

# 두산로보틱스(454910)

2024.03.14

## 협동로봇 수요가 강한 북미/유럽이 주요 시장

[AI/로보틱스] 이상수  
2122-9197 sang.su@hi-ib.com

### 2023년 잠정 실적 기준 적자, 다만 2024년부터 본격적인 성장 구간

두산로보틱스는 2015년 설립된 협동 로봇 제조 업체이며, 2017년 협동 로봇 개발에 성공했다. 2023년 기준 13개의 협동 로봇 제품 라인업을 보유중이며, 2022년 기준 동사 글로벌 협동로봇 시장 점유율은 5.4%로써 세계 4위 수준이다.

2023년 잠정 실적 기준 매출액 530.4억원(+YoY 18.0%), 영업이익 -191.6억원(적자 지속)을 시현했으며, 이는 ① 신규 법인 인력 채용에 따른 인건비 증가, ② 신규 모델 및 소프트웨어 제품군 연구 개발비 상승에 기인한다. 다만 2024년부터 북미 지역의 협동로봇 수요가 회복될 전망이며, 유럽 판매 채널 또한 확대될 계획이며, 고정비 증가 폭 둔화에 따른 영업 레버리지 효과 또한 기대할 수 있다. 이를 통해 2024년 매출액 1,245.6억원(+YoY 134.9%) 영업이익 21.4억원(흑자 전환)을 시현하며 본격적으로 성장 구간에 돌입할 것으로 보인다.

### 투자 포인트 I. 협동 로봇 수요가 강한 북미/유럽이 주요 매출처

2023년 잠정 실적 기준 동사 지역별 매출은 북미: 127.2억원(24%), 유럽 137.8억원(26%), 국내 233.2억원(44%), APAC 및 기타: 26.5억원(5%) 등으로 구성되며, 북미와 유럽 지역은 전사 매출액의 약 50% 가량을 차지하고 있다. 글로벌 협동로봇 시장에서 북미와 유럽 시장이 차지하는 비중은 2023년 기준 약 54%로 추정될 정도로 해당 지역은 협동 로봇 수요가 강한 대표적인 대륙권이다. 또한 신규 전기차 및 반도체 생산 공장 설립이 임박함에 따라 북미와 유럽 지역 협동 로봇 시장의 성장성은 더욱 높아질 것으로 전망된다. 실제로 두산로보틱스는 2027년까지 북미와 유럽 지역 판매채널 수를 2022년 대비 160% 증가한 약 130개까지 확대할 예정이며, 이는 곧 동사 외형 성장으로 연결될 전망이다.

### 투자 포인트 II. 폭 넓은 모델 라인업을 통해 시장 점유율 확대

두산로보틱스의 협동 로봇 제품은 E Series (F&B 산업 특화), H Series (High Payload 동사의 주력 제품), M Series (토크 센서를 탑재한 프리미엄 제품군), A Series (5kg Payload 이하 보급형 제품) 등 총 13개의 라인업을 보유하고 있다. 이는 5~6개의 협동 로봇 제품군을 보유하고 있는 경쟁 업체 대비 두산로보틱스의 확실한 강점이다. 장기적으로는 A, M Series 판매량 확대 등을 통해 Universal Robotics가 시장을 선점하고 있는 Payload 3~10Kg 시장을 공략할 수 있을 것이며, 이는 두산로보틱스의 글로벌 협동로봇 시장 점유율 확대에 연결될 것이다

### 목표주가 125,000원으로 커버리지 개시. 상승 여력 39.0%

투자 의견 BUY, 목표주가 125,000원으로 커버리지를 개시한다. 2027년 예상 순이익 2,214억원을 12Mf 시점 가치로 할인한 1,798억원, 그리고 Peer Group P/E 35에 30%의 Premium[높은 북미/유럽 지역 매출 비중 및 순수 협동 로봇 매출 고려]를 부여한 Target P/E 45배를 적용하였다. 2027년 글로벌 협동 로봇 시장 침투율이 20%에 달할 것으로 예상됨에 따라, 시장 수요가 한시적으로 위축되는 Chasm시기를 벗어나 협동로봇 시장 규모가 큰 폭으로 증가하는 구간에 들어설 것이며, 이를 통해 동사 본연의 기업가치에 가까워질 것이다.

## Buy (Initiate)

목표주가(12M)	125,000원(신규)
증가(2024.03.13)	89,900원
상승여력	39.0%

### Stock Indicator

자본금	24십억원
발행주식수	6,482만주
시가총액	5,827십억원
외국인지분율	1.7%
52주 주가	32,300~121,800원
60일평균거래량	1,954,965주
60일평균거래대금	185.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.8	4.4	74.9	74.9
상대수익률	15.1	-2.9	68.6	63.2

### Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	45	53	125	258
영업이익(십억원)	-13	-20	2	57
순이익(십억원)	-13	-16	1	43
EPS(원)	-259	-253	9	658
BPS(원)	8,796	6,771	6,781	7,441
PER(배)			9,907.4	136.5
PBR(배)		13.3	13.3	12.1
ROE(%)	-58.7	-6.8	0.1	9.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	1,165.4	83.5

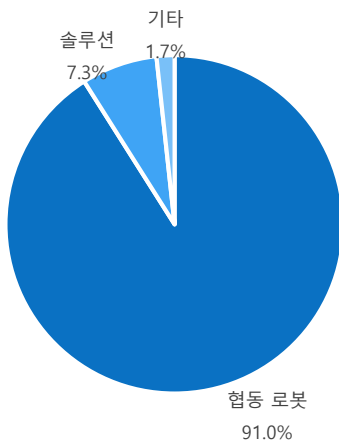
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표 :

### 기업 개요

두산로보틱스는 2015년 설립된 협동 로봇 완제품 제조 업체이다. 2017년 협동 로봇 개발에 성공했으며, 2023년 기준 Series A, H, E 등 약 13개 협동 로봇 제품 라인업을 보유 중이다. 협동 로봇은 전통 산업용 로봇과 달리 사람과 작업 공간이 분리되지 않는다. 이에 ISO인증 기준, Vision센서 기술력 등을 필요로 하며, 후발 주자들의 진입이 쉽지 않은 시장임에 따라 초기 시장 점유율 확보가 중요하다.

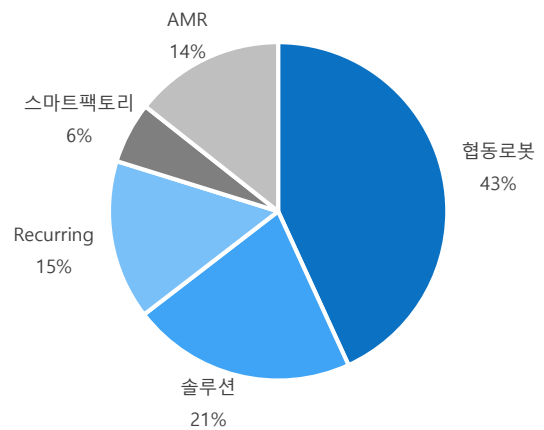
2023년 3분기 실적을 기준으로 동사의 주요 매출액 구성을 살펴보면, 협동 로봇 제조 113.8억원(Series A~H 등 협동 로봇 완제품 판매, 91.0%), 솔루션9억원(Palletizer, 커피 및 튀김 기기 설치, 7.2%) 등으로 구성된다. 동사는 향후 솔루션 사업 확대, AMR(관련 업체 인수 전망), 스마트팩토리 사업 진출 등을 통한 매출 다변화를 시도하고 있으며, 증권신고서에 기재된 2027년 예상 매출액 기준 협동 로봇 제조 매출 비중은 43%, 솔루션 사업 21%, AMR 14% 등을 목표로 하고 있다.

그림1. 3Q.23 기준 두산로보틱스 매출 구성



자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 두산로보틱스가 계획하고 있는 2027년 매출 구성

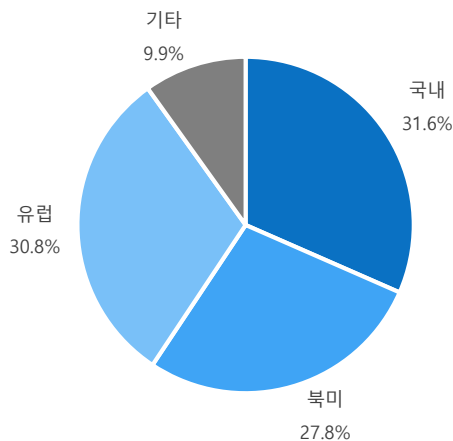


자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

### 투자 포인트 1. 협동 로봇 수요가 강한 북미/유럽이 주요 매출처

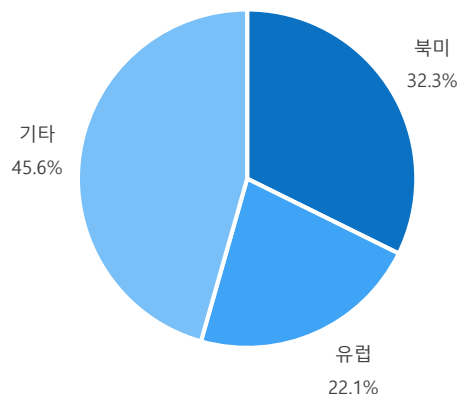
2023년 연간 기준 동사의 북미/유럽 매출액은 북미 127.2억원(24%), 유럽 137.8억원(26%)일 정도로 해당 지역은 동사의 주요 매출처다. 북미와 유럽은 전체 협동 로봇 시장에서 차지하는 비중이 2022년 기준 약 54%로 로봇 수요가 강한 대표적인 지역이기도 하다. 이는 상대적으로 높은 임금 및 노동력 부족에 따른 공정 자동화 수요에 기인하며, 북미/유럽 지역의 신규 전기차 및 반도체 생산 공장 설립이 임박함에 따라 협동 로봇 수요는 더욱 높아질 것으로 전망된다. 이는 결국 북미/유럽 지역 매출 비중이 높은 동사의 투자 포인트로 연결된다. 실제로 두산로보틱스는 북미/유럽 지역 판매채널 수를 2027년까지 131개 (북미: 60개 유럽: 71개, 2022년 대비 160% 증가)까지 확대할 계획을 가지고 있는 상황이며, 이는 곧 동사의 글로벌 협동로봇 시장 점유율 증가로 연결될 전망이다.

그림3. 2023년 기준 두산로보틱스 지역별 매출 비중



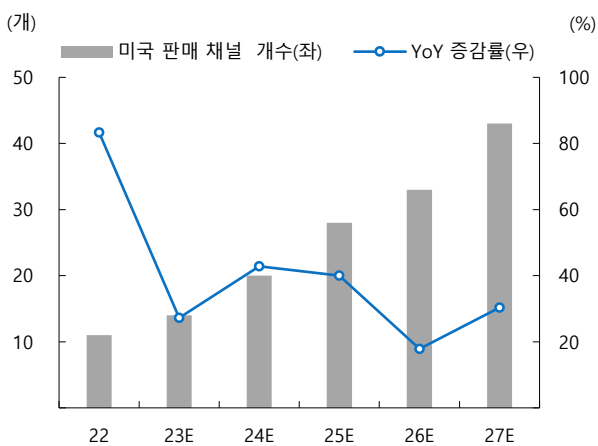
자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 2023년 기준 글로벌 협동로봇 시장 지역별 수요 비중



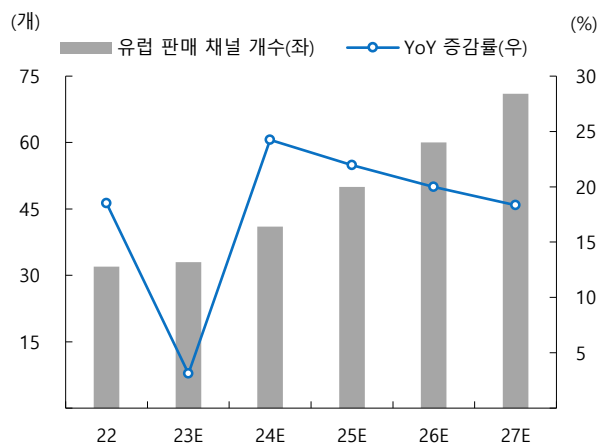
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부 추정

그림5. 두산로보틱스 북미 판매 채널 확보 계획 및 YoY 증감율



자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 두산로보틱스 유럽 판매 채널 확보 계획 및 YoY 증감율



자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

### 투자 포인트 II. 폭 넓은 모델 라인업을 통해 시장 점유율 확대

동사의 협동 로봇 제품은 E Series (F&B 산업 특화), H Series (High Payload 제품), M Series(토크 센서를 탑재한 프리미엄 제품군), A Series(5kg Payload 시장을 겨냥한 보급형 제품) 등 총 13개의 라인업을 보유하고 있다. 이는 5~6개의 협동 로봇 제품군을 보유한 경쟁 업체 대비 동사의 확실한 강점이다.

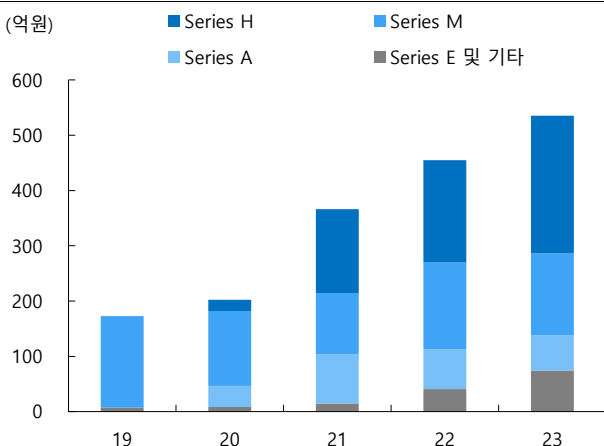
특히 H Series의 경우 2023년 매출액 비중이 47%에 달했으며, 고하중 제품 시장 선점에 있어 경쟁 업체 대비 확실히 앞서나가고 있다. 장기적으로는 A, M Series 등을 통해 UR이 선점하고 있는 Payload 3~10Kg 시장을 공략할 수 있을 것이며, 이는 동사의 글로벌 협동로봇 시장 점유율 확대에 연결될 수 있을 것으로 보인다.

표1. 두산로보틱스 협동로봇 제품 라인업

	모델 명	작업 반경(Reach,mm)	하중(Kg)	반복 정밀도(mm)
F&B 산업 특화 제품	E0509	1700	20	0.1
고하중 전용 제품	H2017	1,700	20	0.1
	H2515	1,500	25	0.1
토크 센서 내장한 프리미엄 제품	M0609	900	6	0.03
	M0617	1,700	6	0.1
	M1013	1,300	10	0.05
	M1509	900	15	0.03
저가형 협동 로봇 제품	A0509	900	5	0.03
	A0509s	900	5	0.03
	A0912	1,200	9	0.05
	A0912s	1,200	9	0.05
가변하중 추가 모델 출시 예정	N1, N2 Series	-	-	-

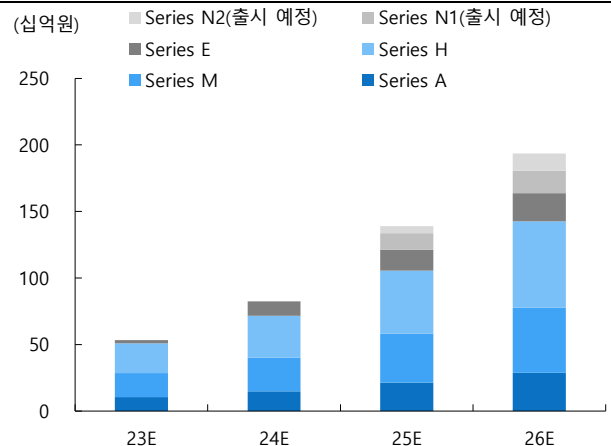
자료: 두산로보틱스

그림7. 2023년 기준 두산로보틱스 협동로봇 시리즈별 매출액



자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 두산로보틱스가 발표했던 협동로봇 시리즈별 매출액 목표

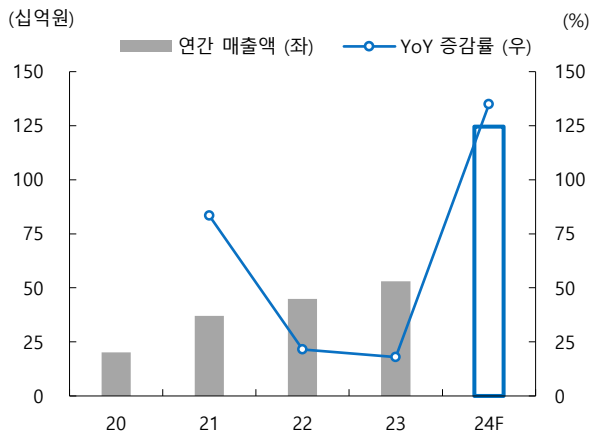


자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

### 실적 추이 및 전망

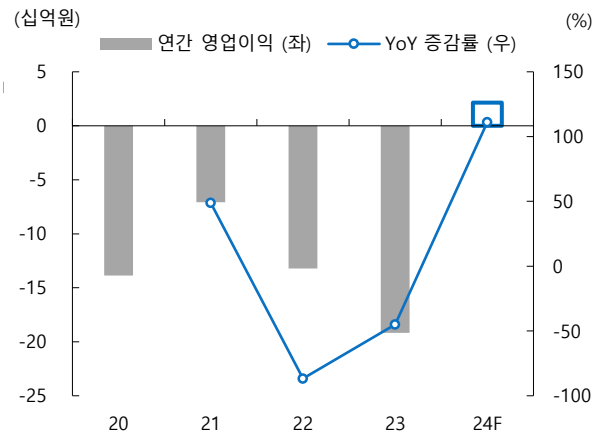
2023년 잠정 실적 기준 매출액 530.4억원(+YoY 18.0%), 영업이익 -191.6억원(적자 지속)을 시현했으며, 이는 ① 신규 법인 인력 채용에 따른 인건비 증가, ② 신규 모델 및 소프트웨어 제품군 연구 개발비 상승에 기인한다. 다만 2024년부터 북미 지역의 협동로봇 수요가 회복될 전망이며, 유럽 판매 채널 또한 확대될 계획이며, 고정비 증가 폭 둔화에 따른 영업 레버리지 효과 또한 기대할 수 있다. 이를 통해 2024년 매출액 1,245.6억원(+YoY 134.9%) 영업이익 21.1억원(흑자 전환)을 시현하며 본격적으로 성장 구간에 돌입할 것으로 보인다

그림9. 두산로보틱스 연간 매출액 및 YoY 추이



자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 두산로보틱스 연간 영업이익 및 YoY 추이



자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

표2. 두산로보틱스 실적 추이

(십억원, %)	22.1Q	22.2Q	22.3Q	22.4Q	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4QF	2023F	2024F
매출액	9.2	13.5	8.0	14.2	10.6	13.1	12.5	16.9	53.0	124.6
매출원가	6.6	8.9	5.2	10.0	7.8	9.8	9.4	11.4	38.4	72.7
매출원가율	71.8%	66.0%	64.6%	70.4%	74.2%	75.0%	74.9%	67.2%	72.5%	58.4%
매출총이익	2.6	4.6	2.8	4.2	2.7	3.3	3.1	5.5	14.6	51.8
GPM	28.2%	34.0%	35.4%	29.6%	25.8%	25.0%	25.1%	32.7%	27.6%	41.6%
판매관리비	5.9	7.4	7.2	7.0	7.2	8.7	9.3	8.6	33.8	49.7
판매관리비율	63.8%	54.5%	90.2%	49.2%	68.6%	66.3%	74.2%	51.1%	63.7%	39.9%
영업이익	-3.3	-2.8	-4.4	-2.8	-4.5	-5.4	-6.1	-3.1	-19.2	2.1
OPM	-35.6%	-20.5%	-54.8%	-19.6%	-42.9%	-41.3%	-49.1%	-18.3%	-36.1%	1.7%

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림11. 두산로보틱스 대표 제품군

**두산로보틱스 사업 영역**

핵심사업영역 협동 로봇	집중사업전략 솔루션	미래성장동력 소프트웨어
<p><b>E 시리즈</b> 낮은 가격대로 F&amp;B 시장 접근성 높인 모델</p> <p><b>A 시리즈</b> 토크 센서를 제거한 5~9kg의 낮은 Payload<sup>주</sup> 모델</p> <p><b>M 시리즈</b> 토크센서 기반 정밀작업 가능한 Payload 6~15kg의 프리미엄 모델</p> <p><b>H 시리즈</b> 20~25kg의 높은 Payload 모델</p>	<p><b>커피 모듈</b> 무인카페 솔루션</p> <p><b>팔레타이징 솔루션</b></p> <p>출시 예정</p> <p><b>튀김 솔루션</b>    <b>아이스크림 로봇</b>    <b>용접 솔루션</b></p>	<p><b>Dart-Suite</b></p> <p><b>Dart IDE</b> 로봇 App 개발을 위한 Tool Kit</p> <p><b>Dart Platform</b> 앱을 다운로드, 실행하는 기본 플랫폼</p> <p>출시 예정</p> <p><b>Dart Store</b> 다양한 로봇 앱 다운로드 가능한 스토어</p>

자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 두산로보틱스의 소프트웨어 플랫폼 Dart-Suite

**Dart-Suite 란?**

전통적 영역: 기본 운영체제 (기본적 OS, UI, UX 제공) → 주변기기 연결 (Gripper 등 연결 지원) → 새로운 부가 가치 창출 (Application 확장, 다양한 동작 및 Application 지원)

**Dart-Suite 강점**

- Easy to Develop
- Direct Buy & Sell
- Any Device, Any OS
- Virtual Use
- FOTA<sup>주1</sup>, Security, ROS<sup>주2</sup>

편리한 개발 환경을 제공하여 고객 유입 및 Lock-in 기대, 나아가 App 판매를 통한 수익 발생

**스마트폰**

User | Platform (App Store, Google Play) | Application (Calendar, Mail, Clock, Home, Calculator, Browser, etc.)

**협동로봇**

User | Platform (Dart-Suite) | Application (Robot Applications)

자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

### Valuation 및 목표주가

투자의견 BUY, 목표주가 125,000원으로 커버리지를 개시한다. 2027년 예상 순이익 2,214억원을 12Mf 가치로 할인한 1,798억원, Peer Group P/E 35배에 30% 프리미엄을 반영한 Target P/E 45배를 적용하였으며, 근거는 아래와 같다.

- ① 2027년 글로벌 협동 로봇 시장 침투율이 20%에 달할 것으로 예상된다. 이에 신규 시장 수요가 한시적으로 위축되는 Chasm 시기(침투율 10~15%)를 벗어나 협동로봇 시장 규모가 큰 폭으로 증가하는 구간에 들어설 것으로 판단한다.
- ② 동사의 신규 모델(협동로봇 신규 모델, AMR) 개발 및 판매 채널 확대 계획(2027년 총 198개, 2022년 대비 214% 증가)은 2027년에 마무리될 것으로 판단된다. 이는 곧 고정비 증가 폭의 둔화를 의미하고, ①과 같은 협동 로봇 시장 성장세 반등에서 기인한 영업 레버리지 효과가 극대화될 것으로 판단한다.
- ③ 2027년부터 AMR 제품 매출이 본격적으로 발생할 것으로 전망한다. 이를 통해 외형 성장뿐 아니라, 협동로봇, AMR, 솔루션 등 완성된 로봇 포트폴리오를 보유하고 있다는 프리미엄을 동사 기업가치에 부여할 수 있을 것으로 전망한다.
- ④ 협동 로봇 Peer Group P/E 35배에 30%의 Premium을 부여한 45배를 Target P/E로 설정했다. 경쟁 업체 대비 순수 협동 로봇 매출 비중이 압도적으로 높다는 점, 그리고 협동 로봇 수요가 강한 유럽/북미향 매출이 강하다는 점을 반영했다.

표3. 두산로보틱스 목표 주가 산출

원/배/주	비고	비고
2027F 당기순이익	222,141,226,323	
WACC(가중평균자본비용)	0.1114	Peer Group WACC 평균
2027F 당기순이익 12Mf 가치	179,840,863,915	
Target P/E	45	Peer Group P/E 30% Premium
Target Value	8,092,838,876,185	
유통주식수	64,819,980	
목표주가	125,000	
현재주가(3/13중가)	89,900	
상승여력	39.0%	

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

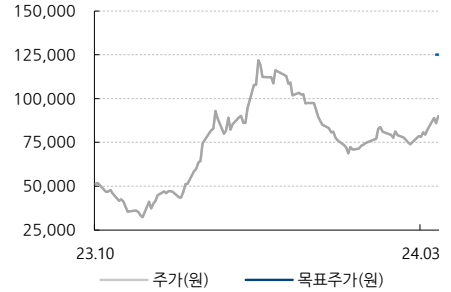
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	39	426	401	432	매출액	45	53	125	258
현금 및 현금성자산	7	306	191	94	증가율(%)	-	18.0	134.9	107.5
단기금융자산	1	77	115	149	매출원가	31	38	73	147
매출채권	12	24	54	110	매출총이익	14	15	52	112
재고자산	13	14	33	69	판매비와관리비	27	34	50	55
비유동자산	24	30	65	95	연구개발비	1	0	1	2
유형자산	9	8	38	62	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	7	13	19	24	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	63	457	467	527	영업이익	-13	-20	2	57
유동부채	15	13	21	35	증가율(%)	-	적지	흑전	2,555.8
매입채무	4	6	14	30	영업이익률(%)	-29.4	-37.1	1.7	22.0
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	0	4	3	3
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	0	1	1
비유동부채	5	4	6	9	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	1	3	6	기타영업외손익	1	1	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	-13	-16	1	54
부채총계	20	18	27	45	법인세비용	-	-	0	11
자배주주지분	43	439	440	482	세전계속이익률(%)	-27.9	-30.9	0.6	20.9
자본금	24	32	32	32	당기순이익	-13	-16	1	43
자본잉여금	101	506	506	506	순이익률(%)	-27.9	-30.9	0.5	16.5
이익잉여금	-83	-99	-98	-56	지배주주귀속 순이익	-13	-16	1	43
기타자본항목	0	-1	-1	-1	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-12	-16	1	43
자본총계	43	439	440	482	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-23	-28	-38	-25	주당지표(원)				
당기순이익	-13	-16	1	43	EPS	-259	-253	9	658
유형자산감가상각비	3	0	1	7	BPS	8,796	6,771	6,781	7,441
무형자산상각비	1	1	2	3	CFPS	-192	-232	49	812
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-13	-83	-77	-74	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4	1	-30	-32	PER			9,907.4	136.5
무형자산의 처분(취득)	-5	-8	-8	-8	PBR		13.3	13.3	12.1
금융상품의 증감	-2	-	-	-	PCR		-388.0	1,830.9	110.7
재무활동 현금흐름	39	414	1	2	EV/EBITDA	-!	-	1,165.4	83.5
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	1	2	3	ROE	-58.7	-6.8	0.1	9.3
자본의증감	40	413	-	-	EBITDA이익률	-22.1	-34.6	3.8	25.9
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	46.4	4.0	6.2	9.3
현금및현금성자산의증감	3	298	-114	-98	순부채비율	-19.0	-86.8	-69.0	-49.1
기초현금및현금성자산	4	7	306	191	매출채권회전율(x)	7.2	2.9	3.2	3.2
기말현금및현금성자산	7	306	191	94	재고자산회전율(x)	6.7	3.8	5.3	5.1



두산로보틱스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-03-14	Buy	125,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-