

두산 (000150)

AI 수요 지속적인 증가 및 개정상법 수혜

올해 전자BG 독보적 위치하에서 AI 수요 증가로 인한 기존 제품 매출확대 뿐만 아니라 차세대 제품 가세로 실적개선 지속될 듯

지난해 동사 4분기 자체사업 실적의 경우 매출액 5,853억원(+37.1% YoY, +11.7% QoQ), 영업이익 1,425억원(+222.4% YoY, +31.1% QoQ)으로 예상된다. 이는 북미 고객사향 AI 수요는 견조한 추세가 유지되고 있는 가운데 비수기 영향으로 모바일 제품군의 재고조정과 더불어 연말 일회성 비용 등이 반영될 것으로 추정되기 때문이다. 무엇보다 올해 동사 자체사업 실적의 경우 매출액 24,986억원(+16.1% YoY), 영업이익 6,466억원(+25.7% YoY)으로 예상되면서 지난해에 이어 실적개선이 지속될 것으로 전망된다. 이는 독보적 지위가 유지되고 있는 가운데 AI 수요의 지속적인 증가로 인하여 시가속기/800G 중심 매출이 확대될 뿐만 아니라 차세대 제품 가세로 실적개선이 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

이사의 주주 충실의무 도입⇒할인을 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜

개정상법으로 이사의 주주 충실의무 도입은 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 무엇보다 중요한 점은 이사의 주주 충실의무는 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 전제로 하고 있다. 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무 상법 개정으로 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인율 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜가 예상된다.

감사위원회위원 선임-해임시 3%를 강화 및 감사위원 분리선출 확대 ⇒ 보다 더 독립적인 감사기구 역할로 동사 지배구조 개선효과 클 듯

개정상법에서는 사외이사가 아닌 감사위원회위원의 선임-해임뿐만 아니라, 사외이사인 감사위원회위원의 선임-해임의 경우에도 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 3%로 제한한다. 또한 대규모 상장회사의 감사위원 분리선출을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하였다.

동사에 대한 박정원 외 특수관계인 지분율의 경우 총 31명이 40.1%를 보유하고 있다. 이에 따라 소액주주, 해외 기관투자자, 행동주의 펀드 등이 감사위원회위원의 선임-해임을 필두로 경영에 개입할 가능성 등이 높아지면서 보다 더 독립적인 감사기구로서의 역할 수행으로 동사 지배구조 개선효과가 클 것이다.

대기업 집중투표제 활성화 ⇒ 지배주주와 소액주주간 이해상충 상황이 발생할 가능성 높은 동사와 같은 지주회사 지배구조 개선효과 클 듯

개정상법으로 인한 집중투표제 도입은 이사의 다양성을 확보할 수 있을 뿐만 아니라 이사회 내 견제와 균형을 강화하는 의미를 가진다. 특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 동사와 같은 지주회사의 경우 지배주주와 소액주주간 이해상충 상황이 발생할 가능성이 높기 때문에 집중투표제 도입으로 인한 지배구조 개선효과가 가시화 될 것이다.

목표주가 1,200,000원으로 상향

동사에 대하여 목표주가를 1,200,000원으로 상향한다. 목표주가는 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 영업가치 중 자체사업의 경우 2026년 예상 EBITDA에 Target EV/EBITDA 12.0배를 적용하여 산출하였다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,200,000원(상향)
증가(2026.01.23)	946,000원
상승여력	26.8%

Stock Indicator

자본금	124십억원
발행주식수	1,619만주
시가총액	15,319십억원
외국인지분율	16.9%
52주 주가	239,500~1,018,000원
60일평균거래량	143,342주
60일평균거래대금	124.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.3	21.0	70.1	187.1
상대수익률	0.1	-8.8	13.4	88.7

Price Trend



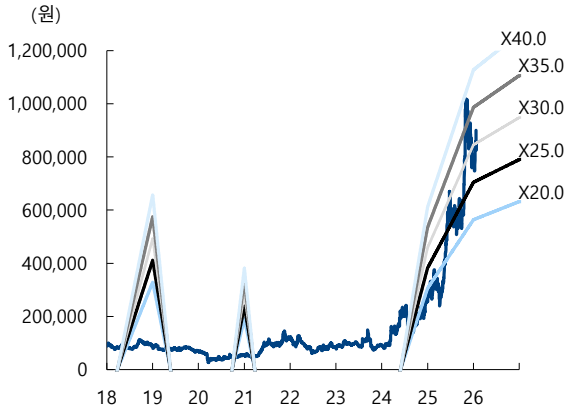
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	18,133	19,583	21,124	23,117
영업이익(십억원)	1,004	1,248	1,874	2,143
순이익(십억원)	-226	328	604	677
EPS(원)	-10,562	15,308	28,188	31,606
BPS(원)	69,123	102,366	130,713	160,601
PER(배)		51.0	33.6	29.9
PBR(배)	3.7	7.6	7.2	5.9
ROE(%)	-14.6	17.2	20.8	16.7
배당수익률(%)	0.8	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	5.1	9.0	6.8	6.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상현 2122-9198 value3@imfnsec.com

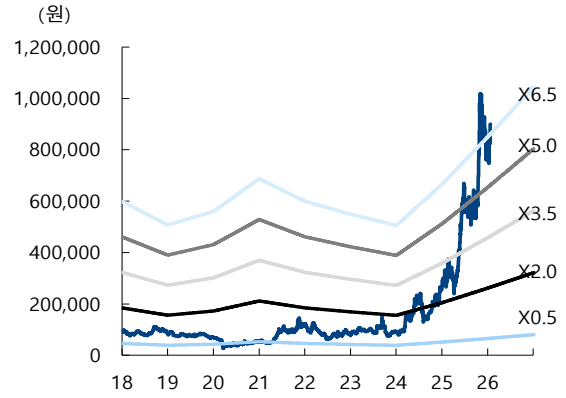
[RA]
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

그림1. 두산 PER 밴드



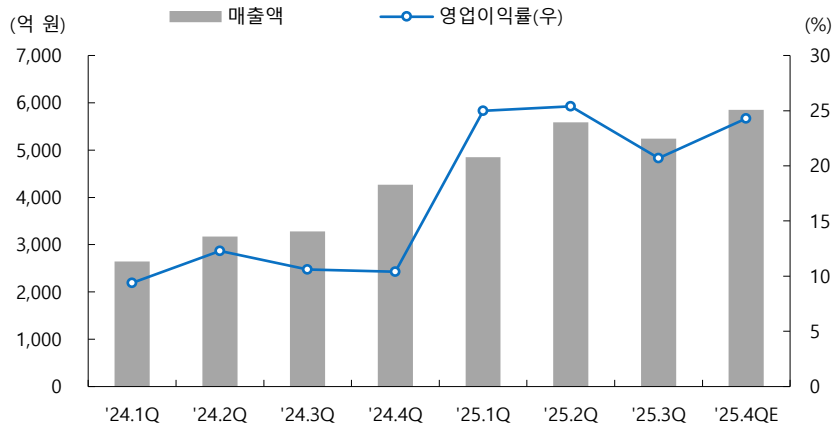
자료: 두산, iM증권 리서치본부

그림2. 두산 PBR 밴드



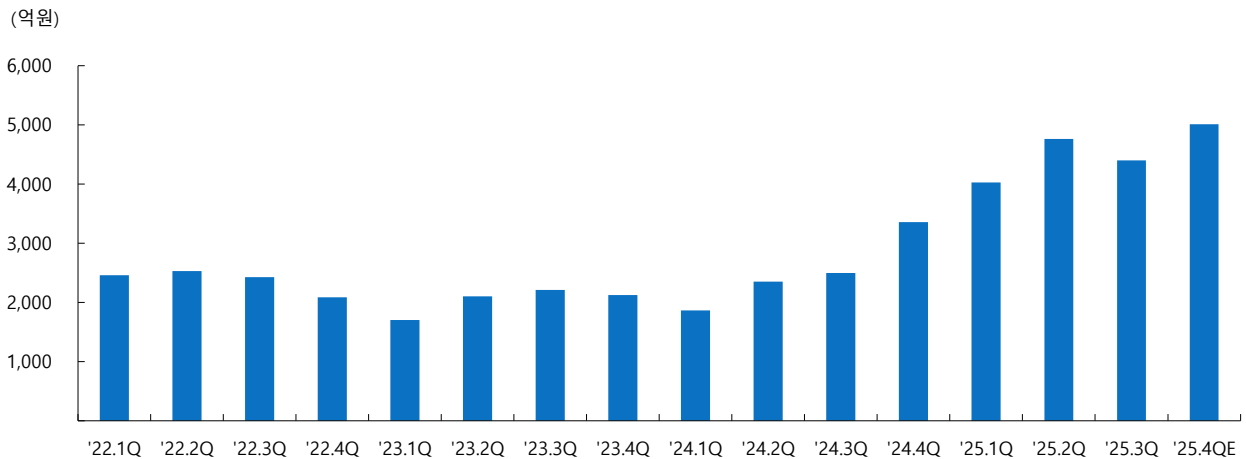
자료: 두산, iM증권 리서치본부

그림3. 두산 자체사업 분기별 실적 추이



자료: 두산, iM증권 리서치본부

그림4. 두산 전자 BG 분기별 매출액 추이



자료: 두산, iM증권 리서치본부

표1. 두산 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	109,004
영업가치	88,320
순차입금	11,502
우선주	21,141
NAV	164,681
발행주식수(자사주 제외)	13,562,516
주당 NAV(원)	1,214,236

자회사	지분율	자회사 가치
두산중공업	30.4%	82,876
오리콤	60.9%	197
두산로보틱스	68.2%	19,985
두산모빌리티노베이션	91.6%	2,063
두산로지스틱스솔루션	100.0%	894
기타		2,988

자료: 두산, iM증권 리서치본부

표2. 이재명 정부에서 추진하는 상법 개정 주요 내용

항목	기존	개정	시행시기
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주	25.7.22 시행
이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우	25.7.22 시행
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	사외이사로서 독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행지자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사	26.7.23 시행
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상(자산 2조 미만 상장회사)	26.7.23 시행 이후 1년 이내 요건을 갖추어야 함
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화	27.1.1 시행
사외이사인 감사위원 선임 해임시 3%를 강화	개별 3%	최대주주와 특수관계인의의결권 등 합산 3%	26.7.23 시행
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가(자산 2조 이상 상장회사)	26.9.10 시행
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상	26.9.10 시행
자사주 소각 의무화		신규 및 보유 자사주 소각 의무	미정

자료: 국회, 더불어민주당, iM증권 리서치본부

표3. 이사의 충실의무 상법개정

구분	현행	개정
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표4. 감사위원회위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한

구분	현행	개정
제542조의12 (감사위원회의 구성 등)	<p>④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관에서 더 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있으며, 정관에서 더 낮은 주식보유비율을 정한 경우에는 그 비율로 한다)을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 사외이사가 아닌 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에 그의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산 한다)는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. (중략)</p> <p>③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.</p>	<p>④ ----- ----- ----- ----- (최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, ----- ----- ----- ⑦ ----- -----, <후단 삭제></p>

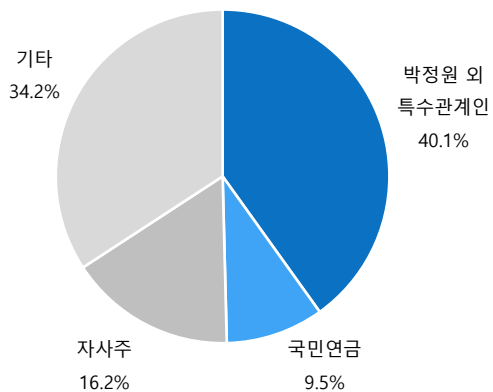
자료: 국회, iM증권 리서치본부

표5. 감사위원 분리선출 확대

구분	현행	개정
제542조의12 (감사위원회의 구성 등)	<p>② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회위원 중 1명(정관에서 2명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.</p>	<p>② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회위원 중 2명(정관에서 3명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.</p>

자료: 국회, iM증권 리서치본부

그림5. 두산 주주 분포(2025년 9월 30일 기준)



자료: 두산, iM증권 리서치본부

표6. 두산 감사위원회 위원 현황

성명	사외이사 여부	경력	회계·재무전문가 관련		
			해당 여부	전문가 유형	관련 경력
허경욱	예	법무법인 태평양 고문 (2015~현재) 서울대 국제대학원 초빙교수 (2013~2017) 한국OECD대표부 특명전권대사(2010~2013) 기획재정부 제1차관(2009~2010)	예	국가, 지방자치단체, 공공기관에서 재무 또는 회계 관련 업무 또는 이에 대한 감독업무에 5년 이상 종사한 경력이 있는 사람	기획재정부 제1차관 (2009~2010) 대통령실 국책과제 1비서관 (2008~2009) 기획재정부 국제금융차관보(2007) 기획예산처 산업재정심의관 (2004) IMF Senior Economist (2001~2004) 재정경제부 국제기구과 과장(1998) World Bank Young Professional (1988)
윤웅걸	예	법무법인 평산 대표변호사 (2019~현재) 전주지방검찰청장(2018~2019) 제주지방검찰청장(2017~2018) 대검찰청 기획조정부장(2015~2017)			
김혜성	예	김장법률사무소 변호사(2003~현재) 지속가능성기준위원회 KSSB 비상임위원(2024~현재) 식품산업 ESG 경영 포럼 위원(2024~현재) 산업통상자원부 사업재편계획 심의위원회 위원(2022~2024) 한국거래소 코스닥시장 기업심사위원회 심의위원단 위원(2020~2023)			
박선현	예	서울대학교 경영대학 교수(2014~현재) Northwestern University (Kellogg) 방문학자 (2019~2020) University of Southern California (USC) 조교수 (2012~2014) Daimler Chrysler 재무 관리자 (2003 ~ 2007)			

자료: 두산, iM증권 리서치본부

표7. 두산 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(4명)	
사외이사가위원의 3분의 2 이상 충족	충족(전원 사외이사)	상법 제415조의2 제2항
위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무전문가	충족(허경욱 위원)	상법 제542조의11 제2항
감사위원회의 대표는 사외이사	충족 (허경욱 위원장)	
그 밖의 결격요건(최대주주의 특수관계자 등)	충족(해당사항 없음)	상법 제542조의11 제3항

자료: 두산, iM증권 리서치본부

표8. 집중투표제 상법개정

구분	현행	개정
제542조의7 (집중투표에 관한 특례)	③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.	③ ----- 상장회사는 제382조의2제1항에도 불구하고----- 배제할 수 없다. <단서 삭제>
	④ 제2항의 상장회사가 주주총회의 목적사항으로 제3항에 따른 집중투표 배제에 관한 정관 변경에 관한 의안을 상정하려는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 의안과 별도로 상정하여 의결하여야 한다.	<삭제>

자료: 국회, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,913	13,388	15,235	17,198	매출액	18,133	19,583	21,124	23,117
현금 및 현금성자산	3,704	4,700	6,005	7,233	증가율(%)	-5.2	8.0	7.9	9.4
단기금융자산	241	158	104	69	매출원가	15,171	16,218	16,999	18,539
매출채권	3,911	4,220	4,549	4,973	매출총이익	2,962	3,365	4,125	4,577
재고자산	3,136	3,387	3,654	3,998	판매비와관리비	1,958	2,117	2,251	2,434
비유동자산	18,230	17,634	17,192	16,871	연구개발비	284	307	331	362
유형자산	7,013	6,357	5,844	5,444	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8,547	8,367	8,197	8,035	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	30,143	31,023	32,427	34,069	영업이익	1,004	1,248	1,874	2,143
유동부채	11,024	10,856	10,774	10,813	증가율(%)	-30.1	24.4	50.2	14.3
매입채무	2,495	2,695	2,907	3,181	영업이익률(%)	5.5	6.4	8.9	9.3
단기차입금	3,081	3,081	3,081	3,081	이자수익	143	176	221	264
유동성장기부채	791	791	791	791	이자비용	492	492	492	492
비유동부채	7,229	7,370	7,937	8,453	지분법이익(손실)	28	28	28	28
사채	1,089	1,189	1,389	1,701	기타영업외손익	-223	-37	-158	-284
장기차입금	3,314	3,355	3,681	3,926	세전계속사업이익	593	983	1,533	1,719
부채총계	18,254	18,226	18,711	19,266	법인세비용	291	460	571	640
지배주주지분	1,480	2,192	2,799	3,439	세전계속이익률(%)	3.3	5.0	7.3	7.4
자본금	124	124	124	124	당기순이익	302	522	962	1,079
자본잉여금	1,928	1,928	1,928	1,928	순이익률(%)	1.7	2.7	4.6	4.7
이익잉여금	-82	210	778	1,419	지배주주귀속 순이익	-226	328	604	677
기타자본항목	-490	-70	-31	-32	기타포괄이익	561	561	561	561
비지배주주지분	10,409	10,604	10,962	11,364	총포괄이익	863	1,083	1,522	1,639
자본총계	11,889	12,796	13,761	14,903	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	308	847	1,184	1,126	주당지표(원)				
당기순이익	302	522	962	1,079	EPS	-10,562	15,308	28,188	31,606
유형자산감가상각비	603	656	512	400	BPS	69,123	102,366	130,713	160,601
무형자산상각비	164	180	170	161	CFPS	25,267	54,357	60,077	57,825
지분법관련손실(이익)	28	28	28	28	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-995	-154	-183	-201	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-639	-	-	-	PER		51.0	33.6	29.9
무형자산의 처분(취득)	-218	-	-	-	PBR	3.7	7.6	7.2	5.9
금융상품의 증감	-266	-240	-240	-240	PCR	10.1	17.4	15.7	16.4
재무활동 현금흐름	574	-352	-352	-352	EV/EBITDA	5.1	9.0	6.8	6.0
단기금융부채의증감	964	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	116	-	-	-	ROE	-14.6	17.2	20.8	16.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.8	10.6	12.1	11.7
배당금지급	-125	-36	-36	-36	부채비율	153.5	139.8	124.8	112.6
현금및현금성자산의증감	165	996	1,305	1,228	순부채비율	36.4	26.4	15.0	6.1
기초현금및현금성자산	3,539	3,704	4,700	6,005	매출채권회전율(x)	4.8	4.8	4.8	4.9
기말현금및현금성자산	3,704	4,700	6,005	7,233	재고자산회전율(x)	6.0	6.0	6.0	6.0

자료 : 두산, iM증권 리서치본부

두산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-13	Buy	200,000	1.8%	17.0%
2024-07-08	Buy	265,000	-27.0%	9.2%
2025-01-06	Buy	350,000	14.6%	91.4%
2025-07-28	Buy	700,000	5.3%	45.4%
2026-01-26	Buy	1,200,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-