

# 두산 (000150)

## 주식소각 기대 및 이사 주주 총실의무 수혜

자사주 제도개선 시행으로 자사주가 지배주주의 지배력 수단으로 악용하는 것을 견제하는 효과 ⇒ 자사주 소각 등 주주환원 확대 기대됨

자사주 취득은 기업의 이익을 주주에게 현금으로 돌려준다는 점에서 배당과 더불어 대표적인 주주환원 수단으로 인식되지만 우리나라의 경우 회사가 매입한 자사주가 대주주의 지배력 강화 수단으로 오용되는 등 문제점이 있다.

이러한 환경하에서 상장법인 자사주 제도 개선을 위한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 개정안이 2024. 12. 31.부터 시행되었다.

이러한 개정안에는 인적분할 또는 합병 시 자사주에 대한 신주배정 금지, 발행주식총수 5% 이상 자사주 보유시 관련 계획 공시, 상장회사의 모든 자사주 처분에 대한 공시 강화, 자사주 신탁 취득·처분 관련 공시 강화 등이 주요 내용으로 포함되어 있다.

특히 상장법인의 자사주 보유 비중이 최근 사업연도말일 기준 발행주식총수의 5% 이상인 경우 자사주 보유현황과 보유목적, 향후 처리계획(추가취득 또는 소각 등)등에 관한 보고서를 작성하여 이사회 승인을 받은 후 사업보고서에 함께 공시하도록 하였다.

무엇보다 자사주는 의결권이 제한되기 때문에 상장법인은 자사주 매입을 통해 의결권을 가진 주식을 줄임으로써 지배주주 보유 지분의 의결권을 상대적으로 강화시킨다. 특히 자사주 보유 비중이 일정 수준이상의 경우 지배주주 보유 지분의 의결권의 강화효과가 상대적으로 더 크게 나타날 수 있다.

이와 같이 이사회가 자사주 비중의 적정성 등을 검토하여 향후 자사주 처리 계획 등을 사업보고서에 함께 공시하게 되면 자사주가 지배주주의 지배력 수단으로 악용되는 것을 견제하는 효과가 있을 것이다.

한편, 2024년 9월말 기준으로 동사의 주주구성을 살펴보면 박정원 외 특수관계인 40.0%, 국민연금 8.2%, 자사주 18.2%, 기타 33.6% 등으로 분포되어 있다. 이와 같이 동사에게 자사주 보유현황과 보유목적, 향후 처리계획 등에 대하여 이사회 승인 후 공시하는 의무가 부과됨으로써 시장의 감시 및 견제 기능이 강화되면서 자사주 18.2%의 일정부분에 대하여 소각 등을 기대할 수 있을 것이다.

**이사의 주주 총실의무가 도입된다면 지배구조 개선 측면에서 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜**

이사의 주주 총실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 것이다. 이는 곧 사외이사들이 거수기 논란에서 벗어날 수 있는 계기를 만들 수 있을 것이다. 이에 따라 이사회에서 보다 더 지배구조가 개선될 수 있는 방향으로 의사결정이 이뤄질 수 있을 것이다.

동사와 같은 지주회사의 경우 지주회사와 자회사의 중복상장으로 유동성 할인이 불가피한 상황하에서 태생적으로 지배주주와 소액주주간의 이해 상충이 발생할 가능성이 높다. 따라서 이사의 주주 총실의무가 도입된다면 지배구조 개선 측면에서 동사와 같은 지주회사가 가장 크게 수혜 받을 것으로 예상된다.

### 목표주가 350,000원으로 상향

동사에 대하여 목표주가를 350,000원으로 상향한다. 목표주가는 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 영업가치 중 자체사업의 경우 2025년 예상 EV/EBITDA에 7.0배를 적용하여 산출하였다.

## Company Brief

**Buy** (Maintain)

목표주가(12M) 350,000원(상향)  
증가(2025.01.03) 289,500원  
상승여력 20.9%

### Stock Indicator

자본금	124십억원
발행주식수	1,652만주
시가총액	4,784십억원
외국인지분율	15.4%
52주 주가	79,000~289,500원
60일평균거래량	162,058주
60일평균거래대금	36.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.6	74.4	28.7	221.7
상대수익률	38.9	79.1	41.3	228.0

### Price Trend



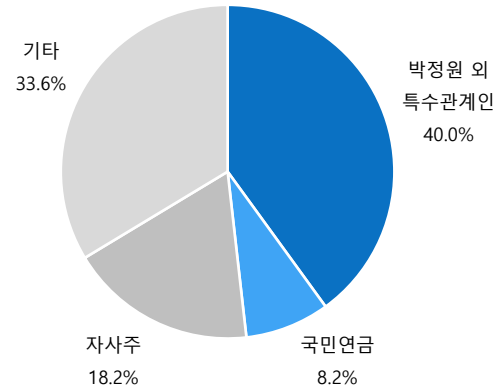
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	19,130	18,750	19,899	20,658
영업이익(십억원)	1,436	1,185	1,472	1,698
순이익(십억원)	-388	-58	195	240
EPS(원)	-18,133	-2,690	9,083	11,213
BPS(원)	75,846	73,163	82,252	93,471
PER(배)			31.9	25.8
PBR(배)	1.2	4.0	3.5	3.1
ROE(%)	-22.7	-3.6	11.7	12.8
배당수익률(%)	2.1	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	2.8	3.0	2.7	2.5

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

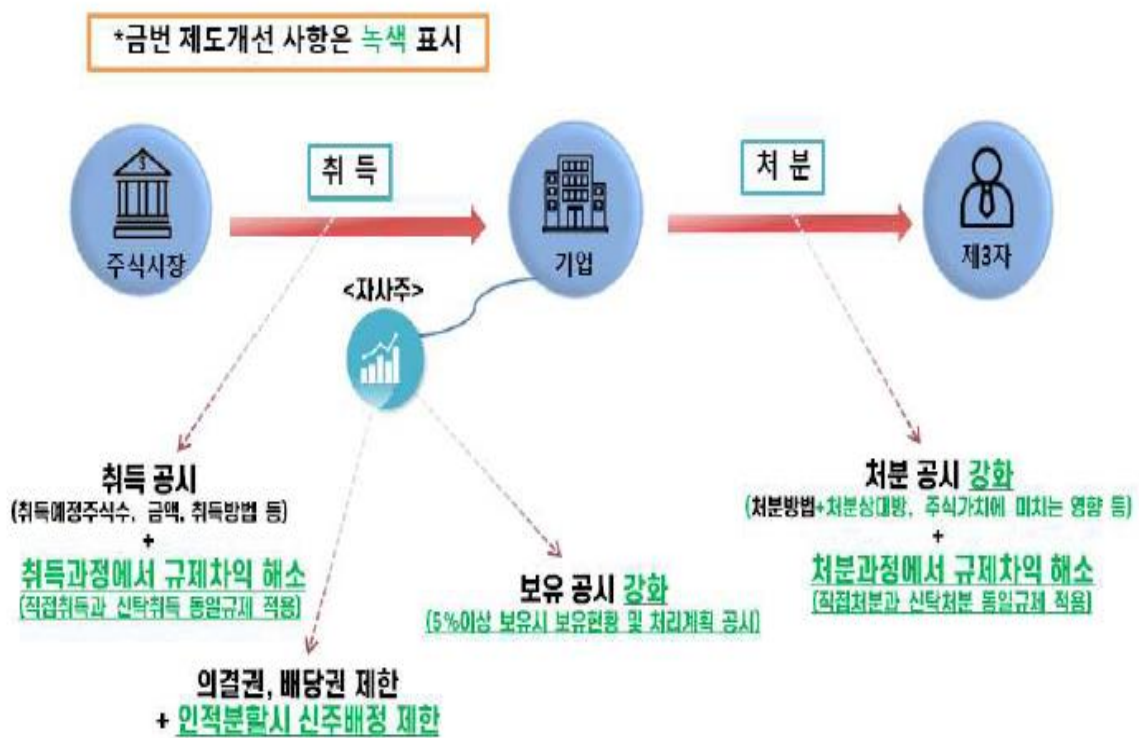
이상헌 2122-9198 value3@ifmfsec.com

그림1. 두산 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: 두산, iM증권 리서치본부

그림2. 상장법인 자사주 제도개선 주요 내용



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

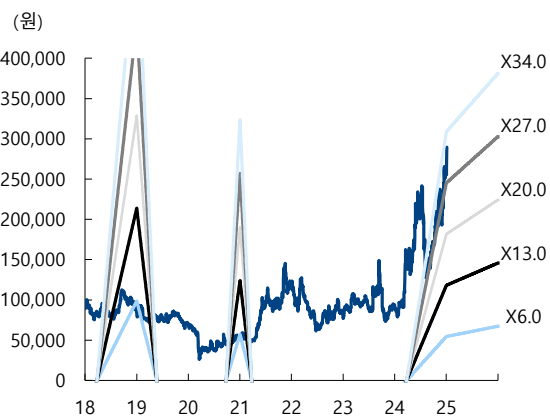
표1. 두산 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	62,505
영업가치	16,891
자사주	6,602
순차입금	10,611
NAV	75,387
발행주식수	21,413,335
주당 NAV(원)	352,056

자회사	지분율	자회사 가치
두산중공업	30.4%	32,701
오리콤	60.9%	448
두산로보틱스	68.2%	23,003
두산모빌리티노베이션	86.1%	723
두산로지스틱스솔루션	100.0%	894
기타		4,736

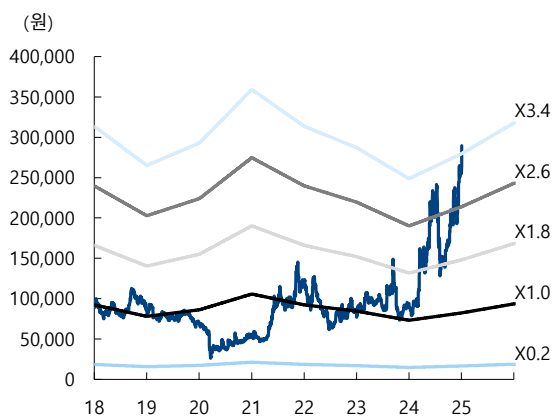
자료: 두산, iM증권 리서치본부

그림3. 두산 PER 밴드



자료: 두산, iM증권 리서치본부

그림4. 두산 PBR 밴드



자료: 두산, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	11,446	13,311	15,720	18,439	매출액	19,130	18,750	19,899	20,658
현금 및 현금성자산	3,539	5,525	7,469	9,786	증가율(%)	12.6	-2.0	6.1	3.8
단기금융자산	366	493	665	897	매출원가	15,885	15,785	16,562	17,042
매출채권	3,693	3,620	3,840	3,985	매출총이익	3,245	2,965	3,337	3,616
재고자산	2,927	2,869	3,045	3,161	판매비와관리비	1,809	1,780	1,865	1,918
비유동자산	16,840	16,081	15,446	14,910	연구개발비	263	258	274	284
유형자산	6,509	5,948	5,500	5,144	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8,032	7,865	7,708	7,560	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	28,287	29,393	31,166	33,349	영업이익	1,436	1,185	1,472	1,698
유동부채	11,439	12,129	13,275	14,684	증가율(%)	27.6	-17.5	24.2	15.3
매입채무	2,694	2,641	2,802	2,909	영업이익률(%)	7.5	6.3	7.4	8.2
단기차입금	1,717	1,717	1,717	1,717	이자수익	103	159	215	283
유동성장기부채	2,271	2,271	2,271	2,271	이자비용	466	466	466	466
비유동부채	5,641	5,641	5,641	5,641	지분법이익(손실)	-42	-42	-42	-42
사채	627	627	627	627	기타영업외손익	-542	-120	-111	-162
장기차입금	2,309	2,309	2,309	2,309	세전계속사업이익	451	689	1,040	1,283
부채총계	17,080	17,770	18,916	20,325	법인세비용	179	273	413	509
자배주주지분	1,624	1,567	1,761	2,002	세전계속이익률(%)	2.4	3.7	5.2	6.2
자본금	124	124	124	124	당기순이익	272	416	627	774
자본잉여금	1,881	1,881	1,881	1,881	순이익률(%)	1.4	2.2	3.2	3.7
이익잉여금	208	115	273	478	자배주주귀속 순이익	-388	-58	195	240
기타자본항목	-589	-553	-517	-481	기타포괄이익	25	36	36	36
비자배주주지분	9,583	10,056	10,488	11,022	총포괄이익	297	452	663	810
자본총계	11,207	11,623	12,250	13,024	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,909	2,642	2,645	3,077	주당지표(원)				
당기순이익	272	416	627	774	EPS	-18,133	-2,690	9,083	11,213
유형자산감가상각비	548	562	447	356	BPS	75,846	73,163	82,252	93,471
무형자산상각비	157	166	157	148	CFPS	14,760	31,317	37,315	34,781
지분법관련손실(이익)	-42	-42	-42	-42	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-1,106	-387	-431	-491	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-571	-	-	-	PER			31.9	25.8
무형자산의 처분(취득)	-230	-	-	-	PBR	1.2	4.0	3.5	3.1
금융상품의 증감	80	31	31	31	PCR	6.4	9.2	7.8	8.3
재무활동 현금흐름	636	460	460	460	EV/EBITDA	2.8	3.0	2.7	2.5
단기금융부채의증감	-142	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	401	-	-	-	ROE	-22.7	-3.6	11.7	12.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.2	10.2	10.4	10.7
배당금지급	-119	-36	-36	-36	부채비율	152.4	152.9	154.4	156.1
현금및현금성자산의증감	1,465	1,986	1,944	2,317	순부채비율	26.9	7.8	-9.9	-28.9
기초현금및현금성자산	2,074	3,539	5,525	7,469	매출채권회전율(x)	5.3	5.1	5.3	5.3
기말현금및현금성자산	3,539	5,525	7,469	9,786	재고자산회전율(x)	6.7	6.5	6.7	6.7

자료 : 두산, iM증권 리서치본부

## 두산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-13	Buy	200,000	1.8%	17.0%
2024-07-08	Buy	265,000	-27.0%	9.2%
2025-01-06	Buy	350,000		



## 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

## 종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%