

Analyst 심원섭 · 02)6923-7317 · shim47@capefn.com

두산 (000150KS | Buy 유지 | TP 69,000원 하향)

NAV에 대한 할인을 확대 정당화

두산의 주력 자회사인 두산중공업이 일부 휴업 검토 중인 것으로 파악됩니다. 두산중공업은 그룹 내 사실상 중간 지주사이나 탈원전 정책으로 그 역할을 제대로 수행하지 못하고 있고, 당분간 개선도 기대하기 어렵습니다. 또한, 솔루스와 퓨얼셀의 분할 상장으로 두산의 NAV 적용 할인을 확대는 정당화되기 때문에 목표주가를 69,000원으로 18.9% 하향합니다.

주력 자회사 두산중공업의 일부 휴업 검토

- 주요 자회사 두산중공업의 일부 휴업 검토 뉴스에 두산중공업 및 동사의 주가 급락. 두산중공업 대표이사가 노조에 '경영상 휴업'을 위한 노사 요청서를 보낸 것이 발단. 두산중공업은 최근 수 년간 탈원전 정책으로 원전 공장가동률이 50%대로 하락. 가스터빈 국산화, 풍력, 수소 등 사업 다각화 노력 중이나, 높은 부채비율이 부담인 상황
- 7차 전력수급기본계획에 포함됐던 원전, 석탄화력 프로젝트의 취소로 기대했던 수주가 무산되면서 경영난 가중

사실상 중간 지주사인 두산중공업의 턴어라운드 필요

- 두산중공업은 지주사 NAV 비중이 하락해 28%에 불과하나, 사실상 그룹의 중간지주이기 때문에 지배구조상 중요
- 두산의 지배구조상 단점은 2가지로 ▲ 밥캣과 인프라코어의 이익이 두산중공업에 귀속되나, 두산중공업 자체의 재무 부담 때문에 자금이 두산으로 흘러가지 못하고, ▲ 두산은 전자, 산업차량, 모트를, 정보통신 등과 같은 고수익성 사업을 영위하고 있으나, 매분기 1,300원의 DPS 때문에 자회사의 투자재원은 부족. 이에 따라, 그룹의 허리역할을 해야하는 두산중공업의 경영부진은 그룹 전체의 원활한 자원배분에 큰 제약조건으로 작용

투자의견 Buy 유지하나, 할인을 확대 적용으로 목표주가 69,000원으로 하향

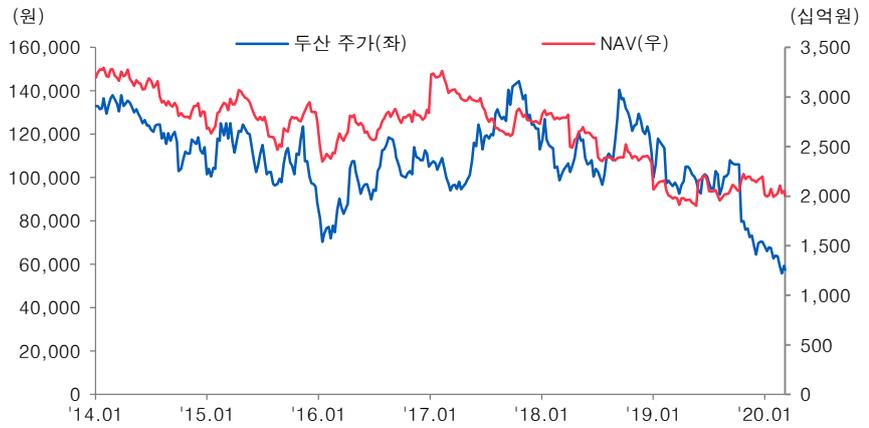
- 주가 급락으로 투자의견 Buy를 유지하나, NAV 급락, 솔루스 및 퓨얼셀 분할상장으로 적용 할인을 확대가 정당화. 이에 따라 적용 할인을 솔루스 및 퓨얼셀 분할 이후 평균 할인을 적용하여 목표주가는 69,000원으로 18.9% 하향

Stock Data		
주가(3/11)	46,350원	
액면가	5,000원	
시가총액	979십억원	
52주 최고/최저가	109,000원/ 46,350원	
주가상승률	1개월	6개월 12개월
절대주가(%)	-27.4	-33.2 -57.1
상대주가(%)	-15.4	-26.3 -53.9

경영실적 전망						
결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019P	2020E	2021E
매출액	(십억원)	16,913	18,172	18,536	18,394	19,081
영업이익	(십억원)	1,168	1,216	1,262	1,293	1,366
영업이익률	(%)	6.9	6.7	6.8	7.0	7.2
지배주주순이익	(십억원)	41	-117	130	98	132
EPS	(원)	1,594	-4,779	5,632	4,599	6,158
증감률	(%)	-78.4	-399.8	-217.8	-18.3	33.9
PER	(배)	70.9	-23.3	12.5	10.1	7.5
PBR	(배)	1.0	1.2	0.7	0.4	0.4
ROE	(%)	0.6	-4.6	5.9	1.9	2.5
EV/EBITDA	(배)	9.9	9.4	9.1	8.7	8.4
순차입금	(십억원)	10,033	9,627	10,080	9,850	9,925
부채비율	(%)	278.4	304.2	293.4	290.9	288.4

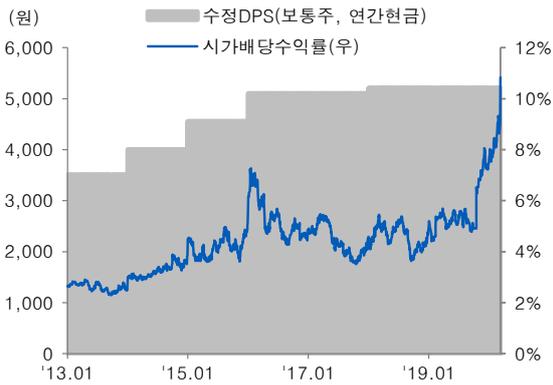
두산 | NAV에 대한 할인률 확대 정당화

그림1. 두산 NAV(순자산가치), 시총, 할인률 추이



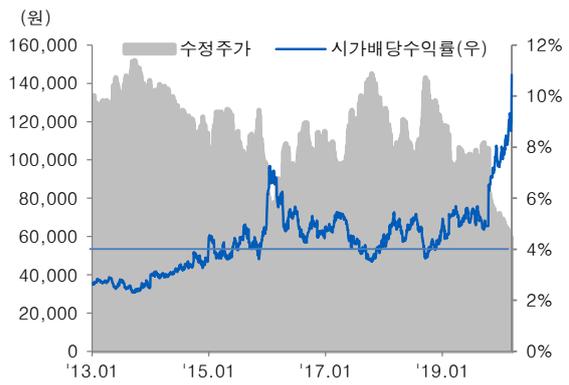
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 두산 DPS 및 시가배당수익률 추이



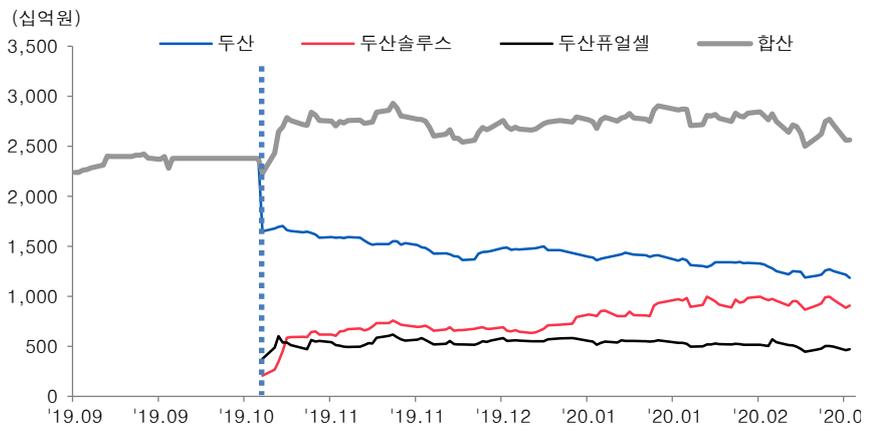
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 두산 주가 및 시가배당수익률



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 솔루스, 퓨얼셀 분할 전후 두산 시총 추이: 분할 당일 2.2조원, 현재 2.6조원



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

두산 | NAV에 대한 할인률 확대 정당화

표1. 두산 SOTP(Sum of the Parts) Valuation Table

(십억원)		지분율	반영가치	NAV 비중	비고
A. 지분가치	1. 상장자회사		759	42.9%	
A034020	- 두산중공업	46.1%	497	28.2%	지분율 43.8%에서 46.1%로 상승
A010470	- 오리콤	63.4%	32	1.8%	
A336370	- 두산솔루스	18.1%	153	8.7%	
A336260	- 두산퓨얼셀	18.1%	76	4.3%	
	2. 비상장자회사		554	31.3%	
	- 기타		554	31.3%	장부가. 메카텍 현물출자 반영
B. 영업가치	합계		1,942	109.9%	
	로열티 가치		272	15.4%	
	자체사업		1,670	94.5%	20E EBITDA * 8.0X
C. 순차입금			1,488	-84.2%	3Q19 기준
D. NAV(=A+B-C)			1,767	100.0%	
E. 총유통주식수(만주)			1,353		보통주 - 자사주
F. NAVPS(원)			130,607		
평균 할인률			47%		솔루스/퓨얼셀 분할 이후로 변경
목표주가			69,000		18.9% 하향
현재주가			46,350		20.03.11
Upside Potential			48.9%		

자료: 공정공시, 케이프투자증권 리서치본부

두산 | NAV에 대한 할인률 확대 정당화

재무상태표				
(십억원)	2018A	2019P	2020E	2021E
유동자산	11,586	11,944	11,936	12,058
현금및현금성자산	2,456	2,187	2,253	2,015
매출채권 및 기타채권	5,024	5,124	5,085	5,275
재고자산	2,608	2,895	2,873	2,980
비유동자산	17,294	17,504	17,511	17,571
투자자산	1,156	1,175	1,167	1,203
유형자산	7,768	7,757	7,711	7,678
무형자산	7,018	7,221	7,281	7,337
자산총계	28,880	29,448	29,447	29,629
유동부채	13,317	14,286	14,330	14,412
매입채무 및 기타채무	4,795	5,514	5,624	5,680
단기차입금	3,188	3,876	3,818	3,760
유동성장기부채	2,446	2,941	2,912	2,882
비유동부채	8,418	7,676	7,584	7,589
사채 및 장기차입금	6,170	5,170	5,094	5,018
부채총계	21,735	21,963	21,914	22,000
지배기업소유지분	2,012	2,049	2,054	2,093
자본금	135	135	135	135
자본잉여금	761	761	761	761
이익잉여금	960	997	1,003	1,042
기타자본	155	155	155	155
비지배지분	5,134	5,437	5,479	5,535
자본총계	7,145	7,485	7,533	7,629
총차입금	12,663	12,857	12,689	12,546
순차입금	9,627	10,080	9,850	9,925

포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019P	2020E	2021E
매출액	18,172	18,536	18,394	19,081
증가율(%)	7.4	2.0	-0.8	3.7
매출원가	14,849	15,124	14,968	15,502
매출총이익	3,324	3,412	3,426	3,579
매출총이익률(%)	18.3	18.4	18.6	18.8
판매비와 관리비	2,108	2,150	2,133	2,213
영업이익	1,216	1,262	1,293	1,366
영업이익률(%)	6.7	6.8	7.0	7.2
EBITDA	1,839	1,863	1,883	1,948
EBITDA M%	10.1	10.1	10.2	10.2
영업외손익	-1,205	-1,086	-1,102	-1,112
지분법관련손익	-28	0	0	0
금융손익	-633	-529	-534	-532
기타영업외손익	-544	-557	-568	-580
세전이익	11	176	190	255
법인세비용	277	-257	49	66
당기순이익	-341	433	141	188
지배주주순이익	-117	130	98	132
지배주주순이익률(%)	-1.9	2.3	0.8	1.0
비지배주주순이익	-224	303	42	57
기타포괄이익	109	0	0	0
총포괄이익	-232	433	141	188
EPS 증가율(%, 지배)	-399.8	-217.8	-18.3	33.9
이자손익	-536	-535	-537	-532
총외화관련손익	-77	0	0	0

현금흐름표				
(십억원)	2018A	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,022	454	920	659
영업에서 창출된 현금흐름	1,654	726	1,501	1,251
이자의 수취	53	47	45	44
이자의 지급	-521	-582	-582	-575
배당금 수입	6	6	6	6
법인세부담액	-171	257	-49	-66
투자활동 현금흐름	-943	-822	-593	-662
유동자산의 감소(증가)	-18	-11	4	-21
투자자산의 감소(증가)	295	-19	7	-36
유형자산 감소(증가)	-347	-390	-340	-340
무형자산 감소(증가)	-448	-402	-265	-265
재무활동 현금흐름	11	99	-260	-236
사채및차입금증가(감소)	-276	194	-168	-143
자본금및자본잉여금 증감	-83	0	0	0
배당금 지급	-242	-95	-93	-93
외환환산으로 인한 현금변동	22	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	112	-270	66	-238
기초현금	2,345	2,456	2,187	2,253
기말현금	2,456	2,187	2,253	2,015
FCF	638	64	580	319

주요지표				
	2018A	2019P	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	18,238	16,524	16,524	16,524
시가총액(십억원)	2,034	1,162	766	766
주가(원)	111,500	70,300	46,350	46,350
EPS(원)	-4,779	5,632	4,599	6,158
BPS(원)	93,721	105,179	105,443	107,266
DPS(원)	5,200	5,200	5,200	5,200
PER(X)	-23.3	12.5	10.1	7.5
PBR(X)	1.2	0.7	0.4	0.4
EV/EBITDA(X)	9.4	9.1	8.7	8.4
ROE(%)	-4.6	5.9	1.9	2.5
ROA(%)	-1.2	1.5	0.5	0.6
ROIC(%)	39.8	18.4	5.5	5.9
배당수익률(%)	4.7	7.4	11.2	11.2
부채비율(%)	304.2	293.4	290.9	288.4
순차입금/자기자본(%)	134.7	134.7	130.8	130.1
유동비율(%)	87.0	83.6	83.3	83.7
이자보상배율(X)	2.1	2.2	2.2	2.4
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권 회전율	3.7	3.7	3.6	3.7
재고자산 회전율	7.3	6.7	6.4	6.5
매입채무 회전율	3.3	2.9	2.7	2.7

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내역

두산(000150) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-05-31	2019-11-25	2019-11-25	2019-12-18	2020-03-11	
투자 의견	Buy	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	
목표주가	160,000원		89,000원	85,000원	69,000원	
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-05-31	Buy	160,000원	-24.75	-9.38
2018-05-31	1년경과	160,000원	-34.12	-10.63
2019-11-25	담당자 변경	-		
2019-11-25	Buy	89,000원	-22.83	-19.44
2019-12-18	Buy	85,000원	-24.48	-15.29
2020-03-11	Buy	69,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자 의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(94.65%) · 매도(0.00%) · 중립(5.35%)	* 기준일 2019.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.