두산중공업 (034020)

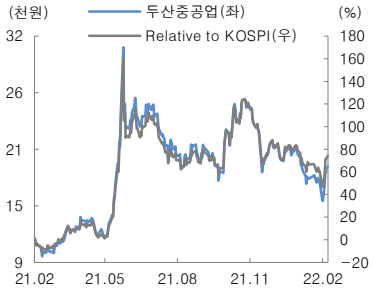
실적은 이미 정상화, 유상증자 납입 완료

이동헌 dongheon.lee@daishin.com
이지니 jini.lee@daishin.com

투자의견	N/R
6개월 목표주가	N/R
현재주가 (22.02.21)	18,900
	기계업종

KOSPI	2743.8
시가총액	9,870십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	2,611십억원
52주 최고/최저	30,886원 / 9,893원
120일 평균거래대금	1,738억원
외국인지분율	7.84%
주요주주	두산 외 34 인 34.21% 국민연금공단 5.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.4	-18.6	0.4	71.8
상대수익률	5.8	-11.8	12.0	94.5



4Q21 Review 실적은 이미 정상화

- 2/11 4Q21 실적발표
- [중공업 부문(별도+해외 자회사)] 4Q21 실적은 매출액 1조 7,211억원(+16% yoy), 영업이익 361억원(흑전, 4Q20 -1,819억원), opm 2.1%(+14.4%p yoy). 매출액은 21년 수주 증가분 반영, 국내외 대형 EPC 공정 확대. 영업이익은 원자재가 상승 영향(약 330억원) 반영
- 2021년 연간으로는 매출액 5.6조원(+6% yoy) 영업이익 2,622억원(흑전 yoy)
- 2022년 수주는 7.3조원(+33% yoy, 2021년 5.5조원)으로 증가, 잔고 15.5조원
- 2022년 경영계획은 매출액 7.3조원(+31% yoy), 영업이익 2,849억원(+9%)
- 연결 기준 실적은 자회사 매각에 따른 기준 변경으로 직접 비교 어려움. 2022년 연결 매출액은 11.8조원(+22% yoy), 영업이익 8,908억원(흑전 yoy), 중공업과 밥캣의 고른 성장. 영업외 밥캣 PRS 평가손익 반영
- 2022년 신규수주 9조원 전망. 사우디 주단조(1조원, 기수주), 이집트 원전(0.6조원), 괌 복합화력(0.6조원) 등 4.5조원은 기확보된 물량이라 판단

NDR 후기

- SMR, 풍력 등 신사업, 원자재가 상승 영향, 유상증자 자금 사용 질문 다수
- [SMR] 뉴스케일파워에 지분 투자, 사업적인 측면에서 자금 확충을 위해 지분투자를 요구하는 추세. 캐나다, 동유럽 시장 확대 전망. 2024년부터 가시화
- [원전] EU 텍소노미 반영됐지만 최종 적용까지 시차 존재. 각국은 속도 조절, 체코, 폴란드, 사우디, 인도 등에 대해 수주 검토. 일부 미국과 협력
- [유상증자 자금] 1.15조원 투자 기준, 2026년까지 가스터빈 3천억원, 풍력 2천억원, SMR 1,500억원, 연료전지 700억원 등 8천억원 투자. 이외 차입금 상환 (주요 Q&A는 후면 참고)

코멘트, 유상증자 납입 완료

- 유상증자 일반공모까지 납입 완료. 산업은행 대여금 상환은 정해진 수순. 구조조정 완료로 수주, 실적의 지속성 확보. 신사업의 변동성이 유일한 변수

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	13,841	14,761	15,660	15,132	11,808
영업이익	913	1,004	1,077	154	891
세전순이익	131	-103	95	-864	581
총당기순이익	-110	-422	-104	-838	646
지배지분순이익	-292	-524	-395	-1,070	495
EPS	-1,982	-3,377	-1,910	-3,732	1,026
PER	NA	NA	NA	NA	19.9
BPS	22,990	18,086	12,377	11,123	9,046
PBR	0.5	1.2	0.4	1.2	2.1
ROE	-8.5	-16.9	-14.7	-37.2	13.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 두산중공업, 대신증권 Research Center 2020년까지 실적은 자회사 분할 전 기준

4Q21 실적발표 주요 내용

동사 발전 분야 사업의 시장 변화 전망

동사의 발전 분야 사업의 시장 변화는 약 3가지 관점에서 나타남, 1) 재생에너지와 가스 비중 확대 2)수소 경제 본격화, 3)원자력에 대한 국제적인 시각 재조명
글로벌 발전 리서치기관 IHS는 향후 10년간의 발전 부분에서의 전력 수요는 지속적 증가세를 보일 것으로 전망. 주요 이유로 최근에 전기차를 비롯한 최종 에너지 수요는 전력을 활용하는 전력화가 많이 사용되고 있기 때문. 전력 수요에 대해서 가장 많은 공급을 하는 발전원으로는 현재 풍력과 태양광으로 전체에서 차지하는 비중이 10% 수준. 이는 향후에 가장 큰 비중으로 2030년까지 지금보다 약 2.8배 정도 올라갈 것으로 예상

성장산업 추진전략

동사의 4대 성장 주요 신사업은 1) 가스터빈, 2) 수소, 3) 신재생, 4)차세대 원전으로 2022년 4대 성장 사업 수주 목표 3.2조원이며 향후 2026년까지 연평균으로도 약 5.3조원을 목표로 하며, 수주에서 50%가 넘는 비중을 4대 성장사업으로 전환할 예정

가스터빈 사업부문은 국책과제로 개발한 가스터빈이 작년 최종 시험 검증 완료되며 올해부터 국내 복합에 본격 도입 예정. 작년 9차 전력수급 계획에 따르면 국내 22GW(약 40여 개의 발전소)가 신규로 2030년까지 발주 예정. 동사는 가스터빈으로 시장 확대 계획. 탄소 중립으로 가스터빈 쪽 위축 우려 있지만 동사는 중장기적으로 수소를 직접 연소할 수 있는 제품을 준비하며 2030-2040년대에 수소전환가능 모델 출시 준비 중. 탄소중립 영향에 따라 위축되는 게 아닌 수소로서 성장 가능한 포텐셜 보유

수소 사업부문은 기술 개발 초기단계지만, 수소발전의 기본 기술은 발전 설비(보일러와 터빈)의 원천 기술을 연료로 전환하는 기술이기 때문에 보일러의 연소 설비와 터빈의 노즐 등을 수소에 맞게 하는 기술 개발은 이미 시작했고 정부와 같이 협의 중. 적어도 2027년 이후에는 수소발전을 실제 발전소에 적용하도록 준비 중

신재생 사업부문은 작년 8MW급의 대형 해상풍력 개발 완료 후 올해 인증 절차 진행 중. 현 정부의 국내에서 향후 약 20킬로와트의 해상 풍력을 설치하겠다는 계획에 맞춰 국내 해상풍력에 설치하기 위한 대형급이 약 8GW. 국내 풍향이나 공급망에 맞춰서 최적화 및 개발. ESS, 신재생 EPC들도 규모가 점점 커지면서 프로젝트 단위도 수천억대로 규모가 커짐에 따라 매출 지속 확대 예상

차세대 원전 사업부문에서 동사는 SMR 주기기 제작 및 여러 설비 공급자로서 글로벌 SMR 선두주자인 뉴스케일사를 전략적 파트너로 삼음. 초도기에 기자재 제작을 위해서 올해부터 소재 수주부터 실질적인 수주 진행 중이며 현재 동사는 뉴스케일사, 그 외 일부 추가 다른 업체들의 물량 중 상당 부분 가시화 된 수주들을 보수적으로 계산하여 연평균 약 8천억 원 가량의 수주목표 계획, 추가적인 업사이드 포텐셜도 발굴 중. 글로벌 SMR시장에서 동사는 글로벌 SMR 파운더리라는 명성을 만들 수 있도록 기술과 역량 확보하려 노력할 것이며 현재 SMR은 뉴스케일을 필두로 2003년에 초도기 건설이 예정, SMR 건설 시장 지속 증가 전망

4Q21 NDR 주요 Q&A

Q. 예상 계획 대비 증자 금액 축소로 받는 영향

A. 첫 발표는 1.5조원 규모였지만 1차 발행가로 1.3조원, 최종적으로 1조 1500억원으로 확정됨. 동사가 실질적으로 기대한 규모는 약 1.2조원 가량이며 500억원 차이로 사업 운영에는 전혀 영향 없을 것

Q. 두산건설 지분 46% 보유에 대한 이유 혹은 배경

A. 두산건설은 현재 FI한테 지분매각완료, 컨트롤 지분이 없기 때문에 이번 주에 계열분리 완료. 콜옵션을 보유하고 있지만 이는 형식적인 부분이며 현재로서는 두산건설을 다시 가져올 계획을 구상하는 단계 아님

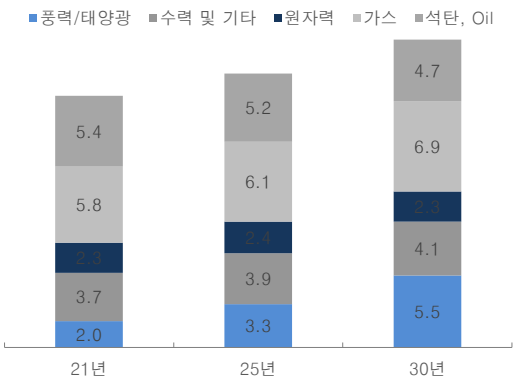
Q. 해외 시장 진출 전망 및 추진 현황

A. 현재 주요 시장은 미국시장이지만 중국의 경우 소형원전의 기술투자 규모가 확대되는 추세이나 중국시장은 동사의 타겟시장으로 보지 않음. 중국은 대량 원전 외 모든 원자력을 자국 내에서 해결, 만약 SMR이 중국 자체 기술력으로 해결되지 않으면 러시아 타입 수입 예상. 동사가 타겟하는 시장은 캐나다, 동유럽 국가 등으로 적극 진출하는 중이며 뉴스케일이 동유럽 중 루마니아와 폴란드에 진출. 기자재를 공급하는 대형원전을 예로 들면 웨스틴 하우스가 들어가는 지역에 주기기 공급
현재 추진 중인 해외 원전은 인도, 체코, 폴란드, 사우디이지만 전체적으로 일정이 지연되는 중. 가장 빠른 일정은 체코 2024년으로 올해 2월 공식 입찰 안내서 발급 예정, 하반기 제출 후 2024년도 수주 가시화 예상. 폴란드 2025년 예상, 미국 설계 용역 수행중. 다음으로 미국, 프랑스, 한국 진행 중이나 역시 일정이 다소 밀린 것으로 예상. 사우디와 인도 2026년 예상. 인도는 웨스틴하우스가 수주하면 동사가 계약하는 방식, 현재 인도 발주처랑 웨스틴하우스랑 협상이 예정보다 다소 지연되 동사의 스케줄도 미뤄둠
텍소노미 최종안에 원전이 포함이 됐지만 최종 적용까지 소요되는 시간은 각 국의 원전 추진에 영향을 주며 그 외 인플레이션 우려나 여러 가지 금리 인상 등이 대형 프로젝트 신규투자에 다소 영향을 주는 것으로 전망

Q. 원자재 이슈 해소 시 향후 중공업 부문 이익률 전망

A. 원자재가 이슈가 없던 과거 이익률은 약 6-7% 수준이며 현재는 가장 낮은 레벨. 신재생 비중 확대로 이익률 저하는 사실이며, 풍력의 경우 연간 약 200개 정도 달성해야 원하는 수준의 이익률 달성 가능해 아직까지는 부족한 상황. 현재 공장 확대 투자 단계이며 마진이 좋았던 원자력 비중 축소에 따라 SMR 부문에서 상쇄 가능 예상. 가스터빈이 관건, 석탄 화력 발전소의 이익률 커버를 해줄 수 있는 단계에 접어들면 약 6% 마진 달성 예상. 올해 같은 경우 원자재가 인상 임팩트를 미리 보수적으로 잡아둠

재생 · 가스 부문의 시장 확대

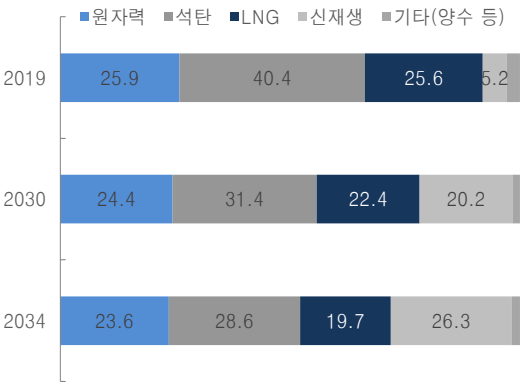


자료:IHS, 두산중공업, 대신증권 Research Center
주: IHS Markit Global Energy Scenarios('21.07)

국내 수소경제 본격화

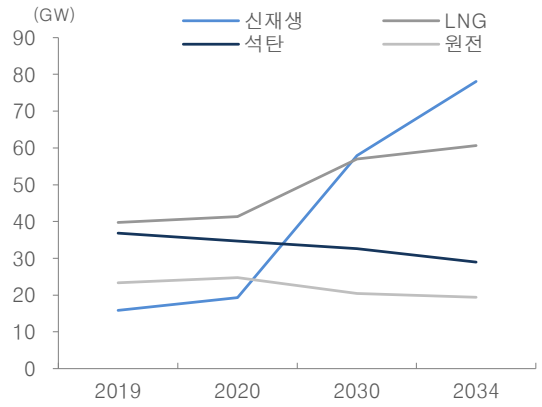
자료: 두산중공업, 대신증권 Research Center
주: 수소경제 이행 기본계획('21.11)

주요 발전원별 발전량 비중 전망



자료: 전자신문, 대신증권 Research Center
주: 제 9차 전력수급 기본계획

주요 발전원별 설비 변화 전망



자료: 전자신문, 대신증권 Research Center
주: 제 9차 전력수급 기본계획

[Compliance Notice]

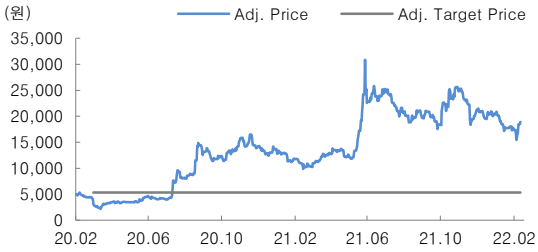
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이동헌)

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	22.02.22	21.08.10	21.05.10	20.12.01	21.08.10
투자의견		Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated
목표주가		Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220219)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.4%	6.6%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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