

Buy
TP 137,000원

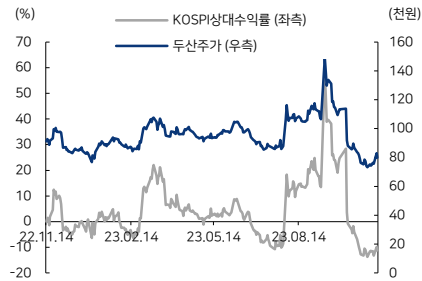
유지
유지

두산(000150) : Next Step

Company Data

현재가(11/07)	79,900원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	149,100원
52주 최저가(보통주)	73,200원
KOSPI(11/07)	2,443.96p
KOSDAQ(11/07)	824.37p
자본금	1,237억원
시가총액	15,761억원
발행주식수(보통주)	1,652만주
발행주식수(우선주)	489만주
평균거래량(60일)	19.9만주
평균거래대금(60일)	159억원
외국인지분(보통주)	10.21%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.3	-14.1	-9.8
상대주가	-10.6	-12.1	-12.5

▶ 실적 전망, 두산로보틱스 상장 관련

- '23년 글로벌 인프라 투자 확대에 따른 두산밥캣의 외형 성장으로 자회사 두산에너지빌리티 외형 성장. 두산 '23년 연결기준 매출액 19.2조원(YoY +13.2%), 영업이익 1.5조원(YoY +34.6%)으로 추정.
- '23년 10월 자회사 두산로보틱스 상장 완료. 공모는 두산의 구주 매출 없이 신주 모집만을 통해서 진행함에 따라 투자자들에게 두산그룹의 향후 주요 자회사의 성장 관련된 방향성을 보여주었다고 판단.

▶ 두산로보틱스 상장 완료, Next Step 준비

- 두산로보틱스 상장 완료됨에 따라 두산의 자체 사업인 BG사업에 주목. 전자 BG는 PCB(인쇄회로기판)의 핵심 소재인 CCL(동박적층판)을 생산 및 공급. 기존에는 반도체, 통신장비, 스마트폰 등에 적용 되었으나, 최근 고객 및 Application 다각화 중이며 고품질 제품에 대한 수요 증가 중(ex. 데이터센터 열처리 중요, 열처리 관련 특수 CCL 수요 발생). '23년 두산의 인공지능 가속기 하이엔드 CCL 공급 관련 뉴스 등을 고려하면, 두산 BG사업의 기술력 또한 확인 가능.

▶ Valuation

- 투자 의견 'BUY', 목표주가 137,000원 유지
- 두산 자회사들의 적정 가치와 자체사업부 가치 합산하여 목표주가 산출
- 두산로보틱스 상장 완료함에 따라 시가총액 고려하여 적정 가치 적용

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2020.12	12,851	12.5	921	7.2	649	11,812	흑전	10.0	1.1	1.2	9.4	10.9
2021.12	16,996	32.2	1,126	6.6	-581	-42,673	적전	-1.9	0.7	1.0	8.6	-36.0
2022.12	19,238	13.2	1,516	7.9	485	-3,466	적지	-24.0	0.6	1.0	7.4	-2.8
2023.12	19,336	0.5	1,586	8.2	593	17,410	흑전	4.8	0.5	0.9	7.3	16.1
2024.12	19,723	2.0	1,676	8.5	710	20,963	20.4	4.0	0.4	0.8	7.3	16.7

두산(000150) : Next Step

▶ 두산 Valuation Table

(단위: 십억 원)

	시가총액/기업가치	두산 지분율	두산 반영 자산가치	비고
[영업가치]				
* 자체 사업(전자BG + 그 외) ①	701		701	'23년 예상 순이익 * P/E 10배
[상장회사 보유 가치]				
* 두산에너지빌리티	10,587	31%	3,229	1yr AVG 시가총액
* 두산로보틱스	2,676	68%	1,820	'23년 10월 상장 이후 현재까지 AVG 시가총액
* 오리콤	150	61%	91	1yr AVG 시가총액
합계 ②	13,413		5,140	
[비상장회사 보유 가치]				
* 두산로지스틱스솔루션	25	100%	25	장부가
* 두산모빌리티이노베이션	72	86%	62	장부가
합계 ③	97		87	
순현금(별도기준) ④			-782	2Q23 기준
NAV ①+②+③ + ④			5,146	
Discount 적용			55%	
NAV, Discount 적용			2,316	
보통주 주식수(주)			16,523,835	
자사주 차감(주)			13,522,969	
목표주가(원)			137,000원	기존 목표주가 137,000원 유지

두산(000150) : Next Step

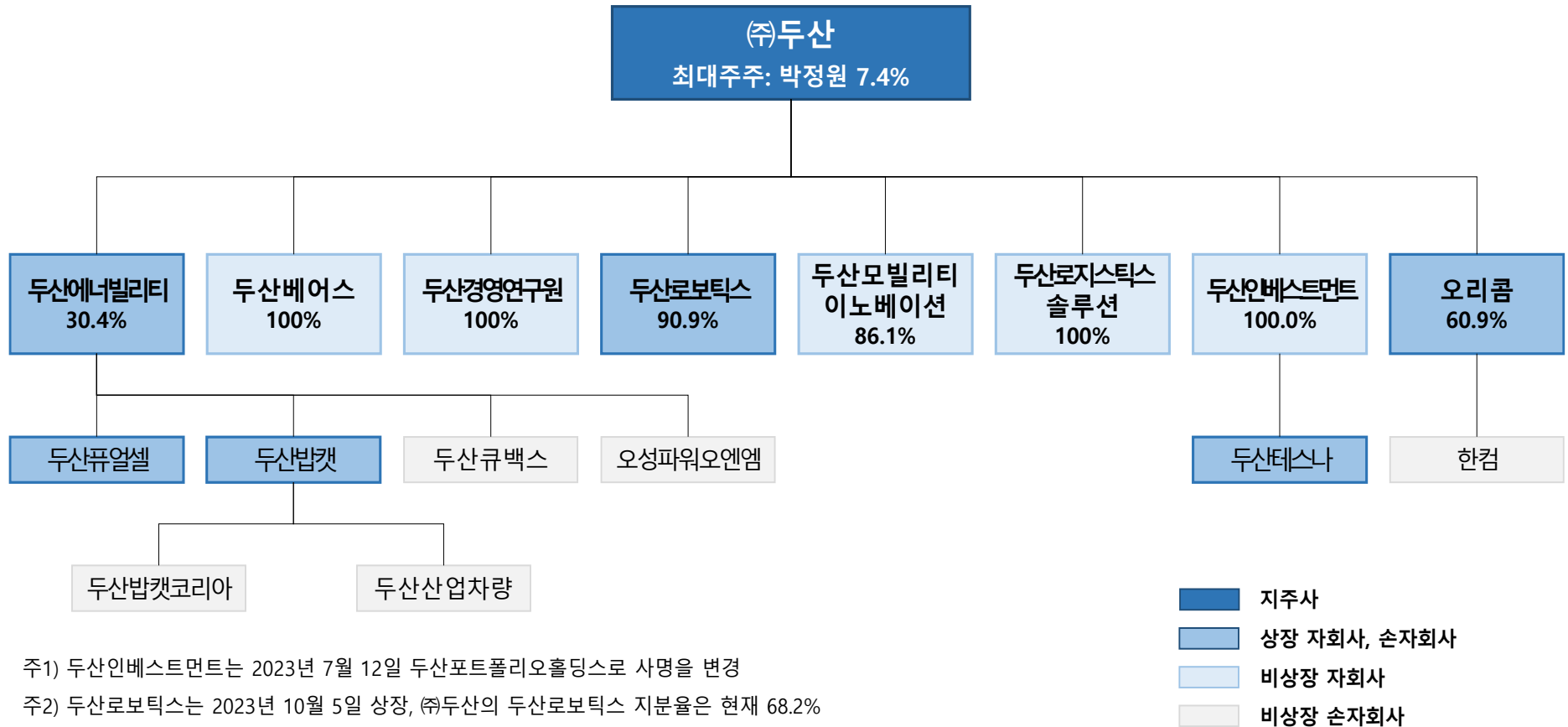
▶ 두산 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E
매출액(연결)	3,420	4,284	4,388	4,904	4,351	4,866	4,467	5,379	16,996	19,238
YoY	-24.4%	87.1%	15.8%	117.8%	27.2%	13.6%	1.8%	9.7%	32.2%	13.2%
(자체 사업)										
* 전자BG	246	253	243	208	170	210	221	227	1,309	829
* 그 외	83	87	88	101	85	85	82	104	359	356
(상장 자회사 매출액)										
* 두산에너지빌리티	3,071	3,768	3,960	4,622	4,041	4,539	4,155	5,055	15,421	17,790
- 두산퓨얼셀(손자회사)	51	74	30	157	50	49	46	193	312	337
- 두산밥캣(손자회사)	1,641	2,218	2,379	2,384	2,405	2,672	2,366	2,264	8,622	9,708
* 두산로보틱스					24		16	26	45	66
영업이익(연결)	188	367	341	231	338	467	319	346	1,126	1,516
YoY	-52.8%	110.1%	31.3%	159.2%	80.1%	27.4%	-6.3%	49.8%	22.3%	34.6%
영업이익률	5.5%	8.6%	7.8%	4.7%	7.9%	9.6%	7.1%	6.4%	6.6%	7.9%
자체 사업 영업이익	37	46	33	-3	16	23	20	21	113	80
(상장 자회사 영업이익)										
* 두산에너지빌리티	192	328	315	272	365	454	264	341	1,106	1,423
- 두산퓨얼셀(손자회사)	-9	1	-3	18	3	0	1	11	7	16
- 두산밥캣(손자회사)	194	310	317	251	370	467	298	251	1,072	1,384
자체 사업 영업이익률	11.2%	13.5%	10.0%	-1.0%	6.3%	7.8%	6.6%	6.4%	8.6%	6.8%
(상장 자회사 영업이익률)										
* 두산에너지빌리티	6.3%	8.7%	7.9%	5.9%	9.0%	10.0%	6.4%	6.7%	7.2%	8.0%
- 두산퓨얼셀(손자회사)	-16.8%	1.1%	-9.8%	11.4%	6.4%	1.0%	1.5%	5.9%	2.3%	4.6%
- 두산밥캣(손자회사)	11.8%	14.0%	13.3%	10.5%	15.4%	17.5%	12.6%	11.1%	12.4%	14.3%

두산(000150) : Next Step

▶ 두산그룹 지주회사 및 지주회사의 주요 자회사, 손자회사(2023년 반기보고서 기준)



포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	12,851	16,996	19,238	19,336	19,723
매출원가	10,645	14,158	15,936	16,010	16,272
매출총이익	2,207	2,838	3,302	3,326	3,452
매출총이익률 (%)	17.2	16.7	17.2	17.2	17.5
판매비와관리비	1,286	1,712	1,786	1,740	1,775
영업이익	921	1,126	1,516	1,586	1,676
영업이익률 (%)	7.2	6.6	7.9	8.2	8.5
EBITDA	1,534	1,744	2,174	2,272	2,455
EBITDA Margin (%)	11.9	10.3	11.3	11.7	12.4
영업외손익	-328	-1,412	-917	-816	-708
관계기업손익	3	-343	0	0	0
금융수익	749	808	821	924	983
금융비용	-1,069	-1,379	-1,175	-1,211	-1,161
기타	-12	-497	-563	-530	-530
법인세비용차감전순손익	593	-286	599	769	969
법인세비용	247	211	30	92	174
계속사업순손익	346	-497	569	677	794
중단사업순손익	303	-84	-84	-84	-84
당기순이익	649	-581	485	593	710
당기순이익률 (%)	5.0	-3.4	2.5	3.1	3.6
비지배지분순이익	445	115	534	296	355
지배지분순이익	204	-696	-49	296	355
지배순이익률 (%)	1.6	-4.1	-0.3	1.5	1.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	616	332	349	349	349
포괄손익	1,265	-249	834	942	1,059
비지배지분포괄이익	908	370	-1,237	-1,397	-1,571
지배지분포괄이익	356	-619	2,071	2,339	2,631

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	722	533	1,744	2,128	2,304
당기순이익	649	-581	485	593	710
비현금항목의 가감	1,552	2,705	2,273	2,349	2,514
감가상각비	436	456	509	545	645
외환손익	62	149	42	42	42
지분법평가손익	-3	225	0	0	0
기타	1,058	1,875	1,723	1,762	1,827
자산부채의 증감	-588	-683	-618	-371	-404
기타현금흐름	-891	-908	-397	-444	-516
투자활동 현금흐름	-295	-291	-1,158	-1,496	-2,231
투자자산	-100	-365	-303	-513	-743
유형자산	-382	-700	-800	-750	-1,200
기타	187	774	-55	-233	-288
재무활동 현금흐름	-1,036	-482	2,572	1,771	1,745
단기차입금	-796	-2,794	-559	-391	-274
사채	168	-690	-284	-133	-62
장기차입금	-385	1,229	1,604	481	265
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-21	-125	-36	-36	-36
기타	-2	1,897	1,847	1,849	1,852
현금의 증감	-473	-161	-222	776	251
기초 현금	2,707	2,235	2,074	1,852	2,628
기말 현금	2,235	2,074	1,852	2,628	2,879
NOPLAT	537	1,958	1,441	1,395	1,375
FCF	180	1,194	680	961	549

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	9,877	9,526	9,166	9,501	9,529
현금및현금성자산	2,235	2,074	1,852	2,628	2,879
매출채권 및 기타채권	3,049	3,328	3,232	2,981	2,825
재고자산	2,049	2,757	3,120	3,136	3,199
기타유동자산	2,544	1,368	961	756	625
비유동자산	16,069	16,789	17,450	18,338	19,966
유형자산	5,947	6,273	6,565	6,769	7,324
관계기업투자금	740	431	734	1,248	1,991
기타금융자산	625	603	637	680	732
기타비유동자산	8,756	9,481	9,513	9,641	9,920
자산총계	25,946	26,315	26,616	27,839	29,494
유동부채	12,009	9,478	8,968	8,324	7,876
매입채무 및 기타채무	3,503	4,431	4,787	4,802	4,864
차입금	4,725	1,863	1,304	913	639
유동성채무	1,270	1,039	987	938	891
기타유동부채	2,512	2,145	1,890	1,671	1,483
비유동부채	5,526	6,539	7,835	8,202	8,470
차입금	1,521	3,208	4,811	5,292	5,557
사채	1,139	534	250	117	55
기타비유동부채	2,866	2,798	2,773	2,793	2,858
부채총계	17,536	16,018	16,803	16,527	16,346
지배지분	2,078	1,791	1,706	1,967	2,286
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,237	1,605	1,605	1,605	1,605
이익잉여금	1,383	669	585	846	1,165
기타자본변동	-1,196	-1,194	-1,194	-1,194	-1,194
비지배지분	6,332	8,507	8,107	9,345	10,862
자본총계	8,410	10,298	9,813	11,312	13,148
총차입금	9,306	7,411	8,257	8,326	8,398

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	11,812	-42,673	-3,466	17,410	20,963
PER	10.0	-1.9	-24.0	4.8	4.0
BPS	97,049	83,627	79,691	91,863	106,777
PBR	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	71,622	81,455	101,518	106,099	114,651
EV/EBITDA	9.4	8.6	7.4	7.3	7.3
SPS	777,754	1,028,560	1,164,238	1,170,208	1,193,613
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	8,393	55,738	31,769	44,878	25,658
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	12.5	32.2	13.2	0.5	2.0
영업이익 증가율	흑전	22.3	34.7	4.6	5.7
순이익 증가율	흑전	적전	흑전	22.2	19.8
수익성					
ROIC	3.5	13.5	9.7	9.4	9.2
ROA	0.7	-2.7	-0.2	1.1	1.2
ROE	10.9	-36.0	-2.8	16.1	16.7
안정성					
부채비율	208.5	155.5	171.2	146.1	124.3
순차입금비율	35.9	28.2	31.0	29.9	28.5
이자보상배율	2.5	3.1	3.8	4.0	4.3