

# 두산 (000150)

## 지주회사



최남곤

02 3770 5604  
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 강순건

02 3770 5598  
sungeon.kang@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>160,000원 (D)</b>
현재주가 (2/9)	<b>87,700원</b>
상승여력	<b>82%</b>

시가총액	17,208억원
총발행주식수	21,413,335주
60일 평균 거래대금	114억원
60일 평균 거래량	128,022주
52주 고	127,500원
52주 저	61,400원
외인지분율	7.66%
주요주주	박정원 외 24 인 39.72%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.2	(4.9)	(8.8)
상대	(5.1)	(7.1)	1.7
절대(달러환산)	(1.1)	3.0	(13.5)

## 전자BG 부진. 2분기 이후 회복 전망

### 반도체 경기 악화로 자체사업 부진

두산(주)의 4Q22 연결 매출액 4.96조 원(+31.3% YoY), 영업이익 2,332억 원(+51.4% YoY)을 기록했다. 당기순이익은 -5,510억 원으로 전년 동기 대비 적자전환했다. 영업이익 증가는 두산밥캣의 호실적에 기인한다. 두산밥캣의 4Q22 매출액은 2.38조 원(+35% YoY), 영업이익은 2,508억 원(+63% YoY)을 기록했다. 당기순손실 원인은 두산에너지빌리티의 대규모 당기순손실(-6,584억 원)에 기인했다. 이는 자회사 투자주식 및 PRS 평가 손실에 따른 결과로 현금흐름과는 별개의 건이다.

자체사업 매출액은 3,097억 원(-6.3% YoY), 영업이익은 -28억 원(적자전환 YoY)을 기록했다. 영업이익률은 6.9%(4Q21) → -0.9%(4Q22)로 낮아졌다. 별도 매출액은 2,350억 원(-1.6% YoY), 영업이익은 -99억 원(적자전환 YoY)을 기록했다. 자체 사업의 수익성 부진은 전자BG와 DDI 부문의 적자전환에 기인한다. 전자BG 부문의 4Q22 매출액은 2,084억 원(-10.1% YoY)을 기록했다.

신사업 3사의 실적도 부진했다. 로보틱스 4Q22 매출액은 142억 원(-17.5% YoY), DMI 매출액은 17억 원(-152% YoY), DLS 매출액은 158억 원(-59% YoY)을 기록했다. 신사업 3사의 '22년 합산 매출액은 1,211억 원으로 전년 비 +17.2% 증가했다.

### 시장 환경 악화 반영, 자체 매출 가이드스 소폭 하향 조정

자체 사업의 '23년 매출 가이드스는 1.34조 원(+2.9%), 전자BG 부문의 매출 가이드스는 1조 원(+5.2%)이다. 전자BG 부문의 부진은 1월까지 지속된 것으로 파악된다. 2월 이후 개선되기 시작했으며, 완전한 회복은 4월 이후 가능할 전망이다. 특히 금년부터는 PFC 매출이 본격화(약 100억 원 중반)되면서 전자BG 매출 회복에 힘을 보탬 전망이다.

신사업 3사 매출 가이드스는 1,520억 원(+26%)로 제시됐다. 해당 사업부에서 영업적자를 기록할 것으로 전망되나, 적자 규모는 '22년에 비해 큰 폭으로 축소될 전망이다.

### 목표주가 16만원 조정

전자BG 수익성 악화 등을 반영하여, 자체 사업 가치를 1.2조 원으로 낮춰 잡았다. 이를 반영하여 목표주가를 16만원으로 하향 조정한다. 그룹 재무 구조 개선(두산 별도 부채비율 57.5%, 연결 156%)으로 금리 상승기에 대응할 수 있는 체력을 갖춘 점, 로보틱스와 DLS 부문의 고성장에 따른 23년 해당 사업부 재평가 기대, 지주 업종 내에서 가장 저평가된 Valuation 등은 여전히 동사의 강력한 투자 포인트로 제시될 수 있다.

[표 1] 두산 NAV

(단위: 억원, 원)

항목	지분율	시가총액/장부가	Value	비고
상장사			39,571	
두산에너지빌리티	30.5%	102,704	31,325	시가총액 활용
오리콤	60.9%	1,738	1,058	시가총액 활용
비상장사			7,188	
부동산			2,886	투자부동산
자체사업가치			12,020	
순차입금			8,691	별도 기준
주식수(천주)			14	
NAV			22,044	투자자산 60% 할인
주당 NAV(원)			163,021	

자료: 유안타증권 리서치센터

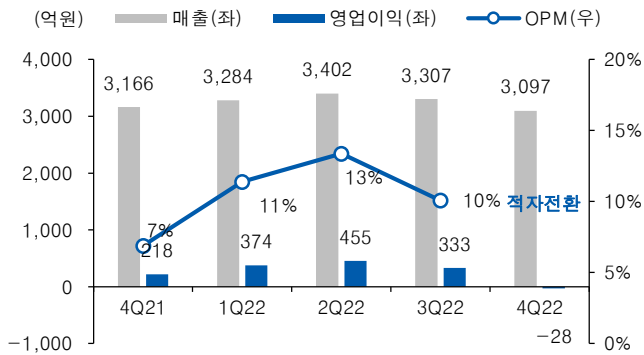
[표 2] 자체사업 가치

(단위: 억원)

자체사업	EBITDA	멀티플	Value
전자	1,000	5	5,000
정보통신	270	5	1,350
두타몰	110	5	550
수소	100	15	1,500
브랜드	202	10	2,020
두산로지스틱스솔루션		PSR 1x	1,000
두산로보틱스		<b>PBR 4x</b>	<b>600</b>
합계			12,020

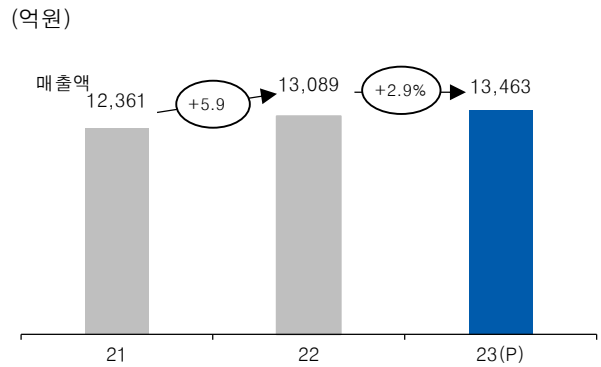
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 자체 사업 분기별 실적 추이



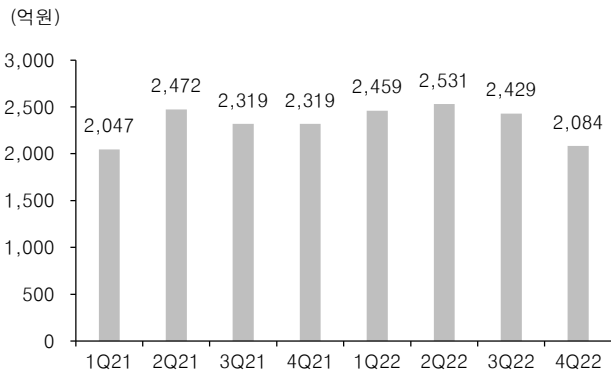
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 두산 자체 사업 매출액 가이드런스



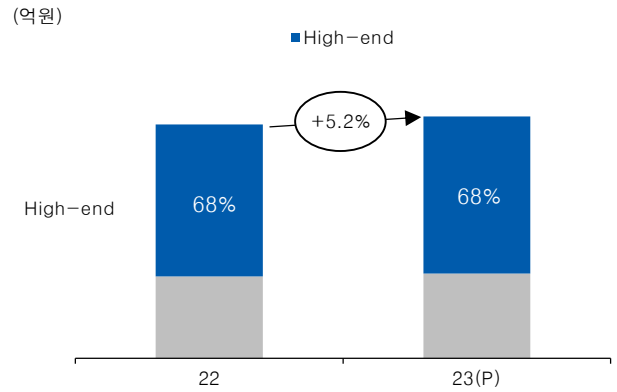
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 전자 BG 분기별 매출액 추이



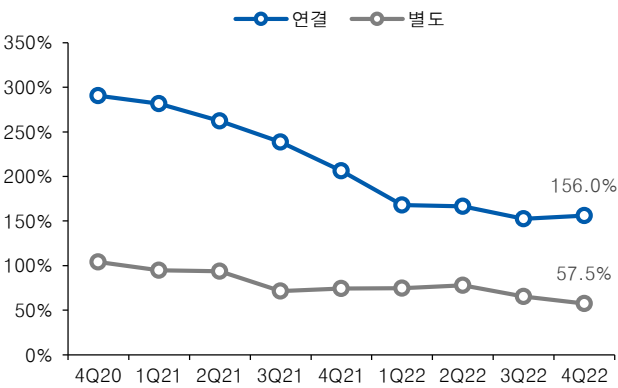
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 두산 전자 BG 매출액 가이던스



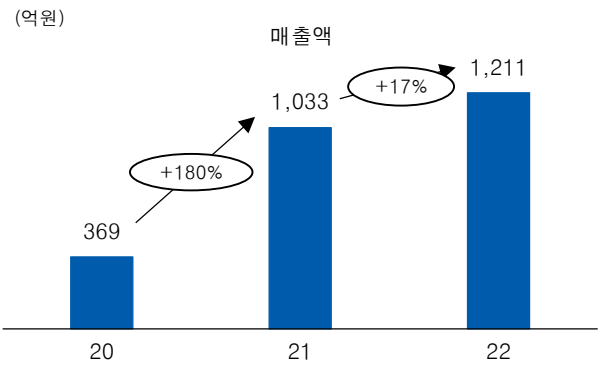
주: High-end: 반도체용(PKG), 5G/네트워크용(NWB), FCLL(Flexible CCL), 2) Antenna in Package, 3) System in Package  
 자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 두산주 연결/별도 부채비율 추이



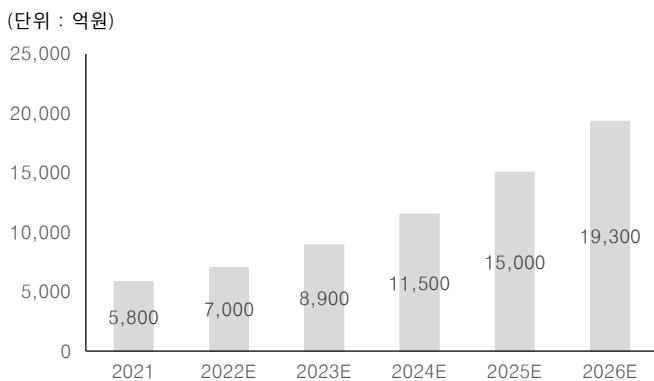
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 신사업 3사 실적 추이



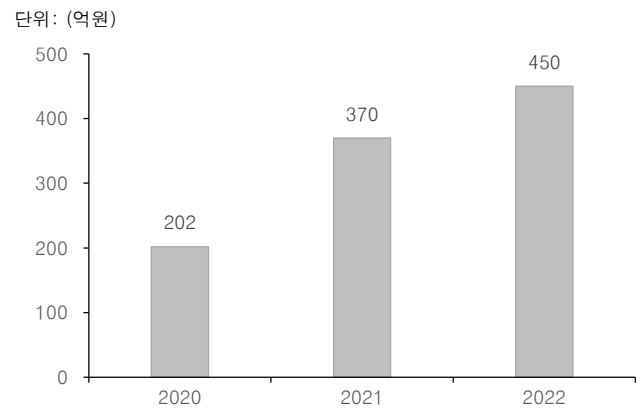
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 협동로봇시장 전망



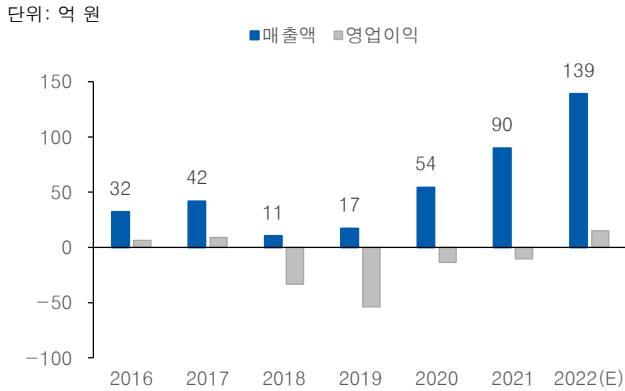
자료: 두산로보틱스, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 두산로보틱스 매출액 추이



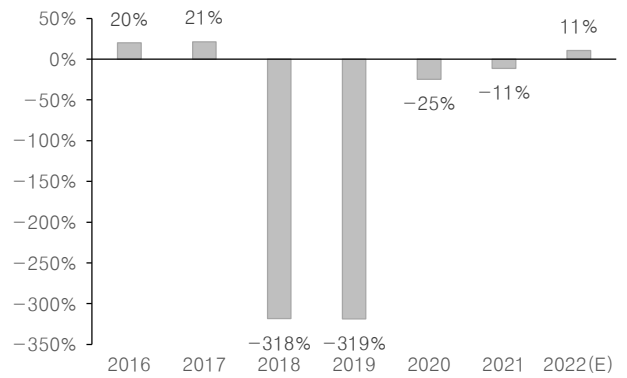
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 레인보우로보틱스 실적 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 레인보우로보틱스 영업이익률



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 두산로보틱스의 협동로봇 - H-SERIES



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 두산로보틱스의 협동로봇 - M-SERIES



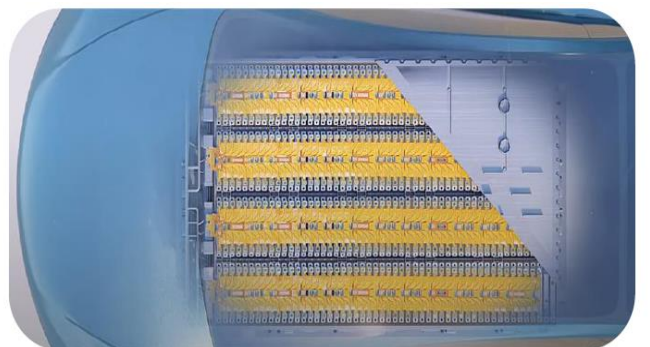
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 두산로보틱스의 협동로봇 - A0509



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] PFC로 연결된 배터리



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

## 컨콜 Q&A

### Q. 1) 두산로보틱스 관련 주요 코멘트

- 22년 두산로보틱스의 성장률 둔화는 유럽 전쟁 & 경기 침체 영향 기인. 시장 성장률 20~30% 예상했으나, 13% 성장에 그침. 이로 인해 '22년 두산로보틱스 매출 성장률은 21.6%에 그침. 지역별로는 미국 지역에서 30% 성장했으나, 유럽은 '21년 수준의 매출 성적 기록. 북미 법인 설립. '23년 하반기에는 유럽 법인 설립 검토
- 레인보우로보틱스 대비 두산로보틱스의 비교 우위: 기술, 제품, 채널 측면에서 강점. 두산로보틱스 제품은 5년 이상의 히스토리 보유. 제품 라인업 측면에서도 두산로보틱스는 11개, 레인보우로보틱스는 3개 보유. 조인트 토크 센서 등 안정성 측면에서의 기술적 강점을 보유. 두산은 해외 30개 국, 60~70개 이상의 파트너 보유. 삼성 지분 투자에도 불구하고 협동 로봇 개발에 2~3년 이상의 시간 소요된다는 점 감안 시 영향 제한적으로 판단

### Q. 2) 전자 BG 관련 주요 코멘트

- 작년 하반기부터 메모리 반도체 업황 악화. 삼성전자, 하이닉스 재고 조정 작업(2개월 → 1개월)은 11월부터 급격하게 전개. 따라서 11~1월까지 패키지 관련 매출 하락. 2월부터 재고 조정 멈추면서 정상화 중. 4Q22~1Q23까지는 수익성 부진 불가피할 전망. 하지만 4월 이후 정상화되면서 연간으로는 기존 성장세 유지 전망

### Q. 3) 신사업 자회사 '23년 재무 목표

- DLS 매출 800억 원. 영업이익 소폭 적자. 로보틱스 매출 600억 원. 영업이익 소폭 적자. DMI 매출 120억 원. 영업적자 100억 원 전망

### Q. 4) PFC 관련 주요 코멘트

- 두산의 PFC는 공정 과정에서 정확도 관련 자동화 수행. 이에 따른 원가 경쟁력 확보. 또한 양면 케이블 방식 적용. 수주 확보는 4,000억 원 수준. 추가로 5,000억 원 수주 추진. 수주 물량에 대해서는 약 10년 기간 동안 양산. '27년 매출 목표 1,500억 원

유안타 ESG Tearsheet



지주, 화장품, 음식료, 유통 산업내 순위	17위(52개 기업 중)	ESG 평가 기업	두산
Total ESG 점수	<b>+5점</b>	ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
E (Environment)	+2점	Bloomberg Ticker	000150 KS
S (Social)	-1점	Industry	지주
G (Governance)	-1점	Analyst	최남곤
Qualitative	+5점	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

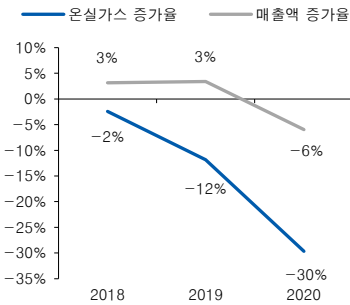
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다	높다	변화	연속
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, 적장내 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

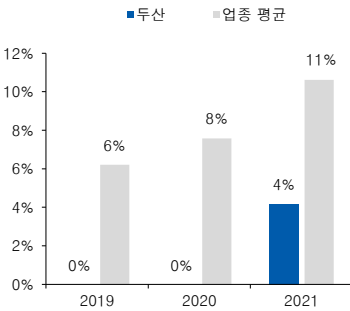
물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

Social

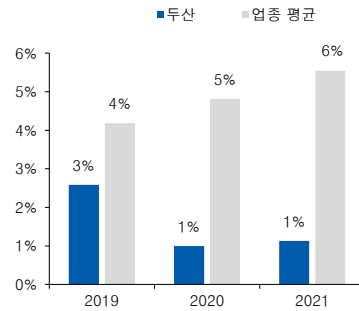


여성임원비율 vs. 업종 평균



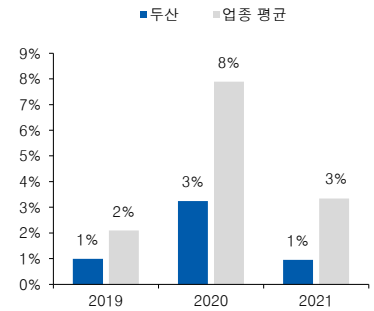
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영  
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

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

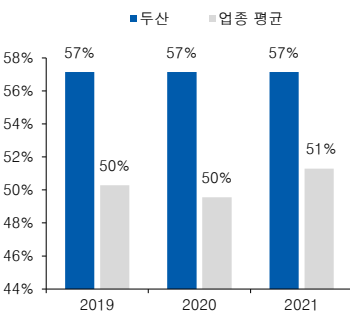


주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

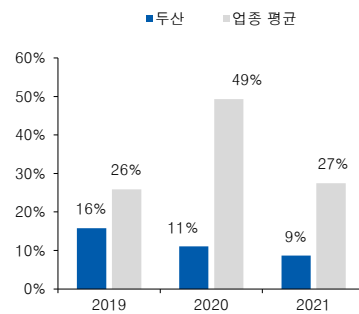


사외이사 비율 vs. 업종 평균



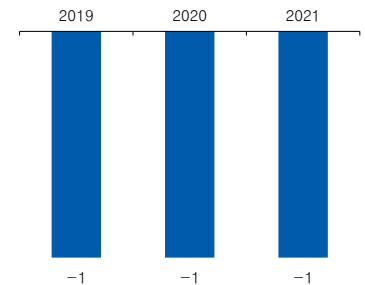
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



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

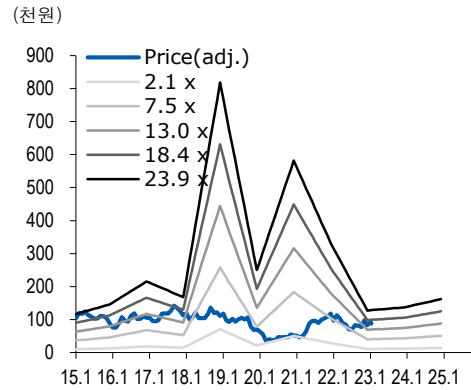
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



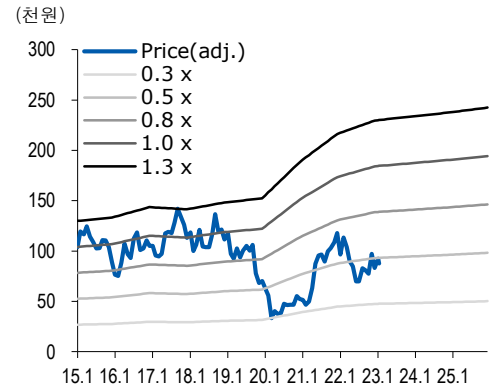
주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1  
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

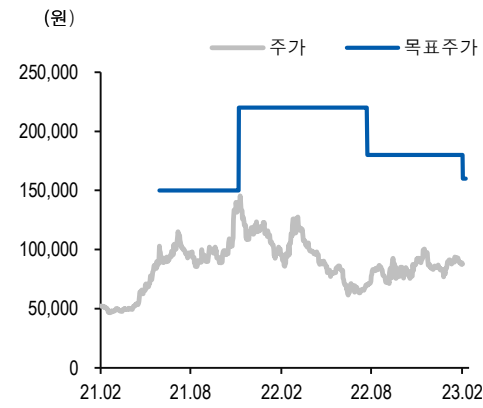
P/E band chart



P/B band chart



두산 (000150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-02-10	BUY	160,000	1년		
2022-08-01	BUY	180,000	1년	-52.97	-44.17
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)	93.2
Hold(중립)	6.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-02-07

※ 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 투자사결정은 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.