

두산 000150

NoLanding, Thanks to AI!

전자 BG와 자체 사업 실적 호조

3분기 전자 BG의 매출액은 2,496억원 (+22.3% YoY, +6.1% QoQ)으로 실적 호조를 이어갔다. 이번 분기 일회성 비용에도 불구하고 수익성은 전년 동기 대비 약 60% 개선되었다.

전자 BG 실적 호조의 원인은 1) 미국 N사향 'B모델' 샘플 매출이 기대 이상 의미하게 발생했고, 2) 800G 네트워크형 샘플 공급 물량이 증가했기 때문이다. 미국 N사향 'B'모델의 delay 이슈로 3분기는 2개월만 생산(7,8월)했음에도 불구하고 상당한 매출이 발생한 점은 긍정적이다.

24년 전자 BG 매출은 가이던스 초과 달성 예상, 25년 최소 1.1조원 이상

4분기 전자 BG는 일회성 비용 소멸로 마진 개선이 예상된다. 다만 매년 4분기 전방 업체들의 재고 조정이 있으나 AI 가속기 본격 양산 등으로 QoQ 매출은 유지 혹은 소폭 증가할 것으로 추정된다.

우리는 전자 BG의 Normalized OP 마진을 13%로 추정하지만 N사향 AI 가속기 매출 비중이 증가하면서 25년의 OP 마진은 약 14.5%로 가정했다. AI가속기 OP 마진은 20%로 가정했다. 전자 BG의 25년 매출은 최소 1.1조원 (+22.2% YoY), 영업이익 1,600억원(+46.8% YoY)으로 추정한다. 다만 N사의 B모델 물량 증가 폭과 800G 중심의 네트워크 보드형 공급 물량 증가 폭에 따라 우리의 전자 BG 매출 추정치가 매우 보수적일 수 있다. 참고로 AI 가속기향 없이도 전자 BG는 22년 9,500억원의 매출을 기록한 바 있다.

전자 BG 사업가치 상향 조정으로 목표가 30만원으로 상향

11월은 상당한 호재들이 몰려있다. 노이즈를 일으켰던 1) 지배구조 이슈가 마무리 국면에 있고, 2) 이를 이어 밸류업 계획이 11월로 예상되며, 3) 11월부터 AI 가속기가 본격 양산에 들어간다. 보유 자사주 처리 방안도 최소 3개월 이내 결정될 전망이다. 전자 BG에 대한 사업 가치를 기존 2.5조원에서 3.2조원으로 상향 조정했다. 25년 추정치에 Target multiple 20배를 적용했다. 이에 따라 목표주가는 기존 25만원에서 30만원으로 상향 조정한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	12,851	16,996	19,130	18,739	19,663
영업이익	921	1,126	1,436	1,179	1,428
영업이익률(%)	7.2	6.6	7.5	6.3	7.3
세전이익	593	-286	451	695	1,311
지배주주지분순이익	204	-696	-388	-59	33
EPS(원)	11,812	-42,673	-24,026	-5,176	1,516
증감률(%)	흑전	적전	적지	적지	흑전
ROE(%)	10.9	-36.0	-22.7	-3.8	2.2
PER(배)	10.0	-1.9	-3.9	-38.7	132.2
PBR(배)	1.2	1.0	1.2	2.8	2.8
EV/EBITDA(배)	5.6	4.0	2.7	3.8	3.3

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

강태호 RA
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2024.11.01

매수(유지)

목표주가(상향)	300,000원
현재주가(10/31)	200,500원
상승여력	49.6%

Stock Data

KOSPI	2,556.2pt
시가총액(보통주)	3,313십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	0십억원
60일 평균거래량	149천주
60일 평균거래대금	24,157백만원
외국인 지분율	19.6%
52주 최고가	263,500원
52주 최저가	74,100원
주요주주	
박정원(외 26인)	40.0%
자사주(외 1인)	18.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	18.3	19.7
3M	14.6	22.3
6M	31.6	36.7

주가차트

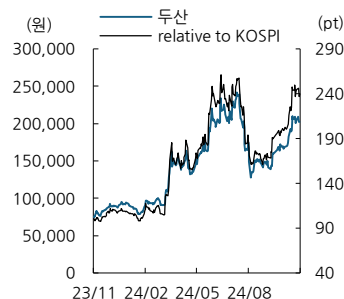


표1 두산 3Q24P 자체사업 실적 VS. 당사 추정치

(십억원, %)	3Q24P 자체사업 실적	YoY	QoQ	3Q24P DS추정치	차이 (%)
매출액	289	1.3	-11.0	339	-14.6
영업이익	35	79.5	-7.4	37	-5.4

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표2 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F
연결 실적										
매출액	4,462	4,592	3,879	5,806	4,644	4,660	4,226	6,133	18,739	19,663
YoY	2.6	-7.6	-14.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.0	4.9
영업이익	348	337	110	384	435	383	183	427	1,179	1,428
OPM	7.8	7.3	2.8	6.6	9.4	8.2	4.3	7.0	6.3	7.3
당기순이익	225.9	216.3	-94.9	174.2	232.2	233.0	211.3	306.6	521	983
지배주주 순이익	5	21	-88	3	5	22	0	6	-59	33
두산 자체 사업										
매출액	269	325	289	271	363	349	329	317	1,155	1,357
YoY	12.8	10.1	1.3	-12.0	34.6	7.2	13.6	17.0	2.4	17.5
영업이익	24	38	35	38	43	43	48	51	135	185
OPM	8.7	11.6	12.1	14.2	11.8	12.3	14.5	16.2	11.7	13.6
전자										
매출액	187	235	250	230	280	259	287	276	902	1,102
디지털 (DDI)										
매출액	67	72	15	15	67	72	15	15	168	169
영업이익	3	4	1	1	3	4	1	1	8	8
OPM	4.5	5.0	4.1	7.7	4.5	5.0	4.1	7.7	5.0	4.9
두타물										
매출액	11	10	11	11	11	10	11	11	42	43
영업이익	5	4	4	3	3	3	3	3	17	13
OPM	46.8	43.3	38.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	39.4	30.0
비상장 2사										
매출액	5	8	11	11	6	10	13	13	35	42
YoY	-70.4	-49.7	-35.4	36.1	22.4	21.4	22.3	12.9	-39.6	19.1
영업이익	-5	-5	-4	0	0	0	0	0	-14	-0.3
OPM	-96.0	-58.3	-36.8	-1.8	-0.3	-0.2	-0.3	-1.6	적자지속	적자지속
DMI										
매출액	0	0	0	4	0	0	1	4	5	5
DLS										
매출액	5	8	10	7	6	10	12	9	30	36
로보틱스										
매출액	11	14	18	24	16	21	25	35	67	97
영업이익	-7	-8	0	1	-1	-1	1	2	-14	1
OPM	적자 지속	적자 지속	0.0	5.0	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-20.1	1.2

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표3 두산 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전 2024F	변경후 2024F	차이 (%) 2024F
매출액	19,994	18,739	-6.3
영업이익	1,463	1,179	-19.4

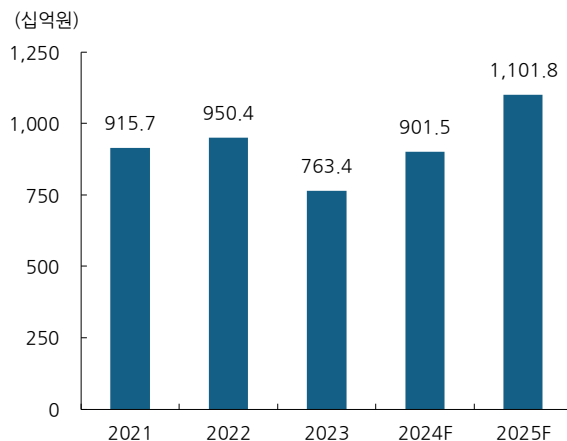
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표4 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			3,303	
전자	160	20	3,197	25F 전망치
DDI(정보통신)	8	5	42	25F 전망치
두터몰	13	5	64	25F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,555	할인을 80% 적용
두산 에너빌리티	31%	12,843	3,917	
오리콤	61%	76	46	
두산로보틱스	68%	4,550	3,103	
	지분율	장부가	NAV	비고
비상장사(c)			560	
두산 모빌리티 이노베이션	86%	72	62	장부가 적용
두산 로지스틱스 솔루션	100%	25	25	장부가 적용
두산 퓨얼셀 미국법인 (FCA)	100%	192	192	장부가 적용
두산 포트폴리오홀딩스	100%	281	281	두산 테스나 지분 30.6% 보유
순차입금(d)	1,248			
Target NAV(a+b+c-d)	4,170			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	300,000			
현재 주가(원)	200,500			
주가 상승 여력	49.6%			

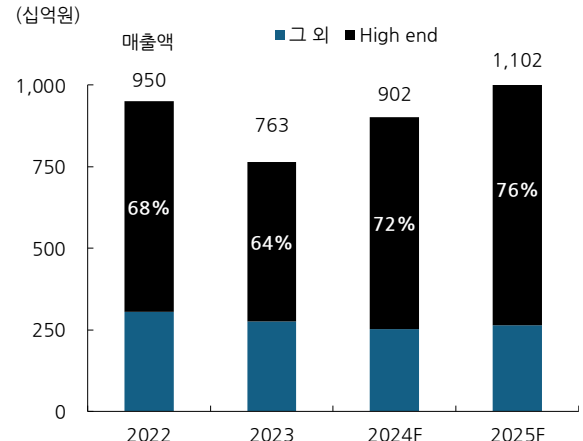
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림1 전자 BG 사업부 매출 추이 전망



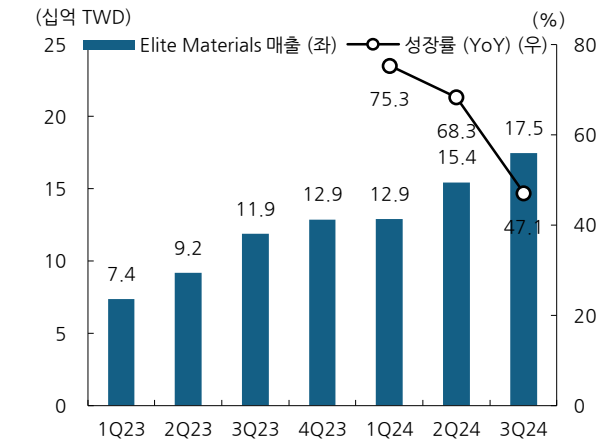
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 전자 BG 전체 매출액 대비 High end 비중



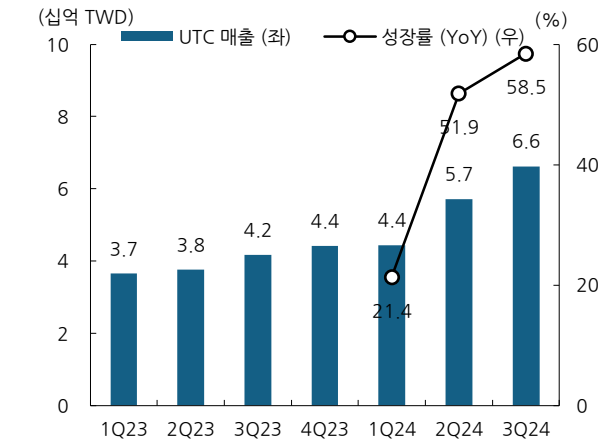
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 Elite Materials 매출 및 성장률 추이



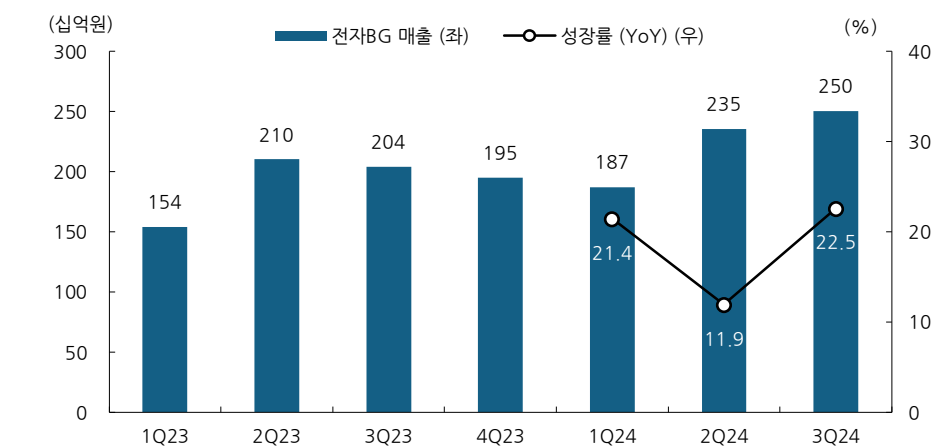
자료: MOPS, DS투자증권 리서치센터

그림2 UTC 매출 및 성장률 추이



자료: MOPS, DS투자증권 리서치센터

그림3 두산 전자BG 매출 및 성장률 추이



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

[두산 000150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	9,877	9,526	11,446	10,990	11,132	매출액	12,851	16,996	19,130	18,739	19,663
현금 및 현금성자산	2,235	2,074	3,539	3,779	3,650	매출원가	10,645	14,158	15,885	15,788	16,376
매출채권 및 기타채권	3,049	3,328	3,652	3,337	3,502	매출총이익	2,207	2,838	3,245	2,951	3,287
재고자산	2,049	2,757	2,927	2,567	2,694	판매비 및 관리비	1,286	1,712	1,809	1,772	1,859
기타	2,544	1,368	1,328	1,307	1,287	영업이익	921	1,126	1,436	1,179	1,428
비유동자산	16,069	16,789	16,840	16,543	16,337	(EBITDA)	1,534	1,744	2,141	1,922	2,148
관계기업투자등	1,248	891	662	629	535	금융손익	-403	-539	-360	-410	-402
유형자산	5,947	6,273	6,509	6,203	5,940	이자비용	365	365	466	410	402
무형자산	7,582	7,891	8,032	8,107	8,179	관계기업등 투자손익	2	-343	-44	0	0
자산총계	25,946	26,315	28,287	27,533	27,469	기타영업외손익	72	-529	-582	-74	284
유동부채	12,009	9,478	11,439	10,761	10,689	세전계속사업이익	593	-286	451	695	1,311
매입채무 및 기타채무	3,503	4,431	4,994	4,617	4,844	계속사업법인세비용	247	211	179	174	328
단기금융부채	6,317	3,164	4,218	3,918	3,618	계속사업이익	346	-497	272	521	983
기타유동부채	2,189	1,883	2,226	2,226	2,226	중단사업이익	303	-84	0	0	0
비유동부채	5,526	6,539	5,641	5,660	5,680	당기순이익	649	-581	272	521	983
장기금융부채	3,312	4,589	3,719	3,719	3,719	지배주주	204	-696	-388	-59	33
기타비유동부채	2,215	1,950	1,922	1,941	1,960	총포괄이익	699	-524	285	521	983
부채총계	17,536	16,018	17,080	16,421	16,368	매출총이익률 (%)	17.2	16.7	17.0	15.7	16.7
지배주주지분	2,078	1,791	1,624	1,529	1,518	영업이익률 (%)	7.2	6.6	7.5	6.3	7.3
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	11.9	10.3	11.2	10.3	10.9
자본잉여금	1,237	1,605	1,881	1,881	1,881	당기순이익률 (%)	5.0	-3.4	1.4	2.8	5.0
이익잉여금	1,383	669	208	113	102	ROA (%)	0.7	-2.7	-1.4	-0.2	0.1
비지배주주지분(연결)	6,332	8,507	9,583	9,583	9,583	ROE (%)	10.9	-36.0	-22.7	-3.8	2.2
자본총계	8,410	10,298	11,207	11,112	11,101	ROIC (%)	3.5	5.8	5.9	6.2	7.7

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	722	533	1,909	1,033	630	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	649	-581	272	521	983	P/E	10.0	-1.9	-3.9	-38.7	132.2
비현금수익비용가감	1,552	2,705	2,054	215	-290	P/B	1.2	1.0	1.2	2.8	2.8
유형자산감가상각비	436	456	548	581	556	P/S	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
무형자산상각비	177	162	157	161	163	EV/EBITDA	5.6	4.0	2.7	3.8	3.3
기타현금수익비용	939	2,087	1,350	-528	-1,009	P/CF	1.1	0.8	0.9	5.8	6.2
영업활동 자산부채변동	-588	-683	433	297	-63	배당수익률 (%)	1.7	2.4	2.1	1.2	1.5
매출채권 감소(증가)	-225	-508	-58	314	-164	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-539	-683	-296	360	-127	매출액	12.5	32.2	12.6	-2.0	4.9
매입채무 증가(감소)	716	867	592	-378	228	영업이익	흑전	22.3	27.6	-17.9	21.1
기타자산, 부채변동	-539	-359	194	0	0	세전이익	흑전	적전	흑전	54.2	88.5
투자활동 현금	-295	-291	-1,106	-458	-414	당기순이익	흑전	적전	흑전	91.7	88.5
유형자산처분(취득)	-291	-665	-571	-275	-293	EPS	흑전	적전	적지	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-229	-236	-230	-237	-235	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-52	652	-121	54	115	부채비율	208.5	155.5	152.4	147.8	147.5
기타투자활동	278	-42	-184	0	0	유동비율	82.2	100.5	100.1	102.1	104.2
재무활동 현금	-1,036	-482	636	-336	-345	순차입금/자기자본(x)	73.6	51.2	35.5	31.1	29.8
차입금의 증가(감소)	-1,141	-2,418	94	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	2.5	3.1	3.1	2.9	3.6
자본의 증가(감소)	-24	-125	-119	-36	-45	총차입금 (십억원)	9,629	7,753	7,938	7,638	7,338
배당금의 지급	21	125	119	36	45	순차입금 (십억원)	6,188	5,275	3,974	3,456	3,304
기타재무활동	129	2,061	661	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-473	-161	1,465	240	-128	EPS	11,812	-42,673	-24,026	-5,176	1,516
기초현금	2,708	2,235	2,074	3,539	3,779	BPS	97,049	83,627	75,846	71,410	70,891
기말현금	2,235	2,074	3,539	3,779	3,650	SPS	600,163	793,700	893,375	875,121	918,257
NOPLAT	537	816	867	884	1,071	CFPS	102,772	99,190	108,635	34,375	32,373
FCF	1,318	1,150	1,653	575	216	DPS	2,000	2,000	2,000	2,500	3,000

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-11-03	매수	130,000	-31.8	-22.7	
2022-11-09	매수	130,000	-31.7	-22.7	
2023-02-10	매수	140,000	-33.0	-23.4	
2023-02-13	매수	140,000	-32.7	-23.4	
2023-02-23	매수	140,000	-28.0	-23.4	
2023-03-10	매수	160,000	-40.3	-32.7	
2023-04-21	매수	160,000	-41.4	-34.5	
2023-04-28	매수	160,000	-41.5	-34.5	
2023-05-08	매수	160,000	-41.4	-34.5	
2023-06-13	매수	160,000	-43.2	-36.9	
2023-07-31	매수	150,000	-31.1	-0.6	
2023-08-01	매수	150,000	-31.1	-0.6	
2023-11-03	매수	110,000	-19.4	-1.9	
2024-03-08	매수	135,000	5.3	21.5	
2024-05-07	매수	190,000	-4.8	27.1	
2024-05-08	매수	190,000	-4.7	27.1	
2024-07-30	매수	190,000	-18.0	1.3	
2024-10-16	매수	250,000	-18.3	-16.0	
2024-11-01	매수	300,000			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자 의견은 해당업종 투자 비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자 의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.3%	1.7%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.