

## 두산중공업(034020)

### 매수(유지)

목표주가: 23,000원(하향)

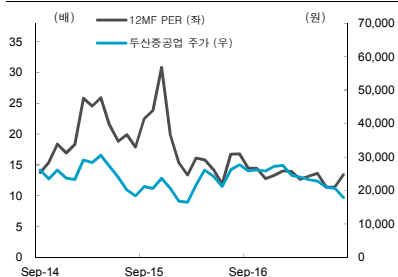
#### Stock Data

KOSPI(8/29)	2,365
주가(8/29)	17,900
시가총액(십억원)	1,906
발행주식수(백만)	106
52주 최고/최저가(원)	30,400/17,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,411
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.7/10.3
주요주주(%)	두산 외 17인 41.3
	국민연금 9.4

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.9)	(27.1)	(34.2)
상대주가(%p)	(12.4)	(40.1)	(50.5)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 원전 불확실성 해소 전까지는 모멘텀 부재

#### 신고리 5, 6호기 원전 진행 여부는 10월 20일 결정

정부는 신고리 5, 6호기(공정률 약 30%, 기투입비용 1,6조원) 원전 건설 진행 여부를 결정하기 위한 신고리공론화위원회(공론화위)를 운영중이다. 현재 공론화위는 세부 일정을(표 1) 수립해 10월 20일 최종 권고안을 정부에 제출할 예정이다. 정부는 공론화위의 결정을 수용한다는 계획을 수차례 발표했기 때문에 공론화위의 결정으로 신고리 5, 6호기의 운명이 결정될 것이다. 두산중공업은 국내 원전 주기기 독점공급자로서 2015년 신고리 5, 6호기 관련해 총 2.6조원(주기기 2.1조원, 건설 4,600억원)의 계약을 체결했다.

#### 국내 원전 공사 중단으로 실적 불확실성 확대

新정부의 탈원전 정책에 따른 국내 원전 사업 불확실성으로 주가가 큰 폭의 조정을 받았다. 일반적으로 원전 사업은 관리연결기준(재무연결에서 자회사인 두산건설, 두산엔진, 두산인프라코어 제외) 매출액의 10~15%를 차지하고, 영업이익률은 기타 사업대비 크게 높은 것으로 알려져 있다. 따라서 지난 몇 년간 실적의 버팀목이던 UAE원전 수출 관련 매출액이 줄어든 시점에 국내 원전 불확실성은 회사의 실적에 부정적이다. 올해 남은 기간 실적도 3분기 공론화위 활동과 함께 신고리 5, 6호기 공사가 잠정 중단된 상황이라 당초 예상대비 크게 부진할 전망이다.

#### 신재생, 가스발전도 장기적으로 긍정적, 다만 실제 수혜는 2019년 이후

정부의 '탈원전' 정책이 계획대로 추진되면 장기적으로 신재생에너지와 LNG발전소 건설이 늘어날 것이다. 두산중공업은 풍력발전과 LNG발전소 관련해서 국내 최대 수혜업체다. 풍력발전은 국내 제조사 중 점유율 1위로 3MW와 5MW 모델을 생산할 수 있다. 또한 LNG발전의 핵심 기자재인 가스터빈 원천기술 확보(2013~2019년)를 위한 국책과제를 수행 중이다. 그러나 이에 따른 본격적인 수혜는 2019년 이후가 될 것이다. 원전을 대체할 신재생에너지와 LNG발전소는 건설 기한이 3년 이내이기 때문에 원전(7년 이상) 대비 천천히 착공해도 된다. 따라서 올해 말 발표될 8차전력수급계획에서 해당 발전소들의 건설 계획이 담기더라도 2018~2019년 두산중공업의 수혜 폭은 크지 않을 것이다.

#### 목표주가 36% 하향, 공론화위 결정까지는 보수적 관점 접근 필요

신고리 5, 6호기 건설 중단 영향 등을 일부 반영해 17년, 18년 영업이익 추정치를 각각 31%, 23% 낮췄다. 5,000억원 규모의 BW(5월 발행)도 반영해 목표주가를 36,000원에서 23,000원(표4)으로 하향한다. 주가가 큰 폭으로 조정됐기 때문에 10월 20일까지 추가적인 주가 하락은 제한적이지만 공론화위 결정까지는 보수적인 관점에서 접근이 필요하다.

	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	15,234	968	97	766	NM	1,484	23.4	9.0	0.6	2.8	3.1
2018F	16,723	1,063	219	1,789	133.6	1,601	10.0	8.4	0.6	6.1	3.1
2019F	18,356	1,167	255	2,089	16.7	1,733	8.6	7.9	0.5	6.8	3.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

조철희 3276-6189  
chulhee.cho@truefriend.com

정초혜 3276-6233  
chohye.jeong@truefriend.com

**<표 1> 시민참여단 구성 포함한 원전공론화위원회 향후 일정**

일정	내용
8. 25	1 차 조사 - 지역, 성별, 연령 고려 확률추출을 통해 선발된 2 만 여명의 시민이 참여
9. 11	시민참여단 구성 - 1 차 조사 응답자 중에서 숙의과정에 참여 의사가 있는 시민 중 확률 추출을 통해 선정된 500 명으로 구성
-	숙의과정(학습과 토론)
-	최종조사
10. 15	결과도출

자료: 공론화위원회 공식 홈페이지, 한국투자증권

**<표 2> 원전공론화위원회 구성**

이름	분야	주요 약력
김정인	인문사회	- 현 수원대 법행정학부 교수 - 경기도의회 입법정책위원회 위원
유태경	과학기술	- 현 경희대 화학공학과 부교수 - 한국화학공학회 에너지 환경부문 운영위원
김영원	조사통계	- 현 숙명여대 통계학과 교수 - 한국조사연구학회 회장
김원동	갈등관리	- 현 강원대 사회학과 교수 - 강원대 사회과학대 학장
류방란	인문사회	- 현 한국교육개발원 부원장 - 한국교육개발원 기획조정본부장
이성재	과학기술	- 현 고등과학원 물리학부 교수 - 시카고대 엔리코 페르미 펠로우
이윤석	조사통계	- 현 서울시립대 도시사회학과 교수 - 한국조사연구 학회 학술이사
이희진	갈등관리	- 현 한국갈등 해결센터 사무총장 - 서울시 갈등관리심의위원회

자료: 공론화위원회 공식 홈페이지, 한국투자증권

<표 3> 관리연결 기준 수익예상 변경표

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2016	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	6,201	7,181	8,469	6,538	7,511	(8.9)	(11.3)
영업이익	287	381	529	265	406	(30.5)	(23.3)

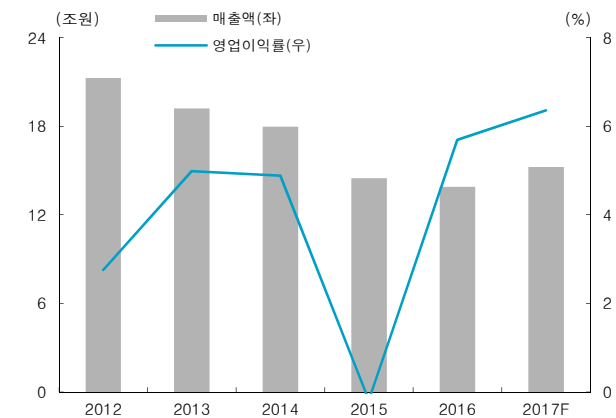
자료: 한국투자증권

<표 4> 두산중공업 valuation

		2016	2017F	2018F	비고	단위
영업가치	매출액	6,201	6,538	7,511		십억원
	영업이익	287	265	405		십억원
	EBITDA	529	525	665		십억원
	EV/EBITDA	10.1	10.0	10.0		배
	적정가치 - ①	5,338	5,247	6,655		십억원
자회사가치	두산인프라코어	448	420	420	시장가대비 30% 할인	십억원
	두산건설	187	161	161	시장가대비 30% 할인(RCPS 포함)	십억원
	두산엔진	66	83	83	시장가대비 30% 할인	십억원
	합계 - ②	702	665	665		십억원
순차입금 - ③		3,974	3,674	3,474	BW 5,000억원 고려	십억원
총 기업가치 - ⑤ ①+②-③		2,066	2,238	3,846		십억원
발행주식수		119	146	146	RCPS 주식수 고려 + BW발행 고려	백만주
주당가치		17,309	15,378	26,427		원
Fair value			22,744			원
목표주가			23,000			원
현재주가			17,900		8/29일 기준	원
상승여력			28.5			%

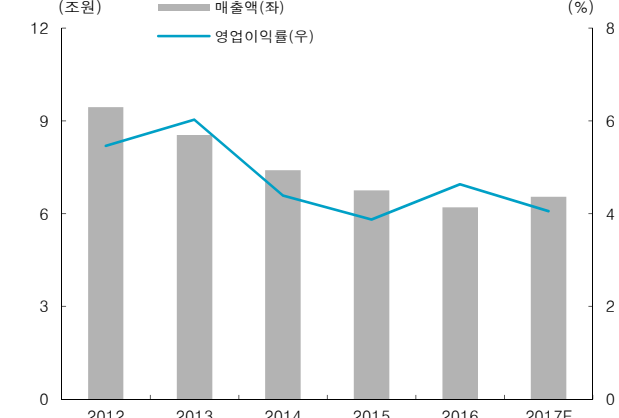
자료: 두산중공업, 한국투자증권

[그림 1] 연결기준 영업실적 추이 및 전망



자료: 두산중공업, 한국투자증권

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



자료: 두산중공업, 한국투자증권

<표 5> 두산중공업 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
<b>매출액(재무)</b>	<b>3,174</b>	<b>3,598</b>	<b>3,059</b>	<b>4,061</b>	<b>3,438</b>	<b>3,825</b>	<b>3,514</b>	<b>4,458</b>	<b>13,893</b>	<b>15,234</b>	<b>16,723</b>
<b>두산중공업(관리)</b>	<b>1,324</b>	<b>1,488</b>	<b>1,285</b>	<b>2,105</b>	<b>1,372</b>	<b>1,447</b>	<b>1,461</b>	<b>2,258</b>	<b>6,201</b>	<b>6,538</b>	<b>7,511</b>
발전	1,026	1,181	1,020	1,719	1,075	1,108	1,173	1,836	4,944	5,192	6,230
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	2,096	2,229	7,807	8,829	9,358
연결조정	(24)	(29)	(39)	(24)	(30)	(32)	(43)	(29)	(116)	(133)	(147)
<b>영업이익(재무)</b>	<b>228</b>	<b>255</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>237</b>	<b>306</b>	<b>219</b>	<b>210</b>	<b>791</b>	<b>968</b>	<b>1,171</b>
<b>두산중공업(관리)</b>	<b>93</b>	<b>73</b>	<b>50</b>	<b>73</b>	<b>69</b>	<b>63</b>	<b>57</b>	<b>76</b>	<b>287</b>	<b>265</b>	<b>405</b>
발전	77	70	42	77	60	41	47	86	267	234	374
담수	(2)	(6)	(6)	1	(4)	5	(1)	(6)	(12)	(6)	0
주단/건설	17	8	14	(6)	14	17	10	(4)	33	37	32
자회사(건설, 엔진, 인프라)	129	186	109	84	167	241	162	133	508	704	766
연결조정	6	(3)	(4)	(3)	1	2	0	0	(4)	0	0
<b>영업이익률(재무)</b>	<b>7.2</b>	<b>7.1</b>	<b>5.0</b>	<b>3.8</b>	<b>6.9</b>	<b>8.0</b>	<b>6.2</b>	<b>4.7</b>	<b>5.7</b>	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>
<b>두산중공업(관리)</b>	<b>7.0</b>	<b>4.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>5.1</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	<b>4.6</b>	<b>4.0</b>	<b>5.4</b>
발전	7.5	6.0	4.1	4.5	5.5	3.7	4.0	4.7	5.4	4.5	6.0
담수	(1.9)	(7.5)	(9.3)	1.1	(5.4)	4.6	(1.0)	(3.9)	(3.4)	(1.5)	0.0
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	7.7	6.0	6.5	8.0	8.2

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%, 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	10,093	10,578	11,611
현금성자산	1,893	1,370	1,676	1,839	2,019
매출채권및기타채권	4,920	4,435	4,875	4,850	5,323
재고자산	2,196	1,731	1,898	2,083	2,287
비유동자산	16,536	15,797	16,119	16,900	17,925
투자자산	1,487	1,470	1,612	1,769	1,942
유형자산	7,207	6,382	6,379	6,376	6,373
무형자산	6,658	6,646	6,703	7,191	7,893
자산총계	27,260	24,833	26,212	27,478	29,537
유동부채	12,455	11,582	12,294	13,126	14,654
매입채무및기타채무	4,923	4,775	4,418	4,850	5,323
단기차입금및단기사채	3,943	2,893	2,943	2,993	3,043
유동성장기부채	2,253	2,531	2,810	3,089	3,367
비유동부채	7,779	6,428	6,983	7,075	7,195
사채	2,548	1,754	2,204	2,154	2,104
장기차입금및금융부채	3,609	2,930	2,867	2,822	2,787
부채총계	20,234	18,010	19,278	20,201	21,849
지배주주지분	3,581	3,476	3,502	3,650	3,834
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	730	879	1,063
비지배주주지분	3,445	3,347	3,433	3,627	3,854
자본총계	7,026	6,823	6,934	7,277	7,688

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(74)	968	547	1,472	1,777
당기순이익	(1,751)	(216)	183	414	481
유형자산감가상각비	371	328	310	317	325
무형자산상각비	214	204	206	220	242
자산부채변동	(480)	40	(356)	195	359
기타	1,572	612	204	326	370
투자활동현금흐름	(380)	805	(791)	(1,268)	(1,536)
유형자산투자	(389)	(291)	(376)	(383)	(391)
유형자산매각	31	69	69	69	69
투자자산순증	103	39	(155)	(171)	(188)
무형자산순증	(251)	(247)	(262)	(708)	(944)
기타	126	1,235	(67)	(75)	(82)
재무활동현금흐름	1,059	(2,252)	551	(40)	(62)
자본의증가	918	526	0	0	0
차입금의순증	230	(2,191)	707	225	235
배당금지급	(170)	(148)	(71)	(71)	(71)
기타	81	(439)	(85)	(194)	(226)
기타현금흐름	(9)	(44)	0	0	0
현금의증가	595	(524)	306	164	180

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

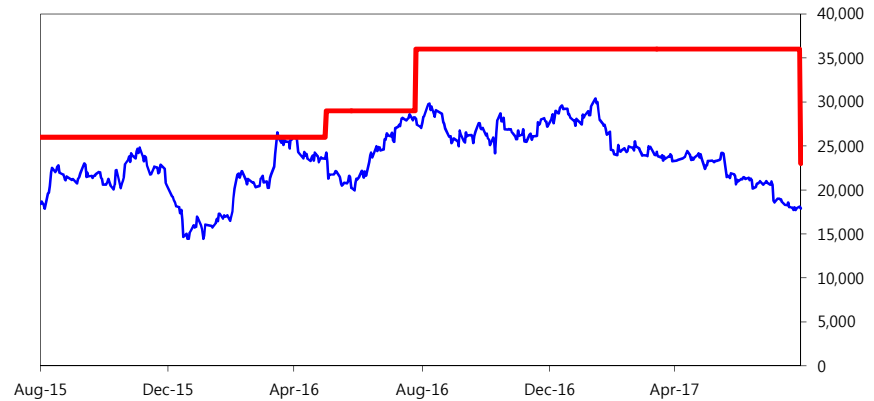
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	14,471	13,893	15,234	16,723	18,356
매출원가	12,283	11,477	12,485	13,705	15,044
매출총이익	2,187	2,415	2,749	3,018	3,313
판매관리비	2,215	1,624	1,781	1,955	2,146
영업이익	(27)	791	968	1,063	1,167
금융수익	1,203	1,016	37	42	46
이자수익	44	40	37	42	46
금융비용	1,899	1,563	521	500	510
이자비용	613	513	480	500	510
기타영업외손익	(808)	(475)	(107)	0	0
관계기업관련손익	(82)	(15)	(13)	(14)	(15)
세전계속사업이익	(1,613)	(246)	365	591	687
법인세비용	131	132	183	177	206
연결당기순이익	(1,751)	(216)	183	414	481
지배주주지분순이익	(1,039)	(171)	97	219	255
기타포괄이익	320	(28)	0	0	0
총포괄이익	(1,431)	(244)	183	414	481
지배주주지분포괄이익	(727)	(192)	97	219	255
EBITDA	558	1,323	1,484	1,601	1,733

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(10,631)	(1,777)	766	1,789	2,089
BPS	31,472	29,836	30,052	31,295	32,838
DPS	850	550	550	550	550
성장성(% YoY)					
매출증가율	(19.5)	(4.0)	9.7	9.8	9.8
영업이익증가율	NM	NM	22.4	9.8	9.8
순이익증가율	NM	NM	NM	126.6	16.3
EPS증가율	NM	NM	NM	133.6	16.7
EBITDA증가율	(61.5)	137.1	12.1	7.9	8.3
수익성(%)					
영업이익률	(0.2)	5.7	6.4	6.4	6.4
순이익률	(7.2)	(1.2)	0.6	1.3	1.4
EBITDA Margin	3.9	9.5	9.7	9.6	9.4
ROA	(6.4)	(0.8)	0.7	1.5	1.7
ROE	(25.2)	(4.8)	2.8	6.1	6.8
배당수익률	4.1	2.0	3.1	3.1	3.1
배당성향	NM	NM	73.3	32.3	27.8
안정성					
순차입금(십억원)	10,297	8,755	8,058	8,028	7,986
차입금/자본총계비율(%)	184.7	157.2	149.9	145.6	140.5
Valuation(X)					
PER	NM	NM	23.4	10.0	8.6
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	28.2	11.3	9.0	8.4	7.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
두산중공업(034020)	2015.09.16	매수	26,000 원
	2016.05.31	매수	29,000 원
	2016.08.25	매수	36,000 원
	2017.08.29	매수	23,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 29일 현재 두산중공업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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.