

두산 (000150)

지주회사

최남곤



02 3770 5604

namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	180,000원 (M)
현재주가 (8/30)	82,300원
상승여력	119%

시가총액	16,543억원
총발행주식수	21,413,335주
60일 평균 거래대금	66억원
60일 평균 거래량	88,759주
52주 고	145,500원
52주 저	61,400원
외인지분율	10.00%
주요주주	박정원 외 24 인 38.65%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.7	(2.0)	(8.9)
상대	17.8	6.7	16.9
절대(달러환산)	13.6	(9.9)	(21.0)

지주회사에게 자산 매각은 최고의 호재

두산(주), 두산에너지빌리티 주식 처분 공시

두산(주)는 자회사 두산에너지빌리티 주식 처분키로 공시했다. 처분 주식수는 2,854만 주이며, 지분율은 35.14%(처분 전) → 30.5%(처분 후)로 낮아진다. 할인율은 5.1%~7.8%로 제시했으나, 할인율 7.6% 기준 20,050원에 매각된 것으로 파악된다.

매각 총액은 5,722억 원으로 추산되며, 세무상 취득가 고려 시 두산(주)는 세후 4,894억 원을 확보할 전망이다. 처분을 통해 확보한 현금금은 재무구조 개선에 활용될 것이며, 부채비율을 78% → 74%로 낮출 수 있을 전망이다.

자산 매각은 현금 흐름 관점에서 NAV 할인을 축소로 연결

Valuation 관점에서는 두산의 NAV에 두산에너지빌리티 가치는 약 88% 할인 반영되어 있다. 두산의 전일 종가인 82,300원 기준, 자체사업가치 1.7조 원, 투자자산가치 5,800억 원(88% 할인), 부동산 2,988억 원, 순차입금 1.5조 원이 반영되어 있다.

두산에너지빌리티 지분 35.14%에 대한 시장가치는 4.86조 원에 달한다. 두산 NAV에 두산에너지빌리티 지분 가치 반영률이 낮았던 이유는 현금 흐름 관점에서 두산에너지빌리티로부터 확보되는 직접 이익이 없었기 때문이다.

한국 지주회사의 자회사는 종속기업, 혹은 관계기업의 형태이다. 종속기업, 관계기업은 대부분 원가법의 형태로 지주회사의 재무제표에 반영되어 있다. 따라서 한동안 자회사 가치를 평가하며, 시장에서 거래되는 시장 가격을 기준으로 평가하는 방식이 대세였다. 하지만 최근에는 기업 가치 평가에 있어 현금 흐름에 기초한 주주 이익에 집중하는 경향이 있기 때문에, 상장 자회사에 대한 평가 방식은 시가 평가 방식이 아닌 자회사로부터 수취하는 배당(현금 흐름)을 토대로 계산한 현금흐름의 현재 가치를 적용하는 경향이 나타나고 있다.

두산에너지빌리티에 대한 지분 매각은 현금 흐름 관점에서 두산 NAV에 플러스 효과를 가져다줄 것으로 판단된다. 두산에너지빌리티 지분 매각에 따른 투자자산 변동액은 6,563억 원 → 5,792억 원이다. 앞서 언급한 88% 할인율을 적용하여 산출한 수치이다. 자산 매각을 통해 유입된 현금금은 순차입금 변화를 가져오게 된다. 순차입금은 15,127억 원 → 10,127억 원으로 축소된다. 따라서 주당 NAV는 83,896원 → 115,169원으로 높아지게 된다. 두산에너지빌리티 지분 처분만으로도 37%의 주당 NAV 상승 기대가 가능하다.

[표 1] 두산 NAV – 현재가 기준으로 투자자산 할인율 역산

(단위: 억원, 원)

항목	지분율	시가총액/장부가	Value	비고
투자자산			6,563	88% 할인 반영
두산에너지빌리티	35.1%	138,513	48,673	시가총액 활용
오리콤	60.9%	802	489	시가총액 활용
비상장사			5,533	
부동산			2,988	투자부동산
자체사업가치			16,920	
순차입금			15,127	
주식수(천주)			14	
NAV			11,344	
주당 NAV(원)			83,896	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 두산 NAV – 투자자산 할인율 86% 적용 시. 자산 매각 기준

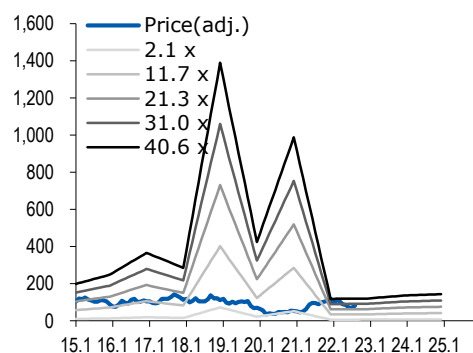
(단위: 억원, 원)

항목	지분율	시가총액/장부가	Value	비고
투자자산			5,792	88% 할인 반영
두산에너지빌리티	30.5%	138,513	42,246	시가총액 활용
오리콤	60.9%	802	489	시가총액 활용
비상장사			5,533	
부동산			2,988	투자부동산
자체사업가치			16,920	
순차입금			10,127	
주식수(천주)			14	
NAV			15,573	
주당 NAV(원)			115,169	

자료: 유안타증권 리서치센터

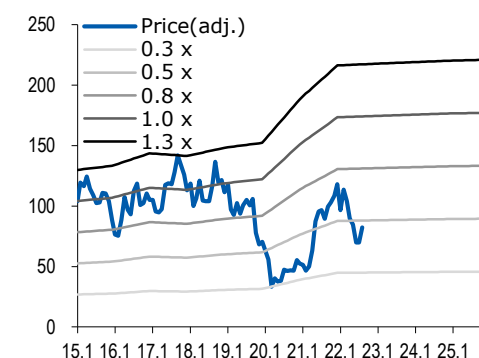
P/E band chart

(천원)

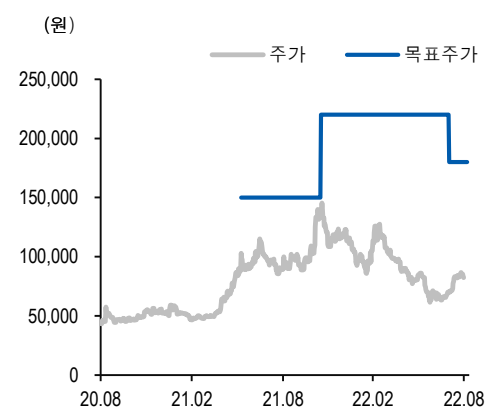


P/B band chart

(천원)



두산 (000150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-09-01	BUY	180,000	1년		
2022-08-01	BUY	180,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-08-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자사결정은 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.