

두산 000150

집 나간 자식도 자식이다

3Q23 매출 4.54조원, 영업이익 3,200억원으로 기대치 하회

3Q23 연결 매출액은 4.54조원 (+3.4% YoY), 영업이익 3,197억원 (-6.1% YoY, OPM 7.0%)로 당사 예상 매출 4.78조원 영업이익 3,810억원을 하회했다. 자회사인 두산 에너지와 손자회사 밥캣의 실적 부진이 주요 원인이었다. 그 외에 비상장 자회사인 DMI와 DLS의 매출도 다소 부진했던 것으로 추정된다.

그룹 내 양호한 실적을 보인 곳은 화복세에 있는 전자 BG (매출 +5.2% QoQ)이다. 그 외 최근 상장한 두산 로보틱스도 30% 이상의 성장을 기록한 것으로 추정된다.

눈에 띄는 전자 BG의 회복과 잠재력

3분기 메모리 반도체 감산과 데이터센터 투자 축소에도 불구하고 전장 (PFC)와 폴더블 소재 중심의 매출이 성장을 견인했다. 특히 DDR5 초도 양산 등 차세대 제품 진입 확대를 추진 중에 있다. 당사는 FCCL 글로벌 글로벌 2위 업체로 DDR5 초도 양산 등 차세대 제품과 AI 가속기 등의 네트워크용 신규 소재 진입으로 실적 회복이 빠르게 진행될 전망이다. 이번 3분기도 미국 N사와 더불어 A사 초도 매출도 소규모 발생한 것으로 추정되는데 BG 사업은 그룹의 잠재력이라고 판단한다.

로보틱스 보유 가치 기존 8,000억원에서 → 1.8조원으로 상승

두산 로보틱스 전일 시가 총액은 2.7조원이다. 상장 전 동사 NAV 내 지분을 감안 한 로보틱스의 가치는 8,000억원(피어 대비 30% 할인)이었으나 상장 이후 지분을 감안 가치는 1.8조원으로 상승했다. 또한 상장 과정에서 로보틱스는 4,000억원의 현금을 확보하게 되면서 전반적으로 두산 그룹의 Enterprise value는 크게 증가했다. 다만 같은 기간 주 두산의 시가총액은 6,000억원 증발했다. 중복 상장에 대한 시장의 평가는 매우 냉정한 것을 다시 한번 확인했다. 로보틱스를 포함한 상장 자회사 가치를 70% 할인해도 1주당 NAV는 11만원이다. 이는 전일 종가 대비 40% 높은 수준으로 현재 주가는 극심한 저평가 구간이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	11,429	12,851	16,996	18,966	20,952
영업이익	-20	921	1,126	1,471	1,704
영업이익률(%)	-0.2	7.2	6.6	7.8	8.1
세전이익	-821	593	-286	681	1,081
지배주주지분순이익	-553	204	-696	-105	-167
EPS(원)	-33,925	11,812	-42,673	-8,426	-13,154
증감률(%)	적전	흑전	적전	적지	적지
ROE(%)	-34.3	10.9	-36.0	-6.1	-10.8
PER(배)	-1.5	10.0	-1.9	-9.1	-5.8
PBR(배)	0.7	1.2	1.0	1.0	1.1
EV/EBITDA(배)	16.2	5.6	3.9	3.2	3.1

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2023.11.03

매수(유지)

목표주가(하향)	110,000원
현재주가(11/02)	76,400원
상승여력	44.0%

Stock Data

KOSPI	2,343.1pt
시가총액(보통주)	1,262십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	517천주
60일 평균거래대금	62,175백만원
외국인 지분율	10.5%
52주 최고가	166,600원
52주 최저가	72,100원
주요주주	
박정원(외 25인)	39.9%
자사주(외 1인)	18.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-32.6	-27.6
3M	-30.5	-20.0
6M	-19.0	-11.8

주가차트

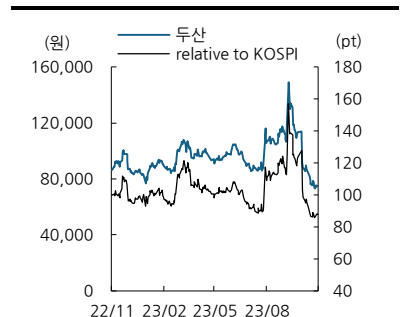


표1 두산 3Q23 실적 VS. 당사 추정치

(십억원, %)	3Q23 실적	YoY	QoQ	3Q23 DS 추정치	차이 (%)	3Q23 컨센서스	차이 (%)
매출액	4,538	3.4	(8.7)	4,785	(5.2)	4,471	1.5
영업이익	319.7	(6.1)	(37.6)	381	(16.1)	408	(21.6)

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2021	2022	2023F
연결 실적											
매출액	3,354	4,349	4,388	4,904	4,351	4,968	4,538	5,108	12,917	16,996	18,966
YoY	16.6	45.1	34.5	29.7	29.7	14.2	3.4	4.2	13.0	31.6	11.6
영업이익	187	368	341	231	338	512	320	301	935	1,126	1,471
OPM	5.6	8.5	7.8	4.7	7.8	10.3	7.0	5.9	7.2	6.6	7.8
당기순이익	15	(135)	84	(545)	115	174	104	118	657	(581)	511
지배주주 순이익	(13)	(84)	(44)	(555)	(39)	(70)	(20)	24	212	(696)	(105)
두산 자체 사업											
매출액	328	340	331	310	255	295	303	334	1,236	1,309	1,187
YoY	18.7	3.7	5.1	-2.2	-22.3	-13.2	-8.4	7.9	9.3	5.9	-9.3
영업이익	37	46	33	(10)	16	23	20	17	136	106	76
OPM	11.4	13.4	10.1	-3.2	6.3	7.8	6.4	5.2	11.0	8.1	6.4
전자 (BG)											
매출액	246	253	243	208	170	210	221	229	916	950	831
디지털 (D.D)											
매출액	65	69	68	73	64	67	67	73	257	275	270
영업이익	4	7	7	(8)	3	3	2	(8)	11	9	(1)
OPM	6.6	9.4	9.5	(11.0)	4.7	3.7	3.0	(11.0)	4.1	3.4	(0.2)
두타물											
매출액	8	8	8	8	14	9	11	12	32	32	45
영업이익	3	3	2	1	8	3	4	2	12	8	18
OPM	33.5	33.2	26.5	6.1	59.1	34.4	37.4	20.0	36.9	24.6	39.0
비상장 2 사											
매출액	17	44	28	32	17	18	15	22	103	121	72
YoY	58.6	121.7	99.2	-45.6	-0.8	-58.4	-46.8	-31.6	179.8	17.4	-40.6
영업이익	(11)	(10)	(9)	(8)	(9)	(10)	(6)	(7)	(26)	(38)	(32)
OPM	-65.3	-21.9	-31.3	-25.6	-53.8	-53.4	-42.5	-31.2	적자	적자	-44.5
로보틱스											
매출액	9	14	8	14	11	15	11	20	37	45	56
DMI											
매출액	0	1	0	2	1	1	1	5	5	3	7
DLS											
매출액	7	30	20	16	6	3	3	17	62	73	29

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 두산 로보틱스의 3분기 매출액은 당사 추정치

주: 비상장2사의 1Q22 ~ 3Q23P까지는 두산 로보틱스 실적 포함

표3 두산의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	19,732	21,745	18,966	20,952	(3.9)	(3.6)
영업이익	1,560	1,781	1,471	1,702	(5.7)	(4.5)

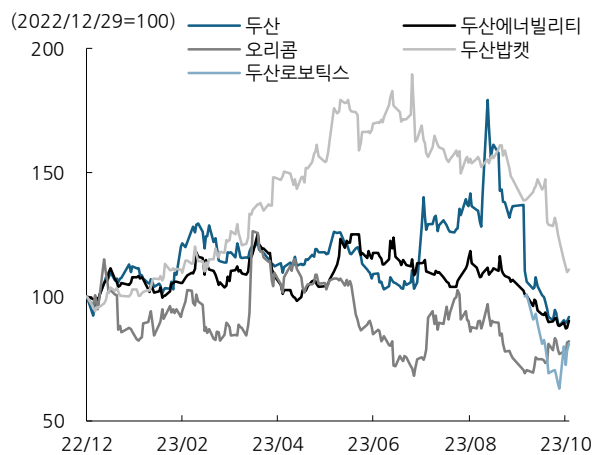
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			476	
전자	73	5	365	24F 전망치
DDI(정보통신)	0	5	1	24F 전망치
두타물	17	5	87	24F 전망치
FCP	5	5	23	24F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,395	할인율 70% 적용
두산 에너지빌리티	31%	8,910	2,718	
오리콤	61%	151	92	
두산 로보틱스	68%	2,700	1,841	
	지분율	장부가	NAV	비고
비상장사(c)			560	
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)	888			
Target NAV(a+b+c-d)	1,543			
유통 가능 보통주식 수	1,352 만주			자사주 300 만주 제외
Target Price(원)	110,000			
현재 주가(원)	76,400			
주가 상승 여력	44%			

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

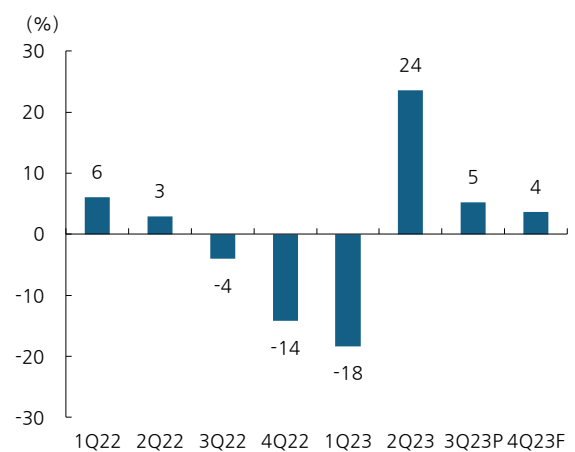
그림1 두산 및 상장 자회사 주가 YTD



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

주: 두산로보틱스는 상장일 증가 기준 100

그림2 두산 전자 (BG) 사업부 매출 QoQ 성장률



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

[두산 000150]

재무상태표						손익계산서					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	12,598	9,877	9,526	9,070	8,957	매출액	11,429	12,851	16,996	18,966	20,952
현금 및 현금성자산	2,707	2,235	2,074	1,746	1,024	매출원가	9,948	10,645	14,158	15,584	17,138
매출채권 및 기타채권	4,328	3,049	3,328	3,377	3,731	매출총이익	1,481	2,207	2,838	3,381	3,814
재고자산	2,422	2,049	2,757	2,598	2,870	판매비 및 관리비	1,501	1,286	1,712	1,910	2,111
기타	3,141	2,544	1,368	1,349	1,331	영업이익	-20	921	1,126	1,471	1,704
비유동자산	17,603	16,069	16,789	16,820	16,915	(EBITDA)	665	1,534	1,744	2,127	2,349
관계기업투자등	523	1,248	891	846	804	금융손익	-418	-403	-539	-315	-250
유형자산	6,984	5,947	6,273	6,063	5,906	이자비용	397	365	365	315	250
무형자산	8,240	7,582	7,891	7,975	8,068	관계기업등 투자손익	-17	2	-343	0	0
자산총계	30,201	25,946	26,315	25,890	25,871	기타영업외손익	-366	72	-529	-475	-373
유동부채	15,808	12,009	9,478	9,174	9,338	세전계속사업이익	-821	593	-286	681	1,081
매입채무 및 기타채무	4,071	3,503	4,431	4,427	4,891	계속사업법인세비용	2	247	211	170	270
단기금융부채	8,964	6,317	3,137	2,837	2,537	계속사업이익	-823	346	-497	511	811
기타유동부채	2,774	2,189	1,910	1,910	1,910	중단사업이익	-141	303	-84	0	0
비유동부채	6,627	5,526	6,539	6,559	6,580	당기순이익	-964	649	-581	511	811
장기금융부채	4,084	3,312	4,509	4,509	4,509	지배주주	-553	204	-696	-105	-167
기타비유동부채	2,543	2,215	2,030	2,050	2,071	총포괄이익	-1,132	699	-524	511	811
부채총계	22,435	17,536	16,018	15,733	15,917	매출총이익률 (%)	13.0	17.2	16.7	17.8	18.2
지배주주지분	1,660	2,078	1,791	1,650	1,447	영업이익률 (%)	-0.2	7.2	6.6	7.8	8.1
자본금	124	124	124	124	124	EBITDAMargin (%)	5.8	11.9	10.3	11.2	11.2
자본잉여금	1,091	1,237	1,605	1,605	1,605	당기순이익률 (%)	-8.4	5.0	-3.4	2.7	3.9
이익잉여금	1,159	1,383	669	528	326	ROA (%)	-1.9	0.7	-2.7	-0.4	-0.6
비지배주주지분(연결)	6,106	6,332	8,507	8,507	8,507	ROE (%)	-34.3	10.9	-36.0	-6.1	-10.8
자본총계	7,766	8,410	10,298	10,157	9,954	ROIC (%)	-0.1	3.5	5.8	7.6	8.7

현금흐름표						주요투자지표					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	127	722	533	475	134	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-964	649	-581	511	811	P/E	-1.5	10.0	-1.9	-9.1	-5.8
비현금수익비용가감	2,430	1,552	2,705	-140	-514	P/B	0.7	1.2	1.0	1.0	1.1
유형자산감가상각비	490	436	456	489	477	P/S	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	195	177	162	167	169	EV/EBITDA	16.2	5.6	3.9	3.2	3.1
기타현금수익비용	1,745	939	2,087	-797	-1,160	P/CF	0.8	1.1	0.8	4.4	5.5
영업활동 자산부채변동	-719	-588	-683	105	-162	배당수익률 (%)	3.8	1.7	2.4	2.6	3.3
매출채권 감소(증가)	74	-225	-508	-50	-354	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	366	-539	-683	159	-272	매출액	-36.7	12.5	32.2	11.6	10.5
매입채무 증가(감소)	-448	716	867	-4	464	영업이익	적전	흑전	22.3	30.6	15.8
기타자산, 부채변동	-710	-539	-359	0	0	세전이익	적전	흑전	적전	흑전	58.7
투자활동 현금	-343	-295	-291	-468	-520	당기순이익	적전	흑전	적전	흑전	58.7
유형자산처분(취득)	-301	-291	-665	-279	-319	EPS	적전	흑전	적전	적지	적지
무형자산 감소(증가)	-258	-229	-236	-251	-261	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-676	-52	652	63	60	부채비율	288.9	208.5	155.5	154.9	159.9
기타투자활동	892	278	-42	0	0	유동비율	79.7	82.2	100.5	98.9	95.9
재무활동 현금	1,152	-1,036	-482	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	124.7	73.6	50.5	51.7	57.1
차입금의 증가(감소)	327	-1,141	-2,418	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	-0.1	2.5	3.1	4.7	6.8
자본의 증가(감소)	-65	-24	-127	-36	-36	총차입금 (십억원)	13,048	9,629	7,646	7,346	7,046
배당금의 지급	54	21	125	36	36	순차입금 (십억원)	9,685	6,188	5,201	5,248	5,688
기타재무활동	890	129	2,063	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	867	-473	-161	-328	-722	EPS	-33,925	11,812	-42,673	-8,426	-13,154
기초현금	1,841	2,708	2,235	2,074	1,746	BPS	77,507	97,049	83,627	77,039	67,569
기말현금	2,707	2,235	2,074	1,746	1,024	SPS	533,712	600,163	793,700	885,699	978,448
NOPLAT	-15	537	816	1,103	1,278	CFPS	68,467	102,772	99,190	17,297	13,840
FCF	404	1,318	1,150	7	-386	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-10-14	담당자변경				
2022-10-14	매수	130,000	-32.9	-22.7	
2022-11-03	매수	130,000	-31.8	-22.7	
2022-11-09	매수	130,000	-31.7	-22.7	
2023-02-10	매수	140,000	-33.0	-23.4	
2023-02-13	매수	140,000	-32.7	-23.4	
2023-02-23	매수	140,000	-28.0	-23.4	
2023-03-10	매수	160,000	-40.3	-32.7	
2023-04-21	매수	160,000	-41.4	-34.5	
2023-04-28	매수	160,000	-41.5	-34.5	
2023-05-08	매수	160,000	-41.4	-34.5	
2023-06-13	매수	160,000	-43.2	-36.9	
2023-07-31	매수	150,000	-30.8	-0.6	
2023-08-01	매수	150,000	-30.8	-0.6	
2023-11-03	매수	110,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
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 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 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.