

Initiation

두산 (000150)

이경연
이채리 RA

kyungyeon.lee@daishin.com
cherry.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

신규

6개월
목표주가

1,370,000

신규

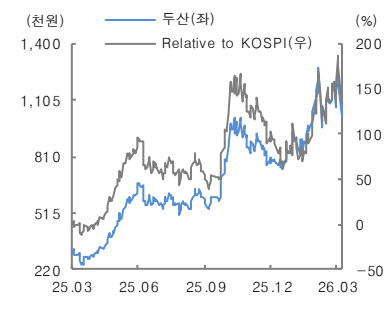
현재주가
(26,04,01)

1,115,000

지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	20,332십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	1,278,000원 / 239,500원
120일 평균거래대금	1,235억원
외국인지분율	18.77%
주요주주	박정원 외 26 인 41.08% 국민연금공단 9.97%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.8	42.8	98.4	276.1
상대수익률	-0.6	9.8	25.1	73.1



성장도, 환원도, ‘정식’으로 간다

- 두산에너지빌리티(NAV 비중 64.1%) 가치 부각
- AI·반도체 호조로 전자BG 매출 2.3조 원 돌파
- 자사주 연내 소각 및 결산배당 상향 등 주주환원 모범 답안 제시

투자 의견 매수, 목표주가 1,370,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 1,370,000원과 투자 의견 ‘매수(BUY)’를 제시한다. 타겟 할인율은 38%를 적용했다. 전체 NAV의 64.5%를 두산에너지빌리티 지분가치가 차지하며, 원자력 및 가스터빈 등 고수익 포트폴리오 확대와 함께 2030년 장기 수주 목표 실행이 본격화되며 지주사 가치 상승을 강하게 이끌고 있다. 지분가치의 약 12.6%를 차지하는 두산로보틱스의 잠재력과 탄탄한 자체사업 수익성이 뒷받침되며, 밸류에이션 재평가 국면이 지속될 것으로 판단한다.

압도적 자체사업 성장과 상법 개정 대응의 정식

2026년 연결 기준 매출액은 20.9조 원, 영업이익은 1.5조 원으로 추정된다. 특히 핵심 자체사업인 전자BG는 AI 및 하이엔드 반도체 수요의 구조적인 성장세에 힘입어 2026년 연간 매출액 2조 원을 달성할 전망이다. 이처럼 흔들림 없는 자체사업과 자회사 실적 호조를 바탕으로 2025년 결산 배당 DPS를 전년 대비 2배 상향한 4,000원으로 결정하며 배당소득 분리과세 요건을 충족했다. 주목할 점은 보유 자사주 15.4% 중 임직원 보상 목적(RSU)을 제외한 12.2% 전량을 2026년 연내 소각하기로 결의했다는 것이다. 이는 시장의 주주환원 요구에 원칙적으로 응답한다는 경영 의지가 자 주가 상승 촉매라 판단한다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	20,968	23,560	25,452
영업이익	1,004	1,063	1,563	2,161	2,450
세전순이익	593	490	988	1,664	1,959
총당기순이익	302	250	770	1,415	1,705
지배지분순이익	-226	76	116	212	256
EPS	-10,562	3,546	5,479	10,064	12,129
PER	NA	220.3	219.6	119.5	99.2
BPS	69,123	72,953	78,814	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	14.1	12.7	12.1
ROE	-14.6	5.0	7.2	12.1	13.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 두산, 대신증권 Research Center

표 1.두산 자기주식 보고서

방향	정책	내용
자기주식	보유현황	'24년말 기준 보통주식 3,000,866 주(18.2%), 종류주식 612,104 주(12.5%)
	보유목적	주주가치 제고 및 임직원 보상지급(RSU) 등
	취득계획	현재까지 확정된 바 없음
	소각 및 처분계획	- 보통주에 대해 '25년부터 3개년간 최소 99만주(약 6%) 이상을 매년 균등소각 (연간 33만주, 약 2% 이상) - 대내외 불확실성 및 주가 변동성 등 고려 소각 시기는 매년 별도 이사회 승인 득한 후 진행 - (주) 두산은 '22년 임직원 보상을 위한 RSU(Restricted Stock Unit) 제도를 도입하였으며, '25년 2월 25일 지급 조건을 충족한 39,547주에 대하여 보유한 자기주식으로 지급을 완료 - '23년 및 '24년 부여한 RSU는 지급 조건이 충족되는 '26년(44,260주 예상) 및 '27년(42,885주 예상) 지급 예정. 구체적인 지급 수량은 향후 지급조건 충족 여부에 따라 변경 가능
	기타 투자자 보호 사항	- 상기의 자기주식 소각 및 처분 계획은 향후 시장상황 및 경영환경 변화에 따라 변경될 수 있으며, 이에 따른 계획의 구체적인 실행에 관하여는 해당 시점에 개최되는 별도의 이사회 승인 등을 포함하여 관련 법령상의 절차를 거쳐 이루어질 예정

자료: 두산, 대신증권 Research Center

표 2.두산 자기주식 보유 · 처분계획 (단위: 주)

	시기	종류	주식 수	비고
1. 자기주식 현황				
	25 년말	자기주식	3,243,423	발행주식 총수 대비 약 15.4%
	26 년 2 월	보통주	42,395	RSU 로 처분
		보통주	2,588,924	
	26 년 3 월 (주주총회 전)	제 1 우선주	564,242	기존 보유 자기주식 / 배당가능 이익 내 취득 및 특정 목적에 의한 취득
		제 2 우선주	47,862	
		총계	3,201,028	
2. 보유처분계획				
(1) 보유예정	향후 25 년말	보통주	632,500	
		보통주	1,956,424	
(2) 소각예정	26 년 연내	제 1 우선주	564,242	보유수량 외 잔여 자사주
		제 2 우선주	47,862	
		총계	2,568,528	
(3) 처분예정	27 년 2 월	보통주	85,749*	위 보유분 중 임직원 보상을 위해 '24년 기 부여한 보통주

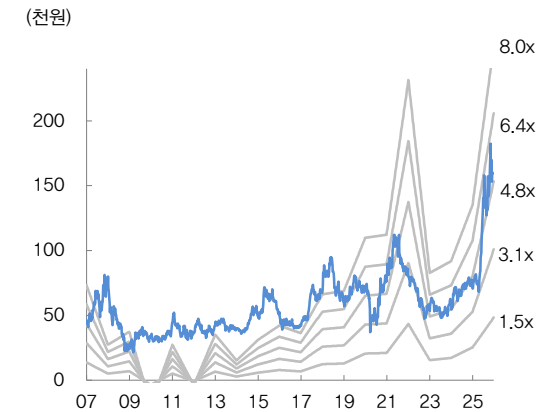
자료: 두산 주주총회소집공고(26.03.16)_제 5호 의안: 자기주식보유처분계획 승인의 건, 대신증권 Research Center
주* 처분 대상 주식은 보상 대상자의 기득조건 충족 여부, 지급 방법의 변경 등으로 85,749주 한도 내에서 변동될 수 있음

표 3.두산 산하 상장자회사 DPS 5개년 추이 (단위: 원)

	두산에너지빌리티 A034020	오리콤 A010470	두산로보틱스 A454910
2021	-	220	-
2022	-	270	-
2023	-	270	-
2024	-	270	-
2025	-	270	-

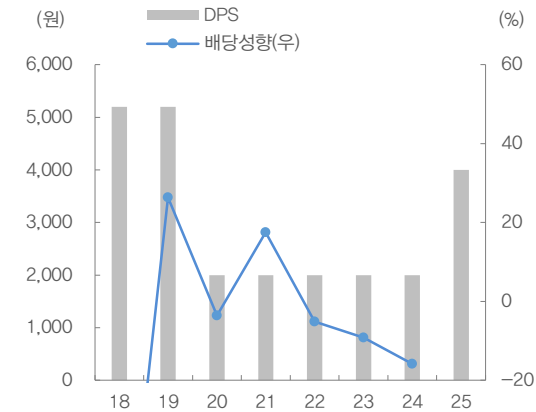
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 1. 두산 12M FWD P/B band



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 2. 두산 연간 DPS 및 배당성향 추이



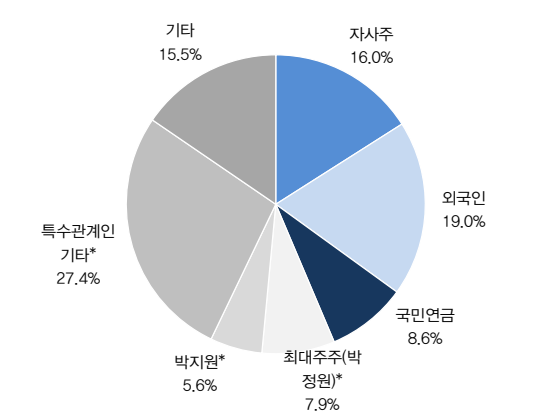
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 3. 시가총액, 영업가치 및 지분가치 추이



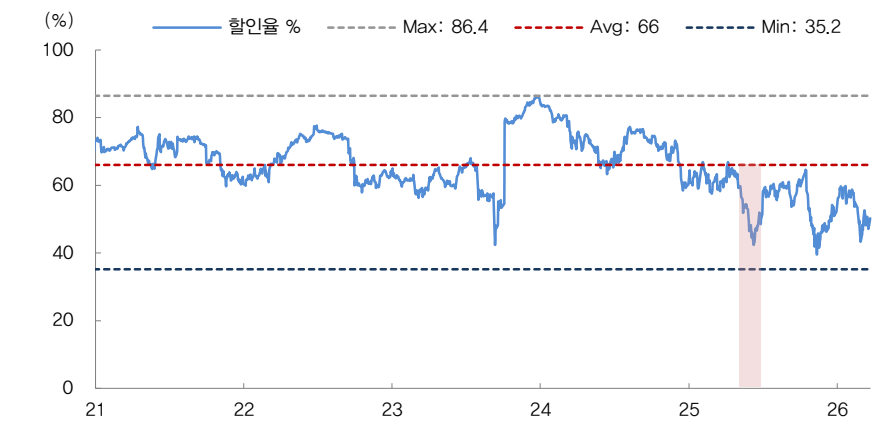
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 4. 두산 지분구조



주: *는 특수관계인
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 5. 두산 NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

표 4. 두산 SOTP Valuation

구분	Valuation 방식		2026F	Multiple	Value	Weight(% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	776	9.0	6,984	23.2%
	소계——(1)				6,984	
상장자회사	계열사명		지분율	시가총액	지분가치	
	두산에너지빌리티		30.4	63,800	19,391	64.5%
	두산로보틱스		68.1	5,484	3,735	12.4%
	오리콤		60.9	73	44	0.1%
	소계——(2)			68,414	22,891	
지분가치	계열사명		지분율		장부가액	
	HyAxiom		86.2	255	255	0.8%
	두산모빌리티이노베이션		91.6	206	206	0.7%
	두산포트폴리오홀딩스		100.0	281	281	0.9%
	두산로지스틱스솔루션		100.0	57	57	0.2%
	두산에너지솔루션아메리카		100.0	44	44	0.1%
	기타			168	168	0.6%
	소계——(3)				1,011	3.4%
지분가치 합계					24,182	
순차입금(별도)——(4)					1,112	-3.7%
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					30,054	
할인율——(6)					38%	
Target NAV——(7)=(2)+(3)*(1-(6))-(4)+(1)					18,634	
발행주식수——(8)					16,193,835	
자기주식——(9)					2,588,924	
유통주식수——(10)=(8)-(9)					13,604,911	
목표주가(11)=(7)/(10)					1,370,000	
현재가(04/01)					1,115,000	
Upside Potential					22.9%	

자료: 대신증권 Research Center

표 5. 두산 분기 및 연간 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,711	5,344	4,959	5,954	19,784	20,968	23,560
Change(% yoy)	-3.7	16.4	14.8	9.4	9.6	0.0	11.4	4.7	9.1	6.0	12.4
매출원가	3,583	4,412	3,695	4,801	3,864	4,341	4,046	4,861	16,490	17,112	18,813
% of 매출액	83.4	82.5	83.0	84.4	82.9	82.4	83.4	84.6	83.4	81.6	79.9
Change(% yoy)	-2.5	16.4	12.1	8.9	7.8	-1.6	9.5	1.3	8.7	3.8	9.9
매출총이익	716	935	758	886	847	1,003	913	1,093	3,294	3,856	4,747
GPM	16.6	17.5	17.0	15.6	18.0	18.8	18.4	18.4	16.6	18.4	20.1
Change(% yoy)	-9.0	16.6	29.9	12.0	18.4	7.3	20.5	23.4	11.2	17.1	23.1
판매비	517	577	527	611	521	594	552	626	2,231	2,293	2,586
% of 매출액	12.0	10.8	11.8	10.7	10.7	9.4	10.9	10.8	11.3	10.9	11.0
Change(% yoy)	18.0	24.1	11.3	5.0	0.7	3.0	4.8	2.5	13.9	2.8	12.8
영업이익	198	358	231	275	326	409	361	467	1,063	1,563	2,161
OPM	4.6	6.7	5.2	4.8	6.9	7.7	7.3	7.8	5.4	7.5	9.2
Change(% yoy)	-43.0	6.2	109.9	31.7	64.3	14.3	56.1	69.7	5.9	47.1	38.3

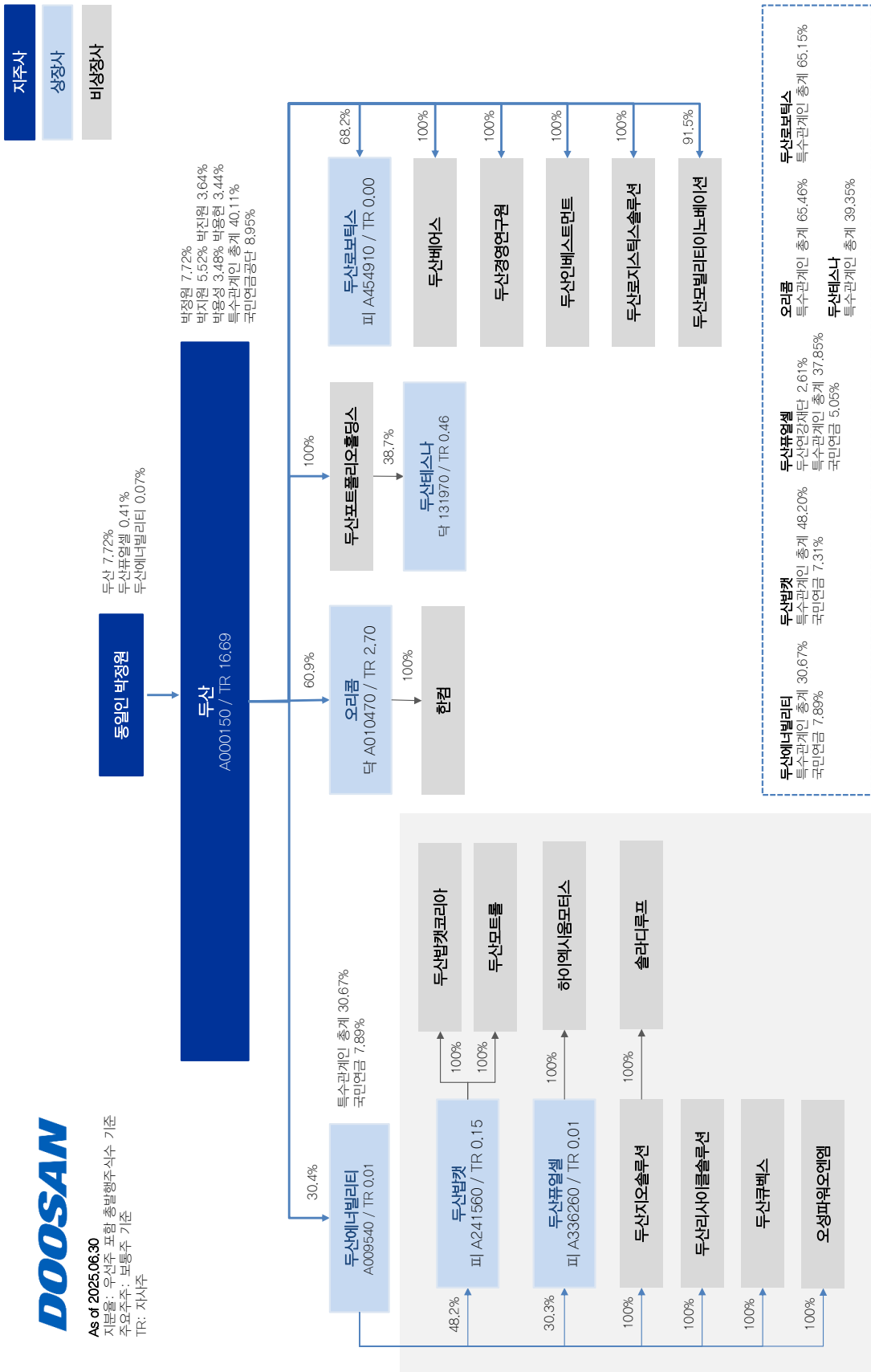
I. 부문별 매출액 (십억원)												
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	전자BG	403	476	440	557	528	542	587	679	1,876	2,336	2,899
	디지털이노베이션	71	73	75	87	72	73	78	87	306	310	319
	두타몰	11	10	10	9	10	10	10	10	39	40	40
	소계	485	559	524	653	610	625	675	776	2,221	2,686	3,258
2. 두산에너지빌리티		3,749	4,569	3,880	4,860	3,911	4,385	4,021	4,684	17,058	17,001	18,028
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)		2,098	2,201	2,115	2,377	2,186	2,314	2,178	2,415	8,792	9,093	10,127
4. 두산로보틱스		5	5	10	13	18	19	21	26	33	84	147
기타 및 연결조정		-2,038	-1,987	-2,077	-2,217	-2,014	-1,999	-1,936	-1,947	-8,320	-7,896	-8,000
연결매출액		4,299	5,346	4,452	5,687	4,711	5,344	4,959	5,954	19,784	20,968	23,560

I. 부문별 매출액 증감												
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	전자BG	116	102	76	66	31	14	33	22	86	25	24
	디지털이노베이션	7	1	10	8	1	1	5	0	6	1	3
	두타몰	-1	1	-11	-6	-7	2	4	9	-4	2	0
	소계	83	76	60	53	26	12	29	19	66	21	21
2. 두산에너지빌리티		-9	10	14	6	4	-4	4	-4	5	0	6
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)		-12	-2	19	11	4	5	3	2	3	3	11
4. 두산로보틱스		-51	-69	1	13	241	319	107	100	-30	155	75
기타 및 연결조정		-12	-7	27	13	-1	1	-7	-12	4	-5	1
연결매출액		-4	16	15	9	10	0	11	5	9	6	12

II. 부문별 영업이익											
1. 두산자체사업(해외법인포함)	121	142	109	132	166	175	193	222	504	756	832
2. 두산에너지빌리티	142	92	43	168	132	148	121	183	446	584	889
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	200	204	134	148	157	193	138	186	686	674	818
기타 및 연결조정	-253	-65	-39	-157	-109	-150	-52	-136	-514	-447	-837
연결영업이익	198	358	231	275	326	409	361	467	1,063	1,563	2,161

자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 두산 지배구조



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	20,968	23,560	25,452
매출원가	15,171	16,371	17,112	18,813	20,220
매출총이익	2,962	3,413	3,856	4,747	5,232
판매비와관리비	1,958	2,351	2,293	2,586	2,782
영업이익	1,004	1,063	1,563	2,161	2,450
영업이익률	5.5	5.4	7.5	9.2	9.6
EBITDA	1,771	1,871	2,368	2,963	3,247
영업외손익	-411	-573	-575	-497	-491
관계기업손익	28	26	25	26	24
금융수익	1,330	1,123	968	973	979
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,546	-1,513	-1,356	-1,283	-1,278
외환관련손실	571	571	440	423	452
기타	-223	-209	-211	-213	-216
법인세비용차감전순손익	593	490	988	1,664	1,959
법인세비용	291	241	218	250	255
계속사업순손익	302	250	770	1,415	1,705
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	302	250	770	1,415	1,705
당기순이익률	1.7	1.3	3.7	6.0	6.7
비지배자분순이익	528	174	655	1,202	1,449
지배자분순이익	-226	76	116	212	256
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	56	33	33	33	34
포괄순이익	863	578	1,101	1,749	2,043
비지배자분포괄이익	1,027	444	936	1,487	1,736
지배자분포괄이익	-164	134	165	262	306

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-10,562	3,546	5,479	10,064	12,129
PER	NA	220.3	187.3	101.9	84.6
BPS	69,123	72,953	78,814	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	13.0	11.7	11.1
EBITDAPS	82,704	87,561	112,309	140,556	154,014
EV/EBITDA	11.5	16.3	14.6	11.8	10.8
SPS	846,803	925,675	994,530	1,117,470	1,207,209
PSR	0.3	0.8	1.0	0.9	0.8
CFPS	98,376	109,856	135,296	163,547	176,842
DPS	2,000	4,000	4,400	4,840	4,850

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-5.2	9.1	6.0	12.4	8.0
영업이익 증가율	-30.1	5.9	47.1	38.3	13.4
순이익 증가율	11.1	-17.4	208.6	83.7	20.5
수익성					
ROIC	3.1	3.1	7.0	10.5	12.3
ROA	3.4	3.4	4.7	6.4	7.1
ROE	-14.6	5.0	7.2	12.1	13.5
안정성					
부채비율	153.5	169.1	155.2	135.3	126.2
순차입금비율	43.8	40.8	35.1	24.1	21.0
이자보상배율	2.0	2.1	3.3	5.3	6.7

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,913	14,193	14,839	16,068	16,641
현금및현금성자산	3,704	4,928	5,137	5,864	5,864
매출채권 및 기타채권	3,868	4,758	5,123	5,558	6,092
재고자산	3,136	3,011	3,040	3,063	3,054
기타유동자산	1,205	1,497	1,539	1,583	1,630
비유동자산	18,230	18,734	18,434	18,131	17,834
유형자산	7,013	7,110	7,019	6,934	6,853
관계기업투자금	425	417	368	315	262
기타비유동자산	10,793	11,208	11,046	10,882	10,719
자산총계	30,143	32,928	33,274	34,200	34,475
유동부채	11,024	13,754	13,473	13,220	13,020
매입채무 및 기타채무	5,658	6,719	6,641	6,598	6,567
차입금	3,081	3,986	3,906	3,828	3,752
유동성채무	791	1,593	1,561	1,515	1,469
기타유동부채	1,494	1,456	1,364	1,280	1,233
비유동부채	7,229	6,939	6,762	6,444	6,217
차입금	4,403	3,649	3,602	3,449	3,313
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,827	3,290	3,159	2,995	2,904
부채총계	18,254	20,693	20,235	19,664	19,237
자배자분	1,480	1,559	1,662	1,852	1,942
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,928	1,932	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	-82	-81	-37	86	102
기타자본변동	-490	-416	-354	-286	-212
비자배자분	10,409	10,675	11,377	12,683	13,296
자본총계	11,889	12,234	13,038	14,535	15,238
순차입금	5,207	4,989	4,583	3,496	3,200

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	308	982	1,511	2,166	2,491
당기순이익	302	250	770	1,415	1,705
비현금항목의 가감	1,804	2,098	2,082	2,034	2,024
감가상각비	767	809	805	802	797
외환손익	-74	73	134	117	146
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,111	1,216	1,144	1,114	1,080
자산부채의 증감	-1,053	-697	-778	-748	-736
기타현금흐름	-746	-669	-564	-534	-501
투자활동 현금흐름	-995	-430	-480	-477	-479
투자자산	-139	332	46	51	51
유형자산					-639
기타	-216	-216	21	19	17
재무활동 현금흐름	574	700	-255	-381	-367
단기차입금	1,448	926	-80	-78	-77
사채	166	107	-25	-32	-15
장기차입금	-535	-21	-21	-121	-121
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-125	-147	-72	-77	-83
기타	-381	-164	-57	-72	-71
현금의 증감	165	1,224	209	727	1
기초 현금	3,539	3,704	4,928	5,137	5,864
기말 현금	3,704	4,928	5,137	5,864	5,864
NOPLAT	512	541	1,218	1,837	2,132
FCF	351	453	1,452	2,069	2,358

자료: 두산, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

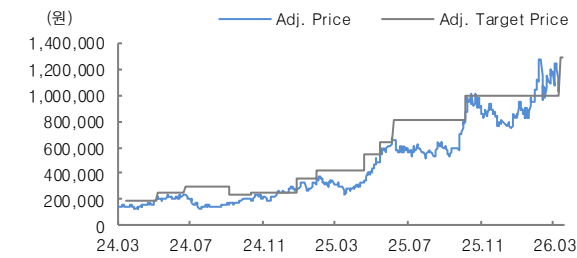
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이경연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.04.02	담당자 변경	25.10.26	25.09.30	25.07.27	25.06.27
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,370,000		1,000,000	810,000	810,000	810,000
과리율(평균%)			(6.18)	(26.94)	(28.70)	(28.14)
과리율(최대/최소%)			27.80	(1.11)	(19.01)	(19.01)
제시일자	25.06.04	25.05.10	25.03.27	25.02.19	25.01.17	24.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	640,000	540,000	420,000	420,000	360,000	250,000
과리율(평균%)	(5.02)	(20.34)	(25.95)	(20.79)	(15.27)	(4.43)
과리율(최대/최소%)	4.69	(5.56)	(10.48)	(10.48)	(0.14)	20.00
제시일자	24.09.25	24.07.12	24.05.27	24.05.02	24.04.04	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	230,000	300,000	250,000	190,000	190,000	
과리율(평균%)	(17.53)	(46.38)	(14.21)	(18.80)	(24.69)	
과리율(최대/최소%)	(8.70)	(20.17)	(3.40)	1.79	(13.68)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260330)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.4%	9.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상