

두산 000150

전자 BG 부문 가치 상향 조정

전자 BG 부문의 드라마틱한 수익 개선 전망

자재 사업인 전자 BG의 동반 적층판 (CCL) 시장은 전 세계 약 10여개 업체가 경쟁 중이며 이 중 동사의 점유율은 세계 2위 수준이다. 전방 산업인 메모리 반도체의 감소와 데이터 센터 투자 축소 등으로 2023년 전자 BG 사업은 상당히 어려운 상황을 맞이했다. 2023년 매출액은 8,141억원으로 14.3% 감소했으며 영업이익 또한 -60% 가까이 축소된 것으로 추정된다.

다만 2023년 하반기부터 AI가속기 소재 채택 등의 신규 application에 진입하면서 회복세로 접어들었다. 2024년 매출액은 4~5% 수준의 회복이 예상되지만 DDR5 신규 양산과 GDDR7 등의 반도체 부문 고수익 제품 비중 증가와 마진율이 높은 AI 가속기 차세대 모델 출시로 영업이익은 23년 대비 최소 150% 이상 (마진을 범위 9~11% 추정) 개선될 전망이다. 특히 동사의 네트워크 보드 CCL은 북미 하이테크 기업 N사의 상당수 모델에 탑재되고 있는 것으로 추정된다. 제품 내 M/S 기준 대만 업체에 이어 2위에 해당하는 것으로 파악된다. 해당 제품의 매출 규모는 아직 미미하지만 2024년 기준 약 60%이상의 성장이 가능한 상황이다.

자사주 18% 활용 재개에 대한 기대감 높아질 것

동사는 2016~2018년 3개년에 걸쳐 주주환원 목적의 자사주 5%를 소각한 바 있다. 이후 두산건설 발 경영난 등으로 배당 외의 주주환원은 실행하지 않았다. 다만 최근 몇 년간 드라마틱한 재무구조 개선 (연결 부채 비율 2020년 292% → 현재 152%)을 이뤄냈고 최근 정부의 밸류업 프로그램 시행 등을 감안하면 현재 자사주 18% 소각을 포함한 좀 더 적극적인 주주환원 정책이 가능할 전망이다.

전자 BG 기업가치 상향 조정과 로봇틱스 가치 감안하여 목표주가 상향

AI관련 반도체 기업들의 멀티플이 매우 높아진 상황에서 전자 BG 사업 가치의 적용 멀티플을 단순히 5배 적용하는 것은 지나치게 보수적이라고 판단한다. 따라서 우리는 전자 BG 사업에 대한 적용 멀티플을 여전히 보수적으로 10배 적용하였고 (8,600억원) 상장사 지분가치를 80%로 할인하여 목표주가를 재조정했다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	11,429	12,851	16,996	19,130	21,152
영업이익	-20	921	1,126	1,436	1,755
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.6	7.5	8.3
세전이익	-821	593	-286	363	724
지배주주지분순이익	-553	204	-696	-179	308
EPS(원)	-33,925	11,812	-42,673	-14,019	21,800
증감률(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
ROE(%)	-34.3	10.9	-36.0	-10.6	18.0
PER(배)	-1.5	10.0	-1.9	-7.7	4.9
PBR(배)	0.7	1.2	1.0	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	16.2	5.6	3.9	3.5	3.1

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2024.03.08

매수(유지)

목표주가(상향)	135,000원
현재주가(03/07)	107,900원
상승여력	25.1%

Stock Data

KOSPI	2,647.6pt
시가총액(보통주)	1,783십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	101천주
60일 평균거래대금	9,456백만원
외국인 지분율	12.8%
52주 최고가	166,600원
52주 최저가	72,100원
주요주주	
박정원(외 25인)	39.9%
자사주(외 1인)	18.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	13.2	11.8
3M	20.8	14.6
6M	1.3	-2.6

주가차트

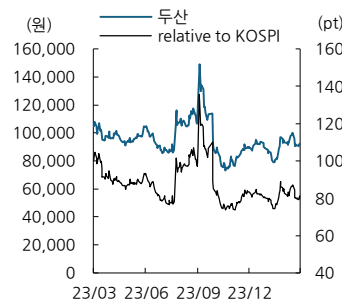
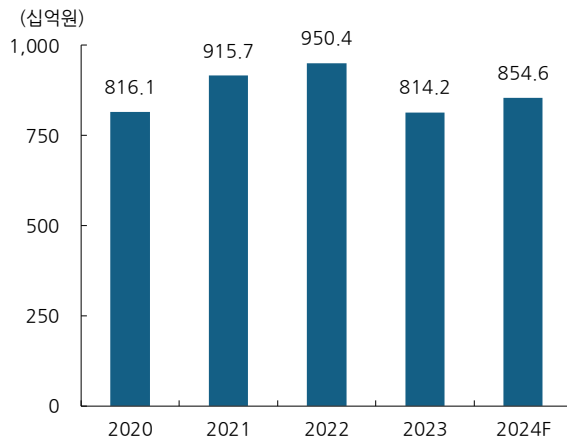
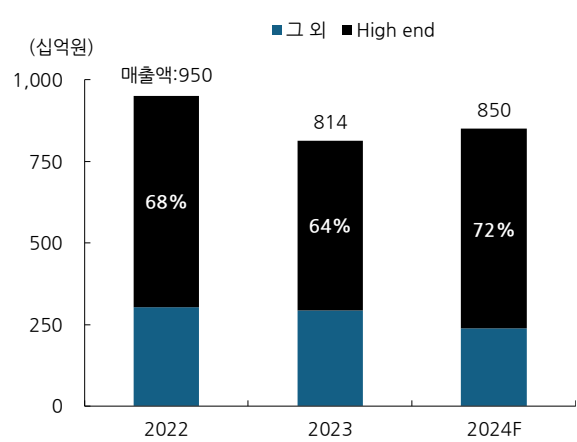


그림1 전자 BG 사업부 매출 추이 전망



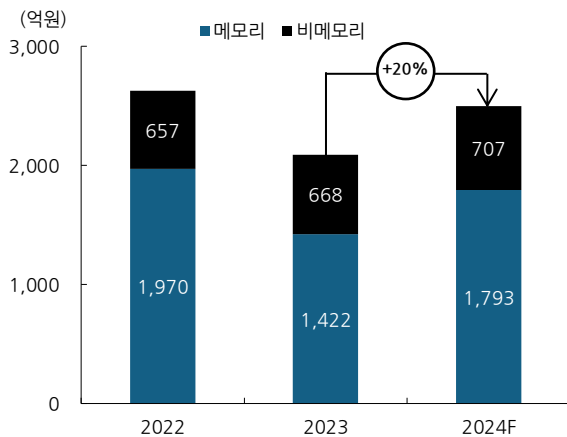
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 전자 BG 전체 매출액 대비 High end 비중



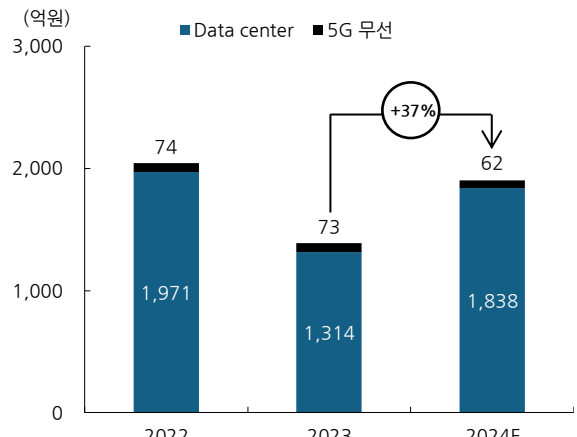
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

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)

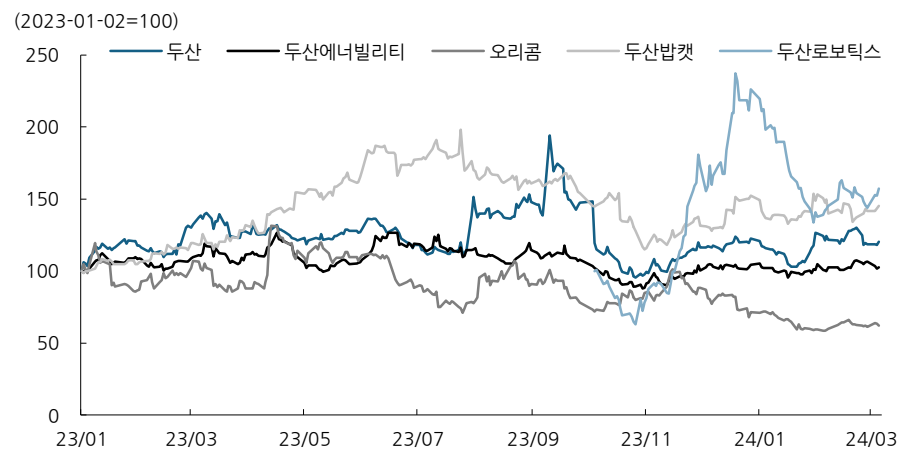


자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

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, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023P	2024F
연결 실적											
매출액	3,354	4,349	4,388	4,904	4,351	4,968	4,538	5,272	16,996	19,130	21,152
YoY	16.6	45.1	34.5	29.7	29.7	14.2	3.4	7.5	31.6	12.6	10.6
영업이익	187	368	341	231	338	512	320	266	1,126	1,436	1,755
OPM	5.6	8.5	7.8	4.7	7.8	10.3	7.0	5.1	6.6	7.5	8.3
당기순이익	15	(135)	84	(545)	115	174	104.4	(121.2)	(581)	272	543
지배주주 순이익	(13)	(84)	(44)	(555)	(39)	(70)	(20)	(50)	(696)	(179)	308
두산 자체 사업											
매출액	328	340	331	310	255	295	303	325	1,309	1,178	1,308
YoY	18.7	3.7	5.1	-2.2	-22.3	-13.2	-8.4	5.0	9.3	-10.0	11.0
영업이익	37	46	33	(10)	16	23	20	7	106	65	123
OPM	11.4	13.4	10.1	-3.2	6.3	7.8	-41.6	흑자전환	8.1	-38.9	89.9
전자 (BG)											
매출액	246	253	243	208	170	210	221	212	950	814	855
디지털 (D.DI)											
매출액	65	69	68	73	64	67	67	81	275	278	322
영업이익	4	7	7	(8)	3	3	2	6	9	14	15
OPM	6.6	9.4	9.5	(11.0)	4.7	3.7	3.0	7.7	3.4	4.9	4.8
두타물											
매출액	8	8	8	8	14	9	11	9	32	43	37
영업이익	3	3	2	1	8	3	4	-1	8	14	15
OPM	33.5	33.2	26.5	6.1	59.1	34.4	37.4	적자전환	24.6	33.6	40.4
비상장 2사											
매출액	17	44	28	32	17	18	15	8	121	58	28
YoY	58.6	121.7	99.2	-45.6	-0.8	-58.4	-46.8	-74.1	17.4	-52.0	-52.0
영업이익	(11)	(10)	(9)	(8)	(9)	(10)	(6)	(21)	(38)	(55)	1
OPM	-65.3	-21.9	-31.3	-25.6	-53.8	-53.4	-42.5	-261.0	적자	적자	흑자전환
DMI											
매출액	0	1	0	2	1	1	1	2	3	4	6
DLS											
매출액	7	30	20	16	6	3	3	6	73	18	21
로보틱스											
매출액	9	14	8	14	11	13	13	17	45	53	78
영업이익	-3	-3	-4	-2	-4	-5	-6	-3	-11	-19	2
OPM	0.0	0.0	0.0	0.0	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	-25.3	-34.9	2.6

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 비상장2사의 1Q22 ~ 3Q23까지는 두산 로보틱스 실적 포함

표2 두산의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2023P	2024F	2023P	2024F	2023P	2024F
매출액	19,732	21,745	19,130	21,152	(3.1)	(2.7)
영업이익	1,560	1,781	1,436	1,755	(7.9)	(1.5)

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			1,048	
전자	86	10	862	24F 전망치
DDI(정보통신)	15	5	77	24F 전망치
두타물	15	5	74	24F 전망치
FCP	7	5	35	24F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,324	할인율 80% 적용
두산 에너빌리티	31%	9,980	3,044	
오리콤	61%	107	65	
두산로보틱스	68%	5,147	3,510	
	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 인베스트먼트	100%	281	281	두산 테스나 지분 30.6% 보유
순차입금(d)	887.8			
Target NAV(a+b+c-d)	2,044			
유통 가능 보통주식 수	1,352 만주			자사주 300 만주 제외
Target Price(원)	135,000			
현재 추가(원)	107,900			
추가 상승 여력	25%			

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

[두산 000150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	12,598	9,877	9,526	9,015	9,454	매출액	11,429	12,851	16,996	19,130	21,152
현금 및 현금성자산	2,707	2,235	2,074	1,639	1,458	매출원가	9,948	10,645	14,158	15,767	17,266
매출채권 및 기타채권	4,328	3,049	3,328	3,407	3,767	매출총이익	1,481	2,207	2,838	3,363	3,886
재고자산	2,422	2,049	2,757	2,621	2,898	판매비 및 관리비	1,501	1,286	1,712	1,927	2,131
기타	3,141	2,544	1,368	1,349	1,331	영업이익	-20	921	1,126	1,436	1,755
비유동자산	17,603	16,069	16,789	16,840	16,857	(EBITDA)	665	1,534	1,744	2,093	2,401
관계기업투자등	523	1,248	891	846	719	금융손익	-418	-403	-539	-315	-250
유형자산	6,984	5,947	6,273	6,066	5,912	이자비용	397	365	365	315	250
무형자산	8,240	7,582	7,891	7,975	8,068	관계기업등 투자손익	-17	2	-343	0	0
자산총계	30,201	25,946	26,315	25,855	26,311	기타영업외손익	-366	72	-529	-758	-781
유동부채	15,808	12,009	9,478	9,212	9,384	세전계속사업이익	-821	593	-286	363	724
매입채무 및 기타채무	4,071	3,503	4,431	4,465	4,937	계속사업법인세비용	2	247	211	91	181
단기금융부채	8,964	6,317	3,137	2,837	2,537	계속사업이익	-823	346	-497	272	543
기타유동부채	2,774	2,189	1,910	1,910	1,910	중단사업이익	-141	303	-84	0	0
비유동부채	6,627	5,526	6,539	6,559	6,580	당기순이익	-964	649	-581	272	543
장기금융부채	4,084	3,312	4,509	4,509	4,509	지배주주	-553	204	-696	-179	308
기타비유동부채	2,543	2,215	2,030	2,050	2,071	총포괄이익	-1,132	699	-524	272	543
부채총계	22,435	17,536	16,018	15,772	15,964	매출총이익률 (%)	13.0	17.2	16.7	17.6	18.4
지배주주지분	1,660	2,078	1,791	1,576	1,839	영업이익률 (%)	-0.2	7.2	6.6	7.5	8.3
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	5.8	11.9	10.3	10.9	11.4
자본잉여금	1,091	1,237	1,605	1,605	1,605	당기순이익률 (%)	-8.4	5.0	-3.4	1.4	2.6
이익잉여금	1,159	1,383	669	455	718	ROA (%)	-1.9	0.7	-2.7	-0.7	1.2
비지배주주지분(연결)	6,106	6,332	8,507	8,507	8,507	ROE (%)	-34.3	10.9	-36.0	-10.6	18.0
자본총계	7,766	8,410	10,298	10,083	10,346	ROIC (%)	-0.1	3.5	5.8	7.4	8.9

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	127	722	533	372	603	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-964	649	-581	272	543	P/E	-1.5	10.0	-1.9	-7.7	4.9
비현금수익비용가감	2,430	1,552	2,705	8	225	P/B	0.7	1.2	1.0	1.5	1.3
유형자산감가상각비	490	436	456	490	477	P/S	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
무형자산감가상각비	195	177	162	167	169	EV/EBITDA	16.2	5.6	3.9	3.5	3.1
기타현금수익비용	1,745	939	2,087	-648	-421	P/CF	0.8	1.1	0.8	8.2	3.0
영업활동 자산부채변동	-719	-588	-683	91	-165	배당수익률 (%)	3.8	1.7	2.4	2.3	2.8
매출채권 감소(증가)	74	-225	-508	-79	-360	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	366	-539	-683	136	-277	매출액	-36.7	12.5	32.2	12.6	10.6
매입채무 증가(감소)	-448	716	867	34	472	영업이익	적전	흑전	22.3	27.6	22.2
기타자산, 부채변동	-710	-539	-359	0	0	세전이익	적전	흑전	적전	흑전	99.5
투자활동 현금	-343	-295	-291	-471	-440	당기순이익	적전	흑전	적전	흑전	99.5
유형자산처분(취득)	-301	-291	-665	-283	-323	EPS	적전	흑전	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-258	-229	-236	-251	-261	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-676	-52	652	63	145	부채비율	288.9	208.5	155.5	156.4	154.3
기타투자활동	892	278	-42	0	0	유동비율	79.7	82.2	100.5	97.9	100.7
재무활동 현금	1,152	-1,036	-482	-336	-345	순차입금/자기자본(x)	124.7	73.6	50.5	53.1	50.8
차입금의 증가(감소)	327	-1,141	-2,418	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	-0.1	2.5	3.1	4.6	7.0
자본의 증가(감소)	-65	-24	-127	-36	-45	총차입금 (십억원)	13,048	9,629	7,646	7,346	7,046
배당금의 지급	54	21	125	36	45	순차입금 (십억원)	9,685	6,188	5,201	5,355	5,254
기타재무활동	890	129	2,063	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	867	-473	-161	-435	-181	EPS	-33,925	11,812	-42,673	-14,019	21,800
기초현금	1,841	2,708	2,235	2,074	1,639	BPS	77,507	97,049	83,627	73,606	85,897
기말현금	2,707	2,235	2,074	1,639	1,458	SPS	533,712	600,163	793,700	893,373	987,784
NOPLAT	-15	537	816	1,077	1,316	CFPS	68,467	102,772	99,190	13,093	35,871
FCF	404	1,318	1,150	-99	163	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		
2022-10-14	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	-19.6	-9.2		
2024-03-08	매수	135,000				

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자 의견 비율

기준일 2023.12.31

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	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.