

따뜻한 바람은 언제 불어올까?

신뢰 회복을 기다리는 두산 그룹



김현수 Credit Analyst/CPA
02 3770 5582
hyunsoo.kim@yuantakorea.com

이소윤 Credit Analyst
02 3770 5572
soyoon.lee@yuantakorea.com



따뜻한 바람은 언제 불어올까?

신뢰 회복을 기다리는 두산 그룹



김현수

Credit Analyst/CPA

02 3770 5582
hyunsoo.kim@yuantakorea.com



이소윤

Credit Analyst

02 3770 5572
soyoon.lee@yuantakorea.com

CONTENTS

I 두산 그룹이 겪어온 위기, 그리고 극복

지난한 풍파를 지나온 두산 그룹	6
위기의 시작 두산건설	8
중국 건설경기 침체로 드러난 두산인프라코어 재무부담	11
두산중공업, 차갑게 다가온 친환경 에너지로의 전환	14
그룹 정상화를 위해 부단히 노력한 (주)두산	18
위기를 극복한 두산 그룹의 현재	19
잔잔해진 거친 바람. 훈풍을 기다릴 준비	24

II 준비된 자에게 기회는 온다, 두산 그룹의 재도약

재도약을 위한 발판을 마련한 두산 그룹	26
두산 그룹 주요 계열사 신용도 분석 요약	27
(주)두산	28
두산에너지빌리티	33
두산퓨얼셀	39
두산밥캣	43
두산테스나	49
두산로보틱스	52
기회가 될 2024년, 시험대에 오를 2025년	55





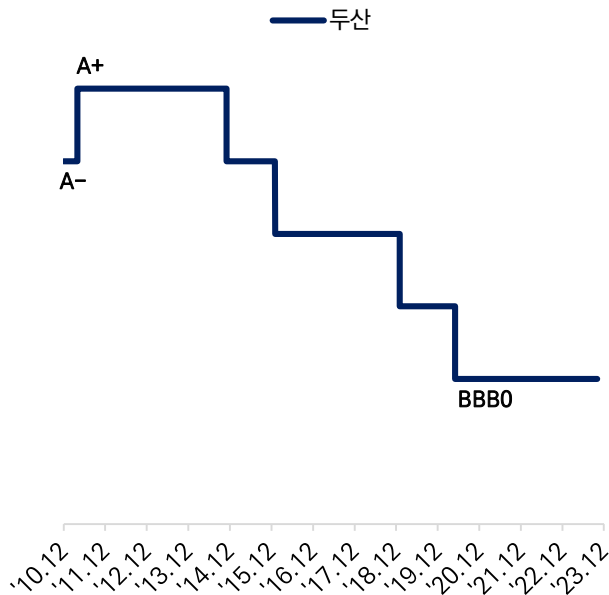
PART 1

두산 그룹이 겪어온 위기 그리고 극복

지난한 풍파를 지나온 두산 그룹

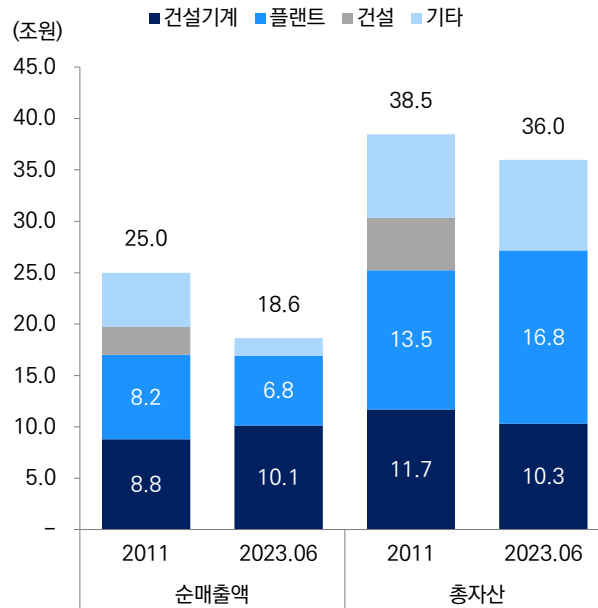
- 2011년은 두산 그룹이 소비재 중심에서 중공업 중심으로 체질을 개선한 이후 역대 최고 실적을 달성한 해
- 다만, 2011년을 고점으로 두산건설의 부실화와 건설기계의 전방산업 침체, 발전산업 환경변화 등의 영향으로 신용등급이 지속 하향
- 2011년 대비 2023년 상반기말 현재 그룹의 사업규모는 축소되었으며, 플랜트와 건설기계로 사업이 집중됨
- 두산 그룹의 사업포트폴리오 변화의 주요 원인과 현재 상황, 그리고 향후 두산 그룹의 신용도 개선에 미칠 요인들을 검토해 보고자 함

두산 그룹의 신용도 하락 (두산 장기신용등급 기준)



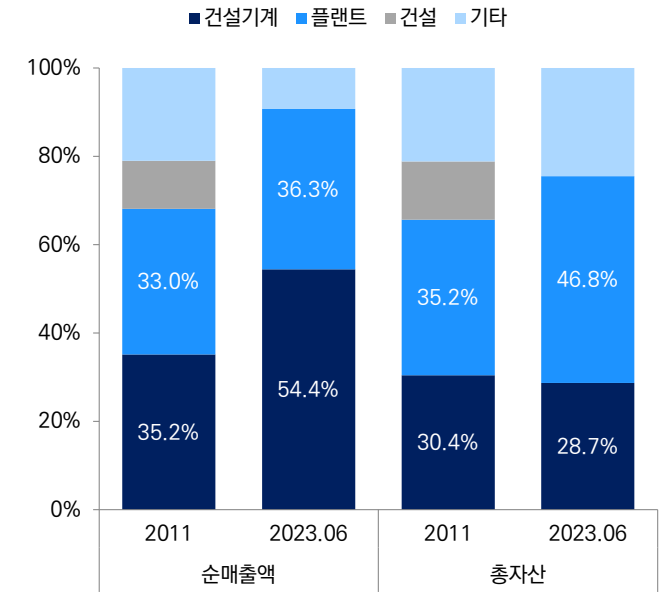
자료: KR, KIS-NET, 유안타증권 리서치센터

두산 그룹의 사업규모는 축소



자료: DART, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 기준

건설기계와 플랜트 부문 의존도는 심화

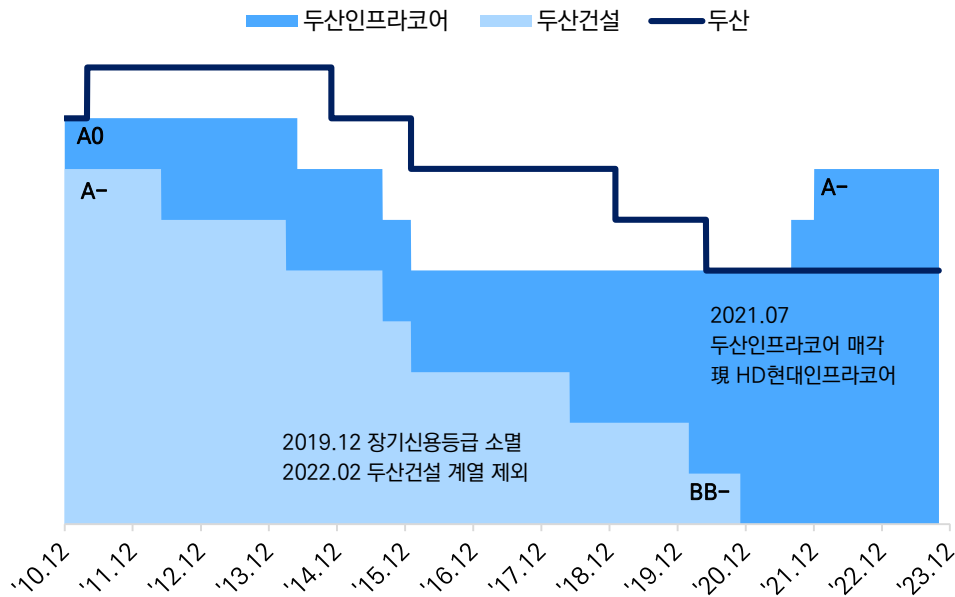


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

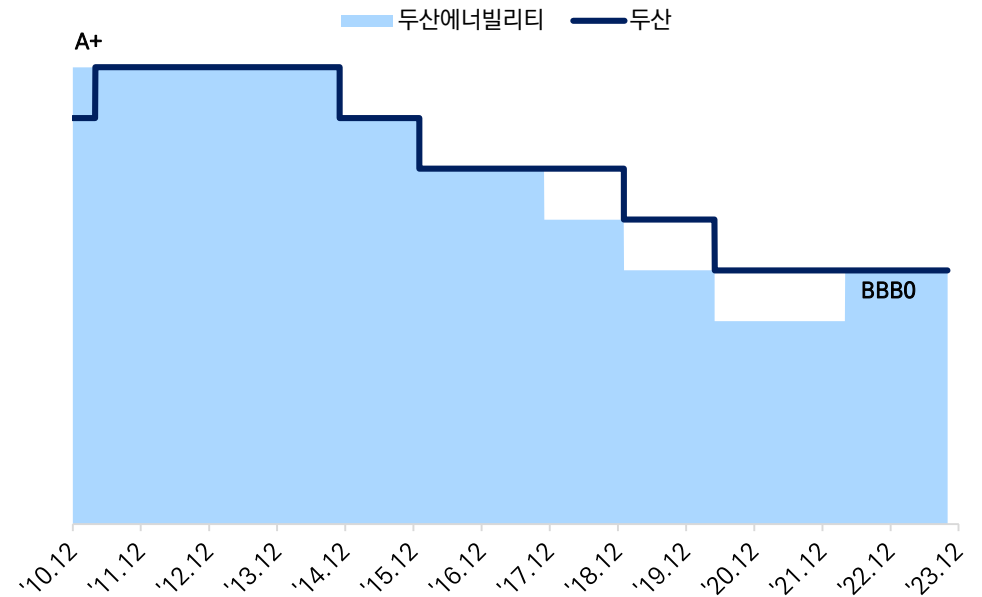
신용도 하락의 원인은 계열사 각각에게서

- 두산 그룹의 신용도 하락은 크게 2015년 전후로 구분할 수 있음
- 신용도 하락을 촉발한 계기는 단연코 두산건설의 부실화로 인한 그룹 내 지원 부담이 확대 및 장기화된 부분이며,
- 2011년부터 중국 건설경기 위축을 시작으로 두산인프라코어에 부정적인 사업환경이 조성된 측면이 존재
- 2015년부터는 중동 지역의 플랜트 건설 위축과 친환경 기조 등의 영향으로 두산중공업 실적 저하가 그룹 내 부담으로 작용

두산건설과 두산인프라코어의 신용도 하락이 두산 그룹 신용도 하락을 견인



그룹을 지지해주던 두산에너지빌리티의 신용도 또한 업황을 견디지 못하고 하락으로



자료: KR, KIS-NET, 유안타증권 리서치센터

자료: KR, KIS-NET, 유안타증권 리서치센터

위기의 시작 두산건설

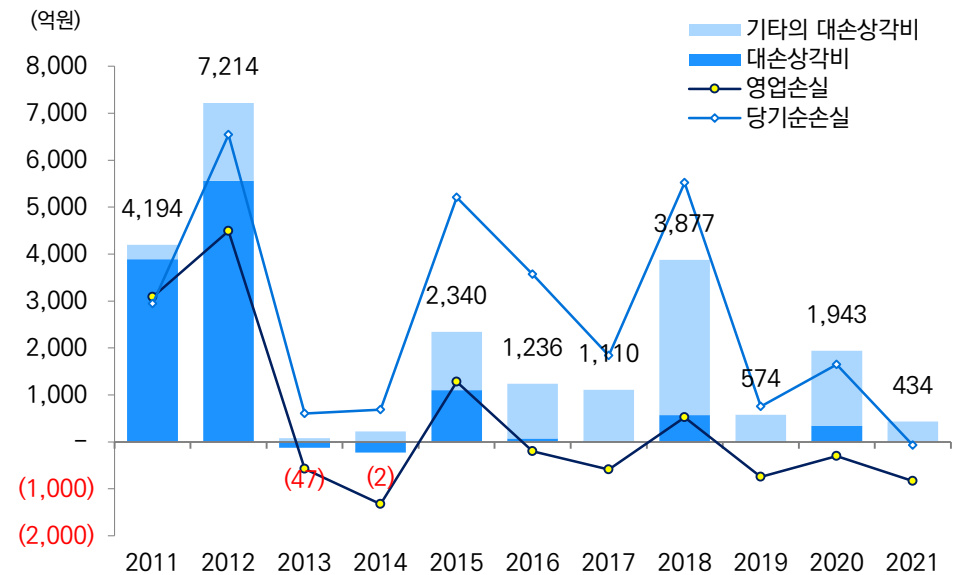
- 두산건설의 위기는 금융위기의 긴 연장선으로 판단. 대부분의 문제 사업장이 금융위기를 전후로 시작된 사업들
- 주택시장 침체로 일산 제니스, 청주지웰, 포항장성, 범어동복합, 창원명곡 등 다수의 사업에서 공사대금 미회수
- 2015년부터는 천안청당, 화성반월 등 장기지연 사업의 적체된 채권 등에서도 손상 발생
- 특히, 2009년 분양한 일산 제니스의 경우 2018년에도 약 1,600억원의 손실을 안기고 2021년에서야 주택 부분만 분양완료
- 2015년 이후 건설경기 침체 등으로 인한 원가부담도 확대되면서 매각 당시까지 영업손실이 이어진 상황

두산건설 위기의 진원지로 지목된 일산 두산위브더제니스 전경



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

영업관련 채권 및 대여금으로부터 대규모 손실이 지속되었던 두산건설



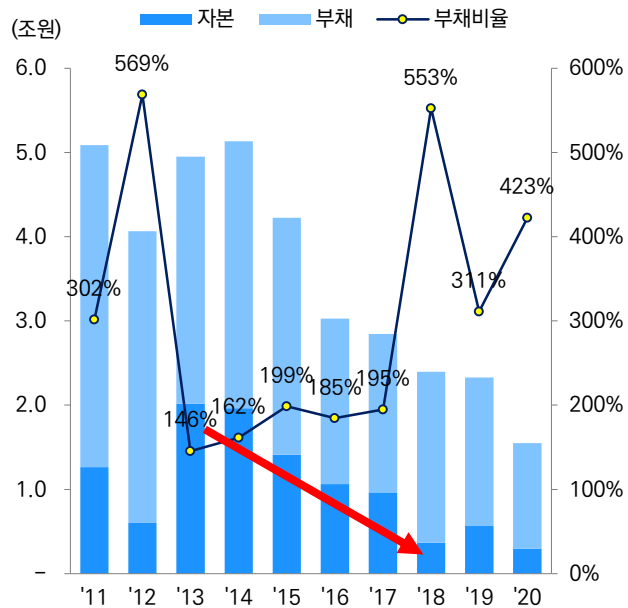
자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

주) 두산건설 연결 기준

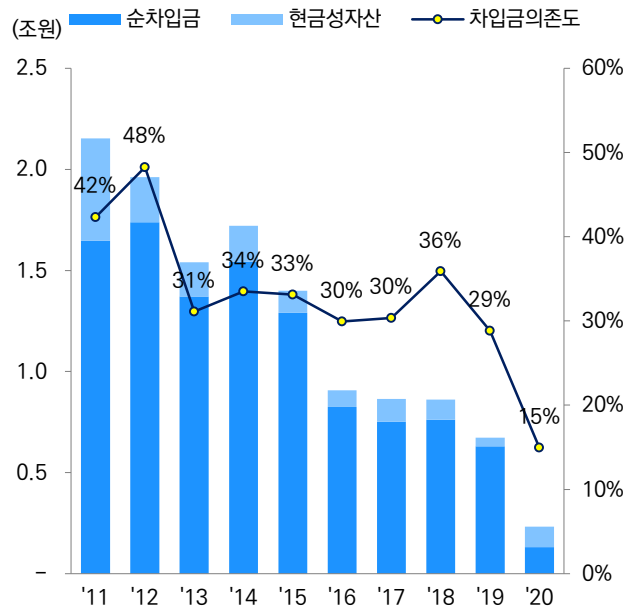
지속적인 손실에 저하된 재무안정성

- 대규모 당기순손실로 2012년 569%까지 급증하였던 부채비율은 2013년 약 3천억원의 유상증자를 통해 완화되는 듯 하였으나
- 이후에도 지속적인 손실과 과중한 이자부담 등으로 자본 규모가 빠르게 감소
- 2018년 사업 관련 대여금 등에서 대규모 손상 발생하면서 재무안정성이 재차 악화. 2018년말 자본규모는 약 3천억원 수준
- 저하된 이익창출력 및 재무안정성은 2020년 두산건설 경영권 이전에 원인을 제공

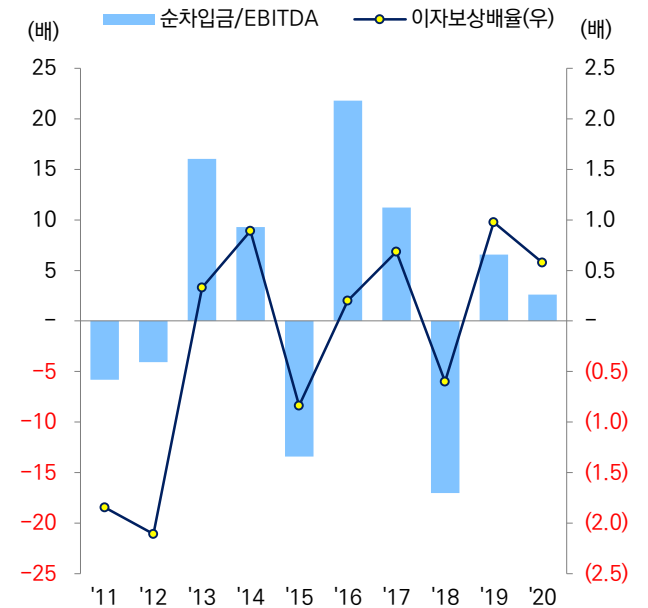
자본은 빠르게 감소, 부채비율은 증가



순차입금 및 차입금의존도는 축소되는 듯 하였으나



매우 낮은 이익창출력이 재무부담을 가중



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
 주) 두산건설 연결 기준

두산 그룹의 두산건설 살리기

- 두산 그룹은 2011년부터 2020년 두산건설 경영권이 이전되기까지 직간접적으로 상당한 규모의 자금을 지원
- 대규모 손실이 발생하고, 부채비율이 급증할 때마다 유상증자, 현물출자 등으로 지원한 금액규모는 약 2.5조원에 달함
- 두산건설도 사옥 등 자산 매각 등을 통해 자구책 마련한 바 있으나, 출자받은 HRSG 사업도 3년만에 매각하는 등 그룹 지원 의미가 퇴색
- 결국, 2020년 두산건설은 주요 사업권 매각, 부실자산 분할 등을 수행한 후 2021년 제3자배정 유상증자를 통해 계열분리

재무구조 개선을 위해 지속되었던 그룹의 지원

시점	금액(억원)	주요 내용
2011.06	3,000	주주배정 유상증자
2013.04	2,978	유상증자
2013.04	5,716	두산중공업의 HRSG 사업부 현물출자
2013.04	1,378	두산건설 사옥 매각 (판매후리스)
2013.12	4,000	상환전환우선주 발행
2015.06	1,119	레미콘 공장 매각
2016.01	1,065	분당토지 지분 60% 매각 (계열간 거래)
2016.04	1,080	두산큐백스 지분 78% 매각 (계열간 거래)
2016.04	4,000	두산중공업 RCPS 정산
2016.06	1,172	두산메카텍 지분 매각 (DIP홀딩스 인수)

자료: DART, KR, KIS, NICE, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

그룹 지원에도 사업 및 자산 매각 이후 계열분리가 된 두산건설

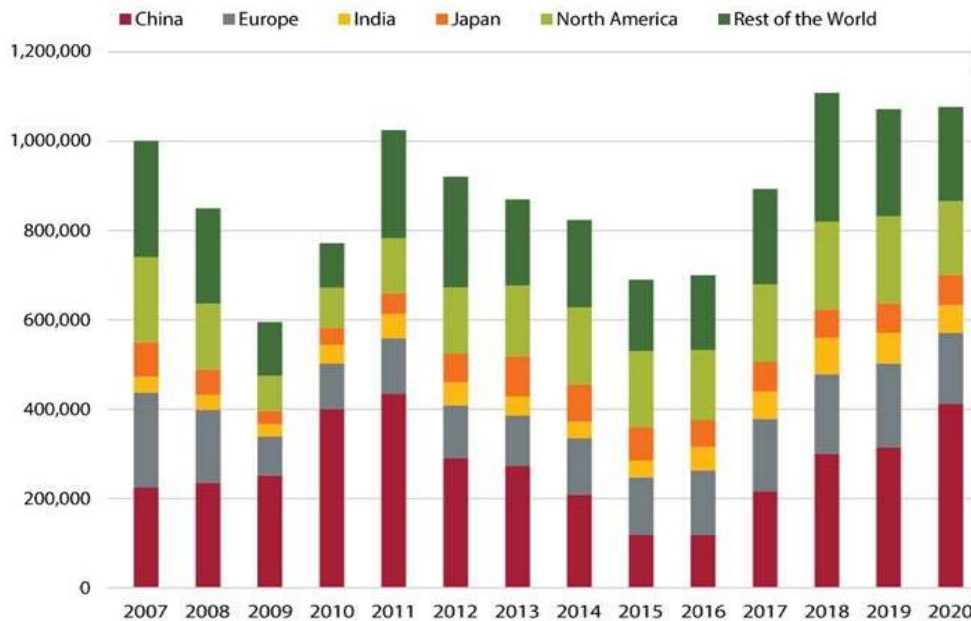
시점	금액(억원)	주요 내용
2016.08	3,000	HRSG 사업 매각 (현금수령액 기준 1,601억원)
2017.05	496	분당부지 매각 (계열간 거래)
2017.06	800	밸류웍스 우선주 39% 두산메카텍에 매각
2019.02	3,000	두산중공업으로부터 단기대여 (유상증자 대금으로 상환)
2019.05	3,154	주주배정 유상증자
2020.05	2,134	화성반월 및 천안성성 사업권 매각
2020.06	800	밸류그로스 상환우선주 30.5% 두산큐백스에 매각
2020.09	637	DHIV 지분 23.7% 두산중공업에 매각
2020.12	1,209	밸류웍스 및 DHV 지분 매각 (계열간 거래)
2021.11	2,500	더제니스홀딩스(유) 유상증자, 경영권 이전

자료: DART, KR, KIS, NICE, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

두산인프라코어: 중국 건설경기 침체가 실적에 미친 부정적 영향

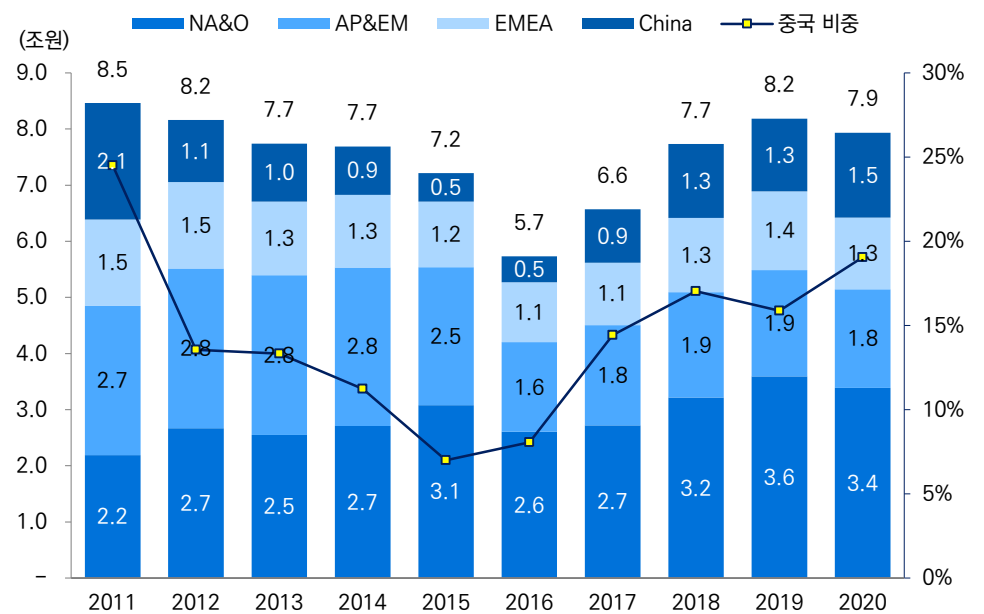
- 두산건설이 그룹의 재무부담으로 작용하는 가운데 두산인프라코어도 사업환경이 비우호적으로 변화
- 금융위기 이후 경기침체 우려가 잔존하던 상황에서 2011년 후 중국 건설기계 시장 부진 시작되면서 글로벌 건설기계 경기가 위축되기 시작
- 두산인프라코어도 중국 내 경쟁 심화로 중국 매출 비중이 2011년 33.5%에서 2015년 7% 수준까지 하락하였으며,
- 건설기계 글로벌 시장 내 점유율도 감소. 다만, 2017년 이후 북미 시장 성장에 더하여 중국 시장이 회복되면서 실적이 회복

건설기계 시장 위축을 가져온 중국 건설경기



자료: www.international-construction.com, 유안타증권 리서치센터

두산인프라코어도 중국시장 부진의 영향으로 실적 감소

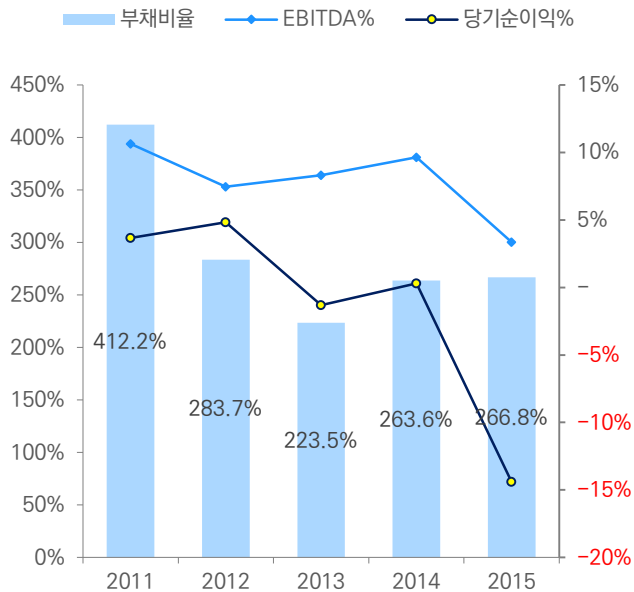


자료: 사업보고서, 유안타증권 리서치센터
주) 두산인프라코어 연결 기준

수면 위로 드러난 밥캣 인수에 따른 재무부담

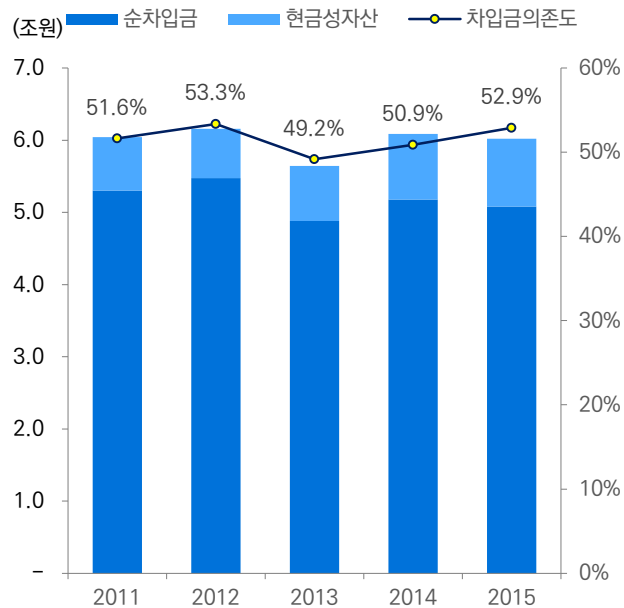
- 두산인프라코어는 2007년 밥캣 인수를 위해 조달한 차입으로 재무안정성에 대한 부담이 상당히 높아져 있던 상태
- 현금창출력 대비 높은 금융비용 부담하던 상황에서 2013년도부터 영업외수지 부진으로 당기순손실 지속
- 2015년에는 고강도 구조조정, 중국 및 노르웨이 법인 등에 대한 자산손상 등으로 손실 규모가 대폭 확대
- 실적 저하보다 크게 다가왔던 부담은 국내 본사의 단기성차입금 대비 현금성자산 비율이 지속적으로 하락했던 부분
- 2011년 33.5%였던 국내 본사의 단기성차입금 유동비율은 2015년 7.2%까지 하락. 상환부담 등으로 인해 신용도에 부정적 영향
- 추가적인 재무 대응이 필요했던 상황

부채비율 불안한 가운데 대규모 손상 인식



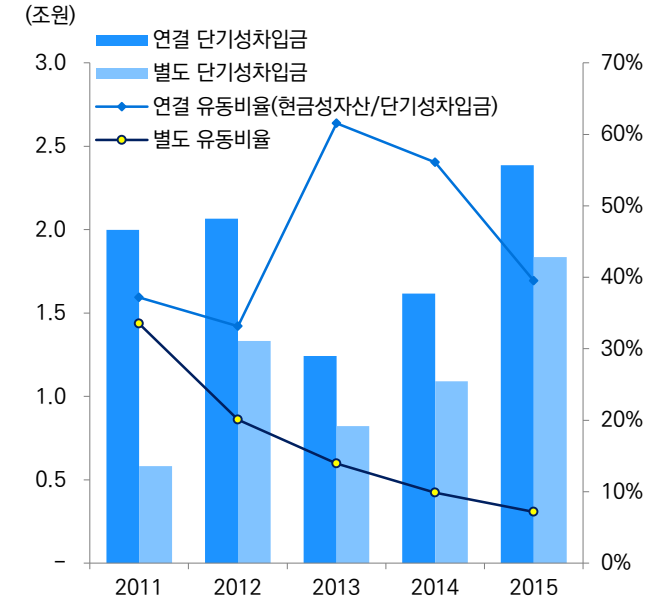
자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산인프라코어 연결 기준

밥캣 인수 이후 높은 수준을 유지했던 차입부담



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

국내 본사의 유동성 비율 저하가 그룹에 부담으로



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

아쉬움을 남긴 재무구조 개선

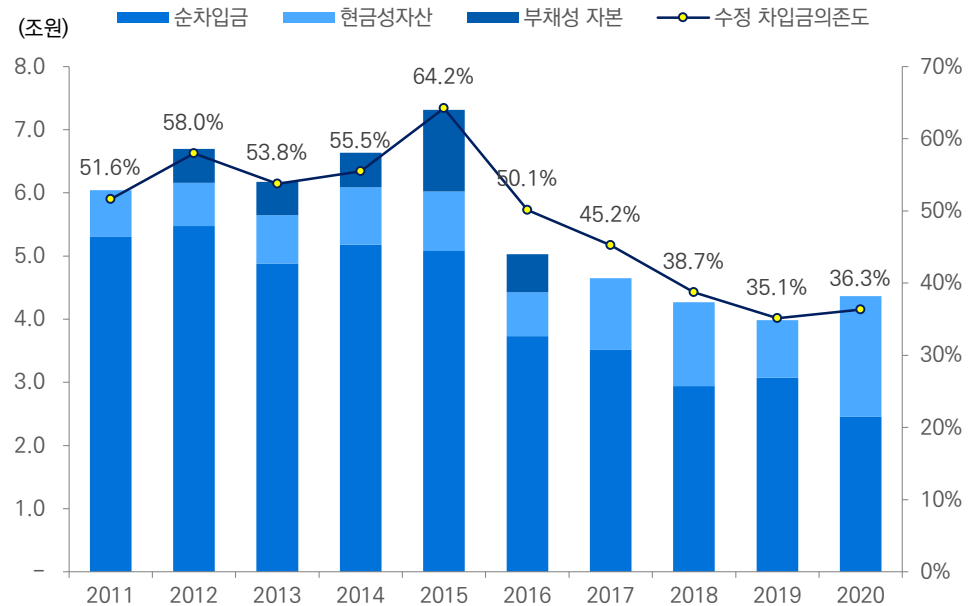
- 두산인프라코어는 2012년 5억불 신종자본증권 발행, 2013년 4억불 해외주식예탁증권(GDR) 발행 및 2015년 밥캣 전환우선주(RCPS) 7,055억원 발행 등을 통해 재무적 대응을 이어갔으나 발행된 주식 등이 실질적으로 차입 성격을 띠며 따라 재무안정성은 갈수록 악화
- 결국, 2016년에는 공작기계사업부를 MBK파트너스에 1조원 수준에 매각하면서 차입부담을 완화
- 공작기계 매각 이후 실적 개선세를 나타낸 두산밥캣 IPO에 대한 기대감으로 전환우선주가 보통주로 전환되고 IPO가 이뤄지면서 재무구조 개선
- 2017년에는 신종자본증권 전액 차환에도 차입금 규모와 차입금의존도가 감소하면서 재무안정성을 찾아가는 모습을 보임
- 다만, 여전히 연결 기준 차입금이 4.4조원(별도 2.9조원) 수준으로 재무부담이 높은 상태. 2020년 두산 그룹 유동성 위기 때도 영향을 미침

실질적인 재무구조 개선은 공작기계 사업부 매각과 두산밥캣의 IPO

시점	금액(억원)	주요 내용
2012.10	5,083	5억불 신종자본증권 발행 (밥캣 인수자금 차환 목적)
2013.12	4,207	4억불 해외주식예탁증권(GDR) 발행
2015.06	1,350	프랑스 몽따베르 매각
2015.08	7,055	두산인프라코어밥캣홀딩스 전환우선주 발행
2016.04	11,308	공작기계사업부 매각, MBK파트너스(차입금 제외 1.05조원)
2016.08	-	두산밥캣 전환우선주의 보통주 전환
2016.11	4,054	두산밥캣 IPO (두산인프라코어 3,673억원, 두산엔진 381억원)
2017.08	5,000	신주인수권부사채 발행 (신종자본증권 차환 목적, 두산중공업 580억원 참여)
2018.11	1,419	두산밥캣 지분 4.5% 매각

자료: DART, KR, KIS, NICE, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

재무구조 개선안 수행 이후 다소나마 안정화된 모습을 보인 차입구조



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산인프라코어 연결 기준

두산중공업: 차갑게 다가온 친환경 에너지로의 전환

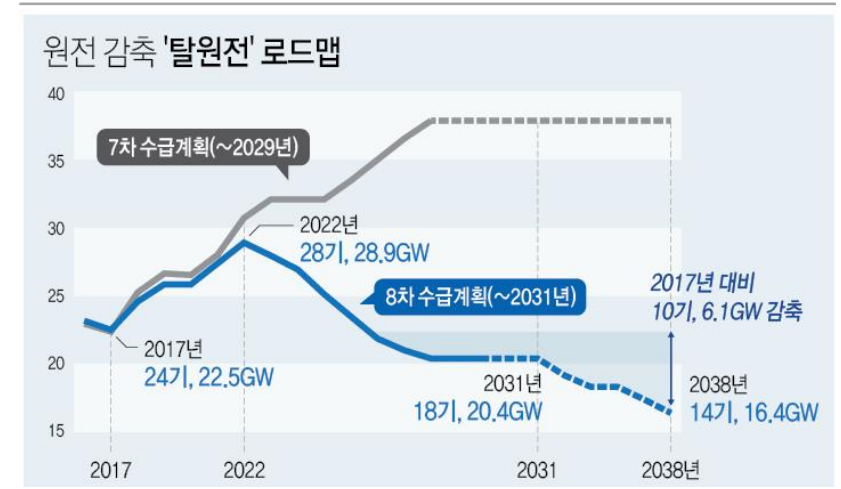
- 건설기계 시장의 회복과는 반대로 두산중공업의 전방산업 위축이 본격화
- 금융위기 이후 글로벌 경기침체가 장기화되는 가운데 UAE 등 중동 지역 발주가 위축 및 지연되고 EPC 업체간 경쟁이 심화
- 2015년에는 파리기후협약 이후 친환경 중심의 에너지 전환 필요성이 대두되면서 석탄 중심의 발전산업이 점진적으로 위축
- 이러한 상황에서 국내에서도 제8차 전력수급계획상 탈석탄·탈원전 정책이 확정되면서 두산중공업의 수주환경 크게 저하
- 특히, 채산성 양호한 원전 사업의 백지화 및 석탄발전소의 LNG 발전소로의 전환 등은 동사 수익구조에 부정적 영향

파리기후협약, 친환경 에너지 전환으로의 본격화

협약 채택	파리협정 (2015년)	파리 총회의 주요 결정 내용
참가국	-195개 선진국과 개도국 -미국·중국·인도 등 최대 온실가스 배출국 모두 포함	“기후변화 대응을 위해 선진국과 개도국 모두 참여” “지구 평균 기온 상승을 산업화 이전 대비 2도 보다 훨씬 낮은 수준으로 유지하고, 1.5도로 제한하기 위해 노력”
기한	2021년~미정	“개도국을 포함한 모든 국가가 스스로 결정한 기여 방안을 5년 단위로 제출하고 이행하기로 합의”
목표	금세기 말까지 지구 평균 온도 상승 폭을 산업화 이전 대비 2도 이하로 맞춤	“기여 방안을 의무 제출하되 이행은 각국이 자체 노력” (제재 조치 없음)
할당 방식	각국이 감축량 목표를 정해서 상정	
개발도상국 지원	2020년부터 최소 연 1000억달러 지원 (2025년 점검 후 지원금액 확대)	

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

국내 시장도 탈석탄·탈원전 정책기조로 변화

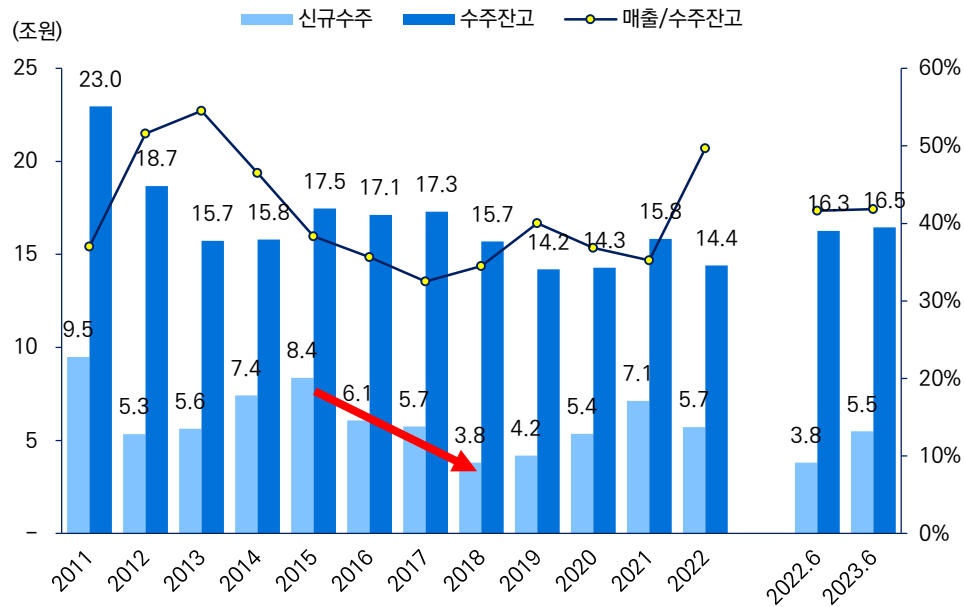


자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

탈석탄·탈원전 정책이 가져온 실적 저하

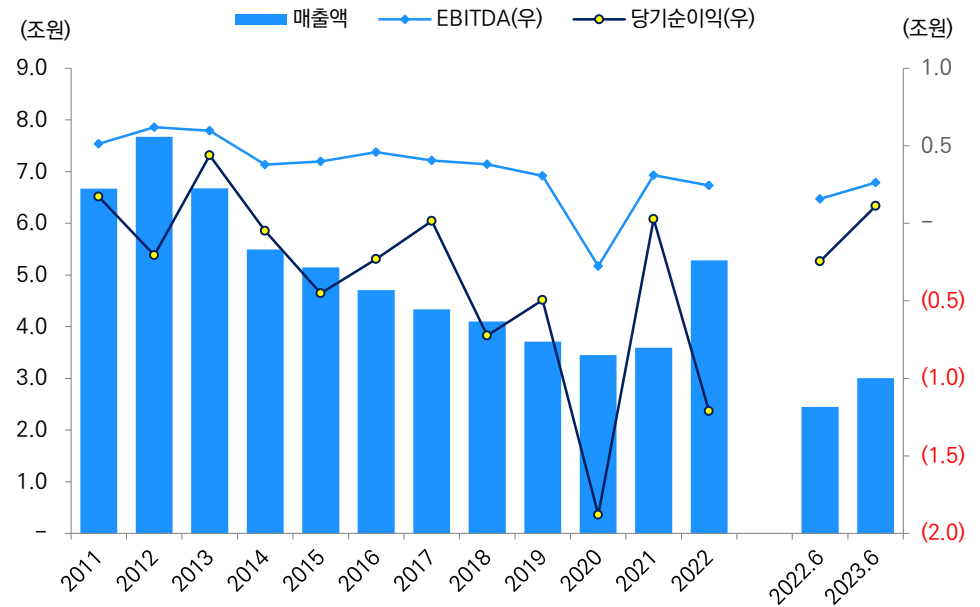
- 2012년~2013년 두산중공업의 신규수주는 중동지역 발주 지연 등으로 2011년 대비 크게 저하. 이후 수주잔고가 지속 감소
- 2014년부터 수주실적이 회복되는 듯 하였으나, 2015년부터 2018년까지 국내 정책변화 등이 반영되면서 가파른 수주 감소세를 기록
- 프로젝트 수행 지연 등으로 매출/수주잔고 비율은 저하되고 매출 및 이익규모는 감소
- 두산건설 등 자회사의 실적 악화로 인한 손상과 함께 높은 금융비용 등으로 당기순손실이 지속되었으며,
- 2020년에는 대규모 인원감축 및 일부 프로젝트의 손실 반영, 두산건설 및 인도법인의 지분 손상 등으로 1.9조원의 당기순손실 기록

정책 변화 이후 수주여건이 악화, 최근 원전 중요도 제고 이후 개선세



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
 주) 두산중공업 수주실적 기준

수주 부진, 프로젝트 지연 등으로 매출 감소, 자회사의 실적 악화는 수익성 훼손

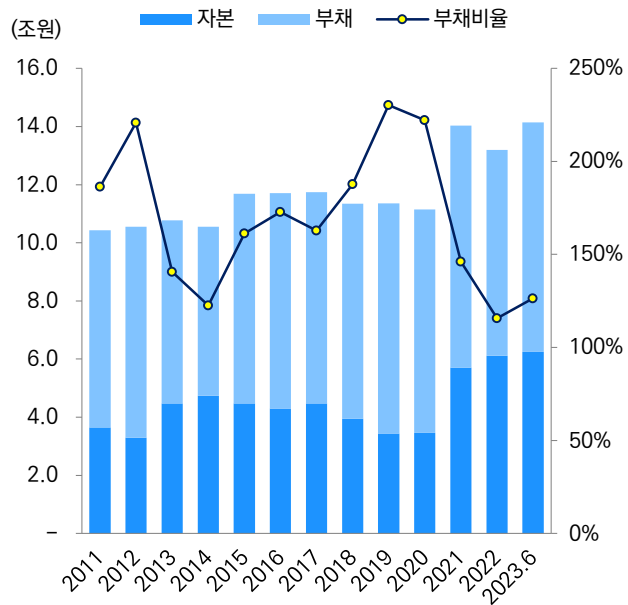


자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
 주) 두산중공업 별도 기준

자회사 지원부담에 실적 저하가 더해진 유동성 위기

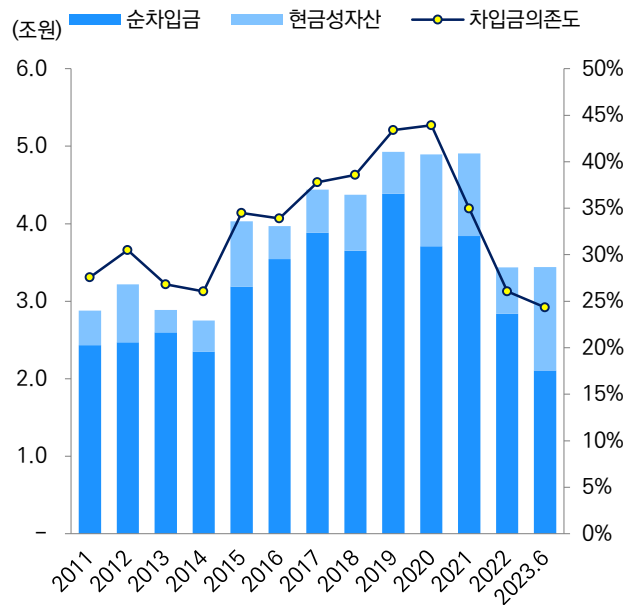
- 두산중공업의 이러한 실적 저하 및 자회사 관련 지원부담은 재무지표로도 확인 가능
- 자사주 매각, 상환전환우선주(RCPS) 발행 등을 통해 낮아졌던 부채비율은 2014년 이후 재차 상승하여 2019년 230%까지 상승
- 차입금 규모도 점진적으로 상승하여 2019년 4.9조원까지 증가하였으며, 차입금의존도도 43.4%를 기록
- 특히, 차입금 규모 증가하는 가운데 단기성차입금 비중이 가파르게 상승. 2019년에는 총차입금의 85.6%인 4.2조원이 단기성차입금
- 2020년 코로나 사태 이후 자금시장 경색도 발생하면서 두산중공업의 유동성 위기는 현실화. 국책은행에 긴급지원을 요청하게 된 원인

자구 노력에도 지속 상승한 부채비율



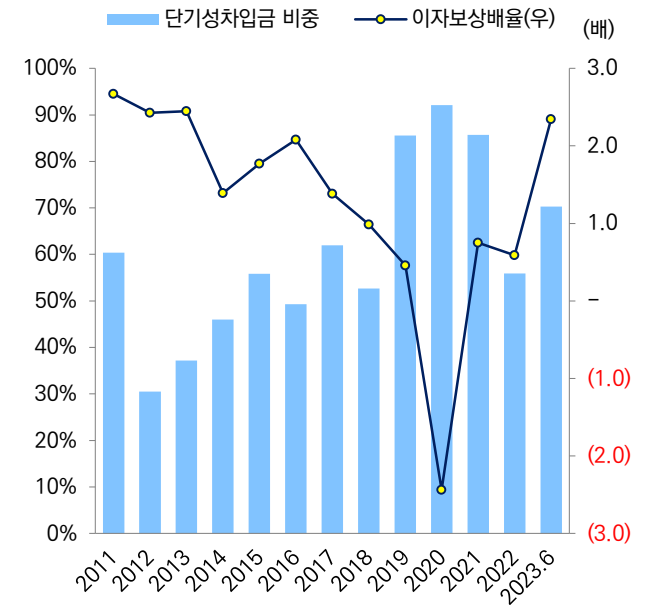
자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산중공업 별도 기준

자회사 지원, 운전자본부담 등으로 확대된 순차입금



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산중공업 별도 기준

가파르게 가중된 단기성차입금 상환부담



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산중공업 별도 기준

그룹 내 지원 주체에서 지원을 받는 역할로

- 두산중공업은 2013년 이후 두산건설 등 자회사에 대한 지원, 재무구조 개선 등을 위해 자사주 매각, RCPS 및 신종자본증권 발행 등을 수행
- 2018년에는 두산엔진과 두산밥캣 지분을 매각하고, 2019년에는 유상증자를 단행하는 등 재무구조 개선을 위해 부단한 노력을 기울임
- 다만, 그럼에도 유동성 위기가 현실화되면서 2020년초 국책은행에 긴급자금 지원을 요청한 뒤 그룹차원에서 자구안을 마련 및 실행함
- 2021년까지 클럽모우CC 매각, 두산인프라코어 분할 매각, 두산퓨얼셀 지분 관련 그룹 내 각종 지원 등으로 약 2.5조원의 자금을 마련
- 최종적으로 2022년 2월 1.1조원의 유상증자 이후 채권단 관리를 졸업

재무구조 개선과 그룹 내 지원 주체로서의 역할을 담당했던 두산중공업

시점	금액(억원)	주요 내용
2013.12	3,023	자사주 매각
2014.12	3,730	상환전환우선주 발행
2015.12	3,516	두산파워시스템(DPS S.A) 신종자본증권 3억불 발행
2016.05	1,616	자사주 매각
2017.05	5,000	신수인수권부사채 발행 (두산 920억원 인수)
2018.06	765	두산엔진 지분 42.7% 전량 매각
2018.08	3,681	두산밥캣 지분 10.6% 블록딜 처분
2019.04	467	두산분당센터(DBC) 지분 43.8% 매각
2019.05	4,718	유상증자 (두산 1,416억원 참여)
2020.02	2,382	두산의 두산메카텍 현물출자

자료: DART, KR, KIS, NICE, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

주요 계열사 매각 및 두산 그룹 전반의 지원을 통해 채권단 관리 종료

시점	금액(억원)	주요 내용
2020.03~06	30,000	한국산업은행 등 주채권단 자금지원
2020.05	1,850	클럽모우 CC 매각
2020.11	6,829	대주주 보유 두산퓨얼셀 지분 23% 무상증여
2020.12	12,125	유상증자 (두산 4,656억원 참여)
2020.12	3,360	두산 및 최대주주의 두산퓨얼셀 지분 유상증자 후 신주인수권 매각
2021.04	5,442	두산 보유 두산퓨얼셀 지분 16.8% 현물출자
2021.07	8,500	두산인프라코어 지분 전량 매각
2022.02	11,478	유상증자 (두산 2,524억원)
2022.09	1,050	두산메카텍 지분 전량 매각
2022.09	1,600	두산밥캣 지분 전량 매각

자료: DART, KR, KIS, NICE, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

두산: 사업주회사로서 역할 부단히 수행

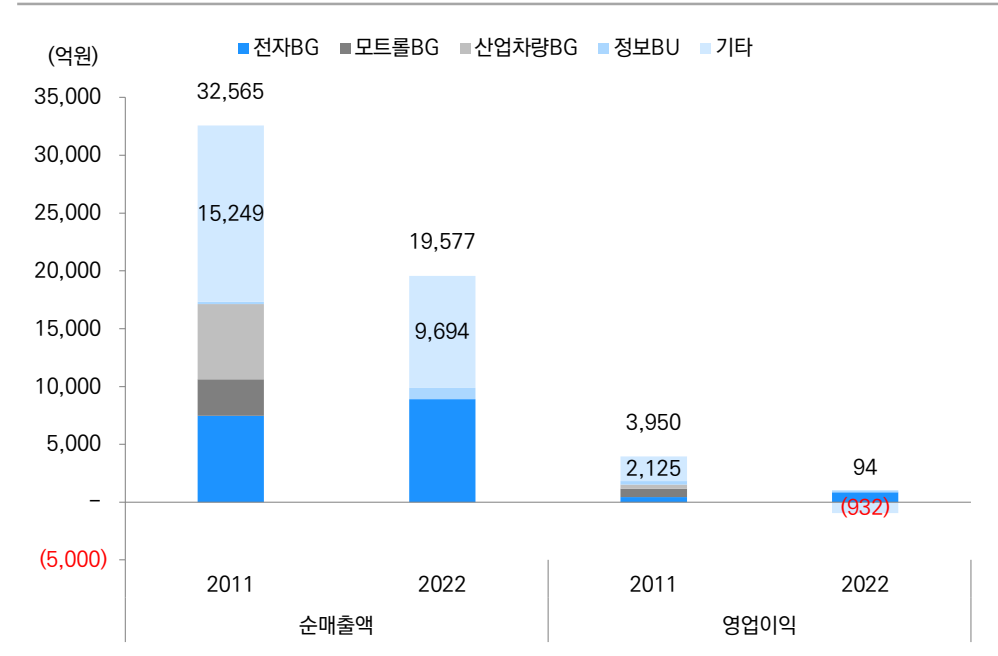
- (주)두산도 지주회사로서 그룹 내 자금 지원 및 재무구조 개선을 위해 각종 노력을 기울인 것으로 확인
- 2016년과 2017년에 걸쳐 KAI, 두산DST, 두산생물자원 등 매각을 통해 약 7천억원의 자금을 마련 및 계열지원 등에 사용한 것으로 확인되며,
- 2020년 유동성 위기 현실화 이후에는 네오플렉스, 두산솔루스, 두산타워, 모트롤BG 매각 등을 통해 유상증자 등 지원자금을 확보
- 2021년 이후에는 두산산업차량, 두산큐백스 지분 등을 계열 내 매각을 통해 지원자금 마련하면서 계열 재배치를 수행한 것으로 확인됨
- 이로써 두산 그룹의 기타 부문은 전자BG 중심으로 자체사업 규모가 축소되고, 두산퓨얼셀, 두산테스나, 두산로보틱스 등 신사업 부문으로 재편

신사업 부문을 제외한 가용자산 대부분을 매각한 두산

시점	금액(억원)	주요 내용
2015.07	1,146	군포부지 매각 (계열간 거래)
2016.01	3,046	DIP홀딩스 KAI 지분 5% 매각
2016.05	3,538	두산DST 지분 51% 매각, 한화테크윈
2017.03	353	두산생물자원 매각, 동원F&B
2017.06	800	두산메카텍 주주배정 유상증자 (DIP홀딩스 100% 주주)
2017.06	2,630	두산분당센터(DBC) 설립 (계열간 거래)
2020.08	730	네오플렉스 매각, 신한금융지주
2020.09	2,382	두산솔루스 지분 18.1% 매각, 스카이레이크인베스트먼트 (대주주 지분 34.9% 포함 약 4,604억원)
2020.09	8,000	두산타워 매각, 마스틴투자운용 (순현금유입액 6,347억원)
2020.12	4,530	모트롤BG 물적분할 및 매각, 소시어스-웰투시 컨소시엄
2021.01	6,200	DBC 보유 분당두산타워 REITs에 매각 (계열간 거래)
2021.07	7,500	두산산업차량 물적분할 후 두산팍스에 매각
2022.06	800	두산큐백스 지분 36.2% 두산에너지빌리티에 매각
2022.06	727	두산프라퍼티 지분 46% 두산에너지빌리티에 매각
2022.08	5,722	두산에너지빌리티 지분 4.47% 블록딜 매각

자료: DART, KR, KIS, NICE, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

전자BG와 신사업 부문으로 수익구조가 약화된 두산 그룹 기타사업 부문

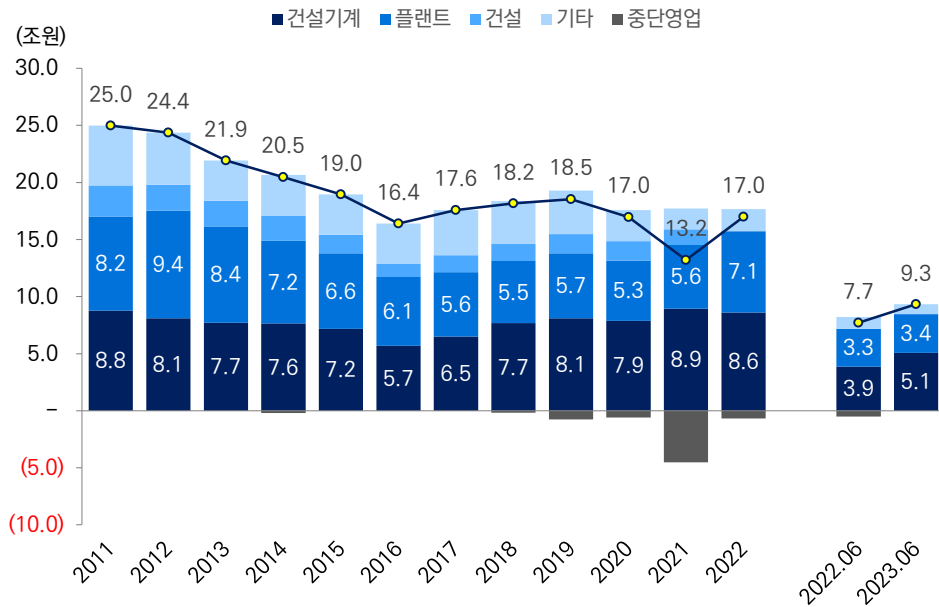


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

사업규모는 축소, 사업 포트폴리오는 약화

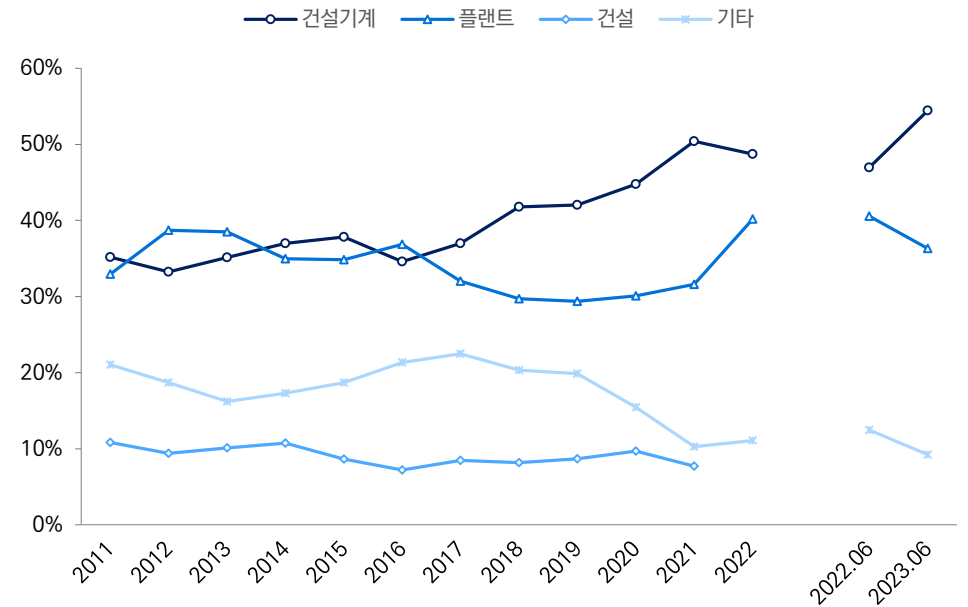
- 두산 그룹의 매출은 2011년 그룹 역대 최고인 25조원의 매출을 기록한 이후 2016년 16.4조원으로 34% 가파르게 감소
- 건설기계, 플랜트 및 건설 부문 모두에서 실적 저하를 경험. HRSG 사업부 및 두산공작기계 사업 매각 등도 매출 감소에 영향
- 2016년 이후에는 건설기계와 건설 부문의 매출 성장에도 플랜트 부문 매출 감소하면서 외형 확대를 제약
- 2018년부터 두산엔진, 모트롤BG, 두산건설 및 두산인프라코어 등 매각되면서 그룹 내 매출 감소. 부문별 기여도도 변화
- 건설기계(두산밥캣)과 플랜트(두산에너지빌리티) 중심으로 사업 포트폴리오가 집중. 경기 민감도가 높은 수준
- 특히 건설기계에 대한 의존도가 높아진 상태. 원전 수주 재개 등의 플랜트 사업환경 변화는 실적으로 이어지기까지 다소 시일이 필요할 전망

주요 계열사 매각 등으로 사업 외형 축소. 최근 실적 회복세는 긍정적



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 기준

건설기계와 플랜트 부문이 그룹의 중심축 구성

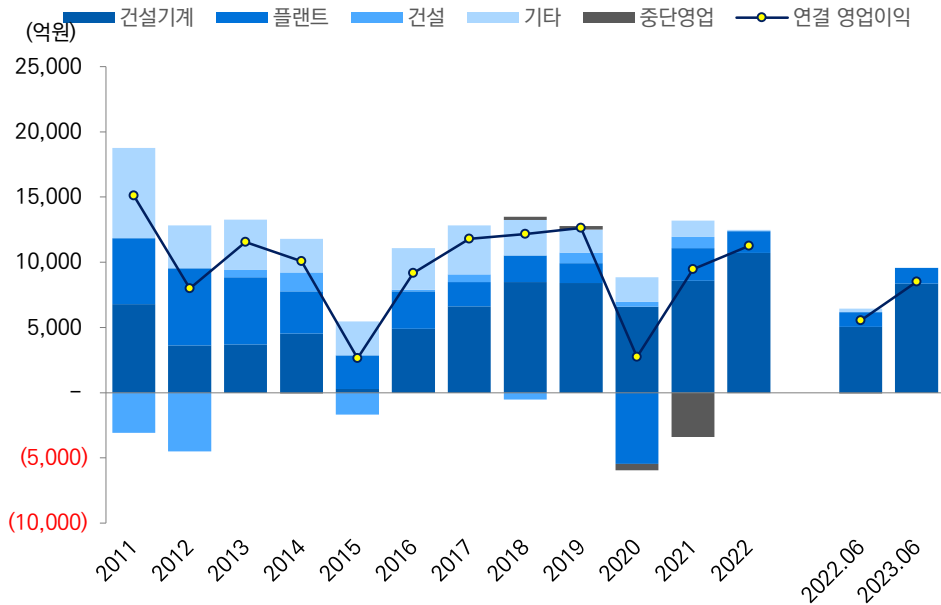


자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 순매출액 기준

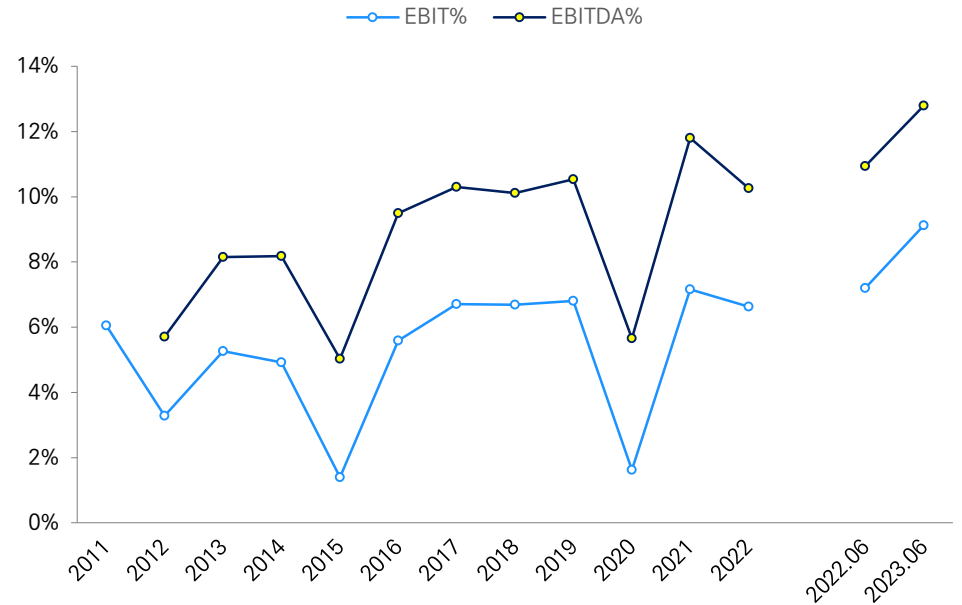
사업 재편 이후 이익규모 과거 수준으로 회복, 수익성도 양호

- 그룹 영업이익은 2014년까지 건설기계와 플랜트 부문에서 고르게 창출되는 가운데 건설 부문 손실이 이익 규모 확대를 제약
- 2016년도 부터는 플랜트 부문의 수익성이 크게 약화되면서 건설기계 부문의 이익기여도가 크게 증가
- 2020년 플랜트 부문의 대규모 영업손실 인식 및 대규모 구조조정 이후 2021년부터 이익규모 및 이익창출력 회복
- 두산인프라코어 등 주요 계열사 매각에도 두산밥캣의 북미 시장 확대를 통해 이익규모가 확대된 점이 긍정적
- 플랜트 부문의 원가부담으로 인한 낮은 수익성은 제약요인이나, 2021년 이후 수주한 프로젝트 실적 반영시 개선될 것으로 전망
- 한편, 그룹 내 기타부문은 전자BG와 디지털이노베이션BU로 축소. 두산퓨얼셀, 두산테스나, 두산로보틱스 등 신사업 부문의 성과를 지켜볼 필요

이익규모는 과거 수준으로 회복, 다만 건설기계에 대한 이익 의존도는 심화



개선세를 보이는 그룹 수익성, 플랜트 및 신사업 부문의 수익성 개선은 기대요인



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

주) 두산 연결 기준, 부문별 영업이익은 연결조정 반영 전 수치, 연결 영업이익은 연결조정 반영 후 수치

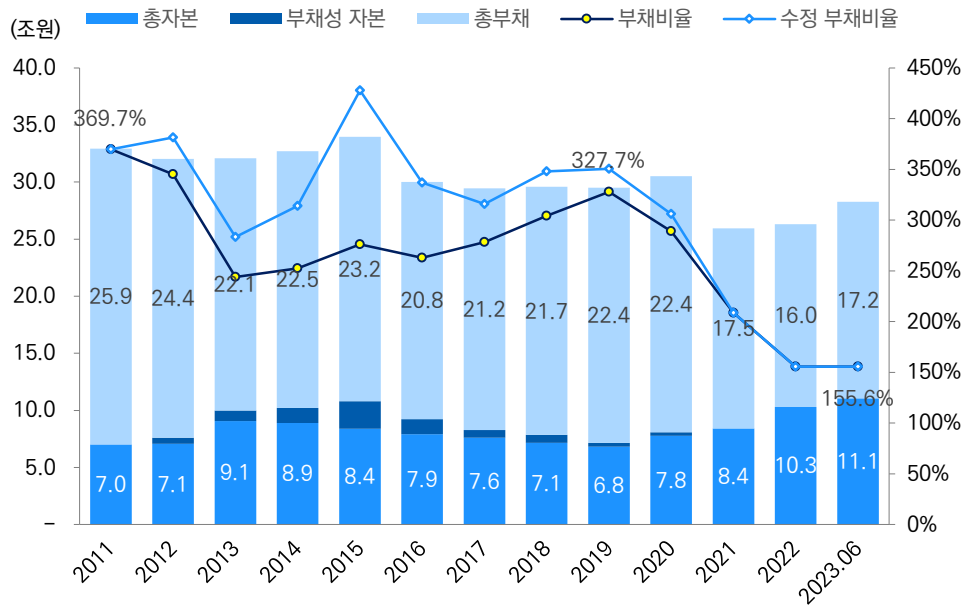
자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

주) 두산 연결 기준

재무구조는 과거 대비 비교적 안정적인 수준까지 개선

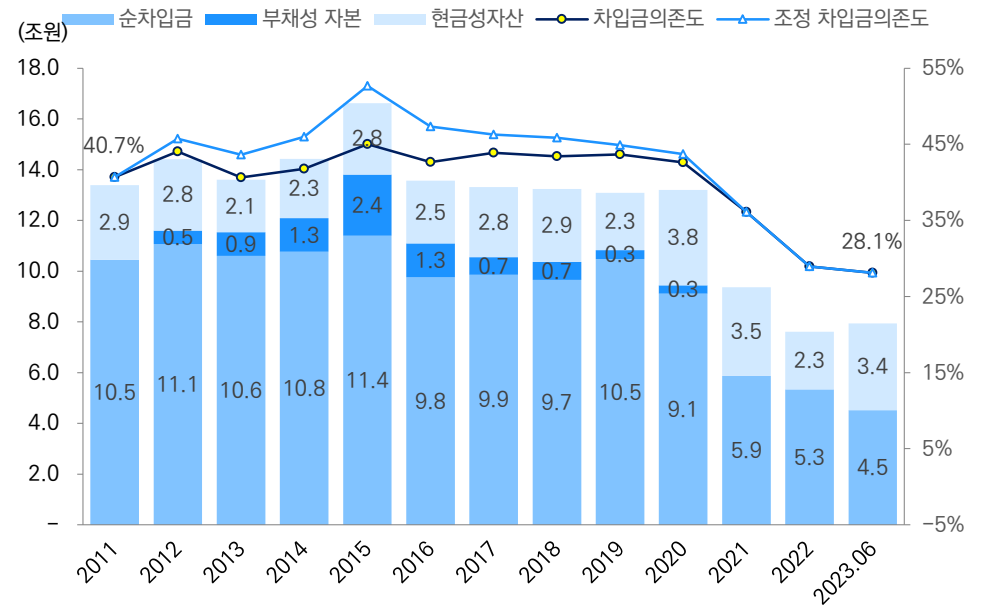
- 두산 그룹은 평균 300% 이상의 높은 실질 부채비율과 45% 수준의 높은 실질 차입의존도로 상당히 높은 재무부담이 다년간 지속
- 신종자본증권, 유상증자, 전환상환우선주 발행 등 재무구조 개선을 위한 노력에도 그룹 내 자금소요로 인해 재무구조 개선이 여의치 않았음
- 2020년부터 계열사 및 자산 매각, 유상증자 등 대규모 구조조정이 이뤄지면서 부채비율과 차입금의존도가 감소하기 시작
- 사업안정성이 약화되는 반면 재무안정성은 과거 대비 개선된 상태. 2023년 6월말 기준 그룹 부채비율은 156%, 차입금의존도는 28% 수준
- 그룹 성장 동력 개발을 위한 신사업 투자를 제외하면 자금부담을 일으킬 만한 요인들이 크게 경감된 상태

과거 대비 절반 이하로 낮아진 부채비율, 그리고 11조원을 돌파한 자기자본



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 기준

차입금 규모도 차입금의존도도 상당부분 경감된 상태

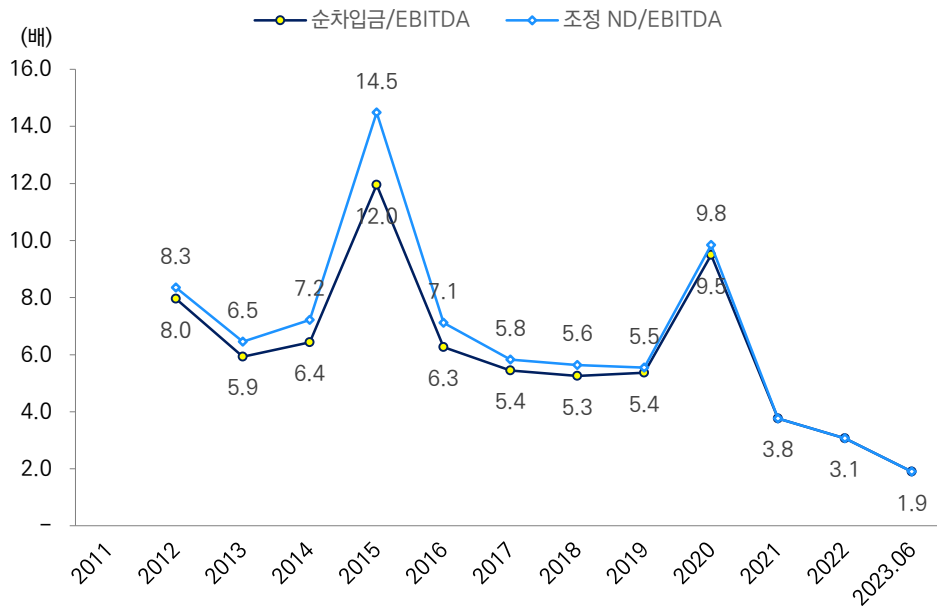


자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 기준

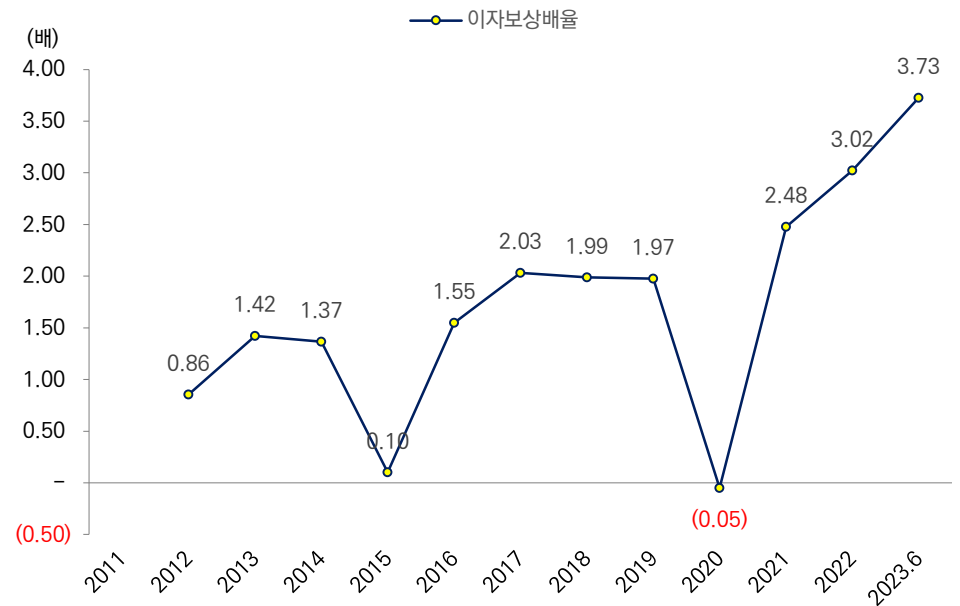
커버리지 지표도 일정수준 양호

- 그룹의 커버리지 지표도 예년 대비 상당히 개선된 모습
- 2020년까지 평균 7.1배 수준이었던 순차입금/EBITDA 배수는 2023년 6월 기준 1.9배까지 축소
- 이자보상배율도 2021년부터 2배를 상회하기 시작, 2023년 6월말 기준 이자보상배율은 3.73배를 기록
- 향후 그룹 내 가스터빈, SMR, 연료전지, 협동로봇 등 신사업에 대한 자금소요가 확대될 가능성 있으나
- 두산밥캣의 양호한 실적, 두산에너지빌리티의 실적 개선 전망, 3.3조원의 보유 현금성자산과 실적이 양호한 자회사 주식 가용여부 등 감안시 적절한 대응이 가능할 것으로 기대

이익창출력 감안시 순차입금 규모는 통제 가능한 수준까지 하락



이자비용 부담도 한층 낮아진 상태



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 기준

자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 기준

잔잔해진 거친 바람, 훈풍을 기다릴 준비

- 두산 그룹은 1997년말 외환위기를 겪은 이후에도 주류·식품업 중심 사업 포트폴리오에서 중공업 중심의 사업포트폴리오로 전환한 바 있음. OB맥주 등을 매각한 자금으로 2000년대 초기 두산중공업(2002, 舊 한국중공업, 現 두산에너빌리티), 두산건설(2003, 舊 고려산업개발), 두산인프라코어(2005, 舊 대우종합기계, 現 HD현대인프라코어) 등을 인수하고, 이후 루마니아 IMGB, 영국 미쓰이밥콧(2006), 미국 CTI 및 밥캣(2007), 동명모트롤(2008), 체코 스코다파워(2009) 등을 인수하면서 원천기술 확보, 시장경쟁력 강화에 노력하는 등 중공업 사업포트폴리오를 공고히 한 바 있음
- 다만, 다수의 인수합병에 따른 차입부담은 그룹 재무구조에 부정적인 영향을 미쳤으며, 금융위기 이후 각 계열사별로 미친 부정적인 영향들이 중첩되면서 또 한번의 사업 포트폴리오 변화를 겪게 만드는 계기가 됨
- 현재 두산 그룹의 상황이 외환위기 이후의 사업포트폴리오 전환과 다른 점이 있다면 차입부담이 상당수준 완화된 상태라는 점. 사업기반이 약화되고 경기 민감도가 높아진 우려 요인은 존재하나, 핵심 계열사인 두산에너빌리티와 두산밥캣의 다년간의 사업경쟁력 및 시장지위를 바탕으로 일정수준 이상의 실적 유지가 가능할 것으로 기대되는 부분임. 두산 그룹의 재무안정성을 크게 훼손할 만한 이슈는 어느정도 사라진 상태라고 판단됨. 따라서 두산 그룹에 불어왔던 거친 바람은 잔잔해진 것으로 보임. 신뢰 회복의 훈풍을 기다릴 준비는 되었음



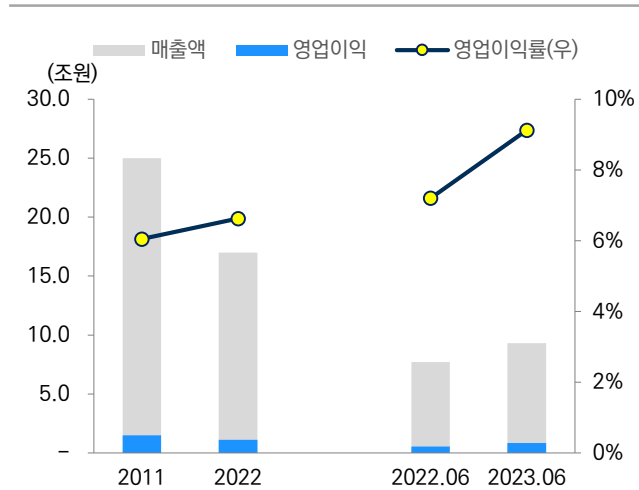
PART 2

준비된 자에게 기회는 온다 두산 그룹의 재도약

재도약을 위한 발판을 마련한 두산 그룹

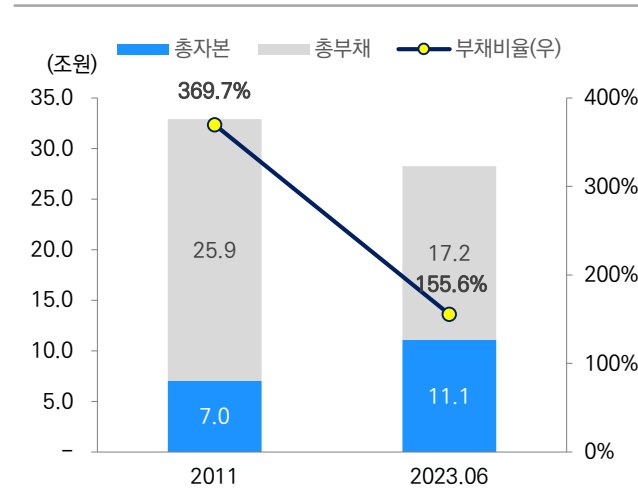
- 2022년 2월, 각고의 노력 끝에 채권단 관리를 조기 졸업한 두산 그룹은 체질 개선에 성공한 것으로 판단됨
- 이후 두산 그룹은 사업정상화를 위한 그룹 재정비에 나서며 두산테스나 인수, 두산로보틱스 상장을 추진
- 두산 그룹은 현재 ①기계, ②에너지, ③신성장사업(반도체사업 포함)의 포트폴리오로 재편하며 향후 미래시장 선점을 위한 기회를 얻고자 함
- 사업 확장의 과정에서 그룹의 신용도가 훼손되는 과거를 반복할 수 있다는 시장의 우려가 존재
- 이미 다수의 계열사 및 자산을 매각한 현 시점에서, 그룹의 재무용통성을 점검할 필요가 있음
- 주요 계열사들의 개별 신용도와 함께 재무 여력을 분석하고, 이를 바탕으로 향후 두산 그룹의 신용도를 전망하고자 함

외형은 감소했으나 수익성 개선



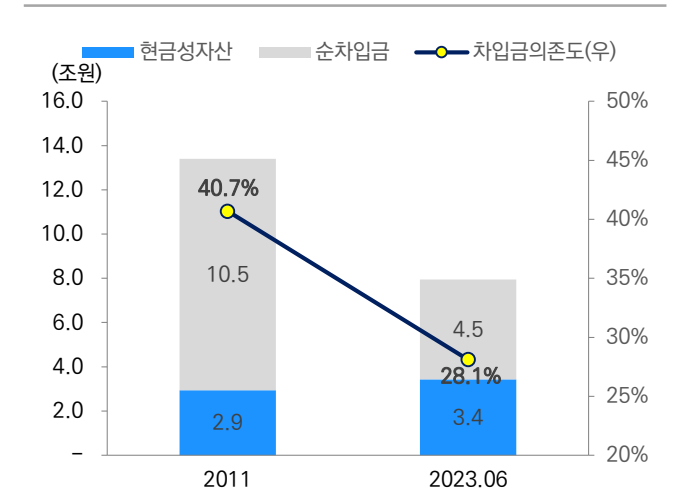
자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 기준

부채비율은 2011년 대비 214.0%p 대폭 감소



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 기준

차입부담 감소했으며, 보유 현금 증가



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 연결 기준



주요 계열사 신용도 분석 요약

기업	신용도 전망	모니터링요소	개별 신용도 Comment
(주)두산		<ul style="list-style-type: none"> - 재무부담에 대한 관리능력 - 계열 전반의 신용도 개선 여부 	다수의 사업 및 자산 매각 이후 재무안정성 개선된 반면 이익창출력 저하. 차입부담 및 신사업 투자 등 계열지원 부담도 상존. 동박적층판 전자BG 사업부의 사업경쟁력 및 보유자산 가치에 기반한 재무용통성 등 감안시 재무안정성 양호한 수준
두산에너지빌리티		<ul style="list-style-type: none"> - 현금창출력의 재무부담 완화 여부 - 두산건설 등 관계사 관련 손실 	대규모 자본확충 등을 토대로 재무안정성 제고, 원전 등 주력사업에서의 수주증가 고려시 영업수익성 및 재무안정성 일 정수준 개선될 것으로 전망. 다만, 운전자본부담 및 CAPEX 부담 존재하는 상황에서 단기성차입금 차환에 대한 대응력은 모니터링 필요
두산퓨얼셀		<ul style="list-style-type: none"> - 이익창출력 제고 여부 - 재고소진 여부 	ESG 관점에서의 장기적인 정책 기조와 함께 성장할 수 있을 것으로 기대. 다만, 시장 초기단계로 정책 및 발전사 프로젝트 진행 상황에 따른 실적변동성 큰 편. 실적 부진 및 재고부담 가중되고 있음
두산밥캣		<ul style="list-style-type: none"> - 매출 및 수익성 둔화 폭 및 시기 - 북미 건설경기 	그룹의 이익안정성을 뒷받침하는 CashCow로 성장. 실적 둔화 가능성 고려하더라도 향후 자금소요에 안정적으로 대응할 것으로 보임. 그룹 내 이익안정성과 재무안정성 기여도 높음
두산테스나		<ul style="list-style-type: none"> - 향후 투자규모 - 재무부담 완화 여부 	전방업체의 비메모리 사업 확대로 이익창출력 제고됨. 다만 이익창출력을 상회하는 자금소요로 차입부담 역시 확대되었음. 자체 CAPA 확충 가능성 및 M&A로 인한 투자부담 상존
두산로보틱스		<ul style="list-style-type: none"> - 턴어라운드 여부 - 시장지배력 변동 여부 - M&A 규모 등 투자규모 	적자 지속하고 있으나, 2023년 10월 상장을 통한 자금 유입으로 현 시점에서의 재무안정성은 우수. 공모자금 대부분 이 M&A에 사용될 예정으로, 중단기간 내 턴어라운드 필요해보임. 초기시장 형성단계로 기술경쟁력을 통한 시장 선점 필요

사업지주회사

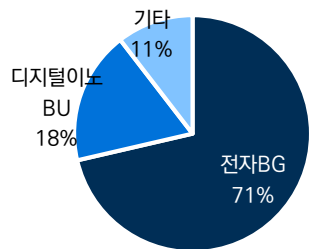
최대주주 박정원 외 39.7%

등급 및 등급전망

KIS	BBB/P
KIR	BBB/S
NICE	BBB/S

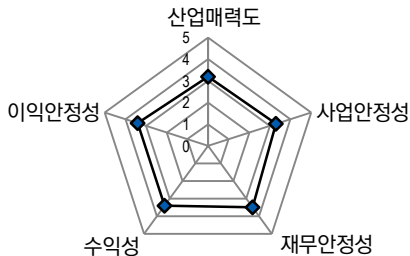
개별민평금리	6.883 %
등급민평 스프레드	-282.5 bp
발행잔액	2,710 억원

부문별 매출 비중 (2023.06)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

크레딧 투자매력도



자료: 유안타증권 리서치센터

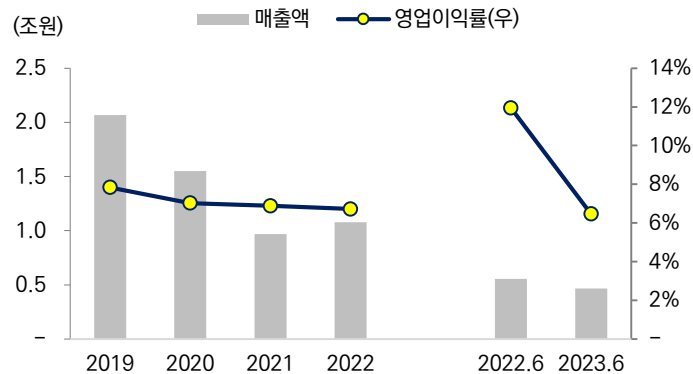
• 기업 및 사업개요

1933년 12월 설립된 두산 그룹의 모태기업. 2009년 1월 사업지주회사로 전환하였으며, 지주회사 역할을 수행함과 동시에 CCL(동박적층판) 생산 및 공급의 전자사업, IT인프라 구축 및 운영 등 정보통신사업을 자체사업으로 영위 중. 지주회사로서 두산에너빌리티, 오리콤 등 자회사 지분을 직접 보유하는 한편, 두산에너빌리티를 통해 두산밥캣 등을 간접적으로 지배하고 있으며, 2022년 4월에는 테스나 지분을 취득하는 등 그룹 포트폴리오 다변화를 기하는 중임

• 최근 동향

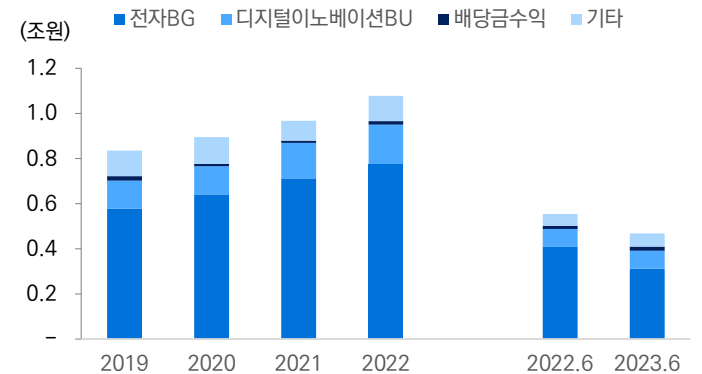
2020년 이후 모트를 및 산업차량 부문이 매각되면서 자체사업 부문 및 규모가 축소됨. 다만, 여전히 전자BG의 우수한 사업경쟁력과 디지털이노베이션BU의 Captive 수요를 바탕으로 실적 상승세를 보이는 것으로 확인됨. 다만, 최근 반도체 등 전방산업 위축으로 실적 및 수익성이 다소 둔화된 바 있음. 자체 사업 이외에도 동사는 연료전지, 협동로봇, 물류 자동화, 드론 등 신사업에 대한 투자 등을 통해 지주사로서의 신성장 동력 개발에 노력을 기울일 예정임

모트를 및 산업차량 부문 매각 후 매출 감소, 다만 수익성은 유지



자료: DART, 유안타증권 리서치센터
 주) 두산 별도 기준, 모트를BG, 산업차량BG 포함

잔여 사업부문의 매출액은 증가세

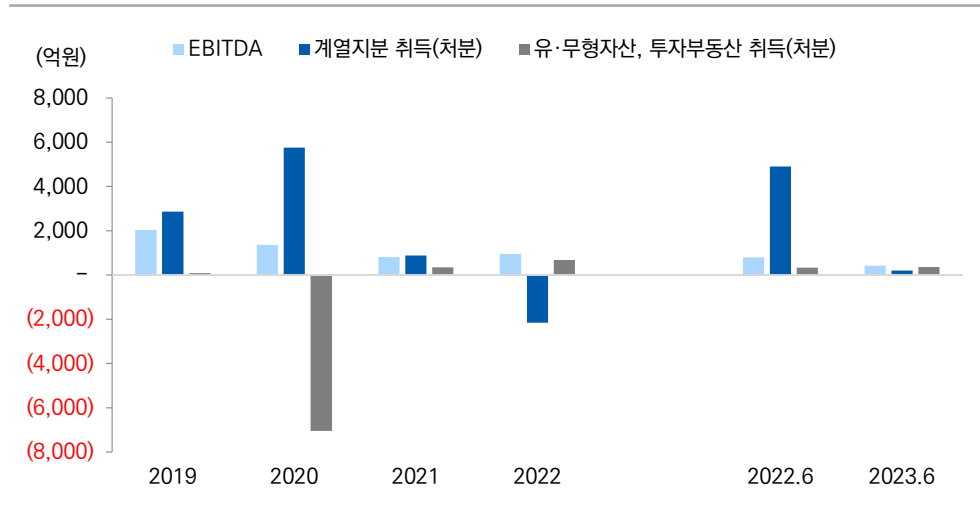


자료: DART, 유안타증권 리서치센터
 주) 두산 별도 기준, 잔존하는 사업부문으로 작성

신성장 동력 모색을 위한 지주사 역할에 집중할 때

- (주)두산은 지주사로서 최근까지 그룹 내 경영개선 목적의 지원을 수행했다면,
- 계열내 재무구조가 어느정도 안정화 된 상황에서 향후에는 신성장 동력 모색을 위한 계열지원에 집중할 것으로 예상
- 동사는 두산인베스트먼트(테스나), 두산로보틱스, 두산로지스틱스솔루션, 두산모빌리티이노베이션 등에 투자를 이어오는 것으로 확인
- 계열지원 및 경상지출 등에 자금부담이 다소 존재하는 것으로 파악되나 전자BG와 디지털이노베이션BU에서 발생하는 일정수준의 이익창출력 및 종속회사 지분 등을 활용한 자금조달능력을 감안하면 그룹 내 자금소요에 일정수준 대응 가능할 것으로 판단
- 참고로, 최근 상장한 두산로보틱스의 1년 후 보호예수 해지되는 지분 34.09%의 가치는 약 1조원 규모(2023.11.10 종가 기준)

계열 지원을 위한 자금소요가 지속되었던 두산



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

종속회사는 핵심 계열사와 신성장 동력 모색을 위한 회사로 재편

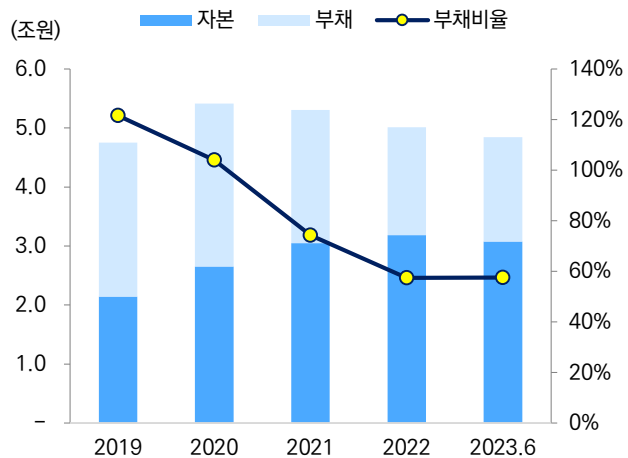
종속회사	지분율	2023.06 장부가액 (억원)	비고
두산에너지빌리티	30.4%	25,363	보유주식의 19.3% 담보설정
두산인베스트먼트	100%	2,806	두산테스나, 반도체 후공정 테스트
두산로보틱스	90.9%	860	협동로봇, 2023.10 IPO, 상장후 지분율 69.2%
두산모빌리티이노베이션	100%	723	드론
두산로지스틱스솔루션	100%	494	물류 자동화 시스템 제어 및 관리
HyAxiom, Inc	100%	1,924	미국 소재 발전용 인산형 연료전지(PAFC) 사업
기타		1,713	
합계		33,883	

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

자체 차입부담은 대응 가능. 주요 계열들의 신용도 개선 시점을 지켜보아야

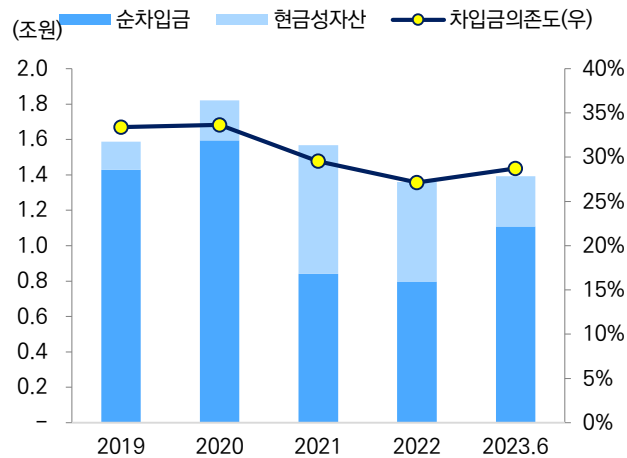
- (주)두산의 차입구조는 주요 자산 및 사업부의 매각 등을 통해 소폭 경감된 것으로 확인
- 다만, 여전히 순차입금 1.1조원 수준이며, 차입금의존도는 28.7%로 동사 이익창출력 대비 차입부담이 존재
- 순차입금/EBITDA 지표도 11.1배로 상당히 높은 상황이며, 이자보상배율은 1배 미만으로 나타나 적절한 관리가 필요한 수준
- 향후 신사업 등에 대한 투자로 인해 자금소요가 증가하는 경우 차입규모 재차 증가할 가능성도 존재할 것으로 예상
- 다만, 부채비율은 57.6%, 이중레버리지배율은 111.6%로 재무구조는 안정적인 수준
- 주요 계열사들의 실적 개선이 기대되는 상황에서 지주사로서 계열지분의 활용가능성, 보유자산가치 등을 감안하면 재무융통성이 존재
- 두산에너지빌리티를 비롯한 주요 계열들의 신용도가 개선되는 시점을 잘 지켜볼 필요성 있음

부채비율은 57.6%로 과거 대비 상당히 개선



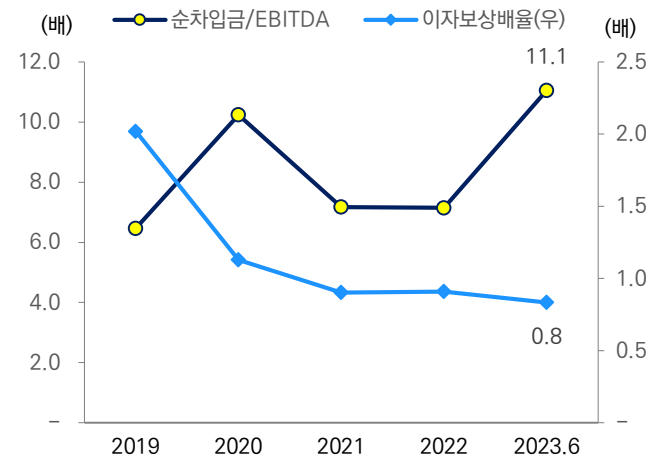
자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 별도 기준

차입규모는 줄었으나 여전히 부담은 존재



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 별도 기준

차입구조에 비하면 이익창출력 다소 부족



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산 별도 기준

두산 별도 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2018	2019	2020	2021	2022	2022.6	2023.6
매출액	20,966	15,880	8,949	9,675	10,772	5,538	4,671
영업이익	2,149	1,400	907	666	724	661	302
EBITDA	2,832	2,208	1,557	1,172	1,114	859	501
순이익	1,586	6,338	1,802	4,108	1,755	645	(714)
영업이익률	10.2%	8.8%	10.1%	6.9%	6.7%	11.9%	6.5%
EBITDA 마진	13.5%	13.9%	17.4%	12.1%	10.3%	15.5%	10.7%
총자산	47,342	47,524	54,138	53,083	50,128	54,409	48,470
자기자본	23,055	21,447	26,533	30,464	31,835	30,633	30,759
총부채	24,287	26,077	27,605	22,619	18,293	23,776	17,711
총차입금	13,476	15,871	18,211	15,684	13,597	17,983	13,925
차입금의존도	28.5%	33.4%	33.6%	29.5%	27.1%	33.1%	28.7%
부채비율	105.3%	121.6%	104.0%	74.2%	57.5%	77.6%	57.6%
단기성차입금	4,872	9,801	10,757	10,261	4,454	7,356	8,683
순차입금(ND, Neb Debt)	12,320	14,374	16,388	9,833	9,184	15,112	11,365
현금성자산	1,157	1,497	1,823	5,851	4,413	2,871	2,560
현금성자산/단기성차입금	23.7%	15.3%	17.0%	57.0%	99.1%	39.0%	29.5%
영업활동 현금흐름(CFO)	804	1,425	(2,517)	(2,732)	(1,016)	(990)	(1,228)
운전자금 증가	1,425	(163)	3,924	1,017	(1,037)	(1,058)	733
투자활동 현금흐름(CFI)	(61)	(3,117)	2,670	4,961	6,849	975	(355)
투자자산 투자	548	(2,509)	3,193	(2,110)	2,139	(4,892)	(246)
유무형자산 투자(CAPEX)	(640)	(491)	515	(346)	(685)	(335)	(367)
FCF(Free Cash Flow)	(60)	1,529	(1,446)	(2,055)	(1,483)	(1,179)	(1,399)
TD/EBITDA	4.8	7.2	11.7	13.4	12.2	10.5	13.9
ND/EBITDA	4.4	6.5	10.5	8.4	8.2	17.6	22.7
EBITDA이자보상배율	5.9	3.2	1.9	1.6	1.4	2.2	1.4
영업이익이자보상배율	4.5	2.0	1.1	0.9	0.9	1.7	0.8

자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

두산연결 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2018	2019	2020	2021	2022	2022.6	2023.6
매출액	174,493	180,416	114,285	128,515	169,958	77,033	93,195
영업이익	11,764	12,286	(204)	9,211	11,260	5,544	8,502
EBITDA	17,992	19,195	6,649	15,337	17,442	8,423	11,923
순이익	(3,405)	4,331	(9,639)	6,488	(5,812)	(1,201)	2,889
영업이익률	6.7%	6.8%	-0.2%	7.2%	6.6%	7.2%	9.1%
EBITDA 마진	10.3%	10.6%	5.8%	11.9%	10.3%	10.9%	12.8%
총자산	288,803	291,697	302,010	259,458	263,154	272,205	282,683
자기자본	71,450	68,195	77,656	84,101	102,978	102,043	110,585
총부채	217,352	223,502	224,354	175,357	160,175	170,162	172,098
총차입금	125,440	127,435	128,736	93,625	76,135	79,041	78,415
차입금의존도	43.4%	43.7%	42.6%	36.1%	28.9%	29.0%	27.7%
부채비율	304.2%	327.7%	288.9%	208.5%	155.5%	166.8%	155.6%
단기성차입금	61,248	88,427	88,849	60,942	30,720	32,894	40,411
순차입금(ND, Neb Debt)	96,567	104,772	91,189	58,665	53,450	60,145	45,196
현금성자산	28,873	22,664	37,548	34,959	22,685	18,895	33,219
현금성자산/단기성차입금	47.1%	25.6%	42.3%	57.4%	73.8%	57.4%	82.2%
영업활동 현금흐름(CFO)	10,219	7,842	1,265	7,224	5,332	(1,092)	10,551
운전자금 증가	2,997	5,408	7,189	5,877	6,290	6,206	(2,800)
투자활동 현금흐름(CFI)	(9,431)	(9,358)	(3,434)	(2,951)	(2,909)	522	(4,677)
투자자산 투자	(3,065)	(814)	9,354	(3,972)	(591)	(1,029)	(1,834)
유무형자산 투자(CAPEX)	(6,800)	(8,400)	(5,595)	(5,207)	(9,015)	(2,926)	(3,652)
FCF(Free Cash Flow)	9,535	3,488	(5,789)	791	(4,831)	(5,187)	8,664
TD/EBITDA	7.0	6.6	19.4	6.1	4.4	4.7	3.3
ND/EBITDA	5.4	5.5	13.7	3.8	3.1	7.1	3.8
EBITDA이자보상배율	3.0	3.1	1.6	4.1	4.7	5.0	5.2
영업이익이자보상배율	2.0	2.0	(0.0)	2.5	3.0	3.3	3.7

자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

발전설비 등 제작 및 시공

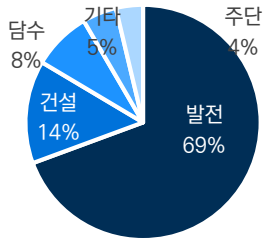
최대주주 (주)두산 외 30.7%

등급 및 등급전망

KIS	NA
KIR	BBB/P
NICE	BBB/P

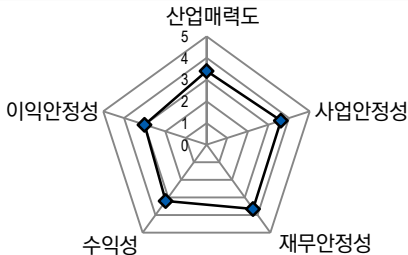
개별민평금리	7.266 %
등급민평 스프레드	-244.2 bp
발행잔액	3,170 억원

품목별 매출 비중 (2022)



자료: KR, 유안타증권 리서치센터

크레딧 투자매력도



자료: 유안타증권 리서치센터

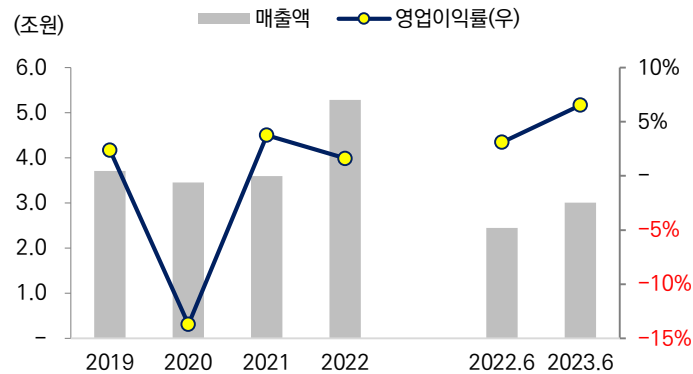
• 기업 및 사업개요

1962년 설립되어 발전 및 담수설비, 주단조품 제조 등의 사업을 영위. 2001년 두산 그룹에 편입되었음. 동사는 원자로주기기 등 발전설비 전반에 걸친 원천기술을 확보하고 있어 EPC 업체로서 핵심 경쟁력을 보유하고 있으며, 다수의 발전설비 제작경험 등을 바탕으로 국내외에서 양호한 경쟁지위를 확보하고 있음

• 최근 동향

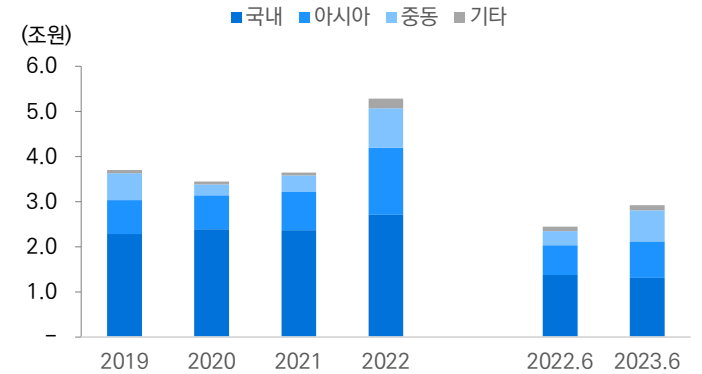
유상증자 등 대규모 자본확충을 통해 재무안정성이 개선되었으며, 친원전 정책 변화 등으로 신규수주 회복세를 보이면서 영업실적 및 수익성도 개선되는 중. 최근에는 신한울 3,4호기 및 카자흐스탄 복합화력 EPC 계약을 체결하고, 가스터빈 1기의 상업운전을 개시한 것으로 확인. 주력사업 매출 개선 기대되는 상황에서 풍력터빈 기술개발 및 SMR 사업화 등 신사업도 모색 중. 운전자본부담 및 CAPEX 투자부담은 우려요인이나 차입부담 축소된 상황에서 현금창출력 개선 가능성 감안시 재무안정성도 점진적으로 개선될 수 있을 것으로 전망. 다만, 관계사 관련 손실 등에 대한 부분은 모니터링 필요

구조조정 이후 매출 및 수익성은 회복세



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

주요 지역에서의 수주 증가는 기대요인



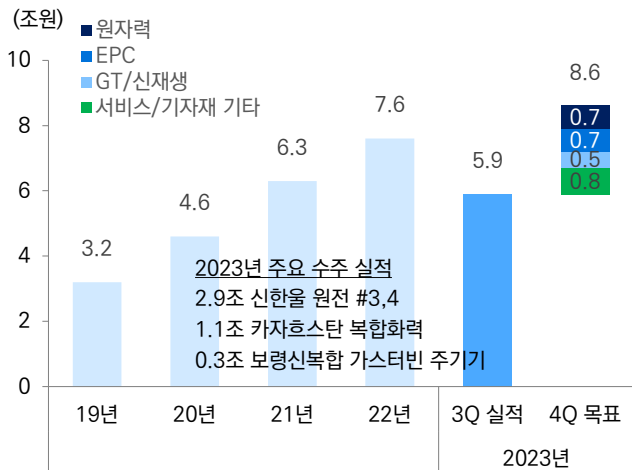
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

성장을 위한 우호적인 환경 조성. 실적 개선과 신사업 성과를 지켜볼 필요

- 친원전으로 정책이 변화하고 국내 원전 수출 확대를 위한 팀코리아 결성되는 등 수주환경 개선. 동사도 최근 2.9조원의 신한울 원전 수주
- 김포열병합발전소에서 한국형 가스터빈 1기 상업운전을 개시하고, 보령신복합 주기기 공급 계약도 체결하는 등 가스터빈 사업도 확대 시작
- 신규수주 확대에 기반하여 매출 성장이 예상되는 가운데 현금창출력도 현 수준 이상 유지될 것으로 기대
- 중장기적으로 Heavy-Tail 방식의 수주 특성에 따른 운전자본부담, 연간 2,500억원 내외의 CAPEX 자금소요 등은 존재할 것으로 기대되나 대규모 프로젝트로부터 유입된 약 7천억원의 선수금, 개선된 영업현금창출력 등이 자금부담을 완화 가능할 것으로 전망됨
- 이외에도 풍력터빈 사업, 배터리 재활용 사업('23.07 두산리사이클솔루션 설립), CASK* 사업 등을 추진 중인 것으로 확인
- 핵심사업에서의 실적 유지 및 개선에 더하여 신사업에서의 매출이 가시화된다면 동사 신용도 관점에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대

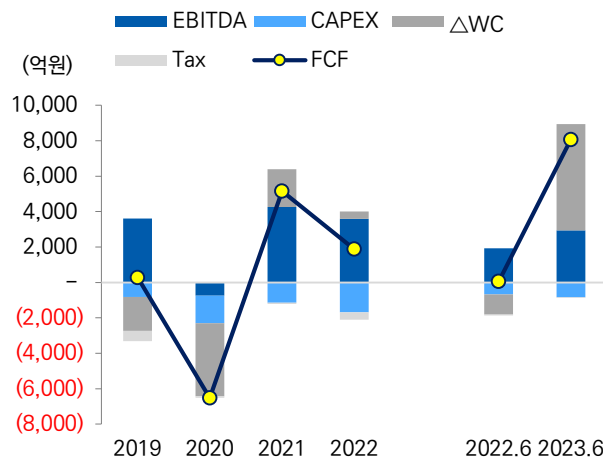
*CASK: 사용후핵연료 운반·저장 용기

우호적인 수주환경 하 수주실적은 개선세를 지속



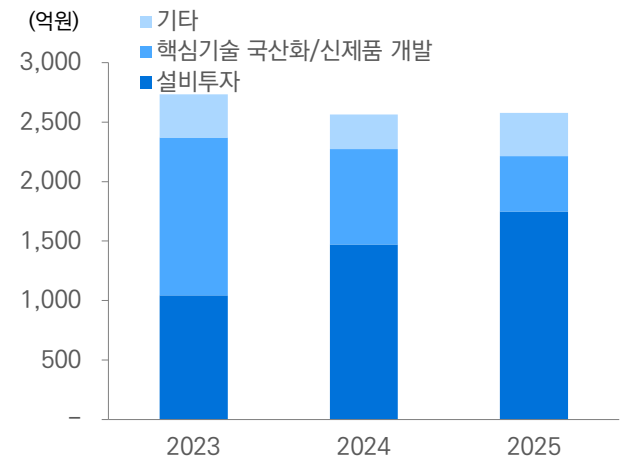
자료: 두산 및 두산에너지빌리티 IR, 유안타증권 리서치센터

EBITDA 창출력 개선된 가운데 선수금 유입으로 FCF 개선



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
 주) 두산에너지빌리티 별도 기준

계획된 향후 투자금액은 매년 2500억원 수준

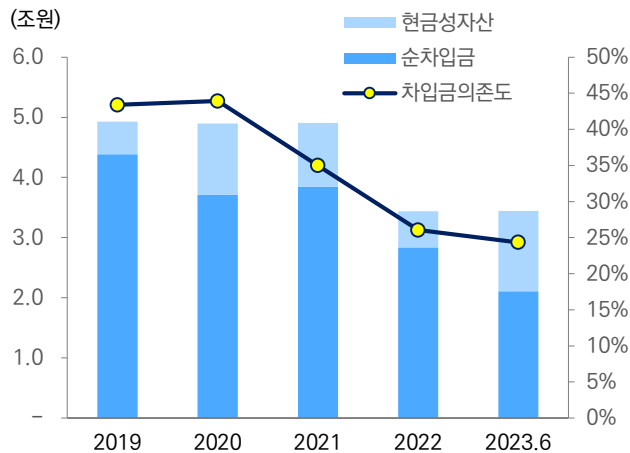


자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

영업외손익 적절히 통제된다면 재무안정성 개선 지속될 수 있을 것

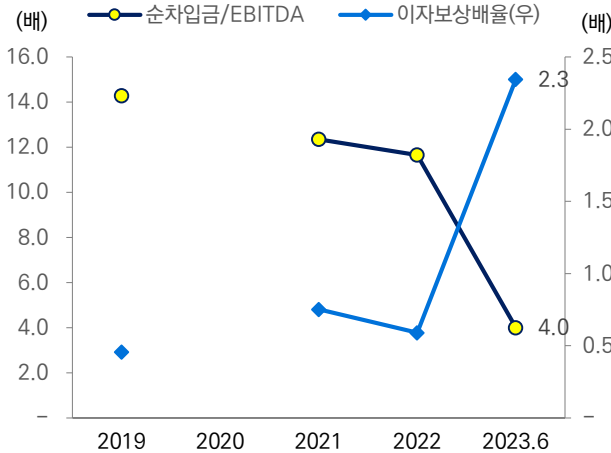
- 유상증자 등 지속적인 자본확충 등을 통해 4조원이 넘는 순차입금은 2.1조원으로 감축되었으며, 차입금의존도는 43% 수준에서 24%로 감소
- 부채비율도 126% 수준까지 낮아진 것으로 확인되며, 이익창출력 회복에 힘입어 순차입금/EBITDA 및 이자보상배율 지표도 개선
- 총차입금의 70%인 2.4조원이 단기성차입금. 운영자금을 대부분 단기차입금으로 조달하여 사용 중인 점 때문에 단기차환부담 존재
- 다만, 사채 및 단기차입금 대부분에 유형자산 및 두산밥캣 등 관계기업 지분을 담보로 제공하고 있어 차환에는 어려움 없을 것으로 예상
- 2023년 6월말 기준 1.3조원의 현금성자산 및 1.3조원의 관계기업 지분 담보제공여력 등을 감안시 유동성 대응 능력은 양호한 수준
- 영업현금창출력이 개선되고, 비경상적인 계열지분 관련 손상등이 적절히 통제된다면 재무안정성 개선이 지속될 것으로 기대

차입금의존도 개선된 가운데 현금성자산 규모 확대



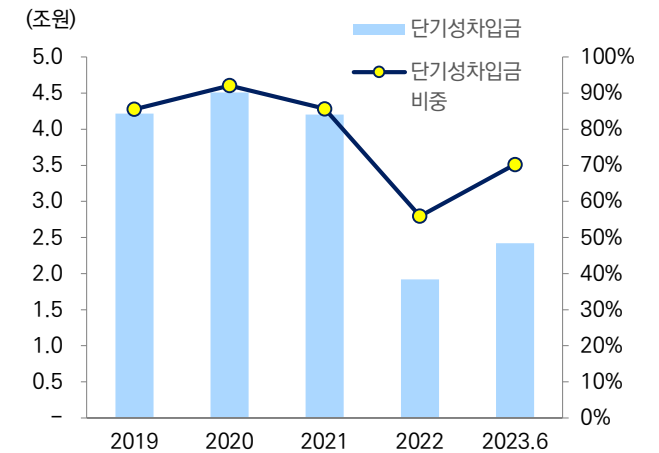
자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산에너지빌리티 별도 기준

이익창출력 개선도 차입부담 완화 중



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산에너지빌리티 별도 기준, 2020년은 EBITDA (-)부의 금액으로 미표시

높은 단기성차입금 비중은 부담되나 대응은 가능할 것

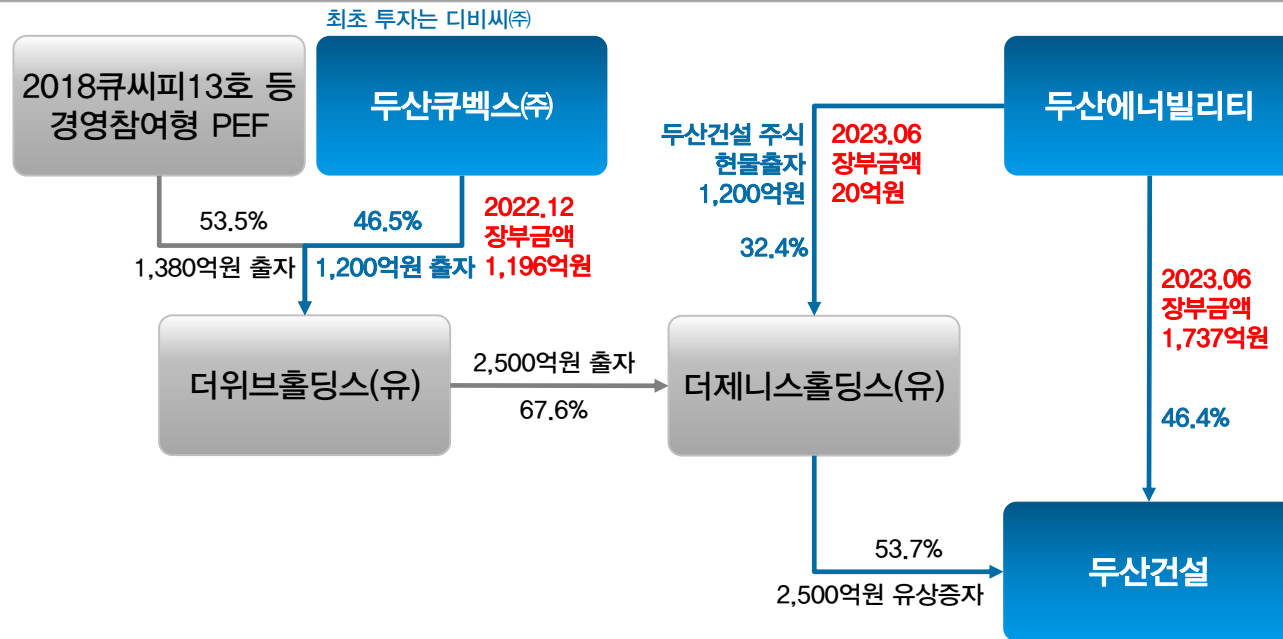


자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터
주) 두산에너지빌리티 별도 기준

두산건설 관련 재무적 영향은 제한적일 것, 추가 손상 여부는 모니터링 필요

- 두산건설은 2021년 11월 제3자 배정 유상증자를 통해 더제니스홀딩스(유)에 경영권 이전. 두산 그룹에서 계열분리. 진성매각 이슈는 존재
- 지분구조상 두산큐백스가 더위브홀딩스 지분 46.5% 보유하고 있으며, 두산에너빌리티가 더제니스홀딩스 지분 32.4%를 보유하고 있기 때문
- 다만, 두산에너빌리티는 2022년 중 더제니스홀딩스에 대한 지분금액 대부분과 두산건설 지분에 대하여 총 2,620억원의 손상차손 인식
과거 대비 두산건설 관련 익스포저는 줄어든 상태
- 두산건설 매각시 투자자 일부의 원금보전에 대한 약정사항 존재하나, 두산에너빌리티 보유 두산건설 지분 46.4%에 대한 투자회수 금액 범위
내에서 보전되는 점을 감안하면 두산 그룹에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상
- 두산건설의 지분가치 평가 또는 매각 결과에 따라 그룹 내 잔여 지분가치 추가 손상 가능성은 존재. 주의할 필요성 있음

계열분리 이후 두산건설 지분구조 및 두산 그룹 관련 익스포저



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

두산건설 관련 두산에너빌리티 감사보고서상 약정사항

더제니스홀딩스(유)가 보유하고 있는 두산건설(주) 주식 (지분율 53.65%) 매각시, 동 매각금액의 최종 분배금액이 투자자들 (대표PEF인 2018큐씨피13호 사모투자 합자회사는 제외)의 출자원금에 미달할 경우, 당사가 보유한 두산건설(주) 주식(지분율 46.35%)의 투자회수 금액 내에서 투자자들에게 미달액을 보전하기로 하였습니다.

자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

두산에너지별도 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2018	2019	2020	2021	2022	2022.6	2023.6
매출액	41,017	37,086	34,514	35,929	52,844	24,464	30,061
영업이익	1,846	877	(4,731)	1,353	853	761	1,964
EBITDA	3,798	3,071	(2,763)	3,110	2,435	1,579	2,632
순이익	(7,251)	(4,952)	(18,802)	266	(12,118)	(2,444)	1,126
영업이익률	4.5%	2.4%	-13.7%	3.8%	1.6%	3.1%	6.5%
EBITDA 마진	9.3%	8.3%	-8.0%	8.7%	4.6%	6.5%	8.8%
총자산	113,423	113,609	111,472	140,319	131,895	142,172	141,459
자기자본	39,407	34,407	34,607	57,016	61,136	70,313	62,494
총부채	74,016	79,202	76,865	83,303	70,759	71,859	78,966
총차입금	43,744	49,293	48,954	49,074	34,362	34,572	34,425
차입금의존도	38.6%	43.4%	43.9%	35.0%	26.1%	24.3%	24.3%
부채비율	187.8%	230.2%	222.1%	146.1%	115.7%	102.2%	126.4%
단기성차입금	23,030	42,171	45,103	42,051	19,213	20,626	24,189
순차입금(ND, Neb Debt)	37,018	44,646	44,961	40,369	30,442	30,675	23,055
현금성자산	6,726	4,647	3,993	8,705	3,919	3,897	11,369
현금성자산/단기성차입금	29.2%	11.0%	8.9%	20.7%	20.4%	18.9%	47.0%
영업활동 현금흐름(CFO)	1,395	(1,705)	(6,396)	5,611	2,717	700	7,213
운전자금 증가	570	1,917	4,117	(2,128)	(412)	1,153	(5,997)
투자활동 현금흐름(CFI)	1,874	(4,580)	(5,423)	5,438	(4,306)	(2,608)	543
투자자산 투자	3,815	(3,437)	(2,394)	6,069	(2,647)	(1,966)	1,157
유무형자산 투자(CAPEX)	(2,292)	(813)	(1,555)	(1,153)	(1,688)	(668)	(837)
FCF(Free Cash Flow)	544	280	(6,520)	5,162	1,890	60	8,071
TD/EBITDA	11.5	16.0	(17.7)	15.8	14.1	10.9	6.5
ND/EBITDA	9.7	14.5	(16.3)	13.0	12.5	19.4	8.8
EBITDA이자보상배율	2.0	1.6	(1.4)	1.7	1.7	2.2	3.1
영업이익이자보상배율	1.0	0.5	(2.4)	0.8	0.6	1.1	2.3

자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

두산에너지연결 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2018	2019	2020	2021	2022	2022.6	2023.6
매출액	147,611	156,597	91,715	109,909	154,211	68,390	85,804
영업이익	10,017	10,769	(1,345)	8,694	11,061	5,198	8,592
EBITDA	15,007	16,278	4,342	14,063	15,775	7,577	10,861
순이익	(4,217)	(1,044)	(8,384)	6,458	(4,531)	(1,135)	4,335
영업이익률	6.8%	6.9%	-1.5%	7.9%	7.2%	7.6%	10.0%
EBITDA 마진	10.2%	10.4%	4.7%	12.8%	10.2%	11.1%	12.7%
총자산	248,149	248,092	255,672	237,205	230,498	242,714	253,075
자기자본	62,184	62,020	71,065	88,076	100,803	105,186	110,275
총부채	185,965	186,073	184,607	149,129	129,695	137,528	142,800
총차입금	107,265	105,080	102,896	75,937	53,830	54,749	56,344
차입금의존도	43.2%	42.4%	40.2%	32.0%	23.4%	22.6%	22.3%
부채비율	299.1%	300.0%	259.8%	169.3%	128.7%	130.7%	129.5%
단기성차입금	53,813	74,951	70,854	49,122	23,083	23,355	28,515
순차입금(ND, Neb Debt)	80,586	85,232	64,380	46,533	35,161	41,347	27,235
현금성자산	25,033	17,889	29,218	26,250	15,254	13,091	28,800
현금성자산/단기성차입금	46.5%	23.9%	41.2%	53.4%	66.1%	56.1%	101.0%
영업활동 현금흐름(CFO)	9,896	4,337	2,952	10,277	6,251	501	12,587
운전자금 증가	763	8,059	3,392	4,932	7,467	6,626	(4,592)
투자활동 현금흐름(CFI)	(7,930)	(5,797)	(5,260)	(12,657)	(711)	576	(3,594)
투자자산 투자	(2,703)	(531)	2,279	(1,204)	(468)	(1,002)	(1,632)
유무형자산 투자(CAPEX)	(5,081)	(6,002)	(4,802)	(4,508)	(5,324)	(2,060)	(2,542)
FCF(Free Cash Flow)	11,411	887	(4,015)	4,217	(808)	(2,701)	11,371
TD/EBITDA	7.1	6.5	23.7	5.4	3.4	3.6	2.6
ND/EBITDA	5.4	5.2	14.8	3.3	2.2	5.5	2.5
EBITDA이자보상배율	2.9	3.1	1.4	4.9	5.9	5.9	6.6
영업이익이자보상배율	1.9	2.0	(0.4)	3.0	4.1	4.0	5.3

자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

두산퓨얼셀

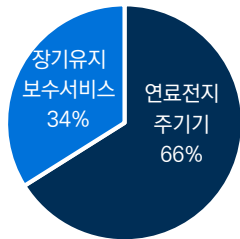
발전용 연료 전지 제조업

최대주주 두산에너지빌리티 외 37.8%

등급 및 등급전망

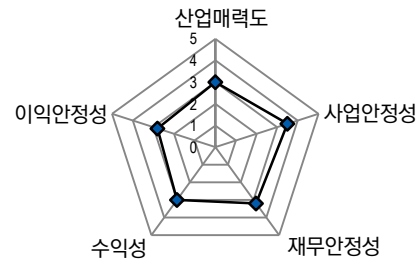
KIS	BBB/S
KR	NA
NICE	BBB/S
개별민평금리	7.873 %
등급민평 스프레드	183.5 bp
발행잔액	1,800 억원

제품별 매출비중 (2022)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

크레딧 투자매력도



자료: 유안타증권 리서치센터

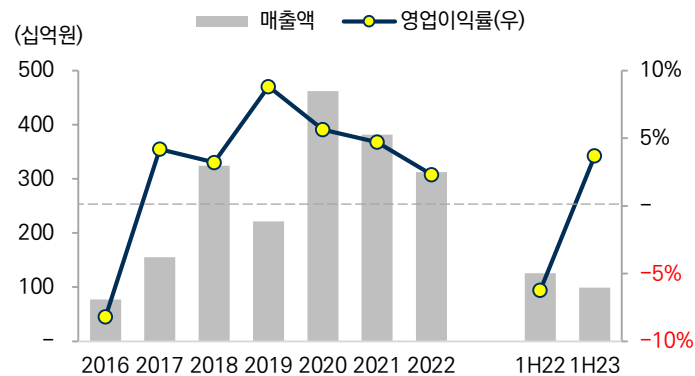
• 기업 및 사업개요

2015년 3월 (주)두산의 연료전지 사업부문으로 출범해 2019년 10월 인적분할로 설립. 발전용 연료전지 시장 내 1위 업체이며, 공공 및 민간 발전사를 전방거래처로 확보. 시장 초기 형성단계로 정책 변화에 따른 실적 변동성이 내재되어 있으며, 발전사들의 예산이 집행되는 2·4분기에 발주가 집중되어 분기별 매출 변동성 높음. 세계적 친환경 기조 확산 및 정부의 수소 산업 육성을 위한 의지, 그리고 수주 계약의 상당 부분이 장기유지보수 관련임을 고려했을 때의 중장기적 사업안정성은 상당 부분 인정됨

• 최근 동향

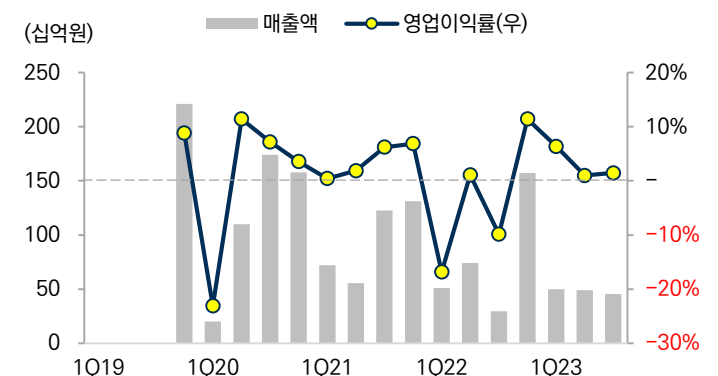
국산화 이후 품질 안정화, 연료전지 설치 의무화·설치 보조금 지원 등의 정책 수혜로 2017년 턴어라운드 이후 영업흑자 지속. 다만 최근에는 증설 투자 지속되는 가운데 발주 지연됨에 따라 고정비 부담으로 인한 수익성 저하세 지속. 2022년 이후로도 기존 프로젝트들의 착공 지연에 따른 매출 인식 기간이 길어지며 실적 부진이 지속되고 있음

연도별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익률 추이

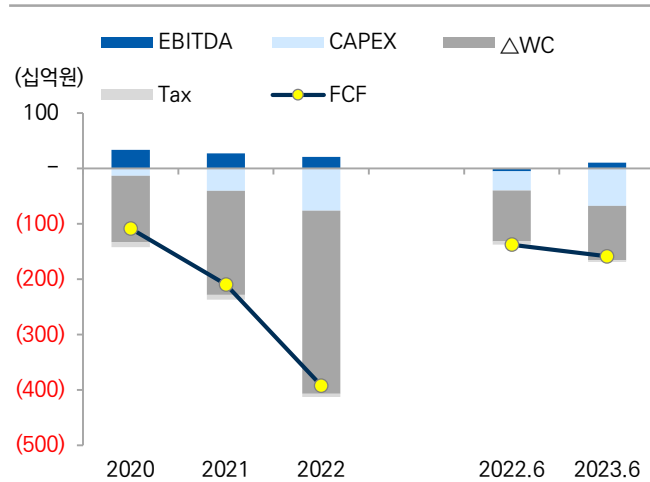


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

기자재 공급 지연으로 누적된 재고부담

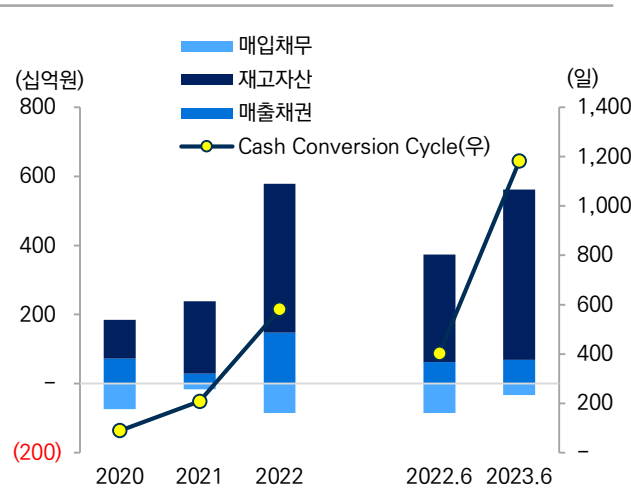
- 2023년 6월 말 기준 수주잔고는 2.3조원규모. 발전사의 프로젝트 진행상황에 따른 공사기간 및 계약규모의 변동 가능성 높음
- 실제로, 중국향 수주를 비롯한 100MW급 대형 프로젝트 수주 지연으로 매출인식 지연
- 또한, 수소법 개정 지연에 따른 프로젝트 발주 지연 등으로 이익 부진한 가운데 운전자본 부담도 확대된 모습
- 운전자본 확대는 재고자산의 선확보가 주 원인. 2019년 말 432억원에서 2023년 6월 말 4,939억원까지 증가하며 자산의 44.3% 차지
- 재고자산 증가하는 가운데, 매출 인식 지연으로 현금회수기간 역시 2020년 말 89일에서 2022년 581일로 크게 증가하였음
- 한국신용평가에서도 재고부담 완화여부를 신용도 관점에서의 주요 점검사항으로 언급하였음
- 2023년 입찰시장에서 확정된 수주(90~100MW규모)는 2년 내 완공 조건인 점을 고려하면 2024년 재고부담 일부 완화될 것으로 기대

EBITDA 창출 부진한 가운데 운전자본 확대



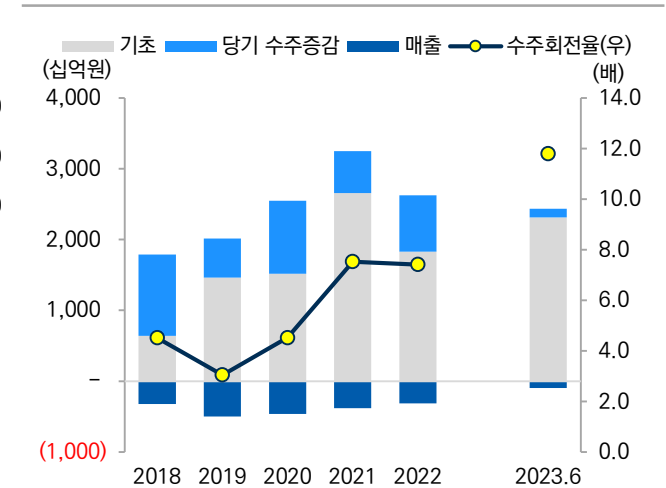
자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

재고자산 증가로 인한 현금회수기간 증가



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

최근 수주잔고 감소세, 수주회전율 상승은 매출 감소에 기인

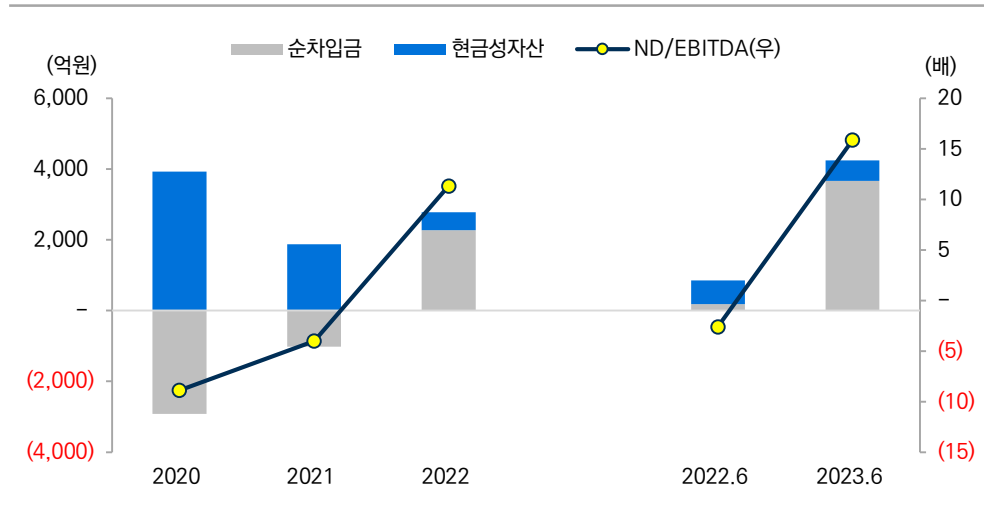


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

설비투자는 일단락된 듯 하나, 이익창출력 제고 필요

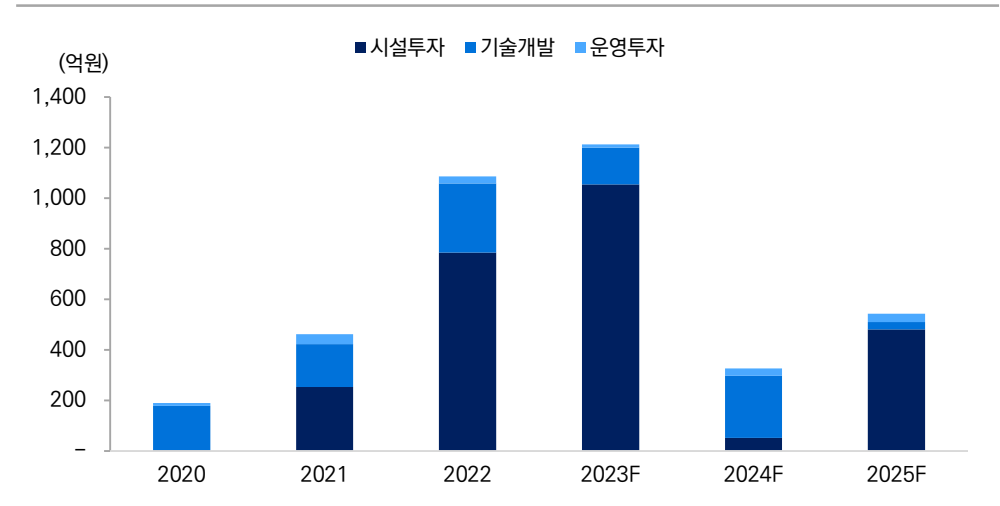
- 2020년 10월 유상증자를 통해 유입된 자금 3,319억원을 원자재 구매 및 CAPEX로 빠르게 소진하였음
- 이익부진한 가운데 순차입금은 빠르게 증가함에 따라 순차입금/EBITDA 는 2020년 말 -8.9배에서 2023년 6월 말 15.9배로 빠르게 증가
- 2022년까지 PAFC(인산형 연료전지) 설비 증설로 연간 생산능력은 275MW로 확충 (2022년 수주 168MW)
- 2023년까지 SOFC(고체산화물 연료전지) 50MW Capa 확충 예정
- 2024년 CAPEX 부담은 제한적인 수준, 향후 시장환경에 맞춰 투자 속도 조절할 것으로 예상
- 한국신용평가는 신용등급 상향 가능성 증가 요인으로 EBITDA 1,000억원 이상과 부채비율 80% 미만을 제시
- 동사의 2023년 6월 말 기준 EBITDA는 연환산 시 228억원으로 턱없이 부족한 수준, 부채비율은 112.5%인 상황
- 신용도 상향을 위해서는 이익창출력 강화가 선행되어야 하며, 재고의 원활한 소진 여부도 모니터링 필요

이익 부진한 가운데 순차입금 빠르게 확대되며 차입금 커버리지 지표 역시 빠르게 악화



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

2023년 SOFC 생산라인 준공 후 설비투자 일단락, 2024년 투자부담 제한적일 것으로 예상



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

두산퓨얼셀 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	-	2019.10~12	2020	2021	2022	2022.6	2023.6
매출액		2,212	4,618	3,814	3,121	1,254	991
영업이익		195	260	180	72	(78)	37
EBITDA		211	334	266	196	(23)	114
순이익		119	142	87	39	(28)	16
영업이익률		8.8%	5.6%	4.7%	2.3%	-6.2%	3.7%
EBITDA 마진		9.5%	7.2%	7.0%	6.3%	-1.9%	11.5%
총자산		4,958	7,902	6,989	10,269	7,646	11,160
자기자본		1,668	5,125	5,182	5,231	5,151	5,252
총부채		3,290	2,776	1,807	5,039	2,495	5,908
총차입금		1,011	1,012	847	2,778	851	4,241
차입금의존도		20.4%	12.8%	12.1%	27.1%	11.1%	38.0%
부채비율		197.3%	54.2%	34.9%	96.3%	48.4%	112.5%
단기성차입금		14	1,003	29	1,441	29	1,593
순차입금(ND, Neb Debt)		(522)	(2,916)	(1,023)	2,271	181	3,661
현금성자산		1,533	3,928	1,870	507	670	580
현금성자산/단기성차입금		10789.2%	391.6%	6512.2%	35.2%	2316.6%	36.4%
영업활동 현금흐름(CFO)		1,217	(760)	(1,401)	(2,577)	(802)	(704)
운전자금 증가		(941)	1,192	1,879	3,306	915	982
투자활동 현금흐름(CFI)		(228)	(2,555)	421	927	831	(477)
투자자산 투자		(25)	(2,620)	(1)	(29)	(26)	(3)
유무형자산 투자(CAPEX)		(4)	(136)	(403)	(761)	(350)	(675)
FCF(Free Cash Flow)		1,145	(1,085)	(2,096)	(3,923)	(1,377)	(1,588)
TD/EBITDA		4.8	3.0	3.2	14.2	(18.3)	18.7
ND/EBITDA		(2.5)	(8.7)	(3.8)	11.6	(7.8)	32.2
EBITDA이자보상배율		16.3	6.7	5.3	4.0	(1.5)	1.4
영업이익이자보상배율		15.0	5.3	3.6	1.5	(4.9)	0.5

자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

두산밥캣

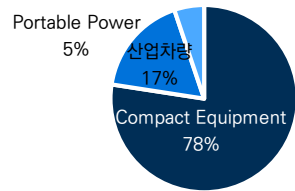
소형 기계·장비 제조업

최대주주 두산에너지빌리티 외 46.1%

등급 및 등급전망

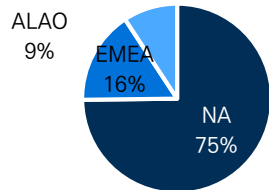
S&P	BB/S
Moody's	Ba3/P

제품별 매출비중 (2022)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

지역별 매출비중 (2022)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

크레딧 투자매력도



자료: 유안타증권 리서치센터

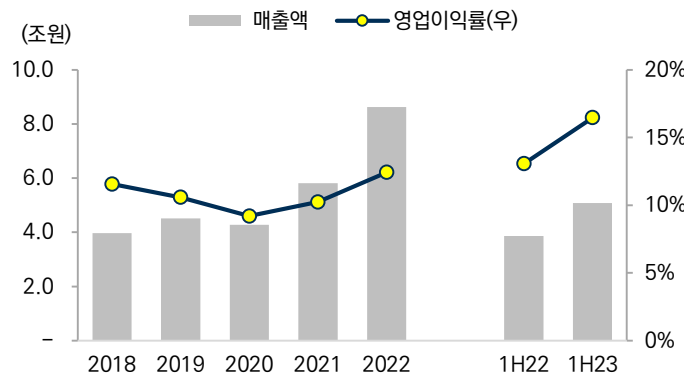
• 기업 및 사업개요

세계 최초의 스키드 로더를 발명한 기업으로, 북미시장(NA) 중심의 소형 건설기계 사업 영위. 'BobCat' 브랜드 소유. 2007년 11월 두산 그룹에 5조원에 인수되었음. 제품군은 크게 Compact Equipment(소형 건설기계, GME), 산업차량(지게차 등), Portable Power(공기압축기, 발전기 등) 3가지로 구성. 밥캣 브랜드 라이선스 사업도 영위 중

• 최근 동향

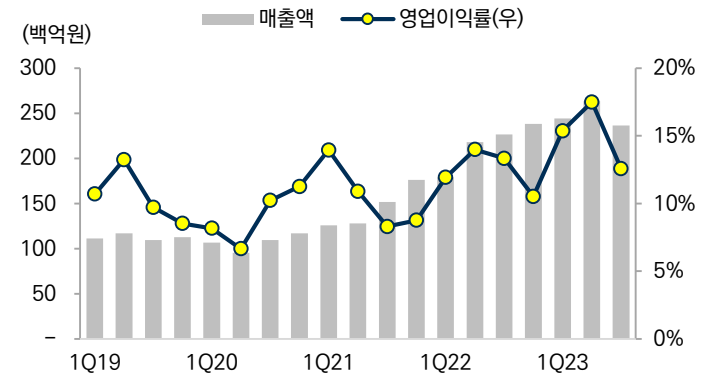
2020년을 기점으로 북미 중심의 인프라 투자 지속되는 등 건설 경기 호조로 2022년 사상 최대 실적 경신. 제품 Mix 개선으로 수익성 개선세 지속하였음. 3Q23 매출은 3Q22 호실적에 대한 기저부담으로 0.5% 감소한 2조 3,360억원 기록. 영업이익은 6.1% 감소한 2,976억원을 기록, 공급자 우위 시장환경 속 낮아졌던 PSD(판촉비)가 과거 평균 수준으로 상승한 것으로 보임

2022년 최대 실적 기록, PSD 감소로 수익성 역시 개선



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

3Q23 기저부담 및 PSD 정상화로 외형, 수익성 모두 둔화

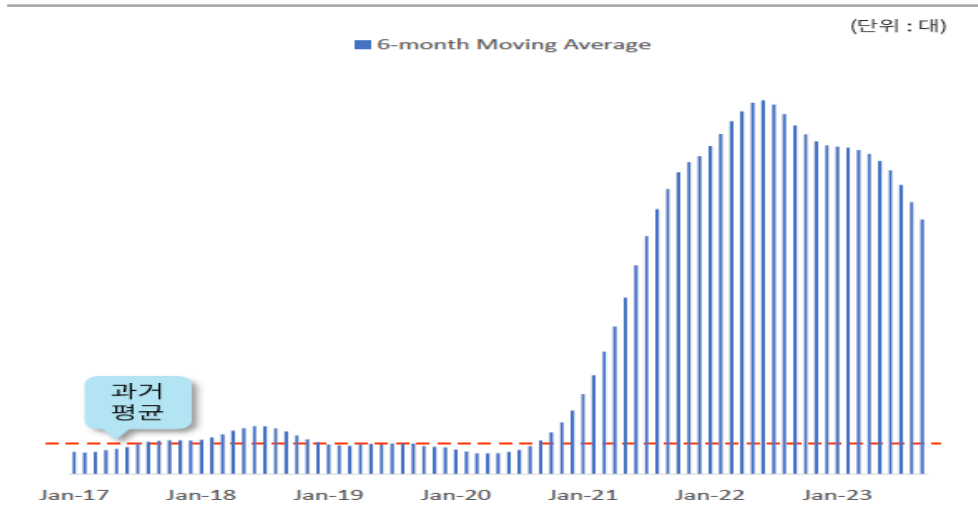


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

수익성 저하 불가피하나, 이는 시장 정상화의 과정일 뿐

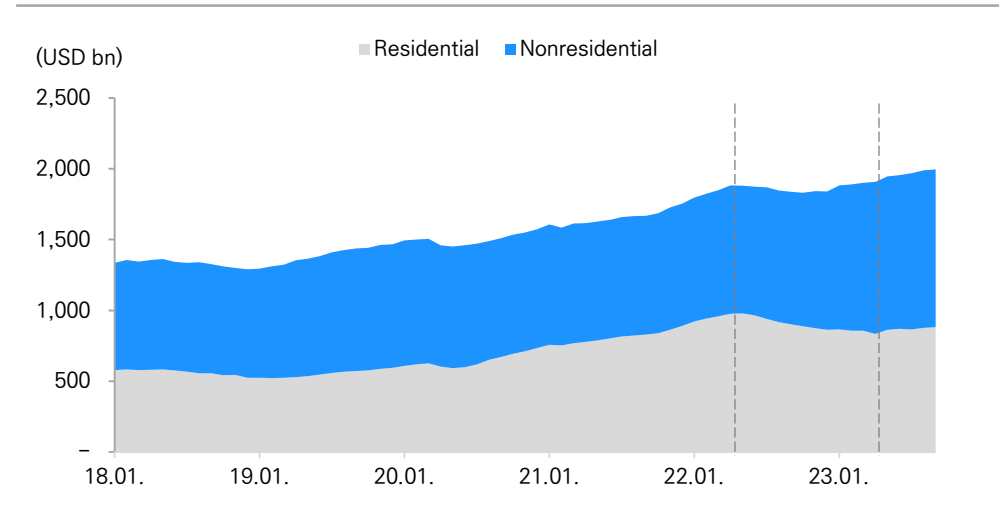
- 2022년 코로나19 효과 및 공급망 이슈로 최대실적 달성. 2024년 실적은 기저부담 존재함
- 주력 시장인 북미 시장이 경기 하락 국면에 있으며, 공급망 및 판촉비 정상화로 수익성 저하 불가피한 상황임
- 북미 수주잔고는 여전히 과거 대비 높은 수준이나 2023년 하반기 이후 빠르게 감소하는 모습
- 최근 스테이츠빌 공장 준공을 통해 GME 설비 확대했으나, 엔데믹으로 인한 GME 수요 둔화로 고정비 부담 상존하는 상황
- 다만 2023년 5월 이후 반등한 미국 건설 지출액을 고려했을 때 미국 건설 수요는 여전히 유효
- 설비 확충효과와 두산산업차량의 'Bobcat' 브랜드파워 효과, 달러망 확대로 2024년 큰 폭의 실적 저하 가능성은 제한적
- 시장 정상화 과정 속 수익성 저하 불가피하나, 외형 성장 시 이익창출력 크게 훼손되지 않을 것으로 전망

회사의 북미 수주잔고는 공급망 정상화로 감소세



자료: 회사 제시

2022년 5월을 고점으로 감소했던 미국 건설 지출액은 2023년 5월 이후 반등

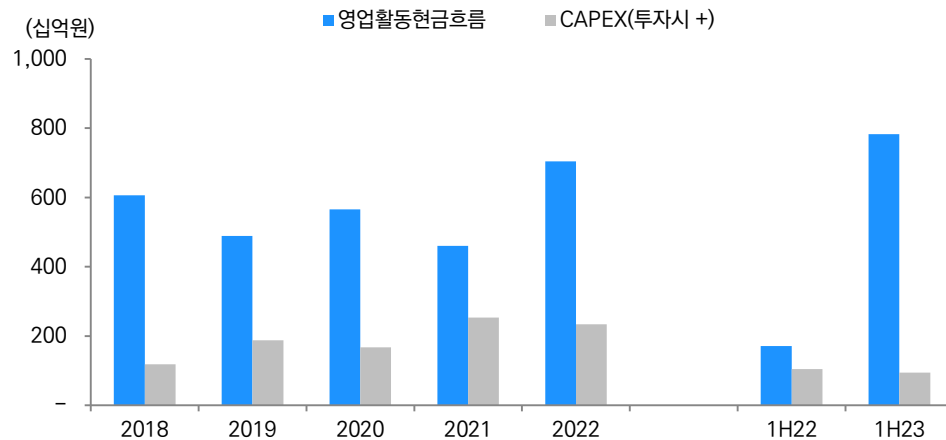


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

예정된 투자에도 안정적인 자금 대응 가능할 것으로 전망

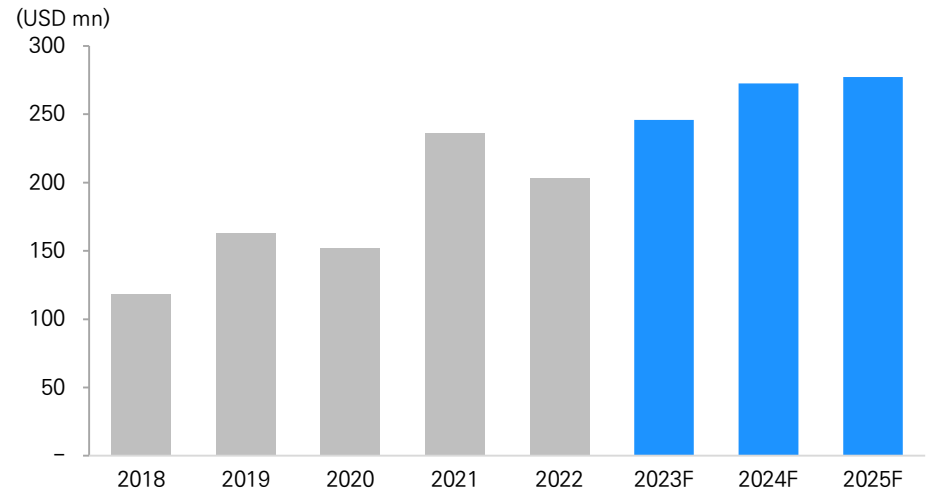
- 최근 스테이츠빌 GME 공장 완공하였음. 약 1,000억원 규모로, 실질적인 고정비 부담으로 인한 수익성 저하 가능성은 크지 않을 것으로 보임
- CAPEX를 크게 상회하는 수준의 안정적인 영업현금흐름 이어지고 있음
- 향후 멕시코 몬테레이 신공장 등 4,000억원 투자 등 투자규모 연간 3,000억원대로 예정되어 있음을 고려했을 때 2022년 이전 수준의 영업현금창출력 기준으로도 투자자금 총당 가능한 수준
- 2026년 초 멕시코 몬테레이 신공장 준공 시 두산밥캣은 한국, 미국, 체코, 프랑스, 독일 인도, 중국에 이어 멕시코까지 생산거점 8개국으로 확대
- 멕시코는 USMCA(미국멕시코캐나다협정)에 따른 무관세 혜택과 인건비 경쟁우위 존재

CAPEX를 상회하는 수준의 안정적인 영업현금흐름 지속



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

향후 투자규모는 자체 총당 가능한 수준에서 이루어질 것으로 전망

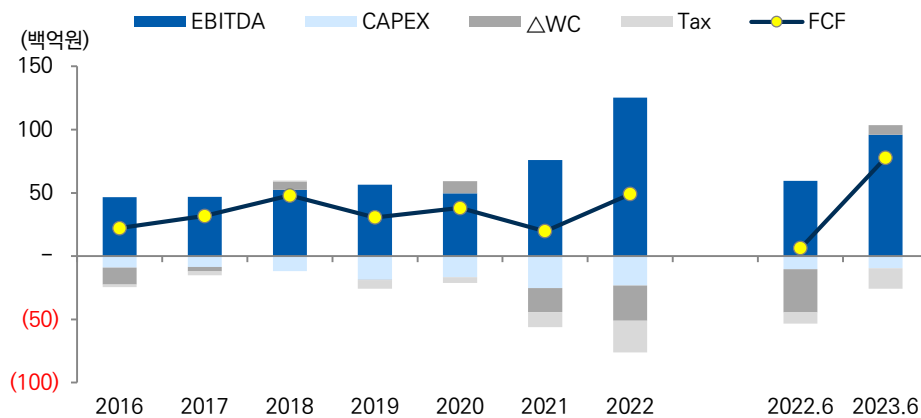


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

그룹 내 이익기여도 높은 수준

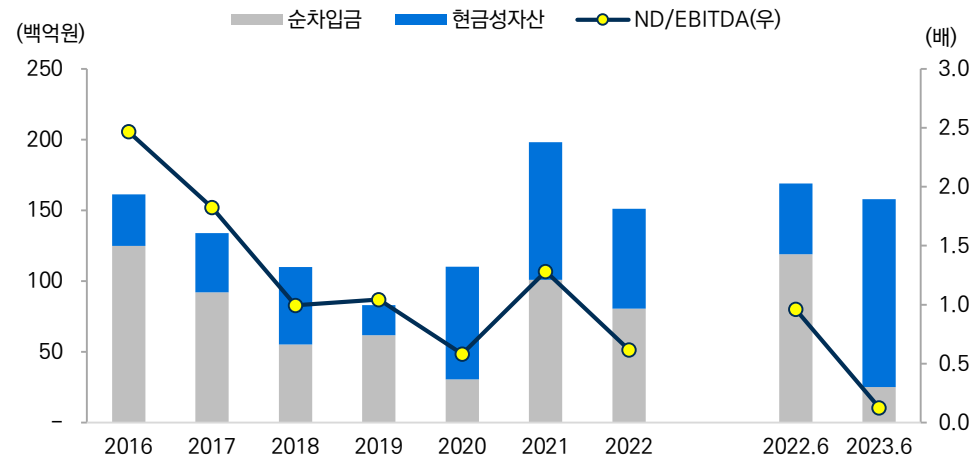
- CAPEX 등 자금소요를 상회하는 이익창출 이어지며 잉여현금흐름 이어지고 있음
- 2021년 차입을 통한 두산산업차량(주) 인수로 순차입 규모 증가했으나, 2022년 이후 호실적 기반으로 상황 지속
- 3분기에 창출한 이익을 기반으로 TLB 1억불 조기상환. 2023년 3분기말 순차입금은 -1,300억원 수준으로 마이너스 전환
- 강화된 이익창출력을 바탕으로 재무안정성 역시 개선되고 있음
- 별도 기준 보유 원화 현금 110억원에 불과, 1.3조원을 상회하는 현금 66.5%가 미국 등 해외 법인에서 보유하고 있는 것으로 보임
- 해외 법인 중심의 두산밥캣(주)이 보유한 유동성 및 이익창출력을 바탕으로 계열 지원 시 제약 존재
- 다만 (주)두산의 산업차량 인수와 같은 간접적인 계열사 유동화 지원 가능성 존재

자금소요 적절히 대응하며 잉여현금 창출 기초 지속



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

2021년 두산산업차량 인수로 차입금 증가했으나, 2022년 이후 지속된 호실적으로 차입규모 축소



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

두산밥캣 별도 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2018	2019	2020	2021	2022	2022.6	2023.6
매출액	203	1,732	2,039	298	2,402	1,392	1,221
영업이익	(72)	1,371	1,711	(135)	1,861	1,176	970
EBITDA	(63)	1,393	1,745	(95)	1,898	1,195	992
순이익	42	1,106	1,415	(519)	1,136	492	622
영업이익률	-35.2%	79.2%	83.9%	-45.4%	77.5%	84.5%	79.4%
EBITDA 마진	-30.8%	80.4%	85.6%	-31.7%	79.0%	85.8%	81.2%
총자산	31,473	31,437	32,229	39,010	39,134	39,256	36,228
자기자본	30,359	30,355	31,172	30,713	30,029	29,991	29,880
총부채	1,114	1,082	1,058	8,297	9,105	9,265	6,348
총차입금	677	652	605	7,893	8,134	8,592	5,716
차입금의존도	2.2%	2.1%	1.9%	20.2%	20.8%	21.9%	15.8%
부채비율	3.7%	3.6%	3.4%	27.0%	30.3%	30.9%	21.2%
단기성차입금	-	391	1	281	668	733	1,650
순차입금(ND, Neb Debt)	390	599	392	7,458	7,859	8,420	5,605
현금성자산	287	53	214	435	274	171	110
현금성자산/단기성차입금	73.6%	8.8%	54.5%	5.8%	3.5%	2.0%	2.0%
영업활동 현금흐름(CFO)	37	1,248	1,460	(279)	1,658	959	666
운전자금 증가	40	51	(51)	39	93	118	50
투자활동 현금흐름(CFI)	(12)	(336)	(839)	(6,207)	385	99	2,605
투자자산 투자	-	(271)	(681)	(6,234)	287	-	2,610
유무형자산 투자(CAPEX)	(12)	(66)	(8)	(23)	(2)	(1)	(5)
FCF(Free Cash Flow)	(81)	1,131	1,373	(568)	1,566	938	808
TD/EBITDA	(10.8)	0.5	0.3	(83.5)	4.3	3.6	2.9
ND/EBITDA	(6.2)	0.4	0.2	(78.9)	4.1	7.0	5.7
EBITDA이자보상배율	(2.5)	58.3	98.4	(2.8)	12.5	29.1	9.7
영업이익이자보상배율	(2.8)	57.4	96.5	(4.0)	12.3	28.7	9.5

자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

두산밥캣 연결 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2018	2019	2020	2021	2022	2022.6	2023.6
매출액	39,708	45,096	42,821	58,162	86,219	38,592	50,772
영업이익	4,590	4,770	3,939	5,953	10,716	5,039	8,362
EBITDA	5,542	5,902	5,239	7,850	12,943	6,169	9,590
순이익	2,645	2,721	2,475	3,859	6,441	2,411	5,155
영업이익률	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA 마진	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
총자산	64,463	67,042	69,606	85,809	92,484	91,440	103,311
자기자본	37,396	39,791	40,738	43,213	50,244	46,699	56,934
총부채	27,067	27,252	28,868	42,596	42,240	44,741	46,377
총차입금	10,992	8,303	11,027	19,818	15,108	16,898	15,788
차입금의존도	17.1%	12.4%	15.8%	23.1%	16.3%	18.5%	15.3%
부채비율	72.4%	68.5%	70.9%	98.6%	84.1%	95.8%	81.5%
단기성차입금	208	395	439	1,036	1,679	1,068	1,706
순차입금(ND, Neb Debt)	5,519	6,178	3,055	10,103	8,049	11,890	2,523
현금성자산	5,473	2,124	7,972	9,715	7,058	5,008	13,266
현금성자산/단기성차입금	2625.7%	538.5%	1814.3%	937.6%	420.3%	468.8%	777.5%
영업활동 현금흐름(CFO)	6,068	4,890	5,653	4,600	7,040	1,711	7,825
운전자금 증가	(645)	28	(980)	1,902	2,770	3,400	(771)
투자활동 현금흐름(CFI)	(669)	(3,483)	(2,389)	(8,621)	(1,226)	(484)	(847)
투자자산 투자	514	(656)	(569)	843	933	106	100
유무형자산 투자(CAPEX)	(1,183)	(1,876)	(1,670)	(2,532)	(2,336)	(1,046)	(948)
FCF(Free Cash Flow)	4,793	3,064	3,803	1,971	4,909	632	7,770
TD/EBITDA	2.0	1.4	2.1	2.5	1.2	1.4	0.8
ND/EBITDA	1.0	1.0	0.6	1.3	0.6	1.9	0.3
EBITDA이자보상배율	9.5	11.0	10.7	12.5	14.6	15.7	16.0
영업이익이자보상배율	7.9	8.9	8.1	9.5	12.1	12.8	14.0

자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

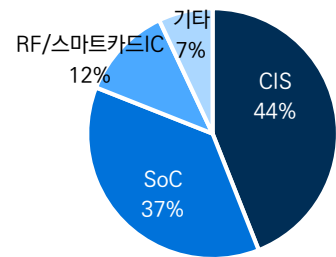
반도체 테스트업체

최대주주 두산포트폴리오홀딩스 외 17.8%

등급 및 등급전망

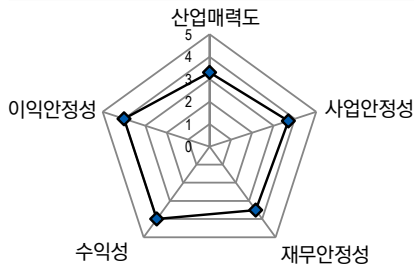
KIS	NA
KR	NA
NICE	NA

제품별 매출비중 (2022)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

크레딧 투자매력도



자료: 유안타증권 리서치센터

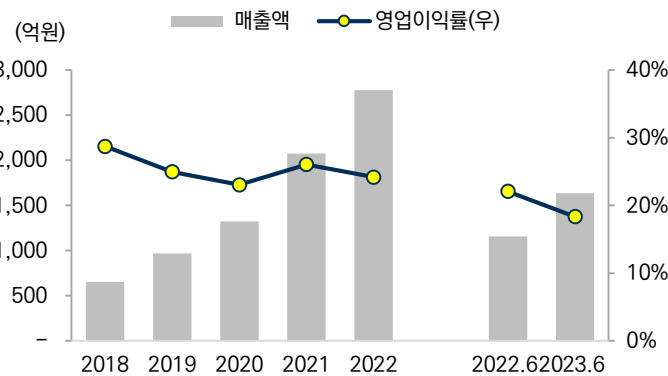
• 기업 및 사업개요

2002년 9월 반도체(웨이퍼 혹은 패키징) 테스트를 주요 사업 목적으로 설립되었으며, 2013년 10월 코스닥 상장. 사업 초기 최대주주였던 이종도 전 대표이사를 비롯한 하이닉스반도체 출신을 중심으로 임원진이 구성되었음. 2019년 최대주주 지분을 비롯한 지분 29.99%가 에이스에쿼티파트너스에 매각되었으며, 2022년 4월 두산인베스트먼트에 인수(의결권 있는 CPS 포함 시 지분 30.62%)되며 두산테스나로 사명 변경

• 최근 동향

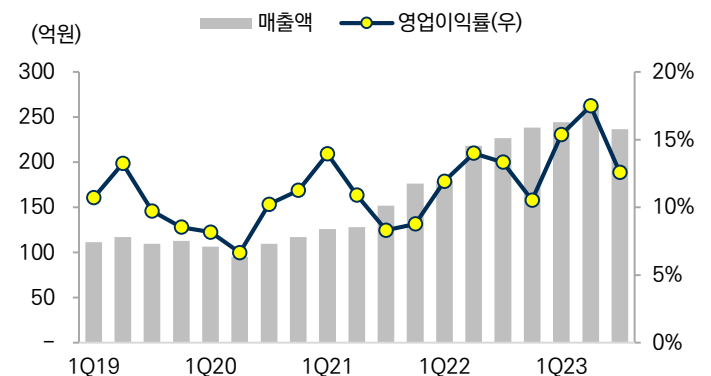
카메라의 고사양화, 자체 AP 탑재 등 전방업체인 국내 반도체사의 비메모리 사업 확대로 괄목할 만한 실적 성장 기록(2018년~2022년 CAGR+43.6%). 최근 전방 업황 부진에도 불구하고, 카메라 고사양화 영향으로 웨이퍼 테스트 시간 증가하며 2023년 상반기 매출액 및 영업이익 역시 각각 YoY +41.3%, +17.4% 증가한 1,636억원, 300억원을 기록. 향후 전장용 매출 확대 가능성 존재

삼성전자의 비메모리 사업 확대의 수혜로 높은 성장세 지속



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

전방업체의 신제품 출시 등 분기별 실적 변동성 존재

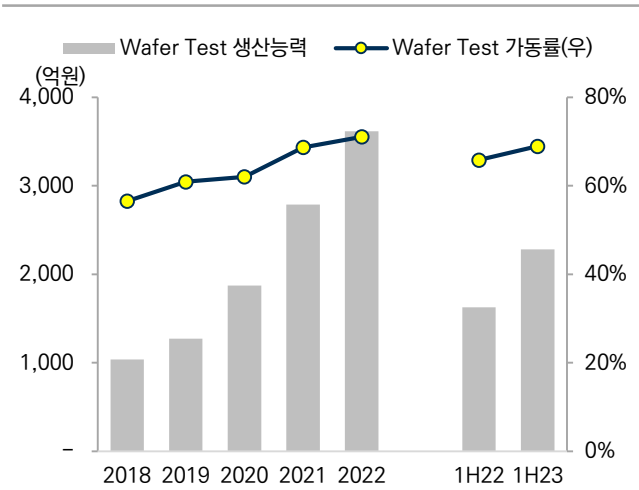


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

실적 성장 전망되나, 차입 확대 속도 고려하며 투자 집행 필요

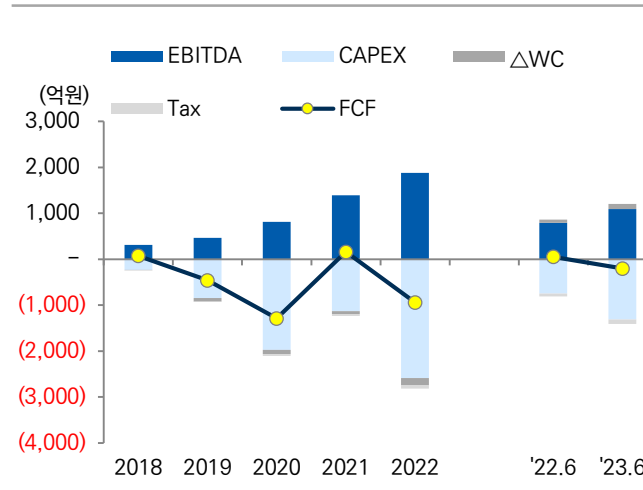
- 반도체 후공정 테스트 단가는 [(장비별 시간당 단가)*Wafer 장당 or PKG(Chip)당 테스트 시간] 으로 정해짐
- 성능이 높을수록 단가와 테스트시간은 증가, 회사의 실적은 생산실적 및 가동률과 개연성 높음
- CIS 고사양화와 갤럭시 S24의 엑시노스 2400 탑재 확정은 P와 Q를 동시에 증가시키는 요인으로, 2024년 실적에 대한 기대 존재
- 회사는 이익창출력 성장세에도 불구하고, 이를 상회하는 CAPEX 부담으로 재무안정성 지표는 저하되었음
- 2018~2022년 EBITDA와 차입금의 연평균성장률은 각각 69.2% 및 112.1%로 차입 확대 속도는 다소 부담스러운 수준
- 향후에도 증설 투자 혹은 반도체 관련업체 인수를 검토중인 것으로 보여짐. 실제로 웨이퍼 연마공정업체인 엔지온·OSAT 업체 에이팩트 인수를 검토한 것으로 알려지며, 그룹 내 반도체 사업 확대를 위한 M&A 가능성 존재
- 선제적인 설비투자 불가피한 산업이나, 투자 집행 시 재무안정성 관리 능력에 대한 모니터링 필요

Wafer Test CAPA와 가동률은 상승세 지속



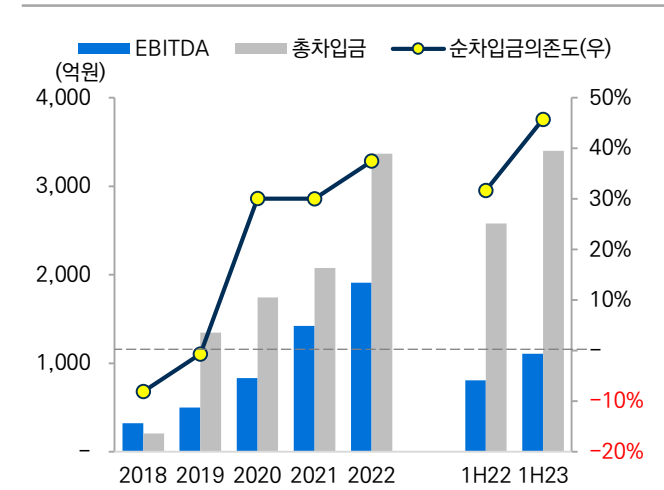
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

확대된 이익창출규모를 상회하는 CAPEX로 현금 부족 지속



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

이익창출력과 함께 확대된 차입부담



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

두산테스나 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2018	2019	2020	2021	2022	2022.6	2023.6
매출액	653	968	1,325	2,076	2,777	1,158	1,636
영업이익	187	242	306	541	672	256	300
EBITDA	323	501	834	1,421	1,912	808	1,108
순이익	162	214	372	472	523	174	220
영업이익률	28.7%	25.0%	23.1%	26.0%	24.2%	22.1%	18.3%
EBITDA 마진	49.4%	51.8%	62.9%	68.4%	68.8%	69.8%	67.7%
총자산	1,116	3,427	4,561	5,335	7,670	5,981	7,043
자기자본	814	1,633	2,238	2,624	3,098	2,743	3,299
총부채	302	1,793	2,323	2,711	4,572	3,238	3,744
총차입금	208	1,346	1,744	2,077	3,369	2,579	3,400
차입금의존도	18.6%	39.3%	38.2%	38.9%	43.9%	43.1%	48.3%
부채비율	37.0%	109.8%	103.8%	103.3%	147.6%	118.1%	113.5%
단기성차입금	129	290	937	1,038	1,557	1,262	1,412
순차입금(ND, Neb Debt)	(90)	(23)	1,371	1,603	2,874	1,894	3,220
현금성자산	298	1,369	373	474	495	684	180
현금성자산/단기성차입금	231.4%	472.7%	39.9%	45.7%	31.8%	54.2%	12.7%
영업활동 현금흐름(CFO)	324	436	698	1,341	1,682	829	1,090
운전자금 증가	4	77	93	61	162	(68)	(109)
투자활동 현금흐름(CFI)	(300)	(1,248)	(1,775)	(1,131)	(2,587)	(762)	(1,318)
투자자산 투자	(67)	(408)	10	(0)	(27)	(16)	(52)
유무형자산 투자(CAPEX)	(233)	(840)	(1,972)	(1,131)	(2,584)	(746)	(1,313)
FCF(Free Cash Flow)	76	(458)	(1,288)	163	(938)	54	(201)
TD/EBITDA	0.6	2.7	2.1	1.5	1.8	1.6	1.5
ND/EBITDA	(0.3)	(0.0)	1.6	1.1	1.5	2.3	2.9
EBITDA이자보상배율	70.1	25.2	16.2	45.8	30.9	21.0	13.3
영업이익이자보상배율	40.7	12.1	5.9	17.4	10.9	6.6	3.6

자료: 유안타증권 리서치센터

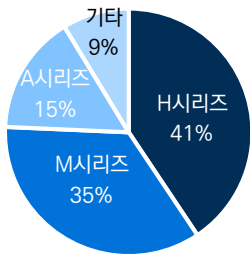
산업용 로봇 제조업

최대주주 (주)두산 외 68.2%

등급 및 등급전망

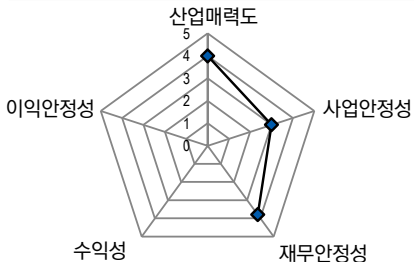
KIS	NA
KR	NA
NICE	NA

제품별 매출비중 (2022)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

크레딧 투자매력도



자료: 유안타증권 리서치센터

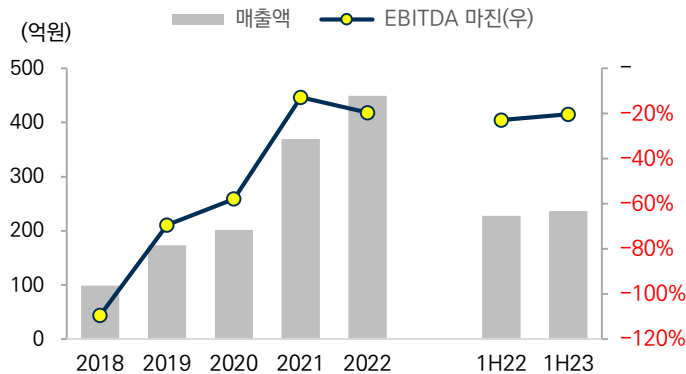
• 기업 및 사업개요

2015년 7월 설립된 협동로봇 제조사로서, 2018년부터 양산 시작하였음. 매출액 기준 국내 1위, 글로벌 4위의 시장지위 보유하고 있으며, 2023년 10월 코스피 시장에 상장. 협동로봇은 조인트 토크 센서를 이용해 섬세한 작업이 가능한 M시리즈 4종, 가격 경쟁력과 안전성을 확보한 A시리즈 6종, 20kg대의 가장 무거운 중량 운반이 가능한 H시리즈 2종 등 무게로는 5~25kg를 커버하는 제품군으로 구성. 2023년에는 F&B 전용 모델 E시리즈 출시. 약 40여개국에 협동로봇 판매 채널을 구축. 2022년 매출 기준 수출 68.4%, 내수 31.6%

• 최근 동향

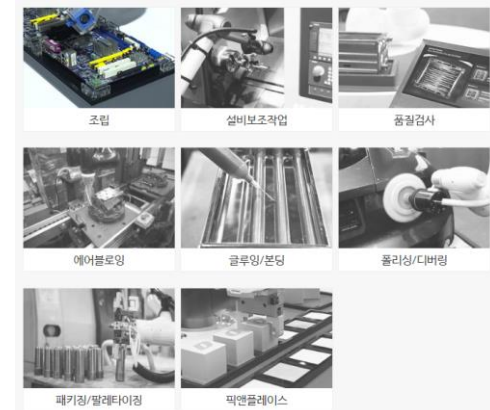
생산 가능 인구 감소, 단순 업무에 대한 인건비 절감 등의 수요로 글로벌 협동 로봇 시장의 잠재력은 높은 수준. 회사는 시장 내 가격경쟁력을 보유하고 있는 것으로 보이며, 2018년 이후 5년간 연평균 46.1%의 외형 성장세를 시현하였음. 다만 연간 100억원대의 영업적자를 기록하고 있음. 향후 M&A 및 자체 개발을 통해 자체 소프트웨어 기술 탑재를 통한 기술경쟁력 확보에 힘쓸 것으로 보임

외형 성장 지속중이나 적자 지속



자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

협동 로봇 응용 분야

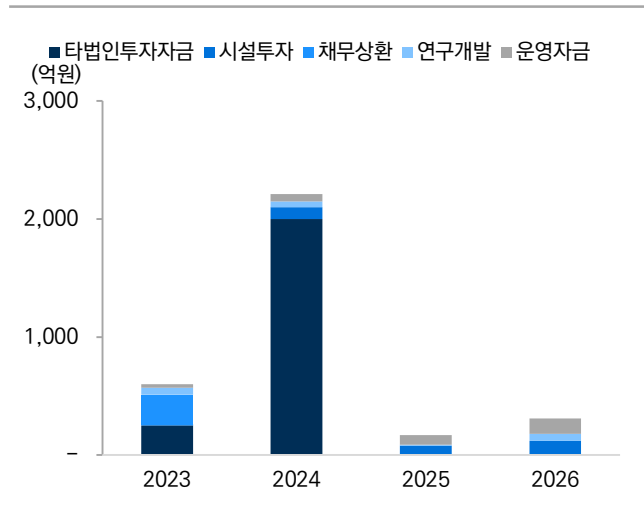


자료: DART, KIS-VALUE, 유안타증권 리서치센터

공모자금 대부분은 M&A에 쓰일 예정, 2025년부터 실적 가시화 돼야

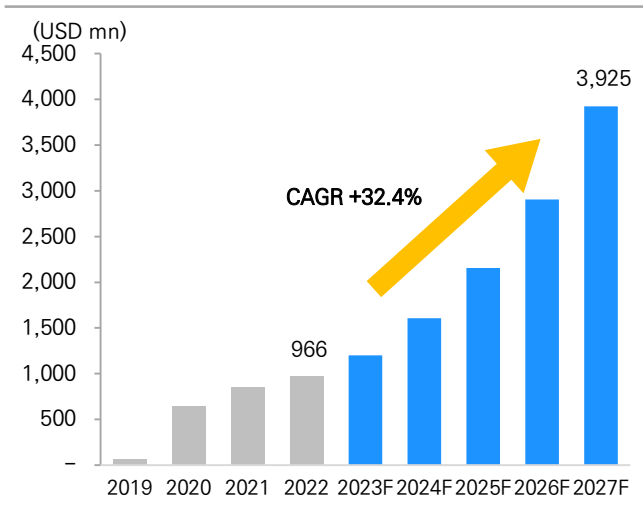
- 최근 IPO를 통한 유입자금은 대부분 2024년 S/W 및 플랫폼 기술 강화를 위한 M&A 투자재원으로 쓰일 것으로 보임
- 2024년 중 공모자금 소진 예상되는 바, 2025년부터는 자체 이익창출이 필요한 상황
- 생산 가능 인구 감소, 단순 업무에 대한 인건비 절감 등의 수요로 협동 로봇 시장의 성장잠재력은 높은 수준
- 이미 공항, 제조공장 등 적용군 확대하며 잠재 침투율은 높은 수준, 단, 초기 시장형성 단계로 시장지배력 확보가 중요
- 장기적으로는 한화로보틱스와 HD현대로보틱스의 신규 진입에 따른 시장점유율 변화도 모니터링 필요해보임

공모자금은 대부분 M&A에 사용될 계획



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

협동로봇시장은 연평균 32.4% 성장 전망



자료: Markets and Markets 2023, 회사 제시, 유안타증권 리서치센터

(주)두산의 동사 보유 지분 중 34.09% 상장 후 1년 뒤 현금화 가능

업체명	의무보유주식수	지분율	보호예수기간
(주)두산	22,100,000	34.09%	상장일+12M
	22,100,000	34.09%	상장일+24M
코봇홀딩스	331,499	0.51%	상장일+1M
	331,499	0.51%	상장일+2M
	331,499	0.51%	상장일+3M
케이아이피로보틱스	110,499	0.17%	상장일+1M
	110,499	0.17%	상장일+2M
	110,499	0.17%	상장일+3M
우리사주조합	3,240,000	5.00%	상장일+12M
합계	48,765,994		

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

두산로보틱스 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	별도					연결
	2018	2019	2020	2021	2022	2022
매출액	99	173	202	370	450	450
영업이익	(132)	(148)	(139)	(71)	(121)	(132)
EBITDA	(108)	(120)	(117)	(48)	(88)	(99)
순이익	(132)	(194)	(145)	(74)	(114)	(125)
영업이익률	-134.1%	-85.6%	-68.7%	-19.2%	-26.9%	-29.3%
EBITDA 마진	-109.5%	-69.4%	-57.9%	-12.8%	-19.6%	-22.0%
총자산	304	322	223	294	636	626
자기자본	255	236	91	155	439	428
총부채	49	86	132	139	197	199
총차입금	-	21	49	18	42	42
차입금의존도	0.0%	6.5%	22.1%	6.3%	6.7%	6.8%
부채비율	19.4%	36.6%	144.4%	89.9%	44.8%	46.4%
단기성차입금	-	2	32	3	8	8
순차입금(ND, Neb Debt)	(80)	(44)	23	(25)	(7)	(63)
현금성자산	80	65	26	44	50	105
현금성자산/단기성차입금	NA	3184.5%	81.3%	1474.7%	598.2%	1268.9%
영업활동 현금흐름(CFO)	(175)	(181)	(40)	(77)	(216)	(227)
운전자금 증가	75	80	(62)	34	157	156
투자활동 현금흐름(CFI)	(15)	(39)	4	(13)	(169)	(132)
투자자산 투자	(0)	-	(0)	(0)	(76)	(3,178)
유무형자산 투자(CAPEX)	(15)	(9)	(26)	(13)	(96)	(98)
FCF(Free Cash Flow)	(202)	(215)	(89)	(100)	(355)	(367)
TD/EBITDA	NA	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)
ND/EBITDA	0.7	0.4	(0.2)	0.5	0.1	0.6
EBITDA이자보상배율	NA	(37.3)	(31.6)	(11.5)	(16.2)	(18.2)
영업이익이자보상배율	NA	(46.0)	(37.5)	(17.2)	(22.2)	(24.2)

자료: 유안타증권 리서치센터

기회가 될 2024년, 시험대에 오를 2025년

- 채권단 졸업 이후 두산테스나 인수, 두산로보틱스 IPO 등을 통해 그룹 포트폴리오를 재편하는 등 그룹 효율화에 노력을 기울여왔음. 2024년부터 두산 그룹은 반도체 사업 확대 및 성장 동력 확보를 위한 신사업 투자를 본격화할 것으로 전망됨. 불안정한 세계 정세, 경기침체와 고금리 기조로 불확실성이 지속되는 환경에서, 공격적인 투자는 그룹 전반의 유동성 위기로 확산되는 과거를 반복할 우려가 있음
- 두산 그룹은 재무안정성은 얻었으나 유망 사업부 및 주요 계열사 매각 등으로 그룹의 외형은 축소되었음. 사업 지주회사로서 다수의 사업을 영위했던 (주)두산의 사업포트폴리오는 연이은 사업부 매각 및 분할로 단순화됨에 따라, 지주회사로서의 주요 계열사의 신용도 영향이 커진 상황. 그룹 재정비가 이루어진 현 시점에서, 핵심 계열사의 신용도 분석을 통해 두산 그룹의 신용도를 점검하였음
- 그룹의 재무안정성 개선 외에도 (주)두산이 보유한 두산로보틱스 지분가치 등을 비롯한 재무유통성, 두산에너빌리티의 영업환경 개선, 두산밥캣의 견조한 이익창출력, 두산테스나의 성장세 지속 등을 고려했을 때 두산 그룹의 기초체력은 이전보다 한층 강화된 것으로 보임. 두산로보틱스 및 두산퓨얼셀의 이익창출력 제고는 필요해보이나, 계열사들의 전반적인 2024년 실적 전망을 고려했을 때 단기적으로는 그룹의 자금소요에 적절히 대응 가능한 한 해가 될 것으로 전망됨
- 다만 그룹의 신용도는 2025년에 시험대에 오를 가능성이 존재함. 두산에너빌리티와 두산퓨얼셀 등 핵심 사업에서 발생하는 운전자본부담, 신사업에 필요한 시설 및 투자자금 조달 능력, 비경상적인 계열관련 손실 등에 대한 그룹의 통제 능력을 지켜볼 필요가 있으며, 두산에너빌리티의 가스터빈, 두산로보틱스의 협동로봇 등 신사업으로부터의 성과 창출 여부에 따라 두산 그룹 신용도의 방향성이 결정될 것으로 보임

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김현수, 이소윤)
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 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.

