

두산 000150

전자 BG 가치만 1.5조원

전자 BG가치 조정에 따라 목표주가 190,000원으로 상향 조정

동사 전자 BG 사업부의 AI 가속기향 제품 (GPU 보급 기능이 추가된)의 성장과 그 가치를 구체적으로 재평가할 수 있는 시점은 하반기 이후라고 판단한다. 이는 비밀 유지 계약에 의한 대량 생산과 이에 따른 실적의 반영 여부를 하반기 혹은 그 이후에 확인할 수 있다고 판단하기 때문이다. 따라서 이에 따른 기업가치도 실적을 확인한 후 후행적으로 반응하는 것이 이상적이다.

다만 1) 23년 상반기 대만 경쟁사가 공급 차질을 빚으면서 북미 고객사가 듀얼소싱을 결정했다는 점 2) 실제 그 경쟁사에서도 공식적으로 이 부분을 확인해준 점에서 가능성을 좀 더 높게 열어둘 필요가 있다. 올해 GPU 관련 북미 고객사 관련 매출이 상당히 미미하다고 가정해도 전자 BG사업부에서만 연간 매출액 8,610억원 (+5.8%)이 발생할 전망이다. 영업이익률은 약 10.5%로 추정 (OP 900억원 추정)된다. 이번 1분기도 큰 폭의 수익성 개선을 달성한 것으로 추정된다. 25년은 1,000억원이 넘는 영업이익이 예상된다. 따라서 전자 BG만 최소 1조원에서 1.5조원의 가치를 valuation에 반영할 수 있다.

연결 실적 호조도 지속

24년 1분기 연결 매출 4.5조원 (+2.6% YoY), 영업이익 3,479억원 (+2.9% YoY)의 실적 호조를 이어갔다. 에너지리터의 매출액이 꾸준히 안정적이며 두산 자체 사업부의 매출액도 5.6% YoY 안정적 흐름을 보이고 있다. 무엇보다 자체 사업부의 영업이익률이 8.7%로 크게 회복했는데 이는 매출 기여도가 가장 큰 전자 BG의 큰 폭의 수익성에 기인한 것으로 추정된다.

보유 중인 자사주 18% 활용과 로보틱스 보호 예수 해제로 현금 확보 가능

현재 자사주 18%를 보유 중이다. 과거 16~18년 3개년에 걸쳐 주주환원 목적으로 자사주 5%를 소각한 바 있다. 최근 정부의 밸류업 2차에 대한 시장 평가가 부정적이지만 중견, 대기업 이상에서 참여를 적극적으로 유도할 수 있다. 동사 역시 다각도로 검토할 가능성이 있다고 판단된다. 보유 중인 로보틱스 지분 보호 예수가 곧 해제되는 만큼 일부 현금 확보도 가능한 상황이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	11,429	12,851	16,996	19,130	20,691
영업이익	-20	921	1,126	1,436	1,683
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.6	7.5	8.1
세전이익	-821	593	-286	451	970
지배주주지분순이익	-553	204	-696	-388	356
EPS(원)	-33,925	11,812	-42,673	-24,026	25,521
증감률(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
ROE(%)	-35.2	10.9	-36.0	-22.7	19.9
PER(배)	-1.5	10.0	-1.9	-3.9	6.0
PBR(배)	0.7	1.2	1.0	1.2	1.7
EV/EBITDA(배)	16.2	5.6	4.0	2.7	2.6

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2024.05.07

매수(유지)

목표주가(상향)	190,000원
현재주가(05/03)	154,200원
상승여력	23.2%

Stock Data

KOSPI	2,676.6pt
시가총액(보통주)	2,548십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	253천주
60일 평균거래대금	34,176백만원
외국인 지분율	19.0%
52주 최고가	178,200원
52주 최저가	72,100원
주요주주	
박정원(외 26인)	40.0%
자사주(외 1인)	18.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	11.7	12.9
3M	59.5	57.1
6M	103.7	90.7

주가차트

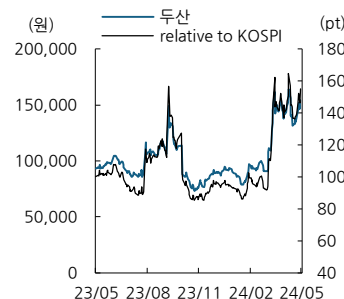
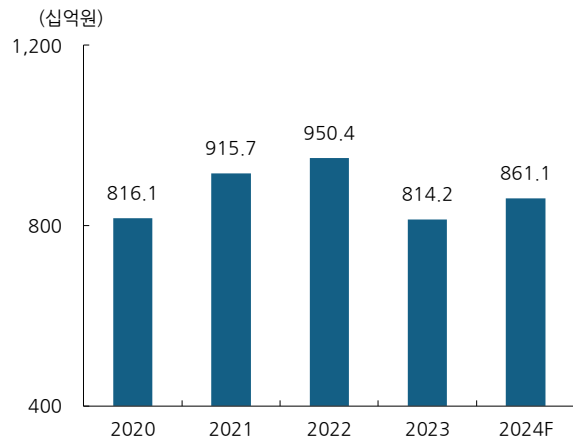
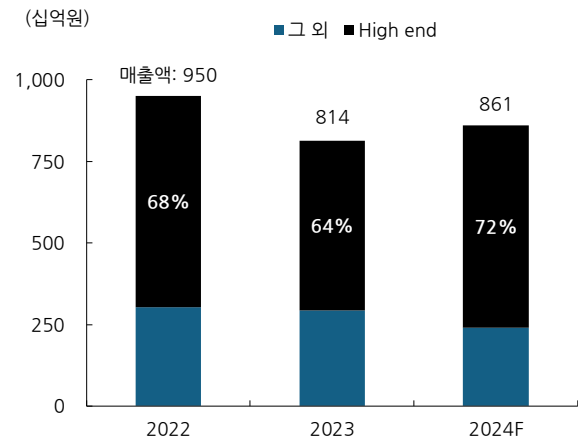


그림1 전자 BG 사업부 매출 추이 전망



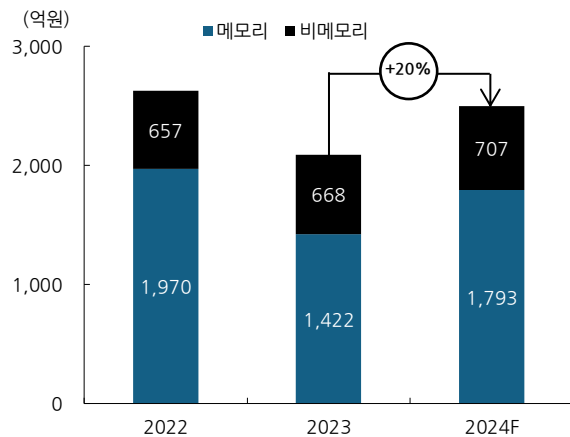
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 전자 BG 전체 매출액 대비 High end 비중



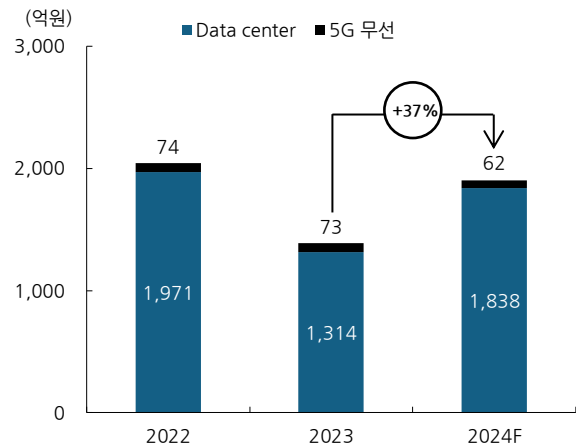
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림3 전자 BG 주요 제품별 매출 성과 및 전망(반도체용 소재)



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림4 전자 BG 주요 제품별 매출 성과 및 전망(통신장비 소재)

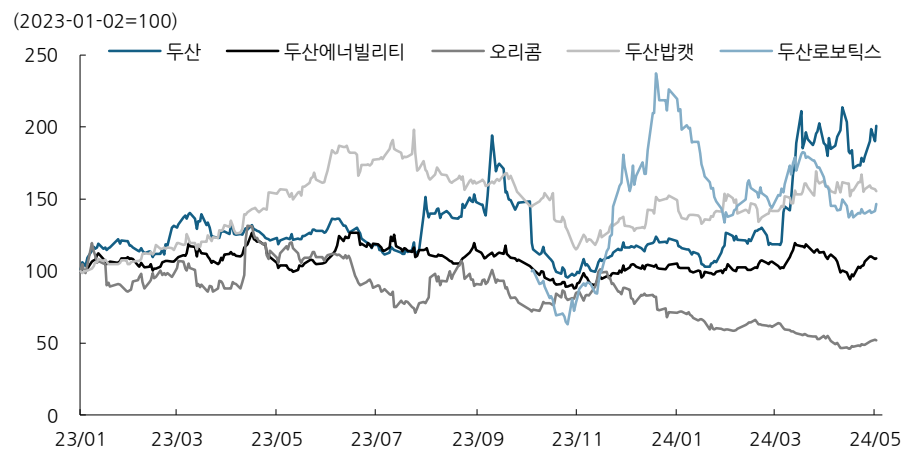


자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

주: Data center매출 - Switch, Router, Server, AI 가속기

주: 5G무선 매출 - Small Cell/ Macro Cell/ 5G모듈

그림5 두산 및 상장 자회사 주가 YTD



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

표1 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023	2024F
연결 실적											
매출액	4,351	4,968	4,538	5,272	4,462	5,397	4,999	5,832	16,996	19,130	20,691
YoY	29.7	14.2	3.4	7.5	2.6	8.6	10.2	10.6	31.6	12.6	8.2
영업이익	338	512	320	266	348	571	381	384	1,126	1,436	1,683
OPM	7.8	10.3	7.0	5.1	7.8	10.6	7.6	6.6	6.6	7.5	8.1
당기순이익	114.7	174.2	104.4	(121.2)	225.9	269.9	115.0	116.6	(581)	272	727
지배주주 순이익	(39)	(70)	(20)	(260)	5	189	92	70	(696)	(388)	356
두산 자체 사업											
매출액	255	295	303	325	269	289	311	317	1,309	1,178	1,186
YoY	-22.3	-13.2	-8.4	5.0	5.6	-2.1	2.5	-2.5	9.3	-10.0	0.6
영업이익	16	23	20	7	24	26	31	37	106	65	118
OPM	6.3	7.8	6.4	2.0	8.7	9.0	10.1	11.8	8.1	5.5	10.0
전자 (BG)											
매출액	170	210	221	212	187	210	230	235	950	814	861
디지털 (D.DI)											
매출액	64	67	67	81	67	64	65	66	275	278	262
영업이익	3	3	2	6	3	2	2	5	9	14	12
OPM	4.7	3.7	3.0	7.7	4.5	3.7	3.0	7.7	3.4	4.9	4.7
두타물											
매출액	14	9	11	9	11	10	11	11	32	43	43
영업이익	8	3	4	-1	5	4	4	3	8	14	16
OPM	59.1	34.4	37.4	적자전환	46.8	34.4	37.4	30.0	24.6	33.6	37.2
비상장 2 사											
매출액	17	17	16	8	8	5	5	11	121	58	28
YoY	99.2	-45.6	-0.8	-62.1	-42.2	-74.1	-55.2	-72.3	17.4	-52.0	-52.0
영업이익	(9)	(12)	(12)	(21)	0	0	0	1	(38)	(55)	1
OPM	-53.8	-73.1	-75.8	-261.0	5.0	5.0	3.3	5.3	적자	적자	흑자전환
DMI											
매출액	1	1	1	2	1	1	1	4	3	4	6
DLS											
매출액	6	3	3	6	7	4	4	7	73	18	21
로보틱스											
매출액	11	13	13	17	14	20	19	24	45	53	78
영업이익	-4	-5	-6	-3	0	0	1	1	-11	-19	2
OPM	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	5.0	5.0	2.0	0.0	-25.3	-34.9	2.6

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 비상장2사 3Q23 까지 두산 로보틱스 실적 포함

주: 두산로보틱스, DLS, DMI 1Q24 수치는 추정치

표2 두산 1Q24 실적 VS. 당사 추정치

(십억원, %)	1Q24 실적	YoY	QoQ	1Q24 DS추정치	차이 (%)	1Q24 컨센서스	차이 (%)
매출액	4,462	2.6	-15.4	4,855	-8.1	4,511	-1.1
영업이익	348	2.9	30.6	418	-16.8	305	14.1

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 두산의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전	변경후	차이 (%)
	2024F	2024F	2024F
매출액	21,152	20,691	(2.2)
영업이익	1,755	1,683	(4.1)

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표4 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			1,675	
전자	90	17	1,533	24F 전망치
DDI(정보통신)	12	5	62	24F 전망치
두타물	16	5	79	24F 전망치
FCP	0	5	0	24F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,324	할인율 80% 적용
두산 에너지빌리티	31%	10,601	3,233	
오리콤	61%	92	56	
두산로보틱스	68%	4,881	3,329	
	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 포트폴리오 홀딩스	100%	281	281	두산 테스나 지분 26.68% 보유
순차입금(d)	959.3			
Target NAV(a+b+c-d)	2,599			
유통 가능 보통주식 수	1,352 만주			자사주 300 만주 제외
Target Price(원)	190,000			
현재 주가(원)	154,200			
주가 상승 여력	23%			

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

[두산 000150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2020	2021	2022	2023	2024F		2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	12,598	9,877	9,526	11,446	11,683	매출액	11,429	12,851	16,996	19,130	20,691
현금 및 현금성자산	2,707	2,235	2,074	3,539	3,857	매출원가	9,948	10,645	14,158	15,885	17,052
매출채권 및 기타채권	4,328	3,049	3,328	3,652	3,685	매출총이익	1,481	2,207	2,838	3,245	3,640
재고자산	2,422	2,049	2,757	2,927	2,834	판매비 및 관리비	1,501	1,286	1,712	1,809	1,956
기타	3,141	2,544	1,368	1,328	1,307	영업이익	-20	921	1,126	1,436	1,683
비유동자산	17,603	16,069	16,789	16,840	16,746	(EBITDA)	665	1,534	1,744	2,141	2,429
관계기업투자등	523	1,248	891	662	629	금융손익	-418	-403	-539	-360	-410
유형자산	6,984	5,947	6,273	6,509	6,239	이자비용	397	365	365	466	410
무형자산	8,240	7,582	7,891	8,032	8,107	관계기업등 투자손익	-17	2	-343	-44	0
자산총계	30,201	25,946	26,315	28,287	28,429	기타영업외손익	-366	72	-529	-582	-304
유동부채	15,808	12,009	9,478	11,439	11,242	세전계속사업이익	-821	593	-286	451	970
매입채무 및 기타채무	4,071	3,503	4,431	4,994	5,098	계속사업법인세비용	2	247	211	179	242
단기금융부채	8,964	6,317	3,164	4,218	3,918	계속사업이익	-823	346	-497	272	727
기타유동부채	2,774	2,189	1,883	2,226	2,226	중단사업이익	-141	303	-84	0	0
비유동부채	6,627	5,526	6,539	5,641	5,660	당기순이익	-964	649	-581	272	727
장기금융부채	4,084	3,312	4,589	3,719	3,719	지배주주	-553	204	-696	-388	356
기타비유동부채	2,543	2,215	1,950	1,922	1,941	총포괄이익	-1,132	699	-524	285	727
부채총계	22,435	17,536	16,018	17,080	16,902	매출총이익률 (%)	13.0	17.2	16.7	17.0	17.6
지배주주지분	1,660	2,078	1,791	1,624	1,944	영업이익률 (%)	-0.2	7.2	6.6	7.5	8.1
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	5.8	11.9	10.3	11.2	11.7
자본잉여금	1,091	1,237	1,605	1,881	1,881	당기순이익률 (%)	-8.4	5.0	-3.4	1.4	3.5
이익잉여금	1,159	1,383	669	208	528	ROA (%)	-1.9	0.7	-2.7	-1.4	1.3
비지배주주지분(연결)	6,106	6,332	8,507	9,583	9,583	ROE (%)	-35.2	10.9	-36.0	-22.7	19.9
자본총계	7,766	8,410	10,298	11,207	11,527	ROIC (%)	-0.1	3.5	5.8	5.9	8.8

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2020	2021	2022	2023	2024F		2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동 현금흐름	127	722	533	1,909	1,150	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-964	649	-581	272	727	P/E	-1.5	10.0	-1.9	-3.9	6.0
비현금수익비용가감	2,430	1,552	2,705	2,054	260	P/B	0.7	1.2	1.0	1.2	1.7
유형자산감가상각비	490	436	456	548	585	P/S	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
무형자산상각비	195	177	162	157	161	EV/EBITDA	16.2	5.6	4.0	2.7	2.6
기타현금수익비용	1,745	939	2,087	1,350	-486	P/CF	0.8	1.1	0.8	0.9	3.3
영업활동 자산부채변동	-719	-588	-683	433	163	배당수익률 (%)	3.8	1.7	2.4	2.1	1.6
매출채권 감소(증가)	74	-225	-508	-58	-33	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	366	-539	-683	-296	93	매출액	-36.3	12.5	32.2	12.6	8.2
매입채무 증가(감소)	-448	716	867	592	103	영업이익	적전	흑전	22.3	27.6	17.2
기타자산, 부채변동	-710	-539	-359	194	0	세전이익	적지	흑전	적전	흑전	115.1
투자활동 현금	-343	-295	-291	-1,106	-497	당기순이익	적전	흑전	적전	흑전	167.4
유형자산처분(취득)	-301	-291	-665	-571	-314	EPS	적전	흑전	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-258	-229	-236	-230	-237	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-676	-52	652	-121	54	부채비율	288.9	208.5	155.5	152.4	146.6
기타투자활동	892	278	-42	-184	0	유동비율	79.7	82.2	100.5	100.1	103.9
재무활동 현금	1,152	-1,036	-482	636	-336	순차입금/자기자본(x)	124.7	73.6	51.2	35.5	29.3
차입금의 증가(감소)	327	-1,141	-2,418	94	-300	영업이익/금융비용(x)	-0.1	2.5	3.1	3.1	4.1
자본의 증가(감소)	-65	-24	-125	-119	-36	총차입금 (십억원)	13,048	9,629	7,753	7,938	7,638
배당금의 지급	54	21	125	119	36	순차입금 (십억원)	9,685	6,188	5,275	3,974	3,377
기타재무활동	890	129	2,061	661	0	주당지표(원)					
현금의 증가	867	-473	-161	1,465	318	EPS	-33,925	11,812	-42,673	-24,026	25,521
기초현금	1,841	2,708	2,235	2,074	3,539	BPS	77,507	97,049	83,627	75,846	90,796
기말현금	2,707	2,235	2,074	3,539	3,857	SPS	533,712	600,163	793,700	893,375	966,289
NOPLAT	-15	537	816	867	1,263	CFPS	68,467	102,772	99,190	108,635	46,114
FCF	404	1,318	1,150	1,653	654	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2022-10-14	담당자변경					
2022-10-14	매수	130,000	-32.9	-22.7		
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				

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자 의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	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.