

# 두산 (000150)

양지환

jihwan.yang@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

420,000

유지

현재주가

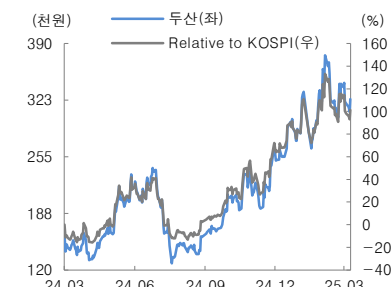
323,500

(25.03.26)

치주업종

KOSPI	2643.94
시가총액	6,046십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	376,000원 / 128,100원
120일 평균거래대금	394억원
외국인지분율	12.34%
주요주주	박정원 외 29 인 38.14% 국민연금공단 8.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.0	26.1	87.4	122.2
상대수익률	-12.1	15.9	89.4	131.7



## 전자BG 실적 기대 이상

- 전자BG 부문 매출액은 예상을 크게 상회할 것으로 추정
- 최근의 주가 조정은 과도해 조정 시 매수 기회로 활용할 것을 추천
- 블랙웰 이후 차세대 칩 단독 개발 중, 반도체향 CCL 매출도 증가 기대

### 투자의견 매수, 목표주가 420,000원 유지

최근 주가 조정으로 전자BG 부문의 실적 우려가 대두되지만, 당초 예상보다 N사향 CCL 매출이 크게 증가하고 있는 것으로 파악. 회사 측의 전자BG 부문의 보수적인 실적 가이드라인 제시와 엔비디아의 주가 조정, 그리고 최근 마이크로소프트사의 CAPEX 축소 소식 등으로 동사 주가는 2월 26일 고점 대비 20% 이상의 하락세를 기록. 하지만 2024년 4분기 N사향 CCL 매출액이 1천억원을 상회했으며, 2025년 1~2월에도 유사한 수준의 매출을 기록하고 있어 시장의 우려는 과도한 것으로 보임

2025년 두산 전자BG 부문의 매출액 추정을 기존 1조 1,840억원에서 1조 2,820억원으로 9% 상향하며, 주가 조정을 매수 기회로 활용할 것을 추천

### 2025년 전자BG 사업 매출은 가이드라인 및 당사 예상을 크게 상회할 전망

2024년 4분기 동사의 전자BG 매출액은 3,359억원으로 분기 기준 최대를 기록했는데, N사향 매출액이 1천억원을 상회한 것으로 알려짐. 이는 엔비디아향 양산 매출이 인식된 11월과 12월 2개월에 해당하는 물량으로 당초 당사의 예상인 월평균 300억원을 크게 상회하는 수준. 최근에도 유사한 흐름의 매출이 지속되고 있어 2025년 1분기 N사향 CCL 매출액이 1천억원을 훌쩍 상회할 것으로 추정. 당사는 2025년 엔비디아향 CCL 매출액을 3,500억원 수준으로 예상했지만, 5,000억원 이상을 기록할 가능성이 높다는 판단

### 엔비디아의 차세대칩(루빈)용 제품 공동개발 진행 중

동사는 엔비디아의 차세대칩(루빈)용 제품도 공동개발을 진행중인데, 단독으로 공급이 시작될 경우 2025년 4분기~2026년 실적에 반영될 것으로 예상. 최근 메모리반도체 업황의 개선 조짐이 나타나고 있어 2분기부터 반도체향 CCL 매출도 회복되며 2025년 전자BG부문의 외형 및 수익성이 크게 개선될 것으로 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	16,625	18,219	19,039
영업이익	1,436	1,004	1,212	1,546	1,293
세전순이익	451	593	715	1,077	844
총당기순이익	272	302	364	549	430
지배지분순이익	-388	-226	113	170	133
EPS	-18,133	-10,562	5,274	7,950	6,226
PER	NA	NA	61.3	40.7	52.0
BPS	75,846	69,123	73,688	80,956	86,529
PBR	1.2	3.7	4.4	4.0	3.7
ROE	-22.7	-14.6	7.4	10.3	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 두산, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	16,641	17,523	16,625	18,219	-0.1	4.0
판매비와 관리비	1,714	1,804	1,692	1,914	-1.2	6.1
영업이익	1,114	1,210	1,212	1,546	8.8	27.8
영업이익률	6.7	6.9	7.3	8.5	0.6	1.6
영업외손익	-368	-356	-498	-469	적자유지	적자유지
세전순이익	747	853	715	1,077	-4.3	26.3
지배지분순이익	118	135	113	170	-4.3	26.3
순이익률	2.3	2.5	2.2	3.0	-0.1	0.5
EPS(지배지분순이익)	5,508	6,295	5,274	7,950	-4.3	26.3

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	247	11	2,722	28.2
	소계——(1)			2,722	28.2
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		
	두산에너지빌리티	30.4	16,494	5,013	51.9
	오리콤	60.9	83	51	0.5
	두산로보틱스	68.2	3,494	2,383	24.7
	소계——(2)			7,447	77.2
지분가치	계열사명	지분율	장부가액		
	두산베어스	100.0	15.6	16	0.2
	두산경영연구원	100.0	8.0	8	0.1
	두산모빌리티이노베이션	86.1	72.3	72	0.7
	두산로지스틱스솔루션	100.0	89.4	89	0.9
	두산포트폴리오홀딩스	100.0	253.9	254	2.6
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44.4	44	0.5
	소계——(3)			484	5.0
	지분가치 합계			7,930	82.2
	순차입금(별도)——(4)			1,002	-10.4
	순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)			9,651	100.0
	할인율——(6)			55%	
	Target NAV——(7)=(5)*(1-(6))			5,289	
	발행주식수——(8)			16,523,835	
	자기주식——(9)			2,961,319	
	유통주식수——(10)=(8)-(9)			13,562,516	
	목표주가(11)=(7)/(9)			389,962	
	현재가(03/26)			323,500	
	Upside Potential			20.5	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 두산의 분기 및 연간 연결 실적 추정표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	4,462	4,592	3,878	5,200	4,082	4,109	3,799	4,634	18,133	16,625	18,219
Change(% yoy)	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-8.5	-10.5	-2.0	-10.9	-5.2	-8.3	9.6
매출원가	3,676	3,791	3,295	4,409	3,369	3,343	3,182	3,826	15,171	13,720	14,758
% of 매출액	82.4	82.5	85.0	84.8	82.5	81.4	83.7	82.6	83.7	82.5	81.0
Change(% yoy)	2.2	-6.9	-12.3	-1.1	-8.4	-11.8	-3.4	-13.2	-4.5	-9.6	7.6
매출총이익	786	802	583	791	714	766	617	808	2,962	2,905	3,461
GPM	17.6	17.5	15.0	15.2	17.5	18.6	16.3	17.4	16.3	17.5	19.0
Change(% yoy)	4.5	-10.6	-25.4	-2.8	-9.2	-4.5	5.8	2.2	-8.7	-1.9	19.1
판매비	438	465	473	582	414	420	386	473	1,958	1,692	1,914
% of 매출액	9.8	10.1	12.2	11.2	10.1	10.2	10.2	10.2	10.8	10.2	10.5
Change(% yoy)	5.8	20.9	2.4	6.3	-5.7	-9.7	-18.5	-18.7	8.3	-13.6	13.1
영업이익	348	337	110	209	300	346	232	335	1,004	1,212	1,546
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	7.3	8.4	6.1	7.2	5.5	7.3	8.5
Change(% yoy)	2.9	-34.2	-65.5	-21.6	-13.8	2.7	110.3	60.2	-30.1	20.8	27.6

I. 사업부문별 매출액 (십억원)

전자 BG	187	235	250	336	270	318	324	369	1,007	1,282	1,488
디지털이노베이션	67	72	68	81	67	73	68	85	288	294	300
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	두타물	11	10	11	10	11	9	11	10	41	41
FCP	5	8	15	13	5	9	15	14	41	43	45
소계	269	325	343	440	353	409	419	479	1,377	1,660	1,874
2. 두산에너지빌리티	4,098	4,150	3,396	4,589	3,629	3,578	3,234	3,980	16,233	14,421	15,777
3. 두산팍켈(에너지빌리티연결법인)	2,395	2,237	1,778	2,142	1,973	1,969	1,768	2,034	8,551	7,744	8,136
4. 두산로보틱스	11	14	15	6	14	18	19	9	47	58	73
5. 기타	84	102	125	164	86	104	128	168	476	485	495
합계	4,462	4,592	3,878	5,200	4,082	4,109	3,799	4,634	18,133	16,625	18,219

II. 사업부문별 매출액 증감

전자 BG	9.6	11.8	12.8	58.1	45.0	35.0	30.0	10.0	23.7	27.3	16.1
디지털이노베이션	5.0	7.1	1.8	0.4	0.5	1.8	1.0	4.5	3.4	2.1	2.1
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	두타물	-20.4	7.8	0.9	6.5	-2.5	-5.1	3.4	5.1	-3.3	0.2
FCP	-32.9	-6.8	222.2	-41.2	2.5	4.2	5.1	6.3	-5.3	5.0	5.0
소계	5.6	10.1	13.1	35.4	31.2	25.7	22.4	8.8	16.9	20.5	12.9
2. 두산에너지빌리티	1.4	-8.6	-18.3	-5.5	-11.4	-13.8	-4.8	-13.3	-7.7	-11.2	9.4
3. 두산팍켈(에너지빌리티연결법인)	-0.4	-16.3	-24.9	-7.5	-17.6	-12.0	-0.5	-5.0	-12.4	-9.4	5.1
4. 두산로보틱스	2.7	14.5	21.5	-63.5	24.5	22.5	21.8	35.0	-11.7	24.4	24.6
5. 기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	54.1	2.0	2.0
전체	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-8.5	-10.5	-2.0	-10.9	-5.2	-8.3	9.6

III. 사업부문별 영업이익

1. 두산자체사업(해외법인포함)	24	38	36	44	46	55	55	66	141	222	257
2. 두산에너지빌리티	358	310	115	235	270	293	200	306	1,018	1,069	1,345
3. 두산팍켈(에너지빌리티연결법인)	326	240	126	180	214	214	171	214	871	813	965
5. 기타	-27	-3	-29	-55	-16	-3	-23	-37	-114	-79	-56
합계	348	337	110	209	300	346	232	335	1,004	1,212	1,546

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

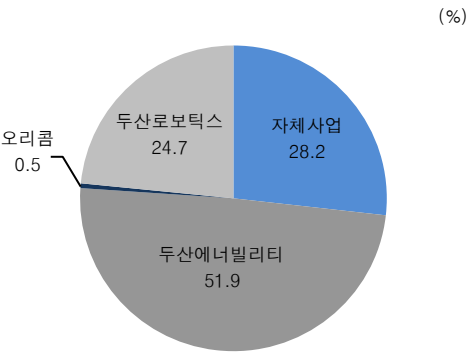
- 두산은 두산에너지빌리티, 두산밥캣, 두산퓨얼셀 등 총 23개 계열사(상장 7개사, 비상장 16개사)로 구성된 두산그룹의 모회사이며 자체사업으로는 전자BG, 두타물, FCP 등을 영위
- 전자BG는 주로 전자제품 필수 부품인 CCL(동박적층판)을 생산
- 디지털이노베이션BU는 디지털트랜스포메이션을 위한 기술 및 인프라 제공, 전문인력 양성 등 토털 IT 솔루션을 제공
- 최대주주인 박정원 외 특수관계인은 38.14%의 지분 보유

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

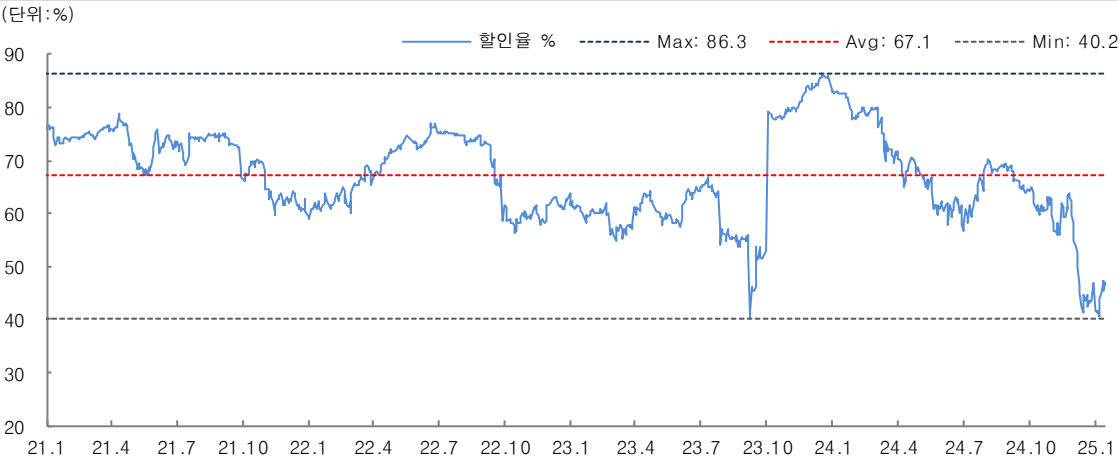
두산 NAV 구성



자료: 두산, 대신증권 Research Center

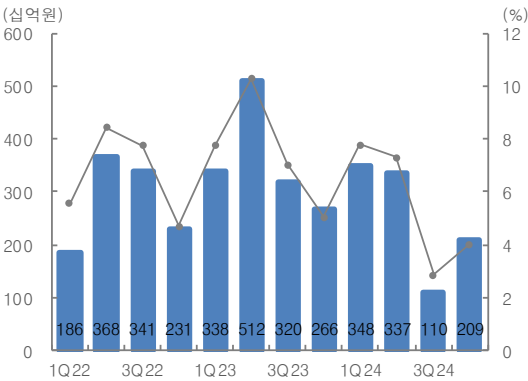
Earnings Driver

두산 NAV 할인율



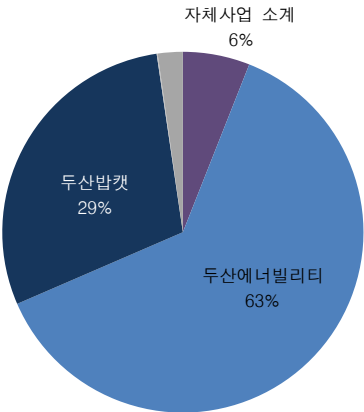
자료: 두산, 대신증권 Research Center

두산 분기별 영업이익 및 OPM 추이



자료: 두산, 대신증권 Research Center

두산 4Q24 사업부별 매출액 비중



자료: 두산, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	16,625	18,219	19,039
매출원가	15,885	15,171	13,720	14,758	15,745
매출총이익	3,245	2,962	2,905	3,461	3,294
판매비와관리비	1,809	1,958	1,692	1,914	2,000
영업이익	1,436	1,004	1,212	1,546	1,293
영업이익률	7.5	5.5	7.3	8.5	6.8
EBITDA	2,141	1,771	1,931	2,268	2,034
영업외손익	-985	-411	-498	-469	-450
관계기업손익	-42	28	28	28	28
금융수익	664	1,330	961	968	974
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,064	-1,546	-1,254	-1,221	-1,197
외환관련손실	370	571	282	288	293
기타	-542	-223	-233	-244	-255
법인세비용차감전순이익	451	593	715	1,077	844
법인세비용	-179	-291	-350	-528	-414
계속사업순이익	272	302	364	549	430
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	302	364	549	430
당기순이익률	1.4	1.7	2.2	3.0	2.3
비지배지분순이익	660	528	251	379	297
지배지분순이익	-388	-226	113	170	133
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	56	25	26	26
포괄순이익	297	863	617	806	693
비지배지분포괄이익	710	1,027	425	556	478
지배지분포괄이익	-413	-164	191	250	215

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-18,133	-10,562	5,274	7,950	6,226
PER	NA	NA	61.3	40.7	52.0
BPS	75,846	69,123	73,688	80,956	86,529
PBR	1.2	3.7	4.4	4.0	3.7
EBITDAPS	99,966	82,704	90,186	105,933	94,981
EV/EBITDA	7.2	11.5	11.4	9.9	11.3
SPS	893,375	846,803	776,380	850,825	889,112
PSR	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
CFPS	108,635	98,376	103,885	119,131	107,651
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	126	-52	-83	96	45
영업이익 증가율	27.6	-30.1	20.8	27.6	-16.4
순이익 증가율	흑전	11.1	20.5	50.7	-21.7
수익성					
ROIC	5.7	3.3	3.8	4.9	4.0
ROA	5.3	3.4	4.0	4.9	4.0
ROE	-22.7	-14.6	7.4	10.3	7.4
안정성					
부채비율	152.4	153.5	145.1	130.0	118.1
순차입금비율	35.5	43.8	37.8	30.6	26.5
이자보상배율	3.1	2.0	2.5	3.4	3.1

자료: 두산, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,446	11,913	12,717	13,517	13,711
현금및현금성자산	3,539	3,704	4,636	4,768	4,483
매출채권 및 기타채권	3,652	3,868	3,902	4,244	4,529
재고자산	2,927	3,136	2,876	3,151	3,293
기타유동자산	1,328	1,205	1,304	1,354	1,406
비유동자산	16,840	18,230	18,344	18,506	18,748
유형자산	6,509	7,013	7,022	7,072	7,197
관계기업투자금	405	425	665	905	1,145
기타비유동자산	9,927	10,793	10,657	10,528	10,405
자산총계	28,287	30,143	31,062	32,022	32,459
유동부채	11,439	11,024	11,566	11,628	11,486
매입채무 및 기타채무	4,994	4,337	4,129	4,349	4,461
차입금	1,717	3,081	2,931	2,881	2,881
유동상채무	2,271	791	1,750	1,700	1,500
기타유동부채	2,456	2,816	2,756	2,698	2,643
비유동부채	5,641	7,229	6,821	6,470	6,090
차입금	2,935	4,403	4,103	3,803	3,403
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,706	2,827	2,718	2,667	2,687
부채총계	17,080	18,254	18,387	18,098	17,575
자배지분	1,624	1,480	1,578	1,734	1,853
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	208	-82	-4	130	227
기타지분변동	-589	-490	-470	-448	-426
비지배지분	9,583	10,409	11,097	12,191	13,031
자본총계	11,207	11,889	12,675	13,925	14,883
순차입금	3,974	5,207	4,786	4,256	3,942

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,909	308	1,476	1,260	1,259
당기순이익	272	302	364	549	430
비현금항목의 가감	2,054	1,804	1,860	2,002	1,875
감가상각비	704	767	719	722	741
외환손익	10	-74	-31	-32	-33
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,340	1,111	1,173	1,312	1,167
자산부채의 증감	433	-1,053	-48	-452	-351
기타현금흐름	-850	-746	-700	-840	-696
투자활동 현금흐름	-1,106	-995	-791	-841	-941
투자자산	-201	-139	-245	-245	-245
유형자산	-571	-639	-579	-629	-729
기타	-333	-216	33	33	33
재무활동 현금흐름	636	574	158	-752	-952
단기차입금	-142	1,448	-150	-50	0
사채	602	651	-100	-100	0
장기차입금	529	-535	-200	-200	-400
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-125	-36	-36	-36
기타	-234	-865	643	-366	-516
현금의 증감	1,465	165	932	132	-285
기초 현금	2,074	3,539	3,704	4,636	4,768
기말 현금	3,539	3,704	4,636	4,768	4,483
NOPLAT	867	512	618	788	659
FCF	757	351	687	810	600

[Compliance Notice]

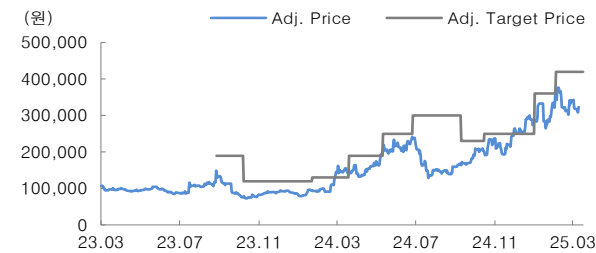
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.03.28	25.02.19	25.01.17	24.10.31	24.09.25	24.07.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	360,000	250,000	230,000	300,000
과리율(평균.%)		(20.79)	(14.51)	(4.07)	(17.53)	(46.38)
과리율(최대/최소.%)		(10.48)	(0.14)	20.00	(8.70)	(20.17)
제시일자	24.05.27	24.05.02	24.04.04	24.02.07	23.10.24	23.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	250,000	190,000	190,000	130,000	120,000	190,000
과리율(평균.%)	(14.21)	(18.80)	(24.69)	(9.10)	(28.62)	(46.29)
과리율(최대/최소.%)	(3.40)	1.79	(13.68)	24.62	(19.17)	(29.53)
제시일자	23.09.12					
투자의견	Buy					
목표주가	190,000					
과리율(평균.%)	(36.04)					
과리율(최대/최소.%)	(29.53)					
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250324)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.3%	7.7%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종 지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종 지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종 지수상승률이 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