

# 두산 (000150)

# 두산로보틱스 상장 - 모멘텀 끝이 아닌 시작

- 목표주가 19만원으로 커버리지 재개. 로봇틱스 상장으로 재평가 시작
- 두산로보틱스 글로벌 No.4의 협동로봇전문기업. 공모가 대비 상승 전망
- 전자BG사업부와 두산테스나 구조적 성장 가능한 성장의 또 다른 축

## 투자 의견 매수, 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 두산별도부문의 영업가치 8,290억원과 지분 가치 5.05조원, 순차입금 7,600억원을 감안한 동사의 NAV는 5.12조원. 지분가치 산출에 있어 두산로보틱스의 지분가치는 공모가 밴드 하단의 기업가치인 1.36조원에 상장 후 동사의 지분율 68.2%를 적용한 9,280억원을 적용함. 최근 시장에서 로봇관련종목의 시가총액 흐름을 감안할 때, 두산로보틱스도 상장 후 주가가 상승할 가능성이 높아 목표주가의 상향 조정 가능성도 높음

## 두산로보틱스 상장은 기업 재평가의 시작

두산로보틱스는 국내 No1, 글로벌 No.4의 협동로봇 전문기업. 협동로봇의 2021년 시장 규모는 약 9억불 수준임. 협동로봇시장은 2030년까지 연평균 약 35.1%의 성장이 기대되며, 2030년 시장규모는 약 100억불로 추정. 두산로보틱스가 생산하는 협동로봇은 E-Series부터 A, M, 그리고 H-Series까지 총 13개 제품으로 글로벌 경쟁사 대비 월등히 많은 제품 라인업을 보유. 두산로보틱스의 2018~2022년 연평균 매출 성장률은 46.1%로 Universal Robots(8.8%), FANAC(25.4%), Techman(5.4%)에 비해 월등히 앞서고 있으며, 2040년 매출액 약 7,600억원으로 성장 전망. 공모가액은 2026년 추정 당기순이익인 942억원을 연할인율 15%를 적용하여 산출한 577억원에 Target PER 38.3배를 적용한 후 23.8%~38.5%의 할인한 것으로 추가 상승 가능성이 충분하다는 판단임

## 전자BG사업과 두산테스나의 성장은 또 다른 재평가 요인

전자BG사업부 Network Board용 CCL과 반도체 Package CCL 수요 증가로 하반기부터 실적 개선 시작. 두산테스나 비메모리 반도체 시장 성장과 설비 및 공장 증설로 구조적인 성장 가능할 전망

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	12,851	16,996	19,217	19,802	21,208
영업이익	921	1,126	1,625	1,770	1,587
세전순이익	593	-286	800	941	993
총당기순이익	649	-581	608	715	755
지배지분순이익	204	-696	274	322	340
EPS	9,523	-32,522	12,775	15,029	15,867
PER	12.4	NA	8.3	7.1	6.7
BPS	97,049	83,627	97,670	114,281	132,077
PBR	1.2	1.0	1.1	0.9	0.8
ROE	10.9	-36.0	14.1	14.2	12.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 두산, 대신증권 Research Center



양지환 jin.wan.yang@daishin.com  
이지니 jin.lee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 신규

6개월 목표주가

**190,000**

신규

현재주가

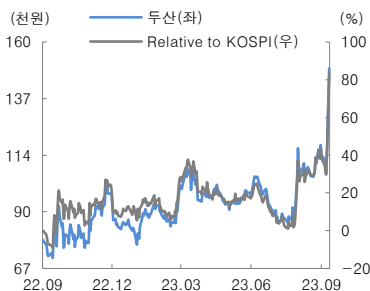
**149,100**

(23.09.11)

주주인증

KOSPI	2,556.88
시가총액	2,887십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	149,100원 / 71,300원
120일 평균거래대금	229억원
외국인지분율	10,31%
주요주주	박정원 외 24 인 39.72% 국민연금공단 9.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	39.5	42.4	38.4	106.8
상대수익률	41.4	47.1	29.7	92.8



## Contents

I. Investment Summary	3
II. Valuation	4
III. 두산로보틱스 상장은 재평가의 시작	6
IV. 전자BG와 두산테스나의 성장은 또 다른 축	11

## I. Investment Summary

### 투자 의견 매수, 목표주가 19만원으로 커버리지 재개

투자 의견 매수  
목표주가 19만원

두산에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 19만원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 별도부문의 영업가치와 자회사 지분가치를 합산한 SOTP 방식으로 산출하였으며, 영업가치는 8,290억원, 상장 및 비상장 자회사의 지분가치는 약 5조원이다. 23년 상반기말 별도기준 순차입금(7,600억원)을 감안한 동사의 NAV는 5.12조원이며, Target 할인율은 50%를 적용하였다.

상장을 앞둔 두산로보틱스의 지분가치는 보수적으로 예정 공모가액의 최하단 밸류(1.36조원)와 동사의 상장 후 보유 지분을 68.2%를 감안하여 산출한 9,280억원을 적용하였다. 두산로보틱스의 상장 이후 시가총액이 당사에서 적용하고 있는 기업가치를 크게 상회할 가능성이 높아 제시하는 목표주기도 두산로보틱스의 상장 이후 주가에 따라 조정할 예정이다.

### 두산의 투자포인트는 첫째, 두산로보틱스의 상장에 따른 지분가치의 증가

두산로보틱스의 지분  
가치 증가는 상장  
이후에도 지속될  
가능성 높음

2023년 상반기말 기준 두산이 보유하고 있는 두산로보틱스의 지분율은 90.8%이며, 장부가액은 860억원에 불과하다. 두산로보틱스의 상장 후 시가총액은 예측하기 어렵지만 공모가 밴드의 하단을 적용한다면 약 1.36조원이며, 공모가 밴드의 상단을 적용하면 약 1.69조원이다. 따라서 두산의 두산로보틱스에 대한 지분가치는 9,280억원~1.15조원으로 증가할 전망이다.

일반적으로 지주회사의 비상장자회사가 상장하게 되는 경우 상장전까지는 지주회사의 주가 흐름이 좋지만, 자회사 상장 이후 주가는 모멘텀을 상실하는 경우가 많다. 하지만 두산로보틱스의 상장은 기존과는 다른 흐름을 보일 수도 있다는 판단이다. 왜냐하면, 두산로보틱스는 우리나라 협동로봇시장의 No.1 기업으로 이제 막 개화하는 협동로봇시장 성장과 함께 장기적으로 성장할 가능성이 높기 때문이다. 또한 두산로보틱스의 상장 이유가 성장하는 협동로봇시장에서 경쟁우위를 높이기 위한 투자재원을 마련하기 위한 것으로 상장 이후에도 두산로보틱스의 기업가치는 우상향 할 가능성이 높기 때문이다.

### 두번째 투자포인트는 전자BG와 두산테스나의 성장

전자BG사업부문과  
두산테스나의  
성장은 또 다른  
성장 축

두산은 2019년 솔루션첨단소재와 두산퓨얼셀을 분할 상장, 자체사업인 모터롤과 산업차량 부문의 매각 등 구조조정을 하면서 자체사업부문이 크게 축소되었다. 하지만 최근 반도체 Package CCL 및 Network Board용 CCL 수요가 AI 및 Data Center 시장의 성장으로 증가하면서 전자BG의 매출액도 꾸준히 증가하고 있다. Network Board용 CCL은 최근 미국 N사향 납품이 시작되면서 앞으로도 성장이 기대된다. N사향 매출이 차지하는 비중은 아직 low single 수준이지만 시간이 지날수록 확대될 전망이다.

2022년 3,218억원의 투자를 통해 30.6%의 지분을 인수한 두산테스나의 경우도 삼성전자의 비메모리 반도체 사업 확장에 따라 꾸준한 성장이 기대된다. 두산테스나는 늘어나는 수요에 대비하여 평택에 제4공장 착공을 시작하였으며, 2025년 하반기부터 가동될 전망이다.

## II. Valuation

### 투자익견 매수, 목표주가 19만원으로 커버리지 재개

NAV 5.12조원에  
할인을 50% 적용

목표주가는 SOTP방식으로 산출하였으며, 자체사업(전자BG 등)부문의 영업가치 8,290억 원과 보유지분가치 5.05조원, 순차입금 7,600억원을 감안하였다. 당사는 상장 자회사인 두산에너지빌리티와 오리콤, 그리고 비상장자회사인 두산로보틱스, 두산인베스트먼트 등을 보유하고 있다.

비상장자회사인 두산로보틱스의 장부가액은 860억원에 불과하지만, 10월초 상장을 앞두고 있으며 공모가액 밴드는 1.36조원~1.69조원이다. 현재의 지분율은 90.08%이지만 신주 발행에 따라 지분율은 68.2%로 하락할 전망이다, 이에 따른 두산로보틱스의 지분가치는 약 9,280억원~1.15조원이다. 상장 후 주가 상승 가능성이 높아 두산로보틱스의 지분가치는 시간이 지날수록 증가할 가능성이 높다. 또한 현재 장부가액으로 반영한 두산인베스트먼트의 지분가치도 두산테스나의 성장에 따라 점진적으로 증가할 전망이다.

표 1. 두산의 SOTP Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식	2023F	2024F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)	
영업가치	자체사업 EBITDA	110	128	7	829	16.2	
	소계—(1)				829	16.2	
상장자회사	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>시가총액</b>		<b>Value</b>		
	두산에너지빌리티	30.4	10,672		3,244	63.3	
	오리콤	60.9	161		98	1.9	
	두산로보틱스	68.2	1,361		928	18.1	
	소계—(2)				4,270	83.3	
지분가치	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>장부가액</b>		<b>Value</b>		
	두산베어스	100.0	15.6		16	0.3	
	두산경영연구원	100.0	8.0		8	0.2	
	두산모빌리티노베이션	86.1	72.3		72	1.4	
	비상장자회사	두산로지스틱스솔루션	100.0	49.4		49	1.0
	두산인베스트먼트	100.0	280.6		281	5.5	
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44.4		44	0.9	
	기타	0.0	314.1		314	6.1	
소계—(3)				784	15.3		
<b>지분가치 합계</b>					<b>5,054</b>	<b>98.7</b>	
순차입금(별도)—(4)					760	-14.8	
<b>순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)</b>					<b>5,123</b>	<b>100.0</b>	
할인율—(6)					50%		
<b>Target NAV—(7)=(5)*(1-(6))</b>					<b>2,562</b>		
발행주식수—(8)					16,523,835		
자기주식—(9)					3,000,866		
유통주식수—(10)=(8)-(9)					13,522,969		
<b>목표주가(11)=(7)/(9)</b>					<b>189,429</b>		
현재가					106,500		
Upside Potential					77.9		

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 두산의 분기 및 연간 연결 실적 추정표

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>3,420</b>	<b>4,284</b>	<b>4,388</b>	<b>4,904</b>	<b>4,351</b>	<b>4,968</b>	<b>4,534</b>	<b>5,363</b>	<b>16,996</b>	<b>19,217</b>	<b>19,802</b>
Change(% yoy)	16.7	45.5	34.5	32.0	27.2	16.0	3.3	9.4	32.2	13.1	3.0
매출원가	2,846	3,530	3,639	4,142	3,598	4,072	3,709	4,309	14,158	15,687	15,752
% of 매출액	83.2	82.4	82.9	84.5	82.7	82.0	81.8	80.3	83.3	81.6	79.5
Change(% yoy)	19.9	46.5	35.3	30.7	26.4	15.3	1.9	4.0	33.0	10.8	0.4
매출총이익	573	753	749	763	753	897	825	1,055	2,838	3,530	4,050
GPM	16.8	17.6	17.1	15.5	17.3	18.0	18.2	19.7	16.7	18.4	20.5
Change(% yoy)	3.2	41.0	31.1	39.7	31.4	19.0	10.2	38.3	28.6	24.4	14.8
판관비	385	387	408	532	415	385	503	602	1,712	1,904	2,281
% of 매출액	11.6	11.7	11.9	11.7	11.6	11.8	11.1	11.2	10.1	9.9	11.5
Change(% yoy)	33.7	41.7	22.7	35.7	7.6	-0.6	23.2	13.3	33.1	11.2	19.8
<b>영업이익</b>	<b>188</b>	<b>367</b>	<b>341</b>	<b>231</b>	<b>338</b>	<b>512</b>	<b>322</b>	<b>453</b>	<b>1,126</b>	<b>1,625</b>	<b>1,770</b>
OPM	5.5	8.6	7.8	4.7	7.8	10.3	7.1	8.4	6.6	8.5	8.9
Change(% yoy)	-29.7	40.2	42.8	50.0	80.1	39.7	-5.4	96.0	22.3	44.3	8.9

## I. 사업부문별 매출액 (십억원)

	전자BG	246	253	243	208	170	210	231	241	950	853	868
1. 두산자체 사업 (해외법인 포함)	디지털이노베이션	65	69	68	73	64	67	70	76	276	277	284
	두타몰	8	8	8	8	14	9	9	9	32	40	40
	FCP	9	10	11	11	7	9	12	12	42	40	41
	소계	328	340	331	310	255	295	322	338	1,309	1,210	1,233
2. 두산에너지리티	3,071	3,768	3,960	4,622	4,041	4,539	4,202	5,006	15,421	17,788	18,501	
3. 두산팍켄(에너지리티연결법인)	1,641	2,218	2,379	2,384	2,405	2,672	2,529	2,425	8,622	10,031	10,255	
4. 두산로보틱스	9	14	8	14	11	13	11	20	45	54	69	
5. 기타	11	163	89	41	44	119	0	0	304	163	0	
<b>합계</b>	<b>3,419</b>	<b>4,284</b>	<b>4,388</b>	<b>4,987</b>	<b>4,351</b>	<b>4,966</b>	<b>4,534</b>	<b>5,363</b>	<b>17,079</b>	<b>19,215</b>	<b>19,802</b>	

## II. 사업부문별 매출액 증감

	전자BG	20.1	2.4	4.7	-10.1	-30.8	-16.9	-4.8	15.5	3.8	-10.3	1.8
1. 두산자체사 업 (해외법인 포함)	디지털이노베이션	10.9	3.7	2.2	13.5	-2.3	-3.0	2.4	5.4	7.4	0.7	2.4
	두타몰	-16.0	11.8	-5.7	27.7	73.4	18.4	3.4	5.1	1.9	24.6	-0.2
	FCP	151.4	38.4	56.3	-21.8	-21.5	-12.9	5.1	6.3	28.8	-4.9	4.8
	소계	<b>18.7</b>	<b>3.7</b>	<b>5.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>-22.3</b>	<b>-13.2</b>	<b>-2.8</b>	<b>9.1</b>	<b>5.9</b>	<b>-7.6</b>	<b>2.0</b>
2. 두산에너지리티	-23.3	128.7	14.4	146.1	31.6	20.5	6.1	8.3	40.3	15.3	4.0	
3. 두산팍켄(에너지리티연결법인)	34.0	72.8	53.8	35.3	46.6	20.5	6.3	1.7	48.2	16.3	2.2	
4. 두산로보틱스					15.2	-6.7	34.0	40.0	-	19.8	27.4	
5. 기타					0.0	0.0	0.0	0.0	-	-46.3	-100	
<b>전체</b>					<b>27.2</b>	<b>15.9</b>	<b>3.3</b>	<b>7.5</b>	<b>-</b>	<b>12.5</b>	<b>3.1</b>	

## III. 사업부문별 영업이익

1. 두산자체사업(해외법인포함)	35	43	35	22	37	46	33	-3	113	90	108
2. 두산에너지리티	192	328	315	272	365	495	300	463	1,106	1,622	1,720
3. 두산팍켄(에너지리티연결법인)	194	310	317	251	370	467	312	273	1,072	1,422	1,422
5. 기타	-42	-7	-7	-38	-43	-6	-6	-32	-94	-87	-58
<b>합계</b>	<b>188</b>	<b>367</b>	<b>341</b>	<b>231</b>	<b>338</b>	<b>512</b>	<b>322</b>	<b>453</b>	<b>1,126</b>	<b>1,625</b>	<b>1,770</b>

자료: 대신증권 Research Center

### III. 두산로보틱스 상장은 재평가의 시작

#### 협동로봇시장 2023~30년 연평균 35.1% 성장 전망

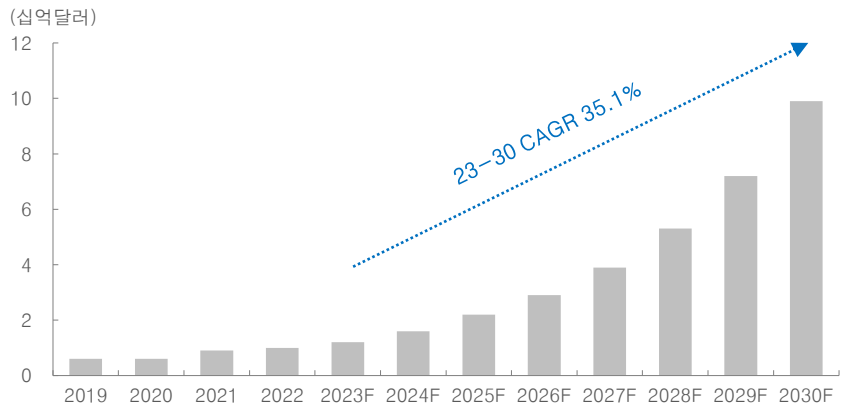
글로벌 No.4의  
협동로봇전문기업

두산로보틱스는 국내 No.1, 글로벌 No.4의 로봇전문기업이다. 로봇은 산업용로봇, 서비스로봇, 협동로봇으로 구분 가능한데, 협동로봇은 기존 산업용로봇의 한계점(위험성, 높은 사용 난이도, 높은 가격)을 극복한 차세대 로봇으로, 영어로는 Cobot으로 불리운다. 사람과의 협업(Co-Work)을 통해 작업효율성 및 안전성을 높이는 것을 목표로 주로 센서, 머신러닝, 인공지능 및 로봇 암(Arm)기술의 복합체로 볼 수 있다.

협동로봇시장  
연평균 35.1% 성장

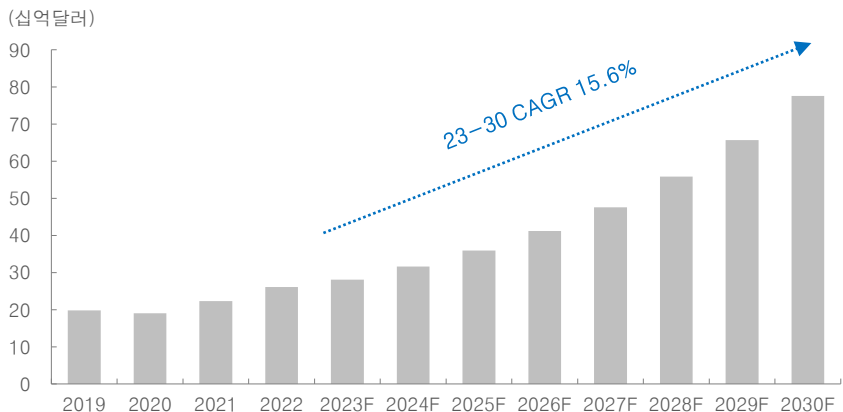
2021년 Markets and Markets가 공개한 글로벌 협동로봇 연간 설치대수는 3.8만대이며, 금액으로는 9억불 규모이다. 하지만 전 세계적인 고령화, 출산율 감소에 따른 생산가능인구의 감소, 인건비 상승으로 글로벌 협동로봇시장은 빠르게 성장할 전망이다. 2023년 협동로봇시장은 12억불로 추정되며, 2030년에는 약 100억불 시장으로 커질 것으로 예상된다.

그림 1. 협동 로봇 시장규모 추이 및 전망



자료: Markets&Markets, 대신증권 Research Center

그림 2. 서비스용 로봇 시장규모 추이 및 전망



자료: Markets&Markets, 대신증권 Research Center

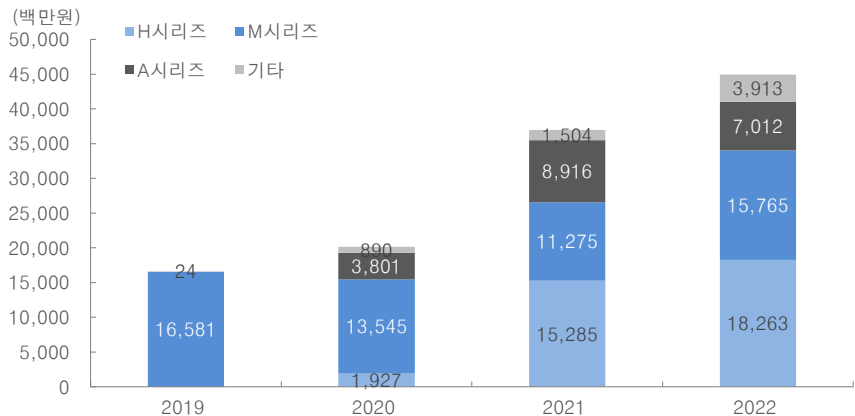
### 두산로보틱스 현존 협동로봇 중 가장 우수한 힘을 가진 H시리즈 생산

제품라인업 기준  
글로벌 No.1

두산로보틱스가 생산하는 로봇은 E-Series부터 A-Series, M-Series, H-Series까지 총 13개의 제품라인업을 보유하고 있다. 이는 글로벌 No.1 로봇기업인 Universal Robots의 3개 Series(E to M-Series) 5개의 모델에 비해 월등히 많은 제품 라인업이다. 중국시장을 제외한 시장에서 두산로보틱스의 시장 점유율은 5.4%로 Universal Robots(36.1%), FANUC(14%), Techman Robot(6.5%)에 이어 4위를 차지하고 있지만, 제품 라인업 측면에서 보면 1위를 기록중이다.

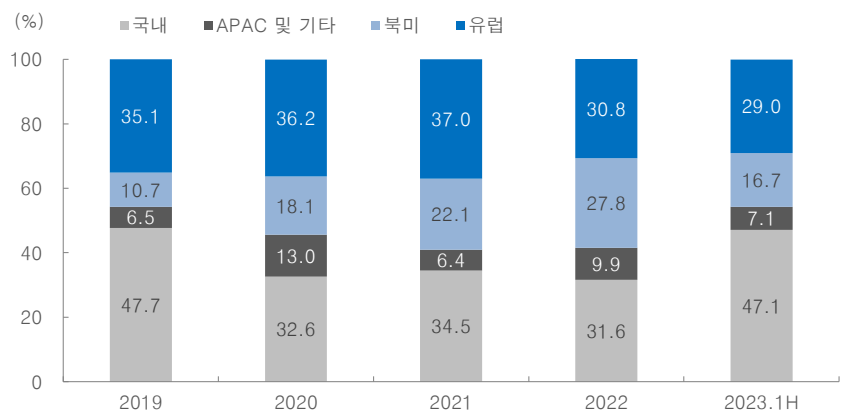
2위인 FANAC과 3위인 Techman의 제품라인업도 각각 5개 모델, 10개 모델로 두산로보틱스의 13개에 비해 적으며, 특히 가반하중(Payload) 25kg의 협동로봇을 생산하는 업체는 두산로보틱스가 유일하다. 이러한 제품 경쟁력을 기반으로 두산로보틱스의 협동로봇 시장 2018~2022년 연 평균 매출액 성장률은 46.1%로, FANAC(25.4%), UR(8.8%), Techman Robot(5.4%)를 월등히 앞서고 있다.

그림 3. 제품 시리즈별 매출액



자료: Markets&Markets, 대신증권 Research Center

그림 4. 지역별 매출 비중



자료: Markets&Markets, 대신증권 Research Center





## 두산로보틱스 2022년 매출액 약 450억원, 2030년 약 7,600억원

2022년 매출 450억  
1H23 매출 237억원

두산로보틱스의 2022년 실적은 매출액 약 450억원, 영업손실 132억원, 당기순손실 125억원을 기록하였다. 2023년에는 매출액 670억원, 영업손실 79억원을 기록할 것으로 전망하고 있으며, 1H23년 실적은 매출액 약 237억원, 영업손실 99억원을 기록하였다. 아직까지 매출액이 고정비 및 판관비를 커버하고 있지 못하지만, 협동로봇시장의 빠른 성장 및 침투율을 감안할 때, 빠르면 2024년 영업이익 흑자전환이 가능할 전망이다.

2030년 매출 7,663억원, 영업이익 2,133억원으로 전망

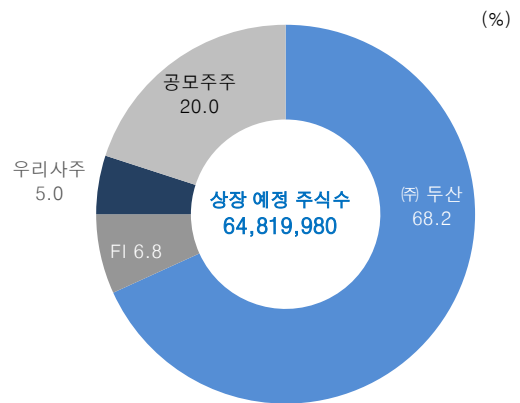
금번 상장을 위해 투자자들에게 배포한 자료에 의하면 2030년 동사의 실적은 매출액 7,663억원, 영업이익 2,133억원, 당기순이익 1,768억원을 기록할 전망이다. 향후 매출 확대를 위해 동사는 Organic+Inorganic 성장을 추진할 것으로 예상된다. Organic성장을 위해 동사는 Arm제품 라인업 확대, 판매 채널 및 채널별 역량확대, Key Client의 적용부문 확대를 계획하고 있으며, 그외에도 솔루션 판매확대 및 Software판매 등을 병행할 계획이다. Inorganic성장을 위해서는 글로벌 SI기업과의 파트너십 및 지분투자도 적극적으로 추진할 전망이다.

그림 6. 두산로보틱스 공모 일정

증권신고서 제출	2023년 8월 23일 (수)
수요예측	2023년 9월 11일(월) ~ 15일(금)
청약	2023년 9월 21일(목) ~ 22일(금)
납입/환불	2023년 9월 26일(화)
상장예정일	2023년 10월 초(예정)

자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 7. 주주 구성 (IPO 이후)



자료: 두산, 대신증권 Research Center

표 3. 의무보유 사항

구분	주주명	주식수	지분율	의무보유기간
최대주주	(주) 두산	22,100,000	34.1	12개월
		22,100,000	34.1	24개월
재무적 투자자	코봇홀딩스	994,497	1.5	1~3개월
	케이아이피로보틱스	331,497	0.6	1~3개월
우리사주조합		324,000	5	1년
의무보유 물량 합계		48,765,994	75.2	-

자료: 두산, 대신증권 Research Center

### 두산로보틱스 공모가액과 향후 기업가치(두산지분가치)에 대한 고찰

<p><b>추정공모가액</b> 2026년 실적 기준</p>	<p>두산로보틱스의 추정공모가액은 향후 3년뒤인 2026년 추정실적을 근거로 산출되었다. 2026년 두산로보틱스의 추정실적은 매출액 4,673억원, 영업이익 1,137억원, 당기순이익 942억원이며, 추정당기순이익의 현재가치를 산출하기 위해 적용한 할인율은 15%이다. 동사의 26년 추정당기순이익의 현재가치는 577.6억원이며 적용 PER은 38.3배이다.</p>
<p><b>적용PER 38.3배</b></p>	<p>적용 PER 38.3배는 최종비교대상기업인 삼익THK, 라온테크, FANAC, 그리고 Yaskawa Electric 4개사의 PER을 참고하였다. 비교대상기업은 1차로 95개기업(한국표준산업분류상 산업용로봇, 구름베어링 제조업, 그외 특수목적용 기계제조업에 속한 국내기업과 블룸버그BICS4산업분류기준에 속하는 기업)을 선정하였고, 2차적으로 사업 및 제품 유사성을 기준으로 14개를 선정, 그리고 3차로 2022년 온기 및 23년 반기 기준 영업이익 및 당기순이익을 기록한 회사로 5개를 선정하였다. 최종적으로 일반 유사성기준으로 비정상적 PER이 아닌 기업 4개를 선정하였다.</p>
<p><b>시장성장성 감안</b> Target PER 높지 않음</p>	<p>Target PER 38.3배에 대한 논란은 있을 수 있으나, 협동로봇시장이 2030년까지 연평균 약 35.1%의 성장률을 기록할 것이라는 전망과 2026년 추정 당기순이익에 대한 연합인율 15%를 적용한 점을 감안할 때 충분히 고려 가능한 Multiple이라는 판단이다. 또한 공모가액은 주당 평가가액을 약 23.8%~38.5% 할인한 가격이라는 점을 고려하면, 상장 이후 두산로보틱스의 주가의 추가 상승 가능성이 높을 것으로 전망한다.</p>
<p><b>로보틱스 상장후</b> 두산 목표주가 상향</p> <p><b>가능성 존재</b></p>	<p>이러한 점을 감안할 때, 두산로보틱스의 상장은 지주회사 두산의 기업가치를 증가시키는 데 크게 기여할 것으로 예상된다. 상장후 두산로보틱스의 주가에 따라 두산의 보유지분 가치 또한 변화 가능하기 때문에 현재 제시한 두산의 목표주가 19만원도 두산로보틱스의 상장이후 조정 가능성이 존재한다.</p>

표 4. 두산로보틱스의 PER 에 의한 평가가치

구분	산식	산출내역
2026년 추정 당기순이익	(A)	942억원
연합인율	-	15%
2026년 추정 당기순이익의 현재가치	(B) = (A) ÷ (1.15 <sup>3.5</sup> )	577.58억원
적용주식 수	(C)	64,819,980주
적용 주당순이익	(D) = (B) ÷ (C)	891원
적용 PER	(E)	38.31 배
주당 평가가액	(F) = (D) x (E)	34,136원

자료: 두산, 대신증권 Research Center

표 5. 두산로보틱스의 희망공모가액 산정

구분	내용
주당 평가가액	34,136원
평가액 대비 할인율	38.5% ~ 23.8%
희망공모가액 밴드	21,000원 ~ 26,000원
확정 주당 공모가액	-

자료: 두산, 대신증권 Research Center

## IV. 전자BG와 두산테스나의 성장은 또 다른 축

### 전자BG 사업부문 Network Board 용 CCL 과 Package CCI 이 성장 주도

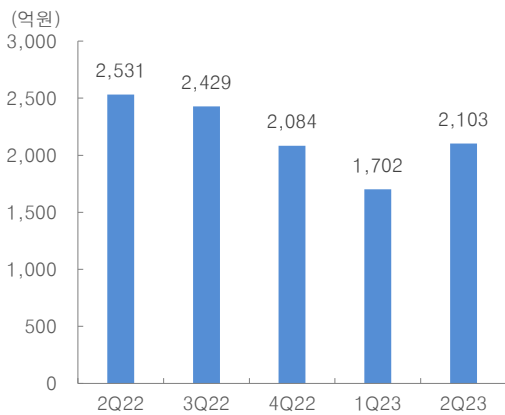
전자BG사업부문  
2H23년부터 개선

두산의 자체사업부문인 전자BG사업의 주요제품은 전자제품의 필수 부품으로 사용되는 PCB(인쇄회로기판)의 핵심소재인 CCL(Copper Clad Laminate)와 FCCL(Flexible CCL)이다. 2023년 상반기 전자BG사업부문의 매출액은 3,804억원(-23.8% yoy), 영업이익 219억원(-67.0% yoy)을 기록하였다.

23년 상반기 전자BG사업부문의 실적 부진은 전방산업인 반도체 수요부진 및 가격하락에 따른 고객사의 감산으로 반도체용 CCL의 매출감소와 휴대폰판매량 부진 등의 영향 때문으로 판단된다. 23년 하반기에도 FCCL의 매출은 휴대폰시장 성장둔화로 인해 빠른 회복을 기대하기는 어려울 전망이다, 삼성의 폴더블폰 판매확대에 따른 High-end향 매출 확대로 수익성 개선이 가능할 전망이다.

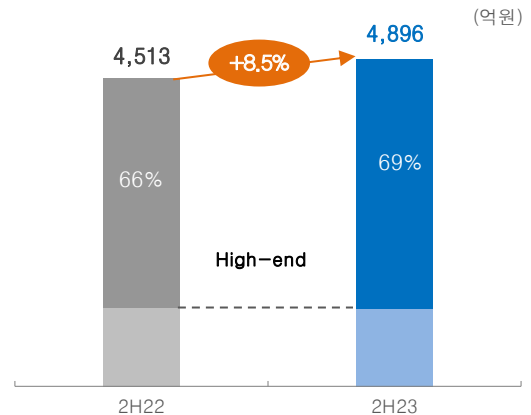
2023년 하반기~2024년에는 반도체 시장의 턴어라운드와 전세계적인 AI시장 성장에 따라 반도체용 Package CCL과 Network Board용 AI가속기 수요증가로 매출이 확대될 전망이다. 2023년 전자BG사업의 매출액은 약 4,896억원으로 전년동기간 대비 8.5% 증가하며 상반기 부진에서 탈피할 것으로 예상된다.

그림 8. 두산 전자BG 분기별 실적 추이



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 9. 두산 전자BG 하반기 전망



주: High-end: 반도체용(PKG), 5G/네트워크용(NWB), FCCL  
자료: 두산, 대신증권 Research Center

## 두산테스나 신공장 증설을 통해 또 한번의 도약 전망

### 두산테스나는 새로운 성장 축

두산은 그룹의 재무구조 개편 과정에서 전자BG사업부문의 OLED와 전지박의 솔루션 단소재로의 사업이관, 모트롤BG와 산업차량BG의 매각 등으로 자체 사업부문이 크게 축소되었다. 두산테스나의 인수는 위축된 자체사업부문을 확장하기 위한 방안으로 2022년 두산테스나의 인수를 결정하였다. 두산은 전자BG사업부문의 전자소재와 두산테스나의 반도체사업 그리고 두산로보틱스를 그룹의 새로운 성장 축으로 키워나갈 계획이다.

두산테스나는 2022년 설립된 시스템 반도체 후공정 중 테스트사업을 전문적으로 영위하고 있다. 주요 제품군은 크게 SoC(System on Chip), CIS(CMOS Image Sensor), MCU(Micro Controller Unit), Smartcard IC로 구성되어 있는데, SoC는 시스템반도체 시장 중 가장 큰 규모를 차지하고 있다.

### 2023년 실적 매출액 3,352억원 영업이익 659억원

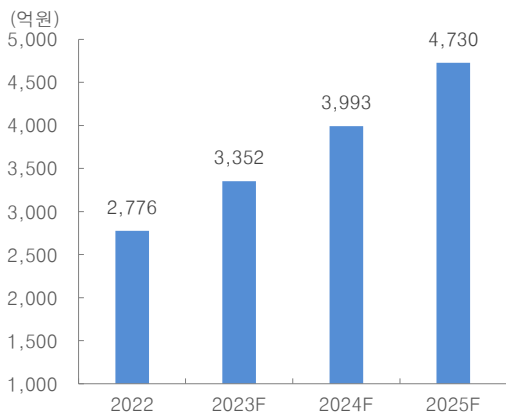
동사의 주요 테스트 품목은 CIS, AP, RF 등으로 국내 1위 반도체 업체향 매출 비중이 90% 이상을 차지하고 있으며, 현재는 테스트 사업 위주로 진행하고 있으나 향후에는 패키지로 영역을 확장할 계획이다. 2023년 상반기 동사의 실적은 매출액 1,636억원, 영업이익 300억원을 시현하였으며, 연간으로는 매출액 3,352억원, 영업이익 659억원을 기록할 전망이다.

### 2025년 신공장 착공 매출 4,730억원 영업이익 1,085억원

두산테스나는 2023년 2분기 평택에 신공장 착공에 들어간 상황으로 신공장 규모는 연면적 기준 약 5만2천m<sup>2</sup>로 알려져 기존 3개의 공장 중 가장 큰 공장인 서안성공장과 유사한 규모로 추정된다. 신공장의 완공시점은 2025년 하반기로 신공장의 가동이 본격화되는 2025년 하반기~2026년 비메모리용 웨이퍼테스트 사업의 확장과 반도체 패키지 등 새로운 영역으로의 확장이 기대된다.

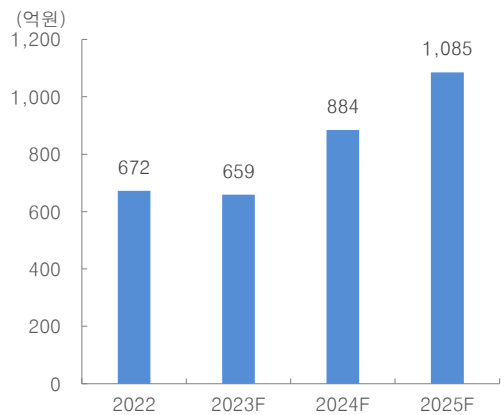
2025년 두산테스나의 실적 컨센서스는 매출액 4,730억원, 영업이익 1,085억원으로 전망되고 있다.

그림 10. 두산테스나 매출 추이 및 컨센서스



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 11. 두산테스나 영업이익 추이 및 컨센서스



자료: 두산, 대신증권 Research Center

## 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

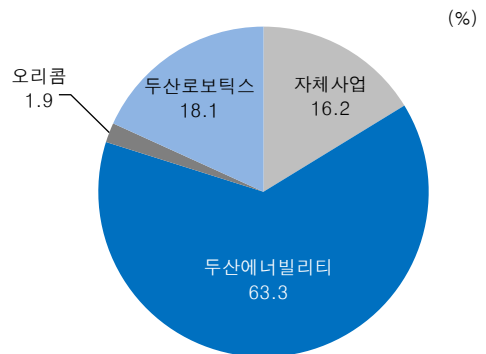
- 두산은 두산에너지빌리티, 두산밥캣, 두산퓨얼셀 등 21개 계열사를 포함하는 두산그룹의 모회사(총24개 계열사)이며 자체사업으로는 전자BG, 두타물, FCP 등을 영위
- 전자BG는 전자부품 생산사업으로 주로 동박적층판을 생산
- 디지털이노베이션BU는 디지털트랜스포메이션을 위한 기술 및 인프라 제공, 전문인력 양성 등을 수행하는 조직
- 최대주주인 박정원 외 특수관계인은 38.24%의 지분 보유

### 주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장자회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동요인
- 비상장 자회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 두산, 대신증권 Research Center

### 두산의 NAV 구성



자료: 두산, 대신증권 Research Center

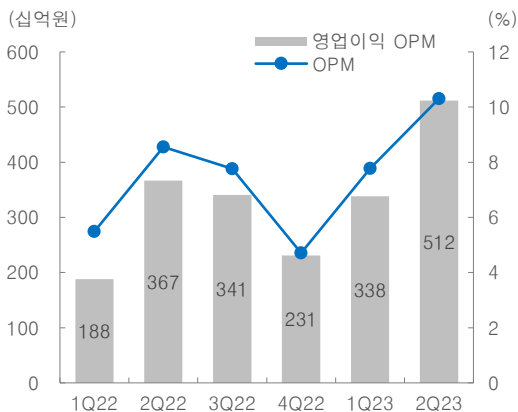
## Earnings Driver

### 두산의 NAV 할인율



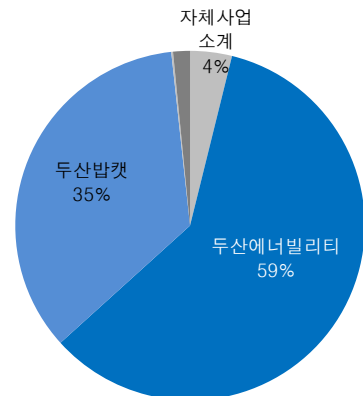
자료: 두산, 대신증권 Research Center

### 두산의 분기별 영업이익 및 OPM 추이



자료: 두산, 대신증권 Research Center

### 두산의 2Q23 자체사업 매출액 비중



자료: 두산, 대신증권 Research Center

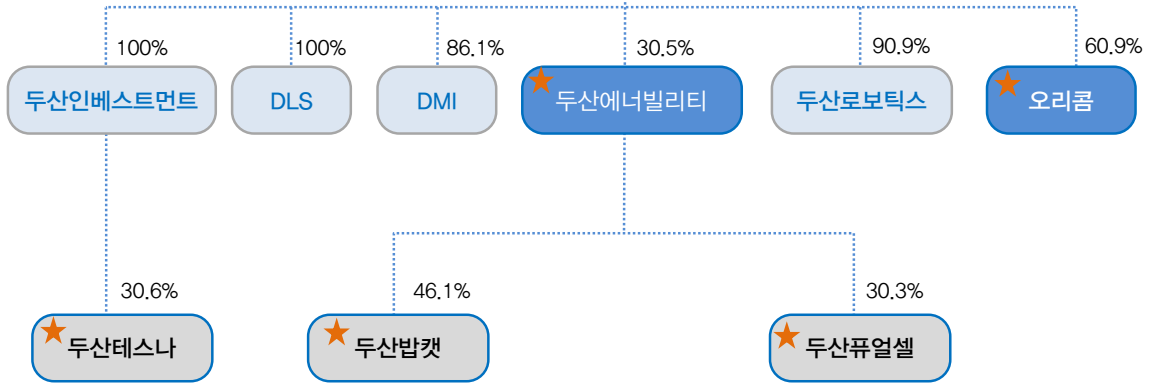
(주)두산 지분 구조 (23년 06월말 현재)

★ 상장회사

**DOOSAN**  
★ (주)두산

전자소재    연료전지(가정용)  
유통    정보통신

\*자기주식: 18.2%, 최대주주: 39.7, 외국인 9.4%, 기타 12.9%



자료: 두산, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	12,851	16,996	19,217	19,802	21,208
매출원가	10,645	14,158	15,687	15,752	17,179
매출총이익	2,207	2,838	3,530	4,050	4,030
판매비와관리비	1,286	1,712	1,904	2,281	2,443
영업이익	921	1,126	1,625	1,770	1,587
영업이익률	7.2	6.6	8.5	8.9	7.5
EBITDA	1,534	1,744	2,189	2,319	2,122
영업외손익	-328	-1,412	-825	-829	-593
관계기업손익	3	-343	-343	-343	-343
금융수익	749	808	799	790	671
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,069	-1,379	-1,359	-1,346	-986
외환관련손실	319	680	658	638	373
기타	-12	-497	78	71	65
법인세비용차감전순이익	593	-286	800	941	993
법인세비용	-247	-211	-192	-226	-238
계속사업순이익	346	-497	608	715	755
중단사업순이익	303	-84	0	0	0
당기순이익	649	-581	608	715	755
당기순이익률	5.0	-3.4	3.2	3.6	3.6
비배지분순이익	445	115	334	393	415
지배지분순이익	204	-696	274	322	340
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	62	33	37	40	44
포괄순이익	1,265	-249	973	1,117	1,197
비배지분포괄이익	908	370	535	614	658
지배지분포괄이익	356	-619	438	503	539

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	9,523	-32,522	12,775	15,029	15,867
PER	12.4	NA	8.3	7.1	6.7
BPS	97,049	83,627	97,670	114,281	132,077
PBR	1.2	1.0	1.2	1.0	0.9
EBITDAPS	71,622	81,455	102,229	108,276	99,108
EV/EBITDA	9.6	8.8	7.3	6.8	7.4
SPS	600,163	793,700	897,429	924,768	990,426
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	102,772	99,190	153,830	159,559	150,105
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	12.5	32.2	13.1	3.0	7.1
영업이익 증가율	흑전	22.3	44.3	8.9	-10.3
순이익 증가율	흑전	적전	흑전	17.6	5.6
수익성					
ROC	3.5	13.6	8.1	8.9	8.0
ROA	3.3	4.3	5.9	6.0	5.0
ROE	10.9	-36.0	14.1	14.2	12.9
안정성					
부채비율	208.5	155.5	136.9	119.4	102.4
순차입금비율	71.2	50.2	31.2	13.4	0.1
이자보상배율	2.5	3.1	4.4	4.7	5.7

자료: 두산, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	9,877	9,526	11,795	14,234	16,321
현금및현금성자산	2,235	2,074	3,471	5,456	6,834
매출채권 및 기타채권	3,049	3,328	3,755	4,021	4,405
재고자산	2,049	2,757	3,117	3,212	3,440
기타유동자산	2,544	1,368	1,453	1,544	1,642
비유동자산	16,069	16,789	16,698	16,635	16,602
유형자산	5,947	6,273	6,223	6,181	6,144
관계기업투자금	740	431	453	474	496
기타비유동자산	9,381	10,084	10,022	9,980	9,962
자산총계	25,946	26,315	28,493	30,869	32,923
유동부채	12,009	9,478	9,736	10,075	10,145
매입채무 및 기타채무	3,503	4,431	4,783	4,876	5,099
차입금	4,725	1,863	1,763	1,863	1,813
유동상채무	1,270	1,039	1,000	1,100	950
기타유동부채	2,512	2,145	2,190	2,236	2,284
비유동부채	5,526	6,539	6,730	6,721	6,513
차입금	2,660	3,742	3,892	3,842	3,592
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,866	2,798	2,838	2,880	2,922
부채총계	17,536	16,018	16,466	16,796	16,659
지배지분	2,078	1,791	2,091	2,447	2,828
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,237	1,605	1,605	1,605	1,605
이익잉여금	1,383	669	907	1,193	1,497
기타지분변동	-666	-607	-544	-475	-397
비배지분	6,332	8,507	9,936	11,625	13,436
자본총계	8,410	10,298	12,027	14,072	16,264
순차입금	5,991	5,168	3,752	1,883	18

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	722	533	2,158	2,428	2,213
당기순이익	649	-581	608	715	755
비현금항목의 가감	1,552	2,705	2,686	2,702	2,459
감가상각비	613	618	564	549	535
외환손익	62	149	199	188	42
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	878	1,938	1,923	1,964	1,882
자산부채의 증감	-588	-683	-615	-427	-521
기타현금흐름	-891	-908	-520	-562	-480
투자활동 현금흐름	-295	-291	-357	-368	-383
투자자산	-228	-520	-55	-64	-74
유형자산	-291	-665	-365	-365	-365
기타	225	894	64	60	56
재무활동 현금흐름	-1,036	-482	1,874	2,013	1,413
단기차입금	-796	-2,794	-100	100	-50
사채	168	-690	150	0	-100
장기차입금	-385	1,229	0	-50	-150
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-21	-125	-36	-36	-36
기타	-2	1,897	1,859	1,999	1,749
현금의 증감	-473	-161	1,397	1,985	1,377
기초 현금	2,707	2,235	2,074	3,471	5,456
기말 현금	2,235	2,074	3,471	5,456	6,834
NOPLAT	537	1,958	1,235	1,345	1,206
FCF	538	1,640	1,399	1,494	1,341

[Compliance Notice]

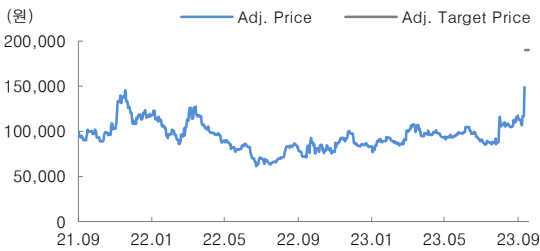
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.09.12
투자의견	Buy
목표주가	190,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230909)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.6%	8.4%	0.0%

**산업 투자의견**  
 - Overweigh(비중확대)  
 : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상  
 - Neutral(중립)  
 : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상  
 - Underweigh(비중축소)  
 : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**  
 - Buy(매수)  
 : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상  
 - Marketperform(시장수익률)  
 : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상  
 - Underperform(시장수익률 하회)  
 : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상