

두산중공업 (034020)

유동성 리스크는 사라졌으나 주가 상승 모멘텀은 부족



전재천 769.3082
jcjeon7@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

기계업종

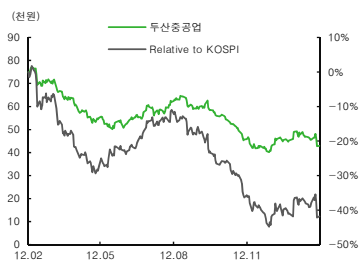
현재가 42,850

목표주가
(하향)

55,000

KOSPI	1953.21
시가총액	4,536 십억원
시가총액비중	0.4%
자본금(보통주)	529 십억원
52주 최고/최저	77,100 원 / 40,150 원
120일 평균거래대금	233 억원
외국인지분율	13.5%
주요주주	두산 외 16 인 41.3%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-7.8	-12.7	-6.2	-40.8
상대수익률	-8.4	-10.1	-7.9	-40.2



투자포인트

- 두산건설 관련 유동성 리스크 소멸
- 2013년 말부터 원전 기대감 증가 예상
- 부담요인 : 1) 두산건설의 대규모 대손충당금 설정으로 Valuation 부담
2) 여전히 낮은 수주 기대감

Comment

4분기 실적은 기대치 소폭 하회

두산중공업의 4분기 영업이익은 기대치를 소폭 하회하였다. 2012년 수주 감소로 발전 매출이 예상 보다 낮았기 때문이다. 세전으로 기대치를 크게 하회하였는데 이는 자회사 두산건설이 주택관련하여 751십억원 규모의 총당금 설정으로 2012년 연간 두산건설 지분법 손실이 490십억원에 달했기 때문이다. 2013년에는 자회사 두산건설의 총당금이 없어지는 기저효과가 있으나 두산인프라코어의 실적 하향 조정으로 2013년에도 순이익 개선은 크지 않다.

회사 두산건설에 대한 출자 결정으로 당분간 유동성 리스크는 사라져

주택시장 침체로 유동성에 어려움을 겪고 있는 두산건설에 877.1십억원(유상증가 305.5십억원, HRSG 사업 현물출자 571.6십억원) 규모의 지원을 결정하여 2013년 유동성 우려는 없겠다는 판단이다. 모회사의 현금 유출이 있겠지만, 연결 실체 기준, 현금 유출이 없고 유동성 문제를 해결했다는 점에서 긍정적이다.

리스크는 상당부분 반영되었으나 주가 상승 기대감은 낮음

두산중공업의 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가를 55,000원으로 하향(-21%) 조정한다. 목표주가 하향은 실적 하향 조정을 반영하였으며 목표주가는 2014년 PBR 1.1배를 적용하였다. 투자 의견 매수를 유지하는 이유는 1) 2013년 말까지 볼 경우, 해외 원전(베트남, 핀란드) 기대감 증가로 수주 증가 기대가 커질 것으로 보이며 2) 실적은 2012년을 저점으로 2014년까지 지속적으로 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 다만, 단기적으로 실적 하향 조정으로 Valuation 부담이 생겼으며, 수주 또한 2012년에서 밀린 수주를 제외하고는 기대할 것이 적어 단기 상승 기대감은 낮다는 판단이다.

2012년 4분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확정치		잠정치			작성추정치	컨센서스	대신증권 추정치		
	4Q11	3Q12	4Q12(A)	YoY	QoQ	4Q12	4Q12	1Q13	YoY	QoQ
매출액	2,787	2,196	2,902	4.1	32.2	3,055	3,184	2,149	3.7	-26.0
영업이익	163	119	160	-2.2	33.9	172	178	122	-10.9	-23.6
순이익	62	39	-237	적전	적전	92	103	52	-39.2	흑전

주: 연결인 경우 순이익은 지배주주지분순이익을 의미

표 1. 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	7,929	8,496	9,627	9,501	9,842
영업이익	516	570	586	590	728
세전순이익	208	860	-12	379	601
총당기순이익	1,362	262	15	287	455
지배지분순이익	1,252	275	15	284	451
EPS	11,831	2,596	138	2,686	4,258
PER	7.3	25.1	311.1	16.0	10.1
BPS	45,325	45,072	44,553	46,608	50,235
PBR	1.9	1.4	1.0	0.9	0.9
ROE	30.9	5.7	0.3	5.9	8.8

주: 영업이익은 회사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

자료: 두산중공업, 대신증권 리서치센터

2013년 실적 하향 조정 내역

2013년 영업이익 하향 조정은 두산중공업 건설사업부의 총당금 반영 때문이다(기존에는 2012년까지 총당금 설정으로 끝날 것으로 봤으나 2013년에도 70~80십억원 규모의 총당금 설정이 필요(용인 성복 지구 관련)). 세전이익 하향 조정은 두산인프라코어의 실적 하향 조정을 반영하였다.

표 2. 연간 실적 추정 변경 - 2013년 실적 기대치 하회

(단위: 십억원, 원, %)

	수정전			수정후			컨센서스	변동률		
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F		2012F	2013F	2014F
매출액	9,779	9,765	10,018	9,627	9,501	9,842	9,877	-2%	-3%	-2%
영업이익	592	703	774	586	590	728	654	-1%	-16%	-6%
세전순이익	448	535	696	-12	379	601	243	-103%	-29%	-14%
총당기순이익	339	406	527	15	287	455	424	-96%	-29%	-14%
지배지분순이익	336	402	522	15	284	451	421	-96%	-29%	-14%
EPS(지배지분순이익)	3,173	3,794	4,933	138	2,686	4,258	3,975	-96%	-29%	-14%

자료: 두산중공업, 대신증권 리서치센터

주: 수정전 실적은 2012.10.29일 보고서 기준임

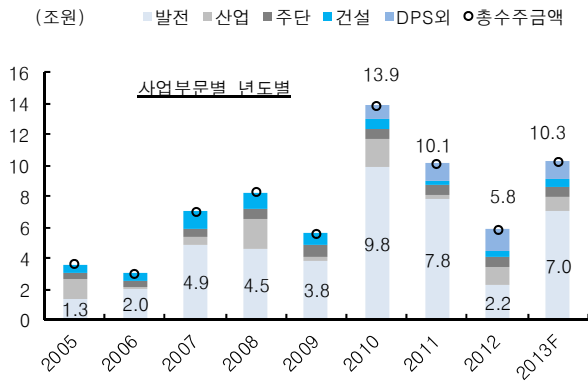
표 3. 두산중공업의 자회사 두산건설 지원 내용

대분류	내용	지원규모	현금	비고
지원 개요	HRSG 사업 현물 출자와 유상증자 참여	총 877.1십억원	505.5십억원	
HRSG 사업 현물출자	-두산중공업의 총매출에서 약 3%(약 300십억원을 차지하는 HRSG 사업 부문을 두산건설에 현물출자 하기로 결정 -두산건설의 화공플랜트(CPE)사업부와 연계하여 시너지효과 기대	571.6십억원	200십억원	신주 발행가: 2,700원(예상)
유상증자 참여	두산건설의 450십억원 규모의 유상증자에 305.5십억원 만큼 참여	306십억원	306십억원	주주 배정 방식
		총 877십억원	총 506십억원	

자료: 두산중공업, 대신증권 리서치센터

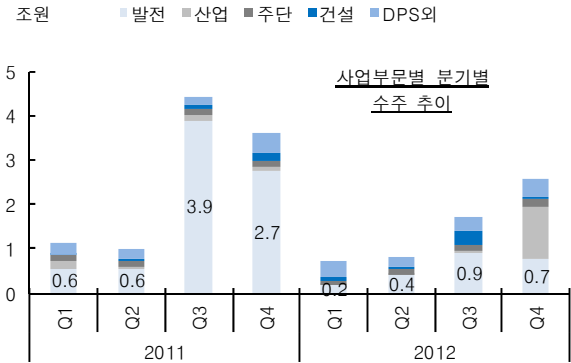
주: 현금지원은 지원규모에 포함된 금액

그림 1. 사업부별 연간 수주 추이



자료: 두산중공업, 대신증권 리서치센터
 주: 2011년 이후, 연결기준

그림 2. 사업부별 분기별 수주 추이



자료: 두산중공업, 대신증권 리서치센터

표 4. 두산중공업 각 사업부의 분기, 연간 실적 추이

(단위: %, 십억원)

		2011				2012				2011	2012	2013F
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
발전	매출액	769	1,009	1,041	1,549	1,215	1,442	1,299	1,692	4,367	5,647	5,510
	영업이익	61	84	88	78	148	182	111	136	310	577	527
	%	7.9%	8.3%	8.4%	5.0%	12.2%	12.6%	8.5%	8.1%	7.1%	10.2%	9.6%
산업	매출액	131	251	266	297	244	301	209.1	327	945	1,081	962
	영업이익	-4	-16	6	-2	-7	-11	1.7	13	-16	(3)	29
	%	-3.1%	-6.2%	2.2%	-0.8%	-2.8%	-3.7%	0.8%	4.0%	-1.7%	-0.3%	3.0%
주단	매출액	118	173	136	170	109	137	132.1	148	596	526	506
	영업이익	18	27	15	14	6	2	6.6	9	75	25	30
	%	15.3%	15.8%	11.3%	8.2%	5.8%	1.8%	5.0%	6.2%	12.5%	4.7%	6.0%
건설	매출액	194	214	162	191	133	162	148.8	158	761	602	717
	영업이익	2	25	1.1	-2	-12	-13	-11	-8.2	26	(44)	(50)
	%	1.0%	11.6%	0.7%	-1.2%	-9.0%	-7.8%	-7.4%	-5.2%	3.3%	-7.3%	-7.0%
DPS 외	매출액	442	423	379	581	371	414	407.6	578	1,826	1,770	1,806
	영업이익	52	44	3.3	76.2	1.6	9.3	4.7	24	175	40	54
	%	11.7%	10.5%	0.9%	13.1%	0.4%	2.2%	1.2%	4.2%	9.6%	2.3%	3.0%
전체	매출액	1,654	2,070	1,984	2,787	2,072	2,456	2,196	2,902	8,496	9,627	9,501
	영업이익	129	164	113	163	137	170	119	169	570	595	590
	%	7.8%	7.9%	5.7%	5.9%	6.6%	6.9%	5.4%	5.8%	6.7%	6.2%	6.2%
	순이익	133	158	-90	61	84	117	33	-219	262	15	287
지배주주 순이익		137	159	-83	62	86	127	31		275	15	284

자료: 두산중공업, 대신증권 리서치센터

주: IFRS 연결실적 기준/ 2012년 4Q 지배주주 순이익은 공시되지 않음

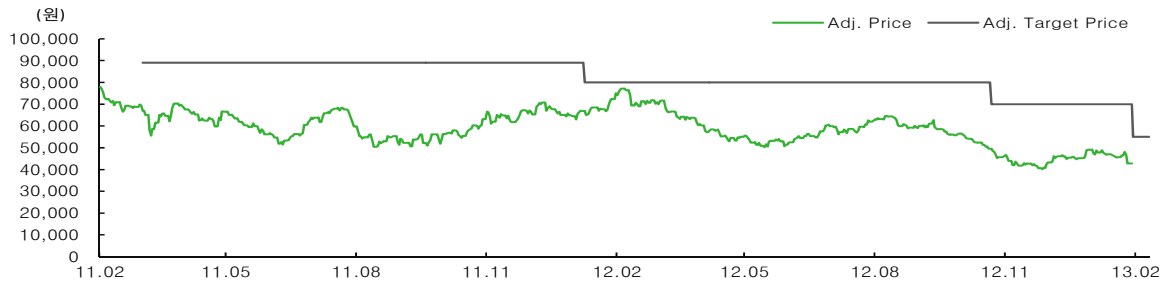
주: 2012년 4Q, 2012년 연간 영업이익은 IFRS 계정 변경 적용된 영업이익/ 전년 영업이익은 IFRS 계정 변경 적용 전 영업이익

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 전재천)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.02.05	12.10.28	12.07.27	12.04.27	12.01.15	11.10.28	11.10.09	11.09.24	11.07.26	11.05.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	70,000	80,000	80,000	80,000	89,000	89,000	89,000	89,000	89,000
제시일자	11.03.09									
투자의견	Buy									
목표주가	89,000									
제시일자										
투자의견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상