

두산 000150

AI 사업 모멘텀과 지배구조 개편 성공 시 수혜

전자 BG 제품 북미 N사 B시리즈 모델 단독 쉐 통과 추정

북미 N사로 납품되는 두산 전자 BG의 AI 가속기향 제품이 단독으로 쉐 통과된 것으로 추정된다. 해당 제품이 탑재되는 모델은 최근 N사가 스펙을 공개하고 연내 양산 준비 중인 B시리즈 2개 모델로 예상된다.

무엇보다 대만의 경쟁사 (EMC)가 관련 제품 쉐 통과에 실패하면서 IR과정에서 관련 사실을 공식적으로 확인해준 만큼 향후 두산 단독 납품 여부가 확실시 된다. B시리즈 2개 모델에 대해서 3분기부터 양산 돌입하며 관련 매출 비중은 점진적으로 증가할 전망이다. 이를 제외해도 올해 연간 8,800억원의 매출(+8.8% YoY), 영업이익 886억원 (OPM 11.5%, +196 YoY)의 회복이 예상된다. 일반적으로 동사의 하이엔드 제품의 경상 OPM이 15% 내외이지만 원가 구조 및 제품 가격 감안 시 AI관련 제품 OPM은 20% 넘어설 것으로 추정된다. 따라서 N사향 매출 비중이 증가하면서 25년부터는 전자 BG의 경상 OPM도 15%를 상회할 전망이다.

주 두산 지배구조 개편 성공 시 최대 수혜

이번 개편 성공 시 단기적으로 주 두산의 수혜는 1) 밥캣의 지배력 증가 (기존 13.8% → 42%), 2) 밥캣의 이익 현금 배당 유입을 꼽을 수 있다. 궁극적으로는 두산 로보틱스와의 합병이 예상되는 만큼 두산 밥캣은 주 두산의 자회사로 승격하게 된다. 사실상 이번 지배구조 개편의 최대 수혜는 주 두산이다. 지배구조 개편 관련 reputation risk와 규제 risk를 우려한 차익 매물이 출회됐으나 최근 주가 하락은 다소 과도한 것으로 판단된다.

이제는 보유 중인 자사주 18% 활용할 때

전자 BG 사업을 최소 가치인 1.5조 (14년 이익 * 15배 적용) 적용했으나 향후 N사향 매출 비중 증가를 확인한 후 후행적으로 전자 BG가치를 상향 조종할 계획이다. 현재 자사주 18%를 보유 중이다. 최근 정부의 밸류업 정책에 부응하고 시장의 논란을 해소하기 위해서라도 보유 중인 자사주 18%는 주주 친화적으로 활용할 때라고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	11,429	12,851	16,996	19,130	19,959
영업이익	-20	921	1,126	1,436	1,451
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.6	7.5	7.3
세전이익	-821	593	-286	451	901
지배주주지분순이익	-553	204	-696	-388	189
EPS(원)	-33,925	11,812	-42,673	-24,026	13,159
증감률(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
ROE(%)	-35.2	10.9	-36.0	-22.7	11.1
PER(배)	-1.5	10.0	-1.9	-3.9	12.6
PBR(배)	0.7	1.2	1.0	1.2	2.0
EV/EBITDA(배)	16.2	5.6	4.0	2.7	3.0

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2024.07.30

매수(유지)

목표주가(유지)	190,000원
현재주가(07/29)	165,900원
상승여력	14.5%

Stock Data

KOSPI	2,765.5pt
시가총액(보통주)	2,741십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	168천주
60일 평균거래대금	33,531백만원
외국인 지분율	21.4%
52주 최고가	263,500원
52주 최저가	72,100원
주요주주	
박정원(외 26인)	40.0%
자사주(외 1인)	18.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-23.5	-22.4
3M	13.6	10.6
6M	91.8	81.2

주가차트

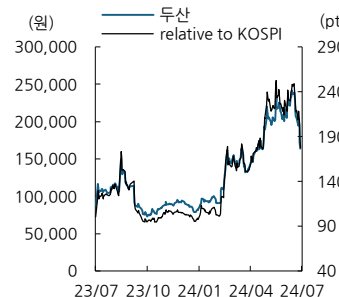
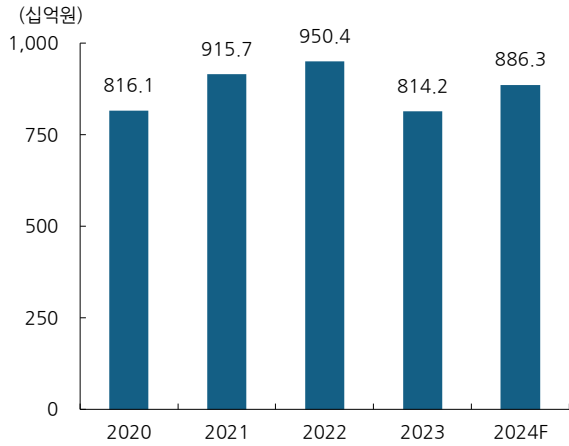
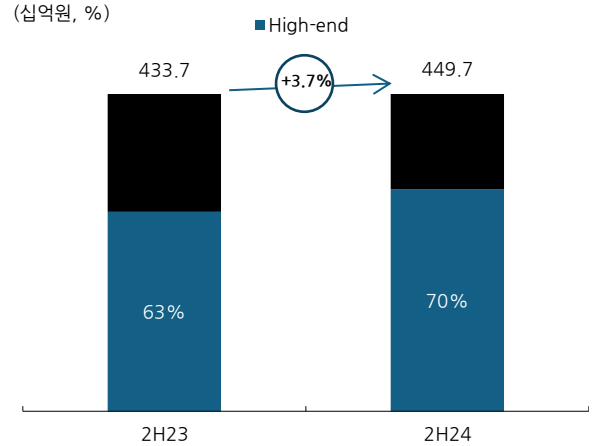


그림1 전자 BG 사업부 매출 추이 전망



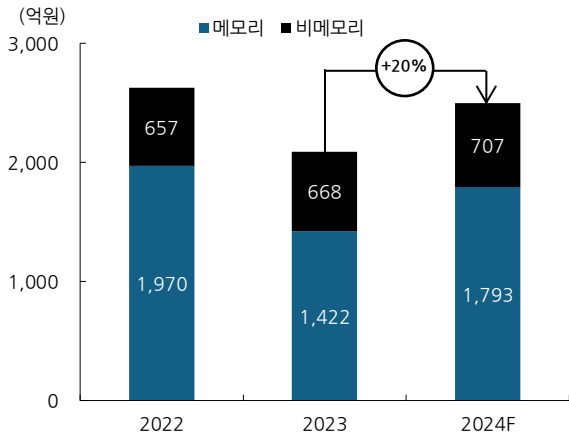
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 전자 BG 전체 매출액 대비 High end 비중



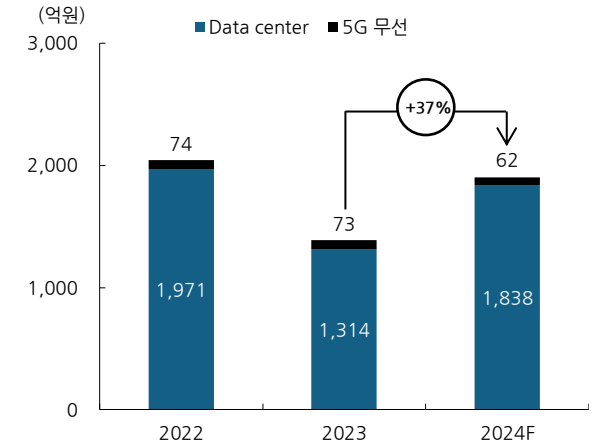
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림3 전자 BG 주요 제품별 매출 성과 및 전망(반도체용 소재)



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

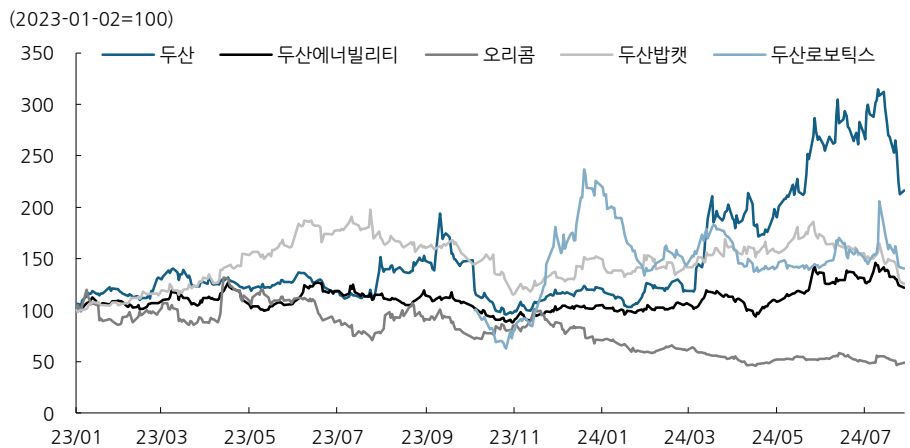
그림4 전자 BG 주요 제품별 매출 성과 및 전망(통신장비 소재)



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	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
연결 실적											
매출액	4,351	4,968	4,538	5,272	4,462	4,592	5,041	5,864	16,996	19,130	19,959
YoY	29.7	14.2	3.4	7.5	2.6	-7.6	11.1	11.2	31.6	12.6	4.3
영업이익	338	512	320	266	348	337	381	385	1,126	1,436	1,451
OPM	7.8	10.3	7.0	5.1	7.8	7.3	7.6	6.6	6.6	7.5	7.3
당기순이익	114.7	174.2	104.4	(121.2)	225.9	216.3	116.0	117.3	(581)	272	675
지배주주 순이익	(39)	(70)	(20)	(260)	5	21	93	70	(696)	(388)	189
두산 자체 사업											
매출액	255	295	303	325	269	325	322	328	1,309	1,178	1,244
YoY	-22.3	-13.2	-8.4	5.0	5.6	10.1	6.2	1.0	9.3	-10.0	5.6
영업이익	16	23	20	7	24	38	32	39	106	65	131
OPM	6.3	7.8	6.4	2.0	8.7	11.6	9.8	11.7	8.1	5.5	10.6
전자											
매출액	170	210	221	212	187	235	230	235	950	814	886
디지털 (DDI)											
매출액	64	67	67	81	67	72	73	75	275	278	287
영업이익	3	3	2	6	3	4	2	6	9	14	15
OPM	4.7	3.7	3.0	7.7	4.5	5.0	3.0	7.7	3.4	4.9	5.1
두타몰											
매출액	14	9	11	9	11	10	10	10	32	43	41
영업이익	8	3	4	-1	5	4	4	3	8	14	16
OPM	59.1	34.4	37.4	적자전환	46.8	43.3	37.4	30.0	24.6	33.6	39.5
비상장 2사											
매출액	17	17	16	8	5	8	5	11	121	58	29
YoY	99.2	-45.6	-0.8	-62.1	-42.2	-74.1	-70.4	-49.7	17.4	-52.0	-49.9
영업이익	(9)	(12)	(12)	(21)	(5)	(5)	0	1	(38)	(55)	(9)
OPM	-53.8	-73.1	-75.8	-261.0	-96.0	-58.3	3.3	5.3	적자	적자	흑자전환
DMI											
매출액	1	1	1	2	0	0	1	4	3	4	5
DLS											
매출액	6	3	3	6	5	8	4	7	73	18	24
로보틱스											
매출액	11	13	13	17	11	14	19	24	45	53	69
영업이익	-4	-5	-6	-3	-7	-8	1	1	-11	-19	-13
OPM	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	2.0	0.0	-25.3	-34.9	-18.2

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

주: 비상장2사 3Q23까지 두산 로보틱스 실적 포함

주: 두산 로보틱스, DLS, DMI 2Q24 수치는 추정치

표2 두산 2Q24 실적 Vs. 당사 추정치

(십억원, %)	2Q24 실적	YoY	QoQ	2Q24 DS추정치	차이 (%)	2Q24 컨센서스	차이 (%)
매출액	4,592	-7.6	2.9	5,397	-14.9	4,901	-6.3
영업이익	337	-34.2	-3.2	571	-41.0	442.5	-23.9

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표3 두산의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전	변경후	차이 (%)
	2024F	2024F	2024F
매출액	20,691	19,959	(3.5)
영업이익	1,683	1,451	(13.8)

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표4 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			1,676	
전자	102	15	1,523	24F 전망치
DD(경보통신)	15	5	73	24F 전망치
두타물	16	5	80	24F 전망치
FCP	0	5	0	24F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,372	할인을 80% 적용
두산 에너지빌리티	31%	11,870	3,620	
오리콤	61%	87	53	
두산로보틱스	68%	4,674	3,187	
	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 38.7% 보유
순차입금(d)	1024.5			
Target NAV(a+b+c-d)	2,583			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	190,000			
현재 주가(원)	165,900			
주가 상승 여력	15%			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

[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	11,412	매출액	11,429	12,851	16,996	19,130	19,959
현금 및 현금성자산	2,707	2,235	2,074	3,539	3,816	매출원가	9,948	10,645	14,158	15,885	16,621
매출채권 및 기타채권	4,328	3,049	3,328	3,652	3,554	매출총이익	1,481	2,207	2,838	3,245	3,338
재고자산	2,422	2,049	2,757	2,927	2,734	판매비 및 관리비	1,501	1,286	1,712	1,809	1,887
기타	3,141	2,544	1,368	1,328	1,307	영업이익	-20	921	1,126	1,436	1,451
비유동자산	17,603	16,069	16,789	16,840	16,670	(EBITDA)	665	1,534	1,744	2,141	2,195
관계기업투자등	523	1,248	891	662	629	금융손익	-418	-403	-539	-360	-410
유형자산	6,984	5,947	6,273	6,509	6,225	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	28,082	기타영업외손익	-366	72	-529	-582	-141
유동부채	15,808	12,009	9,478	11,439	11,061	세전계속사업이익	-821	593	-286	451	901
매입채무 및 기타채무	4,071	3,503	4,431	4,994	4,917	계속사업법인세비용	2	247	211	179	225
단기금융부채	8,964	6,317	3,164	4,218	3,918	계속사업이익	-823	346	-497	272	675
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	675
장기금융부채	4,084	3,312	4,589	3,719	3,719	지배주주	-553	204	-696	-388	189
기타비유동부채	2,543	2,215	1,950	1,922	1,941	총포괄이익	-1,132	699	-524	285	675
부채총계	22,435	17,536	16,018	17,080	16,722	매출총이익률 (%)	13.0	17.2	16.7	17.0	16.7
지배주주지분	1,660	2,078	1,791	1,624	1,777	영업이익률 (%)	-0.2	7.2	6.6	7.5	7.3
자본금	124	124	124	124	124	EBITDAMA진률 (%)	5.8	11.9	10.3	11.2	11.0
자본잉여금	1,091	1,237	1,605	1,881	1,881	당기순이익률 (%)	-8.4	5.0	-3.4	1.4	3.4
이익잉여금	1,159	1,383	669	208	361	ROA (%)	-1.9	0.7	-2.7	-1.4	0.7
비지배주주지분(연결)	6,106	6,332	8,507	9,583	9,583	ROE (%)	-35.2	10.9	-36.0	-22.7	11.1
자본총계	7,766	8,410	10,298	11,207	11,360	ROIC (%)	-0.1	3.5	5.8	5.9	7.6

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023	2024F		2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동 현금흐름	127	722	533	1,909	1,095	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-964	649	-581	272	675	P/E	-1.5	10.0	-1.9	-3.9	12.6
비현금수익비용가감	2,430	1,552	2,705	2,054	206	P/B	0.7	1.2	1.0	1.2	2.0
유형자산감가상각비	490	436	456	548	583	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	3.0
기타현금수익비용	1,745	939	2,087	1,350	-538	P/CF	0.8	1.1	0.8	0.9	4.0
영업활동 자산부채변동	-719	-588	-683	433	213	배당수익률 (%)	3.8	1.7	2.4	2.1	1.5
매출채권 감소(증가)	74	-225	-508	-58	97	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	366	-539	-683	-296	193	매출액	-36.3	12.5	32.2	12.6	4.3
매입채무 증가(감소)	-448	716	867	592	-77	영업이익	적전	흑전	22.3	27.6	1.0
기타자산 부채변동	-710	-539	-359	194	0	세전이익	적지	흑전	적전	흑전	99.7
투자활동 현금	-343	-295	-291	-1,106	-482	당기순이익	적전	흑전	적전	흑전	148.3
유형자산처분(취득)	-301	-291	-665	-571	-299	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	147.2
기타투자활동	892	278	-42	-184	0	유동비율	79.7	82.2	100.5	100.1	103.2
재무활동 현금	1,152	-1,036	-482	636	-336	순차입금/자기자본(x)	124.7	73.6	51.2	35.5	30.1
차입금의 증가(감소)	327	-1,141	-2,418	94	-300	영업이익/금융비용(x)	-0.1	2.5	3.1	3.1	3.5
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	3,418
기타재무활동	890	129	2,061	661	0	주당지표(원)					
현금의 증가	867	-473	-161	1,465	277	EPS	-33,925	11,812	-42,673	-24,026	13,159
기초현금	1,841	2,708	2,235	2,074	3,539	BPS	77,507	97,049	83,627	75,846	82,989
기말현금	2,707	2,235	2,074	3,539	3,816	SPS	533,712	600,163	793,700	893,375	932,067
NOPLAT	-15	537	816	867	1,088	CFPS	68,467	102,772	99,190	108,635	41,178
FCF	404	1,318	1,150	1,653	613	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	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	6.5	27.1	
2024-05-08	매수	190,000	6.9	27.1	
2024-07-30	매수	190,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업	
매수	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	중립	
매도	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
99.3%	0.7%	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 당사에 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.