

두산 (000150)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 강순건

02 3770 5598
sungeon.kang@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	160,000원 (M)
현재주가 (5/4)	93,000원
상승여력	72%

시가총액	18,123억원
총발행주식수	21,413,335주
60일 평균 거래대금	167억원
60일 평균 거래량	168,961주
52주 고	107,700원
52주 저	61,400원
외인지분율	8.68%
주요주주	박정원 외 24 인 39.72%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.9)	4.3	3.1
상대	(8.7)	3.4	10.4
절대(달러환산)	(8.4)	(3.1)	(1.3)

1Q23 리뷰: 2월부터 전자 BG 부문 실적 개선

2월부터 전자 BG 부문 실적 개선 확인

두산(주)의 1Q23 연결 매출액 4.35조 원(+30.1% YoY), 영업이익 3,382억 원(+81.6% YoY)을 기록했다. 당기순이익은 +1,147억 원으로 전년 동기 대비 흑자전환했다. 영업이익 증가는 두산밥캣의 호실적에 기인한다. 두산밥캣의 1Q23 매출액은 2.41조 원(+46.6% YoY), 영업이익은 3,697억 원(+90.2% YoY)을 기록했다.

자체사업 매출액은 2,551억 원(-22.3% YoY), 영업이익은 161억 원(-57% YoY)을 기록했다. 영업이익률은 11.4%(1Q22) → 6.3%(1Q23)로 낮아졌다. 별도 매출액은 2,195억 원(-16.1% YoY), 영업이익은 140억 원 (-20% YoY)을 기록했다. 전방 산업 부진 여파가 이어졌으나, 4Q22에 비해서는 회복한 모습을 보여줬다. 특히 실적의 핵심인 전자 BG 사업의 경우 2월부터 실적 개선이 나타나고 있음을 확인해 주고 있다.

신사업 3사의 실적은 비교적 선전했다. 로보틱스 1Q23 매출액은 106억 원(+15.2% YoY), DMI 매출액은 5억 원(+25% YoY), DLS 매출액은 58억 원(-21.6% YoY)을 기록했다.

2Q23 이후의 업황 회복 감안 시, 매출 목표 유지

자체 사업의 2Q23 매출 가이드는 3,367억 원(-1.0%), 전자 BG 부문의 2Q23 매출 가이드는 2,598억 원(+2.6%)이다. 자체사업과 전자 BG 부문의 상반기 매출 목표는 금년 매출 가이드 대비 각각 44.2%(5,918억 원 VS 1.34조 원), 43%(4,300억 원 VS 1조 원) 수준이다. 2Q23 이후의 업황 회복 가능성을 감안할 때 매출 가이드 달성은 여전히 유효한 상황으로 판단된다. 특히 1Q23에는 전자 BG 부문에서 영업이익 흑자전환에 성공한 것으로 파악된다. 최악의 상황은 지나간 셈이다.

신사업 3사의 1Q23년 합산 매출액은 169억 원으로 금년 매출 가이드(1,520억 원) 대비 11.1%를 기록했다. 수치는 약해 보이지만, 해당 사업의 계절성을 감안해야 한다. 1Q22에도 신사업 3사의 매출액은 '22년 매출액 대비 14%에 불과했다. 사업의 특성상 2Q, 4Q에 매출액이 집중된다는 점에서 금년 매출 목표를 낮출 상황은 아닌 것으로 판단된다.

로보틱스의 경우, 최근 출시한 1,000만 원대 E 시리즈의 판매 성과에 기대를 거는 모습이다. 기존 모델 대비 약 20~30% 낮은 수준으로 단가가 책정되어, 보급 확대에 이어질 전망이다.

목표주가 16만 원 유지

우리는 지난 2월 전자 BG 사업 부문의 수익성 악화 등을 반영하여, 자체 사업 가치를 1.2조 원으로 낮춰 잡았다. 이를 반영하여 목표주가를 16만 원으로 하향 조정할 바 있었다. 전자 BG 부문의 수익성은 다소 회복했지만, 예년 수준까지는 도달하지 못했다. 또한 가치 평가의 핵심인 로보틱스와 DLS 부문의 매출 증가도 아직은 기대 수준에 못 미치는 상황이다, 따라서 기존에 제시한 목표주가 16만 원을 유지한다. 그럼에도 불구하고 로보틱스 상장에 따른 해당 가치 재평가 기대, 지주 업종 내에서 가장 저평가된 Valuation 등은 여전히 강력한 투자 포인트로 제시된다.

[표 1] 두산 NAV

(단위: 억 원, 원)

항목	지분율	시가총액/장부가	Value	비고
상장사			39,881	
두산에너지빌리티	30.5%	103,323	31,513	시가총액 활용
오리콤	60.9%	1,938	1,180	시가총액 활용
비상장사			7,188	
부동산			2,886	투자부동산
자체사업가치			11,220	
순차입금			7,822	별도 기준
주식수(천주)			14	
NAV			22,236	투자자산 60% 할인
주당 NAV(원)			164,447	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 자체사업 가치

(단위: 억 원)

자체사업	EBITDA	멀티플	Value
전자	1,000	5	5,000
정보통신	270	5	1,350
두타몰	100	5	500
수소	50	15	750
브랜드	202	10	2,020
두산로지스틱스솔루션		PSR 1x	1,000
두산로보틱스		PBR 4x	600
합계			11,220

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 두산 NAV – 로보틱스 시가총액 1 조원 반영 시

(단위: 억 원, 원)

항목	지분율	시가총액/장부가	Value	비고
상장사			39,881	
두산에너지빌리티	30.5%	103,323	31,513	시가총액 활용
오리콤	60.9%	1,938	1,180	시가총액 활용
비상장사			7,188	
부동산			2,886	투자부동산
자체사업가치			20,620	
순차입금			7,822	별도 기준
주식수(천주)			14	
NAV			31,636	투자자산 60% 할인
주당 NAV(원)			233,963	

자료: 유안타증권 리서치센터

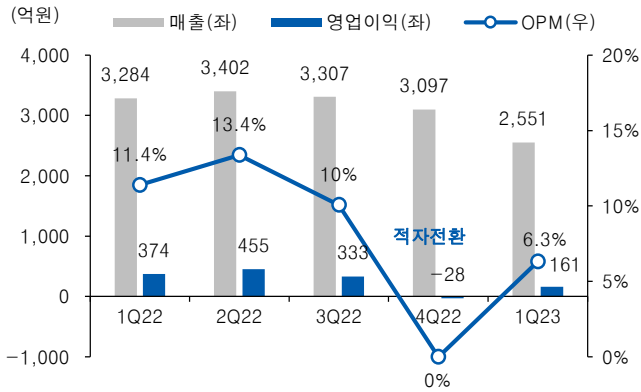
[표 4] 자체사업 가치

(단위: 억 원)

자체사업	EBITDA	멀티플	Value
전자	1,000	5	5,000
정보통신	270	5	1,350
두타물	100	5	500
수소	50	15	750
브랜드	202	10	2,020
두산로지스틱스솔루션			1,000
두산로보틱스			10,000
합계			20,620

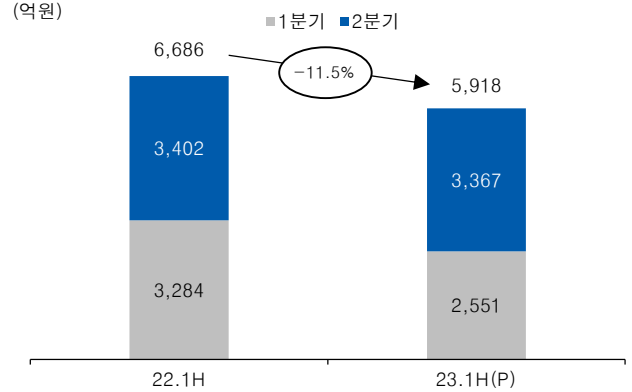
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 자체 사업 분기별 실적 추이



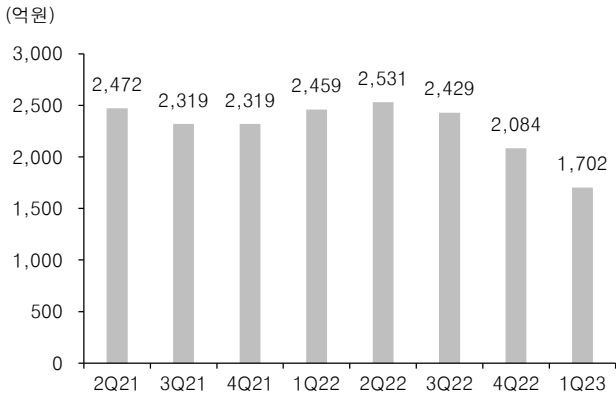
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 두산 자체 사업 매출액 가이던스



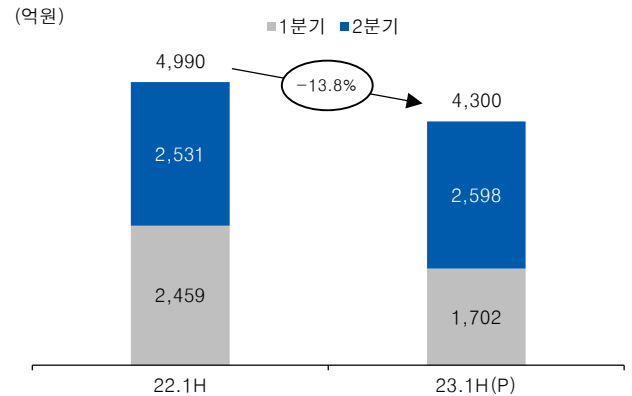
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 전자 BG 분기별 매출액 추이



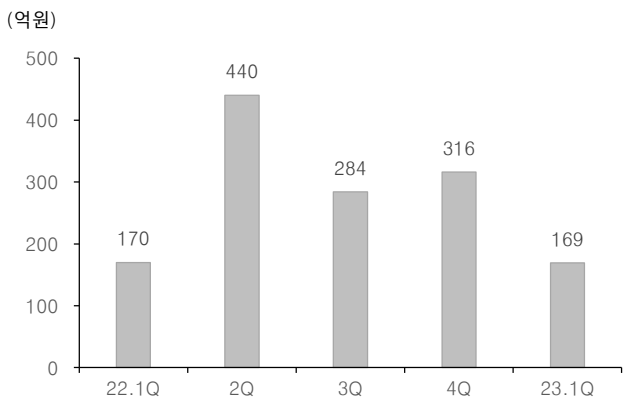
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 두산 전자 BG 매출액 가이던스



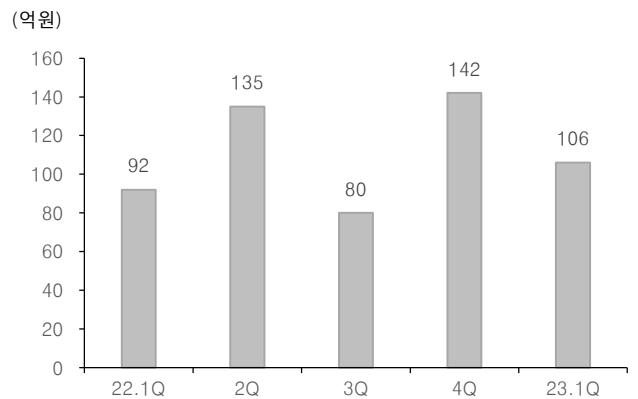
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 신사업 3사 실적 추이



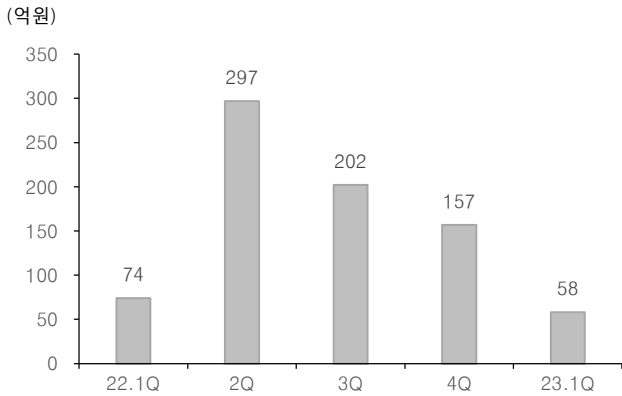
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 두산로보틱스 매출액 추이



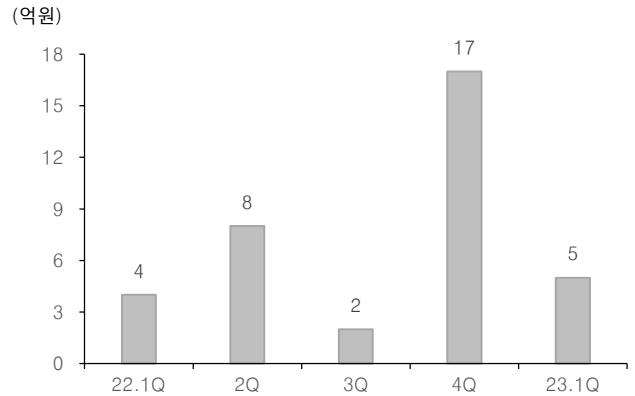
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] DLS 매출액 추이



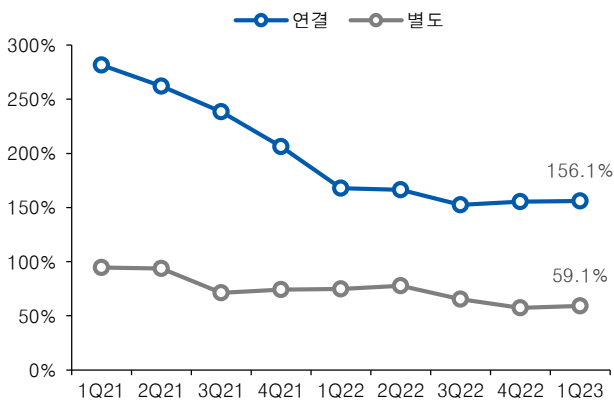
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] DMI 매출액 추이



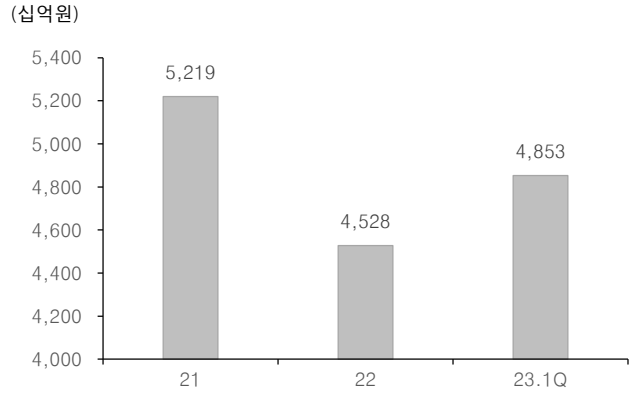
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 두산주 연결/별도 부채비율 추이



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 두산주 연결기준 순차입금 추이



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

컨콜 Q&A

Q. 1) 전자BG 지난 분기 대비 이익이 개선된 이유

- 지난 분기 반도체 업체 중심의 재고 축소 효과로 인해 고수익 제품인 패키지 매출 급감, 1분기 정상화되면서 포트폴리오 개선 효과가 있었음. 이외 원가절감 활동을 통한 영향으로 흑자 전환

Q. 2) 김제 FGAR 라인 착공 관련 투자 비용 및 효과

- 600억 대 투자 규모로 1개 캐스팅 라인 구축 중, 4배까지 늘리는 그림으로 투자 활동 진행 중

Q. 3) 로보틱스 연초 30% 성장 목표 유지 여부와, 새로 출시한 신제품 라인의 효과

- 연초 30% 성장 목표는 말하기 힘든 상황, 단 2분기 판매량 올라올 것으로 예상하며 전년비 성장할 수 있을 것으로 전망
 - 새로 출시된 E시리즈의 경우 기존 제품라인 대비 단가가 낮다.
 - 대표적으로 커피 모듈의 경우 F&B 모듈을 통해 저가형 모듈로도 기존에 판매했던 모듈과 동일한 효과를 낼 수 있으며 이전보다 저렴한 가격으로 공급 (1,000~2,000 만 원 가량 인하)

Q. 4) 전자 BG매출 중 PFC 비중

- 2022년도 1% 미만, 올해 추정은 1%대 후반 예상. 금년도 PFC 예상 매출은 약 150억 원, 단 하반기로 갈수록 제품 수요 상승 및 공급력 향상으로 PFC 부문 매출이 올라갈 것으로 예상

Q. 5) 확약된 전자 BG 수주 규모

- 평균 7년 정도 기준으로 수주를 받으며 확정된 수주 잔고는 약 4,000억 원, 추가 수주 목표 합산 시 약 1조 3,000억 원

Q. 6) 전자 BG 개별 매출 영업마진 가이드نس

- 2분기에도 믹스 개선이 완전하지 않아 전년 2분기 대비 이익률은 떨어질 것 단 1분기 대비는 개선될 것

Q. 7) 1분기 로보틱스 북미 유럽 성장률

- 1분기 매출 성장을 견인한 부분은 국내 매출의 성장에 따른 것, 유럽 전년대비 유사, 북미 전년대비 소폭 개선

유안타 ESG Tearsheet



지주, 화장품, 음료, 유통 산업내 순위	17위(52개 기업 중)	ESG 평가 기업	두산
Total ESG 점수	+5점	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

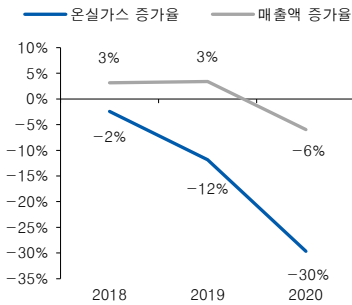
+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	한국기업지배구조원(2021): ESG 평가 통합등급 A (환경 A, 사회 A+, 지배구조 B+), 서스틴베스트: 2021 하반기 ESG 전체 등급 AA
+1	동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 우수
+1	S&P Dow Jones Indices: DJSI Korea 8년 연속 편입
+1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	최대주주의 대표이사 및 이사회 의장 겸임으로 이사회 독립성 결여 주요 계열사에 ESG 위원회 설치

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다	높다	변화	연속
E	온실가스 전년 대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년 대비	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 이사회 의장 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



신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

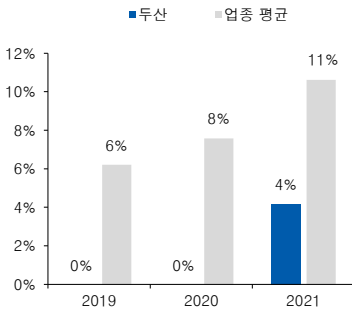
물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

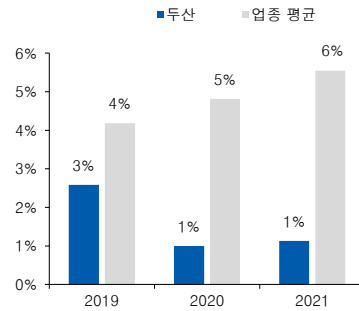
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년연속 온실가스 증가율 < 매출증가율 = +2점

Social

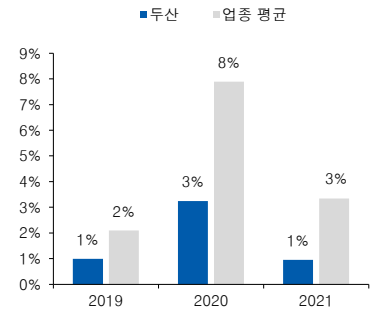
여성임원비율 vs. 업종 평균



계약직 비율 vs. 업종 평균



사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



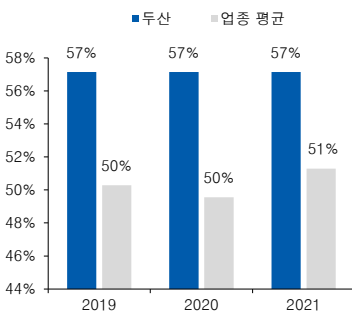
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

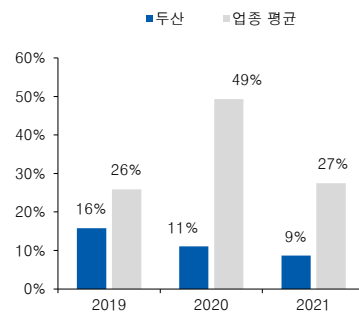
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

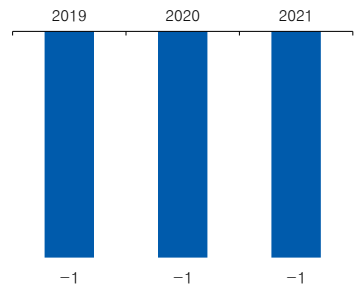
사외이사 비율 vs. 업종 평균



배당성향 vs. 업종 평균



대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



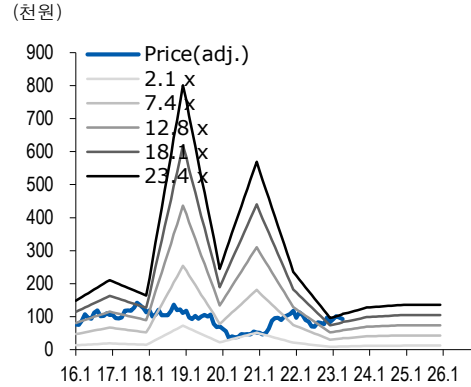
주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

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

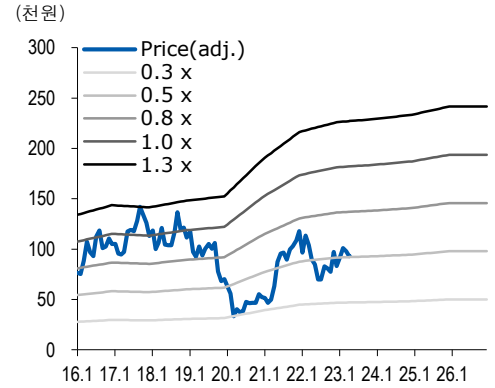
주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

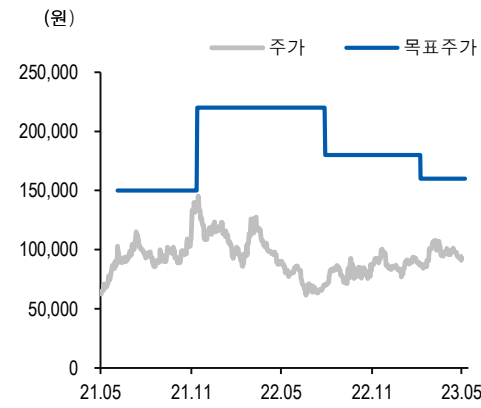
P/E band chart



P/B band chart



두산 (000150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-08	BUY	160,000	1년		
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)	0.0
Buy(매수)	91.2
Hold(중립)	8.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-05-02

※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 투자결정은 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.