

두산 (000150)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 송선우

02 3770 5598
seonu.song@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (5/3)	89,600원
상승여력	146%

시가총액	18,873억원
총발행주식수	21,413,335주
60일 평균 거래대금	163억원
60일 평균 거래량	153,550주
52주 고	145,500원
52주 저	62,700원
외인지분율	11.02%
주요주주	박정원 외 24 인 38.65%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.6)	(12.2)	36.0
상대	(10.6)	(11.3)	58.6
절대(달러환산)	(16.0)	(16.2)	20.8

1Q22 리뷰 : DLS와 로보틱스의 사업 성과가 생각보다 빠르다

원자재 가격 상승으로 자체 사업 수익성(영업이익률 11.4%) 소폭 하락

두산(주)의 1Q22 연결 매출액 3.41조원(-12% QoQ, +16.7% YoY), 영업이익 1,878억원(+7.3% QoQ, -29.7% YoY)을 기록했다. 지배주주순이익은 -127억원으로 전년 동기 대비 적자전환했다. ①원자재 가격 인상 영향, ②1Q21에 반영된 중단영업이익 1,265억원 영향 제거에 따른 기고효과가 발생했다.

자체사업 매출액은 3,284억원(+3.7% QoQ, +18.7% YoY), 영업이익 374억원(+71.6% QoQ, +5.6% YoY)을 기록했다. 영업이익률은 12.8%(1Q21) → 11.4%(1Q22)로 소폭 하락했다. 별도 매출액은 2,615억원(+7.0% QoQ, +20.1% YoY), 영업이익 175억원(흑자전환 QoQ, -39.9% YoY)을 기록했다. 자체 사업과 별도 부문 실적 차이는 전자BG 부문과 정보통신 부문의 해외사업장 포함 여부에 있다. 별도 영업이익의 급감은 지주사업부문에서 로고 교체에 따른 일회성 비용이 반영됐기 때문이다.

하반기 DLS, 로보틱스 흑자전환 전망

이번 1Q22 실적 발표를 통해 우리가 가장 인상적으로 주목했던 부분은 크게 두가지이다.

글로벌 교역 조건 악화에도 불구하고, 핵심 사업인 전자BG 부문의 실적이 견조하게 유지된 점이다. 전자BG 부문의 매출액은 2,459억원으로 전년 동기 대비 +20%, 전 분기 대비 +6% 성장했다. 회사 측에서는 상반기 전자부문 매출액을 전년 동기 대비 12.7% 증가한 5,091억원으로 전망하고 있다. 반도체용CCL은 서버용 메모리 수요 확대, 네트워크용CCL은 데이터트래픽 증가에 따른 고속/저손실 소재 수요 확대 등의 영향을 받고 있다. 향후 에너지/자동차 분야 확장을 꾀하고 있어, 다변화된 포트폴리오를 중심으로 매출 성장세를 유지할 전망이다. 당사는 신사업 매출액 목표로 690억원(22년) → 5,800억원(26년)을 제시했다.

DLS와 로보틱스의 사업 성장, 수익성 개선 속도가 예상보다 빠르다는 점이다. DLS·로보틱스·DMI 사업의 매출액은 369억원(20년) → 1,033억원(21년) → 2,114억원(22년)으로 확대 전망하고 있다. 이미 3개 자회사의 1Q22 매출액은 전년 동기 대비 59% 성장한 170억원을 기록했다. DLS의 매출 목표는 1,100억원, 로보틱스 매출 목표는 784억원이다. 특히 회사 측에서는 금년 2분기(DLS)와 3분기(로보틱스)에 영업이익 흑자 전환이 가능할 것으로 전망했다. 연간 100%에 달하는 성장과 더불어 영업이익 흑자 전환까지 달성하게 되면, DLS와 로보틱스의 잠재 가치에 투자자가 주목해야 할 것으로 전망된다. 우리는 두산의 자체사업 가치에 DLS 1,100억원(PSR 1배), 로보틱스 1,200억원(PSR 1.5배)으로 평가해서 반영했다. 성장성을 감안하면, 극단적으로 보수적인 멀티플을 적용한 것이다.

목표주가 22만원. 투자 의견 Buy 유지

①재무구조 안정성 개선, ②2Q22부터 테스나에 대한 연결 실적 편입, ③하반기 DLS와 두산 로보틱스의 흑자전환 등이 투자포인트이다. 목표주가는 기존의 22만원을 유지한다.

[표 1] 두산 NAV (단위: 억원, 원)

항목	지분율	시가총액/장부가	Value	비고
상장사			46,877	
두산에너지빌리티	35.6%	130,207	46,354	시가총액 활용
오리콤	60.9%	860	524	시가총액 활용
비상장사			5,533	
부동산			2,988	투자부동산
자체사업가치			21,930	
순차입금			10,569	1Q22 기준(별도)
주식수(천주)			14	
NAV			35,313	투자자산 60% 할인
주당 NAV(원)			261,153	

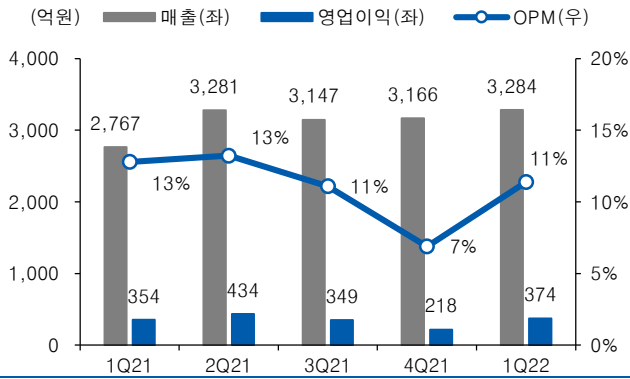
자료: 유안타증권 리서치센터

[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	20	4,900
브랜드	202	15	3,030
두산로지스틱스솔루션			1,100
두산로보틱스			1,200
합계			21,830

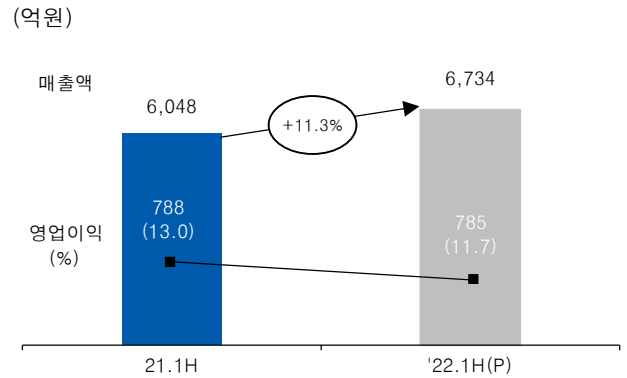
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 자체 사업 분기별 실적 추이



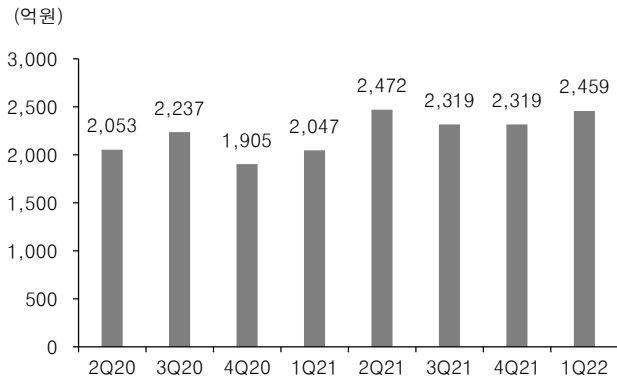
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 두산 자체 사업 매출액 가이드نس



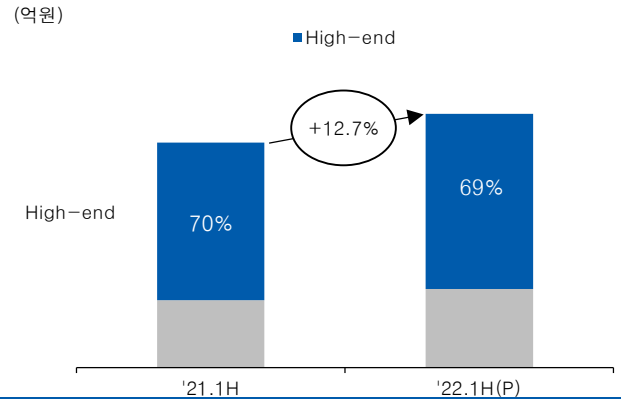
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 전자 BG 분기별 매출액 추이



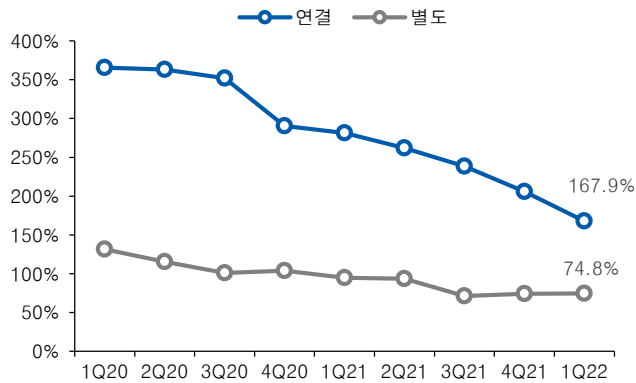
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 두산 전자 BG 매출액 가이드نس



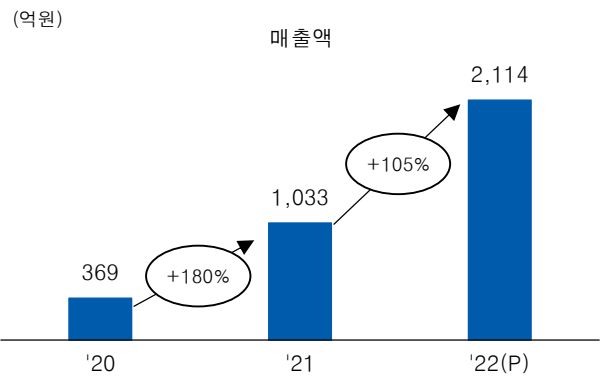
주: High-end: 반도체용(PKG), 5G/네트워크용(NWB), FCLL(Flexible CCL), 2) Antenna in Package, 3) System in Package
 자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 두산(주) 연결/별도 부채비율 추이



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 신사업 3사 연간 실적 추이 및 전망



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

컨콜 Q&A

Q. 비상장 자회사 3사의 수익성 관련 전망?

- 신사업 3사는 영업이익보다는 외형 성장의 중요성이 더 큼
- 수익성을 방어하면서 외형을 성장 시킬 수 있는 보수적인 전략을 가지고 있음
- DLS(Doosan Logistics Solution)와 두산 로보틱스는 '21년과 달리 올해는 영업이익 흑자전환 목표를 가지고 있고 실현 가능한 것으로 보고 있음
- DMI(Doosan Mobility Innovation)는 상당한 개발 비용과 시간이 필요할 것으로 분석

Q. 그룹 전반에 걸쳐 재무구조 개선 작업이 이뤄지고 있는데, 목표하는 순차입금 규모 혹은 재무구조가 있는지?

- 최근 2-3년에 걸쳐 강도높은 구조조정을 실행해왔으며, 증자도 두차례 실시했음
- '20년 기준 순차입금 8.8조에서 최신 기준 4.5조 수준으로 개선 (두산중공업 또한 2.8조로 개선)
- 개별 기업들의 차입금 규모를 감축시키는 것이 목표
- 현재 차입금 수준보다 감축가능한 부분에 대해 집중하여 개선시킬 것

Q. 테스나 관련 현황 및 투자 전망?

- 테스나 인수는 마무리되었고, 반도체 사업 호황 및 좋은 고객사와의 관계를 바탕으로 좋을 것으로 전망 (매출과 수익성 모두 성장 기대 중)
- 시장 성장과 고객 관계 유지를 위해 투자 지속 집행 및 유지 예정
- 5월부터 테스나는 연결로 매출이 인식될 예정
- 현재 테스나 자체 IR 진행중에 있지 않기 때문에 구체적인 수치는 향후 제공 예정

Q. 자체사업 매출액은 전년동기대비 올해 상반기에 증가하는 것으로 전망했는데, 영업이익률이 감소 전망하는 이유와 하반기 수익성 전망은? 비상장 3사의 외형성장 속도가 가파르는데, 추가적인 투자 혹은 기업공개 계획이 있는지?

- 매출액 성장에 반해 이익률이 하락하는 부분은 신사업 3사에 대한 전년대비 매출의 대폭 증대로 인한 대규모 인력채용으로 인한 인건비 지출 증대에 기인
- 하반기에는 이익 성장도 동반될 것으로 보고 있기 때문에, 연간 기준으로 본다면 영업이익률은 작년과 비슷한 수준 유지 가능할 것으로 전망
- 자회사 3사에 대한 투자는 이미 집행된 부분이 있기 때문에 향후 대규모 투자 비용 증가는 없을 예정 (DMI는 이미 외부 자금 290억, 로보틱스는 400억 가량 유치 완료)
- 따라서, 상반기보다는 하반기에 더 높은 영업이익률을 보여줄 것으로 기대

Q. 연결 기준, 별도 기준 모두 재무구조가 개선되는 흐름인데, 연간 배당이 반기 혹은 분기 등으로 변동 가능성이 있는지?

- 현재 추가적인 재무구조 개선 목표를 설정하고 있음. 그렇기 때문에 분기/반기 배당으로 변경할 계획을 가지고 있지는 않음
- 두산은 주주친화정책을 중시하는 기업으로서 향후 배당 증대 및 배당 횟수 증가 등 주주친화정책 시행 노력 예정

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

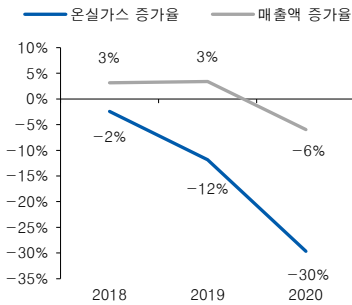
+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원: 2020년 ESG 등급 A
+1	동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 우수
+1	S&P: DJSI Korea 7년 연속 편입
-	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	최대주주의 대표이사 및 이사회 의장 겸임으로 이사회 독립성 결여
	주요 계열사에 ESG 위원회 설치
	에너지 핵심성과지표(KPI) 실적관리 체계 도입 및 2030년까지 폐기물 재활용률 90%로 확대 예정

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
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



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

신재생 에너지 사용량 & 증가율

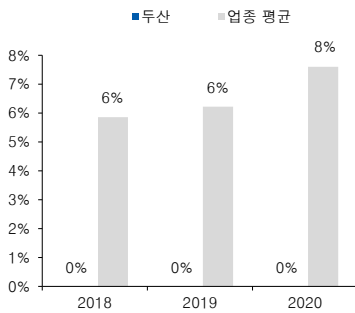
데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

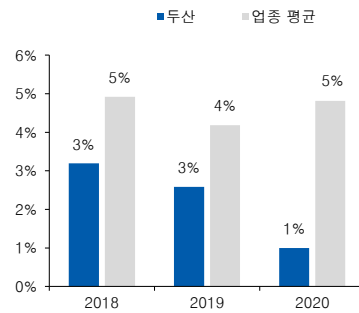
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



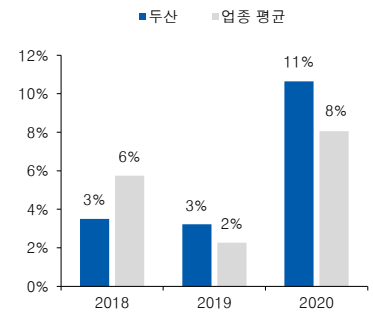
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



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

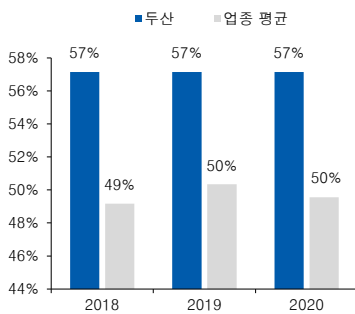
사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



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

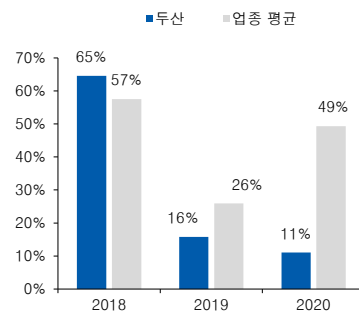
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



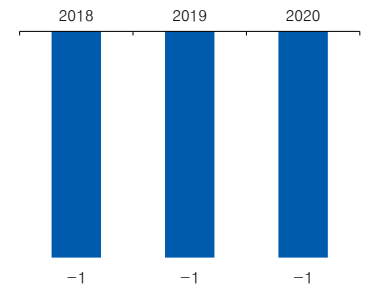
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



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

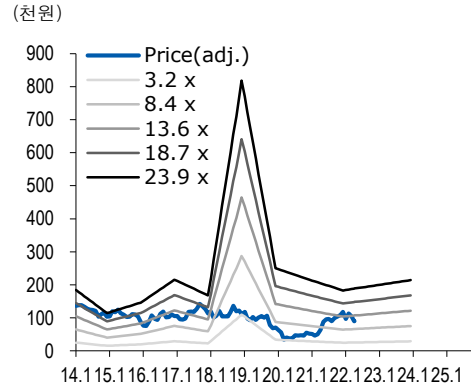
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



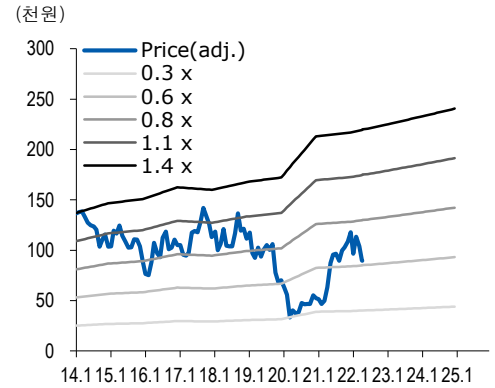
주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

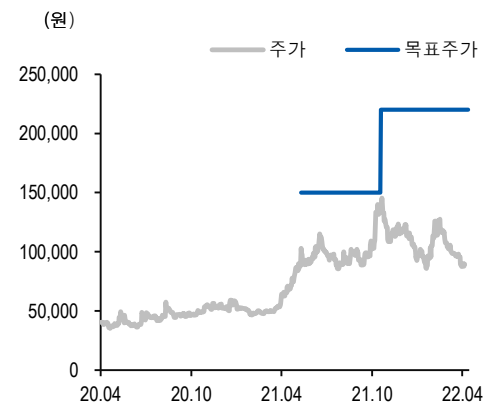
P/E band chart



P/B band chart



두산 (000150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-05-04	BUY	220,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	92.7
Hold(중립)	6.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-05-01

※ 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: 최남근)
- 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 투자사결정은 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.