

두산 000150

우크라이나 전쟁 여파에도 실적 호조 지속

3Q22 매출 4.38조원, 영업이익 3,406억원 (+34.5%, +42.7% YoY)

3Q22 연결 매출액은 4.38조원 (+34.5% YoY), 영업이익 3,406억원 (+42.7% YoY, OPM 7.8%)로 시장 기대치 및 당사 예상치를 상회했다. 원가 상승 및 반도체와 모바일 수요 감소에도 불구하고 자체 사업인 전자 BG (PCB의 동박 적층판) 매출액은 2,429억원 (+4.7% YoY, -4% QoQ)의 양호한 수준을 유지했다. 우크라이나 전쟁 여파로 전체 매출의 30%를 넘게 차지하는 서유럽의 경기 부진 및 공장 가동률 하락에 따라 로봇틱스의 매출액은 80억원 (+32% YoY)을 기록했다. 당초 기대했던 성장률을 하회했다. 다만 판매량 기준으로 유럽이 6~7% YoY 수준에 그친 반면 매출의 30%를 차지하는 북미 지역의 판매량이 70% YoY 성장한 것은 고무적이다.

23F 매출 17.2조원, 영업이익 1.2조원 (+9.7%, +15.8% YoY) 전망

로봇틱스는 서유럽 부진을 탈피하기 위해 현지 법인을 통한 딜러 발굴과 차별화된 마케팅 전략으로 북미 비중을 확장할 전망이다. 22F 매출액 670억원 (+81% YoY), 23F 매출액 940억원 (+41% YoY)로 시장 성장률을 크게 상회하면서 글로벌 M/S 3위권 내 진입이 예상된다. 참고로 글로벌 상위 3사 중 일부의 3분기 매출은 YoY 역성장했다. 그 외 수주잔고 2,000억원을 보유한 로지스틱스 솔루션의 매출 증가와 전자 BG사업부의 신규 고객 확보 및 신규 어플리케이션 개발 등으로 23F 그룹의 연결 매출액은 +9.7%, 영업이익 +15.8% 개선될 것으로 예상된다.

상장사 지분 가치 70% 할인해도 적정 NAV는 130,000원

지주사 평균 NAV 할인이 현재 50~58% 수준인 반면 동사의 NAV 할인이 여전히 80%에 달해 재무구조 개선 효과와 상장 자회사에 대한 가치가 미반영된 것으로 판단된다. 상장 자회사 지분가치를 70% 할인하였고 로봇틱스를 제외한 비상장사 모두 장부가치로 산출된 적정 주당 NAV 130,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	11,429	13,204	15,673	17,193	18,637
영업이익	-20	946	1,071	1,240	1,355
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.8	7.2	7.3
세전이익	-821	610	95	760	1,255
지배주주지분순이익	-553	212	-74	356	587
EPS(원)	-33,925	12,291	-6,259	25,512	42,630
증감률(%)	적전	흑전	적전	흑전	67.1
ROE(%)	-34.3	11.1	-3.5	16.1	22.3
PER (배)	-1.5	9.6	-13.2	3.2	1.9
PBR (배)	0.7	1.2	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	16.2	5.5	4.9	4.4	4.0

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김수현 미드스몰캡·비상장
02-709-2650

2022.11.03

BUY(유지)

목표주가(유지)	130,000원
현재주가(11/02)	82,400원
상승여력	57.8%

Stock Data

KOSPI	2,336.9pt
시가총액(보통주)	1,362십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	228천주
60일 평균거래대금	18,745백만원
외국인 지분율	6.1%
52주 최고가	148,000원
52주 최저가	60,300원
주요주주	
박정원(외 25인)	39.0%
자사주(외 1인)	18.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	1.6	-6.8
3M	18.1	22.3
6M	-6.0	7.0

주가차트

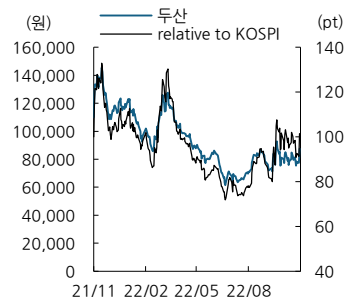


표1 두산 3Q22 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	3Q22 실적	YoY	QoQ	3Q22 DS 추정치	차이 (%)	3Q22 컨센서스	차이 (%)
매출액	4,388	16	1	4132	6	4,223	4
영업이익	341	31	(7)	291	17	298	14

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표2 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
연결 실적											
매출액	3,354	4,349	4,388	3,582	3,833	4,684	4,799	3,877	12,917	15,673	17,193
YoY	16.6	45.1	34.5	(5.3)	14.3	7.7	9.4	8.3	13.0	21.3	9.7
영업이익	187	368	341	176	258	409	385	187	935	1,071	1,240
OPM	5.6	8.5	7.8	4.9	6.7	8.7	8.0	4.8	7.2	6.8	7.2
당기순이익	15	(135)	84	107	25	141	288	116	657	71	570
지배주주 순이익	13	84	44	67	16	88	180	73	212	(74)	356
두산 자체 사업											
매출액	328	340	331	336	342	326	333	339	1,236	1,335	1,341
YoY	18.7	3.7	5.1	6.1	4.3	(4.1)	0.6	1.1	9.3	8.0	0.4
영업이익	37	46	33	34	39	44	34	34	136	151	150
OPM	11.4	13.4	10.1	10.2	11.3	13.4	10.1	10.1	11.0	11.3	11.2
전자											
매출액	246	253	243	248	253	240	245	250	916	990	987
디지털 (D.DI)											
매출액	65	69	68	68	70	66	68	69	257	271	273
영업이익	4	7	7	5	5	6	6	5	11	22	22
OPM	6.6	9.4	9.5	7.0	6.6	9.4	9.5	7.0	4.1	8.1	8.1
두타몰											
매출액	8	8	8	8	8	8	8	8	32	32	33
영업이익	3	3	2	2	3	3	2	2	12	9	9
OPM	33.5	33.2	26.5	25.0	33.5	33.2	26.5	20.0	36.9	29.4	28.3
비상장 3사											
매출액	17	44	28	70	21	51	34	86	103	159	191
YoY	58.6	121.7	99.2	19.3	21.2	15.7	19.1	23.1	179.8	54.2	20.2
영업이익	(11)	(10)	(9)	0	0	0	0	0	(26)	(29)	0
OPM	(65.3)	(21.9)	(31.3)	0.5	2.0	0.0	0.0	0.0	적자	적자	0.22
로보틱스											
매출액	9	14	8	36	12	19	12	50	37	67	94
DMI											
매출액	0	1	0	3	0	1	0	3	5	4	4
DLS											
매출액	7	30	20	31	8	31	21	32	62	88	93

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 두산의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	15,436	16,921	15,673	17,193	2	2
영업이익	1,023	1,177	1,071	1,240	5	5

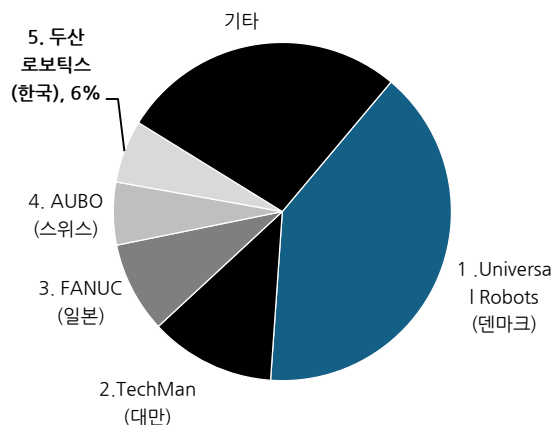
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표4 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			774	
전자	114	5	572	
DDI(정보통신)	22	5	110	
두타물	9	5	47	
FCP	4	10	44	
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			856	할인을 70% 적용
두산 에너지빌리티	31%	9,192	2,803	
오리콤	61%	83	51	
	지분율	장부가	NAV	비고
비상장사(c)			1,060	
두산 로보틱스	91%	550	500	Peer 시가총액
두산 모빌리티 이노베이션	86%	72	62	장부가 적용
두산 로지스틱스 솔루션	100%	25	25	장부가 적용
두산 퓨얼셀 미국법인 (FCA)	100%	192	192	장부가 적용
두산 인베스트먼트	100%	281	281	두산 테스나 지분 30.6% 보유
순차입금(d)	800			순차입금 1.27조원 → 8천억원
Target NAV(a+b+c-d)	1,889			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	130,000			
현재 추가(원)	82,400			
추가 상승 여력	58%			

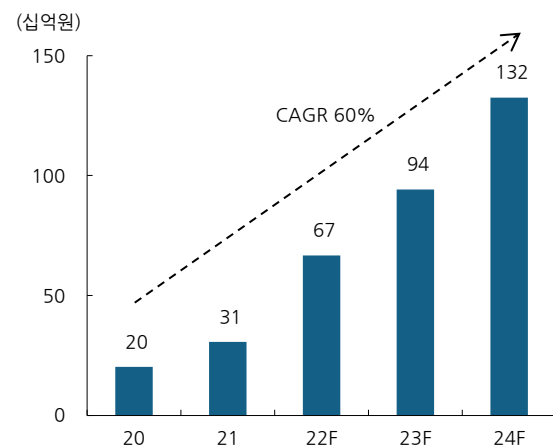
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 글로벌 협동 로봇 M/S



자료: Asian Robotics Review, 언론보도, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 로보틱스 매출액 추이 및 전망



자료: 회사자료, DS투자증권 리서치센터 추정

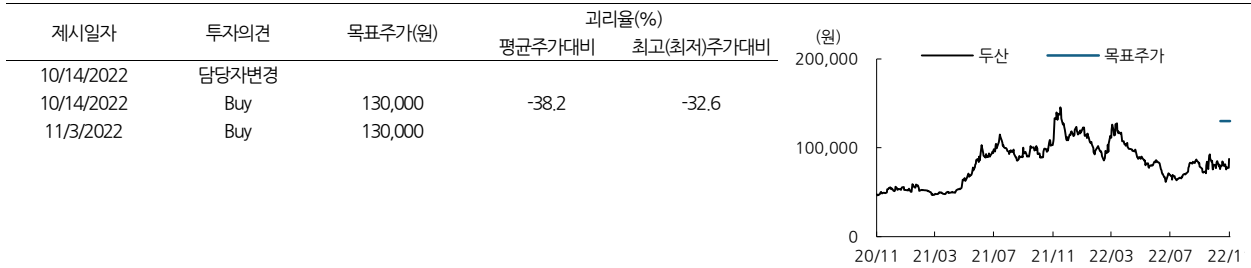
[두산 000150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	12,598	9,895	10,211	10,558	11,406	매출액	11,429	13,204	15,673	17,193	18,637
현금 및 현금성자산	2,707	2,235	1,716	1,537	1,831	매출원가	9,948	10,962	13,063	14,265	15,452
매출채권 및 기타채권	4,328	3,088	3,865	4,239	4,595	매출총이익	1,481	2,242	2,610	2,928	3,185
재고자산	2,422	2,028	2,147	2,355	2,553	판매비 및 관리비	1,501	1,297	1,539	1,688	1,830
기타	3,141	2,544	2,483	2,426	2,426	영업이익	-20	946	1,071	1,240	1,355
비유동자산	17,603	16,115	16,405	16,527	16,659	(EBITDA)	665	1,559	1,668	1,825	1,932
관계기업투자등	523	1,248	1,482	1,626	1,762	금융손익	-418	-403	-343	-317	-315
유형자산	6,984	5,963	5,761	5,601	5,487	이자비용	397	370	343	317	315
무형자산	8,240	7,611	7,630	7,620	7,587	관계기업등 투자손익	-17	3	0	0	0
자산총계	30,201	26,010	26,616	27,085	28,064	기타영업외손익	-366	64	-633	-162	214
유동부채	15,808	12,006	12,701	12,836	13,250	세전계속사업이익	-821	610	95	760	1,255
매입채무 및 기타채무	4,071	3,497	4,492	4,927	5,341	계속사업법인세비용	2	250	24	190	314
단기금융부채	8,964	6,317	6,017	5,717	5,717	계속사업이익	-823	361	71	570	941
기타유동부채	2,774	2,192	2,192	2,192	2,192	중단사업이익	-141	296	0	0	0
비유동부채	6,627	5,506	5,528	5,550	5,573	당기순이익	-964	657	71	570	941
장기금융부채	4,084	3,312	3,312	3,312	3,312	지배주주	-553	212	-74	356	587
기타비유동부채	2,543	2,195	2,217	2,239	2,261	총포괄이익	-1,132	709	71	570	941
부채총계	22,435	17,513	18,229	18,387	18,823	매출총이익률 (%)	13.0	17.0	16.7	17.0	17.1
지배주주지분	1,660	2,165	2,055	2,367	2,909	영업이익률 (%)	-0.2	7.2	6.8	7.2	7.3
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	5.8	11.8	10.6	10.6	10.4
자본잉여금	1,091	1,237	1,237	1,237	1,237	당기순이익률 (%)	-8.4	5.0	0.5	3.3	5.1
이익잉여금	1,159	1,468	1,359	1,670	2,212	ROA (%)	-1.9	0.8	-0.3	1.3	2.1
비지배주주지분(연결)	6,106	6,332	6,332	6,332	6,332	ROE (%)	-34.3	11.1	-3.5	16.1	22.3
자본총계	7,766	8,497	8,387	8,699	9,241	ROIC (%)	-0.1	3.7	6.0	6.9	7.5

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	127	743	403	667	905	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-964	657	71	570	941	P/E	-1.5	9.6	-13.2	3.2	1.9
비현금수익비용가감	2,430	1,556	233	245	104	P/B	0.7	1.2	0.9	0.7	0.6
유형자산감가상각비	490	436	416	404	396	P/S	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	195	177	181	181	180	EV/EBITDA	16.2	5.5	4.9	4.4	4.0
기타현금수익비용	1,745	943	-364	-341	-473	P/CF	0.8	1.1	5.8	2.2	1.7
영업활동 자산부채변동	-719	-574	99	-147	-140	배당수익률 (%)	3.8	1.7	3.0	3.0	3.0
매출채권 감소(증가)	74	-250	-776	-375	-356	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	366	-518	-119	-208	-198	매출액	-36.7	15.5	18.7	9.7	8.4
매입채무 증가(감소)	-448	716	994	436	414	영업이익	적전	흑전	13.2	15.8	9.3
기타자산, 부채변동	-710	-522	0	0	0	세전이익	적전	흑전	-84.5	701.5	65.1
투자활동 현금	-343	-315	-586	-502	-566	당기순이익	적전	흑전	-89.2	701.5	65.1
유형자산처분(취득)	-301	-310	-213	-244	-283	EPS	적전	흑전	적전	흑전	67.1
무형자산 감소(증가)	-258	-229	-200	-171	-147	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-676	-54	-173	-86	-137	부채비율	288.9	206.1	217.3	211.4	203.7
기타투자활동	892	278	0	0	0	유동비율	79.7	82.4	80.4	82.3	86.1
재무활동 현금	1,152	-1,036	-336	-345	-45	순차입금/자기자본(x)	124.7	72.8	77.1	73.6	66.1
차입금의 증가(감소)	327	-1,141	-300	-300	0	영업이익/금융비용(x)	-0.1	2.6	3.1	3.9	4.3
자본의 증가(감소)	-65	-24	-36	-45	-45	총차입금 (십억원)	13,048	9,629	9,329	9,029	9,029
배당금의 지급	54	21	36	45	45	순차입금 (십억원)	9,685	6,189	6,468	6,404	6,110
기타재무활동	890	129	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	867	-472	-519	-179	294	EPS	-33,925	12,291	-6,259	25,512	42,630
기초현금	1,841	2,707	2,235	1,716	1,537	BPS	77,507	101,109	95,989	110,522	135,865
기말현금	2,707	2,235	1,716	1,537	1,831	SPS	533,712	616,632	731,935	802,919	870,340
NOPLAT	-15	559	803	930	1,016	CFPS	68,467	103,314	14,194	38,051	48,801
FCF	404	1,323	-183	166	338	DPS	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500

주: K-IFRS 연결기준 / 자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

두산 (000150) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
BUY	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT
NEUTRAL	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL
REDUCE	- 10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT

업종별 투자 의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2022.09.30

BUY	NEUTRAL	REDUCE
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.