

두산 (000150)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (U)
현재주가 (11/12)	138,500원
상승여력	59%

시가총액	27,413억원
총발행주식수	21,413,335주
60일 평균 거래대금	102억원
60일 평균 거래량	97,725주
52주 고	140,000원
52주 저	46,650원
외인지분율	10.53%
주요주주	박정원 외 29인 47.23%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	55.1	41.2	183.5
상대	52.4	52.6	136.4
절대(달러환산)	57.6	39.0	167.9

확연하게 좋아진 재무구조 확인. 이제는 수소다

영업이익 호조 지속

두산(주)의 3Q21 연결 매출액 3.78조원(+7.9% QoQ, +15.0% YoY), 영업이익 2,595억원(-11.5% QoQ, +80.0 YoY)을 기록했다. 지배주주순이익은 -442억원으로 전 분기 대비 적자전환했다. ①산업차량 매각에 따른 처분 법인세비용(-1,184억원), ②법정 PRS 평가손실(-823억원) 반영에 따른 두산중공업의 순이익 적자(-136억원) 때문이었다. 두산중공업의 3Q21 누적 영업이익은 2,261억원으로 '21년 목표(2,212억원)를 이미 상회했다.

원자재 가격 상승으로 자체 사업 수익성(영업이익률 8.2%) 소폭 하락

해외 법인을 포함한 자체 사업 매출액은 3,345억원(-7.4% QoQ, +2.8% YoY), 영업이익 272억원(-36.6% QoQ, -29.9% YoY)을 기록했다. 수익성 하락은 원자재 가격 상승 영향에 기인했다. 매출액 대비 원재료 비율은 34.5%(20년) → 39.6%(3Q21)로 높아졌다. 동박적층판의 주원재료인 동박 단가(원/kg)는 17,621원(2Q21) → 18,897원(3Q21)로 높아졌다. 다만 G/F(원/m)와 에폭시레진(원/kg) 단가는 각각 3,189원(2Q21) → 3,075원(3Q21), 8,205원(2Q21) → 7,786원(3Q21)로 하락했다.

전자BG 부문의 매출액은 2,319억원(-6.2% QoQ, +3.7% YoY)을 기록했다. 당사는 실적 발표를 통해 전자BG 부문의 '21년 매출액을 8,900억원(+9.1% YoY), 해외법인 포함 자체 사업의 '21년 매출액을 14,312억원(+4.2% YoY)로 전망했다[그림 2, 4 참조]. 한편 100% 자회사(DLS/로보틱스/DMI)의 실적 성장은 파죽지세이다. DLS의 수주잔고는 166억원(20년) → 792억원(3Q21)으로 급증했다. 100% 자회사의 하반기 매출 전망은 706억원(+131% HoH / +217% YoY)이다.

1Q22 중 채권단 관리 졸업 예상

재무 안정성도 빠른 속도로 좋아지고 있다. 연결 부채비율은 '20년 말 290.7%에서 3Q21 238.4%로 하락했고, 연결 순차입금 규모는 8.9조원('20년)에서 5.8조원(3Q21)으로 급감했다. 두산중공업의 연결부채비율은 198.7%를 기록하며, 200% 이하로 하락했다. 두산건설 매각 시, 두산중공업의 연결순차입금은 5,000억원 이상 축소될 것으로 전망되며, 동시에 채권단 관리 체제를 졸업할 것으로 전망된다. 두산(주)의 별도 기준 순차입금은 1.12조원(2Q21)에서 5,561억원(3Q21)으로 급감했다. 산업차량 사업부 매각 대금이 반영됐기 때문이다. 두산(주)의 별도 부채비율은 71.4%로 하락했으며, 추후 M&A에 대한 기회를 모색할 것으로 전망된다.

수소사업 재편을 반영하여, 목표주가를 22만원으로 상향 조정

두산(주)의 목표주가를 22만원으로 상향 조정한다. 수소사업부문의 구조 개편을 반영하여 수소사업가치를 9,800억원으로 높였다. 이를 반영한 자체사업가치는 24,430억원으로 평가했다. 자회사 가치에 대해서는 80%의 할인율을 적용했다. 통상적으로 지주회사의 자회사 가치는 약 60% 할인되어 시가총액에 반영되지만, 두산중공업의 변동성이 상대적으로 높다는 점을 반영하여 보수적인 가정을 적용했다. 현재의 시가총액은 두산(주)의 자체 사업 가치만 반영한 수준이다. 향후 두산중공업의 신용 위험이 축소되고, 계속 기업에 대한 시장의 확신이 더해지면서 자회사 가치도 두산(주)의 주주가치 평가에 더해질 전망이다.

[표 1] 두산 NAV

(단위: 억원, 원)

항목	지분율	시가총액/장부가	Value	비고
상장사			67,731	
두산중공업	49.5%	135,901	67,217	시가총액 활용
오리콤	61.6%	835	514	시가총액 활용
비상장사			3,664	
부동산			3,169	투자부동산
자체사업가치			24,430	
순차입금			5,561	3Q21 기준(별도)
주식수(천주)			16,523	
NAV			36,317	투자자산 80% 할인
주당 NAV(원)			219,796	

자료: 유안타증권 리서치센터

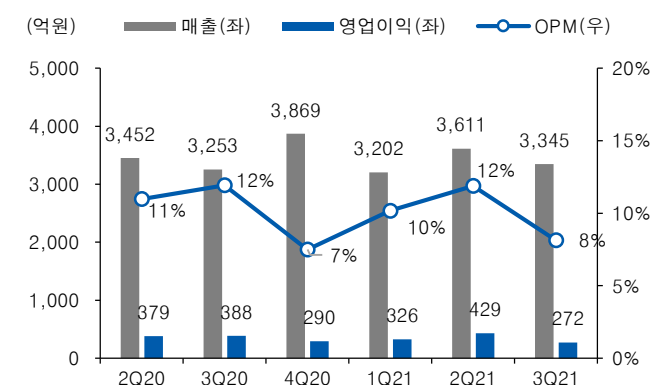
[표 2] 자체사업 가치

(단위: 억원)

자체사업	EBITDA	멀티플	Value
전자	1,200	8	9,600
정보통신	270	5	1,350
두타몰	130	5	650
수소	245	40	9800
브랜드	202	15	3030
			24,430

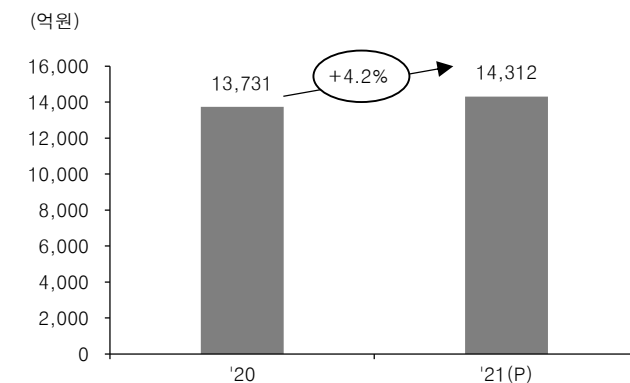
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 자체 사업 분기별 실적 추이



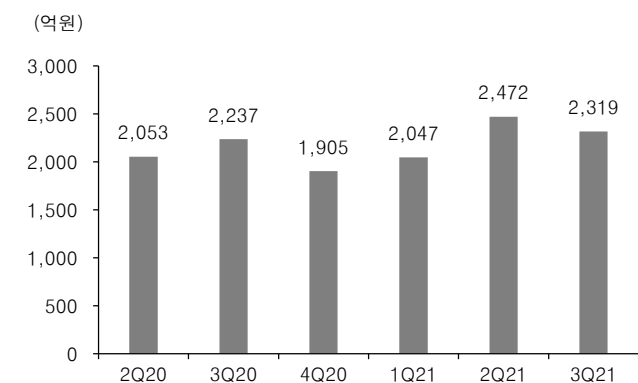
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 두산 자체 사업 매출액 가이드스



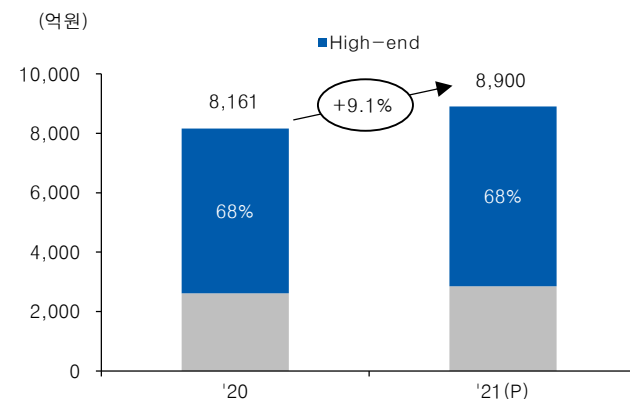
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 전자 BG 분기별 매출액 추이



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

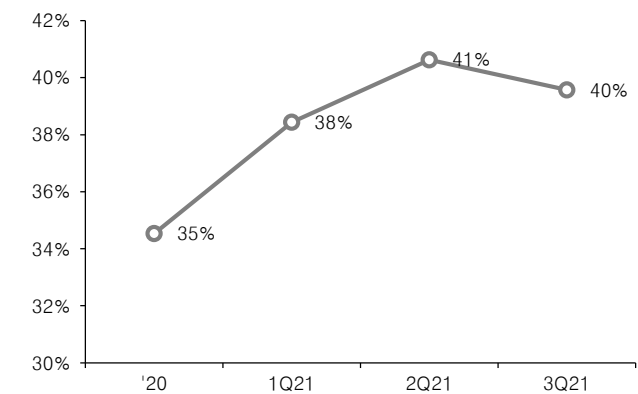
[그림 4] 두산 전자 BG 매출액 가이드스



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

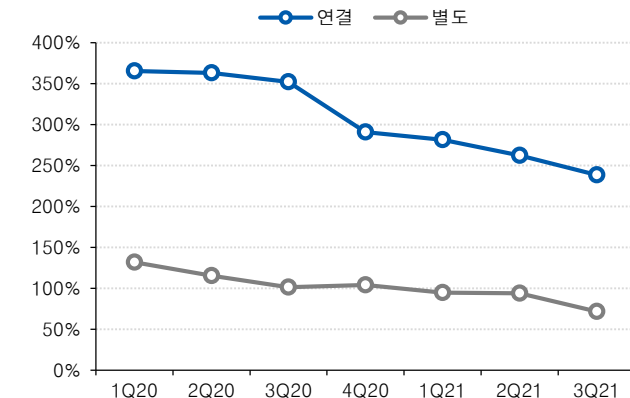
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 전자BG 사업 부문 원재료비율 추이



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 두산(주) 연결/별도 부채비율 추이



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet



지주, 화장품, 음식료, 제약, 유통 산업내 순위	7위(52개 기업 중)	ESG 평가 기업	두산
Total ESG 점수	+5점	ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
E (Environment)	+2점	Bloomberg Ticker	000150 KS
S (Social)	+1점	Industry	지주
G (Governance)	-1점	Analyst	최남곤
Qualitative	+3점	Analyst Contact	namkon.choi@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
두산	2	1	-1	2
SK	-2	-1	-1	-4
LG	0	-1	-1	-2
한화	1	-1	1	1
평균	1	2	1	2

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 두산 포함 52개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원: 2020년 ESG 등급 A
+1	동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 우수
+1	S&P: DJSI Korea 7년 연속 편입
-	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	최대주주의 대표이사 및 이사회 의장 겸임으로 이사회 독립성 결여
	주요 계열사에 ESG 위원회 설치
	에너지 핵심성과지표(KPI) 실적관리 체계 도입 및 2030년까지 폐기물 재활용률 90%로 확대 예정

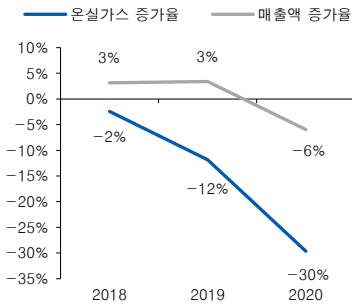
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회 의장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
ESG Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment



온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

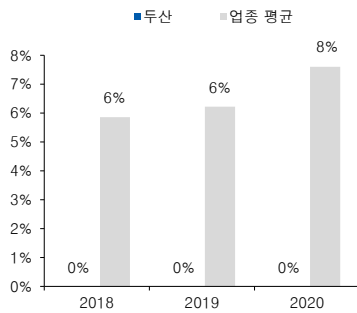
데이터 미공시

주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년연속 온실가스 증가율 < 매출증가율 = +2점

Social

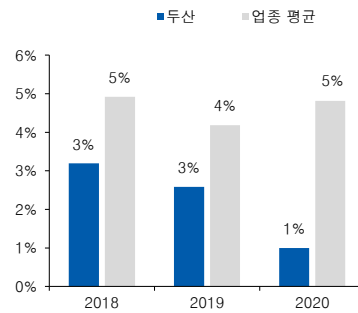


여성임원비율 vs. 업종 평균



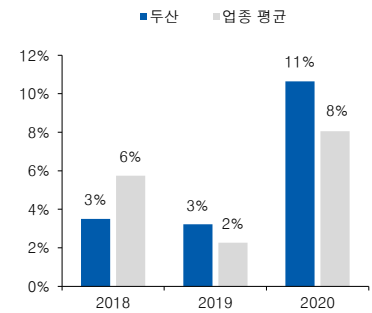
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

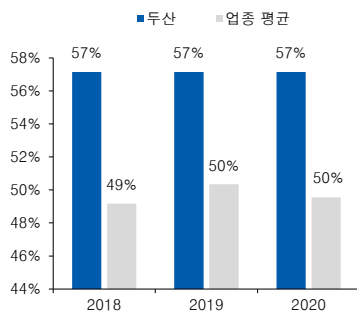


주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

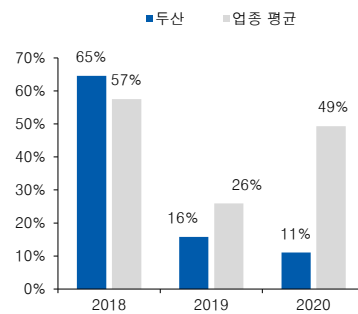


사외이사 비율 vs. 업종 평균



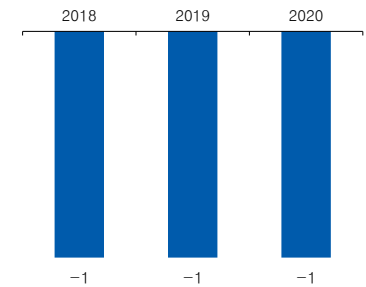
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

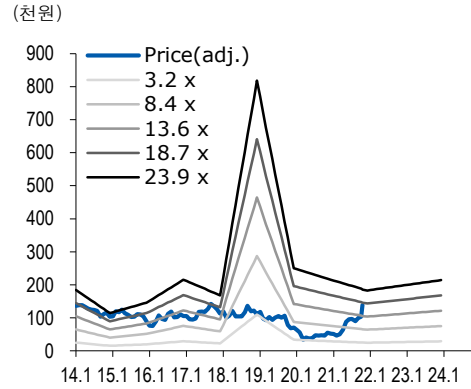
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



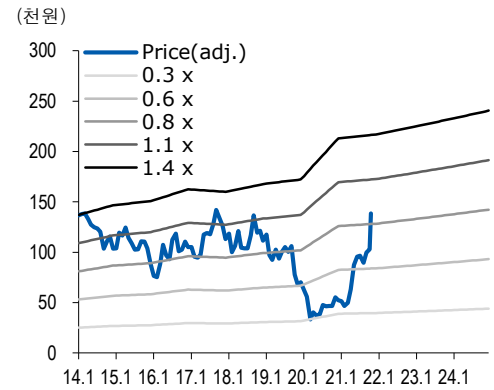
주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

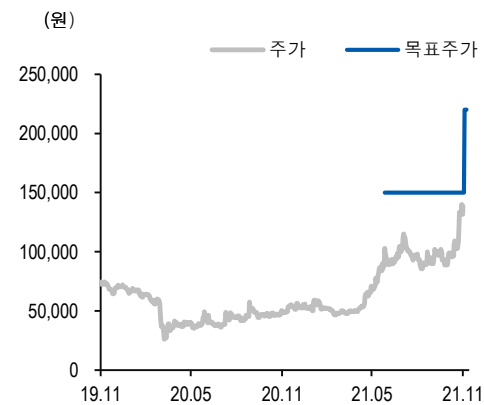
P/E band chart



P/B band chart



두산 (000150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-15	BUY	220,000	1년		
2021-06-07	BUY	150,000	1년	-33.92	-6.67

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)	91.6
Hold(중립)	8.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-12

※ 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.