

Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 150,000원

현재가 (11/9) 92,200원

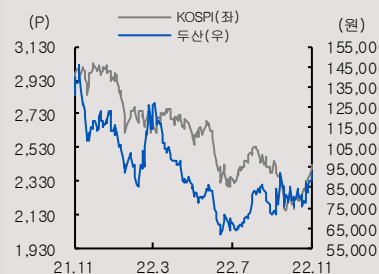
KOSPI (11/9)	2,424.41pt
시가총액	1,812십억원
발행주식수	21,413천주
액면가	5,000원
52주 최고가	145,500원
최저가	61,400원
60일 일평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	6.2%
배당수익률 (2022F)	2.4%

주주구성	
박정원 외 24 인	39.04%
국민연금공단	12.50%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	0%	15%	-20%
절대기준	8%	7%	-34%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	150,000	150,000	-
EPS(22)	-4,875	-2,125	▼
EPS(23)	10,993	8,378	▲

두산 주가추이



본 조식분석자료는 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.

두산 (000150)

수익과 성장성 부각

경쟁력이 여전한 자체사업

가장 시급한 문제였던 그룹의 재무건전성 개선을 위해 구조조정에 나섰던 자체사업이 전자BG로 존재감이 여전하다. 여러 사업이 있었던 과거에도 다른 사업은 업황의 흐름과 계절적 요인을 많이 탔으나, 전자BG는 꾸준히 성장해 왔다. 인쇄회로기판의 핵심 소재 동박적층판을 생산하는 전자BG는 가전/모바일/반도체/통신네트워크용 등의 수요에 대비해 제품 구성을 늘리고 지금은 에너지와 전기차용소재 시장에 진입을 준비하고 있다. 제품 다각화에 이어 매출처도 국내 중심에서 해외가 절반으로 다원화 하였다. 전방산업의 업황 영향에서 벗어날 수는 없지만, 부정적인 상황에서 영향을 최소화하고 긍정적 상황에서 영향을 극대화할 수 있는 사업 토대를 갖췄다.

비상장 자회사의 성장성

두산이 완전히 지배하고 있는 비상장 자회사를 주목한다. 물류솔루션사업의 DSL, 협동로봇을 생산하는 로보틱스, 드론과 파워팩을 생산하는 DMI는 매년 큰 폭의 매출 성장을 기록하고 있다. 수주잔고 2천억원에 내년에는 3천억원을 넘을 것으로 예상하는 DSL은 2023년 수주 누적에 따른 매출 증가로 수익성이 개선되는 효과가 나타날 것으로 예상된다. 로보틱스는 로봇 수요 증가와 수요에 적절히 대응할 수 있는 다양한 제품 구성으로 내년 상반기 손익분기점을 넘어설 전망이다. DMI는 상대적으로 느리지만, 경쟁력을 갖춘 제품으로 시장성은 충분하는 판단이다.

주가에 긍정적 요소 부각

투자의 위험 요소였던 재무건전성은 크게 개선되었고, 자체사업을 비롯한 주력 계열사의 실적 전망에 대한 믿음이 커졌다는 판단이다. 또한 비상장 자회사의 성장성과 수익성은 지주의 가치를 상승시키는 긍정적인 요소로 판단한다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	11,429	13,204	16,142	17,430	18,529
영업이익	-20	946	1,156	1,330	1,459
세전이익	-821	610	505	781	971
지배주주순이익	-553	212	-104	235	293
EPS(원)	-25,839	9,892	-4,875	10,993	13,665
증가율(%)	-241.8	-138.3	-149.3	-325.5	24.3
영업이익률(%)	-0.2	7.2	7.2	7.6	7.9
순이익률(%)	-8.4	5.0	0.3	3.0	3.5
ROE(%)	-34.3	11.1	-4.7	10.0	11.3
PER	-2.0	11.9	-18.2	8.1	6.5
PBR	0.7	1.2	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	24.9	9.4	8.7	7.8	7.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

22.3Q 실적

자체사업은 주력 아이템 전자BG의 선방으로 매출은 전년동기대비 5.1% 증가했으나, 영업이익은 4.6% 감소했다. 연결실적은 두산에너빌리티, 두산밥캣 등 주요 계열사의 실적 개선으로 매출과 영업이익이 전년대비 증가했다.

표 1. 22.3Q 실적

(억원, %)

	자체사업			연결		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ
매출	3,307	5.1	-2.8	43,883	34.5	0.9
영업이익	333	-4.6	-26.8	3,406	42.7	-7.4

자료: 3분기 실적 발표 자료 참고, IBK투자증권

전자BG

인플레이션과 글로벌 경기 침체 등의 시장 악화에도 데이터센터 등 네트워크 제품 매출 호조로 매출이 전년동기대비 4.7% 증가했다. 매출이 자체사업의 73%를 차지하고, 수익성이 비교적 높은 사업 특성을 감안했을 때 전자BG의 영업이익도 자체사업처럼 감소했을 것으로 추정된다.

표 2. 전자BG

(억원, %)

	22.3Q			21.3Q	22.2Q
		YoY	QoQ		
매출	2,429	4.7	-4.0	2,319	2,531

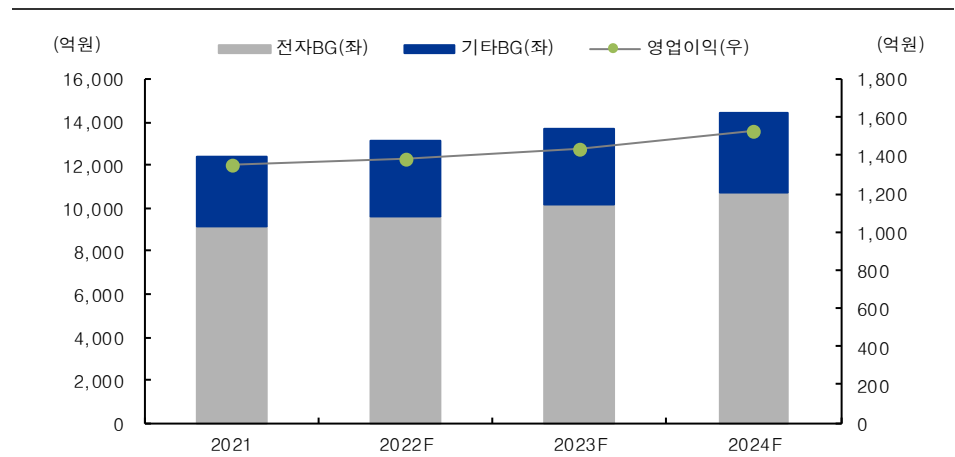
자료: 3분기 실적 발표 자료 참고, IBK투자증권

자체사업과 전자BG 전망

2022년 자체사업은 매출 1.31조원으로 전년대비 6.3% 증가하고, 영업이익 1,382억원으로 전년대비 2.0% 증가할 것으로 전망한다. 이중 전자BG의 매출은 9,657억원으로 전년대비 5.5% 증가할 것으로 예상했다.

하반기부터 나타나기 시작한 전방산업의 우울한 영업환경이 내년에도 지속될 가능성이 커 보인다. 그렇지만 전방산업의 수요 추세에 맞춰 모바일/반도체/네트워크/에너지/자동차용으로 제품을 다각화한 전자BG에 힘입어 꾸준한 성장세가 지속될 전망이다.

그림 1. 자체사업 연간 매출과 영업이익 전망



주: 영업이익은 자체사업 전체 이익을 의미 자료: 실적 발표 자료 참고, IBK투자증권

떠오르는 비상장 자회사
3인방

DLS/로보틱스/DMI 3분기 합산매출은 284억원으로 전년동기대비 98.6% 증가했다. 3분기까지 누적은 894억원으로 99.1% 증가했다. DLS는 기수주 장비 투입으로 매출이 전년동기대비 193% 증가했으며, 로보틱스도 북미지역 및 High Payload 제품 매출 확대로 전년동기대비 31% 증가했다.

2021년 연간 매출 기준은 DLS가 비중이 가장 높고, 다음이 로보틱스이며 DMI는 미미했다. 2022년에는 DLS 비중이 더 높아진 것으로 추정된다.

표 3. 2021년 비상장 3개 자회사 매출과 각 비중

(억원, %)

	DLS	로보틱스	DMI	합산
매출	508	370	47	925
비중	54.9	40.0	5.1	100.0

자료: 실적 발표 자료 참고, IBK투자증권

DLS(두산물류솔루션)의
수주잔고 주목

2020년 수주가 721억원이었던 DLS가 언택트 문화 확대로 유통·물류 자동화시장이 급성장하여 2021년 1,443억원으로 늘었고, 금년에는 2천억원에 이를 것으로 전망하며, 내년에는 3천억원을 넘을 것으로 예상한다. 물류센터 증설 계획이 불확실한 경제 환경으로 다소 불투명해지는 상황이나, 이커머스의 성장세는 지속될 것이기에 투자 시기가 다소 지연된다고 해도 숨고르기라고 본다. 축적된 수주잔고는 물류솔루션의 기술에 기반한 것으로 수주가 계속 늘어날 것이며, 내년말에는 손익분기점에 도달할 전망이다.

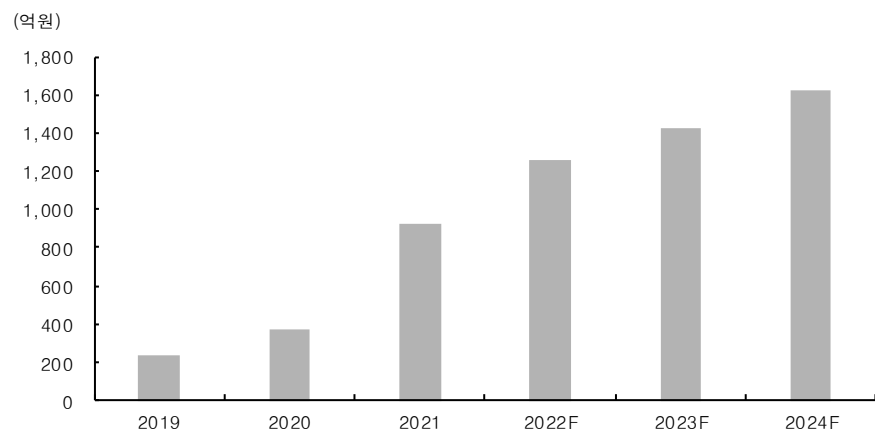
협동로봇시장 성장에
수혜가 예상되는 로보틱스

매출이 전년에 비해 두 배 가까이 늘었을 것으로 추정되는 로보틱스는 북미와 유럽에 법인 설립으로 영업 및 서비스 강화, H시리즈 Palletizing 등 표준 솔루션, 커피/촬영 로봇 등의 판매 증대 효과가 나타나고 있다. 탑재 무게에 따른 3가지 형태의 협동로봇 제품 라인업을 갖고 해외 시장에 적극 대응하여 성장세가 지속되어 내년 상반기에는 손익분기점이 기대되고 있다.

DMI(두산모빌리티이노베이션)의 성장 잠재력

매출 규모가 상대적으로 낮은 DMI는 수소연료전지 드론과 드론용 연료전지 파워팩을 통한 제품 경쟁력으로 국내외에서 판매처 확보를 위해 노력하고 있다.

그림 2. DLS/로보틱스/DMI 매출 전망

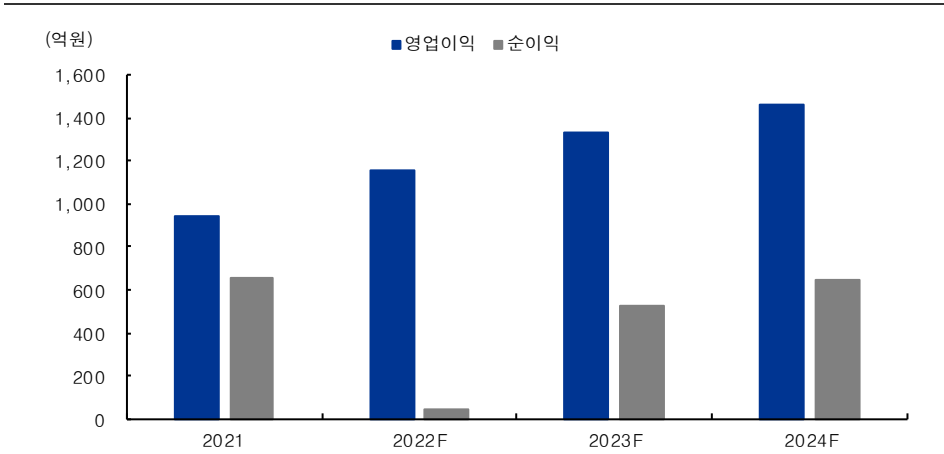


자료: 실적 발표 자료 참고, IBK투자증권

연결 수익 개선

2022년 연결 매출은 16.2조원, 영업이익은 1.16조원으로 전년대비 22.3%, 22.2% 증가할 것으로 예상하나, 순이익은 메카텍 매각으로 중단사업손익과 밥캣PRS 평가손익 등의 영향으로 전년대비 크게 감소한다. 매출과 영업이익은 계속해서 좋을 것으로 예상되고, 순이익도 일회성 이슈 제거로 정상화되어 2023년에는 개선될 전망이다.

그림 3. 연결 영업이익과 순이익 전망



자료: 사업보고서, 실적 발표자료, IBK투자증권

주가에 부담 요인 제거, 상승 요인 부각

취약했던 재무건전성이 사업구조 재편과 적극적인 구조조정으로 크게 개선되었다. 계열사 지원을 위해 자체사업 일부를 매각했지만, 주력사업 전자BG가 건재하고, 비상장 자회사의 성장성이 부각되는 가운데 두산의 기업가치에 비상장 3개 자회사의 가치를 장부가액으로 반영한 것은 성장성을 감안하지 않은 것이라고 판단된다.

표 4. 재무건전성 추이

(억원, %)

	2019	2020	2021	2022
순차입금	103,812	88,212	52,193	45,403
별도	14,461	13,642	7,357	6,318
부채비율	327.7	288.9	206.1	152.5
별도	67.5	51.4	24.1	19.5

자료: 실적발표자료 참고, IBK투자증권

표 5. Valuation

(억원, 원)

항목	가치	비고
투자자산	38,175	상장계열사와 비상장계열사 가치 합산
상장계열사	32,683	오리콤, 두산테스나 시가총액에 지분율 적용
두산에너지빌리티	30,647	시가총액
비상장계열사	5,492	DLS/로보틱스/DMI 장부가액(1,877억원)과 기타 계열사 장부가액 포함
두산퓨얼셀(미국)	1,924	장부가액
영업가치	8,909	자체사업의 2022년 예상 EBITDA에 multiple 5x 적용
순차입금	6,318	2022년 3분기 별도 재무제표 기준
순자산가치	40,766	투자자산과 영업가치에서 순차입금 제외, 할인율 미적용
주당가치	150,975	할인율을 상장계열사 40%, 비상장계열사 50% 적용

자료: 실적발표자료, 사업보고서, IBK투자증권

두산 (000150)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	11,429	13,204	16,142	17,430	18,529
증가율(%)	-36.7	15.5	22.3	8.0	6.3
매출원가	9,948	10,962	13,423	14,444	15,347
매출총이익	1,481	2,242	2,719	2,986	3,182
매출총이익률 (%)	13.0	17.0	16.8	17.1	17.2
판매비	1,501	1,297	1,563	1,656	1,723
판매비율(%)	13.1	9.8	9.7	9.5	9.3
영업이익	-20	946	1,156	1,330	1,459
증가율(%)	-101.7	-4,747.7	22.2	15.0	9.7
영업이익률(%)	-0.2	7.2	7.2	7.6	7.9
순금융손익	-491	-328	-733	-516	-463
이자손익	-375	-343	-271	-233	-222
기타	-116	15	-462	-283	-241
기타영업외손익	-304	-12	100	-16	-15
종속/관계기업손익	-6	4	-18	-17	-11
세전이익	-821	610	505	781	971
법인세	2	250	353	258	320
법인세율	-0.2	41.0	69.9	33.0	33.0
계속사업이익	-823	361	152	523	650
중단사업손익	-141	296	-107	0	0
당기순이익	-964	657	45	523	650
증가율(%)	-322.6	-168.1	-93.2	1,067.6	24.3
당기순이익률 (%)	-8.4	5.0	0.3	3.0	3.5
지배주주당기순이익	-553	212	-104	235	293
기타포괄이익	193	626	334	0	0
총포괄이익	-771	1,283	378	523	650
EBITDA	665	1,559	1,719	1,880	2,000
증가율(%)	-65.4	134.4	10.3	9.4	6.3
EBITDA마진율(%)	5.8	11.8	10.6	10.8	10.8

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-25,839	9,892	-4,875	10,993	13,665
BPS	77,507	101,109	104,687	114,417	126,820
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	-2.0	11.9	-18.2	8.1	6.5
PBR	0.7	1.2	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	24.9	9.4	8.7	7.8	7.1
성장성지표(%)					
매출증가율	-36.7	15.5	22.3	8.0	6.3
EPS증가율	-241.8	-138.3	-149.3	-325.5	24.3
수익성지표(%)					
배당수익률	3.8	1.7	2.4	2.4	2.4
ROE	-34.3	11.1	-4.7	10.0	11.3
ROA	-3.2	2.3	0.2	1.9	2.4
ROIC	-6.0	4.4	0.3	3.6	4.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	288.9	206.1	155.5	152.0	143.2
순차입금 비율(%)	120.4	70.0	48.2	40.7	31.7
이자보상배율(배)	-0.1	2.6	3.9	5.2	5.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.8	7.6	13.4	13.3	13.0
재고자산회전율	4.5	5.9	7.4	7.0	7.0
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	12,598	9,895	9,267	10,126	10,683
현금및현금성자산	2,707	2,235	2,296	2,677	3,193
유가증권	439	1,063	202	202	202
매출채권	2,256	1,200	1,200	1,418	1,433
재고자산	2,422	2,028	2,348	2,622	2,675
비유동자산	17,603	16,115	17,224	17,252	17,260
유형자산	6,984	5,963	6,258	6,243	6,210
무형자산	8,240	7,611	8,295	8,341	8,382
투자자산	861	1,365	1,462	1,460	1,454
자산총계	30,201	26,010	26,491	27,378	27,942
유동부채	15,808	12,006	9,253	9,706	9,690
매입채무및기타채무	2,404	2,029	2,187	2,775	3,009
단기차입금	6,296	4,725	2,112	2,007	1,886
유동성장기부채	2,431	1,270	1,001	991	901
비유동부채	6,627	5,506	6,869	6,807	6,764
사채	2,134	1,139	871	841	791
장기차입금	1,195	1,521	2,871	2,821	2,811
부채총계	22,435	17,513	16,122	16,513	16,454
지배주주지분	1,660	2,165	2,242	2,450	2,716
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,091	1,237	1,369	1,369	1,369
자본조정등	-1,195	-1,196	-1,196	-1,196	-1,196
기타포괄이익누계액	480	532	607	607	607
이익잉여금	1,159	1,468	1,338	1,546	1,812
비지배주주지분	6,106	6,332	8,128	8,415	8,773
자본총계	7,766	8,497	10,369	10,865	11,489
비이자부채	9935	8266	8622	9209	9420
총차입금	12,500	9,247	7,500	7,304	7,034
순차입금	9,354	5,948	5,002	4,425	3,638

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	127	743	1,005	1,490	1,628
당기순이익	-964	657	45	523	650
비현금성 비용 및 수익	2,430	1,556	1,738	1,100	1,029
유형자산감가상각비	490	436	388	376	372
무형자산상각비	195	177	174	175	169
운전자본변동	-719	-574	-129	100	171
매출채권등의 감소	13	-170	122	-218	-15
재고자산의 감소	366	-518	-231	-274	-53
매입채무등의 증가	-640	535	77	588	233
기타 영업현금흐름	-620	-896	-649	-233	-222
투자활동 현금흐름	-343	-315	337	-582	-532
유형자산의 증가(CAPEX)	-567	-400	-468	-360	-340
유형자산의 감소	266	91	42	0	0
무형자산의 감소(증가)	-258	-229	-231	-220	-210
투자자산의 감소(증가)	935	-191	-482	-15	-5
기타	-719	414	1476	13	23
재무활동 현금흐름	1,152	-1,036	-1,337	-527	-580
차입금의 증가(감소)	-831	-385	735	-50	-10
자본의 증가	0	0	0	-6	0
기타	1983	-651	-2072	-471	-570
기타 및 조정	-69	136	56	0	0
현금의 증가	867	-472	61	381	516
기초현금	1,841	2,707	2,235	2,296	2,677
기말현금	2,707	2,235	2,296	2,677	3,193

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 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 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

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 (2021.10.01~2022.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	151	95
중립	8	5
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)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	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	-45.65	-38.20					
	2022.11.09	매수	150,000							