

두산
(000150)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jinilee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

190,000

유지

현재주가

(24.05.02)

146,100

자영업중

전자BG 수익성 개선 시작

- 두산의 2024년 1분기 영업이익 당사 및 시장 기대치 10% 이상 상회
- 자체사업 중 전자BG사업부문의 Mix개선에 따른 수익성 개선 때문 추정
- 시가속기 향 매출은 3분기부터 증가하는 모습 보일 것으로 전망

투자의견 매수, 목표주가 190,000원 유지

두산의 2024년 1분기 실적은 당사 및 시장 기대치를 상회하는 호실적 시현. 연결 자회사인 두산에너지빌리티(두산밥캣포함)의 실적이 기대를 상회하였고, 자체사업 중 전자BG사업부문의 판매Mix 개선에 따른 수익성 개선 때문으로 판단

시장의 관심이 집중되고 있는 전자BG사업부문의 시가속기향 매출은 하반기부터 의미있는 증가세를 시현할 것으로 예상. 2024년 2분기는 폴더블폰 신제품 양산 대응 및 반도체 소재 중심 매출 확대 전망함

2024년 1분기 실적 시장 및 당사 예상치 상회하는 양호한 실적 시현

두산의 2024년 1분기 실적은 연결기준 매출액 4조 4,623억원(+2.3% yoy), 영업이익 3,479억원(+2.9% yoy)로 당사 및 시장 기대치를 상회하는 호실적 시현. 연결자회사인 두산에너지빌리티의 1분기 실적은 매출액 4.1조원(+1.4% yoy), 영업이익 3,580억원(-1.8% yoy)을 기록함

자체사업 매출액은 2,693억원(+5.6% yoy), 영업이익 236억원(+46.6% yoy)로 수익성이 큰 폭으로 개선. 이는 전자BG사업의 고부가가치 제품 매출 확대에 따른 영향으로 판단. 전자BG부문의 24년 1분기 매출액 1,865억원(+9.6% yoy)을 기록

2024년 하반기부터 시가속기향 네트워크 보드용 CCL 양산 매출 반영 기대

시장의 관심이 집중되고 있는 N사향 네트워크보드용 CCL은 하반기부터 양산되며 매출액이 큰 폭으로 증가할 것으로 기대. N사이외에도 A사 등 다양한 고객사를 대상으로 수주가 진행될 가능성 높다는 판단

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	잠정치	1Q24			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,351	5,272	4,507	4,462	2.6	-15.4	4,511	4,682	-5.8	4.9
영업이익	338	266	304	348	2.9	30.6	305	387	-24.5	11.2
순이익	-39	-260	42	50	흑전	흑전	78	30	흑전	-40.0

자료: 두산 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

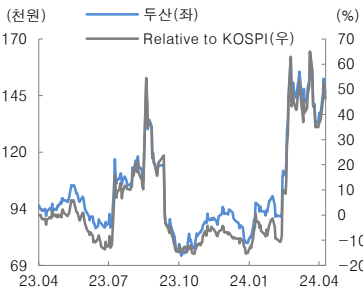
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,719	19,863	20,916
영업이익	1,126	1,436	1,425	1,502	1,592
세전순이익	-286	451	601	759	897
총당기순이익	-581	272	363	458	541
자배분순이익	-696	-388	112	142	168
EPS	-32,522	-18,133	5,250	6,631	7,834
PER	NA	NA	29.0	23.0	19.4
BPS	83,627	75,846	80,029	85,604	92,395
PBR	1.0	1.2	1.8	1.7	1.6
ROE	-36.0	-22.7	6.7	8.0	8.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출

자료: 두산, 대신증권 Research Center

KOSPI	2,683.65
시가총액	2,752십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	164,000원 / 73,200원
120일 평균거래대금	212억원
외국인지분율	18.71%
주요주주	박정원 외 25 인 39.99% 국민연금공단 8.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.5	51.1	91.2	54.9
상대수익률	4.1	47.2	67.0	45.7



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	18,781	19,879	18,719	19,863	-0.3	-0.1
판매비와 관리비	1,827	1,906	1,821	1,905	-0.3	-0.1
영업이익	1,381	1,499	1,425	1,502	3.2	0.2
영업이익률	7.4	7.5	7.6	7.6	0.3	0.0
영업외손익	-354	-286	-823	-743	적자유지	적자유지
세전순이익	1,027	1,214	601	759	-41.5	-37.5
지배지분순이익	186	220	112	142	-39.5	-35.4
순이익률	3.3	3.7	1.9	2.3	-1.4	-1.4
EPS(지배지분순이익)	8,682	10,260	5,250	6,631	-39.5	-35.4

자료: 두산 대신증권 Research Center

표 1. 두산의 SOTP Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식	2024F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	153	7	1,069	14.1
	소계——(1)				1,069	14.1
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		Value	
	두산에너빌리티	30.4	10,761		3,271	43.0
	오리콤	60.9	91		55	0.7
	두산로보틱스	68.2	4,667		3,183	41.9
	소계——(2)				6,509	85.6
지분가치	계열사명	지분율	장부가액		Value	
	두산베어스	100.0	15.6		16	0.2
	두산경영연구원	100.0	8.0		8	0.1
	두산모빌리티이노베이션	86.1	72.3		72	1.0
	두산로지스틱스솔루션	100.0	49.4		49	0.6
	두산인베스트먼트	100.0	280.6		281	3.7
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44.4		44	0.6
	기타	0.0	314.1		314	4.1
소계——(3)					784	10.3
지분가치 합계					7,294	95.9
순차입금(별도)——(4)					760	-10.0
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					7,602	100.0
할인율——(6)					70%	
Target NAV——(7)=(5)*(1-(6))					2,497	
발행주식수——(8)					16,523,835	
자기주식——(9)					3,000,866	
유통주식수——(10)=(8)-(9)					13,522,969	
목표주가((11)-(7))/(9)					184,644	
현재가					152,300	
Upside Potential					21.2	

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 두산의 분기 및 연간 연결 실적 추정표

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	4,351	4,968	4,539	5,272	4,462	4,682	4,391	5,183	16,996	19,130	18,719
Change(% yoy)	30.1	14.0	3.4	7.5	2.6	-5.8	-3.3	-1.7	32.2	12.6	-2.2
매출원가	3,598	4,072	3,757	4,494	3,675	3,836	3,647	4,314	14,158	15,921	15,473
% of 매출액	82.7	82.0	82.8	85.2	82.4	81.9	83.1	83.2	83.3	83.2	82.7
Change(% yoy)	29.6	13.1	3.2	8.5	2.1	-5.8	-2.9	-4.0	33.0	12.5	-2.8
매출총이익	753	897	782	778	787	846	744	869	2,838	3,209	3,246
GPM	17.3	18.0	17.2	14.8	17.6	18.1	16.9	16.8	16.7	16.8	17.3
Change(% yoy)	32.6	18.1	4.4	2.1	4.5	-5.7	-4.8	11.7	28.6	13.1	1.1
판매비	415	385	462	512	439	459	427	496	1,712	1,773	1,821
% of 매출액	9.5	7.7	10.2	9.7	9.8	9.8	9.7	9.6	10.1	9.3	9.7
Change(% yoy)	8.7	-1.6	13.1	-3.7	5.9	19.4	-7.5	-3.1	33.1	3.6	2.7
영업이익	338	512	320	266	348	387	317	373	1,126	1,436	1,425
OPM	7.8	10.3	7.0	5.1	7.8	8.3	7.2	7.2	6.6	7.5	7.6
Change(% yoy)	81.6	39.0	-6.1	15.3	2.9	-24.5	-0.9	40.1	22.3	27.6	-0.8

I. 사업부문별 매출액 (십억원)												
1. 두산자재 사업 (해외법인 포함)	전자BG	170	210	221	212	187	219	249	244	950	814	899
	디지털이노베이션	64	67	67	81	64	68	68	84	276	278	285
	두타물	14	9	11	9	13	9	11	10	32	43	43
	FCP	7	9	5	23	7	9	5	24	42	43	45
	소계	255	295	303	325	269	305	333	362	1,309	1,178	1,270
2. 두산에너지	4,041	4,539	4,155	4,855	4,098	4,361	4,043	4,798	15,421	17,590	17,300	
3. 두산밥캣(에너지연결법인)	2,405	2,672	2,366	2,316	2,395	2,679	2,393	2,426	8,622	9,759	9,893	
4. 두산로보틱스	11	13	13	17	13	15	15	23	45	53	67	
5. 기타	44	121	68	75	82	0	0	0	304	309	82	
합계	4,351	4,968	4,539	5,272	4,462	4,682	4,391	5,183	17,079	19,130	18,719	

II. 사업부문별 매출액 증감												
1. 두산자재사업 (해외법인 포함)	전자BG	-30.8	-16.9	-8.9	1.9	9.6	4.2	12.5	15.0	3.8	-14.3	10.4
	디지털이노베이션	-2.3	-3.0	-2.8	11.4	0.5	1.8	2.4	4.5	7.4	1.0	2.4
	두타물	73.4	18.4	28.9	10.8	-2.5	-5.1	3.4	5.1	1.9	32.7	0.1
	FCP	-21.5	-12.9	-59.5	103.6	2.5	4.2	5.1	6.3	28.8	3.8	5.1
	소계	-22.3	-13.2	-8.4	4.9	5.6	3.4	9.9	11.5	5.9	-10.0	7.8
2. 두산에너지빌리티		31.6	20.5	4.9	5.0	1.4	-3.9	-2.7	-1.2	40.3	14.1	-1.6
3. 두산밥캣(에너지빌리티연결법인)		46.6	20.5	-0.5	-2.9	-0.4	0.3	1.1	4.8	48.2	13.2	1.4
4. 두산로보틱스		15.2	-6.7	56.4	22.0	24.5	22.5	21.8	35.0	-	18.1	26.8
5. 기타		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	1.7	-73.5
전체		27.2	16.0	3.4	5.7	2.6	-5.8	-3.2	-1.7	-	12.0	-2.2

III. 사업부문별 영업이익											
1. 두산자재사업(해외법인포함)	37	46	33	-3	16	23	20	6	113	65	133
2. 두산에너지	365	495	311	297	358	359	284	352	1,106	1,467	1,353
3. 두산밥캣(에너지연결법인)	370	467	298	256	326	315	262	238	1,072	1,390	1,141
5. 기타	-38	-1	-5	-33	-34	-1	-4	-23	-94	-77	-61
합계	338	512	320	266	348	387	317	373	1,126	1,436	1,425

자료: 대신증권 Research Center

기업 및 경영진 현황

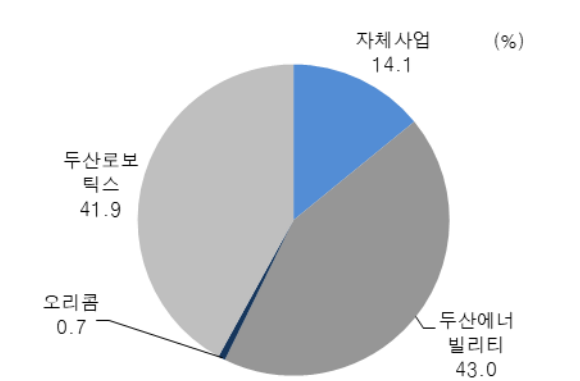
- 두산은 두산에너지빌리티, 두산밥캣, 두산퓨얼셀 등 21개 계열사를 포함하는 두산그룹의 모회사(총24개 계열사)이며 자체사업으로는 전자BG, 두타몰, FCP 등을 영위
- 전자BG는 전자부품 생산사업으로 주로 동박적층판을 생산
- 디지털이노베이션 BU는 디지털트랜스포메이션을 위한 기술 및 인프라 제공, 전문인력 양성 등을 수행하는 조직
- 최대주주인 박정원 외 특수관계인은 38.24%의 지분 보유

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장자회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동요인
- 비상장 자회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 두산 대신증권 Research Center

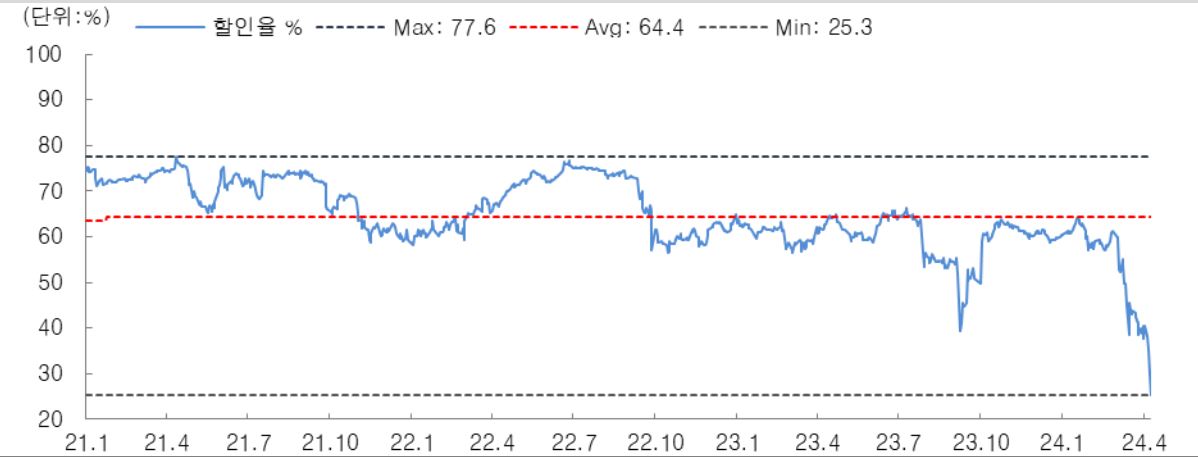
두산의 NAV 구성



자료: 두산 대신증권 Research Center

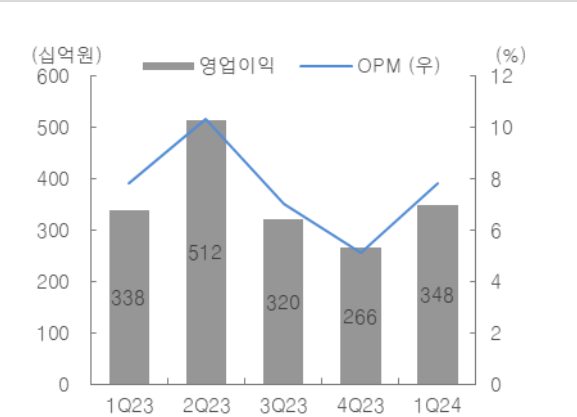
Earnings Driver

두산의 NAV 할인율



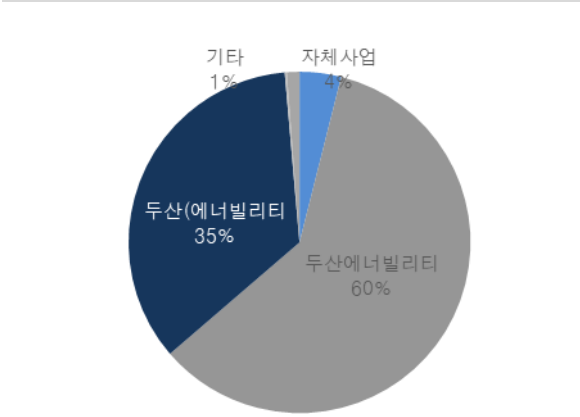
자료: 두산 대신증권 Research Center

두산의 분기별 영업이익 및 OPM 추이



자료: 두산 대신증권 Research Center

두산의 1Q24 사업부별 매출액 비중



자료: 두산 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,719	19,863	20,916
매출원가	14,158	15,885	15,473	16,456	17,318
매출총이익	2,838	3,245	3,246	3,407	3,597
판매비와관리비	1,712	1,809	1,821	1,905	2,005
영업이익	1,126	1,436	1,425	1,502	1,592
영업외수익	66	7.5	7.6	7.6	7.6
EBITDA	1,744	2,141	2,099	2,171	2,272
영업외손익	-1,412	-985	-823	-743	-695
관계기업손익	-343	-42	0	0	0
금융수익	808	664	664	594	600
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,379	-1,064	-994	-878	-869
외환관련손실	680	370	369	290	296
기타	-497	-542	-493	-459	-426
법인세비용차감전순이익	-286	451	601	759	897
법인세비용	-211	-179	-238	-301	-356
계속사업순이익	-497	272	363	458	541
중단사업순이익	-84	0	0	0	0
당기순이익	-581	272	363	458	541
당기순이익률	-3.4	1.4	1.9	2.3	2.6
비재계분순이익	115	660	250	316	373
재계분순이익	-696	-388	112	142	168
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	33	3	3	3	3
포괄순이익	-249	297	368	463	566
비재계분포괄이익	370	710	268	333	391
재계분포괄이익	-619	-413	120	150	176

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-32,522	-18,133	5,250	6,631	7,834
PER	NA	NA	29.0	23.0	19.4
BPS	83,627	75,846	80,029	85,604	92,395
PBR	1.0	1.2	1.8	1.7	1.6
EBITDAPS	81,455	99,966	98,021	101,366	106,082
EV/EBITDA	8.8	7.2	7.7	7.4	7.0
SPS	793,700	893,375	874,166	927,590	976,753
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
CFPS	99,190	108,635	110,777	115,700	121,939
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	32.2	12.6	-2.2	6.1	5.3
영업이익 증/감	22.3	27.6	-0.8	5.4	6.0
순이익 증/감	작전	흑전	33.3	26.3	18.1
수익성					
ROIC	13.6	5.7	5.7	6.1	6.5
ROA	4.3	5.3	5.1	5.3	5.4
ROE	-36.0	-22.7	6.7	8.0	8.8
안정성					
부채비율	155.5	152.4	135.9	126.1	118.9
순차입금비율	51.2	35.5	27.3	19.0	10.7
이자보상비율	3.1	3.1	3.6	4.2	4.6

자료: 두산 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,092	11,882	13,155
현금및현금성자산	2,074	3,539	3,143	3,513	4,380
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,715	3,919	4,120
재고자산	2,757	2,927	2,864	3,039	3,200
기타유동자산	1,368	1,328	1,369	1,411	1,454
비유동자산	16,789	16,840	16,800	16,718	16,727
유형자산	6,273	6,509	6,565	6,570	6,658
관계기업투자지분	431	405	416	427	438
기타비유동자산	10,084	9,927	9,819	9,720	9,631
자산총계	26,315	28,287	27,892	28,599	29,882
유동부채	9,478	11,439	10,437	10,532	10,871
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,937	5,098	5,246
차입금	1,863	1,717	1,817	1,767	1,717
유동상채무	1,039	2,271	1,100	950	1,050
기타유동부채	2,145	2,456	2,583	2,717	2,858
비유동부채	6,539	5,641	5,630	5,419	5,359
차입금	3,742	2,935	2,885	2,635	2,535
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,798	2,706	2,744	2,784	2,824
부채총계	16,018	17,080	16,067	15,951	16,230
자본계분	1,791	1,624	1,714	1,833	1,978
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,605	1,881	1,881	1,881	1,881
이익잉여금	669	208	285	391	523
기타자본계분	-607	-589	-576	-563	-549
비자본계분	8,507	9,583	10,111	10,815	11,673
자본총계	10,298	11,207	11,825	12,649	13,652
순차입금	5,275	3,974	3,233	2,397	1,462

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	2,078	2,003	2,106
당기순이익	-581	272	363	458	541
비현금항목의기감	2,705	2,054	2,009	2,019	2,070
감가상각비	618	704	674	669	680
외환손익	149	10	-1	-10	-11
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,938	1,340	1,336	1,361	1,401
자산부채의증감	-683	433	235	81	90
기타현금흐름	-908	-850	-529	-555	-594
투자활동 현금흐름	-291	-1,106	-635	-589	-692
투자자산	-520	-201	-35	-36	-39
유형자산	-665	-571	-588	-538	-638
기타	894	-333	-13	-15	-16
재무활동 현금흐름	-482	636	-661	10	410
단기차입금	-2,794	-142	100	-50	-50
사채	-690	-128	0	-100	50
장기차입금	1,229	529	-50	-150	-150
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-125	-119	-36	-36	-36
기타	1,897	496	-675	346	596
현금의증감	-161	1,465	-396	369	868
기초 현금	2,235	2,074	3,539	3,143	3,513
기말 현금	2,074	3,539	3,143	3,513	4,380
NOPLAT	1,968	867	859	906	960
FCF	1,640	757	934	1,025	990

[Compliance Notice]

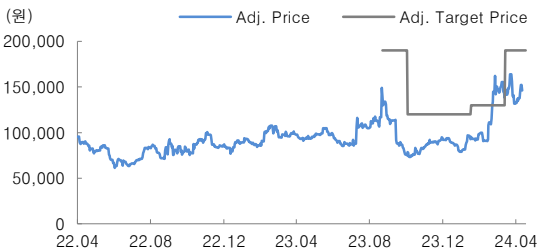
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 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]

두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.03	24.04.04	24.02.07	23.10.24	23.09.27	23.09.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	190,000	190,000	130,000	120,000	190,000	190,000
과다율(평균%)		(24.60)	(8.50)	(28.62)	(46.29)	(36.04)
과다율(최대/최소%)		(13.68)	24.62	(19.17)	(29.53)	(29.53)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240430)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	93.8%	6.2%	0.0%

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