

## 두산중공업(034020)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 36,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(2/16)	2,082
주가(2/16)	28,850
시가총액(십억원)	3,071
발행주식수(백만)	106
52주 최고/최저가(원)	30,400/16,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,715
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.7/13.8
주요주주(%)	두산 외 17 인 41.3
	국민연금 8.1

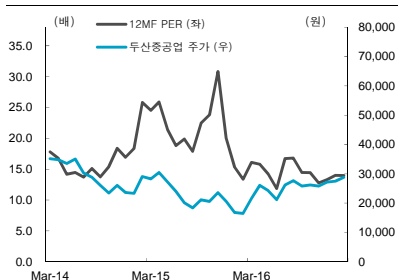
## Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	NM	NM	20.7
PBR(x)	0.7	0.9	1.0
ROE(%)	(25.2)	(4.9)	5.2
DY(%)	4.1	2.0	1.9
EV/EBITDA(x)	24.3	11.7	10.5
EPS(원)	(10,631)	(1,512)	1,394
BPS(원)	31,472	28,951	29,853

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.4)	3.4	72.8
상대주가(%)	(2.2)	1.7	62.5

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 드디어 증가하는 매출액

## What's new : 부진한 4분기 실적

관리연결(본사 및 해외발전자회사) 기준 실적은 매출액 2.1조원, 영업이익 727억원, 영업 이익률 3.5%이다. 매출액은 전년대비 14.4% 늘어났지만 영업이익은 건설부문에서 충당금 을 약 200억원 인식해 다소 부진했다. 영업외부문에서 비경상적 비용이 약 1,300억원 발 생해 순손실 200억원을 기록했다. 재무연결(관리연결+두산인프라코어+두산엔진+두산건 설) 기준 실적은 매출액 4.1조원, 영업이익 1,538억원, 순손실 3,019억원이다.

## Positives : 12년 이후 처음으로 증가한 매출액과 든든한 수주잔고

금번 실적에서 주목할 점은 매출액이 전년대비 증가한 것이다. 일반적으로 수주 후 매출 인식까지는 1~2년의 시간이 필요하다. 두산중공업의 수주잔고는 14년부터 늘어나기 시작 했지만 16년에 국내외 일부 프로젝트에서 착공이 지연돼 당초 기대보다 매출액이 부진했 다. 그러나 4분기부터는 문제시 된 프로젝트를 제외한 기타 프로젝트 매출 인식만으로도 매출이 전년대비 14.4% 늘어났다. 12년 이후 첫 매출액 증가다. 16년말 기준 수주잔고는 20조원으로 11년 이후 최대이고 최근에는 지연됐던 일부 국내 프로젝트가 재개되면서 올 해부터 향후 최소 2~3년간은 매출액이 안정적으로 증가할 것이다. 관리연결 기준 17년, 18년 추정 매출액은 각각 7.2조원(+16% YoY), 8.5조원(+18% YoY)이다.

## Negatives : 대규모 비용 반영된 영업외부문. 배당금도 기대에 못 미쳐

재무연결기준으로 영업외부문에서 5,000억원이 넘는 비경상적 비용이 발생했다. 회사별로 는 두산중공업 1,300억원(건설관련 충당금 및 R&D감액), 두산인프라코어 1,500억원(두산 밥캣 IPO FT보전금, 두산밥캣 구조조정 비용 등), 두산엔진 200억원(R&D 감액), 두산건 설 1,800억원(프로젝트 매각 차손 등)이다. 16년 주당배당금도 550원으로 전년도 850원 대비 줄었다.

## 결론 : 매출액 증가 방향성은 뚜렷. 조정 시 매수전략 추천

16년부터 글로벌 인프라투자가 활발해지면서 동시에 전력망 구축을 위한 발전소 발주도 늘어났다. 두산중공업의 올해 수주목표는 10.6조원(그림 5)이다. 이 중 회사가 수주를 확 신하는 물량은 9.6조원이어서 올해도 최소한 매출액(7.1조원) 이상의 수주는 안정적으로 기록할 전망이다. 부진한 실적과 기대를 하회하는 배당금으로 단기 주가 조정은 예상되지 만, 든든한 수주잔고를 바탕으로 한 이익 증가 방향성에는 변함이 없다. 중장기 관점에서 조정 시 매수 전략을 추천한다. 매수 의견과 목표주가 36,000원(표 1)을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,209	4,061	(3.5)	4,198	32.8	(1.2)	15,398	15,321
영업이익	188	154	(18.4)	211	(0.4)	NM	940	1,021
영업이익률	4.5	3.8	(0.7)	5.0	(1.3)	NM	6.1	6.7
세전이익	50	(501)	NM	(26)	NM	NM	492	516
순이익	18	(302)	NM	6	NM	NM	182	235

조철희 3276-6189  
chulhee.cho@truefriend.com

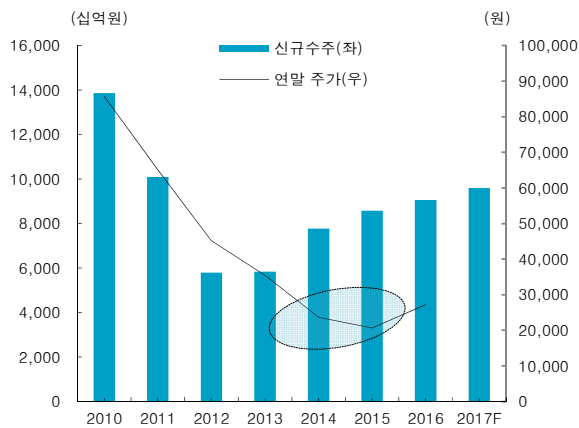
정초혜 3276-6233  
chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> 두산중공업 valuation

		2016P	2017F	2018F	비고	단위
영업가치	매출액	6,201	7,181	8,469		십억원
	영업이익	287	381	529		십억원
	EBITDA	529	641	789		십억원
	EV/EBITDA	10.1	10.1	10.1	글로벌 peer 5년 평균	배
	적정가치 - ①	5,338	6,476	7,971		십억원
자회사가치	두산인프라코어	448	448	448	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산건설	187	187	187	시장가대비 30% 할인(RCPS 포함)	십억원
	두산엔진	66	66	66	시장가대비 30% 할인	십억원
총 자회사가치	합계 - ②	702	702	702		십억원
순차입금 - ③		3,974	3,817	3,605		십억원
총 기업가치 - ⑤	①+②-③	2,066	3,361	5,068		십억원
발행주식수		119	119	119	RCPS 주식수 고려 + 자사주 매각 반영	백만주
주당가치		17,309	28,154	42,462		원
Fair value			35,308		수주잔고 증가로 확실한 매출액 증가 방향성. 17년, 18년 평균 주당가치	원
목표주가		36,000				
현재주가		28,850			2/16일 기준	원
상승여력		24.8				%

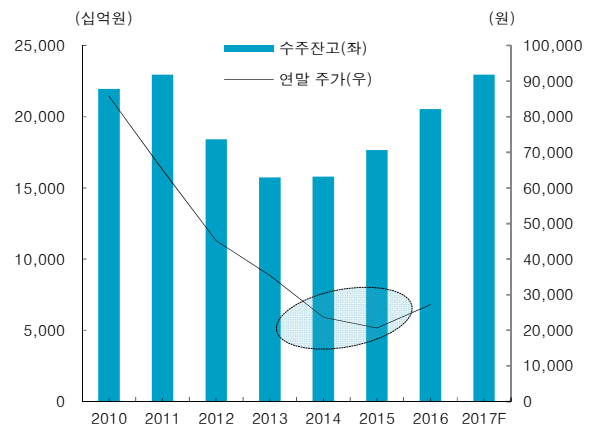
자료: 두산중공업, 한국투자증권

[그림 1] 신규수주 추이 및 연말 주가: 14~15년 자회사 risk 부각



자료: 두산중공업, 한국투자증권

[그림 2] 수주잔고 추이 및 연말 주가: 14~15년 자회사 risk 부각



자료: 두산중공업, 한국투자증권

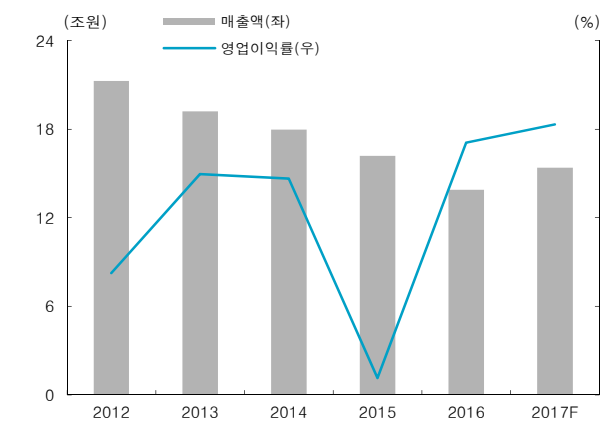
〈표 2〉 두산중공업 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016P	2017F	2018F
매출액(재무)	3,174	3,598	3,059	4,061	3,342	3,894	3,454	4,708	13,893	15,398	17,306
두산중공업(관리)	1,324	1,488	1,285	2,105	1,428	1,684	1,488	2,581	6,201	7,181	8,469
발전	1,026	1,181	1,020	1,719	1,128	1,358	1,203	2,145	4,944	5,834	7,001
담수	89	78	67	126	91	91	77	156	360	414	489
주단/건설	209	229	198	260	209	236	208	279	897	933	979
자회사(건설, 엔진, 인프라)	1,874	2,139	1,814	1,980	1,940	2,241	2,009	2,153	7,807	8,344	8,977
연결조정	(24)	(29)	(39)	(24)	(26)	(32)	(43)	(26)	(116)	(127)	(140)
영업이익(재무)	228	255	154	154	183	276	220	261	791	940	1,152
두산중공업(관리)	93	73	50	73	61	83	85	152	287	381	529
발전	77	70	42	77	56	75	76	143	267	350	490
담수	(2)	(6)	(6)	1	(2)	(1)	(1)	(3)	(12)	(6)	0
주단/건설	17	8	14	(6)	6	9	10	11	33	37	39
자회사(건설, 엔진, 인프라)	129	186	109	84	123	193	134	109	508	559	622
연결조정	6	(3)	(4)	(3)	0	0	0	0	(4)	0	0
영업이익률(재무)	7.2	7.1	5.0	3.8	5.5	7.1	6.4	5.5	5.7	6.1	6.7
두산중공업(관리)	7.0	4.9	3.9	3.5	4.3	4.9	5.7	5.9	4.6	5.3	6.2
발전	7.5	6.0	4.1	4.5	5.0	5.5	6.3	6.7	5.4	6.0	7.0
담수	(1.9)	(7.5)	(9.3)	1.1	(2.0)	(1.0)	(1.0)	(1.7)	(3.4)	(1.5)	0.0
주단/건설	8.2	3.5	7.0	(2.3)	3.0	4.0	5.0	4.0	3.7	4.0	4.0
자회사(건설, 엔진, 인프라)	6.9	8.7	6.0	4.3	6.3	8.6	6.7	5.1	6.5	6.7	6.9

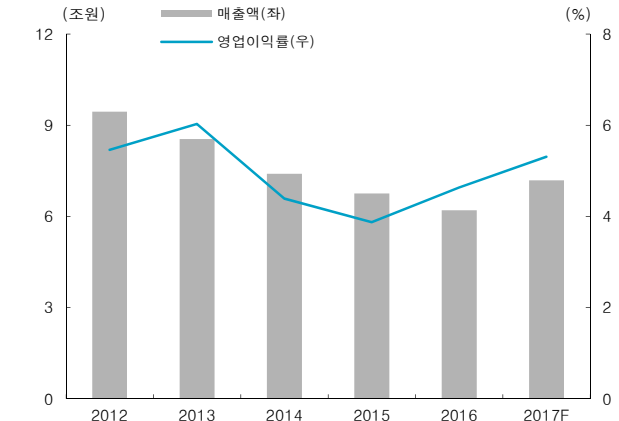
자료: 한국투자증권

[그림 3] 연결기준 영업실적 추이 및 전망



자료: 두산중공업, 한국투자증권

[그림 4] 관리연결(본사 및 해외 발전자회사) 영업실적 추이 및 전망



자료: 두산중공업, 한국투자증권

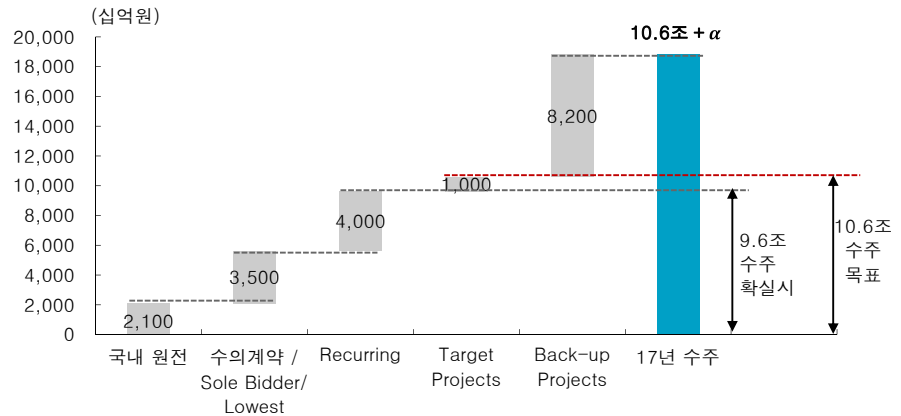
〈표 3〉 가이드스 및 한투 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %p)

	2015	2016	2017 목표	YoY	한투 추정	차이
수주	8,569	9,053	10,600	17.1	9,600	(9.4)
매출액	6,721	6,201	7,000	12.9	7,181	2.6
영업이익	264	287	350	21.8	381	8.9
영업이익률	3.9	4.6	5.0	0.4	5.3	0.3

자료: 한국투자증권

[그림 5] 연간 수주 기회 규모 및 전망



주: 1. 국내원전: 14년 신고리 5, 6호기 수주실적 기준  
 2. 수의계약 등: 남아공 A CFB 1.2조, 베트남 석탄화력 0.7조, 국내 석탄화력 0.6조  
 3. Recurring: 기자재 2.4조, 서비스 1.3조, 기타 0.3조. 수주 Risk가 낮고 지속/반복적인 계약관계를 맺고 있는 프로젝트. 12~16년 평균 4.2조원 수주  
 4. Target Projects: 쿠웨이트 Water 0.8조, 오만 Water 0.2조 등  
 5. Back-up: 인도 EPC 2.0조, 이집트 EPC 1.2조, 중앙아시아 EPC 0.6조, 사우디 RO 0.4조, 인도네시아 EPC 0.3조 등  
 자료: 두산중공업, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

두산중공업은 산업의 기초 소재인 주단조부터 원자로, 보일러, 터빈, 발전기 등 발전설비를 비롯, 물을 생산하는 해수담수화 설비 및 수처리 설비, 운반하역설비 등을 제작해 국내외 플랜트 시장에 공급하는 대표적인 EPC 전문 기업. 2011년 기준 각 사업부문별 매출액 비중은 발전 59%, 산업 11%, 주단 5%, 건설 6%, DPS외 18% 이다.

- EPC: Engineering, Procurement, Construction의 약자. 설계 및 자재조달, 시공까지 전 과정 수행
- 관리연결: 두산중공업 및 DPS(Doosan Power System) 등 해외 자회사. 두산중공업 본사가 컨트롤 가능한 사업부 기준이자 2012년까지의 연결 기준. 실제 주가와 연관성 있는 사업부 범위
- 재무연결: 공시기준. 관리연결 + 두산인프라코어 + 두산건설 + 두산엔진

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	10,812	10,724	9,997	9,895	10,861
현금성자산	1,298	1,893	1,876	1,232	1,471
매출채권및기타채권	5,046	4,920	4,612	4,773	5,019
재고자산	2,332	2,196	1,883	2,087	2,346
비유동자산	16,740	16,536	14,835	15,397	16,275
투자자산	1,303	1,487	1,275	1,413	1,588
유형자산	7,190	7,207	7,265	7,315	7,365
무형자산	6,863	6,658	5,279	5,543	6,057
자산총계	27,552	27,260	24,832	25,292	27,137
유동부채	11,132	12,455	11,767	11,870	13,217
매입채무및기타채무	5,138	4,923	4,154	4,465	5,019
단기차입금및단기사채	2,967	3,943	3,843	3,843	3,843
유동성장기부채	1,631	2,253	2,253	2,253	2,253
비유동부채	8,743	7,779	6,237	6,325	6,471
사채	3,010	2,548	1,298	1,298	1,298
장기차입금및금융부채	3,796	3,609	3,549	3,486	3,441
부채총계	19,875	20,234	18,004	18,194	19,688
지배주주지분	4,659	3,581	3,441	3,549	3,700
자본금	597	597	597	597	597
자본잉여금	1,828	1,564	1,564	1,564	1,564
기타자본	(102)	(105)	56	56	56
이익잉여금	2,115	1,013	768	875	1,027
비지배주주지분	3,018	3,445	3,386	3,548	3,748
자본총계	7,677	7,026	6,828	7,097	7,449

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	604	(74)	348	702	1,939
당기순이익	(85)	(1,751)	(215)	344	427
유형자산감가상각비	388	371	327	309	316
무형자산상각비	183	214	167	176	192
자산부채변동	(346)	(480)	289	(395)	669
기타	464	1,572	(220)	268	335
투자활동현금흐름	(545)	(380)	934	(1,025)	(1,359)
유형자산투자	(373)	(389)	(386)	(359)	(366)
유형자산매각	14	31	0	0	0
투자자산순증	60	103	154	(138)	(175)
무형자산순증	(257)	(251)	1,211	(440)	(706)
기타	11	126	(45)	(88)	(112)
재무활동현금흐름	326	1,059	(1,299)	(320)	(341)
자본의증가	377	918	0	0	0
차입금의순증	(56)	230	(1,431)	(84)	(66)
배당금지급	(103)	(170)	(96)	(75)	(75)
기타	108	81	228	(161)	(200)
기타현금흐름	(31)	(9)	0	0	0
현금의증가	355	595	(17)	(644)	239

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

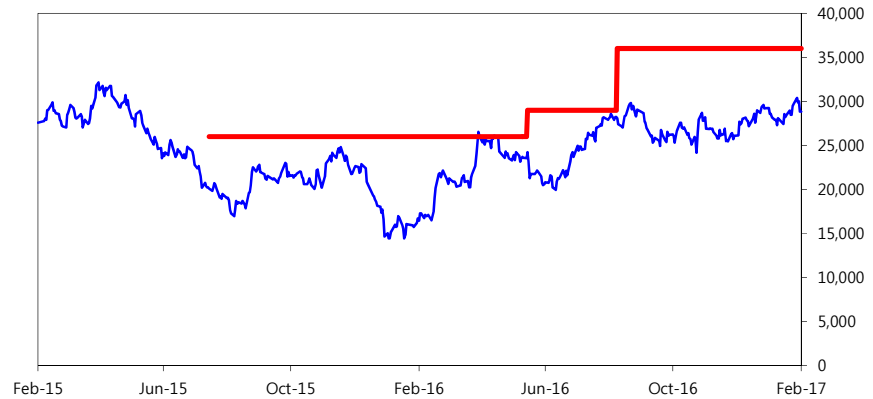
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	17,972	16,204	13,893	15,398	17,306
매출원가	14,903	13,647	10,962	12,087	13,585
매출총이익	3,068	2,558	2,931	3,311	3,722
판매관리비	2,190	2,496	2,140	2,371	2,665
영업이익	878	62	791	940	1,056
금융수익	923	1,236	473	53	50
이자수익	56	45	58	53	50
금융비용	1,774	1,955	1,036	501	497
이자비용	640	630	534	501	497
기타영업외손익	(152)	(819)	(471)	0	0
관계기업관련손익	(80)	(82)	(2)	0	0
세전계속사업이익	(205)	(1,558)	(246)	492	609
법인세비용	(105)	168	68	148	183
연결당기순이익	(85)	(1,751)	(215)	344	427
지배주주지분순이익	(95)	(1,039)	(171)	182	226
기타포괄이익	(340)	320	(70)	0	0
총포괄이익	(425)	(1,431)	(285)	344	427
지배주주지분포괄이익	(277)	(727)	(226)	182	226
EBITDA	1,449	648	1,286	1,425	1,565

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	(1,082)	(10,631)	(1,512)	1,394	1,736
BPS	40,510	31,472	28,951	29,853	31,121
DPS	750	850	550	550	550
성장성(% YoY)					
매출증가율	(6.4)	(9.8)	(14.3)	10.8	12.4
영업이익증가율	(8.3)	(92.9)	1,174.7	18.8	12.4
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	23.9
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	24.5
EBITDA증가율	(3.1)	(55.3)	98.6	10.8	9.8
수익성(%)					
영업이익률	4.9	0.4	5.7	6.1	6.1
순이익률	(0.5)	(6.4)	(1.2)	1.2	1.3
EBITDA Margin	8.1	4.0	9.3	9.3	9.0
ROA	(0.3)	(6.4)	(0.8)	1.4	1.6
ROE	(2.0)	(25.2)	(4.9)	5.2	6.2
배당수익률	3.2	4.1	2.0	1.9	1.9
배당성향	NM	NM	NM	41.0	33.0
안정성					
순차입금(십억원)	9,489	10,297	8,841	8,322	7,889
차입금/자본총계비율(%)	157.0	184.7	169.2	147.6	139.6
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	20.7	16.6
PBR	0.6	0.7	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.2	24.3	11.7	10.5	9.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
두산중공업(034020)	2015.05.14	중립	-
	2015.07.31	매수	26,000 원
	2016.05.31	매수	29,000 원
	2016.08.25	매수	36,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 17일 현재 두산중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 두산중공업 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.