

두산
(000150)양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jinilee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

420,000

상향

현재주가

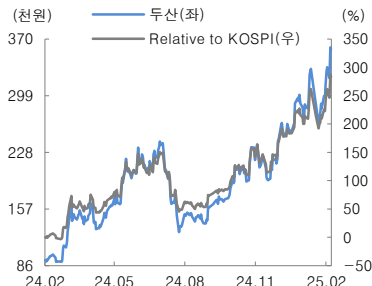
357,000

(25.02.19)

자주업종

KOSPI	2671.52
시가총액	6,651십억원
시가총액비중	0.31%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	359,500원 / 90,600원
120일 평균거래대금	323억원
외국인지분율	15.06%
주요주주	박정원 외 25 인 39.99% 국민연금공단 8.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.0	69.2	139.1	264.3
상대수익률	18.1	56.6	139.4	265.5



보수적 가이드언스에 실망 말자

- 자회사 지분가치 증가 반영하여 목표주가 42만원으로 16.7% 상향
- 24년 4분기 영업이익 연결기준 당사 추정 부합, 별도는 추정치 상회
- 2025년 자회사 실적 호전 전망. 25년 전자BG 가이드언스 매출은 보수적

투자 의견 매수, 목표주가 420,000원으로 16.7% 상향

목표주가는 자회사인 두산에너지빌리티와 두산로봇의 주가상승에 따른 지분가치 증가를 반영(별도 영업가치 약 2.3조원, 보유지분가치 9.8조원, 순차입금 1조원)

2024년 4분기 두산의 연결 영업이익은 2,089억원으로 당사 추정에 부합하였으며, 자체사업 영업이익은 442억원으로 당사 추정을 크게 상회. 자체사업 영업이익의 호전은 전자BG의 4분기 매출액이 3,359억원(+58.1% yoy)으로 크게 증가하였기 때문임. 수익성 높은 북미 N사향 CCL 매출액이 4분기에만 약 5~6백억원 반영되면서 실적 호전에 기여. 2025년 1~2월에도 24년 4분기 흐름이 이어지고 있는 것으로 추정

2025년 전자BG부문의 매출액 가이드언스는 1조 100억원으로 보수적으로 제시. 보수적 가이드언스의 이유는 1)N사향 양산 매출이 11월 이후 본격화되면서 25년 사업 계획 작성시 매출을 보수적으로 가정한 점, 2)2025년 평균환율을 1,320원으로 가정하여 최근 환율과의 괴리가 큰 점(달러 매출 약 90%), 3)반도체 업황 회복 지연으로 반도체향 CCL 매출 감소 전망 등이 반영된 것으로 판단. 보수적 가이드언스 제시에 따른 주가 조정 시 매수 기회로 활용할 것을 추천

24년 4분기 실적은 연결 매출액 5.2조원, 영업이익 2,089억원 시현

2024년 4분기 자체사업부문의 실적은 매출액 4,401억원(+35.4% yoy), 영업이익 442억원(+612.9% yoy)로 당사 추정을 크게 상회하는 깜짝 실적을 시현함. 부문별로(증감은 yoy) [전자BG] 매출액 3,359억원(+58.1%), [디지털이노베이션] 매출액 811억원(+0.4%), [두타물] 매출액 98억원(+6.5%)이며, 4분기 자체사업 영업이익률은 10.0%로 23년 4분기의 1.9%대비 대폭 개선

(단위: 십억원 %)

자료: 두산 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	16,641	17,523
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,114	1,210
세전순이익	-286	451	593	747	853
총당기순이익	-581	272	302	380	435
지배지분순이익	-696	-388	94	118	135
EPS	-32,522	-18,133	4,374	5,508	6,295
PER	NA	NA	58.3	65.3	57.1
BPS	83,627	75,846	79,153	83,605	88,857
PBR	1.0	1.2	4.5	4.3	4.0
ROE	-36.0	-22.7	5.6	6.8	7.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 두산, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	16,734	16,824	18,133	16,641	8.4	-1.1
판매비와 관리비	1,840	1,732	2,011	1,714	9.3	-1.1
영업이익	1,012	1,146	1,004	1,114	-0.9	-2.8
영업이익률	6.1	6.8	5.5	6.7	-0.5	-0.1
영업외손익	-652	-620	-411	-368	적자유지	적자유지
세전순이익	361	526	593	747	64.3	42.0
자비자분순이익	68	98	94	118	38.8	20.0
순이익률	1.3	1.9	1.7	2.3	0.4	0.4
EPS(자비자분순이익)	3,152	4,590	4,374	5,508	38.8	20.0

자료: 두산 대신증권 Research Center

표 1. 두산의 SOTP Valuation Table (단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식	2025F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	209	11	2,294	20.6
	소계——(1)			2,294	20.6
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	
	두산에너지빌리티	30.4	19,409	5,899	53.1
	오리콤	60.9	90	55	0.5
	두산로보틱스	68.2	4,946	3,373	30.3
	소계——(2)			6,978	77.7
지분가치	계열사명	지분율	장부가액	Value	
	두산베어스	100.0	15.6	16	0.1
	두산경영연구원	100.0	8.0	8	0.1
	두산모빌리티이노베이션	86.1	72.3	72	0.7
	두산로지스틱스솔루션	100.0	89.4	89	0.8
	두산포트폴리오홀딩스	100.0	280.6	281	2.5
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44.4	44	0.4
	소계——(3)			510	4.6
지분가치 합계				9,837	88.5
순차입금(별도)——(4)				1,015	-9.1
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				11,116	100.0
할인율——(6)				55%	
Target NAV——(7)=(5)*(1-(6))				5,706	
발행주식수——(8)				16,523,835	
자기주식——(9)				3,000,866	
유통주식수——(10)=(8)-(9)				13,522,969	
목표주가(11)=(7)/(9)				421,921	
현재가				359,500	
Upside Potential				17.4	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 두산의 분기 및 연간 연결 실적 추정표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	4,462	4,592	3,878	5,200	4,063	4,110	3,887	4,580	19,130	18,133	16,641
Change(% yoy)	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-8.9	-10.5	0.2	-11.9	12.6	-5.2	-8.2
매출원가	3,676	3,791	3,295	4,357	3,384	3,379	3,263	3,787	15,885	15,118	13,813
% of 매출액	82.4	82.5	85.0	83.8	83.3	82.2	83.9	82.7	83.0	83.4	83.0
Change(% yoy)	2.2	-6.9	-12.3	-2.3	-7.9	-10.9	-1.0	-13.1	12.2	-4.8	-8.6
매출총이익	786	802	583	843	679	731	624	793	3,245	3,015	2,828
GPM	17.6	17.5	15.0	16.2	16.7	17.8	16.1	17.3	17.0	16.6	17.0
Change(% yoy)	4.5	-10.6	-25.4	3.6	-13.7	-8.8	7.0	-5.9	14.3	-7.1	-6.2
판매비	438	465	473	634	416	424	399	474	1,809	2,011	1,714
% of 매출액	9.8	10.1	12.2	12.2	10.2	10.3	10.3	10.3	9.5	11.1	10.3
Change(% yoy)	5.8	20.9	2.4	15.8	-5.2	-8.7	-15.6	-25.3	5.7	11.2	-14.8
영업이익	348	337	110	209	263	307	225	319	1,436	1,004	1,114
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	6.5	7.5	5.8	7.0	7.5	5.5	6.7
Change(% yoy)	2.9	-34.2	-65.5	-21.6	-24.4	-8.9	104.1	52.9	27.6	-30.1	11.0

II. 사업부문별 매출액 증감												
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	전자BG	9.6	11.8	12.8	58.1	25.0	20.0	20.0	10.0	-14.3	23.7	17.6
	디지털이노베이션	5.0	7.1	1.8	0.4	0.5	1.8	1.0	4.5	1.0	3.4	2.1
	두타물	-20.4	7.8	0.9	6.5	-2.5	-5.1	3.4	5.1	32.7	-3.3	0.2
	FCP	-32.9	-6.8	222.2	-41.2	2.5	4.2	5.1	6.3	3.8	-5.3	5.0
	소계	5.6	10.1	13.1	35.4	17.4	14.8	15.1	8.8	-10.0	16.9	13.5
2. 두산에너지빌리티		1.4	-8.6	-18.3	-5.5	-11.0	-12.9	-1.4	-14.5	14.1	-7.7	-10.5
3. 두산바캬트(에너지빌리티연결법인)		-0.4	-16.3	-24.9	-7.5	-13.9	-14.1	-3.9	-5.0	13.2	-12.4	-9.6
4. 두산로보틱스		2.7	14.5	21.5	-63.5	24.5	22.5	21.8	35.0	18.1	-11.7	24.4
5. 기타		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	54.1	2.0
전체		2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-8.9	-10.5	0.2	-11.9	12.0	-5.2	-8.2

III. 사업부문별 영업이익												
1. 두산자체사업 (해외법인포함)		24	38	36	44	32	47	47	58	65	141	184
2. 두산에너지빌리티		358	310	115	235	248	263	201	299	1,467	1,018	1,010
3. 두산바캬트 (에너지빌리티 연결법인)		326	240	126	180	194	179	167	235	1,390	871	776
5. 기타		-27	-3	-29	-55	-16	-3	-23	-37	-77	-114	-79
합계		348	337	110	209	263	307	225	319	1,436	1,004	1,114

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

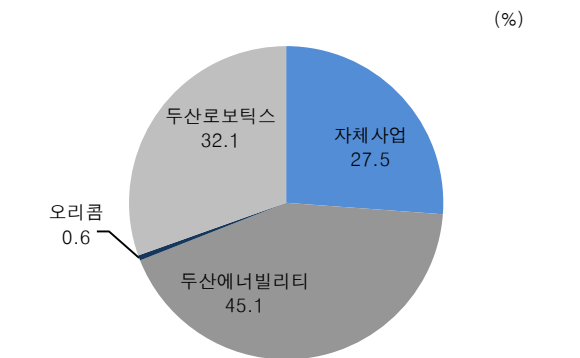
- 두산은 두산에너지빌리티, 두산밥캣, 두산퓨얼셀 등 21개 계열사를 포함하는 두산그룹의 모회사(총24개 계열사)이며 자체사업으로는 전자BG, 두타몰, FCP 등을 영위
- 전자BG는 전자부품 생산사업으로 주로 동박적층판을 생산
- 디지털이노베이션BU는 디지털트랜스포메이션을 위한 기술 및 인프라 제공, 전문인력 양성 등을 수행하는 조직
- 최대주주인 박정원 외 특수관계인은 38.24%의 지분 보유

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 대신증권 Research Center

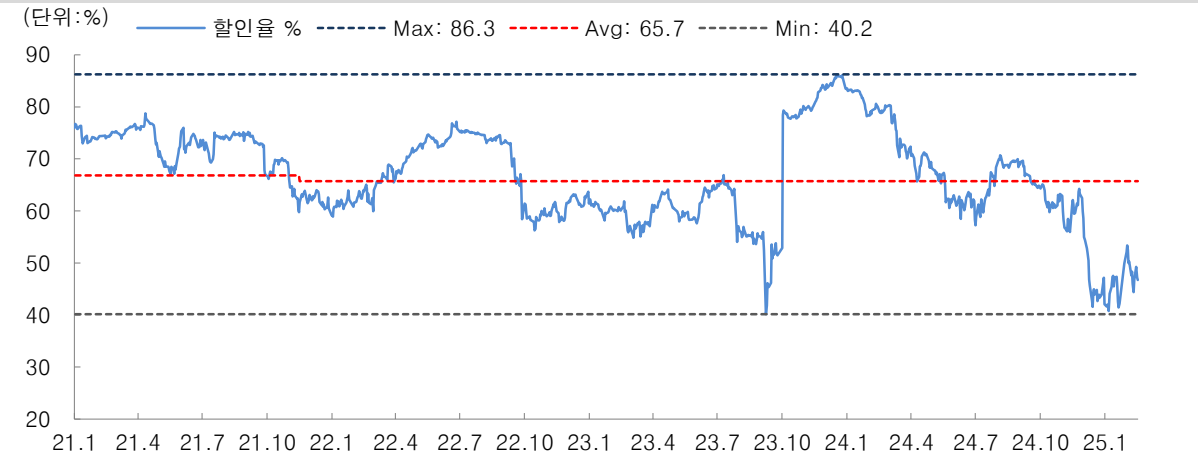
두산의 NAV 구성



자료: 두산 대신증권 Research Center

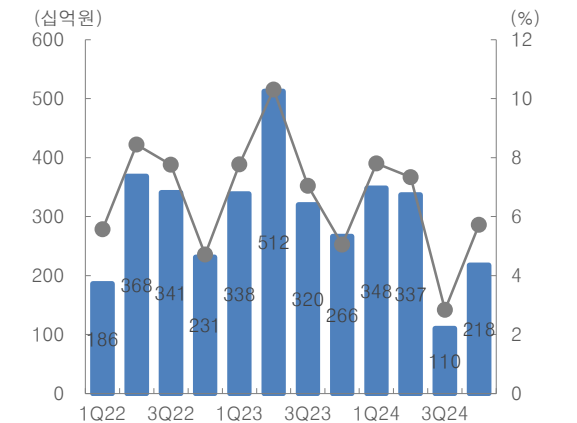
Earnings Driver

두산의 NAV 할인율



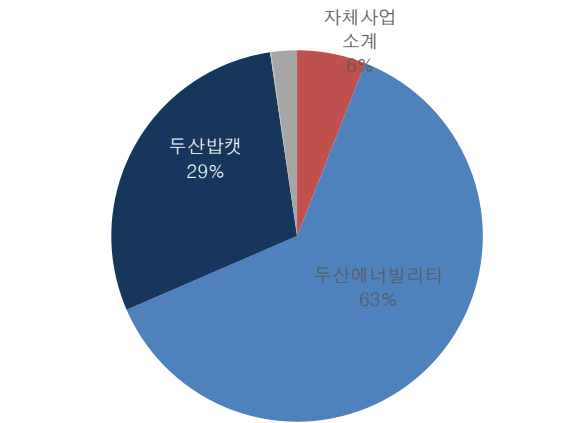
자료: 두산 대신증권 Research Center

두산의 분기별 영업이익 및 OPM 추이



자료: 두산 대신증권 Research Center

두산의 4Q24 사업부별 매출액 비중



자료: 두산 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	16,641	17,523
매출원가	14,158	15,885	15,118	13,813	14,509
매출총이익	2,838	3,245	3,015	2,828	3,014
판매비와관리비	1,712	1,809	2,011	1,714	1,804
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,114	1,210
영업외수익	66	7.5	5.5	6.7	6.9
EBITDA	1,744	2,141	1,678	1,783	1,889
영업외손익	-1,412	-985	-411	-368	-356
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	-80	-84	-88
법인세비용차감전순이익	-286	451	593	747	853
법인세비용	-211	-179	-291	-366	-418
계속사업순이익	-497	272	302	380	435
중단사업순이익	-84	0	0	0	0
당기순이익	-581	272	302	380	435
당기순이익률	-3.4	1.4	1.7	2.3	2.5
비재계분순이익	115	660	208	263	300
재계분순이익	-696	-388	94	118	135
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	33	3	3	3	3
포괄순이익	-249	297	327	406	460
비재계분포괄이익	370	710	226	280	317
재계분포괄이익	-619	-413	101	126	143

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-32,522	-18,133	4,374	5,508	6,295
PER	NA	NA	58.3	65.3	57.1
BPS	83,627	75,846	79,153	83,605	88,857
PBR	1.0	1.2	4.5	4.3	4.0
EBITDAPS	81,455	99,966	78,369	83,253	88,222
EV/EBITDA	8.8	7.2	11.9	11.0	10.3
SPS	793,700	893,375	846,808	777,116	818,303
PSR	0.1	0.1	0.4	0.5	0.4
CFPS	99,190	108,635	110,395	115,109	119,899
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	-5.2	-8.2	5.3
영업이익 증/감	22.3	27.6	-30.1	11.0	8.6
순이익 증/감	작전	흑전	11.1	25.9	14.3
수익성					
ROIC	13.6	5.7	3.4	3.9	4.3
ROA	4.3	5.3	3.6	4.0	4.3
ROE	-36.0	-22.7	5.6	6.8	7.3
안정성					
부채비율	155.5	152.4	136.7	125.5	120.0
순차입금비율	51.2	35.5	28.3	19.2	12.6
이자보상비율	3.1	3.1	2.5	3.1	3.5

자료: 두산 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	10,880	11,133	12,155
현금및현금성자산	2,074	3,539	3,072	3,537	4,194
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,664	3,638	3,825
재고자산	2,757	2,927	2,775	2,546	2,681
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	27,680	27,850	28,881
유동부채	9,478	11,439	10,355	10,078	10,393
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,854	4,644	4,768
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	15,984	15,497	15,752
자계분	1,791	1,624	1,695	1,790	1,903
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,605	1,881	1,881	1,881	1,881
이익잉여금	669	208	266	348	447
기타자본변동	-607	-589	-576	-563	-549
비재계분	8,507	9,583	10,000	10,563	11,226
자본총계	10,298	11,207	11,695	12,353	13,129
순차입금	5,275	3,974	3,304	2,373	1,648

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	2,075	2,187	2,017
당기순이익	-581	272	302	380	435
비현금항목의가감	2,705	2,054	2,062	2,084	2,133
감가상각비	618	704	674	669	680
외환손익	149	10	-1	-10	-11
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,938	1,340	1,388	1,426	1,464
자산부채의증감	-683	433	293	342	107

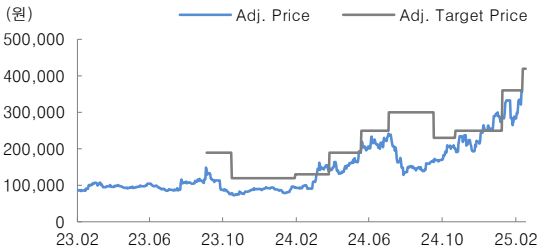
[Compliance Notice]

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	25.02.20	25.01.17	24.10.31	24.09.25	24.07.12	24.05.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	360,000	250,000	230,000	300,000	250,000
과다율(평균%)		(14.51)	(4.07)	(17.32)	(46.38)	(14.21)
과다율(최대/최소%)		(0.14)	20.00	(8.70)	(20.17)	(3.40)
제시일자	24.05.02	24.04.04	24.02.07	23.10.24	23.09.27	23.09.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	190,000	190,000	130,000	120,000	190,000	190,000
과다율(평균%)	(18.80)	(24.69)	(9.10)	(28.62)	(46.29)	(36.04)
과다율(최대/최소%)	1.79	(13.68)	24.62	(19.17)	(29.53)	(29.53)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자	00.06.29					
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250217)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	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 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