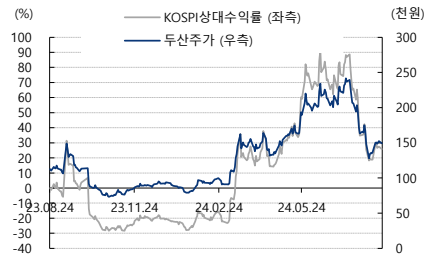


Buy
TP 210,000원 유지

두산(000150) : 기업지배구조 변화 속 주요 일정 점검

Company Data	
현재가(08/19)	149,300원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	241,500원
52주 최저가(보통주)	73,200원
KOSPI(08/19)	2,674.36p
KOSDAQ(08/19)	777.47p
자본금	1,237억원
시가총액	28,774억원
발행주식수(보통주)	1,652만주
발행주식수(우선주)	489만주
평균거래량(60일)	23.0만주
평균거래대금(60일)	361억원
외국인지분(보통주)	20.77%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-27.5	52.3	42.3
상대주가	-24.2	52.7	33.3

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2022.12	16,996	32.2	1,126	6.6	-581	-42,673	적전	-1.9	0.7	1.0	8.7	-36.0
2023.12	19,130	12.6	1,436	7.5	272	-24,026	적지	-3.9	0.9	1.2	7.1	-22.7
2024.12E	18,577	-2.9	1,386	7.5	316	7,115	흑전	21.4	1.2	1.9	8.3	7.6
2025.12E	19,632	5.7	1,472	7.5	379	13,227		11.5	1.0	1.7	8.7	12.6
2026.12E	20,711	5.5	1,595	7.7	510	16,449		9.3	1.0	1.5	9.1	13.8

▶ 전자BG, 하반기부터가 진짜

- 전자BG의 N사향 AI 가속기 제품은 3Q24부터 본격적으로 생산·판매 예정이며 해당 제품의 수익성은 기존 제품보다 높을 것으로 예상. 당사는 '24년 전자BG 사업부의 매출액과 9,072억원(yoy +11%)으로 추정하며, 전자 BG 수익성 개선 효과로 '24년 자체 사업 영업이익을 1,398억원으로 추정 (자체 사업OPM '23년 5.5%→'24년 10.9%)

▶ 기업지배구조 변화

- 전자BG 사업부는 순항 중인 가운데, 두산 그룹의 기업지배구조 변화 진행 중. 두산 그룹 내 현재 2개 이벤트 발생. ① 인적분할합병과 ② 주식의포괄적교환·이전. 분할합병과 주식의포괄적교환 마무리하면 두산에너지빌리티의 자회사인 두산밥캣이 최종적으로 두산로보틱스의 자회사로 이전될 수 있음
- ① 인적분할합병과 ② 주식의포괄적교환·이전 승인을 위한 주주총회일은 9월 25일. 주주총회 소집 통지(주주총회 2주전) 전 두산로보틱스가 제출한 분할합병, 주식의포괄적교환 관련 증권신고서 효력 발생 여부 우선 주목. 현재 해당 증권신고서 효력 발생 예정일은 '24년 8월 28일
- 주주총회 소집 통지 이전 증권신고서 효력 발생 시, 관련 안건 9월 25일 주주총회 승인 여부 주목. 분할합병계약 승인을 위한 주주총회 결의는 특별결의사항에 해당되므로 출석한 주주의 의결권의 3분의 2이상수와 발행주식총수의 3분의 1이상 승인을 얻어야 함(주식교환 또한 마찬가지)
- 증권신고서 효력 발생 시점, 주총 승인 여부, 주식매수청구권 행사 규모가 금번 기업지배구조 변화 여부의 주요 변수라고 판단

▶ 하반기 전자BG 사업 본격적인 양산 예상됨에 따라 투자 의견 Buy, 목표주가 210,000원 유지

두산(000150) : 기업지배구조 변화 속 주요 일정 점검

▶ 두산 Valuation Table

(단위: 십억원)

	시가총액/기업가치	(주)두산 지분율	(주)두산 반영 자산가치	비고
전자BG(자체 사업) 가치 ①	1,168		1,168	전자BG '24년 예상 순이익 *P/E 15배
상장 자회사 보유 가치				
* 두산에너빌리티	10,759	31%	3,282	1Yr Avg 시가총액
* 두산로보틱스	4,908	68%	3,347	1Yr Avg 시가총액
* 오리콤	118	61%	72	1Yr Avg 시가총액
합계 ②	15,786		6,700	
비상장회사 보유 가치				
* 두산로지스틱스솔루션	49	100%	49	
* 두산모빌리티이노베이션	72	86%	62	
합계 ③	121		111	
순차입금(별도기준) ④			-1,034	최근분기말 별도 기준 순차입금
NAV ①+②+③+④			6,945	
NAV Discount			50%	
Discount 적용 기업가치 ⑤			3,472	
보통주 주식수			16,523,835	
자사주 차감 ⑥			13,522,969	
목표주가 ⑤/⑥			210,142	기존 목표주가 210,000원 유지

두산(000150) : 기업지배구조 변화 속 주요 일정 점검

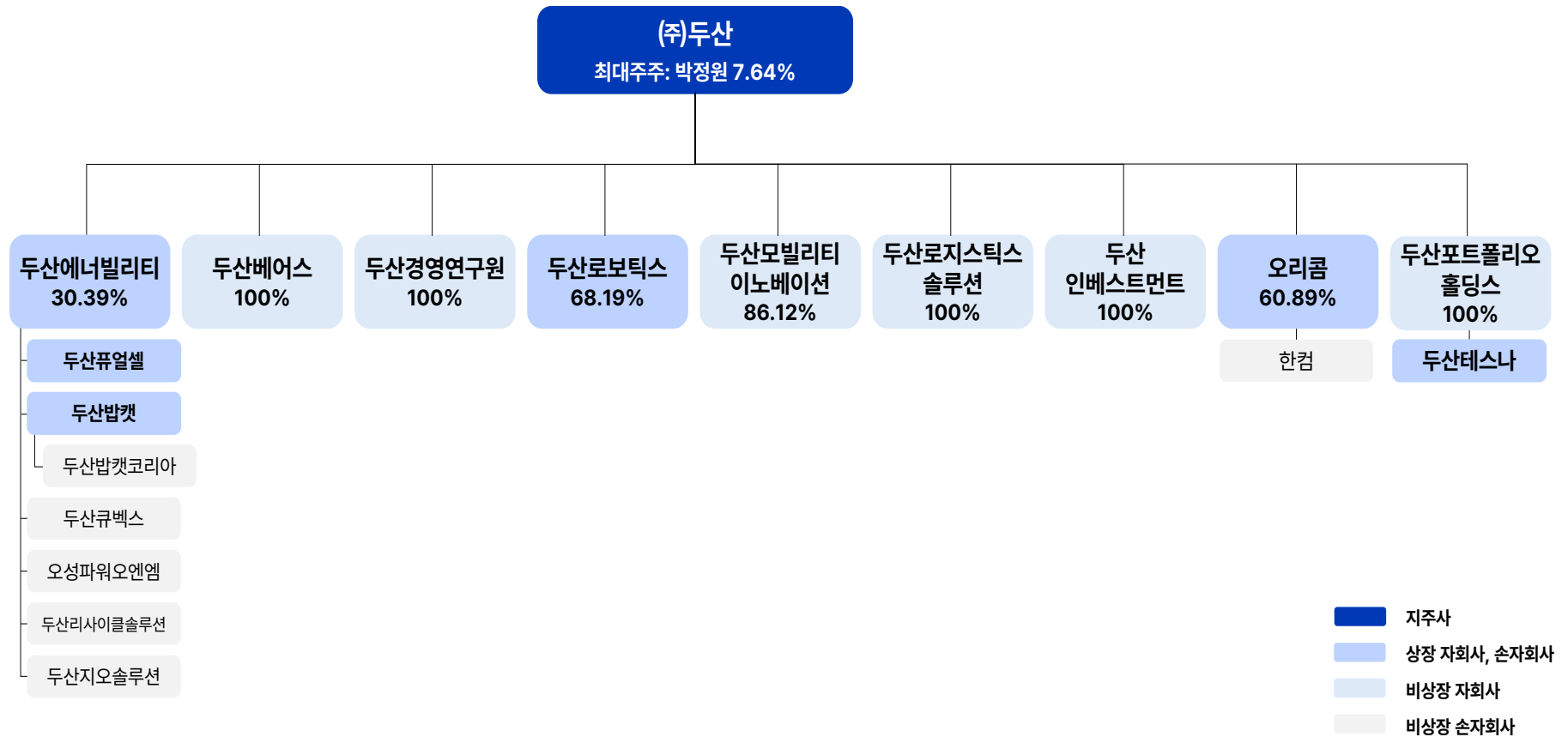
▶ 두산 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
두산 매출액(연결)	4,351	4,968	4,539	5,272	4,462	4,592	4,460	5,062	19,130	18,577
YoY	27.2%	16.0%	3.4%	7.5%	2.6%	-7.6%	-1.7%	-4.0%	12.6%	-2.9%
[두산 자체 사업]										
* 전자BG	170	210	221	212	187	235	240	245	814	907
* 그 외	85	85	82	113	83	90	84	119	364	375
[두산 상장 자회사 매출(연결)]										
* 두산에너지빌리티	4,041	4,539	4,155	4,855	4,098	4,129	4,096	4,611	15,421	17,590
* 두산로보틱스	11	13	13	17	11	14	20	25	53	70
* 오리콤	36.7	57.5	54.6	69.7	43.2	51.5	60.0	76.7	190.1	218.6
[두산 상장 손자회사]										
* 두산퓨얼셀	50	49	46	116	32	87	135	184	261	437
* 두산팍켈	2,405	2,672	2,366	2,316	2,395	2,237	2,398	2,421	9,759	9,450
[두산 비상장 자회사 매출(연결)]										
* 두산로지스틱스솔루션	6	3	3	6	7	5	5	7	18	24
* 두산모빌리티이노베이션	1	1	1	2	1	1	1	4	4	7
두산 영업이익(연결)	338	512	320	266	348	337	378	323	1,436	1,386
YoY	80.1%	39.7%	-6.1%	15.3%	2.9%	-34.2%	18.1%	21.4%	27.6%	-3.5%
영업이익률	7.8%	10.3%	7.0%	5.1%	7.8%	7.3%	8.5%	6.4%	7.5%	7.5%
[두산 자체사업 영업이익]										
* 영업이익	16	23	20	6	24	38	36	42	65	140
[두산 상장 자회사 영업이익]										
* 두산에너지빌리티	365	454	311	297	358	308	292	330	1,426	1,287
* 오리콤	-0.7	4.1	2.0	6.7	-0.6	3.6	4.2	5.0	12.2	12.2
[두산 상장 손자회사 영업이익]										
* 두산퓨얼셀	3	0	1	-3	2	2	5	6	2	15
* 두산팍켈	370	467	298	256	326	240	268	234	1,390	1,068
[두산 상장 자회사 OPM]										
* 두산에너지빌리티	9.0%	10.0%	7.5%	6.1%	8.7%	7.5%	7.1%	7.2%	9.2%	7.3%
* 오리콤	-1.8%	7.2%	3.8%	9.6%	-1.4%	6.9%	7.0%	6.5%	6.4%	5.6%
[두산 상장 손자회사 OPM]										
* 두산퓨얼셀	6.4%	1.0%	1.5%	-2.3%	6.3%	2.5%	3.9%	3.3%	0.6%	3.5%
* 두산팍켈	15.4%	17.5%	12.6%	11.1%	13.6%	10.7%	11.2%	9.7%	14.2%	11.3%

두산(000150) : 기업지배구조 변화 속 주요 일정 점검

▶ 두산 타법인출자현황(2024년 반기보고서 기준)



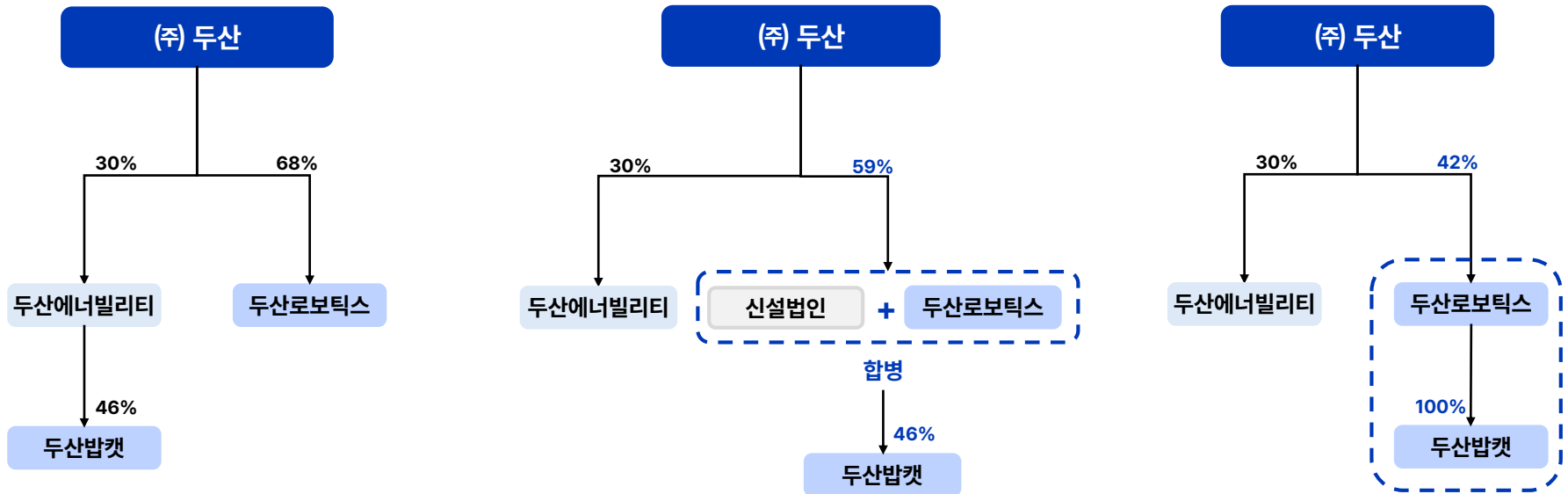
두산(000150) : 기업지배구조 변화 속 주요 일정 점검

▶ 두산로보틱스, 두산밥캣 인적분할합병 및 포괄적 주식교환 절차

✓ As-is

✓ 인적분할합병 이후

✓ 포괄적주식교환 이후



포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,577	19,632	20,711
매출원가	14,158	15,885	15,303	16,196	17,025
매출총이익	2,838	3,245	3,274	3,436	3,687
매출총이익률 (%)	16.7	17.0	17.6	17.5	17.8
판매비와관리비	1,712	1,809	1,888	1,963	2,092
영업이익	1,126	1,436	1,386	1,472	1,595
영업이익률 (%)	6.6	7.5	7.5	7.5	7.7
EBITDA	1,744	2,141	2,111	2,298	2,453
EBITDA Margin (%)	10.3	11.2	11.4	11.7	11.8
영업외손익	-1,412	-985	-1,014	-1,027	-995
관계기업손익	-343	-42	-42	-42	-42
금융수익	808	664	634	689	752
금융비용	-1,379	-1,064	-1,025	-1,105	-1,169
기타	-497	-542	-581	-569	-535
법인세비용차감전순손익	-286	451	372	446	600
법인세비용	211	179	56	67	90
계속사업순손익	-497	272	316	379	510
중단사업순손익	-84	0	0	0	0
당기순이익	-581	272	316	379	510
당기순이익률 (%)	-3.4	1.4	1.7	1.9	2.5
비지배지분순이익	115	660	190	152	230
지배지분순이익	-696	-388	126	227	281
지배순이익률 (%)	-4.1	-2.0	0.7	1.2	1.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	332	25	27	27	27
포괄순이익	-249	297	342	405	537
비지배지분포괄이익	370	710	818	969	1,283
지배지분포괄이익	-619	-413	-476	-563	-746

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	2,087	2,091	2,252
당기순이익	-581	272	316	379	510
비현금항목의 가감	2,705	2,054	1,984	2,181	2,308
감가상각비	456	548	583	690	728
의환손익	149	10	-10	-10	-10
지분법평가손익	225	42	42	42	42
기타	1,875	1,454	1,369	1,459	1,548
자산부채의 증감	-683	433	249	89	87
기타현금흐름	-908	-850	-461	-559	-654
투자활동 현금흐름	-291	-1,106	-1,799	-2,480	-2,192
투자자산	-365	-26	-601	-831	-831
유형자산	-700	-584	-750	-1,200	-911
기타	774	-496	-447	-448	-450
재무활동 현금흐름	-482	636	1,121	1,947	1,688
단기차입금	-2,794	-142	172	189	208
사채	-690	-128	31	33	35
장기차입금	1,229	529	231	1,016	711
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-125	-119	-36	-36	-36
기타	1,897	496	723	745	770
현금의 증감	-161	1,465	-197	217	145
기초 현금	2,235	2,074	3,539	3,342	3,559
기말 현금	2,074	3,539	3,342	3,559	3,704
NOPLAT	1,958	867	1,178	1,252	1,356
FCF	1,194	1,420	1,402	967	1,389

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,997	13,654	15,667
현금및현금성자산	2,074	3,539	3,342	3,559	3,704
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	4,371	5,526	7,095
재고자산	2,757	2,927	2,842	3,004	3,169
기타유동자산	1,368	1,328	1,441	1,564	1,698
비유동자산	16,789	16,840	17,611	19,061	20,303
유형자산	6,273	6,509	6,677	7,187	7,369
관계기업투자금	431	405	1,006	1,837	2,668
기타금융자산	603	534	673	880	1,192
기타비유동자산	9,481	9,392	9,256	9,157	9,074
자산총계	26,315	28,287	29,608	32,715	35,970
유동부채	9,478	11,439	11,954	12,762	13,644
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,917	5,065	5,217
차입금	1,863	1,717	1,889	2,078	2,286
유동성채무	1,039	2,271	2,498	2,748	3,023
기타유동부채	2,145	2,456	2,651	2,871	3,118
비유동부채	6,539	5,641	5,822	6,801	7,485
차입금	3,208	2,309	2,540	3,555	4,266
사채	534	627	658	691	725
기타비유동부채	2,798	2,706	2,625	2,554	2,493
부채총계	16,018	17,080	17,777	19,562	21,129
지배지분	1,791	1,624	1,715	1,906	2,151
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,605	1,881	1,881	1,881	1,881
이익잉여금	669	208	299	490	735
기타자본변동	-1,194	-1,188	-1,188	-1,188	-1,188
비지배지분	8,507	9,583	10,117	11,247	12,691
자본총계	10,298	11,207	11,832	13,153	14,842
총차입금	7,491	7,708	8,310	9,744	10,922

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-42,673	-24,026	7,115	13,227	16,449
PER	-1.9	-3.9	21.4	11.5	9.3
BPS	83,627	75,846	80,076	89,019	100,449
PBR	1.0	1.2	1.9	1.7	1.5
EBITDAPS	81,455	99,966	98,587	107,334	114,541
EV/EBITDA	8.7	7.1	8.3	8.7	9.1
SPS	1,028,560	1,157,729	1,124,258	1,188,079	1,253,423
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	55,738	66,296	65,486	45,158	64,888
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	32.2	12.6	-2.9	5.7	5.5
영업이익 증가율	22.3	27.6	-3.5	6.3	8.3
순이익 증가율	적전	흑전	16.1	20.0	34.6
수익성					
ROIC	13.5	5.8	7.8	7.8	7.7
ROA	-2.7	-1.4	0.4	0.7	0.8
ROE	-36.0	-22.7	7.6	12.6	13.8
안정성					
부채비율	155.5	152.4	150.2	148.7	142.4
순차입금비용	28.5	27.2	28.1	29.8	30.4
이자보상배율	3.1	3.1	2.7	2.5	2.4