한 시점이다. 연료전지 부문의 PSR 적용을 통해 목표가를 기존 13만원에서 14만원으로 상향했다.

Update

BUY

| TP(12M): 140,000원(상향) | CP(4월19일): 105,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,216.15		
52주 최고/최저(원)	143,000/91,300	매출액(십억원)	18,871.3 19,513.2
시가총액(십억원)	1,915.0	영업이익(십억원)	1,337.7 1,390.8
시가총액비중(%)	0.16	순이익(십억원)	316.1 360.6
발행주식수(천주)	18,238.1	EPS(원)	6,029 7,050
60일 평균 거래량(천주)	79.4	BPS(원)	104,853 106,788
60일 평균 거래대금(십억원)	8.0		
19년 배당금(예상, 원)	5,200	Stock Price	
19년 배당수익률(예상, %)	4.9		
외국인지분율(%)	8.38		
주요주주 지분율(%)			
박용근 외 31 인	51.08		
국민연금	6.09		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	9.1 (17.3) (5.8)		
상대	7.2 (19.6) 5.6		

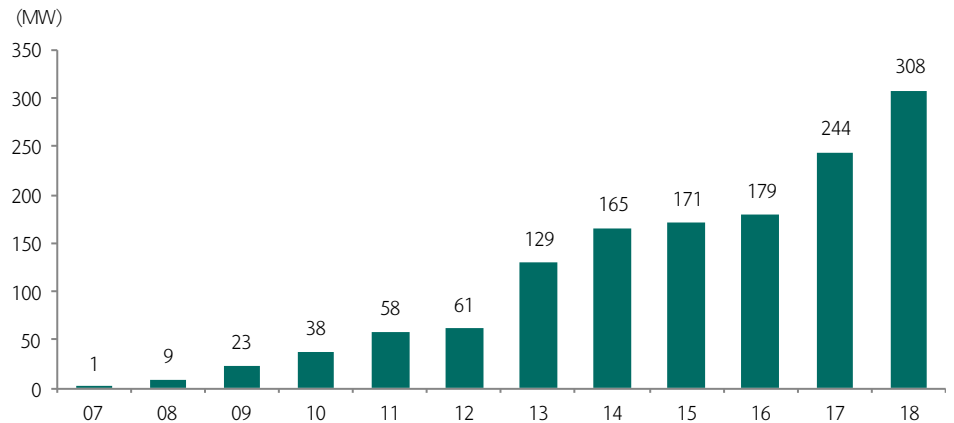
Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,913.4	18,172.2	18,837.1	18,667.6	19,481.8
영업이익	십억원	1,167.6	1,215.9	1,286.3	1,334.9	1,944.1
세전이익	십억원	355.9	10.6	630.0	678.6	884.0
지배순이익	십억원	40.6	(116.9)	240.2	277.1	188.8
EPS	원	1,594	(4,779)	10,164	11,723	7,987
증감률	%	(78.4)	적전	폭전	15.3	(31.9)
PER	배	70.89	N/A	10.33	8.96	13.15
PBR	배	1.02	1.19	1.05	0.98	0.97
EV/EBITDA	배	9.86	9.37	8.79	8.50	6.34
ROE	%	1.67	(5.21)	11.55	12.39	8.06
BPS	원	111,245	93,721	99,553	106,941	108,421
DPS	원	5,100	5,200	5,200	5,200	5,200



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

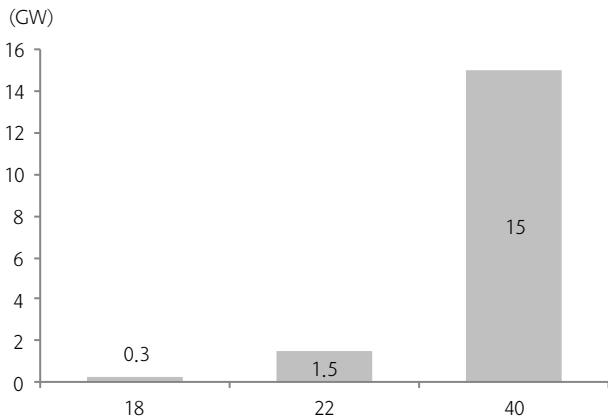
RA 박은규  
02-3771-8532  
ek.p@hanafn.com

그림 1. 국내 발전용 연료전지 설치용량 추이



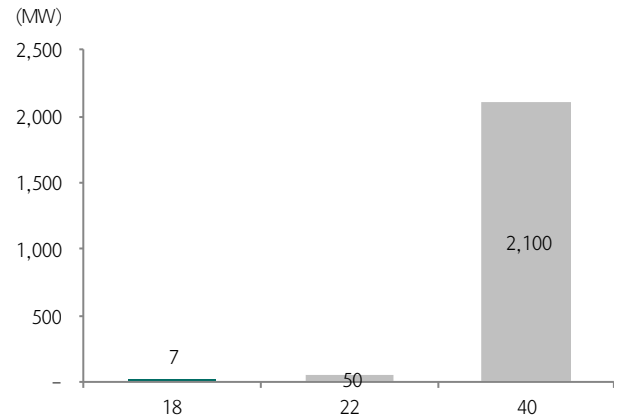
자료: 한전, 하나금융투자

그림 2. 수소경제 활성화 로드맵 내 발전용 연료전지 계획



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 3. 수소경제 활성화 로드맵 내 가정/건물용 연료전지 계획



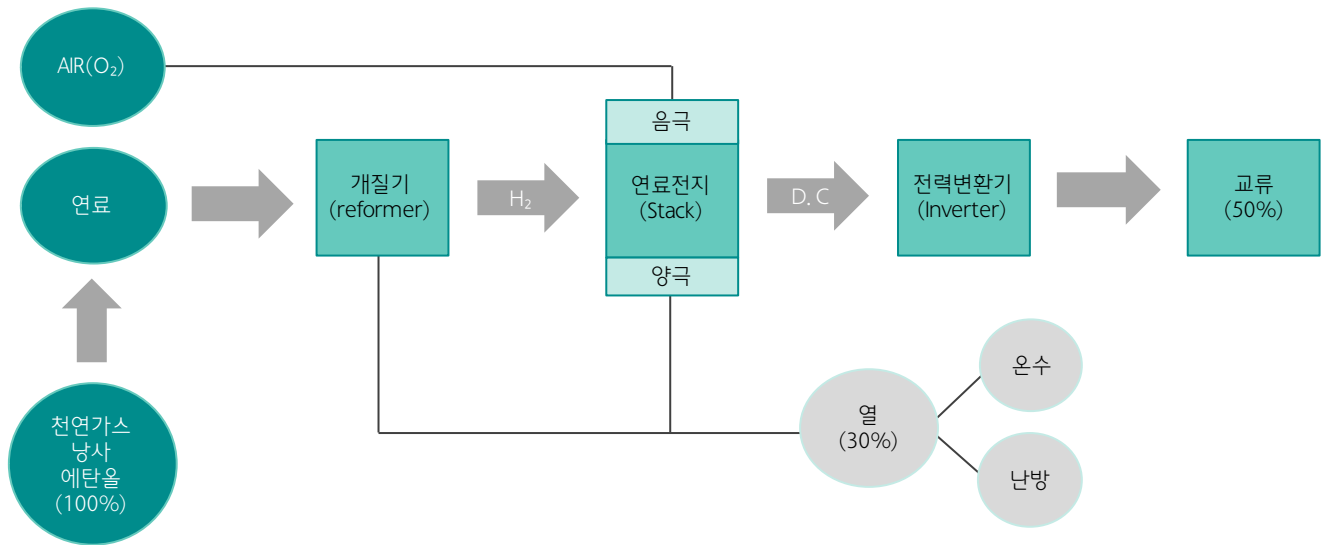
자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

표 1. 4/1일부 발전용 LNG 제세부담금 조정 및 인하

구분		특성	제세부담금 조정
일반	일반 LNG 발전	한전 발전자회사 등 LNG 로 전기를 생산하는 전기사업법 상 발전 사업자	개별소비세 60 -> 12 원/kg
	직수입 자가발전	LNG 를 가스공사로부터 공급받지 않고 직수입하여 일반 LNG 발전과 동일한 방식으로 발전 및 자가 사용	수입부담금 24.2 -> 3.8 원/kg
열병합	집단에너지 사업자	열/전기를 동시에 생산하며, 열은 공급구역 내 수요자에게 공급	개별소비세 60->8.4 원/kg
	자가열병합 발전	10MW 이하의 소규모 열병합 발전, 공동주택, 산업체 등 수요처에 공급	(탄력세율)
	연료전지	LNG 에서 추출한 수소를 산소와 화학반응 시켜 열/전기를 동시에 생산	수입부담금 24.2->0 원/kg(환급)

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 4. 연료전지 발전시스템 도해



개질기(Reformer)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 화석연료(천연가스, 메탄올, 석유 등)로부터 수소를 발생시키는 장치</li> <li>· 시스템에 악영향을 주는 황(10ppb이하), 일산화탄소(10ppm 이하) 제어 및 시스템효율향상을 위한 compact가 핵심기술임</li> </ul>
스택(Stack)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 원하는 전기출력을 얻기 위해 단위전지를 수십장, 수백장 직렬로 쌓아 올린 본체</li> <li>· 단위전지 제조, 단위전지 적층 및 밀봉, 수소공급과 열회수를 위한 분리판 설계, 제작 등이 핵심기술임</li> </ul>
전력변환기(Inverter)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 연료전지에서 나오는 직류전지(DC)를 우리가 사용하는 교류(AC)로 변환시키는 장치</li> <li>· 연료전지 특성에 맞는 전력변환기 기술이 아직 없으나 연료전지가 상용화되어 수요가 있으면 산업체에서 1-2년안에 상품화 가능</li> </ul>
주변보조기기(BOP)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 연료, 공기, 열회수 등을 위한 펌프류, Blower, 센서 등을 말하며, 연료전지 특성에 맞는 기술이 미비함</li> </ul>

자료: 한국에너지공단, 하나금융투자

표 2. 연료전지 종류 및 특징

종류/특징	고온형 연료전지			저온형 연료전지		
	용융탄산염 연료전지 (MCFC)	고체산화물 연료전지 (SOFC)	인산염 연료전지 (PAFC)	알칼리 연료전지 (AFC)	고분자 전해질막 연료전지 (PEMFC)	직접메탄올 연료전지 (PAFC)
작동온도	550-770°C	600-1000°C	150-250°C	50-120°C	50-100°C	50-100°C
주촉매	Perovskites	니켈	백금	니켈	백금	백금
전해질의 상태	Li/K alkali carbonates mixture	YSZ GDC	H <sub>3</sub> PO <sub>4</sub>	KOH	이온 교환막	이온 교환막
전해질 지지체	Immobilized liquid	Solid	Immobilized liquid	-	Solid	Solid
전하전달 이온	CO <sub>3</sub> <sup>2-</sup>	O <sup>2-</sup>	H <sup>+</sup>	OH <sup>-</sup>	H <sup>+</sup>	H <sup>+</sup>
가능한 연료	H <sub>2</sub> CO (천연, 석탄가스)	H <sub>2</sub> CO (천연, 석탄가스)	H <sub>2</sub> CO (메탄올, 석탄가스)	H <sub>2</sub>	H <sub>2</sub> (메탄올, 석탄가스)	메탄올
외부연료필요성	NO	NO	YES	YES	YES	YES
효율(%LHV)	50-60	50-60	40-45	-	<40	-
주용도	대규모발전, 중소사업소 설비	대규모발전, 중소사업소 설비, 이동체용전원	중소사업소설비, biogas plant	우주발사체전원	수송용, 가정용, 휴대용 전원	휴대용 전원
특징	발전효율높음, 내부개질 가능, 열병합대응 가능	발전효율높음, 내부개질 가능, 복합발전가능	CO 내구성 큼, 열병합 대응 가능	-	저온작동 고출력밀도	저온작동 고출력밀도
과제	재료부식, 용융염위산	고온열화, 열파괴	재료부식, 인산유출	전해질에서 누수현상 방지	고온운전 불가능, 재료비/가공비 높음, 낮은 효율(30-50%)	고온운전 불가능, 재료비/가공비 높음, 메탄올 크로스오버

자료: 신재생에너지백서(2016)

그림 5. 수소경제 활성화 로드맵 요약

구분		2018		2022		2030		2040		
활용	모빌리티	수소차	1.8천대 (0.9천대)		8.1만대 (6.7만대)		<'30> 수 차종 생산라인 구축		620만대 (290만대)	
		승용차	1.8천대 (0.9천대)		7.9만대 (6.5만대)	<'23> 전기차 가격수준	<'25> 상업적 양산		590만대 (275만대)	
		버스	2대		2천대				6만대 (4만대)	
		택시	-	<'19> 10대 시범사업			전국 확대	50만km 이상 내구성 확보		12만대 (8만대)
		트럭	-	5톤 트럭 출시		10톤 트럭	핵심부품 100% 국산화			
		수소충전소	14개소 (1,000만 원/kg)		310개소		300만원/kg 핵심부품 100% 국산화			
		선박, 열차, 드론, 기계 등		R&D 및 실증			30년 까지 상용화 및 수출			
에너지	연료전지									
	발전용	307MW	<'19> 전용 LNG 요금제 신설	<'22> 설치비 380만원/kW	1.5GW (1GW)	<'25> 중소형 가스터빈 발전단가 수준		<'40> 설치비 35% 발전단가 50%	15GW (8GW)	
	가정/건물용	7MW	설치비 1,700만원/kW		50MW	설치비 600만원/kW				
공급	수소공급량	13만톤/연		47만톤/연					526만톤/연	
	생산방식	화석연료 기반 부생수소 추출수소	수요처 인근 대규모 생산		수전해 활용	수전해 수소의 대용량 장기 저장 기술개발	해외수소 도입 대규모 수전해 플랜트 상용화		그린 수소 활용 (수전해+ 해외생산)	
수소가격		-		6,000원/kg (현 휘발유의 50%)		4,000원/kg			3,000원/kg	

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

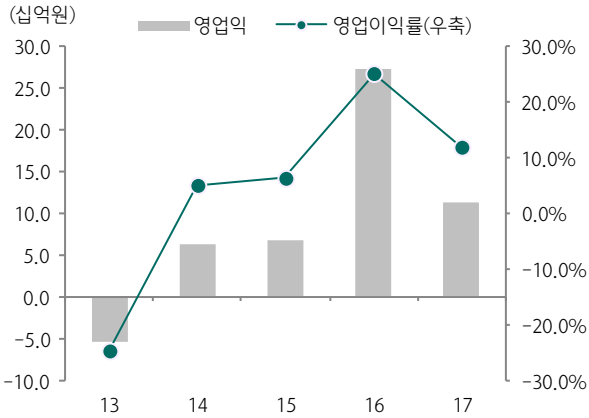
표 3. 경기그린에너지 현황

회사명칭	경기그린에너지(주)
회사주소	• 경기도 화성시 향남읍 발안공단로 3길 77
용량/형식	• 58.8MW (2.8MW x 21) / 용융탄산염 연료전지 (MCFC)
공사기간	• 2012년 11월 - 2013년 12월
주주현황	• 한국수력원자력(62%), 포스코에너지(19%), 삼천리(19%)

참여기관	역할
한국수력원자력	• REC구매
포스코에너지	• 설비공급 및 유지보수, REC구매
삼천리	• 가스공급 및 열 구매
한국전력공사	• 전력구매

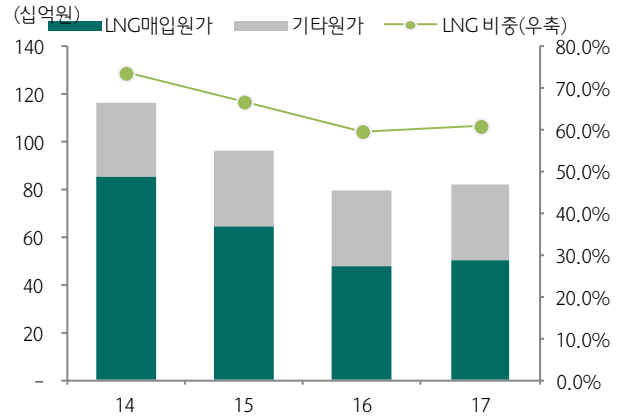
자료: 경기그린에너지, 하나금융투자

그림 6. 경기그린에너지 실적 추이



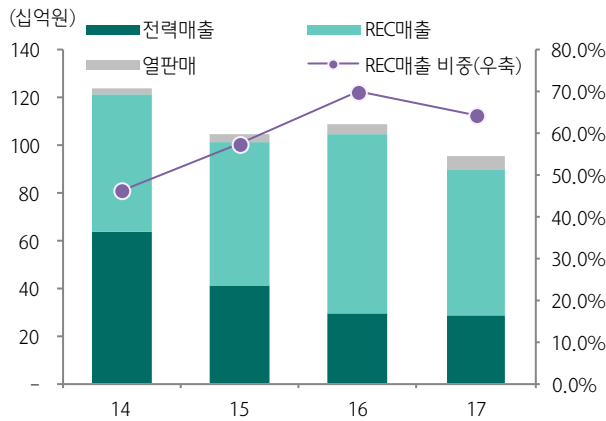
주: 2013년 12월 준공  
자료: 경기그린에너지, 하나금융투자

그림 7. LNG 가격이 원가 내 핵심



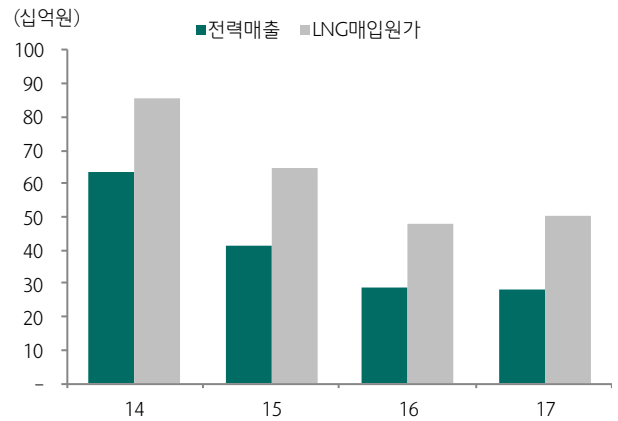
주: 2013년 12월 준공  
자료: 경기그린에너지, 하나금융투자

그림 8. 경기그린에너지 매출 세부 추이



주: 2013년 12월 준공  
자료: 경기그린에너지, 하나금융투자

그림 9. LNG원가를 하회하는 전력매출. REC매출이 매우 중요



주: 2013년 12월 준공  
자료: 경기그린에너지, 하나금융투자

표 4. 수소경제 활성화 로드맵 내 중장기 수소 공급 및 가격 안

		2018	2022	2030	2040
공급 /가격	공급량	13 만톤/년	47 만톤/년	194 만톤/년	526 만톤/년 이상
	공급방식	1) 부생수소(1%) 2) 추출수소(99%)	1) 부생수소 2) 추출수소 3) 수전해	1) 부생수소 2) 추출수소 3) 수전해 4) 해외생산 1) +3) +4) : 50% / 2) : 50%	1) 부생수소 2) 추출수소 3) 수전해 4) 해외생산 1) +3) +4) : 70% / 2) : 30%
	수소가격	- (정책가격)	6,000 원/kg (시장화 초기가격)	4,000 원/kg	3,000 원/kg

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

표 5. 두산퓨얼셀과 국내/해외 Peer사 비교

(십억원, 배)	16	17	18	19F
두산 연료전지 사업부				
매출액	187	209	359	460
영업익	10	6	16	4
순익				
시가총액				460
PSR				1.0
Bloom Energy				
매출액	242	425	817	1,017
영업익	277	178	168	41
순익	325	297	266	230
시가총액	-	-	1,216	1,663
PSR			1.5	1.6
에스퓨얼셀				
매출액	10	20	31	
영업익	1	3	2	
순익	1	3	1	
시가총액	-	-	176	141
PSR			5.6	

주: 2018년 시가총액은 연도말 기준. 2019년 시가총액은 4/19일 종가 기준. 두산퓨얼셀 시가총액은 2019년 PSR 1배 적용 수치  
 자료: 각사, Bloomberg, 하나금융투자

표 6. 분할 전후 두산의 SOTP Valuation 변화

(주, 십억원, 원)	분할전		분할후		
	두산	존속법인	두산솔루스	두산퓨얼셀	3사 합산
<b>분할비율</b>	<b>100%</b>	<b>90.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>6.1%</b>	
발행주식수(보통주)	18,238,102	16,523,835	609,148	1,105,119	
액면분할후 주식수(보통주)	18,238,102	16,523,835	30,457,400	55,255,950	
총 기업가치(십억원)					
투자자산가치	623	752	-	-	
상장사	349	478	-	-	
비상장사	274	274	-	-	
영업가치	3,208	2,348	400	460	3,208
브랜드가치	195	195	-	-	
투자부동산	153	153	-	-	
순차입금	1,362	1,224	15	134	1,373
기업가치	<b>2,817</b>	<b>2,224</b>	<b>385</b>	<b>326</b>	<b>2,935</b>
상장사 할인(50%) 기업가치	<b>2,642</b>	<b>1,985</b>	<b>385</b>	<b>326</b>	<b>2,696</b>
주당가치(우선주 포함, 자사주 제외, 원)	<b>134,400</b>	<b>113,324</b>	<b>9,746</b>	<b>4,552</b>	
보통주	18,238,102	16,523,835	30,457,400	55,255,950	
우선주	5,396,759	4,889,500	9,012,450	16,350,500	
자기주식	3,979,223	3,897,227	-	-	
주당가치 계산시 적용주식수	19,655,638	17,516,108	39,469,850	71,606,450	
<b>현재주가 기준 역추정(원)</b>	<b>105,000</b>	<b>94,500</b>	<b>9,700</b>	<b>4,550</b>	
시가총액(보통주)	1,915	1,562	385	326	2,272
2019년 예상 DPS	5,200	5,200			18.6%
2019년 예상 배당수익률	5.0%	5.5%			
영업가치 기준 기업가치 추정	-	-	385	326	

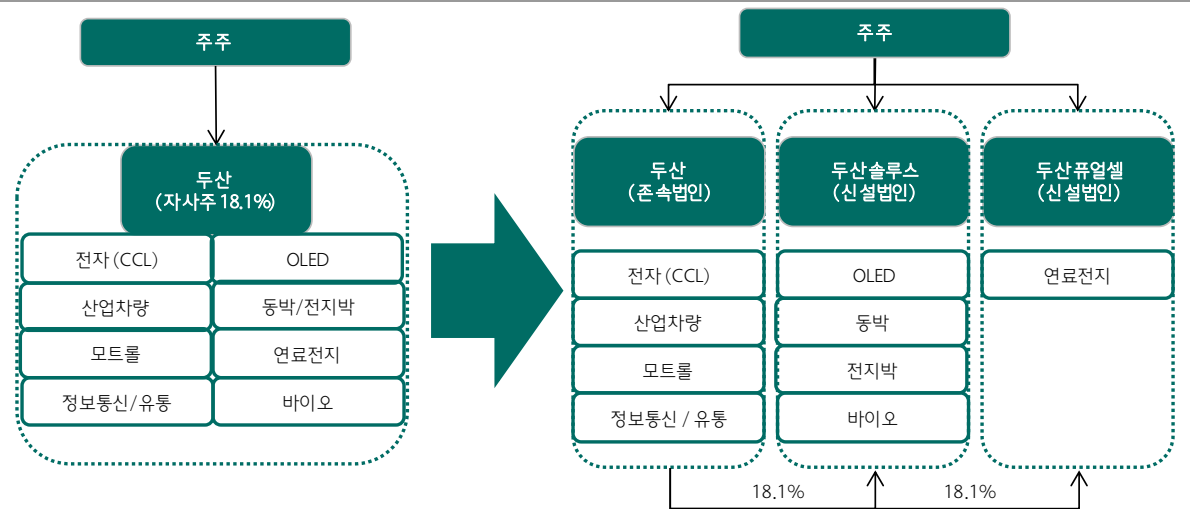
주: 두산 존속법인은 2019년 예상 배당수익률 하단 5.5%를 기준으로 적정주가 산출. 신설 사업사는 각 영업가치 기준 기업가치 산출(솔루스 P/E 20배, 퓨얼셀 PSR 1배). 신설 분할법인 가치는 영업가치에서 순차입금 차감  
 자료: 두산, 하나금융투자

표 7. 신재생에너지원별 REC 가중치 개정안

전원	대상에너지 및 기준		공급인증서 가중치		비고
	구분	세부기준	현행	개정 후	
태양광	일반부지 (임야 제외)	100kW 미만	1.2	현행유지	-
		100kW 부터	1.0 (복합)	현행유지	-
		3,000kW 초과 부터	0.7 (복합)	현행유지	-
		임야	0.7-1.2	0.7	유예기간 설정
	건축물 이용	3,000kW 이하	1.5	현행유지	-
		3,000kW 초과 부터	1.0 (복합)	현행유지	-
		수상 태양광	1.5	현행유지	-
		자가용 태양광	1.0	현행유지	-
풍력	육상풍력		1.0	현행유지	-
	해상풍력	연계거리 5km 이하	1.5	2	-
		연계거리 5-10km	2.0	2.5 (복합)	
		연계거리 10-15km		3.0 (복합)	
		연계거리 15km 초과		3.5 (복합)	
<b>연료전지</b>	<b>연료전지</b>	<b>2.0</b>	<b>현행유지</b>	<b>-</b>	
수력	수력	1.0	현행유지	-	
바이오	매립지가스		0.5	현행유지	-
	우드칩, 우드펠릿	석탄혼소	1.0	가중치제외	-
		전소 전환설비	1.5	0.5	-
		전소	1.5	1 단계 1.0 2 단계 0.5	유예기간 설정
	Bio-SRF (폐목재)	석탄혼소	1.0	가중치제외	-
		전소 전환설비	1.5	0.25	-
		전소	1.5	1 단계 0.5 2 단계 0.25	유예기간 설정
	미이용바이오	석탄혼소	-	1.5	-
		전소 전환설비	-	2.0	
		전소	-	2.0	
기타바이오 (바이오중요, 하수슬러지 등)		1.0	현행유지	-	
폐기물	부생가스		0.25	0.25	유예기간 설정
	일반 폐기물		0.5		
	RDF 전소발전		1.0		
	폐기물가스화발전				

자료: RPS 관리운영지침, 하나금융투자

그림 10. 두산 분할 개요



자료: 두산, 하나금융투자

표 8. 두산 분할후 존속/ 신설회사 개요

구분	분할존속회사	분할신설회사	
		소재/바이오	연료전지
상호	(주)두산 Doosan Corp.	두산솔루스 Doosan Solus	두산퓨얼셀 Doosan Fuel Cell
사업내용	CCL / 지게차 / 유압부품 / 유통 / 정보통신	OLED / 바이오 / 동박 / 전지박	연료전지
상장여부	상장	상장	상장
액면가	5,000 원	100 원	100 원
자본(총액)	20,888 억원	838 억원	1,520 억원
분할비율	90.60%	3.30%	6.10%

자료: 두산, 하나금융투자

표 9. 두산 분할 주요 일정

일정	주요내용
2019-04-15	분할 결정 이사회
2019-06-01	주총 주주명부확정 기준일
2019-08-13	분할 승인 임시 주주총회
2019-09-27	주식매매거래정지 (예정, 9월 27일 - 10월 17일)
2019-10-01	분할기일
2019-10-18	두산(존속법인) 변경상장 두산솔루스, 두산퓨얼셀(신설법인) 재상장

자료: 두산, 하나금융투자



표 10. 두산 분할후 재무구조 현황

'18년 말 (십억원)	분할 전 두산	분할신설회사			분할 후 두산(존속)
		두산솔루스		두산퓨얼셀	
		별도	연결		
매출	2,919	80	226	324	2,515
영업이익	253	15	27.4	10	228
당기순이익	159	10	16.2	4	145
자산	4,734	134	260	422	4,199
부채	2,429	51	142	270	2,110
순차입금	1,238	15	27	65	1,169
자본	2,306	84	119	152	2,089
자본금	135	4	4	7	124
부채비율	105.3%	60.2%	119.6%	177.6%	101.0%
분할비율		3.3%		6.1%	90.6%
ROE	6.9%	11.7%	13.7%	2.4%	7.0%
ROA	3.4%	7.3%	6.2%	0.9%	3.5%
F/L	2.1	1.6	2.2	2.8	2.0

자료: 두산, 하나금융투자

표 11. 두산 실적 추정 상세

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
<b>Consolidation</b>											
매출액	4,308	4,746	4,230	4,889	4,522	4,928	4,458	4,929	17,296	18,172	18,837
YoY	9.8%	3.2%	-0.6%	8.2%	5.0%	3.8%	5.4%	0.8%	5.3%	5.1%	3.7%
QoQ	-4.6%	10.2%	-10.9%	15.6%	-7.5%	9.0%	-9.5%	10.5%			
자체사업	802	967	879	935	925	990	880	869	3,036	3,583	3,663
두산중공업	3,574	3,833	3,388	3,966	3,639	3,980	3,620	4,102	14,524	14,761	15,341
영업익	351	438	261.2	166	248	367	323	348	1,180	1,216	1,286
YoY	34.5%	14.1%	-0.1%	-39.4%	-29.3%	-16.3%	23.7%	110.4%	28.4%	3.0%	5.8%
QoQ	28.3%	25.0%	-40.4%	-36.6%	49.7%	47.9%	-11.9%	7.8%			
OPM	8.1%	9.2%	6.2%	3.4%	5.5%	7.4%	7.2%	7.1%	6.8%	6.7%	6.8%
자체사업	64	74	60	49	55	75	82	75	272	248	287
두산중공업	305	362	212	123	193	292	241	274	926	1,002	999
지배순이익	-10	18	3.4	-106	83	65	49	43	41	-94	240
YoY	적전	-17.2%	-67.7%	적전	흑전	266.6%	1357.0%	흑전	-79.4%	-332.1%	-355.1%
QoQ	적전	흑전	-81.0%	적전	흑전	-21.8%	-24.6%	-11.4%			
NPM	-0.2%	0.4%	0.1%	-2.2%	1.8%	1.3%	1.1%	0.9%	0.2%	-0.5%	1.3%
두산중공업	-69	-26	-14	-300	-	-	-	-	-292	-409	0
<b>자체사업</b>											
매출액	802	967	879	935	1,372	981	899	880	3,036	3,583	4,133
YoY	25.9%	25.9%	14.5%	8.4%	71.1%	1.5%	2.3%	-5.9%	27.6%	18.0%	15.3%
QoQ	-7.0%	20.5%	-9.1%	6.4%	46.7%	-28.5%	-8.4%	-2.1%			
전자	216	206	237	210	216	212	244	234	932	869	907
모트를	144	160	138	152	158	168	124	144	415	594	595
정보통신	54	55	58	58	55	56	58	59	241	225	227
연료전지	8	128	70	154	122	142	104	93	209	359	460
산업차량	207	240	214	208	217	246	204	203	786	870	870
면세/유통	174	178	178	162	604	157	166	147	453	691	1,074
영업익	64	74	60	49	55.2	75	82	75	272	248	287
YoY	53.8%	0.3%	-19.3%	-40.2%	-14.2%	0.4%	37.5%	52.7%	120.2%	-9.0%	16.0%
QoQ	-21.6%	15.7%	-19.5%	-18.2%	12.6%	35.4%	10.3%	-9.2%			
OPM	8.0%	7.7%	6.8%	5.2%	4.0%	7.6%	9.2%	8.5%	9.0%	6.9%	6.9%
전자	29	20	29	16	22	23	30	29	132	93	104
모트를	15	17	15	13	16	15	12	13	35	59	56
정보통신	7	8	8	8	8	8	9	5	32	31	29
연료전지	-12	1	-8	3.4	-11	-2	8	9	-6.2	-16.0	4
산업차량	16	20	11	9	12	22	16	10	65	57	60
면세/유통	10	9	6	-	9	8	8	8	14.1	25	34
<b>Stand alone</b>											
영업수익	697	790	682	750	969	1,007	881	869	2,625	2,919	3,725
YoY	13.9%	24.3%	7.1%	1.3%	39.0%	27.4%	29.0%	15.9%	27.0%	11.2%	27.6%
QoQ	-5.9%	13.4%	-13.6%	9.9%	29.2%	3.9%	-12.5%	-1.3%			
배당수익	80	17	0	0	44	17	0	0	94	97	62
상품 등 매출	617	773	682	749	925	990	880	869	2,531	2,822	3,663
영업익	124	60	43	25	99	91	83	75	277	253	349
YoY	15.1%	14.9%	-10.4%	-62.9%	-20.2%	51.3%	90.8%	200.8%	22.8%	-8.5%	37.7%
QoQ	84.3%	-51.4%	-28.2%	-42.4%	297.0%	-7.9%	-9.4%	-9.2%			
OPM	17.9%	7.7%	6.4%	3.3%	10.3%	9.1%	9.4%	8.7%	10.5%	8.7%	9.4%
순이익	105	30	19	5	83	65	49	43	205	159	240
YoY	22.0%	-38.1%	-42.4%	-87.5%	-21.3%	119.5%	160.7%	806.2%	33.4%	-22.7%	51.5%
QoQ	175.6%	-72.0%	-36.5%	-74.5%	1634.6%	-21.8%	-24.6%	-11.4%			
NPM	15.1%	3.7%	2.8%	0.6%	8.6%	6.4%	5.6%	5.0%	7.8%	5.4%	6.4%

자료: 두산, 하나금융투자

표 12. 두산 분할전 SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율		평가액	비고
투자자산가치			623	
상장사			349	2019/4/19 종가 기준
두산중공업	36.8%		305	
오리콤	63.4%		44	
비상장사			274	
기타			274	기타 비상장사 합산. 모트를, 산차, 전자, 연료전지 등 사업 관련 지분 배제
영업가치	12M Forward	Multiple	3,391	12M Forward 자체사업 세후영업익 대비 멀티플 적용
전자	79	20.0	1,574	배터리 전지박 시장 진출, 로봇 사업 확대 등 성장성 고려 고 멀티플 반영
산업차량	46	10.0	456	
모트를	42	10.0	425	
연료전지	3	343	460	2019년 예상 PSR 1배 적용
정보통신	22	10.0	222	
면세 및 유통	26	10.0	255	두타몰 및 면세사업 합산
브랜드가치			196	2019년 예상 브랜드수익 대비 비용 및 세금 차감후 10배수 적용
투자부동산			153	
순차입금			1,373	4Q18 별도 순차입금
총 기업가치			2,834	
상장사 50% 할인을 적용시 기업가치			2,651	
주식수(천주)			19,656	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)			140,000	
현재주가(원)			105,000	2019/4/19 종가 기준
상승여력			33.3%	

자료: 두산, 하나금융투자

표 13. 분할 후 회사별 중기 주요 KPI

신설법인 두산솔루스

(십억원, %)	18	19F	20F	21F	22F	23F
매출	226	285	397	618	865	1,069
OLED	51	87	150	230	290	330
등박	146	157	172	177	186	190
전지박	-	-	25	148	308	450
바이오	30	41	50	63	82	99
목표 영업이익률	12% - 20%					

신설법인 두산퓨얼셀

(십억원, %)	18	19F	20F	21F	22F	23F
매출	324	474	366	662	857	1,520
목표 영업이익률	5% - 10%					

존속법인 두산

(십억원, %)	18	19F	20F	21F	22F	23F
매출	2,919	2,680	2,977	3,463	4,049	4,653
목표 영업이익률	9% - 12%					

자료: 두산, 하나금융투자

표 14. 두산중공업 유상증자 관련 요약

(십억원, 원, 주식 수)	보통주	전환상환우선주
증자방식	주주 배정 후 실권주 일반공모	
신주 배정 기준일 / 상장예정일	2019-03-28 / 2019-05-29	
자금조달 금액	471.8	56.6
발행가액	(Max{Min[①, ②]}, 청약일전 과거 제 3 거래일부터 제 5 거래일까지의 가중산술평균주가의 60%)	
① 1차 발행가액	5,550	6,050
② 2차 발행가액	확정 발행가액은 5/2 공시 예정	
액면금액	5,000	
발행주식총수	117,146,803	12,904,210
자기주식총수	8,479	
유통주식수	117,138,324	12,904,210
증자비율	72.6%	72.6%
유상증자 주식수	85,000,000	9,363,103
우리사주조합 배정	17,000,000	1,872,620
구주주 배정	68,000,000	7,490,483
두산 지분율	37.5%	-
두산 배정 주식	25,511,044	-
<b>두산 납입금액</b>	<b>141.6</b>	<b>-</b>

자료: 두산, 두산중공업, 하나금융투자

표 15. 두산건설 유상증자 관련 요약

(십억원, 원, 주식 수)	보통주
증자방식	우리사주조합 및 구주주 청약 후 미청약된 실권주는 미발행
신주 배정 기준일 / 상장예정일	2019-03-28 / 2019-05-24
자금조달 금액	420
발행가액	<b>1,255</b>
액면금액	500
발행주식총수	73,326,089
자기주식총수	3,267,218
유통주식수	70,058,871
증자비율	456.4%
유상증자 주식수	334,661,354
우리사주조합 배정	66,932,270
구주주 배정	267,729,084
두산중공업 지분율	66.4%
유상증자 참여 후 지분율	71.9%
두산중공업 배정 주식	239,043,825
<b>두산중공업 납입금액</b>	<b>300.0</b>

자료: 두산건설, 두산중공업, 하나금융투자

추정 재무제표

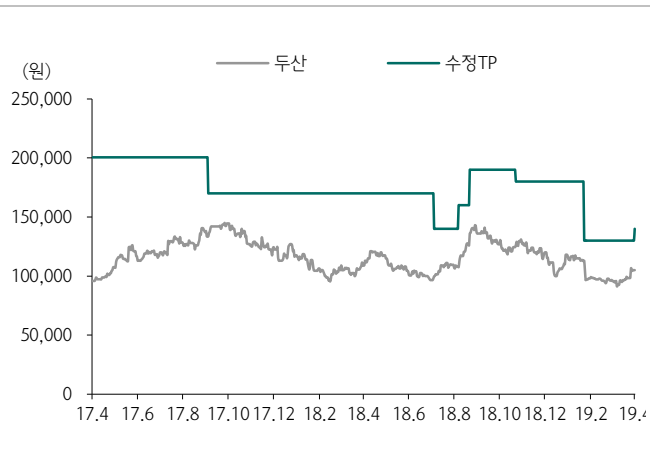
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,913.4	18,172.2	18,837.1	18,667.6	19,481.8
매출원가	13,816.7	14,848.7	15,276.4	14,817.5	14,994.9
매출총이익	3,096.7	3,323.5	3,560.7	3,850.1	4,486.9
판관비	1,929.2	2,107.6	2,274.3	2,515.1	2,542.8
영업이익	1,167.6	1,215.9	1,286.3	1,334.9	1,944.1
금융손익	(555.4)	(633.4)	(512.8)	(492.3)	(475.1)
종속/관계기업손익	(14.0)	(27.9)	(143.5)	(164.0)	(585.0)
기타영업외손익	(242.3)	(544.1)	0.0	0.0	0.0
세전이익	355.9	10.6	630.0	678.6	884.0
법인세	244.3	258.9	152.5	164.2	276.3
계속사업이익	111.6	(248.3)	477.5	514.4	607.7
중단사업이익	(65.6)	(92.2)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	45.9	(340.5)	477.5	514.4	607.7
지배주주지분 손이익	5.4	(223.6)	237.3	237.3	418.9
지배주주순이익	40.6	(116.9)	240.2	277.1	188.8
NOPAT	366.0	(28,606.4)	975.0	1,011.9	1,336.5
EBITDA	1,798.4	1,838.7	1,845.7	1,829.8	2,382.2
성장성(%)					
매출액증가율	2.7	7.4	3.7	(0.9)	4.4
NOPAT증가율	혹전	적전	혹전	3.8	32.1
EBITDA증가율	14.9	2.2	0.4	(0.9)	30.2
영업이익증가율	26.3	4.1	5.8	3.8	45.6
(지배주주)순이익증가율	(79.3)	적전	혹전	15.4	(31.9)
EPS증가율	(78.4)	적전	혹전	15.3	(31.9)
수익성(%)					
매출총이익률	18.3	18.3	18.9	20.6	23.0
EBITDA이익률	10.6	10.1	9.8	9.8	12.2
영업이익률	6.9	6.7	6.8	7.2	10.0
계속사업이익률	0.7	(1.4)	2.5	2.8	3.1
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,594	(4,779)	10,164	11,723	7,987
BPS	111,245	93,721	99,553	106,941	108,421
CFPS	86,507	79,912	72,109	70,568	76,130
EBITDAPS	70,668	75,196	78,092	77,419	100,792
SPS	664,594	743,154	797,003	789,832	824,284
DPS	5,100	5,200	5,200	5,200	5,200
주기지표(배)					
PER	70.9	N/A	10.3	9.0	13.1
PBR	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
PCFR	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.9	9.4	8.8	8.5	6.3
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	1.7	(5.2)	11.5	12.4	8.1
ROA	0.1	(0.4)	0.8	0.9	0.6
ROIC	2.1	(167.0)	5.9	6.3	8.5
부채비율	278.4	304.2	290.1	275.5	262.9
순부채비율	131.9	135.2	113.4	96.1	80.4
이자보상배율(배)	2.1	2.1	2.3	2.4	3.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	10,868.0	11,585.9	12,795.7	13,735.9	14,802.2
금융자산	2,906.4	3,000.1	4,139.4	5,046.2	5,938.8
현금성자산	2,344.6	2,456.2	3,591.0	4,495.7	5,377.2
매출채권 등	4,816.1	5,024.0	5,065.3	5,084.8	5,186.5
재고자산	2,351.6	2,608.0	2,629.5	2,639.6	2,692.4
기타유동자산	793.9	953.8	961.5	965.3	984.5
비유동자산	17,901.0	17,294.4	16,538.3	16,047.1	15,628.3
투자자산	1,450.8	1,155.7	959.0	962.6	981.9
금융자산	1,324.2	777.2	783.6	786.6	802.3
유형자산	8,198.8	7,768.3	7,419.1	7,116.4	6,854.0
무형자산	6,792.0	7,018.2	6,808.0	6,615.9	6,440.2
기타비유동자산	1,459.4	1,352.2	1,352.2	1,352.2	1,352.2
자산총계	28,769.0	28,880.3	29,334.0	29,783.0	30,430.5
유동부채	13,721.9	13,316.9	13,379.7	13,409.3	13,563.8
금융부채	7,436.1	6,172.5	6,177.0	6,179.0	6,190.0
매입채무 등	4,082.6	4,794.6	4,834.0	4,852.6	4,949.6
기타유동부채	2,203.2	2,349.8	2,368.7	2,377.7	2,424.2
비유동부채	7,443.7	8,418.3	8,434.2	8,441.6	8,480.7
금융부채	5,502.9	6,490.2	6,490.2	6,490.2	6,490.2
기타비유동부채	1,940.8	1,928.1	1,944.0	1,951.4	1,990.5
부채총계	21,165.6	21,735.2	21,813.8	21,850.9	22,044.5
지배주주지분	2,474.0	2,011.5	2,149.4	2,324.0	2,359.0
자본금	134.8	134.8	134.8	134.8	134.8
자본잉여금	844.3	761.4	761.4	761.4	761.4
자본조정	(444.5)	(396.3)	(396.3)	(396.3)	(396.3)
기타포괄이익누계액	606.9	551.4	551.4	551.4	551.4
이익잉여금	1,332.5	960.1	1,098.0	1,272.6	1,307.6
비지배주주지분	5,129.4	5,133.5	5,370.8	5,608.1	6,027.0
자본총계	7,603.4	7,145.0	7,520.2	7,932.1	8,386.0
순금융부채	10,032.6	9,662.6	8,527.8	7,623.0	6,741.4
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	677.0	1,021.9	1,040.5	1,010.9	1,054.6
당기순이익	45.9	(340.5)	477.5	514.4	607.7
조정	1,585.4	1,662.1	559.4	494.8	438.1
감가상각비	630.8	622.9	559.4	494.9	438.1
외환거래손익	(148.6)	48.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	26.3	27.9	0.0	0.0	0.0
기타	1,076.9	962.8	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(954.3)	(299.7)	3.6	1.7	8.8
투자활동 현금흐름	(556.0)	(943.1)	192.2	(5.8)	(30.3)
투자자산감소(증가)	72.6	306.0	196.7	(3.7)	(19.3)
유형자산감소(증가)	(337.1)	(347.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(291.5)	(901.7)	(4.5)	(2.1)	(11.0)
재무활동 현금흐름	289.9	10.8	(98.0)	(100.4)	(142.9)
금융부채증가(감소)	363.7	(276.3)	4.4	2.1	10.9
자본증가(감소)	16.5	(82.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	102.5	612.3	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(192.8)	(242.4)	(102.4)	(102.4)	(153.8)
현금의 증감	325.3	111.6	1,134.8	904.8	881.5
Unlevered CFO	2,201.5	1,954.1	1,704.3	1,667.9	1,799.3
Free Cash Flow	282.2	637.8	1,040.5	1,010.9	1,054.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.22	BUY	140,000		
19.2.13	BUY	130,000	-24.98%	-18.08%
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 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	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 4월 19일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 4월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 4월 22일 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.