

두산 (000150)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

360,000

상향

현재주가

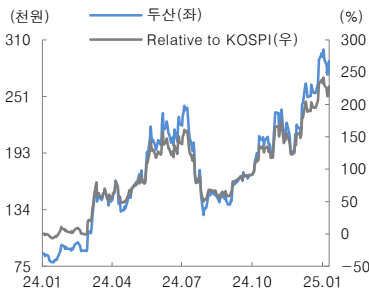
285,500

(25.01.17)

자주업증

KOSPI	2,523.55
시가총액	5,320십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	300,000원 / 79,000원
120일 평균거래대금	316억원
외국인지분율	14.79%
주요주주	박정원 외 25 인 39.99% 국민연금공단 8.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.7	36.0	31.9	255.5
상대수익률	4.9	40.6	48.6	243.2



AI, Robot, 원자력 다 가졌다

- 투자의견 매수 유지하며, 목표주가는 기존 대비 44% 상향한 36만원 제시
- 목표주가 상향은 전자BG부문 실적 개선 및 보유 지분가치 증가 등 반영
- AI, 로봇, 원자력 발전, 3가지 성장산업의 핵심 Value Chain 보유

투자의견 매수 유지, 목표주가 360,000원으로 44% 상향

두산의 목표주가를 기존 대비 44% 상향한 36만원으로 제시. 목표주가 상향은 1)2025년 전자BG부문의 실적 개선에 기반한 영업 가치 증가, 2)두산에너지빌리티와 두산로보틱스의 주가 상승에 따른 지분 가치 증가, 3)AI, 로봇, 그리고 원자력 발전 (SMR포함)의 성장 기대감을 반영하여 NAV대비 Target 할인을 하향 때문

전자BG사업부문은 엔비디아의 AI칩 블랙웰향 CCL양산이 2024년 10월말부터 시작되어, 11월부터 본격적인 매출이 반영되기 시작한 것으로 추정. 또한 N사의 차세대 칩에 적용되는 제품의 개발 및 테스트를 진행중으로 2025년 4분기에는 양산이 가능할 전망. N사외에도 AI칩을 개발중인 북미 'A'사를 포함한 Big Tech와도 제품 공급을 위한 협의를 진행 중임. 2025~26년 원전, 로봇, AI산업의 성장에 따라 동사의 NAV는 크게 증가할 것으로 예상

전자BG부문 2025년 High End CCL제품 매출 크게 증가 전망

2024년 전자BG부문의 매출액은 약 9,156억원으로 추정되는데, 2026년에는 1조 1,810억원(+29% yoy)까지 증가할 것으로 예상. N사의 블랙웰 제품에 대한 시장의 노이즈가 있지만, 현재까지 두산의 CCL납품은 정상적으로 이루어지고 있음. 블랙웰 제품에 대한 수요가 늘어날수록 동사의 전자BG 매출액은 우리의 추정을 상회할 가능성이 높음. 또한 N사의 차세대 칩에 사용될 제품에 대한 개발 및 테스트가 진행중이며, 그 외 북미 Big Tech 'A'사에도 제품 공급을 추진중. 이를 위해 전자BG부문은 생산라인 변경 및 확장을 진행하고 있어 2025~26년 전자BG부문의 매출 및 수익성은 크게 개선될 전망

원자력 발전 수주와 로봇산업 성장으로 에너지빌리티와 로보틱스 가치 상승

두산에너지빌리티는 2025년 체코 원전, 2026년 폴란드 원전의 수주 등이 예정되어 있어 수주 환경이 개선될 전망이며, SMR 시장 확대에 따른 성장도 기대해 볼 수 있음. 또한 휴머노이드 로봇, 협동 로봇 시장의 성장으로 두산로보틱스의 지분 가치도 증가할 가능성이 높다고 판단

2024년 4분기 연결 실적은 두산밥캣을 포함한 연결 자회사의 실적이 예상보다 부진하여 시장 기대치를 하회할 것으로 전망되지만, 전자BG부문을 포함한 자체사업부문의 실적은 양호할 것으로 기대됨(자세한 실적 추정은 3page 표2 참조)

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)					1Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	5,272	3,879	4,095	3,801	-27.9	-2.0	4,821	4,280	-4.1	12.6
영업이익	266	110	206	218	-18.3	97.5	308	342	-1.8	56.9
순이익	-260	-88	128	130	흑전	흑전	156	10	103.2	-92.2

자료: 두산 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	16,734	16,824	17,716
영업이익	1,126	1,436	1,012	1,146	1,223
세전순이익	-286	451	361	526	601
총당기순이익	-581	272	218	317	363
지배지분순이익	-696	-388	68	98	112
EPS	-32,522	-18,133	3,152	4,590	5,252
PER	NA	NA	80.9	62.7	54.8
BPS	83,627	75,846	77,931	81,465	85,674
PBR	1.0	1.2	3.7	3.5	3.4
ROE	-36.0	-22.7	4.1	5.8	6.3

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

표 1. 두산의 SOTP Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식	2024F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA		225	11	2,472
	소계——(1)					2,472
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		Value	
	두산에너지빌리티	30.4	13,324		4,050	45.1
	오리콤	60.9	83		51	0.6
	두산로보틱스	68.2	4,220		2,878	32.1
	소계——(2)				6,978	77.7
지분가치	계열사명	지분율	장부가액		Value	
	두산베어스	100.0	15.6		16	0.2
	두산경영연구원	100.0	8.0		8	0.1
	두산모빌리티이노베이션	86.1	72.3		72	0.8
	두산로지스틱스솔루션	100.0	89.4		89	1.0
	두산인베스트먼트	100.0	280.6		281	3.1
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44.4		44	0.5
	소계——(3)				510	5.7
지분가치 합계					7,488	83.4
순차입금(별도)——(4)					986	-11.0
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					8,975	100.0
할인율——(6)					55%	
Target NAV——(7)=(5)*(1-(6))					4,857	
발행주식수——(8)					16,523,835	
자기주식——(9)					3,000,866	
유통주식수——(10)=(8)-(9)					13,522,969	
목표주가(11)=(7)/(9)					359,133	
현재가					288,000	
Upside Potential					24.7	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 두산의 분기 및 연간 연결 실적 추정표

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	4,351	4,968	4,539	5,272	4,462	4,592	3,878	3,801	19,130	16,734	16,824
Change(% yoy)	30.1	14.0	3.4	7.5	2.6	-7.6	-14.5	-27.9	12.6	-12.5	0.5
매출원가	3,598	4,072	3,757	4,494	3,676	3,791	3,295	3,119	15,885	13,881	13,946
% of 매출액	82.7	82.0	82.8	85.2	82.4	82.5	85.0	82.1	83.0	83.0	82.9
Change(% yoy)	29.6	13.1	3.2	8.5	2.2	-6.9	-12.3	-30.0	12.2	-12.6	0.5
매출총이익	753	897	782	778	786	802	583	681	3,245	2,853	2,878
GPM	17.3	18.0	17.2	14.8	17.6	17.5	15.0	17.9	17.0	17.0	17.1
Change(% yoy)	32.6	18.1	4.4	2.1	4.5	-10.6	-25.4	-16.3	14.3	-12.1	0.9
판매비	415	385	462	512	438	465	473	464	1,809	1,840	1,732
% of 매출액	9.5	7.7	10.2	9.7	9.8	9.8	12.2	12.2	9.5	11.0	10.3
Change(% yoy)	8.7	-1.6	13.1	-3.7	5.8	20.9	2.4	-15.3	5.7	1.7	-5.9
영업이익	338	512	320	266	348	337	110	218	1,436	1,012	1,146
OPM	7.8	10.3	7.0	5.1	7.8	7.3	2.8	5.7	7.5	6.1	6.8
Change(% yoy)	81.6	39.0	-6.1	15.3	2.9	-34.2	-65.5	-18.3	27.6	-29.5	13.2

I. 사업부문별 매출액 (십억원)												
1. 두산자재사업 (해외법인포함)	전자BG	170	210	221	212	187	235	250	244	814	916	1,181
	디지털이노베이션	64	67	67	81	67	72	68	84	278	291	297
	두타물	14	9	11	9	11	10	11	10	43	41	41
	FCP	7	9	5	23	5	8	15	24	43	52	54
	소계	255	295	303	325	269	325	343	362	1,178	1,299	1,574
2. 두산에너지빌리티		4,041	4,539	4,155	4,855	4,098	4,150	3,396	3,347	17,590	14,991	14,783
3. 두산바캬(에너지빌리티연결법인)		2,405	2,672	2,366	2,316	2,395	2,237	1,778	1,804	9,759	8,213	7,581
4. 두산로보틱스		11	13	13	17	11	14	15	23	53	64	81
5. 기타		44	121	68	75	84	102	125	68	309	379	387
합계		4,351	4,968	4,539	5,272	4,462	4,592	3,878	3,801	19,130	16,734	16,824

II. 사업부문별 매출액 증감												
1. 두산자재사업 (해외법인포함)	전자BG	-30.8	-16.9	-8.9	1.9	9.6	11.8	12.8	15.0	-14.3	12.4	29.0
	디지털이노베이션	-2.3	-3.0	-2.8	11.4	5.0	7.1	1.8	4.5	1.0	4.6	2.1
	두타물	73.4	18.4	28.9	10.8	-20.4	7.8	0.9	5.1	32.7	-3.6	0.2
	FCP	-21.5	-12.9	-59.5	103.6	-32.9	-6.8	222.2	6.3	3.8	19.5	5.3
	소계	-22.3	-13.2	-8.4	4.9	5.6	10.1	13.1	11.5	-10.0	10.3	21.1
2. 두산에너지빌리티		31.6	20.5	4.9	5.0	1.4	-8.6	-18.3	-31.0	14.1	-14.8	-1.4
3. 두산바캬(에너지빌리티연결법인)		46.6	20.5	-0.5	-2.9	-0.4	-16.3	-24.9	-22.1	13.2	-15.8	-7.7
4. 두산로보틱스		15.2	-6.7	56.4	22.0	2.7	14.5	21.5	35.0	18.1	20.5	27.3
5. 기타		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	22.8	2.0
전체		27.2	16.0	3.4	5.7	2.6	-7.6	-14.5	-27.9	12.0	-12.5	0.5

III. 사업부문별 영업이익											
1. 두산자재사업 (해외법인포함)	200	128	65	31	36	38	24	-3	33	46	37
2. 두산에너지	1,004	992	1,467	209	115	310	358	297	311	495	365
3. 두산바캬 (에너지사업연결법인)	743	817	1,390	126	126	240	326	256	298	467	370
5. 기타	-58	-82	-77	-23	-29	-3	-27	-33	-5	-1	-38
합계		1,146	1,012	218	110	337	348	266	320	512	338

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

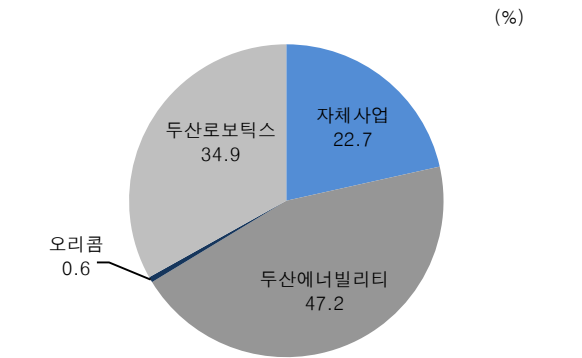
- 두산은 두산에너지빌리티, 두산밥캣, 두산퓨얼셀 등 21개 계열사를 포함하는 두산그룹의 모회사(총24개 계열사)이며 자체사업으로는 전자BG, 두티몰, FCP 등을 영위
- 전자BG는 전자부품 생산사업으로 주로 동박적층판을 생산
- 디지털이노베이션BU는 디지털트랜스포메이션을 위한 기술 및 인프라 제공, 전문인력 양성 등을 수행하는 조직
- 최대주주인 박정원 외 특수관계인은 38.24%의 지분 보유

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장자회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동요인
- 비상장 자회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 두산 대산증권 Research Center

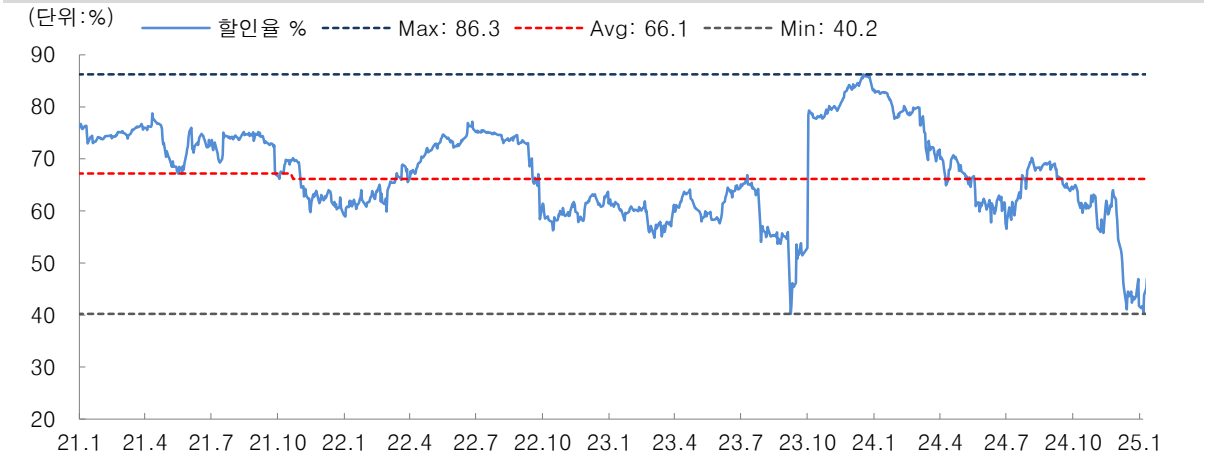
두산의 NAV 구성



자료: 두산 대산증권 Research Center

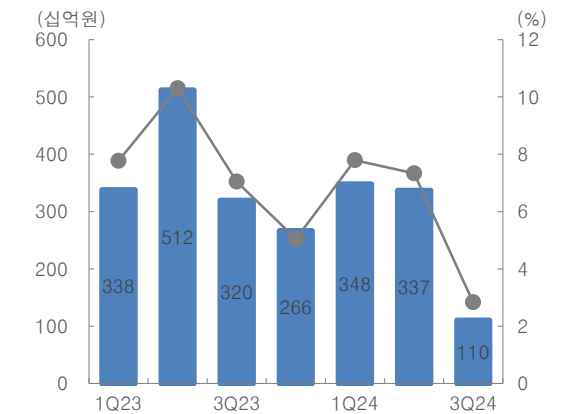
Earnings Driver

두산의 NAV 할인율



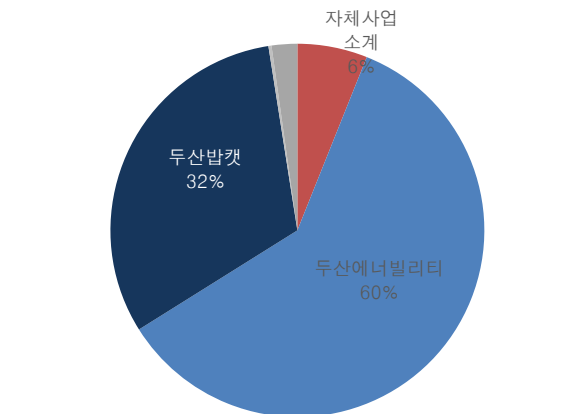
자료: 두산 대산증권 Research Center

두산의 분기별 영업이익 및 OPM 추이



자료: 두산 대산증권 Research Center

두산의 3Q24 사업부별 매출액 비중



자료: 두산 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	16,734	16,824	17,716
매출원가	14,158	15,885	13,881	13,946	14,669
매출총이익	2,838	3,245	2,853	2,878	3,047
판매비와관리비	1,712	1,809	1,840	1,732	1,824
영업이익	1,126	1,436	1,012	1,146	1,223
영업외수익	66	7.5	6.1	6.8	6.9
EBITDA	1,744	2,141	1,687	1,815	1,903
영업외손익	-1,412	-985	-652	-620	-622
관계기업손익	-343	-42	0	0	0
금융수익	808	664	664	594	600
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,379	-1,064	-994	-878	-869
외환관련손실	680	370	369	290	296
기타	-497	-542	-321	-337	-353
법인세비용차감전순이익	-286	451	361	526	601
법인세비용	-211	-179	-143	-208	-239
계속사업순이익	-497	272	218	317	363
중단사업순이익	-84	0	0	0	0
당기순이익	-581	272	218	317	363
당기순이익률	-3.4	1.4	1.3	1.9	2.0
비재계분순이익	115	660	150	219	250
재계분순이익	-696	-388	68	98	112
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	33	3	3	3	3
포괄순이익	-249	297	243	342	388
비재계분포괄이익	370	710	168	236	268
재계분포괄이익	-619	-413	75	106	120

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-32,522	-18,133	3,152	4,590	5,252
PER	NA	NA	80.9	62.7	54.8
BPS	83,627	75,846	77,931	81,465	85,674
PBR	1.0	1.2	3.7	3.5	3.4
EBITDAPS	81,455	99,966	78,776	84,737	88,852
EV/EBITDA	8.8	7.2	11.0	10.1	9.6
SPS	793,700	893,375	781,471	785,693	827,335
PSR	0.1	0.1	0.4	0.4	0.3
CFPS	99,190	108,635	99,560	104,789	108,135
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	32.2	12.6	-12.5	0.5	5.3
영업이익 증/감	22.3	27.6	-29.5	13.2	6.7
순이익 증/감	작전	흑전	-20.0	45.6	14.4
수익성					
ROIC	13.6	5.7	4.1	4.7	5.1
ROA	4.3	5.3	3.6	4.2	4.4
ROE	-36.0	-22.7	4.1	5.8	6.3
안정성					
부채비율	155.5	152.4	137.1	129.0	124.7
순차입금비율	51.2	35.5	29.1	22.5	16.9
이자보상비율	3.1	3.1	2.5	3.2	3.5

자료: 두산 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	10,502	10,842	11,712
현금및현금성자산	2,074	3,539	3,030	3,203	3,705
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,542	3,654	3,842
재고자산	2,757	2,927	2,560	2,574	2,711
기타유동자산	1,368	1,328	1,369	1,411	1,454
비유동자산	16,789	16,840	16,800	16,718	16,727
유형자산	6,273	6,509	6,565	6,570	6,658
관계기업투자금	431	405	416	427	438
기타비유동자산	10,084	9,927	9,819	9,720	9,631
자산총계	26,315	28,287	27,302	27,560	28,438
유동부채	9,478	11,439	10,158	10,104	10,421
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,657	4,670	4,795
차입금	1,863	1,717	1,817	1,767	1,717
유동상채무	1,039	2,271	1,100	950	1,050
기타유동부채	2,145	2,456	2,583	2,717	2,858
비유동부채	6,539	5,641	5,630	5,419	5,359
차입금	3,742	2,935	2,885	2,635	2,535
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,798	2,706	2,744	2,784	2,824
부채총계	16,018	17,080	15,787	15,523	15,779
자계분	1,791	1,624	1,669	1,744	1,835
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,605	1,881	1,881	1,881	1,881
이익잉여금	669	208	240	302	379
기타자본변동	-607	-589	-576	-563	-549
비재계분	8,507	9,583	9,846	10,293	10,824
자본총계	10,298	11,207	11,515	12,037	12,659
순차입금	5,275	3,974	3,346	2,707	2,138

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	2,130	1,967	1,944
당기순이익	-581	272	218	317	363
비현금항목의가감	2,705	2,054	1,914	1,927	1,953
감가상각비	618	704	674	669	680
외환손익	149	10	-1	-10	-11
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,938	1,340	1,241	1,269	1,284
자산부채의증감	-683	433	432	185	106
기타현금흐름	-908	-850	-434	-462	-477
투자활동 현금흐름	-291	-1,106	-635	-589	-692
투자자산	-520	-201	-35	-36	-39
유형자산	-665	-571	-588	-538	-638
기타	894	-333	-13	-15	-16
재무활동 현금흐름	-482	636	-661	10	410
단기차입금	-2,794	-142	100	-50	-50
사채	-690	-128	0	-100	50
장기차입금	1,229	529	-50	-150	-150
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-125	-119	-36	-36	-36
기타	1,897	496	-675	346	596
현금의증감	-161	1,465	-509	172	502
기초 현금	2,235	2,074	3,539	3,030	3,203
기말 현금	2,074	3,539	3,030	3,203	3,705
NOPLAT	1,968	867	611	691	738
FCF	1,640	757	685	810	767

[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:양지환)

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	25.01.20	24.10.31	24.09.25	24.07.12	24.05.27	24.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	360,000	250,000	230,000	300,000	250,000	190,000
과다율(평균%)		(4.43)	(17.32)	(46.38)	(14.21)	(18.80)
과다율(최대/최소%)		20.00	(8.70)	(20.17)	(3.40)	1.79

제시일자	24.04.04	24.02.07	23.10.24	23.09.27	23.09.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	190,000	130,000	120,000	190,000	190,000
과다율(평균%)	(24.69)	(9.10)	(28.62)	(46.29)	(36.04)
과다율(최대/최소%)	(13.68)	24.62	(19.17)	(29.53)	(29.53)

제시일자	24.04.04	24.02.07	23.10.24	23.09.27	23.09.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	190,000	130,000	120,000	190,000	190,000
과다율(평균%)	(24.69)	(9.10)	(28.62)	(46.29)	(36.04)
과다율(최대/최소%)	(13.68)	24.62	(19.17)	(29.53)	(29.53)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250115)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상