

두산중공업 (034020)

엔저(円低)에도 수주전선 이상무(無)

기계

Company Report
2013. 4. 9

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	60,000
현재주가(13/04/08, 원)	42,600
상승여력	41%

영업이익(13F, 십억원)	593
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	594
EPS 성장률(13F, %)	1,109.4
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.2
P/E(13F, x)	9.9
MKT P/E(13F, x)	9.1
KOSPI	1,918.69
시가총액(십억원)	4,509
발행주식수(백만주)	106
유동주식비율(%)	42.8
외국인 보유비중(%)	13.8
베타(12M, 일간수익률)	0.96
52주 최저가(원)	39,900
52주 최고가(원)	65,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.5	-23.8	-29.2
상대주가	0.8	-20.6	-23.8



조선/기계

성기종
02-768-3263
kijong.sung@dwsec.com

강석훈
02-768-3065
ryan.kang@dwsec.com

일본 행 투자자들, 엔저효과 기대감 낮아지면 저렴한 한국 행 예상

외국인 투자자들의 엔저효과에 대한 큰 기대로 한국을 떠나 일본 중공업 회사들에 대한 투자 비중을 높이고 있다.(특히 국내 조선주에 대한 외인이탈 현상이 더욱 크다.) 엔화 약세가 시작되던 지난 2012년 11~12월 두 달간 두산중공업에 대한 외국인 주식 비중이 크게 감소했다. 당시 두산건설 출자 이슈 문제가 맞물려 외국인 매도를 더욱 부추겼다. 반대급부 격으로 일본 경쟁사들에 대한 외국인 비중은 빠르게 증가하며 주가가 급상승했다. 이는 일본정부의 의도적인 엔저정책에 대한 기대효과 때문으로 보인다.

최근 동사에 대한 외국인들의 매수가 다시 재개되고 있지만 이는 일본 행을 탔던 외국인들의 한국 행 복귀로 보긴 어렵다. 지난 5개월간의 엔저로 일본 중공업 업체들의 실적, 수주가 기대에 못 미친다면 상대적으로 Valuation이 낮은 한국 행을 택할 가능성이 높다. Valuation을 비교해보면 일본 중공업 회사들의 PER은 8.8~25배, PBR은 1.3~1.5배인 반면 동사의 경우 각각 9.9배, 1.2배 수준으로 상대적 저평가 상태로 볼 수 있다.

2분기 의미 있는 수주 재개 기대

동사는 2분기에 의미 있는 수주가 재개될 전망이다. 지난 3월 한국전력의 베트남 Nghi Son-2 석탄화력발전소 최종낙찰자 선정으로 동사의 수주가 확실시되고 있다. 이는 동사가 일괄수주계약(ECP)방식으로 건설을 도맡아 하는 계약으로 약 1.3조원의 수주가 예상된다.

전년도에 미뤄졌던 국내 발전플랜트 건설 투자도 재개될 전망이다. 6차 전력수급계획에 의하면 신재생에너지와 화력발전 투자를 기존보다 확대한다는 계획이다. 화력발전과 신재생에너지 부문에서 지난해 미뤄졌던 프로젝트 중 일부가 재개되고, 신규 발전소용 기자재 수요도 증가할 전망이다. 국내 원전정책은 변화 없이 진행될 예정이어서 신고리 5, 6호기 입찰 결과가 하반기에 결정될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 60,000원 유지

두산중공업에 대한 투자의견 매수, 목표주가 60,000원을 유지한다. 동사는 전년도 수주부진과 자회사 두산건설에 대한 대규모 출자를 이유로 주가가 하락했다. 또한 일본 엔화의 급락으로 외국인들의 이탈현상이 확대되며 약세가 지속되었다.

하지만 2분기는 동사의 본격적인 수주활동이 예상되고 추가 엔화 하락 가능성이 낮다면 외국인 투자자들의 상대적으로 저렴한 한국 행 가능성이 커진다. 일본 중공업 회사들의 엔저효과에 대한 영업분석 결과가 기대 이하일 수 있고 동사의 양호한 수주가 기대되는 만큼 투자 매력도가 높아지는 구간이다. 전년도 주가 하락의 주원인이었던 두산건설에 대한 추가지원 부담도 사라져 불확실성이 크게 낮아졌다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	7,929	8,496	9,627	9,492	9,967	10,465
영업이익 (십억원)	516	570	589	593	633	665
영업이익률 (%)	6.5	6.7	6.1	6.3	6.4	6.4
순이익 (십억원)	1,252	275	33	460	492	527
EPS (원)	11,831	2,596	309	4,347	4,649	4,980
ROE (%)	30.9	5.7	0.7	9.6	9.7	9.8
P/E (배)	7.3	25.1	146.4	9.9	9.3	8.6
P/B (배)	2.3	1.8	1.3	1.2	1.1	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산중공업, KDB대우증권

일본 경쟁사들 주가 차별화 확대

세계적 경쟁업체와 두산중공업의 투자지표를 아래 표 1.에 비교하였다. 특히 일본 경쟁기업들의 주가 급등으로 투자지표가 크게 차별화된 것으로 보이며, 동사의 경우 해외 경쟁사 대비 상대적으로 저평가 국면으로 판단된다. 엔화약세에도 불구하고 동사의 수주전선에 이상이 없고, 일본 경쟁사들의 영업성과가 크게 바뀌지 않는 상황에서 주가 상승이 과도한 점을 고려하면 동사가 상대적으로 투자 매력 높아지고 있다고 판단된다.

표 1. 두산중공업과 세계 경쟁 업체들의 투자지표 비교

	ROE(%)		PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
	12	13F	12	13F	12	13F	12	13F
두산중공업	0.7	9.6	146.4	9.9	1.3	1.2	10.1	9.5
미쯔비시중공업	0.3	5.6	-	24.8	1.5	1.4	9.6	10.1
도시바	10.7	9.4	8.8	8.8	0.9	0.9	4.9	5.0
IHI	12.4	9.6	13.6	16.8	1.6	1.5	5.9	8.9
지멘스	13.3	15.7	14.7	113.7	2.3	2.3	7.8	9.0
GE	11.4	13.7	15.2	13.8	2.0	1.8	9.0	8.5
아레바	-1.9	5.8	-	14.1	0.9	0.8	8.5	7.6
평균	7.7	10.0	13.1	32.0	1.3	1.3	7.6	8.2

주: 평균은 두산중공업을 제외한 경쟁 업체들 투자지표 평균임.

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

엔화 약세 이후 일본 경쟁사들의 주가는 약 50% 이상 상승하였으나, 동사의 주가는 약 25% 이상 하락

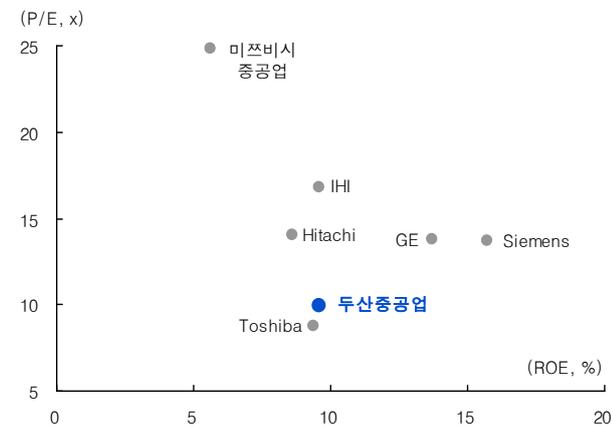
그림 1. 두산중공업, 일본중공업 업체 주가 및 엔환율, 외국인 투자자 비중 추이



주: 일본중공업 업체로는 Toshiba, Mitsubishi Heavy, IHI, Hitachi, JGC 포함

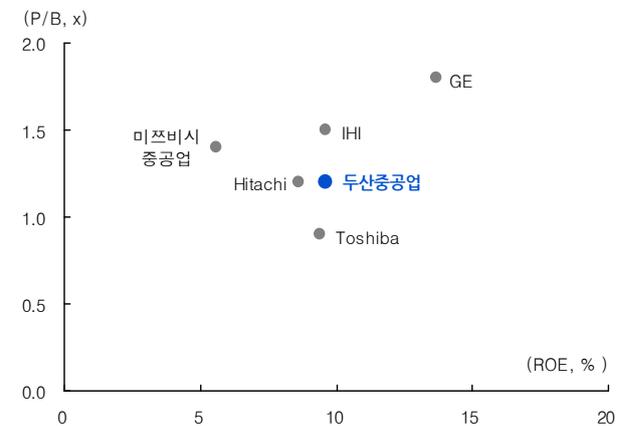
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 경쟁업체 ROE-PER 비교 (2013F)



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 경쟁업체 ROE-PBR 비교 (2013F)



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

연간수주 목표 10.4조원 달성 가능성 높아짐

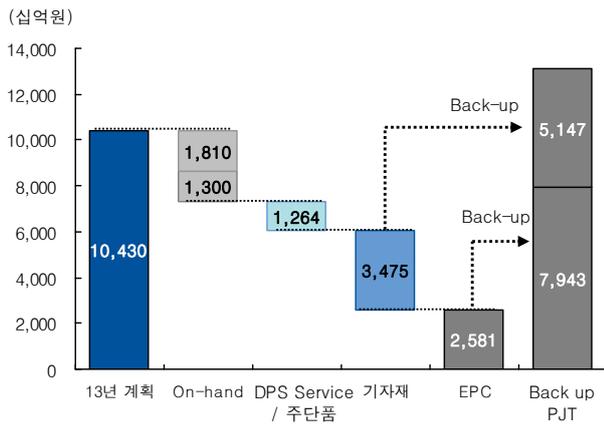
2013년에 동사는 목표수주 10.4조원 달성 가능성이 높아 보인다. 정부의 6차 전력수급계획에 의하면 신재생에너지와 화력발전 투자를 기존보다 확대한다는 계획이어서 동사의 국내 발전부문 수주는 양호할 전망이다. 국내 원전정책은 기존대로 유지할 계획이어서 신고리 5, 6호기용 주기자재 수주(1.8조원)도 하반기 진행될 전망이다. 해외사업은 베트남 화력발전(1.3조원) 외에 해외 EPC 프로젝트(2.6조원), 기자재(3.5조원), DPS 서비스(1.3조원) 등의 수주 가능성도 높아 보인다.(그림 4.)

두산건설에 대한 불확실성 축소

동사는 자회사인 두산건설에 순현금 약 5,055억원과 약 3,716억원 상당의 HRSG사업부문(기타 자산 약 700억원 포함)을 두산건설에 현물출자 하였다. 이로써 동사의 두산건설 지분율은 사실상 약 80%가 넘는다. 이러한 특단의 조치로 한동안 주가에 걸림돌로 작용했던 두산건설에 대한 불확실성은 크게 낮아졌다.

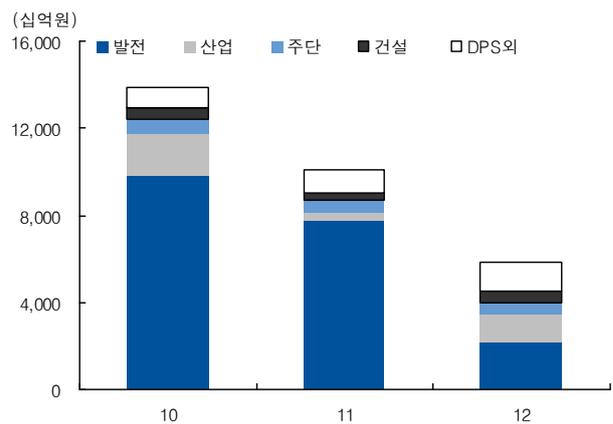
단 모회사 입장에서는 큰 변화가 없어 보인다. 회계상 처리만 달라졌을 뿐 영업이나 직원 등 변화가 없고, 향후 연결대상기업으로 Valuation에서 크게 달라질 것은 없다. 결국 두산건설의 기존 주요사업인 토목, 건설부문이 자생할 수 있는 능력이 생겨야 한다는 것이다. 두산건설의 불확실성은 당분간 논의되지 않겠지만 건설/토목 관련 근심이 완전히 해결된 것은 아니다.

그림 4. 두산중공업 13년 수주 목표



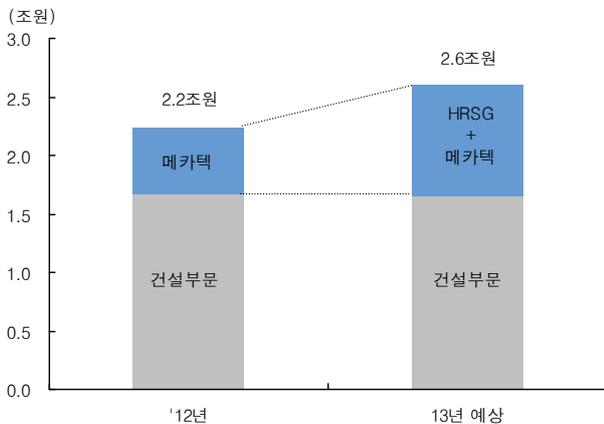
자료: 두산중공업, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 두산중공업의 수주 추이



자료: 두산중공업, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 두산건설 사업구조 개선에 따른 매출 변화 (사측 추정치)



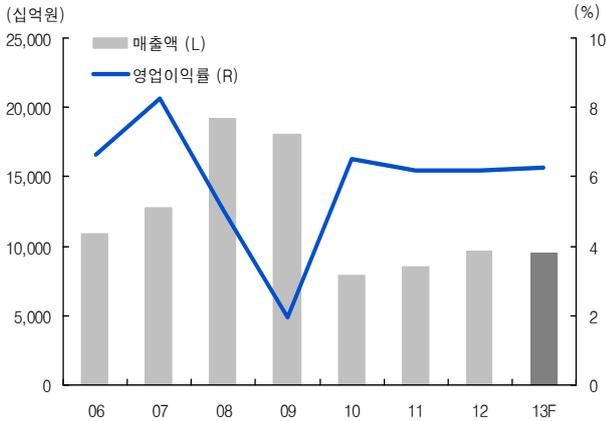
자료: 두산건설, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 두산건설 증장기 요약 재무제표 전망 (사측 추정치)

	2012년	2013년	2014년	2015년
매출액	2,229	2,566	2,985	3,189
영업이익	-454	102	149	230
순이익	-615	110	138	153
자산	3,910	4,313	4,337	4,067
부채	3,305	2,576	2,485	2,062
자본	605	1,737	1,851	2,005
FCF	-58	935	180	341
순차입금	1,728	793	613	272
부채비율	546%	148%	134%	103%

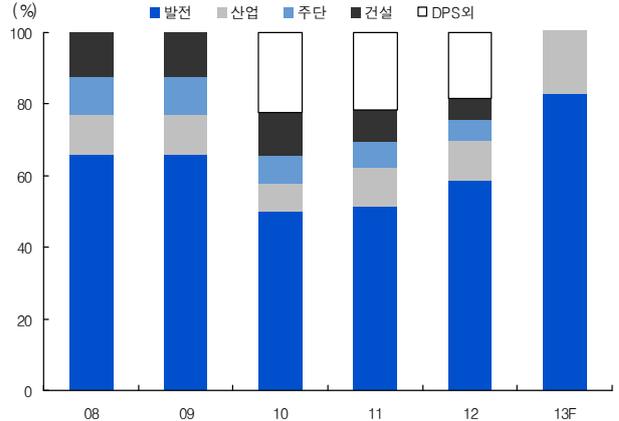
자료: 두산건설, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 두산중공업의 연간 영업실적 추이 및 전망



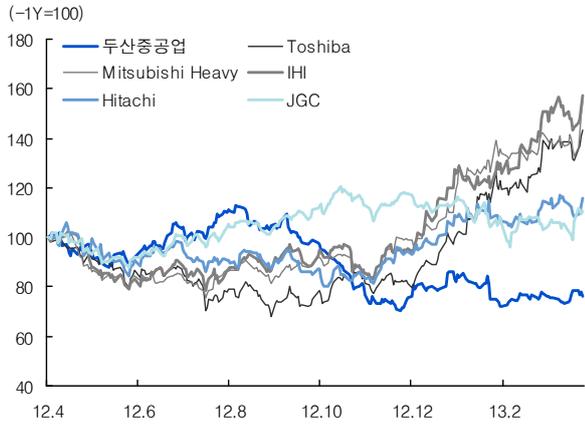
자료: 두산중공업, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 두산중공업의 부문별 연간 매출 비중 추이



자료: 두산중공업, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 두산중공업과 글로벌 경쟁사 주가 추이 비교



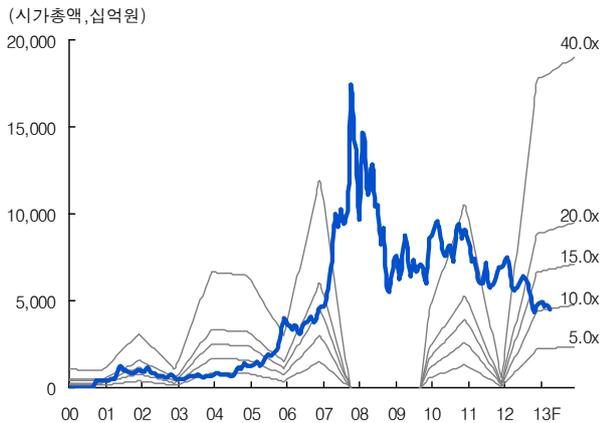
자료: 두산중공업, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 두산중공업과 KOSPI 지수 비교



자료: 두산중공업, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 두산중공업 PER 밴드 추이



자료: 두산중공업, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 두산중공업 PBR 밴드 추이



자료: 두산중공업, KDB대우증권 리서치센터

두산중공업 (034020)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	9,627	9,492	9,967	10,465
매출원가	8,214	8,106	8,502	8,927
매출총이익	1,413	1,386	1,465	1,538
판매비와관리비	818	793	832	874
조정영업이익	595	593	633	665
영업이익	589	593	633	665
비영업손익	-601	-11	-1	15
순금융비용	156	171	151	136
관계기업등 투자손익	92	120	140	140
세전계속사업손익	-12	582	632	679
계속사업법인세비용	-27	140	158	170
계속사업이익	15	442	474	509
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	15	442	474	509
지배주주	33	460	492	527
비지배주주	-18	-18	-18	-18
총포괄이익	-85	342	374	409
지배주주	-69	358	390	425
비지배주주	-16	-16	-16	-16
EBITDA	795	796	832	852
FCF	158	458	457	560
EBITDA마진율 (%)	8.3	8.4	8.4	8.1
영업이익률 (%)	6.1	6.3	6.4	6.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.3	4.9	4.9	5.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	697	787	777	667
당기순이익	15	442	474	509
비현금수익비용가감	861	353	358	343
유형자산감가상각비	153	150	142	124
무형자산상각비	47	52	58	63
기타	-617	10	10	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-155	131	102	-15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-584	142	-63	-165
재고자산 감소(증가)	-104	36	-6	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	165	-106	108	173
법인세납부	-24	-140	-158	-170
투자활동으로 인한 현금흐름	-357	-227	-222	-77
유형자산처분(취득)	-214	-150	-150	0
무형자산감소(증가)	-110	-110	-110	-110
장단기금융자산의 감소(증가)	39	0	0	0
기타투자활동	-72	33	38	33
재무활동으로 인한 현금흐름	767	-672	-822	-836
장단기금융부채의 증가(감소)	999	-400	-500	-600
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-67	-67	-134	-67
기타재무활동	-165	-205	-189	-169
현금의증가	1,108	-111	-268	-246
기초현금	783	1,891	1,780	1,512
기말현금	1,891	1,780	1,512	1,266

자료: 두산중공업, KDB대우증권

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	7,134	6,831	6,679	6,675
현금 및 현금성자산	1,891	1,780	1,512	1,266
매출채권 및 기타채권	3,389	3,246	3,309	3,474
재고자산	558	522	528	555
기타유동자산	963	949	997	1,047
비유동자산	8,381	8,556	8,764	8,835
관계기업투자등	3,898	4,018	4,158	4,298
유형자산	2,725	2,725	2,733	2,609
무형자산	1,199	1,257	1,309	1,356
자산총계	15,515	15,387	15,443	15,510
유동부채	7,043	6,529	6,467	6,273
매입채무 및 기타채무	3,466	3,360	3,469	3,642
단기금융부채	2,966	2,566	2,366	1,966
기타유동부채	612	603	633	665
비유동부채	3,824	3,935	3,812	3,732
장기금융부채	2,151	2,151	1,851	1,651
기타비유동부채	1,356	1,407	1,524	1,643
부채총계	10,868	10,464	10,280	10,004
지배주주지분	4,637	4,929	5,185	5,543
자본금	529	529	529	529
자본잉여금	885	885	885	885
이익잉여금	3,522	3,915	4,273	4,734
비지배주주지분	10	-6	-22	-37
자본총계	4,647	4,923	5,164	5,506

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	146.4	9.9	9.3	8.6
P/CF (x)	20.6	6.9	6.6	6.4
P/B (x)	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	10.1	9.5	8.9	8.2
EPS (원)	309	4,347	4,649	4,980
CFPS (원)	2,198	6,257	6,532	6,749
BPS (원)	34,444	36,647	38,577	41,519
DPS (원)	0	750	750	0
배당성향 (%)	0.0	14.5	13.6	0.0
배당수익률 (%)	0.0	1.7	1.7	0.0
매출액증가율 (%)	13.3	-1.4	5.0	5.0
EBITDA증가율 (%)	16.6	0.1	4.6	2.3
영업이익증가율 (%)	3.3	0.8	6.7	5.0
EPS증가율 (%)	-88.1	1,307.8	6.9	7.1
매출채권 회전을 (회)	3.3	3.1	3.3	3.3
재고자산 회전을 (회)	19.0	17.6	19.0	19.3
매입채무 회전을 (회)	3.3	3.2	3.3	3.4
ROA (%)	0.1	2.9	3.1	3.3
ROE (%)	0.7	9.6	9.7	9.8
ROIC (%)	14.3	10.3	10.9	11.5
부채비율 (%)	233.8	212.6	199.1	181.7
유동비율 (%)	101.3	104.6	103.3	106.4
순차입금/자기자본 (%)	62.3	52.9	45.9	36.6
영업이익/금융비용 (x)	3.2	2.9	3.4	3.9

두산중공업

엔저에도 수주전선 이상무(無)

Compliance Notice

- 두산중공업: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 두산중공업: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

