

두산중공업 (034020)

이동현
이태환
dongheon.lee@daishin.com
taehwan.lee@daishin.com

투자 의견 **N/R**

6개월 목표주가 **N/R**

현재주가 **21,450**
(21.08.09)

가계업종

안정되어가는 본업, 결국 시간의 문제

2Q21 Review 안정화되어가는 본업

- 7/28 2Q21 실적발표, 연결 기준 실적은 매출액 2조 9,006억원(+11% yoy), 영업이익 2,546억원(2Q20 -1,403억원). 시장 컨센서스 없음, 인프라코어 제외
- [중공업 부문(별도+해외 자회사)] 2Q21 실적은 매출액 1조 2,083억원(+5% yoy), 영업이익 793억원(흑전, 2Q20 -2,052억원), opm 4.8%(+22.6%p yoy). 국내외 대형 EPC 공정 확대 및 구조조정 효과, 200억원대 총당금 환입
- 영업외로는 두산밥캣 PRS 평가이익 640억원 반영. 당기순이익은 666억원으로 1Q에 이어 연속 흑자
- 신규수주는 9,984억원(-11% yoy, 1Q20 1조 3,218억원), 수주잔고는 12조 8,840억원(+2% yoy)으로 증가. 베트남 봉양2 PJ 수주규모 증가

NDR 후기

- 수주 전망, 지배구조 변화, 본업과 신사업의 현황과 전망에 대한 질문이 다수
- [석탄화력] 국내는 삼척을 끝으로 가스터빈으로 전환되는 분위기. 해외도 프로젝트가 줄어들 것. 인력은 장기적으로 풍력, 가스터빈으로 전환
- [가스터빈] 국책과제로 원천기술 개발. 공장설치 끝났고 하반기 운영 테스트
- [원전] 소형원전(SMR) 시장이 전세계적으로 커지는 분위기. 뉴스케일 지분 추가 투자, 이외 다양한 업체와 교류 확대. 대형원전 중 이집트는 내년으로 순연
- [지배구조] 두산인프라코어 매각 후 지분 69% 흡수, 두산밥캣 자회사 편입. 두산밥캣 PRS는 유지. (주)두산의 산업차량 부지 557억원에 매각 (주요 Q&A는 후면 참고)

코멘트, 결국 시간의 문제

- 본업은 구조조정 완료 후 수주잔고만으로도 흑자 기조를 유지. 연간 8조원 내외의 수주가 가능할 것. 재무구조 개선, 연말까지 산업은행 차입금 대부분 상환
- 다만 신사업들의 가시적 성과는 시간이 필요, 주가 변동성이 클 수 있음

영업실적 및 주요 투자지표

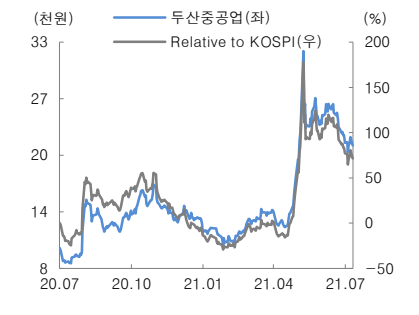
(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	13,952	13,841	14,761	15,660	15,111
영업이익	798	913	1,004	1,077	516
세전순이익	-244	131	-103	95	-658
총당기순이익	-216	-110	-422	-104	806
자배자분순이익	-171	-292	-524	-395	181
EPS	-1,160	-1,982	-3,377	-1,985	659
PER	NA	NA	NA	NA	34.0
BPS	23,606	22,990	18,086	12,863	13,008
PBR	0.9	0.5	1.2	1.7	1.7
ROE	-4.8	-8.5	-16.9	-14.7	5.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 두산중공업, 대신증권 Research Center

KOSPI	3,260.42
시가총액	10,991십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	1,873십억원
52주 최고/최저	32,000원 / 8,277원
120일 평균거래대금	2,036억원
외국인지분율	5.42%
주요주주	두산 외 33 인 40.39% 국민연금공단 5.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.8	69.6	75.1	155.5
상대수익률	-18.9	66.3	65.7	84.3



2Q21 실적 및 사업 관련 주요 Q&A (1)

Q. 수주 계획 대비 진행률 현황과 하반기 전망

A. 올해 수주 계획은 8.6조원으로 작년 5.5조 대비 크게 늘어날 것으로 전망. 상반기 누적 수주는 2.3조원. 다소 더디게 보이는 것은 1) 베트남 Vungang2 화력발전소가 지분 비율조정 때문에 일정 지연된 것과, 2) 한림해상풍력 사업이 REC 가중치 협의 과정 중에 지연되었던 탓. 3분기 중에는 수주 인식될 것으로 예상. 연내 수주 확정적인 On-hand 물량이 3.6조원, 매년 규모가 일정한 서비스/기자재 2.1조원, 여기에 타겟 프로젝트 0.6조원 수주를 추가한다면 계획 달성 가능. 내년, 내후년에도 8조원 이상 수주 기대

Q. 8조원 수주 시장이 유지될 것으로 보는 이유

A. 가스터빈, 신재생, 원자력 분야 수주가 늘어날 것으로 예상. 화력발전소가 30개 폐쇄 되겠지만 가스터빈발전소 24개가 신규로 나올 것으로 전망되며, 이 중 15개 이상을 수주해올 계획. 자체개발한 가스터빈은 하반기 김포 열병합발전소 통해 실증 테스트할 계획. 풍력도 올해는 4천억 정도지만 내년부터는 9천억 이상 수주를 계획하고 있으며, 원자력도 중동 원전 투자와 SMR 기자재 공급 등 업사이드가 열려있음

Q. 재무구조 개선 현황과 향후 차입금 상환 계획

A. 2019~2020년 인력 구조조정을 통해 고정비 절감을 위한 조직 개편 진행. 클럽모우 골프장 1,800억원 매각, 두산퓨얼셀 오너 지분 6,000억원 무상 수증, 두산퓨얼셀 (주)두산 지분 5,400억원 현물출자, 신주인수권 1WR 전환 등을 통해 자본규모 증가. 하반기에는 합병할 인프라코어 자산부문 중 비관련자산 매각 진행하고, 인프라코어 매각 대금 수령하여 차입금 상환 예정. 1분기 말 연결기준 순차입금 4.5조 중 산은, 수은으로부터 받은 긴급상환자금부터 상환할 예정. 전년 대비 분기당 이자비용 100억원 가량 절감 예상

Q. 두산건설 실적 흑자전환 유지 중. 매각 추진 계속되나

A. 중장기 보유 계획은 없고 매각 지속 추진 중이며 올해 말까지 매각될 것으로 예상. 두산건설 장부가를 1.2조원에서 0.4조원으로 상각해둔 상태. 종합건설사, 브랜드 때문에 지방 건설사 입장에서 매력 있을 것. 현재 이익이 나고 있기 때문에 조급한 입장은 아님

Q. 연간 실적 가이드스와 달성 가능 여부

A. 매출 5.9조원, 영업이익 2,200억원 제시. 매출규모는 수주잔고 기반으로 계산되기 때문에 달성 가능성 높음. 인력 구조조정 효과로 1,800억원 가량의 고정비 감소가 예상되어 이익 가이드스 달성 가능하다고 판단

2Q21 실적 및 사업 관련 주요 Q&A (2)

Q. 가스터빈 기술 보유상황과 향후 사업 전망

A. 가스터빈 기술은 정부 국책과제 통해 확보하였으며 현재 원천기술을 보유 중. 공장 설치까지는 끝냈고 하반기부터 김포 열병합발전소 운영을 통해 테스트. 현재 시점 기준으로 가스터빈이 석탄화력 대비 수익성이 좋다고 할 수 없지만, 자체생산 가능, 서비스 사업 참여 등으로 마진 올라갈 것. 화력발전 인력을 전환배치하는 형태로 인력 충원

Q. 풍력사업 경쟁력과 향후 사업 전망

A. 수주 예정인 제주 한림해상풍력단지에 5.5MW 모델이 처음 들어갈 계획. 100MW 규모기 때문에 5.5MW 17대 투입 예상. 정부랑 공동개발하는 8MW 모델이 완성되면 전남 신안 해상풍력단지에 참여할 계획. 개발 중인 8MW 모델은 국내 풍향, 지형조건을 고려 시 가장 적합한 형태일 것으로 판단하고 있어, 외국기술 기반 12MW 이상 모델이 국내에 들어오더라도 경쟁력 있다고 생각. 풍력사업은 2025년 1.5조원 수주, 1.1조원 매출을 목표

Q. SMR 사업 진행상황과 향후 전망

A. 미국 REC 인증을 받은 SMR 선도업체인 미국 NuScale과 협력관계. 당사는 FI 지분을 포함하여 NuScale에 총 1억 400만불을 지분투자했으며 약 9% 지분 확보. 이를 통해 2027년까지 약 3.3조원 물량을 안전확보해둔 상황. 현재 28개 업체가 SMR을 개발 중인데, 원전 주기기 분야에서 당사만큼의 트랙레코드, 가격경쟁력을 갖춘 회사가 없기 때문에 6~7개 업체가 기자재 공급 관련하여 컨택 중이며 추가 수주도 기대

Q. 해외원전 수주 파이프라인 및 현황

A. 사우디, 체코, 폴란드, 인도 등에서 사업 진행되고 있음. 규모는 사우디 4기, 체코 2기, 폴란드 2기, 인도 2기 예상. 인도, 폴란드는 웨스팅하우스가 기본설계 수주하였고, 당사는 주기기(증기발전기, 원자로) 제작 파트너사로 참여하는 형태. 사우디, 체코는 한수원 주관으로 '팀 코리아' 결성하여 입찰 경쟁 중. 웨스팅하우스가 수주하면 증기발전기, 원자로에 한해 물량 받지만, 팀 코리아가 수주하면 기본설계부터 참여하여 인식되는 매출규모가 더 큰 상황

Q. Vungang2 베트남 화력발전소 이후 추가 화력발전 사업 계획 있는지

A. 해당 사업까지는 PF가 되기 때문에 진행하기로 결정. 향후에는 동남아 지역에서 추가적인 석탄화력발전소 건설 계획 없음. 발주가 나오더라도 국내 금융지원 안나오기 때문에 참여하지 않을 것. 국내 석탄화력발전소도 가스터빈으로 대체되는 분위기

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018 A	2019A	2020A
매출액	13,952	13,841	14,761	15,660	15,111
매출원가	11,526	11,390	12,191	12,984	12,819
매출총이익	2,426	2,451	2,570	2,676	2,293
판매비와관리비	1,628	1,538	1,566	1,599	1,777
영업이익	798	913	1,004	1,077	516
영업외수익	5.7	6.6	6.8	6.9	3.4
EBITDA	1,330	1,427	1,503	1,628	983
영업외손익	-1,042	-783	-1,107	-982	-1,174
관계기업손익	-15	-17	-30	-14	-14
금융수익	1,018	1,042	531	489	605
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,566	-1,535	-1,080	-1,070	-1,449
외환보통손실	449	500	272	271	299
기타	-480	-272	-528	-387	-316
법인세비용차감전순이익	-244	131	-103	95	-658
법인세비용	-133	-173	-220	-210	1,453
계속사업손익	-377	-42	-323	-115	795
중단사업손익	162	-68	-98	11	11
당기순이익	-216	-110	-422	-104	806
당기순이익률	-1.5	-0.8	-2.9	-0.7	5.3
비자비자분순이익	-45	182	102	291	624
자비자분순이익	-171	-292	-524	-395	181
매도가능금융자산평가	20	7	0	0	0
기타포괄이익	-48	153	159	87	48
포괄순이익	-244	51	-263	-17	854
비자비자분포괄이익	-52	98	247	375	662
자비자분포괄이익	-192	-47	-510	-392	192

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018 A	2019A	2020A
EPS	-1,160	-1,982	-3,377	-1,985	659
PER	NA	NA	NA	NA	34.0
BPS	23,606	22,990	18,086	12,863	13,008
PBR	0.9	0.5	1.2	1.7	1.7
EBITDAPS	9,036	9,684	9,689	8,172	3,576
EV/EBITDA	11.3	9.6	15.4	14.6	24.3
SPS	94,760	93,956	95,181	78,617	54,966
PSR	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
CFPS	9,862	12,342	10,029	9,223	3,246
DPS	436	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018 A	2019A	2020A
성장성					
매출액 증/감	-3.6	-0.8	6.6	6.1	-3.5
영업이익 증/감	흑전	14.4	9.9	7.3	-52.1
순이익 증/감	적지	적지	적지	적지	흑전
수익성					
ROIC	7.9	-2.0	21.9	-9.0	-4.4
ROA	3.1	3.7	4.0	4.3	2.1
ROE	-4.8	-8.5	-16.9	-14.7	5.9
안정성					
부채비율	264.0	280.2	299.1	300.0	193.8
순차입금비율	128.5	135.9	131.8	140.7	85.1
이자보상비율	1.6	1.9	2.0	2.1	0.9

자료: 두산중공업 대외증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018 A	2019A	2020A
유동자산	9,028	9,230	9,782	9,352	10,267
현금및현금성자산	1,373	1,970	2,075	1,441	2,619
매출채권 및 기타채권	4,472	4,291	4,440	4,403	4,313
재고자산	1,739	1,738	1,892	2,202	2,125
기타유동자산	1,444	1,231	1,376	1,305	1,210
비유동자산	15,804	15,732	15,033	15,458	15,165
유형자산	6,388	6,905	6,414	5,922	5,832
관계기업투자지급	81	79	101	156	129
기타비유동자산	9,336	8,749	8,517	9,380	9,204
자산총계	24,833	24,962	24,815	24,809	25,432
유동부채	11,580	11,747	11,505	13,773	11,256
매입채무 및 기타채무	4,781	4,772	5,489	5,237	3,007
차입금	2,299	3,765	2,840	3,767	4,997
유동상채무	3,140	1,868	2,050	3,265	1,142
기타유동부채	1,361	1,341	1,126	1,504	2,110
비유동부채	6,429	6,650	7,092	4,834	5,519
차입금	4,289	4,662	5,096	2,545	3,151
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,141	1,988	1,995	2,289	2,368
부채총계	18,010	18,396	18,596	18,607	16,775
자비자분	3,476	3,387	2,805	2,562	3,576
자본금	597	597	650	1,075	1,938
자본잉여금	1,653	1,703	1,679	1,763	1,763
이익잉여금	705	402	-149	-974	-793
기타자비자분	522	684	625	698	669
비자비자분	3,347	3,179	3,414	3,640	5,081
자본총계	6,823	6,566	6,218	6,202	8,657
순차입금	8,767	8,920	8,193	8,727	7,368

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018 A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	968	429	990	434	1,789
당기순이익	-216	-110	-422	-104	806
비현금성항목의기감	1,668	1,928	1,977	1,941	87
감가상각비	532	513	499	551	467
외환손익	46	-141	48	41	-90
자본법평가손익	15	17	30	14	14
기타	1,075	1,539	1,401	1,335	-305
자산부채의증감	40	-903	-76	-806	-53
기타현금흐름	-524	-486	-490	-598	950
투자활동 현금흐름	805	-457	-793	-580	-89
투자자산	-74	-63	-270	-32	42
유형자산	-222	-212	-200	-219	-219
기타	1,100	-182	-322	-329	89
재무활동 현금흐름	-2,252	704	-110	-531	274
단기차입금	-865	942	-837	911	1,230
사채	434	2,128	543	899	899
장기차입금	249	714	1,736	-293	-293
유상증자	0	0	0	462	862
한금배당	-148	-116	-66	-76	0
기타	-1,923	-2,965	-1,487	-2,434	-2,424
현금의증감	-520	598	105	-634	1,178
기초 현금	1,893	1,373	1,970	2,075	1,441
기말 현금	1,373	1,970	2,075	1,441	2,619
NOPLAT	1,233	-294	3,136	-1,301	-623
FCF	1,227	-331	3,096	-1,508	-533

[Compliance Notice]

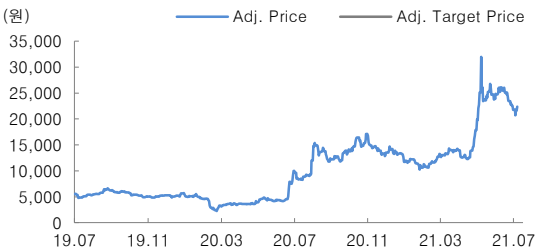
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이동현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산중공업(034020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.08.10	21.05.10	20.12.01
투자의견	Not Rated	Not Rated	Not Rated
목표주가	Not Rated	Not Rated	Not Rated
과다율(평균%)			
과다율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과다율(평균%)			
과다율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과다율(평균%)			
과다율(최대/최소%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210807)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	6.5%	0.9%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상