IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 김장원
02) 6915-5661
jwkim@ibks.com

두산 (000150)

주목받을 이유

자체사업 실적 개선

2분기 자체사업은 매출 3,402억원, 영업이익 455억원을 기록하면서 전년동기대비, 전분기대비 모두 좋은 흐름을 보였다. 이는 전자BG 덕분으로 매출이 2,531억원을 기록하여 전년동기대비 2.4%, 전분기대비 2.9% 증가했다. 자체사업 전체 매출에 기여도보다 영업이익의 기여도가 더 높아 영업이익률이 전년동기대비 0.2%p, 전분기대비 2.0%p 상승한 13.4%를 기록하는데 큰 역할을 했을 것으로 추정한다.

수익과 성장 모멘텀

전자BG는 전방산업의 수요와 상품 트렌드에 맞춘 제품 다변화 및 매출처 다각화로 성장과 수익이 꾸준히 개선되고 있다. 다른 산업보다 특히 제품 가격 하락 압박이 심한 IT산업에서 수익이 개선되는 것은 부가가치가 높은 신제품과 제품의 다양성에 기반한 것으로 최근 성장을 주도하는 FCCL, 반도체, 네트워크용은 하이엔드 제품으로 전방산업에서 수요도 많아 수익 개선이 지속될 전망이다.

지분을 모두 가진 DLS, 로보틱스, DMI의 매출이 크게 늘었다. 금년 상반기가 610억원으로 지난해 상반기대비 99.3% 증가했으며, 연간 매출은 1,675억원으로 61.8% 증가할 것으로 전망한다. 물류와 협동로봇은 성장하는 모습을 보여주고 있으며, 수소연료와 드론도 산업 생태계가 조성되면 주목받게 될 사업 아이템이다.

주목받을 가능성과 시나리오

자체사업이 전자BG를 중심으로 더 좋아지고, 비상장 자회사의 성장성이 커지는 가운데 상장 자회사와 엄청난 차이를 나타내고 있는 시가총액도 지주를 주목하게 만드는 이유이다. 상장 자회사의 긍정적인 실적 전망이 두산에 관심이 집중될 수 있기 때문이다. 2분기 별도 순차입금이 증가한 것을 반영해 목표주가를 15만원으로 조정하나, 현 주가대비 두 배 가까운 상승여력을 갖고 있다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	11,429	13,204	15,945	16,632	17,375
영업이익	-20	946	1,085	1,200	1,282
세전이익	-821	610	402	623	773
지배주주순이익	-553	212	-46	179	233
EPS(원)	-25,839	9,892	-2,125	8,378	10,878
증가율(%)	-241.8	-138.3	-121.5	-494.2	29.8
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.8	7.2	7.4
순이익률(%)	-8.4	5.0	0.1	2.5	3.0
ROE(%)	-34.3	11.1	-2.1	7.9	9.5
PER	-2.0	11.9	-37.4	9.5	7.3
PBR	0.7	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	24.9	9.4	8.9	8.1	7.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

매수 (유지)

목표주가	150,000원
현재가 (8/10)	79,400원

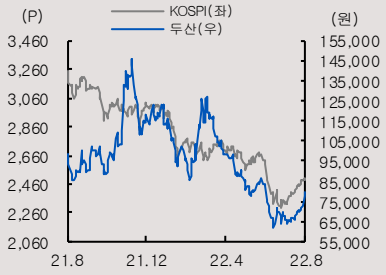
KOSPI (8/10)	2,480.88pt
시가총액	1,605십억원
발행주식수	21,413천주
액면가	5,000원
52주 최고가	145,500원
최저가	61,400원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	11.6%
배당수익률 (2022F)	2.9%

주주구성	
박정원 외 24 인	38.65%
국민연금공단	10.38%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	10%	-5%	8%
절대기준	17%	-15%	-18%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	150,000	170,000	▼
EPS(22)	-2,125	3,639	▼
EPS(23)	8,378	9,247	▼

두산 주가추이



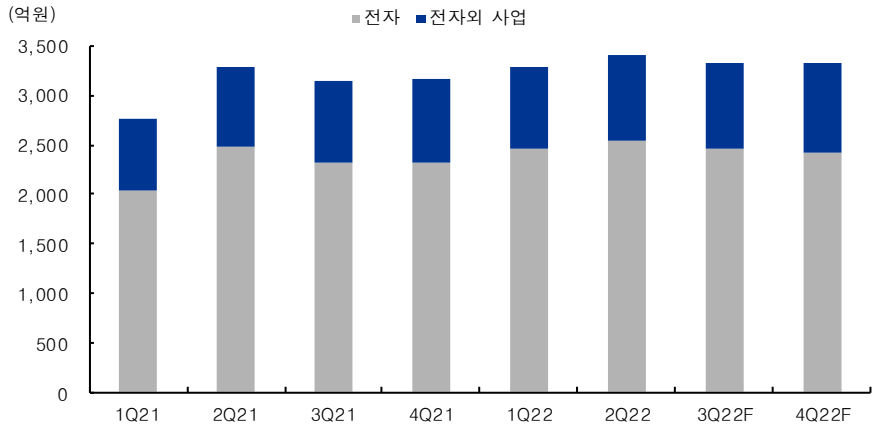
본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

자체사업 실적 매출

2분기 두산의 자체사업은 전자BG의 견고한 실적으로 매출이 전년동기대비 3.7%, 전분기대비 3.6% 증가했다. 전자BG는 2,531억원으로 전년동기대비 2.4%, 전분기대비 2.9% 증가했다.

영업환경이 우호적이지 못한 시기에 반도체 및 네트워크 하이엔드 제품 매출 증가와 수익성 관리로 좋은 실적을 기록한 전자BG의 사업기반을 토대로 녹록치 않을 하반기에도 양호한 매출 흐름이 예상된다.

그림 1. 자체사업 매출



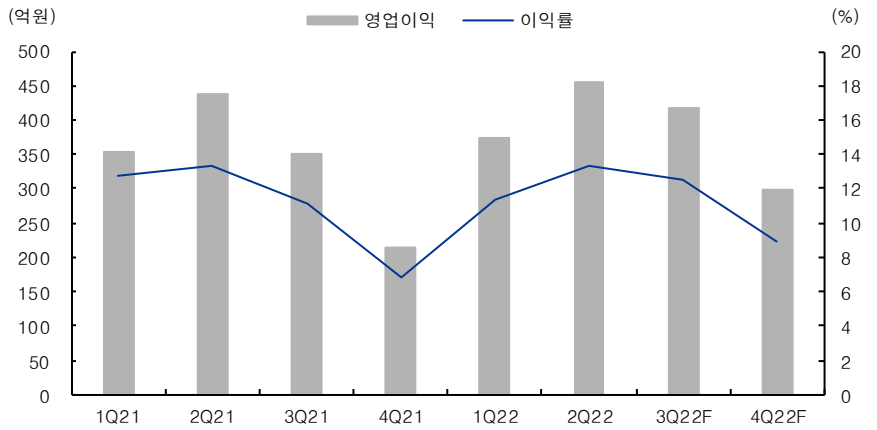
자료: 두산 실적 발표자료, IBK투자증권

자체사업 실적 영업이익

2분기 영업이익은 전자BG의 수익성 관리로 전년동기대비 4.8%, 전분기대비 21.6% 증가했고, 영업이익률도 전년동기대비 0.2%p, 전분기대비 2.0%p 상승했다.

주력 사업의 계절적 수익 패턴을 감안했을 때 하반기가 상반기보다는 수익성이 낮은 편으로 금년에도 마찬가지일 것으로 예상하나, 상반기에 있었던 수익성 관리가 하반기에도 이어져 예년에 비해서는 좋을 것으로 예상된다.

그림 2. 자체사업 영업이익과 영업이익률

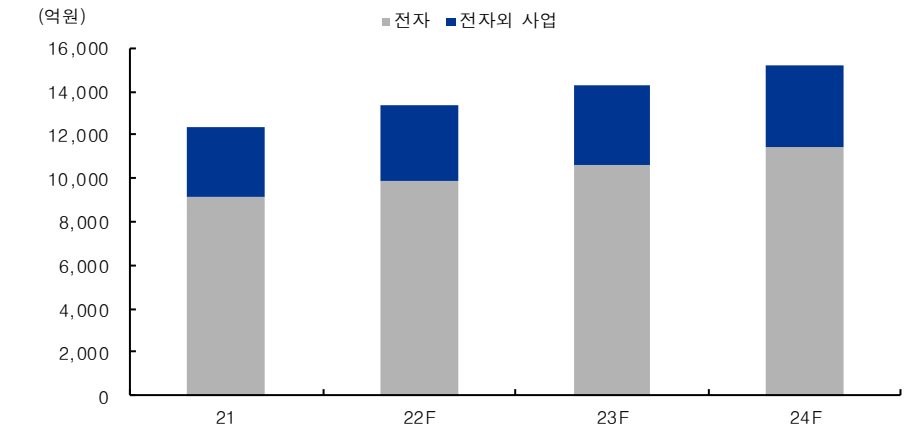


자료: 두산 실적 발표자료, IBK투자증권

전자BG가 자체사업 매출 성장 견인

자체사업에서 전자BG를 제외한 나머지 사업부는 매출 규모도 상대적으로 적고 성장 여력도 높다고 보기 힘들어 자체사업은 전자BG가 주도한다고 봐도 무관하다. 전자BG가 전방산업의 수요와 상품 변화에 따라 제품을 다양화하고, 새로운 매출처를 발굴하여 성장을 지속해 왔다. 2019~2021년 매출 성장률이 연평균 9.1%이며, 2022~2024년에는 7.7%의 성장이 예상된다. 단가 압박이 항상 있는 IT 산업에서 성장세가 꾸준하다는 것은 제품의 높은 질적 수준을 기반으로 제품과 매출처 다각화가 있었기에 가능하다. FCCL · 반도체 · 네트워크 등으로 다변화된 제품은 부가가치도 높은 수익성에도 도움이 되었다.

그림 3. 자체사업 연간 매출

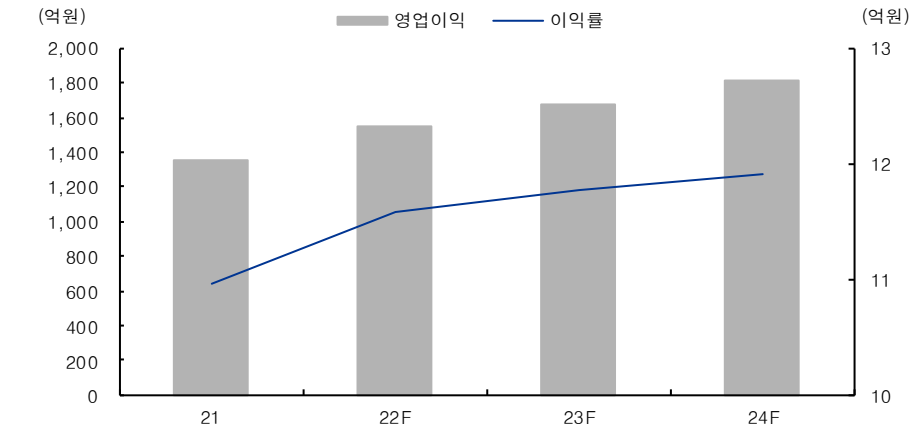


자료: 두산 실적 발표자료, IBK투자증권

자체사업의 수익성 개선을 주도하는 전자BG

전자BG가 자체사업의 수익에서 차지하는 비중은 매출에서의 기여도 이상이다. 특히 매출 성장을 위해 FCCL · 반도체 · 네트워크 등 다변화했던 제품군이 부가가치도 높아 수익성에 도움을 주고 있다. 지난 2분기 자체사업의 영업이익과 이익률이 과거대비 높은 수준을 기록한 것이 전자BG의 덕분이라고 해도 과언이 아니다. 제품 구성의 다변화와 매출처 다각화로 수익 개선이 지속될 전망이다.

그림 4. 자체사업 연간 영업이익과 영업이익률

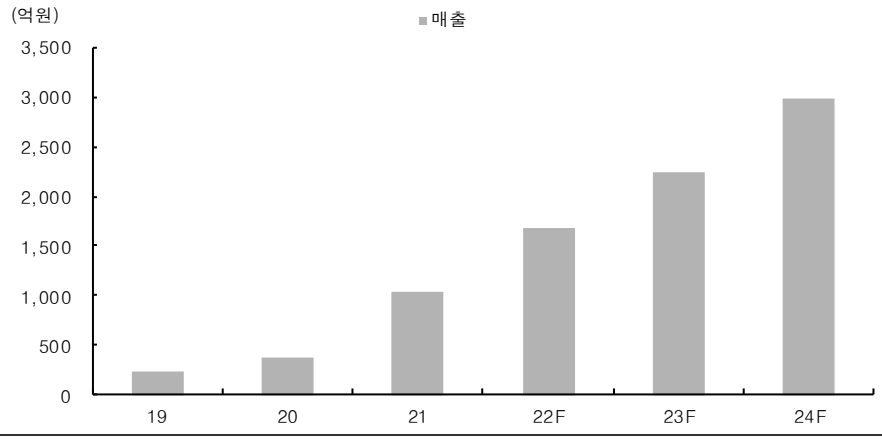


자료: 두산 실적 발표자료, IBK투자증권

주목하게 되는 100% 완전 자회사의 매출 성장

지분을 모두 가진 자회사 DLS(물류장비), 로보틱스(협동로봇), DMI(수소연료전지, 드론)의 상반기 매출액은 610억원으로 전년반기대비 99.3% 증가했다. DLS와 로보틱스가 성장을 이끌고 있다. 기수주한 장비 투입이 본격화되면서 DLS는 2분기 매출이 전년동기대비 168% 증가했으며, 하반기에도 대형 신규 수주가 예상된다. 로보틱스도 북미 선진 시장에 매출 확대로 65% 증가했고, 하반기에도 해외 현지법인과 신규 매출처 확보로 성장세가 이어질 전망이다. DMI는 아직 매출이 작지만 미숙한 시장이 성장할 경우 높은 성장이 기대되는 잠재력을 갖춘 사업이다.

그림 5. 완전 자회사 3사 매출



주: DLS, 로보틱스, DMI 3사 매출 합산 자료: 두산 실적 발표자료, IBK투자증권

자체 사업과 비상장자회사 가치를 감안할 때 저평가 주력 계열사와의 괴리율이 큰 시가총액도 주목하게 만드는 긍정적 모멘텀

두산의 주력 자회사 두산에너빌리티는 2020년 이후 유상증자 등의 이유로 7차례 신주 발행이 있었고, 성공적인 구조조정으로 주가가 회복하여 시가총액이 12조원에 이른다. 그렇지만 2020년 이전 두산에너빌리티보다 시가총액이 높았던 두산은 금융위기가 발발한 시점과 큰 차이가 없을 정도의 낮은 수준에 머물고 있다. 그때보다 자체사업의 아이템이 주력인 전자BG가 건재하며, 비상장 자회사가 성장하고 있어 두산에너빌리티의 사업 개선 기대감은 두산 주가에 더 긍정적으로 작용할 수 있다.

그림 6. 두산 시가총액과 두산에너빌리티의 주가 및 시가총액

자료: Quantiwise, IBK투자증권

두산 (000150)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	11,429	13,204	15,945	16,632	17,375
증가율(%)	-36.7	15.5	20.8	4.3	4.5
매출원가	9,948	10,962	13,064	13,984	14,611
매출총이익	1,481	2,242	2,881	2,647	2,764
매출총이익률 (%)	13.0	17.0	18.1	15.9	15.9
판관비	1,501	1,297	1,796	1,447	1,482
판관비율(%)	13.1	9.8	11.3	8.7	8.5
영업이익	-20	946	1,085	1,200	1,282
증가율(%)	-101.7	-4,747.7	14.7	10.6	6.8
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.8	7.2	7.4
순금융손익	-491	-328	-639	-542	-480
이자손익	-375	-343	-266	-226	-216
기타	-116	15	-373	-316	-264
기타영업외손익	-304	-12	-24	-19	-19
종속/관계기업손익	-6	4	-20	-16	-11
세전이익	-821	610	402	623	773
법인세	2	250	140	205	255
법인세율	-0.2	41.0	34.8	32.9	33.0
계속사업이익	-823	361	262	417	518
중단사업손익	-141	296	-254	0	0
당기순이익	-964	657	8	417	518
증가율(%)	-322.6	-168.1	-98.7	4,909.7	24.1
당기순이익률 (%)	-8.4	5.0	0.1	2.5	3.0
지배주주당기순이익	-553	212	-46	179	233
기타포괄이익	193	626	116	0	0
총포괄이익	-771	1,283	125	417	518
EBITDA	665	1,559	1,586	1,702	1,780
증가율(%)	-65.4	134.4	1.8	7.3	4.6
EBITDA마진율(%)	5.8	11.8	9.9	10.2	10.2

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	12,598	9,895	9,388	10,023	10,245
현금및현금성자산	2,707	2,235	2,147	2,363	2,724
유가증권	439	1,063	355	355	355
매출채권	2,256	1,200	1,157	1,353	1,306
재고자산	2,422	2,028	2,264	2,502	2,438
비유동자산	17,603	16,115	16,511	16,589	16,635
유형자산	6,984	5,963	6,058	6,088	6,095
무형자산	8,240	7,611	7,770	7,820	7,864
투자자산	861	1,365	1,402	1,399	1,389
자산총계	30,201	26,010	25,899	26,611	26,880
유동부채	15,808	12,006	9,670	10,053	9,873
매입채무및기타채무	2,404	2,029	2,109	2,648	2,743
단기차입금	6,296	4,725	2,525	2,399	2,255
유동성장기부채	2,431	1,270	940	930	840
비유동부채	6,627	5,506	6,424	6,363	6,321
사채	2,134	1,139	1,270	1,240	1,190
장기차입금	1,195	1,521	2,009	1,959	1,949
부채총계	22,435	17,513	16,094	16,416	16,194
지배주주지분	1,660	2,165	2,190	2,342	2,548
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,091	1,237	1,312	1,312	1,312
자본조정등	-1,195	-1,196	-1,196	-1,196	-1,196
기타포괄이익누계액	480	532	561	561	561
이익잉여금	1,159	1,468	1,389	1,541	1,747
비지배주주지분	6,106	6,332	7,615	7,853	8,137
자본총계	7,766	8,497	9,805	10,195	10,686
비이자부채	9935	8266	8771	9309	9381
총차입금	12,500	9,247	7,323	7,107	6,813
순차입금	9,354	5,948	4,821	4,389	3,734

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-25,839	9,892	-2,125	8,378	10,878
BPS	77,507	101,109	102,272	109,387	119,002
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	-2.0	11.9	-37.4	9.5	7.3
PBR	0.7	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	24.9	9.4	8.9	8.1	7.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-36.7	15.5	20.8	4.3	4.5
EPS증가율	-241.8	-138.3	-121.5	-494.2	29.8
수익성지표(%)					
배당수익률	3.8	1.7	2.9	2.9	2.9
ROE	-34.3	11.1	-2.1	7.9	9.5
ROA	-3.2	2.3	0.0	1.6	1.9
ROIC	-6.0	4.4	0.1	3.0	3.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	288.9	206.1	164.1	161.0	151.6
순차입금 비율(%)	120.4	70.0	49.2	43.1	34.9
이자보상배율(배)	-0.1	2.6	3.8	4.8	5.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.8	7.6	13.5	13.3	13.1
재고자산회전율	4.5	5.9	7.4	7.0	7.0
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	127	743	591	1,379	1,519
당기순이익	-964	657	8	417	518
비현금성 비용 및 수익	2,430	1,556	1,265	1,079	1,008
유형자산감가상각비	490	436	327	330	333
무형자산상각비	195	177	174	171	165
운전자본변동	-719	-574	-295	109	210
매출채권등의 감소	13	-170	133	-196	47
재고자산의 감소	366	-518	-216	-238	64
매입채무등의 증가	-640	535	76	539	95
기타 영업현금흐름	-620	-896	-387	-226	-217
투자활동 현금흐름	-343	-315	247	-580	-526
유형자산의 증가(CAPEX)	-567	-400	-396	-360	-340
유형자산의 감소	266	91	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-258	-229	-232	-220	-210
투자자산의 감소(증가)	935	-191	-29	-14	-1
기타	-719	414	901	14	25
재무활동 현금흐름	1,152	-1,036	-956	-583	-632
차입금의 증가(감소)	-831	-385	147	-50	-10
자본의 증가	0	0	0	-6	0
기타	1983	-651	-1103	-527	-622
기타 및 조정	-69	136	29	0	0
현금의 증가	867	-472	-89	216	361
기초현금	1,841	2,707	2,235	2,147	2,363
기말현금	2,707	2,235	2,147	2,363	2,724

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

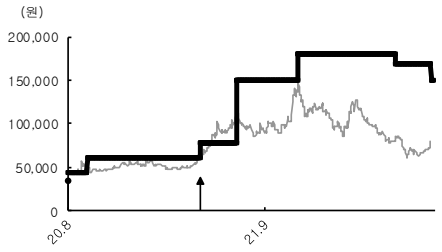
투자등급 통계 (2021.07.01~2022.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	93.7
중립	9	6.3
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

두산



추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2020.05.06	중립	44,000	-3.45	30.45					
2020.09.18	중립	60,000	-15.36	7.00					
2021.05.03	매수	78,000	12.27	43.59					
2021.07.15	매수	150,000	-33.37	-6.67					
2021.11.15	매수	180,000	-41.62	-19.17					
2022.05.30	매수	170,000	-58.38	-49.29					
2022.08.11	매수	150,000							