

두산 000150

두산 로보틱스 20% 이상 고성장 지속

1Q23F 호실적 전망 (밥캣+에너빌리티+로봇의 성장 & 전자 BG 회복)

두산의 1Q23F 연결 매출액은 3.7조원 (+11% YoY), 영업이익은 2,380억원 (+27.4%, 영업이익률 6.4%)으로 추정한다. 자체 사업부의 핵심인 전자 BG의 매출액은 IT 전망 산업 부진으로 YoY 감소세 (-11%)가 지속되지만 전분기 대비 5% 내외의 회복이 예상된다. 또한 전분기 전기차 PFC 관련 비용 인식 등으로 적자를 기록했으나 매출 회복과 수익성 개선으로 영업이익률은 한자리 중반 회복이 기대된다. 두산 테스나 1분기 실적은 다소 저조하겠으나 두산 밥캣의 실적호조에 따른 에너빌리티의 양호한 실적이 예상되어 연결 영업이익은 당사 추정치인 2,380억원을 소폭 상회할 가능성도 높아 보인다.

두산 로보틱스 20% 이상 고성장 지속 전망

북미 중소기업향 수요가 크게 증가하면서 두산 로보틱스의 1분기 매출액은 +23% YoY 증가한 113억원으로 추정한다. 동사 매출의 30% 이상을 차지하는 유럽 시장은 전쟁여파로 기업들의 투자 위축이 지속되어 역성장이 예상되는 가운데 폭발적인 북미와 국내 시장 매출 증가로 20% 이상의 고성장이 지속될 전망이다. 다만 미국향 수요 증가로 부족한 엔지니어 충원 등 선제적 투자 비용이 지속적으로 증가하여 당분간 흑자전환은 어려울 전망이다. 상장 이후인 올해 4분기 이후 수익성이 빠르게 개선될 것으로 보인다.

로보틱스 상장 시점에 주 두산 주주 보호 노력 검토되어야

당사가 산출한 Net asset value 상의 로보틱스가 차지하는 비중은 24% 수준이다. 또한 로보틱스를 proxy로 한 투자자금 유입도 많은 것이 사실이다. 과거 SK의 바이오 팜 상장과 LG에너지솔루션 상장 사례 등을 감안하면 두산 로보틱스 상장 이후 주두산의 주가 하락은 불 보듯 뻔하다. 주주 보호를 위해 로보틱스 상장 시점에 두산은 자사주 매입 후 소각 등 주주 보호 노력이 검토되어야 할 것으로 보인다. 지주사 내 Top pick과 목표주가 160,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	11,429	12,851	16,996	18,927	20,751
영업이익	-20	921	1,126	1,333	1,485
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.6	7.0	7.2
세전이익	-821	593	-286	1,061	1,591
지배주주지분순이익	-553	204	-696	306	459
EPS(원)	-33,925	11,812	-42,673	21,982	33,114
증감률(%)	적전	흑전	적전	흑전	50.6
ROE(%)	-34.3	10.9	-36.0	15.9	20.2
PER (배)	-1.5	10.0	-1.9	4.5	3.0
PBR (배)	0.7	1.2	1.0	1.0	0.8
EV/EBITDA (배)	16.2	5.6	3.9	3.5	3.2

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2023.04.21

매수(유지)

목표주가(유지)	160,000원
현재주가(04/20)	98,100원
상승여력	63.1%

Stock Data

KOSPI	2,563.1pt
시가총액(보통주)	1,621십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	176천주
60일 평균거래대금	17,216백만원
외국인 지분율	8.3%
52주 최고가	111,700원
52주 최저가	60,300원
주요주주	
박정원(의 25인)	39.7%
자사주(의 1인)	18.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.2	-10.9
3M	9.9	2.8
6M	19.3	3.8

주가차트

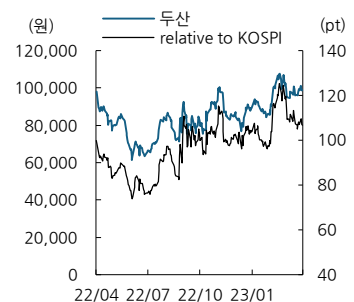


표1 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F
연결 실적											
매출액	3,354	4,349	4,388	4,904	3,722	4,697	4,830	5,677	12,917	16,996	18,927
YoY	16.6	45.1	34.5	29.7	11.0	8.0	10.1	15.8	13.0	31.6	11.4
영업이익	187	368	341	231	238	392	385	319	935	1,126	1,333
OPM	5.6	8.5	7.8	4.7	6.4	8.3	8.0	5.6	7.2	6.6	7.0
당기순이익	15	-135	84	-545	25	141	290	341	657	-581	796
지배주주 순이익	-13	-84	-44	-555	5	88	145	68	212	-696	306
두산 자체 사업											
매출액	328	340	331	310	318	336	360	388	1,236	1,309	1,402
YoY	18.7	3.7	5.1	-2.2	-3.1	-1.2	8.8	25.4	9.3	5.9	7.1
영업이익	37	46	33	-15	22	30	36	10	136	101	99
OPM	11.4	13.4	10.1	-4.9	7.0	9.0	10.0	2.7	11.0	7.7	7.1
전자											
매출액	246	253	243	208	219	241	262	289	916	950	1,010
디지털 (D,D)											
매출액	65	69	68	73	73	69	70	72	257	275	283
영업이익	4	7	7	-8	5	6	7	-8	11	9	10
OPM	6.6	9.4	9.5	-11.0	6.5	9.4	9.5	-11.0	4.1	3.4	3.5
두터몰											
매출액	8	8	8	8	8	8	8	8	32	32	33
영업이익	3	3	2	1	3	3	2	2	12	8	9
OPM	33.5	33.2	26.5	6.1	33.5	33.2	26.5	20.0	36.9	24.6	28.3
비상장 3사											
매출액	17	44	28	32	21	54	38	46	103	121	159
YoY	58.6	121.7	99.2	-45.6	25.5	23.0	33.9	44.6	179.8	17.4	31.5
영업이익	-11	-10	-9	-8	-1	-4	-3	-7	-26	-38	-15
OPM	-65.3	-21.9	-31.3	-25.6	-4.9	-8.2	-7.2	-14.2	적자	적자	-9.3
로보틱스											
매출액	9	14	8	14	11	18	12	24	37	45	65
DMI											
매출액	0	1	0	2	1	2	1	5	5	3	10
DLS											
매출액	7	30	20	16	9	34	24	17	62	73	84

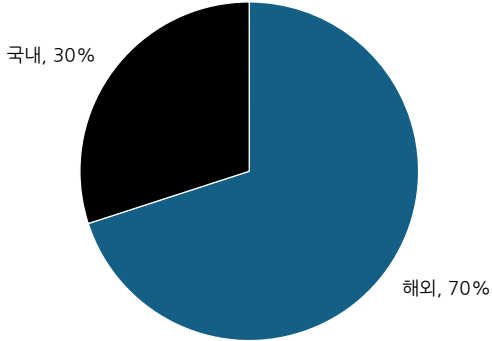
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 컨센서스 비교

(십억원)	당사 추정치		컨센서스		% Gap	
	1Q23F	2023F	1Q23F	2023F	1Q23F	2023F
매출액	3,722	18,927	3,584	17,776	3.9	6.5
영업이익	238	1,333	233	1,316	2.4	1.3
영업이익률	6.4	7.0	6.5	7.4	-0.1	-0.4

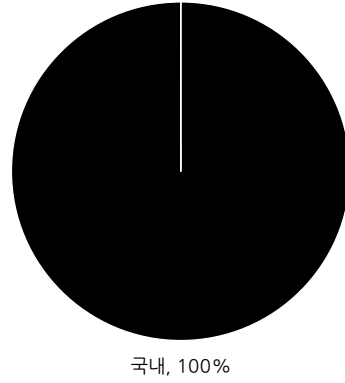
자료: DataGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 두산로보틱스 해외 매출 비중



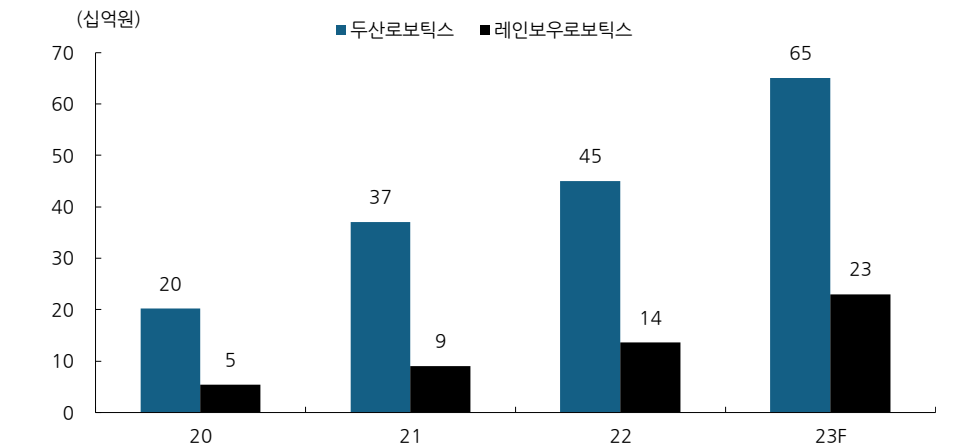
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림2 레인보우로보틱스 해외 매출 비중



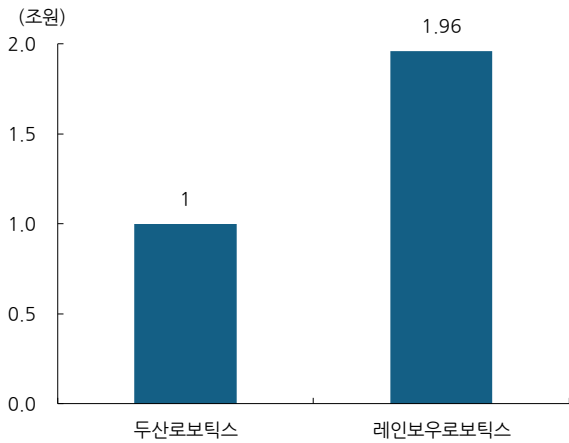
자료: 레인보우로보틱스, DS투자증권 리서치센터

그림3 매출액 추이 및 전망 비교



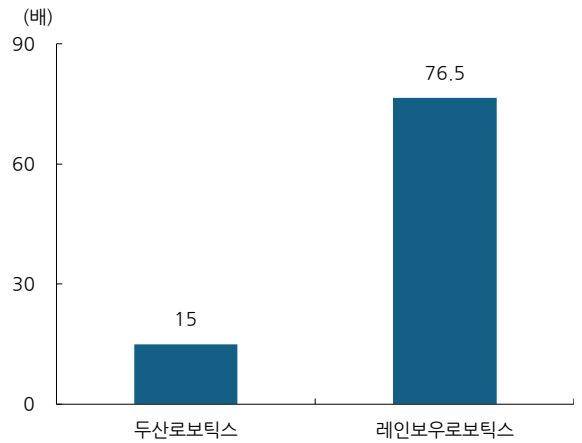
자료: 각 사, FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 두산로보틱스 및 레인보우로보틱스 기업가치



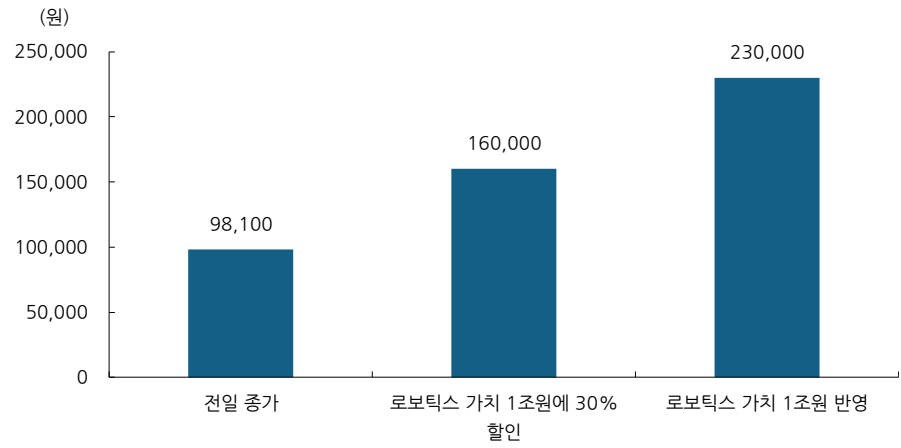
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림5 두산로보틱스 및 레인보우로보틱스 PSR (주가 대비 매출)



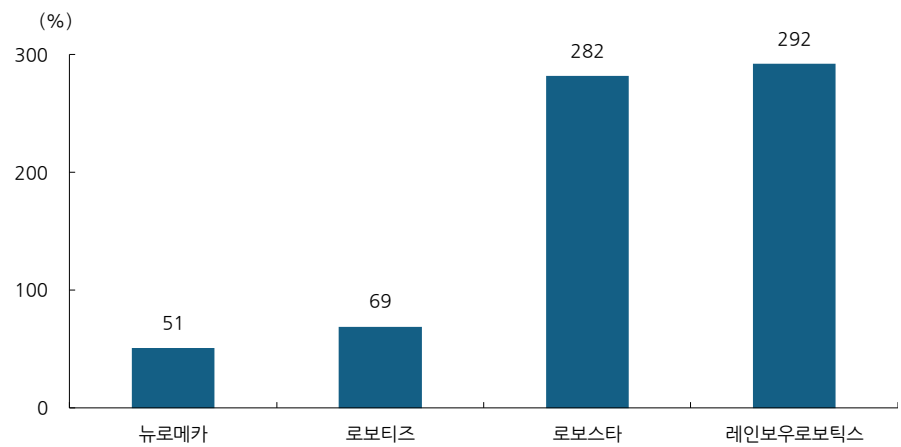
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림6 시나리오별 두산 적정주가



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 주요 로봇 기업의 상장 이후 수익률



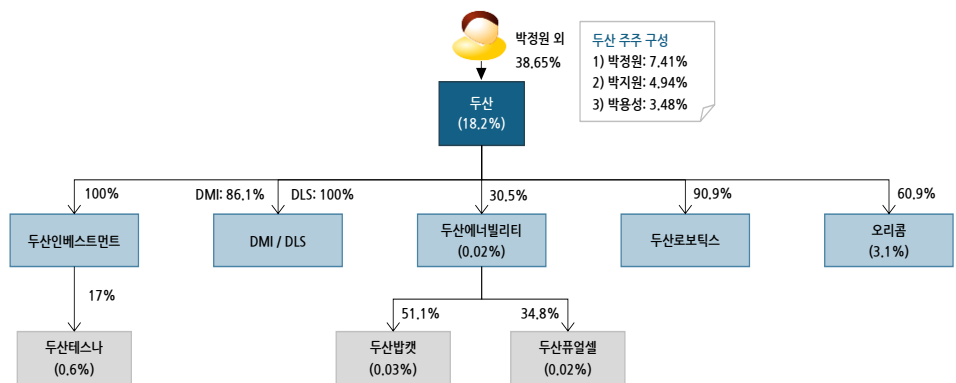
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

표2 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업 (a)			518	
전자	75	5	376	
DDI(정보통신)	10	5	50	
두타물	9	5	46	
FCP	5	10	46	
	지분율	시총	NAV	비고
상장사 (b)			1,197	할인을 70% 적용
두산 에너빌리티	31%	11,840	3,611	
오리콤	61%	215	131	
	지분율	장부가	NAV	비고
비상장사 (c)			1,232	
두산 로보틱스	91%	1,000	673	IPO 밸류에서 30% 할인
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 인베스트먼트	100%	281	281	두산 테스나 지분 30.6% 보유
순차입금 (d)			800	순차입금 1.27조원 → 8천억원
Target NAV(a+b+c-d)			2,147	
유통주식수			1,352만주	자사주 300만주 제외
Target Price(원)			160,000	
현재 주가(원)			98,100	
주가 상승 여력			63%	

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림9 두산 지배구조도



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

[두산 000150]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	12,598	9,877	9,526	9,331	9,688	매출액	11,429	12,851	16,996	18,927	20,751
현금 및 현금성자산	2,707	2,235	2,074	2,019	1,819	매출원가	9,948	10,645	14,158	15,687	17,176
매출채권 및 기타채권	4,328	3,049	3,328	3,371	3,695	매출총이익	1,481	2,207	2,838	3,240	3,575
재고자산	2,422	2,049	2,757	2,593	2,843	판매비 및 관리비	1,501	1,286	1,712	1,907	2,090
기타	3,141	2,544	1,368	1,349	1,331	영업이익	-20	921	1,126	1,333	1,485
비유동자산	17,603	16,069	16,789	16,961	17,173	(EBITDA)	665	1,534	1,744	1,989	2,130
관계기업투자등	523	1,248	891	992	1,088	금융손익	-418	-403	-539	-315	-250
유형자산	6,984	5,947	6,273	6,062	5,901	이자비용	397	365	365	315	250
무형자산	8,240	7,582	7,891	7,975	8,068	관계기업등 투자손익	-17	2	-343	0	0
자산총계	30,201	25,946	26,315	26,292	26,861	기타영업외손익	-366	72	-529	44	356
유동부채	15,808	12,009	9,478	9,165	9,291	세전계속사업이익	-821	593	-286	1,061	1,591
매입채무 및 기타채무	4,071	3,503	4,431	4,418	4,844	계속사업법인세비용	2	247	211	265	398
단기금융부채	8,964	6,317	3,137	2,837	2,537	계속사업이익	-823	346	-497	796	1,193
기타유동부채	2,774	2,189	1,910	1,910	1,910	중단사업이익	-141	303	-84	0	0
비유동부채	6,627	5,526	6,539	6,559	6,580	당기순이익	-964	649	-581	796	1,193
장기금융부채	4,084	3,312	4,509	4,509	4,509	지배주주	-553	204	-696	306	459
기타비유동부채	2,543	2,215	2,030	2,050	2,071	총포괄이익	-1,132	699	-524	796	1,193
부채총계	22,435	17,536	16,018	15,724	15,871	매출총이익률 (%)	13.0	17.2	16.7	17.1	17.2
지배주주지분	1,660	2,078	1,791	2,061	2,484	영업이익률 (%)	-0.2	7.2	6.6	7.0	7.2
자본금	124	124	124	124	124	EBITDAMA진률 (%)	5.8	11.9	10.3	10.5	10.3
자본잉여금	1,091	1,237	1,605	1,605	1,605	당기순이익률 (%)	-8.4	5.0	-3.4	4.2	5.8
이익잉여금	1,159	1,383	669	940	1,362	ROA (%)	-1.9	0.7	-2.7	1.2	1.7
비지배주주지분(연결)	6,106	6,332	8,507	8,507	8,507	ROE (%)	-34.3	10.9	-36.0	15.9	20.2
자본총계	7,766	8,410	10,298	10,568	10,991	ROIC (%)	-0.1	3.5	5.8	6.9	7.6

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	127	722	533	893	789	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-964	649	-581	796	1,193	P/E	-1.5	10.0	-1.9	4.5	3.0
비현금수익비용가감	2,430	1,552	2,705	-11	-255	P/B	0.7	1.2	1.0	1.0	0.8
유형자산감가상각비	490	436	456	489	476	P/S	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
무형자산감가상각비	195	177	162	167	169	EV/EBITDA	16.2	5.6	3.9	3.5	3.2
기타현금수익비용	1,745	939	2,087	-667	-900	P/CF	0.8	1.1	0.8	2.7	2.2
영업활동 자산부채변동	-719	-588	-683	108	-149	배당수익률 (%)	3.8	1.7	2.4	2.0	2.5
매출채권 감소(증가)	74	-225	-508	-43	-325	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	366	-539	-683	164	-250	매출액	-36.7	12.5	32.2	11.4	9.6
매입채무 증가(감소)	-448	716	867	-14	426	영업이익	적전	흑전	22.3	18.4	11.4
기타자산 부채변동	-710	-539	-359	0	0	세전이익	적전	흑전	적전	흑전	49.9
투자활동 현금	-343	-295	-291	-613	-654	당기순이익	적전	흑전	적전	흑전	49.9
유형자산처분(취득)	-301	-291	-665	-279	-315	EPS	적전	흑전	적전	흑전	50.6
무형자산 감소(증가)	-258	-229	-236	-251	-261	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-676	-52	652	-83	-78	부채비율	288.9	208.5	155.5	148.8	144.4
기타투자활동	892	278	-42	0	0	유동비율	79.7	82.2	100.5	101.8	104.3
재무활동 현금	1,152	-1,036	-482	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	124.7	73.6	50.5	47.1	44.5
차입금의 증가(감소)	327	-1,141	-2,418	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	-0.1	2.5	3.1	4.2	5.9
자본의 증가(감소)	-65	-24	-127	-36	-36	총차입금 (십억원)	13,048	9,629	7,646	7,346	7,046
배당금의 지급	54	21	125	36	36	순차입금 (십억원)	9,685	6,188	5,201	4,975	4,893
기타재무활동	890	129	2,063	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	867	-473	-161	-55	-201	EPS	-33,925	11,812	-42,673	21,982	33,114
기초현금	1,841	2,708	2,235	2,074	2,019	BPS	77,507	97,049	83,627	96,242	115,991
기말현금	2,707	2,235	2,074	2,019	1,819	SPS	533,712	600,163	793,700	883,887	969,054
NOPLAT	-15	537	816	1,000	1,113	CFPS	68,467	102,772	99,190	36,682	43,816
FCF	404	1,318	1,150	281	135	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) 200,000
			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	-38.0	-32.7	
2023-04-21	매수	160,000			

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 2023.03.31

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	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 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.