

## 두산중공업(034020)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 25,500원(유지)

## Stock Data

KOSPI(11/3)	2,558
주가(11/3)	17,250
시가총액(십억원)	1,836
발행주식수(백만)	106
52주 최고/최저가(원)	30,400/16,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,854
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.7/8.9
주요주주(%)	두산 외 17 인 41.3
	국민연금 9.4

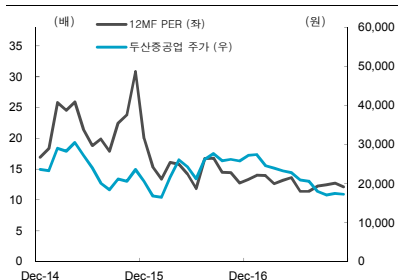
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	NM	10.2
PBR(x)	0.9	0.6	0.6
ROE(%)	(4.8)	(2.5)	6.2
DY(%)	2.0	3.2	3.2
EV/EBITDA(x)	11.3	9.6	7.9
EPS(원)	(1,777)	(751)	1,689
BPS(원)	29,836	28,042	29,184

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.9	(26.1)	(32.9)
상대주가(%)	(6.0)	(41.4)	(61.8)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 오늘 보다 더 나은 미래

## What's new : 낮아진 컨센서스에 부합

관리연결(본사 및 해외발전자회사) 기준 실적은 매출액 1.3조원, 영업이익 416억원, 영업이익률 3.1%이다. 매출액은 전년대비 4.6% 늘었지만 영업이익은 신고리 5, 6호기 공사 중단에 따른 영향으로 16.1% 줄었다. 영업외부문에서 외화관련 평가손이 해외자회사 DPS에서 700억원 발생해 100억원의 당기순손실을 기록했다. 재무연결(관리연결+두산인프라코어+두산엔진+두산건설) 기준 실적은 매출액 3.5조원(+13.3% YoY), 영업이익 1,960억원(+25.5% YoY), 당기순손실 583억원이다.

## Positives : 잔고 내 미착수 프로젝트들도 모두 공사 시작

매출액이 전년동기대비 4.6% 늘었다. 신고리 5, 6호기 공사가 7월 중단됨에 따라 분기에 약 1,000억원에 가까운 매출 차질이 발생했음에도 전년대비 증가했다. 또한 내년부터는 매출액 증가 폭이 더욱 가팔라질 것이다. 신고리 5, 6호기 관련 매출이 이달 내에 본격적으로 재개될 전망이고, 석탄화력 관련 주기기 4기(고성하이, 강릉안인)도 정부의 공사 재개 방침에 따라 매출로 인식될 것이다. 또한, 수주잔고 내 미착수 프로젝트 중 가장 큰 규모였던 베트남 응이손 프로젝트(수주규모 1.8조원)도 최근 공사가 시작됐다. 이에 따라 2018년 매출액은 올해 대비 12.4% 늘어난 7.1조원, 영업이익은 4,280억원이 예상된다.

## Negatives : 부진했던 3분기 수주, 그러나 내년부터 다시 늘어날 것

3분기 수주가 부진했다. 올해 3분기 수주액은 4천억원이고, 올해 연간 누적으로는 2.8조원이다. 올해 추정 연간 매출액이 6.4조원임을 감안하면 부진한 상황이다. 매년 4분기에 집중되는 서비스 등의 Recurring(서비스 등) 수주 및 수익계약 프로젝트 등을 감안 시 연간 수주규모는 6~7조원 수준일 것이다. 당초 계획대비 국내 원전 2.1조원(신한울 3.4호기)이 사라졌고, 인도 원전 6기(6~7천억원)이 내년으로 지연됐기 때문이다. 그러나 조만간 발표되는 8차전력수급계획에 국내 원전 축소에 따른 신재생, 가스화력 건설 계획 및 석탄화력재정비 등이 새롭게 추가될 것이고, 내년에는 수주 가시성 높은 해외 원전프로젝트들이 다수 있어 수주액이 다시 늘어날 것이다.

## 결론 : 매수 의견 유지. 원전수출과 차기 에너지패러다임 수혜에 집중

매수 의견과 목표주가 25,500원(표 1)을 유지한다. 신고리 5, 6호기, 석탄화력 4기 건설 재개로 수주잔고 안정성이 크게 높아졌고, 해외 원전수출 모멘텀도 집중 조명을 받을 것이다. 또한 두산중공업은 차기 에너지 정책에 맞춰 LNG발전 및 해상풍력 분야에서도 강력한 경쟁력을 갖춰 중장기 전망도 밝다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	3,328	3,483	4.6	3,477	(9.2)	13.3	15,191	15,379
영업이익	170	196	15.3	208	(36.4)	25.5	956	1,002
영업이익률	5.1	5.6	0.5	6.0	(2.4)	0.5	6.3	6.5
세전이익	70	65	(6.6)	85.4	6.6	23.3	283	NA
순이익	42	(58)	NM	33	NM	NM	(85)	92

## 조철희

chulhee.cho@truefriend.com

## 정초혜

chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> 두산중공업 valuation

		2016	2017F	2018F	비고	단위
영업가치	매출액	6,201	6,359	7,146		십억원
	영업이익	287	221	428		십억원
	EBITDA	529	481	698		십억원
	EV/EBITDA	10.0	10.0	10.0		배
	적정가치 - ①	5,285	4,807	6,975		십억원
자회사가치	두산인프라코어	490	499	499	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산건설	149	146	146	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산엔진	81	90	90	시장가대비 30% 할인	십억원
총 자회사가치	합계 - ②	720	735	735		십억원
순차입금 - ③		3,974	4,374	4,174		십억원
총 기업가치 - ⑤ ①+②-③		2,031	1,169	3,537		십억원
발행주식수		119	146	146	BW발행 고려	백만주
주당가치		17,018	8,030	24,302		원
목표주가				25,500	10월 21일 제시	원
현재주가				17,250	11/3일 기준	원
상승여력				48		%

자료: 두산중공업, 한국투자증권

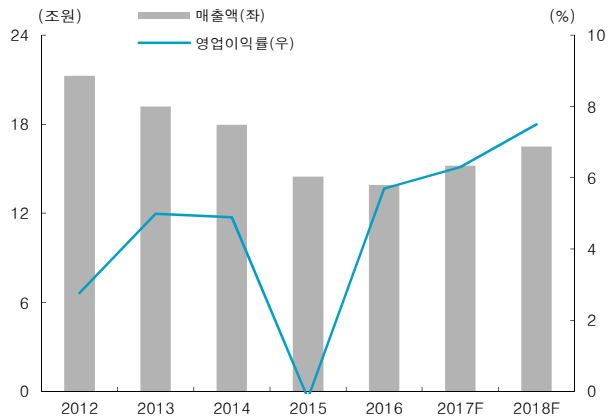
<표 2> 두산중공업 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액(재무)	3,174	3,598	3,059	4,061	3,438	3,825	3,483	4,446	13,893	15,191	16,516
두산중공업(관리)	1,321	1,488	1,285	2,107	1,372	1,447	1,344	2,195	6,201	6,359	7,146
발전	1,023	1,181	1,020	1,721	1,075	1,108	1,050	1,761	4,944	4,994	5,843
담수	89	78	67	126	70	102	95	165	360	432	510
주단/건설	209	229	198	260	227	237	198	270	897	933	793
자회사(건설, 엔진, 인프라)	1,874	2,139	1,814	1,980	2,095	2,409	2,157	2,280	7,807	8,941	9,490
연결조정	(22)	(29)	(39)	(26)	(30)	(32)	(18)	(29)	(116)	(109)	(119)
영업이익(재무)	221	262	154	154	237	306	196	219	791	956	1,238
두산중공업(관리)	93	73	50	73	69	63	42	47	287	221	428
발전	77	70	42	77	60	41	32	42	267	175	386
담수	(2)	(6)	(6)	1	(4)	5	4	3	(12)	9	10
주단/건설	17	8	14	(6)	14	17	5	2	33	37	32
자회사(건설, 엔진, 인프라)	129	186	109	84	167	241	155	172	508	735	810
연결조정	(1)	4	(4)	(3)	1	2	(1)	0	(4)	0	0
영업이익률(재무)	6.9	7.3	5.0	3.8	6.9	8.0	5.6	4.9	5.7	6.3	7.5
두산중공업(관리)	7.0	4.9	3.9	3.4	5.1	4.3	3.1	2.1	4.6	3.5	6.0
발전	7.5	6.0	4.1	4.5	5.5	3.7	3.1	2.4	5.4	3.5	6.6
담수	(1.9)	(7.5)	(9.3)	1.1	(5.4)	4.6	4.6	2.0	(3.4)	2.0	2.0
주단/건설	8.2	3.5	7.0	(2.3)	6.0	7.1	2.5	0.7	3.7	4.0	4.0
자회사(건설, 엔진, 인프라)	6.9	8.7	6.0	4.3	8.0	10.0	7.2	7.6	6.5	8.2	8.5

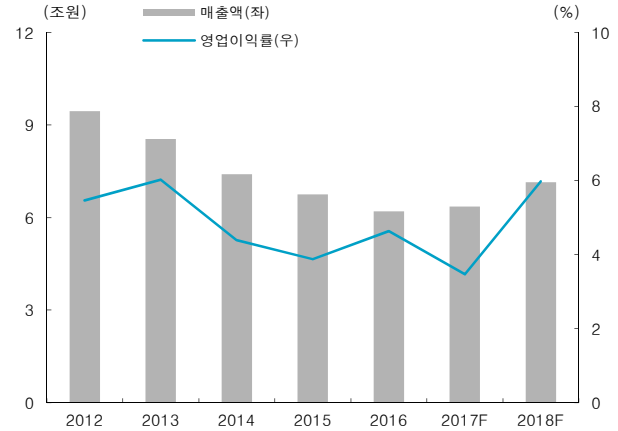
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연결기준 영업실적 추이 및 전망



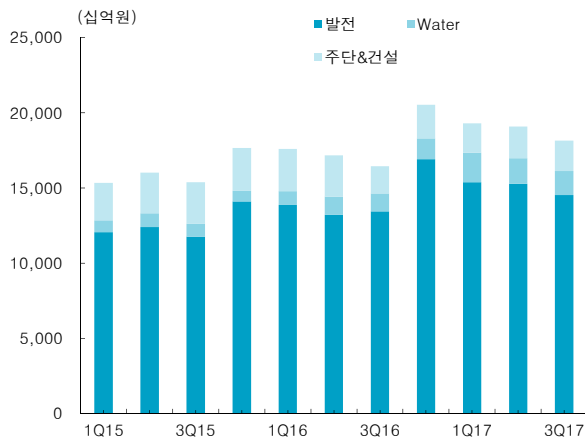
자료: 두산중공업, 한국투자증권

[그림 2] 관리연결(본사 및 해외 발전자회사) 영업실적 추이 및 전망



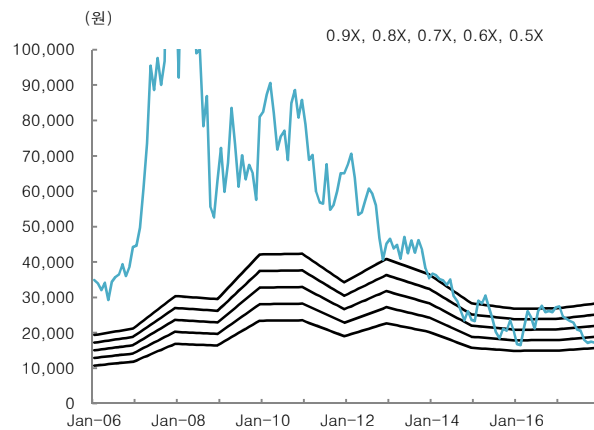
자료: 두산중공업, 한국투자증권

[그림 3] 수주잔고 추이



자료: 한국투자증권

[그림 4] PB 밴드 - 역사적 바닥



자료: 한국투자증권

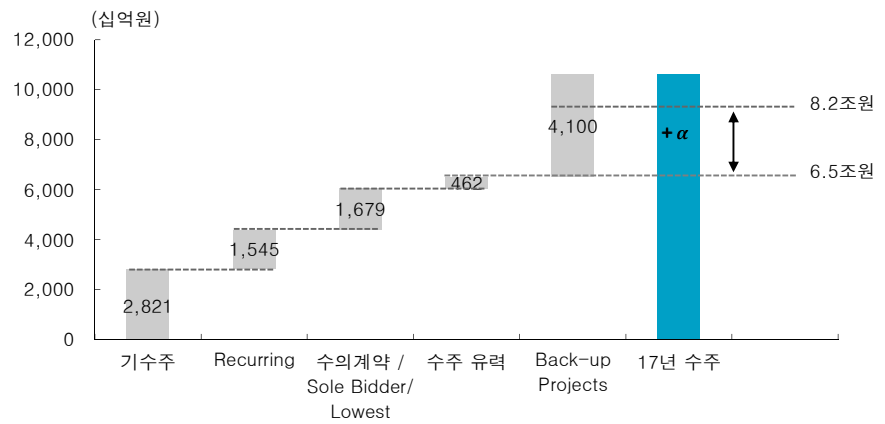
<표 3> 원전 진행 상황

(단위:)

국가/프로젝트	영국/Moorside	사우디아라비아/SMART	사우디아라비아/상용원전	체코/Temelin
건설규모	APR 1400 2기	100MW 2기	1.2~1.6GW 2기	1GW 2기
진행상황	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 한전, Nugen 지분 인수를 위한 예비타당성조사 신청 예정.</li> <li>- 지분인수 실사 및 세부사항 협의 중</li> <li>- 영국정부와도 사업이행계획 실무협의 추진 중</li> <li>- 현재 도시바가 Nugen 100% 소유</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 15년 한국-사우디 SMART 원전 공동상용화를 위한 양해각서 체결</li> <li>- 15.09 사우디-한원연간 상세설계(PPE: Pre-Project Engineering)협약 체결 후 상세설계 진행 중(~18.11)</li> <li>- 17.09 SMART 원전 건설계획 승인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 17.09 상용원전 건설 발표</li> <li>- 10월 산자부장관-사우디경제기획부 장관 면담 통해 양국 협력 방안 논의</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 현재 가동 중인 Temelin 1, 2호기 원전 부지에 3, 4기 추가건설 추진</li> <li>- 07년 이후 수차례 건설계획 추진과 취소 이어짐</li> <li>- 체코원전특사 10월 방한. 당사 및 국내원전시설방문</li> </ul>

자료: 한국투자증권

[그림 5] 연간 수주 기회 규모 및 전망



1) Recurring: 기자재 0.5조, 서비스 0.9조, 기타 0.1조 / 수주 Risk가 낮고 지속/반복적인 계약관계를 맺고 있는 프로젝트.  
 2) 수의계약 등: 남아공 A CFB 1.1조, 중동 담수 등  
 3) 수주유력: 국내토목/건축 등  
 4) Back-up: 사우디 EPC 1조, 베트남 EPC 0.9조, 동남아 EPC 0.7조, 중동 담수 0.5조 등 / 국내원전 미포함  
 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	10,724	9,035	9,913	10,447	11,358
현금성자산	1,893	1,370	1,519	1,817	1,975
매출채권및기타채권	4,920	4,435	4,861	4,790	5,207
채고자산	2,196	1,731	1,892	2,057	2,237
비유동자산	16,536	15,797	16,141	16,540	16,926
투자자산	1,487	1,470	1,607	1,747	1,900
유형자산	7,207	6,382	6,429	6,476	6,523
무형자산	6,658	6,646	6,684	6,771	6,823
자산총계	27,260	24,833	26,054	26,987	28,283
유동부채	12,455	11,582	12,115	12,491	13,129
매입채무및기타채무	4,923	4,775	4,709	5,120	5,566
단기차입금및단기사채	3,943	2,893	3,293	3,293	3,293
유동성장기부채	2,253	2,531	2,810	2,810	2,810
비유동부채	7,779	6,428	7,189	7,298	7,431
사채	2,548	1,754	2,554	2,554	2,554
장기차입금및금융부채	3,609	2,930	2,867	2,822	2,787
부채총계	20,234	18,010	19,304	19,789	20,560
지배주주지분	3,581	3,476	3,262	3,398	3,566
자본금	597	597	597	597	597
자본잉여금	1,564	1,653	1,653	1,653	1,653
기타자본	(105)	(17)	(76)	(76)	(76)
이익잉여금	1,013	705	549	685	853
비지배주주지분	3,445	3,347	3,489	3,799	4,158
자본총계	7,026	6,823	6,750	7,197	7,724

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(74)	968	(168)	1,623	1,522
당기순이익	(1,751)	(216)	57	518	598
유형자산감가상각비	371	328	313	328	343
무형자산상각비	214	204	205	208	209
자산부채변동	(480)	40	(861)	152	(102)
기타	1,572	612	118	417	474
투자활동현금흐름	(380)	805	(818)	(890)	(890)
유형자산투자	(389)	(291)	(430)	(445)	(459)
유형자산매각	31	69	69	69	69
투자자산순증	103	39	(150)	(154)	(167)
무형자산순증	(251)	(247)	(243)	(295)	(261)
기타	126	1,235	(64)	(65)	(72)
재무활동현금흐름	1,059	(2,252)	1,137	(435)	(473)
자본의증가	918	526	0	0	0
차입금의순증	230	(2,191)	1,407	(53)	(43)
배당금지급	(170)	(148)	(71)	(71)	(71)
기타	81	(439)	(199)	(311)	(359)
기타현금흐름	(9)	(44)	0	0	0
현금의증가	595	(524)	150	298	158

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

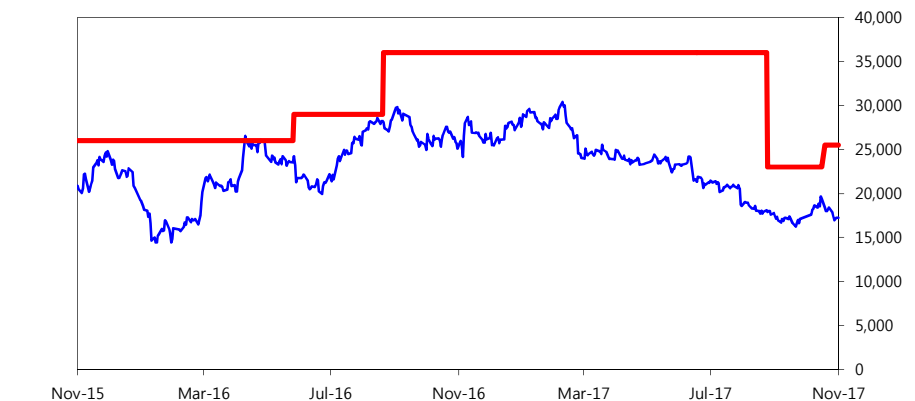
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	14,471	13,893	15,191	16,516	17,956
매출원가	12,283	11,477	12,459	13,347	14,511
매출총이익	2,187	2,415	2,732	3,168	3,445
판매관리비	2,215	1,624	1,776	1,931	2,099
영업이익	(27)	791	956	1,238	1,346
금융수익	1,203	1,016	698	40	45
이자수익	44	40	35	40	45
금융비용	1,899	1,563	1,207	524	522
이자비용	613	513	495	524	522
기타영업외손익	(808)	(475)	(152)	0	0
관계기업관련손익	(82)	(15)	(13)	(14)	(15)
세전계속사업이익	(1,613)	(246)	283	740	854
법인세비용	131	132	226	222	256
연결당기순이익	(1,751)	(216)	57	518	598
지배주주지분순이익	(1,039)	(171)	(85)	207	239
기타포괄이익	320	(28)	0	0	0
총포괄이익	(1,431)	(244)	57	518	598
지배주주지분포괄이익	(727)	(192)	(85)	207	239
EBITDA	558	1,323	1,474	1,774	1,898

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(10,631)	(1,777)	(751)	1,689	1,955
BPS	31,472	29,836	28,042	29,184	30,592
DPS	850	550	550	550	550
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(19.5)	(4.0)	9.3	8.7	8.7
영업이익증가율	NM	NM	20.8	29.5	8.7
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	15.4
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	15.8
EBITDA증가율	(61.5)	137.1	11.4	20.3	7.0
수익성(%)					
영업이익률	(0.2)	5.7	6.3	7.5	7.5
순이익률	(7.2)	(1.2)	(0.6)	1.3	1.3
EBITDA Margin	3.9	9.5	9.7	10.7	10.6
ROA	(6.4)	(0.8)	0.2	2.0	2.2
ROE	(25.2)	(4.8)	(2.5)	6.2	6.9
배당수익률	4.1	2.0	3.2	3.2	3.2
배당성향	NM	NM	NM	34.2	29.6
안정성					
순차입금(십억원)	10,297	8,755	8,916	8,481	8,190
차입금/자본총계비율(%)	184.7	157.2	164.3	153.0	141.7
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	10.2	8.8
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	28.2	11.3	9.6	7.9	7.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
두산중공업(034020)	2015.10.21	매수	26,000원	-19.1	2.1
	2016.05.31	매수	29,000원	-17.3	-1.4
	2016.08.25	매수	36,000원	-30.6	-15.6
	2017.08.25	1년경과		-49.9	-49.7
	2017.08.29	매수	23,000원	-23.7	-14.6
	2017.10.23	매수	25,500원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 5일 현재 두산중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.