두산(000150)

매수(유지)

목표주가: 192,000원(상향)

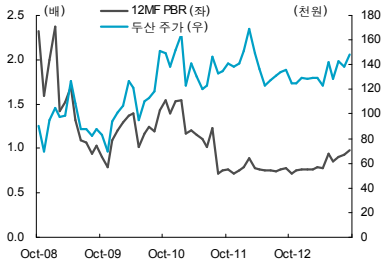
Stock Data

KOSPI(9/16)		2,013
주가(9/16)		148,000
시가총액(십억원)		3,090.4
발행주식수(백만)		20.9
52주 최고/최저가(원)		151,500/119,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)		5,967
유동주식비율/외국인지분율(%)		39.7/14.0
주요주주(%)	박용곤 외 27인	38.8
	국민연금공단	6.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.0	15.2	3.3
상대주가(%p)	0.1	13.8	0.5

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

긍정적인 변화가 본격화된다

주가의 박스권 상승 돌파의 의미

두산 주가는 지난 1년간 유지되었던 120,000~145,000원의 제한된 박스권을 상향돌파하는 새로운 주가흐름이 시작되고 있다. 그동안 양호한 내부영업실적, 자사주매입을 포함한 적극적인 주주친화정책 등 두산의 자체적인 매력강화에도 불구하고 두산건설의 유동성 문제, 두산인프라코어의 실적부진 등 계열사 관련 우려가 주가상승을 가로막았었다. 그러나 전반적인 글로벌 경기의 회복과 함께 계열사 관련 리스크가 크게 완화되고 있으며, 동시에 자체 모멘텀은 점차 강화되고 있다. 이러한 변화는 기업가치 개선과 밸류에이션 재평가를 통해 추가적인 주가상승을 견인할 전망이다. 우리는 두산에 대한 긍정적인 시각을 유지하며 계열사들의 주가상승으로 인한 유가증권가치 증가분 및 두산산업차량의 사업부 편입에 따른 내부영업가치 증가분을 반영하여 목표주가를 기존 175,000원에서 192,000원(Sum-of-part 밸류에이션 기준)으로 상향조정한다.

자체 모멘텀이 한층 강화된다

최근 두산에서 주목할 점은 자체 모멘텀이 한층 강화되는 점이다. 첫째, 전자사업부의 실적호전이 3분기에(영업이익은 전분기 대비 42% 증가한 204억원 예상) 이루어지는 가운데, 지분 51%를 보유중이었던 두산산업차량의 잔여 지분 매입을 통해 9월부터 자체 사업부로 편입하였다. 두산산업차량의 영업이익은 2011년 245억원에 불과하였으나, 시장확대 및 비용 효율화를 통해 2012년 361억원으로 증가하였고, 올해는 386억원에 이르러 두산의 현금흐름을 한층 강화시킬 예정이다. 둘째, DIP홀딩스내의 한국항공우주(KAI), KFC는 각각 정부의 매각절차와 매수희망자와의 가격협상을 통해 매각이 가속화될 전망이다. 셋째, 매년 이루어지고 있는 자사주 매입은 강력한 현금흐름창출을 뒷받침으로 지속되며, 장기적으로 추가적인 자사주 소각 등 주주친화정책이 기대된다.

계열사 우려가 크게 완화된다

그동안 두산인프라코어, 두산건설, 두산중공업 등 주요 계열사 모두 실적부진으로 ㈜두산의 주가에 부담이 되어왔다. 업황회복강도에 대한 불확실성은 남아있지만 분명한 것은 계열사들의 턴어라운드가 시작되어 더 이상 두산 주가상승의 부담이 되지는 않는 점이다. 두산중공업은 하반기 원전공사 등 수주증가를 통해 실적모멘텀이 강화되며, 두산인프라코어는 미국, 유럽 등 주요 시장에서의 실적회복이 가시화될 전망이다. 두산건설은 영업환경의 불확실성이 존재하지만 자본확충 및 사업구조 개편 이후 유동성 리스크는 크게 낮아진 상황이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	3,884	400	392	305	13,594	(58.9)	487	10.4	9.6	1.2	9.5
2012A	3,834	205	122	84	3,871	(71.5)	307	33.3	12.5	1.1	2.7
2013F	3,758	428	285	231	11,049	185.4	523	13.3	8.7	1.3	7.9
2014F	4,265	560	424	317	15,231	37.8	665	9.7	6.7	1.3	10.9
2015F	4,499	600	460	340	16,350	7.3	711	9.0	6.2	1.3	11.6

주1: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준
2: 2012년까지의 연결 기준(지분율 50%이상만을 연결)으로 K-IFRS 재무제표 작성

이훈, CFA 3276-6158
hoon.lee@truefriend.com

<표1> NAV

투자자산 가치 (A – 십억원)	3,344.1	
유형자산가치 (B – 십억원)	443.4	부동산 가치 반영
영업가치 (C – 십억원)	1,918.7	EBITDA 7.5배 적용
전체자산가치 (D= A+B+C, 십억원)	5,706.2	
순부채 (E, 십억원)	567.4	
NAV (F=D-E, 십억원)	5,138.8	
NAV할인율(%)	34	
목표가격(원)	192,000	유가증권 가치에는 25% 할인

자료: 한국투자증권

<표 2> 주주친화정책

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013.1H
자사주취득	6.6	230.6	47.0	8.9
배당금	58.3	57.9	65.3	63.7
합계	64.9	288.5	112.3	72.6

자료: 한국투자증권

<표3> 두산산업차량 요약재무제표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F
매출	NM	672.0	685.4
영업이익	24.5	36.1	38.6
자산	430.3	414.7	-
부채	293.2	262.2	-
자본	137.1	152.6	-

자료: 한국투자증권

<표 4> 자체 사업부 분기별 영업이익 추이

(단위: 십억원)

		1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013F	2014F
전자	매출액	185.7	170.5	188.4	190.0	734.6	771.4
	영업이익	19.5	14.3	20.4	21.3	75.4	83.4
모트롤	매출액	85.9	102.2	87.1	104.5	379.6	413.8
	영업이익	3.3	6.0	0.3	1.6	11.1	19.0
정보통신	매출액	48.2	51.4	69.5	71.4	240.5	256.6
	영업이익	5.8	7.4	8.3	11.3	32.8	34.9

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

㈜두산은 두산그룹의 지주회사로서, 영업지주회사의 형태로 사업회사의 투자를 책임지고, 기업 및 브랜드 가치 육성과 성과 관리 등 계열사의 전반적인 업무를 담당한다. 주요 상장 자회사로는 두산중공업, 두산인프라코어 등이 있고, 자체사업부문으로 전자사업부문, 모트롤, 글로넷, 정보통신, DST, 산업차량 등이 있어 지주회사의 역할 외에도 자체적인 영업활동을 영위하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,763	1,604	1,626	1,745	1,805
현금성자산	359	446	453	481	486
매출채권및 기타채권	842	641	560	603	610
재고자산	424	391	395	431	445
비유동자산	4,533	4,346	4,458	4,559	4,595
투자자산	2,554	2,345	2,428	2,502	2,595
유형자산	1,450	1,407	1,426	1,438	1,449
무형자산	288	301	300	298	293
자산총계	6,296	5,951	6,085	6,303	6,400
유동부채	1,529	1,376	1,513	1,647	1,659
매입채무및 기타채무	449	353	410	469	485
단기차입금및단기사채	283	321	317	301	295
유동성장기부채	155	160	159	151	145
비유동부채	1,279	1,372	1,424	1,481	1,507
사채	508	508	502	477	435
장기차입금및금융부채	341	389	384	365	348
부채총계	2,807	2,748	2,937	3,128	3,166
지배주주지분	3,193	2,947	2,902	2,916	2,938
자본금	154	133	133	133	133
자본잉여금	993	953	953	953	953
기타자본	(448)	(413)	(413)	(413)	(413)
이익잉여금	2,467	2,402	2,551	2,782	3,031
비지배주주지분	296	256	245	259	296
자본총계	3,489	3,203	3,148	3,175	3,234

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,884	3,834	3,758	4,265	4,499
매출원가	2,923	2,981	2,722	3,020	3,181
매출총이익	961	853	1,036	1,244	1,319
판매관리비	561	648	608	684	718
영업이익	400	205	428	560	600
금융수익	49	46	55	57	61
이자수익	12	13	15	16	17
금융비용	100	108	108	108	115
이자비용	65	73	71	69	67
기타영업외손익	43	(21)	(89)	(85)	(86)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	392	122	285	424	460
법인세비용	48	71	49	72	83
연결당기순이익	352	110	239	352	378
지배주주지분순이익	305	84	231	317	340
기타포괄이익	20	(174)	(193)	(217)	(227)
총포괄이익	372	(64)	45	135	150
지배주주지분포괄이익	330	(87)	57	122	135
EBITDA	487	307	523	665	711

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	300	283	315	359	383
당기순이익	352	110	239	352	378
유형자산감가상각비	69	72	80	90	95
무형자산상각비	18	31	15	15	16
자산부채변동	(101)	32	(27)	(150)	(95)
기타	(39)	39	8	53	(10)
투자활동현금흐름	(286)	(65)	(211)	(178)	(221)
유형자산취득	(172)	(134)	(98)	(103)	(105)
유형자산매각	4	17	0	0	0
투자자산순증	92	(27)	(1)	2	2
무형자산순증	(24)	(25)	(14)	(14)	(10)
기타	(186)	105	(98)	(63)	(108)
재무활동현금흐름	6	(130)	(98)	(153)	(157)
자본의증가	3	1	0	0	0
차입금의 순증	324	85	(16)	(67)	(66)
배당금지급	(90)	(82)	(81)	(86)	(91)
기타	(231)	(134)	0	(0)	(0)
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의 증가	19	87	7	28	5

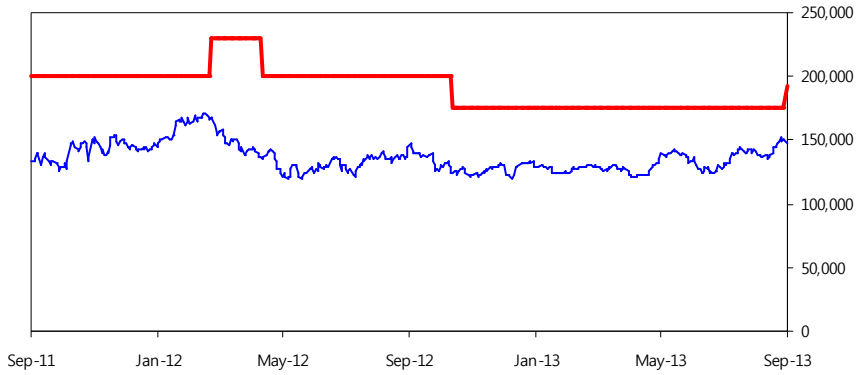
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	13,594	3,871	11,049	15,231	16,350
BPS	114,378	119,948	110,452	110,981	111,804
DPS	3,000	3,500	3,500	3,700	3,900
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.5	(1.3)	(2.0)	13.5	5.5
영업이익증가율	(55.8)	(48.8)	108.8	30.9	7.2
순이익증가율	(60.3)	(72.5)	175.3	37.3	7.3
EPS증가율	(58.9)	(71.5)	185.4	37.8	7.3
EBITDA증가율	(50.3)	(36.9)	70.0	27.3	6.8
수익성(%)					
영업이익률	10.3	5.3	11.4	13.1	13.3
순이익률	7.9	2.2	6.1	7.4	7.6
EBITDA Margin	12.5	8.0	13.9	15.6	15.8
ROA	5.8	1.8	4.0	5.7	5.9
ROE	9.5	2.7	7.9	10.9	11.6
배당수익률	2.1	2.7	2.4	2.5	2.7
안정성					
순차입금(십억원)	929	905	896	798	721
차입금/자본총계비율(%)	37.1	43.0	43.3	40.8	37.8
Valuation(X)					
PER	10.4	33.3	13.3	9.7	9.0
PBR	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3
PSR	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.6	12.5	8.7	6.7	6.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
두산(000150)	2011.10.28	매수	200,000 원
	2012.03.08	매수	230,000 원
	2012.04.26	매수	200,000 원
	2012.10.28	매수	175,000 원
	2013.09.16	매수	192,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 9월 16일 현재 두산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 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.