

# 두산(000150)

## 자체사업 실적 개선 전망

### 2Q19 자체사업 영업이익 640억원(YoY -14%, QoQ +36%) 추정

두산 2Q19 자체사업 영업이익은 전분기 대비 36% 개선된 640억원을 추정한다. 지난 분기 적자를 기록했던 연료전지 및 면세/유통 부문의 동반 흑자전환에 따른 영향이다. 특히, 연료전지 부문은 리콜 비용의 분기별 반영에도 불구하고 전년도 대규모 수주의 매출 인식 본격화로 2분기 이후 흑자전환 기조를 유지할 것으로 예상된다. 연료전지 누적 수주액은 4,600억원대로 연간 약 1조원의 수주가 가능할 전망이다. 모트론은 매출 감소로 상대적으로 부진할 전망이지만 인프라코어 등 자회사 실적 호조를 감안시 하반기 이후 재차 수익성 개선이 가능해 보인다. 연결 지배순익은 두산중공업 지배순손실 감소로 528억원(YoY +198.3%, QoQ 흑자전환)을 전망한다.

### 분할 후 두산솔루스 및 두산퓨얼셀 재평가 여력 충분

두산은 10/1일, 인적분할을 앞두고 있으며 9/27일 거래정지, 10/18일 3개사로 재상장 예정이다. 분할비용과 현 주가를 고려 시 신설 상장되는 두산솔루스 및 두산퓨얼셀의 시가총액은 각 600억원, 1,000원대에 불과한데 양사 합산 시가총액의 상승여력은 4배 전후로 추정한다. 먼저, 솔루스는 올해 연말까지 전지박 1만톤 증설이 완료되어 내년부터 전지박 실적의 기여가 예상된다. LG화학 납품 비중이 높았던 KCFT의 SK그룹 인수 또한 두산솔루스의 유럽시장 매출 확대에 긍정적 외부요인이라 판단한다. 전지박 실적의 중장기 기여를 고려할 때 2019년 예상 순익 200억원 대비 20배 전후 적용이 가능하다. 두산퓨얼셀은 발전용 연료전지 수주 증가와 적응적 사업구조에 따른 마진 개선으로 올해부터 흑자 기조를 예상한다. 국내 상장 및 NYSE 상장 유사업체를 기준으로 PSR 1배 이상의 시장가격이 추정된다.

### BUY 및 목표주가 14만원 유지

인적분할 이후 솔루스/ 퓨얼셀 가치의 재평가 여지와 두산 존속 법인의 배당수익률 매력을 감안할 때, 현 주가는 저평가 매력 충분하다. 기존 투자의견 BUY와 목표주가 14만원을 유지하며 인적분할 이후 3사에 대한 목표주가를 재검토 예정이다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 140,000원 | CP(7월 15일): 93,000원

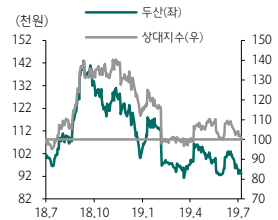
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,082.48
52주 최고/최저(원)	143,000/91,300
시가총액(십억원)	1,696.1
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	18,238.1
60일 평균 거래량(천주)	69.6
60일 평균 거래대금(십억원)	6.8
19년 배당금(예상, 원)	5,200
19년 배당수익률(예상, %)	5.5
외국인지분율(%)	8.16
주요주주 지분율(%)	
박용근 외 31인	47.24
국민연금공단	6.09
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.5) (14.3) (7.0)
상대	(6.9) (13.7) 3.2

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	18,736.0	19,322.8
영업이익(십억원)	1,319.4	1,401.0
순이익(십억원)	294.0	366.1
EPS(원)	4,019	5,926
BPS(원)	102,917	103,842

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,913.4	18,172.2	19,063.5	18,828.4	19,336.3
영업이익	십억원	1,167.6	1,215.9	1,270.8	1,357.1	1,257.2
세전이익	십억원	355.9	10.6	512.7	700.7	187.6
지배순이익	십억원	40.6	(116.9)	120.6	242.1	65.8
EPS	원	1,594	(4,779)	5,103	10,245	2,782
증감률	%	(78.4)	적전	폭전	100.8	(72.8)
PER	배	70.89	N/A	18.22	9.08	33.43
PBR	배	1.02	1.19	0.98	0.93	0.96
EV/EBITDA	배	9.86	9.37	9.00	8.74	9.39
ROE	%	1.67	(5.21)	5.97	11.53	3.09
BPS	원	111,245	93,721	94,492	100,403	96,678
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

표 1. 두산 실적 추정 상세

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
<b>Consolidation</b>											
매출액	4,308	4,746	4,230	4,889	4,619	5,021	4,507	4,917	17,296	18,172	19,063
YoY	9.8%	3.2%	-0.6%	8.2%	7.2%	5.8%	6.5%	0.6%	5.3%	5.1%	4.9%
QoQ	-4.6%	10.2%	-10.9%	15.6%	-5.5%	8.7%	-10.2%	9.1%			
자체사업	802	967	879	935	860	969	917	910	3,036	3,583	3,656
두산중공업	3,574	3,833	3,388	3,966	3,829	4,094	3,631	4,049	14,524	14,761	15,603
영업익	351	438	261.2	166	355	367	285	264	1,180	1,216	1,271
YoY	34.5%	14.1%	-0.1%	-39.4%	1.1%	-16.2%	9.1%	59.4%	28.4%	3.0%	4.5%
QoQ	28.3%	25.0%	-40.4%	-36.6%	114.2%	3.5%	-22.4%	-7.4%			
OPM	8.1%	9.2%	6.2%	3.4%	7.7%	7.3%	6.3%	5.4%	6.8%	6.7%	6.7%
자체사업	64	74	60	49	47	64	79	78	272	248	269
두산중공업	305	362	212	123	322	303	206	186	926	1,002	1,017
지배순이익	-10	18	3.4	-128	-13	52.8	41	41	41	-117	121
YoY	적전	-17.2%	-67.7%	적전	적지	198.3%	1124.8%	흑전	-79.4%	-388.1%	-203.7%
QoQ	적전	흑전	-81.0%	적전	적지	흑전	-22.1%	-1.4%			
NPM	-0.2%	0.4%	0.1%	-2.6%	-0.3%	1.1%	0.9%	0.8%	0.2%	-0.6%	0.6%
두산중공업	-69	-26	-14	-300	-38	-1	-5	-5	-292	-409	-49
<b>자체사업</b>											
매출액	802	967	879	935	1,317	950	936	922	3,036	3,583	4,125
YoY	25.9%	25.9%	14.5%	8.4%	64.1%	-1.7%	6.5%	-1.4%	27.6%	18.0%	15.1%
QoQ	-7.0%	20.5%	-9.1%	6.4%	40.8%	-27.8%	-1.5%	-1.5%			
전자	216	206	237	210	218	212	244	234	932	869	909
모트를	144	160	138	152	180	168	124	144	415	594	617
정보통신	54	55	58	58	61	56	58	59	241	225	233
연료전지	8	128	70	154	39	121	141	134	209	359	434
산업차량	207	240	214	208	215	246	204	203	786	870	867
면세/유통	174	178	178	162	604	148	166	147	453	691	1,064
영업익	64	74	60	49	47.2	64.0	79	78	272	248	269
YoY	53.8%	0.3%	-19.3%	-40.2%	-26.6%	-14.0%	32.4%	59.9%	120.2%	-9.0%	8.6%
QoQ	-21.6%	15.7%	-19.5%	-18.2%	-3.7%	35.6%	23.9%	-1.2%			
OPM	8.0%	7.7%	6.8%	5.2%	3.6%	6.7%	8.5%	8.5%	9.0%	6.9%	6.5%
전자	29	20	29	16	20	23	30	29	132	93	102
모트를	15	17	15	13	18	5	12	13	35	59	48
정보통신	7	8	8	8	8	8	9	6	32	31	31
연료전지	-	12	1	-8	3.4	-	12	0	5	12	-6.2
산업차량	16	20	11	9	14	20	16	10	65	57	60
면세/유통	10	9	6	-	-2	8	8	8	14.1	25	23
<b>Stand alone</b>											
영업수익	697	790	682	750	663	785	718	711	2,625	2,919	2,877
YoY	13.9%	24.3%	7.1%	1.3%	-4.8%	-0.6%	5.2%	-5.2%	27.0%	11.2%	-1.5%
QoQ	-5.9%	13.4%	-13.6%	9.9%	-11.6%	18.4%	-8.6%	-1.0%			
배당수익	80	17	0	0	2	17	0	0	94	97	19
상품 등 매출	617	773	682	749	661	769	717	710	2,531	2,822	2,858
영업익	124	60	43	25	37	81	80	79	277	253	277
YoY	15.1%	14.9%	-10.4%	-62.9%	-69.9%	33.5%	83.7%	214.7%	22.8%	-8.5%	9.2%
QoQ	84.3%	-51.4%	-28.2%	-42.4%	49.7%	115.6%	-1.3%	-1.3%			
OPM	17.9%	7.7%	6.4%	3.3%	5.6%	10.3%	11.1%	11.1%	10.5%	8.7%	9.6%
순이익	105	30	19	5	16	53	43	42	205	159	154
YoY	22.0%	-38.1%	-42.4%	-87.5%	-85.1%	79.8%	128.9%	786.1%	33.4%	-22.7%	-2.7%
QoQ	175.6%	-72.0%	-36.5%	-74.5%	227.9%	238.8%	-19.1%	-1.4%			
NPM	15.1%	3.7%	2.8%	0.6%	2.4%	6.8%	6.0%	6.0%	7.8%	5.4%	5.4%

자료: 두산, 하나금융투자

표 2. 두산 분할전 SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율		평가액	비고
투자자산가치			736	
상장사			462	2019/7/15 종가 기준
두산중공업	32.3%		424	
오리콤	63.4%		38	
비상장사			274	
기타			274	기타 비상장사 합산. 모트를, 산차, 전자, 연료전지 등 사업 관련 지분 배제
영업가치	12M Forward	Multiple	3,247	12M Forward 자체사업 세후영업익 대비 멀티플 적용
전자	78	20.0	1,552	배터리 전지박 시장 진출, 로봇 사업 확대 등 성장성 고려 고 멀티플 반영
산업차량	45	10.0	451	
모트를	37	10.0	366	
연료전지	4	124	472	DCF를 통한 가치평가. PSR 1배 수준
정보통신	23	10.0	234	
면세 및 유통	17	10.0	172	두타몰 및 면세사업 합산
브랜드가치			197	2019년 예상 브랜드수익 대비 비용 및 세금 차감후 10배수 적용
투자부동산			153	
순차입금			1,407	1Q19 별도 순차입금
총 기업가치			2,927	
상장사 50% 할인을 적용시 기업가치			2,696	
주식수(천주)			19,656	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)			140,000	
현재주가(원)			93,000	2019/7/15 종가 기준
상승여력			50.5%	

자료: 두산, 하나금융투자

표 3. 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

추정 재무제표

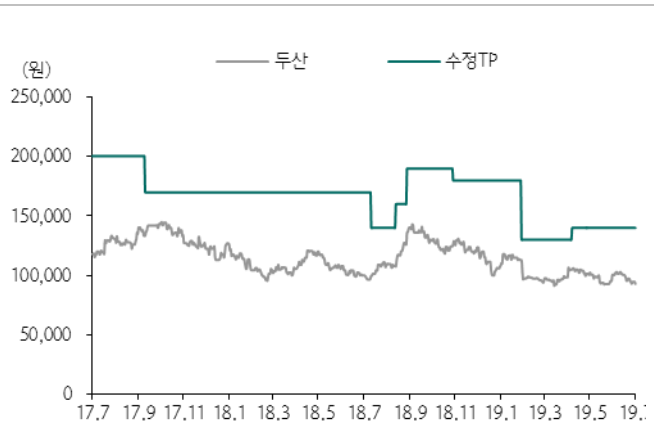
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>16,913.4</b>	<b>18,172.2</b>	<b>19,063.5</b>	<b>18,828.4</b>	<b>19,336.3</b>
매출원가	13,816.7	14,848.7	15,563.0	14,981.6	15,346.4
매출총이익	3,096.7	3,323.5	3,500.5	3,846.8	3,989.9
판매비	1,929.2	2,107.6	2,229.7	2,489.8	2,732.7
<b>영업이익</b>	<b>1,167.6</b>	<b>1,215.9</b>	<b>1,270.8</b>	<b>1,357.1</b>	<b>1,257.2</b>
금융손익	(555.4)	(633.4)	(516.1)	(497.4)	(484.7)
종속/관계기업손익	(14.0)	(27.9)	(242.0)	(158.9)	(585.0)
기타영업외손익	(242.3)	(544.1)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>355.9</b>	<b>10.6</b>	<b>512.7</b>	<b>700.7</b>	<b>187.6</b>
법인세	244.3	258.9	160.6	169.6	60.1
계속사업이익	111.6	(248.3)	352.1	531.2	127.5
중단사업이익	(65.6)	(92.2)	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>45.9</b>	<b>(340.5)</b>	<b>352.1</b>	<b>531.2</b>	<b>127.5</b>
비배주주지분 손익	5.4	(223.6)	231.5	289.0	61.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>40.6</b>	<b>(116.9)</b>	<b>120.6</b>	<b>242.1</b>	<b>65.8</b>
지배주주지분포괄이익	178.8	(163.1)	109.4	165.1	39.6
NOPAT	366.0	(28,606.4)	872.7	1,028.7	854.5
EBITDA	1,798.4	1,838.7	1,830.1	1,851.9	1,695.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	2.7	7.4	4.9	(1.2)	2.7
NOPAT증가율	흑전	적전	흑전	17.9	(16.9)
EBITDA증가율	14.9	2.2	(0.5)	1.2	(8.5)
영업이익증가율	26.3	4.1	4.5	6.8	(7.4)
(지배주주)순이익증가율	(79.3)	적전	흑전	100.7	(72.8)
EPS증가율	(78.4)	적전	흑전	100.8	(72.8)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	18.3	18.3	18.4	20.4	20.6
EBITDA이익률	10.6	10.1	9.6	9.8	8.8
영업이익률	6.9	6.7	6.7	7.2	6.5
계속사업이익률	0.7	(1.4)	1.8	2.8	0.7
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,594	(4,779)	5,103	10,245	2,782
BPS	111,245	93,721	94,492	100,403	96,678
CFPS	86,507	79,912	67,285	71,720	47,067
EBITDAPS	70,668	75,196	77,434	78,356	71,729
SPS	664,594	743,154	806,583	796,636	818,126
DPS	5,100	5,200	5,200	5,200	5,200
<b>주기지표(배)</b>					
PER	70.9	N/A	18.2	9.1	33.4
PBR	1.0	1.2	1.0	0.9	1.0
PCFR	1.3	1.4	1.4	1.3	2.0
EV/EBITDA	9.9	9.4	9.0	8.7	9.4
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	1.7	(5.2)	6.0	11.5	3.1
ROA	0.1	(0.4)	0.4	0.8	0.2
ROIC	2.1	(167.0)	5.2	6.2	5.2
부채비율	278.4	304.2	294.7	277.8	281.2
순부채비율	131.9	135.2	121.9	107.7	103.8
이자보상배율(배)	2.1	2.1	2.3	2.4	2.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>10,868.0</b>	<b>11,585.9</b>	<b>12,564.4</b>	<b>13,439.5</b>	<b>14,021.8</b>
금융자산	2,906.4	3,000.1	3,654.3	4,240.4	4,576.5
현금성자산	2,344.6	2,456.2	3,107.1	3,696.3	4,021.5
매출채권 등	4,816.1	5,024.0	5,174.7	5,278.2	5,383.8
재고자산	2,351.6	2,608.0	2,686.3	2,766.9	2,849.9
기타유동자산	793.9	953.8	1,049.1	1,154.0	1,211.6
<b>비유동자산</b>	<b>17,901.0</b>	<b>17,294.4</b>	<b>16,622.1</b>	<b>16,121.3</b>	<b>15,703.9</b>
투자자산	1,450.8	1,155.7	1,042.7	1,036.8	1,057.5
금융자산	1,324.2	777.2	781.8	777.4	792.9
유형자산	8,198.8	7,768.3	7,419.1	7,116.4	6,854.0
무형자산	<b>6,792.0</b>	<b>7,018.2</b>	<b>6,808.0</b>	<b>6,615.9</b>	<b>6,440.2</b>
기타비유동자산	<b>1,459.4</b>	<b>1,352.2</b>	<b>1,352.3</b>	<b>1,352.2</b>	<b>1,352.2</b>
<b>자산총계</b>	<b>28,769.0</b>	<b>28,880.3</b>	<b>29,186.5</b>	<b>29,560.8</b>	<b>29,725.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>13,721.9</b>	<b>13,316.9</b>	<b>13,362.0</b>	<b>13,318.6</b>	<b>13,471.3</b>
금융부채	7,436.1	6,172.5	6,175.7	6,172.6	6,183.4
매입채무 등	4,082.6	4,794.6	4,822.9	4,795.6	4,891.5
기타유동부채	2,203.2	2,349.8	2,363.4	2,350.4	2,396.4
<b>비유동부채</b>	<b>7,443.7</b>	<b>8,418.3</b>	<b>8,429.7</b>	<b>8,418.7</b>	<b>8,457.3</b>
금융부채	<b>5,502.9</b>	<b>6,490.2</b>	<b>6,490.2</b>	<b>6,490.2</b>	<b>6,490.2</b>
기타비유동부채	1,940.8	1,928.1	1,939.5	1,928.5	1,967.1
<b>부채총계</b>	<b>21,165.6</b>	<b>21,735.2</b>	<b>21,791.7</b>	<b>21,737.3</b>	<b>21,928.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,474.0</b>	<b>2,011.5</b>	<b>2,029.7</b>	<b>2,169.4</b>	<b>2,081.4</b>
자본금	<b>134.8</b>	<b>134.8</b>	<b>134.8</b>	<b>134.8</b>	<b>134.8</b>
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	978.3	1,118.0	1,030.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>5,129.4</b>	<b>5,133.5</b>	<b>5,365.0</b>	<b>5,654.0</b>	<b>5,715.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>7,603.4</b>	<b>7,145.0</b>	<b>7,394.7</b>	<b>7,823.4</b>	<b>7,797.1</b>
순금융부채	10,032.6	9,662.6	9,011.6	8,422.5	8,097.2
<b>현금흐름표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>677.0</b>	<b>1,021.9</b>	<b>640.4</b>	<b>685.7</b>	<b>499.8</b>
당기순이익	45.9	(340.5)	352.1	531.2	127.5
조정	1,585.4	1,662.1	559.3	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	(0.1)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(954.3)	(299.7)	(271.0)	(340.3)	(65.8)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(556.0)</b>	<b>(943.1)</b>	<b>109.7</b>	<b>9.0</b>	<b>(31.6)</b>
투자자산감소(증가)	72.6	306.0	113.0	5.9	(20.7)
유형자산감소(증가)	(337.1)	(347.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(291.5)	(901.7)	(3.3)	3.1	(10.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>289.9</b>	<b>10.8</b>	<b>(99.2)</b>	<b>(105.5)</b>	<b>(143.0)</b>
금융부채증가(감소)	363.7	(276.3)	3.2	(3.1)	10.8
자본증가(감소)	16.5	(82.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	102.5	612.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	(192.8)	(242.4)	(102.4)	(102.4)	(153.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>325.3</b>	<b>111.6</b>	<b>651.0</b>	<b>589.2</b>	<b>325.2</b>
Unlevered CFO	2,201.5	1,954.1	1,590.3	1,695.1	1,112.4
Free Cash Flow	282.2	637.8	640.4	685.7	499.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산



날짜	투자 의견	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 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	90.0%	9.3%	0.6%	99.9%

\* 기준일: 2019년 7월 15일

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 7월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 7월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.