NH투자증권

두산 (000150.KS)

밸류업 여력과 의지

자체사업 전자부문 실적 회복 및 신규고객 매출 확대 가능성, 상장 계열사 양호한 실적모멘텀 통해 성장성 강화. 두산로보틱스 보호예수 종료 후 일부 지분 현금화 가능성. 현재 주가는 NAV 대비 64% 할인 거래

Analyst 김동양
02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com
RA 이승영
02)2229-6908, sy.lee@nhqv.com

밸류업 여력과 의지

두산은 두산에너빌리티, 두산퓨얼셀, 두산밥캣, 두산테스나, 두산로보틱스 등 계열사들과 함께 차세대에너지, 기계, 반도체를 축으로 성장 모색

두산로보틱스(지분 68.2%) 주가 강세에 따라 보호예수 종료 후 일부 지분 현금화 가능성 고려하면, 밸류업 프로그램에 부응하는 미래성장 전략 제시, 자본 효율 개선, 주주환원 강화 기대. 2022년 유동성 위기 해소 후, 두산테스나 인수, 지주회사 CVC 설립 통한 사업포트폴리오 강화 진행 중이며, 유동성 위기 이전인 2015~2018년 별도 배당성향 평균은 64%에 달했음(vs. 지난 3년 평균 13%)

상장자회사 주가 변동, 자체사업 실적전망 상향 반영하고, 두산로보틱스 보호예수 종료 임박에 따라 목표할인율 축소하여(60%→55%) 목표주가를 140,000원에서 190,000원으로 상향 조정. 투자의견 Buy 유지

1분기 실적 Preview: 전자부문 개선 진행 중

두산의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 4조5,153억원(+4% y-y), 3,060억원(-10% y-y)으로 전망

자체사업 영업이익(113억원, -30% y-y)은 전분기 일시적 부진에서 회복 전망. 전자부문 전방산업인 반도체 및 모바일 시장 업황 개선과 신제품 양산 통한 개선 진행 중. 신규고객 매출 확대 여부에 따라 연간 경영목표(매출액 4.7% 성장 및 고부가제품 비중 72%(+8%p y-y)) 초과달성 가능할 것으로 기대

두산 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	4,351	4,968	4,539	5,272	4,515	3.8	-14.4	3,929	3,879	4,804
영업이익	338	512	320	266	306	-9.5	14.9	267	274	388
영업이익률	*7.8*	*10.3*	*7.0*	*5.1*	*6.8*			*6.8*	*7.1*	*8.1*
세전이익	227	303	175	-254	196	-13.6	흑전	158	N/A	178
(지배)순이익	-39	-70	-20	346	114	흑전	-67.0	99	N/A	100

자료: 두산, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**190,000원 (상향)**
현재가 (24/03/27)	**149,900원**
업종	**지주회사**
KOSPI / KOSDAQ	2755.11 / 911.25
시가총액(보통주)	2,476.9십억원
발행주식수(보통주)	16.5백만주
52주 최고가('24/03/18)	162,000원
최저가('23/10/27)	73,200원
평균거래대금(60일)	22,611백만원
배당수익률(2023)	2.13%
외국인지분율	16.7%
주요주주	
박정원 외 25 인	40.0%
국민연금공단	7.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	63.5	32.3	58.6
상대수익률 (%p)	55.1	18.4	38.7

	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	16,996	19,130	19,186	20,325
증감률	*32.2*	12.6	0.3	5.9
영업이익	1,126	1,436	1,453	1,639
증감률	*22.3*	27.6	1.2	12.8
영업이익률	*6.6*	7.5	7.6	8.1
(지배지분)순이익	-696	218	400	510
EPS	-42,673	12,644	23,706	30,311
증감률	*적전*	흑전	87.5	27.9
PER	N/A	7.4	6.1	4.8
PBR	1.0	1.5	1.9	1.5
EV/EBITDA	8.2	7.0	7.4	6.7
ROE	-36.0	14.0	27.0	27.0
부채비율	155.5	165.8	157.8	152.0
순차입금	4,199	4,928	4,405	3,868

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

두산은 두산그룹의 지주회사격 회사로 2019년 10월 두산솔루스, 두산퓨얼셀을 인적분할하며 현 체제 구축. 2022년 매출액은 16조9,958억원(+32.2% y-y)이며 별도기준 사업 부문별 매출은 전자 부문 약 73%, 유통 부문 약 2%, 정보통신/연료전지 부문 약 25%로 구성. 2020년 이후 자회사 두산에너빌리티 유동성 이슈 해소 위한 그룹 차원의 자구안 진행하여 2022년 완료

Share price drivers/Earnings Momentum

- 전자 부문의 고부가 제품 비중 확대 및 전기차/에너지소재 등 신사업 확장
- 연료전지, 연료전지 파워팩, 협동기계, 물류 등 신성장 연결자회사 성장
- 두산로보틱스 보호예수 이후 일부 지분 현금화 가능성

Downside Risk

- 전자 부문 전방산업인 반도체, 스마트폰 시장 성장 둔화
- 두산에너빌리티 실적개선 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Berkshire Hathaway	21.5	19.7	1.4	1.3	6.3	6.6
Investor AB	17.2	18.0	N/A	N/A	N/A	N/A
Nolato AB	17.0	15.3	2.2	2.1	13.3	14.0
Swire Pacific	8.1	7.8	0.3	0.3	4.2	4.3
CK Hutchison Holdings	4.7	4.5	0.2	0.2	4.9	5.2

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023P	2024F	2025F
PER	10.0	N/A	7.4	6.1	4.8
PBR	1.2	1.0	1.5	1.9	1.5
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	10.9	-36.0	14.0	27.0	27.0
ROIC	3.6	11.7	5.6	6.4	7.3

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

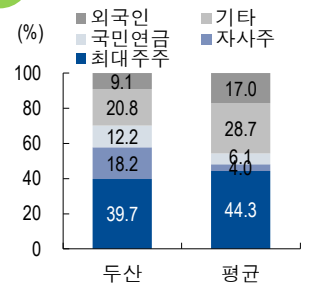
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	**20,312**	**16,902**	**16,470**	**16,913**	**17,449**	**18,042**	**11,429**	**12,851**	**16,996**
영업이익	998	71	924	1,168	1,176	1,229	-20	921	1,126
영업이익률(%)	*4.9*	*0.4*	*5.6*	*6.9*	*6.7*	*6.8*	*-0.2*	*7.2*	6.6
세전이익	-137	-1,628	2	356	-8	139	-821	593	-286
순이익	**33**	**-1,701**	**50**	**46**	**-341**	**433**	**-964**	**649**	**-581**
지배지분순이익	**65**	**-391**	**197**	**41**	**-117**	**420**	**-553**	**204**	**-696**
EBITDA	1,664	759	1,565	1,798	1,799	1,920	665	1,534	1,744
CAPEX	453	407	504	395	384	572	567	382	700
Free Cash Flow	194	-425	421	282	638	212	-440	340	-167
EPS(원)	2,205	-19,413	8,117	812	-7,432	22,252	-33,925	11,812	-42,673
BPS(원)	108,349	96,634	93,405	100,593	85,108	72,969	77,507	97,049	83,627
DPS(원)	4,000	4,550	5,100	5,100	5,200	5,200	2,000	2,000	2,000
순차입금	9,659	10,529	8,820	9,098	8,804	9,475	8,692	5,214	4,199
ROE(%)	4.5	-14.3	7.9	1.7	-5.2	23.5	-34.3	10.9	-36.0
ROIC(%)	-4.9	1.8	-600.0	3.6	220.3	-4.7	0.5	3.6	11.7
배당성향(%)	97.4	-17.8	38.7	199.5	-66.4	18.0	-2.3	13.3	-3.9
배당수익률(%)	3.9	5.1	4.9	4.5	4.7	7.4	3.8	1.7	2.4
순차입금 비율(%)	108.5	125.4	111.6	119.7	123.2	138.9	111.9	62.0	40.8

자료: 두산, NH투자증권 리서치본부

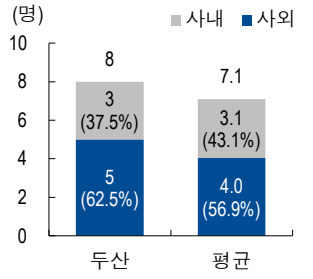
ESG Index & Event

G

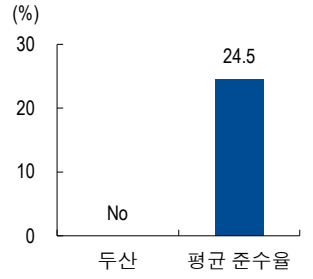
주주 구성



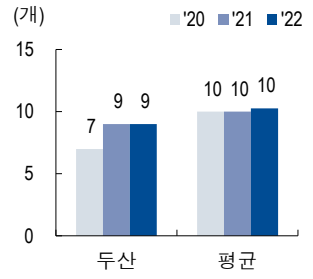
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



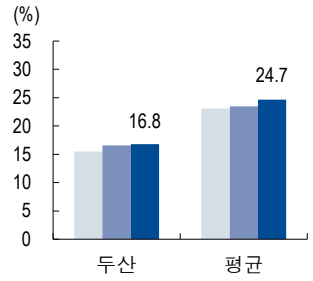
기업지배구조 핵심지표 준수



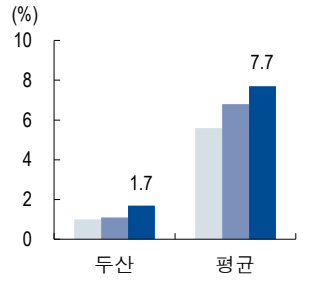
주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 두산, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

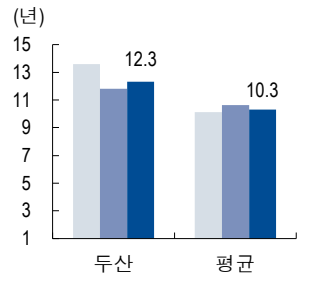
여성 임직원 비율



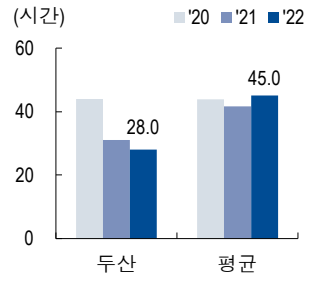
계약직 비율



근속연수



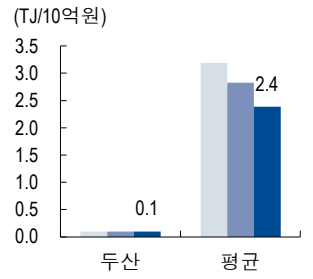
인당 교육시간



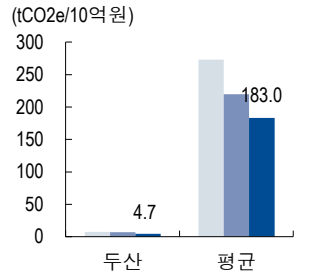
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 두산, NH투자증권 리서치본부

E

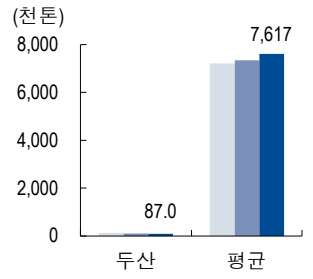
에너지 사용량



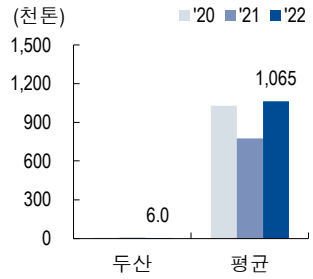
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 두산, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	2018.7	- 중앙대학교, 두산그룹에 일감 몰아줬다는 의혹과 관련하여 교육부 실태 조사 실시
G	2019.10	- 연료전지 사업(두산퓨얼셀) 및 전지박 사업(두산솔루스) 인적분할 후 재상장
	2020.3~ 2022.2	- 자회사 두산에너빌리티의 3조원 규모 재무구조 개선 위한 그룹 구조조정. 두산은 두산타워 처분, 두산솔루스 매각, 두산퓨얼셀 지분 처분, 두산모트롤 매각, 두산에너빌리티는 유상증자 및 두산인프라코어 매각
	2022.3	- 코스닥 상장 반도체 테스트 기업 테스나 지분 39.8% 인수(4,600억원)

자료: 두산, NH투자증권 리서치본부

표1. 두산 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	16,996	19,130	19,186	20,325
	- 수정 전	-	-	17,298	18,193
	- 변동률	-	-	10.9	11.7
영업이익	- 수정 후	1,126	1,436	1,453	1,639
	- 수정 전	-	-	1,184	1,336
	- 변동률	-	-	22.7	22.7
영업이익률(수정 후)		6.6	7.5	7.6	8.1
EBITDA		1,744	2,177	2,130	2,301
(지배지분)순이익		-696	218	400	510
EPS	- 수정 후	-42,673	12,644	23,706	30,311
	- 수정 전	-	-	14,585	19,989
	- 변동률	-	-	62.5	51.6
PER		N/A	7.4	6.1	4.8
PBR		1.0	1.5	1.9	1.5
EV/EBITDA		8.2	7.0	7.4	6.7
ROE		-36.0	14.0	27.0	27.0

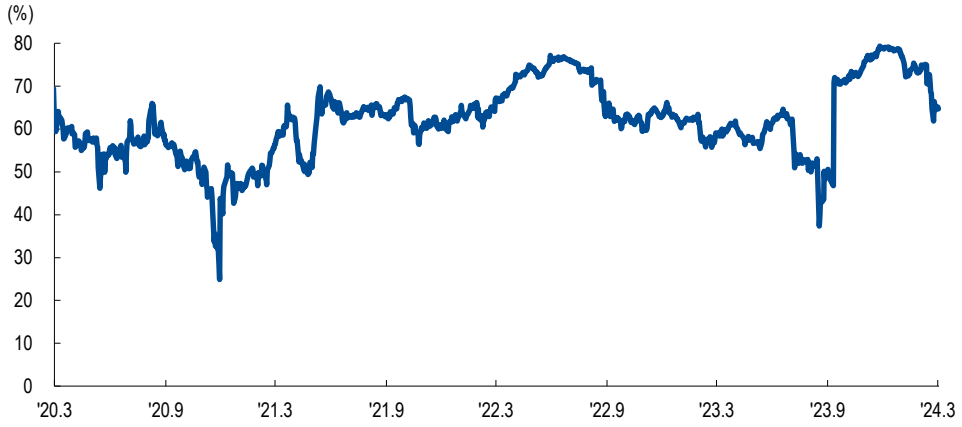
주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
주2: 두산인프라코어 매각에 따른 연결 제외 반영
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. NAV 계산 (단위: 십억원, %)

구분	내역	금액
영업가치 (A, 십억원)	2024E EBITDA에 EV/EBITDA 5.3배 적용	862.5
- 전자사업부문	2024E EBITDA에 EV/EBITDA 5.0배 적용	558.4
- 연료전지사업부문	2024E EBITDA에 EV/EBITDA 10.0배 적용	100.0
- 정보통신사업부문	2024E EBITDA에 EV/EBITDA 5.0배 적용	144.1
- 유통사업부문	2024E EBITDA에 EV/EBITDA 5.0배 적용	60.0
투자자산가치 (B, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	8,649.1
- 두산에너빌리티	31.6%, 시장가 적용	3,403.2
- 두산테스나	39.8%, 시장가 적용	282.0
- 오리콤	61.6%, 시장가 적용	58.9
- 두산로보틱스	68.2%, 시장가 적용	3,951.5
- 두산모빌리티이노베이션	100%, 장부가 적용	72.3
- 두산로지스틱스솔루션	100%, 장부가 적용	49.4
- 자사주	보통주 18.1%, 우선주 12.5%, 시장가 적용	492.1
- 기타	상장사는 시장가, 비상장사는 장부가 적용	339.8
유형자산가치 (C, 십억원)	부동산 장부가	120.8
무형자산가치 (D, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC10.3%, 영구성장률3.5%)	422.2
기업가치 (E=A+B+C+D, 십억원)		**10,054.7**
순차입금 (F, 십억원)	이자성부채-현금자산(3Q23말)	1,077.6
NAV (G=E-F, 십억원)		**8,977.1**
주식수 (H, 백만주)	보통주와 우선주 합계	21.4
주당 NAV (I=G/H, 원)		**419,231**
현재주가(원)		149,900
할인율(%)		64.2
목표주가 (원)	**주당 NAV에 55%의 할인율 적용**	**190,000**

주: 투자유가증권의 가치는 3월 27일 종가 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 추정

그림1. 두산의 NAV 대비 할인율



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12F	2025/12F	2026/12F
매출액	**19,130**	**19,186**	**20,325**	**21,373**
증감률 (%)	12.6	0.3	5.9	5.2
매출원가	**16,108**	**16,155**	**17,113**	**17,996**
매출총이익	**3,023**	**3,031**	**3,211**	**3,377**
Gross 마진 (%)	15.8	15.8	15.8	15.8
판매비와 일반관리비	1,586	1,578	1,573	1,556
영업이익	**1,436**	**1,453**	**1,639**	**1,821**
증감률 (%)	27.6	1.2	12.8	11.1
OP 마진 (%)	7.5	7.6	8.1	8.5
EBITDA	**2,177**	**2,130**	**2,301**	**2,429**
영업외손익	**-985**	**-738**	**-729**	**-714**
금융수익(비용)	-338	-328	-319	-304
기타영업외손익	-638	-400	-400	-400
종속, 관계기업관련손익	-10	-10	-10	-10
세전계속사업이익	**451**	**715**	**910**	**1,106**
법인세비용	**179**	**215**	**273**	**332**
계속사업이익	272	501	637	774
당기순이익	272	501	637	774
증감률 (%)	흑전	84.0	27.3	21.6
Net 마진 (%)	1.4	2.6	3.1	3.6
지배주주지분 순이익	218	400	510	619
비지배주주지분 순이익	54	100	127	155
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	272	501	637	774

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12F	2025/12F	2026/12F
PER(X)	7.4	6.1	4.8	3.9
PBR(X)	1.5	1.9	1.5	1.2
PCR(X)	1.1	1.4	1.3	1.2
PSR(X)	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(X)	7.0	7.4	6.7	6.1
EV/EBIT(X)	10.7	10.9	9.4	8.2
EPS(W)	12,644	23,706	30,311	36,960
BPS(W)	61,196	77,595	98,774	124,769
SPS(W)	1,157,72	1,161,11	1,230,02	1,293,47
자기자본이익률(ROE, %)	14.0	27.0	27.0	25.9
총자산이익률(ROA, %)	1.0	1.9	2.4	2.8
투하자본이익률 (ROIC, %)	5.6	6.4	7.3	8.1
배당수익률(%)	2.1	2.1	2.4	2.7
배당성향(%)	12.4	10.1	9.3	8.7
총현금배당금(십억원)	35.8	49.3	56.1	62.9
보통주 주당배당금(W)	2,000	3,000	3,500	4,000
순부채(현금)/자기자본(%)	49.9	42.7	35.5	27.9
총부채/자기자본(%)	165.8	157.8	152.0	144.9
이자발생부채	7,528	7,428	7,328	7,228
유동비율(%)	99.7	104.2	109.6	115.3
총발행주식수(mn)	21	21	21	21
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	93,900	145,600	145,600	145,600
시가총액(십억원)	1,821	2,749	2,749	2,749

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12F	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	1,245	1,668	2,105	2,627
매출채권	1,720	1,725	1,827	1,921
유동자산	**9,895**	**10,343**	**11,272**	**12,248**
유형자산	6,268	6,307	6,381	6,486
투자자산	1,035	1,135	1,235	1,335
비유동자산	**16,346**	**16,269**	**16,206**	**16,197**
자산총계	**26,241**	**26,611**	**27,478**	**28,445**
단기성부채	3,115	3,093	3,071	3,050
매입채무	2,661	2,668	2,827	2,973
유동부채	**9,926**	**9,923**	**10,287**	**10,621**
장기성부채	4,413	4,335	4,257	4,179
장기충당부채	879	879	879	879
비유동부채	**6,443**	**6,365**	**6,287**	**6,208**
부채총계	**16,369**	**16,288**	**16,574**	**16,830**
자본금	124	124	124	124
자본잉여금	942	942	942	942
이익잉여금	851	1,202	1,656	2,213
비지배주주지분	8,562	8,662	8,789	8,944
자본총계	**9,872**	**10,323**	**10,904**	**11,616**

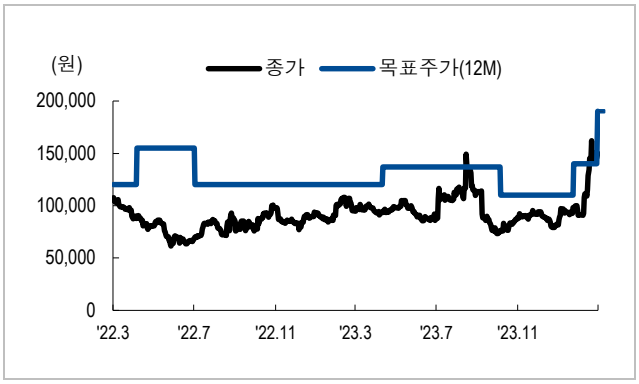
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12F	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**272**	**1,166**	**1,183**	**1,282**
당기순이익	272	501	637	774
+ 유/무형자산상각비	741	677	662	609
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	6	-3	1	1
Gross Cash Flow	1,453	1,672	1,829	1,964
- 운전자본의증가(감소)	-729	-19	-114	-105
투자활동 현금흐름	**-330**	**-634**	**-633**	**-635**
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-500	-500	-500	-500
+ 투자자산의매각(취득)	-26	-137	-132	-135
Free Cash Flow	-228	666	683	782
Net Cash Flow	-58	532	550	646
재무활동현금흐름	**-816**	**-136**	**-149**	**-156**
자기자본 증가	-662	0	0	0
부채증감	-153	-136	-149	-156
현금의증가	-829	423	437	522
기말현금 및 현금성자산	1,245	1,668	2,105	2,627
기말 순부채(순현금)	4,928	4,405	3,868	3,247

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.03.28	Buy	190,000원(12개월)	-	-
2024.02.20	Buy	140,000원(12개월)	-15.8%	15.7%
2023.11.02	Buy	110,000원(12개월)	-20.5%	-10.9%
2023.05.08	Buy	137,000원(12개월)	-27.7%	8.8%
2022.07.29	Buy	120,000원(12개월)	-26.4%	-10.3%
2022.05.03	Buy	155,000원(12개월)	-52.2%	-41.8%
2021.07.09	Buy	120,000원(12개월)	-12.3%	21.3%

두산 (000150.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 12월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.8%	19.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '두산'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.