글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

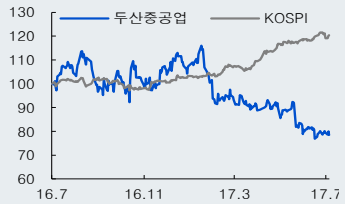
기계

Results Comment
2017.8.3

(Downgrade)	Trading Buy
목표주가(원,12M)	24,000
현재주가(17/08/02,원)	20,550
상승여력	17%

영업이익(17F,십억원)	924
Consensus 영업이익(17F,십억원)	968
EPS 성장률(17F,%)	-
MKT EPS 성장률(17F,%)	42.6
P/E(17F,x)	31.1
MKT P/E(17F,x)	10.2
KOSPI	2,427.63
시가총액(십억원)	2,188
발행주식수(백만주)	119
유동주식비율(%)	58.7
외국인 보유비중(%)	12.0
베타(12M) 일간수익률	0.33
52주 최저가(원)	20,150
52주 최고가(원)	30,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.9	-27.3	-22.5
상대주가	-3.4	-37.9	-35.5



[조선/기계]

성기종
02-3774-1733
kijong.sung@miraeasset.com

두산중공업 (034020)

강경한 정부 의지 꺾을 수 있을까?

2Q Review: 재무연결 호전, 중공업부문 턴어라운드 시작

두산중공업의 2분기 **연결실적(재무연결)**은 매출액은 YoY 6.3% 3조 8,246억원, 영업이익은 YoY 16.6% 3,059억원(OPM 8.0%), 세전이익은 YoY -31.8% 593억원으로 발표하였다. **개별실적(관리연결)**은 매출액이 YoY -2.7% 1조 4,473억원, 영업이익이 YoY -13.7% 626억원(OPM 4.3%), 세전이익은 -444억원으로 적자전환 하였다.

① 재무연결 실적: 예상치보다 호전된 영업실적이다. 대규모 구조조정에 따른 고정비 절감효과와 모든 자회사의 실적 개선이 턴어라운드를 이끌어냈다. 영업외부문에서는 두산건설 대손상각, 분당사옥 토지취득 비용 외에도 DI refinancing 손실, DPS 영구채 파생손실, DHT매각손실, 중단사업손실 등 약 1,000억원의 손실이 발생하였다. 그리고 이자비용과 환관련손실 등이 발생하여 세전이익은 기대에 못 미쳤다.

② 관리연결 실적: 대형공사가 마무리되었으나 전년도 수주한 국내외 신규공사 매출이 인식되기 시작하였다. 전년동기비 성장은 못하였지만 전분기비 증가세로 돌아섰다. 영업이익은 동경 Cask 계약부분에서 약 180억원의 일회성손실이 발생하여 감소폭이 컸다. 영업외부문에서는 위에서 언급한 이자비용, 환관련손실, 자회사 매각에 따른 손실(중단사업손실 78억원 포함) 등으로 적자를 실현하였다.

해외수주 기대 크나, 한국 원전이 발목 잡은 형국

동사는 지난 상반기 동안 2.4조원의 수주와 수주잔고 약 19조원 (YoY 11.1%)을 기록하며 순조로운 국내외 수주활동을 이어가고 있다. 하지만 연간 수주 목표를 기존 10조원에서 8조원을 낮췄다. 신한울 3,4호기 수주에 제동이 걸렸기 때문이다. 하반기 동사는 해외에서 양호한 수주가 기대된다. 하지만 10월 공론화위원회에 의해 신고리 5,6호기 공사 진행여부가 결정이 나는 상황으로 정부의 의지가 강한 만큼 영업실적도 제동이 걸릴 가능성이 높다.

투자의견 Trading Buy, 정부의 원전 정책 변화가 열쇠

두산중공업에 대한 투자의견을 기존 매수에서 Trading Buy로, 목표주가는 24,000원으로 20% 하향 조정한다. 이유는 **정부의 강경한 원전폐지 정책으로 동사의 캐시카우 역할을 해왔던 원전 주기기 사업이 위기 상황을 맞았기 때문**이다. 단기에 원전사업의 감소분을 상쇄할 만한 신규사업이 부족하기에 향후 수익예상을 하향 조정하고, 목표주가 산정은 기존 PBR 1.0배에서 PBR 0.8배로 할인 적용하였다.

자회사 영업실적은 호전, 동사의 영업실적도 턴어라운드를 눈앞에 두었고, 최근 신주인수권부사채(BW)의 성공적 발행으로 연결재무구조도 개선될 전망이다. 하지만 정부의 원전 폐지 정책이 강경하여 신고리 5, 6호기 공사 재개 여부도 불확실하고 신규수주는 불가능해 보인다. 결국 정부의 원전 정책이 바뀌지 않는다면 동사의 주가도 할인이 불가피해 보인다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	17,972	14,471	13,893	14,680	14,974	15,348
영업이익 (십억원)	878	-27	791	924	913	936
영업이익률 (%)	4.9	-0.2	5.7	6.3	6.1	6.1
순이익 (십억원)	-95	-1,039	-171	79	194	236
EPS (원)	-884	-8,701	-1,431	661	1,627	1,975
ROE (%)	-2.0	-25.2	-4.8	2.3	5.5	6.4
P/E (배)	-	-	-	31.1	12.6	10.4
P/B (배)	0.6	0.7	0.9	0.7	0.7	0.6
배당수익률 (%)	3.2	4.1	2.0	2.7	2.7	2.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산중공업, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 2Q17 Review (십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,598	3,438	3,825	3,819	3,887	6.3	11.3
영업이익	262	237	306	269	281	16.6	29.2
영업이익률	7.3	6.9	8.0	7.0	7.2	0.7	1.1
세전이익	87	116	59	153	140	-31.8	-48.8
순이익	125	-15	-71	95	70	적전	적지

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산중공업, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 두산중공업의 수익예상 변경표 (십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	14,886	16,002	14,680	14,974	-1.4	-6.4	자회사 실적호조, 원전 중단 가능성
영업이익	867	960	924	913	6.5	-4.9	자회사 실적 호조, 원전 중단 가능성
세전이익	425	568	289	367	-32.0	-35.3	이자비용 증가
순이익 (지배)	253	317	79	194	-68.9	-38.8	
영업이익률	5.8	6.0	6.3	6.1	0.5	0.1	
순이익률 (지배)	1.7	2.0	0.5	1.3	-1.2	-0.7	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산중공업, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 두산중공업의 분기별 수익예상 (십억원, %)

	2016				2017F				2Q17P 증가율		2016	2017F	2018F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ			
매출액	3,174	3,598	3,059	4,061	3,438	3,825	3,228	4,189	6.3	11.3	13,893	14,680	14,974
영업이익	221	262	154	154	237	306	182	199	16.6	29.2	791	924	913
세전이익	115	87	53	-501	116	59	66	47	-31.8	-48.8	-246	289	367
순이익 (지배)	-88	125	94	-302	-15	-71	35	44	적전	적지	-171	79	194
영업이익률	7.0	7.3	5.0	3.8	6.9	8.0	5.6	4.8	0.7	1.1	5.7	6.3	6.1
순이익률 (지배)	-2.8	3.5	3.1	-7.4	1.1	-0.7	1.7	1.3	-4.2	-1.8	-1.2	0.5	1.3

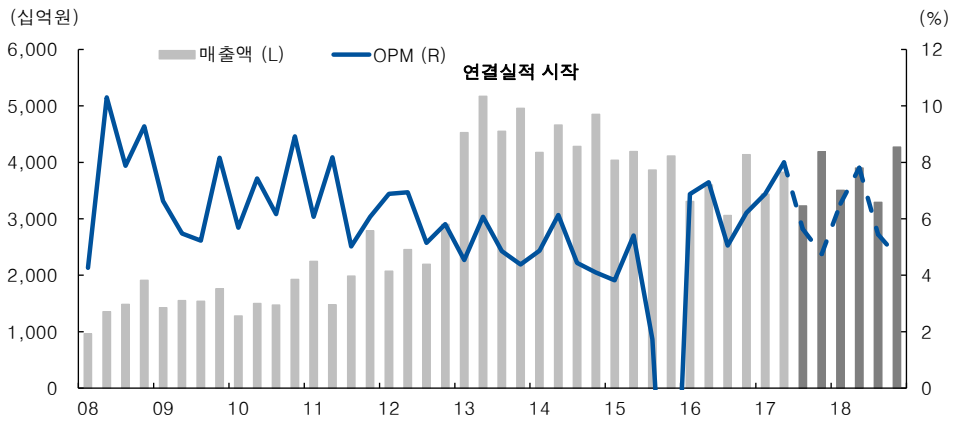
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 두산중공업, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 두산중공업 사업부문별 관리연결 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준) (십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F
매출	**1,322**	**1,488**	**1,285**	**2,107**	**1,372**	**1,447**	**1,340**	**2,163**	**6,201**	**6,322**
발전(DPS포함)	1,024	1,181	1,020	1,720	1,075	1,108	1,082	1,802	4,944	5,067
산업 (Water)	89	78	67	126	70	102	72	136	360	380
주단&건설	209	229	198	260	227	237	186	225	897	875
영업이익	**93**	**73**	**50**	**73**	**69**	**63**	**51**	**88**	**287**	**271**
발전(DPS포함)	76	70	42	79	60	41	43	78	267	222
산업 (Water)	-1	-6	-6	1	-4	5	-3	-3	-12	-5
주단&건설	18	8	14	-7	14	17	11	13	33	55
영업이익률	**7.0**	**4.9**	**3.9**	**3.5**	**5.1**	**4.3**	**3.8**	**4.1**	**4.6**	**4.3**
발전(DPS포함)	7.4	6.0	4.1	4.6	5.5	3.7	4.0	4.3	5.4	4.4
산업 (Water)	-1.1	-7.5	-9.3	0.6	-5.4	4.6	-4.2	-2.2	-3.4	-1.3
주단&건설	8.7	3.5	7.0	-2.7	6.0	7.1	5.9	5.8	3.7	6.3

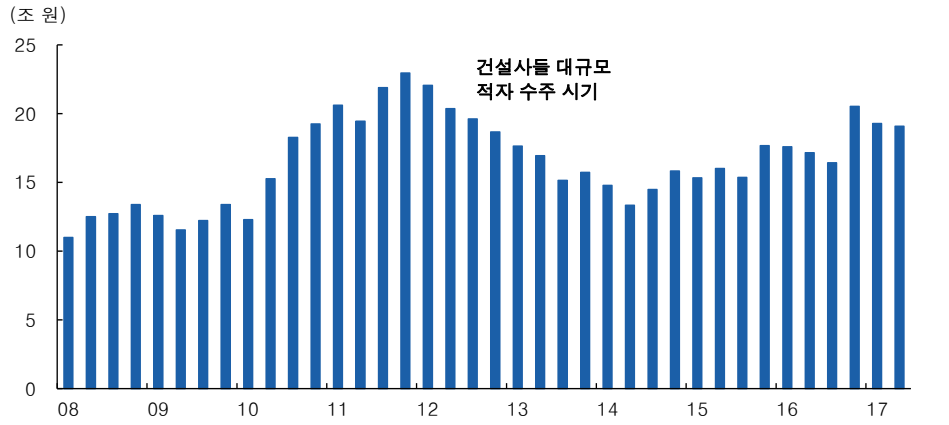
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 두산중공업, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 두산중공업의 영업실적 추이



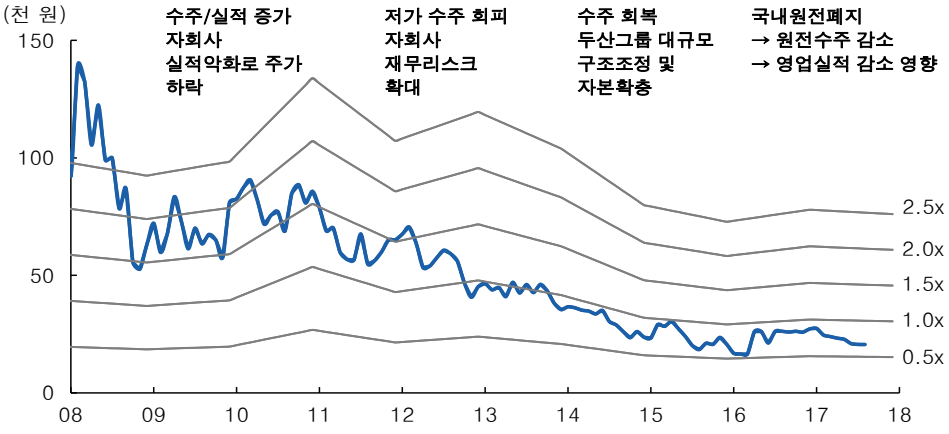
자료: 두산중공업, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 두산중공업의 수주잔고 추이



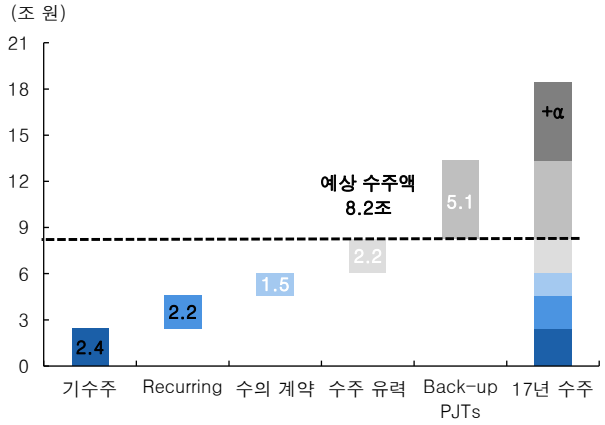
자료: 두산중공업, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 두산중공업의 PBR밴드 추이



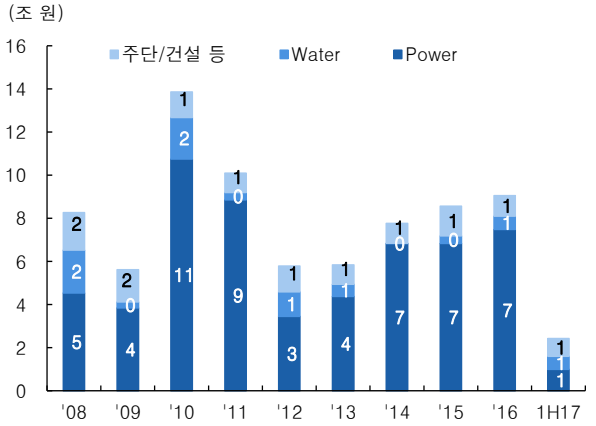
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 중공업부문 2017년 신규 수주 전망



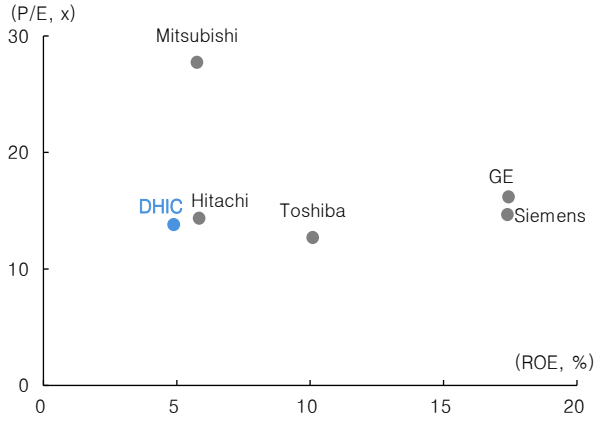
자료: 두산중공업,미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 중공업부문 수주 추이



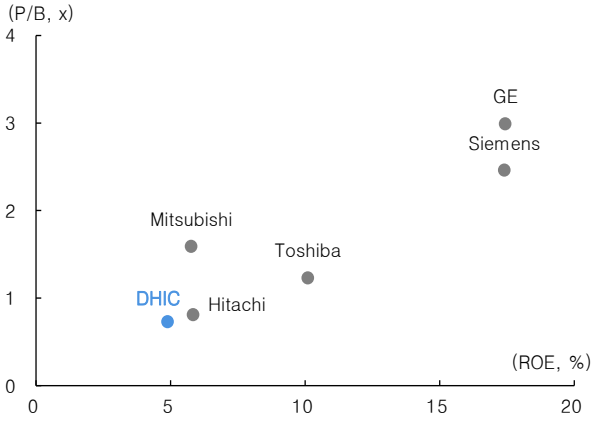
자료: 두산중공업, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 글로벌 발전관련 업체들 투자지표 비교(PER-ROE, 2017F)



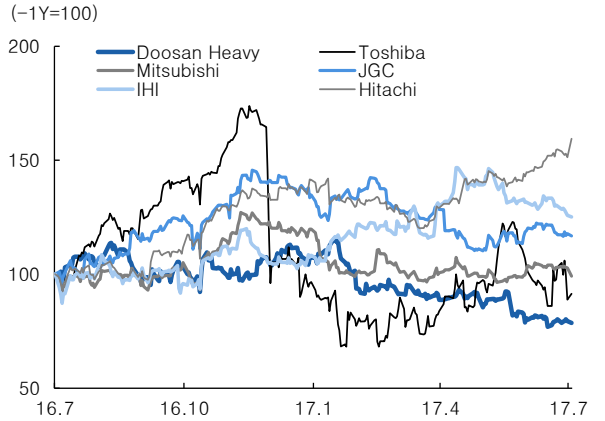
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 글로벌 발전관련 업체들 투자지표 비교 (PBR-ROE, 2017F)



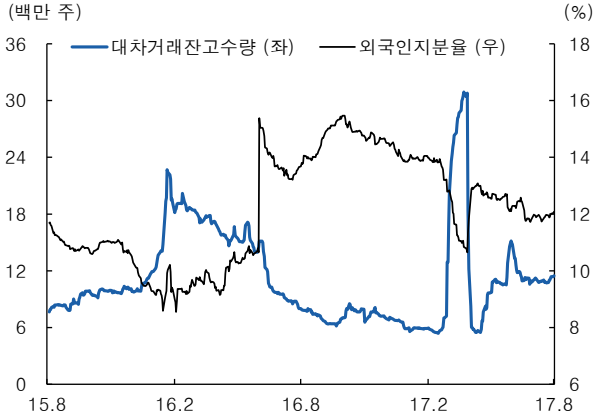
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 글로벌 발전관련 업체들 주가 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 대차잔고와 외국인 지분율 추이



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

두산중공업 (034020)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**13,893**	**14,680**	**14,974**	**15,348**
매출원가	**11,477**	**12,024**	**12,293**	**12,601**
매출총이익	**2,416**	**2,656**	**2,681**	**2,747**
판매비와관리비	**1,624**	**1,732**	**1,767**	**1,811**
조정영업이익	**791**	**924**	**913**	**936**
영업이익	**791**	**924**	**913**	**936**
비영업손익	**-1,037**	**-635**	**-546**	**-490**
금융손익	-474	-422	-393	-377
관계기업등 투자손익	-15	-50	-40	-30
세전계속사업손익	-246	289	367	446
계속사업법인세비용	132	168	90	109
계속사업이익	-378	121	277	337
중단사업이익	162	0	0	0
당기순이익	**-216**	**121**	**277**	**337**
지배주주	-171	79	194	236
비지배주주	-45	42	83	101
총포괄이익	**-244**	**121**	**277**	**337**
지배주주	-192	95	218	265
비지배주주	-52	26	59	72
EBITDA	1,323	1,400	1,350	1,338
FCF	677	253	505	615
EBITDA 마진율 (%)	9.5	9.5	9.0	8.7
영업이익률 (%)	5.7	6.3	6.1	6.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.2	0.5	1.3	1.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**9,035**	**9,106**	**9,236**	**9,609**
현금 및 현금성자산	1,370	1,257	1,101	1,255
매출채권 및 기타채권	2,388	2,573	2,624	2,690
재고자산	1,731	1,727	1,872	1,918
기타유동자산	3,546	3,549	3,639	3,746
비유동자산	**15,797**	**15,772**	**15,567**	**15,409**
관계기업투자등	81	104	104	107
유형자산	6,382	6,293	6,228	6,184
무형자산	6,646	6,459	6,287	6,129
자산총계	**24,833**	**24,878**	**24,803**	**25,017**
유동부채	**11,582**	**11,252**	**11,130**	**11,035**
매입채무 및 기타채무	3,305	3,362	3,429	3,515
단기금융부채	6,043	5,862	5,575	5,291
기타유동부채	2,234	2,028	2,126	2,229
비유동부채	**6,428**	**6,752**	**6,581**	**6,612**
장기금융부채	4,684	4,884	4,684	4,684
기타비유동부채	1,744	1,868	1,897	1,928
부채총계	**18,010**	**18,004**	**17,710**	**17,647**
지배주주지분	**3,476**	**3,483**	**3,619**	**3,797**
자본금	597	597	597	597
자본잉여금	1,653	1,653	1,653	1,653
이익잉여금	705	713	848	1,026
비지배주주지분	**3,347**	**3,390**	**3,473**	**3,574**
자본총계	**6,823**	**6,873**	**7,092**	**7,371**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	968	453	705	815
당기순이익	-216	121	277	337
비현금수익비용가감	1,668	1,128	973	932
유형자산감가상각비	328	289	265	244
무형자산상각비	204	187	172	158
기타	1,136	652	536	530
영업활동으로인한자산및부채의변동	40	-208	-62	33
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-225	-113	-44	-56
재고자산 감소(증가)	112	4	-145	-47
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	285	37	50	63
법인세납부	-69	-168	-90	-109
투자활동으로 인한 현금흐름	805	-439	-276	-286
유형자산처분(취득)	-222	-200	-200	-200
무형자산감소(증가)	-247	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	224	-226	-62	-73
기타투자활동	1,050	-13	-14	-13
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,252	-52	-546	-342
장단기금융부채의 증가(감소)	-2,254	19	-487	-284
자본의 증가(감소)	89	0	0	0
배당금의 지급	-148	-71	-59	-59
기타재무활동	61	0	0	1
현금의 증가	-524	-113	-156	154
기초현금	1,893	1,370	1,257	1,101
기말현금	1,370	1,257	1,101	1,255

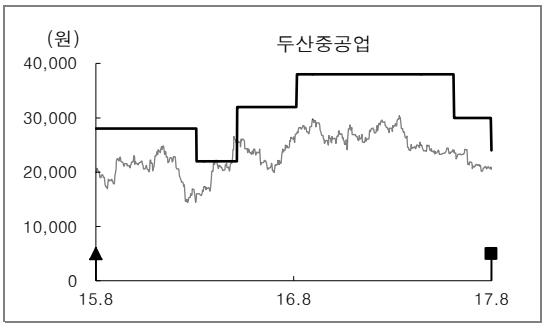
자료: 두산중공업, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	31.1	12.6	10.4
P/CF (x)	2.2	2.0	2.0	1.9
P/B (x)	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	11.3	10.3	10.5	10.3
EPS (원)	-1,431	661	1,627	1,975
CFPS (원)	12,165	10,469	10,475	10,626
BPS (원)	29,836	29,904	31,040	32,525
DPS (원)	550	550	550	550
배당성향 (%)	-27.1	48.3	21.1	17.4
배당수익률 (%)	2.0	2.7	2.7	2.7
매출액증가율 (%)	-4.0	5.7	2.0	2.5
EBITDA증가율 (%)	137.1	5.8	-3.6	-0.9
조정영업이익증가율 (%)	-	16.8	-1.2	2.5
EPS증가율 (%)	-	-	146.1	21.4
매출채권 회전율 (회)	6.1	6.9	6.8	6.8
재고자산 회전율 (회)	7.1	8.5	8.3	8.1
매입채무 회전율 (회)	4.9	4.9	4.9	4.9
ROA (%)	-0.8	0.5	1.1	1.4
ROE (%)	-4.8	2.3	5.5	6.4
ROIC (%)	7.6	2.6	4.6	4.8
부채비율 (%)	264.0	261.9	249.7	239.4
유동비율 (%)	78.0	80.9	83.0	87.1
순차입금/자기자본 (%)	128.3	129.3	120.2	109.3
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	2.0	2.2	2.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
두산중공업(034020)	2017.08.02	Trading Buy	24,000원
	2017.05.25	매수	30,000원
	2016.08.08	매수	38,000원
	2016.04.20	매수	32,000원
	2016.02.05	매수	22,000원
	2015.07.30	매수	28,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.