

2017/05/11

두산중공업(034020)

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

더민주 공약에서 지연 요인 많지만, 주가 싸진 상황

Buy(Maintain)

■ 1Q17) 중공업 OP 서프라이즈 vs 재무연결은 부진

동사는 매출 3조4,379억원, 영업이익 2,368억원으로 컨센서스에 부합했고, 순이익은 375억원으로 기대보다 작았다. 이미 종속사들의 실적호조는 알려진 상황이었고, 중공업 부문은 매출 1조 3,723억원(YoY +5%)으로 연간 6.2조원에서 7조원의 +14% 성장폭에 비해 부족했고, 영업이익 694억원(-22%), OPM 5.1%로 적당했다<표1>. 실적은 무난했다.

■ 업사이드) YoY 실적 턴업 & 종속사들의 선전

동사의 YoY 성장은 1Q에 약했지만 하반기로 갈수록 강해질 전망이다<표2>. 과거 동사의 연결 실적 및 투자심리에 악영향을 미쳐온 종속사들 영업환경이 좋아졌고 2017년~2018년 이익 예상치를 10%~20% 상향했다. 두산인프라코어는 중국 및 이머징 시장 회복, 두산밥캣도 북미 딜러 판매 스타킹을 기대하고 있는 국면이다. 두산엔진도 향후 가스엔진 확산기의 수혜를 누린다.

■ 다운사이드) 두산건설 & 신정부의 에너지 관련 정책

다만 두산건설에 대한 판단은 유보한다. 2017년 매출 1.8조원에 영업이익률 4%~5%, 순적자폭 축소 목표를 제시하지만, 감히 작년말과 같은 어닝쇼크가 더 이상 없을 거라고 확언할 수는 없다. 다만, 빅배쓰를 한지 얼마되지 않아 당분간 무사할 것이라는 다소 우스꽝스러운 의견을 제시한다.

집권에 성공한 더민주는 국민의 생명/안전 관련 공약10번 중 ① 40년 후 탈원전 로드맵에서 「신규 원전 전면 중단」, ② 미세먼지 배출량 30% 감소에서 「미착공 신규 석탄화력발전소 신설중단」을 제시했다. 동사에게 악재이다<그림2>. 수주목표 10.6조원은 유지하지만 최소 8조원으로 톤이 약하다<그림1>.

■ 투자전략) 주가하락 기회.. & 국내 악재보다는 해외를 보자

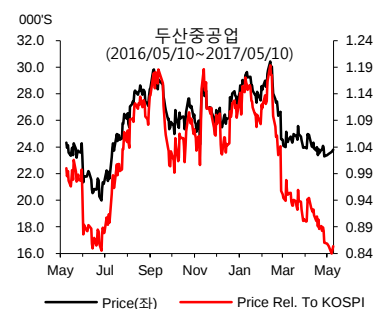
동사 주가는 BW 발행에 따른 희석요인으로 조정을 받았다. 주가 반등을 모색해볼 수 있는 자리에서, 신정부의 원전과 석탄에 대한 공약은 악재이다. 그러나 동사의 성장은 국내 외에도 해외 시장에서의 경쟁력에서 비롯되고 있음을 생각해 볼 때, 여전히 최근의 주가 하락을 이용 할 만하다는 것이 당사의 견이다. 다만 BW 발행에 따른 희석 요인을 감안해 목표주가를 3.1만원으로 하향했다.

목표주가(6M)	31,000원
종가(2017/05/10)	23,750원

Stock Indicator

자본금	597십억원
발행주식수	10,646만주
시가총액	2,528십억원
외국인지분율	12.7%
배당금(2016)	550원
EPS(2017E)	1,791원
BPS(2017E)	30,419원
ROE(2017E)	6.0%
52주 주가	19,950~30,400원
60일평균거래량	685,148주
60일평균거래대금	17.3십억원

Price Trend



1Q17 Review: 컨센서스에 부합

<표 1> 두산중공업의 1Q17 Review: 컨센서스에 부합, 순이익단과 지배주주순이익단은 부진

(십억원)

항목	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17①	y-y %	q-q %	컨센서스 04월27일	당사②	차이(①/②)
매출액	3,308.5	3,463.9	3,059.2	4,061.1	3,437.9	4%	-15%	3,541	3,577	-4%
영업이익	227.6	255.3	154.4	153.8	236.8	4%	54%	246	249	-5%
영업외	-106.3	-174.7	-101.2	-671.3	-121.0			-145	-88	38%
세전이익	121.3	80.6	53.2	-517.5	115.8	-5%	흑전	102	161	-28%
순이익	89.8	130.7	74.3	-520.2	37.5	-58%	흑전	70	117	-68%
지배주주 순이익	31.6	5.3	94.1	-301.8	-14.9	적전	적지	41	70	-121%
영업이익률	6.9%	7.4%	5.0%	3.8%	6.9%	0.0%p	3.1%p	7.0%	6.9%	-0.1%p
순이익률	2.7%	3.8%	2.4%	-12.8%	1.1%	-1.6%p	13.9%p	2.0%	3.3%	-2.2%p
① 중공업										
매출액	1,305.0	1,448.5	1,254.9	2,081.6	1,372.3	5%	-34%		1,482	-7%
영업이익	89.4	75.6	47.8	72.7	70.2	-21%	-3%		82	-14%
영업이익률	6.8%	5.2%	3.8%	3.5%	5.1%	-1.7%p	1.6%p		5.5%	-0.4%p
파워(연결)										
매출액	1,023	1,171	1,018	1,720	1,075	5%	-38%		1,239	-2%
영업이익	74	73	42	77	60	-19%	-23%		75	-20%
영업이익률	7.2%	6.2%	4.1%	4.5%	5.5%	-1.7%p	1.0%p	←기고효과	6.0%	-0.5%p
워터										
매출액	89	78	67	126	70	-21%	-45%		88	-20%
영업이익	-2	-6	-6	1	-4	적지	적전	←매출부족	1	-534%
영업이익률	-1.9%	-7.6%	-9.3%	1.1%	-5.4%	-3.6%p	-6.5%p		1.0%	-6.4%p
주단 건설 등										
매출액	209	229	198	260	227	9%	-13%		156	46%
영업이익	18	8	14	-7	14	-22%	흑전		6	121%
영업이익률	8.4%	3.5%	7.0%	-2.5%	6.0%	-2.4%p	8.5%p		4.0%	2.1%p
② 중공업 외										
매출액	2,023	2,139	1,814	1,831	2,095	4%	14%		2,095	0%
영업이익	137	186	109	76	167	21%	120%		167	0%
영업이익률	6.8%	8.7%	6.0%	4.1%	8.0%	1.2%p	3.8%p		8.0%	0.0%p

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 두산중공업 실적 예상치: 하반기 매출 전년동기대비 성장폭 더 커질것

(십억원)														
항목	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	3,308	3,464	3,059	4,061	3,438	4,059	3,993	4,267	19,208	17,972	14,471	13,893	15,757	17,106
영업이익	228	255	154	154	237	301	262	271	958	878	-27	791	1,071	1,197
금융/기타영업외	-102	-172	-98	-662	-116	-106	-105	-102	-840	-1,003	-1,504	-1,034	-429	-448
이자손익	-133	-121	-107	-112	-109	-107	-106	-104	-638	-584	-569	-473	-426	-393
관계기업/기타	-4	-2	-4	-9	-5	-6	-7	-6	-48	-80	-82	-20	-24	-27
세전사업이익	121	81	53	-518	116	188	151	163	70	-205	-1,613	-262	618	723
지배주주순이익	32	5	94	-302	-15	78	72	79	69	-95	-1,039	-171	214	413
영업이익률	6.9%	7.4%	5.0%	3.8%	6.9%	7.4%	6.6%	6.4%	5.0%	4.9%	-0.2%	5.7%	6.8%	7.0%
주주순이익률	1.0%	0.2%	3.1%	-7.4%	-0.4%	1.9%	1.8%	1.8%	0.4%	-0.5%	-7.2%	-1.2%	1.4%	2.4%
EPS(원)	265	45	789	-2,529	-125	554	511	560	652	-793	-8,701	-1,431	1,519	2,933
BPS(원)	29,734	30,929	29,954	29,119	28,994	25,153	25,664	25,808	44,524	39,036	29,998	29,119	25,808	28,325
① 중공업														
매출액	1,305	1,449	1,255	2,082	1,343	1,544	1,886	2,088	8,485	7,264	6,639	6,090	6,860	7,935
YoY	-20%	-13%	-18%	15%	3%	7%	50%	0%	-12%	-14%	-9%	-8%	13%	16%
				↑ ② YoY 턴업 시작					① 이익 턴어라운드→			10%	28%	21%
영업이익	89	76	48	73	69	80	105	110	515	323	259	285	365	443
영업이익률	6.8%	5.2%	3.8%	3.5%	5.2%	5.2%	5.6%	5.3%	6.1%	4.4%	3.9%	4.7%	5.3%	5.6%
발전(연결)														
매출액	1,023	1,171	1,018	1,720	1,075	1,195	1,541	1,635	6,599	5,613	5,296	4,932	5,446	6,705
영업이익	74	73	42	77	60	63	86	111	527	330	259	265	320	406
영업이익률	7.2%	6.2%	4.1%	4.5%	5.5%	5.2%	5.6%	6.8%	8.0%	5.9%	4.9%	5.4%	5.9%	6.1%
DPS외														
매출액	400	487	433	356	399	547	466	371	2,362	2,383	1,964	1,676	1,783	1,598
영업이익	15	-9	-6	13	12	21	19	8	59	103	31	13	61	70
영업이익률	3.8%	-1.8%	-1.5%	3.6%	3.1%	3.9%	4.1%	2.2%	2.5%	4.3%	1.6%	0.8%	3.4%	4.4%
워터														
매출액	89	78	67	126	70	108	105	125	782	576	461	360	407	358
영업이익	-2	-6	-6	1	-4	2	3	4	35	-1	-29	-12	5	11
영업이익률	-1.9%	-7.6%	-9.3%	1.1%	-5.4%	2.0%	3.0%	3.0%	4.4%	-0.2%	-6.2%	-3.4%	1.3%	3.0%
주단 건설 등														
매출액	209	229	198	260	227	241	240	328	1,172	1,180	961	897	1,037	872
영업이익	18	8	14	-7	14	15	15	-4	-45	28	31	33	40	27
영업이익률	8.4%	3.5%	7.0%	-2.5%	6.0%	6.4%	6.4%	-1.4%	-3.9%	2.3%	3.2%	3.7%	3.9%	3.1%
② 중공업 외														
매출액	2,023	2,139	1,814	1,831	2,095	2,515	2,108	2,179	10,836	10,785	9,092	7,807	8,897	9,171
영업이익	137	186	109	76	167	220	157	161	428	546	-164	508	705	754
영업이익률	6.8%	8.7%	6.0%	4.1%	8.0%	8.8%	7.4%	7.4%	3.9%	5.1%	-1.8%	6.5%	7.9%	8.2%

자료: 하이투자증권 리서치

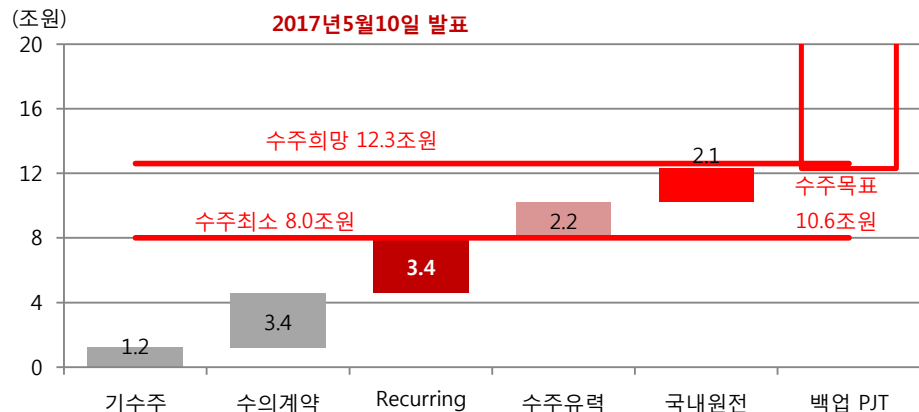
수주) 확실히 9.6조원 → 최소 8조원으로 톤다운

<그림 1> 사측의 수주 가이던스: 「수주 확실히」 9.6 조원 공식 수주목표 10.6 조원

연초 「수주 확실히」 9.6조원 공식 수주목표 10.6조원 가이던스였음

아무튼 원전 지연 가능성 등의 이유로 최소 8조원까지 톤을 다운한 느낌 = 통상 타겟PJT인 수주유력을 제외하면 8조원

수익계약은 남아공CFB 1.2조원, 국내석탄 0.6조원, 국내 건설 0.5조원에서
국내 석탄도 공약10번의 미착공 신규 석탄발전 신설중단에 따라 미뤄지고 8조원을 하회할 수도 있다고 우려



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 문재인인의 대선공약 중 동사 관련: 신규 원전 중단 & 미착공 신규 석탄화력발전소 신설중단

선거명		제19대 대통령선거							
후보자명	문 재 인	기호	1	소속정당명	더불어민주당				
공약순위: 10	제목 : 안전하고 건강한 대한민국			공약분야	환경				
국가가 국민의 생명과 안전을 책임지겠습니다 □ 목표 ○ 깨끗하고 안전한 사회의 건설 ○ 자연재해와 사회적 재난으로부터 국민을 보호 ○ 미세먼지 배출량 감축을 통한 국민 「호흡권」 보장 ○ 탈(脫)원전 등 친환경 에너지 패러다임으로 국가 정책 전환									
② 노후 원전 폐쇄 및 신규 중단 등 원전사고 걱정 해소 · 신규 원전 전면 중단 및 40년후 원전 제로 국가로의 탈(脫)원전 로드맵 마련 · 설계 수명 남은 원전의 내진 보강 및 설계수명 만료되는 원전부터 해체 추진 · 지자체와 지역주민들이 참여하는 원자력안전협의회의 법적 기구화 · 원전 안전관리 관련 업무의 외주 금지와 직접고용 의무화									
③ 임기 내 국내 미세먼지 배출량 30% 감축 <table><tr><td>석탄화력발전소 감축</td><td> · 30년 이상 노후 석탄화력발전소 가동 중단 또는 친환경 연료 전환 · 미착공 신규 석탄화력발전소 신설중단 · 기존·신규발전소 모두 저감 장치 설치 의무화 </td></tr><tr><td>경유차 감축 등</td><td> · 경유차 감축 및 노후 경유차 교체 촉진, 전기차 친환경 경차 보급 확대 지원 추진 </td></tr></table>						석탄화력발전소 감축	· 30년 이상 노후 석탄화력발전소 가동 중단 또는 친환경 연료 전환 · 미착공 신규 석탄화력발전소 신설중단 · 기존·신규발전소 모두 저감 장치 설치 의무화	경유차 감축 등	· 경유차 감축 및 노후 경유차 교체 촉진, 전기차 친환경 경차 보급 확대 지원 추진
석탄화력발전소 감축	· 30년 이상 노후 석탄화력발전소 가동 중단 또는 친환경 연료 전환 · 미착공 신규 석탄화력발전소 신설중단 · 기존·신규발전소 모두 저감 장치 설치 의무화								
경유차 감축 등	· 경유차 감축 및 노후 경유차 교체 촉진, 전기차 친환경 경차 보급 확대 지원 추진								

자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION) 목표주가 31,000원으로 하향: BW 발행에 따른 희석요인 반영

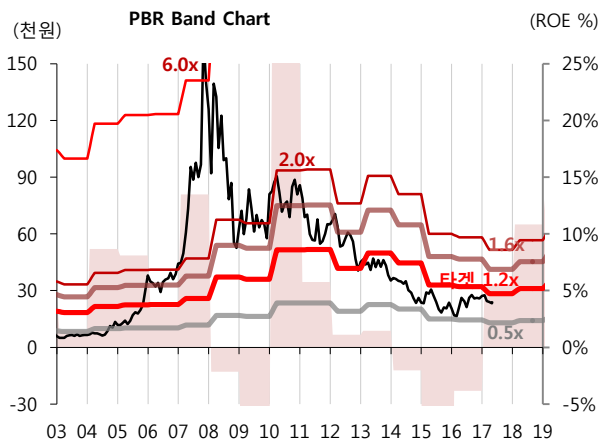
<표 3> 두산중공업 목표주가 기준 34,000 원에서 31,000 원으로 하향: BW 발행에 따른 희석요인 반영

계정	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
중공업 영업이익(십억원)	465	570	594	515	323	259	285	365	443	531
영업이익(십억원)	552	526	586	958	878	-27	791	1,071	1,197	1,326
지배주주 순이익	111	275	43	69	-95	-1,039	-171	214	413	563
지배주주 자본총계	4,796	4,771	3,819	4,727	4,659	3,581	3,476	3,631	3,985	4,489
주식수	106	106	106	106	119	119	119	141	141	141
					RCPS 0.4조원			BW 0.5조원		
EPS	1,238	2,596	402	652	-793	-8,701	-1,431	1,519	2,933	4,003
BPS	45,325	45,072	36,075	44,524	39,036	29,998	29,119	25,808	28,325	31,912
PBR(고)	2.1	1.9	2.2	1.1	0.9	0.89	1.02	1.06		
PBR	1.8	1.4	1.6	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0		
PBR(저)	1.4	1.1	1.1	0.7	0.5	0.45	0.47	0.93		
ROE	3%	6%	1%	1.6%	-2.0%	-25.2%	-5%	6%	11%	13%
적용ROE	4%	6%	1%	1.6%	1.6%	0.6%	8.4%	10.0%	12.1%	13.3%
└ FWD 년도	+0 ~ 1Y	+0Y	+0 ~ 1Y	+0Y	1Y	+1 ~ 2Y	+1 ~ 2Y	+0 ~ 2Y	+0 ~ 1Y	+0Y
COE(고)	2%	3.0%	0.6%	1.5%	1.9%	0.7%	8.2%	9.5%		
COE(평균)	2%	4.1%	0.8%	1.7%	2.1%	0.7%	9.0%	10.4%		
적용ROE = FWD +0 ~ 2Y							8.4%	10.0%	12.1%	
적용COE = TRL 참조							7.5%	8.5%	9.0%	
Target PBR							1.10	1.20	1.30	
적용 BPS: 당해								25,808	28,325	
목표주가							32,000	31,000	37,000	
증가(05.10)								23,750		
상승여력								31%		

자료: 하이투자증권 리서치

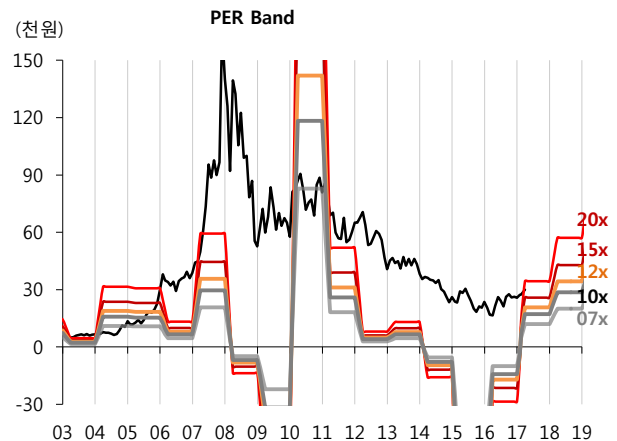
주식: VALUATION에서 사용한 BPS에는 BW 발행 후 이론적으로 행사가능한 21백만주가 모두 주식으로 전환되는 것으로 가정

<그림 3> 두산중공업 PBR 밴드: 1.2 배



자료: 하이투자증권

<그림 4> 두산중공업 PER 15 배 안팎으로 접어들



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,035	8,156	8,255	9,164
현금 및 현금성자산	1,370	800	437	582
단기금융자산	602	458	349	266
매출채권	4,763	4,107	4,473	5,080
재고자산	1,731	2,227	2,418	2,665
비유동자산	15,797	15,812	15,782	15,823
유형자산	6,382	6,376	6,370	6,365
무형자산	6,646	6,442	6,256	6,087
자산총계	24,833	23,968	24,037	24,987
유동부채	11,582	10,816	10,492	10,880
매입채무	2,452	1,897	2,506	3,311
단기차입금	2,893	2,459	2,090	1,776
유동성장기부채	2,531	2,931	2,531	2,531
비유동부채	6,428	5,984	5,907	5,899
사채	1,754	1,354	1,354	1,354
장기차입금	2,535	2,281	2,053	1,848
부채총계	18,010	16,800	16,400	16,779
지배주주지분	3,476	3,631	3,985	4,489
자본금	597	597	597	597
자본잉여금	1,653	1,653	1,653	1,653
이익잉여금	705	860	1,214	1,718
기타자본항목	522	522	522	522
비지배주주지분	3,347	3,537	3,652	3,719
자본총계	6,823	7,168	7,637	8,208

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,893	15,757	17,106	18,857
증가율(%)	-4.0	13.4	8.6	10.2
매출원가	11,477	12,765	13,812	15,244
매출총이익	2,415	2,993	3,294	3,613
판매비와관리비	1,624	1,922	2,096	2,287
연구개발비	192	217	236	260
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	791	1,071	1,197	1,326
증가율(%)	-2,994.7	35.3	11.8	10.7
영업이익률(%)	5.7	6.8	7.0	7.0
이자수익	40	36	30	28
이자비용	513	462	423	388
지분법이익(손실)	-15	-24	-27	-29
기타영업외손익	-475	-44	-60	-80
세전계속사업이익	-246	618	723	862
법인세비용	132	214	195	233
세전계속이익률(%)	-1.8	3.9	4.2	4.6
당기순이익	-216	404	528	629
순이익률(%)	-1.6	2.6	3.1	3.3
지배주주귀속 순이익	-171	214	413	563
기타포괄이익	-28	40	40	40
총포괄이익	-244	444	568	669
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	968	-204	1,619	1,892
당기순이익	-216	404	528	629
유형자산감가상각비	328	486	486	485
무형자산상각비	204	204	186	169
지분법관련손실(이익)	-15	-24	-27	-29
투자활동 현금흐름	805	556	563	505
유형자산의 처분(취득)	-222	-480	-480	-480
무형자산의 처분(취득)	-247	-	-	-
금융상품의 증감	3	-190	-149	-181
재무활동 현금흐름	-2,252	-831	-1,129	-651
단기금융부채의 증감	-2,875	-34	-769	-313
장기금융부채의 증감	684	-653	-228	-205
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-524	-570	-363	145
기초현금및현금성자산	1,893	1,370	800	437
기말현금및현금성자산	1,370	800	437	582

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	-1,431	1,791	3,457	4,718
BPS	29,119	30,419	33,385	37,612
CFPS	3,029	7,568	9,080	10,201
DPS	550	550	550	550
Valuation(배)				
PER		13.3	6.9	5.0
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
PCR	9.0	3.1	2.6	2.3
EV/EBITDA	8.0	5.8	5.2	4.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-4.8	6.0	10.8	13.3
EBITDA 이익률	9.5	11.2	10.9	10.5
부채비율	264.0	234.4	214.7	204.4
순부채비율	113.5	108.4	94.8	81.2
매출채권회전율(x)	2.8	3.6	4.0	3.9
재고자산회전율(x)	7.1	8.0	7.4	7.4

자료 : 두산중공업, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이

이전제시일자	투자이전	목표주가
2017-05-11	Buy	31,000
2017-02-17	Buy	34,000
2017-01-31	Buy	39,000
2016-04-20	Buy	34,000
2016-02-29	Buy	28,000
2015-10-07	Buy	37,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사는 2017 년 4월 7일 두산중공업의 비용으로 창원공장 견학행사에 참여하였습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 최광식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-