

# 두산(000150/KS)

## 자체사업도, 자회사도 수익개선 추세 뚜렷

### 매수(유지)

T.P 140,000 원(하향)

#### Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

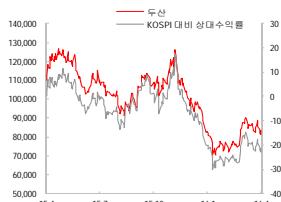
#### Company Data

자본금	1,348 억원
발행주식수	2,226 만주
자사주	689 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,357 억원
주요주주	
박용근(외35)	44.59%
두산 자사주	26.83%
외국인지분률	7.50%
배당수익률	5.60%

#### Stock Data

주가[16/04/06]	81,600 원
KOSPI	1971.32 pt
52주 Beta	1.40
52주 최고가	126,500 원
52주 최저가	70,200 원
60일 평균 거래대금	96 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.7%	-4.4%
6개월	-24.8%	-24.1%
12개월	-23.4%	-20.5%

1 분기 매출액 4.4 조원, 영업이익 2,521 억원으로 수익성 측면에서 시장기대치(매출액 4.8 조원, 영업이익 2,220 억원)를 상회할 것으로 예상된다. 자체사업의 안정적인 이익이 유지되는 가운데 주요 자회사들의 수익성개선이 동반되기 때문이다. 2 분기 이후로 갈수록 수익개선폭이 커질 것이다. 자체사업은 연료전지의 매출 정상화, 자회사들은 구조조정효과와 원가절감 등이 본격적으로 반영되기 때문이다.

#### 기대치를 상회하는 1 분기 실적 예상

1 분기 매출액 4.4 조원, 영업이익 2,521 억원으로 수익성 측면에서 시장기대치(매출액 4.8 조원, 영업이익 2,220 억원)를 상회할 것으로 예상된다. 자체사업의 안정적인 이익이 유지되는 가운데 주요 자회사들의 수익성개선이 동반되기 때문이다. 2 분기 이후로 갈수록 수익개선폭이 커질 것이다. 자체사업은 연료전지의 매출 정상화, 자회사들은 구조조정효과와 원가절감 등이 본격적으로 반영되기 때문이다.

#### 주요 투자포인트 3 가지

주요 투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 자체사업의 역량 강화이다. 연료전지라는 성장동력이 가세하면서 자체사업의 연간 매출액은 2.5 조원, 영업이익은 2,075 억원에 이를 전망이다. 연료전지의 연간 수주액은 8 천억원을 넘어서고 매출액 3,956 억원, 영업이익률도 9.7%에 달할 것으로 예상된다. 아직 수익추정에는 빠져 있는 면세점사업도 수익개선에 일조할 것이다. 유동인구가 많은 지리적 장점과 새벽 2 시까지의 연장영업 등 기준 면세점과 차별화되는 전략의 성공가능성에 주목해본다. 둘째, 자회사들의 턴어라운드이다. 지난해 대규모 구조조정과 사업구조 재편, 매각을 통해 본업의 경쟁력강화, 재무리스크의 완화를 꾀하고 있다. 하반기로 갈수록 원가절감, 이자비용의 감소 등 수익개선효과가 커질 것이다. 셋째, 주주가치제고 정책의 유지이다. 배당수익률이 5%를 넘어섰고 자사주 소각 계획(매 3년간 적어도 5%이상)도 발표하였다. 두산 DST 매각을 통한 추가적인 현금 확보도 가능하다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 140,000 원

투자의견 매수를 유지하지만 자회사 가치하락(기존 목표주가 산정 시점과의)을 반영해 목표주가는 140,000 원으로 하향한다. 기존 주력사업인 전자, 산업차량, 정보통신에 신규사업인 연료전지, 면세점이 합세하면서 자체사업의 가치가 부각될 시점이다. 자회사들의 실적개선과 재무구조 개선이 이루어지면서 그룹의 유동성 또는 재무리스크라는 큰 결림돌도 상당부분 제거되었다는 판단이다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	216,161	203,124	189,604	191,680	204,133	215,250
yoy	%	-11.2	-6.0	-6.7	11	6.5	5.5
영업이익	억원	11,352	9,979	2,646	12,016	13,680	14,946
yoy	%	42.0	-12.1	-73.5	354.2	13.9	9.3
EBITDA	억원	17,683	16,640	9,532	18,913	20,451	21,649
세전이익	억원	1,986	-1,374	-14,462	2,988	3,953	4,477
순이익(지배주주)	억원	1,236	653	-3,912	1,123	1,625	1,902
영업이익률%	%	5.3	4.9	14	63	6.7	6.9
EBITDA%	%	8.2	8.2	5.0	9.9	10.0	10.1
순이익률	%	0.6	0.2	-9.0	11	1.3	1.5
EPS	원	4,263	-387	-13,728	5,155	7,037	8,076
PER	배	32.7	N/A	N/A	16.2	11.9	10.4
PBR	배	1.2	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	11.6	12.1	21.3	10.5	9.6	9.0
ROE	%	4.3	2.2	-14.3	4.0	5.1	5.3
순차입금부채비율	억원	102,923	104,671	113,336	106,934	101,667	95,491
	%	244.1	252.4	276.0	254.2	241.0	227.7

## 실적추이

(단위: 억원)

		2014	2015	1Q16E	2QE	3QE	4QE	2016E	2017E	2018E
전자	매출액	6,736	7,525	2,023	1,890	2,244	2,030	8,187	8,801	9,577
	영업이익	375	609	158	166	211	187	722	818	932
	영업이익률	5.6%	8.1%	7.8%	8.8%	9.4%	9.2%	8.8%	9.3%	9.7%
산업차량	매출액	6,574	7,063	1,752	2,080	1,890	1,802	7,524	8,162	8,720
	영업이익	437	541	118	195	142	134	589	642	702
	영업이익률	6.6%	7.7%	6.7%	9.4%	7.5%	7.4%	7.8%	7.9%	8.1%
모트롤	매출액	3,348	2,718	861	717	552	623	2,753	2,790	2,860
	영업이익	-3	10	5	2	6	2	15	21	33
	영업이익률	-0.1%	0.4%	0.6%	0.3%	1.1%	0.3%	0.5%	0.8%	1.2%
정보통신	매출액	2,347	2,474	629	637	655	640	2,561	2,640	2,753
	영업이익	274	355	87	84	94	99	364	382	401
	영업이익률	11.7%	14.3%	13.8%	13.2%	14.4%	15.5%	14.2%	14.5%	14.6%
연료전지	매출액	222	1,684	130	1,022	1,322	1,482	3,956	5,420	6,640
	영업이익	-166	54	-6	98	141	152	385	552	668
	영업이익률	-74.8%	3.2%	-4.6%	9.6%	10.7%	10.3%	9.7%	10.2%	10.1%
자체사업 합산	매출액	19,227	21,464	5,395	6,346	6,663	6,577	24,981	27,813	30,550
	영업이익	917	1,569	362	545	594	574	2,075	2,415	2,736
	영업이익률	4.8%	7.3%	6.7%	8.6%	8.9%	8.7%	8.3%	8.7%	9.0%
중공업 연결등	매출액	183,895	168,141	38,664	42,122	41,023	44,890	166,699	176,320	184,700
	영업이익	9,060	1,078	2,159	2,642	2,780	2,360	9,941	11,265	12,210
	영업이익률	4.9%	0.6%	5.6%	6.3%	6.8%	5.3%	6.0%	6.4%	6.6%
연결 실적	매출액	203,122	189,605	44,059	48,468	47,686	51,467	191,680	204,133	215,250
	영업이익	9,977	2,647	2,521	3,187	3,374	2,934	12,016	13,680	14,946
	영업이익률	4.9%	1.4%	5.7%	6.6%	7.1%	5.7%	6.3%	6.7%	6.9%

자료: SK 증권 추정

<b>목표주가 산출내역</b>		(단위: 억원, 원, 배)		
<u>사업가치</u>				
전자부문 EBITDA		830		
Multiple(x)		7.5		
전자부문 사업가치		6,227		
산업차량부문 EBITDA		677		
Multiple(x)		7.0		
산업차량부문 사업가치		4,741		
모트롤부문 EBITDA		120		
Multiple(x)		6.0		
모트롤부문 사업가치		720		
연료전지부문 EBITDA		460		
Multiple(x)		9.0		
연료전지부문 사업가치		4,140		
정보통신부문 EBITDA		385		
Multiple(x)		7.0		
정보통신부문 사업가치		2,695		
<b>전체영업가치(A)</b>		<b>18,524</b>		
	회사명	지분율	장부가	시가
상장법인	두산중공업	36.8%	12,329	8,341
	오리콤	67.0%	231	548
비상장법인	DIP홀딩스	100.0%	1,641	3,200
	두산타워	100.0%	2,315	4,000
	기타		2,742	2,742
<b>비영업자산기자합계(B)</b>		<b>19,258</b>		<b>18,831</b>
순차입금◎				5,500
<b>기업가치(E=A+B-C)</b>				<b>29,188</b>
<b>주당기업가치(E)</b>				<b>141,733</b>

자료 SK 증권 추정

주: 상장법인은 30%할인 적용, 2016년 예상실적 기준

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.04.08	매수	140,000원
	2015.12.09	매수	180,000원
	2015.09.23	매수	180,000원
	2015.07.30	매수	180,000원
	2015.05.21	매수	180,000원
	2015.05.05	매수	180,000원
	2015.03.19	매수	180,000원
	2014.10.13	매수	180,000원
	2014.04.30	매수	180,000원

  
**Compliance Notice**

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 4월 8일 기준)

매수	95.89%	중립	4.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	122,770	123,238	129,265	141,024	152,225
현금및현금성자산	16,910	23,326	28,358	34,146	40,016
매출채권및기타채권	52,846	52,630	53,206	56,663	59,749
재고자산	28,492	27,523	27,825	29,632	31,246
<b>비유동자산</b>	190,923	192,326	193,701	194,629	195,074
장기금융자산	12,896	18,292	18,292	18,292	18,292
유형자산	85,835	87,961	86,454	85,430	84,793
무형자산	71,734	70,253	70,592	70,899	71,178
<b>자산총계</b>	313,693	315,563	322,966	335,652	347,299
<b>유동부채</b>	126,483	142,797	142,369	147,160	150,972
단기금융부채	59,377	77,774	76,634	77,154	77,154
매입채무 및 기타채무	40,625	37,183	37,590	40,032	42,212
단기충당부채	1,477	1,389	1,404	1,495	1,577
<b>비유동부채</b>	98,187	88,831	89,405	90,066	90,351
장기금융부채	75,137	66,891	66,661	66,661	66,356
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2,456	2,512	2,723	2,896	3,050
<b>부채총계</b>	224,670	231,628	231,774	237,225	241,323
<b>지배주주지분</b>	28,894	25,770	30,061	34,098	38,330
자본금	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348
자본잉여금	9,455	8,389	8,389	8,389	8,389
기타자본구성요소	-4,634	-5,224	-5,224	-5,224	-5,224
자기주식	-3,000	-3,592	-3,592	-3,592	-3,592
이익잉여금	18,162	13,570	14,694	15,563	16,628
비지배주주지분	60,129	58,165	61,132	64,329	67,646
<b>자본총계</b>	89,023	83,935	91,193	98,427	105,976
<b>부채와자본총계</b>	313,693	315,563	322,966	335,652	347,299

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	12,631	5,686	18,135	17,938	19,149
당기순이익(손실)	332	-17,008	2,013	2,745	3,142
비현금성항목등	18,552	30,518	16,648	17,455	18,255
유형자산감가상각비	4,632	4,581	4,606	4,450	4,352
무형자산상각비	2,028	2,305	2,290	2,322	2,351
기타	5,080	12,382	3,180	3,880	4,760
운전자본감소(증가)	-3,586	-6,167	197	-1,305	-1,165
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,902	1,977	-576	-3,457	-3,086
재고자산감소(증가)	-2,622	991	-301	-1,808	-1,614
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	260	-5,871	407	2,442	2,180
기타	-3,126	-3,264	668	1,517	1,354
법인세납부	-2,668	-1,657	-723	-957	-1,084
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,434	-3,960	-5,223	-5,467	-5,664
금융자산감소(증가)	620	476	0	0	0
유형자산감소(증가)	-4,369	-3,882	-3,100	-3,425	-3,715
무형자산감소(증가)	-2,656	-2,629	-2,629	-2,629	-2,629
기타	970	2,074	506	587	680
<b>재무활동현금흐름</b>	-2,565	4,876	-7,880	-6,684	-7,614
단기금융부채증가(감소)	17,480	26,874	-1,140	520	0
장기금융부채증가(감소)	-5,664	-9,931	-230	0	-305
자본의증가(감소)	-609	-592	0	0	0
배당금의 지급	-1,510	-2,268	0	-755	-838
기타	-12,261	-9,206	-6,510	-6,448	-6,472
현금의 증가(감소)	4,326	6,416	5,032	5,787	5,871
기초현금	12,585	16,910	23,326	28,358	34,146
기밀현금	16,910	23,326	28,358	34,146	40,016
FCF	9,063	1,446	10,473	9,782	10,523

자료 : 두산 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	203,124	189,604	191,680	204,133	215,250
<b>매출원가</b>	169,389	159,681	156,584	165,960	174,137
<b>매출총이익</b>	33,735	29,923	35,096	38,173	41,113
<b>매출총이익률 (%)</b>	16.6	15.8	18.3	18.7	19.1
<b>판매비와관리비</b>	23,756	27,277	23,080	24,493	26,167
영업이익	9,979	2,646	12,016	13,680	14,946
영업이익률 (%)	4.9	1.4	6.3	6.7	6.9
비영업순익	-11,353	-17,107	-9,028	-9,726	-10,468
<b>순금융비용</b>	6,413	6,455	6,004	5,861	5,791
<b>외환관련손익</b>	-288	-1,506	156	15	83
<b>관계기업투자등 관련순익</b>	-780	-480	0	0	0
세전계속사업이익	-1,374	-14,462	2,988	3,953	4,477
세전계속사업이익률 (%)	-0.7	-7.6	1.6	1.9	2.1
계속사업법인세	-951	2,295	723	957	1,084
<b>계속사업이익</b>	-423	-16,757	2,265	2,997	3,394
증단사업이익	755	-251	-251	-251	-251
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	332	-17,008	2,013	2,745	3,142
<b>순이익률 (%)</b>	0.2	-9.0	1.1	1.3	1.5
<b>지배주주</b>	653	-3,912	1,123	1,625	1,902
<b>지배주주가속 순이익률(%)</b>	0.32	-2.06	0.59	0.8	0.88
<b>비지배주주</b>	-321	-13,096	890	1,120	1,240
<b>총포괄이익</b>	-2,679	-11,764	7,258	7,989	8,387
<b>지배주주</b>	279	-745	4,291	4,793	5,070
<b>비지배주주</b>	-2,958	-11,019	2,967	3,197	3,317
<b>EBITDA</b>	16,640	9,532	18,913	20,451	21,649

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
<b>매출액</b>	-6.0	-6.7	1.1	6.5	5.5
영업이익	-12.1	-73.5	354.2	13.9	9.3
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	32.3	13.3
EBITDA	-5.9	-42.7	98.4	8.1	5.9
EPS(계속사업)	-109.1	적전	흑전	36.5	14.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.2	-14.3	4.0	5.1	5.3
ROA	0.1	-5.4	0.6	0.8	0.9
EBITDA/이자비용(배)	8.2	5.0	9.9	10.0	10.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	97.1	86.3	90.8	95.8	100.8
부채비율	252.4	276.0	254.2	241.0	227.7
순자본/자기자본	117.6	135.0	117.3	103.3	90.1
EBITDA/이자비용(배)	24	1.4	2.9	3.2	3.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-387	-13,728	5,155	7,037	8,076
BPS	108,349	96,634	112,724	127,863	143,733
CFPS	27,728	11,152	30,073	31,487	32,268
주당 현금배당금	4,000	4,550	5,050	5,600	6,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	17.5	12.8	11.2
PER(최저)	N/A	N/A	13.6	10.0	8.7
PBR(최고)	1.3	1.3	0.8	0.7	0.6
PBR(최저)	1.0	0.9	0.6	0.6	0.5
PCR	3.7	7.9	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA(최고)	12.5	22.3	10.6	9.7	9.0
EV/EBITDA(최저)	12.1	21.3	10.3	9.5	8.8