

두산중공업(034020/KS)

강해진 체력

매수(유지)

T.P 29,000 원(상향)

Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

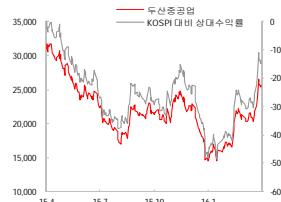
Company Data

자본금	5,968 억원
발행주식수	11,936 만주
자사주	731 만주
액면가	5,000 원
시가총액	26,911 억원
주요주주	
(주)두산(외17)	41.43%
케이디비트리니티	10.12%
외국인지분율	10.10%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(16/04/19)	25,350 원
KOSPI	2009.1 pt
52주 Beta	1.60
52주 최고가	31,750 원
52주 최저가	14,450 원
60일 평균 거래대금	184 억원

주가 및 상대수익률



주기상승률	절대주가	상대주가
1개월	19.9%	18.8%
6개월	17.6%	18.9%
12개월	-19.0%	-13.6%

양호한 실적이었다. 1 분기 매출액은 3.3 조원으로 전년대비 10.7% 감소했지만 영업이익은 2,276 억원으로 96.2% 증가하였다. 외형감소에도 수익개선이 가능했던 것은 지난해 대규모 손실을 이끌었던 계열사의 일회성비용과 구조조정 일단락에 따른 기저효과가 컸기 때문이다. 2 분기 이후에도 지속되는 실적개선과 신규수주의 꾸준한 증가, 자회사리스크 해소에 힘입어 당분간 주가의 상승추세는 지속될 전망이다.

양호한 1 분기 실적

양호한 실적이었다. 1 분기 매출액은 3.3 조원으로 전년대비 10.7% 감소(두산인프라코어의 공작기계부문 매각 반영)했지만 영업이익은 2,276 억원으로 96.2% 증가하였다. 외형감소에도 수익개선이 가능했던 것은 지난해 대규모 손실을 이끌었던 계열사의 일회성비용과 구조조정 일단락에 따른 기저효과가 컸기 때문이다. 자체사업 매출액은 1.26 조원(YoY -16.7%), 영업이익은 894 억원(YoY +20.9%)을 기록했다. 외형감소는 새만금, UAE 1,2 호기 원전 등 대규모 프로젝트의 매출반영 감소와 일부 프로젝트의 매출이 이연되었기 때문이다. 저가 프로젝트 종료와 해외 자회사들의 실적개선으로 수익성은 개선되었다.

3 가지 투자포인트

향후 주요 투자포인트는 다음과 같다. **첫째, 신규수주 증가이다.** 금년 수주목표는 11.4 조원이다. 2013년 5.8 조원을 저점으로 14년 7.8 조원, 15년 8.6 조원으로 개선추세가 이어지고 있다. 신한울 3,4 호기, 베트남, 남아공, 터키 등 수주가시성이 높은 대규모프로젝트가 예정되어 있어 목표달성을 큰 문제가 없어 보인다. **둘째, 수익성 개선 지속이다.** 원가율이 높은 신보령, 새만금 프로젝트 등이 종료되고 수익성이 좋은 해외 석탄화력의 비중이 증가하면서 안정적인 수익창출이 예상된다. 자체사업의 영업이익률은 지난해 3.9%에서 금년에는 6.1%까지 개선될 전망이다. **셋째, 자회사 리스크 해소이다.** 두산인프라코어, 두산건설의 유동성리스크와 실적우려가 이번 1 분기 실적발표를 계기로 상당부분 해소되었다. 두산건설의 RCPS 매입을 마지막으로 계열사 지원에 대한 부담에서 벗어날 것이다. 과거처럼 자회사가 동사 주가의 걸림돌로 작용할 가능성은 매우 낮다는 판단이다. 투자의견 매수를 유지하고 보유지분 가치(주요 자회사)의 상승을 반영해 목표주가는 29,000 원으로 기준 목표주가대비 32% 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	192,082	179,716	162,043	158,554	168,763	181,420
yoY	%	-9.7	-6.4	-9.8	-2.2	6.4	7.5
영업이익	억원	9,581	8,781	621	9,963	10,760	12,200
yoY	%	63.5	-8.4	-92.9	1,505.2	8.0	13.4
EBITDA	억원	14,945	14,486	6,475	15,640	16,334	17,806
세전이익	억원	701	-2,051	-15,579	3,686	4,292	4,920
순이익(지배주주)	억원	692	-947	-10,385	1,082	1,396	1,571
영업이익률%	%	5.0	4.9	0.4	6.3	6.4	6.7
EBITDA%	%	7.8	8.1	4.0	9.9	9.7	9.8
순이익률	%	0.1	-0.5	-10.8	1.7	1.9	2.0
EPS	원	653	-1,022	-8,490	907	1,170	1,316
PER	배	54.2	N/A	N/A	28.4	22.0	19.5
PBR	배	0.8	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	11.6	11.1	25.8	10.9	10.4	9.6
ROE	%	1.6	-2.0	-25.2	2.9	3.4	3.5
순차입금부채비율	억원	93,594	94,464	101,467	97,700	95,744	93,589
%		250.4	258.9	288.0	272.3	261.0	249.5

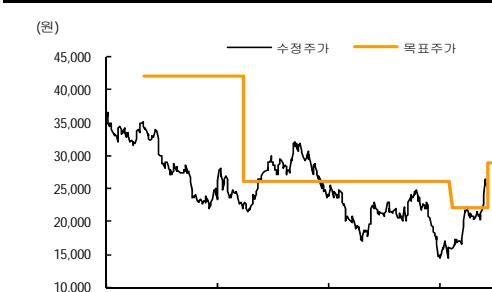
실적추이

(단위: 억원)

			2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
자체사업	매출	발전	56,115	71,797	65,657	56,433	53,261	57,230	60,092
		Water	8,066	9,274	7,817	5,759	4,613	4,240	4,198
		기타(주단,건설)	17,409	13,406	11,938	11,797	9,611	10,920	13,700
		합계	81,590	94,477	85,412	73,989	67,485	72,390	77,989
영업이익		발전	2,994	5,339	5,243	2,794	2,589	3,670	3,520
		Water	264	280	346	176	-	285	203
		기타	769	-	460	-	442	277	530
		합계	4,027	5,159	5,147	3,247	2,613	4,403	4,102
영업이익률		발전	5.3%	7.4%	8.0%	5.0%	4.9%	6.4%	5.9%
		Water	3.3%	3.0%	4.4%	3.1%	-6.2%	4.8%	5.0%
		기타	4.4%	-34%	-3.7%	2.3%	3.2%	4.9%	2.0%
		합계	4.9%	5.5%	6.0%	4.4%	3.9%	6.1%	5.3%
자회사	매출	두산인프라코어	84,631	81,584	77,368	76,886	72,130	59,004	61,954
		두산엔진	20,074	13,788	7,439	8,888	6,936	8,140	8,550
		두산건설	27,833	23,772	23,552	23,639	18,054	20,820	22,069
		합계	132,538	119,144	108,359	109,413	97,120	87,964	92,573
영업이익		인프라	6,796	3,624	3,695	4,530	274	4,827	5,225
		엔진	2,994	698	7	-	396	-	145
		건설	-	3,087	-	4,491	574	1,430	-
		합계	6,703	-	170	4,276	5,564	-	5,560
영업이익률		인프라	8.0%	4.4%	4.8%	5.9%	0.4%	8.2%	8.4%
		엔진	14.9%	5.1%	0.1%	-4.5%	-9.2%	-1.8%	2.2%
		건설	-11.1%	-18.9%	2.4%	6.0%	-9.2%	4.2%	5.7%
		합계	5.1%	-0.1%	3.9%	5.1%	-2.1%	6.3%	7.2%
재무연결	매출액		214,119	212,741	192,082	181,275	162,043	158,554	168,763
	영업이익		11,784	5,862	9,581	8,882	621	9,963	10,760
	영업이익률		5.5%	2.8%	5.0%	4.9%	0.4%	6.3%	6.4%

자료: 두산중공업 SK 증권 추정

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.04.20	매수	29,000원
	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



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 4월 20일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	108,123	107,244	112,455	121,772	130,864
현금및현금성자산	12,976	18,930	25,847	30,173	33,078
매출채권및기타채권	49,309	48,010	46,976	50,000	53,750
재고자산	23,319	21,965	21,492	22,876	24,591
비유동자산	167,396	165,357	167,680	169,978	172,659
장기금융자산	10,766	14,248	14,248	14,248	14,248
유형자산	71,901	72,066	70,712	69,769	69,768
무형자산	68,633	66,578	66,970	67,328	67,653
자산총계	275,519	272,601	280,135	291,750	303,524
유동부채	111,321	124,555	125,392	130,810	136,259
단기금융부채	52,470	68,236	70,286	72,156	73,206
매입채무 및 기타채무	45,320	42,583	41,666	44,349	47,675
단기충당부채	1,372	1,304	1,276	1,358	1,460
비유동부채	87,428	77,785	79,493	80,125	80,414
장기금융부채	67,628	60,066	61,166	61,666	61,366
장기매입채무 및 기타채무	512	419	419	419	419
장기충당부채	2,377	2,442	2,651	2,696	2,899
부채총계	198,749	202,340	204,886	210,935	216,674
지배주주지분	46,594	35,807	39,043	42,716	46,564
자본금	5,968	5,968	5,968	5,968	5,968
자본잉여금	18,283	15,639	15,639	15,639	15,639
기타자본구성요소	-1,018	-1,052	-1,052	-1,052	-1,052
자기주식	-1,759	-1,759	-1,759	-1,759	-1,759
이익잉여금	21,152	10,131	10,250	10,806	11,536
비지배주주지분	30,176	34,454	36,206	38,099	40,286
자본총계	76,770	70,261	75,249	80,815	86,850
부채와자본총계	275,519	272,601	280,135	291,750	303,524

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	11,649	4,586	15,490	13,868	15,055
당기순이익(손실)	-855	-17,509	2,752	3,206	3,676
비현금성항목등	18,305	27,968	12,888	13,128	14,130
유형자산감가상각비	3,877	3,714	3,559	3,421	3,421
무형자산상각비	1,829	2,141	2,117	2,152	2,185
기타	5,700	11,939	250	390	1,178
운전자본감소(증가)	-3,459	-4,800	784	-1,379	-1,506
매출채권및기타채권의 감소(증가)	4,071	-311	1,034	-3,025	-3,750
재고자산감소(증가)	-1,849	-1,401	473	-1,384	-1,716
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,039	-3,261	-917	2,683	3,326
기타	-4,642	174	195	346	633
법인세납부	-2,342	-1,073	-934	-1,086	-1,245
투자활동현금흐름	-4,877	-3,361	-4,254	-4,406	-5,274
금융자산감소(증가)	536	263	0	0	0
유형자산감소(증가)	-3,585	-3,579	-2,206	-2,478	-3,420
무형자산감소(증가)	-2,571	-2,510	-2,510	-2,510	-2,510
기타	744	2,464	462	582	656
재무활동현금흐름	-2,054	4,921	-4,319	-5,136	-6,876
단기금융부채증가(감소)	-14,194	-825	2,050	1,870	1,050
장기금융부채증가(감소)	13,634	3,120	1,100	500	-300
자본의증가(감소)	3,727	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,026	-1,697	-963	-840	-840
기타	-4,196	4,323	-6,506	-6,666	-6,786
현금의 증가(감소)	3,548	5,954	6,917	4,326	2,905
기초현금	9,428	12,976	18,930	25,847	30,173
기밀현금	12,976	18,930	25,847	30,173	33,078
FCF	6,272	49	9,183	7,244	7,283

자료 : 두산중공업 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	179,716	162,043	158,554	168,763	181,420
매출원가	149,034	136,467	127,953	136,191	146,769
매출총이익	30,683	25,577	30,601	32,571	34,651
매출총이익률 (%)	17.1	15.8	19.3	19.3	19.1
판매비와관리비	21,902	24,956	20,638	21,811	22,451
영업이익	8,781	621	9,963	10,760	12,200
영업이익률 (%)	4.9	0.4	6.3	6.4	6.7
비영업순익	-10,832	-16,199	-6,277	-6,468	-7,280
순금융비용	5,840	5,846	6,044	6,084	6,130
외환관련손익	-254	-1,440	17	6	28
관계기업투자등 관련순익	-799	-817	0	0	0
세전계속사업이익	-2,051	-15,579	3,686	4,292	4,920
세전계속사업이익률 (%)	-1.1	-9.6	2.3	2.5	2.7
계속사업법인세	-1,048	1,679	934	1,086	1,245
계속사업이익	-1,003	-17,258	2,752	3,206	3,676
증단사업이익	148	-251	0	0	0
*법인세효과	42	0	0	0	0
당기순이익	-855	-17,509	2,752	3,206	3,676
순이익률 (%)	-0.5	-10.8	1.7	1.9	2.0
지배주주	-947	-10,385	1,082	1,396	1,571
지배주주기여금 순이익률(%)	-0.53	-6.41	0.68	0.83	0.87
비지배주주	92	-7,124	1,670	1,810	2,105
총포괄이익	-4,251	-14,309	5,952	6,406	6,875
지배주주	-2,771	-7,268	4,200	4,514	4,688
비지배주주	-1,480	-7,041	1,752	1,892	2,187
EBITDA	14,486	6,475	15,640	16,334	17,806

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-6.4	-9.8	-22	6.4	7.5
영업이익	-8.4	-92.9	1,505.2	8.0	13.4
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	16.4	14.6
EBITDA	-3.1	-55.3	141.5	4.4	9.0
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	29.0	12.5
수익성 (%)					
ROE	-2.0	-252	2.9	3.4	3.5
ROA	-0.3	-6.4	1.0	1.1	1.2
EBITDA/이자비용(배)	8.1	4.0	9.9	9.7	9.8
안정성 (%)					
유동비율	97.1	86.1	89.7	93.1	96.0
부채비율	258.9	288.0	272.3	261.0	249.5
순자본금/자기자본	123.1	144.4	129.8	118.5	107.8
EBITDA/이자비용(배)	2.3	1.0	2.4	2.5	2.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,022	-8,490	907	1,170	1,316
BPS	39,036	29,998	32,710	35,787	39,011
CFPS	4,443	-3,796	5,662	5,839	6,012
주당 현금배당금	750	850	850	850	850
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	29.3	22.7	20.2
PER(최저)	N/A	N/A	15.9	12.4	11.0
PBR(최고)	1.0	1.1	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
PCR	5.3	-5.4	4.5	4.4	4.3
EV/EBITDA(최고)	12.1	27.7	11.0	10.5	9.6
EV/EBITDA(최저)	11.0	25.2	10.2	9.7	8.9