

# 두산 (000150)

양지환 jhwan.yang@daishin.com  
이지니 jin.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**250,000**

상향

현재주가

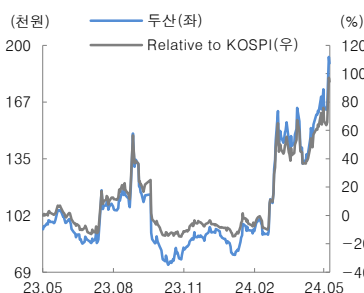
**206,500**

(24.05.27)

지주업종

KOSPI	2,722.99
시가총액	3,829십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	206,500원 / 73,200원
120일 평균거래대금	241억원
외국인지분율	18.96%
주요주주	박정원 외 25 인 39.99% 국민연금공단 9.99%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	50.1	127.9	133.3	110.7
상대수익률	46.4	119.7	113.9	98.0



## N사 업고 튀어!!!

- 전자BG 사업부문 가치 증가 반영하여 목표주가 25만원으로 32% 상향
- N사향 CCL 납품 빠르면 2분기말, 늦어도 3분기부터 반영 예상
- 두산에너지빌리티 SMR 수주에 따른 주가 상승으로 지분가치도 증가

### 투자 의견 매수, 목표주가 250,000원으로 32% 상향

두산의 목표주가를 25만원으로 약 32% 상향. 목표주가 상향은 2024년 하반기 N사향 네트워크보드용 CCL 납품이 본격화되는 점을 반영하여 동사의 전자BG사업 부문의 가치 상향 조정에 따른 것임

동사의 전자BG사업부문의 가치는 12M Forward EBITDA에 Target Multiple 11배 (대만 EMC사 2024년 추정 EV/EBITDA 10.3x)를 적용하여 1.8조원으로 추정

### 2024년 하반기 전자BG 사업부문 실적 개선 본격화

2024년 1분기 두산의 전자BG사업부문의 매출액은 1,865억원을 기록하였으며, 이중 반도체용 CCL 매출 비중은 20.3%, 네트워크보드용 CCL 매출 비중은 약 17.2%를 차지. 동사는 2023년 하반기부터 N사의 시서버향 CCL 납품을 위한 Quality Test를 진행하였고, 2024년 하반기 N사에서 출시하는 B100제품에 단독으로 납품을 할 것으로 알려지고 있음

2024년 1분기부터 반도체용 CCL매출이 증가하면서 동사의 전자BG사업부문의 영업이익률이 High Single 수준으로 회복된 것으로 추정하는데, N사향 제품 납품이 본격화된다면 외형 확대 및 수익성 개선에 크게 기여할 전망

2025년 시서버향 CCL시장은 \$10bn으로 커질 것으로 전망. 동사의 전자BG 연간 Capacity는 약 1.2조원 수준이며, 2024년 매출액은 약 9천억원으로 추정함. 2025년까지 동사는 Capacity 증설 없이 N사향 CCL물량 대응 가능

### 두산에너지빌리티 미국서 SMR 용 대규모 수주 (수주금액 및 기간 미정)

두산에너지빌리티는 미국 최대 SMR설계업체인 뉴스케일파워가 짓는 약 370억달러 규모의 SMR건설 프로젝트에 원자로, 증기발생기튜브 등을 납품할 것으로 알려짐. 뉴스케일파워는 3.5세대 SMR VOGYR모형을 개발하였으며, 두산과 삼성물산이 지분을 참여한 바 있음. SMR시장 개화 시 국내 참여업체에 대한 관심 증대 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,719	19,861	20,913
영업이익	1,126	1,436	1,425	1,502	1,592
세전순이익	-286	451	601	759	897
총당기순이익	-581	272	363	458	541
지배지분순이익	-696	-388	112	142	168
EPS	-32,522	-18,133	5,251	6,629	7,832
PER	NA	NA	36.1	28.6	24.2
BPS	83,627	75,846	80,030	85,603	92,392
PBR	1.0	1.2	2.4	2.2	2.1
ROE	-36.0	-22.7	6.7	8.0	8.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 두산, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	18,719	19,863	18,719	19,861	0.0	0.0
판매비와 관리비	1,821	1,905	1,821	1,904	0.0	0.0
영업이익	1,425	1,502	1,425	1,502	0.0	0.0
영업이익률	7.6	7.6	7.6	7.6	0.0	0.0
영업외손익	-823	-743	-823	-743	적자유지	적자유지
세전순이익	601	759	601	759	0.0	0.0
지배지분순이익	112	142	112	142	0.0	0.0
순이익률	1.9	2.3	1.9	2.3	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	5,250	6,631	5,251	6,629	0.0	0.0

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	168	11	1,851	21.3
	소계—(1)			1,851	21.3
상장자회사	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>시가총액</b>	<b>Value</b>	
	두산에너빌리티	30.4	11,607	3,528	40.7
	오리콤	60.9	93	57	0.7
	두산로보틱스	68.2	4,712	3,214	37.1
	소계—(2)			6,798	78.4
지분가치	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>장부가액</b>	<b>Value</b>	
	두산베어스	100.0	15.6	16	0.2
	두산경영연구원	100.0	8.0	8	0.1
	두산모빌리티이노베이션	86.1	72.3	72	0.8
	두산로지스틱스솔루션	100.0	49.4	49	0.6
	두산인베스트먼트	100.0	280.6	281	3.2
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44.4	44	0.5
	기타	0.0	314.1	314	3.6
소계—(3)			784	9.0	
<b>지분가치 합계</b>				<b>7,583</b>	<b>87.4</b>
순차입금(별도)—(4)				760	-8.8
<b>순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)</b>				<b>8,674</b>	<b>100.0</b>
할인율—(6)				70%	
<b>Target NAV—(7)=(5)*(1-(6))</b>				<b>3,366</b>	
발행주식수—(8)				16,523,835	
자기주식—(9)				3,000,866	
유통주식수—(10)=(8)-(9)				13,522,969	
<b>목표주가(11)=(7)/(9)</b>				<b>248,908</b>	
현재가				209,000	
Upside Potential				19.1	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 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)

	전자BG	170	210	221	212	187	219	249	244	950	814	899
1. 두산자재사업 (해외법인 포함)	디지털이노베이션	64	67	67	81	67	68	68	84	276	278	288
	두타물	14	9	11	9	11	9	11	10	32	43	40
	FCP	7	9	5	23	5	9	5	24	42	43	43
	소계	255	295	303	325	269	305	333	362	1,309	1,178	1,270
2. 두산에너지빌리티	4,041	4,539	4,155	4,855	4,098	4,361	4,043	4,798	15,421	17,590	17,300	
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	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	
<b>합계</b>	<b>4,351</b>	<b>4,968</b>	<b>4,539</b>	<b>5,272</b>	<b>4,462</b>	<b>4,682</b>	<b>4,391</b>	<b>5,183</b>	<b>17,079</b>	<b>19,130</b>	<b>18,719</b>	

## II. 사업부문별 매출액 증감

	전자BG	-30.8	-16.9	-8.9	1.9	9.6	4.2	12.5	15.0	3.8	-14.3	10.4
1. 두산자재사업 (해외법인 포함)	디지털이노베이션	-2.3	-3.0	-2.8	11.4	5.0	1.8	2.4	4.5	7.4	1.0	3.5
	두타물	73.4	18.4	28.9	10.8	-20.4	-5.1	3.4	5.1	1.9	32.7	-5.7
	FCP	-21.5	-12.9	-59.5	103.6	-32.9	4.2	5.1	6.3	28.8	3.8	-0.9
	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. 두산팍켓(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	
<b>전체</b>	<b>27.2</b>	<b>16.0</b>	<b>3.4</b>	<b>5.7</b>	<b>2.6</b>	<b>-5.8</b>	<b>-3.2</b>	<b>-1.7</b>	<b>-</b>	<b>12.0</b>	<b>-2.2</b>	

## III. 사업부문별 영업이익

1. 두산자재사업(해외법인포함)	37	46	33	-3	16	23	20	6	113	65	133
2. 두산에너지빌리티	365	495	311	297	358	359	284	352	1,106	1,467	1,353
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	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
<b>합계</b>	<b>338</b>	<b>512</b>	<b>320</b>	<b>266</b>	<b>348</b>	<b>387</b>	<b>317</b>	<b>373</b>	<b>1,126</b>	<b>1,436</b>	<b>1,425</b>

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

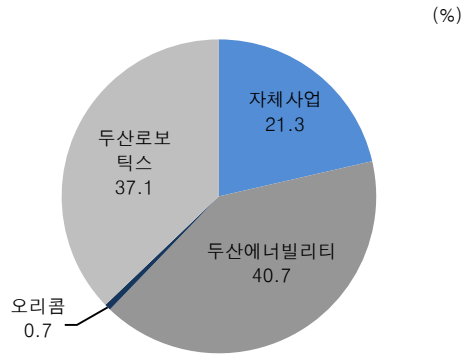
- 두산은 두산에너지빌리티, 두산밥캣, 두산퓨얼셀 등 21개 계열사를 포함하는 두산그룹의 모회사(총24개 계열사)이며 자체사업으로는 전자BG, 두터울, FCP 등을 영위
- 전자BG는 전자부품 생산사업으로 주로 동박적층판을 생산
- 디지털이노베이션BU는 디지털트랜스포메이션을 위한 기술 및 인프라 제공, 전문인력 양성 등을 수행하는 조직
- 최대주주인 박정원 외 특수관계인은 38.24%의 지분 보유

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 주주 가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 두산 대신증권 Research Center

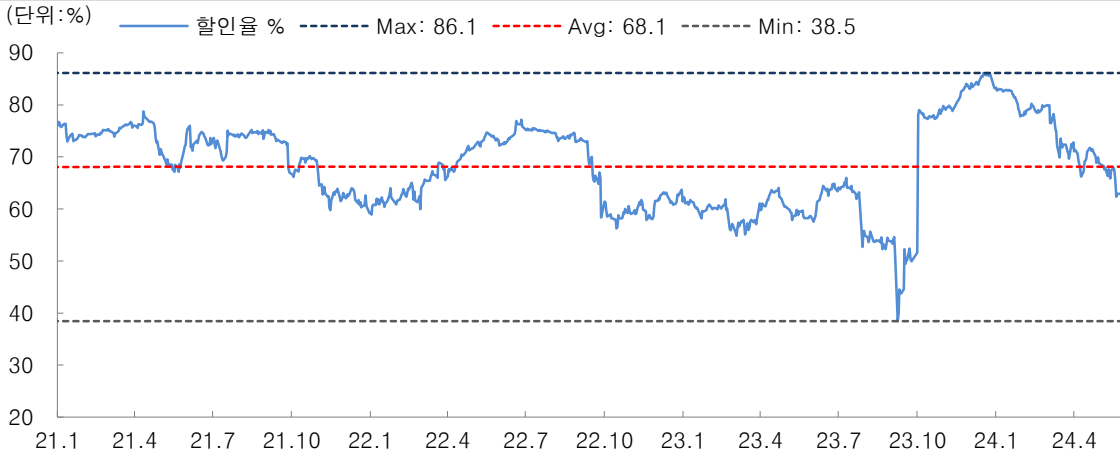
두산의 NAV 구성



자료: 두산 대신증권 Research Center

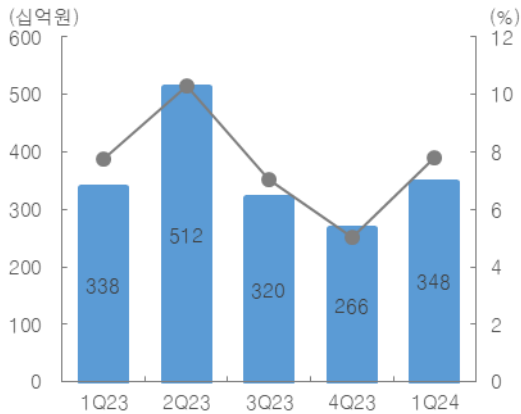
Earnings Driver

두산의 NAV 할인율



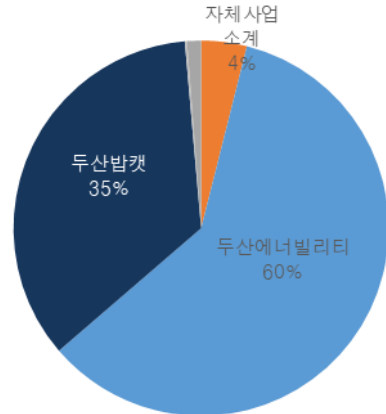
자료: 두산 대신증권 Research Center

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	19,861	20,913
매출원가	14,158	15,885	15,474	16,455	17,316
매출총이익	2,838	3,245	3,245	3,406	3,597
판매비와관리비	1,712	1,809	1,821	1,904	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	2,170	2,271
영업외손익	-1,412	-985	-823	-743	-695
관계기업손익	-343	-42	0	0	0
금융수익	808	664	664	594	600
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,379	-1,064	-994	-878	-869
외환평가손실	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
당기순이익	-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
가액평가이익	33	3	3	3	3
포괄손익	-249	297	388	483	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	5,251	6,629	7,832
PER	NA	NA	36.1	28.6	24.2
BPS	83,627	75,846	80,030	85,603	92,392
PBR	1.0	1.2	2.4	2.2	2.1
EBITDAPS	81,455	99,966	98,023	101,356	106,074
EV/EBITDA	8.8	7.2	8.0	7.7	7.3
SPS	793,700	893,375	874,168	927,490	976,647
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
CFPS	99,190	108,635	110,779	115,690	121,931
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증감률	32.2	12.6	-2.1	6.1	5.3
영업이익 증감률	22.3	27.6	-0.8	5.4	6.0
순이익 증감률	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 대안증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,092	11,881	13,154
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
관계기업투자금	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	29,881
유동부채	9,478	11,439	10,437	10,532	10,871
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,937	5,097	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
잔존증권	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
자배분	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
기타자본변동	-607	-589	-576	-563	-549
비자배분	8,507	9,583	10,111	10,815	11,673
자본총계	10,298	11,207	11,825	12,648	13,651
순차입금	5,275	3,974	3,233	2,397	1,463

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
비현금항목의가감	2,705	2,054	2,009	2,019	2,070
감가상각비	618	704	674	669	680
외환손익	149	10	-1	-10	-11
지분법평가손익	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	867
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	1,958	867	859	906	960
FCF	1,640	757	934	1,025	990

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 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	24.05.28	24.05.02	24.04.04	24.02.07	23.10.24	23.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	250,000	190,000	190,000	130,000	120,000	190,000
과다율(평균%)		(17.97)	(24.60)	(8.50)	(28.62)	(46.29)
과다율(최대/최소%)		1.79	(13.68)	24.62	(19.17)	(29.53)

제시일자	23.09.12
투자의견	Buy
목표주가	190,000
과다율(평균%)	(36.04)
과다율(최대/최소%)	(29.53)

제시일자	00.06.29
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

**투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240524)**

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	95.5%	4.5%	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