

두산 000150

전자 BG 가치 추가 상향 조정

전자 BG 가치 기존 1.5조원에서 2.5조원으로 상향 조정

전자 BG의 사업 가치를 기존 1.5조원에서 2.5조원으로 상향 조정했다. 전자 BG에 대한 적용 멀티플은 15배로 보수적으로 적용했다. 이에 따라 목표주가도 기존 19만원에서 25만원으로 상향 조정한다. 전자 BG 사업 가치 조정의 근거는 25년 추정 매출을 기존 8,860억원에서 1.1조원으로 24%로 상향 조정했으며 추정 영업이익률도 상향 조정했다. 전자 BG의 영업이익률은 24년 12.5%대로 추정되며 25년 영업이익률은 14~15% 내외로 가정했다.

전자 BG는 미국 N사의 'B 모델' 단독 쉘에 이어 후속 모델인 차세대 AI칩인 '루빈'까지 대만 경쟁 업체를 제치고 단독 공급 가능성이 매우 높은 것으로 추정된다. 'B 모델'의 경우 본격적인 매출은 24년 4분기부터 반영되며 루빈 관련 매출은 25년 하반기부터 일부 반영될 전망이다. 특히 관련 제품의 마진이 전체 마진을 크게 뛰어 넘어 N사 매출의 비중이 증가할 경우 전자 BG의 경상 영업이익률은 15%를 크게 넘을 것으로 추정된다.

3분기 계절적 비수기에도 실적 호조 지속 → QoQ 매출과 이익 모두 증가

계절적 비수기에도 불구하고 전자 BG의 매출액은 QoQ 증가할 전망이다. 3분기 전자 BG 매출액은 2,470억원 (+5% QoQ, +11.6% YoY)으로 예상된다. 특히 3분기 일회성 비용과 AI 가속기 샘플 공급이 적었음에도 불구하고 수익성은 전분기 대비 유지될 전망이다. AI가속기와 GDDR7 등 하이엔드 제품은 4분기 대폭 반영될 전망이다. 4분기 매출액은 최소 2,550억원 (+25% YoY)으로 예상된다. 하반기 매출 기준 고마진 하이엔드 제품 비중은 70%로 추정된다.

지배구조 개편 이후 자사주 18% 점진적 소각 예상

진행 중인 지배구조 개편 이후 밸류업 정책에 부응하기 위해 자사주 18%는 점진적 소각 가능성이 높은 것으로 파악된다. 지배구조 개편 이후 1) 밥캣의 지배력 증가는 물론, 2) 밥캣의 이익 현금 배당 유입을 통해 좀 더 적극적인 주주환원과 inorganic 성장 등의 다양한 옵션이 존재한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	12,851	16,996	19,130	19,994	21,032
영업이익	921	1,126	1,436	1,463	1,682
영업이익률(%)	7.2	6.6	7.5	7.3	8.0
세전이익	593	-286	451	1,162	1,402
지배주주지분순이익	204	-696	-388	-19	34
EPS(원)	11,812	-42,673	-24,026	-2,206	1,525
증감률(%)	흑전	적전	적지	적지	흑전
ROE(%)	10.9	-36.0	-22.7	-1.2	2.1
PER(배)	10.0	-1.9	-3.9	-85.9	124.3
PBR(배)	1.2	1.0	1.2	2.6	2.6
EV/EBITDA(배)	5.6	4.0	2.7	3.3	2.9

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2024.10.16

매수(유지)

목표주가(상향)	250,000원
현재주가(10/15)	189,500원
상승여력	31.9%

Stock Data

KOSPI	2,633.5pt
시가총액(보통주)	3,131십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	170천주
60일 평균거래대금	27,609백만원
외국인 지분율	19.9%
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	19.1	16.9
3M	-20.9	-12.9
6M	21.4	22.8

주가차트

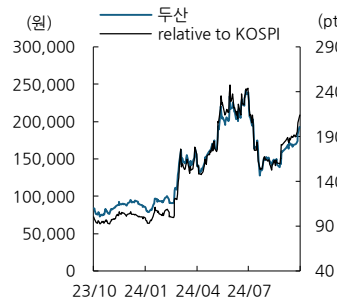
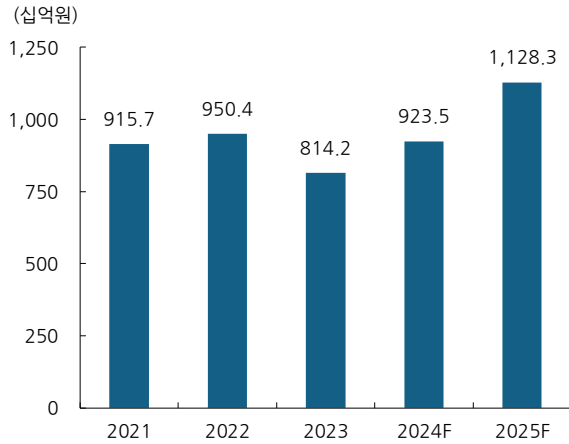
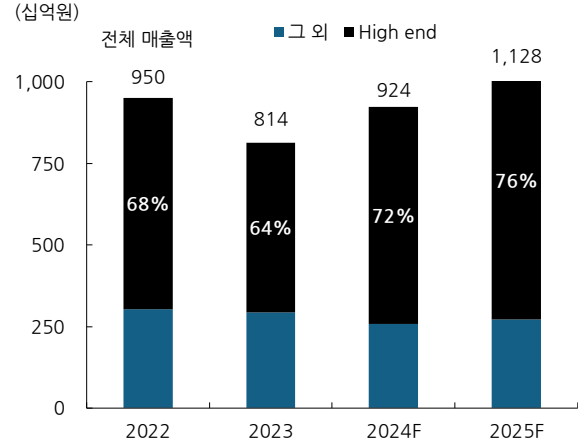


그림1 전자 BG 사업부 매출 추이 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 전자 BG 전체 매출액 대비 High end 비중



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			2,597	
전자	164	15	2,462	25F 전망치
DDI(정보통신)	15	5	73	25F 전망치
두터몰	12	5	62	25F 전망치
FCP	0	5	0	25F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,425	<u>할인을 80% 적용</u>
두산 에너지빌리티	31%	12,170	3,712	
오리콤	61%	76	46	
두산로보틱스	68%	3,986	2,718	
	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 30.6% 보유
순차입금(d)	1,247.5			
Target NAV(a+b+c-d)	3,334			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	250,000			
현재 주가(원)	189,500			
주가 상승 여력	32%			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전 2024F	변경후 2024F	차이 (%) 2024F
매출액	19,959	19,994	0.2
영업이익	1,451	1,463	0.8

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표1 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
연결 실적											
매출액	4,462	4,592	5,056	5,884	4,644	4,667	5,506	6,215	19,130	19,994	21,032
YoY	2.6	-7.6	11.4	11.6	4.1	1.6	8.9	5.6	12.6	4.5	5.2
영업이익	348	337	386	392	435	384	429	435	1,436	1,463	1,682
OPM	7.8	7.3	7.6	6.7	9.4	8.2	7.8	7.0	7.5	7.3	8.0
당기순이익	225.9	216.3	252.8	176.5	232.2	233.4	275.3	310.8	272	871	1052
지배주주 순이익	5	21	-48	4	5	22	0	6	-388	-19	34
두산 자체 사업											
매출액	269	325	339	348	363	349	380	399	1,178	1,281	1,491
YoY	5.6	10.1	11.8	7.2	34.6	7.2	12.3	14.6	-10.0	8.8	16.3
영업이익	24	38	37	46	43	43	48	59	65	145	193
OPM	8.7	11.6	11.0	13.2	11.8	12.3	12.7	14.9	5.5	11.3	13.0
전자											
매출액	187	235	247	255	280	259	284	306	814	924	1,128
디지털 (DDI)											
매출액	67	72	73	75	67	72	77	75	278	287	291
영업이익	3	4	2	6	3	4	2	6	14	15	15
OPM	4.5	5.0	3.0	7.7	4.5	5.0	3.0	7.7	4.9	5.1	5.0
두타물											
매출액	11	10	10	10	11	10	10	10	43	41	41
영업이익	5	4	4	3	3	3	3	3	14	16	12
OPM	46.8	43.3	37.4	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	33.6	39.5	30.0
비상장 2사											
매출액	5	8	5	11	6	10	6	13	58	29	35
YoY	-42.2	-74.1	-70.4	-49.7	-72.1	36.1	22.4	21.4	-52.0	-49.9	19.6
영업이익	-5	-5	0	0	0	0	0	0	-55	-10	0
OPM	-96.0	-58.3	0.9	-1.8	-0.3	-0.2	-1.1	-1.6	적자	흑자전환	흑자전환
DMI											
매출액	0	0	1	4	0	0	1	4	4	5	6
DLS											
매출액	5	8	4	7	6	10	5	9	18	24	29
로보틱스											
매출액	11	14	18	24	16	21	25	35	53	67	97
영업이익	-7	-8	0	1	-1	-1	1	2	-19	-14	1
OPM	적자지속	적자지속	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-34.9	-20.1	1.2

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

[두산 000150]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	9,877	9,526	11,446	11,209	11,347	매출액	12,851	16,996	19,130	19,994	21,032
현금 및 현금성자산	2,235	2,074	3,539	3,602	3,433	매출원가	10,645	14,158	15,885	16,641	17,361
매출채권 및 기타채권	3,049	3,328	3,652	3,561	3,745	매출총이익	2,207	2,838	3,245	3,353	3,671
재고자산	2,049	2,757	2,927	2,739	2,881	판매비 및 관리비	1,286	1,712	1,809	1,890	1,989
기타	2,544	1,368	1,328	1,307	1,287	영업이익	921	1,126	1,436	1,463	1,682
비유동자산	16,069	16,789	16,840	16,674	16,500	(EBITDA)	1,534	1,744	2,141	2,208	2,406
관계기업투자등	1,248	891	662	629	535	금융손익	-403	-539	-360	-410	-402
유형자산	5,947	6,273	6,509	6,226	5,986	이자비용	365	365	466	410	402
무형자산	7,582	7,891	8,032	8,107	8,179	관계기업등 투자손익	2	-343	-44	0	0
자산총계	25,946	26,315	28,287	27,883	27,847	기타영업외손익	72	-529	-582	109	122
유동부채	12,009	9,478	11,439	11,070	11,026	세전계속사업이익	593	-286	451	1,162	1,402
매입채무 및 기타채무	3,503	4,431	4,994	4,926	5,181	계속사업법인세비용	247	211	179	290	351
단기금융부채	6,317	3,164	4,218	3,918	3,618	계속사업이익	346	-497	272	871	1,052
기타유동부채	2,189	1,883	2,226	2,226	2,226	중단사업이익	303	-84	0	0	0
비유동부채	5,526	6,539	5,641	5,660	5,680	당기순이익	649	-581	272	871	1,052
장기금융부채	3,312	4,589	3,719	3,719	3,719	지배주주	204	-696	-388	-19	34
기타비유동부채	2,215	1,950	1,922	1,941	1,960	총포괄이익	699	-524	285	871	1,052
부채총계	17,536	16,018	17,080	16,731	16,706	매출총이익률 (%)	17.2	16.7	17.0	16.8	17.5
지배주주지분	2,078	1,791	1,624	1,569	1,558	영업이익률 (%)	7.2	6.6	7.5	7.3	8.0
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	11.9	10.3	11.2	11.0	11.4
자본잉여금	1,237	1,605	1,881	1,881	1,881	당기순이익률 (%)	5.0	-3.4	1.4	4.4	5.0
이익잉여금	1,383	669	208	153	142	ROA (%)	0.7	-2.7	-1.4	-0.1	0.1
비지배주주지분(연결)	6,332	8,507	9,583	9,583	9,583	ROE (%)	10.9	-36.0	-22.7	-1.2	2.1
자본총계	8,410	10,298	11,207	11,152	11,141	ROIC (%)	3.5	5.8	5.9	7.7	8.9

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	722	533	1,909	882	617	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	649	-581	272	871	1,052	P/E	10.0	-1.9	-3.9	-85.9	124.3
비현금수익비용가감	1,552	2,705	2,054	-200	-364	P/B	1.2	1.0	1.2	2.6	2.6
유형자산감가상각비	436	456	548	583	561	P/S	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
무형자산상각비	177	162	157	161	163	EV/EBITDA	5.6	4.0	2.7	3.3	2.9
기타현금수익비용	939	2,087	1,350	-945	-1,087	P/CF	1.1	0.8	0.9	6.0	5.9
영업활동 자산부채변동	-588	-683	433	211	-71	배당수익률 (%)	1.7	2.4	2.1	1.3	1.6
매출채권 감소(증가)	-225	-508	-58	91	-185	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-539	-683	-296	188	-142	매출액	12.5	32.2	12.6	4.5	5.2
매입채무 증가(감소)	716	867	592	-69	256	영업이익	흑전	22.3	27.6	1.9	15.0
기타자산 부채변동	-539	-359	194	0	0	세전이익	흑전	적전	흑전	157.7	20.7
투자활동 현금	-295	-291	-1,106	-483	-441	당기순이익	흑전	적전	흑전	220.3	20.7
유형자산처분(취득)	-291	-665	-571	-300	-321	EPS	흑전	적전	적지	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-229	-236	-230	-237	-235	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-52	652	-121	54	115	부채비율	208.5	155.5	152.4	150.0	149.9
기타투자활동	278	-42	-184	0	0	유동비율	82.2	100.5	100.1	101.3	102.9
재무활동 현금	-1,036	-482	636	-336	-345	순차입금/자기자본(x)	73.6	51.2	35.5	32.6	31.6
차입금의 증가(감소)	-1,141	-2,418	94	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	2.5	3.1	3.1	3.6	4.2
자본의 증가(감소)	-24	-125	-119	-36	-45	총차입금 (십억원)	9,629	7,753	7,938	7,638	7,338
배당금의 지급	21	125	119	36	45	순차입금 (십억원)	6,188	5,275	3,974	3,632	3,521
기타재무활동	129	2,061	661	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-473	-161	1,465	63	-169	EPS	11,812	-42,673	-24,026	-2,206	1,525
기초현금	2,708	2,235	2,074	3,539	3,602	BPS	97,049	83,627	75,846	73,286	72,772
기말현금	2,235	2,074	3,539	3,602	3,433	SPS	600,163	793,700	893,375	933,719	982,200
NOPLAT	537	816	867	1,097	1,262	CFPS	102,772	99,190	108,635	31,336	32,122
FCF	1,318	1,150	1,653	399	176	DPS	2,000	2,000	2,000	2,500	3,000

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-11-03	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	-4.8	27.1	
2024-05-08	매수	190,000	-4.7	27.1	
2024-07-30	매수	190,000	-18.4	1.3	
2024-10-16	매수	250,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 추가 등락 기준)

기업	산업
매수	비중확대
중립	중립
매도	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2024.09.30

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 하시기를 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.