

**두산**  
(000150)

“ 전자사업부의 높은 수익성 재확인, 모트롤사업부 턴어라운드 성공 ”



김용식 769.3808  
ysk25@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

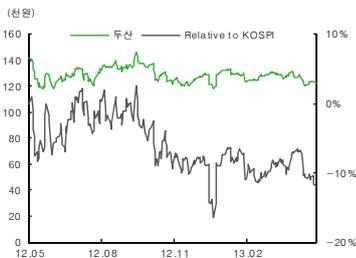
서비스업종

현재가 122,500

목표주가 (유지) 193,000

KOSPI	1965.71
시가총액	2,822 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	133 십억원
52주 최고/최저	145,686 원 / 117,537 원
120일 평균거래대금	51 억원
외국인지분율	15.6%
주요주주	박용근 외 27인 38.8% 국민연금공단 7.3%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-0.4	-6.5	-0.8	-12.0
상대수익률	-1.5	-5.7	-1.2	-10.7



투자포인트

- 전자사업부 5.3%(YoY) 감소하였으나 영업이익은 절대액 유지, 수익성 재확인
- 모트롤사업부 지난 2분기 연속 영업적자 탈피하며 실적 바닥 통과 중, 하지만 의미있는 개선은 하반기 이후
- 44.6% 수준의 확대된 할인율로 Valuation 매력은 여전

Comment

전자사업부의 수익성이 재확인된 1분기 실적

전자사업부의 1분기 매출액은 1,857억원으로 전년동기 1,962억원 대비 약 5.3% 감소하였다. 그러나 영업이익은 195억원을 기록하며 전년 196억원과 동일한 수준을 유지한 것으로 파악된다. 이는 전자사업부의 매출물량 중 수익성이 낮은 CCL의 비중이 2012년 1분기 61%에서 2013년 1분기 50%선으로 축소되며 나타난 현상으로 보인다.

이러한 수익성의 지속적 개선은 스마트기기의 신모델이 지속 출시될 것으로 예상되는 2분기 이후 더욱 강화될 것으로 보이는데, 전방산업의 호조에 따라 증가될 것으로 예상되는 High End 급의 CCL 수요에 대응하기 위해 당사는 상반기 4개의 FCCL 생산라인을 추가로 증설할 계획에 있어 향후 물량 증대에 따른 성장성과 수익성 모두 1분기 대비 더욱 개선될 것으로 예상된다.

모트롤사업부 턴어라운드 성공, 하지만 본격적인 회복은 좀 더 지켜봐야...

2012년 3,4분기 연속 영업적자를 기록했던 동 사업부가 2013년 1분기 영업이익 33억원을 기록하며 흑자전환에 성공하였다. 매출액 859억(YoY -16.2%), 영업이익 33억(YoY -63.3%),

영업이익의 절대규모는 동사의 NAV에 미치는 영향이 적다고 할 수 있으나, 지난 2개 분기가 연속으로 영업적자였던 점과 비교해보면 바닥을 통과하고 있는 국면으로 평가할 수 있다. 이는 중국 코걸 굴삭기업체의 부품재고가 대부분 소진되며 안전재고를 보유하기 위한 부품수요가 발생하였기 때문으로 파악하고 있다. 하지만 여전히 동사의 비중이 큰 중국의 굴삭기 업체가 본격적인 회복국면으로 진입하지 못하고 있는 것으로 평가된다는 점을 고려할 때 동사업부의 본격적인 회복은 하반기 이후가 될 것으로 예상된다.

2013년 1분기 실적 비교

(단위: 십억원 %)

구분	확정치		잠정치		직전추정치	컨센서스	대신증권 추정치			
	1Q12	4Q12	1Q13(A)	YoY			QoQ	2Q13	YoY	QoQ
매출액	942	900	996	5.7	10.6	986	934	1,016	-3.2	2.0
영업이익	89	-62	101	13.5	흑전	100	92	103	-21.0	2.0
순이익	39	-57	89	128.4	흑전	88	63	91	12.5	2.1

주: 연결인 경우 순이익은 지배주주지분순이익을 의미

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,884	3,834	3,985	4,269	4,613
영업이익	400	205	403	512	570
세전순이익	392	122	382	492	574
총당기순이익	352	110	333	428	483
지배지분순이익	305	84	315	410	463
EPS	11,559	2,984	14,261	18,807	21,344
PER	12.4	43.2	8.6	6.5	5.7
BPS	103,472	112,228	122,309	135,797	151,146
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	9.5	2.7	10.2	12.1	12.3

주: 영업이익은 회사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준  
 자료: 두산, 대신증권 리서치센터

표 1. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

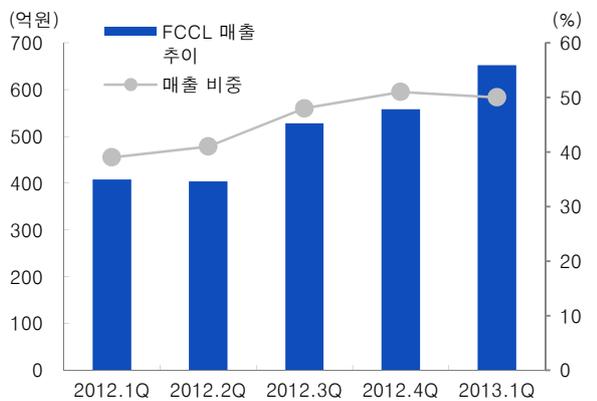
	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	3,944	4,224	3,985	4,269	1.04	1.07
매출총이익	737	811	747	822	1.33	1.33
매출총이익률	18.7	19.2	18.7	19.3	0.05	0.05
판매비와 관리비	338	305	343	309	1.53	1.63
영업이익	399	506	403	512	1.17	1.16
영업이익률	10.1	12.0	10.1	12.0	0.01	0.01
영업외손익	-21	-20	-21	-20	0.00	0.00
세전순이익	378	486	382	492	1.23	1.20
지배지분순이익	311	405	315	410	1.31	1.26
순이익률	7.9	9.6	7.9	9.6	0.02	0.02
EPS(지배지분순이익)	14,066	18,562	14,261	18,807	1.39	1.32

자료: 두산, 대신증권 리서치센터

할인율은 44.6%로 여전히 Valuation 매력 상존

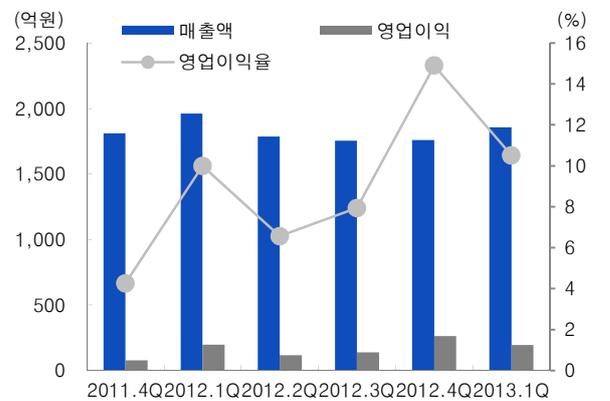
두산의 현재 할인율은 약 44.6%로 주요 지주회사 중 가장 높은 수준을 보이고 있다. 동사의 역사적 할인율 추세는 지속적으로 저점을 낮추면서 기준선 상 수렴과 확대를 반복해 왔다. 추세선상의 기준선이 약 38% 선임을 고려하면 상당히 탈탄한 상황이며, 전자사업부의 호조와 모트를 사업부의 의미있는 개선이 이루어진다면 확대된 할인율은 지속적인 축소 국면으로 진행될 것으로 예상된다.

그림 1. FCCL매출추이와 비중 - 점진적 증가



자료: 두산, 대신증권 리서치센터

그림 2. 전자사업부 매출액 및 영업이익 추이



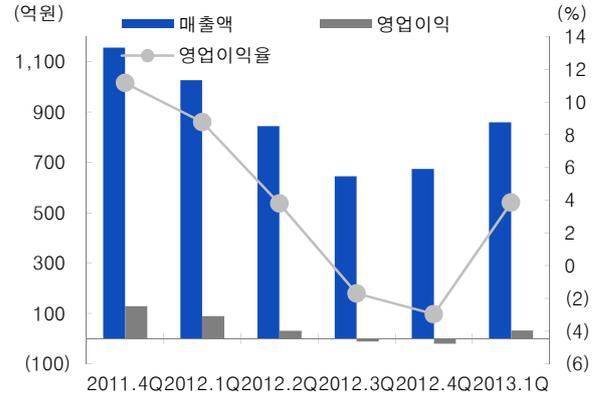
자료: 두산, 대신증권 리서치센터

그림 3. 2013년 중국 굴삭기 판매 예상 추이



자료: 중국공정기계, 대신증권 리서치센터

그림 4. 모트론사업부 매출액 및 영업손익 추이



자료: 두산, 대신증권 리서치센터

표 2. 할인율 산출 Table - 44.6%

(단위: 억원, %)

	지분 및 해당가치	비고
상장회사가치	18,137	두산중공업(41.24%), 오리콤(68.6%)
비상장회사가치	12,528	두산타워 임대수익에 의한 DCF 산출, 기타 순자산액
지분가치	30,655	
브랜드가치	7,974	브랜드수수료에 의한 DCF 산출
영업가치	13,620	전자 11,700 억, 모트론 1,920 억원
자산가치합계	52,250	
순차입금	6,069	2013.1 분기 기준
지분가치	46,181	
시가총액	25,571	2013.5.3 기준
할인율	44.6%	

자료: 대신증권 리서치센터

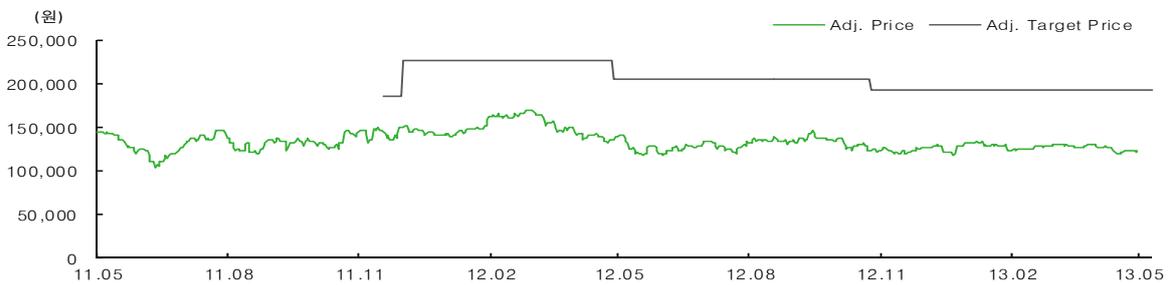
▶ Compliance Notice

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: 김용식)

당사는 (주)두산의 자사주신탁계약 주간사입니다.

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	13.05.06	13.02.04	13.01.20	12.12.19	12.11.18	12.10.28	12.09.19	12.07.29	12.06.22	12.06.13
투자의견	Buy									
목표주가	193,000	193,000	193,000	193,000	193,000	193,000	206,000	206,000	206,000	206,000
제시일자	12.04.30	12.03.14	12.03.08	12.02.17	11.12.04	11.11.21				
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy				
목표주가	206,000	226,000	226,000	226,000	226,000	186,000				
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