

두산

(000150)

투자의견
BUY
(유지)

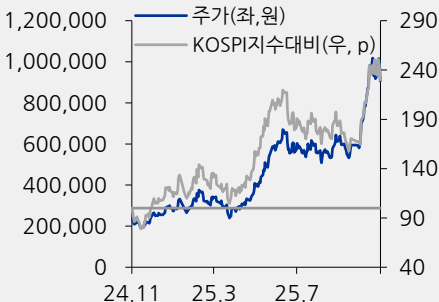
목표주가
1,370,000원
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	30.8	85.4	241.3
절대기준(%)	39.9	141.0	310.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	1,370,000	1,370,000	-
영업이익(25)	1,337	1,484	▼
영업이익(26)	2,082	2,082	-

IT/전기전자 이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com

현재주가(25.11.17)	975,000원	투자의견	BUY(유지)
시가총액(십억원)	161,107	목표주가(12M)	1,370,000원
발행주식수(천주)	16,524천주		
52주 최고가(원)	1,082,000원		
최저가(원)	187,900원		
52주 일간 Beta	1.61		
60일 일평균거래대금(억원)	1,062억원		
외국인 지분율(%)	15.3%		
배당수익률(2025F)(%)	0.2%		
주주구성(%)			
박정원(외 27인)	40.1		
자사주	17.9		



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	19,362	21,257	23,235
영업이익	1,436	1,004	1,337	2,082	2,508
세전손익	451	593	1,072	2,010	2,441
당기순이익	272	302	660	1,524	1,850
EPS(원)	-18,133	-10,562	2,028	28,774	44,809
증감률(%)	na	na	흑전	1,319.1	55.7
PER(배)	na	na	446.8	31.5	20.2
ROE(%)	-22.7	-14.6	2.9	33.8	36.6
PBR(배)	1.8	5.3	19.0	13.7	9.5
EV/EBITDA(배)	2.7	5.6	12.4	10.0	8.1

자료: 유진투자증권

모든 PCB는 저를 통합니다

Investment Point

- P와 Q가 모두 오르는 CCL 슈퍼 사이클: 내년 출시가 예상되는 북미 최대 고객사의 차세대 아키텍처 내 과반 이상의 CCL 점유율 예상. 구리박 스펙 상향과 코어층 층수 증가에 따라 P와 Q 모두 각각 16%, 16.7% 상승 예상
- 서프라이즈는 패키지에서: Prefill 전용 칩에 탑재될 국내 메모리 업체의 그래픽 디램용 CCL은 현재 추정치에 미반영. 내년 관련 제품 출하 상황에 따라 실적 서프라이즈 요소로 작용할 가능성
- 경쟁사 대비 여전히 저렴한 밸류에이션: 단위 면적당 높은 컴퓨팅 파워를 구현하는 것이 AI 사이클의 당면 과제. 북미 고객사 내 높은 점유율을 보유한 두산 전자BG의 밸류에이션 프리미엄이 정당화되는 구간이라고 판단

최근 실적 및 이슈

- 3Q25 Re: 두산 전자BG 3분기 매출액 4,399억, 영업이익 1,039억 원을 기록. 최종 고객사의 제품 전환(GB200→GB300)에 따른 고부가 제품 매출 비중 감소가 실적 하회의 주요 원인
- 4Q25F: 신제품의 순조로운 양산 확대와 기존 양산 제품의 램프업 등에 힘입어 두산 전자BG의 4분기 실적은 매출액 5,499억원, 영업이익 1,652억원예상

두산 연결기준 세부 실적 추이

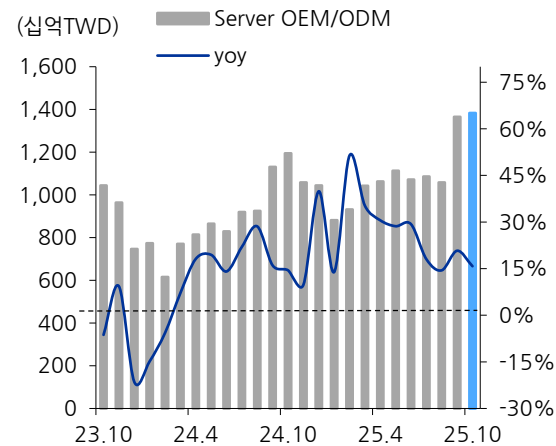
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	5,346	4,452	5,264	18,133	19,373	21,257
YoY	3%	-8%	-15%	-1%	-4%	16%	15%	1%	-5%	7%	10%
QoQ	-15%	3%	-16%	34%	-17%	24%	-17%	18%			
자체사업	264	317	328	427	485	559	524	641	1,336	2,208	2,766
두산에너지빌리티	4,098	4,151	3,396	4,589	3,749	4,569	3,880	4,557	16,233	16,755	18,060
두산로보틱스	11	14	10	12	5	5	10	10	47	44	65
오리콤	43	52	62	58	46	63	56	56	215	215	215
매출비중											
자체사업	6%	7%	8%	8%	11%	10%	12%	12%	7%	11%	13%
두산에너지빌리티	92%	90%	88%	88%	87%	85%	87%	87%	90%	86%	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%
영업이익	348	337	110	209	198	358	231	550	1,004	1,313	2,082
YoY	3%	-34%	-66%	-22%	-43%	6%	110%	163%	-30%	31%	59%
QoQ	31%	-3%	-67%	90%	-5%	80%	-35%	138%			
자체사업	25	39	35	44	121	142	109	165	143	537	776
두산에너지빌리티	358	310	115	235	143	271	137	382	1,018	932	1,435
두산로보틱스	-7	-8	-10	-17	-12	-16	-15	3	-41	-40	-14
오리콤	-1	4	2	7	-1	4	1	1	12	12	12
영업이익률	7.8%	7.3%	2.8%	4.0%	4.6%	6.7%	5.2%	10.4%	5.5%	6.8%	9.8%
영업외손익	-13	-33	-137	-228	-93	38	-63	-148	-411	-265	-72
세전이익	335	304	-27	-19	106	396	168	402	593	1,071	2,010
YoY	47%	0%	적전	-92%	-68%	30%	흑전	흑전	31%	81%	88%
QoQ	흑전	-9%	적전	-29%	흑전	274%	-58%	139%			
지배주주순이익	5	21	-88	-163	24	79	121	-181	-226	43	597
NPM	0%	0%	-2%	-3%	1%	1%	3%	-3%	-1%	0%	3%
YoY	흑전	흑전	N/A	N/A	375%	281%	N/A	N/A	N/A	흑전	1297%
EPS(원)	233	963	-4,125	-7,633	1,104	3,670	5,656	-8,435	-10,562	2,028	28,774
YoY	흑전	흑전	N/A	N/A	375%	281%	N/A	N/A	N/A	흑전	1319%

자료: 유진투자증권

두산 전자BG 세부 실적 추이

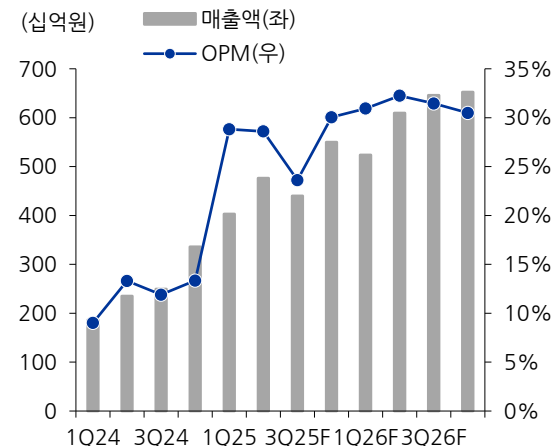
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	476.2	439.9	549.9	1,007.2	1,868.9	2,431.7
YoY	10%	12%	13%	58%	116%	102%	76%	64%	24%	86%	30%
QoQ	-12%	26%	6%	35%	20%	18%	-7.6%	25%			
영업이익	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	103.9	165.2	122.6	521.4	760.8
OPM	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%

서버 ODM 업체 월별 합산 매출액 추이



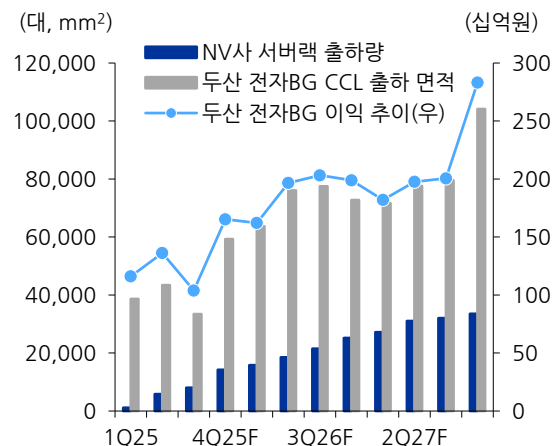
자료: MOPS, 유진투자증권

두산 전자BG 실적 추이



자료:유진투자증권

랙서버 출하량과 두산 전자BG CCL 출하면적



자료: 유진투자증권

두산(000150.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	28,287	30,143	30,664	31,029	32,323
유동자산	11,446	11,913	12,380	12,627	13,801
현금성자산	3,878	4,137	6,635	6,800	7,480
매출채권	3,652	3,868	2,884	2,912	3,183
재고자산	2,927	3,136	1,961	1,980	2,164
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	18,848	18,633	19,031
유동부채	11,439	11,024	11,403	11,111	11,428
매입채무	4,994	4,337	3,461	3,145	3,437
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
비유동이자부채	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	11,816	12,396	13,293
자배지분	1,624	1,480	1,476	2,055	2,952
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,935	1,935	1,935
이익잉여금	208	(82)	(74)	506	1,403
기타	(589)	(490)	(510)	(510)	(510)
비자배지분	9,583	10,409	10,341	10,341	10,341
자본총계	11,207	11,889	11,816	12,396	13,293
총차입금	7,938	9,344	10,706	10,706	10,706
순차입금	4,060	5,207	4,072	3,907	3,227

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,909	308	1,493	345	869
당기순이익	272	302	660	1,524	1,850
자산상각비	704	767	422	73	78
기타비현금성손익	1,350	1,037	(1,015)	(1,971)	(1,988)
운전자본증감	433	(1,053)	810	(375)	(176)
매출채권감소(증가)	(58)	(70)	900	(28)	(271)
재고자산감소(증가)	(296)	81	1,012	(19)	(184)
매입채무증가(감소)	592	(819)	(2,128)	(316)	293
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	2,290	139	653
기초현금	2,074	3,539	3,704	5,995	6,134
기말현금	3,539	3,704	5,995	6,134	6,786
Gross Cash flow	2,326	2,107	1,114	720	1,045
Gross Investment	563	2,009	(407)	537	347
Free Cash Flow	1,764	98	1,521	183	698

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	19,362	21,257	23,235
증가율(%)	12.6	(5.2)	6.8	9.8	9.3
매출원가	15,885	15,171	16,169	17,726	19,406
매출총이익	3,245	2,962	3,193	3,531	3,829
판매 및 일반관리비	1,809	1,958	1,856	1,449	1,321
기타영업손익	6	8	(5)	(22)	(9)
영업이익	1,436	1,004	1,337	2,082	2,508
증가율(%)	27.6	(30.1)	33.2	55.7	20.5
EBITDA	2,141	1,771	1,759	2,155	2,586
증가율(%)	22.7	(17.3)	(0.7)	22.5	20.0
영업외손익	(985)	(411)	(265)	(72)	(67)
이자수익	106	145	60	10	10
이자비용	466	492	243	15	17
자본비용	(44)	21	23	28	28
기타영업외손익	(582)	(85)	(105)	(94)	(88)
세전순이익	451	593	1,072	2,010	2,441
증가율(%)	흑전	31.5	80.8	87.6	21.4
법인세비용	179	291	411	486	591
당기순이익	272	302	660	1,524	1,850
증가율(%)	흑전	11.1	118.5	130.7	21.4
지배주주지분	(388)	(226)	43	597	915
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,296.9	53.2
비지배지분	660	528	618	927	935
EPS(원)	(18,133)	(10,562)	2,028	28,774	44,809
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,319.1	55.7
수정EPS(원)	(18,133)	(10,562)	1,552	28,286	44,308
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,722.4	56.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(18,133)	(10,562)	2,028	28,774	44,809
BPS	51,273	47,781	47,632	66,333	95,293
DPS	2,000	2,000	2,020	2,040	2,061
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	446.8	31.5	20.2
PBR	1.8	5.3	19.0	13.7	9.5
EV/ EBITDA	2.7	5.6	12.4	10.0	8.1
배당수익률	2.1	0.8	0.2	0.2	0.2
PCR	0.9	2.6	17.1	26.1	17.7
수익성(%)					
영업이익률	7.5	5.5	6.9	9.8	10.8
EBITDA이익률	11.2	9.8	9.1	10.1	11.1
순이익률	1.4	1.7	3.4	7.2	8.0
ROE	(22.7)	(14.6)	2.9	33.8	36.6
ROIC	5.9	3.3	5.3	10.6	12.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	36.2	43.8	34.5	31.5	24.3
유동비율	100.1	108.1	108.6	113.7	120.8
이자보상배율	3.1	2.0	5.5	138.5	148.2
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