

## Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 86,000원

현재가 (2/14) 63,700원

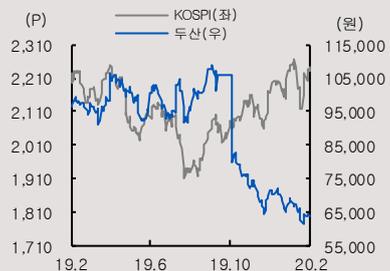
KOSPI (2/14)	2,243.59pt
시가총액	1,334십억원
발행주식수	21,413천주
액면가	5,000원
52주 최고가	109,000원
최저가	61,500원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	7.8%
배당수익률 (2019F)	7.5%

주주구성	
박정원 외 30 인	47.24%
국민연금공단	7.11%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-43%	-35%
절대기준	-7%	-34%	-34%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	86,000	86,000	-
EPS(19)	19,993	-921	▲
EPS(20)	2,936	2,928	▲

### 두산 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 두산 (000150)

## 달라진 건 낮아진 주가 수준

### 우려를 씻어낸 4분기 자체사업

굴삭기의 유압부품을 생산하는 모트롤이 2분기부터 두 분기 연속 부진한 실적을 기록했고, 자체사업에서 두개 사업부를 분할하면서 다소 불안한 점이 없지 않았으나, 계절적 변수가 강한 전자사업이 괜찮았고, 산업차량도 주력사업의 역할을 해줬다. 불안의 원인이었던 모트롤은 전방업체 재고 조정 효과가 크게 나타났고, 이 시기에 면세사업을 중단했으나, 면세사업은 사실 실적 기여도가 없었기 때문에 걱정거리가 아니었다. 연결실적에서 순이익이 크게 증가한 것은 사업부를 분할하면서 발생한 회계적 일회성 이슈다.

### 견고한 자체사업

전자사업에서 하이엔드 제품의 비중이 60% 중반에 이른다. 전자제품의 소재를 만드는 사업에서 하이엔드란 성능이 우수해 고마진 제품이라고 봐도 무방할텐데, 하이엔드 제품 혹은 신제품으로 초기시장을 선점해야 하는 전방업체에서 두산의 전자소재를 계속 찾을 수 밖에 없고 결국 이는 두산의 전자사업부의 성장을 의미하는데, 5G 용 소재와 전기자동차용 소재 등 신규 아이템을 추가하여 전망이 밝다. 산업차량도 시장 다변화와 함께 전동제품 라인업을 추가함으로써 성장이 지속될 전망이다.

### 배당 유지

두산을 두산솔루스와 두산퓨얼셀이 분할되기 직전에 갖고 있었다면 투자가치가 올라 있을 것이다. 분할 후 두산은 주가가 하락했지만, 두산솔루스와 두산퓨얼셀이 그 이상으로 올랐기 때문인데, 분할 후 두산의 자체사업은 실적이 양호하고, 앞으로도 그럴 수 있는 모멘텀을 갖췄으며, 분할로 인한 신성장의 아쉬움은 두산로지스틱스솔루션, 두산로보틱스, 두산모빌리티노베이션이 역할을 해 줄 것이다. 두산의 100% 자회사다. 자체사업의 실적이 견고한 만큼 배당정책은 유지될 가능성이 높다. 사업 및 주주환원의 펀더멘탈은 큰 변화가 없는 주가만 많이 낮아진 상태다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,913	18,172	18,536	18,842	19,401
영업이익	1,168	1,216	1,262	1,313	1,396
세전이익	356	11	173	394	489
지배주주순이익	41	-117	461	63	81
EPS(원)	1,594	-4,779	19,993	2,936	3,765
증가율(%)	-78.4	-399.8	-518.3	-85.3	28.3
영업이익률(%)	6.9	6.7	6.8	7.0	7.2
순이익률(%)	0.3	-1.9	2.3	1.2	1.4
ROE(%)	1.7	-5.2	26.1	4.2	5.7
PER	70.9	-23.3	3.5	21.7	16.9
PBR	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.5	9.0	8.9	8.7	8.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

### 실적 분석

지난해 4분기 자체사업은 전방산업의 재고조정 등 계절적 요인에도 불구하고 전분기 대비, 전년동기대비 호전된 실적을 보여줬다. 전자사업이 특히 그러한데, 계절적 변수가 같은 전년동기대비 5G용 안테나 소재와 메모리 고객 다각화에 따른 점유율 확대로 매출이 18.9%, 영업이익이 155.3% 증가하였고 수익성도 개선되었다. 2분기와 3분기 역성장과 함께 3분기 적자를 기록했던 모트롤이 매우 좋은 실적을 기록했다. 앞서 분기의 부진이 전방업체의 재고조정으로 일시적일 것이라고 말했던 회사측의 판단이 옳았다. 이에 실적 기여도가 높은 전자가 전분기대비 감소했음에도 자체사업은 모트롤의 영향으로 전분기대비 외형성장과 함께 이익률도 상승했다.

표 1. 자체사업 실적 (억원, %)

		19.4Q			2019 연간	
			YoY	QoQ		YoY
전자	매출	1,984	18.9	-10.5	7,829	12.8
	영업이익	217	155.3	-29.8	879	34.0
	영업이익률	10.9	5.8p	-3.1p	11.2	1.7p
산업차량	매출	2,271	9.1	6.6	9,127	4.9
	영업이익	119	27.9	-4.0	616	9.0
	영업이익률	5.2	0.7p	-0.6p	6.8	0.3p
모트롤	매출	1,698	11.6	84.8	5,627	-5.3
	영업이익	185	48.0	흑전	390	-34.3
	영업이익률	10.9	2.6p	11.8p	6.9	-3.1p
정보통신	매출	693	19.1	12.5	2,500	11.1
	영업이익	61	-25.6	5.2	267	-12.7
	영업이익률	8.8	-5.3p	-0.7p	10.7	-2.9p
두타몰	매출	169	35.2	15.0	626	0.0
	영업이익	74	146.7	64.4	214	-9.7
	영업이익률	44.0	20.4p	13.5p	34.1	3.8p
전체	매출	7,834	14.2	18.5	28,349	6.5
	영업이익	706	158.6	39.5	2,271	9.6
	영업이익률	9.0	5.0p	1.6p	8.0	0.2p

주: 기타 매출이 전체 매출에 포함 자료: 두산 IR 자료

### 실적 전망

전자는 하이엔드 제품 비중이 60% 중반에서 후반으로 높아질 전망이며, 이는 고마진 제품의 출하량 증가를 의미해 실적 전망이 긍정적이다. 산업차량도 제품 라인업 확장으로 성장이 기대되며 모트롤은 다소 보수적으로 판단했다. 그럼에도 이익기여도가 높은 전자와 산업차량의 성장으로 2020년에도 자체사업은 성장할 전망이다.

표 2. 자체사업 2020년 전망 (십억원, %)

	전자		산차		모트롤		정보		두타몰		전체	
	매출	YoY	매출	YoY	매출	YoY	매출	YoY	매출	YoY	매출	YoY
매출	828	5.7	945	3.6	572	1.7	274	9.6	61	-2.2	2,975	4.9
영업이익	93	5.6	65	6.9	32	-16.9	29	7.1	21	-2.8	241	6.2

주: 산차는 산업차량, 정보는 정보통신, 전체에는 기타 실적 포함 자료: IBK투자증권 추정

두산 (000150)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,913	18,172	18,536	18,842	19,401
증가율(%)	2.7	7.4	2.0	1.7	3.0
매출원가	13,817	14,849	15,177	15,428	15,899
매출총이익	3,097	3,324	3,359	3,414	3,501
매출총이익률 (%)	18.3	18.3	18.1	18.1	18.0
판매비	1,929	2,108	2,097	2,101	2,105
판매비율(%)	11.4	11.6	11.3	11.2	10.8
영업이익	1,168	1,216	1,262	1,313	1,396
증가율(%)	26.4	4.1	3.8	4.0	6.3
영업이익률(%)	6.9	6.7	6.8	7.0	7.2
순금융손익	-555	-633	-556	-575	-580
이자손익	-499	-536	-572	-643	-634
기타	-56	-97	16	68	54
기타영업외손익	-242	-544	-531	-341	-325
종속/관계기업손익	-14	-28	-2	-3	-2
세전이익	356	11	173	394	489
법인세	244	259	320	177	220
법인세율	68.5	2,354.5	185.0	44.9	45.0
계속사업이익	112	-248	-147	217	269
중단사업손익	-66	-92	580	0	0
당기순이익	46	-341	433	217	269
증가율(%)	-8.0	-841.3	-227.0	-49.9	24.0
당기순이익률 (%)	0.3	-1.9	2.3	1.2	1.4
지배주주당기순이익	41	-117	461	63	81
기타포괄이익	193	109	264	0	0
총포괄이익	239	-232	697	217	269
EBITDA	1,798	1,839	1,917	1,948	2,051
증가율(%)	14.9	2.3	4.2	1.6	5.3
EBITDA마진율(%)	10.6	10.1	10.3	10.3	10.6

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,594	-4,779	19,993	2,936	3,765
BPS	100,593	85,108	71,198	67,049	64,902
DPS	5,100	5,200	5,200	5,200	5,200
밸류에이션(배)					
PER	70.9	-23.3	3.5	21.7	16.9
PBR	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.5	9.0	8.9	8.7	8.2
성장성지표(%)					
매출증가율	2.7	7.4	2.0	1.7	3.0
EPS증가율	-78.4	-399.8	-518.3	-85.3	28.3
수익성지표(%)					
배당수익률	4.5	4.7	7.5	7.5	7.5
ROE	1.7	-5.2	26.1	4.2	5.7
ROA	0.2	-1.2	1.4	0.7	0.9
ROIC	0.3	-2.1	2.7	1.3	1.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	278.4	304.2	333.8	333.0	324.1
순차입금 비율(%)	123.3	125.3	140.5	136.5	130.7
이자보상배율(배)	2.1	2.1	2.0	1.9	2.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.5	7.0	6.9	7.1
재고자산회전율	7.5	7.3	6.7	6.4	7.1
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	10,868	11,586	13,184	13,214	13,028
현금및현금성자산	2,345	2,456	1,905	1,957	2,087
유가증권	283	395	294	294	294
매출채권	2,328	2,528	2,737	2,710	2,773
재고자산	2,352	2,608	2,948	2,957	2,537
비유동자산	17,901	17,294	17,751	17,942	18,094
유형자산	8,199	7,768	7,817	7,915	7,960
무형자산	6,792	7,018	7,399	7,481	7,558
투자자산	1,451	1,156	1,138	1,149	1,174
자산총계	28,769	28,880	30,935	31,156	31,122
유동부채	13,722	13,317	17,742	17,982	17,878
매입채무및기타채무	3,241	3,546	3,161	3,464	3,391
단기차입금	4,350	3,188	4,713	4,665	4,642
유동성장기부채	2,506	2,446	4,230	4,210	4,190
비유동부채	7,444	8,418	6,062	5,978	5,906
사채	2,878	2,503	807	777	727
장기차입금	2,270	3,668	2,471	2,421	2,411
부채총계	21,166	21,735	23,804	23,960	23,784
지배주주지분	2,474	2,012	1,525	1,436	1,390
자본금	135	135	124	124	124
자본잉여금	844	761	734	734	734
자본조정등	-444	-396	-1,239	-1,239	-1,239
기타포괄이익누계액	607	551	588	588	588
이익잉여금	1,333	960	1,317	1,228	1,182
비지배주주지분	5,129	5,134	5,606	5,760	5,948
자본총계	7,603	7,145	7,131	7,196	7,338
비이자부채	9161	9931	11585	11888	11815
총차입금	12,005	11,804	12,219	12,072	11,969
순차입금	9,377	8,952	10,020	9,821	9,588

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	677	1,022	243	1,453	1,488
당기순이익	46	-341	433	217	269
비현금성 비용 및 수익	2,156	2,295	2,042	1,554	1,563
유형자산감가상각비	405	401	444	407	415
무형자산상각비	226	222	211	228	240
운전자본변동	-954	-300	-1,575	325	291
매출채권등의 감소	-243	-274	-264	27	-63
재고자산의 감소	-340	-387	-515	-9	420
매입채무등의 증가	676	283	-337	302	-73
기타 영업현금흐름	-571	-632	-657	-643	-635
투자활동 현금흐름	-556	-943	-923	-825	-849
유형자산의 증가(CAPEX)	-395	-384	-518	-505	-460
유형자산의 감소	58	37	11	0	0
무형자산의 감소(증가)	-301	-333	-345	-310	-317
투자자산의 감소(증가)	-42	-288	52	-13	-28
기타	124	25	-123	3	-44
재무활동 현금흐름	290	11	219	-576	-508
차입금의 증가(감소)	-520	1,292	-1,032	-50	-10
자본의 증가	0	0	-11	-6	0
기타	810	-1281	1262	-520	-498
기타 및 조정	-86	22	-90	0	-1
현금의 증가	325	112	-551	52	130
기초현금	2,019	2,345	2,456	1,905	1,957
기말현금	2,345	2,456	1,905	1,957	2,087

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.01.01~2019.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	87.3
중립	19	12.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

