

2017/02/17

두산중공업(034020)

조선/기계 최광식

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

턴어라운드 성공 vs. 보수적 가이드선과 건설...

Buy(Maintain)

■ 4Q16) 중공업 OP 서프라이즈 vs 재무연결은 부진

동사는 4Q에 재무연결 영업이익이 1,538억원으로 컨센서스 및 당사 예상인 2,000억원에 비해 부진했는데, 어제 발표된 두산밥캣발 감익과 두산건설의 240억원 적자 때문이다. 중공업만은 매출 2조 1,929억원, 영업이익 746억원으로 당사 기대 540억원보다 좋았다. 중공업은 최근 3년간 늘어난 잔고를 기반으로 4Q16에 드디어 매출 턴어라운드를 개시했고, 향후 3년간 계속된다.

다만 영업외에서 연결로 무려 -6,550억원의 쇼크를 기록했는데, ① 중공업은 건설BG의 마지막 충당금 900억원이 반영되었고, ② 두산인프라코어는 전날 발표된 -2,770억원(밥캣 FI 정산, 유럽 구조조정 등), ③두산건설의 --1,800억원 충당금 포함 적자, ④ 대다수 회사의 개발비 감액 처리 때문이다.

■ 2017년 목표) 수주 동사 9.6조원, 매출 7조원, 영업이익 0.35조원

동사는 수주목표 10.6조원에 "수주 확실시" 9.6조원을 안내<그림4>했고, 중공업 매출 7조원, 영업이익 3,500억원, 연결로는 15.7조원, 9,500억원의 목표를 제시했다. 수주목표에 대해서 당사는 7.5조원 수주를 예상하고, 실적 가이드선은 보수적이라고 평가하지만 사측의 매출 스케줄 안내를 따라 기존 중공업 매출액을 7.6조원에서 6.8조원으로 낮춘다. 이에 따라 2017년~2018년 중공업의 영업이익 예상치를 20% 안팎 하향 조정한다<표4>.

■ 악재) 3년 연속 순이익 적자, DPS 하향 조정, 보수적 가이드선

동사의 목표주가도 34,000원(타겟 PB 1.1배)으로 13% 하향 조정한다. 이는 ① 3년 연속 지배주주순이익 적자, ② DPS 하향(850원에서 550원으로), ③ 사측 가이드선에 따른 매출 및 이익 예상치 하향, 그리고 ④ 종속사 두산건설이 1천억원대 충당금을 또 쌓음으로써 리스크가 재부각되기 때문이다.

■ 추천 사유) 실적 턴어라운드 개시 & FWD 3년 꾸준한 증익

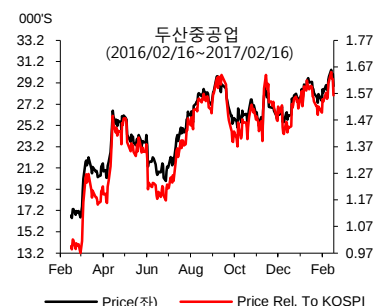
앞 단락의 여러 악재로 4Q16 실적 발표는 주가에 단기 악재로 반영될 가능성이 높아 보인다. 그러나 중공업 본업의 실적 턴어라운드를 높게 평가한다. 비록 기존 기대치보다는 완만하지만, 장차 가이드선 미달보다는 초과달성을 기대해볼 수도 있다. 장기적으로 실적 턴어라운드 확인과 8조원 안팎의 양호한 수주를 바탕으로 투자모멘텀을 다시 찾을 수 있을 터이다.

목표주가(6M)	34,000원
종가(2017/02/16)	28,850원

Stock Indicator

자본금	597십억원
발행주식수	10,646만주
시가총액	3,071십억원
외국인지분율	13.8%
배당금(2015)	850원
EPS(2016E)	-1,614원
BPS(2016E)	28,348원
ROE(2016E)	-4.9%
52주 주가	16,450~30,400원
60일평균거래량	465,780주
60일평균거래대금	13.0십억원

Price Trend



4Q16 Review: 중공업 매출 역성장은 쇼크

<표 1> 두산중공업의 4Q16 Review: 중공업(관리 연결) 서프라이즈 연결로 영업외 부진

(십억원)

항목	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16a	y-y %	q-q %	컨센서스 02월9일	당사b	차이(a/b)
매출액	4,112.3	3,308.5	3,463.9	3,059.2	4,061.1	-1%	33%	4,198	4,489	-10%
영업이익	-385.7	227.6	255.3	154.4	153.8	흑전	0%	210	201	-24%
영업외	-828.9	-106.3	-174.7	-101.2	-655.0			-237	-283	132%
세전이익	-1,214.5	121.3	80.6	53.2	-501.2	적지	적전	-26	-81	515%
순이익	-1,276.5	89.8	130.7	74.3	-510.3	적지	적전	-7	-57	795%
지배주주 순이익	-762.0	31.6	5.3	94.1	-301.9	적지	적전	6	-32	856%
영업이익률	-9.4%	6.9%	7.4%	5.0%	3.8%	13.2%p	-1.3%p	5.0%	4.5%	-0.7%p
순이익률	-31.0%	2.7%	3.8%	2.4%	-12.6%	18.5%p	-15.0%p	-0.2%	-1.3%	-11.3%p
① 중공업										
매출액	1,810.1	1,305.0	1,448.5	1,254.9	2,192.9	21%	75%		2,062	6%
영업이익	30.9	89.4	75.6	47.8	74.6	141%	56%		54	39%
영업이익률	1.7%	6.8%	5.2%	3.8%	3.4%	1.7%p	-0.4%p		2.6%	0.8%p
파워(연결)										
매출액	1,486	1,023	1,171	1,018	1,733	17%	70%		1,716	-2%
영업이익	69	74	73	42	79	14%	88%	← 서프라이즈	107	-26%
영업이익률	4.7%	7.2%	6.2%	4.1%	4.5%	-0.1%p	0.4%p		6.2%	-1.7%p
워터										
매출액	104	89	78	67	126	22%	89%		90	40%
영업이익	-3	-2	-6	-6	1	흑전	흑전		-2	-179%
영업이익률	-3.0%	-1.9%	-7.6%	-9.3%	1.1%	4.2%p	10.5%p		-2.0%	3.1%p
주단 건설 등										
매출액	269	209	229	198	260	-3%	31%		217	20%
영업이익	-10	18	8	14	-7	적지	적전	← 총당금이 영업외로	-51	-87%
영업이익률	-3.5%	8.4%	3.5%	7.0%	-2.5%	1.0%p	-9.5%p		-23.7%	21.2%p
② 중공업 외										
매출액	2,689	2,023	2,139	1,814	1,831	-32%	1%		2,427	-25%
영업이익	-391	137	186	109	76	흑전	-30%		148	-49%
영업이익률	-14.5%	6.8%	8.7%	6.0%	4.1%	18.7%p	-1.9%p		6.1%	-1.9%p

자료: 하이투자증권 리서치

주가의 키: 4Q 실적 턴어라운드 확인!

<표 2> 두산중공업 실적 예상치: 4Q16 부터 YoY, QoQ 이익 턴어라운드, 매출의 YoY 턴업은 1Q17 확인 예상

(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	3,582	4,075	3,664	4,233	19,208	17,972	16,204	13,893	15,553	16,677
영업이익	228	255	154	154	256	302	212	183	958	878	62	791	953	1,123
금융/기타영업외	-102	-172	-98	-647	-119	-117	-115	-112	-840	-1,003	-1,538	-1,018	-463	-486
이자손익	-133	-121	-107	-112	-120	-118	-116	-114	-638	-584	-585	-473	-468	-431
관계기업/기타	-4	-2	-4	-8	-5	-6	-6	-6	-48	-80	-82	-19	-23	-25
세전사업이익	121	81	53	-501	133	179	91	65	70	-205	-1,558	-246	467	611
지배주주순이익	32	5	94	-302	56	76	43	31	69	-95	-1,039	-171	205	341
영업이익률	6.9%	7.4%	5.0%	3.8%	7.2%	7.4%	5.8%	4.3%	5.0%	4.9%	0.4%	5.7%	6.1%	6.7%
주주순이익률	1.0%	0.2%	3.1%	-7.4%	1.6%	1.9%	1.2%	0.7%	0.4%	-0.5%	-6.4%	-1.2%	1.3%	2.0%
EPS(원)	265	45	789	-2,529	466	633	364	258	652	-884	-8,701	-1,431	1,720	2,855
BPS(원)	29,734	30,929	29,954	28,348	28,813	29,446	29,810	29,578	44,524	43,491	29,998	28,348	29,578	31,944
① 중공업														
매출액	1,305	1,449	1,255	2,193	1,482	1,775	1,719	1,806	8,485	7,264	6,639	6,201	6,782	7,742
YoY	-20%	-13%	-18%	21%	14%	23%	37%	-18%	-12%	-14%	-9%	-7%	9%	14%
				↑ ② YoY 턴업 시작					① 이익 턴어라운드→			11%	25%	23%
영업이익	89	76	48	75	83	100	95	80	515	323	259	286	358	440
영업이익률	6.8%	5.2%	3.8%	3.4%	5.6%	5.6%	5.5%	4.4%	6.1%	4.4%	3.9%	4.6%	5.3%	5.7%
발전(연결)														
매출액	1,023	1,171	1,018	1,733	1,239	1,495	1,441	1,435	6,599	5,613	5,296	4,944	5,609	6,705
영업이익	74	73	42	79	75	86	85	73	527	330	259	267	319	406
영업이익률	7.2%	6.2%	4.1%	4.5%	6.0%	5.8%	5.9%	5.1%	8.0%	5.9%	4.9%	5.4%	5.7%	6.1%
워터														
매출액	89	78	67	126	88	109	105	125	782	576	461	360	427	373
영업이익	-2	-6	-6	1	1	2	3	4	35	-1	-29	-12	10	11
영업이익률	-1.9%	-7.6%	-9.3%	1.1%	1.0%	2.0%	3.0%	3.0%	4.4%	-0.2%	-6.2%	-3.4%	2.3%	3.0%
주단 건설 등														
매출액	209	229	198	260	156	172	173	245	1,172	1,180	961	897	745	665
영업이익	18	8	14	-7	7	12	8	3	-45	28	31	33	29	24
영업이익률	8.4%	3.5%	7.0%	-2.5%	4.7%	6.8%	4.3%	1.2%	-3.9%	2.3%	3.2%	3.7%	3.9%	3.5%
② 중공업 외														
매출액	2,023	2,139	1,814	1,831	2,100	2,300	1,945	2,427	10,836	10,785	9,712	7,807	8,771	8,935
영업이익	137	186	109	76	173	202	116	103	428	546	-203	508	595	682
영업이익률	6.8%	8.7%	6.0%	4.1%	8.3%	8.8%	6.0%	4.2%	3.9%	5.1%	-2.1%	6.5%	6.8%	7.6%
두산인프라코어														
매출액	1,434	1,618	1,302	1,376	1,582	1,824	1,506	1,641	7,737	7,689	7,213	5,730	6,553	6,861
영업이익	111	173	106	100	166	194	111	98	370	453	27	491	570	661
영업이익률	7.8%	10.7%	8.1%	7.3%	10.5%	10.6%	7.4%	6.0%	4.8%	5.9%	0.4%	8.6%	8.7%	9.6%
두산엔진														
매출액	165	210	191	237	169	201	159	189	744	889	694	803	718	574
영업이익	2	2	1	0	4	5	2	1	1	-40	-64	4	12	9
영업이익률	1.0%	0.8%	0.4%	0.0%	2.4%	2.3%	1.4%	0.5%	0.1%	-4.5%	-9.2%	0.5%	1.7%	1.5%
두산건설														
매출액	424	311	321	218	348	275	280	597	2,355	2,208	1,805	1,275	1,500	1,500
영업이익	24	10	2	-24	3	3	3	4	57	133	-167	13	13	12
영업이익률	5.8%	3.3%	0.7%	-11.2%	0.9%	1.2%	1.1%	0.6%	2.4%	6.0%	-9.2%	1.0%	0.9%	0.8%

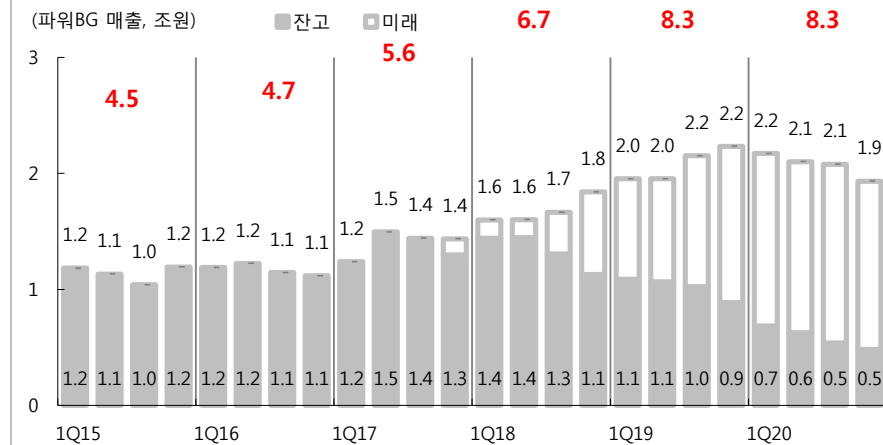
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 동사 POWER의 수주잔고에서 확정 매출과 향후 수주에서 뿌려지는 매출

POWER만으로는 2017년 잔고에서 확보된 물량만으로 0.9조원 매출 성장이 가능

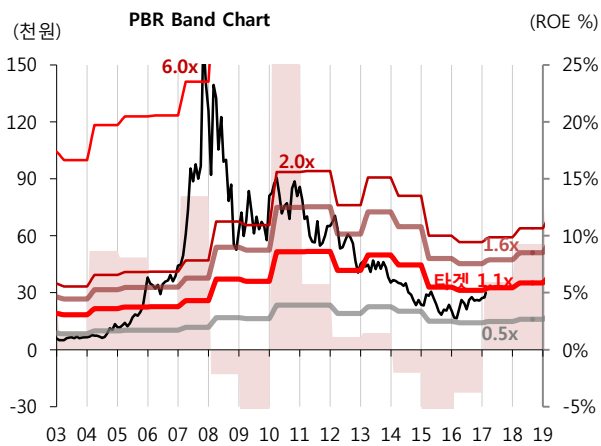
다만, 2016년 매출이 당사 기대를 상회해 성장폭은 0.7조원

올해 수주가 부진하더라도 2018년 상반기까지의 매출성장은 확정적



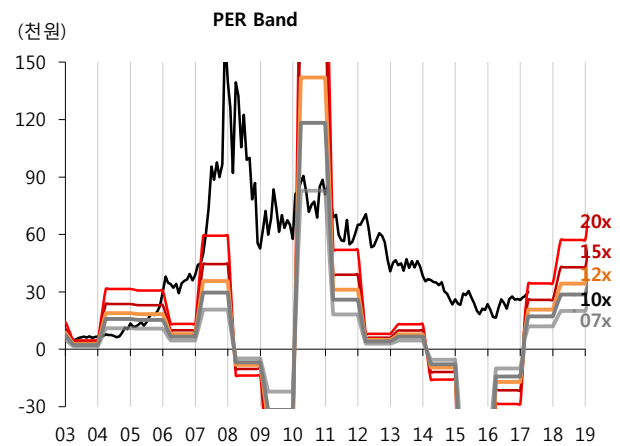
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 두산중공업 PBR 밴드: 1 배 안팎



자료: 하이투자증권

<그림 3> 두산중공업 PER 밴드



자료: 하이투자증권

2017년 수주 가이드스: 확실히 9.6조원 vs. 당사 7.5조원 예상을 모델에 적용

<그림 4> 사측의 수주 가이드스: 「수주 확실히」 9.6조원 공식 수주목표 10.6조원

3Q16 수주POOL 중 터키 압신이
ON-HAND에서 사라짐

ON-HAND = 남아공 CFB 1.2조
원, 베트남 석탄 0.7조원, 국내
석탄 0.6조원으로 구성

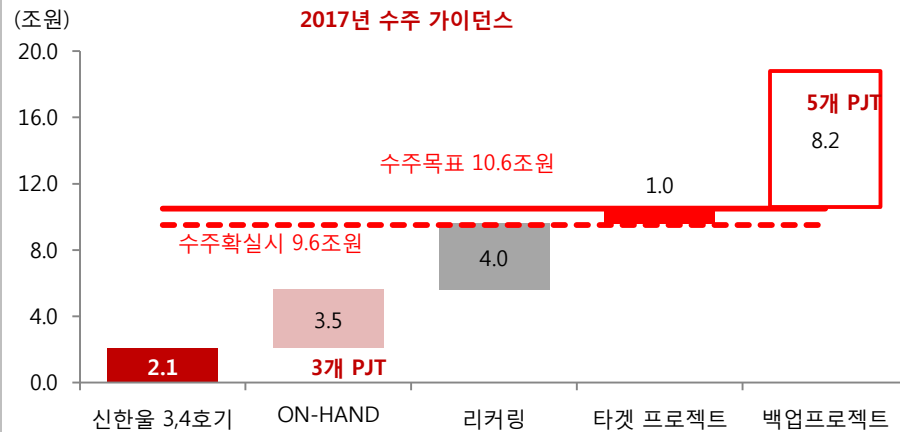
리커링 = 기자재 2.4조원 + 서비
스 1.3조원 + 기타 0.3조원

타겟 EPC = 인도 2.0조원, 이
집트 1.2, 중앙아시아 0.6, 사우
디 RO 0.4, 인도네시아 0.3

2016년 타겟에 있던 사우디 파디
힐리와 인도 보일러를 수주

당사는 원전 등을 제외하고 수주
7.0조원을 모델에 적용

자료: 하이투자증권 리서치



VALUATION: 목표주가 34,000원으로 하향 조정

<표 3> 두산중공업 목표주가 기존 39,000 원에서 34,000 원으로 하향: 이익 추정치 20% 안팎 하향 조정 x 타겟 1.2 배에서 1.1 배로 낮춤

계정	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
중공업 영업이익(십억원)	465	570	594	515	323	259	286	358	440	531
영업이익(십억원)	552	526	586	958	878	62	791	953	1,123	1,311
지배주주 순이익	111	275	43	69	-95	-1,039	-171	205	341	519
지배주주 자본총계	4,796	4,771	3,819	4,727	4,659	3,581	3,384	3,531	3,813	4,273
EPS	1,238	2,596	402	652	-884	-8,701	-1,431	1,720	2,855	4,347
BPS	45,325	45,072	36,075	44,524	43,491	29,998	28,348	29,578	31,944	35,802
PBR(고)	2.1	1.9	2.2	1.1	0.9	0.89	1.05	1.06		
PBR	1.8	1.4	1.6	1.0	0.7	0.8	1.0	1.0		
PBR(저)	1.4	1.1	1.1	0.7	0.5	0.45	0.47	0.94		
ROE	3%	6%	1%	1.6%	-2.0%	-25.2%	-5%	6%	9%	13%
적용ROE	4%	6%	1%	1.6%	1.6%	0.5%	7.6%	9.4%	11.1%	12.8%
↳ 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%	0.6%	7.3%	8.8%		
COE(평)	2%	4.1%	0.8%	1.7%	2.3%	0.6%	7.9%	9.6%		
적용ROE = FWD +0 ~ 2Y							7.6%	9.4%	11.1%	
적용COE = TRL 참조							7.5%	8.5%	8.5%	
Target PBR							1.00	1.10	1.30	
FWD 2Y BPS								30,761		
목표주가							28,000	34,000	42,000	
증가(02.16)								28,850		
상승여력								18%		

자료: 하이투자증권 리서치

<표 4> 두산중공업 실적 예상치 하향 조정: 순이익단 30% 하향 조정: 중공업 부문과 종속사 고루 15%~20% 하향 조정

(십억원)	신규추정			기존추정			Gap		
	2016	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
매출액	13,893	15,553	16,677	14,321	16,390	17,734	-3%	-5%	-6%
영업이익	791	953	1,123	839	1,133	1,377	-6%	-16%	-18%
지배주주 순이익	-171	205	341	99	293	495	-272%	-30%	-31%
EPS(원)	-1,431	1,720	2,855	833	2,456	4,151	-272%	-30%	-31%
영업이익률	5.7%	6.1%	6.7%	5.9%	6.9%	7.8%	-0.2%p	-0.8%p	-1.0%p
순이익률	-1.2%	1.3%	2.0%	0.7%	1.8%	2.8%	-1.9%p	-0.5%p	-0.8%p
① 중공업									
매출액	6,201	6,782	7,742	6,097	7,650	8,821	2%	-11%	-12%
영업이익	286	358	440	266	440	568	8%	-18%	-22%
영업이익률	4.6%	5.3%	5.7%	4.4%	5.7%	6.4%	0.2%p	-0.5%p	-0.7%p
② 중공업 외									
매출액	7,807	8,771	8,935	8,403	8,739	8,913	-7%	0%	0%
영업이익	508	595	682	580	693	809	-12%	-14%	-16%
영업이익률	6.5%	6.8%	7.6%	6.9%	7.9%	9.1%	-0.4%p	-1.2%p	-1.4%p

자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,724	8,648	8,993	9,149
현금 및 현금성자산	1,893	1,198	956	484
단기금융자산	791	494	308	193
매출채권	5,180	4,374	4,912	5,493
재고자산	2,196	1,941	2,173	2,330
비유동자산	16,536	16,095	15,977	15,828
유형자산	7,207	7,197	7,187	7,179
무형자산	6,658	6,444	6,250	6,074
자산총계	27,260	24,742	24,969	24,977
유동부채	12,455	10,722	11,208	10,990
매입채무	2,260	1,280	1,539	1,814
단기차입금	3,943	3,443	2,927	2,488
유동성장기부채	2,253	1,853	2,253	1,853
비유동부채	7,779	7,236	6,695	6,533
사채	2,548	2,548	2,148	2,148
장기차입금	3,282	2,954	2,659	2,393
부채총계	20,234	17,958	17,903	17,523
지배주주지분	3,581	3,384	3,530	3,813
자본금	597	597	597	597
자본잉여금	1,564	1,628	1,628	1,628
이익잉여금	1,013	784	931	1,213
기타자본항목	407	375	375	375
비지배주주지분	3,445	3,401	3,536	3,642
자본총계	7,026	6,784	7,067	7,455

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	16,204	13,893	15,553	16,677
증가율(%)	-9.8	-14.3	12.0	7.2
매출원가	13,647	11,334	12,618	13,436
매출총이익	2,558	2,559	2,935	3,241
판매비와관리비	2,496	1,767	1,982	2,119
연구개발비	281	241	270	290
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	62	791	953	1,123
증가율(%)	-92.9	1,174.7	20.4	17.8
영업이익률(%)	0.4	5.7	6.1	6.7
이자수익	45	37	36	30
이자비용	630	510	504	461
지분법이익(손실)	-82	-19	-23	-25
기타영업외손익	-819	-458	-	-60
세전계속사업이익	-1,558	-246	467	611
법인세비용	168	138	126	165
세전계속이익률(%)	-9.6	-1.8	3.0	3.7
당기순이익	-1,751	-216	341	446
순이익률(%)	-10.8	-1.6	2.2	2.7
지배주주귀속 순이익	-1,039	-171	205	341
기타포괄이익	320	10	10	10
총포괄이익	-1,431	-205	351	457
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-74	1,065	2,394	2,599
당기순이익	-1,751	-216	341	446
유형자산감가상각비	371	490	489	489
무형자산상각비	214	214	194	176
지분법관련손실(이익)	-82	-19	-23	-25
투자활동 현금흐름	-380	89	-325	-354
유형자산의 처분(취득)	-358	-480	-480	-480
무형자산의 처분(취득)	-251	-	-	-
금융상품의 증감	-266	253	-50	-9
재무활동 현금흐름	1,059	-172	128	-165
단기금융부채의증감	-82	-900	-116	-839
장기금융부채의증감	313	-328	-695	-266
자본의증감	-	64	-	-
배당금지급	-2	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	595	-695	-242	-472
기초현금및현금성자산	1,298	1,893	1,198	956
기말현금및현금성자산	1,893	1,198	956	484

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	-8,701	-1,614	1,720	2,855
BPS	29,998	28,348	29,577	31,941
CFPS	-3,796	5,037	7,443	8,420
DPS	850	550	550	550
Valuation(배)				
PER			16.8	10.1
PBR	0.7	1.0	1.0	0.9
PCR	-5.4	5.7	3.9	3.4
EV/EBITDA	17.8	8.1	7.2	6.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-25.2	-4.9	5.9	9.3
EBITDA 이익률	4.0	10.8	10.5	10.7
부채비율	288.0	264.7	253.3	235.1
순부채비율	133.0	134.2	123.4	110.1
매출채권회전율(x)	3.1	2.9	3.3	3.2
재고자산회전율(x)	7.2	6.7	7.6	7.4

자료 : 두산중공업, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와와의 차이



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자 의견	목표주가
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
2015-04-29	Buy	40,000

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.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 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 간섭없이 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일 부터 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 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-