

작년 4분기가 자체사업의 실적 개선 신호탄

전자BG 실적 호조

전방산업의 재고조정으로 매출이 감소하는 4분기 특성을 극복하고 지난해 역대 4분기 최고 실적을 기록한 것은 신규 매출이 있었기 때문에 가능했다. 연초는 전방산업의 수요가 반대로 늘어나는 시기에 신규 납품까지 겹쳐 매우 좋은 실적을 달성했을 것으로 추정한다. 매출 성장을 주도하는 AI가속기 네트워크용과 반도체용 CCL은 고수익제품으로 높은 수익이 예상된다.

증설은 추가 수주에 의한 좋은 이슈. 아직 기존 시설로 대처 능력 충분

국내 3군데, 해외 1군데 포함해 4개 사업장을 가동하는 전자BG가 2024년 사업보고서에서 증평사업장이 가동률 100%를 넘는 것으로 나타났다. 생산량이 늘어났지만, 생산능력을 설비 가동호기와 가동률을 현실화해 조정한 탓도 컸다. 시설과 공간 측면에서 생산능력을 이전만큼 회귀할 수 있고, 다른 사업장은 가동률에 여유가 있어 추가 증설에 필요성을 못 느끼고 있다. 하지만 신규 제품에 대한 수요가 증가하고, 추가 매출처를 확보한다면 내년 이후에는 증설을 고려할 수도 있을 것 같다. 일부 저마진 생산라인으로 대체한 후에도 생산시설을 확장한다면 추가 수주를 토대로 진행하는 것이기에 성장과 수익에 긍정적으로 해석될 수 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 400,000원 유지

자체사업을 가진 지주회사에게 자체사업 성과만큼 중요한 것은 없다고 본다. 계열사 지분가치보다 주주가치에 미치는 영향이 훨씬 크고, 기업가치에 직접적이며, 실적 개선에 따라 배당재원 확보로 주주가치 제고에도 도움되기 때문이다. 사업 실적 호조만큼 좋은 매수 신호는 없다.

Fig. 1: 두산 연결재무제표 요약

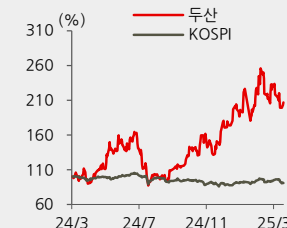
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	19,130	18,133	18,821	19,589	20,498
영업이익	1,436	1,004	1,212	1,333	1,489
세전이익	451	593	796	919	1,085
순이익[지배]	-388	-226	123	206	258
EPS(원)	-18,133	-10,562	5,764	9,617	12,063
증감률(%)	적자지속	적자지속	흑자전환	66.8	25.4
PER(배)	-	-	52.7	31.6	25.2
PBR	1.1	3.3	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	7.2	11.5	10.5	10.0	9.4
ROE(%)	-22.7	-14.6	8.1	12.5	14.0
배당수익률	2.1	0.8	0.7	0.7	0.7

자료: 두산, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	400,000원
[유지]	31.6%
현재주가	304,000원
2025/4/3	

주식지표	
시가총액	5,023십억원
52주최고가	376,000원
52주최저가	128,100원
상장주식수	1,652만주/489만주
자본금/액면가	124십억원/5,000원
60일평균거래량	14만주
60일평균거래대금	44십억원
외국인지분율	11.4%
자기주식수	296만주/17.9%
주요주주및지분율	
박정원 외	40.1%
국민연금공단	8.5%

주가동향



김장원

통신/지주

jw_kim@bnkfn.co.kr

(02)2115-5085

BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

전자BG 사업 실적 호조

지난해 4분기부터 조짐을 보였던 전자BG의 실적 호조가 연초 전방산업의 수요 회복과 해외 납품 가세로 크게 개선됐을 전망이다. 자체사업에 매출 기여도보다 높은 영업이익은 이익률이 18%를 넘을 것으로 추정한다. 생산 시설은 제품 라인업에 따라 전환이 가능해 신규 수요에 대한 대처 능력은 아직까지 충분하다.

표 1. 자체사업과 전자BG 실적

(단위: 십억원, %)

	2024				2025F				24	25F	26F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출	269	325	343	440	433	453	458	461	1,377	1,805	1,894
전자BG	187	235	250	336	347	365	367	343	1,007	1,421	1,495
영업이익	24	38	36	44	73	77	77	66	141	294	312
이익률	8.7	11.6	10.4	10.0	17.0	17.1	16.9	14.3	10.2	16.3	16.5

주: 매출과 영업이익은 전자BG를 포함한 자체사업 전체 자료: 실적발표자료, BNK투자증권

표 2. 전자BG 사업자의 생산실적과 가동률

(단위: 천Unit, %)

사업장	항목	2020	2021	2022	2023	2024
익산	생산능력	5,940	6,140	6,012	6,012	6,450
	생산실적	4,743	5,188	4,017	4,157	3,249
	가동률	79.8	84.5	66.8	69.1	50.4
증평	생산능력	5,257	5,099	4,769	4,586	3,181
	생산실적	3,932	3,793	3,662	2,578	3,233
	가동률	74.8	74.4	76.8	56.2	101.6
김천	생산능력	4,561	4,430	3,983	3,764	3,428
	생산실적	2,896	3,295	2,823	2,342	2,971
	가동률	63.5	74.4	70.9	62.2	86.7
중국	생산능력	10,282	10,560	8,720	8,583	9,115
	생산실적	5,506	7,058	5,365	4,535	5,323
	가동률	53.5	66.8	61.5	52.8	58.4

자료: 사업보고서, BNK투자증권

순자산가치에서 비중이 높아지는 영업가치

표 3. 밸류에이션

(단위: 억원, 원)

항목	가치	비고
상장계열사	68,689	두산로보틱스, 두산테스나, 오리콤 보유지분가치 포함
에너지빌리티	45,947	보유 지분가치(시가총액 기준)
비상장계열사	8,592	모빌리티, 로지스틱스 등 장부가액 기준
영업가치	36,751	자체사업 2025년 예상 EBITDA에 multiple 11배 적용
순차입금	10,146	2024년 4분기 별도 재무제표
순자산가치	103,991	
주당가치	410,791	상장사 50%, 비상장사(DMI, DLS 미적용) 40% 할인. 영업가치에 할인을 미적용

자료: 사업보고서, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,446	11,913	12,475	13,034	13,631
현금성자산	3,539	3,704	3,910	4,134	4,515
매출채권	3,157	3,332	3,502	3,647	3,662
재고자산	2,927	3,136	3,257	3,416	3,555
비유동자산	16,840	18,230	18,048	17,900	17,801
투자자산	939	1,196	1,235	1,269	1,310
유형자산	6,509	7,013	6,894	6,799	6,742
무형자산	8,032	8,547	8,446	8,358	8,275
자산총계	28,287	30,143	30,523	30,934	31,432
유동부채	11,439	11,024	10,967	10,847	10,697
매입채무	4,994	4,337	4,358	4,341	4,324
단기차입금	1,717	3,081	3,051	3,001	2,921
비유동부채	5,641	7,229	7,208	7,187	7,133
사채및장기차입금	2,935	4,403	4,393	4,363	4,313
부채총계	17,080	18,254	18,175	18,034	17,830
지배기업지분	1,624	1,480	1,567	1,738	1,960
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	208	-82	6	176	398
자본총계	11,207	11,889	12,347	12,900	13,602
총차입금	7,938	9,344	9,297	9,211	9,076
순차입금	3,974	5,207	4,932	4,600	4,065

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	1,909	308	961	1,025	1,256
당기순이익	272	302	494	588	738
비현금비용	2,398	2,780	1,655	1,653	1,643
감가상각비	704	767	833	804	784
비현금수익	-344	-976	-163	-170	-186
자산및부채의증감	433	-1,053	-365	-368	-266
매출채권감소	-58	-70	-170	-145	-15
재고자산감소	-296	81	-121	-159	-139
매입채무증가	592	-819	22	-17	-17
법인세환급(납부)	-448	-349	-303	-331	-347
투자활동현금흐름	-1,106	-995	-672	-679	-704
유형자산증가	-584	-710	-516	-518	-540
유형자산감소	13	71	0	0	0
무형자산순감	-230	-218	-96	-104	-104
재무활동현금흐름	636	574	-83	-121	-171
차입금증가	185	1,406	-47	-86	-135
자본의증감	276	47	0	0	0
배당금지급	-119	-125	-36	-36	-36
현금의증가	1,465	165	206	225	381
기말현금	3,539	3,704	3,910	4,134	4,515
잉여현금흐름(FCF)	1,325	-403	445	507	716

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	18,821	19,589	20,498
매출원가	15,885	15,171	15,607	16,207	16,935
매출총이익	3,245	2,962	3,215	3,382	3,563
매출총이익률	17.0	16.3	17.1	17.3	17.4
판매비와관리비	1,809	1,958	2,003	2,049	2,074
판매비율	9.5	10.8	10.6	10.5	10.1
영업이익	1,436	1,004	1,212	1,333	1,489
영업이익률	7.5	5.5	6.4	6.8	7.3
EBITDA	2,141	1,771	2,045	2,138	2,273
영업외손익	-985	-411	-416	-414	-403
금융이자손익	-363	-349	-358	-349	-328
외화관련손익	0	104	0	0	0
기타영업외손익	-622	-166	-58	-65	-75
세전이익	451	593	796	919	1,085
세전이익률	2.4	3.3	4.2	4.7	5.3
법인세비용	179	291	303	331	347
법인세율	39.7	49.1	38.1	36.0	32.0
계속사업이익	272	302	494	588	738
당기순이익	272	302	494	588	738
당기순이익률	1.4	1.7	2.6	3.0	3.6
지배기업순이익	-388	-226	123	206	258
총포괄손익	297	863	494	588	738

주요투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	-18,133	-10,562	5,764	9,617	12,063
BPS	84,487	77,764	81,854	89,794	100,181
CFPS	108,635	98,376	92,721	96,715	102,522
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
PER (배)	-	-	52.7	31.6	25.2
PSR	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.1	3.3	3.7	3.4	3.0
PCR	0.9	2.6	3.3	3.1	3.0
EV/EBITDA	7.2	11.5	10.5	10.0	9.4
배당성향 (%)	9.9	9.0	5.5	4.6	3.7
배당수익률	2.1	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율	12.6	-5.2	3.8	4.1	4.6
영업이익증가율	27.6	-30.1	20.7	10.0	11.7
순이익증가율	0.0	0.0	0.0	66.8	25.4
EPS증가율	0.0	0.0	0.0	66.8	25.4
부채비율 (%)	152.4	153.5	147.2	139.8	131.1
차입금비율	70.8	78.6	75.3	71.4	66.7
순차입금/자기자본	35.5	43.8	39.9	35.7	29.9
ROA (%)	1.0	1.0	1.6	1.9	2.4
ROE	-22.7	-14.6	8.1	12.5	14.0
ROIC	5.5	3.1	4.4	5.0	5.9

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/4/3 종가 기준

투자 의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자 의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
두산 (000150)	24/04/02	매수	200,000원	-	-
	24/04/03	매수	200,000원	-28.3	-18.0
	24/05/02	매수	200,000원	-21.5	-20.0
	24/05/08	매수	200,000원	-7.9	10.0
	24/06/04	매수	250,000원	-	-
	24/06/05	매수	250,000원	-15.0	-6.4
	24/07/03	매수	250,000원	-16.4	-3.4
	24/07/31	매수	250,000원	-42.2	-33.0
	24/08/07	매수	250,000원	-41.2	-39.0
	24/09/04	매수	250,000원	-36.8	-31.0
	24/10/04	매수	250,000원	-21.6	-16.0
	24/11/01	매수	250,000원	-	-
	24/11/04	매수	250,000원	-7.8	15.8
	25/01/06	매수	350,000원	-15.3	-15.3
	25/01/08	매수	350,000원	-13.4	2.7
	25/02/21	매수	450,000원	-27.8	-18.3
	25/04/02	매수	400,000원	-24.0	-24.0
	25/04/04	매수	400,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상 수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상 수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자 비중에 대한 의견 / 비중 확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중 축소(Underweight)

조사 분석 자료 투자 등급 비율(2025.03.31 기준) / 매수(Buy) 86.9%, 보유(Hold) 13.1%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공 일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지할 여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천 의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석 담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 본 조사 분석 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.