

2013. 10. 01

Analysts

이상원 02) 3777-8097
sangwon.lee@kbsec.co.kr이현호 02) 3777-8074
kingnun@kbsec.co.kr허문욱 02) 3777-8096
mw.heu@kbsec.co.kr

두산그룹

Corporate Day 후기

Recommendations

두산 (000150)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 210,000원 (유지)

두산중공업 (034020)

투자의견: BUY (상향)
목표주가: 62,500원 (상향)

두산인프라코어 (042670)

투자의견: Not Rated
목표주가: N/A

두산건설 (011160)

투자의견: Not Rated
목표주가: N/A

두산엔진 (082740)

투자의견: Not Rated
목표주가: N/A

변화하는 그룹에 주목하자!

최근 기관투자자를 대상으로 진행한 두산그룹 Corporate day에서는 자회사 재무리스크 완화를 비롯하여, 하반기 수주 증가 가능성, 중장기적 성장전략에 많은 관심을 보였다. 우선, 두산중공업, 두산인프라코어, 두산엔진은 하반기 수주 증가로 향후 외형 축소 우려를 불식시킬 것으로 보인다. 두산건설은 다각적인 유동성 확충 노력으로 부채비율을 낮췄고, HRSG 양수 후 추가적인 재무구조 개선도 기대된다. 마지막으로 지주회사 두산의 자체사업 강화와 두산중공업, 두산엔진의 기업인수 및 신규사업 진출 등 중장기적인 성장 전략도 돋보인다.

두산: 2017년 EBIT 5천억원 수준의 사업형 지주회사 준비

두산의 자체사업 실적은 산업차량의 편입 효과에 힘입어 2014년 매출액 2.3조 (+26.6% YoY), 영업이익 3,060억원 (+36.6% YoY)으로 큰 폭 개선이 전망되며, 중장기적으로는 2017년 매출액 3.7조원, EBIT 5천억원 수준의 사업형 지주회사를 목표로 하고 있다. 구체적으로 전자부문은 Hi-end CCL과 OLED 사업 집중, 모터를 부문은 중국 굴삭기 업체와의 관계강화, 산업차량 부문은 신형시장 공략이 주요 전략이다 (2017년 매출액 각각 1.6조원, 1.1조원, 1.0조원 전망).

두산중공업: 하반기 수주 성과가 성장성을 담보할 전망

두산중공업은 상반기 수주 달성률은 22.0%로 부진하나, 하반기 기대 수주 7.8조원 (국내 신고리 5, 6호기 2.2조원, 베트남 EPC 2건 2.6조원, 기타 발전기자재, 담수/주단, 해외자회사 DPS 등 3.0조원)과 수주풀 (서비스, 기자재)을 고려하면 연간 수주 목표인 10조원은 달성 가능할 것으로 전망된다. 핀란드, 사우디아라비아 등에서의 신규 원전 사업 기회가 가시화되고 있다는 점도 향후 수주 기대감을 높이는 요소이다. 한편, 안살도 에네르기가 인수는 가스터빈 원천기술 확보로 발전부문 포트폴리오를 완성할 수 있다는 점에서 긍정적이다.

두산인프라코어: 선진국 경기 회복에 따른 건설장비 판매량 증가 기대

미국 주택경기 회복, 유럽 경제지표 개선으로 선진국 매출액 비중이 높은 두산인프라코어의 하반기 건설장비 판매량 증가가 예상된다. 상반기 역성장을 기록한 중국 굴삭기 시장의 회복, 중국 사업부의 선제적인 구조조정 효과로 하반기 실적개선 기대감도 높다. 선진국 배기규제를 충족시킨 G2 소형엔진의 하반기 밥캣에 탑재됨에 따라 직접적인 매출액 증가, 간접적인 광고 효과가 기대되며, 2015년까지 G2엔진의 밥캣 탑재율 80%를 계획하고 있다.

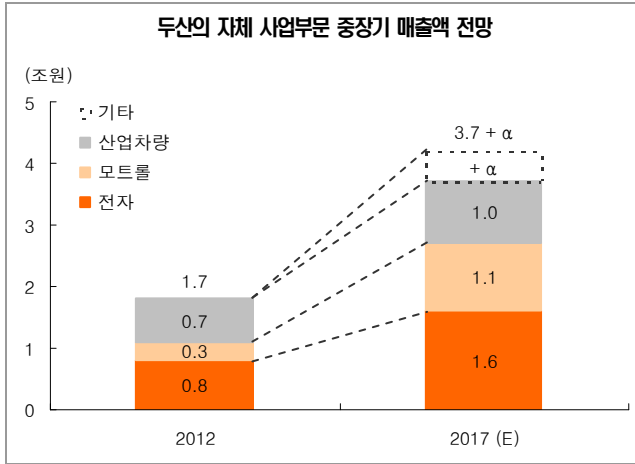
두산건설, 두산엔진: 재무구조 위험, 수주 부진 리스크는 완화되는 단계

다각적인 자구계획으로 두산건설의 부채비율이 200%대로 하락한 가운데, HRSG 양수 후 성공적인 실적 턴어라운드로 추가적인 재무건전성 개선도 기대된다. 일산제니스는 입주율 목표인 70% (현재 분양률 90%, 입주율 40%)를 향해 순항 중인 것으로 파악된다. 두산엔진은 전방산업 환경 개선에 따라 하반기 수주 가능성이 높다 (하반기 6,000억원 전망). 또한 2017년까지 디젤발전, 선박기자재, 비조선부품 사업 부분의 매출액 비중을 42%로 확대할 계획이다.

Contents

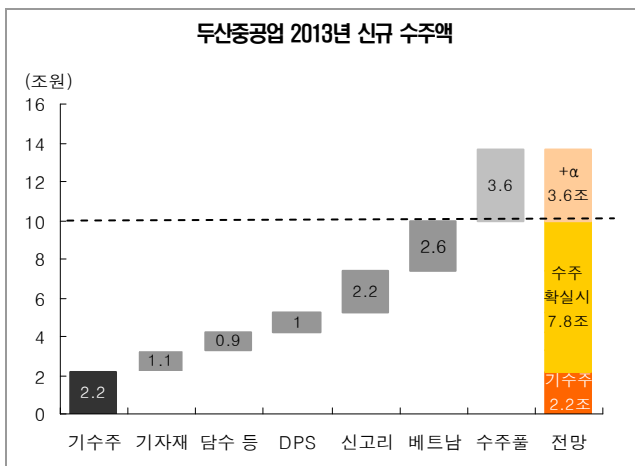
Focus Charts	4
Executive Summary	5
I. 두산 (000150 / BUY [유지] / TP: 210,000원 [유지])	6
II. 두산중공업 (034020 / BUY [상행] / TP: 62,500원 [상행])	11
III. 두산인프라코어 (042670 / Not Rated / N/A)	16
IV. 두산건설 (011160 / Not Rated / N/A)	20
V. 두산엔진 (082740 / Not Rated / N/A)	25

Focus Charts



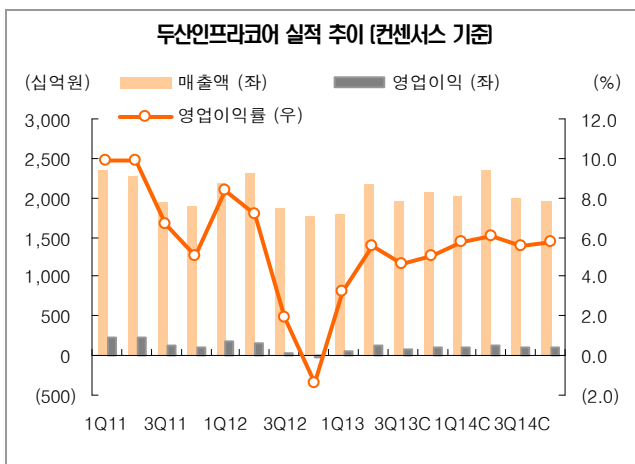
자료: 두산, KB투자증권

- 두산은 자체사업의 성장성과 안정성을 갖추면서, 2017년까지 EBIT 5천억원 이상을 창출하는 사업형 지주회사로 중장기 목표를 설정
- 핵심 자체사업인 전자BG, 모트론BG, 산업차량BG의 성장을 통해 2017년 3.7조원의 매출달성을 가이드선으로 제시
- 특히 전자부문은 Hi-end CCL과 OLED 사업에 집중해 2017년 매출액 1.6조원 달성을 목표로 하며, 모트론 부문은 중국 내 굴삭기 업체들과의 관계강화를 통해 2017년 매출액 1.1조원 달성을 목표로 함
- 산업차량부문은 신흥시장 (브라질, 터키, 사우디, 남아공) 공략을 중심으로 2017년 매출액 1조원 달성이 가능할 것으로 기대



자료: 두산중공업, KB투자증권

- 상반기 수주 달성률은 22.0%이나, 하반기 수주 집중으로 연간 수주 목표인 10조원은 가능할 것으로 보임
- 이는 글로벌 발주스케줄이 하반기에 집중된 것에 기인
- 국내 신고리 5, 6호기 (2.2조원, 10월 예상), 응이손 화력발전소 등 베트남 EPC 2건 (총 2.6조원, 연말 예상), 기타 발전기자재, 담수/주단, 해외자회사 DPS 등 (3.0조원)이 기대 수주
- 또한 기자재 0.6조원, 서비스 2조원을 포함한 기존 수주풀 3.2조원을 보유. 일부 발주가 지연될 경우에도 큰 무리는 없는 것으로 판단



자료: 두산인프라코어, FnGuide, KB투자증권

주: 컨센서스는 9월 27일 기준

- 건설기계 부문의 매출액 비중이 높은 선진국 경기 회복으로 하반기 건설장비 수요 확대 가능성이 높음
- 상반기 역성장한 중국 굴삭기 시장은 5개월 연속 전년동기대비 상승하며, 회복세 시현. 추가적으로 중국 사업부 구조조정 효과가 하반기부터 가시화될 전망
- 공작기계 부문은 엔저효과로 일본업체들과의 경쟁이 불가피하나, 일본으로부터의 구매단가 하락이 추가적인 프로모션 비용을 상쇄할 것으로 보임
- 선진국 배기규제를 충족시킨 G2 소형엔진이 밥캣에 탑재됨에 따라, 사업부문 간 시너지 효과도 증대될 것으로 기대

Executive Summary

두산그룹 재무구조는 안정화 단계.
하반기는 수주 증가를 통한 성장
모멘텀 확보 기대

최근 기관투자자를 대상으로 진행한 두산 Corporate day에서 하반기 수주 증가 가능성, 자회사 재무리스크 완화, 중장기 성장전략에 많은 관심을 보였다. 우선 두산중공업, 두산인프라코어, 두산엔진은 하반기 수주 증가로 향후 외형 축소 우려를 불식시킬 것으로 보인다. 두산건설은 다각적인 유동성 확충 노력으로 부채비율을 낮췄고, HRSG 양수 후 추가적인 재무구조 개선도 기대된다. 마지막으로 지주회사 두산의 자체 사업 강화와 두산중공업, 두산엔진의 기업 인수 및 신규사업 진출 등 중장기적인 성장 전략도 돋보인다.

2017년까지 EBIT 5천억원 이상을
창출하는 사업형 지주회사를 목표

1) 두산: 두산은 자체사업의 성장성과 안정성을 갖추면서, 2017년까지 EBIT 5천억원 이상 창출하는 사업형 지주회사를 목표로 하고 있다. 이는 세부적으로 ① 전자BG의 Hi-end CCL과 OLED 사업 성장, ② 모듈BG의 중국 내 굴삭기 업체들과의 관계강화, ③ 산업차량BG의 신흥시장 (브라질, 터키, 사우디, 남아공) 공략을 통해 가능할 것으로 판단된다.

수주 부진, 자회사 리스크 완화로
발전 부문 실적 안정성 부각 전망

2) 두산중공업: 외형 축소, 자회사 부담 등의 리스크가 완화되면서, 발전 부문의 실적 안정성이 부각될 것으로 판단된다. 이는 ① 하반기 수주를 통한 연간 수주 목표 달성 가능성, ② 다각적인 유동성 확보 계획에 따른 두산건설의 재무 리스크 감소, ③ 핀란드, 사우디아라비아 등에서의 신규 원전사업 기회 가시화에 기인한다. 한편, 안살도 인수는 셰일가스를 기반으로 한 EPC 수주 확대가 기대되어 향후 성장 동력이 될 것으로 판단된다.

선진국 경제지표 개선에 따른
건설장비 판매량 증가 예상

3) 두산인프라코어: 매출액 비중이 높은 선진국의 경제지표 개선에 따라 건설장비 판매량 증대가 예상된다. 상반기 역성장으로 우려가 높던 중국 굴삭기 시장은 회복세를 보이고 있으며, 중국 사업부의 구조조정 효과가 하반기에 가시화될 것으로 보인다. 또한 선진국 배기규제를 충족시킨 G2 소형엔진이 뺏깁에 탑재됨에 따라 사업부문 간 시너지 효과 증대도 기대된다.

HRSG 양수로 재무구조 개선 기대

4) 두산건설: 다각적인 자본 확충 노력으로 부채비율이 200%대로 하락한 가운데, HRSG 양수 후 수익성 개선을 바탕으로 추가적인 재무구조 개선도 기대된다. 일산제니스는 현재 분양률 90%, 입주율 40%로 연말 목표인 입주율 70%를 향해 순항 중이다. 상반기 수주 달성률이 25.2%로 부진하나, 하반기 기자재 부문을 중심으로 한 수주 회복만 확인되면 향후 주가 방향성은 긍정적인 것으로 본다.

상선 시황 개선으로
하반기 수주 회복 가능성 높음

5) 두산엔진: 상선 시황 개선으로 하반기 수주 회복 가능성이 높다. 또한 최근 신조선가 지수의 상승에 따른 조선사의 추가적인 상선 수주, 엔진 단가 회복의 개연성도 보인다. 중장기적으로는 안정적인 사업 포트폴리오 구축 및 비즈니스 모델 다각화를 위해 디젤발전 사업, 친환경/고효율 선박기자재 사업, 비조선부품 사업을 진행하고 있으며, 2017년에는 전체 매출액 중 디젤발전 15%, 선박기자재 7%, 비조선부품 사업 25%로 확대할 계획을 추진 중이다.

I. 두산 (000150 / BUY (유지) / TP: 210,000원 (유지))

사업개편을 통해 자체사업 강화

자체사업부문의 성장모멘텀 및
실적 안정성 확보지원

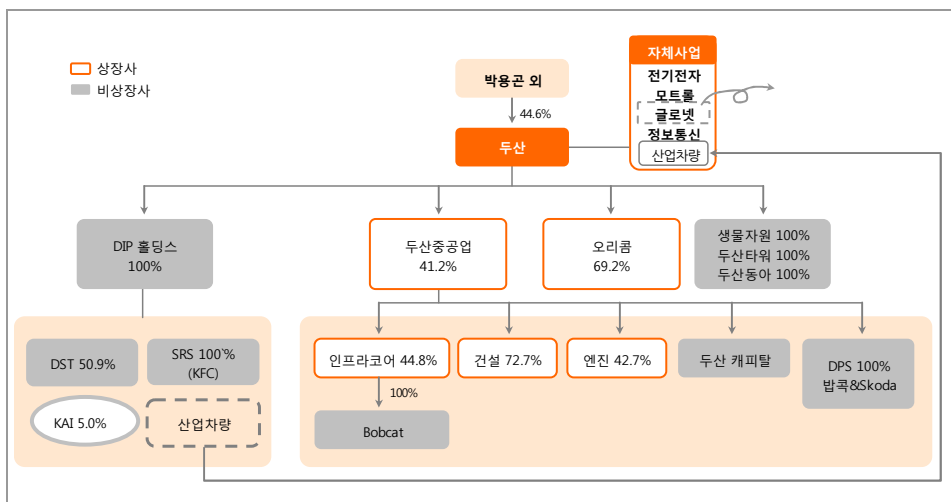
두산은 경제민주화 정책시행의 선제조치이자 자체사업의 경쟁력 강화를 위해 비수익성인 물류사업을 철수하고, DIP홀딩스의 자회사였던 두산산업차량을 흡수합병 (합병기일 2013년 9월 1일)했다. 또한 자회사인 엔세이퍼의 업무대행업 부문도 분할흡수합병해 자체사업의 성장성과 안정성의 균형을 맞췄다.

산업차량 편입으로 하반기 자체사업 실적 개선 기대, 2014 2.3조원 (+26.6% YoY) 성장 전망

영업이익은 올해부터 배당금 증가로 2,240억원(+55.9% YoY)으로 증가하고, 2014년에는 3,060억원 (+36.6% YoY)을 기록할 전망

두산의 자체사업은 산업차량의 편입으로 2014년부터 실적이 크게 개선될 전망이다. 2013년 매출액은 1) 올해 9월부터 산업차량의 매출인식, 2) 전자사업의 저부가 CCL 매출비중 하락으로 1.9조원 (+0.5% YoY)으로 소폭 증가하지만, 내년부터는 산업차량의 매출인식으로 인해 2.3조원 (+26.6% YoY)으로 대폭 증가할 전망이다. 또한 영업이익은 올해부터 배당금 증가로 2,240억원 (+55.9% YoY)으로 증가하고, 2014년에는 3,060억원 (+36.6% YoY)을 기록할 전망이다.

그림 1. 두산 지배구조



자료: 두산, KB투자증권 정리

Corporate Day Q&A 요약

Q1: 3분기 실적 전망은?

사업부문 실적은 2분기와 유사한 수준을 기록할 전망이다, 추가적으로 배당금 376억원이 유입되면서 영업이익은 2분기 대비 2배 이상 증가할 것으로 기대. 특히 전자BG는 2분기 실적이 다소 저조했으나, 3분기에는 주요 고객사 신제품 (갤럭시노트3, 아이폰5S)에 힘입어 개선된 실적을 기록할 것. 3분기 전자BG 영업이익은 2분기 (143억원)대비 30% 이상 증가될 것으로 전망

Q2: 자사주 매입 진행상황은?

지난 5월 총 300억원의 자사주신탁계약을 체결했으며, 현재 25% 정도 진행되었음. 매입하는 시점은 시장대비 Underperform하는 경우이며, 매입한 자사주의 처리는 소각을 고려 중이나, 시점과 방법에 대해서는 아직 미정임

Q3: 최근 산업차량 인수대금 얼마인가?

산업차량 인수 시 인수대금은 2,194억원으로 49% 보유한 SCPE에 1,075억원을 지불함 (나머지는 51%는 DIP홀딩스에 지불). DIP홀딩스는 100% 동사의 자회사로 해당 인수대금 1,119억원 중 376억원은 3분기에 배당으로 다시 유입될 예정

Q4: 배당금 수입은 얼마나 되는가?

별도기준 영업이익 2,346억원 중에서 두산중공업, DIP홀딩스, 두산타워, 등의 자회사로부터 받는 배당금은 1,000억원 정도로 집계됨. 기존의 400억원에서 600억원이 증가한 이유는 1) DIP홀딩스로부터 산업차량 인수대금으로 받는 배당금 376억원, 2) 올해부터 배당을 받기 시작하는 두산타워 (2012년 매출 646억원, 영업이익은 306억원) 등의 자회사가 증가했기 때문임

Q5: 올해 동사가 배당하는 금액은?

주주가치 증대를 위해 매년 배당 금액을 증가시켜 나가는 정책을 유지함. 2012년 중간배당 500원을 포함해 주당 3,500원을 배당했으며, 올해도 2분기 중간배당 500원을 포함해 전년 수준 이상의 배당을 검토 중임

Q6: 브랜드로열티 수입은?

브랜드로열티 수입은 2012년 426억원에서 올해 528억원으로 24% 증가가 예상되는데, 이는 1) 2012년 10월 1일자로 브랜드로열티율을 0.25%에서 0.3%로 상향조정하고, 2) 브랜드로열티를 받는 회사들의 범위를 별도기준에서 연결기준으로 확장했기 때문. 따라서 국내법인에서만 받았던 로열티를 해외법인도 포함하여 받게 됨. 향후 주요 계열사의 매출액 증가에 힘입어 2017년에는 950억원 수준으로 증가 예상

Q7: 재무현황은?

부채비율은 2분기말 기준 58% (별도기준), 순차입금 비율은 31% (별도기준)임. 올해 700~800억 원의 현금유입이 추가적으로 발생할 예정으로 6,000억원의 순차입금은 지속적으로 줄여들 전망임. 추가적인 현금은 1) 배당금이 기존 400억원에서 1,000억원으로 600억원 증가하며, 2) 산업차량BG 실적이 9월부터 반영되면서 4개월치 산업차량의영업이익이 추가되기 때문임

Q8: 전자 Capex 투자 계획은?

예정된 Capex 투자금액은 2013년 400억원, 2014년 600억원 (200억원: 창수지역), 2015년 700억원 (300억원: 창수지역), 2016년 500억원, 2017년 500억원임. 2014, 2015년에 투자금액이 증가하는 이유는 창수지역 2차 투자계획이 시작될 예정이기 때문. 따라서 사업부문 중전자부문에 대한 투자가 증가할 전망이며, FCCL과 High-End CCL제품 투자에 집중될 것

Q9: 전자BG 주력 제품은 무엇이 있나?

전자BG는 기본적으로 동박적층판 (CCL)을 생산하는데, 이중 범용 CCL은 냉장고, 세탁기 등의 일반 백색가전에 주로 사용되며, 마진은 낮은 수준임. 현재 주력제품은 FCCL이며, 이 외에도 PKG CCL, OLED소재 등이 있음. 전방 IT기기, 스마트폰 등에 사용되는 부품임

현재 CCL과 그 외 FCCL을 포함한 High-end CCL의 매출액 비중 비율은 50:50으로 60:40에서 변화해 왔음. 향후 FCCL 매출액 비중을 지속적으로 늘려갈 계획임

Q10: 전자BG 점유율은?

주력 제품인 FCCL은 매출액 기준으로 세계 시장 점유율 1위 (25%) 기록함 (2위는 기존 1위 기업이었던 신일본제철). 현재 삼성전자 제품의 70%, 애플 제품의 30% (애플제품의 70%는 신일본제철)를 담당하고 있음. 그 밖에도 PKG CCL (점유율 4위, M/S 10%), OLED (점유율 4위, M/S 11%) 등의 주요 제품이 있음

Q11: 전자BG 발전 전략은?

중국 로컬회사 납품물량을 증가시키고 중저가 휴대폰 시장에도 진출을 계획임. OLED 제품의 경우 생산시설은 모두 갖추고 있으나, 아직까지 제품의 상용화가 더디게 진행되고 있음. 그러나 5년 내 생산이 가시화될 것으로 보여짐

Q12: 모트볼BG 주요 매출처는?

주요 매출처는 2분기 누적 기준 두산인프라코어 (36%), 중국 로컬업체 (샤니, 시공 등 33%), 현대, Volvo Korea (15%), 유럽 (4%) 등이며, A/S는 10%임

Q13: 모트콤BG의 3분기 실적은?

3분기는 계절적인 비수기로 1, 2분기 대비 실적이 감소할 것으로 전망됨. 4분기는 춘절효과로 실적이 개선될 전망

Q14: 산업차량BG의 시장 점유율은?

국내 M/S는 51%이지만, Global M/S는 5% 미만으로 향후 세계시장에 본격적으로 완성차를 공급하여 M/S를 확대하고, A/S 수익을 증대시킬 계획임

Q15: 산업차량BG 사업부문별 매출 비중은?

매출액은 완성차 85%, A/S 부품 15%이지만, 영업이익 360억원 중 180억원이 부품매출에서 발생함. 따라서 부품매출이 이익률이 더 높음

그러나 수출:내수 비중이 65:35로 완성차를 전세계 시장에 많이 판매하는 것이 가장 급선무임. 현재 해외 지역별 지게차 매출액 비중은 북미 26%, 서유럽 20%, 중국은 6%, 대양주 9%임

Q16: 지게차 교체주기는?

일반적으로 지게차 교체주기는 5년~10년 가량으로 사용처와 사용방식에 따라 차이가 있음. 신규 차량구입 비용의 15% A/S비용이 발생함. 교체 가능한 부품으로는 바퀴, 엔진, 유압관련 부품 등 다양하며, 일반 상용차와 같이 동사의 지게차를 사용하는 경우 타사부품 사용이 불가

Q17: 산업차량BG의 지게차 가격 경쟁력이 있나?

Top-Tier대비 20%, Second Tier대비 10~15%의 가격 경쟁력이 있는데, 이는 동사가 두산인프라코어 (계열회사)의 G2엔진을 사용하고 때문임. 타사의 경우 대부분 엔진을 아웃소싱으로 받아서 탑재함

Q18: 현재 생산능력은?

10월 중국 자체 공장이 신규로 완공되면서 중국 capa가 4,000대에서 7,000대로 증가함. 중국공장에서 7,000대, 독일공장에서 2,000대로 총 해외에서 9,000대 생산이 가능하며, 전체적으로 현재 33,000대 생산이 가능할 것

Q19: 향후 지게차 시장 전망은?

급격하게 산업이 좋아지기는 힘들겠지만, 부품 판매를 통해서 지속적이고, 안정적인 수익성이 확보되는 시장으로 판단하고 있음. 향후 2013년부터 2017년까지 평균 4.9%의 성장이 예상됨

손익계산서	(십억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	3,884	3,834	4,387	4,688	4,636
증감률 (YoY %)	(83.1)	(1.3)	14.4	6.8	(1.1)
매출원가	2,923	2,981	3,412	3,516	3,431
판매 및 일반관리비	561	648	706	798	804
기타	0	(0)	(166)	(164)	(199)
영업이익	400	205	436	538	600
증감률 (YoY %)	(75.4)	(48.8)	112.9	23.3	11.5
EBITDA	487	307	542	647	713
증감률 (YoY %)	(80.5)	(36.9)	76.2	19.5	10.2
이자수익	12	15	16	20	20
이자비용	65	73	70	70	70
지분법손익	35	(8)	(34)	(34)	(34)
기타	11	(16)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	392	122	348	454	516
증감률 (YoY %)	(42.2)	(68.9)	185.3	30.2	13.7
법인세비용	48	71	202	263	299
당기순이익	352	110	340	450	471
증감률 (YoY %)	(7.1)	(68.8)	209.7	32.3	4.7
순손익의 귀속					
지배주주	305	84	344	419	438
비지배주주	47	26	(4)	31	33
이익률 (%)					
영업이익률	10.3	5.3	9.9	11.5	12.9
EBITDA마진	12.5	8.0	12.3	13.8	15.4
세전이익률	10.1	3.2	7.9	9.7	11.1
순이익률	9.1	2.9	7.8	9.6	10.2

현금흐름표	(십억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	300	283	250	561	656
당기순이익	352	110	340	450	471
자산상각비	87	102	105	109	113
기타비현금성손익	8	143	53	54	55
운전자본증감	(101)	32	(248)	(52)	17
매출채권감소 (증가)	31	193	(211)	(61)	16
재고자산감소 (증가)	134	24	(202)	(42)	11
매입채무증가 (감소)	(172)	(83)	331	49	(13)
기타	(95)	(102)	(165)	3	3
투자현금	(286)	(65)	(323)	(338)	(341)
단기투자자산감소 (증가)	52	(19)	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(129)	(133)	(137)
설비투자	(172)	(134)	(153)	(164)	(162)
유무형자산감소 (증가)	(20)	(8)	(28)	(28)	(28)
재무현금	6	(130)	(75)	0	0
차입금증가 (감소)	324	85	0	0	0
자본증가 (감소)	(90)	(82)	(75)	0	0
배당금지급	90	82	75	0	0
현금 증감	19	87	(147)	223	315
총현금흐름 (Gross CF)	448	355	498	613	639
(-) 운전자본증가 (감소)	(1,038)	(78)	248	52	(17)
(-) 설비투자	172	134	153	164	162
(+) 자산매각	(20)	(8)	(28)	(28)	(28)
Free Cash Flow	1,294	291	69	369	466
(-) 기타투자	0	0	129	133	137
잉여현금	1,294	291	(60)	237	329

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표	(십억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	6,296	5,951	6,489	7,013	7,496
자산총계	6,296	5,951	6,489	7,013	7,496
유동자산	1,763	1,604	1,960	2,289	2,580
현금성자산	364	474	327	551	868
매출채권	840	640	851	912	896
재고자산	424	391	593	636	625
기타	135	100	188	190	192
비유동자산	4,533	4,346	4,530	4,724	4,917
투자자산	2,795	2,638	2,745	2,857	2,973
유형자산	1,450	1,407	1,486	1,571	1,651
무형자산	288	301	298	295	293
부채총계	2,807	2,748	3,021	3,094	3,107
유동부채	1,529	1,376	1,630	1,683	1,675
매입채무	449	353	683	732	719
유동성이자부채	444	482	482	482	482
기타	636	542	465	469	474
비유동부채	1,279	1,372	1,391	1,411	1,432
비유동이자부채	849	897	897	897	897
기타	430	475	494	514	535
자본총계	3,489	3,203	3,469	3,918	4,390
자본금	154	133	133	133	133
자본잉여금	993	953	953	953	953
이익잉여금	2,467	2,402	2,667	3,117	3,588
자본조정	(421)	(541)	(541)	(541)	(541)
지배주주지분	3,193	2,947	3,212	3,662	4,133
순차입금	929	905	1,052	827	511
이자지급성부채	1,293	1,379	1,379	1,379	1,379

주요투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	11.8	33.6	8.8	7.2	6.9
PBR	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
PSR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.7	12.4	8.3	6.6	5.5
배당수익률	2.1	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	12,419	3,841	16,483	20,076	21,020
BPS	94,780	100,760	110,990	128,232	146,270
SPS	126,783	138,780	167,103	178,545	176,577
DPS	3,000	n/a	n/a	n/a	n/a
수익성지표 (%)					
ROA	1.8	1.8	5.5	6.7	6.5
ROE	13.5	3.6	11.0	13.1	12.1
ROIC	4.0	4.7	9.5	10.5	11.3
안정성지표 (% , X)					
부채비율	80.5	85.8	87.1	79.0	70.8
순차입비율	26.6	28.3	30.3	21.1	11.6
유동비율	115.3	116.6	120.2	136.0	154.0
이자보상배율	7.6	3.5	8.1	10.6	11.8
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.2	0.6	0.7	0.7	0.6
매출채권회전율	1.1	5.2	5.9	5.3	5.1
재고자산회전율	2.9	9.4	8.9	7.6	7.4
자산/자본구조 (%)					
투하자본	37.2	36.2	40.4	39.4	37.1
차입금	27.0	30.1	28.4	26.0	23.9

주: EPS는 원전회석 EPS

II. 두산중공업 (034020 / BUY (상향) / TP: 62,500원 (상향))

상반기 수주 달성률은 22.0%, 그러나 하반기 수주로 연간 목표 달성 가능할 전망

하반기 수주를 통해
연간 수주 목표 달성 가능

두산중공업의 상반기 수주는 2.2조원으로 당초 예상보다 부진했다. 연간 목표 미달에 따른 향후 외형 축소 우려가 높았지만, 점차 수주에 대한 가시성이 높아지고 있다는 점에서 올해 수주 목표는 달성할 것으로 본다. 하반기 기대되는 수주는 국내 신고리 5, 6호기 (2.2조원, 10월 예상), 용이손 화력발전소 등 베트남 EPC 2건 (총 2.6조원, 연말 예상), 기타 발전기자재, 담수/주단, 해외 자회사 DPS/SKODA (총 3.0조원)이다.

두산건설의 재무구조 개선, 자회사 리스크는 완화되는 단계

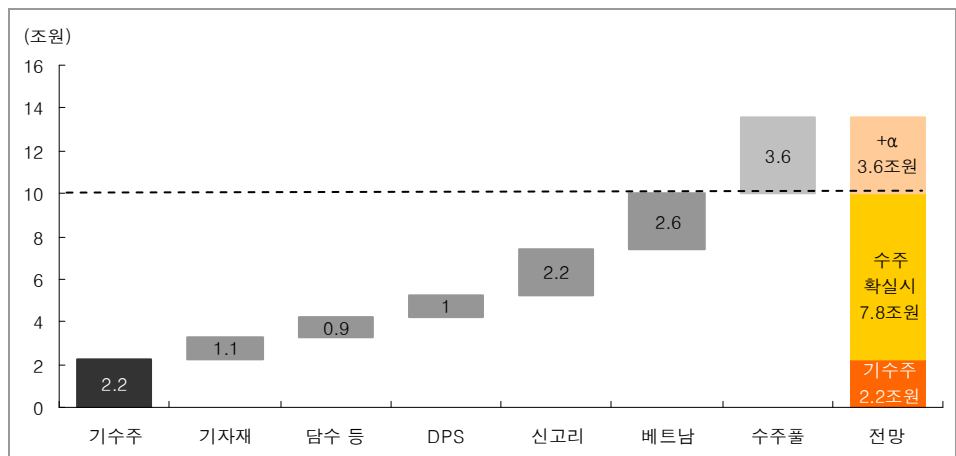
HRSG 양수 후 두산건설
재무구조는 안정화되는 단계

유상증자, 사업부 양수, 자산 매각 등 다각적인 유동성 확보 계획이 진행되면서 두산건설의 재무 리스크가 완화되는 모습이다. 2012년 말 두산건설의 순차입금 및 부채비율은 1.9조원, 576.1%에 달했으나, 2Q13 말에는 1.6조원, 218.9%로 낮아진 상태다. HRSG 양수 이후, 기자재 부문의 수익성 개선에 따른 추가적인 재무구조 개선도 기대된다. 한편, 일산 체니스의 입주율이 40% 수준으로 상승한 것으로 파악되어 연말 목표인 70%까지 순항 중인 점도 긍정적이다.

투자의견 BUY, 목표주가 62,500원으로 상향

2014년 수주 불확실성 감소, 자회사 리스크 축소를 반영하여 투자의견 BUY, 목표주가 62,500원으로 상향한다. 투자 포인트는 ① 하반기 신규 수주를 통한 연간 수주 목표 달성, ② 선별적 수주 정책으로 발전 부문의 높은 수익성 확인, ③ 다각적인 유동성 확보 계획에 따른 자회사 재무 리스크 감소, ④ 안saldo 에네르기아 인수로 가스 터빈 원천기술 확보, ⑤ 핀란드, 사우디아라비아 등에서의 신규 원전사업 기회 가시화 등이다.

그림 2 두산중공업 2013년 수주: 하반기 수주로 연간 목표 달성 가능할 전망



자료: 두산중공업, KB투자증권

표 1. 두산중공업의 기업가치 추정

(단위: 억원)	부문별 가치	주요내용
(A) 플랜트사업부문 기업가치	31,390	
2013~2014E 평균 EBITDA	8,329	적용실적 2013~2014년 유지
EV/EBITDA 적용배수 (X)	8.4	계열사 현황개선 반영
건설기본배수 (X)	8.0	대형플랜트업체 적용멀티플
할인을 (%)	-5	2014년 수주액의 예측신뢰성 상승, 계열사 리스크 축소
적용멀티플 상향폭 (%)	10.5	
영업가치	69,964	
(B) 타법인출자지분가치	22,569	장부가치 75% 반영
(C) 자사주지분가치	5,901	두산중공업 주가 회복 반영
(D) 비영업용부동산가치	2,648	장부가치 25% 할인률 적용
(E) 2013~2014E 평균 순차입금	31,390	2013~2014년 평균 연결순차입금
(F) 주주가치 (A+B+C+D-E)	69,691	
발행주식수 (백만)	106	
주당NAV (원)	65,649	
수정 후 목표주가 (원)	62,500	시장컨센서스 목표주가 54,750원
목표주가 상향폭 (%)	9.7	시장컨센서스대비 14.2% 상회 수준
현재주가 (09/27, 원)	47,150	
수정 후 상승여력 (%)	32.6	
건설기업가치 주당NAV (원)	36,336	점유비중 53.1%
유가증권가치 주당NAV (원)	26,818	점유비중 42.9%
비영업용부동산가치 주당NAV (원)	2,494	점유비중 4.0%
긍정적 목표주가 (원, 8.4X 적용), 주주가치 69,691억원	65,600	
중립적 목표주가 (원, 8.0X 적용), 주주가치 66,360억원	62,500	
보수적 목표주가 (원, 7.6X 적용), 주주가치 63,028억원	59,400	

자료: KB투자증권 추정
주: 컨센서스는 2013년 9월 27일 기준

표 2. 두산중공업 목표주가 컨센서스

구분	목표주가 (원)
KB 목표주가	62,500
Consensus	54,750
최고	57,000
중간	55,000
최저	52,000

자료: FnGuide, KB투자증권 정리
주: 컨센서스는 2013년 9월 27일 기준

Corporate Day Q&A 요약

Q1: 3분기 및 2013년 연간 실적 가이드는?

3분기 영업실적은 통상적인 계절적 영향으로 연간 실적 중 부진한 경향이 있음. 그러나 3Q13 영업실적은 시장컨센서스에 부합하거나, 소폭 상회하는 실적을 예상하고 있음. 시장컨센서스도 추세적으로 2분기보다 3분기 개선되고, 3분기보다 4분기 개선되는 것으로 추정되고 있음

2013년 연간 가이드는 HRSG사업부문을 제외한 관리연결기준 수주액 10조 500억원, 매출액 9조 3,300억원임. 영업이익에 대한 회사측의 공식적인 가이드는 없으나, 시장에서는 영업이익률 6.3%를 가정했을 때, 5,880억원대로 생각하고 있는 것으로 보임

Q2: 2013년 수주액 전망은?

2분기까지 수주액은 2조 2,128억원 (+45.0% YoY)임. 두산중공업은 전통적으로 상반기보다 하반기 수주성고가 높았음. 글로벌 발주스케줄이 하반기에 집중된 것이 원인으로 분석됨. 연간 가이드는 (HRSG사업부문을 제외한 관리연결기준) 수주액 10조 500억원을 하회하나, 하반기 성과가 높아보여 달성 가능성은 아직까지 유효하다는 판단임

하반기 수주계획은 발전기자재 1.1조원, 담수/주단 0.9조원, DPS/SKODA 1조원, 신고리 5, 6호기 2.2조원, 베트남 EPC사업 2건 2.6조원 이상이 수주가 확실한 안건이며, 총 금액은 7.8조원 이상임. 상반기 수주액 2.2조원을 포함할 경우 10조원임. 만약 확실한 안건이 지연될 경우 기자재 0.6조원 및 서비스 2조원을 포함한 기존 수주풀 3.2조원을 보유하고 있어 목표수주액 10조원 달성은 문제가 없다는 입장임

Q3: 2014년 발전프로젝트 발주 전망은?

6차 전력수급계획에 따라 민간 석탄화력발전소의 발주가 증가할 것으로 예상되며 (1GW와트 8기에 대한 국내발주 예상. 완공시점이 2017년말이므로 빠르면 2014년 상반기 중에 발주 예상), 두산중공업도 민간 석탄화력발전소에 대한 일부 수주 가능성이 있는 상황

원전시장에 대해서는 2014년 신울진 3, 4호기에 대한 발주가 예상되며, 후속호기는 정부의 전력수급계획에 따라 2016년부터 순차적으로 건설될 것으로 추산됨. 한편 APR1400 시리즈 해외 원전에 대한 가능성도 열어두고 있음. 사우디는 2032년까지 17.6GW 건설을 목표로 인프라를 구축중이며, 빠르면 2014년 첫 원전 발주가 기대됨. 지난 6월 신규원전 건설협의를 위한 양국 간 장관급회의를 개최한 바 있음. AP1000 시리즈 해외원전은 핀란드, 체코, 베트남 등지에서 발주될 프로젝트에 대해 다각적으로 대처 중임

담수시장에 대해서는 중동지역의 물 부족 해결을 위해 대규모 투자가 계획 중으로 2014년 대형 담수 프로젝트의 발주가 기대됨. 두산중공업의 기술경쟁력과 중동시장에서 확보한 입지를 고려할 때 수주성고가 확대될 것으로 예상하고 있음. 담수부문 중동시장규모가 2013년대비 2014년 2.4배 증가할 것으로 기대됨에 따라 수주확대가 가능할 수 있음 (2013E 166MIGD, 2014E 404MIGD)

Q4: 이머징시장 리스크와 이에 따른 수주영향은?

2013년 수주가이던스 10조 500억원에는 인도사업이 미포함되었음. 회사에서 수주 가이드언스를 제시할 때 수주 가시성에 따라 공개여부를 결정함. 현재 인도에는 두산중공업의 생산기지가 있고, 여전히 발전관련 발주 가능성은 열려있으나, 최근 인도 경제상황을 고려해 보수적으로 접근했기 때문임

Q5: PF지급보증액에 대한 리스크는?

두산중공업의 PF지급보증액은 ABCP 1조 5,880억원이며, 용인 행정타운은 3,000억원 규모로 2013년 11월 완공예정임. 두산중공업은 PF사업 진행을 통해 지급보증액 규모를 축소하고 있으며, 추가적인 PF를 확대하지 않을 계획임. 비즈니스모델 가운데 주택사업 비중을 축소해 나가는 것이 중장기 계획임

Q6: 자회사 경영실적 동향은?

두산건설은 지난 4월 17일 유상증자 및 사업양수도 완료로 재무구조가 개선됨. 부채비율은 1분기 576%에서 2분기 219%로 개선되었으며, 순차입금도 1.9조원에서 1.6조원으로 18% 감소함. 특히 HRSG 등 기자재 사업의 수주 증가 등으로 영업이익이 개선되는 등 긍정적인 선순환이 진행중임. 인프라코어도 건설기계의 북미시장 수주 증가로 1분기부터 실적회복 중

손익계산서

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	8,496	9,627	9,364	9,975	10,526
증감률 (YoY %)	(58.4)	13.3	(2.7)	6.5	5.5
매출원가	7,250	8,241	8,030	8,575	9,062
판매 및 일반관리비	719	791	749	778	800
기타	0	0	(12)	(11)	(10)
조정영업이익	526	595	597	633	674
증감률 (YoY %)	(61.1)	13.1	0.4	6.0	6.5
EBITDA	705	802	811	855	904
증감률 (YoY %)	(67.6)	13.7	1.1	5.4	5.8
이자수익	26	34	35	37	38
이자비용	190	218	210	208	205
지분법손익	505	(301)	130	192	195
기타	(7)	(123)	(248)	(244)	(239)
세전계속사업손익	860	(12)	304	410	463
증감률 (YoY %)	102.9	적전	흑전	34.8	12.9
법인세비용	119	(27)	85	115	130
당기순이익	262	15	219	295	333
증감률 (YoY %)	76.0	(94.4)	1,386.0	34.8	12.9
순손익의 귀속					
지배주주	275	38	200	269	304
비지배주주	(13)	(23)	19	26	30
이익률 (%)					
조정영업이익률	6.2	6.2	6.4	6.3	6.4
EBITDA마진	8.3	8.3	8.7	8.6	8.6
세전이익률	10.1	(0.1)	3.2	4.1	4.4
순이익률	3.1	0.2	2.3	3.0	3.2

현금흐름표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	14	368	473	513	571
당기순이익	262	15	219	295	333
자산상각비	179	207	214	222	230
기타비현금성손익	351	710	(97)	(157)	(159)
운전자본증감	(563)	(255)	136	153	166
매출채권감소 (증가)	(394)	(262)	(20)	(19)	(17)
재고자산감소 (증가)	44	(106)	(35)	(53)	(55)
매입채무증가 (감소)	241	95	75	129	148
기타	(454)	19	116	96	90
투자현금	(1,240)	(380)	(437)	(395)	(411)
단기투자자산감소 (증가)	46	66	(18)	(18)	(19)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(9)	48	45
설비투자	(261)	(200)	(195)	(207)	(219)
유무형자산감소 (증가)	(78)	(131)	(195)	(195)	(195)
재무현금	512	371	(84)	(98)	(101)
차입금증가 (감소)	628	437	(18)	(19)	(22)
자본증가 (감소)	(67)	(67)	(67)	(79)	(79)
배당금지급	67	67	67	79	79
현금 증감	(734)	351	(49)	20	59
총현금흐름 (Gross CF)	792	932	336	360	404
(-) 운전자본증가 (감소)	(267)	295	(136)	(153)	(166)
(-) 설비투자	261	200	195	207	219
(+) 자산매각	(78)	(131)	(195)	(195)	(195)
Free Cash Flow	721	306	83	110	157
(-) 기타투자	0	0	9	(48)	(45)
잉여현금	721	306	74	158	202

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	13,589	13,524	13,770	14,134	14,553
자산총계	13,589	13,524	13,770	14,134	14,553
유동자산	5,264	5,719	5,629	5,647	5,710
현금성자산	1,121	1,569	1,538	1,577	1,655
매출채권	2,837	2,865	2,885	2,904	2,921
재고자산	457	556	591	644	699
기타	849	727	615	522	435
비유동자산	8,326	7,806	8,141	8,487	8,844
투자자산	4,478	3,921	4,080	4,246	4,418
유형자산	2,690	2,674	2,706	2,748	2,799
무형자산	1,158	1,211	1,355	1,493	1,627
부채총계	8,792	9,015	9,109	9,257	9,422
유동부채	6,076	5,284	5,350	5,475	5,617
매입채무	3,150	3,109	3,184	3,313	3,461
유동성이자부채	2,345	1,842	1,830	1,822	1,813
기타	581	333	336	340	343
비유동부채	2,716	3,730	3,758	3,782	3,805
비유동이자부채	1,797	2,882	2,876	2,865	2,852
기타	919	849	882	917	953
자본총계	4,797	4,510	4,662	4,877	5,131
자본금	529	529	529	529	529
자본잉여금	884	875	875	875	875
이익잉여금	3,553	3,514	3,666	3,882	4,136
자본조정	(196)	(413)	(413)	(413)	(413)
지배주주지분	4,771	4,506	4,658	4,874	5,128
순차입금	3,021	3,154	3,168	3,110	3,010
이자지급성부채	4,142	4,724	4,706	4,687	4,665

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	25.1	125.8	25.0	18.6	16.4
PBR	1.9	1.5	1.5	1.5	1.4
PSR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.1	9.9	10.1	9.5	8.9
배당수익률	1.2	1.7	1.6	1.6	1.6
EPS	2,596	359	1,885	2,540	2,869
BPS	34,133	31,128	31,204	31,933	33,073
SPS	80,271	90,953	88,464	94,227	99,436
DPS	750	750	750	750	750
수익성지표 (%)					
ROA	1.2	0.1	1.6	2.1	2.3
ROE	6.3	0.3	4.8	6.2	6.7
ROIC	5.0	10.6	10.1	10.6	11.3
안정성지표 (% , X)					
부채비율	183.3	199.9	195.4	189.8	183.6
순차입비율	63.0	69.9	68.0	63.8	58.7
유동비율	86.6	108.2	105.2	103.1	101.6
이자보상배율	3.2	3.2	3.4	3.7	4.0
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	2.0	3.4	3.3	3.4	3.6
재고자산회전율	6.8	19.0	16.3	16.2	15.7
자산/자본구조 (%)					
투하자본	41.0	43.7	43.2	42.4	41.4
차입금	46.3	51.2	50.2	49.0	47.6

주: EPS는 완전회석 EPS

Ⅲ. 두산인프라코어 (042670 / Not Rated / N/A)

선진국 경기 회복에 따른 건설기계 부문 하반기 판매량 증가 기대

북미 주택시장 회복,
유럽 경제지표 개선으로
건설장비 수요 확대 전망

건설기계 부문의 지역별 매출액은 북미/오세아니아 31.6%, 유럽/중동/아프리카 16.7%, 중국 19.2%, 아시아/이머징 국가 25.5%로 북미와 유럽 등 선진국의 비중이 높다. 현재 진행되고 있는 북미 주택시장 회복과 유럽 경제지표 개선을 고려한다면, 건설장비 수요 확대에 따른 건설기계 부문의 판매량 증대 가능성은 높다.

우려가 높던 중국 굴삭기 시장은 회복세

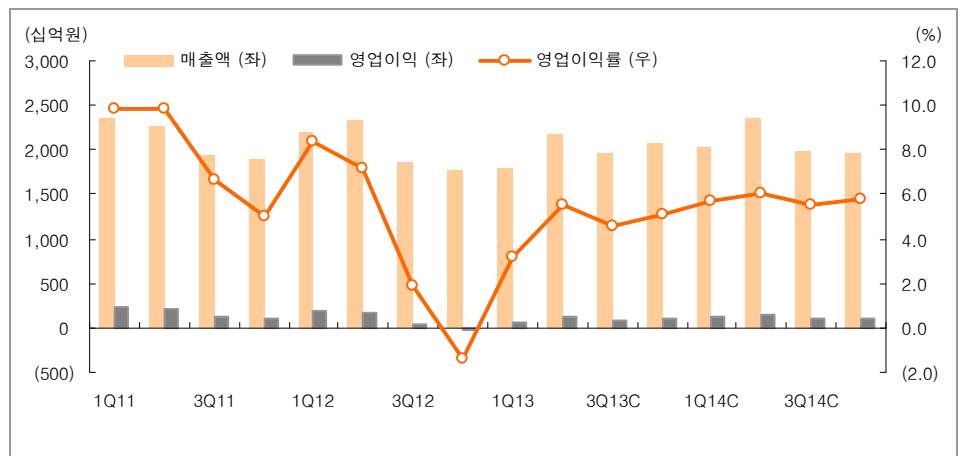
중국 굴삭기 시장은 회복세
중국 구조조정 효과 하반기
가시화 전망

상반기 중국 굴삭기 시장의 10.0% YoY 감소로 시장의 우려가 높았지만, 4월부터 5개월 연속 증가세를 시현하며, 하반기 시장 회복에 대한 기대감은 큰 상황이다. 추가적으로 중국 사업부 구조조정 (대리상 통/폐합, 설비/인력 재배치, 소주공장 생산능력 조절) 효과가 하반기부터 가시화 될 가능성이 높다.

공작기계 부문 수주 증가, 엔진 부문의 턴어라운드

공작기계 부문의 수주는 하반기에도 양호한 글로벌 자동차 생산, 북미 주택시장 주택 시장 개선에 힘입어 증가 추세가 지속될 개연성이 높다. 수익성 측면에서는 엔저효과로 일본업체들과의 경쟁이 불가피하나, 구매단가 하락이 엔저로 인한 프로모션 비용을 상쇄할 것으로 보인다. 엔진 부문은 대형 발전기 엔진 매출액 증대로 2Q13 턴어라운드 하였으며, 하반기 수요 증대 가능성도 높다. 신규 G2소형 엔진 양산이 오는 10월부터 출시된다는 점도 기대된다.

그림 3. 두산인프라코어 실적 추이 (컨센서스 기준) 점진적으로 개선되는 모습



자료: 두산인프라코어, FnGuide, KB투자증권
주: 컨센서스는 9월 27일 기준

Corporate Day Q&A 요약

Q1: 하반기 실적 예상은?

2011~2012년의 영업이익기여도는 중국이 대부분이었지만, 과거와 달리 DII 및 공작기계 사업부 기여도가 높아지며, 하반기에도 견조한 실적을 유지할 것. 중국시장은 계절성 요인이 뚜렷한 반면, 밥캣과 공작기계는 계절성 사업부문이 아니므로 전년동기대비 개선된 실적 예상

Q2: DII(구 밥캣)의 사업 현황은?

DII의 사업부별 매출액 비중이 2010년 상반기 29%에서 2013년 상반기 45%로 급속 성장. 중국에 대한 지역별 의존도를 낮추고, 이머징 마켓의 지역다변화와 엔진사업과 공작기계의 성장으로 인한 제품군 다각화로 2013년 하반기 안정적인 매출액과 사업구조를 이어갈 것

오는 10월 밥캣에 탑재하는 신제품 엔진 출시되는데 성공적으로 납품 된다면, 밥캣에 납품하는 엔진 매출액 이외에, 간접광고 효과로 다른 활로 개척기대

Q3: DII(구 밥캣)의 계절적 요인 여부는?

밥캣의 계절적 요인이 적은 이유는 브랜드파워와 인지도가 굉장히 높을 뿐만 아니라 건설, 농업, 임업, 에너지 여러 산업에서 광범위하게 매출액이 발생하기 때문임

Q4: 공작기계의 수주 증가의 지속여부?

북미지역 공작기계 매출액 비중은 2011년 11%에서 2012년 상반기 엔고로 인해 27%로 급증했음. 그러나 최근 엔저로 인해 공작기계 매출액은 감소했으나, 2013년 2분기부터는 원가절감효과로 수혜. 3월부터 수주 회복했으며, 미국 수주 회복으로 꾸준한 실적 기대

Q5: 미국과 중국 시장은 어떻게 다른지?

북미지역은 성숙시장으로 당해의 생산물량은 당해에 모두 소진해야 함. 중국시장은 2009년부터 시작된 과잉공급으로 인해 현재 재고가 많아 수요가 정체된 상황이나, 성장시장으로서 내년부터는 시장수요가 다시 회복할 것으로 예상. 따라서 중국시장은 북미지역에 비해 유동적임

Q6: 엔저효과로 인한 수혜는 지속되나?

1분기에는 원자재 장기공급계약기간이 남아있어 엔저로 인한 수혜를 받지 못함. 그러나 2분기부터 일본 원자재 가격 하락이 계약에 반영되며, 원가절감 효과가 모두 반영되어 엔저로 인한 프로모션 비용을 모두 상쇄함. 따라서 엔저에 따른 영향은 거의 없음

Q7: 유럽 시장이 축소되었음에도 DII 영업이익률은 전년동기대비 비슷한 수준인 이유는?

2013년 2분기 DII 영업이익률은 전년동기대비 비슷한 수준인 7.5%. 2012년 2분기 영업이익률 7.6%는 당시 유럽이 흑자였지만, 올해 2분기는 유럽이 소폭 적자임에도 불구하고, 영업이익률을 7.5% 달성한 것은 미국의 빠른 성장속도와 안정적인 수익성을 증명한 것

Q8: 중국 시장 둔화에 따른 구조조정 여부?

소주공장의 주요 생산라인을 폐쇄하여 capa는 25,000대에서 20,000대 이하로 하락하였음

중국법인인력 감축과 주재원 인력 재배치 등 인력구조조정을 통해 원가절감 예상. 구조조정 효과는 3분기부터 나타날 것으로 판단되며 이로 인해 하반기 적자폭 개선될 것

Q9: 경쟁업체 상황은?

캐터필러, 히다치는 2012년부터 공격적인 영업과 무리한 프로모션 진행으로 재무구조가 악화됨. 특히 싸니는 중국시장 2012년 상반기 점유율 16%대에서 11%로 급감하며, 매출채권에 대한 부담감으로 금융지원이 불가피해짐. 따라서 현재 진행중인 프로모션과 파이낸싱을 중단한 상황

Q10: 엔진부문 현황은?

엔진부문은 2013년 적자 예상했으나, 2013년 2분기 대형 발전기부문에서 매출액 증가로 흑자전환. 2014년부터 정상적인 실적으로 회복, 2015년부터는 G2엔진 밥켓 탑재율 80%로 안정적인 수익 창출 기대

Q11: 중국의 굴삭기시장 누적판매 순위는 중요한가?

중국시장에서는 월별로 각종 프로모션이 진행되고, 상위 업체간의 격차가 크지 않기 때문에 연간 누적 판매량으로 M/S 및 경쟁력 수준을 판단할 수 있음

두산인프라코어의 중국의 굴삭기시장 누적판매 5위 기록. 그러나 3~5위의 순위 차이는 20대 이하로 3~5위 업체 모두 중국시장 점유율은 8%로 차이가 미미한 수준임

손익계산서	[십억원]				
	2008	2009	2010	2011	2012
매출액	7,904	5,538	7,954	8,463	8,158
증감률 (YoY %)	n/a	(29.9)	43.6	6.4	(3.6)
매출원가	6,255	4,539	5,958	6,616	6,478
판매 및 일반관리비	1,523	1,395	1,542	1,168	1,318
기타	0	(0)	0	0	0
영업이익	126	(395)	455	680	362
증감률 (YoY %)	n/a	적전	흑전	49.5	(46.7)
EBITDA	523	133	949	901	609
증감률 (YoY %)	n/a	(74.6)	614.7	(5.0)	(32.4)
이자수익	116	66	34	26	21
이자비용	408	388	267	346	382
지분법손익	(5)	90	(16)	3	(18)
기타	(171)	(194)	(191)	(77)	(4)
세전계속사업손익	(342)	(821)	15	285	(20)
증감률 (YoY %)	n/a	적지	흑전	1,854.7	적전
법인세비용	44	(59)	108	78	(424)
당기순이익	(386)	(647)	(93)	311	404
증감률 (YoY %)	n/a	적지	적지	흑전	30.0
순손익의 귀속					
지배주주	(123)	(313)	32	298	350
비지배주주	(263)	(334)	(125)	13	54
이익률 (%)					
영업이익률	1.6	(7.1)	5.7	8.0	4.4
EBITDA마진	6.6	2.4	11.9	10.7	7.5
세전이익률	(4.3)	(14.8)	0.2	3.4	(0.2)
순이익률	(4.9)	(11.7)	(1.2)	3.7	5.0

현금흐름표	[십억원]				
	2008	2009	2010	2011	2012
영업현금	(208)	(412)	923	117	(433)
당기순이익	(386)	(647)	(93)	311	404
자산상각비	397	528	494	222	247
기타비현금성손익	361	(18)	452	425	(12)
운전자본증감	(580)	(275)	70	(431)	(183)
매출채권감소 (증가)	(212)	79	(146)	(49)	203
재고자산감소 (증가)	(186)	533	(265)	(464)	120
매입채무증가 (감소)	64	119	600	(100)	(311)
기타	(247)	(1,006)	(119)	183	(194)
투자현금	(248)	59	(183)	(290)	(545)
단기투자자산감소 (증가)	(63)	(13)	(15)	(85)	(66)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	0	0	0
설비투자	306	341	322	426	460
유무형자산감소 (증가)	10	42	(15)	(4)	(4)
재무현금	566	411	(658)	329	811
차입금증가 (감소)	565	244	(662)	18	279
자본증가 (감소)	(55)	166	0	0	531
배당금지급	55	23	0	0	0
현금 증감	292	82	77	147	(162)
총현금흐름 (Gross CF)	372	(137)	853	958	639
(-) 운전자본증가 (감소)	860	(669)	5	36	653
(-) 설비투자	(306)	(341)	(322)	(426)	(460)
(+) 자산매각	10	42	(15)	(4)	(4)
Free Cash Flow	(172)	915	1,154	1,344	442
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	(172)	915	1,154	1,344	442

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표	[십억원]				
	2008	2009	2010	2011	2012
자산총계	12,551	10,738	10,377	11,704	11,553
유동자산	4,409	3,329	3,687	4,233	3,862
현금성자산	1,263	858	706	829	784
매출채권	1,343	1,176	1,471	1,490	1,276
재고자산	1,701	1,152	1,417	1,782	1,662
기타	102	142	92	132	139
비유동자산	8,142	7,409	6,690	7,471	7,691
투자자산	477	546	303	526	913
유형자산	2,080	1,815	1,831	1,907	2,024
무형자산	5,584	5,048	4,556	5,038	4,755
부채총계	9,430	8,195	7,973	9,418	8,556
유동부채	3,579	3,232	3,146	4,473	3,539
매입채무	993	992	1,482	1,385	909
유동성이자부채	2,013	1,673	1,082	2,021	2,066
기타	573	567	582	1,067	564
비유동부채	5,851	4,963	4,827	4,945	5,017
비유동이자부채	4,859	4,067	3,974	4,047	4,094
기타	992	896	853	899	923
자본총계	3,121	2,543	2,403	2,285	2,997
자본금	841	842	842	843	843
자본잉여금	1	2	5	8	523
이익잉여금	326	(16)	16	942	1,288
자본조정	375	451	443	52	(208)
지배주주지분	1,543	1,279	1,306	1,845	2,447
순차입금	5,609	4,881	4,350	5,239	5,376
이자지급성부채	6,872	5,740	5,056	6,068	6,160

주요투자지표	2008	2009	2010	2011	2012
Multiples (X, %, 원)					
PER	n/a	n/a	148.1	10.1	8.2
PBR	1.6	2.2	3.3	1.6	1.2
PSR	0.3	0.5	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	15.4	57.5	9.6	9.2	13.5
배당수익률	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	(732)	(1,863)	189	1,770	2,075
BPS	9,189	7,611	8,614	10,946	14,506
SPS	46,994	32,915	47,240	50,218	48,385
DPS	150	0	0	0	0
수익성지표 (%)					
ROA	(4.7)	(5.6)	(0.9)	2.8	3.5
ROE	(29.0)	(45.9)	(7.2)	19.7	18.8
ROIC	1.8	(3.6)	(41.6)	7.0	3.4
안정성지표 (% , X)					
부채비율	302.1	322.2	331.8	412.2	285.5
순차입비율	179.7	191.9	181.0	229.3	179.4
유동비율	123.2	103.0	117.2	94.6	109.1
이자보상배율	0.4	(1.2)	2.0	2.1	1.0
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	0.5	0.8	0.8	0.7
매출채권회전율	7.0	4.4	6.0	5.7	5.9
재고자산회전율	6.3	3.9	6.2	5.3	4.7
자산/자본구조 (%)					
투하자본	83.0	83.9	86.8	84.5	82.9
차입금	68.8	69.3	67.8	72.6	67.3

주: EPS는 완전회석 EPS

IV. 두산건설 [011160 / Not Rated / N/A]

HRSG 사업 양수로 탄탄한 제조업 비즈니스 모델 확보

기자재 부문의 높은 수익성으로 실적 안정성 확보

2분기 실적 턴어라운드는 메카텍과 HRSG 등 기자재 부문이 견인했다. 하반기에도 일산 제니스 완공에 따라 매출총이익률이 높은 기자재 부문의 매출액 비중이 높아지면서, 수익성 개선이 지속될 것으로 보인다. 메카텍은 중동 화공플랜트 경쟁 심화에 따른 수익성 축소를 만회하기 위해 해양플랜트 분야로 진출하고 있으며, HRSG는 높은 글로벌 시장 점유율 (14.7%로 2위)을 바탕으로 가스복합화력발전의 수요 증가에 대응할 것으로 기대되어 향후 성장성은 높다.

일산제니스는 입주율 70%를 목표로 순항 중

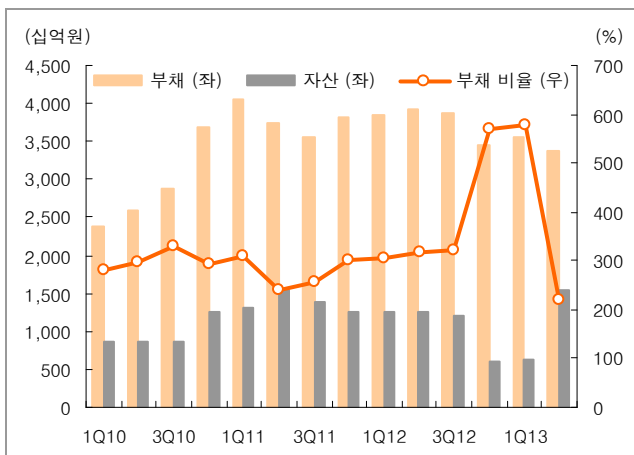
일산제니스의 분양률은 90%로, 현재 40%까지 입주 완료된 상태다. 상가 분양에서 중요한 키 테넌트 (key tenant)로 이케아가 확정되면서 상가 입주는 활성화되고 있고, 연말 목표인 70% 입주율을 향해 순항 중이다. 정부의 전월세대책과 두산건설의 프로모션 (중도금 이자 지원, 바이백 조건, 관리비 지원 등)의 긍정적인 영향도 기대된다. 이미 완공된 프로젝트이고, 대손설정을 충분히 한 상태이기 때문에 추가적인 손실 발생 가능성은 낮다.

하반기 수주 확인이 필요한 시점이나, 방향성은 긍정적

상반기 수주 달성률은 25.2% 하반기 기자재 부문 수주 기대

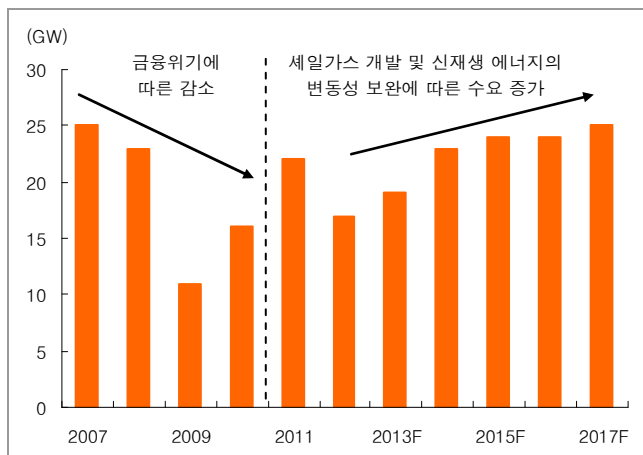
2013년 별도기준 실적 가이드는 수주액 1.5조원, 매출액 2.2조원, 영업이익 1,000억원이다. 상반기 실적 달성률은 수주액 25.2%, 매출액 53.9%, 영업이익 49.9%로 하반기 신규 수주만 증가하면 가이드는 충족 가능하다. 하반기 수주는 건설사업 대비 잔고회전율이 짧고 수요 증대를 기대할 수 있는 기자재 부문에서의 성장이 기대된다. HRSG는 2013년 수주 4,000억원을 전망하고 있으며 (상반기 1,234억원), 메카텍도 미국 진출에 성공하는 등 하반기 수주 기대가 높다.

그림 4 두산건설 부채비율 유동성 확보 이후 재무구조 개선



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 5 글로벌 HRSG 시장 규모: 가스복합화력 수요 증가에 의한 성장



자료: 두산건설 IR 자료, KB투자증권

Corporate Day Q&A 요약

Q1: 실적 가이드런스는?

2013년 연말까지의 가이드런스는 매출액 2.2조원, 영업이익 1,000억원 내외 전망 (HRSG는 1,800억원, 메카텍 6,000억원, 건설/토목 1.4조). 수주액은 1.5조원 전망 (기자재 수주 1조원 전망)

현재 기자재가 매출에서 기여하는 비중이 약 26%인데, 연말에는 33%, 2014년에는 40%이상 기여할 것으로 기대. 중장기적으로는 매출의 절반을 구성할 것으로 전망

Q2: 2013년 3분기 흑자 전환 가능한가?

2013년 2분기는 HRSG와 인프라로 인해 실적 호전되었으나, 2013년 3분기는 기자재 업체들의 가동률 감소로 실적이 부진할 전망. 2013년 4분기 상승전환할 것으로 기대

Q3: 두산건설의 사업부문은?

두산건설 사업부문은 건설과 엔지니어링 부문으로 나눌 수 있음. 건설은 건축과 토목 사업으로 구성되어 있으며, 엔지니어링은 메카텍과 HRSG 사업으로 이루어져 있음

Q4: 메카텍이란?

메카텍은 화공 기자재 설비업체로 1964년 대한화학기계공업사로 설립. 1998년 두산그룹의 사업부로 편입되었다가 2010년 두산건설과 합병. 글로벌 EPC사들의 우수 협력사로 인정받는 기업

과거 중동시장이 가장 큰 지역적 비중을 차지하고 있었으나, 미국이 주요시장으로 부상함에 따라 미국시장으로의 진출 시도 중. 현재 사빈 패스 (Sabine Pass) 프로젝트에 1, 2호기를 납품했으며, 2014년 3호기 또한 수주가 가능할 것으로 기대

Q5: 메카텍 사업 부문 실적은?

2010년 사업양수 전 영업이익은 1,000억원을 상회했으나, 최근 영업이익은 적자수준으로 감소. 이는 GS건설과 삼성엔지니어링 등 국내 EPC사의 중동시장에서 경쟁심화로 인한 저마진 프로젝트의 영향. 수주는 꾸준히 달성 중이나, 매출액 6,000억원을 최고점으로 정체를 보이고 있어 향후 성장을 위해 해양플랜트 기자재 (Offshore Structure & Subsea) 사업으로 사업범위 확대 중

최근 삼성중공업 등으로부터 해양플랜트 상부에 들어가는 파이프라인과 모듈을 공급하는 500억원 상당의 프로젝트를 수주 받음. 해양플랜트 시장은 향후 연 20% 이상 성장 기대. Target 시장은 20~30조원 규모임

Q6: 하반기 메카텍 마진율 전망은?

4% 수준 예상. 정상적인 마진율인 5% 달성은 2014년 하반기부터 전망

Q7: 대형 건설사들의 실적부진에 의한 영향과 현재 상황은?

업황이 악화되면 소형 경쟁사들이 도산하거나, 대기업으로 편입됨. 이로 인해 경쟁 구도 재편되며, 실적 턴어라운드 기대. 향후 5~6% 내외의 영업이익률 전망

Q8: HRSG란?

HRSG란 배열회수보일러를 제작 및 설치하는 사업으로 2013년 4월 두산중공업으로부터 양수 받음. 현재 글로벌 시장 점유율 15%로 세계 1~2위 수준

현재 전세계에 top tier 공급사 5개사만이 원천기술을 보유하고 있는데, 이 중 하나가 두산건설. 원천기술 직접 보유로 로열티관련 비용 절감. 낮은 원가로 가격경쟁력 보유

2013년 수주는 4,000억원 전망. 향후 5년 내에 글로벌 M/S 20%, 총 매출액 1조원 달성 목표. 2013년 하반기는 2012년 저가수주 반영으로 인해 8% 내외로 영업이익률 하락이 전망되나, 2014년 영업이익률을 회복 기대

Q9: 현재 손익 현황?

2분기 영업이익은 전년동기대비 60% 증가함. 이는 2013년 4월 이후 반분기 가량의 HRSG 실적이 반영된 것이 큰 요인. 2분기 흑자전환을 할 수 있었으나, 기타손익에서 일회성 비용 발생. 광고복합단지 사업이 무산 위기에 처하며, 전액 손상차손금 설정. 따라서 일회성 손실이 147억원 발생하며, 당기순이익은 소폭 적자 기록

Q10: 기자재 부문 원가율이 전년동기대비 감소한 원인은?

기자재 부문 원가율은 분기별로 변동성이 큰편. 2012년 2분기 메카텍 원가율이 높았던 것은 국내 EPC사들이 경쟁심화로 인해 저마진수주 프로젝트에 대해 발주한 기자재분 반영이 원인. 2013년 2분기에는 이익률이 높은 HRSG 합류로 원가율 개선. 2013년 하반기에는 소폭 상승할 것으로 전망하며, 향후 80% 중반 수준을 유지할 전망

Q11: 일산 제니스의 현황은?

분양 90% 완료. 4월 30일 입주 시작해서 현재까지 40% 입주. 연말까지 목표 입주율은 70%. Ikea 등 key tenant 입주로 상가입주는 더욱 활성화 됨. 이미 준공전부터 충분한 대손충당금을 설정했으므로 동 프로젝트에서 추가 손실 발생 가능성은 낮으며, 매매가 상승 시 충당금 환입 가능

Q12: 부동산 매매에 대한 실수요가 있다고 생각하나?

실수요란 단어에 대한 정의는 조금씩 다른 것 같으나, 현재 전세대란 현상이 집에 대한 수요를 보여준다고 생각함. 전세란 곧 주거 공간을 필요로 하는 수요를 뜻하는 것. 그럼에도 불구하고, 주택 매매가 없는 것은 부동산 가격 추가 하락에 대한 우려가 원인이었으나, 전세난 등 실수요를 바탕으로 최근 이러한 심리적 우려는 점차 개선 중인 것으로 판단됨

Q13: 신분당선 매각설에 대한 입장은?

신분당선은 마지막 MRG가 적용되는 프로젝트로 현재 매각계획 없음

Q14: 시중금리 상승 시 이자비용 감소폭 축소 가능성은?

현재 발행된 회사채 금리는 7.8%로 높은 편. 높은 금리의 원인은 현재 두산건설의 BBB+ 신용등급 때문인데, 낮은 신용등급은 회사 자체의 문제가 아닌 건설업종이 리스크 때문. 시장이 호전되면 신용도가 상승할 것으로 전망. 따라서 금리 또한 정상수준으로 회귀할 것으로 기대

Q15: 현재 PF 잔고 4,500억원에 대한 부실우려는?

현재 4개 (각 1,000억원 수준)의 미착공 공사가 있는데, 이는 주로 수도권 지역으로 분양시장 호전 시점에 순차적으로 사업화하여 리스크를 해소해 나갈 계획임. 규모가 상대적으로 작으므로 충분히 관리할 수 있을 것으로 전망

손익계산서	(십억원)				
	2008	2009	2010	2011	2012
매출액	2,086	2,456	2,467	2,783	2,377
증감률 (YoY %)	9.3	17.7	0.4	12.8	(14.6)
매출원가	1,804	2,156	2,118	2,508	2,112
판매 및 일반관리비	157	174	261	584	714
기타	0	0	0	(49)	(0)
영업이익	125	126	89	(260)	(449)
증감률 (YoY %)	(14.1)	1.0	(29.8)	적전	적지
EBITDA	137	139	104	(235)	(426)
증감률 (YoY %)	(11.8)	1.6	(25.2)	적전	적지
이자수익	12	13	22	55	52
이자비용	46	80	115	167	212
지분법손익	0	0	(1)	(6)	(52)
기타	(23)	8	20	9	(275)
세전계속사업손익	68	68	16	(357)	(833)
증감률 (YoY %)	(26.9)	(1.2)	(75.8)	적전	적지
법인세비용	26	16	11	(63)	(179)
당기순이익	42	51	6	(294)	(654)
증감률 (YoY %)	(42.6)	22.3	(88.9)	적전	적지
순손익의 귀속					
지배주주	42	51	6	(294)	(654)
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	6.0	5.1	3.6	(9.3)	(18.9)
EBITDA마진	6.5	5.6	4.2	(8.4)	(17.9)
세전이익률	3.3	2.8	0.7	(12.8)	(35.0)
순이익률	2.0	2.1	0.2	(10.6)	(27.5)

현금흐름표	(십억원)				
	2008	2009	2010	2011	2012
영업현금	32	76	(588)	(128)	31
당기순이익	42	51	6	(294)	(654)
자산상각비	11	12	15	26	23
기타비현금성손익	61	55	129	425	810
운전자본증감	(83)	(43)	(738)	(127)	46
매출채권감소 (증가)	(120)	(433)	(501)	(447)	310
재고자산감소 (증가)	(8)	20	3	23	29
매입채무증가 (감소)	124	256	(221)	14	(42)
기타	(79)	114	(18)	283	(251)
투자현금	(52)	(170)	(299)	(34)	(191)
단기투자자산감소 (증가)	(11)	(175)	(307)	(68)	(159)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	0	0	0
설비투자	10	5	12	18	27
유무형자산감소 (증가)	(2)	7	(12)	51	2
재무현금	139	109	888	56	(208)
차입금증가 (감소)	236	196	672	(272)	(150)
자본증가 (감소)	(25)	(10)	(10)	284	0
배당금지급	26	11	10	11	0
현금 증감	119	16	348	(106)	(369)
총현금흐름 (Gross CF)	115	119	150	157	179
(-) 운전자본증가 (감소)	(19)	23	422	106	(594)
(-) 설비투자	(10)	(5)	(12)	(18)	(27)
(+) 자산매각	(2)	7	(12)	51	2
Free Cash Flow	143	108	(273)	120	802
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	(24)	143	108	(273)	802

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표	(십억원)				
	2008	2009	2010	2011	2012
자산총계	2,602	3,168	5,118	5,088	4,066
유동자산	1,591	2,173	3,560	3,593	2,428
현금성자산	365	586	1,264	1,324	957
매출채권	944	1,339	1,914	1,872	1,105
재고자산	61	41	91	67	38
기타	221	206	291	329	328
비유동자산	1,011	995	1,558	1,495	1,638
투자자산	377	374	508	597	738
유형자산	662	649	1,057	872	879
무형자산	(29)	(28)	(8)	26	21
부채총계	1,751	2,295	3,861	3,822	3,458
유동부채	1,289	1,604	2,895	2,581	2,795
매입채무	646	917	823	1,040	973
유동성이자부채	393	370	1,374	1,193	1,611
기타	250	317	698	348	212
비유동부채	462	691	966	1,241	663
비유동이자부채	266	486	705	814	264
기타	196	205	261	427	399
자본총계	851	873	1,256	1,266	608
자본금	412	366	577	877	877
자본잉여금	19	22	0	145	145
이익잉여금	178	204	199	213	(442)
자본조정	242	281	479	30	27
지배주주지분	851	873	1,256	1,266	608
순차입금	294	270	815	683	918
이자지급성부채	659	856	2,079	2,007	1,875

주요투자지표	2008	2009	2010	2011	2012
Multiples (X, %, 원)					
PER	10.1	11.1	85.9	n/a	n/a
PBR	0.5	0.6	0.6	0.4	0.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.3	5.8	15.1	n/a	n/a
배당수익률	4.9	2.0	1.5	n/a	n/a
EPS	511	673	77	(1,946)	(3,635)
BPS	10,677	12,634	11,139	7,150	3,259
SPS	25,351	32,163	33,120	18,409	13,210
DPS	250	150	100	0	0
수익성지표 (%)					
ROA	1.8	1.8	0.1	(5.8)	(14.3)
ROE	5.9	6.0	0.5	(23.3)	(69.8)
ROIC	10.6	10.6	2.4	(11.6)	(24.2)
안정성지표 (% , X)					
부채비율	205.9	262.9	307.4	301.9	568.9
순차입비율	34.6	30.9	64.9	53.9	151.0
유동비율	123.4	135.5	123.0	139.2	86.9
이자보상배율	3.7	1.9	1.0	(2.3)	(2.8)
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
매출채권회전율	2.3	2.2	1.5	1.5	1.6
재고자산회전율	36.4	48.0	37.5	35.3	45.3
자산/자본구조 (%)					
투하자본	55.4	48.2	48.9	44.6	40.7
차입금	43.7	49.5	62.3	61.3	75.5

주: EPS는 완전회석 EPS

V. 두산엔진 (082740 / Not Rated / N/A)

상선 시황 개선에 따른 하반기 수주 기대감

전방산업인 환경개선으로 하반기 수주 회복 기대

상반기 상선 수주 회복에도 불구하고, 두산엔진의 상반기 신규수주는 1,339억원 (-22.2% YoY)으로 부진했다. 그러나 선박 발주-엔진 발주 간의 시차를 고려하면, 하반기에는 신규수주액 회복이 진행될 개연성이 보인다. 두산엔진은 3분기 신규수주액 2,000억원, 4분기 4,000억원, 2014년 1.2조원 수준으로 예상하고 있다. 신조선가 지수의 상승 (연초 126p에서 8월 129p)에 따른 조선사의 추가적인 상선 수주, 엔진 단가 회복 가능성도 긍정적이다.

안정적인 사업 포트폴리오 구축 및 비즈니스모델 다각화 노력

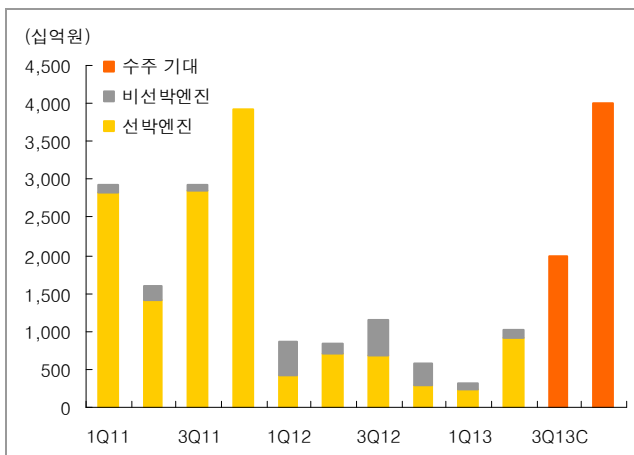
두산엔진은 경기순환에 따른 실적 변동성에 대응하고자 디젤발전사업, 친환경/고효율 선박기자재 사업, 비조선부품사업을 추진 중이다. 디젤발전은 에너지 수요 증대에 대응한 전략으로 주요 시장인 신흥국 경기 회복시 본격적인 수주 확대가 기대된다. 선박기자재는 국제 해상기구의 환경규제에 따라 오염저감장치 장착으로 엔진의 추가적인 수익성 향상이 기대된다. 2017년 매출액 중 디젤발전 15%, 선박기자재 7%, 비조선 부품사업 25%를 계획하고 있다.

과거 저가수주 영향에서 벗어나는 2014년 하반기 실적 턴어라운드 기대

2H14 실적 턴어라운드 전망

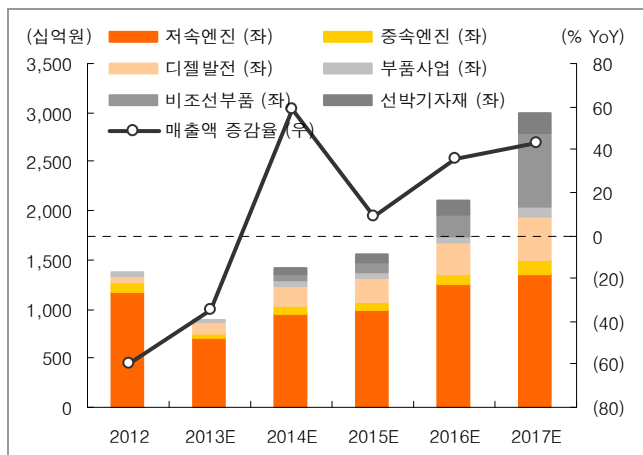
2013년 연간 가이던스는 연결기준 수주액 9,000억원, 매출액 9,000억원, 영업이익 162억원 (영업이익률 1.8%)이다. 상반기 달성률은 수주액 15.5%, 매출액 47.4%, 영업이익 49.4%이다. 2013년 시장 컨센서스는 매출액 8,598억원, 영업이익 106억원 (영업이익률 1.2%)으로 2010~2012년 저가수주분 매출액 인식 영향에 따른 실적 하향조정이 진행 중이다. 실질적인 영업실적 개선은 저가수주가 소진되는 2014년 하반기부터 기대된다.

그림 6. 수주 추이: 상선 시황 개선으로 선박용 엔진 수주 증가 기대



자료: 두산엔진, KB투자증권

그림 7. 중장기 매출액 목표: 디젤발전, 선박기자재, 비조선부품 성장 계획



자료: 두산엔진, KB투자증권

Corporate Day Q&A 요약

Q1: 수주인식의 기준은 어떻게 되는지?

수주인식은 선수금 입금율 기준으로 하고 있으며, 현재 계약은 하였으나, 선수금이 입금되지 않아 수주로 인식하지 않은 물량이 2,000억원 정도 있음

Q2: 수주액 추이 및 향후 수주액 전망은?

2013년 1분기 327억원, 2분기 1,012억원 수주하였고, 3분기 2,000억원, 4분기 4,000억원 전망함. 2014년은 연간 1.2~1.5조원 수준의 수주를 달성할 것으로 전망하고 있음. 현재 수주잔고액은 2.2조원

Q3: 수주 상황에서 2014년을 좋게 보는 이유는?

현재 하반기 수주 전망이 6,000억원인데, 현재와 같은 업황만 유지해준다면 하더라도 2014년 연간 수주는 1.2조원을 상회할 것으로 예상됨

또한 현재 상선 부문의 수익성이 떨어지기 때문에 삼성중공업에서는 상선 수주를 하지 않고 있음. 향후 상선 가격이 올라감에 따라 삼성중공업도 가세하게 될 것으로 예상되며, 이 경우 두산엔진 입장에서는 수주 pool이 더 좋아질 것이기 때문

Q4: 하반기 수주는 전부 엔진수주인지?

엔진수주가 하반기 수주의 대부분을 차지하고 있음. 디젤발전 부문은 생각보다 성장 속도가 느리게 나타나고 있는데, 그 원인으로는 1) 영업력이 강화되는 속도가 느리고, 2) 신흥국 경기 침체로 프로젝트 입찰 연기 등이 있음

Q5: 수주액 증가에 따른 매출액 추이와 현금흐름 사이의 관계는?

수주시점에서 10%, 중간에 40%, 마지막 인도시점에서 50%를 받기 때문에 일반적으로 매출액 증가 추이보다 현금흐름이 개선이 선행하는 경향이 있음

Q6: 저감장치 수주 추이는?

현재는 개발 후 Promotion하고 있는 단계. 실질적인 수주는 2014년부터 발생될 것으로 예상됨

Q7: LNG선의 수주잔고액은 없는지?

현재 LNG선의 수주잔고액은 없는 상황. 최근의 LNG선은 중속 Dual 엔진을 사용하는데, 해당 제품은 바젤라 (Wartsila)사와 현대중공업의 합작 회사인 바젤라-현대에서 독점적으로 납품하고 있음

Q8: 두산엔진의 장기적인 수익성 개선 전략은?

독자엔진을 개발하는 방법도 있겠지만, 독자엔진 개발은 쉽지 않을 것으로 보임. 따라서 NOx 저감장치 개발 등 로열티 절감으로 수익성을 개선해 나가는 전략을 가지고 있음

Q9: 저감장치를 장착한 엔진의 수익성은 어느 정도 인지?

현재는 초기 단계이므로 수익성 확보가 쉽지 않으나, 양산을 시작하게 되면 선박엔진에 비해 높은 수익성을 가질 것

선박엔진은 로열티가 7% 수준인데, 저감장치는 당사 자체개발 제품으로 로열티가 나가지 않기 때문에 저감장치를 장착한 엔진은 선박엔진에 비해 4~5% 정도 수익성이 높을 것으로 예상

Q10: 두산엔진에 비해 현대중공업의 수익성이 좋은 이유는?

두산엔진에 비해 현대중공업의 수익성이 좋은 이유는 매출원가의 차이에 기인한다고 볼 수 있음. 현대중공업은 크랭크샤프트 (Crankshaft), 커넥팅 로드 (Connecting Rod) 등 주요 기자재를 자체제작하나, 두산엔진은 외부조달하고 있어 원가 차이가 발생함

Q11: 앞으로의 엔진 가격 전망은?

엔진가격은 올해 4분기부터 상승할 것으로 전망됨. 엔진가격은 현대중공업에 의해 큰 영향을 받는데, 이는 현대중공업의 Capa가 글로벌 Capa의 30% 차지하기 때문임. 현대중공업 엔진사업 부문의 수주액 추이는 현재 4개월 연속 증가세를 보이고 있으며, 4분기 이후에는 현대중공업이 물량확보 보다는 가격 인상 쪽으로 전략을 수정할 것으로 보임. 따라서 4분기 이후 엔진가격이 오를 것으로 전망

Q12: 두산엔진의 재무상태는?

순차입금 1,000억원으로 조선업체 중 재무구조가 좋은 편에 속함. 하반기에도 순차입금 규모는 늘어나지 않고, 오히려 수주 증가에 따라 순차입금이 줄어들 가능성이 있는 것으로 보임

Q13: STX엔진의 경영상황이 악화됨에 따른 영향은?

중국은 STX 대련엔진이 100만~150만마력 정도의 Capa를 가지고 있어 이에 따른 반사이익이 있을 것으로 예상됨. 국내의 경우는 큰 영향이 없을 것으로 보임

Q14: 발전용 디젤엔진 현황은?

발전용 디젤엔진은 후진국 시장이 Target Market이며, 수주실적도 성장세를 보일 것으로 예상하고 있음. 최근 신흥국 경제 위기로 예상보다 수주가 저조한 상황이지만, 향후 성장할 것으로 예상

Q15: 매출원가는 어떻게 구성되어 있는지?

매출원가에서 재료비가 80% 정도를 차지하고 있음. 이 외에 로열티 7%, 간접비용 6%, 인건비 4%, 감가상각비 3% 등으로 구성되어 있음

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,007	1,379	856	937	1,023
증감률 (YoY %)	16.0	(31.3)	(37.9)	9.5	9.1
매출원가	1,641	1,224	792	900	941
판매 및 일반관리비	67	85	59	62	64
기타	0	0	0	0	0
조정영업이익	299	70	5	(24)	18
증감률 (YoY %)	30.0	(76.7)	(92.8)	적전	흑전
EBITDA	326	97	33	3	45
증감률 (YoY %)	22.9	(70.2)	(66.5)	(90.2)	1,303.4
이자수익	20	13	7	8	8
이자비용	15	10	3	0	0
지분법손익	12	136	1	11	16
기타	(20)	(1)	(15)	(19)	(17)
세전계속사업손익	297	208	(5)	(25)	25
증감률 (YoY %)	25.3	(29.9)	적전	적지	흑전
법인세비용	72	18	(1)	(6)	6
당기순이익	225	190	(4)	(19)	19
증감률 (YoY %)	35.9	(15.3)	적전	적지	흑전
순손익의 귀속					
지배주주	225	190	(4)	(19)	19
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
조정영업이익률	14.9	5.1	0.6	(2.6)	1.8
EBITDA마진	16.3	7.0	3.8	0.3	4.4
세전이익률	14.8	15.1	(0.6)	(2.7)	2.5
순이익률	11.2	13.8	(0.4)	(2.0)	1.8

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	148	(186)	31	1	33
당기순이익	225	190	(4)	(19)	19
자산상각비	27	27	28	27	27
기타비현금성손익	93	(115)	(13)	(8)	(13)
운전자본증감	(199)	(280)	28	(0)	0
매출채권감소 (증가)	7	62	(5)	(3)	(6)
재고자산감소 (증가)	22	47	8	(5)	(5)
매입채무증가 (감소)	(3)	(77)	19	5	9
기타	(225)	(313)	7	3	2
투자현금	(37)	(48)	17	(31)	(27)
단기투자자산감소 (증가)	3	(22)	35	(7)	(7)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(7)	(9)	(4)
설비투자	(17)	(13)	(7)	(9)	(10)
유무형자산감소 (증가)	(10)	(6)	(3)	(3)	(3)
재무현금	(128)	4	152	3	7
차입금증가 (감소)	(128)	4	152	3	7
자본증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(18)	(231)	200	(27)	12
총현금흐름 (Gross CF)	344	103	11	1	33
(-) 운전자본증가 (감소)	235	280	(1)	0	(0)
(-) 설비투자	17	13	7	9	10
(+) 자산매각	(10)	(6)	(3)	(3)	(3)
Free Cash Flow	83	(196)	2	(11)	20
(-) 기타투자	0	0	7	9	4
잉여현금	83	(196)	(5)	(20)	16

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	2,050	1,786	1,948	1,945	1,987
유동자산	994	641	798	788	820
현금성자산	548	325	468	449	468
매출채권	148	85	91	94	100
재고자산	247	205	210	215	220
기타	50	27	29	30	32
비유동자산	1,056	1,145	1,150	1,157	1,167
투자자산	471	533	555	578	601
유형자산	570	593	575	559	545
무형자산	15	19	20	20	20
부채총계	1,476	1,038	1,193	1,208	1,231
유동부채	1,217	718	717	725	739
매입채무	302	197	207	212	221
유동성이자부채	216	125	110	109	110
기타	699	396	400	404	408
비유동부채	259	321	476	483	492
비유동이자부채	167	245	397	401	407
기타	93	76	79	82	85
자본총계	574	748	756	737	756
자본금	70	70	70	70	70
자본잉여금	367	367	367	367	367
이익잉여금	140	333	330	312	331
자본조정	(3)	(22)	(12)	(12)	(12)
지배주주지분	574	748	756	737	756
순차입금	(166)	45	39	62	49
이자지급성부채	382	370	507	510	517

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	3.6	3.1	n/a	n/a	36.3
PBR	1.5	0.8	0.9	1.0	0.9
PSR	0.4	0.4	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.0	6.6	22.2	234.4	16.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	3,234	2,739	(54)	(270)	271
BPS	8,041	10,489	10,586	10,314	10,584
SPS	28,884	19,839	12,321	13,488	14,714
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
수익성지표 (%)					
ROA	11.3	9.9	(0.2)	(1.0)	1.0
ROE	49.2	28.8	(0.5)	(2.5)	2.5
ROIC	n/a	31.0	1.1	(5.6)	4.6
안정성지표 (% , X)					
부채비율	257.3	138.9	157.8	163.9	162.9
순차입비율	n/a	6.1	5.1	8.4	6.5
유동비율	81.7	89.3	111.3	108.6	111.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	3.2	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	11.0	11.9	9.7	10.1	10.5
재고자산회전율	14.0	6.1	4.1	4.4	4.7
자산/자본구조 (%)					
투하자본	7.1	28.1	23.6	22.7	21.2
차입금	40.0	33.1	40.2	40.9	40.6

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 10월 01일 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 2013년 10월 01일 현재 두산과 자사주신탁계약이 체결 (2013년 5월 2일~ 2014년 4월 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 투자 의견

기업명	발표일자	투자조건	목표주가	비고	두산 주가 및 KB투자증권 목표주가
두산	2011/11/08	BUY	210,000		(원)
	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		
	2013/07/29	BUY	210,000		
	2013/08/05	BUY	210,000		
	2013/09/30	BUY	210,000		
	2013/10/01	BUY	210,000		

기업명	발표일자	투자조건	목표주가	비고	두산중공업 주가 및 KB투자증권 목표주가
두산중공업	2012/08/03	BUY	88,500		(원)
	2012/09/28	BUY	88,500		
	2012/10/19	BUY	85,200		
	2012/10/24	BUY	85,200		
	2012/11/21	HOLD	60,000		
	2013/01/02	HOLD	60,000		
	2013/01/09	HOLD	60,000		
	2013/01/16	HOLD	60,000		
	2013/02/05	HOLD	60,000		
	2013/02/22	HOLD	60,000		
	2013/03/14	HOLD	60,000		
	2013/03/29	HOLD	60,000		
	2013/04/02	HOLD	60,000		
	2013/04/08	HOLD	57,000		
	2013/05/02	HOLD	57,000		
	2013/05/27	HOLD	57,000		
	2013/06/21	HOLD	57,000		
	2013/07/04	HOLD	57,000		
	2013/07/25	HOLD	57,000		
	2013/10/01	BUY	62,500		

투자등급 및 적용기준

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

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

국민의 내일에 투자합니다

 KB 투자증권

 본사 및 지점망

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아펠리스 2층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼 1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084
평촌지점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145