

두산 (000150)

3Q25 Review: 신뢰의 도약

투자의견

BUY(유지)

목표주가

1,370,000 원(상향)

현재주가

939,000 원(11/10)

시가총액

15,516(십억원)

이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com

- 두산 전자BG의 3Q25 실적은 매출액 4,399억(YoY +76.2%, QoQ -7.6%), 영업이익 1,039억원(YoY +250%, QoQ -24%, OPM 23.6%)으로 지난 프리뷰 자료에서 한 차례 하향 조정했던 추정치(OP 1,342억원) 대비해서도 큰 폭으로 하회하는 실적을 기록. 3분기 중 최종 고객사의 제품 전환(GB200→GB300)에 따른 고부가 제품 매출 비중 감소가 실적 하회의 주요 원인으로 추정됨. 다만, GB300 랙서버의 순조로운 양산 확대와 GB200 서버의 주간 생산량 확대 등에 힘입어 두산 전자 BG의 4분기 실적은 매출액 5,499억원(YoY +64%, QoQ +25%), 영업이익 1,652억원(YoY +269%, QoQ +59%, OPM 30.1%)으로 창사 이래 분기 최대 실적을 기록할 것으로 전망
- 출하면적 기준으로 3Q25 두산 전자BG의 북미 최대 고객사향 CCL 가동률은 전기 대비 10%p 이상 감소한 것으로 추정. 다만, 4분기 서버 ODM 업체들의 랙서버 출하량 증가(QoQ +78%)에 따라 고부가 NWB용 CCL 가동률은 100% 수준에 도달할 것으로 전망. 26년 4분기 중국 창수 공장을 시작으로 고부가 NWB용 CCL 신규 생산 라인이 가동될 예정. 내년 초 북미 CSP 업체의 차세대 랙서버 출하 일정과 발맞추어 신규 ASIC 고객사 확보가 가능할 것으로 예상되나, 2026년 연중 제한적인 캐파 환경에서 북미 최대 고객사향 물량을 최우선으로 생산하는 것이 두산 전자BG의 당면 과제
- 서버 ODM들의 랙서버 출하량은 두산 전자BG의 Q를 좌우하는 요소. 업스트림 소재, 부품단의 생산 능력 확장과 북미 최대 고객사의 공격적 가이던스를 감안하여 2026년 연말 기준 서버 ODM의 분기별 랙서버 출하량은 YoY 35% 확대될 것으로 전망. 내년 2분기 첫 출하가 예상되는 차세대 아키텍처는 CCL의 P와 Q 모두에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상. P의 경우 주요 원재료인 구리박 스펙 상향(HVLP3 → HVLP4)에 따라 약 16%의 상승이, Q의 경우 코어 Layer Count의 확대(5+12+5 → 6+14+6)에 따라 약 16.7%의 상승이 예상됨
- 2026년 두산 전자BG 실적은 매출액 2조 4,317억원(YoY +30%), 영업이익 7,608억원(YoY +46%, OPM 31.3%)을 전망하며, 실적 추정치 상향조정에 따라 목표주가 137만원으로 상향 제시 및 섹터 최선호주 의견 유지

주가(원, 11/10)	939,000
시가총액(십억원)	15,516
발행주식수	16,524천주
52주 최고가	1,025,000원
최저가	187,900원
52주 일간 Beta	1.61
60일 일평균거래대금	1,018억원
외국인 지분율	15.6%
배당수익률(2025F)	0.2%
주주구성	
박정원 (외 27인)	40.1%
자사주	17.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	45.0%	114.1%	241.4%
절대기준	57.8%	172.2%	300.4%
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	1,370,000	1,000,000	▲
영업이익(25)	1,484	1,512	▼
영업이익(26)	2,082	1,997	▲

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	19,130	18,133	19,358	21,257
영업이익	1,436	1,004	1,325	2,082
세전손익	451	593	1,043	1,993
당기순이익	272	302	654	1,511
EPS(원)	-18,133	-10,562	2,047	28,774
증감률(%)	na	na	흑전	1,306.0
PER(배)	na	na	458.8	32.6
ROE(%)	-22.7	-14.6	2.9	33.8
PBR(배)	1.8	5.3	19.7	14.2
EV/EBITDA(배)	2.7	5.6	12.8	10.3

자료: 유진투자증권



도표 1. 두산 목표주가 산정

	이익, 시가총액, 장부가액 (십억원)	적용 멀티플(배), 지분율(%)	NAV (십억원)	비고
영업가치				
전자BG	810	19.71	15,955	26F EBITDA * 피어 평균 40% 할증 적용
DDI	2	10	25	26F 순이익 추정치
두타몰	11	10	108	26F 순이익 추정치
(A): 영업가치 합계			16,088	
지분가치				
상장사	50,989	30.7	15,643	
두산에너빌리티	5,134	68.1	3,497	전일 종가 기준
오리콤	69	61.9	43	
비상장사	72	86.1	62	
두산도빌리티이노베이션	89	100.0	89	장부가액 적용
두산로지스틱스솔루션	254	100.0	254	
(B): 지분가치 합계			5,876	70% 할인 적용
(C): 순차입금	1,185			2Q25 별도 재무제표 기준
(D): 우선주가치	2,226			11/10 종가 기준
보통주 적정 시가총액	18,553			(A) + (B) - (C) - (D)
보통주 총 발행주식 수(만주)	1,352			발행주 - 자사주(296 만주)
적정주가(원)	1,371,935			
목표주가(원)	1,370,000			
현재주가(원)	939,000			
상승여력(%)	45.9			

자료: 유진투자증권

도표 2. 두산 전자BG EV/EBITDA 추정

구분	(십억원, 배)	비고
(A): 시가총액	15,516	
(B): 지분가치 합계	5,876	11/10 종가 기준
(C): 우선주 가치	2,226	
(D): 순차입금	1,185	2Q25 별도 재무제표 기준
전자BG 기업가치	8,599	(A) - (B) - (C) + (D)
EBITDA	810	2026F 추정치
EV/EBITDA	10.6	

자료: 유진투자증권

도표 3. 대만 경쟁사 EV/EBITDA

(십억 TWD, 배)	TUC	ITEQ	EMC	비고
시가총액	106.1	38.1	479.4	11/10 종가 기준
총차입금	11.9	16.6	51.2	2Q25 말 기준
현금성자산	5.2	4.9	17.6	
EV	112.8	49.8	513.0	
EBITDA	7.5	5.2	29.2	26F 블룸버그 컨센서스
EV/EBITDA	15.1	9.6	17.6	
3사 평균			14.1	

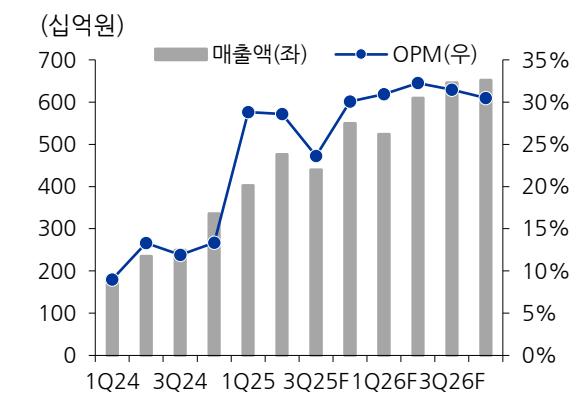
자료: 블룸버그, 유진투자증권

도표 4. 두산 전자 BG 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	476.2	439.9	549.9	1,007.2	1,868.9	2,431.7
YoY	10%	12%	13%	58%	116%	102%	76%	64%	24%	86%	30%
QoQ	-12%	26%	6%	35%	20%	18%	-7.6%	25%			
영업이익	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	103.9	165.2	122.6	521.4	760.8
OPM	9%	13%	12%	13%	29%	29%	24%	30%	12%	28%	31%
YoY	249%	83%	94%	흑전	591%	335%	250%	269%	254%	325%	46%
QoQ	흑전	86%	-5%	51%	159%	17%	-23.7%	59%			
감가상각비	8.3	7.7	8.5	9.1	9.0	8.7	10.7	10.7	33.5	39.1	48.9
EBITDA	25.1	39.0	38.2	53.9	125.1	144.9	114.6	175.9	156.1	560.5	809.6
EBITDA Margin	13%	17%	15%	16%	31%	30%	26%	32%	16%	30%	33%
N사향 매출					161.2	181.0	127.6	222.0		691.7	1,075.2
비중					40%	38%	29%	40%		37%	44%
YoY											55%
기타 매출					241.7	295.2	312.3	327.9	1,007.2	1,177.2	1,356.6
비중					60%	62%	71%	60%	100%	63%	56%
YoY										17%	15%

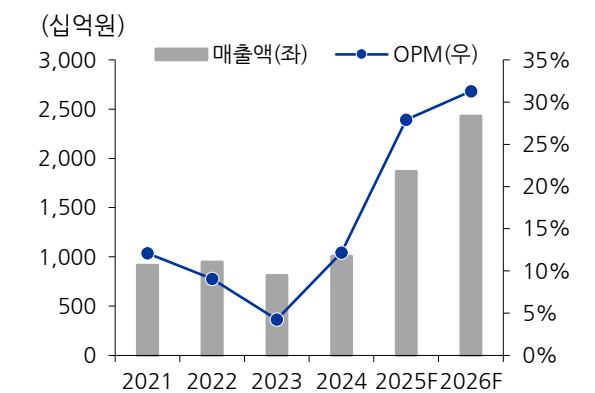
자료: 유진투자증권
주: 전자 BG 해외법인 실적 포함

도표 5. 두산 전자 BG 분기 실적 추이 및 전망



자료: 두산, 유진투자증권

도표 6. 두산 전자 BG 연간 실적 추이 및 전망



자료: 두산, 유진투자증권

도표 7. 두산 연결기준 세부 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	5,346	4,489	5,261	18,133	19,395	21,257
YoY	3%	-8%	-15%	-1%	-4%	16%	16%	1%	-5%	7%	10%
QoQ	-15%	3%	-16%	34%	-17%	24%	-16%	17%			
자체사업	264	317	328	427	485	559	518	641	1,336	2,203	2,766
두산에너빌리티	4,098	4,151	3,396	4,589	3,749	4,569	3,908	4,557	16,233	16,783	18,060
두산로보틱스	11	14	10	12	5	5	17	17	47	44	65
오리콤	43	52	62	58	46	63	53	53	215	215	215
기타조정	46	59	83	114	14	151	-7	-7	302	151	151
매출비중											
자체사업	6%	7%	8%	8%	11%	10%	12%	12%	7%	11%	13%
두산에너빌리티	92%	90%	88%	88%	87%	85%	87%	87%	90%	87%	85%
두산로보틱스	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
오리콤	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
기타조정	1%	1%	2%	2%	0%	3%	0%	0%	2%	1%	1%
영업이익	348	337	110	209	198	358	391	537	1,004	1,484	2,082
YoY	3%	-34%	-66%	-22%	-43%	6%	255%	157%	-30%	48%	40%
QoQ	31%	-3%	-67%	90%	-5%	80%	9%	37%			
자체사업	25	39	35	44	121	142	109	165	143	537	776
두산에너빌리티	358	310	115	235	143	271	291	382	1,018	1,086	1,435
두산로보틱스	-7	-8	-10	-17	-12	-16	3	3	-41	-23	-14
오리콤	-1	4	2	7	-1	4	4	4	12	12	12
기타조정	-28	-8	-32	-60	-52	-44	-16	-16	-128	-128	-128
영업이익률	7.8%	7.3%	2.8%	4.0%	4.6%	6.7%	8.7%	10.2%	5.5%	7.7%	9.8%
영업외손익	-13	-33	-137	-228	-93	38	-80	-148	-411	-282	-89
세전이익	335	304	-27	-19	106	396	151	389	593	1,043	1,993
YoY	47%	0%	적전	-92%	-68%	30%	흑전	흑전	31%	76%	91%
QoQ	흑전	-9%	적전	-29%	흑전	274%	-62%	157%			
지배주주순이익	5	21	-88	-163	24	79	-30	-30	-226	43	597
NPM	0%	0%	-2%	-3%	1%	1%	-1%	-1%	-1%	0%	3%
YoY	흑전	흑전	N/A	N/A	375%	281%	N/A	N/A	N/A	흑전	1284%
EPS(원)	233	963	-4,125	-7,633	1,104	3,670	-1,380	-1,380	-10,562	2,047	28,774
YoY	흑전	흑전	N/A	N/A	375%	281%	N/A	N/A	N/A	흑전	1306%

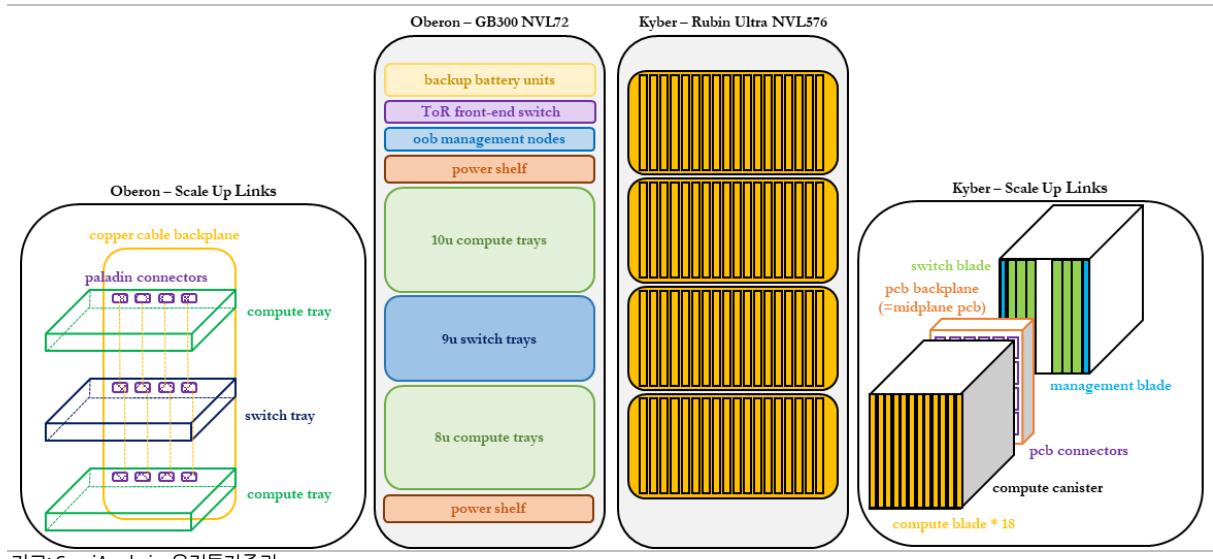
자료: 유진투자증권

도표 8. AI 가속기별 랙 스케일 서버 비교

CSP, Fabless	칩 이름	서버 ODM	ASIC 설계	서버 랙 이름	출시년월 (예정일)	칩 개수/랙, Pod
META	MTIA2	Celestica	Broadcom	Minerva	2024.4	
	MTIA T-V1	Quanta Computer	Broadcom	Santa Barbara	2025 4Q	
AWS	Trainium2	Wiwynn	Annapurna Labs, Marvell	EC2 Trn2	2024.12	16, 32(울트라)
	Trainium 3	Wiwynn, Jabil	Annapurna Labs, Alchip	EC2 Trn3	2025 4Q	72
Google	Trillium(v6e)	Celestica, Flex,	Broadcom	-	2024.5	256
	Ironwood(v6p)	Quanta Computer, Inventec	Broadcom	-	2025 2H	256
Microsoft	Maia 100	-	Marvell	Athena	2023.11	-
	Maia 200	-	Marvell	-	2026F	-
Nvidia	B200	Hon Hai, Quanta, Wistron, Dell	-	Oberon	2024.3	72
	B300	-	-	Oberon	2025 3Q	72
	Rubin	-	-	Oberon	2026 2Q	72
	Rubin Ultra	-	-	Kyber	2027 4Q	576

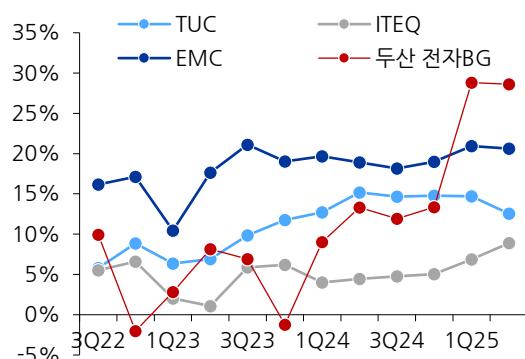
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 9. 오베론랙과 카이버랙 비교



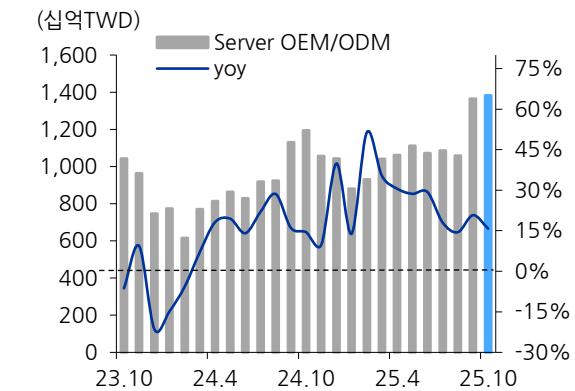
자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

도표 10. CCL 제조사별 이익률 추이



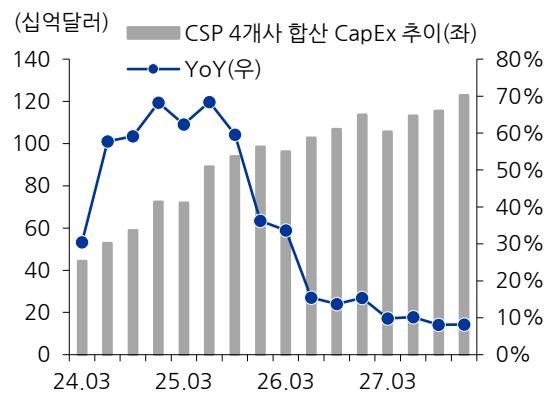
자료: 각사, 유진투자증권

도표 11. 서버 ODM 업체 월별 합산 매출액 추이



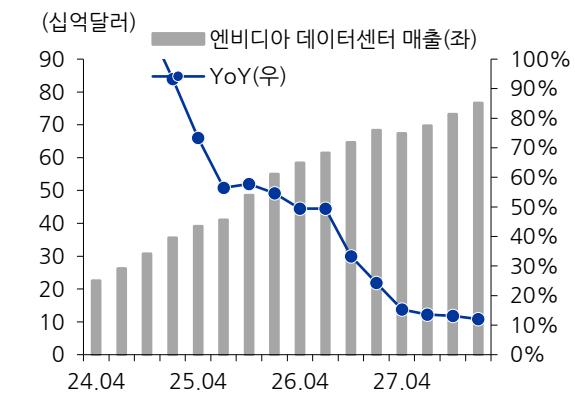
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 12. CSP 4개사 합산 CapEx 추이



자료: 각사, 유진투자증권

도표 13. 엔비디아 데이터센터 매출 추이



자료: 엔비디아, 유진투자증권

두산(000150.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	28,287	30,143	30,663	31,029	32,298
유동자산	11,446	11,913	12,378	12,628	13,775
현금성자산	3,878	4,137	6,636	6,800	7,463
매출채권	3,652	3,868	2,883	2,912	3,177
재고자산	2,927	3,136	1,960	1,980	2,161
비유동자산	16,840	18,230	18,285	18,401	18,523
투자자산	2,299	2,671	2,878	2,995	3,117
유형자산	6,509	7,013	6,979	6,980	6,981
기타	8,032	8,547	8,428	8,426	8,425
부채총계	17,080	18,254	18,846	18,633	19,025
유동부채	11,439	11,024	11,401	11,111	11,422
매입채무	4,994	4,337	3,459	3,145	3,432
유동성이자부채	4,218	4,281	5,511	5,511	5,511
기타	2,226	2,407	2,431	2,455	2,480
비유동부채	5,641	7,229	7,445	7,523	7,603
비유동성이자부채	3,719	5,063	5,196	5,196	5,196
기타	1,922	2,166	2,250	2,327	2,407
자본총계	11,207	11,889	11,817	12,396	13,273
지배자분	1,624	1,480	1,476	2,055	2,933
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,935	1,935	1,935
이익잉여금	208	(82)	(73)	506	1,383
기타	(589)	(490)	(510)	(510)	(510)
비자배지분	9,583	10,409	10,341	10,341	10,341
자본총계	11,207	11,889	11,817	12,396	13,273
총차입금	7,938	9,344	10,706	10,706	10,706
순차입금	4,060	5,207	4,070	3,906	3,243

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,909	308	1,495	344	853
당기순이익	272	302	654	1,511	1,822
자산상각비	704	767	422	73	78
기타비현금성손익	1,350	1,037	(1,008)	(1,958)	(1,979)
운전자본증감	433	(1,053)	811	(376)	(173)
매출채권감소(증가)	(58)	(70)	902	(29)	(266)
재고자산감소(증가)	(296)	81	1,013	(20)	(181)
매입채무증가(감소)	592	(819)	(2,130)	(314)	287
기타	194	(244)	1,027	(12)	(13)
투자현금	(1,106)	(995)	(490)	(188)	(198)
단기투자자산감소	(111)	(39)	(86)	(26)	(27)
장기투자증권감소	(10)	(117)	5	(18)	(20)
설비투자	584	710	228	65	68
유형자산처분	13	71	18	0	0
무형자산처분	(230)	(218)	(152)	(8)	(9)
재무현금	636	574	1,395	(18)	(18)
차입금증가	94	881	1,484	0	0
자본증가	(119)	(190)	(175)	(18)	(18)
배당금지급	119	125	36	18	18
현금 증감	1,465	165	2,292	138	636
기초현금	2,074	3,539	3,704	5,996	6,134
기말현금	3,539	3,704	5,996	6,134	6,770
Gross Cash flow	2,326	2,107	1,114	720	1,025
Gross Investment	563	2,009	(407)	538	344
Free Cash Flow	1,764	98	1,522	182	681

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	19,358	21,257	23,195
증가율(%)	12.6	(5.2)	6.8	9.8	9.1
매출원가	15,885	15,171	16,166	17,726	19,373
매출총이익	3,245	2,962	3,192	3,531	3,822
판매 및 일반관리비	1,809	1,958	1,868	1,449	1,334
기타영업손익	6	8	(5)	(22)	(8)
영업이익	1,436	1,004	1,325	2,082	2,488
증가율(%)	27.6	(30.1)	32.0	57.2	19.5
EBITDA	2,141	1,771	1,747	2,155	2,566
증가율(%)	22.7	(17.3)	(1.4)	23.4	19.0
영업외손익	(985)	(411)	(282)	(89)	(84)
이자수익	106	145	60	10	10
이자비용	466	492	243	15	17
지분법손익	(44)	21	23	28	28
기타영업손익	(582)	(85)	(122)	(111)	(106)
세전순이익	451	593	1,043	1,993	2,404
증가율(%)	흑전	31.5	75.8	91.2	20.6
법인세비용	179	291	388	482	582
당기순이익	272	302	654	1,511	1,822
증가율(%)	흑전	11.1	116.5	130.9	20.6
지배주주지분	(388)	(226)	43	597	895
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,284.0	49.9
비자배지분	660	528	611	914	927
EPS(원)	(18,133)	(10,562)	2,047	28,774	43,840
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,306.0	52.4
수정EPS(원)	(18,133)	(10,562)	1,571	28,286	43,339
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,700.4	53.2

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(18,133)	(10,562)	2,047	28,774	43,840
BPS	51,273	47,781	47,645	66,346	94,667
DPS	2,000	2,000	2,020	2,040	2,061
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	458.8	32.6	21.4
PBR	1.8	5.3	19.7	14.2	9.9
EV/EBITDA	2.7	5.6	12.8	10.3	8.4
배당수익률	2.1	0.8	0.2	0.2	0.2
PCR	0.9	2.6	17.8	27.1	18.7
수익성(%)					
영업이익률	7.5	5.5	6.8	9.8	10.7
EBITDA이익률	11.2	9.8	9.0	10.1	11.1
순이익률	1.4	1.7	3.4	7.1	7.9
ROE	(22.7)	(14.6)	2.9	33.8	35.9
ROI	5.9	3.3	5.4	10.6	12.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	36.2	43.8	34.4	31.5	24.4
유동비율	100.1	108.1	108.6	113.7	120.6
이자보상배율	3.1	2.0	5.4	138.5	147.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	5.5	4.8	5.7	7.3	7.6
재고자산회전율	6.7	6.0	7.6	10.8	11.2
매입채무회전율	4.1	3.9	5.0	6.4	7.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

