

두산로보틱스 (454910)

펀더멘탈 개선이 반영되지 않은 과도한 하락

24.2Q Review: 북미형 팔레타이징 솔루션 및 E 시리즈 매출 호조

동사는 24.2Q 매출액 144.2억원 (+ 10.1% YoY +32.5% QoQ), 영업이익 -78.7억원 (적자지속)등의 실적을 시현했다. 고금리 및 유럽 경기 회복 지연에 따라 협동 로봇 수요가 둔화되고 있음에도, 경쟁 업체와 달리 성장세를 유지했다는 점이 고무적이다. 이는 1) 북미형 팔레타이징 솔루션, 2) F&B용 E시리즈 매출 호조에 기인했으며, 24.3Q부터는 위 내용에 더해 계절성 효과에 따른 매출 증가 또한 기대되는 상황이다.

24.2Q에도 확인한 북미 협동로봇 시장 수요, 동사의 든든한 성장 동력

두산로보틱스의 24.2Q 지역별 매출액은 북미 66.3억원 (전체 매출 대비 46%, +227.4% YoY) 유럽 20.9억원 (전체 매출 대비 14%, -29.1% YoY) 국내 51.2억원 (전체 매출 대비 35%, -33.1% YoY) APAC/기타 5.8억원 (전체 매출 대비 4%, -45.2% YoY) 등으로, 24.1Q에 이어 타 시장 대비 북미 시장의 압도적인 성장세가 눈에 띈다.

24.2Q 북미 호실적의 배경은 물류 작업에 사용되는 팔레타이징 솔루션 매출 증가다. 두산로보틱스의 비즈니스 모델은 1) 로봇 팔 하드웨어만을 판매하거나, 2) 로봇 팔 하드웨어 및 이에 수반되는 소프트웨어를 턴키로 판매하는 솔루션 형태 등으로 구성된다. 로봇 팔 하드웨어만을 판매하는 구조에서는 SI업체와 마진을 나누게 되는 것과 달리, 솔루션 형태의 판매 구조에서는 동사에게 보다 더 높은 수익성이 보장된다.

2024년 기준 두산로보틱스의 북미 매출은 전체 매출 비중 40% 이상 및 전년 대비 200% 이상의 성장이 전망된다. 북미 지역은 협동로봇 수요가 강한 지역임과 동시에 제품 ASP 또한 상대적으로 높다. 두산로보틱스는 물량, 판가 측면에서 모두 매력적인 북미 시장 판매 채널을 이미 다수 확보했으며, 동사의 핵심 성장 동력이 될 전망이다.

주식매수청구권 이슈가 있으나, 시너지에 대한 과한 디스카운트는 금물

2024년 7월 11일 두산그룹은 두산밥캣을 두산로보틱스의 100% 자회사로 두는 지배구조 개편안을 공시한 바 있다. 뒤이어 7월15일 두산로보틱스와 두산밥캣의 합병 계획 또한 공시되었다. 현재 두산로보틱스-두산밥캣 합병의 가장 큰 변수는 두산에너지빌리티와 두산밥캣의 기존 주주들에게 부여된 주식매수청구권의 행사 규모다.

금번 개편안의 주식매수청구권의 상한선은 두산밥캣 1조 5,000억원, 두산에너지빌리티 6,000억원 등으로 설정되어 있다. 7/25 증가 기준 두산밥캣, 두산에너지빌리티 주가 모두 매수청구가격을 하회하고 있는 상황이지만, 이는 두산밥캣-두산로보틱스 합병을 통해 발생할 수 있는 시너지 효과에 대한 과한 디스카운트가 부여되고 있는 영향이다.

동사는 금번 실적 발표에서 두산로보틱스-두산밥캣 합병 효과가 2026년 목표 매출액 대비 50% 내외에 달할 것으로 밝혔다. 이는 두산밥캣 선진국 판매 채널 공유 및 캡티브 물량에 따른 효과이며, 두산밥캣 지게차 제품과 턴키로 공급할 수 있는 팔레타이징 솔루션 등 구체적인 사례까지 공유했다. 합병 효과의 규모는 차후 지켜봐야 하겠지만, 양사 합병의 효과를 명확한 숫자로 처음 제시했다는 점은 분명 긍정적이다.

투자의견 Buy, 목표 주가 125,000원 유지. 노이즈에 따른 과도한 하락

투자의견 Buy, 목표 주가 125,000원을 유지한다. 동사 주가는 7/11 지배 구조 개편 공시 전 대비 86%, 공시 후 고점 대비 69% 하락한 상황이다. 다만 이는 금번 개편안을 둘러싼 동사 영업 외 노이즈에 따른 영향이며, 펀더멘탈의 변동사항은 없다.

다만 위 목표주가는 합병을 통해 발생할 수 있는 2027년 순이익 증감분은 반영하지 않았으며, 목표주가 변경은 합병 진행 상황에 따라 추후에 업데이트를 할 예정이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	125,000원(유지)
증가(2024.07.25)	73,400원
상승여력	70.3%

Stock Indicator

자본금	32십억원
발행주식수	6,482만주
시가총액	4,758십억원
외국인지분율	3.8%
52주 주가	32,300~121,800원
60일평균거래량	1,130,274주
60일평균거래대금	99.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	1.7	-5.8	42.8
상대수익률	-5.8	-1.5	-15.5	40.0

Price Trend



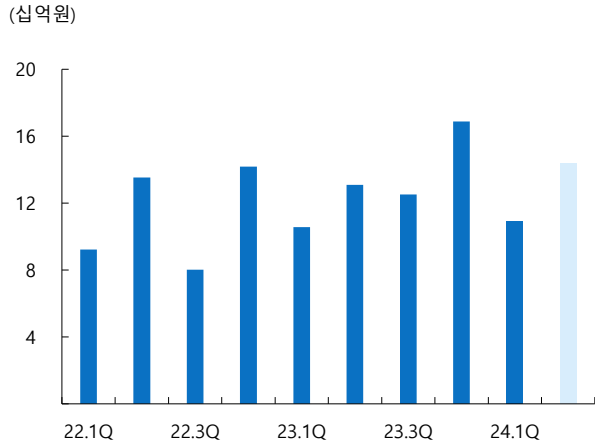
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	53	125	258	441
영업이익(십억원)	-20	2	57	134
순이익(십억원)	-16	1	43	96
EPS(원)	-253	9	658	1,481
BPS(원)	6,771	6,781	7,441	8,923
PER(배)	-	8,089.0	111.5	49.6
PBR(배)	17.1	10.8	9.9	8.2
ROE(%)	-7.5	0.1	9.3	18.1
배당수익률(%)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	939.7	67.5	29.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[AI/로보틱스]

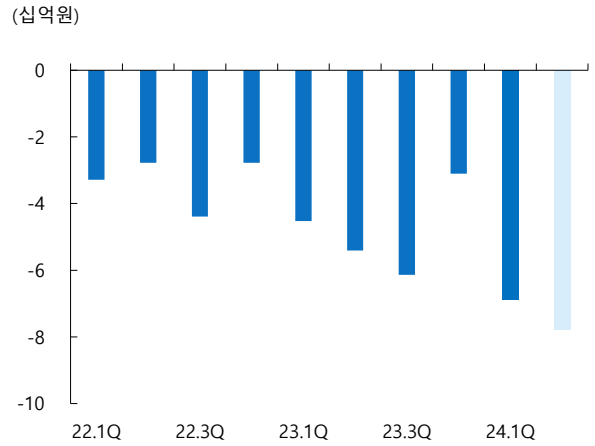
이상수 2122-9197 sang.su@hi-ib.com

그림1. 두산로보틱스 분기 매출액 추이



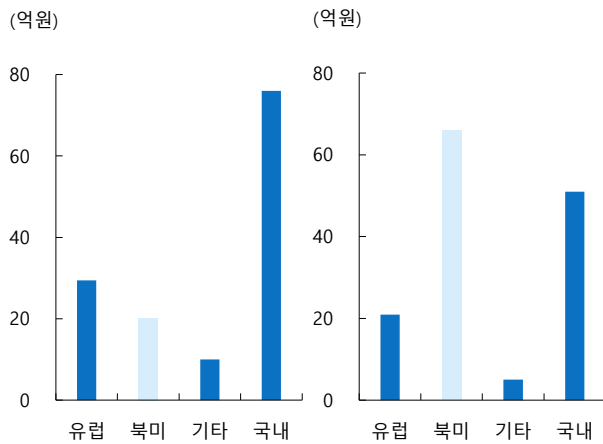
자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 두산로보틱스 분기 영업이익 추이



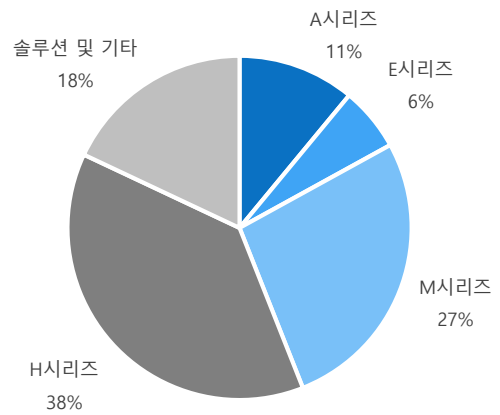
자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 좌: 23.2Q 두산로보틱스 지역별 매출액, 우: 24.2Q 두산로보틱스 지역별 매출액



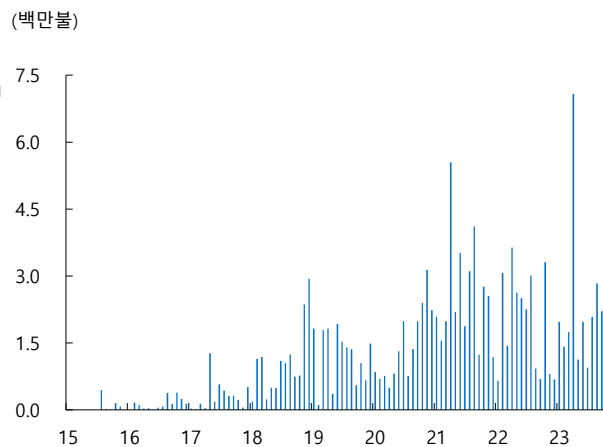
자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 두산로보틱스 2024년 반기 제품별 매출액



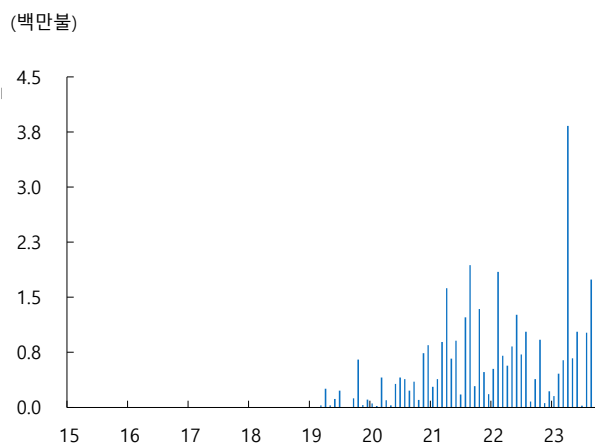
자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 경기도 수원시 산업용 로봇 수출액 추이



자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 경기도 수원시 산업용 로봇 미국향 수출액 추이

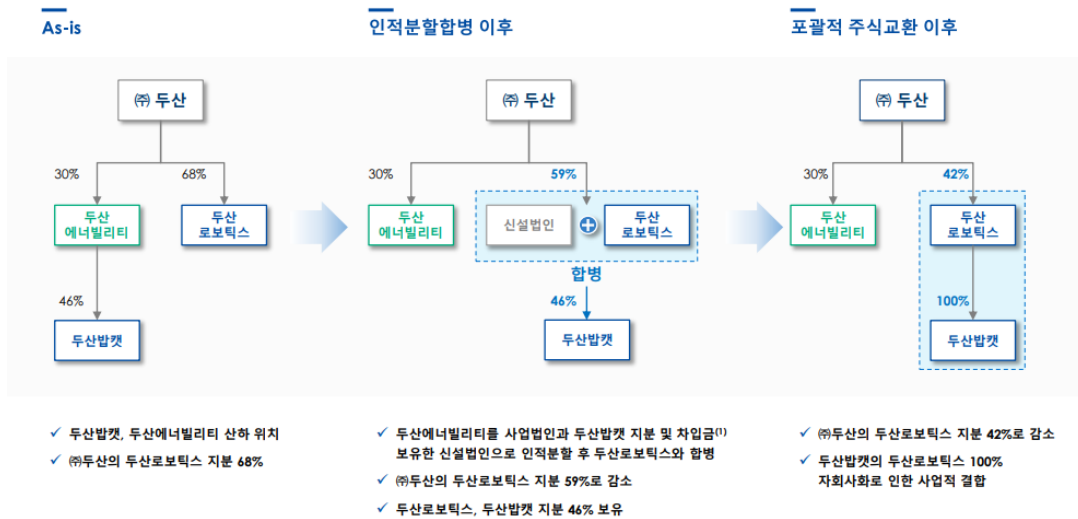


자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 두산그룹 지배구조 개편안

인적분할합병 / 포괄적 주식교환 절차

두산로보틱스와 두산밥캣의 사업적 결합을 통해 Smart Machine 사업부문 내 Synergy 극대화를 추진함



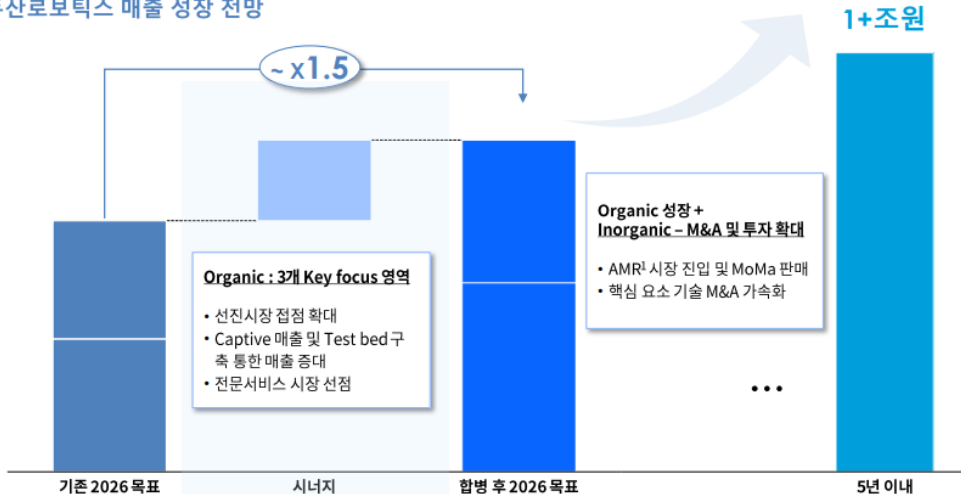
자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 두산로보틱스-두산밥캣 합병 기대 효과

결합 기대 효과

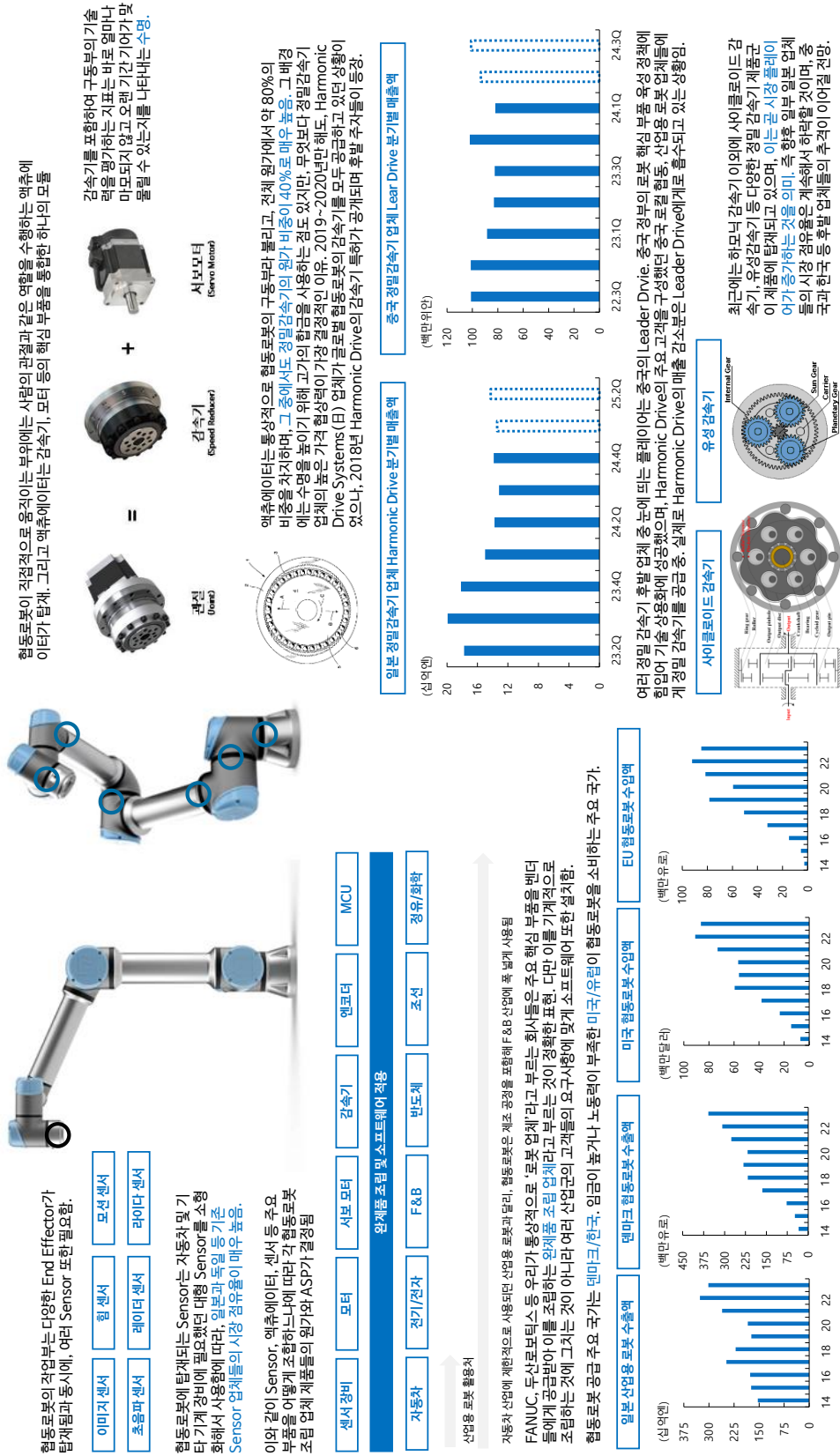
- 두산로보틱스는두산밥캣과의 합병을 통해 IPO 시점에 목표한 2026년 매출 목표 대비 ~50%의 추가 성장을 목표로 하며, 5년 이내 1조원 이상 매출 달성 목표

두산로보틱스 매출 성장 전망



자료: 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 해외로봇 모식도



일본 산업용 로봇 수출액

(십억엔)

덴마크 협동로봇 수출액

(백만 유로)

미국 협동로봇 수입액

(백만 달러)

자료: 하이투자증권 리서치본부

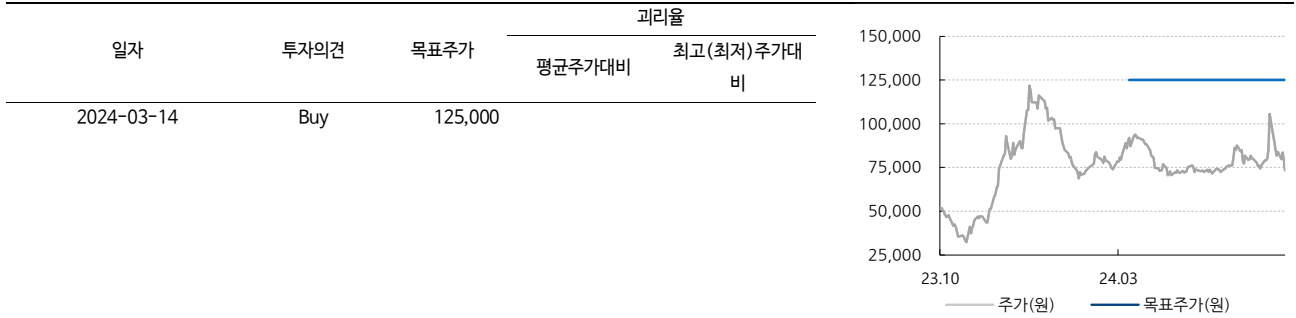
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	426	401	432	534	매출액	53	125	258	441
현금 및 현금성자산	306	191	94	8	증가율(%)	-	134.9	107.5	70.6
단기금융자산	77	115	149	209	매출원가	38	73	147	238
매출채권	24	54	110	186	매출총이익	15	52	112	203
재고자산	14	33	69	118	판매비와관리비	34	50	55	69
비유동자산	30	65	95	115	연구개발비	0	1	2	4
유형자산	8	38	62	77	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	19	24	29	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	457	467	527	648	영업이익	-20	2	57	134
유동부채	13	21	35	56	증가율(%)	-	흑전	2,555.8	134.9
매입채무	6	14	30	51	영업이익률(%)	-37.1	1.7	22.0	30.4
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	4	3	3	2
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	0	1	1	2
비유동부채	4	6	9	14	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	1	3	6	11	기타영업외손익	1	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	-16	1	54	121
부채총계	18	27	45	70	법인세비용	-	0	11	26
자배주주지분	439	440	482	578	세전계속이익률(%)	-30.9	0.6	20.9	27.5
자본금	32	32	32	32	당기순이익	-16	1	43	96
자본잉여금	506	506	506	506	순이익률(%)	-30.9	0.5	16.5	21.8
이익잉여금	-99	-98	-56	40	지배주주귀속 순이익	-16	1	43	96
기타자본항목	-1	-1	-1	-1	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-16	1	43	96
자본총계	439	440	482	578	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-28	-38	-25	12	주당지표(원)				
당기순이익	-16	1	43	96	EPS	-253	9	658	1,481
유형자산감가상각비	0	1	7	18	BPS	6,771	6,781	7,441	8,923
무형자산상각비	1	2	3	4	CFPS	-232	49	812	1,814
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-83	-77	-74	-101	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	1	-30	-32	-33	PER		7,967.8	109.8	48.8
무형자산의 처분(취득)	-8	-8	-8	-8	PBR	17.1	10.7	9.7	8.1
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	-501.1	1,472.5	89.0	39.9
재무활동 현금흐름	414	1	2	4	EV/EBITDA	-	924.7	66.5	28.8
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1	2	3	5	ROE	-7.5	0.1	9.3	18.1
자본의증감	413	-	-	-	EBITDA이익률	-34.6	3.8	25.9	35.2
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	4.0	6.2	9.3	12.1
현금및현금성자산의증감	298	-114	-98	-86	순부채비율	-86.8	-69.0	-49.1	-35.6
기초현금및현금성자산	7	306	191	94	매출채권회전율(x)	4.5	3.2	3.2	3.0
기말현금및현금성자산	306	191	94	8	재고자산회전율(x)	7.5	5.3	5.1	4.7

자료 : 두산로보틱스, 하이투자증권 리서치본부

두산로보틱스 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%