

두산 (000150)

이경연
이채리 RA

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

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

1,970,000
상향

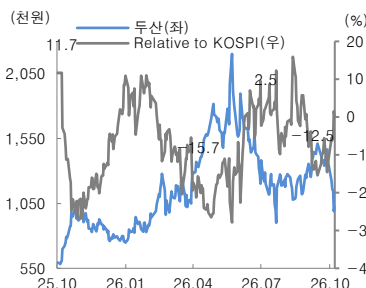
현재주가
(26.10.16)

1,024,000

지주업종

KOSPI	5668.05
시가총액	18,209십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	2,203,000원 / 606,000원
120일 평균거래대금	1,281억원
외국인지분율	18.31%
주요주주	박정원 외 26 인 41.08% 국민연금공단 9.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-26.2	-14.8	-23.3	69.0
상대수익률	-12.5	2.5	-15.7	11.7



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	4,000	4,400
수익률(%)	0.5	0.4%
총주주환원 (십억원)	72	63
수익률(%)	0.6%	0.4%

주: 대신증권 Research Center 추정. 추정치는 12M FWD 기준

흔들리지 않는 성장

- 자체사업 EV/EBITDA 멀티플 상향으로 목표주가 +7.1% 상향
- 연결 영업이익 4,998억원(+113.0% YoY, OPM 9.1%) 컨센서스 부합 전망
- 물량과 제품 믹스가 전자BG 실적 견인, 광모듈 OPM 큰 폭으로 개선

투자의견 매수, 목표주가 1,970,000원으로 +7.1% 상향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 자체사업 영업가치는 EBITDA 8,994억원에 글로벌 CCL 피어(EMC, TUC, ITEQ) EV/EBITDA 평균 29.9배를 적용해 26.9조원으로 산출. 영업가치 26.9조원과 지분가치 16.2조원을 합산한 뒤 별도 순차입금 13억원을 차감한 순자산가치 43.1조원에 할인율 38% 적용.

3Q26 연결 영업이익 4,998억원(OPM 9.1%) 컨센서스 부합 전망

3Q26 연결 매출액 5조 5,119억원(+23.0% YoY), 영업이익 4,998억원(+113.0% YoY), 영업이익률 9.1%를 전망. 전자BG 매출액은 6,983억원(+58.7% YoY), 영업이익 2,039억원(+96.2% YoY), 영업이익률 29.2%로 2분기와 유사한 수익성 유지할 전망. 전자BG를 포함한 자체사업 영업이익은 2,119억원(OPM 26.9%) 달성 전망. 하반기 전자BG 매출 가이드선 1.5조원은 환 영향을 반영하고도 달성 가능할 것으로 예상.

물량 증가와 제품 믹스가 이끄는 전자BG 수익성

제품 단가는 전년 대비 크게 오르지 않았지만 물량이 기존 대비 20~30% 증가하는 구간에 들어섰고, 3분기에 이어 4분기에도 전분기 대비 증가세를 유지할 전망. 광모듈용 CCL은 800G 중심의 공급량 증가가 유지되며 연간 가이드선 3,000억원 달성할 것으로 예상.

수익성은 제품 믹스가 뒷받침. 광모듈 제품의 영업이익률은 과거 로우엔드 10% 수준에서 현재 20~30%대로 올라왔고, 800G에서 1.6T로 전환이 진행되면 추가 개선 여력 존재. 상반기 국내 중평·김천 공장 가동률이 100%를 넘는 가운데 물량 증가와 함께 제품 믹스에 따른 수익성 개선이 병행되고 있음. 2028년에는 태국 신공장과 국내·창수 증설 효과가 본격화될 전망.

SK실트론 정책금융 조달로 금리 민감도 낮음, 중장기 배당 재원에 기여

계약금 10% 지급 완료되었으며 2027년 1월 말 인수 완료 예정. 별도 기준 현금 유동성 약 2조원 확보하고 있으며, 반도체·AI 관련 정책 금융으로 시중금리보다 유리한 조건의 차입이 가능해 시장금리가 상승해도 이자비용 민감도는 낮음. 별도 부채비율은 상반기 기준 74.7%로 차입 부담 제한적. SK실트론은 안정적 배당 재원으로 중장기적으로 (주)두산 배당에 기여할 전망.

(단위: 십억원, %)

구분	3Q25	2Q26	직전추정	당사추정	3Q26(F)			4Q26		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,452	5,586	5,322	5,512	23.8	-1.3	5,419	5,987	5.3	8.6
영업이익	231	488	501	500	116.1	2.3	480	535	94.4	7.0
순이익	121	178	42	153	26.1	-14.3	109	-240	적지	적전

자료: 두산, FnGuide, 대신증권 Research Center

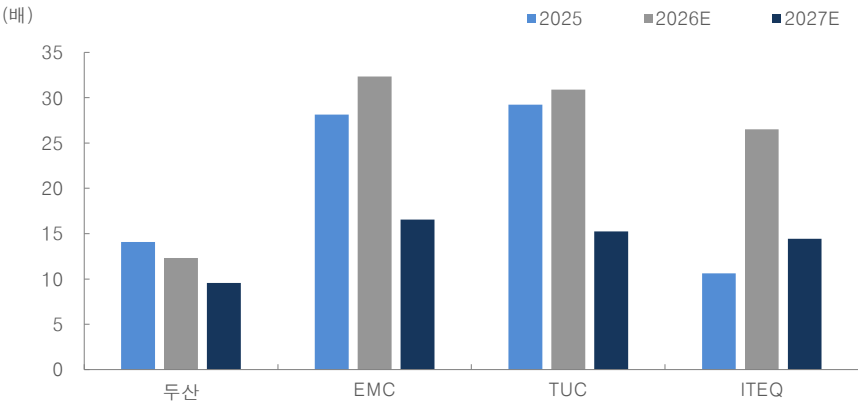
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	21,992	26,300	22,116	26,568	0.6	1.0
판매비와 관리비	1,938	1,813	2,073	2,259	7.0	24.6
영업이익	1,918	2,494	1,865	2,604	-2.7	4.4
영업이익률	8.7	9.5	8.4	9.8	-0.3	0.3
영업외손익	-575	-497	-575	-497	적자유지	적자유지
세전순이익	1,343	1,997	1,291	2,107	-3.9	5.5
지배지분순이익	157	255	151	269	-3.9	5.5
순이익률	4.8	6.5	4.5	6.7	-0.2	0.3
EPS(지배지분순이익)	7,444	12,076	7,155	12,742	-3.9	5.5

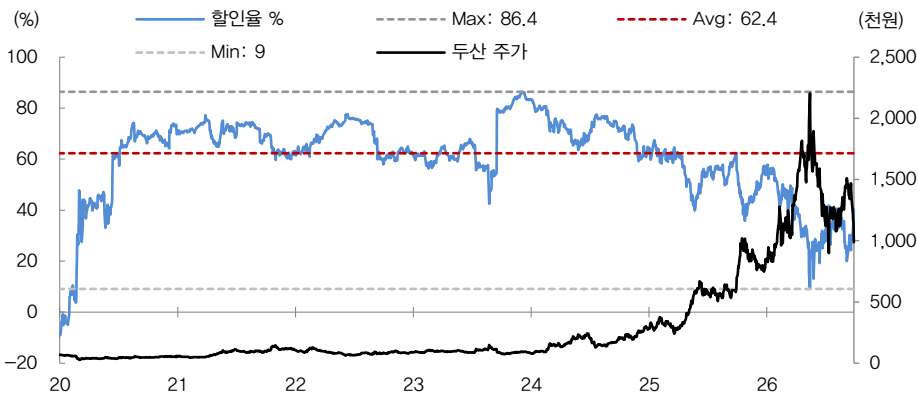
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 1. 두산 Peer EV/EBITDA 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 두산 NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 두산 시가총액과 지분가치 추이

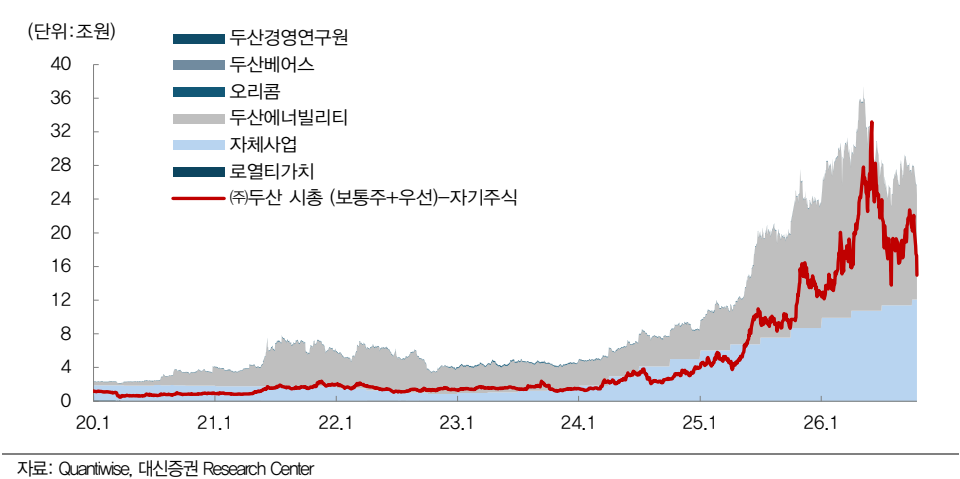


표1. 두산 SOTP Valuation

구분		Valuation 방식	2026F	Multiple	Value	Weight(% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	899.4	29.9	26,892	62.4%
	소계——(1)				26,892	
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	지분가치		
	두산에너지빌리티	30.4	41,380	12,577	29.2%	
	두산로보틱스	68.1	3,824	2,605	6.0%	
	오리콤	60.9	59	36	0.1%	
	소계——(2)			45,263	15,218	
	계열사명	지분율	장부가액			
지분가치	HyAxiom	86.2	255	255	0.6%	
	두산모빌리티이노베이션	91.6	206	206	0.5%	
	두산포트폴리오홀딩스	100.0	281	281	0.7%	
	두산로지스틱스솔루션	100.0	57	57	0.1%	
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44	44	0.1%	
	기타		167	167	0.4%	
	소계——(3)				1,011	2.3%
	지분가치 합계				16,229	
순차입금(별도)——(4)					1.3	0.0%
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					43,119	
할인율——(6)					38%	
Target NAV——(7)=(2)+(3)*(1-(6))-(4)+(1)					26,734	
발행주식수——(8)					16,193,835	보통주
자기주식——(9)					2,588,924	보통주
유통주식수——(10)=(8)-(9)					13,604,911	보통주
목표주가(11)=(7)/(10)					1,970,000	
현재가(10/16)					1,024,000	
Upside Potential					92.4%	

자료: 대신증권 Research Center

표2. 두산 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	4,299	5,319	4,480	5,687	5,031	5,586	5,512	5,987	19,784	22,116	26,568
Change(% yoy)	-3.7	15.8	15.5	9.4	17.0	5.0	23.0	5.3	9.1	11.8	20.1
매출원가	3,583	4,392	3,715	4,801	4,115	4,604	4,520	4,939	16,490	18,178	21,705
% of 매출액	83.4	82.6	82.9	84.4	81.8	82.4	82.0	82.5	83.4	82.2	81.7
Change(% yoy)	-2.5	15.9	12.7	8.9	14.9	4.8	21.7	2.9	8.7	10.2	19.4
매출총이익	716	927	765	886	916	982	992	1,048	3,294	3,938	4,863
GPM	16.6	17.4	17.1	15.6	18.2	17.6	18.0	17.5	16.6	17.8	18.3
Change(% yoy)	-9.0	15.7	31.2	12.0	28.0	5.9	29.7	18.3	11.2	19.6	23.5
판매비	517	573	531	611	574	494	492	513	2,231	2,073	2,259
% of 매출액	12.0	10.8	11.8	10.7	11.4	8.8	8.9	8.6	11.3	9.4	8.5
Change(% yoy)	18.0	23.2	12.1	5.0	10.9	-13.8	-7.2	-16.0	13.9	-7.1	9.0
영업이익	198	354	235	275	342	488	500	535	1,063	1,865	2,604
OPM	4.6	6.7	5.2	4.8	6.8	8.7	9.1	8.9	5.4	8.4	9.8
Change(% yoy)	-43.0	5.2	113.0	31.7	72.5	37.8	113.0	94.4	5.9	75.5	39.6

I 부문별 매출액 (십억원)												
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	전자BG	403	476	440	557	617	676	698	808	1,876	2,800	3,726
	디지털이노베이션	71	73	75	87	76	79	78	87	306	320	319
	두타몰	11	10	10	9	9	10	10	10	39	39	40
	소계	485	559	524	653	702	765	786	905	2,221	3,159	4,085
2. 두산에너지빌리티		3,749	4,569	3,880	4,860	4,261	4,725	4,320	4,887	17,058	18,193	20,636
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)		2,054	2,245	2,115	2,377	2,247	2,448	2,321	2,385	8,792	9,401	9,700
4. 두산로보틱스		5	5	10	13	15	18	21	26	33	80	147
기타 및 연결조정		-1,994	-2,059	-2,050	-2,217	-2,195	-2,369	-1,936	-2,217	-8,320	-8,717	-8,000
연결매출액		4,299	5,319	4,480	5,687	5,031	5,586	5,512	5,987	19,784	22,116	26,568

I. 부문별 매출액 증감												
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	전자BG	137	126	99	162	53	42	59	45	86	49	33
	디지털이노베이션	7	1	10	8	6	9	5	0	6	5	0
	두타몰	-1	1	-11	-6	-16	1	4	9	-4	-1	3
	소계	83	76	60	53	45	37	50	39	66	42	29
2. 두산에너지빌리티		-9	10	14	6	14	3	11	1	5	7	13
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)		-14	0	19	11	9	9	10	0	3	7	3
4. 두산로보틱스		-51	-69	1	13	190	290	107	100	-30	143	84
기타 및 연결조정		-13	-3	26	13	10	15	-6	0	4	5	-8
연결매출액		-4	16	16	9	17	5	23	5	9	12	20

II. 부문별 영업이익											
1. 두산자체사업(해외법인포함)	121	142	109	132	188	212	212	241	504	853	1,107
2. 두산에너지빌리티	143	271	137	212	234	314	241	320	763	1,109	1,637
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	196	208	134	148	207	292	138	186	686	823	818
기타 및 연결조정	-249	-251	-129	-201	-274	-315	-77	-201	-831	-867	-920
연결영업이익	198	354	235	275	342	488	500	535	1,063	1,865	2,604

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	22,116	26,568	31,350
매출원가	15,171	16,371	18,177	21,705	26,020
매출총이익	2,962	3,413	3,939	4,863	5,329
판매비와관리비	1,958	2,351	2,073	2,259	2,477
영업이익	1,004	1,063	1,865	2,604	2,853
영업이익률	5.5	5.4	8.4	9.8	9.1
EBITDA	1,771	1,871	2,670	3,406	3,650
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	1,291	2,107	2,362
법인세비용	-291	-241	-285	-316	-307
계속사업순손익	302	250	1,006	1,791	2,055
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	302	250	1,006	1,791	2,055
당기순이익률	1.7	1.3	4.5	6.7	6.6
비배지분순이익	528	174	855	1,522	1,747
지배지분순이익	-226	76	151	269	308
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	56	33	33	33	34
포괄순이익	863	578	1,337	2,126	2,393
비배지분포괄이익	1,027	444	1,136	1,807	2,034
지배지분포괄이익	-164	134	201	319	359

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-10,562	3,546	7,155	12,742	14,622
PER	NA	220.3	168.1	94.4	82.3
BPS	69,123	72,953	80,490	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	12.7	11.7	11.1
EBITDAPS	82,704	87,561	126,652	161,558	173,121
EV/EBITDA	11.5	16.3	12.8	10.2	9.6
SPS	846,803	925,675	1,048,982	1,260,125	1,486,948
PSR	0.3	0.8	1.0	0.8	0.7
CFPS	98,376	109,856	149,639	184,549	195,949
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	11.8	20.1	18.0
영업이익 증가율	-30.1	5.9	75.5	39.6	9.6
순이익 증가율	11.1	-17.4	303.0	78.1	14.8
수익성					
ROC	3.1	3.1	8.3	12.6	14.0
ROA	3.4	3.4	5.6	7.6	8.2
ROE	-14.6	5.0	9.3	15.1	16.2
안정성					
부채비율	153.5	169.1	153.4	138.3	131.4
순차입금비율	43.8	40.8	33.1	25.7	24.0
이자보상배율	2.0	2.1	4.0	6.4	7.8

자료: 두산, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,913	14,193	15,306	16,504	17,425
현금및현금성자산	3,704	4,928	5,313	5,620	5,410
매출채권 및 기타채권	3,868	4,758	5,247	5,847	6,623
재고자산	3,136	3,011	3,207	3,454	3,762
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	33,740	34,636	35,259
유동부채	11,024	13,754	13,663	13,657	13,804
매입채무 및 기타채무	5,658	6,719	6,831	7,034	7,351
차입금	3,081	3,986	3,906	3,828	3,752
유동상채무	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	20,425	20,101	20,021
자배지분	1,480	1,559	1,697	1,852	1,942
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,928	1,932	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	-82	-81	-1	86	102
기타지분변동	-490	-416	-354	-286	-212
비배지분	10,409	10,675	11,619	12,683	13,296
자본총계	11,889	12,234	13,316	14,535	15,238
순차입금	5,207	4,989	4,406	3,740	3,654

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	308	982	1,646	2,400	2,631
당기순이익	302	250	1,006	1,791	2,055
비현금항목의 가감	1,804	2,098	2,149	2,100	2,076
감가상각비	767	809	805	802	797
외환손익	-74	73	134	117	146
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,111	1,216	1,210	1,180	1,133
자산부채의 증감	-1,053	-697	-879	-891	-947
기타현금흐름	-746	-669	-630	-601	-553
투자활동 현금흐름	-995	-430	-480	-477	-479
투자자산	-139	332	46	51	51
유형자산	-639	-546	-546	-546	-546
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	386	307	-210
기초 현금	3,539	3,704	4,928	5,313	5,620
기말 현금	3,704	4,928	5,313	5,620	5,410
NOPLAT	512	541	1,453	2,213	2,482
FCF	351	453	1,688	2,445	2,709

[Compliance Notice]

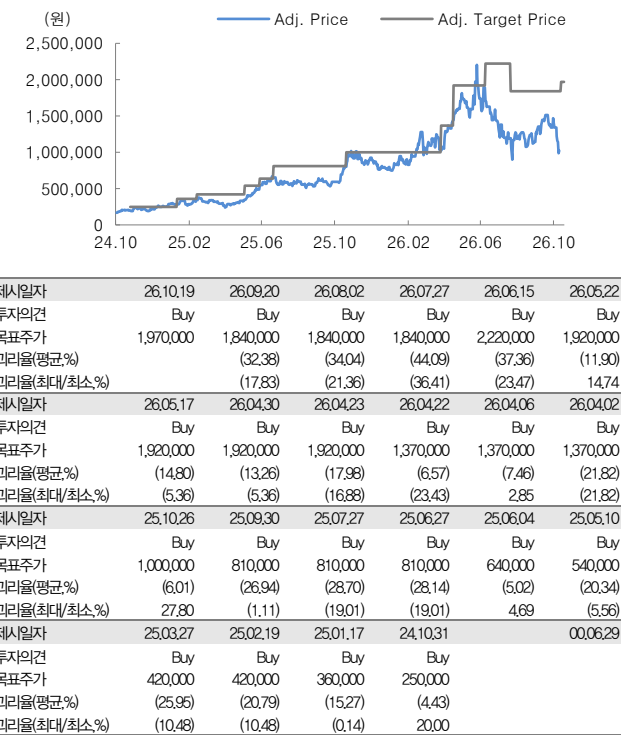
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20261014)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

- 산업 투자의견**
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(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