

두산 (000150.KS)

일시적 숨 고르기, 성장 흐름은 지속

자체사업 전자BG는 AI 가속기향 CCL 판매 확대로 실적 성장 지속. 자사주 소각 의무화 추진으로 동사 보유 자사주(보통주 17.9%) 부각. 현재 주가는 NAV 대비 43.2% 할인된 수준

Analyst 이승영
02) 2229-6908, sy.lee@nhsec.com

자사주 소각 시작

두산에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 1,160,000원으로 상향(기존 930,000원). 1)전자BG Peer 멀티플 상승(EV/EBITDA 멀티플 15.0→18.0), 2)자회사 지분가치 확대, 3)자사주 소각 의무화 등 거버넌스 정책 추진에 따른 지주회사 할인율 축소(목표 NAV 대비 할인율 35%→30%) 반영한 영향

동사는 자사주 17.9%(보통주 기준) 보유 중이며 주주가치 제고 및 RSU 등 목적으로 자사주 활용할 계획. 2025년 2월 자사주 약 6%(99만주)를 3년간 소각 할 계획임을 발표했으며 11월 중 약 2%(33만주) 소각 예정

이르면 연내 N사 차세대 아키텍처 공급자가 확정될 예정. 2026년부터 ASIC향 CCL 매출 본격화 전망. 2027년에는 증설 효과 반영되며 실적 레벨업 기대. 네트워크보드용 CCL 생산능력은 현재 대비 약 50% 확대 예상

3Q25 Review: 일시적 수요 감소

3분기 연결 실적은 매출액 4조4,524억원(+14.8% y-y), 영업이익 2,313억원 (+109.9% y-y)으로 컨센서스 하회

자체사업 매출액은 5,241억원(+59.7% y-y, -6.2% q-q), 영업이익은 1,087억원(+211.5% y-y, -23.5% q-q)을 기록. N사의 제품 전환 과정에서 AI가속기향 CCL 주문이 일시적으로 감소한 영향. 4분기에는 AI가속기향 CCL 매출 회복, 메모리 반도체향 CCL 매출 확대 지속으로 실적 개선 전망

두산 3분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P					4Q25E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	3,879	5,200	4,299	5,346	4,452	14.8	-16.7	4,548	4,624	5,484
영업이익	110	209	198	358	231	109.9	-35.4	397	350	497
영업이익률	2.8	4.0	4.6	6.7	5.2			8.7	7.6	9.1
세전이익	-27	-19	106	396	168	흑전	-57.7	326	330	250
(지배)순이익	-88	-163	24	79	121	흑전	54.1	115	67	70

자료: 두산, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	1,160,000원 (상향)			
현재가 (25/11/10)	939,000원			
업종	지주회사			
KOSPI / KOSDAQ	4,073.24	/ 888.35		
시가총액(보통주)	15,515.9	십억원		
발행주식수(보통주)	16.5	백만주		
52주 최고가('25/11/03)	1,018,000원			
최저가('24/11/29)	193,000원			
평균거래대금(60일)	101,765	백만원		
배당수익률(2025E)	0.21%			
외국인지분율	15.7%			
주요주주				
박정원 외 26 인	40.1%			
국민연금공단	9.5%			
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	58.6	172.2	300.4	
상대수익률 (%p)	25.0	72.2	151.8	
	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	18,133	19,581	21,355	23,909
증감률	-5.2	8.0	9.1	12.0
영업이익	1,004	1,284	1,873	2,318
증감률	-30.1	27.9	45.8	23.8
영업이익률	5.5	6.6	8.8	9.7
(지배지분)순이익	-226	293	463	650
EPS	-14,215	17,214	27,494	38,785
증감률	적지	흑전	59.7	41.1
PER	N/A	54.5	34.2	24.2
PBR	3.7	11.6	9.3	7.2
EV/EBITDA	10.9	16.3	12.5	10.7
ROE	-14.6	18.2	23.7	26.3
부채비율	153.5	151.5	143.6	135.2
순차입금	4,138	3,774	3,138	2,350

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

두산그룹의 지주회사격 회사로 자체사업은 전자BG, DDI, 유통(두타몰)으로 구분. 주요 연결자회사는 두산에너빌리티(지분 30.4%), 두산로보틱스(68.1%), 두산포트폴리오헐딩스(100%, 두산테스나 지분 38.7% 보유), 오리콤(60.9%) 등. 최대주주인 박정원 두산그룹 회장 보유 지분 7.7%, 최대주주 및 특수관계인 보유 지분 40.1%

Share price drivers/Earnings Momentum

- 전자부문 AI 가속기용 CCL 등 고부가 제품 비중 확대
- 두산에너빌리티 등 주요 자회사 주가 상승
- 두산로보틱스 일부 지분 현금화를 통한 투자 재원 마련

Downside Risk

- 경쟁사의 N사 AI 가속기용 CCL 공급 확대
- 두산에너빌리티 등 주요 자회사 주가 하락

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
EMC	32.1	22.6	11.2	9.0	34.9	39.9
TUC	31.8	20.7	7.4	6.7	23.3	32.5
ITEQ	23.6	16.2	1.9	1.8	7.9	11.1
SK	6.7	13.1	0.7	0.7	11.0	5.3
LG	10.1	8.4	0.5	0.5	4.8	5.6

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	N/A	N/A	54.5	34.2	24.2
PBR	1.2	3.7	11.6	9.3	7.2
PSR	0.1	0.2	0.8	0.7	0.6
ROE	-22.7	-14.6	18.2	23.7	26.3
ROIC	4.5	3.1	5.0	8.2	9.9

자료: NH투자증권 리서치본부

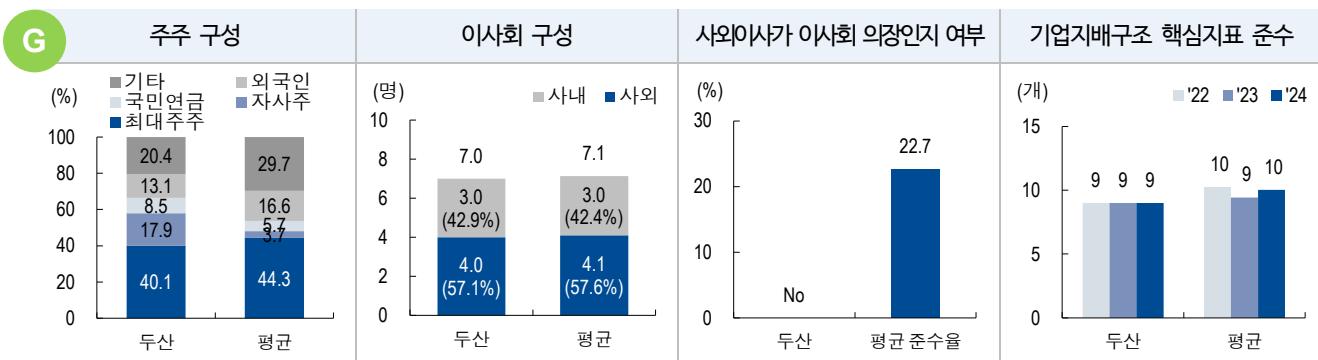
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	16,470	16,909	17,432	17,952	11,429	12,851	16,996	19,130	18,133
영업이익	924	1,072	1,175	1,070	-20	921	1,126	1,436	1,004
영업이익률(%)	5.6	6.3	6.7	6.0	-0.2	7.2	6.6	7.5	5.5
세전이익	2	260	-9	-19	-821	593	-286	451	593
순이익	50	-42	-349	314	-964	649	-581	272	302
지배지분순이익	197	7	-120	379	-553	204	-696	-388	-226
EBITDA	1,565	1,703	1,798	1,761	665	1,534	1,744	2,141	1,771
CAPEX	504	395	384	572	567	382	700	584	710
Free Cash Flow	421	282	638	212	-440	340	-167	1,325	-403
EPS(원)	8,117	-850	-7,583	19,951	-33,925	11,812	-42,673	-24,026	-14,215
BPS(원)	93,405	99,238	83,576	69,363	77,507	97,049	83,627	75,846	69,123
DPS(원)	5,100	5,100	5,200	5,200	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
순차입금	8,820	9,098	8,804	9,475	8,692	5,214	4,166	3,046	4,138
ROE(%)	16.4	0.3	-5.4	21.9	-35.2	10.9	-36.0	-22.7	-14.6
ROIC(%)	-1,272.1	2.0	201.6	73.5	0.7	3.6	11.7	4.5	3.1
배당성향(%)	38.7	1,119.4	-64.8	20.0	-2.3	13.3	-3.9	-7.0	-12.0
배당수익률(%)	4.9	4.5	4.7	7.4	3.8	1.7	2.4	2.1	0.8
순차입금 비율(%)	111.6	121.1	124.9	143.5	111.9	62.0	40.5	27.2	34.8

자료: 두산, NH투자증권 리서치본부

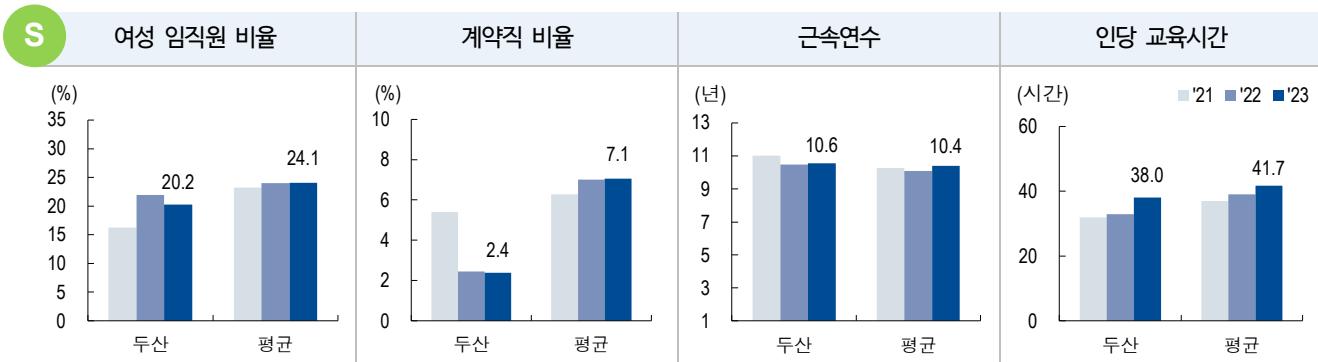
ESG Index & Event



주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금용 225개사 대상

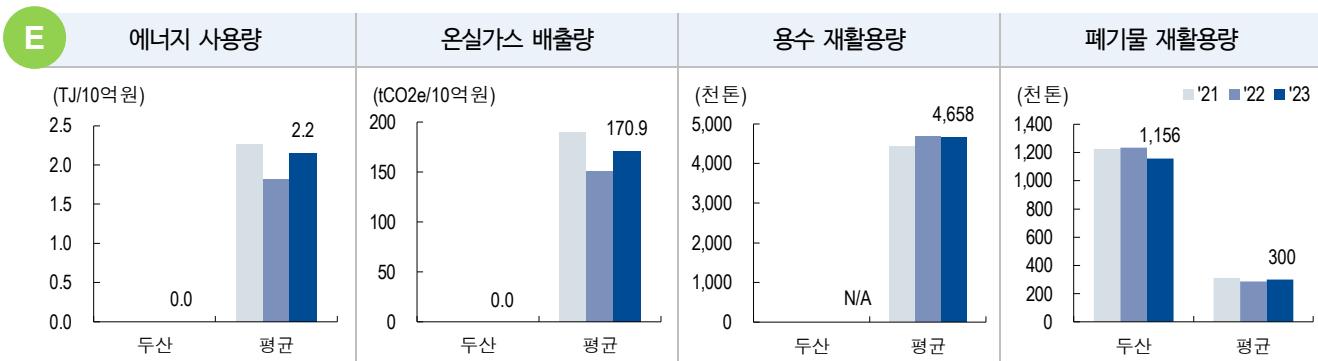
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 두산, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금용 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 두산, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금용 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 두산, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	N/A	- N/A
G	2019.10	- 연료전지 사업(두산퓨얼셀) 및 전지박 사업(두산솔루스) 인적분할 후 재상장
	2020.3~	- 자회사 두산에너빌리티의 3조원 규모 재무구조 개선 위한 그룹 구조조정. 두산은 두산타워 처분, 두산솔루스 매각, 두
	2022.2	산퓨얼셀 지분 처분, 두산모트를 매각, 두산에너빌리티는 유상증자 및 두산인프라코어 매각
	2022.3	- 코스닥 상장 반도체 테스트 기업 테스나 지분 39.8% 인수(4,600억원)

자료: 두산, NH투자증권 리서치본부

**투자의견 Buy 유지,
목표주가 24.7%
상향**

두산에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 930,000원에서 1,160,000원으로 24.7% 상향한다. 목표주가를 상향은 1)전자BG Peer 멀티플 상승(EV/EBITDA 멀티플 15.0→18.0), 2)두산에너빌리티, 두산로보틱스 등 자회사 지분가치 확대, 3)거버넌스 관련 정책 추진에 따른 지주회사 할인율 축소(목표 NAV 대비 할인율 35%→30%)에 기인한다.

자사주 소각 의무화, 배당소득 분리과세, 자본시장법 개정 등 거버넌스 관련 정책 추진에 따라 지주회사 할인율 축소가 지속될 전망이다. 자사주 소각 의무화 법안이 올해 정기국회 내 통과될 것으로 예상되는 가운데 동사의 보유 자사주(보통주 17.9%)가 부각될 것으로 기대한다. 동사는 향후 자사주를 주주가치 제고 및 RSU 목적으로 활용할 계획이다. 2025년 2월 자사주 약 6%(99만주)를 3년간 분할 소각할 계획임을 발표했으며 11월 중 약 2%(33만주) 소각 예정이다.

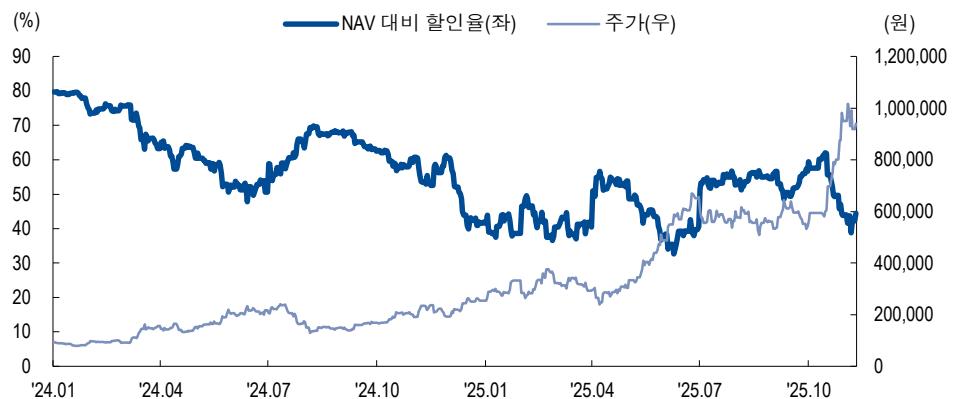
표1. 두산 목표주가 산출

구분	금액	비고
영업가치(A, 십억원)	12,680.7	
전자BG	12,321.8	2026년 EV/EBTIDA 멀티플 18.0배 적용(대만 EMC)
DDI	59.6	2026년 EV/EBTIDA 멀티플 5.0배 적용
유통	69.2	2026년 EV/EBTIDA 멀티플 5.0배 적용
상표권가치	230.0	상표권수익 DCF 적용(WACC 9.5%, 영구성장률 1.0%)
투자자산가치(B, 십억원)	22,140.3	
상장사	19,389.2	
두산에너빌리티	15,497.4	지분 30.4%, 시장가 적용
두산로보틱스	3,496.6	지분 68.1%, 시장가 적용
두산테스나	353.3	두산포트폴리오헐딩스 보유 지분 38.7%, 시장가 적용
오리콤	41.9	지분 60.9%, 시장가 적용
비상장사	561.2	
두산로지스틱스솔루션	89.4	지분 100%, 장부가 적용
두산모빌리티이노베이션	206.3	지분 91.6%, 장부가 적용
기타	265.46	
자사주	2,190.0	소각 예정 자사주 제외
기업가치(C=A+B, 십억원)	34,821.1	
순차입금(D, 십억원)	1,070.0	3Q25 별도 기준
NAV(E=C-D, 십억원)	33,751.1	
주식수(F, 백만)	20.4	보통주, 우선주 합산. 소각 예정 자사주 반영(99만주)
주당NAV(G=E/F, 원)	1,652,574	
현재 주가(원)	939,000	
현재 할인율(%)	43.2	
목표주가(원)	1,160,000	주당 NAV에 30%의 할인율 적용

주: 투자유가증권의 가치는 11월 10일 종가 기준

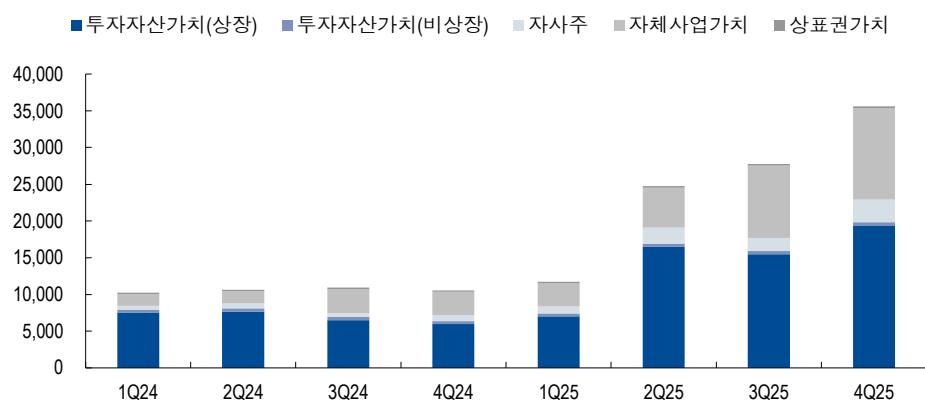
자료: NH투자증권 리서치본부

그림1. 두산 NAV 대비 할인율 및 주가



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림2. 두산 기업가치(EV)



주: 4Q25는 11월 10일 기준

자료: 두산, NH투자증권 리서치본부

표2. 두산 실적 전망(IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	18,132.9	19,581.4	21,355.1	23,909.5
	- 수정 전	-	19,450.5	21,101.3	23,180.1
	- 변동률	-	0.7	1.2	3.1
영업이익	- 수정 후	1,003.8	1,284.1	1,872.6	2,317.8
	- 수정 전	-	1,445.5	1,930.6	2,290.7
	- 변동률	-	-11.2	-3.0	1.2
영업이익률(수정 후)		5.5	6.6	8.8	9.7
EBITDA		1,771.0	2,001.7	2,595.8	3,037.0
(지배지분)순이익		-226.2	293.2	463.1	649.7
EPS	- 수정 후	-14,215	17,214	27,494	38,785
	- 수정 전	-	15,495	28,658	38,206
	- 변동률	-	11.1	-4.1	1.5
PER		N/A	54.5	34.2	24.2
PBR		3.7	11.6	9.3	7.2
EV/EBITDA		10.9	16.3	12.5	10.7
ROE		-14.6	18.2	23.7	26.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 두산 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025E	2026F
매출액	4,462.3	4,592.2	3,878.5	5,199.9	4,298.7	5,346.4	4,452.4	5,483.9	18,132.9	19,581.4	21,355.1
y-y(%)	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-3.7	16.4	14.8	5.5	-5.2	8.0	9.1
자체사업	264.4	316.9	328.1	426.8	485.0	558.6	524.0	586.7	1,336.2	2,154.3	2,497.1
두산에너빌리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,719.2	16,233.1	16,917.1	18,295.8
두산테스나	91.8	99.8	98.7	82.8	59.3	76.0	81.4	88.1	373.1	304.8	365.5
영업이익	347.9	336.7	110.2	209.0	198.5	357.8	231.3	496.5	1,003.8	1,284.1	1,872.6
y-y(%)	2.9	-34.2	-65.5	-21.6	-42.9	6.3	109.9	137.6	-30.1	27.9	45.8
자체사업	23.5	37.8	35.5	44.2	121.1	142.1	108.7	140.7	141.0	512.6	645.8
두산에너빌리티	358.1	309.8	114.8	234.9	142.5	271.1	137.1	371.7	1,017.6	922.3	1,353.4
두산테스나	11.2	16.8	11.0	-1.1	-19.1	-2.1	6.5	11.6	37.9	-3.2	53.9

주: 3Q25 두산테스나 실적은 예상치

자료: 두산, NH투자증권 리서치본부 전망

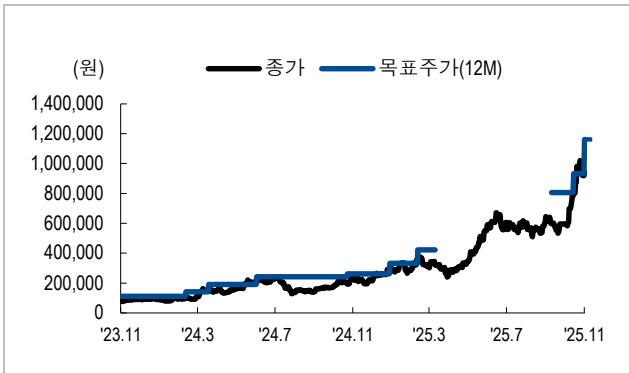
Statement of comprehensive income					Valuations/profitability/stability				
(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F		2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	18,133	19,581	21,355	23,909	PER(X)	N/A	54.5	34.2	24.2
증감률 (%)	-5.2	8.0	9.1	12.0	PBR(X)	3.7	11.6	9.3	7.2
매출원가	15,171	16,353	17,802	19,896	PCR(X)	2.0	7.8	6.3	5.4
매출총이익	2,962	3,228	3,553	4,013	PSR(X)	0.2	0.8	0.7	0.6
Gross 마진 (%)	16.3	16.5	16.6	16.8	EV/EBITDA(X)	10.9	16.3	12.5	10.7
판매비와 일반관리비	1,958	1,944	1,680	1,696	EV/EBIT(X)	19.2	25.4	17.4	14.0
영업이익	1,004	1,284	1,873	2,318	EPS(W)	-14,215	17,214	27,494	38,785
증감률 (%)	-30.1	27.9	45.8	23.8	BPS(W)	69,123	81,140	101,089	129,752
OP 마진 (%)	5.5	6.6	8.8	9.7	SPS(W)	1,097,37	1,185,03	1,292,38	1,446,96
EBITDA	1,771	2,002	2,596	3,037	자기자본이익률(ROE, %)	-14.6	18.2	23.7	26.3
영업외손익	-411	-364	-474	-479	총자산이익률(ROA, %)	1.0	1.8	3.2	4.0
금융수익(비용)	-216	-353	-321	-295	투하자본이익률 (ROIC, %)	3.1	5.0	8.2	9.9
기타영업외손익	-223	-21	-172	-199	배당수익률(%)	0.8	0.2	0.2	0.2
종속, 관계기업관련손익	28	10	19	14	배당성향(%)	-12.0	9.3	5.9	4.2
세전계속사업이익	593	920	1,398	1,839	총현금배당금(십억원)	36	36	36	36
법인세비용	291	376	369	485	보통주 주당배당금(W)	2,000	2,000	2,000	2,000
계속사업이익	302	544	1,029	1,353	순부채(현금)/자기자본(%)	34.8	30.4	23.4	16.0
당기순이익	302	544	1,029	1,353	총부채/자기자본(%)	153.5	151.5	143.6	135.2
증감률 (%)	11.1	80.0	89.2	31.5	이자발생부채	9,344	9,498	9,492	9,490
Net 마진 (%)	1.7	2.8	4.8	5.7	유동비율(%)	108.1	114.0	122.8	134.0
지배주주지분 순이익	-226	293	463	650	총발행주식수(mn)	21	21	21	21
비지배주주지분 순이익	528	251	566	704	액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	561	0	0	0	주가(W)	255,000	939,000	939,000	939,000
총포괄이익	863	544	1,029	1,353	시가총액(십억원)	4,725	18,201	18,201	18,201

Statement of financial position					Cash flow statement				
(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F	(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	3,704	4,022	4,609	5,334	영업활동 현금흐름	308	1,003	1,429	1,619
매출채권	1,718	1,856	2,024	2,266	당기순이익	302	544	1,029	1,353
유동자산	11,913	12,886	14,276	16,158	+ 유/무형자산상각비	767	718	723	719
유형자산	7,013	6,939	6,900	6,872	+ 종속, 관계기업관련손익	-21	-10	-19	-14
투자자산	1,196	1,268	1,362	1,486	+ 외화환산손실(이익)	-74	0	0	0
비유동자산	18,230	18,291	18,344	18,435	Gross Cash Flow	2,107	1,997	2,455	2,871
자산총계	30,143	31,178	32,620	34,593	- 운전자본의증가(감소)	-1,053	-249	-305	-439
단기성부채	4,281	4,357	4,437	4,520	투자활동 현금흐름	-995	-803	-800	-857
매입채무	2,495	2,694	2,938	3,290	+ 유형자산 감소	71	0	0	0
유동부채	11,024	11,300	11,624	12,058	- 유형자산 증가(CAPEX)	-710	-573	-615	-620
장기성부채	5,063	5,141	5,054	4,970	+ 투자자산의매각(취득)	-148	-62	-75	-109
장기충당부채	1,049	1,133	1,235	1,383	Free Cash Flow	-403	430	814	999
비유동부채	7,229	7,480	7,606	7,826	Net Cash Flow	-687	200	629	763
부채총계	18,254	18,780	19,229	19,884	재무활동현금흐름	574	118	-42	-38
자본금	124	124	124	124	자기자본 증가	47	0	0	0
자본잉여금	1,928	1,928	1,928	1,928	부채증감	527	118	-42	-38
이익잉여금	-82	176	603	1,217	현금의증가	165	318	587	725
비지배주주지분	10,409	10,660	11,226	11,930	기말현금 및 현금성자산	3,704	4,022	4,609	5,334
자본총계	11,889	12,397	13,391	14,708	기말 순부채(순현금)	4,138	3,774	3,138	2,350

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.11.11	Buy	1,160,000원(12개월)	-	-
2025.10.24	Buy	930,000원(12개월)	1.8%	9.5%~
2025.09.19	Buy	805,000원(12개월)	-22.7%	-1.7%
		담당 Analyst 변경		
2025.02.20	Buy	420,000원(12개월)	11.1%	59.5%
2025.01.07	Buy	330,000원(12개월)	-8.7%	8.9%
2024.11.01	Buy	260,000원(12개월)	-11.1%	13.3%
2024.06.11	Buy	240,000원(12개월)	-24.1%	0.6%
2024.03.27	Buy	190,000원(12개월)	-13.7%	15.8%
2024.02.20	Buy	140,000원(12개월)	-15.8%	15.7%

두산 (000150.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 9월 30일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '두산'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 등 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 등 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 등 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 등 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.