

두산 000150

NextLevel에 들어서다

전자 BG 멀티플 대폭 낮춰도 적정주가 50만원으로 상승

전자 BG에 대한 25F Target Multiple을 기존 22배에서 15배로 대폭 하향 조정한다. 그럼에도 25F 순이익 전망치가 크게 증가하여 목표주가는 기존 45만원에서 50만원으로 상향 조정된다. 25년 전자 BG 순이익 전망치는 기존 1,570억원에서 3,510억원 (영업이익 4,850억원)으로 상향 조정했다. 이 경우 전자 BG의 가치는 5.3조원이다.

Target 멀티플 15배는 경쟁사 대만 EMC 25F P/E 13배에 10% 할증된 수준이다. 10% 할증은 과도하지 않다. 25년 EMC의 OP 마진이 20%, 두산 전자의 마진은 30%에 육박한다. 멀티플 하향은 1)관세에 따른 경기 침체 우려와 시장 멀티플 하락, 2) 전방 고객사의 멀티플 하락, 3) 경쟁사의 멀티플 하락을 반영했다.

전자 BG의 가치 산정에 기존 25~26년 평균 순이익 전망치 대신 25년 순이익만 반영했다. 26년 실적까지 포함할 경우 목표주가가 57만원을 상회하고 이 경우 현재 주가 대비 괴리율이 80%를 초과하여 당사 목표가 산정 정책에 위배된다.

25년 전자 BG 는 NextLevel에 들어섰다

1분기 전자 BG 매출액은 4,029억원 (+116% YoY)으로 우리 추정치 3,550억원을 넘어섰다. 추정 OP마진은 28.8% (영업이익 1,161억원)로 우리의 기존 추정 OP마진 15%를 크게 넘어섰으며 이는 동사의 분기 경상 OP마진 10% 초반 대비 3배 수준이다. 이번 분기 N사 B제품향 매출은 1,600억원으로 추정된다. 역산하면 N사향 제품의 OP 마진은 45%를 초과하는 것으로 추정된다.

25년 전자 BG 실적 전망치 대폭 수정 + 알파 요인

2분기 매출과 마진도 유사한 흐름을 유지하겠다. 올해 전자 BG 실적 전망치를 대폭 수정한다. 25F 매출 기존 1.39조 → 1.63조 / 25F 영업이익 기존 2,100억원 → 4,680억원 (OPM 28.7%)이다. 이 뿐만 아니라 1) GB200, 300 스위치 트레이 탑재 (현재 동시에 쉼 진행 중), 2) 하반기 ASIC 매출 본격화 등은 알파 요인이다. N사 차세대 R 모델 쉼 통과도 하반기에 대기 중이다. 이 역시 이익 전망치 추가 상향의 트리거 요인이 되겠다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	18,952	19,811
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,159	1,290
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	6.1	6.5
세전이익	-286	451	593	711	743
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	167	155
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	11,701	10,632
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	-9.1
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	10.8	9.3
PER(배)	-1.9	-3.9	-17.9	25.9	28.5
PBR(배)	1.0	1.2	3.7	4.0	3.8
EV/EBITDA(배)	4.0	2.7	5.6	4.6	4.1

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장

02-709-2650

seankim@ds-sec.co.kr

강태호 연구원

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2025.05.02

매수(유지)

목표주가(상향)	500,000원
현재주가(04/30)	303,500원
상승여력	64.7%

Stock Data

KOSPI	2,556.6pt
시가총액(보통주)	5,015십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	151천주
60일 평균거래대금	46,589백만원
외국인 지분율	10.9%
52주 최고가	386,000원
52주 최저가	122,000원
주요주주	
박정원(외 27인)	40.1%
자사주(외 1인)	17.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	3.6	3.6
3M	-8.7	-9.5
6M	49.9	51.3

주가차트

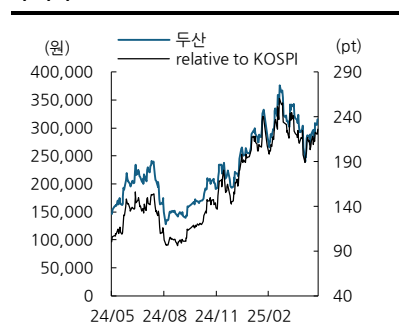
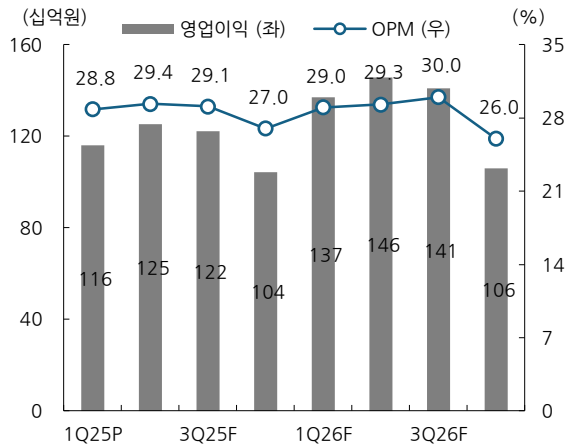
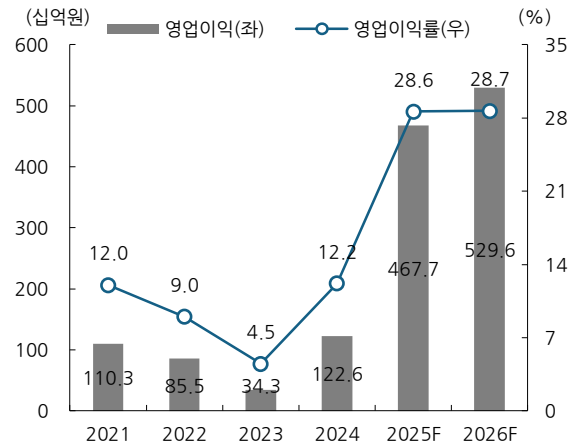


그림1 두산 전자 BG 분기별 영업이익 및 영업이익률을 추정



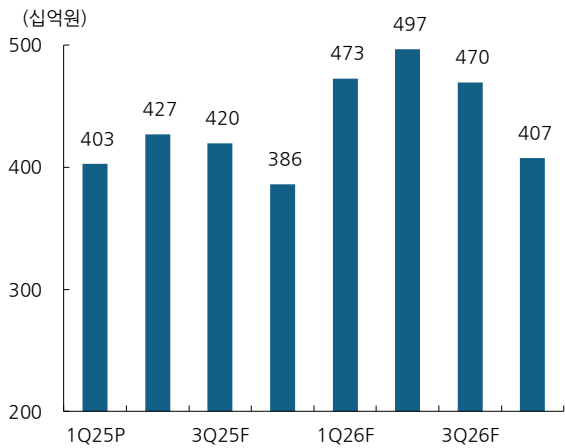
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 두산 전자 BG 연간 영업이익 및 영업이익률을 추정



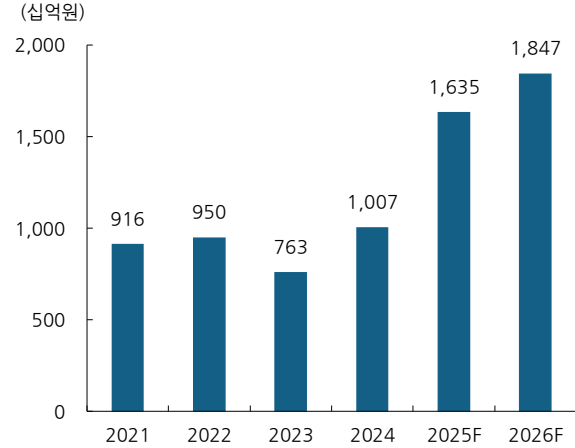
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 두산 전자 BG 분기별 매출액 전망



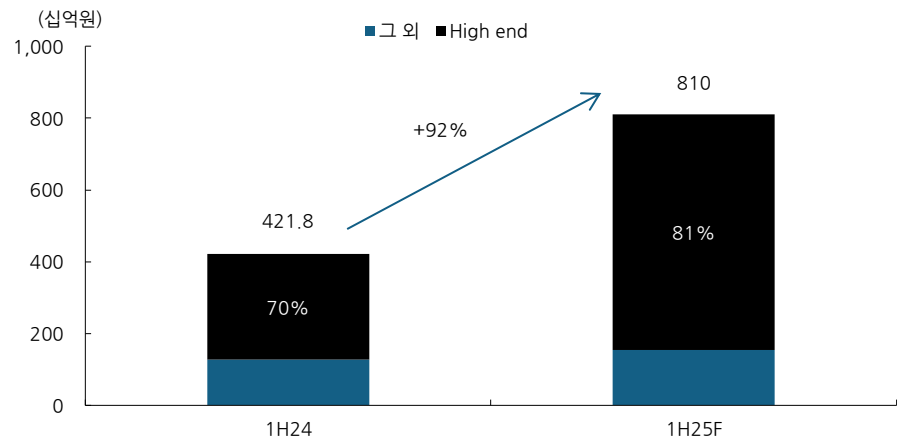
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 두산 전자 BG 연간 매출액 전망



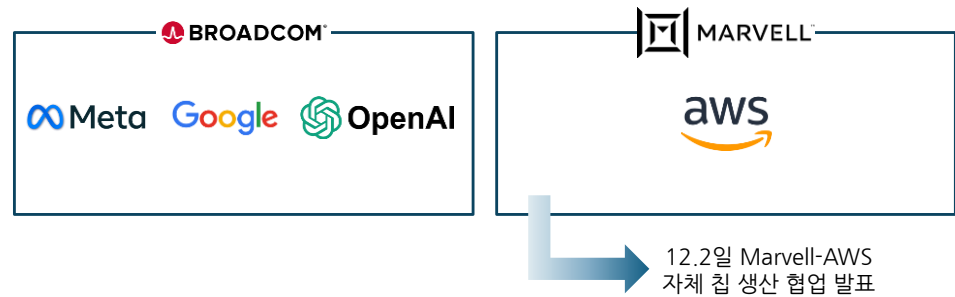
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 25년 상반기 매출액 전망 및 Highend 비중 추이 (두산의 가이던스)



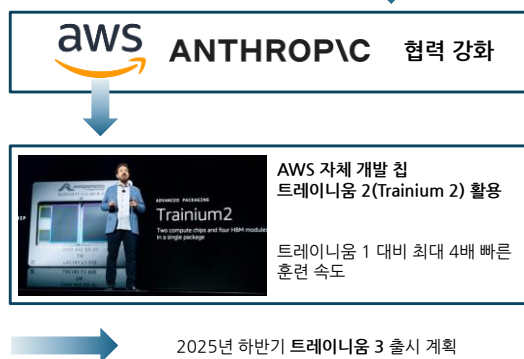
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림6 ASIC 업체 및 고객사 분류



자료: DS투자증권 리서치센터

그림7 AWS AI 칩 자체 개발 계획

자체 칩 활용 최대 AI 클러스터 '프로젝트 레이니아' 발표

자료: AWS, DS투자증권 리서치센터

그림8 구글 TPU



자료: Google, DS투자증권 리서치센터

그림9 CCL 품질의 핵심 요소

구성 요소	순도가 영향을 미치는 특성	요구 조건
구리(Cu) 순도	전도도, 저항값	99.9% 이상의 고순도 구리가 사용됨
레진(Resin) 순도	절연성, 신호 손실	저유전율 및 저손실 레진이 필요
유리섬유(Fiber Glass) 순도	기계적 강도	불순물이 많으면 균열 발생 가능

자료: DS투자증권 리서치센터 정리

그림10 CCL 구리 순도 등급

구리 순도(%)	용도
99.999% (5N)	초고주파 기판, 위성통신, 6G, 반도체 패키징
99.99% (4N)	AI 가속기용 PCB, 5G, 서버, 데이터센터
99.9% (3N)	일반적인 PCB, 자동차 전장 기판
99.7% 이하	저가형 소비자용 전자제품

자료: DS투자증권 리서치센터 정리

표1 두산 전자 BG 사업 1Q25 실적 VS. 당사 추정치

(십억원, %)	1Q25P 실적	YoY	QoQ	1Q25P DS추정치	차이 (%)
매출액	403	116.0	19.9	355	13.5
영업이익	116	591.1	159.2	54	115.2

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 전자 BG 사업 2025년 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전	변경후	차이 (%)
	2025F	2025F	2025F
매출액	1,393	1,635	17.4
영업이익	210	468	122.4

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			5,438	
전자	351	15	5,262	25F 순이익 * 15배 적용 (EMC 대비 10% 할증)
DDI(정보통신)	4	10	35	25F 전망치
두타물	14	10	141	25F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,903	할인율 80% 적용
두산 에너지빌리티	31%	18,544	5,656	
오리콤	61%	74	45	
두산로보틱스	68%	3,267	2,228	
	지분율	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 38.7% 보유
순차입금(d)	1,153			
Target NAV(a+b+c-d)	6,748			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	500,000			
현재 주가(원)	303,500			
주가 상승 여력	65%			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
연결 실적											
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	4,800	4,361	5,493	18,133	18,952	19,811
YoY	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-3.7	4.5	12.4	5.6	-5.2	4.5	4.5
영업이익	348	337	110	209	199	463	216	281	1,004	1,159	1,290
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	4.6	9.7	4.9	5.1	5.5	6.1	6.5
당기순이익	225.9	216.3	-94.9	-45.1	11.3	226.1	130.8	164.8	302	533	558
지배주주 순이익	5	21	-88	-164	24	22	122	0	-226	167	155
두산 자체 사업											
매출액	269	325	343	440	485	509	502	477	1,377	1,972	2,188
YoY	12.8	10.1	19.8	43.0	80.1	56.5	46.5	8.3	22.1	43.2	10.9
영업이익	24	38	35	44	121	132	126	106	141	485	546
OPM	8.7	11.6	10.2	10.1	25.0	25.9	25.1	22.3	10.2	24.6	24.9
전자											
매출액	187	235	250	336	403	427	420	386	1,007	1,635	1,847
디지털 (DDI)											
매출액	67	72	68	81	71	72	71	81	288	295	299
영업이익	3	4	1	-	0	4	1	-	6	4	4
OPM	4.5	5.0	0.9	-1.1	0.3	5.0	0.9	-1.1	2.2	1.2	1.2
두터몰											
매출액	11	10	11	10	11	10	11	10	41	42	42
영업이익	5	4	4	0	5	3	3	3	14	14	13
OPM	46.8	43.3	38.0	4.1	44.4	30.0	30.0	30.0	33.5	33.7	30.0
비상장 2사											
매출액	5	8	11	45	14	10	13	54	69	91	110
YoY	-70.4	-49.7	-35.4	451.2	170.0	21.4	22.3	19.3	18.9	30.9	21.3
영업이익	-5	-5	-4	3	-3	0	0	0	-11	-3.1	-0.3
OPM	-96.0	-58.3	-36.8	6.0	-22.2	-0.2	-0.3	-0.1	적자지속	적자지속	적자지속
DMI											
매출액	0	0	0	2	1	0	1	2	2	4	6
DLS											
매출액	5	8	10	44	12	10	12	52	67	87	104
로보틱스											
매출액	11	14	10	11	16	21	14	17	47	67	97
영업이익	-7	-8	-10	-17	-1	-1	1	1	-41	0	0
OPM	적자 지속	적자 지속	적자 지속	적자 지속	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-88.0	-0.4	-0.5

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

[두산 000150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,913	12,614	13,037	매출액	16,996	19,130	18,133	18,952	19,811
현금 및 현금성자산	2,074	3,539	3,704	5,459	5,741	매출원가	14,158	15,885	15,171	15,747	16,381
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,868	3,375	3,419	매출총이익	2,838	3,245	2,962	3,205	3,430
재고자산	2,757	2,927	3,136	2,596	2,714	판매비 및 관리비	1,712	1,809	1,958	2,047	2,140
기타	1,368	1,328	1,205	1,183	1,162	영업이익	1,126	1,436	1,004	1,159	1,290
비유동자산	16,789	16,840	18,230	17,922	17,561	(EBITDA)	1,744	2,141	1,771	1,977	2,078
관계기업투자등	891	662	951	903	768	금융손익	-539	-360	-242	-449	-442
유형자산	6,273	6,509	7,013	6,641	6,318	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	30,535	30,597	기타영업외손익	-529	-582	-190	1	-105
유동부채	9,478	11,439	11,024	11,264	11,185	세전계속사업이익	-286	451	593	711	743
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,337	4,876	5,097	계속사업법인세비용	211	179	291	178	186
단기금융부채	3,164	4,218	4,281	3,981	3,681	계속사업이익	-497	272	302	533	558
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	533	558
장기금융부채	4,589	3,719	5,063	5,063	5,063	지배주주	-696	-388	-226	167	155
기타비유동부채	1,950	1,922	2,166	2,188	2,210	총포괄이익	-524	285	392	533	558
부채총계	16,018	17,080	18,254	18,515	18,458	매출총이익률 (%)	16.7	17.0	16.3	16.9	17.3
지배주주지분	1,791	1,624	1,480	1,611	1,730	영업이익률 (%)	6.6	7.5	5.5	6.1	6.5
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	10.3	11.2	9.8	10.4	10.5
자본잉여금	1,605	1,881	1,928	1,928	1,928	당기순이익률 (%)	-3.4	1.4	1.7	2.8	2.8
이익잉여금	669	208	-82	49	169	ROA (%)	-2.7	-1.4	-0.8	0.6	0.5
비지배주주지분(연결)	8,507	9,583	10,409	10,409	10,409	ROE (%)	-36.0	-22.7	-14.6	10.8	9.3
자본총계	10,298	11,207	11,889	12,020	12,140	ROIC (%)	5.8	5.9	3.3	5.7	6.8

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	308	2,502	941	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-581	272	302	533	558	P/E	-1.9	-3.9	-17.9	25.9	28.5
비현금수익비용가감	2,705	2,054	1,804	396	325	P/B	1.0	1.2	3.7	4.0	3.8
유형자산감가상각비	456	548	603	651	619	P/S	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
무형자산상각비	162	157	164	168	168	EV/EBITDA	4.0	2.7	5.6	4.6	4.1
기타현금수익비용	2,087	1,350	1,037	-422	-462	P/CF	0.8	0.9	2.6	7.0	7.4
영업활동 자산부채변동	-683	433	-1,053	1,572	59	배당수익률 (%)	2.4	2.1	0.8	0.7	0.8
매출채권 감소(증가)	-508	-58	-70	493	-44	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-683	-296	81	540	-118	매출액	32.2	12.6	-5.2	4.5	4.5
매입채무 증가(감소)	867	592	-819	540	221	영업이익	22.3	27.6	-30.1	15.4	11.4
기타자산, 부채변동	-359	194	-244	0	0	세전이익	적전	흑전	31.5	19.8	4.6
투자활동 현금	-291	-1,106	-995	-411	-324	당기순이익	적전	흑전	11.1	76.4	4.6
유형자산처분(취득)	-665	-571	-639	-279	-296	EPS	적전	적지	적지	흑전	-9.1
무형자산 감소(증가)	-236	-230	-218	-201	-184	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	652	-121	-156	69	156	부채비율	155.5	152.4	153.5	154.0	152.0
기타투자활동	-42	-184	18	0	0	유동비율	100.5	100.1	108.1	112.0	116.6
재무활동 현금	-482	636	574	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	51.2	36.2	43.8	26.4	21.5
차입금의 증가(감소)	-2,418	94	881	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	3.1	3.1	2.0	2.6	2.9
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	3,173	2,612
기타재무활동	2,061	661	-117	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-161	1,465	165	1,755	282	EPS	-42,673	-24,026	-14,215	11,701	10,632
기초현금	2,235	2,074	3,539	3,704	5,459	BPS	83,627	75,846	69,123	75,242	80,801
기말현금	2,074	3,539	3,704	5,459	5,741	SPS	793,700	893,375	846,803	885,068	925,188
NOPLAT	816	867	512	869	968	CFPS	99,190	108,635	98,376	43,394	41,199
FCF	1,150	1,653	59	2,091	617	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
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	-23.1	-10.1	
2025-02-20	매수	450,000	-31.3	-16.4	
2025-02-26	매수	450,000	-32.3	-18.3	
2025-05-02	매수	500,000			

투자이건 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자이건 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
98.4%	1.9%	0.6%

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 당사에 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.