

## 두산중공업(034020)

### 매수(유지)

목표주가: 25,500원(상향)

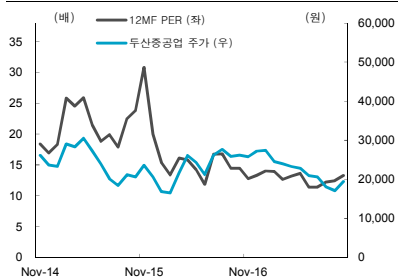
#### Stock Data

KOSPI(10/20)	2,490
주가(10/20)	19,400
시가총액(십억원)	2,065
발행주식수(백만)	106
52주 최고/최저가(원)	30,400/16,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,400
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.7/8.8
주요주주(%)	두산 외 17 인 41.3
	국민연금 9.4

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.5	(18.5)	(25.7)
상대주가(%p)	10.2	(34.3)	(47.7)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 이제는 원전 수출과 새로운 에너지 정책에 집중

#### 신고리 5, 6 호기 건설 재개, 목표주가 상향

목표주가를 25,500원으로 10% 상향(표 1 참고)한다. 신고리 5, 6호기 건설이 공론화위의 권고안에 따라 재개될 전망이다. 적용 EBITDA를 기준 2017, 2018년 평균에서 2018년으로 변경했고, 2018년 영업이익 추정치도 2.5% 상향 조정했다. 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.

#### 수주잔고 안정성 확보 - 원전, 석탄화력 짓던 것은 계속 짓는다

2017~2020년 매출액 증가 방향성이 뚜렷해졌다. 올해 정부의 탈원전/탈석탄 정책에 따라 신고리 5, 6호기(수주 기준 2.1조원)와 석탄화력 4기(고성2기, 강릉2기 - 수주기준 약 1.2조원)의 수주 취소 risk가 있었다. 특히 원전 및 석탄화력 주기기 제작은 다른 프로젝트 대비 수익성이 좋아 주가 상승의 큰 걸림돌이었다. 그러나 신고리 5, 6호기 건설 재개와 함께 지난 9월 미세먼지 종합대책에 따라 석탄화력 4기 주기기 제작도 재개된다. 이에 따라 올해 하반기 실적은 부진하나 내년부터는 다시 매출액 및 이익 증가 방향성이 뚜렷해진다. 참고로 상반기말 기준 수주잔고는 19조원(발전부문 15.2조원)이다.

#### 원전 수출모멘텀 부각 - 원전 수출에 적극적인 정부

정부의 탈원전 정책으로 국내에서는 추가 원전 수주를 기대하기 어렵다. 그러나 정부는 해외 원전 수출은 적극적으로 지원한다는 입장이다. 정부/한전은 영국의 무어사이드 원전 프로젝트(내년 상반기 결정, 수주 규모 3조원 이상 추정) 수주를 추진 중이다. 언론에 따르면 정부/한전은 현재 수출에 필요한 금융지원 마련에 착수했고 이달 중 영국을 방문해 정부 관계자와 협상 할 계획이다. 또한 체코, 사우디 등으로의 수출도 추진 중이다. 최근 미국, 프랑스, 일본 등의 경쟁업체들의 재무 상황이 악화돼 두산중공업의 경쟁력이 부각되고 있다. 향후 원전 수출 성공은 valuation re-rating 요인이 될 것이다.

#### 차기 에너지 정책에서도 수혜 - LNG 발전, 해상풍력발전 수혜 업체

두산중공업은 정부의 차기 에너지 정책에서도 최대 수혜 업체 중 하나다. 연내 발표될 8 차전력수급계획에는 LNG발전과 풍력, 태양광 등의 신재생 관련 정책들이 다수 담길 것이다. 두산중공업은 LNG발전의 주기기인 가스터빈 국산화 국책 과제를 수행 중이고, 국내 해상풍력 1위 업체(현대중공업 5.5MW급 해상풍력 기술 인수 등)임을 감안하면 2020년 이후의 중장기 전망도 밝다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	14,471	(27)	(1,039)	(10,631)	NM	558	NM	28.2	0.7	(25.2)	4.1
2016A	13,893	791	(171)	(1,777)	NM	1,323	NM	11.3	0.9	(4.8)	2.0
2017F	15,005	891	72	562	NM	1,411	34.5	9.6	0.6	2.1	2.8
2018F	16,287	967	183	1,490	165.0	1,514	13.0	9.0	0.6	5.2	2.8
2019F	17,678	1,050	211	1,722	15.6	1,626	11.3	8.5	0.6	5.8	2.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

조철희  
chulhee.cho@truefriend.com

정초혜  
chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> 두산중공업 valuation

		2016	2017F	2018F	비고	단위
영업가치	매출액	6,201	6,242	7,009		십억원
	영업이익	287	178	415		십억원
	EBITDA	529	438	685		십억원
	EV/EBITDA	10.0	10.0	10.0		배
	적정가치 - ①	5,285	4,379	6,846		십억원
자회사가치	두산인프라코어	490	490	490	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산건설	149	149	149	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산엔진	81	81	81	시장가대비 30% 할인	십억원
총 자회사가치	합계 - ②	720	720	720		십억원
순차입금 - ③		3,974	4,074	3,874		십억원
총 기업가치 - ⑤ ①+②-③		2,031	1,026	3,692		십억원
발행주식수		119	146	146	BW발행 고려	백만주
주당가치		17,018	7,048	25,370		원
목표주가				25,500		원
현재주가				19,400	10/20일 기준	원
상승여력				31.4		%

자료: 두산중공업, 한국투자증권

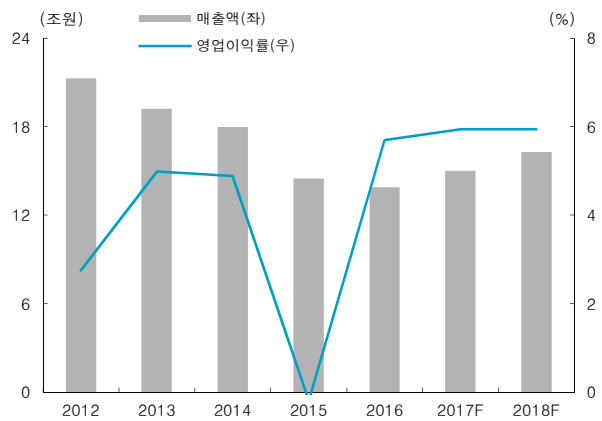
<표 2> 두산중공업 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액(재무)	3,174	3,598	3,059	4,061	3,438	3,825	3,328	4,414	13,893	15,005	16,287
두산중공업(관리)	1,321	1,488	1,285	2,107	1,372	1,447	1,226	2,196	6,201	6,242	7,009
발전	1,023	1,181	1,020	1,721	1,075	1,108	938	1,774	4,944	4,895	5,727
담수	89	78	67	126	70	102	80	162	360	414	489
주단/건설	209	229	198	260	227	237	208	260	897	933	793
자회사(건설, 엔진, 인프라)	1,874	2,139	1,814	1,980	2,095	2,409	2,145	2,247	7,807	8,896	9,425
연결조정	(22)	(29)	(39)	(26)	(30)	(32)	(43)	(29)	(116)	(133)	(147)
영업이익(재무)	221	262	154	154	237	306	170	181	791	891	1,198
두산중공업(관리)	93	73	50	73	69	63	19	27	287	178	415
발전	77	70	42	77	60	41	9	37	267	147	378
담수	(2)	(6)	(6)	1	(4)	5	(1)	(6)	(12)	(6)	5
주단/건설	17	8	14	(6)	14	17	10	(4)	33	37	32
자회사(건설, 엔진, 인프라)	129	186	109	84	167	241	151	154	508	713	783
연결조정	(1)	4	(4)	(3)	1	2	0	0	(4)	0	0
영업이익률(재무)	6.9	7.3	5.0	3.8	6.9	8.0	5.1	4.1	5.7	5.9	7.4
두산중공업(관리)	7.0	4.9	3.9	3.4	5.1	4.3	1.5	1.2	4.6	2.9	5.9
발전	7.5	6.0	4.1	4.5	5.5	3.7	1.0	2.1	5.4	3.0	6.6
담수	(1.9)	(7.5)	(9.3)	1.1	(5.4)	4.6	(1.0)	(3.9)	(3.4)	(1.5)	1.0
주단/건설	8.2	3.5	7.0	(2.3)	6.0	7.1	5.0	(1.4)	3.7	4.0	4.0
자회사(건설, 엔진, 인프라)	6.9	8.7	6.0	4.3	8.0	10.0	7.0	6.9	6.5	8.0	8.3

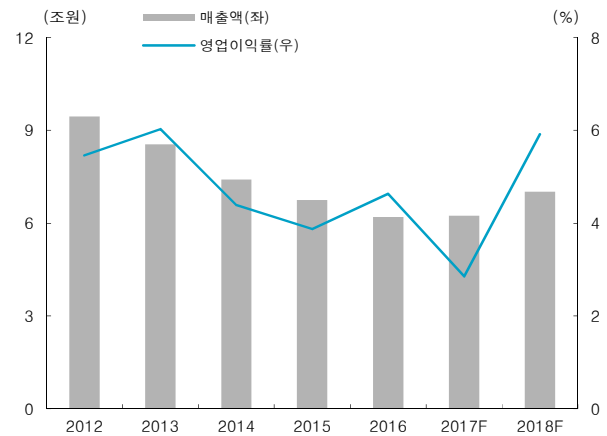
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연결기준 영업실적 추이 및 전망



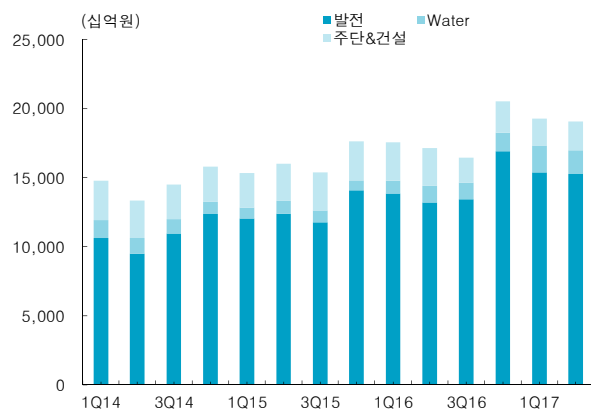
자료: 두산중공업, 한국투자증권

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



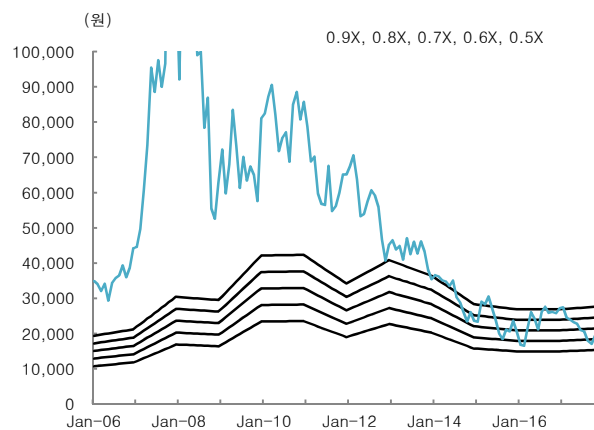
자료: 두산중공업, 한국투자증권

[그림 3] 수주잔고 추이



자료: 한국투자증권

[그림 4] PB 밴드



자료: 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%, DPS의 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	9,942	10,302	11,182
현금성자산	1,893	1,370	1,651	1,792	1,945
매출채권및기타채권	4,920	4,435	4,802	4,723	5,127
재고자산	2,196	1,731	1,869	2,029	2,202
비유동자산	16,536	15,797	16,172	16,776	17,395
투자자산	1,487	1,470	1,587	1,723	1,870
유형자산	7,207	6,382	6,429	6,526	6,623
무형자산	6,658	6,646	6,752	7,003	7,248
자산총계	27,260	24,833	26,114	27,078	28,577
유동부채	12,455	11,582	12,221	12,632	13,489
매입채무및기타채무	4,923	4,775	4,351	4,723	5,127
단기차입금및단기사채	3,943	2,893	2,893	2,893	2,893
유동성장기부채	2,253	2,531	2,810	3,089	3,367
비유동부채	7,779	6,428	7,005	7,121	7,260
사채	2,548	1,754	2,254	2,354	2,454
장기차입금및금융부채	3,609	2,930	2,867	2,722	2,587
부채총계	20,234	18,010	19,225	19,753	20,749
지배주주지분	3,581	3,476	3,477	3,675	3,909
자본금	597	597	597	597	597
자본잉여금	1,564	1,653	1,653	1,653	1,653
기타자본	(105)	(17)	(17)	(17)	(17)
이익잉여금	1,013	705	706	904	1,137
비지배주주지분	3,445	3,347	3,411	3,650	3,920
자본총계	7,026	6,823	6,888	7,325	7,828

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(74)	968	568	1,310	1,378
당기순이익	(1,751)	(216)	136	346	398
유형자산감가상각비	371	328	313	332	354
무형자산상각비	214	204	207	215	222
자산부채변동	(480)	40	(253)	140	92
기타	1,572	612	165	277	312
투자활동현금흐름	(380)	805	(860)	(1,161)	(1,202)
유형자산투자	(389)	(291)	(361)	(482)	(504)
유형자산매각	31	69	0	0	0
투자자산순증	103	39	(130)	(149)	(162)
무형자산순증	(251)	(247)	(313)	(466)	(467)
기타	126	1,235	(56)	(64)	(69)
재무활동현금흐름	1,059	(2,252)	572	(8)	(23)
자본의증가	918	526	0	0	0
차입금의순증	230	(2,191)	707	225	235
배당금지급	(170)	(148)	(71)	(71)	(71)
기타	81	(439)	(64)	(162)	(187)
기타현금흐름	(9)	(44)	0	0	0
현금의증가	595	(524)	281	141	153

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

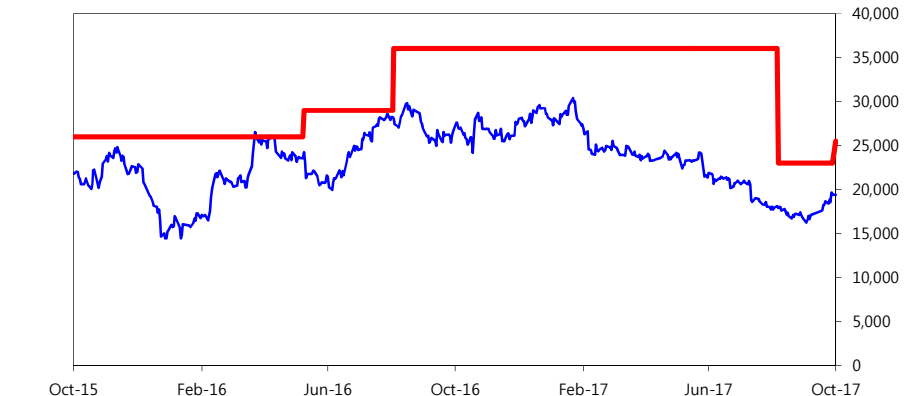
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	14,471	13,893	15,005	16,287	17,678
매출원가	12,283	11,477	12,360	13,416	14,562
매출총이익	2,187	2,415	2,645	2,871	3,116
판매관리비	2,215	1,624	1,754	1,904	2,066
영업이익	(27)	791	891	967	1,050
금융수익	1,203	1,016	686	41	44
이자수익	44	40	36	41	44
금융비용	1,899	1,563	1,187	500	510
이자비용	613	513	480	500	510
기타영업외손익	(808)	(475)	(105)	0	0
관계기업관련손익	(82)	(15)	(13)	(14)	(15)
세전계속사업이익	(1,613)	(246)	273	494	569
법인세비용	131	132	136	148	171
연결당기순이익	(1,751)	(216)	136	346	398
지배주주지분순이익	(1,039)	(171)	72	183	211
기타포괄이익	320	(28)	0	0	0
총포괄이익	(1,431)	(244)	136	346	398
지배주주지분포괄이익	(727)	(192)	72	183	211
EBITDA	558	1,323	1,411	1,514	1,626

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(10,631)	(1,777)	562	1,490	1,722
BPS	31,472	29,836	29,847	30,790	31,966
DPS	850	550	550	550	550
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(19.5)	(4.0)	8.0	8.5	8.5
영업이익증가율	NM	NM	12.6	8.5	8.5
순이익증가율	NM	NM	NM	153.6	15.2
EPS증가율	NM	NM	NM	165.0	15.6
EBITDA증가율	(61.5)	137.1	6.6	7.2	7.4
수익성(%)					
영업이익률	(0.2)	5.7	5.9	5.9	5.9
순이익률	(7.2)	(1.2)	0.5	1.1	1.2
EBITDA Margin	3.9	9.5	9.4	9.3	9.2
ROA	(6.4)	(0.8)	0.5	1.3	1.4
ROE	(25.2)	(4.8)	2.1	5.2	5.8
배당수익률	4.1	2.0	2.8	2.8	2.8
배당성향	NM	NM	98.0	38.6	33.6
안정성					
순차입금(십억원)	10,297	8,755	8,093	8,095	8,090
차입금/자본총계비율(%)	184.7	157.2	150.9	147.9	144.2
Valuation(X)					
PER	NM	NM	34.5	13.0	11.3
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	28.2	11.3	9.6	9.0	8.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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 10월 23일 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.