Results Comment

두산 (000150)

전자BG, 물량에서 판가·믹스로

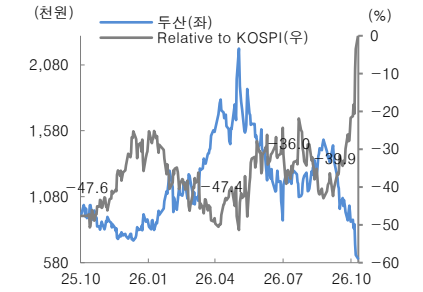
이경연
kyungyeon.lee@daishin.com

이채리
cherry.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	1,000,000 하향
현재주가 (26.11.09)	611,000 지주업종

KOSPI	5018.85
시가총액	9,616십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	90십억원
52주 최고/최저	2,203,000원 / 611,000원
120일 평균거래대금	1,223억원
외국인지분율	21.73%
주요주주	박정원 외 26 인 46.72% 국민연금공단 9.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-54.5	-48.7	-64.8	-33.4
상대수익률	-39.9	-36.0	-47.4	-47.6



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	4,000	4,767
수익률(%)	0.5	0.6
총주주환원 (십억원)	72	68
수익률(%)	0.6	0.6

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

- 전자BG 매출 8,020억원 사상 최대, OPM 29.3% 유지
- 연결 영업이익 4,594억원(+98.4% YoY) 컨센서스 하회
- 풀가동 하(下) 성장은 판가·믹스에 의존, 2027F 영업이익 6.4% 하향

투자의견 매수 유지, 목표주가 1,000,000원으로 -49.2% 하향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 자체사업 영업가치는 기준을 2026F EBITDA에서 12MF EBITDA로 변경해 1조 535억원에 CCL 피어(EMC, TUC, ITEQ) 12MF EV/EBITDA 평균 10.9배를 적용한 11.5조원. 지분가치 10조원을 더하고 별도 순차입금 5,822억원(SK실트론 계약금 포함)을 차감한 순자산가치 21.9조원에 할인율 38%를 적용. 2027F 영업이익은 증설 전 CAPA 상한을 반영해 6.4% 하향했으나 12MF 전환으로 적용 EBITDA는 커져, 목표주가 하향은 피어 배수와 두산에너빌리티 지분가치 변동에서 기인.

3Q26 연결 영업이익 4,594억원(OPM 8.5%) 컨센서스 하회

3Q26 연결 매출액 5조 4,269억원(+22.2% YoY, -2.8% QoQ), 영업이익 4,594억원(+98.4% YoY, -5.9% QoQ), OPM 8.5% 기록. 영업이익은 컨센서스를 하회했고 당사 추정에도 못 미쳤는데, 그 차이는 자체사업이 아니라 계열사에서 발생. 실제로 두산에너빌리티 매출 감소(-4,081억원)와 두산밥캣 영업이익 감소(-1,243억원)가 자체사업 증가분을 상쇄하고도 남아 연결 실적이 전분기 대비 감소. 반면 [자체사업] 매출액 8,922억원(+70.2% YoY), 영업이익 2,379억원(+118.9% YoY, OPM 26.7%)으로 분기 최대 실적을 경신. [전자BG] 매출액 8,020억원(+82.3% YoY, +18.6% QoQ), 영업이익 2,353억원(+126.5% YoY), OPM 29.3%로 2분기(29.8%)와 같은 수익성을 유지했고, 2분기 원화 강세를 감안하면 성장 폭은 더 큼. 당기순이익 1,031억원은 2분기 로보틱스 PRS 정산이익 3,708억원의 역기저로 전분기 대비 80.8% 감소.

풀가동이 만든 상한, 증설까지는 판가와 믹스가 성장 주도

마진 30%대 정체 이유는 전자BG가 풀가동이라 가동률 레버리지가 소진된 영향. 증설('29년 2.7배 추정) 전까지 성장은 물량이 아니라 판가와 믹스에 의존하는 국면. 실제로 3분기 전자BG 매출액의 57%가 네트워크보드용(AI 가속기 32%), 10%가 광모듈용(826억원, +67.5% QoQ)이었고 원재료 상승분도 판가에 연동되어 단가와 믹스가 실적을 끌어올리는 구조. 2027년은 AI 가속기향 CCL과 광모듈이 이끌고 400G가 페이드아웃되며 800G, 1.6T 중심으로 재편될 전망. 2027F 전자BG 매출은 4Q26 분기 수준이 이어지고 CAPA 증가분('26년 말 110→'27년 말 119.9, '26.9=100)이 전부 매출로 전환(풀가동 유지)된다는 가정으로 3조 4,424억원(+18.3%) 추정. 판가·믹스 효과는 미반영. 결국 향후 주가의 변수는 수요보다는 증설 일정과 그 사이의 믹스 개선 속도가 될 것으로 판단.

(단위: 십억원, %)

구분	3Q25	2Q26	3Q26					4Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,452	5,557	5,512	5,427	21.9	-2.3	5,459	6,133	7.8	13.0
영업이익	231	490	500	459	98.6	-6.2	489	485	76.4	5.7
순이익	121	355	153	76	-36.9	-78.5	111	65	흑전	-15.6

자료: 두산, FnGuide, 대신증권 Research Center

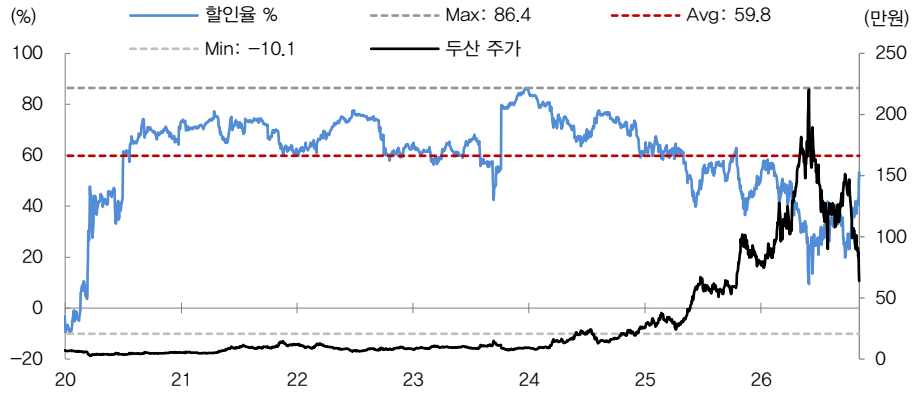
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	22,116	26,568	22,177	25,764	0.3	-3.0
판매비와 관리비	2,073	2,259	2,356	2,278	13.6	0.8
영업이익	1,865	2,604	1,776	2,438	-4.8	-6.4
영업이익률	8.4	9.8	8.0	9.5	-0.4	-0.3
영업외손익	-575	-497	-391	-560	적자유지	적자유지
세전순이익	1,291	2,107	1,385	1,878	7.3	-10.9
지배지분순이익	151	269	535	835	254.9	210.8
순이익률	4.5	6.7	4.3	5.7	-0.2	-1.1
EPS(지배지분순이익)	7,155	12,742	26,184	45,099	266.0	253.9

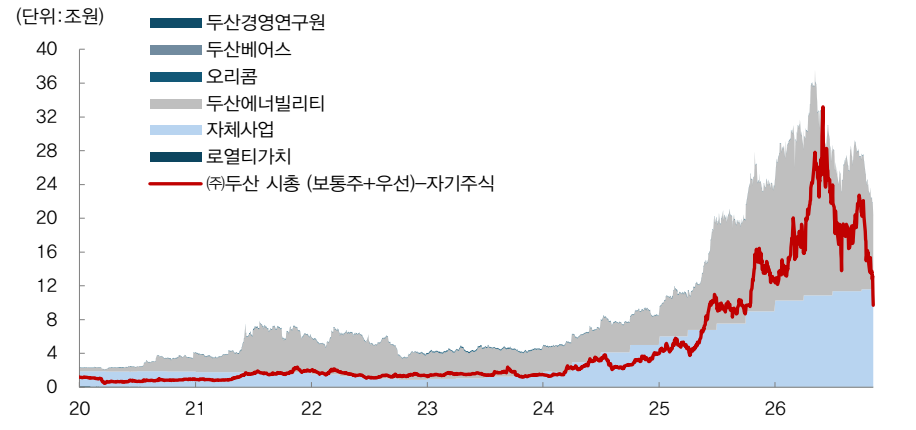
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 1. 두산 NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 두산 시가총액과 지분가치 추이



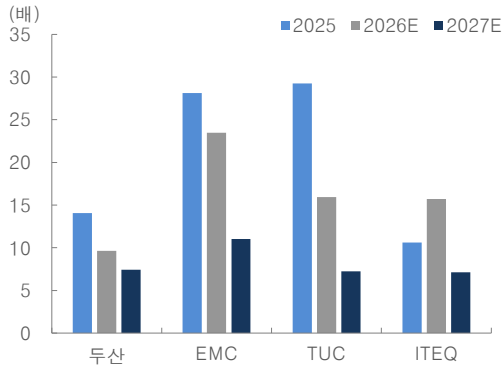
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 3. 두산 Peer EV/EBITDA 비교

	2025	2026E	2027E	12MF
두산	14.1	9.6	7.4	6.1
EMC	28.1	23.5	11.0	15.3
TUC	29.2	15.9	7.2	10.8
ITEQ	10.6	15.7	7.1	6.7
Peer 평균	22.7	18.4	8.5	10.9

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 두산 Peer EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표1. 두산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

		12MF		적용배수	Value	Weight
영업가치	자체사업 EBITDA	1,053.5		10.9	11,519	52.5%
	영업가치 소계——(1)				11,519	
지분가치	상장자회사	지분율	시가총액		지분가치	Weight
	두산에너빌리티	30.4	27,768		8,440	38.5%
	두산로보틱스	50.0	3,163		1,581	7.2%
	오리콤	60.9	54		33	0.1%
	소계——(2)		30,985		10,053	
	비상장자회사	지분율	Book Value		장부가액(Value)	Weight
	HyAxiom	86.2	255		255	1.2%
	두산모빌리티이노베이션	91.6	206		206	0.9%
	두산포트폴리오홀딩스	100.0	281		281	1.3%
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44		44	0.2%
	기타		167		167	0.8%
	소계——(3)				954	4.3%
	지분가치 합계 = (2) + (3)				11,008	
순차입금(별도)——(4)					582.2	-2.7%
순자산가치(NAV) ——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					21,944	
주당순자산가치					1,612,945	
할인율——(6)					38%	
Target NAV——(7)=(5)*[1-(6)]					13,605	
발행주식수——(8)					14,237,411	보통주
자기주식수——(9)					632,500	보통주
유통주식수——(10)=(8)-(9)					13,604,911	보통주
목표주가					1,000,000	
현재주가(11/09)					611,000	
Upside Potential					63.7%	

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표2. 두산 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	**4,287**	**5,331**	**4,441**	**5,687**	**5,031**	**5,586**	**5,427**	**6,133**	**19,745**	**22,177**	**25,764**
Change(% yoy)	*-3.9*	*16.1*	*14.5*	*9.4*	*17.4*	*4.8*	*22.2*	*7.8*	*8.9*	*12.3*	*16.2*
매출원가	3,573	4,402	3,695	4,681	4,087	4,449	4,450	5,060	16,351	18,046	21,049
% of 매출액	83.4	82.6	83.2	82.3	81.2	79.6	82.0	82.5	82.8	81.4	81.7
Change(% yoy)	*-2.8*	*16.1*	*12.1*	*6.2*	*14.4*	*1.1*	*20.4*	*8.1*	*7.8*	*10.4*	*16.6*
매출총이익	713	930	746	886	944	1,137	977	1,073	3,275	4,131	4,715
GPM	16.6	17.4	16.8	15.6	18.8	20.4	18.0	17.5	16.6	18.6	18.3
Change(% yoy)	*-9.3*	*16.0*	*27.9*	*12.0*	*32.4*	*22.3*	*30.9*	*21.1*	*10.6*	*26.1*	*14.1*
판관비	515	575	515	730	602	649	517	588	2,335	2,356	2,278
% of 매출액	12.0	10.8	11.6	12.8	12.0	11.6	9.5	9.6	11.8	10.6	8.8
Change(% yoy)	*17.5*	*23.6*	*8.8*	*25.4*	*16.8*	*12.9*	*0.5*	*-19.5*	*19.2*	*0.9*	*-3.3*
영업이익	**198**	**355**	**232**	**275**	**342**	**488**	**459**	**485**	**1,060**	**1,776**	**2,438**
OPM	4.6	6.7	5.2	4.8	6.8	8.7	8.5	7.9	5.4	8.0	9.5
Change(% yoy)	*-43.1*	*5.4*	*110.1*	*31.7*	*72.9*	*37.6*	*98.4*	*76.4*	*5.6*	*67.6*	*37.3*
Ⅰ. 부문별 매출액 (십억원)											
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 전자BG	403	476	440	557	617	676	802	815	1,876	2,910	3,442
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 디지털이노베이션	71	73	75	87	76	79	81	87	306	323	319
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 두타몰	11	10	10	9	9	10	10	10	39	39	40
1. 두산자체사업 (해외법인포함) **소계**	**485**	**559**	**524**	**653**	**702**	**765**	**892**	**912**	**2,221**	**3,271**	**3,801**
2. 두산에너빌리티	3,749	4,569	3,880	4,860	4,261	4,725	4,449	4,987	17,058	18,422	20,497
3. 두산밥캣(에너빌리티연결법인)	2,054	2,245	2,115	2,377	2,247	2,448	2,464	2,434	8,792	9,592	9,375
4. 두산로보틱스	5	5	10	13	15	18	16	18	33	67	91
기타 및 연결조정	-2,006	-2,059	-2,089	-2,217	-2,195	-2,369	-2,394	-2,217	-8,371	-9,175	-8,000
연결매출액	**4,287**	**5,331**	**4,441**	**5,687**	**5,031**	**5,586**	**5,427**	**6,133**	**19,745**	**22,177**	**25,764**
Ⅱ. 부문별 매출액 증감											
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 전자BG	137	126	99	162	53	42	82	46	86	55	18
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 디지털이노베이션	7	1	10	8	6	9	8	0	6	5	-1
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 두타몰	-1	1	-11	-6	-16	1	1	9	-4	-2	3
1. 두산자체사업 (해외법인포함) **소계**	**83**	**76**	**60**	**53**	**45**	**37**	**70**	**40**	**66**	**47**	**16**
2. 두산에너빌리티	-9	10	14	6	14	3	15	3	5	8	11
3. 두산밥캣(에너빌리티연결법인)	-14	0	19	11	9	9	16	2	3	9	-2
4. 두산로보틱스	-51	-69	1	13	190	290	58	36	-30	103	36
기타 및 연결조정	-13	-3	28	13	9	15	15	0	4	10	-13
연결매출액	**-4**	**16**	**15**	**9**	**17**	**5**	**22**	**8**	**9**	**12**	**16**
Ⅲ. 부문별 영업이익											
1. 두산자체사업(해외법인포함)	121	142	109	132	188	212	238	246	504	884	1,024
2. 두산에너빌리티	143	271	137	212	234	314	261	305	763	1,114	1,570
3. 두산밥캣(에너빌리티연결법인)	196	208	134	148	207	292	167	150	686	816	818
기타 및 연결조정	-249	-251	-133	-201	-274	-315	-194	-201	-834	-984	-923
연결영업이익	**198**	**355**	**232**	**275**	**342**	**488**	**459**	**485**	**1,060**	**1,776**	**2,438**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	22,177	25,764	28,690
매출원가	15,171	16,371	18,046	21,049	23,120
매출총이익	2,962	3,413	4,131	4,715	5,570
판매비와관리비	1,958	2,351	2,356	2,278	2,536
영업이익	1,004	1,063	1,776	2,438	3,034
영업이익률	5.5	5.4	8.0	9.5	10.6
EBITDA	1,771	1,871	2,527	3,228	3,856
영업외손익	-411	-573	-391	-560	-512
관계기업손익	28	26	62	62	62
금융수익	1,330	1,123	1,936	1,000	1,016
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,546	-1,513	-2,180	-1,412	-1,381
외환관련손실	571	571	485	338	338
기타	-223	-209	-209	-209	-209
법인세비용차감전순손익	593	490	1,385	1,878	2,522
법인세비용	-291	-241	-420	-413	-504
계속사업순손익	302	250	965	1,465	2,018
중단사업순손익	0	0	-9	0	0
당기순이익	302	250	956	1,465	2,018
당기순이익률	1.7	1.3	4.3	5.7	7.0
비지배지분순이익	528	174	421	630	1,110
지배지분순이익	-226	76	535	835	908
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	56	33	19	11	7
포괄순이익	863	578	1,148	1,577	2,084
비지배지분포괄이익	1,027	444	505	678	1,146
지배지분포괄이익	-164	134	643	899	938

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,913	14,193	15,841	18,165	20,218
현금및현금성자산	3,704	4,928	5,524	6,417	7,146
매출채권 및 기타채권	3,868	4,758	5,414	6,265	7,107
재고자산	3,136	3,011	3,375	3,921	4,366
기타유동자산	1,205	1,497	1,529	1,563	1,599
비유동자산	18,230	18,734	19,082	21,359	21,544
유형자산	7,013	7,110	7,264	7,492	7,682
관계기업투자금	425	417	784	2,992	3,129
기타비유동자산	10,793	11,208	11,033	10,875	10,733
자산총계	30,143	32,928	34,923	39,524	41,762
유동부채	11,024	13,754	14,571	17,435	17,336
매입채무 및 기타채무	5,658	6,719	7,147	7,788	8,311
차입금	3,081	3,986	4,856	7,021	6,311
유동성채무	791	1,593	1,095	1,095	1,095
기타유동부채	1,494	1,456	1,473	1,530	1,618
비유동부채	7,229	6,939	7,297	7,686	8,110
차입금	4,403	3,649	3,734	3,820	3,905
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,827	3,290	3,563	3,866	4,204
부채총계	18,254	20,693	21,869	25,121	25,445
지배지분	1,480	1,559	2,073	2,897	3,791
자본금	124	124	111	111	111
자본잉여금	1,928	1,932	1,932	1,932	1,932
이익잉여금	-82	-81	383	1,139	1,960
기타자본변동	-490	-416	-354	-286	-212
비지배지분	10,409	10,675	10,981	11,506	12,525
자본총계	11,889	12,234	13,054	14,403	16,317
순차입금	5,207	4,989	4,728	5,990	4,560

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-10,562	3,546	26,184	45,099	49,044
PER	NA	220.3	33.3	19.3	17.8
BPS	69,123	72,953	101,384	156,448	204,781
PBR	3.7	10.7	6.0	3.9	3.0
EBITDAPS	82,704	87,561	123,629	174,351	208,239
EV/EBITDA	11.5	16.3	10.0	8.4	6.9
SPS	846,803	925,675	1,084,842	1,391,555	1,549,565
PSR	0.3	0.8	0.6	0.4	0.4
CFPS	98,376	109,856	149,501	202,593	236,482
DPS	2,000	4,000	4,400	4,840	5,324

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-5.2	9.1	12.1	16.2	11.4
영업이익 증가율	-30.1	5.9	67.1	37.3	24.5
순이익 증가율	11.1	-17.4	283.1	53.3	37.7
수익성					
ROIC	3.1	3.1	7.0	10.7	13.5
ROA	3.4	3.4	5.2	6.5	7.5
ROE	-14.6	5.0	29.5	33.6	27.2
안정성					
부채비율	153.5	169.1	167.5	174.4	155.9
순차입금비율	43.8	40.8	36.2	41.6	27.9
이자보상배율	2.0	2.1	3.4	3.9	5.1

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	308	982	1,361	1,864	2,507
당기순이익	302	250	956	1,465	2,018
비현금항목의 가감	1,804	2,098	2,100	2,286	2,361
감가상각비	767	809	752	790	821
외환손익	-74	73	-29	32	32
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,111	1,216	1,378	1,464	1,507
자산부채의 증감	-1,053	-697	-897	-1,003	-944
기타현금흐름	-746	-669	-798	-884	-927
투자활동 현금흐름	-995	-430	-1,127	-3,091	-1,027
투자자산	-139	332	-397	-2,240	-174
유형자산	-639	-546	-752	-870	-870
기타	-216	-216	21	19	17
재무활동 현금흐름	574	700	233	2,032	-851
단기차입금	1,448	926	870	2,165	-710
사채	166	107	107	107	107
장기차입금	-535	-21	-21	-21	-21
유상증자	0	0	-13	0	0
현금배당	-125	-147	-72	-79	-87
기타	-381	-164	-638	-140	-140
현금의 증감	165	1,224	596	893	729
기초 현금	3,539	3,704	4,928	5,524	6,417
기말 현금	3,704	4,928	5,524	6,417	7,146
NOPLAT	512	541	1,238	1,902	2,427
FCF	351	453	1,214	1,798	2,355

자료: 두산, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

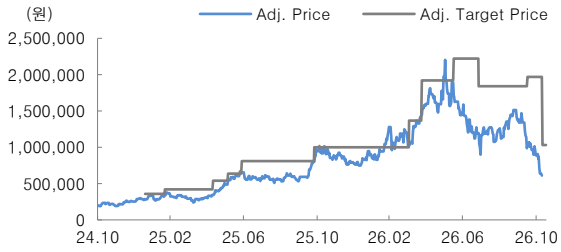
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	26.11.10	26.10.28	26.10.23	26.10.16	26.09.20	26.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,000,000	1,970,000	1,970,000	1,970,000	1,840,000	1,840,000
괴리율(평균,%)		(54.27)	(49.39)	(48.12)	(32.38)	(34.04)
괴리율(최대/최소,%)		(45.63)	(45.63)	(45.63)	(17.83)	(21.36)
제시일자	26.07.27	26.06.15	26.05.22	26.05.17	26.04.30	26.04.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,840,000	2,220,000	1,920,000	1,920,000	1,920,000	1,920,000
괴리율(평균,%)	(44.09)	(37.36)	(11.92)	(14.68)	(13.26)	(18.26)
괴리율(최대/최소,%)	(36.41)	(23.47)	14.74	(5.36)	(5.36)	(17.55)
제시일자	26.04.22	26.04.06	26.04.02	25.10.26	25.09.30	25.07.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,370,000	1,370,000	1,370,000	1,000,000	810,000	810,000
괴리율(평균,%)	(6.57)	(7.46)	(21.82)	(6.01)	(26.94)	(28.70)
괴리율(최대/최소,%)	(23.43)	2.85	(21.82)	27.80	(1.11)	(19.01)
제시일자	25.06.27	25.06.04	25.05.10	25.03.27	25.02.19	25.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	810,000	640,000	540,000	420,000	420,000	360,000
괴리율(평균,%)	(28.14)	(5.02)	(20.34)	(25.95)	(20.79)	(15.27)
괴리율(최대/최소,%)	(19.01)	4.69	(5.56)	(10.48)	(10.48)	(0.14)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20261107)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(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