

두산 000150

모멘텀, 실적, 벨류에이션의 트리플 크라운

에너지에서 반도체 그룹으로 도약 예상

언론 보도에 따르면 두산은 SK의 자회사 실트론 지분 인수 우선협상 대상자로 이르면 이달 중 본 계약 체결이 예상된다. 당초 이번 달은 지분 70% 인수가 논의됐으나 최태원 회장 보유 지분 포함한 100% 인수로 딜 구조가 확대될 전망이다. 이는 1) 빠른 시너지 극대화, 2) 완전한 독립 경영 체제의 지배구조 완결에 대한 필요성, 3) 자금 조달 여력 확보 등에 기인한 것으로 판단된다. 참고로 딜 구조 변경에도 유상증자 없이 자금 조달이 가능한 상태이다. 인수 성공 시 반도체 소재(테스나)부터 후공정까지 벨류체인 양단을 내재화한 플레이어로 도약하게 된다.

매력적인 가격일 경우 주가 리레이팅 전망

실트론 연간 EBITDA는 8천억~1조원 이상으로 구조적 레벨업이 예상된다. 우리가 추정하는 인수 가격은 EV/EBITDA 기준 7배 초반으로 글로벌 웨이퍼 기업 평균 멀티플 대비 상당히 낮은 수준이다. 올해 실트론의 이익 성장률이 글로벌 업체들을 압도하는 만큼 딜 성공은 주가 리레이팅 요인이다.

병목 (Bottle Neck) 심화

유리섬유, 레진 등 주요 원재료의 공급 부족 상태에서 하반기 베라루빈 양산이 본격화될 경우 동박까지 병목이 일부 발생할 전망이다. 이와 더불어 CCL 등급 상향으로 ASP상승까지 이어지는 만큼 하반기 역대 최대 실적을 매 분기 경신할 전망이다. 1분기 전자 BG 매출액은 최소 6,230억원, 영업이익 1,620억원 (OPM 26%)로 역대 최대 실적이 예상된다. 베라루빈향 수요 사이클과 CCL 공급 병목이 맞물리며 연간 내내 분기 최대 실적 경신이 이어질 가능성이 높다.

실트론 인수 가능성까지 감안하면 여전히 크게 저평가

중복상장 규제에 따라 실트론의 상장 가능성이 낮은 만큼 인수 성공 시 실트론 가치는 할인 없이 벨류에이션에 반영될 전망이다. 1차 목표주가는 200만원을 유지한다. 1) 베라루빈 수요에 따른 이익 추정치 상향, 2) 실트론 가치의 본격 반영은 추후 목표주가 상향의 트리거가 될 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	19,784	21,351
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,063	1,425
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	5.4	6.7
세전이익	-286	451	593	333	790
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	223	443
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	15,874	31,972
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	101.4
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	14.2	23.7
PER (배)	-1.9	-3.9	-17.9	19.9	42.5
PBR (배)	1.0	1.2	3.7	4.1	14.0
EV/EBITDA (배)	4.0	2.7	5.6	5.0	12.2

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2026.04.16

매수

목표주가(유지)	2,000,000원
현재주가(04/15)	1,358,000원
상승여력	47.3%

Stock Data

KOSPI	6,091.4pt
시가총액(보통주)	21,991십억원
발행주식수	16,194천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	123천주
60일 평균거래대금	126,464백만원
외국인 지분율	19.3%
52주 최고가	1,409,000원
52주 최저가	265,500원
주요주주	
박정원(의 27인)	41.1%
자사주(의 1인)	16.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	23.6	12.6
3M	62.8	35.9
6M	126.7	60.2

주가차트

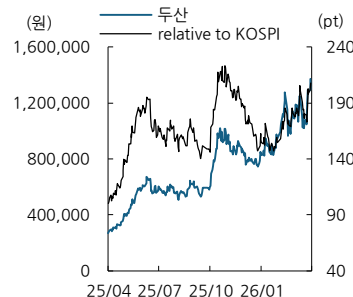
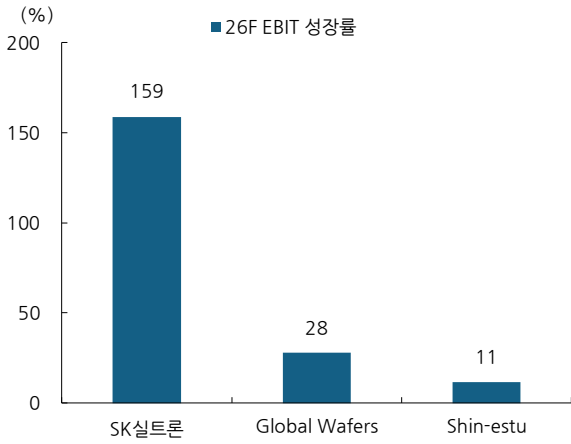
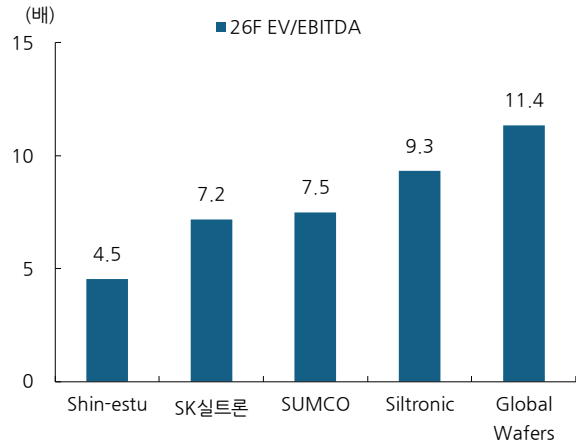


그림1 SK실트론 Peer 그룹 26년 예상 EBIT 성장률 비교



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 EV/EBITDA 비교



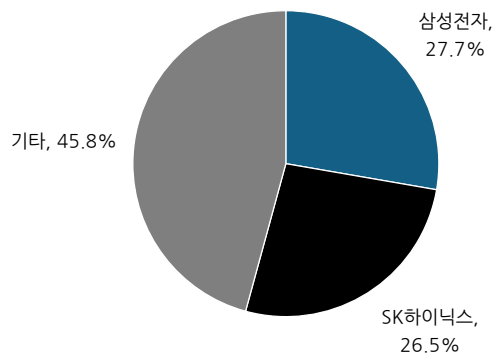
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 SK실트론 인수 후 두산 연결 실적 영향

주요지표	증감률
EPS	243%
BPS	36%
ROE	+7.4%p

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 SK실트론 고객사



자료: SK실트론, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
연결 실적										
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,531	5,562	5,122	6,137	19,784	21,351
YoY	-3.7	16.4	14.8	9.4	5.4	4.0	15.0	7.9	9.1	7.9
영업이익	199	358	231	275	258	431	346	389	1,063	1,425
OPM	4.6	6.7	5.2	4.8	5.7	7.8	6.8	6.3	5.4	6.7
당기순이익	11.3	233.2	111.5	-106.4	11.9	242.6	153.7	184.1	250	592
지배주주 순이익	24	79	121	0	13	263	167	0	223	443
두산 자체 사업										
매출액	485	559	524	653	705	759	808	835	2,221	3,107
YoY	80.1	71.8	53.0	48.5	45.4	35.8	54.2	27.8	61.3	39.9
영업이익	121	142	109	132	165	188	207	222	504	783
OPM	25.0	25.4	20.7	20.2	23.5	24.8	25.6	26.6	22.7	25.2
전자										
매출액	403	476	440	557	623	676	720	738	1,876	2,757
영업이익	116	136	104	129	162	183	202	214	485	760
OPM	28.8	28.6	23.6	23.1	26.0	27.0	28.0	29.0	25.9	27.6
디지털 (DDI)										
매출액	71	73	75	87	71	73	78	87	306	310
영업이익	0	3	3	5	0	3	3	5	10	10
OPM	0.3	3.4	3.4	5.7	0.3	3.4	3.4	5.7	3.3	3.3
두타물										
매출액	11	10	10	9	11	10	10	9	39	40
영업이익	5	3	2	-2	3	3	3	3	9	12
OPM	44.4	34.7	24.0	적자 전환	30.0	30.0	30.0	30.0	21.8	30.0
비상장 2사										
매출액	14	21	3	29	17	28	24	34	65	102
YoY	170.0	144.0	-72.6	-36.9	26.2	35.2	713.1	18.9	-5.5	56.3
영업이익	-3	-3	-5	-5	0	0	0	0	-15.4	-0.9
OPM	-22.2	-16.6	-155.2	-15.8	-0.7	-1.7	-1.1	-0.2	적자지속	적자지속
DMI										
매출액	1	5	3	2	3	9	5	2	11	19
DLS										
매출액	12	15	15	27	15	18	18	32	70	84
로보틱스										
매출액	5	5	10	13	8	7	14	19	33	48
영업이익	-12	-16	-15	-16	0	0	1	1	-60	1
OPM	적자 지속	적자 지속	적자 지속	적자 지속	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-178.9	1.9

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			16,188	
전자	570	28	15,965	26F 순이익 * 28배 적용
DDI(정보통신)	10	10	103	26F 전망치
두터몰	12	10	120	26F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			11,035	할인율 50% 적용
두산 에너지빌리티	31%	66,939	20,416	
오리콤	61%	71	43	
두산로보틱스	68%	5,957	4,063	
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 38.7% 보유
순차입금(d)	1,150			
Target NAV(a+b+c-d)	26,632			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	2,000,000			
현재 주가(원)	1,358,000			
주가 상승 여력	47.3%			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

[두산 000150]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025	2026F		2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,913	12,790	13,590	매출액	16,996	19,130	18,133	19,784	21,351
현금 및 현금성자산	2,074	3,539	3,704	5,374	5,817	매출원가	14,158	15,885	15,171	16,585	17,620
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,868	3,523	3,685	매출총이익	2,838	3,245	2,962	3,200	3,731
재고자산	2,757	2,927	3,136	2,710	2,925	판매비 및 관리비	1,712	1,809	1,958	2,137	2,306
기타	1,368	1,328	1,205	1,183	1,162	영업이익	1,126	1,436	1,004	1,063	1,425
비유동자산	16,789	16,840	18,230	18,016	17,749	(EBITDA)	1,744	2,141	1,771	1,883	2,216
관계기업투자등	891	662	951	903	768	금융손익	-539	-360	-242	-449	-442
유형자산	6,273	6,509	7,013	6,656	6,360	이자비용	365	466	492	449	442
무형자산	7,891	8,032	8,547	8,580	8,596	관계기업등 투자손익	-343	-44	21	0	0
자산총계	26,315	28,287	30,143	30,806	31,339	기타영업외손익	-529	-582	-190	-281	-194
유동부채	9,478	11,439	11,024	11,478	11,581	세전계속사업이익	-286	451	593	333	790
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,337	5,090	5,494	계속사업법인세비용	211	179	291	83	197
단기금융부채	3,164	4,218	4,281	3,981	3,681	계속사업이익	-497	272	302	250	592
기타유동부채	1,883	2,226	2,407	2,407	2,407	중단사업이익	-84	0	0	0	0
비유동부채	6,539	5,641	7,229	7,251	7,273	당기순이익	-581	272	302	250	592
장기금융부채	4,589	3,719	5,063	5,063	5,063	지배주주	-696	-388	-226	223	443
기타비유동부채	1,950	1,922	2,166	2,188	2,210	총포괄이익	-524	285	392	250	592
부채총계	16,018	17,080	18,254	18,729	18,854	매출총이익률 (%)	16.7	17.0	16.3	16.2	17.5
지배주주지분	1,791	1,624	1,480	1,668	2,075	영업이익률 (%)	6.6	7.5	5.5	5.4	6.7
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	10.3	11.2	9.8	9.5	10.4
자본잉여금	1,605	1,881	1,928	1,928	1,928	당기순이익률 (%)	-3.4	1.4	1.7	1.3	2.8
이익잉여금	669	208	-82	106	514	ROA (%)	-2.7	-1.4	-0.8	0.7	1.4
비지배주주지분(연결)	8,507	9,583	10,409	10,409	10,409	ROE (%)	-36.0	-22.7	-14.6	14.2	23.7
자본총계	10,298	11,207	11,889	12,077	12,485	ROIC (%)	5.8	5.9	3.3	5.2	7.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025	2026F		2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	308	2,433	1,134	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-581	272	302	250	592	P/E	-1.9	-3.9	-17.9	19.9	42.5
비현금수익비용가감	2,705	2,054	1,804	659	515	P/B	1.0	1.2	3.7	4.1	14.0
유형자산감가상각비	456	548	603	652	623	P/S	0.1	0.1	0.3	0.3	1.4
무형자산상각비	162	157	164	168	168	EV/EBITDA	4.0	2.7	5.6	5.0	12.2
기타현금수익비용	2,087	1,350	1,037	-161	-276	P/CF	0.8	0.9	2.6	7.5	26.3
영업활동 자산부채변동	-683	433	-1,053	1,524	26	배당수익률 (%)	2.4	2.1	0.8	0.6	0.2
매출채권 감소(증가)	-508	-58	-70	344	-162	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-683	-296	81	426	-215	매출액	32.2	12.6	-5.2	9.1	7.9
매입채무 증가(감소)	867	592	-819	754	403	영업이익	22.3	27.6	-30.1	5.9	34.1
기타자산 부채변동	-359	194	-244	0	0	세전이익	적전	흑전	31.5	-43.9	137.3
투자활동 현금	-291	-1,106	-995	-427	-355	당기순이익	적전	흑전	11.1	-17.4	137.3
유형자산처분(취득)	-665	-571	-639	-296	-327	EPS	적전	적지	적지	흑전	101.4
무형자산 감소(증가)	-236	-230	-218	-201	-184	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	652	-121	-156	69	156	부채비율	155.5	152.4	153.5	155.1	151.0
기타투자활동	-42	-184	18	0	0	유동비율	100.5	100.1	108.1	111.4	117.3
재무활동 현금	-482	636	574	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	51.2	36.2	43.8	27.0	20.3
차입금의 증가(감소)	-2,418	94	881	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	3.1	3.1	2.0	2.4	3.2
자본의 증가(감소)	-125	-119	-190	-36	-36	총차입금 (십억원)	7,753	7,938	9,344	9,044	8,744
배당금의 지급	125	119	125	36	36	순차입금 (십억원)	5,275	4,060	5,207	3,259	2,536
기타재무활동	2,061	661	-117	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-161	1,465	165	1,670	444	EPS	-42,673	-24,026	-14,215	15,874	31,972
기초현금	2,235	2,074	3,539	3,704	5,374	BPS	83,627	75,846	69,123	77,877	96,913
기말현금	2,074	3,539	3,704	5,374	5,817	SPS	793,700	893,375	846,803	923,920	997,106
NOPLAT	816	867	512	797	1,069	CFPS	99,190	108,635	98,376	42,414	51,731
FCF	1,150	1,653	59	2,005	779	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준