



Buy(Maintain)

목표주가: 180,000원
주가(9/26): 149,500원
시가총액: 31,217억원

조선/기계

Analyst 최원경

02) 3787-5036 heavychoi@kiwoom.com

RA 라진성

02) 3787-5226 jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/26)		2,007.32pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	152,000원	120,500원	
등락률	-1.64%	24.07%	
수익률	절대	상대	
	1M	8.3%	1.9%
	6M	18.2%	16.8%
	1Y	5.4%	4.0%

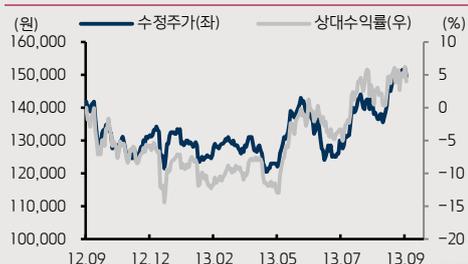
Company Data

발행주식수		26,278천주
일평균 거래량(3M)		47천주
외국인 지분율		14.22%
배당수익률(13E)		2.34%
BPS(13E)		127,308원
주요 주주	박용근	39.40%
	국민연금관리공단	7.22%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	38,338	41,328	49,170	54,762
보고영업이익	2,049	5,608	7,077	8,691
핵심영업이익	2,049	5,608	7,077	8,691
EBITDA	3,074	6,345	7,814	9,428
세전이익	1,221	5,047	6,582	8,261
순이익	1,098	3,987	5,200	6,526
지배주주지분순이익	838	3,987	5,200	6,526
EPS(원)	3,031	15,178	19,788	24,835
증감률 (%YoY)	-69.4	400.7	30.4	25.5
PER(배)	42.6	9.8	7.6	6.0
PBR(배)	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	15.3	6.5	4.9	3.7
보고영업이익률(%)	5.3	13.6	14.4	15.9
핵심영업이익률(%)	5.3	13.6	14.4	15.9
ROE(%)	3.3	11.7	13.3	14.3
순부채비율(%)	28.2	18.0	9.3	0.1

Price Trend



☑ 목표주가 상향

두산 (000150)

목표주가 기존 15만원에서 18만원으로 상향



동사에 대한 목표주가를 기존 15만원에서 18만원으로 상향한다. ① 하반기 전자 BG의 실적 호조, 산차 BG 편입, 특별 배당 등에 따른 실적 호조가 예상되고, ② 이에 따른 기말 배당도 증가할 것으로 추정되며, ③ 특별 배당, 매각, 브랜드 로열티 상승 등에 따른 기타 부문의 수익성 강화도 전망되기 때문이다. 또한, 자회사 Risk 완화에 따라 지주회사의 수익 기반도 지속적으로 강화가 기대된다.

>>> 3Q 자체사업 실적 호조 기대

전자BG는 3Q 갤럭시 노트 3 출시, 아이폰 5S 출시 등의 영향으로 실적 호조가 예상된다. 2Q 140억원이었던 영업이익이 3Q에는 200억원에 이를 것으로 추정된다. 출시 영향이 본격적으로 반영되는 4Q에는 영업이익이 더 증가할 것으로 예상된다.

모트론 BG는 계절적 비수기 진입에 따라 3Q 적자가 Consensus이지만 최악의 시기였던 작년 3Q에도 10억원 정도밖에 적자가 나지 않았다는 것을 감안하면 BEP 수준 이상의 실적을 기록할 가능성도 있다고 생각된다. 올해는 SANY와 유공 외에 작년 11월부터 납품을 시작한 시공 등의 요인으로 매출처가 늘어났기 때문이다.

>>> 산차BG 합병으로 하반기 이후 실적 모멘텀 기대

최근 합병한 산차BG의 3Q 실적은 연결 기준으로 매출 1,600여억원, 영업이익 90~100억원 정도가 추정되지만 9월 실적만 자체사업 실적에 반영될 것으로 예상되어 매출 500여억원, 영업이익 30여억원 정도만 인식될 것으로 판단된다. 4Q 부터는 산차BG 합병에 따른 본격적인 실적 모멘텀이 예상된다.

>>> 하반기 이후 특별 배당 수입 증가 기대

산차BG 합병을 위해 DIP홀딩스에 지급했던 1,000억원 중 350~370억원이 3Q에 특별 배당 형식으로 (주)두산에 다시 들어올 것으로 예상된다. 나머지 금액도 순차적으로 (주)두산에 지급될 것으로 추정된다. 4Q에는 두산 타워가 270억원 정도를 (주)두산에 배당할 것으로 예상되는데, 내년부터는 지속적으로 배당을 할 것으로 판단된다.

이외에도 KFC 매각 시 1,000억원, KAI 지분 매각 시 1,000억원 정도 배당 여력이 증가하기 때문에 (주)두산의 특별 배당 수입은 내년까지 지속될 가능성이 높다고 생각된다.

목표주가 15만원에서
18만원으로 상향

(주)두산은 지난 몇 년간 자사주 대량 소각, 지속적인 주당 배당 상향 등 주주 친화적인 정책을 지속해 왔다. 하지만 자회사 배당 및 자체 사업 수익성이 주주 친화적인 정책을 지속하는데 충분한 지에 대해서는 다소 논란이 있어왔던 것이 사실이다. 그러나 작년 이후 전자BG와 모트론티BG의 중국 진출, 산차BG합병 등으로 자체사업 수익 기반이 강화되고 있고, DIP홀딩스내 버거킹 매각, KFC 매각 추진, KAI 지분 매각 추진 등 지속적으로 구조조정에 따른 Cash 유입도 기대되고 있는 상황이다. 또한, 브랜드 로열티 상향, DIP홀딩스의 특별 배당, 두산타워의 배당 개시 등 기타 부문의 수익성도 무시할 수 없는 수준으로 크게 개선되고 있다.

또한, 지난 몇 년간 지속되었던 여러 자회사 Risk도 대부분 해소된 상황이어서 동사는 자회사보다는 지주회사의 수익성 강화에 더욱 집중할 수 있는 기반이 확보된 상황이다

이러한 수익 기반의 개선을 통해 동사의 강력한 주주 친화정책은 향후에 더욱 강화될 가능성이 높다고 기대된다.

이런 관점에서 동사의 기업가치는 지금보다 계속 상향될 여지가 충분하다고 판단하여 목표주가를 기존 15만원에서 18만원으로 상향하며 두산그룹 내 Top Pick 의견을 유지한다.

주당 NAV 대비 할인율은 30% 정도로 추가 상승 여력은 충분

아래 표와 같이 동사의 주당 NAV는 주당 21만원 이상으로 현재 주가는 30% 정도 할인율을 보이고 있다. 이후에도 앞서 언급한 대로 주당 NAV의 지속적인 상승이 기대되는 만큼 추가적인 상승여력은 충분하다고 생각되어 동사에 대한 목표주가를 기존 15만원에서 18만원으로 상향한다.

Sum-of-the parts Valuation

(단위: 십억원, 배, 주, 원, %)

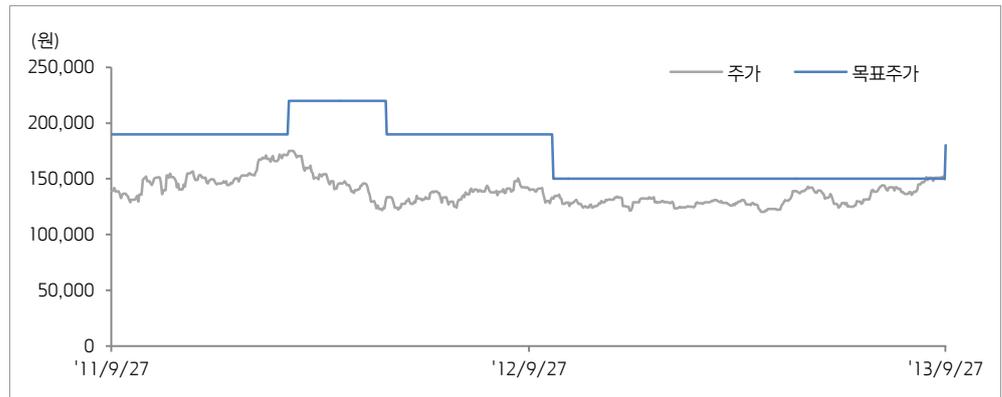
Sum-of-the-parts Valuation		
영업가치(십억원)	1,470	
EBITDA(십억원)	210	2013~2014년 별도 EBITDA 평균(배당 제외)
적용 EV/EBITDA	7.0	
비영업가치(십억원)	3,032	
DIP 홀딩스 가치(십억원)	638	당사 추정
두산중공업 지분 41.3%(십억원)	2,047	시가
투자회사 가치(십억원)	347	DIP홀딩스 제외
순차입금(십억원)	-189	
차입금(십억원)	640	2Q13 별도 기준
현금(십억원)	150	연말 기준
자사주(십억원)	678	시가
적정주주가치(십억원)	4,691	
우선주 가치 차감(십억원)	323	
평균발행주식수(주)	20,880,321	보통주 기준
주당주주가치(원)	209,218	
목표주가(원)	180,000	
현주가(원)	149,500	
상승여력(%)	20.4	

자료: 키움증권

- 당사는 9월 26일 현재 '두산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자 의견	목표주가
두산 (000150)	2011/09/21	BUY(Initiate)	190,000원
	2011/10/13	BUY(Maintain)	190,000원
	2011/10/28	BUY(Maintain)	190,000원
	2012/01/16	BUY(Maintain)	190,000원
	2012/02/29	BUY(Maintain)	220,000원
	2012/03/21	BUY(Maintain)	220,000원
	2012/05/25	BUY(Maintain)	190,000원
	2012/07/30	BUY(Maintain)	190,000원
	2012/08/28	BUY(Maintain)	190,000원
	2012/10/18	BUY(Maintain)	150,000원
	2013/01/16	BUY(Maintain)	150,000원
	2013/04/10	BUY(Maintain)	150,000원
	2013/07/02	BUY(Maintain)	150,000원
	2013/09/02	BUY(Maintain)	150,000원
	2013/09/27	BUY(Maintain)	180,000원



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상