

2013. 06. 25

Analysts

이상원 02) 3777-8097
sangwon.lee@kbsec.co.kr강선아 02) 3777-8182
sakang@kbsec.co.kr

두산 (000150)

기업 코멘트

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (유지) 210,000 (원)

Upside / Downside (%)	65.4
현재가 (06/24, 원)	127,000
Consensus target price (원)	178,000
Difference from consensus (%)	18.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	3,834	4,387	4,688	4,636
영업이익 (십억원)	205	436	538	600
순이익 (십억원)	110	340	450	471
EPS (원)	3,841	16,483	20,076	21,020
증감률 (%)	(69.1)	329.1	21.8	4.7
PER (X)	33.6	7.7	6.3	6.0
EV/EBITDA (X)	12.4	7.5	5.9	4.9
PBR (X)	1.3	1.1	1.0	0.9
ROE (%)	3.6	11.0	13.1	12.1

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(8.6)	0.8	4.6	(3.9)
KOSPI대비 상대수익률	0.2	8.5	13.8	(1.3)



Trading Data

시가총액 (십억원)	2,652
유통주식수 (백만주)	7
Free Float (%)	34.3
52주 최고/최저 (원)	150,523 / 120,500
거래대금 (3M, 십억원)	7
외국인 소유지분율 (%)	15.4
주요주주 지분율 (%)	박용곤 외 36인 44.6

자료: Fnguide, KB투자증권

최근 진행되는 사업개편은 결국 두산에 긍정적

어제 두산은 DIP홀딩스의 자회사였던 두산산업차량을 흡수합병 (합병기일 2013년 9월 1일)하고, 자회사인 엔세이퍼의 업무대행업 부문을 분할흡수합병 (동일)한다고 공시했다. 따라서 지난 10일 비수익성 부문인 물류사업 철수에 이어 신규사업으로 산업차량 인수하면서 연이어 자체사업의 사업개편이 진행되고 있는데, 이는 두산에 긍정적이라는 판단이다. 이는 1) 산업차량의 100% 경영권 확보를 통해 향후 적극적인 투자와 성장이 기대되며, 2) 현재 경기에 민감한 전자BG와 모트롤BG에 의존하는 자체사업의 실적 안정화에도 기여하기 때문이다. 한편, 주가흐름은 자회사들의 주가약세로 조정국면에 있지만, 1) 최근 사업개편의 긍정적 영향, 2) 양호한 2Q실적을 감안하면 여전히 매력적인 구간이라는 판단이다.

▣ 두산산업차량 흡수합병 결정

어제 두산은 DIP홀딩스의 자회사였던 두산산업차량을 흡수합병 (합병기일 2013년 9월 1일)하고, 자회사인 엔세이퍼의 업무대행부문을 분할흡수합병 (동일)한다고 공시했다. 이는 지난 10일 경제민주화의 선제조치이자 비수익성인 물류사업 철수결정과 더불어 그룹내 사업부 간 시너지 증대 방안으로써 향후 두산 자체사업부문의 성장모멘텀 및 실적 안정성 확보차원으로 분석된다.

▣ 실제적인 인수 금액은 1,075억원 가량

2011년 두산산업차량은 두산인프라코어의 산업차량 부문의 자산과 부채를 양수 받아 설립되었다. 지게차와 기타 부품의 제조 및 판매를 주된 사업으로 영위하며, 현재 국내 시장점유율 51% 이상을 유지하고 있다. 향후 두산은 사모펀드 SCPE (49%)와 자회사인 DIP홀딩스 (51%)로부터 2,194억을 지불하고 산업차량을 자체사업 부문으로 영입할 계획이다. 그러나 DIP홀딩스가 두산의 100% 자회사임을 감안하면, 실제적인 금액은 1,075억원 가량으로 평가된다.

▣ 분리 이후, 수익성이 개선되고 있는 두산산업차량

두산산업차량은 작년 매출액 6,719억원, 영업이익 OPM 5.4%를 기록하며, 분리전 보다 수익성이 크게 개선 (2011년 영업이익률 3.9%) 되었다. 이는 1) 시장 장악력을 높이기 위해 딜러 역량 강화, 2) 제품 경쟁력 강화를 위한 신기종 개발, 3) 실질적인 구조조정 때문이다. 또한 작년 시장점유율을 역시 전년 대비 3.4%pt 성장했는데, 향후에도 두산 자체 엔진 (G2)을 탑재한 신기종 출시 및 전동 지게차 업그레이드를 통해 꾸준한 성장이 기대된다.

▣ 최근 진행되는 사업개편은 결국 두산의 기업가치에 긍정적

최근 연이어 자체사업내 비수익성 부문인 물류사업 철수와 산업차량 인수가 미치는 영향은 긍정적이라는 판단이다. 이는 1) 산업차량의 100% 경영권 확보를 통해 향후 적극적인 투자와 성장이 기대, 2) 현재 경기에 민감한 전자BG와 모트롤BG에 의존하는 자체사업의 실적 안정화에도 기여하기 때문이다. 최근 주가흐름은 자회사들의 부진으로 조정국면에 있지만, 1) 사업개편의 긍정적 영향과, 2) 양호한 2Q실적을 감안하면, 매력적인 구간이라는 판단이다.

Appendices: 동종업체 비교

표 1. 동종업체 valuation 비교

	LG	SK	CJ	두산	한화	평균
현재 주가 (06/24, 원)	61,100	165,500	107,000	127,000	29,250	
시가총액 (십억원)	10,543	7,772	3,105	2,652	2,193	
절대수익률 (%)						
1M	(10.9)	(1.8)	(17.8)	(7.3)	(8.3)	(9.2)
3M	(4.8)	1.2	(24.7)	0.4	(11.6)	(7.9)
12M	(4.5)	(1.8)	(9.1)	4.4	(13.0)	(4.8)
1Y	13.6	27.1	34.5	(1.2)	3.2	15.4
초과수익률 (%)						
1M	(6.5)	2.6	(13.4)	(2.8)	(3.9)	(4.8)
3M	(8.3)	(2.3)	(28.2)	(3.2)	(15.1)	(11.4)
12M	(17.0)	(14.4)	(21.6)	(8.1)	(25.5)	(17.3)
1Y	(9.3)	4.2	11.6	(24.1)	(19.7)	(7.4)
PER (X)						
2012	12.3	6.7	15.2	121.5	7.7	32.7
2013C	8.0	6.0	8.2	12.4	6.1	8.1
2014C	6.7	5.2	6.8	9.6	4.7	6.6
PBR (X)						
2012	1.0	0.6	1.0	0.7	0.5	0.8
2013C	0.8	0.6	0.9	1.0	0.4	0.7
2014C	0.8	0.5	0.8	1.0	0.4	0.7
ROE (%)						
2012	8.5	9.5	7.1	2.2	6.4	6.7
2013C	10.9	11.7	10.7	7.9	7.5	9.7
2014C	11.6	12.3	11.8	9.6	8.4	10.7
매출액성장률 (%)						
2012	(2.3)	7.6	32.8	(4.9)	(5.6)	5.5
2013C	10.8	0.3	10.4	4.7	7.5	6.7
2014C	8.4	6.6	8.9	8.3	8.4	8.1
영업이익성장률 (%)						
2012	(12.3)	(29.4)	19.0	(49.9)	25.0	(9.5)
2013C	34.3	18.6	19.6	79.5	8.1	32.0
2014C	19.3	16.0	15.1	22.2	15.1	17.5
순이익성장률 (%)						
2012	(4.9)	(37.3)	(40.2)	(72.5)	130.6	(4.9)
2013C	43.0	19.2	77.4	182.9	14.1	67.3
2014C	19.7	16.4	20.7	30.6	23.2	22.1
영업이익률 (%)						
2012	12.0	3.8	6.0	5.3	3.3	6.1
2013C	14.6	4.5	6.5	9.2	3.3	7.6
2014C	16.1	4.9	6.9	10.3	3.5	8.4
순이익률 (%)						
2012	9.5	0.9	1.3	2.2	2.7	3.3
2013C	12.2	1.0	2.0	5.9	2.9	4.8
2014C	13.5	1.1	2.2	7.1	3.3	5.4

자료: Bloomberg, 전일 종가 기준

손익계산서						[십억원]					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	3,884	3,834	4,387	4,688	4,636	자산총계	6,296	5,951	6,489	7,013	7,496
증감률 (YoY %)	(83.1)	(1.3)	14.4	6.8	(1.1)	유동자산	1,763	1,604	1,960	2,289	2,580
매출원가	2,923	2,981	3,412	3,516	3,431	현금성자산	364	474	327	551	868
판매 및 일반관리비	561	648	706	798	804	매출채권	840	640	851	912	896
기타	0	(0)	(166)	(164)	(199)	재고자산	424	391	593	636	625
영업이익	400	205	436	538	600	기타	135	100	188	190	192
증감률 (YoY %)	(75.4)	(48.8)	112.9	23.3	11.5	비유동자산	4,533	4,346	4,530	4,724	4,917
EBITDA	487	307	542	647	713	투자자산	2,795	2,638	2,745	2,857	2,973
증감률 (YoY %)	(80.5)	(36.9)	76.2	19.5	10.2	유형자산	1,450	1,407	1,486	1,571	1,651
이자수익	12	15	16	20	20	무형자산	288	301	298	295	293
이자비용	65	73	70	70	70	부채총계	2,807	2,748	3,021	3,094	3,107
지분법손익	35	(8)	(34)	(34)	(34)	유동부채	1,529	1,376	1,630	1,683	1,675
기타	80	(33)	(68)	(68)	(68)	매입채무	449	353	683	732	719
세전계속사업손익	392	122	348	454	516	유동성이자부채	444	482	482	482	482
증감률 (YoY %)	(42.2)	(68.9)	185.3	30.2	13.7	기타	636	542	465	469	474
법인세비용	48	71	202	263	299	비유동부채	1,279	1,372	1,391	1,411	1,432
당기순이익	352	110	340	450	471	비유동성이자부채	849	897	897	897	897
증감률 (YoY %)	(7.1)	(68.8)	209.7	32.3	4.7	기타	430	475	494	514	535
순손익의 귀속						자본총계	3,489	3,203	3,469	3,918	4,390
지배주주	305	84	344	419	438	자본금	154	133	133	133	133
비지배주주	47	26	(4)	31	33	자본잉여금	993	953	953	953	953
이익률 (%)						이익잉여금	2,467	2,402	2,667	3,117	3,588
영업이익률	10.3	5.3	9.9	11.5	12.9	자본조정	(421)	(541)	(541)	(541)	(541)
EBITDA마진	12.5	8.0	12.3	13.8	15.4	지배주주지분	3,193	2,947	3,212	3,662	4,133
세전이익률	10.1	3.2	7.9	9.7	11.1	순차입금	929	905	1,052	827	511
순이익률	9.1	2.9	7.8	9.6	10.2	이자지급성부채	1,293	1,379	1,379	1,379	1,379
현금흐름표						[십억원]					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	300	283	250	561	656	Multiples (X, %, 원)					
당기순이익	352	110	340	450	471	PER	11.8	33.6	7.7	6.3	6.0
자산상각비	87	102	105	109	113	PBR	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
기타비현금성손익	8	143	53	54	55	PSR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
운전자본증감	(101)	32	(248)	(52)	17	EV/ EBITDA	9.7	12.4	7.5	5.9	4.9
매출채권감소 (증가)	31	193	(211)	(61)	16	배당수익률	2.1	2.7	2.8	2.8	2.8
재고자산감소 (증가)	134	24	(202)	(42)	11	EPS	12,419	3,841	16,483	20,076	21,020
매입채무증가 (감소)	(172)	(83)	331	49	(13)	BPS	94,780	100,760	110,990	128,232	146,270
기타	(95)	(102)	(165)	3	3	SPS	126,783	138,780	167,103	178,545	176,577
투자현금	(286)	(65)	(323)	(338)	(341)	DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
단기투자자산감소 (증가)	52	(19)	(1)	(1)	(1)	수익성지표 (%)					
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(129)	(133)	(137)	ROA	1.8	1.8	5.5	6.7	6.5
설비투자	(172)	(134)	(153)	(164)	(162)	ROE	13.5	3.6	11.0	13.1	12.1
유무형자산감소 (증가)	(20)	(8)	(28)	(28)	(28)	ROIC	4.0	4.7	9.5	10.5	11.3
재무현금	6	(130)	(75)	0	0	안정성지표 (% X)					
차입금증가 (감소)	324	85	0	0	0	부채비율	80.5	85.8	87.1	79.0	70.8
자본증가 (감소)	(90)	(82)	(75)	0	0	순차입비율	26.6	28.3	30.3	21.1	11.6
배당금지급	90	82	75	0	0	유동비율	115.3	116.6	120.2	136.0	154.0
현금 증감	19	87	(147)	223	315	이자보상배율	7.6	3.5	8.1	10.6	11.8
총현금흐름 (Gross CF)	448	355	498	613	639	활동성지표 (회)					
(-) 운전자본증가 (감소)	(1,038)	(78)	248	52	(17)	총자산회전율	0.2	0.6	0.7	0.7	0.6
(-) 설비투자	172	134	153	164	162	매출채권회전율	1.1	5.2	5.9	5.3	5.1
(+) 자산매각	(20)	(8)	(28)	(28)	(28)	재고자산회전율	2.9	9.4	8.9	7.6	7.4
Free Cash Flow	1,294	291	69	369	466	자산/자본구조 (%)					
(-) 기타투자	0	0	129	133	137	투하자본	37.2	36.2	40.4	39.4	37.1
영여현금	1,294	291	(60)	237	329	차입금	27.0	30.1	28.4	26.0	23.9

자료: Fnguide, KB투자증권

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 06월 25일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 2013년 6월 25일 현재 두산과 자사주신탁계약이 체결 (2013년 5월 2일~2014년 5월 1일)되어 있음을 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	두산 주가 및 KB투자증권 목표주가
두산	2011/06/06	BUY	210,000		
	2011/06/20	BUY	210,000		
	2011/07/04	BUY	210,000		
	2011/10/11	BUY	210,000		
	2011/11/08	BUY	210,000		
	2011/11/29	BUY	210,000		
	2012/02/29	BUY	210,000		
	2012/04/12	BUY	210,000		
	2012/04/25	BUY	210,000		
	2012/05/07	BUY	210,000		
	2012/05/21	BUY	210,000		
	2012/07/30	BUY	210,000		
	2012/08/10	BUY	210,000		
	2012/10/23	BUY	210,000		
	2012/10/29	BUY	210,000		
	2012/11/15	BUY	210,000		
	2012/11/28	BUY	210,000		
	2013/02/05	BUY	210,000		
	2013/05/06	BUY	210,000		
	2013/06/25	BUY	210,000		

**투자등급 및 적용기준**

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대) NEUTRAL (중립) UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 상승 예상 시장대비 -7%~7% 수익률 예상 시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수) HOLD (보유) SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상 추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상 추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.