

두산 000150

4분기 별도 실적 큰 폭의 어닝 서프라이즈 예상

24년 4분기 별도 실적 역대 최대 전망

두산의 자체 사업 기준 4분기 별도 매출액은 3,950억원 (+28.5% YoY, +15.5% QoQ), 영업이익 530억원 (+700% YoY, +51% QoQ, OPM 13.4%)로 기존 우리 추정치를 크게 상회할 전망이다. 동시에 역대 최대 실적이다. 추정치 상향은 전부 전자 BG의 실적 상향 조정에서 나온다. 자체 사업부는 4개 부문으로 1)전자BG, 2)두타물, 디지털 (DDI) 및 FCP로 구성되며 두타물, 디지털, FCP 3개 사업의 매출과 영업이익은 변동성이 낮은 특징을 보인다. 3개 사업부 합산 4분기 매출과 영업이익은 전분기와 유사한 950억원, 81억원으로 추정했다.

전자 BG 4분기 매출은 당초 우리 추정치 2,500억원을 상회한 최소 3,000억~3,500억원 (+53.8% YoY, +20.2% QoQ)에 이를 전망이다. 추정 OPM은 3분기 11.9%, 4분기 13.8%다. 추정의 근거는 11~12월 시작된 미국 N사 양산 매출 발생과 이에 따른 믹스 개선 효과이다.

24년 연결 변동공시(OP 하락)는 24년 밥캣의 실적 부진이 반영된 것

최근 공시된 주 두산 24년 연결 실적 변동 공시 (영업이익 -30.2% YoY 감소)는 손자회사인 두산 밥캣의 24년 영업이익 감소 -37.3% YoY에 기인한다. 밥캣의 24년 실적 악화는 시장이 이미 인지한 사실이다. 오히려 LA산불 복구 수요, 인프라 투자 등으로 25년 회복세에 접어든다는 점은 주목할 만하다.

국내 지주회사의 특성상 자회사 가치가 주가에 온전히 반영되지 않는 현실을 고려하면 사업 지주회사인 두산은 전자 BG 등의 자체 실적이 가장 중요하다.

주가 변동성 높아지겠지만 목표주가 상향 조정

1)중국발 딥시크 노이즈, 2) 투자경고로 인해 주가 변동성은 높아졌다. 다만 우리는 보안성과 신뢰성 등 다양한 이유에서 여전히 미국이 상당기간 글로벌 AI산업의 헤게모니를 주도할 가능성이 높다고 판단한다. 따라서 당분간 발생할 주가 조정은 매수 기회로 보고 있다. 궁극적으로 MSCI 편입 가능성까지 열어두고 있다. 참고로 지난 여름 두산 지배구조 개편 시도 과정에서 발생한 주가 폭락은 상당한 매수 기회였다. 전자 BG의 가치를 최소 4조원 (적용 멀티플 20~25배)로 평가하며 목표주가를 기존 35만원에서 40만원으로 상향 조정한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	12,851	16,996	19,130	18,132	19,265
영업이익	921	1,126	1,436	1,003	1,372
영업이익률(%)	7.2	6.6	7.5	5.5	7.1
세전이익	593	-286	451	381	1,284
지배주주지분순이익	204	-696	-388	12	356
EPS(원)	11,812	-42,673	-24,026	90	25,367
증감률(%)	흑전	적전	적지	흑전	27,995.8
ROE(%)	10.9	-36.0	-22.7	0.7	20.3
PER(배)	10.0	-1.9	-3.9	3,145.5	11.2
PBR(배)	1.2	1.0	1.2	3.8	3.2
EV/EBITDA(배)	5.6	4.0	2.7	4.9	3.9

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

강태호 RA
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2025.02.03

매수(유지)

목표주가(상향)	400,000원
현재주가(01/31)	284,000원
상승여력	40.8%

Stock Data

KOSPI	2,517.4pt
시가총액(보통주)	4,693십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	161천주
60일 평균거래대금	39,382백만원
외국인 지분율	15.2%
52주 최고가	335,500원
52주 최저가	88,500원
주요주주	
박정원(외 26인)	40.0%
자사주(외 1인)	18.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	11.4	6.5
3M	41.6	43.2
6M	62.3	71.4

주가차트

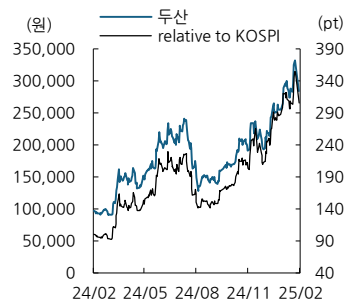
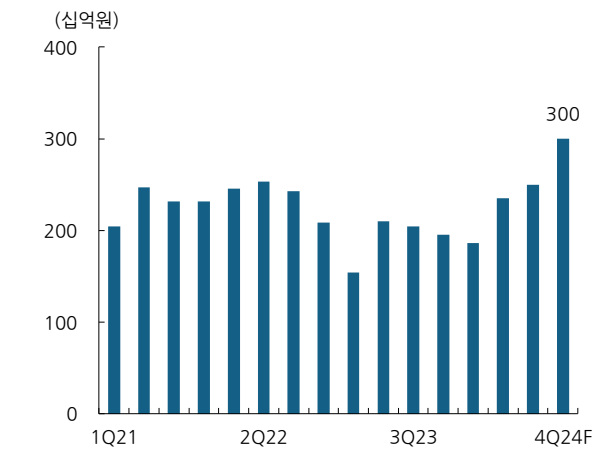


표1 두산 자체 사업 4분기 실적 전망 변경 (전자 BG + DDI + 두타몰 + FCP)

(십억원, %)	변경전 4Q24F	변경후 4Q24F	차이 (%) 4Q24F	YoY (%)	QoQ (%)
매출액	294	395	+34.4	+28.5	+15.5
영업이익	41	53	+29.3	+700	+51

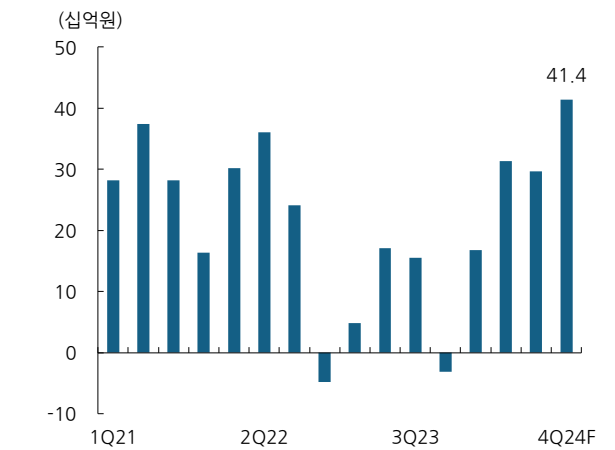
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 전자 BG 사업부 분기 매출 추이 및 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 전자 BG 분기 영업이익 추정치



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 전자 BG 사업 2025년 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전 2025F	변경후 2025F	차이 (%) 2025F
매출액	1,209	1,309	+8.3
영업이익	178	194	+8.9

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표1 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F
연결 실적										
매출액	4,462	4,592	3,879	5,199	4,672	4,731	4,307	5,556	18,132	19,265
YoY	2.6	-7.6	-14.5	0.0	4.7	3.0	11.0	6.9	-5.2	6.3
영업이익	348	337	110	208	440	395	187	350	1,003	1,372
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	9.4	8.3	4.3	6.3	5.5	7.1
당기순이익	225.9	216.3	-94.9	-61.4	233.6	236.5	215.3	277.8	286	963
지배주주 순이익	5	21	-88	-1	5	23	0	6	-64	33
두산 자체 사업										
매출액	269	325	343	395	391	419	410	455	1,332	1,675
YoY	12.8	10.1	19.8	28.5	45.0	28.9	19.6	15.2	18.2	25.7
영업이익	24	38	35	53	48	54	51	69	149	223
OPM	8.7	11.6	10.2	13.4	12.2	12.9	12.6	15.2	11.2	13.3
전자										
매출액	187	235	250	300	308	329	312	360	971	1,309
디지털 (DDI)										
매출액	67	72	68	70	67	72	71	70	276	280
영업이익	3	4	1	5	3	4	1	5	13	13
OPM	4.5	5.0	0.9	7.7	4.5	5.0	0.9	7.7	4.5	4.5
두타물										
매출액	11	10	11	11	11	10	11	11	42	43
영업이익	5	4	4	3	3	3	3	3	17	13
OPM	46.8	43.3	38.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	39.4	30.0
비상장 2사										
매출액	5	8	11	11	6	10	13	13	35	42
YoY	-70.4	-49.7	-35.4	36.1	22.4	21.4	22.3	12.9	-39.6	19.1
영업이익	-5	-5	-4	0	0	0	0	0	-14	-0.3
OPM	-96.0	-58.3	-36.8	-1.8	-0.3	-0.2	-0.3	-1.6	적자지속	적자지속
DMI										
매출액	0	0	0	4	0	0	1	4	5	5
DLS										
매출액	5	8	10	7	6	10	12	9	30	36
로보틱스										
매출액	11	14	18	24	16	21	25	35	67	97
영업이익	-7	-8	0	1	-1	-1	1	2	-14	1
OPM	적자 지속	적자 지속	0.0	5.0	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-20.1	1.2

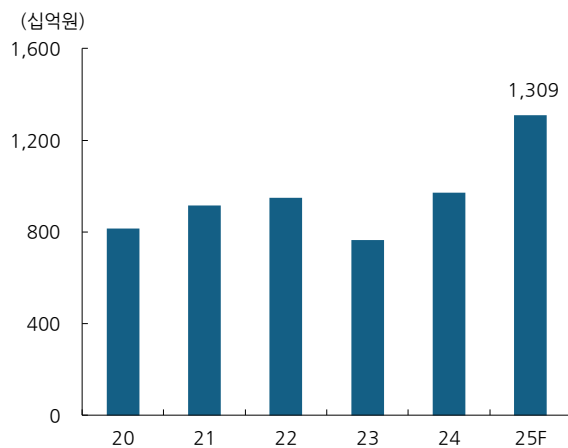
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			4,255	
전자	193	20	4,000	25F~26F 순이익 평균
DDI(정보통신)	13	10	126	25F 전망치
두타물	13	10	129	25F 전망치
	자분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,921	할인율 80% 적용
두산 에너지빌리티	31%	15,309	4,669	
오리콤	61%	87	53	
두산로보틱스	68%	4,343	2,962	
	자분율	장부가	NAV	비고
비상장사(c)			560	
두산 모빌리티 이노베이션	86%	72	62	장부가 적용
두산 로지스틱스 솔루션	100%	25	25	장부가 적용
두산 퓨얼셀 미국법인 (FCA)	100%	192	192	장부가 적용
두산 포트폴리오홀딩스	100%	281	281	두산 테스나 지분 30.6% 보유
순차입금(d)	1,248			
Target NAV(a+b+c-d)	5,488			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	400,000			
현재 주가(원)	284,000			
주가 상승 여력	40.8%			

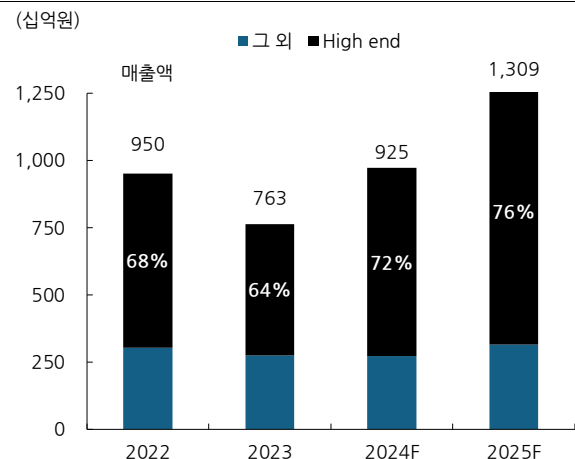
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림3 전자 BG 사업부 매출 추이 전망



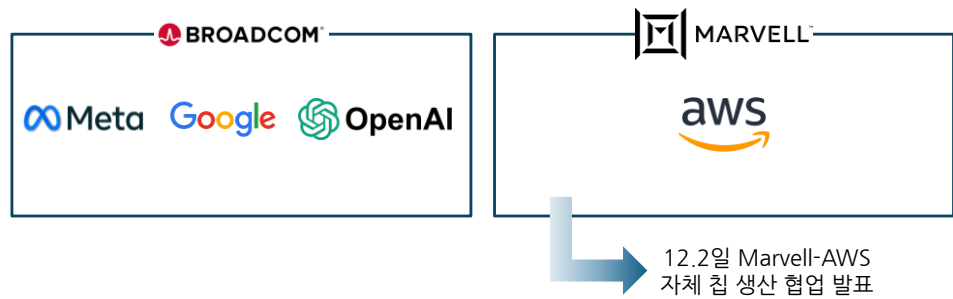
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 전자 BG 전체 매출액 대비 High end 비중



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

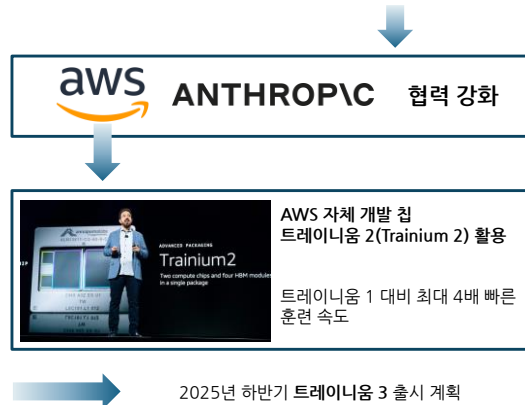
그림5 ASIC 업체 및 고객사 분류



자료: DS투자증권 리서치센터

그림6 AWS AI 칩 자체 개발 계획

자체 칩 활용 최대 AI 클러스터 '프로젝트 레이니아' 발표



자료: AWS, DS투자증권 리서치센터

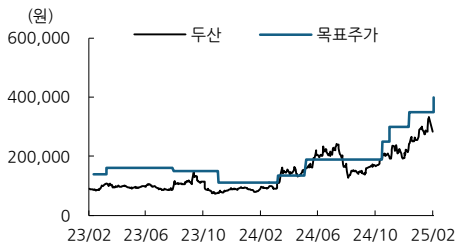
[두산 000150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	9,877	9,526	11,446	10,975	11,480	매출액	12,851	16,996	19,130	18,132	19,265
현금 및 현금성자산	2,235	2,074	3,539	3,955	4,123	매출원가	10,645	14,158	15,885	15,415	16,072
매출채권 및 기타채권	3,049	3,328	3,652	3,229	3,431	매출총이익	2,207	2,838	3,245	2,717	3,193
재고자산	2,049	2,757	2,927	2,484	2,639	판매비 및 관리비	1,286	1,712	1,809	1,714	1,822
기타	2,544	1,368	1,328	1,307	1,287	영업이익	921	1,126	1,436	1,003	1,372
비유동자산	16,069	16,789	16,840	16,480	16,285	(EBITDA)	1,534	1,744	2,141	1,744	2,089
관계기업투자등	1,248	891	662	629	535	금융손익	-403	-539	-360	-410	-402
유형자산	5,947	6,273	6,509	6,192	5,922	이자비용	365	365	466	410	402
무형자산	7,582	7,891	8,032	8,107	8,179	관계기업등 투자손익	2	-343	-44	0	0
자산총계	25,946	26,315	28,287	27,455	27,765	기타영업외손익	72	-529	-582	-212	314
유동부채	12,009	9,478	11,439	10,611	10,591	세전계속사업이익	593	-286	451	381	1,284
매입채무 및 기타채무	3,503	4,431	4,994	4,467	4,746	계속사업법인세비용	247	211	179	95	321
단기금융부채	6,317	3,164	4,218	3,918	3,618	계속사업이익	346	-497	272	286	963
기타유동부채	2,189	1,883	2,226	2,226	2,226	중단사업이익	303	-84	0	0	0
비유동부채	5,526	6,539	5,641	5,660	5,680	당기순이익	649	-581	272	286	963
장기금융부채	3,312	4,589	3,719	3,719	3,719	지배주주	204	-696	-388	12	356
기타비유동부채	2,215	1,950	1,922	1,941	1,960	총포괄이익	699	-524	285	286	963
부채총계	17,536	16,018	17,080	16,272	16,270	매출총이익률 (%)	17.2	16.7	17.0	15.0	16.6
지배주주지분	2,078	1,791	1,624	1,600	1,912	영업이익률 (%)	7.2	6.6	7.5	5.5	7.1
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	11.9	10.3	11.2	9.6	10.8
자본잉여금	1,237	1,605	1,881	1,881	1,881	당기순이익률 (%)	5.0	-3.4	1.4	1.6	5.0
이익잉여금	1,383	669	208	184	496	ROA (%)	0.7	-2.7	-1.4	0.0	1.3
비지배주주지분(연결)	6,332	8,507	9,583	9,583	9,583	ROE (%)	10.9	-36.0	-22.7	0.7	20.3
자본총계	8,410	10,298	11,207	11,183	11,494	ROIC (%)	3.5	5.8	5.9	5.3	7.4

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	722	533	1,909	1,197	918	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	649	-581	272	286	963	P/E	10.0	-1.9	-3.9	3,145.5	11.2
비현금수익비용가감	1,552	2,705	2,054	572	33	P/B	1.2	1.0	1.2	3.8	3.2
유형자산감가상각비	436	456	548	580	555	P/S	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3
무형자산상각비	177	162	157	161	163	EV/EBITDA	5.6	4.0	2.7	4.9	3.9
기타현금수익비용	939	2,087	1,350	-169	-685	P/CF	1.1	0.8	0.9	7.1	6.1
영업활동 자산부채변동	-588	-683	433	339	-78	배당수익률 (%)	1.7	2.4	2.1	0.9	1.1
매출채권 감소(증가)	-225	-508	-58	423	-202	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-539	-683	-296	443	-155	매출액	12.5	32.2	12.6	-5.2	6.3
매입채무 증가(감소)	716	867	592	-527	279	영업이익	흑전	22.3	27.6	-30.2	36.8
기타자산, 부채변동	-539	-359	194	0	0	세전이익	흑전	적전	흑전	-15.5	236.9
투자활동 현금	-295	-291	-1,106	-445	-406	당기순이익	흑전	적전	흑전	5.1	236.9
유형자산처분(취득)	-291	-665	-571	-263	-285	EPS	흑전	적전	적지	흑전	27,995.8
무형자산 감소(증가)	-229	-236	-230	-237	-235	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-52	652	-121	54	115	부채비율	208.5	155.5	152.4	145.5	141.6
기타투자활동	278	-42	-184	0	0	유동비율	82.2	100.5	100.1	103.4	108.4
재무활동 현금	-1,036	-482	636	-336	-345	순차입금/자기자본(x)	73.6	51.2	35.5	29.3	24.6
차입금의 증가(감소)	-1,141	-2,418	94	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	2.5	3.1	3.1	2.4	3.4
자본의 증가(감소)	-24	-125	-119	-36	-45	총차입금 (십억원)	9,629	7,753	7,938	7,638	7,338
배당금의 지급	21	125	119	36	45	순차입금 (십억원)	6,188	5,275	3,974	3,279	2,832
기타재무활동	129	2,061	661	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-473	-161	1,465	416	168	EPS	11,812	-42,673	-24,026	90	25,367
기초현금	2,708	2,235	2,074	3,539	3,955	BPS	97,049	83,627	75,846	74,736	89,279
기말현금	2,235	2,074	3,539	3,955	4,123	SPS	600,163	793,700	893,375	846,750	899,687
NOPLAT	537	816	867	752	1,029	CFPS	102,772	99,190	108,635	40,081	46,520
FCF	1,318	1,150	1,653	751	513	DPS	2,000	2,000	2,000	2,500	3,000

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-02-10	매수	140,000	-33.0	-23.4		두산 — 목표주가
2023-02-13	매수	140,000	-32.7	-23.4		
2023-02-23	매수	140,000	-28.0	-23.4		
2023-03-10	매수	160,000	-40.3	-32.7		
2023-04-21	매수	160,000	-41.4	-34.5		
2023-04-28	매수	160,000	-41.5	-34.5		
2023-05-08	매수	160,000	-41.4	-34.5		
2023-06-13	매수	160,000	-43.2	-36.9		
2023-07-31	매수	150,000	-31.1	-0.6		
2023-08-01	매수	150,000	-31.1	-0.6		
2023-11-03	매수	110,000	-19.4	-1.9		
2024-03-08	매수	135,000	5.3	21.5		
2024-05-07	매수	190,000	-4.8	27.1		
2024-05-08	매수	190,000	-4.7	27.1		
2024-07-30	매수	190,000	-18.0	1.3		
2024-10-16	매수	250,000	-18.4	-16.0		
2024-11-01	매수	300,000	-28.2	-19.0		
2024-11-20	매수	300,000	-29.2	-19.0		
2024-12-13	매수	350,000	-20.2	-5.0		
2025-02-03	매수	400,000				

투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	- 10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자이전 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.