

두산 (000150)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 강순건

02 3770 5598
sungeon.kang@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	180,000원 (M)
현재주가 (11/2)	82,400원
상승여력	118%

시가총액	16,355억원
총발행주식수	21,413,335주
60일 평균 거래대금	190억원
60일 평균 거래량	230,440주
52주 고	145,500원
52주 저	61,400원
외인지분율	5.88%
주요주주	박정원 외 24 인 39.04%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.6	18.1	(23.0)
상대	(6.3)	23.2	(0.7)
절대(달러환산)	2.5	8.7	(36.2)

3Q 리뷰: 시장 환경 악화 반영, 매출 가이던스 소폭 조정

두산에너지빌리티 실적 개선으로 연결 영업이익 증가

두산(주)의 3Q22 연결 매출액 4.38조 원(+0.9% QoQ, +34.5% YoY), 영업이익 3,406억 원 (-7.4% QoQ, +42.7% YoY)을 기록했다. 당기순이익은 838억 원으로 전년 동기 대비 흑자전환했다. 매출액과 영업이익 개선은 에너지빌리티, 밥캣 등 계열사의 실적 개선과 더불어, 5월부터 두산테스나의 연결 자회사 편입 효과에 기인한다. 당기순이익 흑자전환은 ①두산메카텍 및 밥캣 중단사업 손실 규모가 693억 원 개선됐고, ②두산밥캣 주가 하락에 따른 PRS 손실 규모도 3Q에는 60억 원 수준으로 축소됐기 때문이다.

자체사업 매출액은 3,307억 원(-2.8% QoQ, +5.1% YoY), 영업이익 333억 원(-26.8% QoQ, -4.6% YoY)을 기록했다. 영업이익률은 11.1%(3Q21) → 10.1%(3Q22)로 소폭 하락했다. 별도 매출액은 2,786억 원(-4.7% QoQ, +13.5% YoY), 영업이익 216억 원(-55.6% QoQ, -11.5% YoY)을 기록했다. 자체사업의 수익성 저하는 전자 부문의 영업이익률 하락에 기인한다. 자체사업 매출 가이던스는 13,401억 원(기준) → 13,145억 원(변경)으로 소폭 하향 조정했다.

시장 환경 악화 반영 매출 가이던스 소폭 하향 조정

전자BG 부문의 매출액은 2,429억 원(-4.0% QoQ, +4.7% YoY)을 기록했다. 사업 환경 악화에도 불구하고 데이터 센터 등 네트워크 제품 매출 호조로 전년 대비 성장했다. 대만의 경쟁사인 TUC(Taiwan Union Technology)의 22년 실적 및 주가 부진과는 상반된 결과를 보여주고 있다. 전자BG 부문의 매출 가이던스는 9,899억 원(기준) → 9,663억 원(변경)으로 소폭 하향 조정했다. 시장 환경 악화를 반영한 것이다.

DMI/DLS/로보틱스 부문의 3Q22 매출액은 전년 동기 대비 +98.6% 증가한 284억 원을 기록했다. 기수주 장비 투입 본격화로 DLS의 3Q22 매출 증가율은 +193%를 기록했다. 북미 선진 시장 매출 확대로 로보틱스의 전년 동기 대비 매출 증가율은 +31%를 기록했다. 전 분기의 YoY 성장률 65%에 비해서는 성장률이 하락했다. 신사업 3사의 연간 매출 가이던스는 1,670억 원(기준) → 1,440억 원(변경)으로 하향 조정됐다.

목표주가 18만원 유지

그룹 재무 구조 개선(두산 별도 부채비율 65.3%, 연결 152.5% / 두산에너지빌리티 별도 108.8%, 연결 128.1%)으로 금리 상승기에 대응할 수 있는 체력을 갖춘 점, 글로벌 Peer 그룹 내에서도 독보적인 성과를 내고 있는 전자BG 사업부의 가치, 로보틱스와 DLS 부문의 고 성장에 따른 23년 해당 사업부 재평가 기대, 지주 업종 내에서 가장 저평가된 Valuation 등을 고려해야 한다. 목표주가 18만 원을 유지한다.

[표 1] 두산 NAV

(단위: 억원, 원)

항목	지분율	시가총액/장부가	Value	비고
상장사			38,534	
두산에너지빌리티	30.5%	101,172	30,857	시가총액 활용
오리콤	60.9%	802	489	시가총액 활용
비상장사			7,188	
부동산			2,988	투자부동산
자체사업가치			16,820	
순차입금			6,318	3Q22 기준(별도)
주식수(천주)			14	
NAV			28,904	투자자산 60% 할인
주당 NAV(원)			213,752	

자료: 유안타증권 리서치센터

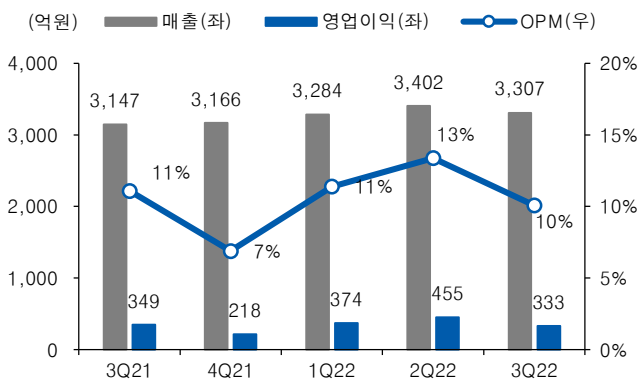
[표 2] 자체사업 가치

(단위: 억원)

자체사업	EBITDA	멀티플	Value
전자	1,400	7	9,800
정보통신	270	5	1,350
두타물	110	5	550
수소	100	15	1,500
브랜드	202	10	2,020
두산로지스틱스솔루션		PSR 1x	1,000
두산로보틱스		PBR 4x	600
합계			16,820

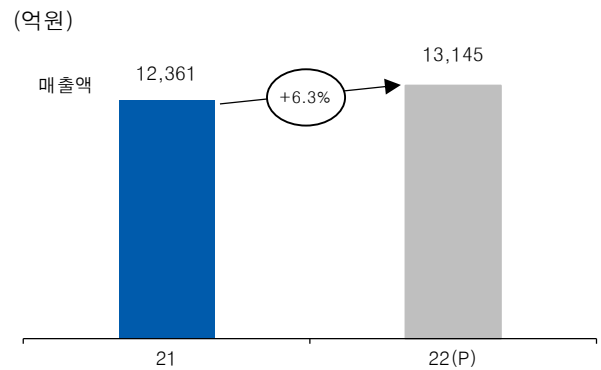
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 자체 사업 분기별 실적 추이



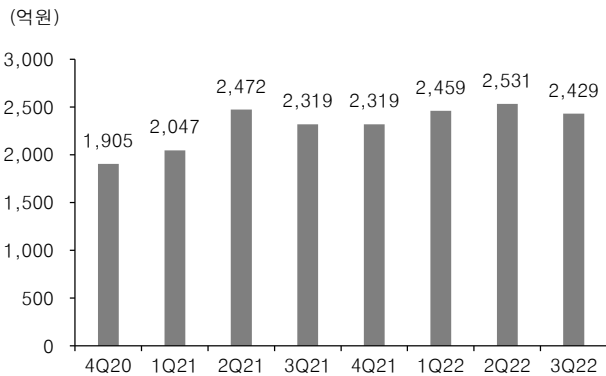
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 두산 자체 사업 매출액 가이드런스



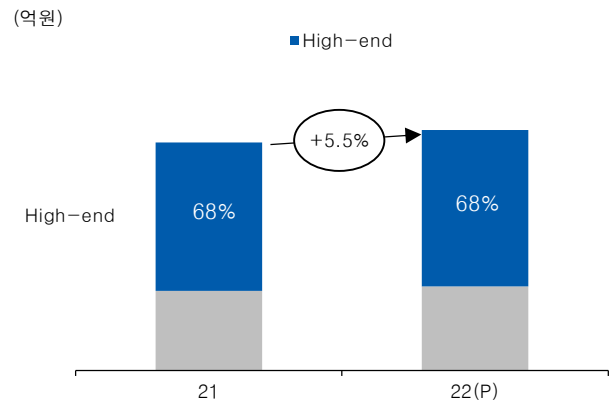
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 전자 BG 분기별 매출액 추이



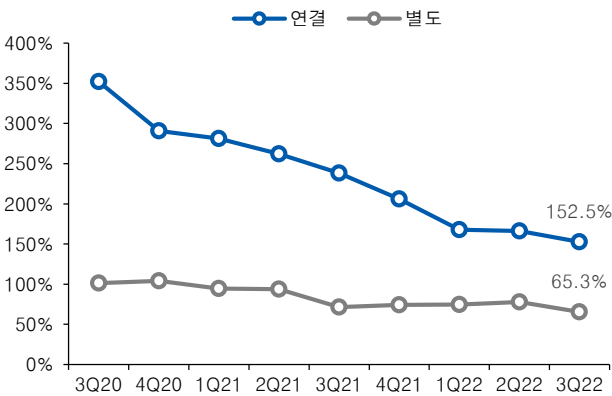
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 두산 전자 BG 매출액 가이던스



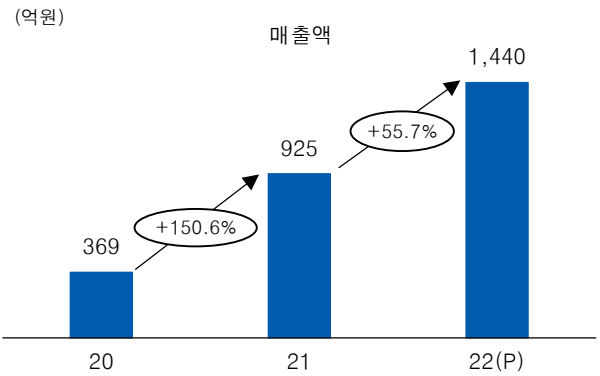
주: High-end: 반도체용(PKG), 5G/네트워크용(NWB), FCLL(Flexible CCL), 2) Antenna in Package, 3) System in Package
 자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 두산주 연결/별도 부채비율 추이



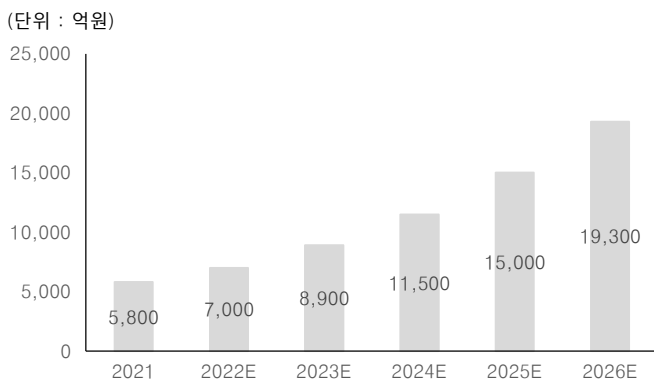
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 신사업 3사 실적 추이 및 전망



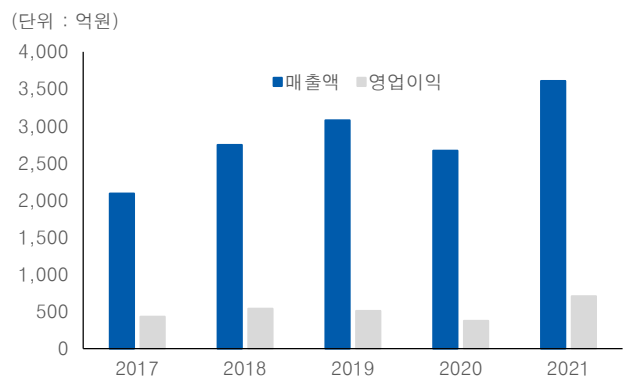
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 협동로봇시장 전망



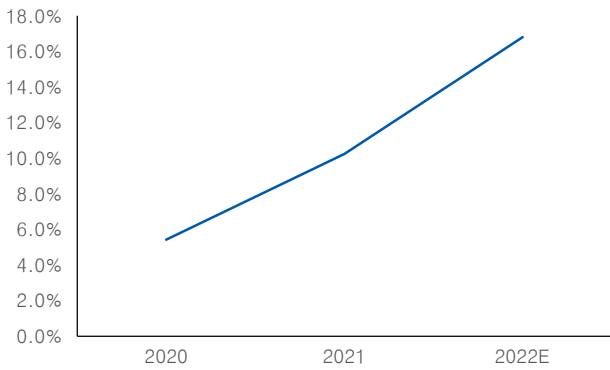
자료: 두산로보틱스, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 유니버설로봇 실적 추이



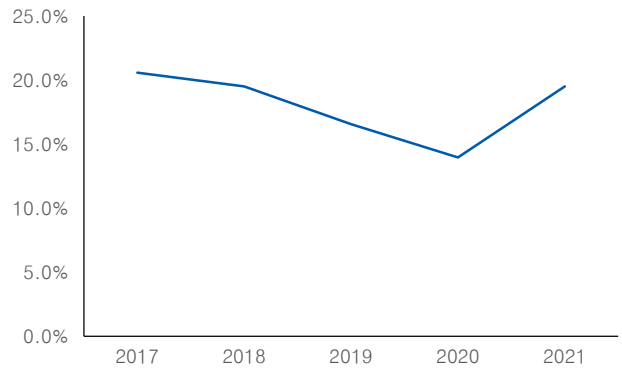
자료: 유니버설로봇, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 유니버설로봇 대비 두산로보틱스 매출 비중



자료: 유니버설로봇, 두산로보틱스, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 유니버설로봇 영업이익률



자료: 유니버설로봇, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 두산로보틱스의 협동로봇 - H-SERIES



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 두산로보틱스의 협동로봇 - M-SERIES



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 두산로보틱스의 협동로봇 - A0509



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 유니버설로봇 협동로봇 - UR20



자료: 유니버설로봇, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 두산로보틱스 제품 제원

제품명	H2515	H2017	M1509	M1013	M0617	M0609	A0912/A0912s	A0509/A0509s
가반중량(적재량)	25KG	20KG	15KG	10KG	6KG	6KG	9KG	5KG
작업반경(도달범위)	1,500 mm	1,700 mm	900 mm	1,300 mm	1,700 mm	900 mm	1,200 mm	900 mm
반복정밀도	±0.1 mm	±0.1 mm	±0.03 mm	±0.05 mm	±0.1 mm	±0.03 mm	±0.05 mm	±0.03 mm

자료: 두산로보틱스, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 유니버설로봇 주요 제원

제품명	UR3e	UR3	UR5e	UR5	UR10e	UR10	UR16e	UR20
가반중량(적재량)	3KG	3KG	5KG	5KG	13KG	10KG	16KG	20KG
작업반경(도달범위)	500 mm	500 mm	850 mm	850 mm	1,300 mm	1,300 mm	900 mm	1,750 mm
반복정밀도	±0.03 mm	±0.1 mm	±0.03 mm	±0.1 mm	±0.05 mm	±0.1 mm	±0.05 mm	정보없음

자료: 유니버설로봇, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 레인보우로보틱스 주요 제품 제원

제품명	RB3-1200	RB5-850	RB10-1300
가반중량(적재량)	3KG	5KG	10KG
작업반경(도달범위)	1,200 mm	850 mm	1,300 mm
반복정밀도	±0.1 mm	±0.1 mm	±0.1 mm

자료: 레인보우로보틱스, 유안타증권 리서치센터

컨콜 Q&A

Q. 1) 전자 BG 내년 매출 가이드نس

- 패키지나 반도체 관련 재고로 인해 상반기 하이엔드 위축 예상, 그러나 모바일 관련 부문의 기저효과로 인한 위축 상쇄, 전체 외형 보수적 추정 기준 5%가량의 성장 예상
- 패키지, 네트워크 등의 경우 고부가가치 비중 확대가 핵심 사항, 모바일 관련한 지속적인 매출 감소로 패키지 또한 줄어들고 있으나 서버 및 전자로 매출을 확대하는 중 관련하여 DDR5승인 등의 의미 있는 진전을 올해 이룸, 이를 통해 MS 기반을 닦아 하반기부터 긍정적 효과 예상
- 네트워크의 경우 2세대는 MS를 높여서 매출이 높아왔음, 3세대의 경우 점유율 1등 기업에 승인이 나며 내년말부터 긍정적 효과에 따라 타사 확대에 용이한 기반을 확보.
- 중화권 네트워크 OEM, ODM 또한 많이 늘려 올해 실적에 일부 반영
- 데이터 센터는 유지 및 확대 전망, 하이엔드비중의 경우 올해 증가하였으나 내년 더 증가하여 수익성이 개선될 것으로 전망

Q. 2) 하이엔드 비중 증가로 인한 영업이익률 측면 마진 개선 효과

- 하이엔드 비중 증가로 인한 12%를 중심으로 한 이익률 움직임이 있었으나 금년도 인건비, 원자재, 물류비 상승 여파로 10%를 소폭 상회할 전망

Q. 3) 로지스틱스 200억 자금 용처

- 자동화 설비 공사 면허 유지, 수주 경쟁력 강화 및 내년도 소요자금 선제적 대응 측면에서 실행한 증자, 사전에 이미 나간 대여금 138억 원 현물 전환, 유동성 강화를 위한 62억 현금 출자로 시행 예정

Q. 4) 가이드نس를 하회 한 로보틱스 매출 관련 설명, 북미의 비중을 늘리기 위한 전략 및 두산밥캣과의 시너지 여부

- 전년 대비 10% 미만의 성장을 보여준 기대보다 낮았던 유럽의 실적이 원인, 하지만 북미 70% 성장으로 일부 만회, 북미의 주요 전략의 경우 현지법인 설립을 통한 딜러 발굴 및 서비스 망 강화를 통한 영업력 확보. 향후 전략 동일 유지.
- 독자적 딜러십 구축을 통한 비중확대 전략, 두산밥캣과의 연계는 없음.

Q. 5) 로보틱스 관련 유럽시장 부진에 대한 시각 및 향후 전망

- 유럽시장의 경우 금년도 침체 및 내년 전망 또한 긍정적이지 않음, 북미시장과 동일한 현지법인 설립을 통한 딜러 및 고객 직접 대응을 통한 전략을 시행할 방침.

Q. 6) 로보틱스 글로벌 기준 예상되는 점유율

- 시장 성장성이 저하되었으나 점유율의 큰 폭 성장으로 대수 기준 37%, 금액 기준 60%성장, 공식적인 집계는 없으나 내부적으로 10% 내외의 점유율 예상

Q. 7) 로보틱스 매출 가이드선 하회에 따른 올해 및 내년 가이드선 변동과 관련한 사항

- 금년도 600억을 넘을 것으로 전망, 내년도 경기 침체에 따른 영향을 반영, 보수적인 추정치 기준 30~40% 성장 전망

Q. 8) 연말 목표로 하는 부채 및 재무 건전성

- 과거 연결기준 부채비율이 높아 재무건정성 목표를 설정 및 관리, 3Q 연결기준 부채 비율 150%로 건전, 별도의 목표를 두고 관리하고 있지는 않으며 연말도 유사할 것으로 전망
- 현 차입금 그룹 전체 기준 약 7조 원, 두산 기준 약 1.3조 원. 순차입금 기준 그룹 약 4.5조 원 두산이 약 6000억 원.
- 4분기 및 내년 상반기 충분한 유동성을 가져갈 것, 차입금 상환 진행 중이나 은행권 차입금의 경우 최대한 만기 연장
- 4분기 1400억 규모의 회사채와 CP 600억 등이 있으나 현재 7000억 규모 의 예금 보유, 연말까지 큰 문제사항은 없음.
- 에너지빌리티 3억불 해외 채권의 경우 11월 중 관련사항 가시화될 예정
- 단기차입금 및 CP 거의 없음, 차입금 만기 및 유동성 관련하여 걱정할 사항 없음

Q. 9) 로보틱스 북미 섹터별 수요 와 국내 매출 비중 및 H 모델 가격

- 북미 및 유럽이 대략 35%씩, 한국 약 25%, 나머지 APEC
- 지역에 따른 모델의 매출 비중 차이는 크게 없다, 비중은 각각 H모델 35%, M모델 35%, A모델 25% 정도
- H모델 가격 4200 ~ 4500만 원

Q. 10) 신규 서비스 및 모델 목표지역

- 기본암을 활용한 솔루션으로 완전한 신제품은 아니다. 주로 F&B의 경우 해외 진출 시 여러 인증 및 관련 절차가 있어 단기적으로는 국내 위주로 갈 예정
- 기타 제품의 경우 아직 본격적으로 실적에 반영은 되지 않음, 일반적으로 국내 테스트 후 해외 진출이 원칙

- Q. 11) 2022 3사 합계 전망 1440억, 전 가이드언스에 비해 200억 축소. 관련하여 로보틱스 이외의 부문 가이드언스 하향 조정 여부와 손익분기점 달성 시점에 대한 변동 여부
- 로보틱스 가이드언스 100억 하향 조정, DMI, DLS의 경우 DLS 수주 목표 건 취소에 따른 하향조정, 각각 조금씩 하향
 - DLS 수주의 경우 금년 2000억으로 큰 변동 사항 없음, 수주잔고의 경우 지속적인 성장을 유지 중이나 매출에 반영되기까지 시간이 소요, 2024년도부터 급격한 성장 예상. 이에 따라 손익분기점의 경우 최소 내년 하반기 달성하거나 내년 손익분기점 근접 적자 예상
 - 로보틱스 손익분기점 달성 예상 시점 금년에서 내년 상반기로 조정

Q. 12) 경기에 따른 DLS 사업 매출 인식이나 반영 시점의 변화 가능성 및 매출 인식 지연의 이유

- 내년 수주잔고 가이드언스의 경우 3500억까지 도 가능할 수 있을 것으로 예상, 매출 인식의 경우 해외 자동화 설비 확보 및 설계가 다 완료된 후 납품이 되는 시점에 인식이 되어 지연 발생
- 통상적인 경우 1000억 이상의 대규모 수주의 경우 2년이소요
- 1년소요 수주의 경우 마지막 3개월, 2년 수주의 경우 마지막 5~6개월이 대부분의 매출이 반영되는 시점

Q. 13) 내년 경기 침체 심화 시 DLS사업 매출 인식 시기 지연 가능성

- 관련 매출 상당 부분이 대형 고객사인 관계로 경기 침체에 따른 계획 변동 가능성은 적음, 영향이 있을 시 신규 수주 확보 관련하여 나타날 것으로 전망

Q. 14) 지역별 로보틱스 대수와 금액 기준에 따른 차이

- 물량 기준 및 금액 기준 지역별 비중 차이는 크게 없다.

유안타 ESG Tearsheet



지주, 화장품, 음식료, 유통 산업내 순위	17위(52개 기업 중)
Total ESG 점수	+5점
E (Environment)	+2점
S (Social)	-1점
G (Governance)	-1점
Qualitative	+5점

ESG 평가 기업	두산
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	000150 KS
Industry	지주
Analyst	최남곤
Analyst Contact	namkon.choi@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

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

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

ESG Qualitative 평가 점수

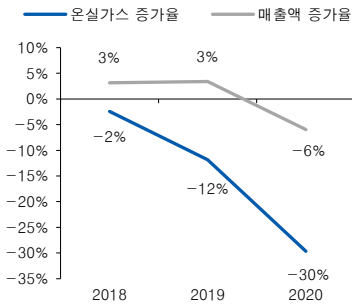
+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	한국기업지배구조원(2021): ESG 평가 통합등급 A (환경 A, 사회 A+, 지배구조 B+), 서스틴베스트: 2021 하반기 ESG 전체 등급 AA
+1	동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 우수
+1	S&P Dow Jones Indices: DJSI Korea 8년 연속 편입
+1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	최대주주의 대표이사 및 이사회 의장 겸임으로 이사회 독립성 결여 주요 계열사에 ESG 위원회 설치

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 이사회외장 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

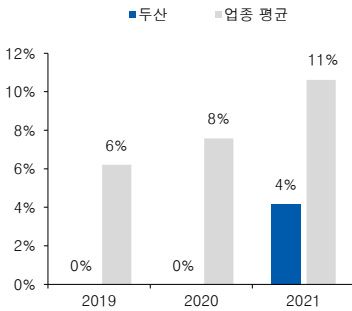
데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

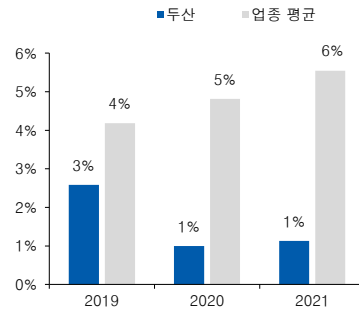
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



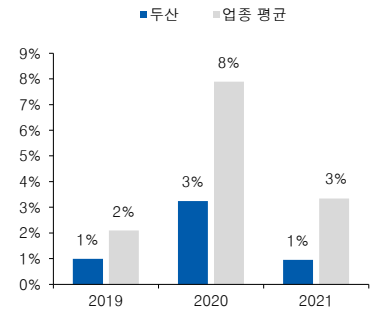
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



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

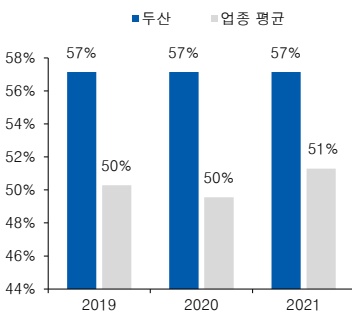
사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



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

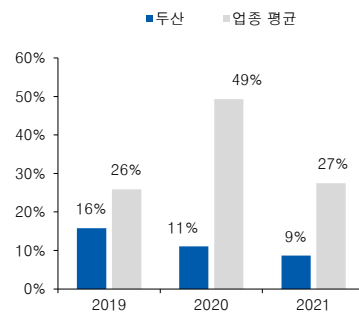
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



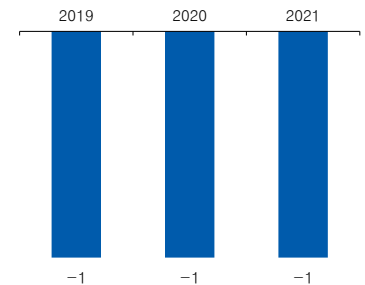
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



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

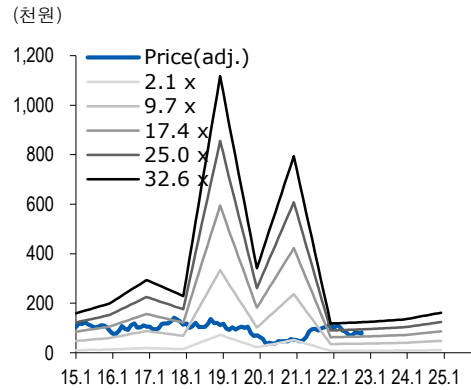
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



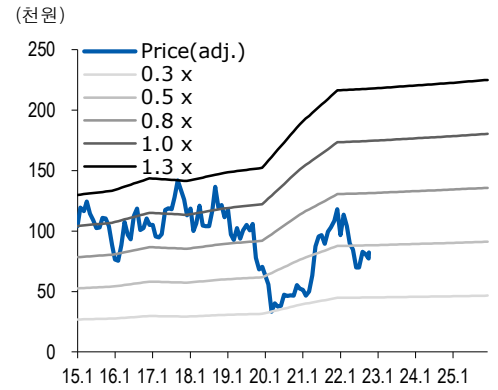
주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

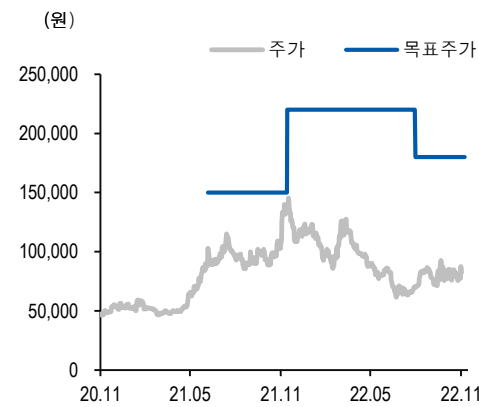
P/E band chart



P/B band chart



두산 (000150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-03	BUY	180,000	1년		
2022-08-01	BUY	180,000	1년		
2021-11-15	BUY	220,000	1년	-56.08	-33.86
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)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-10-31

※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.