

두산중공업(034020/KS)

폭풍은 지나갔다

매수(유지)

T.P 22,000 원(하향)

Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

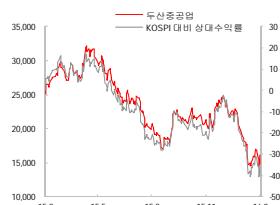
Company Data

자본금	5,968 억원
발행주식수	11,936 만주
자사주	731 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,038 억원
주요주주	
(주)두산(외17)	41.43%
케이디비트리니티	10.12%
외국인지분율	9.40%
배당수익률	4.70%

Stock Data

주가(16/02/05)	16,050 원
KOSPI	1917.79 pt
52주 Beta	1.45
52주 최고가	32,150 원
52주 최저가	14,450 원
60일 평균 거래대금	164 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.4%	-15.9%
6개월	-22.5%	-17.9%
12개월	-36.1%	-34.9%

투자의견 매수를 유지하나 실적추정치와 자회사 지분가치 하락을 반영해 목표주가는 22,000 원으로 낮춘다. 두산인프라코어를 중심으로 한 자회사들의 대규모 손실반영이 마무리됨에 따라 주가의 저점은 확인한 것으로 판단된다. 자체사업의 실적개선과 수주전망도 긍정적인 요인이다. 그러나 높은 부채비율과 불투명한 자회사들의 실적전망은 여전히 부담스런 부분이다. 1분기 이후 구체적인 실적개선의 확인이 필요한 시점이다.

기대치를 크게 하회한 4 분기 실적

4 분기 실적은 기대치를 크게 하회했다. 자체사업의 경우 하남주상복합 할인분양, 베트남 하비코타워 공사손실중단 등에 따라 매출액 1.84 조원, 영업이익은 250 억원에 그쳤다. 영업외에서도 개발사업매각손실, 무형자산 감액손실 등이 2 천억원 넘게 반영되었다. 주요 자회사의 실적도 실망스러웠다. 두산인프라코어는 인력감축과 중국 대리상 구조조정비용, 기술개발 중단에 따른 감액손실 등이, 두산건설은 매출채권 대손상각비 등, 두산엔진은 유휴자산 평가손실 및 개발비 감액 등 예상치 못한 일회성 비용이 급증했다. 연결기준 매출액 4.08 조원에 그쳤고 영업손실 -3,861 억원, 세전손실은 -1.21 조원에 달했다.

대규모 손실 반영으로 2016년에는 뚜렷한 실적개선

대규모 손실 반영으로 2016년에는 뚜렷한 실적개선이 있을 것이다. 연결기준 영업이익률은 지난해 0.4%에서 금년에는 5.5%까지 향상될 전망이다. 자체 수주현황도 긍정적이다. 신한울 3,4 호기를 비롯해 남아공, 터키, 베트남 등 수의계약으로 진행중인 프로젝트 감안시 10조원이상(회사 목표치 11.44 조원)의 수주가 가능할 것이다. 그러나 아직 넘어야 할 산은 많다. 연간 6 천억원에 달하는 금융비용의 감소방안과 자회사들의 전방산업 침체로 본질적인 실적개선이 쉽지 않기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 22,000 원

투자의견 매수를 유지하나 실적추정치와 자회사 지분가치 하락을 반영해 목표주가는 22,000 원으로 낮춘다. 두산인프라코어를 중심으로 한 자회사들의 대규모 손실반영이 마무리됨에 따라 주가의 저점은 확인한 것으로 판단된다. 자체사업의 실적개선과 수주전망도 긍정적인 요인이다. 그러나 높은 부채비율과 불투명한 자회사들의 실적전망은 여전히 부담스럽다. 1분기 이후 구체적인 실적개선의 확인이 필요한 시점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	212,741	192,082	181,275	162,044	160,083	170,368
yoY	%	150.4	-9.7	-5.6	-10.6	-1.2	6.4
영업이익	억원	5,862	9,581	8,882	622	8,855	10,137
yoY	%	114	63.5	-7.3	-93.0	1,324.6	14.5
EBITDA	억원	10,898	14,945	14,588	6,928	14,656	15,809
세전이익	억원	-5,050	701	-1,861	-15,580	750	1,963
순이익(지배주주)	억원	426	692	-947	-15,004	407	1,228
영업이익률%	%	2.8	5.0	4.9	0.4	5.5	6.0
EBITDA%	%	5.1	7.8	8.1	4.3	9.2	9.3
순이익률	%	0.5	0.1	-0.5	-10.8	0.3	0.8
EPS	원	402	653	-884	-12,451	460	1,148
PER	배	112.4	54.2	N/A	N/A	34.9	14.0
PBR	배	1.3	0.8	0.6	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	16.2	11.6	11.0	238	10.8	9.9
ROE	%	1.0	1.6	-2.0	-384	1.3	3.8
순차입금	억원	95,443	93,594	94,464	98,577	95,797	94,249
부채비율	%	366.3	250.4	258.9	328.3	329.4	327.4

실적추정 변경내역

(단위: 억원 %)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	162,044	160,083	171,070	179,708	-5.3	-10.9
영업이익	622	8,855	7,703	9,310	-91.9	-4.9
영업이익률	0.4	5.5	4.5	5.2	-4.1	0.4
세전이익	-15,579	750	1,018	1,058	-1,630.1	-29.1
세전이익률	-9.6	0.5	0.6	0.6	-10.2	-0.1
지배주주순이익	-15,004	407	95	554	-15,879.9	-26.5
지배주주순이익률	-9.3	0.3	0.1	0.3	-9.3	-0.1
EPS(원)	-12,451	460	80	591	-15,730.5	-22.1

자료 SK 증권 추정

실적추이

(단위: 억원 %)

		2012	2013	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	2015P	2016E
자체매출	발전	71,797	65,657	56,433	13,015	13,160	12,399	14,687	53,261	57,230
	Water	9,274	7,817	5,759	1,384	1,238	954	1,037	4,613	4,240
	기타(주단·건설)	13,406	11,938	11,797	2,197	2,432	2,297	2,685	9,611	10,920
	합계	94,477	85,412	73,989	16,596	16,830	15,650	18,409	67,485	72,390
영업이익률	발전	7.4%	8.0%	5.0%	5.1%	5.5%	4.7%	4.2%	4.9%	5.8%
	Water	3.0%	4.4%	3.1%	-6.1%	-3.7%	-12.9%	-3.1%	-6.2%	4.8%
	기타	-3.4%	-3.7%	2.3%	7.4%	10.5%	10.1%	-12.7%	3.2%	2.7%
	합계	5.5%	6.0%	4.4%	4.5%	5.5%	4.4%	1.4%	3.9%	5.3%
자회사매출	두산인프라코어	81,584	77,368	76,886	18,337	19,796	17,298	16,699	72,130	60,533
	두산엔진	13,788	7,439	8,888	1,441	1,652	1,660	2,183	6,936	8,140
	두산건설	23,772	23,552	23,639	4,517	4,381	4,636	4,520	18,054	20,820
	합계	119,144	108,359	109,413	24,295	25,829	23,594	23,402	97,120	89,493
영업이익률	두산인프라코어	4.4%	4.8%	5.9%	4.1%	6.5%	1.2%	-11.8%	0.4%	7.1%
	두산엔진	5.1%	0.1%	-4.5%	-8.2%	-4.0%	-16.1%	-8.5%	-9.2%	-1.8%
	두산건설	-18.9%	2.4%	6.0%	3.3%	2.5%	0.9%	-43.5%	-9.2%	4.2%
	합계	-0.1%	3.9%	5.1%	3.2%	5.1%	-0.1%	-17.6%	-2.1%	5.6%
합산매출액		212,741	192,082	181,275	40,372	42,186	38,636	40,849	162,043	160,083
영업이익률		2.8%	5.0%	4.9%	3.8%	5.4%	1.7%	-9.5%	0.4%	5.5%

자료 SK 증권 추정

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.02.11	매수	22,000원
	2015.09.08	매수	26,000원
	2015.04.17	중립	26,000원
	2015.01.09	중립	26,000원
	2014.07.03	매수	42,000원
	2014.03.21	매수	42,000원

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 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 11일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	111,742	108,123	113,748	118,753	125,148
현금및현금성자산	9,428	12,976	23,391	29,320	30,868
매출채권및기타채권	55,171	49,309	46,711	46,146	49,111
재고자산	22,058	23,319	20,845	20,593	21,916
비유동자산	165,513	167,396	165,847	165,030	164,636
장기금융자산	9,568	10,766	12,070	12,070	12,070
유형자산	72,318	71,901	69,517	67,914	66,758
무형자산	69,246	68,633	70,125	70,703	71,237
자산총계	277,255	275,519	279,595	283,784	289,784
유동부채	105,723	111,321	122,036	123,449	126,788
단기금융부채	45,166	52,470	69,429	71,479	71,479
매입채무 및 기타채무	45,733	45,320	40,512	40,021	42,593
단기충당부채	1,476	1,372	1,227	1,212	1,290
비유동부채	92,414	87,428	92,286	94,251	95,194
장기금융부채	73,380	67,628	66,524	67,624	67,624
장기매입채무 및 기타채무	474	512	512	512	512
장기충당부채	2,708	2,377	2,143	2,276	2,422
부채총계	198,137	198,749	214,322	217,701	221,982
지배주주지분	47,266	46,594	31,468	32,031	33,415
자본금	5,308	5,968	5,968	5,968	5,968
자본잉여금	15,217	18,283	17,985	17,985	17,985
기타자본구성요소	-132	-1,018	-996	-996	-996
자기주식	-903	-1,759	-1,759	-1,759	-1,759
이익잉여금	23,628	21,152	5,454	5,022	5,409
비지배주주지분	31,852	30,176	33,805	34,052	34,387
자본총계	79,118	76,770	65,273	66,083	67,802
부채와자본총계	277,255	275,519	279,595	283,784	289,784

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	7,801	11,649	7,057	14,869	13,948
당기순이익(손실)	187	-855	-17,504	420	1,330
비현금성항목등	17,776	18,305	25,561	14,093	14,337
유형자산감가상각비	3,834	3,877	4,166	3,809	3,634
무형자산상각비	1,530	1,829	2,140	1,993	2,038
기타	5,004	5,700	10,457	1,650	1,670
운전자본감소(증가)	-9,244	-3,459	1,459	542	-1,228
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4,731	4,258	5,124	565	-2,965
재고자산감소(증가)	2,433	-1,849	1,700	252	-1,323
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5,146	-658	-6,120	-490	2,571
기타	-1,801	-5,210	755	215	488
법인세납부	-917	-2,342	-2,459	-188	-491
투자활동현금흐름	-9,771	-4,877	-1,680	-3,955	-4,096
금융자산감소(증가)	-4,908	536	725	0	0
유형자산감소(증가)	-2,918	-3,585	-2,573	-2,206	-2,478
무형자산감소(증가)	-2,579	-2,571	-2,571	-2,571	-2,571
기타	634	744	2,739	823	953
재무활동현금흐름	-6,815	-2,054	4,968	-4,985	-8,304
단기금융부채증가(감소)	-22,364	-14,194	-1,064	2,050	0
장기금융부채증가(감소)	11,935	13,634	6,962	1,100	0
자본의증가(감소)	3,000	3,727	0	0	0
배당금의 지급	-846	-1,026	-864	-840	-840
기타	1,462	-4,196	529	-7,295	-7,464
현금의 증가(감소)	-8,844	3,548	10,415	5,929	1,548
기초현금	18,272	9,428	12,976	23,391	29,320
기밀현금	9,428	12,976	23,391	29,320	30,868
FCF	-1,338	6,059	162	8,207	6,997

자료 : 두산중공업 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	192,082	181,275	162,044	160,083	170,368
매출원가	160,216	150,452	139,487	129,667	138,509
매출총이익	31,866	30,823	22,557	30,416	31,859
매출총이익률 (%)	16.6	17.0	13.9	19.0	18.7
판매비와관리비	22,285	21,941	21,935	21,561	21,722
영업이익	9,581	8,882	622	8,855	10,137
영업이익률 (%)	5.0	4.9	0.4	5.5	6.0
비영업순익	-8,880	-10,744	-16,201	-8,105	-8,174
순금융비용	6,379	5,845	5,879	6,472	6,510
외환관련손익	226	-254	150	17	6
관계기업투자등 관련순익	-476	-799	-761	0	0
세전계속사업이익	701	-1,861	-15,580	750	1,963
세전계속사업이익률 (%)	0.4	-1.0	-9.6	0.5	1.2
계속사업법인세	514	-1,006	1,783	188	491
계속사업이익	187	-855	-17,362	563	1,472
증단사업이익	0	0	-142	-142	-142
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	187	-855	-17,504	420	1,330
순이익률 (%)	0.1	-0.5	-10.8	0.3	0.8
지배주주	692	-947	-15,004	407	1,228
지배주주기여 순이익률(%)	0.36	-0.52	-9.26	0.25	0.72
비지배주주	-506	92	-2,500	13	102
총포괄이익	8,644	-4,251	-16,275	1,650	2,559
지배주주	7,281	-2,771	-14,008	1,404	2,224
비지배주주	1,363	-1,480	-2,267	246	335
EBITDA	14,945	14,588	6,928	14,656	15,809

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	-9.7	-5.6	-10.6	-1.2	6.4
영업이익	63.5	-7.3	-93.0	1,324.6	14.5
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	161.7
EBITDA	37.1	-24	-52.5	111.6	7.9
EPS(계속사업)	624	적전	적지	흑전	149.3
수익성 (%)					
ROE	1.6	-2.0	-38.4	1.3	3.8
ROA	0.1	-0.3	-6.3	0.2	0.5
EBITDA/마진	7.8	8.1	4.3	9.2	9.3
안정성 (%)					
유동비율	105.7	97.1	93.2	96.2	98.7
부채비율	250.4	258.9	328.3	329.4	327.4
순자본금/자기자본	118.3	123.1	151.0	145.0	139.0
EBITDA/이자비용(배)	2.1	2.3	1.1	2.0	2.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	653	-884	-12,451	460	1,148
BPS	44,524	39,036	26,364	26,836	27,995
CFPS	5,716	4,443	-7,287	5,202	5,780
주당 현금배당금	750	750	850	850	850
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	75.3	N/A	N/A	41.9	16.8
PER(최저)	49.0	N/A	N/A	31.4	12.6
PBR(최고)	1.1	1.0	1.2	0.7	0.7
PBR(최저)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	62	53	-28	3.1	2.8
EV/EBITDA(최고)	12.5	12.0	25.6	11.0	10.1
EV/EBITDA(최저)	11.3	10.9	23.3	10.6	9.8