



두산 (000150)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

10년만의 대전환기. 두산그룹을 사야한다

10년의 재무적 리스크 마무리 단계 진입

지난 10년 동안 두산 그룹을 재무적으로 괴롭힌 문제는 두산건설의 부실과 이를 살리기 위한 두산그룹의 무리수에 기인했다. 채권단 관리는 그룹의 지속 가능성 관점에서 신의 한수였다고 생각한다. 오는 하반기 채권단 관리를 종업하고, 순차입금을 2.4조원으로 낮추는 것에 성공한다면 그룹의 신용등급은 높아질 수 있는 잠재력을 갖고 있다. 신용 등급 상승에 따라 단기차입을 장기차입으로 전환 시키면서 금융 비용이 축소될 수 있을 것이다. 또한 풍력, 가스터빈, 소형 원전, 수소에 대한 대응으로 향후 10년 동안의 성장에 대한 걱정은 덜어도 될 것이다.

자체 사업에 대한 재평가 전망

두산의 주주 입장에서는 향후 배당에 대한 기대도 놓치지 말고 지켜봐야 할 것이다. 채권단 관리에 들어서면서 축소된 배당은 두산의 재무적, 실적 관점에서의 체력과 비교해 봤을 때 충분히 예전 수준으로 복귀할 수 있는 잠재력을 가졌다고 보기 때문이다. CCL을 주력 제품으로 하는 전자BG, 수소 연료 전지를 생산하는 FCP, FCA 사업의 합산 가치는 1조원을 상회한다. 미래를 기대하는 관점에서는 두산이 앞으로 수취할 산업차량 매각 대금 7,500억원의 활용 방안에 대해서도 관심을 가져야 할 것이다. 로지스틱스솔루션, 로보틱스, 모빌리티이노베이션의 사업 확장이 기대된다.

적정 NAV는 3.6조원으로 평가

두산의 NAV는 3.6조원(주당 27만원)으로 평가된다. 자체사업 가치는 1.7조원, 상장사 2.9조원, 비상장사 5,500억원을 반영했다. 최종으로는 NAV에 약 50%의 할인율을 추가 적용했다. 두산의 투자 포인트는 ①NAV 할인율이 67%로 지주업종 내에서 가장 저평가되어 있다는 점, ②그룹의 신용 리스크가 해결 국면에 접어들면서 Valuation 할인율을 축소시킬 수 있다는 점, ③국내 재생에너지 및 무인화 테마의 대장주로 거듭날 수 있다는 점, ④NAV 내에서 자체 사업 가치가 절반에 육박할 정도로 높다는 점, ⑤전자와 수소 사업, 스타트업 레벨의 DLS, DMI, 로보틱스 사업에 대한 가치 평가를 더할 여지가 있다는 점이다.

| 투자의견 | BUY (I) |
|------------|--------------|
| 목표주가 | 150,000원 (I) |
| 현재주가 (6/4) | 88,100원 |
| 상승여력 | 70% |

| | |
|-------------|----------------------|
| 시기총액 | 17,692억원 |
| 총발행주식수 | 21,413,335주 |
| 60일 평균 거래대금 | 107억원 |
| 60일 평균 거래량 | 159,440주 |
| 52주 고 | 90,000원 |
| 52주 저 | 36,300원 |
| 외인지분율 | 9.76% |
| 주요주주 | 박정원 외 29 인 47.23% |

| | | | |
|----------|------|------|-------|
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 40.5 | 84.1 | 123.3 |
| 상대 | 36.5 | 72.9 | 48.3 |
| 절대(달러환산) | 41.3 | 85.5 | 143.8 |

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

| | 1Q21 | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|----------|---------|------|--------|
| 매출액 | 4,088 | -2.3 | 7.9 | - | - |
| 영업이익 | 383 | -14.3 | 흑전 | - | - |
| 세전계속사업이익 | 994 | 30.2 | 흑전 | - | - |
| 지배순이익 | 786 | 19.1 | 58.1 | - | - |
| 영업이익률 (%) | 9.4 | -1.3 %pt | +9.5%pt | - | - |
| 지배순이익률 (%) | 19.2 | +3.4 %pt | +6.1%pt | - | - |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 15,880 | 15,493 | 17,236 | 14,969 |
| 영업이익 | 1,400 | 1,089 | 1,653 | 1,645 |
| 지배순이익 | 6,338 | 1,802 | 1,171 | 1,063 |
| PER | 2.8 | 4.5 | 13.4 | 14.9 |
| PBR | 0.8 | 0.3 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 15.8 | 14.7 | 11.6 | 11.3 |
| ROE | 28.5 | 7.5 | 4.4 | 3.9 |

자료: 유안타증권

Contents

| | |
|----------------------------------|----|
| 좋은 주식 후보 ‘두산’ | 03 |
| 두산중공업發 재무 위험에 대한 평가 | 04 |
| - 위기의 시작 | 05 |
| - 채권단 관리 | 07 |
| - 빠르게 전개된 자구 노력과 채권단 관리 조기 출입 | 08 |
| - 두산중공업의 흑자 기조 유지가 관건 | 09 |
| - 두산건설은 문제 없는가? | 10 |
| 자체 사업에 대한 검증 | 13 |
| - 전자BG | 13 |
| - 수소 | 16 |
| - 신사업(로지스틱스 솔루션/로보틱스/모빌리티 이노베이션) | 18 |
| 목표주가 15만원 제시. 상향에 대한 포텐셜도 보유 | 22 |
| 10년 만에 그룹의 전환점을 맞이할 것 | 24 |

좋은 주식 후보 '두산'

이남우 교수의 저서 '좋은 주식 나쁜 주식'에서는 주식 유형을 크게 4가지(①좋은 기업 & 좋은 주식, ②좋은 기업 & 나쁜 주식, ③나쁜 기업 & 좋은 주식, ④나쁜 기업 & 나쁜 주식)로 분류하고 있다. 여기서 투자자들이 주목해야 하는 주식은 ①과 ③일 것이다. 펀드매니저에게 두산이라는 그룹에 대해 물으면 대체로 상처를 크게 입은 회사라는 평가가 일반적이었다. 그런 반응이 당연할 것이다. 2019년까지 주당 5,200원의 분기 배당을 지급하던 회사가 경영 관리 목적의 채권단 관리(‘20년 4월)에 들어서면서 배당 축소, 주가 하락을 피할 수 없었기 때문이다.

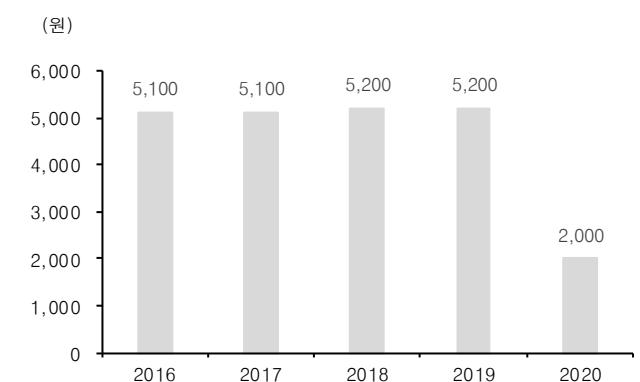
두산 그룹의 현재 모습은 ‘좋은 회사’라고 할 수는 없을지 몰라도 ‘좋은 주식’임에는 틀림이 없어 보인다. 주가 하락에 따른 가격 매력이 높아졌고, 그룹의 재무적 위험은 축소되고 있는 것으로 평가된다. 두산의 자체 사업 가치만으로도 두산의 시가총액은 저평가된 것으로 해석된다. 이남우 교수는 ‘나쁜 기업, 좋은 주식’을 위험하지만 대박을 터트릴 수 있는 주식으로 분류하고 있다. 특히 나쁜 기업에서 좋은 기업으로 진화하는 과정이 동반된다면, 투자자들이 취할 수 있는 수익률은 일반적인 수준을 뛰어 넘게 된다.

[그림 1] 두산 주가와 Event



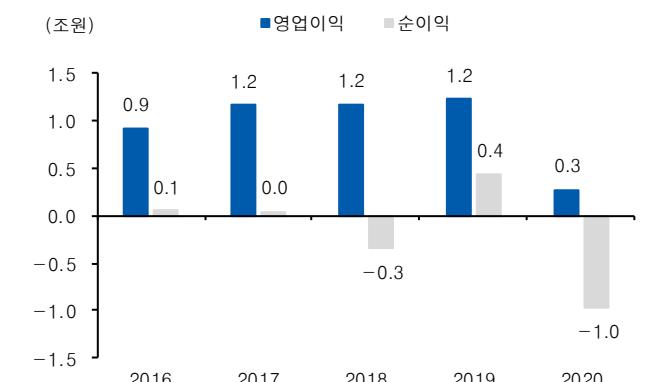
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 두산 DPS 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 두산 연결 영업이익 & 순이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

두산중공업發 재무 위험에 대한 평가

무엇보다 투자자들이 가장 궁금해하는 부분은 두산 그룹의 재무 위험에 대한 평가이다. 우선 신용평가사의 두산 그룹에 대한 평가를 살펴 보자.

NICE신용평가는 두산에 대해 BBB/Stable 등급을 부여했다. 2020년 12월 29일 발간한 보고서를 통해 계열 관련 추가적인 부담이 제한적인 점과 자체 재무구조 개선, 안정적 사업실적 유지 전망 등을 감안하여, 신용등급 불확실 검토 등급감시 대상에서 제외하고 장기신용등급 전망에 Stable을 부여했다고 밝혔다. 두산중공업에 대해서는 차입 부담 완화와 재무적 융통성이 예상됨에도 불구하고, 사업안정화 및 현금흐름 개선에 대한 불확실성이 존재하고 있다고 평가하며 BBB- 등급을 부여했다. 한국신용평가는 약화된 사업기반과 취약한 재무구조, 자구성과의 불확실성을 반영하여 두산중공업의 장기신용등급을 BBB-로 하향 조정하고, 부정적 전망을 부여했다. 두산중공업의 재무위험을 공유하고 있는 두산의 장기 신용등급에 대해서도 BBB로 하향 조정했다. 한국기업평가에서는 두산에 대해 BBB, 두산중공업에 대해서는 BBB-의 평가 의견을 제시하고 있다. 한기평의 두산에 대한 등급 평가는 2019년 2월 A-에서 BBB+로 한단계 낮췄고, 2020년 6월에는 BBB로 낮춘 바 있다. 두산중공업에 대한 평가는 2018년 1월 A-에서 BBB+로 낮췄고, 이후 2019년 2월 BBB, 2020년 6월 BBB-로 낮춘 바 있다. 사실상 두산중공업의 채권 등급은 투기 등급이며, 두산의 경우에도 투자 가능 등급 가운데 가장 낮은 평가를 받고 있는 셈이다.

[표 1] 주요 신평사의 두산과 두산중공업에 대한 신용평가 의견

| 기업 | 평가기관 | 등급/Outlook | 평가일 | 평가의견 |
|-------|-----------|------------|------------|--|
| 두산 | NICE 신용평가 | BBB/안정적 | 2021.05.18 | <ul style="list-style-type: none"> - 다각화된 사업구성과 양호한 경쟁지위에 기반한 사업안정성 - 우수한 영업수익성 - 주요 사업부문 매각에 따른 현금 창출력 저하 - 대규모 현금 유입에 따른 양호한 재무안전성 유지 전망 - 관계사 관련 잠재적 지원 부담 |
| | 한국신용평가 | BBB/안정적 | 2021.05.18 | <ul style="list-style-type: none"> - 자체 영업기반 축소에도 양호한 수익성과 재무구조 유지 전망 - 그룹 경영개선안이 상당부분 진행됨에 따라, 두산중공업 계열에 대한 지원부담 완화 - 두산중공업의 사업 및 재무위험 변화 등에 따른 계열 영향은 지속 모니터링 필요 |
| | 한국기업평가 | BBB/부정적 | 2021.05.17 | <ul style="list-style-type: none"> - 사업안정성 양호, 사업포트폴리오 약화 - 재무구조 개선방안 진행으로 차입금 감소 전망 - 두산중공업과의 높은 재무적 통합도 - 그룹 재무부담 일부 완화 |
| 두산중공업 | NICE 신용평가 | BBB-/불확실검토 | 2020.06.15 | <ul style="list-style-type: none"> - 국내 독점적 발전설비 제조기업으로서의 사업경쟁력 보유 - 수주기반 약화로 인한 사업실적 둔화, 경영정상화 계획 이행 등에 따른 단기 수익성 저하 - 현금창출력 대비 높은 차입부담 - 보유 자산을 활용한 대체자금 조달능력 |
| | 한국신용평가 | BBB-/부정적 | 2020.06.24 | <ul style="list-style-type: none"> - 실적 부진이 심화된 가운데, 중단기적으로 저조한 실적흐름 지속 전망 - 과중한 재무부담 지속, 차환부담 여전히 높은 수준 - 진행 중인 그룹 경영 개선안의 성과와 그 시기에는 불확실성 존재 |
| | 한국기업평가 | BBB-/부정적 | 2020.06.29 | <ul style="list-style-type: none"> - 사업기반 약화, 실적 부진 지속 전망 - 재무안전성 저하 |

자료: 유안티증권 리서치센터

위기의 시작

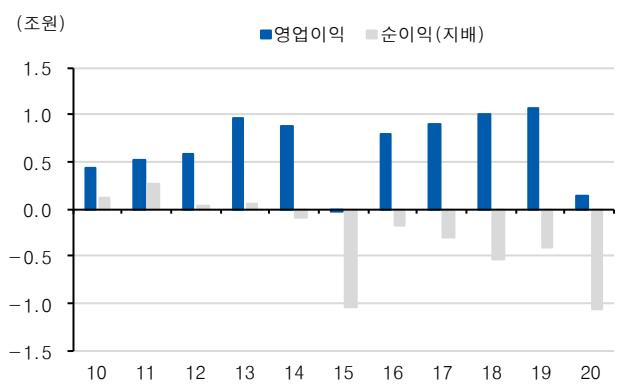
두산 그룹 유동성 위기의 원인 제공자는 두산인프라코어의 무리한 두산밥캣 인수(2007년)와 2011년부터 시작된 두산건설의 실적 부진이었다. 2007년 진행된 두산밥캣 인수대금은 49억 달러에 달했으나, 이 가운데 80%는 차입을 통해 조달했다. 두산건설은 2009년 일산 위브더제니스의 미분양을 시작으로 적자 행진을 이어나갔다. 2011년~2020년까지 누적 영업이익 적자 규모는 6,109억원, 지배주주 순이익 적자 규모는 2.93조원에 달했다. 두산중공업은 그룹의 중간 지주회사 역할을 떠맡아, 매년 1조원 대의 영업이익을 기록하면서 두산건설의 대규모 적자를 방어하는 역할을 해줬다. 그러나 지속된 두산건설에 대한 지원과 에너지 전환에 대한 늦은 대응으로 인해 ‘20년 영업이익마저 급감하면서 결국 2020년 3월에서 6월에 걸쳐 산업은행과 수출입은행으로부터 3조원의 여신을 제공 받기에 이르렀다.

[표 2] 두산중공업 & 두산건설 2009년 이후 유상증자 내역

| 구분 | 신주 교부/상장일 | 발행형태 | 주식의 종류 | 수량 (주) | 자금조달규모 (억원) | 주당발행가액 (원) |
|-------|------------|--|-------------------|--|-----------------------|-------------------------|
| 두산중공업 | 2013-09-12 | 제3자배정(두산) | 보통주 | 300,689 | 126 | 41,950 |
| | 2014-12-15 | 제3자배정(KDB 트리니티디 HIC 외) | 상환전환우선주 | 13,203,540 | 3,730 | 28,250 |
| | 2019-05-28 | 주주배정 | 보통주 | 85,000,000 | 4,718 | 5,550 |
| | 2020-12-24 | 주주배정 | 보통주 | 121,495,330 | 12,125 | 9,980 |
| 두산건설 | 2011-07-07 | 주주배정 실권주 제3자배정(우리사주) | 보통주 보통주 | 46,754,026 13,245,974 | 2,338 662 | 5,000 5,000 |
| | 2013-04-29 | 제3자배정(두산중공업) 주주배정 실권주 제3자배정(두산중공업) | 보통주 보통주 보통주 | 211,708,624 136,399,475 30,267,192 | 5,716 3,192 708 | 2,700 2,340 2,340 |
| | 2013-12-31 | 제3자배정(해피투모로우 제10차) | 상환전환우선주 | 22,727,272 | 4,000 | 17,600 |
| | 2016-08-27 | 제3자배정(두산엔진) | 전환우선주 | 4,689,057 | 253 | 5,386 |
| | 2019-05-23 | 주주배정 | 보통주 | 251,331,059 | 3,154 | 1,255 |

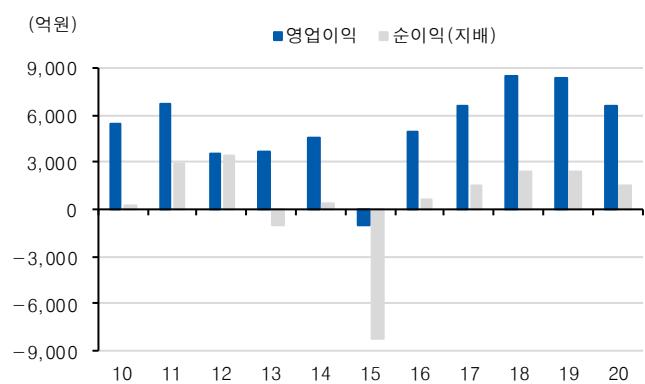
자료: 유안티증권 리서치센터

[그림 4] 두산중공업 영업이익 & 지배주주 순이익



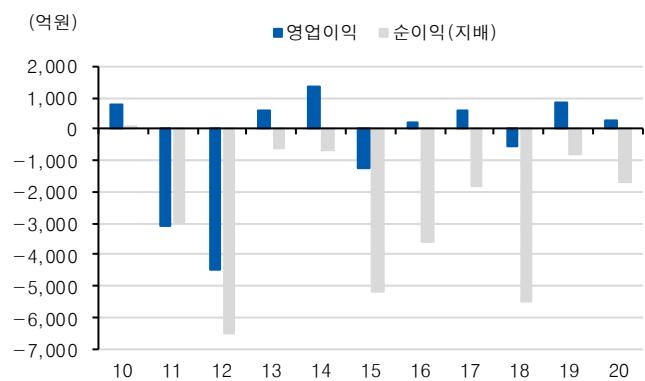
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 두산인프라코어 영업이익 & 지배주주 순이익



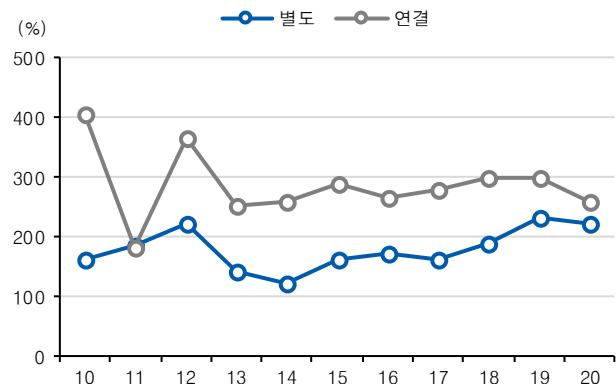
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 두산건설 영업이익 & 지배주주 순이익



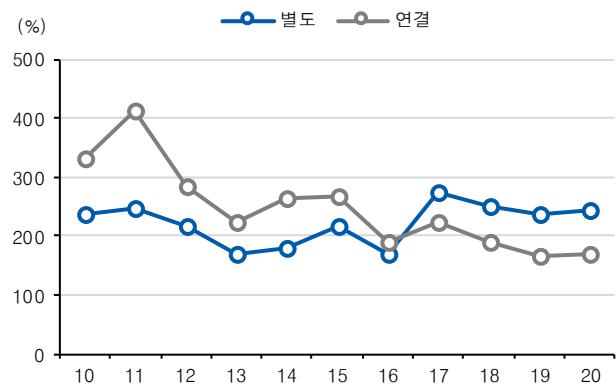
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 두산중공업 부채비율 (별도 / 연결)



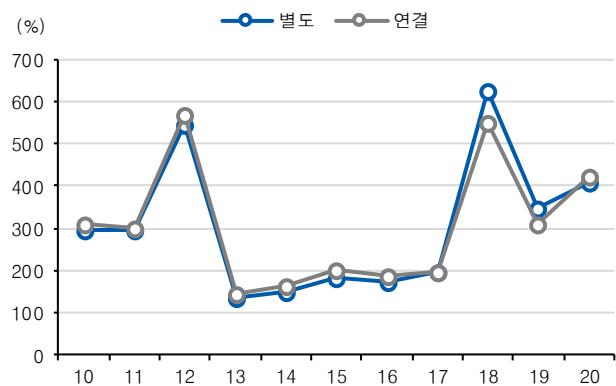
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 두산인프라코어 부채비율 (별도 / 연결)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 두산건설 부채비율 (별도 / 연결)



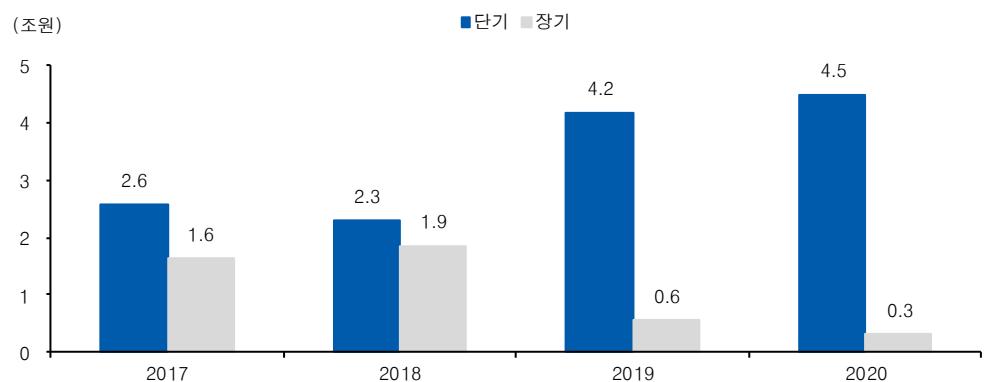
자료: 유안타증권 리서치센터

채권단 관리

두산중공업의 '19년 말 단기차입금 규모는 4.18조원으로 전년 대비 약 2배 가까이 확대됐다. COVID-19로 인해 경색된 자금 시장 분위기까지 겹치면서 2020년 3월과 6월에 산업은행과 수출입은행으로부터 3조원의 금융지원을 받았다. 2020년 6월에는 국책은행과 재무구조 개선 계획 이행을 위한 약정을 체결했다. 동 약정서에는 당사, (주)두산 및 박정원 외 특수관계인이 비핵심 자산의 매각 등을 포함한 자구 노력을 통하여 3조원 이상의 자금을 마련하여 국책은행에 채무를 상환하기로 한다는 내용이 포함되어 있었다.

두산중공업의 재무 상태에 대한 우려는 ①차입의 90% 이상이 일년 이내에 상환해야 하는 단기 차입으로 구성되어 있다는 점, ②석탄 & 원자력 중심의 사업 환경 악화로 인해 영업이익이 급감 했고, 영업이익으로 순금융비용조차도 커버하지 못했다는 점, ③두산은 두산중공업의 산업은행 차입 약정 관련 3조원의 담보를 제공하고 있다는 점에 기인한다. 그룹의 중간지주회사 격인 두산중공업의 부실은 회사의 문제가 아닌 그룹의 문제로 비화될 수 있으며, 3조원에 달하는 담보 제공으로 인해 (주)두산의 신용 위기로까지 번질 수 있다는 점에 투자자들은 주목했다.

[그림 10] 두산중공업의 단기 & 장기차입금 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 국책은행의 금융지원

(단위: 억원)

| 여신제공일 | 여신한도 | 비고 |
|-----------|--------|-------|
| '20.03.30 | 10,000 | 산업은행 |
| '20.04.29 | 8,000 | 수출입은행 |
| '20.06.10 | 12,000 | |

자료: 두산

빠르게 전개된 자구 노력과 채권단 관리 조기 졸업

두산중공업의 자구 노력은 구조조정, 자산매각, 특수관계인 증여, 유상증자 등으로 복합되었으며, 총 3.92조원의 구조조정 효과를 기대할 수 있다. (주)두산도 재무구조 개선을 위한 자산 매각에 적극적으로 나섰으며, 매각 규모는 총 2.31조원에 달한다. 여기서 확보된 자금을 활용하여 두산 중공업 유상증자에 참여했다.

이를 통해 국책은행으로 빌린 차입금 중 1.5조원을 이미 상환했고, 남은 차입금 잔액은 1.54조원이다. 두산중공업에 따르면 인프라코어 매각 대금 수취 및 인프라코어 자산 Co. 합병(21.07.01 예정)을 통해 약 1.2조원의 현금을 확보하게 되며, 기타 자산 매각을 더해 국책은행 관련 차입을 3Q21 중으로 전량 상환할 계획이다. 물론 국책은행 차입금 상환 이후에도 '20년과 같이 대규모 당기순손실에 의한 자본 유실을 막아야 하고, 투자자금에 대한 관리도 필요하다.

하지만 채권단 관리에서 벗어나게 되면, (주)두산과 두산중공업의 신용 등급은 한단계 상승할 가능성이 있다. 두산중공업의 크레딧레이팅은 투기등급인 BBB- 등급이나, 회사의 계획대로 ①혹자 기조 유지, ②채권단 관리 조기 졸업, ③순차입금 규모 축소(4.4조원 → 2.4조원)가 달성되면 '22년 중으로 투자 가능 등급인 BBB+로 올라설 가능성도 있다. 이렇게 되면 평균 발행 금리는 7.7%대에서 5.3%대로 낮아지게 된다. 차입금 축소 & 채권 발행금리 인하가 동반될 경우 연간 순금융비용은 3,401억원 → 1,274억원으로 급감하게 된다. 상당히 공격적인 가정이 전제된 계산이지만, 사업적인 안정성만 확보되면 현실성이 아예 없는 것은 아니다.

[표 4] 두산중공업 재무구조 개선 실적

| 구분 | 시점 | 진행 및 경과 | 재무적 Impact |
|-------------|---------|-------------------------------------|------------------------------------|
| 구조조정 | ~'20.12 | 구조조정 과정에서 일회성 비용 1,837억원 발생 | 연간 영업이익 1,800억원 이상 개선 |
| 클럽모우 매각 | '20.05 | 매각(1,850억원) 완료 및 국책은행 차입금 상환 | 차입금 1,245억원 감소 |
| 두산퓨얼셀 지분 수증 | '20.11 | 특수관계인으로부터 1,276만주 무상 수증 | 자본 6,005억원 증가 |
| 유상증자 | '20.12 | 유상증자(12,125억원) 및 국책은행 차입금 상환 | 자본 12,125억원 증가. 차입금 1.2조원 감소 |
| 현물출자 | '21.04 | 두산 보유 두산퓨얼셀 지분 현물 출자(5,442억원 자본 확충) | 자본 5,442억원 증가 |
| 인프라코어 지분 매각 | '21.1H | 매각 진행 중(8,500억원) | 매각대금 8,500억원. 자산 Co. 현금 3,507억원 유입 |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] (주)두산의 재무구조 개선 실적

| 대상 | 거래상대방 | 금액 (억원) | 단계 |
|---------|----------|---------|----|
| 두산솔루스 | 스카이레이크 | 2,382 | 완료 |
| 두산타워 | 마스턴자산운용 | 8,000 | 완료 |
| 산업차량 BG | 두산밥캣 | 7,500 | 완료 |
| 모트롤 BG | 소시어스-웰투시 | 4,530 | 완료 |
| 네오플렉스 | 신한은행 | 730 | 완료 |
| 소계 | | 23,142 | |

자료: 유안타증권 리서치센터

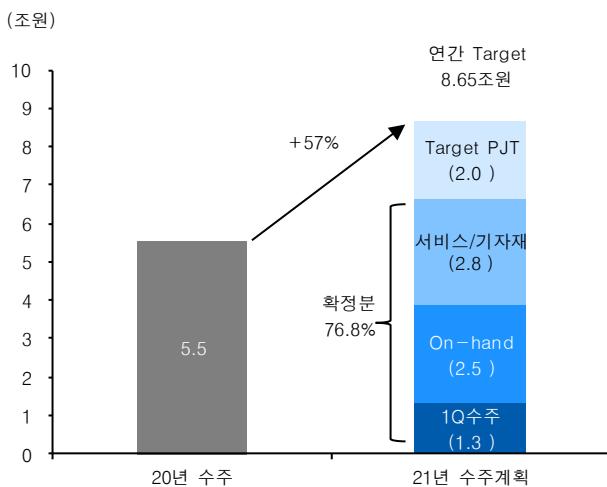
두산중공업의 흑자 기조 유지가 관건

두산중공업 측에서는 고정비 감소를 통해 영업이익을 창출할 수 있는 연간 수주액의 마지노선을 5조원으로 제시했다. '21년의 연간 수주 목표는 8.65조원이며, 이미 6.64조원(목표의 76.8%) 확정된 상태임을 확인했다. 물론 이러한 목표 달성이 중기적으로 이어지기 위해서는 기존사업(석탄, 담수, 건설, 국내원자력)을 대체하는 재생에너지 사업 전환이 성공적으로 이뤄져야 할 것이다. 두산중공업은 재생에너지 사업 비중을 '21년 28% → '25년 62%로 높이겠다는 계획을 발표했다.

영업외단에서는 차입금 축소 & 신용등급 개선을 통한 순금융비용 부담 완화(*회사측은 연간 800억원 절감 목표)를 기대하고 있다. 또한 '20년에는 두산건설 손상차손 7,391억원, Doosan Power India 손상차손 3,314억원 등 출자자산에서만 9,923억원의 손상차손을 기록했다. '21년에는 해당 부문에 대한 기저 효과가 예상된다. 두산밥캣 PRS 계약은 주당 26,450원(1,018만주)으로 이뤄졌으며, 두산밥캣의 주가 상승에 따라 관련 파생상품차익도 대규모로 기대된다.

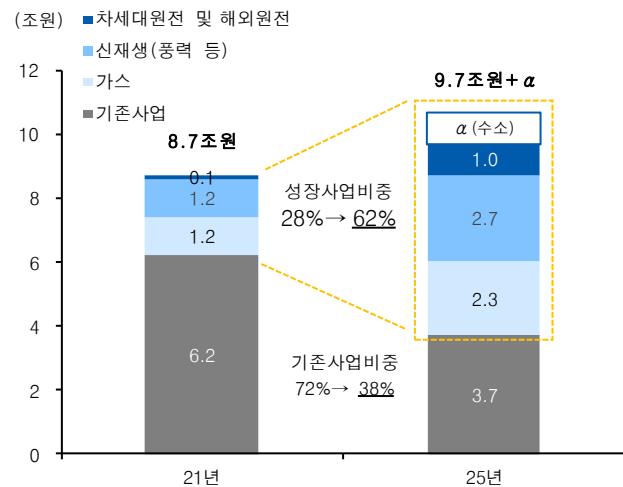
두산중공업의 중공업 부문(두산중공업 별도+해외자회사+두산메카텍) 1Q21 매출액은 전년 대비 소폭 감소한 1.22조원을 기록했으나, 영업이익은 전년 대비 흑자전환한 585억원을 기록했다. 두산밥캣 PRS 관련 파생상품이익이 반영되면서 순이익도 970억원으로 흑자전환했다. '21년 연간 목표는 매출액 5.89조원('20년 5.29조원), 영업이익 2,212억원('20년 -5,446억원)이다.

[그림 11] 두산중공업의 '21년 수주 계획



자료: 두산중공업

[그림 12] 두산중공업의 수주 비중 변화 전망



자료: 두산중공업

두산건설은 문제 없는가?

두산건설은 기본적으로 매각 대상으로 분류된 계열사이다. 두산건설 매각을 위해 ‘20년에만 두 차례 분할을 단행하면서 두산건설의 자산 클린화 작업에 나섰다.

① 2020년 6월 15일 두산건설은 물적분할을 통해 △경기 일산 위브 더 제니스스퀘어 상가 분양 사업, △경기 포천 칸리조트 개발사업, △인천 학익 두산위브 분양사업, △충남 공주 신관동 주 상복합 개발사업 등을 승계한 벨류그로스를 설립했다. 감사보고서(‘20년)에 따르면 벨류그로스의 자산총계는 2,660억원, 부채총계는 846억원, 자본총계는 1,813억원이다. 벨류그로스의 대손 충당금은 매출채권의 절반 가까이 잡혀 있을 정도로 회수 가능성이 높지 않은 자산이 주로 벨류그로스로 이전됐다고 볼 수 있다. 즉, 벨류그로스 법인에 대한 물적분할을 통해 두산건설의 자산 클린화 과정을 진행한 것이다.

[표 6] 벨류그로스의 대손충당금 현황

(단위: 억원)

| 계정과목 | 채권액 | 대손충당금 | 장부금액 |
|------|-------|--------|--------|
| 유동 | 매출채권 | 1,880 | -994 |
| | 미수금 | 67 | -67 |
| | 단기대여금 | 327 | -91 |
| 소계 | 2,274 | -1,152 | 1,122 |
| 비유동 | 장기대여금 | 2,786 | -1,329 |
| 소계 | 2,786 | -1,329 | 1,456 |
| 합계 | 5,060 | -2,481 | 2,579 |

자료: 벨류그로스 감사보고서

② 2020년 11월 2일 두산건설은 벨류웍스(두산건설 보유 지분 60.9%)와 두산중공업 베트남 하이퐁 법인(100%)에 대한 투자사업 부문을 인적분할하여 두산메카텍에 흡수 합병한다고 공시했다. 다음은 신설 투자사업부문의 재무제표이다. 투자사업부문으로 자산을 넘기는 동시에 1,209억원의 부채를 동시에 이전하면서 존속 두산건설의 부채 부담을 다소 낮췄다고 볼 수 있다.

[표 7] 신설투자사업 부문 재무제표

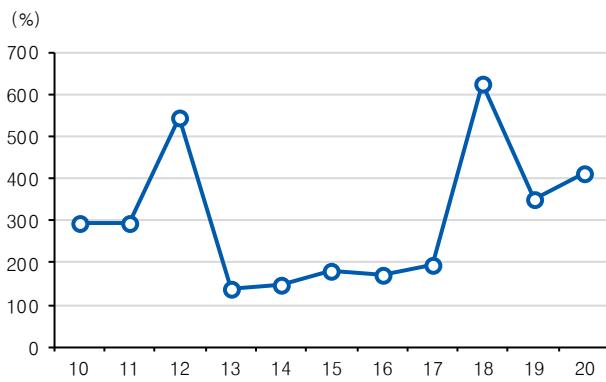
(단위: 억원)

| 계정 | 장부 금액 |
|---------------|-------|
| 자산 | 1,519 |
| 비유동자산 | 1,519 |
| 종속기업 및 관계기업투자 | 1,519 |
| 부채 | 1,209 |
| 유동부채 | 1,209 |
| 단기차입금 | 670 |
| 유동화채무 | 400 |
| 자본 | 310 |

자료: 두산건설 감사보고서

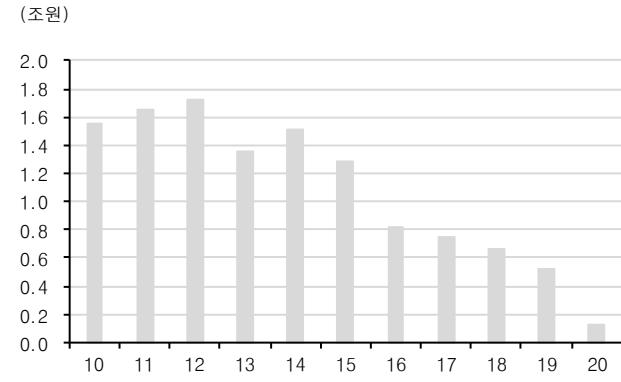
두산건설의 부채비율은 411%(별도 기준, 2020년)로 산업 평균과 비교 시 높은 수준이다. 다만 순차입금은 1,221억원으로 절대 규모는 크지 않다. 자산 매각, 기업분할 등을 통해 19년의 5,165억원에서 큰 폭으로 절감 시킨 결과이다. 하지만 대부분의 차입금의 69%가 단기 차입인 점, 대손충당금 외에도 추가 부실 가능성에 노출되어 있다는 점에서 여전히 두산건설에 대한 재무적 우려는 제거될 수 없다고 판단된다.

[그림 13] 두산건설의 부채비율 추이 (별도 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 두산건설의 순차입금 추이 (별도 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 두산건설의 대손충당금 현황

(단위: 억원)

| 구분 | | 채권액 | 대손충당금 | 장부금액 |
|-----|-------|--------|---------|-------|
| 유동 | 매출채권 | 7,449 | -6,722 | 727 |
| | 미청구공사 | 2,333 | -234 | 2,098 |
| | 미수금 | 1,230 | -630 | 600 |
| | 단기대여금 | 1,355 | -764 | 591 |
| | 기타 | 814 | -613 | 200 |
| 소계 | | 13,180 | -8,964 | 4,216 |
| 비유동 | 매출채권 | 1 | -1 | - |
| | 장기대여금 | 6,281 | -5,150 | 1,132 |
| | 보증금 | 360 | -2 | 358 |
| 소계 | | 6,642 | -5,152 | 1,489 |
| 합계 | | 19,822 | -14,116 | 5,706 |

자료: 두산건설 감사보고서

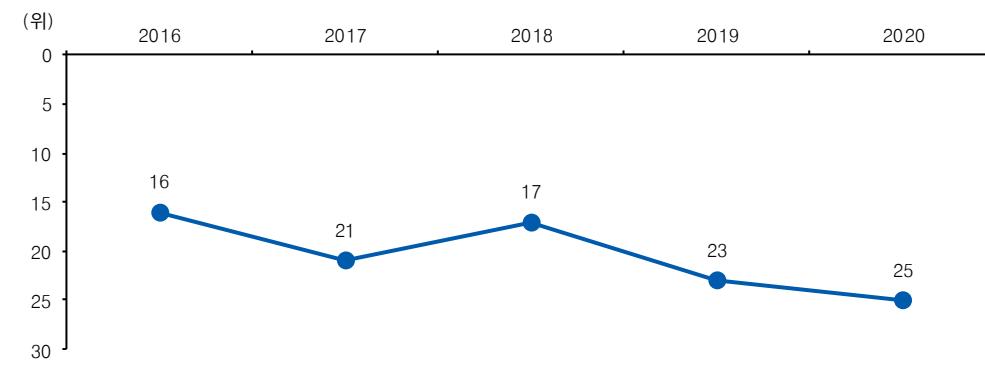
특히 2010년 두산메카텍과의 합병을 시작으로 3차례 이상의 유상증자를 통한 지원 이력이 있는 두산 그룹 입장에서는 두산건설의 재무 문제에 대한 해결이 여전히 중요한 상황이다. 따라서 두 산증공업의 채권단 관리 출입, 흑자 기조 유지 등의 해결점에도 불구하고, 두산건설은 어떤 형태로든 두산건설에 대한 매각 의사 결정을 최대한 빨리 내리는 결단이 필요해 보인다. 두산건설에 대한 처리만 완료되면, 두산 그룹의 재무적 위험에 대한 투자자의 우려가 완전히 제거될 수 있을 것으로 전망된다. 두산증공업은 IR을 통해 두산건설의 매각 가능성을 내비친 바 있다. 관련 이슈에 대해서는 지속적으로 업데이트 하겠다.

[표 9] 두산 그룹의 두산건설 지원 현황 (단위: 억원)

| 연도 | 내용 | 두산 | 두산증공업 | 두산인프라코어 | 기타 | 계 |
|-----|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 16년 | 분당 토지 | 256 | 399 | 160 | 144 | 959 |
| | 두산큐벡스 지분 | 332 | 365 | 276 | 107 | 1,080 |
| | HRSG 사업부 | | | | 253 | 253 |
| | CPE 사업부 | 1,172 | | | | 1,172 |
| | 소계 | 1,760 | 764 | 436 | 504 | 3,464 |
| 17년 | 분당 토지 | 76 | 339 | 74 | 73 | 562 |
| | 밸류웍스 주식 | 800 | | | | 800 |
| | DLI 지분 매각 | | | | 174 | 174 |
| | 큐벡스 주식 매각 | | | | 305 | 305 |
| | 소계 | 876 | 339 | 74 | 552 | 1,841 |
| 19년 | 유상증자 | | 3,000 | | | 3,000 |
| | 소계 | 0 | 3,000 | 0 | 0 | 3,000 |
| | 합계 | 2,636 | 4,103 | 510 | 1,056 | 8,305 |

자료: 한국기업평가 보고서 참조

[그림 15] 두산건설의 시공능력 평가



자료: 대한건설협회

자체 사업에 대한 검증

(주)두산의 자체 사업은 전자BG, 정보통신BG, 유통, 수소 부문으로 구분할 수 있다. 스타트업 레벨의 사업은 크게 3가지로 두산모빌리티이노베이션, 두산로보틱스, 두산로지스틱스솔루션이다.

전자 BG

전자BG의 핵심 사업은 동박적층판(CCL)이다. CCL은 구리로 만든 적층판으로 반도체 및 전자제품에 들어가는 인쇄회로기판(PCB)의 핵심 소재다. 전방 산업은 휴대폰, 반도체 메모리, 통신 장비이며, 국내 CCL 주요 제조사로는 두산, LG화학, 한국카본 등이 있다. CCL의 소재로는 동박, 글래스 패브릭, 레진이 사용된다. 레진은 전기적 특성이 좋지만 기계적 강도가 충분하지 않고, 온도에 의한 치수 변화가 금속의 10배 정도로 크다는 결점이 있다. 까다로운 물성으로 인해 레진 배합비가 그 회사의 노하우이자 경쟁력이다. 주요 고객사는 삼성, 애플, 화웨이, 샤프, 오포, 비보 등이며 ‘15년 이후로는 통신장비 시장에 적극적으로 대응하며 시스코, 아리스타, 쥬니퍼, 아마존 등에 제품을 공급하고 있다. CCL 시장 내에서 High-end 시장(*반도체, 5G, FCCL용) 규모는 연 2.5조원~3조원으로 알려져 있다. 해당 시장 내에서 두산은 2016년 이후로 점유율 1위를 달성하고 있다.

전자BG 부문의 2020년 매출액은 8,161억원(+4.3% YoY)을 기록했다. 두산 자체 실적의 30.7%(매출액), 영업이익 기준으로는 약 30~45% 사이로 추정된다. 1Q21에도 전자사업은 성장세를 보여주고 있다. 1Q21 매출액은 2,047억원(+4.1% YoY)을 기록했다.

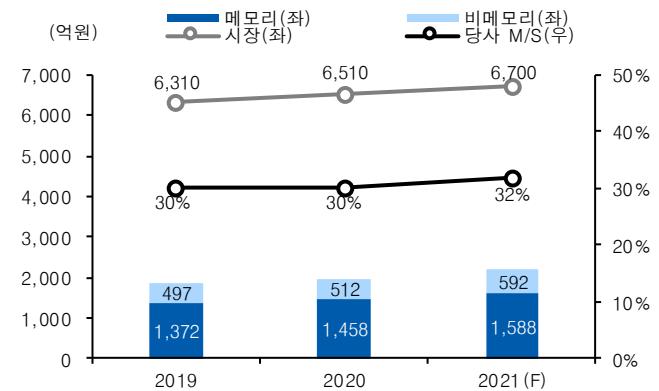
올해 상반기 매출 목표는 전년 동기 대비 7.2% 증가한 4,310억원이다. 반도체용 소재에서 1,970억원(‘20년) → 2,180억원(‘21년), 통신장비 소재 부문에서 1,254억원(‘20년) → 1,790억원(‘21년) 매출을 목표로 하고 있다. 금년 목표는 매출액 8,600억원이다. 중장기(2025년) 매출 목표는 2.1조원이며, 기존사업(CCL)에서 1.15조원, 신규사업(디스플레이, 전기차, 에너지 소재)에서 9,500억원 매출액을 목표로 하고 있다.

[그림 16] 두산 자체 사업 주요 추진 전략

| | |
|---------------------|--|
| Display/5G용 제품 등 | <ul style="list-style-type: none"> · 투명PI(커버 윈도우용 Poly Imide 필름) Application 확대 · 국내 : 태블릿/TV 등 중대형 Display 신규 진입 · 중화권 스마트폰 Set사 승인 및 양산 · 신호의 음영지역 해소를 위해 필요한 5G 안테나 모듈 사업의 필수 부품 제조 등 신규 사업 추진 검토 |
| 전기차용 소재 | <ul style="list-style-type: none"> · 전기차 배터리용 Flat Cable 일본 완성차向(T사) 물량 확대 및 Global 완성차向 (B/V사) 신규 진입 · 도어/루프/스마트 Seat/5G 안테나 용 케이블 신규 진입 |
| 에너지 소재 | <ul style="list-style-type: none"> · 연료전지 전극 Capa. 확대 및 핵심 원자재 이원화로 사업 경쟁력 강화 · 정부 수소 경제 Roadmap 대응하여 Biz. 영역 확대 |

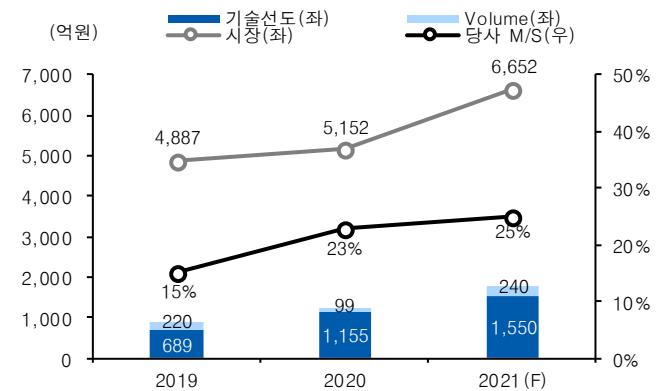
자료: 두산, 유안티증권 리서치센터

[그림 17] 반도체용 소재 매출 목표



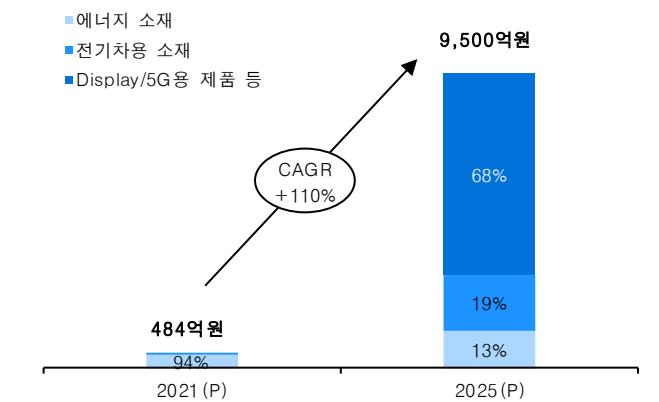
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 통신장비 소재 매출 목표



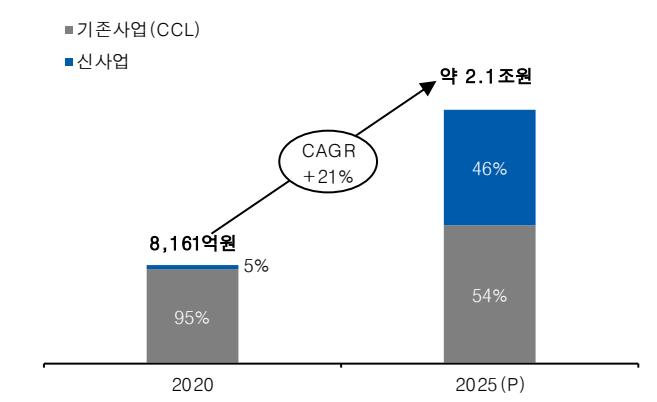
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 전자BG 신사업 추진 목표



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 전자BG 중장기 매출 목표



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

해당 시장 내에서 비교 대상 기업으로는 대만의 TUC(Taiwan Union Technology)가 있다. TUC 매출액과 영업이익 규모는 두산의 전자BG에 비해 약 20% 적은 수준을 기록하고 있다. TUC가 제시한 매출 전망은 두산 전자BG가 제시한 매출 전망 수치와 비슷한 궤적을 보이고 있다. 지난 4월에는 CCL 가격을 15~20% 수준으로 높인 것으로 언론에 보도된 바 있다. TUC 시가총액은 약 1~1.2조원 내외에서 형성되어 있다. P/E는 약 18배 수준에서 거래되고 있다. 이를 토대로 전자BG 부문의 기대 시가총액은 1조원 이상으로 측정할 수 있을 것이다.

[표 10] TUC 실적 및 Valuation

| (M\$), 배, % | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 567 | 613 | 785 | 874 | 1,018 |
| 영업이익 | 70 | 77 | 109 | 142 | 161 |
| 지배순이익 | 57 | 60 | 86 | 111 | 149 |
| P/E | 21.4 | 18.1 | 10.9 | 8.4 | 6.2 |
| P/B | 3.9 | 2.9 | 2.3 | 2.0 | — |
| ROE | 19.2 | 16.8 | 21.3 | 25.6 | — |
| EV/EBITDA | 14.8 | 11.1 | 6.3 | 5.0 | 3.8 |
| P/S | 2.1 | 1.8 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주) 21~23년 실적 및 지표는 Bloomberg 컨센서스 기준

[그림 21] TUC 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

수소

두산의 수소 사업은 북미 법인인 FCA, 국내 법인인 FCP에서 영위하고 있다. 두산은 미국의 인산형 연료전지 원천 기술을 보유한 Clear Edge Power 인수(2014년), 고분자전해질 연료 전지 원천 기술을 보유한 퓨얼셀파워(2014년) 인수를 통해 수소 사업에 진출했으며, 북미 법인은 FCA, 국내 법인은 FCP로 이름을 바꿔서 두산이 100%를 소유한 법인 형태로 두산에 소속되어 있다. FCP는 가정용, 소형 연료전지, FCA는 발전용, 건물용 수소 연료 전지를 생산한다. 두산퓨얼셀은 2019년 10월에 두산으로부터 인적 분할 상장되었으나, FCA와 FCP는 두산에 그대로 남아 있는 것이다.

수소 연료 전지 시장의 성장에 따라 FCA와 FCP는 2020년 영업이익의 흑자전환에 성공했다. FCA의 2020년 매출액은 2,400억원, 영업이익은 85억원, FCP의 매출액은 440억원, 영업이익은 45억원을 기록한 것으로 파악된다. 1Q21 실적은 다소 부진(FCA 매출액 435억원, 영업이익 -27억원, FCP 매출액 37억원, 영업이익 -6억원)했으나, 계절적 영향에 따른 결과이다. 2021년 목표는 FCA 매출액 2,000억원, 영업이익 80억원, FCP 매출액 550억원, 영업이익 50억원 수준이다. FCA의 '21년 매출액 전망이 20년에 비해 줄어들 것으로 전망하는 이유는 FCA의 '20년 매출액 중 70~80%가 국내향이었으나, 올해는 두산퓨얼셀의 증설로 인해 국내향 매출액이 다소 줄어들 것으로 전망하기 때문이다. FCA와 FCP의 2021년 매출 및 영업이익 목표는 두산퓨얼셀 실적 전망의 절반 수준이다. 두산퓨얼셀의 시가총액은 2.8조원에 달한다.

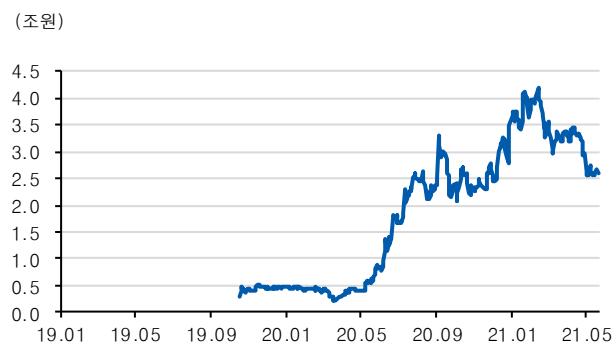
Bloom Energy와 두산퓨얼셀의 2022년 P/E는 각각 128.5배, 65.3배에 달한다. 수소 연료 전지 시장의 성장성에 대해서는 이미 시장에서 높은 멀티플을 통해 인정하는 것이다. 두산퓨얼셀과는 독립적으로 시장에서 파이를 가져가고 있는 FCA, FCP의 사업 가치에 대해서도 주목도가 높아질 것으로 전망된다. 경쟁사 멀티플 적용 시 해당 법인의 시장 가치는 5,000억원 이상이다.

[표 11] 두산퓨얼셀 실적 및 Valuation

| (억원, 배, %) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 2,212 | 4,618 | 5,080 | 8,393 | 13,028 |
| 영업이익 | 195 | 260 | 320 | 668 | 1,218 |
| 지배순이익 | 119 | 142 | 194 | 504 | 924 |
| P/E | 12.2 | 141.8 | 169.8 | 65.3 | 35.6 |
| P/B | 3.5 | 4.4 | 5.8 | 5.4 | 4.7 |
| ROE | 7.1 | 4.2 | 3.6 | 8.5 | 14.0 |
| EV/EBITDA | 28.1 | 123.6 | 63.2 | 32.6 | 18.6 |
| P/S | 0.7 | 4.4 | 6.5 | 3.9 | 2.5 |

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주) 21~23년 실적 및 지표는 FnGuide 컨센서스 기준

[그림 22] 두산퓨얼셀 시가총액 추이



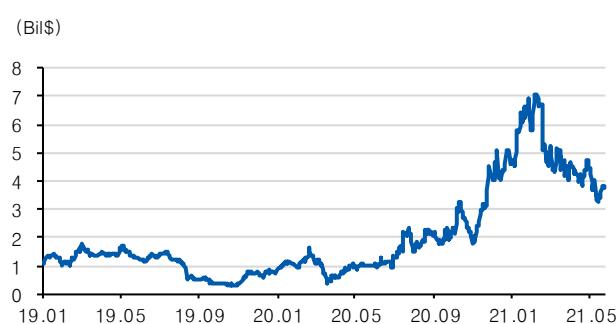
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 12] Bloom Energy 실적 및 Valuation

| (Mil\$, 배, %) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 785 | 794 | 975 | 1,222 | 1,546 |
| 영업이익 | -233 | -81 | -29 | 23 | 99 |
| 지배순이익 | -304 | -158 | -44 | 17 | 90 |
| P/E | - | - | - | 128.5 | 37.0 |
| P/B | - | 61.1 | 19.3 | 15.7 | 11.6 |
| ROE | - | - | -34.9 | 16.9 | 69.1 |
| EV/EBITDA | - | - | 49.6 | 28.8 | 17.7 |
| P/S | 1.1 | 5.0 | 3.9 | 3.1 | 2.4 |

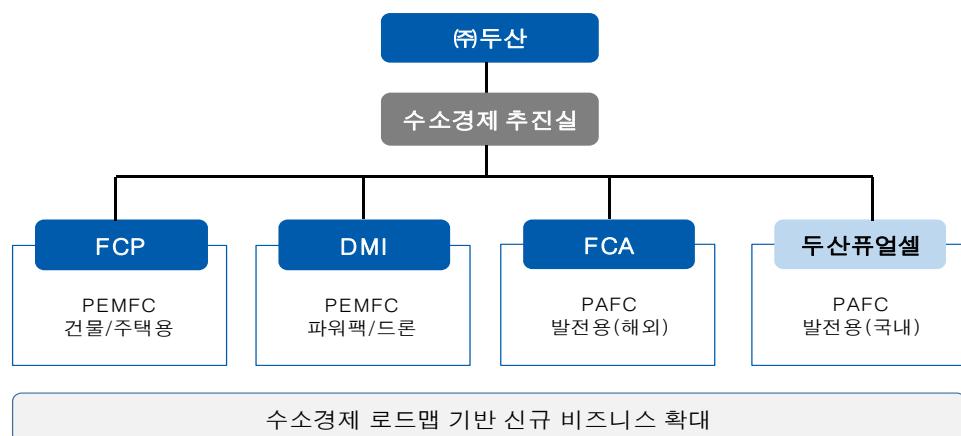
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주) 21~23년 실적 및 지표는 Bloomberg 컨센서스 기준

[그림 23] Bloom Energy 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 두산그룹의 수소 관련 사업 주체



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

신사업(로지스틱스 솔루션/로보틱스/모빌리티 이노베이션)

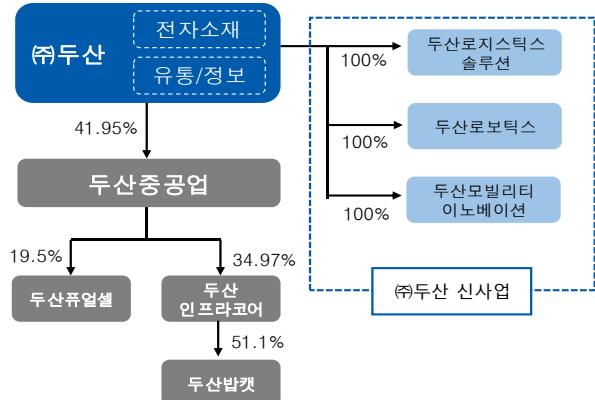
스타트업 레벨의 사업으로 로지스틱스 솔루션, 로보틱스, 모빌리티 이노베이션 법인이 있다.

로지스틱스 솔루션(DLS) : 두산은 2019년 5월 물류자동화 법인인 두산로지스틱스솔루션을 설립하고, 동시에 삼오물류정보를 인수하여 현재의 사업 형태를 완성했다. 회사의 설명에 의하면 물류 센터 내 제품 입고, 이동, 저장, 반출 등 모든 물류 과정을 제어하고 관리하는 물류 자동화 솔루션(하드웨어 & 소프트웨어)을 제공한다. 동선 최소화를 위한 레이아웃 설계, Sorter, Sorter Management System 등이 주요 공급 제품이다. 이커머스, 중대형 물류 창고 운영 업체 등 300 개 이상의 고객사, 2,000건 이상의 프로젝트 경험이 있다. 국내 우정사업본부, CJ대한통운, 한국 DHL, 태국의 PTTCG 등을 고객사로 확보했으며, 금년 4월에는 베트남 우정총공사의 1.5만평 규모 다낭 물류 센터에 Sorting 시스템을 공급하기도 했다. DLS의 2020년 매출액은 143억원, 2021년 매출 목표는 550억원이다. 1Q21 매출액은 전년 동기 대비 114% 성장한 50억원을 기록했으며, 상반기 200억원 수준의 매출액이 전망된다.

로보틱스 : 국내에서 제조용 로봇 시장은 현대로보틱스, 한화정밀기계, 두산로보틱스가 선점한 것으로 알려져 있다. 두산로보틱스는 2015년 설립되어 자체 기술로 개발된 10종의 협동 로봇을 출시했다. 지난 2017년 말에는 연간 1만대 규모의 생산시설을 준공했다. 두산의 CSR 보고서에 따르면 두산로보틱스의 협동로봇은 다양한 공정에 적용할 수 있는 작업반경(900~1,700mm)과 가반중량(6~15kg)의 제품 라인업을 보유하고 있으며, 주로 전자, 자동차, 건설, 물류업 분야에서 활용될 것으로 전망된다. 두산로보틱스의 2020년 매출액은 202억원, 2021년 매출 목표는 446 억원이다. 1Q21 매출액은 신제품 H-Series 영향으로 전년 동기 대비 61.7% 성장한 55억원을 기록했다.

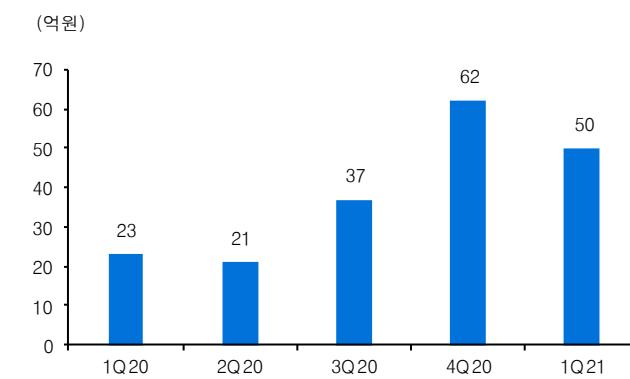
모빌리티이노베이션(DMI) : (주)두산은 2016년 100% 자회사로 두산모빌리티이노베이션(DMI)를 설립했다. DMI 는 산업용 드론과 드론용 연료전지 파워팩 개발을 담당하는 곳이다. 2시간 이상 비행이 가능한 2kW급 연료전지 파워팩이 DMI의 대표 제품이다 DMI의 연료전지는 수소를 에너지원으로 사용한다. DMI에 따르면 배터리 방식에 비해 에너지 밀도가 3~4배 높은 것으로 주장하고 있으며, 배터리 방식의 드론에 비해 약 3~4배 장시간 비행(약 2시간)이 가능하다. DMI의 사업 전략은 ①기존 산업용 드론(DJI M600 등)에 DMI의 수소연료전지팩인 DP30을 탑재할 수 있게 설계하고, ②기존 산업용 드론에 비해 성능이 향상된 드론을 출시하는 것이다. DMI의 2세대 수소 드론인 DS30W 는 2시간 이상의 장거리 비행(60km 순회 비행 가능)이 가능하고, 고도 1600M 이상까지 비행할 수 있다는 장점을 보유하고 있다. 특히 내풍 가능 최대 풍속이 15 m/s 까지 견딜 수 있게 설계되어 아웃도어 환경에서 활용도를 높이고 있다. DMI는 2023년 말까지 40kg 까지 탑재가 가능한 카고 드론을 개발할 계획이다. DMI의 2020년 매출액은 25억 원, 2021년 매출 목표는 48억원이다. 1Q21 매출액은 2.1억원을 기록했으며, 2Q에는 10.6억원의 매출액이 전망된다.

[그림 25] 두산의 신사업 담당 자회사



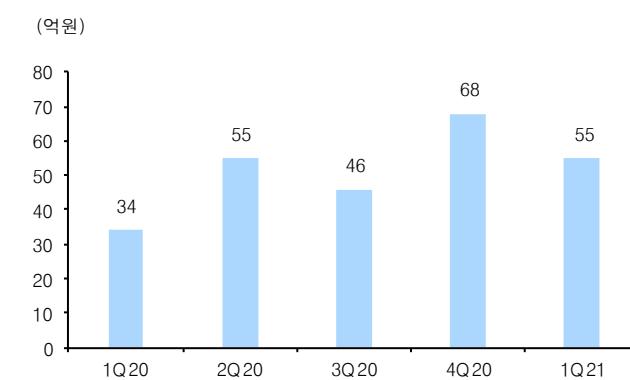
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 두산로지스틱스솔루션 매출 추이



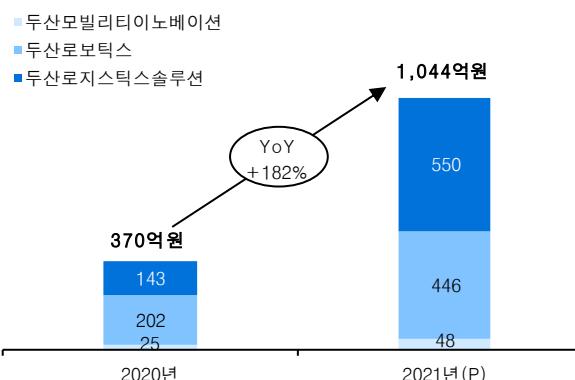
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 29] 두산로보틱스 매출 추이



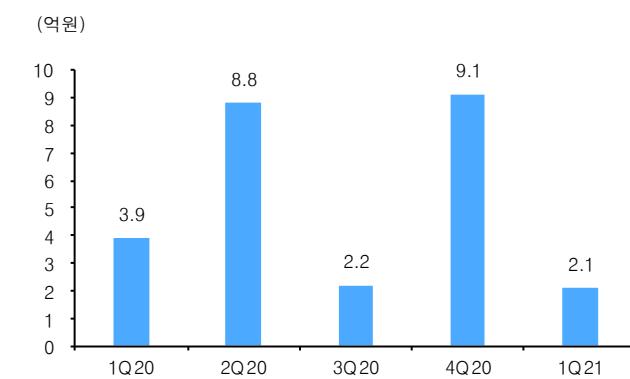
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 신사업 법인의 2021년 매출 전망



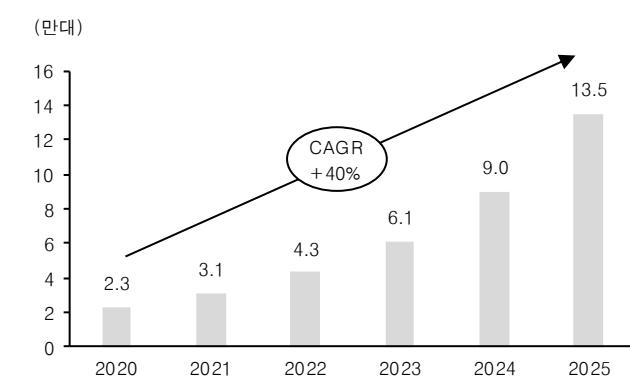
자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 두산모빌리티이노베이션 매출 추이



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 30] 글로벌 협동 로봇 시장 전망



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 31] DLS의 자동화 솔루션



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 33] DS30



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 32] 두산로보틱스의 협동로봇



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[그림 34] DP30 파워팩



자료: 두산, 유안타증권 리서치센터

[표 13] DMI DS30 사양

| 항목 | 사양 |
|-----------|--|
| 정격 출력 | 2.6kW |
| 시스템 무게 | 21kg (10.8L 수소 용기 포함) / 20kg (7L 수소 용기 포함) |
| 페이로드 | 5Kg |
| 비행시간 | 120분(페이로드 제외) |
| 크기(LxWxH) | 2600 x 2600 x 796mm |
| 최대 이륙 무게 | 24.9kgf |
| 수소 용기 | 10.8/7L |
| 작동온도 | 0 to 35 °C |

자료: 두산

[표 14] DMI DP30 사양

| 항목 | 사양 |
|-------------|-------------------|
| 정격 출력 | 2.6kW |
| 중량(수소용기 포함) | 12.35kg |
| 무게(스택) | 3.4kg (1.7kg x 2) |
| 크기(LxWxH) | 613 x 590 x 290mm |
| 수소 압력 | 0 ~ 350bar |
| 작동온도 | 0 to 35 °C |

자료: 두산

[표 15] DJI M600 Pro 사양

| 항목 | 사양 |
|-----------------------------|---------------------------------------|
| 크기 | 1668 mm × 1518 mm × 727 mm (랜딩 기어 포함) |
| 무게 (TB47S 배터리 6개 포함) | 9.5 kg |
| 최대 이륙 무게 | 15.5 kg |
| 내풍 가능 최대 풍속 | 8 m/s |
| 최대 속도 | 65 km/h (바람이 없을 때) |
| 최대 실용 상승 한도 (해발 고도) | 2500 m |
| 호버링 시간* (TB47S 배터리 6개 탑재 시) | 탑재하중 0kg: 32 분, 탑재하중 6kg: 16분 |
| 작동 온도 | -10° ~ 40° C |

자료: DJI

목표주가 15만원 제시. 상향에 대한 포텐셜도 보유

두산의 NAV는 3.6조원(주당 27만원)으로 평가된다. 자체사업 가치는 1.7조원, 상장사 2.9조원, 비상장사 5,500억원(*투자자산에 대해서는 30% 할인 적용), 순차입금 9,049억원(*산업차량 매각대금 7,500억원 미반영)이다. NAV에서 두산중공업 비중은 52% 수준이다. 자체사업 가치 1.7조원은 전자사업 9,600억원, 수소 2,450억원, 브랜드 2,020억원 등으로 각각 측정된 값이다.

두산의 투자 포인트는 ①NAV 할인율이 67%로 지주업종 내에서 가장 저평가되어 있다는 점, ②그룹의 신용 리스크가 해결 국면에 접어들면서 Valuation 할인율을 축소시킬 수 있다는 점, ③그룹의 포트폴리오가 소형 원전, 차세대 가스터빈, 풍력, 수소, UAM, 물류 자동화 등으로 국내 재생에너지 및 무인화 테마의 대장주로 거듭날 수 있다는 점, ④NAV 내에서 자체 사업 가치가 절반에 육박할 정도로 높다는 점, ⑤전자와 수소 사업, 스타트업 레벨의 DLS, DMI, 로보틱스 사업에 대한 가치 평가를 더할 여지가 있다는 점이다.

실적 추정은 별도 기준으로 진행했다. 이유는 연결 실적 추정에 있어 핵심 변수인 두산중공업에 대한 실적 전망에 어려움이 있었기 때문이다. Fnguide에서도 두산중공업에 대한 실적 전망 데이터는 존재하지 않는다. 하지만 두산에 대한 가치 평가 과정에서 문제가 되지는 않는 것으로 판단했다. 두산중공업에 대해서는 시가 평가를 통해 NAV에 반영했고, (주)두산이 지급하는 배당의 원천이 되는 실적은 별도 실적에 기반하기 때문이다. 불확실성에 노출된 두산중공업의 실적 보다는 (주)두산의 자체 실적에 대한 검증이 중요한 것으로 판단했다.

[표 16] 두산 자체사업 가치 측정

(단위: 억원)

| 자체사업 | Value |
|------|--------|
| 전자 | 9,600 |
| 정보통신 | 2,160 |
| 두타몰 | 1,040 |
| 수소 | 2,450 |
| 브랜드 | 2,020 |
| 합계 | 17,270 |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 17] 두산 NAV

(단위: 억원, 원)

| 항목 | 지분율 | 시가총액/장부가 | Value | 비고 |
|-----------|-------|----------|---------|-----------------------------|
| 상장사 | | | 29,445 | |
| 두산중공업 | 49.5% | 58,511 | 28,940 | 1개월 평균 시가총액 활용 |
| 오리콤 | 61.6% | 821 | 505 | |
| 비상장사 | | | 5,533 | |
| 부동산 | | | 3,587 | 투자부동산 |
| 자체사업가치 | | | 17,000 | 로열티 가치 2,000억원/자체사업가치 1.5조원 |
| 순차입금 | | | 9,049 | 1Q21 기준(개별) |
| 주식수(백만주) | | | 14 | 자사주 제외 |
| NAV | | | 36,022 | 투자자산 30% 할인. 부동산 30% 할인 |
| 주당 NAV(원) | | | 266,399 | |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 18] 두산 자체사업 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21E | 3Q21E | 4Q21E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 전자 | 1,967 | 2,053 | 2,237 | 1,905 | 2,047 | 2,156 | 2,326 | 2,000 |
| 산업차량 | 2,140 | 1,966 | 1,861 | 2,103 | 2,211 | 2,025 | — | — |
| 모트롤 | 1,458 | 1,901 | 1,305 | — | — | — | — | — |
| 정보통신 | 593 | 604 | 575 | 601 | 589 | 616 | 587 | 613 |
| 두타몰 | 118 | 111 | 109 | 74 | 91 | 112 | 110 | 74 |
| 기타 | 496 | 713 | 359 | 1,292 | 472 | 763 | 384 | 1,382 |
| 매출액 | 6,772 | 7,348 | 6,446 | 5,975 | 5,410 | 5,671 | 3,407 | 4,070 |
| 영업이익 | 565 | 706 | 563 | 344 | 437 | 592 | 452 | 227 |

자료: 유안타증권 리서치센터

주) 1Q20~3Q20 실적은 모트롤 부문 매각 이전 기준

10년 만에 그룹의 전환점을 맞이할 것

다시 논의의 원점으로 돌아가보자. (주)두산의 주가는 최근 원전 테마에 편승하여, 단기 급등을 시현한 상태이다. 자료를 작성하는 중간에 주가가 급등하여 필자로서는 아쉬움이 남지만, 재무 위험에 직면했던 한 그룹의 회생 과정을 지켜보며 앞으로 수년 간 이어질 회생의 발걸음을 바로 옆에서 지켜보는 과정이 더욱 기대된다.

단기에 급등한 주가가 아니라 사업적인 성과가 더욱 중요하다. 오는 하반기 채권단 관리를 출입하고, 두산중공업에서 공언한대로 순차입금을 4.4조원에서 2.4조원으로 낮추는 것에 성공한다면 그룹의 신용등급은 충분히 높아질 수 있는 잠재력을 갖고 있다. 차입금 규모가 축소되고, 신용 등급 상승에 따라 단기차입을 장기차입으로 전환 시키는 과정에서 금융 비용이 축소될 수 있을 것이다. 한편으로는 기존의 대형 원전, 석탄 중심의 구경제에서 풍력, 가스터빈, 소형 원전, 수소 등의 신경제로 전환에만 성공한다면 향후 10년 동안의 성장에 대한 걱정은 덜어도 될 것이다.

지난 10년 동안 두산 그룹을 재무적으로 괴롭힌 문제는 다양한 원인에 기인하지 않았다. 두산건설의 부실과 이를 살리기 위한 두산그룹 경영진의 고집이 문제의 핵심이었을 뿐이다. 그런 점에서 2020년에 벌어진 채권단 관리 및 자구안 선택은 그룹의 지속 가능성 관점에서 신의 한수였다고 생각한다. 타의라고 할지라도 2020년에 이뤄진 그룹의 구조조정은 재무적 관점에서 상당한 영향력을 미칠 수 있기 때문이다. 또한 현 정부의 재생에너지 전환 정책도 큰 도움이 됐다. 두산중공업의 주가 상승에 따라 유상증자를 성공적으로 마칠 수 있었고, 이는 2022년 이후 두산중공업의 실적 전환에도 중요한 거름 역할을 할 것으로 전망된다.

두산의 주주 입장에서는 향후 배당에 대한 기대도 놓치지 말고 지켜봐야 할 것이다. 채권단 관리에 들어서면서 축소된 배당은 두산의 재무적, 실적 관점에서의 체력과 비교해 봤을 때 충분히 예전 수준으로 복귀할 수 있는 잠재력을 가졌다고 보기 때문이다. 무려 27명에 달하는 특수관계인 입장에서도 배당은 굉장히 중요한 소득원일 것이다.

미래를 기대하는 관점에서는 두산이 앞으로 수취할 산업차량 매각 대금 7,500억원의 활용 방안에 대해서도 관심을 가져야 할 것이다. 이미 스타트업 레벨의 3가지 사업을 영위하고 있지만, 이 사업을 더 확장시키거나 혹은 또 다른 성장 사업에 투자할 수 있는 기회가 있을 것으로 전망된다.

목표주가 15만원은 시가총액 기준으로는 2.4조원 수준이다. 비싸 보이는가? 한국 에너지 산업의 전환 과정에 투자하면서 배당 수취의 기회까지 얻을 수 있는 기회라는 관점에서는 전혀 그렇게 느껴지지 않는다.

Key Chart

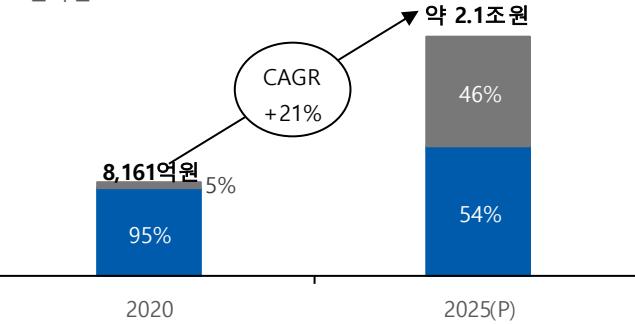
두산 주가와 Event



자료: 유안타증권 리서치센터

전자BG 중장기 매출 목표

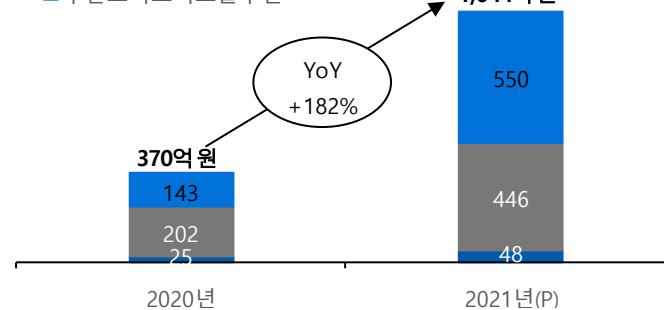
■ 기존사업(CCL)
■ 신사업



자료: 유안타증권 리서치센터

신사업 법인의 2021년 매출 전망

■ 두산모빌리티이노베이션
■ 두산로보틱스
■ 두산로지스틱스솔루션



자료: 유안타증권 리서치센터

두산 (000150) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

| 순익계산서 | | (단위: 억원) | | | | |
|-------------|--------|----------|--------|--------|--------|-------|
| 결산 (12월) | | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
| 매출액 | 15,880 | 15,493 | 17,236 | 14,969 | 15,499 | |
| 매출원가 | 12,229 | 12,105 | 13,840 | 12,115 | 12,557 | |
| 매출총이익 | 3,651 | 3,388 | 3,396 | 2,854 | 2,942 | |
| 판관비 | 2,251 | 2,300 | 1,743 | 1,209 | 1,164 | |
| 영업이익 | 1,400 | 1,089 | 1,653 | 1,645 | 1,778 | |
| EBITDA | 2,208 | 1,739 | 2,355 | 2,451 | 2,643 | |
| 영업외손익 | -669 | 63 | -130 | -208 | -217 | |
| 외환관련손익 | 83 | -114 | -120 | -121 | -123 | |
| 이자손익 | -628 | -763 | -722 | -755 | -776 | |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 기타 | -123 | 940 | 712 | 668 | 682 | |
| 법인세비용차감전순손익 | 731 | 1,152 | 1,523 | 1,438 | 1,561 | |
| 법인세비용 | 116 | 882 | 337 | 359 | 390 | |
| 계속사업순손익 | 614 | 270 | 1,186 | 1,078 | 1,171 | |
| 종단사업순손익 | 5,724 | 1,532 | -15 | -15 | -15 | |
| 당기순이익 | 6,338 | 1,802 | 1,171 | 1,063 | 1,155 | |
| 지배지분순이익 | 6,338 | 1,802 | 1,171 | 1,063 | 1,155 | |
| 포괄순이익 | 6,930 | 5,379 | 1,061 | 953 | 1,046 | |
| 지배지분포괄이익 | 6,930 | 5,379 | 1,061 | 953 | 1,046 | |

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

| 현금흐름표 | | (단위: 억원) | | | | |
|-----------------|--------|----------|--------|--------|--------|-------|
| 결산 (12월) | | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
| 영업활동 현금흐름 | 1,425 | -2,517 | -1,520 | -4,360 | -3,687 | |
| 당기순이익 | 6,338 | 1,802 | 1,171 | 1,063 | 1,155 | |
| 감가상각비 | 713 | 566 | 616 | 718 | 776 | |
| 외환손익 | -38 | 152 | 145 | 121 | 123 | |
| 증속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 자산부채의 증감 | 163 | -3,924 | 439 | -2,732 | -2,159 | |
| 기타현금흐름 | -5,751 | -1,114 | -3,891 | -3,530 | -3,581 | |
| 투자활동 현금흐름 | -3,117 | 2,670 | 6,426 | 4,854 | 4,658 | |
| 투자자산 | -2,906 | -3,047 | -763 | -717 | -717 | |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -802 | -486 | -838 | -1,000 | -1,000 | |
| 유형자산 감소 | 507 | 1,198 | 1 | 0 | 0 | |
| 기타현금흐름 | 84 | 5,005 | 8,026 | 6,571 | 6,375 | |
| 재무활동 현금흐름 | 2,419 | -674 | -728 | -947 | -1,426 | |
| 단기차입금 | 4,134 | 2,018 | -514 | -1,000 | -1,000 | |
| 사채 및 장기차입금 | -2,057 | -4,889 | 879 | 1,000 | 500 | |
| 자본 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 현금배당 | -1,024 | -233 | -199 | -358 | -358 | |
| 기타현금흐름 | 1,367 | 2,430 | -894 | -589 | -568 | |
| 연결범위변동 등 기타 | -605 | -46 | 234 | -75 | 329 | |
| 현금의 증감 | 122 | -567 | 4,413 | -529 | -126 | |
| 기초 현금 | 1,142 | 1,263 | 696 | 5,109 | 4,580 | |
| 기말 현금 | 1,263 | 696 | 5,109 | 4,580 | 4,454 | |
| NOPLAT | 1,400 | 1,089 | 1,653 | 1,645 | 1,778 | |
| FCF | 622 | -3,003 | -2,358 | -5,360 | -4,687 | |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

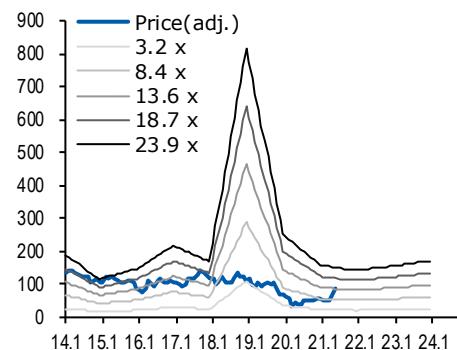
| 재무상태표 | | (단위: 억원) | | | | |
|--------------|--|----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
| 유동자산 | | 9,212 | 12,592 | 19,276 | 19,286 | 19,719 |
| 현금및현금성자산 | | 1,263 | 696 | 5,109 | 4,580 | 4,454 |
| 매출채권 및 기타채권 | | 3,992 | 3,587 | 3,746 | 3,863 | 3,983 |
| 재고자산 | | 2,371 | 1,610 | 1,838 | 1,913 | 1,990 |
| 비유동자산 | | 38,312 | 41,546 | 37,418 | 38,596 | 39,721 |
| 유형자산 | | 7,116 | 3,448 | 4,164 | 4,445 | 4,670 |
| 관계기업등 지분관련자산 | | 21,450 | 31,848 | 27,554 | 28,271 | 28,989 |
| 기타투자자산 | | 2,464 | 1,758 | 1,465 | 1,495 | 1,526 |
| 자산총계 | | 47,524 | 54,138 | 56,694 | 57,881 | 59,440 |
| 유동부채 | | 17,056 | 16,489 | 19,116 | 18,043 | 17,656 |
| 매입채무 및 기타채무 | | 4,126 | 1,986 | 5,732 | 5,196 | 5,270 |
| 단기차입금 | | 5,080 | 7,098 | 6,984 | 5,984 | 4,984 |
| 유동성장기부채 | | 4,632 | 3,356 | 3,415 | 3,415 | 3,415 |
| 비유동부채 | | 9,021 | 11,116 | 10,556 | 12,097 | 13,231 |
| 장기차입금 | | 3,114 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | | 2,870 | 3,336 | 3,939 | 4,939 | 5,439 |
| 부채총계 | | 26,077 | 27,605 | 29,671 | 30,140 | 30,887 |
| 지배지분 | | 21,447 | 26,533 | 27,023 | 27,741 | 28,553 |
| 자본금 | | 1,237 | 1,237 | 1,237 | 1,237 | 1,237 |
| 자본잉여금 | | 7,971 | 7,924 | 7,924 | 7,924 | 7,924 |
| 이익잉여금 | | 21,692 | 28,478 | 28,985 | 29,690 | 30,488 |
| 비자배지분 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | | 21,447 | 26,533 | 27,023 | 27,741 | 28,553 |
| 순차입금 | | 13,811 | 15,477 | 9,511 | 9,922 | 9,426 |
| 총차입금 | | 15,782 | 17,908 | 17,529 | 17,529 | 17,029 |

| Valuation 지표 | | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|--|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월) | | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
| EPS | | 34,238 | 10,467 | 6,554 | 5,902 | 6,462 |
| BPS | | 120,484 | 149,059 | 151,810 | 155,847 | 160,407 |
| EBITDAPS | | 9,569 | 8,120 | 10,997 | 11,448 | 12,344 |
| SPS | | 68,821 | 72,354 | 80,490 | 69,906 | 72,382 |
| DPS | | 5,200 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| PER | | 2.8 | 4.5 | 13.4 | 14.9 | 13.6 |
| PBR | | 0.8 | 0.3 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| EV/EBITDA | | 15.8 | 14.7 | 11.6 | 11.3 | 10.3 |
| PSR | | 1.4 | 0.7 | 1.1 | 1.3 | 1.2 |

| 재무비율 | | (단위: 배, %) | | | | |
|---------------|--|------------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
| 매출액 증가율 (%) | | -24.3 | -2.4 | 11.2 | -13.1 | 3.5 |
| 영업이익 증가율 (%) | | -34.9 | -22.2 | 51.9 | -0.5 | 8.1 |
| 지배순이익 증가율 (%) | | 299.6 | -71.6 | -35.0 | -9.2 | 8.7 |
| 매출총이익률 (%) | | 23.0 | 21.9 | 19.7 | 19.1 | 19.0 |
| 영업이익률 (%) | | 8.8 | 7.0 | 9.6 | 11.0 | 11.5 |
| 지배순이익률 (%) | | 39.9 | 11.6 | 6.8 | 7.1 | 7.5 |
| EBITDA 마진 (%) | | 13.9 | 11.2 | 13.7 | 16.4 | 17.1 |
| ROIC | | 11.6 | 2.9 | 15.5 | 14.8 | 15.2 |
| ROA | | 13.4 | 3.5 | 2.1 | 1.9 | 2.0 |
| ROE | | 28.5 | 7.5 | 4.4 | 3.9 | 4.1 |
| 부채비율 (%) | | 121.6 | 104.0 | 109.8 | 108.6 | 108.2 |
| 순차입금/자기자본 (%) | | 64.4 | 58.3 | 35.2 | 35.8 | 33.0 |
| 영업이익/금융비용 (배) | | 2.1 | 1.3 | 2.1 | 2.0 | 2.1 |

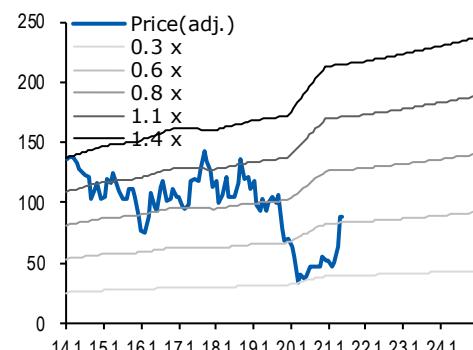
P/E band chart

(천원)



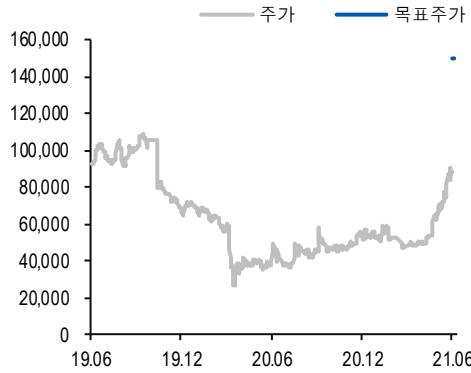
P/B band chart

(천원)



두산 (000150) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 괴리를 | |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2021-06-07 | BUY | 150,000 | 1년 | | |

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0.0 |
| Buy(매수) | 94.3 |
| Hold(중립) | 5.7 |
| Sell(비중축소) | 0.0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2021-06-02

※ 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 투자 의사결정은 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.