

두산 (000150)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이해인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	150,000원 (M)
현재주가 (8/13)	93,400원
상승여력	61%

시가총액	19,194억원
총발행주식수	21,413,335주
60일 평균 거래대금	157억원
60일 평균 거래량	164,618주
52주 고	115,000원
52주 저	41,750원
외인지분율	11.92%
주요주주	박정원 외 29 인 47.23%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.3)	35.0	110.8
상대	(9.5)	32.9	62.1
절대(달러환산)	(14.1)	30.4	113.4

2Q21 리뷰 : 전자BG 부문이 다했다

상반기 흑자 기조 유지

(주)두산의 실적 개선은 2Q21에도 이어졌다. 연결 매출액 3.51조원(+6.5% QoQ, +13.5% YoY), 영업이익 2,993억원(+5.1% QoQ, 흑자전환 YoY)을 기록했으며, 지배주주 순이익은 408억원으로 1Q21에 이어 두 분기 연속 흑자 기조를 이어 나갔다. 이미 실적을 발표한 두산중공업의 실적 개선과 자체 사업의 수익성 개선 영향이었다.

전자BG 부문, 역대급 실적 기록

해외 법인을 포함한 자체 사업 매출액은 3,611억원(+12.8% QoQ, +4.6% YoY), 영업이익 432억원(+32.5% QoQ, +14% YoY)을 기록했다. 영업이익률은 11%(2Q20) → 12%(2Q21)로 높아졌다. 자체 사업의 핵심인 전자BG 실적 개선이 주효했다. 전자BG 부문의 매출액은 2,472억원(+20.8% QoQ, +20.4% YoY)을 기록했다. 5G AiP, RF-SiP 등 비메모리 매출 확대 및 국외 데이터센터로 네트워크 CCL 매출 확대에 기인한다. 당사는 실적 발표를 통해 전자BG 부문의 하반기 매출액을 4,481억원(+8.2% YoY), 해외법인 포함 자체 사업의 하반기 매출액을 7,504억원(+5.4% YoY)로 전망했다[그림 2, 4 참조].

100% 자회사(DLS/로보틱스/DMI)의 2Q21 매출액은 199억원(+86% QoQ, +135% YoY)을 기록한 것으로 추정된다. 특히 기 수주한 태국 Global Chemical社 매출이 인식되면서, DLS 실적이 빠르게 좋아지고 있다. 100% 자회사의 하반기 매출 전망은 상반기 대비 155% 증가한 780억원이다.

연내 채권단 관리 졸업 예상

재무 안정성도 빠른 속도로 좋아지고 있다. 부채비율은 '20년 말 290.7%에서 1H21 262.1%로 하락했고, 순차입금 규모는 '20년 말 8.9조원에서 1H21 6.1조원으로 급감했다. 3Q 중으로 (주)두산은 산업차량 사업부 매각 대금(7,500억원), 두산중공업은 두산인프라코어 매각 대금(8,500억원)을 수취하게 된다. (주)두산은 해당 매각 대금 수취 후, 순차입금 규모를 3천억원 이하로 줄일 수 있을 전망이다. 두산중공업은 연내 채권단 관리를 졸업할 수 있을 것으로 전망된다.

NAV 할인율 75%로 지주 섹터 내 가장 저평가. 목표주가 15만원 유지

(주)두산의 목표주가 15만원을 유지한다. 자회사의 주가 상승으로 NAV 할인율은 지주회사 섹터 내에서 가장 높은 75% 수준이다. 주가 상승에도 불구하고 여전히 저평가된 상황이며, 자체 사업 실적 개선, 재무 안정성 개선에 따른 멀티플 향상으로 주가의 재평가 과정이 진행될 것으로 전망된다. 또한 하반기 중으로는 FCA 법인에 대한 두산퓨얼셀과의 거래가 이뤄질 가능성이 있다. FCA 법인에 대한 가치 부각이 될 여지가 추가로 있는 셈이다. 목표주가 15만원과 투자의견 Buy를 유지한다.

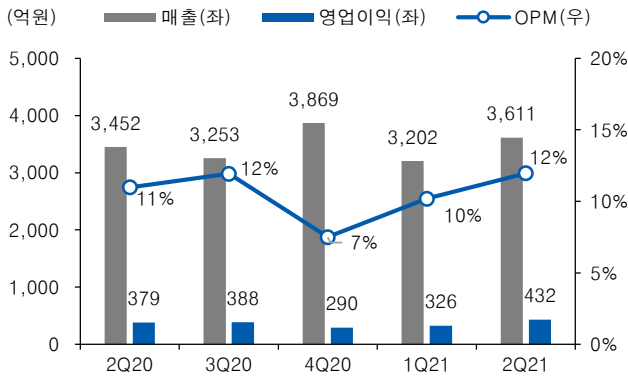
[표 1] 두산 NAV

(단위: 억원, 원)

항목	지분율	시가총액/장부가	Value	비고
상장사			55,607	
두산중공업	49.5%	111,194	54,997	시가총액 활용
오리콤	61.6%	992	610	시가총액 활용
비상장사			5,533	
부동산			3,587	투자부동산
자체사업가치			17,000	로열티 가치 2,000억원/자체사업가치 1.5조원
순차입금			10,074	1Q21 기준(개별)
주식수(백만주)			14	자사주 제외
NAV			53,311	투자자산 30% 할인. 부동산 30% 할인
주당 NAV(원)			394,254	

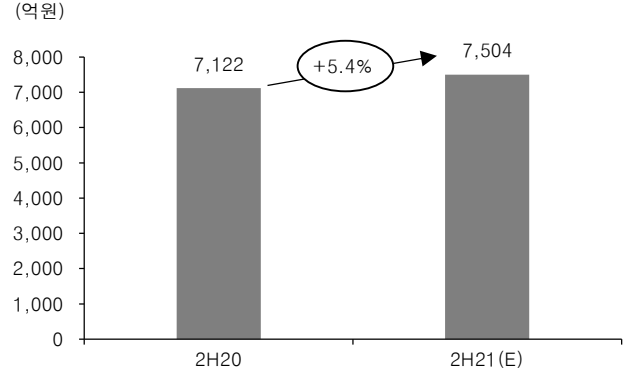
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 자체 사업 분기별 실적 추이



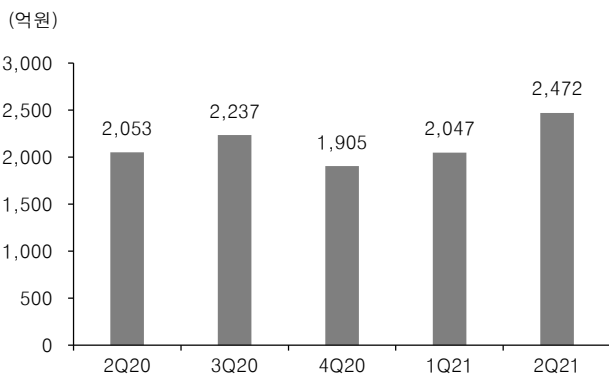
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 두산 자체 사업 매출액 가이드스



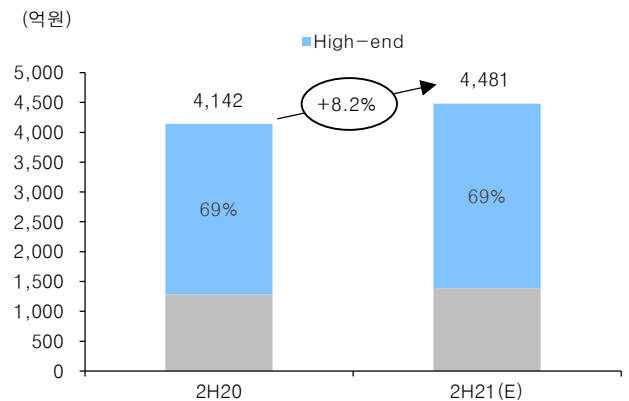
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 전자 BG 분기별 매출액 추이



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 두산 전자 BG 매출액 가이드스



주: High-end: 반도체용(PKG), 5G/네트워크용(NWB), FCLL(Flexible CCL), 2) Antenna in Package, 3) System in Package

자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 주요 자체 사업 실적 (해외법인 포함)

(단위: 억원)

구 분	' 20. 1Q	2Q	3Q	4Q	21. 1Q	2Q	3Q(E)	4Q(E)	'20	'21(E)
전자	1,967	2,053	2,237	1,905	2,047	2,472	2,461	2,000	8,162	8,980
정보통신	593	604	575	601	589	668	587	613	2,373	2,457
두타를	118	111	109	74	94	68	110	74	412	346
기타	496	713	359	1,292	472	403	384	1,382	2,860	2,642
매출	3,157	3,452	3,253	3,869	3,202	3,611	3,541	4,070	13,731	14,424
영업이익	288	379	388	290	326	432	485	232	1,345	1,475

자료: 두산. 유안타증권 리서치센터
 주) 산업차량, 모트를 부문 제외

[표 3] 주요 자체 사업 실적 (별도 기준)

(단위: 억원)

구 분	' 20. 1Q	2Q	3Q	4Q	21. 1Q	2Q	3Q(E)	4Q(E)	'20	'21(E)
전자	1,611	1,697	1,667	1,460	1,610	2,004	1,834	1,533	6,435	6,981
정보통신	391	439	400	421	392	455	408	429	1,651	1,684
두타를	118	111	109	74	94	68	110	74	412	346
기타	44	108	146	137	37	74	156	147	435	413
매출	2,147	2,326	2,295	2,090	2,133	2,600	2,507	2,183	8,858	9,424
영업이익	293	323	279	129	270	386	344	107	1,024	1,106

자료: 두산. 유안타증권 리서치센터

두산 (000150) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	15,880	15,493	11,379	10,083	10,675
매출원가	12,229	12,105	9,087	8,161	8,649
매출총이익	3,651	3,388	2,292	1,922	2,026
판매비	2,251	2,300	1,098	702	667
영업이익	1,400	1,089	1,194	1,221	1,359
EBITDA	2,208	1,739	1,896	2,027	2,224
영업외손익	-669	63	806	582	588
외환관련손익	83	-114	-120	-121	-123
이자손익	-628	-763	-543	-440	-443
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-123	940	1,468	1,143	1,154
법인세비용차감전순손익	731	1,152	2,000	1,803	1,947
법인세비용	116	882	418	451	487
계속사업순손익	614	270	1,581	1,352	1,460
중단사업순손익	5,724	1,532	-3	0	0
당기순이익	6,338	1,802	1,578	1,352	1,460
지배지분순이익	6,338	1,802	1,578	1,352	1,460
포괄순이익	6,930	5,379	1,551	1,352	1,460
지배지분포괄이익	6,930	5,379	1,551	1,352	1,460

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,425	-2,517	-1,884	-3,793	-3,379
당기순이익	6,338	1,802	1,578	1,352	1,460
감가상각비	713	566	616	718	776
외환손익	-38	152	145	121	123
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	163	-3,924	-332	-2,454	-2,157
기타현금흐름	-5,751	-1,114	-3,891	-3,530	-3,581
투자활동 현금흐름	-3,117	2,670	6,874	5,451	5,255
투자자산	-2,906	-3,047	-315	-120	-120
유형자산 증가 (CAPEX)	-802	-486	-838	-1,000	-1,000
유형자산 감소	507	1,198	1	0	0
기타현금흐름	84	5,005	8,026	6,571	6,375
재무활동 현금흐름	2,419	-674	-7,228	-414	-961
단기차입금	4,134	2,018	-5,014	-500	-500
사채 및 장기차입금	-2,057	-4,889	-1,121	1,100	600
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,024	-233	-199	-426	-493
기타현금흐름	1,367	2,430	-894	-589	-568
연결범위변동 등 기타	-605	-46	5,468	155	568
현금의 증감	122	-567	3,231	1,398	1,483
기초 현금	1,142	1,263	696	3,927	5,325
기말 현금	1,263	696	3,927	5,325	6,808
NOPLAT	1,400	1,089	1,194	1,221	1,359
FCF	622	-3,003	-2,721	-4,793	-4,379

자료: 유안타증권

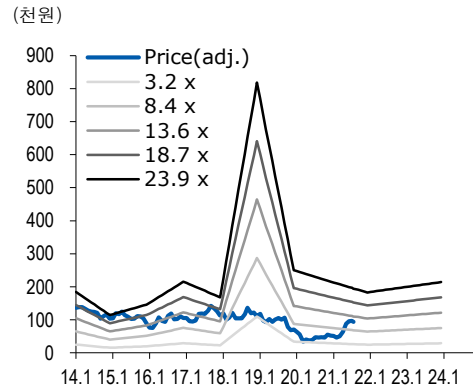
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	9,212	12,592	11,084	12,750	14,511
현금및현금성자산	1,263	696	3,927	5,325	6,808
매출채권 및 기타채권	3,992	3,587	2,397	2,473	2,551
재고자산	2,371	1,610	1,838	1,913	1,990
비유동자산	38,312	41,546	36,971	37,551	38,079
유형자산	7,116	3,448	4,164	4,445	4,670
관계기업 등 지분관련 자산	21,450	31,848	27,107	27,227	27,347
기타투자자산	2,464	1,758	1,465	1,495	1,526
자산총계	47,524	54,138	48,054	50,301	52,590
유동부채	17,056	16,489	10,495	10,261	10,435
매입채무 및 기타채무	4,126	1,986	3,611	3,314	3,349
단기차입금	5,080	7,098	2,484	1,984	1,484
유동성장기부채	4,632	3,356	1,415	1,515	1,615
비유동부채	9,021	11,116	10,556	12,097	13,231
장기차입금	3,114	0	0	0	0
사채	2,870	3,336	3,939	4,939	5,439
부채총계	26,077	27,605	21,051	22,358	23,666
지배지분	21,447	26,533	27,003	27,943	28,925
자본금	1,237	1,237	1,237	1,237	1,237
자본잉여금	7,971	7,924	7,924	7,924	7,924
이익잉여금	21,692	28,478	28,966	29,892	30,859
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	21,447	26,533	27,003	27,943	28,925
순차입금	13,811	15,477	4,193	3,277	1,772
총차입금	15,782	17,908	11,029	11,629	11,729

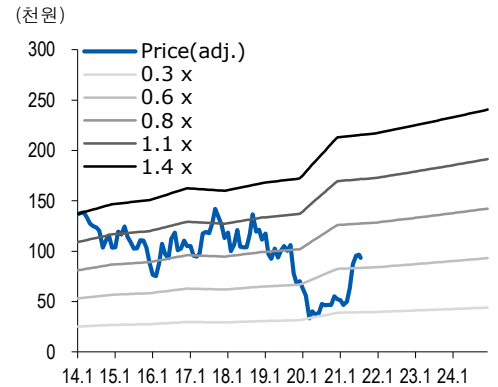
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	34,238	10,467	9,021	7,651	8,307
BPS	120,484	149,059	151,701	156,982	162,495
EBITDAPS	9,569	8,120	8,853	9,464	10,384
SPS	68,821	72,354	53,140	47,089	49,851
DPS	5,200	2,000	2,500	3,000	3,500
PER	2.8	4.5	10.4	12.2	11.2
PBR	0.8	0.3	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	15.8	14.7	12.3	11.1	9.4
PSR	1.4	0.7	1.8	2.0	1.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-24.3	-2.4	-26.6	-11.4	5.9
영업이익 증가율 (%)	-34.9	-22.2	9.7	2.2	11.3
지배순이익 증가율 (%)	299.6	-71.6	-12.4	-14.3	8.0
매출총이익률 (%)	23.0	21.9	20.1	19.1	19.0
영업이익률 (%)	8.8	7.0	10.5	12.1	12.7
지배순이익률 (%)	39.9	11.6	13.9	13.4	13.7
EBITDA 마진 (%)	13.9	11.2	16.7	20.1	20.8
ROIC	11.6	2.9	16.0	28.8	31.4
ROA	13.4	3.5	3.1	2.7	2.8
ROE	28.5	7.5	5.9	4.9	5.1
부채비율 (%)	121.6	104.0	78.0	80.0	81.8
순차입금/자기자본 (%)	64.4	58.3	15.5	11.7	6.1
영업이익/금융비용 (배)	2.1	1.3	2.0	2.5	2.7

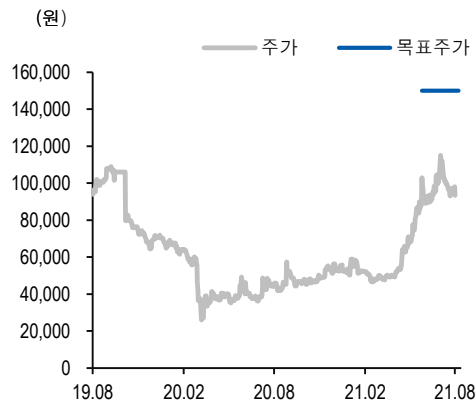
P/E band chart



P/B band chart



두산 (000150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-17	BUY	150,000	1년		
2021-06-07	BUY	150,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.1
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-12

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.