한화투자증권

두산중공업 (034020)

2014. 04. 17 | 기업분석

Analyst 정동익
newday@hanwha.com

RA 이한별
onestar@hanwha.com

Buy(maintain)

목 표 주 가: 48,000원 (상향)
주가(4/16): 37,000원

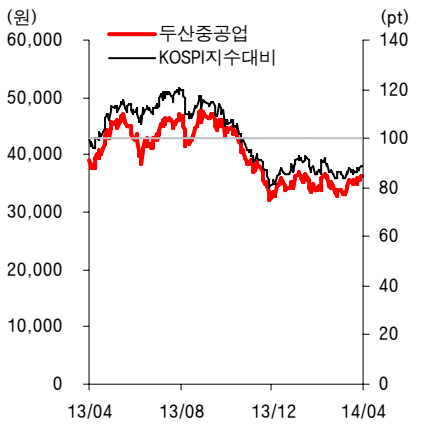
Stock Data

KOSPI(4/16)		1,992.21pt
시가총액		39,279억원
발행주식수		106,158천주
52주 최고가 / 최저가		47,900 / 32,000원
90일 일평균거래대금		158.86억원
외국인 지분율		9.8%
배당수익률(13.123)		2.0%
BPS(13.123)		44,524원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	5.4%
	3개월	1.4%
	6개월	-13.8%

주주구성

(주)두산외 17인	41.4%
국민연금공단	5.1%

Stock Price



국내 원전을 시작으로 수주모멘텀 재점화

1분기 실적은 컨센서스 부합할 전망

동사의 1분기 실적은 매출액 4조 5,966억원(yoy +1.5%), 영업이익 2,055억원(yoy -0.1%, 영업이익률 4.5%) 수준이 될 것으로 전망된다. 매출과 영업이익 모두 컨센서스와 유사한 수준이어서 무난한 어닝시즌이 기대된다. 2012~13년 수주부진과 HRSG사업부 양도 등에 따른 영향 등이 이미 컨센서스에 충분히 반영되어 있는 것으로 판단된다. 본사의 경우 마진이 상대적으로 좋은 기자재 부문의 매출비중이 높은 수준으로 유지되고 있으며, 주요 자회사들도 영업이익단에서는 컨센서스와 큰 차이가 나지 않을 것으로 예상된다.

신고리 5, 6호기 원전 주기기는 다음달 중 계약될 전망

정권 교체에 따른 원전정책의 변화와 원전 납품비리 등으로 발주가 미루어져 오던 신고리 5, 6호기 원자력발전소가 지난주 설계용역 발주를 시작으로 본격화될 전망이다. 설계용역이 이미 발주된 만큼 동사가 제작하는 원전주기기 발주도 다음달 중에는 이루어질 것으로 전망된다. 동사의 수주규모는 약 2.3조원 수준으로 예상되는데 이는 작년 수주금액의 약 40%에 이르는 규모이다. 규모도 크지만 장기 지연되던 국내원전건설이 정상화되었다는 점에서 센티멘트 개선효과도 클 것으로 기대된다.

목표주가 48,000원으로 상향, 투자의견 Buy 유지

동사에 대한 6개월 목표주가를 기존 44,000원에서 48,000원으로 9.1% 상향조정한다. 신규제시하는 목표주가가 현재가 대비 29.7%의 상승여력을 보유하여 투자의견은 기존의 Buy를 유지한다. 후쿠시마 원전사고 이후 원전과 관련한 센티멘트 악화와 수주부진, 계열사 이슈 등이 겹치면서 올해 예상실적 기준으로 PBR이 0.8배 수준까지 하락했다. 그러나 양호한 1분기 실적과 2분기 이후의 수주모멘텀, 지난해 4분기 이후의 주가조정으로 충분히 낮아진 Valuation 등을 감안하면 지금이 매수적기라는 것이 당사의 판단이다.

Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	8,496	21,274	19,208	19,558	20,922
영업이익(십억원)	526	586	958	1,045	1,367
세전계속사업손익(십억원)	860	-505	70	283	599
순이익(십억원)	275	43	69	215	454
EPS(원)	2,596	402	653	2,349	4,965
증감률(%)	-78.1	-84.5	62.5	259.6	111.3
PER(배)	25.1	112.4	56.6	15.7	7.5
PBR(배)	1.4	1.3	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	14.0	13.3	8.9	8.0	6.6
영업이익률(%)	6.2	2.8	5.0	5.3	6.5
EBITDA 마진(%)	8.3	5.1	7.8	8.4	9.4
ROE(%)	5.7	1.0	1.6	4.4	8.7
순부채비율(%)	61.8	161.6	118.1	114.2	103.6

주: K-IFRS 연결기준, 단 2011년 이전은 연결범위가 달라 비교의 의미가 없음

1분기 실적은 컨센서스 부합할 전망

동사의 올해 1분기 실적(K-IFRS연결)은 매출액 4조 5,966억원(yoy +1.5%), 영업이익 2,055억원(yoy -0.1%, 영업이익률 4.5%) 수준이 될 것으로 전망된다. 매출과 영업이익 모두 컨센서스와 유사한 수준이어서 무난한 어닝시즌이 기대된다. 2012~2013년 신규수주부진과 HRSG사업부 양도 등에 따른 영향 등이 이미 컨센서스에 충분히 반영되어 있는 것으로 판단된다. 본사의 경우 마진이 상대적으로 좋은 기자재 부문의 매출비중이 높은 수준으로 유지되고 있으며, 주요 연결대상 자회사들도 영업이익단에서는 컨센서스와 큰 차이가 나지 않을 것으로 예상된다.

주요 연결대상 자회사 중 동사 실적에서 가장 큰 비중을 차지하는 두산인프라코어는 올해 1분기에 매출액 1조 9,147억원(yoy +7.0%), 영업이익 919억원(yoy +60.6%, 영업이익률 4.8%), 세전손실 177억원(yoy 적자축소), 당기순손실 241억원(yoy 적자축소)을 기록할 것으로 전망된다. 영업이익 기준으로 보면 컨센서스에 다소 못 미치지만 1분기 중 기대이상의 중국 굴삭기 판매량과 분기말에 발생한 원/달러 환율 상승, 엔저에 따른 공기부문의 원가개선 등 1분기 실적에 기존대비 몇 가지 긍정적인 변화가 있었다.

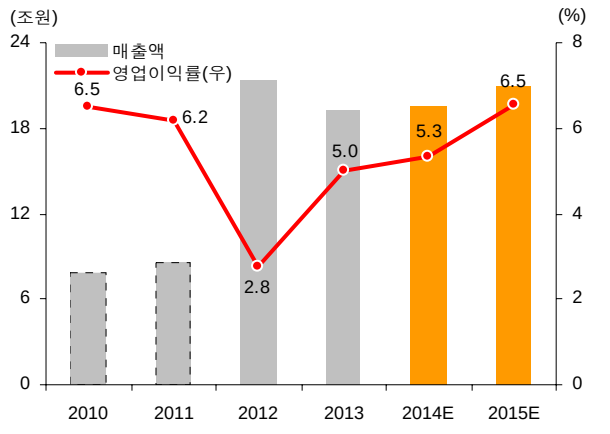
그러나 영업외수지는 이번 분기에도 약 2,000억원의 마이너스를 기록할 것으로 예상되어 세전이익은 전분기와 비슷한 100억원 대에 그칠 전망이다. 1,556억원에 이르는 이자비용(Net) 외에도 외환 및 파생상품 관련 손실과 지분법손실도 약 400억원이 발생한 것으로 추정된다.

[표1] 두산중공업 분기별 실적추이와 전망 (단위: 억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E		증감		차이
					당사추정	컨센서스	YoY	QoQ	컨센서스
매출액	45,293	51,712	45,515	49,562	**45,966**	45,133	1.5	-7.3	1.8
영업이익	2,057	3,142	2,211	2,171	**2,055**	2,044	-0.1	-5.3	0.6
세전이익	58	444	83	116	**134**	341	132.8	15.6	-60.6
순이익	548	250	-83	-23	**102**	362	-81.4	흑전	-71.9
영업이익률	4.5	6.1	4.9	4.4	**4.5**	4.5			
세전이익률	0.1	0.9	0.2	0.2	**0.3**	0.8			
순이익률	1.2	0.5	-0.2	0.0	**0.2**	0.8			

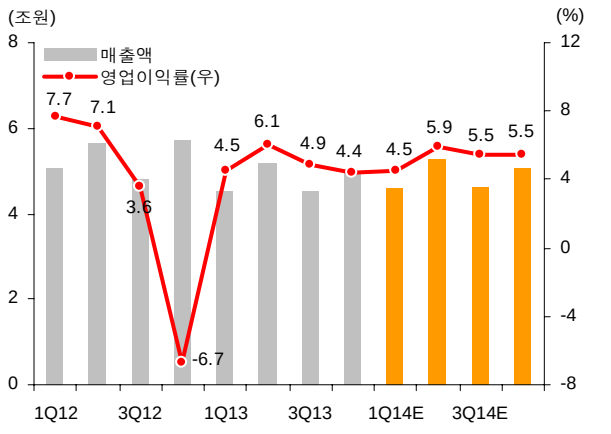
주: K-IFRS연결, 순이익은 지배주주 귀속분
자료: 두산중공업, FnGuide Consensus, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 두산중공업 연도별 매출액과 영업이익



주: K-IFRS 연결기준, 단 2011년 이전은 연결범위가 달라 비교의 의미가 없음
자료: 두산중공업, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 두산중공업 분기별 매출액과 영업이익



자료: 두산중공업, 한화투자증권 리서치센터 추정

2분기 이후 수주모멘텀에 주목

지난 2년에 걸쳐 동사의 신규수주는 6조원을 하회했다. 통상 신규수주가 3년 정도에 걸쳐 매출에 반영되고, 2차 년도의 매출반영 비중이 가장 높다는 점을 감안하면 올해도 작년에 이어 2년 연속 매출감소(본사 기준)가 불가피해 보인다. 그러나 올해는 수주의 정상화를 기대할 수 있을 것으로 기대된다. 우선 작년에 계약되지 못하고 이월된 약 4조원(신고리 5,6호기 원전주기기와 베트남 응이손2)의 계약이 상반기 중 예상되어 이를 포함한 올해 연간수주는 12~14조원에 이를 전망이며, 국내원전 발주는 물론 핀란드 원전과 사우디 원전 등의 진전이 확인되면서 원전관련 센티멘트도 정상화될 것으로 기대된다.

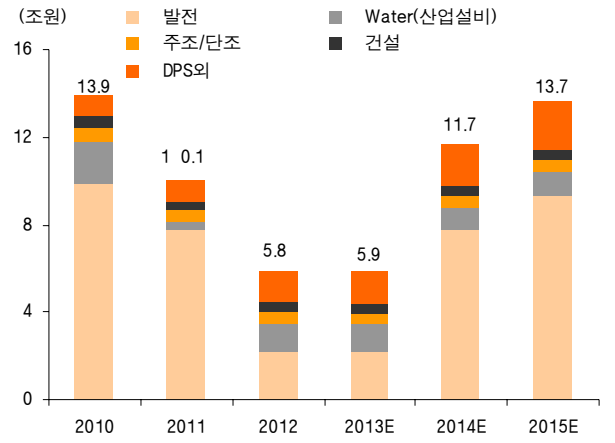
신고리 5, 6호기 원전 주기기는 다음달 중 계약될 전망

정권 교체에 따른 원전정책의 변화와 원전 납품비리 등으로 발주가 미루어져 오던 신고리 5, 6호기 원자력발전소가 지난주 설계용역 발주를 시작으로 본격화될 전망이다. 지난주 금요일(11일) 한국전력기술은 한국수력원자력으로부터 신고리 원자력발전소 5, 6호기에 대한 종합설계를 4,315억원에 수주했다고 공시했다. 이번 수주로 한국전력기술은 개념 및 기본, 상세 설계, 사업관리 및 기술지원업무, 한수원 직원 교육 등 엔지니어링분야와 실질적인 PMC 업무를 담당하게 된다. 설계용역이 이미 발주된 만큼 동사가 제작하는 원전주기기(원자로, 증기발생기, 스팀터빈, 발전기 등) 발주도 다음달 중에는 이루어질 것으로 전망된다. 동사의 수주규모는 약 2.3조원 수준으로 예상되는데 이는 작년 수주금액의 약 40%에 이르는 규모이다. 규모도 크지만 장기 지연되던 국내원전건설이 정상화되었다는 점에서 센티멘트 개선효과도 클 것으로 기대된다.

목표주가 48,000원으로 상향, 투자의견 Buy 유지

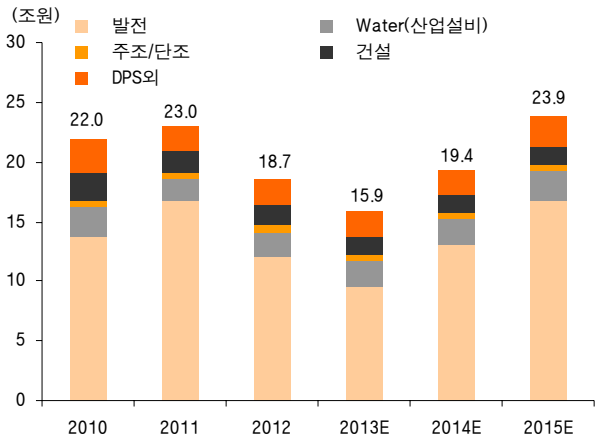
동사에 대한 6개월 목표주가를 기존 44,000원에서 48,000원으로 9.1% 상향조정한다. 당사가 새로 제시하는 목표주가는 12M Fwd. BPS(48,231원)에 Target PBR 1.0배를 적용한 것으로 목표주가의 상향은 12M Fwd. 기간의 변화에 따른 것이다. 신규제시하는 목표주가가 현재가 대비 29.7%의 상승여력을 보유하여 투자의견은 기존의 Buy를 유지한다. 후쿠시마 원전사고 이후 원전과 관련한 센티멘트 악화와 수주부진, 계열사 이슈 등이 겹치면서 올해 예상실적 기준으로 PBR이 0.8배 수준까지 하락했다. 그러나 양호한 1분기 실적과 2분기 이후의 수주모멘텀, 지난해 4분기 이후의 주가조정으로 충분히 낮아진 Valuation 등을 감안하면 지금이 매수적기라는 것이 당사의 판단이다.

[그림3]두산중공업 연도별 신규수주 추이와 전망



자료: 두산중공업, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림4]두산중공업 연도별 수주잔고 추이와 전망



자료: 두산중공업, 한화투자증권 리서치센터 추정

Financial Sheets

손익계산서

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	**8,496**	**21,274**	**19,208**	**19,558**	**20,922**
매출원가	7,250	17,788	16,022	16,258	17,148
매출총이익	**1,245**	**3,486**	**3,187**	**3,300**	**3,774**
판매비 및 관리비	719	2,900	2,229	2,255	2,407
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	**526**	**586**	**958**	**1,045**	**1,367**
EBITDA	705	1,090	1,494	1,646	1,958
영업외 손익	**334**	**-1,091**	**-888**	**-762**	**-768**
이자수익	26	120	75	81	82
이자비용	190	821	711	704	718
외화관련손익	-5	109	23	0	0
지분법손익	505	-81	-48	-30	-12
세전계속사업손익	**860**	**-505**	**70**	**283**	**599**
계속사업법인세비용	119	-603	51	69	145
중단사업손익	-479	0	0	0	0
당기순이익	262	97	19	215	454
지배주주지분	275	**43**	**69**	**215**	**454**
포괄손익	291	-180	619	215	454
매출총이익률(%)	14.7	16.4	16.6	16.9	18.0
EBITDA마진율(%)	8.3	5.1	7.8	8.4	9.4
영업이익률(%)	6.2	2.8	5.0	5.3	6.5
당기순이익률(지배주주)(%)	3.2	0.2	0.4	1.1	2.2
ROA(%)	1.8	0.2	0.2	0.8	1.6
ROE(%)	5.7	1.0	1.6	4.4	8.7
ROIC(%)	10.4	4.5	1.6	4.7	6.1

대차대조표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	**5,264**	**12,628**	**11,174**	**11,724**	**12,147**
현금 및 현금성자산	783	1,827	943	1,220	1,230
단기금융상품	85	1,345	1,407	1,500	1,500
매출채권	1,229	3,364	3,172	3,318	3,549
재고자산	457	2,457	2,206	2,212	2,366
비유동자산	8,326	15,287	16,551	16,519	16,496
투자자산	4,478	2,257	2,395	2,423	2,452
유형자산	2,690	6,156	7,232	7,086	6,948
무형자산	1,158	6,874	6,925	7,010	7,096
자산총계	13,589	27,914	27,725	28,243	28,643
유동부채	6,076	12,318	10,572	11,008	10,836
매입채무	668	2,224	2,285	2,267	2,425
단기차입금	2,345	5,699	4,517	5,000	4,700
비유동성부채	2,716	9,609	9,241	9,107	9,148
장기금융부채	1,487	7,145	7,175	7,000	7,000
부채총계	**8,792**	**21,928**	**19,814**	**20,115**	**19,984**
자본금	529	529	531	531	531
자본잉여금	884	1,388	1,522	1,522	1,522
자본조정	-196	-406	311	311	311
기타포괄손익누계액	2	-275	325	325	325
이익잉여금	3,553	2,307	2,363	2,579	3,110
지배회사지분	**4,771**	**3,819**	**4,727**	**4,943**	**5,474**
소수주주지분	26	2,168	3,185	3,185	3,185
자본총계	4,797	5,986	7,912	8,128	8,659
순차입금	**2,963**	**9,672**	**9,342**	**9,280**	**8,970**

주요지표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	25.1	112.4	56.6	15.7	7.5
PBR(배)	1.4	1.3	0.8	0.8	0.7
PSR(배)	0.8	0.2	0.2	0.2	0.2
배당수익률(%)	1.2	1.7	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	14.0	13.3	8.9	8.0	6.6
성장성(%,YOY)					
매출액	7.1	150.4	-9.7	1.8	7.0
영업이익	2.0	11.4	63.5	9.1	30.8
세전계속사업손익	314.5	적전	흑전	304.4	111.3
지배주주지분 당기순이익	-78.0	-84.5	62.6	210.4	111.3
포괄손익	336.7	적전	흑전	-65.3	111.3
EPS	-78.1	-84.5	62.5	259.6	111.3
안정성(%)					
유동비율	86.6	102.5	105.7	106.5	112.1
부채비율	183.3	366.3	250.4	247.5	230.8
이자보상배율	3.2	0.8	1.5	1.7	2.1
순차입금/자기자본	61.8	161.6	118.1	114.2	103.6
주당지표(원)					
EPS	2,596	402	653	2,349	4,965
BPS	45,072	36,075	44,524	46,565	51,561
EBITDA/Share	6,666	10,296	14,106	15,501	18,448
CFPS	7,486	18,265	16,955	8,993	11,721
DPS	750	750	750	750	750

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	**14**	**-327**	**150**	**727**	**959**
당기순이익	262	97	19	215	454
비현금수익비용가감	531	1,836	1,778	740	790
유형자산감가상각비	143	362	383	446	437
무형자산상각비	37	142	153	154	154
기타현금수익비용	-498	13	17	139	198
영업활동 자산부채변동	**-563**	**-859**	**-924**	**-228**	**-285**
매출채권 감소(증가)	-394	113	-473	-146	-231
재고자산 감소(증가)	44	88	243	-6	-154
매입채무 증가(감소)	241	-547	-515	-18	158
기타자산, 부채변동	-454	-513	-180	-58	-58
투자활동 현금	**-1,240**	**-1,091**	**-1,048**	**-691**	**-581**
유형자산처분(취득)	**-258**	**-587**	**-292**	**-300**	**-300**
무형자산 감소(증가)	-81	-251	-258	-240	-240
투자자산 감소(증가)	46	-181	-548	-144	-34
기타투자활동	-947	-73	50	-8	-8
재무활동 현금	512	1,012	4	242	-369
차입금의 증가(감소)	**628**	**605**	**-1,043**	**308**	**-300**
자본의 증가(감소)	-67	-67	215	-67	-69
배당금의 지급	67	67	85	67	69
기타재무활동	-49	474	832	0	0
현금의 증가	-734	-410	-884	278	9
기초현금	**1,518**	**2,237**	**1,827**	**943**	**1,220**
기말현금	783	1,827	943	1,220	1,230

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정동익, 이한별)
상기종목에 대하여 2014년 04월 16일 기준 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.
당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
당사는 2014년 04월 16일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

두산중공업 주가 및 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일 시	2010.09.01	2012.04.27	2012.06.19	2012.07.08	2012.07.09	2012.07.27	2012.09.17	2012.10.07
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	정동익	83,000	83,000	83,000	83,000	83,000	83,000	72,000
일 시	2012.10.28	2012.11.15	2012.12.16	2013.01.04	2013.01.06	2013.01.22	2013.02.04	2013.03.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	72,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	55,000	55,000
일 시	2013.04.07	2013.05.02	2013.06.24	2013.07.07	2013.07.25	2013.10.07	2013.10.15	2013.10.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000
일 시	2014.01.19	2014.01.22	2014.03.15	2014.03.25	2014.04.16			
투자의견	Buy	Buy	투자등급변경	Buy	Buy			
목표가격	44,000	44,000		44,000	48,000			

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업		산업	
Buy	절대수익률 +15% 이상 기대	Overweight	비중확대
Hold	절대수익률 -15%~+15% 기대	Neutral	중립
Sell	절대수익률 -15% 미만	Underweight	비중축소
Not Rated	투자의견 없음		