

두산 (000150)

양자환

jhwanyang@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

540,000

상향

현재주가

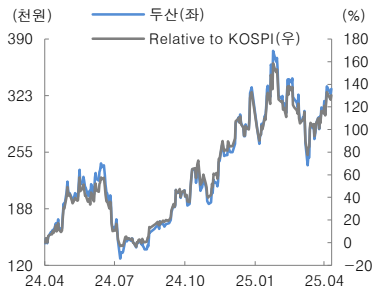
345,000

(25,05,09)

자주업종

KOSPI	2579.48
시가총액	6,449삼억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	99삼억원
52주 최고/최저	376,000원 / 128,100원
120일 평균거래대금	445억원
외국인지분율	11.27%
주요주주	박정원 외 26 인 40.11% 국민연금공단 8.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	32.7	16.6	40.9	106.6
상대수익률	20.1	14.0	39.9	119.8



달라진 두산, 달라질 주가

- 투자의견 매수 유지하며, 목표주가 54만원으로 28.6% 상향
- 2025년 1분기 전자BG 실적 서프라이즈, 25년~27년까지 성장 지속
- 2027년 수요까지 감안한 증설 추진, 전자BG 영업이익률 30% 근접할 전망

투자의견 매수 유지하며, 목표주가 540,000원으로 28.6% 상향

목표주가 상향은 2025년 1분기 두산의 전자BG부문의 깜짝 실적 시현으로 2025년 전자BG 포함한 자체사업 EBITDA 추정치의 상향이 주된 이유. 그 외에 자회사 주가변동에 따른 NAV 증감도 반영했으며, 목표주가의 NAV 대비 Target 할인율은 60% 적용

2025년 전자BG의 매출액 추정치를 1조 6,755억원으로 직전 추정 대비 +30.7% 상향하며, 전자BG를 포함한 자체사업 추정 EBITDA는 5,413억원으로 +119.2% 상향. 이에 따라 자체사업부문의 가치는 기존 2.7조원에서 4.9조원으로 상향

25년 2분기에도 N사향 네트워크보드용 CCL 매출 증가 추세 유효, 전자BG 부문의 25년 영업이익률은 30%에 육박할 것으로 기대. 26년~27년으로 갈수록 High End 매출 비중이 상승하며 추가적인 수익성 개선도 가능할 전망

현재 북미 N사 시가속기의 Computing Board에 공급하는 제품 이외에 추가적으로 1)Switch Board향 제품 공급 추진, 2)GB200에 이어 GB300으로 변경 시 물량 증가, 3)미국 Big Tech 2개 기업과의 ASIC 관련 제품 공급, 4)블랙웰 이후 루빈 시리즈용 CCL 공급 추진 등 다양한 모멘텀 보유하고 있어 향후 3년간 전자BG 매출액의 급격한 성장 및 수익성 개선 가능할 것으로 예상

2025년 1분기 연결 실적 부진했지만, 자체사업 실적은 높아진 기대치 상회

두산의 2025년 1분기 연결 매출액은 4.3조원, 영업이익 1,985억원으로 당사 및 시장 기대치를 하회. 이는 연결 대상인 두산에너지빌리티의 부진이 주 원인. 자체사업만 놓고 보면 사상최대의 실적을 시현하며 시장의 기대치를 상회. 5월 8일~9일 NDR을 진행하며 2025년~2027년까지의 전자BG 사업부문 청사진에 대해 점검

2025년이 전자BG 성장의 원년이며, 2027년까지 지속적인 성장을 기대. 2026년 전자BG 매출액 1.9조원, 영업이익률 30% 수준으로 예상. 2027년 물량까지 감안해 현재 라인 교체를 통한 증설을 추진 중으로 Capa 문제도 없을 전망. 1분기 부진했던 두산에너지빌리티 등 연결 자회사들도 2분기부터 손익 정상화되며 연결 실적도 개선될 것으로 예상 (NDR 주요 Q&A는 3 Page부터 참조)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	17,064	18,580	19,416
영업이익	1,436	1,004	1,329	1,832	1,319
세전순이익	451	593	832	1,363	869
총당기순이익	272	302	424	695	443
자배분순이익	-388	-226	131	215	137
EPS	-18,133	-10,562	6,138	10,060	6,415
PER	NA	NA	53.8	32.9	51.5
BPS	75,846	69,123	74,552	83,930	89,693
PBR	1.2	3.7	4.4	3.9	3.7
ROE	-22.7	-14.6	8.5	12.7	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 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	17,021	18,552	17,064	18,580	0.3	0.1
판매비와 관리비	1,733	1,949	1,737	1,952	0.3	0.2
영업이익	1,309	1,781	1,329	1,832	1.6	2.9
영업이익률	7.7	9.6	7.8	9.9	0.1	0.3
영업외손익	-498	-469	-498	-469	적자유지	적자유지
세전순이익	811	1,313	832	1,363	2.6	3.9
자비자분순이익	128	207	131	215	2.6	3.9
순이익률	2.4	3.6	2.5	3.7	0.1	0.1
EPS(자비자분순이익)	5,985	9,685	6,138	10,060	2.6	3.9

자료: 두산 대산증권 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	자회사업 EBITDA	541	9	4,872	40.4
	소계——(1)			4,872	40.4
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		
	두산에너지빌리티	30.4	17,776	5,403	44.8
	오리콤	60.9	75	45	0.4
	두산로보틱스	68.2	3,312	2,259	18.7
	소계——(2)			7,707	63.9
	계열사명	지분율	장부가액		
	두산베어스	100.0	15.6	16	0.1
지분가치	두산경영연구원	100.0	8.0	8	0.1
	두산모빌리티이노베이션	86.1	72.3	72	0.6
	두산로지스틱스솔루션	100.0	89.4	89	0.7
	두산포트폴리오홀딩스	100.0	253.9	254	2.1
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44.4	44	0.4
	소계——(3)			484	4.0
	지분가치 합계			8,191	67.9
순차입금(별도)——(4)				1,002	-8.3
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				12,061	100.0
할인율——(6)				60%	
Target NAV——(7)=(5)*(1-(6))				7,304	
발행주식수——(8)				16,523,835	
자기주식——(9)				2,961,319	
유통주식수——(10)=(8)-(9)				13,562,516	
목표주가(11)=(7)/(9)				538,525	
현재가(05/07)				345,000	
Upside Potential				56.1	

자료: 대산증권 Research Center

주요 Q&A

1. 전자BG

1) 실적 관련

Q.1. 1분기 하이엔드 매출 믹스는?

N사 물량 급격히 증가하며 하이엔드 쪽 크게 성장. 전년도 연간 하이엔드 대 로우엔드 비율이 73:27에서 올해 1분기는 82:18으로 믹스 개선 통해 영업이익 대폭 성장. 하이엔드에서 N사 제외하면 매출액 규모 1,600억원, 로우엔드는 740억원

Q.2. 전자 BG매출에서 북미 차지 비중이 어느 정도인지? 수익성이 연중으로도 유지 가능한지?

N사를 포함해 미주 빅테크 수요를 통해 실적 성장했지만 북미에 직접 고객은 없어서 북미 매출 및 비중은 미미. N사의 매출 비중은 전자 BG 매출액의 약 40%이며 수익성은 연중 1분기 수준 유지 가능할 전망

Q.3. N사 제외하면 전자 매출 약 2,400억원 규모인데 연간 이정도 흐름 유지될지?

타제품은 최소 이정도 수준 유지 가능할 것. 반도체 등은 현재 업황이 저점 지나는 중이라 뒤로 갈수록 분기당 2,400억원보다는 더 증가하는 흐름 기대

Q.4. 4월 N사 분위기 및 5월분 오더 수준은?

4월만 봤을 때 1분기보다도 더 좋아진 모습이며 5월은 아직 판단하기에는 이른 시점

Q.5. 전자BG 고객사별 Break-down 및 전자BG 상장 계획은?

고객사별로는 따로 Break-down 없이 제품별로만 집계. 반도체 패키징용 제품은 삼성전자, 하이닉스가 중심, 스마트폰용 FCCL는 삼성 및 중화권을 주 고객사로 하며 비중 12%. 별도의 상장 계획은 없음

2) ASIC 관련

Q.1. 하이엔드 믹스 증가는 전부 N사 물량인지? 통신이나 다른 ASIC 부문은?

대부분 비중 증대는 N사향 물량에서 기인. 나머지 제품은 평시와 비슷하게 stable 한 모습. ASIC에서 아직 의미 있는 규모의 매출이 발생하지 않아 수익성 비교 어려움. ASIC은 생산 가능하도록 양산 준비 중이며, 매출은 빠르면 하반기부터 시작해 2026년 유의미한 매출 발생할 것으로 예상. 수익성은 발주 수량에 따라 달라지지만 타 네트워크장비 대비해서는 수익성 높을 것. ASIC은 회사마다 스펙과 가격대 다양한데 상위 스펙으로 트라이 중

Q.2. ASIC은 북미 A사 외에 다른 Big Tech쪽으로도 확장 가능한지?

A사는 연내로 공급 시작될 것이며 내년부터 유의미한 매출액 기대. 그 외 Big Tech 2개정도 회사와 진행 중. 다만 캐파가 남는게 아니라서 수익성 좋고 물량 보장된 빅테크 고객사에 집중할 방침. N사 물량을 포기하면서까지 ASIC 늘리진 않지만 향후에 언제든지 ASIC 가능하도록 어느 정도의 수량 공급할 방침

Q.3. N사 블랙웰 컴퓨트 트레이 CCL에서 공급자 지위는 변함없이 가능할지?

올해 하반기에 결과 나올 것으로 보는 중. 컴퓨트 트레이는 쿨 받은 게 당사가 유일. 블랙웰 시리즈 솔벤더 유지될 것이며 올해 연말쯤 나올 R시리즈 쿨은 당사가 받을 가능성 높을 것으로 분석

3) 원자재 관련

Q.1. 전자 CCL 동박쪽 영업이익률은?

정확한 밴더 영업이익률은 알 수 없으나 일반적으로 밸류체인 밑으로 내려갈수록 수익률 줄기에 낮지는 않을 것

Q.2. 중요 원자재는 유리섬유랑 동박?

유리섬유, 동박, 레진 경화제 등이 중요. 유리섬유는 일본, 동박과 레진 경화제는 국내에서 소싱

Q.3. 국내 기업 중 가장 소통하거나 동종업계로 묶을 수 있는 기업?

윗단에는 이수페타시스, 하단에는 원소재 체인 솔루션 첨단소재, 레진경화제 만드는 파미셀이 대표적

4) GB 200, 300 관련

Q.1. GB300 관련해 N사 보드 설계 전환을 원복했는데 CCL 탑재량 변화나 아키텍처 변화는? 교체된 구조 에서 커넥터 모듈 등 세부 모듈 많아지는 방향으로 아키텍처가 진화하면 향후 영향은?

세부 부품이 늘어난다고 CCL 양이 늘지는 않지만 PCB 보드 자체의 크기가 더 중요한데 300의 면적이 더 넓음. 보드의 크기가 커지면 기판도 커지기에 그만큼 탑재되는 양도 증가하는 흐름

Q.2. 블랙웰 출하 지연이나 병목 뉴스 많은데 오더 문제 없는지?

GB200으로 다시 공급 회귀할지 300으로 교체할지 아직 확정되지 않은 상황. 200은 PCB 업체 수율이 낮아서 추가 공급이 가능한 것이 장점이고 300은 수율이 높고 제조가 용이, 면적이 더 커지기 때문에 CCL 소요량 높아 긍정적. 신 모델 출시 전에는 보통 반려, 출시시기 조정 등 이슈 존재하기에 일반적인 과정이라고 인식

5) 루빈 관련

Q.1. 블랙웰에서 루빈으로 넘어가며 가격 방어 가능한지?

CR은 딱히 체감되지 않음. 공급 가격보다는 품질 및 납기를 잘 맞추는 쪽이 중요

Q.2. 루빈은 6월 내로 확정되는지?

하반기 내로 레인지 크게 예상하는 중. 루빈 자체가 올해 출시 예정이 아니라 26년 하반기로 예상되기 때문에 올해 4 분기쯤에 켈 결과 나올 것으로 보이나 일정은 고객사 계획에 달려있어 미정. 계속 샘플 공급하면서 N사와 스펙 조율 중인 상황

6) 수익성 관련

Q.1. 블랙웰 마진율?

평균 하이엔드 마진 15% 내외인데 N사 마진이 이보다 월등히 높은 편

Q.2. N사를 제외해도 총 수익성 10% 후반대인 비결은?

N사 제외한 타제품 믹스 수익률이 보통 10% 초중반. 하이엔드, 저부가 로우엔드도 섞여있는 구성

Q.3. AI 관련 타 소재부품사 대비 수익성 높은 비결?

AI관련 CCL 업체는 당사 이전까지 N사 납품사였던 EMC가 대표적인데 작년까지는 영업이익률 높게 유지한 모습. 당사 수익성 높은 이유는 복합적이거나 그간 여러 제품 경험하며 축적한 노하우 및 원자재 소싱능력, 납품 이래 납기 지연 없었던 점이 특징

Q.4. 전자 제외 나머지 사업부문 수익성, 전자BG 내에서 타 상품 수익성은?

타 사업부는 비슷, 큰 이상없이 평소 분위기. 타 분기 대비 제품별로 봤을 때 스마트폰 FCC는 작년 1분기가 저점, 조금씩 올라오는 추세. 반도체 패키지 CCL은 1분기에 전분기대비 증가, 평균적으로 분기당 500억원 이상 기록하는데 1분기에도 비슷. 네트워크 보드용 CCL이 전년대비 월등하게 성장한 점이 의미. 1Q24 네트워크보드용 CCL 매출 319억원, 1Q25에는 2300억원 규모 기록

Q.5. N사 향 말고 전방산업 안좋은 타 분야는 수익성 저하되는지?

수익성 낮아지진 않을 것. 스마트폰 들어가는 FCCL은 항상 1000억 후반대로 보통 약 1800억원 내외 매출액 달성. 반도체는 제일 좋았던 시기인 22년 연간 매출액 2600억원 기록했으며 작년에는 2200억원. 네트워크 보드용 CCL도 N사 외 고객사에 나가는 물량도 평년 분기 수준 유지 중

Q.6. 전자BG 인건비와 감가 포함한 분기별 고정비는?

분기당 60억원 규모인데 분기별로 차이 존재

인건비 제외하고 감가상각비만 작년 연간 약 200억원. 전자쪽 인건비는 따로 추산하지 않아 알 수 없음

7) 스위치 관련**Q.1. 스위치 공급 계획은?**

GB 200, 300은 스위치용 CCL과 동일해 현재 N사에 물성 테스트 진행하며 빠른 시일 내에 스위치까지 공급하기 위해 협의 중. 블랙웰 시리즈 쿨은 당사가 유일하며 스위치까지 공급하게 되면 플러스 알파로 실적 확대 기대

8) CAPA 증설 관련**Q.1. 증설 계획이나 원재료 수급상황에는 문제 없는지?**

27년말 기준으로 수요 예측해 증설 작업 시작. 노후화된 저부가 로우엔드 제품 생산라인을 하이엔드 네트워크 보드용 CCL로 교체하는 방식. 하이엔드 스펙 장비 생산 가능한 설비에서 저부가 라인 제품 생산 전환하는 것이라 용이. N사를 염두에 두고 27년까지 대응할 수 있는 캐파에 대해 교체작업 진행 중.

내년 정도 사이클 겪어보면 28, 29년 수요 예측 가능할테니 그때 또 추가 증설 고려할 것. 30년까지 예상해서 대규모 증설하지 않는 이유는 업황 자체가 중장기적 전망이 어렵기 때문. 단기적으로 진행하며 일단 27년 수요까지 준비하는 중. 증설 관련 작업에 약 10개월 소요되기 때문에 1년정도 먼저 작업 착수

Q.2. 루빈 결정되면 증설 필요한지? 중국 공장 가동을 낮는데 N사 물량을 중국 공장으로 생산 가능한지?

작년에 한 개 라인 업그레이드 했으며 올해 노후화 라인 증설할 예정. 루빈 출시 여부와 관계 없이 산업 자체의 중장기적 성장 예상되기에 시가속기 점진적으로 증설할 방침

중국 공장 캐파는 AI 제품 만드는데 문제없으며 활용 가능한 설비나 기술 모두 준비되어 있는 상태

Q.3. 전년대비 공장별 가동률 현황은 어떤지? 김제 공장은 언제부터 실적 기여 가능할지?

정확한 수치 공유는 어렵지만 하이엔드 AI향 중심 공장은 풀캐파 수준 가동 중. 김제 양산 공장은 셋업 끝났지만 공장, 제품에 대한 고객 승인 필요한 상태라 세트, PCB 고객단 별로 승인 작업 진행하는 상황. 스마트폰 CCL 디자인 부문은 고객사 인증, 테스트, 시험생산 하는 단계라서 올해는 유의미한 매출 없겠으나 하반기부터 양산 시작될 예정이며 내년 정도에 매출 500억원 정도로 시작해서 중기에 2000억 정도로 늘리는 것이 목표

2. 두산에너지빌리티

Q.1. 두산에너지빌리티 체코 원전 수주 분쟁 관련 향후 전망은?

수주 자체가 취소된 건 아니고 법원에서 계약 관련해 보류하라고 결정. 체코 정부에서도 법원 결정과 관계없이 사전승인이 났기 때문에 법원 인가만 나면 진행 가능한 상황. 소송이 걸려 계약이 잠시 보류됐을 뿐 법원 인가 후 계약 체결될 것

Q.2. 체코 원전 말고 올해 안에 수주 가능성 있는 프로젝트 개수나 금액은?

가이던스 올해 수주 목표는 10.7조원. 체코 원전 수주 2개를 포함해 가스터빈, 수소, 신재생, SMR 등 모두 포괄한 금액. 건수로 집계하지 않지만 올해 가이던스 달성에 특이사항 없을 전망

3. 두산로보틱스

Q.1. 로보틱스 올해 연간 매출, 영업이익, 탑라인 흐름은?

실적은 여전히 부진한 흐름이며 자세한 사항은 5월 8일 예정된 실적발표 참고

Q.2. 로보틱스 지분 일부 매각 계획 있는지?

아직 확정사항 없음. 내부작업 사전공시제도로 인해 지분 매각할 경우 최소 한달 전에 사전공시 필요하기 때문에 스케줄 잡히면 미리 공시할 예정

4. (주)두산

Q.1. EB, 자사주 활용방안?

자사주 18.2% 보유 중. 2월달에 공시를 통해 1/3인 6%를 3년간 매년 2%씩 소각할 것으로 발표. 나머지는 아직까지 결정된 바 없지만 자사주 활용해 EB 발행한다는 시장 소문을 불식시키고자 자사주 소각 및 공시, EB 발행할 계획 없으며 자사주는 소각 또는 RSU 임원 장기성과급의 두가지 용도로만 활용할 방침

Q.2. 연간 전망?

연간 1조 매출로 연초에 발표했으나 보수적인 수치라 분기별로 업데이트 중. 이미 상반기에만 8000억 가량 기록할 것으로 예상되어 가이던스 상회할 전망. 하반기 가이던스 별도로 제공하지 않는 이유는 하반기에 단납기를 중심으로 공급할 예정이라 예측 어렵기 때문

Q.3. 연간 매출 1.6조 넘을 공산이 큰데 캐파 증설 외에도 M&A 등 고려 중인 다른 옵션은?

기존 캐파 안에서 25년도 수요 대응 가능한 수준이라 25년도를 타겟으로 한 옵션은 제한적. 26년, 27년 예상 수요에 맞춘 증설 작업은 진행 중

Q.4. M&A에서 소요가능 자금의 최대치는?

피인수기업에 따라 사이즈 달라질 것. 가격을 정해놓기보다는 어떤 사업을 하는 회사인지를 보고 그 다음에 자금계획 세우는 순서. 실트론은 아예 고려한 적이 없기에 논외. 꼭 지분을 100%로 가져가야하는 게 아니기 때문에 확정된 건 없지만 사업 시너지 일으킬 수 있다면 긍정적으로 여러가지 방안 검토할 것

Q.5. 차입없이 투입 가능한 현금 규모는?

차입 없이는 M&A 자체가 어려워 자금조달 필요. 방식에 있어 증자나 EB 발행은 고려하지 않고 차입이나 여러 방식 중에 논의 중. 전자BG 실적이 좋아 올해 본격적으로 현금유입 될 예정이며 근시일내로 진행한다면 차입이 될 가능성 큰 편. 로보틱스 지분 68%나 보유하고 있는 등 유휴자본이 많아 다양한 선택지 존재

표 2. 두산 분기 및 연간 연결 실적 추정표 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	4,462	4,592	3,878	5,200	4,299	4,194	3,884	4,687	18,133	17,064	18,580
Change(% yoy)	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-3.7	-8.7	0.1	-9.9	-5.2	-5.9	8.9
매출원가	3,676	3,791	3,295	4,409	3,665	3,349	3,182	3,802	15,171	13,998	14,796
% of 매출액	82.4	82.5	85.0	84.8	85.3	79.9	81.9	81.1	83.7	82.0	79.6
Change(% yoy)	2.2	-6.9	-12.3	-1.1	-0.3	-11.6	-3.4	-13.8	-4.5	-7.7	5.7
매출총이익	786	802	583	791	634	845	702	886	2,962	3,066	3,784
GPM	17.6	17.5	15.0	15.2	14.7	20.1	18.1	18.9	16.3	18.0	20.4
Change(% yoy)	4.5	-10.6	-25.4	-2.8	-19.4	5.4	20.3	12.0	-8.7	3.5	23.4
판매비	438	465	473	582	436	428	394	479	1,958	1,737	1,952
% 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	-0.7	-7.8	-16.7	-17.7	8.3	-11.3	12.4
영업이익	348	337	110	209	198	417	307	407	1,004	1,329	1,832
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	4.6	9.9	7.9	8.7	5.5	7.8	9.9
Change(% yoy)	2.9	-34.2	-65.5	-21.6	-43.0	23.7	179.0	94.7	-30.1	32.4	37.8

I. 사업부문별 매출액 (십억원)												
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	전자BG	187	235	250	336	403	412	424	437	1,007	1,675	1,927
	디지털이노베이션	67	72	68	81	71	73	68	85	288	298	304
	두타몰	11	10	11	10	11	9	11	10	41	41	42
	FCP	5	8	15	13	0	0	0	0	41	0	0
	소계	269	325	343	440	485	494	504	532	1,377	2,015	2,272
2. 두산에너지빌리티		4,098	4,150	3,396	4,589	3,749	3,578	3,234	3,980	16,233	14,540	15,777
3. 두산바캬(에너지빌리티연결법인)		2,395	2,237	1,778	2,142	2,098	1,969	1,768	2,034	8,551	7,870	8,136
4. 두산로보틱스		11	14	15	6	5	18	19	9	47	50	62
5. 기타		84	102	125	164	60	104	128	168	476	459	468
합계		4,462	4,592	3,878	5,200	4,299	4,194	3,884	4,687	18,133	17,064	18,580

II. 사업부문별 매출액 증감												
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	전자BG	9.6	11.8	12.8	58.1	116.0	75.0	70.0	30.0	23.7	66.4	15.0
	디지털이노베이션	5.0	7.1	1.8	0.4	6.4	1.8	1.0	4.5	3.4	3.4	2.1
	두타몰	-20.4	7.8	0.9	6.5	-0.9	-5.1	3.4	5.1	-3.3	0.7	0.4
	FCP	-32.9	-6.8	222.2	-41.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-5.3	-100.0	0.0
	소계	5.6	10.1	13.1	35.4	80.1	52.0	47.1	20.8	16.9	46.3	12.8
2. 두산에너지빌리티	1.4	-8.6	-18.3	-5.5	-8.5	-13.8	-4.8	-13.3	-7.7	-10.4	8.5	
3. 두산바캬(에너지빌리티연결법인)	-0.4	-16.3	-24.9	-7.5	-12.4	-12.0	-0.5	-5.0	-12.4	-8.0	3.4	
4. 두산로보틱스	2.7	14.5	21.5	-63.5	24.5	22.5	21.8	35.0	-11.7	6.8	24.6	
5. 기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	54.1	-3.5	2.0	
전체	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-3.7	-8.7	0.1	-9.9	-5.2	-5.9	8.9	

III. 사업부문별 영업이익											
1. 두산자체사업(해외법인포함)	24	38	36	44	121	126	131	138	141	516	574
2. 두산에너지	358	310	115	235	142	293	200	306	1,018	942	1,345
3. 두산바캬(에너지리더연결법인)	326	240	126	180	200	214	171	214	871	799	965
5. 기타	-27	-3	-29	-55	-67	-3	-23	-37	-114	-131	-87
합계	348	337	110	209	198	417	307	407	1,004	1,329	1,832

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

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

두산 NAV 구성

구분	비율 (%)
자체사업	40.4
두산에너지빌리티	44.8
두산로보틱스	18.7
오리콤	0.4

자료: 두산 대산증권 Research Center

Earnings Driver

두산 NAV 할인율

구분	Max (%)	Avg (%)	Min (%)
할인율 %	86.3	65	35

자료: 두산 대산증권 Research Center

두산 분기별 영업이익 및 OPM 추이

구분	1Q22	3Q22	1Q23	3Q23	1Q24	3Q24	1Q25
영업이익 (십억원)	190	350	240	340	350	120	200
OPM (%)	5.5	7.5	6.5	7.5	7.5	3.5	4.5

자료: 두산 대산증권 Research Center

두산 1Q25 사업부별 매출액 비중

구분	비율 (%)
두산에너지빌리티	59
두산밥캣	33
자체사업 소계	7

자료: 두산 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	17,064	18,580	19,416
매출원가	15,885	15,171	13,998	14,796	16,057
매출총이익	3,245	2,962	3,066	3,784	3,359
판매비와관리비	1,809	1,958	1,737	1,952	2,040
영업이익	1,436	1,004	1,329	1,832	1,319
영업외수익	7.5	5.5	7.8	9.9	6.8
EBITDA	2,141	1,771	2,048	2,554	2,060
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	832	1,363	869
법인세비용	-179	-291	-408	-668	-426
계속사업순이익	272	302	424	695	443
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	302	424	695	443
당기순이익률	1.4	1.7	2.5	3.7	2.3
비재계분순이익	660	528	293	479	306
재계분순이익	-388	-226	131	215	137
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	56	25	26	26
포괄순이익	297	863	676	952	706
비재계분포괄이익	710	1,027	467	657	487
재계분포괄이익	-413	-164	210	295	219

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-18,133	-10,562	6,138	10,060	6,415
PER	NA	NA	53.8	32.9	51.5
BPS	75,846	69,123	74,552	83,930	89,693
PBR	1.2	3.7	4.4	3.9	3.7
EBITDAPS	99,966	82,704	95,655	119,289	96,179
EV/EBITDA	7.2	11.5	10.9	9.0	11.4
SPS	893,375	846,803	796,902	867,686	906,732
PSR	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
CFPS	108,635	98,376	109,355	132,486	108,849
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	126	-52	-5.9	8.9	4.5
영업이익 증/감	27.6	-30.1	32.4	37.8	-28.0
순이익 증/감	흑전	11.1	40.3	63.9	-36.2
수익성					
ROIC	5.7	3.3	4.2	5.7	4.1
ROA	5.3	3.4	4.3	5.7	4.0
ROE	-22.7	-14.6	8.5	12.7	7.4
안정성					
부채비율	152.4	153.5	143.9	125.7	114.3
순차입금비율	35.5	43.8	36.6	26.3	22.3
이자보상비율	3.1	2.0	2.7	4.1	3.1

자료: 두산 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,446	11,913	12,926	14,078	14,307
현금및현금성자산	3,539	3,704	4,728	5,232	4,978
매출채권 및 기타채권	3,652	3,868	3,943	4,278	4,565
재고자산	2,927	3,136	2,952	3,214	3,358
기타유동자산	1,328	1,205	1,304	1,354	1,406
비유동자산	16,840	18,230	18,344	18,505	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	31,271	32,584	33,055
유동부채	11,439	11,024	11,626	11,678	11,538
매입채무 및 기타채무	4,994	4,337	4,190	4,398	4,513
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	18,447	18,147	17,627
자본계분	1,624	1,480	1,596	1,797	1,921
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	208	-82	14	194	295
기타자본계분	-589	-490	-470	-448	-426
비자본계분	9,583	10,409	11,227	12,639	13,507
자본총계	11,207	11,889	12,823	14,436	15,428
순차입금	3,974	5,207	4,694	3,791	3,447

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,909	308	1,479	1,416	1,270
당기순이익	272	302	424	695	443
비현금항목의 가감	2,054	1,804	1,918	2,142	1,888
감가상각비	704	767	719	722	741
외환손익	10	-74	-31	-32	-33
자본법정손익	0	0	0	0	0
기타	1,340	1,111	1,230	1,452	1,180
자산부채의 증감	433	-1,053	-105	-441	-353
기타현금흐름	-850	-746	-758	-980	-708
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	1,023	505	-254
기초 현금	2,074	3,539	3,704	4,728	5,232
기말 현금	3,539	3,704	4,728	5,232	4,978
NOPLAT	867	512	678	934	672
FCF	757	351	746	956	613

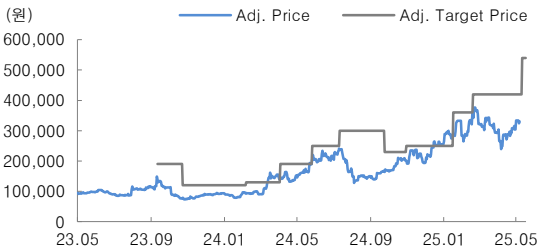
[Compliance Notice]

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 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.12	25.03.27	25.02.19	25.01.17	24.10.31	24.09.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	540,000	420,000	420,000	360,000	250,000	230,000
과다율(평균%)		(26.10)	(21.08)	(14.51)	(4.43)	(17.53)
과다율(최대/최소%)		(10.48)	(10.48)	(0.14)	20.00	(8.70)
제시일자	24.07.12	24.06.27	24.05.02	24.04.04	24.02.07	23.10.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	250,000	190,000	190,000	130,000	120,000
과다율(평균%)	(46.38)	(14.21)	(18.80)	(24.69)	(9.10)	(28.62)
과다율(최대/최소%)	(20.17)	(3.40)	1.79	(13.68)	24.62	(19.17)
제시일자	23.09.27	23.09.12				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	190,000	190,000				
과다율(평균%)	(46.29)	(36.04)				
과다율(최대/최소%)	(29.53)	(29.53)				
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250507)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	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