

두산 000150

미국 빅테크들의 ASIC 내재화 수혜 가능성

미국 빅테크향 발주 가능성은?

12월부터 북미 N사의 'B' 모델향 CCL 양산이 시작된 것으로 추정된다. B모델은 단독 공급으로 이미 상당한 규모의 발주가 이뤄진 것으로 추정된다.

이 뿐만 아니라 자체 AI칩 개발에 박차를 가하고 있는 미국 빅테크로의 확장에 주력하는 것으로 파악된다. 두산의 전자 BG 사업은 빅테크향 제품 중 한 곳과 쉘 테스트를 진행한 것으로 파악되며 통과 시 본격적인 발주는 25년 시작이다.

25년부터 미국 빅테크들의 AI 전략은 수익화(monetizing)다. AI 소프트웨어 기반으로 상대적으로 저렴한 자체 ASIC 내재화하여 25년부터 AI를 수익화한다는 방침이다. 1)Meta, Google, OpenAI가 자체 칩 생산을 Broadcom에 위탁하며, 2) 최근 AI 전략을 구체화한 Amazon은 Marvell이 담당한다. 두산 전자 BG의 거래처는 이들 빅테크 중 한 곳이 유력할 것으로 추정된다.

전자 BG 25년 매출 추정 상향과 전자 BG 사업가치 상향 조정

25년 전자 BG 매출은 1.2조원 (+30.7% YoY), 영업이익 1,780억원 (+59.2%YoY, OPM 14.8%)로 전망한다. 다만 1) N사 'B'모델의 본격적인 양산, 2) 빅테크들의 ASIC 내재화에 따른 추가 발주, 3) N사의 차세대 칩 'R' 모델 조기 출시 가능성 등이 혼재되어 있어 우리의 추정치는 매우 보수적이라고 판단된다. 당초 R의 경우 26년 양산을 목표로 했으나 빅테크들의 ASIC 내재화 위협으로 인해 출시가 앞당겨 질 수 있다. 이 경우에도 R 모델 단독 쉘 진행중인 동사의 수혜가 예상된다.

1)지배구조 개편 불확실성 해소, 2)보유 자사주 일부 소각, 3) 캐파 증설

지배구조 개편 불확실성이 해소된 점은 매우 긍정적이다. 보유 자사주 18% 중 일부가 소각 대상으로 소각 시점은 25년 예상된다. 25년 기준 Full Capa에 들어서는 만큼 캐파 증설도 필요하다. 자금 조달 관련해서 자체 현금 활용 혹은 자사주 일부 활용 등의 가능성을 열어둘 수 있다. 전자 BG 가치 상향 조정하여 목표 주가는 기존 300,000원에서 350,000원으로 상향 조정한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	12,851	16,996	19,130	18,763	19,770
영업이익	921	1,126	1,436	1,182	1,447
영업이익률(%)	7.2	6.6	7.5	6.3	7.3
세전이익	593	-286	451	696	1,318
지배주주지분순이익	204	-696	-388	-59	34
EPS(원)	11,812	-42,673	-24,026	-5,175	1,532
증감률(%)	흑전	적전	적지	적지	흑전
ROE(%)	10.9	-36.0	-22.7	-3.8	2.2
PER(배)	10.0	-1.9	-3.9	-47.0	158.6
PBR(배)	1.2	1.0	1.2	3.4	3.4
EV/EBITDA(배)	5.6	4.0	2.7	4.2	3.6

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

강태호 RA
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2024.12.13

매수(유지)

목표주가(상향)	350,000원
현재주가(12/12)	243,000원
상승여력	44.0%

Stock Data

KOSPI	2,482.1pt
시가총액(보통주)	4,015십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	150천주
60일 평균거래대금	30,260백만원
외국인 지분율	15.8%
52주 최고가	263,500원
52주 최저가	78,300원
주요주주	
박정원(외 26인)	40.0%
자사주(외 1인)	18.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	11.2	11.2
3M	51.8	55.3
6M	9.0	18.0

주가차트

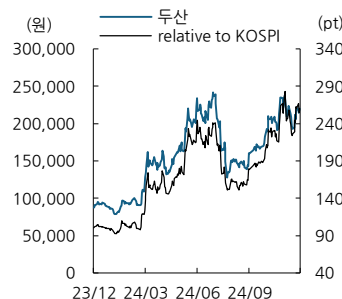
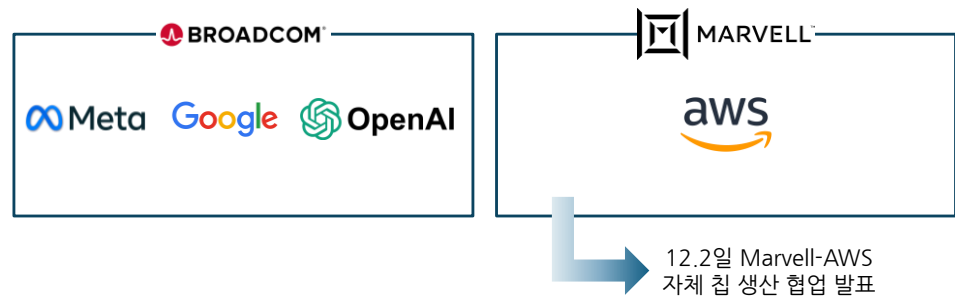


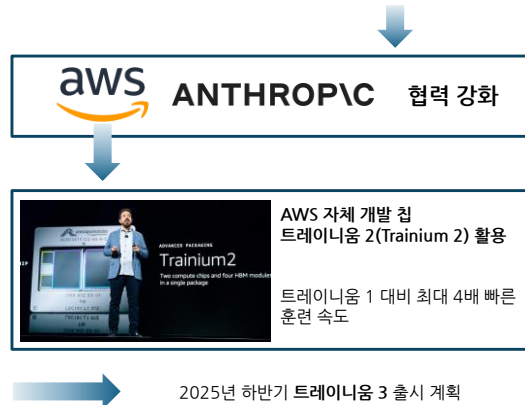
그림1 ASIC 업체 및 고객사 분류



자료: DS투자증권 리서치센터

그림2 AWS AI 칩 자체 개발 계획

자체 칩 활용 최대 AI 클러스터 '프로젝트 레이니아' 발표



자료: AWS, DS투자증권 리서치센터

표1 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			3,781	
전자	178	20	3,568	25F 전망치
DDI(정보통신)	8	10	84	25F 전망치
두터몰	13	10	129	25F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,565	할인율 80% 적용
두산 에너지빌리티	31%	11,300	3,446	
오리콤	61%	76	46	
두산로보틱스	68%	3,377	2,303	
	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 30.6% 보유
순차입금(d)	1,248			
Target NAV(a+b+c-d)	4,658			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	350,000			
현재 주가(원)	243,000			
주가 상승 여력	44%			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경 전 2024F	변경 후 2024F	차이 (%) 2024F
매출액	18,739	18,763	0.1
영업이익	1,179	1,182	0.3

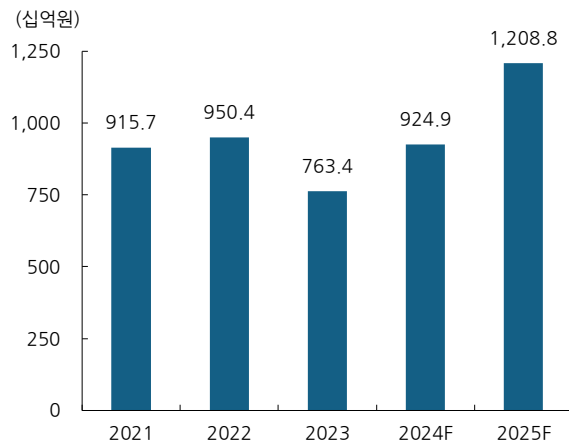
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F
연결 실적										
매출액	4,462	4,592	3,879	5,830	4,663	4,695	4,251	6,161	18,763	19,770
YoY	2.6	-7.6	-14.5	0.0	4.5	2.2	9.6	5.7	-1.9	5.4
영업이익	348	337	110	387	439	390	187	432	1,182	1,447
OPM	7.8	7.3	2.8	6.6	9.4	8.3	4.4	7.0	6.3	7.3
당기순이익	225.9	216.3	-94.9	174.9	233.1	234.8	212.6	308.0	522	988
지배주주 순이익	5	21	-88	3	5	22	0	6	-59	34
두산 자체 사업										
매출액	269	325	289	294	381	384	354	345	1,178	1,464
YoY	12.8	10.1	1.3	-4.4	41.6	18.1	22.2	17.2	4.5	24.3
영업이익	24	38	35	41	47	49	51	56	138	203
OPM	8.7	11.6	12.1	14.1	12.2	12.8	14.5	16.2	11.7	13.9
전자										
매출액	187	235	250	254	298	294	312	304	925	1,209
디지털 (DDI)										
매출액	67	72	15	15	67	72	15	15	168	169
영업이익	3	4	1	1	3	4	1	1	8	8
OPM	4.5	5.0	4.1	7.7	4.5	5.0	4.1	7.7	5.0	4.9
두타물										
매출액	11	10	11	11	11	10	11	11	42	43
영업이익	5	4	4	3	3	3	3	3	17	13
OPM	46.8	43.3	38.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	39.4	30.0
비상장 2사										
매출액	5	8	11	11	6	10	13	13	35	42
YoY	-70.4	-49.7	-35.4	36.1	22.4	21.4	22.3	12.9	-39.6	19.1
영업이익	-5	-5	-4	0	0	0	0	0	-14	-0.3
OPM	-96.0	-58.3	-36.8	-1.8	-0.3	-0.2	-0.3	-1.6	적자지속	적자지속
DMI										
매출액	0	0	0	4	0	0	1	4	5	5
DLS										
매출액	5	8	10	7	6	10	12	9	30	36
로보틱스										
매출액	11	14	18	24	16	21	25	35	67	97
영업이익	-7	-8	0	1	-1	-1	1	2	-14	1
OPM	적자 지속	적자 지속	0.0	5.0	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-20.1	1.2

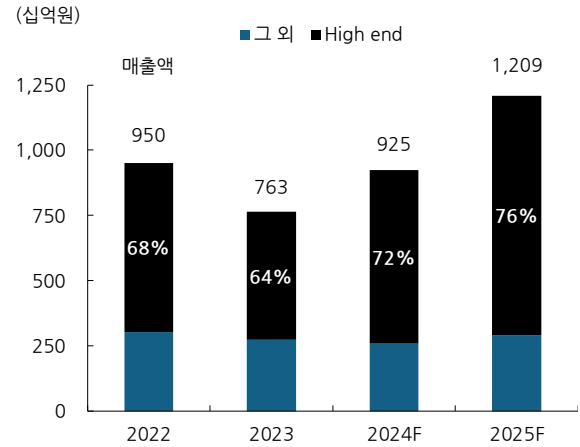
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 전자 BG 사업부 매출 추이 전망



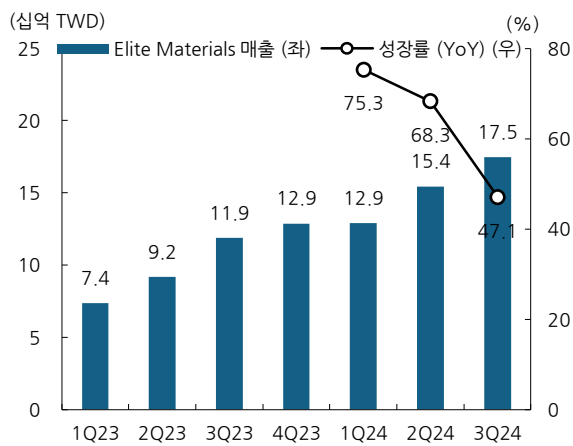
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 전자 BG 전체 매출액 대비 High end 비중



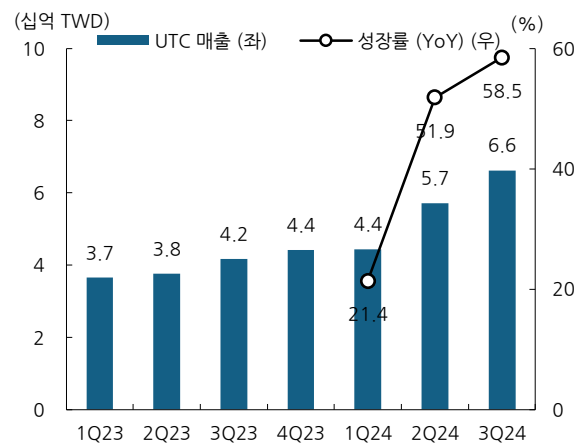
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 Elite Materials 매출 및 성장률 추이



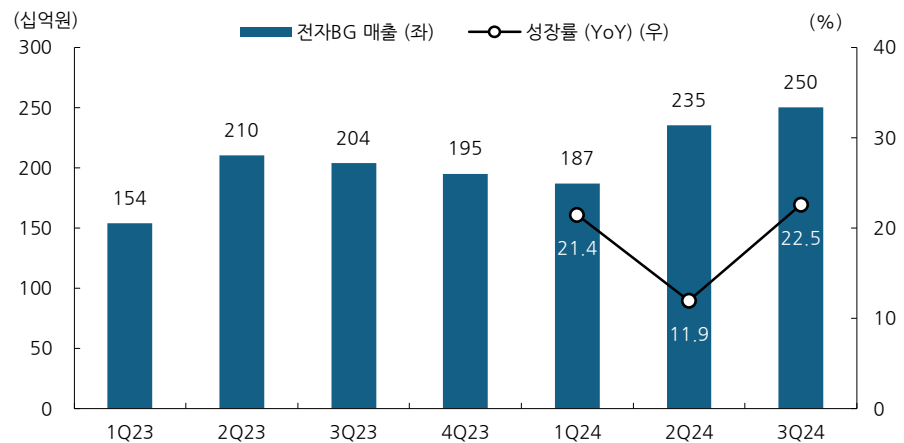
자료: MOPS, DS투자증권 리서치센터

그림6 UTC 매출 및 성장률 추이



자료: MOPS, DS투자증권 리서치센터

그림7 두산 전자BG 매출 및 성장률 추이



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

[두산 000150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	9,877	9,526	11,446	10,993	11,148	매출액	12,851	16,996	19,130	18,763	19,770
현금 및 현금성자산	2,235	2,074	3,539	3,775	3,632	매출원가	10,645	14,158	15,885	15,807	16,454
매출채권 및 기타채권	3,049	3,328	3,652	3,341	3,521	매출총이익	2,207	2,838	3,245	2,956	3,316
재고자산	2,049	2,757	2,927	2,570	2,708	판매비 및 관리비	1,286	1,712	1,809	1,774	1,869
기타	2,544	1,368	1,328	1,307	1,287	영업이익	921	1,126	1,436	1,182	1,447
비유동자산	16,069	16,789	16,840	16,546	16,348	(EBITDA)	1,534	1,744	2,141	1,925	2,166
관계기업투자등	1,248	891	662	629	535	금융손익	-403	-539	-360	-410	-402
유형자산	5,947	6,273	6,509	6,203	5,942	이자비용	365	365	466	410	402
무형자산	7,582	7,891	8,032	8,107	8,179	관계기업등 투자손익	2	-343	-44	0	0
자산총계	25,946	26,315	28,287	27,539	27,496	기타영업외손익	72	-529	-582	-76	273
유동부채	12,009	9,478	11,439	10,767	10,715	세전계속사업이익	593	-286	451	696	1,318
매입채무 및 기타채무	3,503	4,431	4,994	4,622	4,871	계속사업법인세비용	247	211	179	174	329
단기금융부채	6,317	3,164	4,218	3,918	3,618	계속사업이익	346	-497	272	522	988
기타유동부채	2,189	1,883	2,226	2,226	2,226	중단사업이익	303	-84	0	0	0
비유동부채	5,526	6,539	5,641	5,660	5,680	당기순이익	649	-581	272	522	988
장기금융부채	3,312	4,589	3,719	3,719	3,719	지배주주	204	-696	-388	-59	34
기타비유동부채	2,215	1,950	1,922	1,941	1,960	총포괄이익	699	-524	285	522	988
부채총계	17,536	16,018	17,080	16,427	16,395	매출총이익률 (%)	17.2	16.7	17.0	15.8	16.8
지배주주지분	2,078	1,791	1,624	1,529	1,518	영업이익률 (%)	7.2	6.6	7.5	6.3	7.3
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	11.9	10.3	11.2	10.3	11.0
자본잉여금	1,237	1,605	1,881	1,881	1,881	당기순이익률 (%)	5.0	-3.4	1.4	2.8	5.0
이익잉여금	1,383	669	208	113	102	ROA (%)	0.7	-2.7	-1.4	-0.2	0.1
비지배주주지분(연결)	6,332	8,507	9,583	9,583	9,583	ROE (%)	10.9	-36.0	-22.7	-3.8	2.2
자본총계	8,410	10,298	11,207	11,112	11,101	ROIC (%)	3.5	5.8	5.9	6.2	7.8

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	722	533	1,909	1,029	617	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	649	-581	272	522	988	P/E	10.0	-1.9	-3.9	-47.0	158.6
비현금수익비용가감	1,552	2,705	2,054	212	-302	P/B	1.2	1.0	1.2	3.4	3.4
유형자산감가상각비	436	456	548	581	557	P/S	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3
무형자산상각비	177	162	157	161	163	EV/EBITDA	5.6	4.0	2.7	4.2	3.6
기타현금수익비용	939	2,087	1,350	-531	-1,022	P/CF	1.1	0.8	0.9	7.1	7.6
영업활동 자산부채변동	-588	-683	433	295	-69	배당수익률 (%)	1.7	2.4	2.1	1.0	1.2
매출채권 감소(증가)	-225	-508	-58	310	-179	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-539	-683	-296	357	-138	매출액	12.5	32.2	12.6	-1.9	5.4
매입채무 증가(감소)	716	867	592	-372	248	영업이익	흑전	22.3	27.6	-17.7	22.4
기타자산, 부채변동	-539	-359	194	0	0	세전이익	흑전	적전	흑전	54.4	89.3
투자활동 현금	-295	-291	-1,106	-458	-416	당기순이익	흑전	적전	흑전	91.9	89.3
유형자산처분(취득)	-291	-665	-571	-275	-295	EPS	흑전	적전	적지	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-229	-236	-230	-237	-235	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-52	652	-121	54	115	부채비율	208.5	155.5	152.4	147.8	147.7
기타투자활동	278	-42	-184	0	0	유동비율	82.2	100.5	100.1	102.1	104.0
재무활동 현금	-1,036	-482	636	-336	-345	순차입금/자기자본(x)	73.6	51.2	35.5	31.1	29.9
차입금의 증가(감소)	-1,141	-2,418	94	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	2.5	3.1	3.1	2.9	3.6
자본의 증가(감소)	-24	-125	-119	-36	-45	총차입금 (십억원)	9,629	7,753	7,938	7,638	7,338
배당금의 지급	21	125	119	36	45	순차입금 (십억원)	6,188	5,275	3,974	3,460	3,323
기타재무활동	129	2,061	661	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-473	-161	1,465	236	-143	EPS	11,812	-42,673	-24,026	-5,175	1,532
기초현금	2,708	2,235	2,074	3,539	3,775	BPS	97,049	83,627	75,846	71,411	70,902
기말현금	2,235	2,074	3,539	3,775	3,632	SPS	600,163	793,700	893,375	876,214	923,253
NOPLAT	537	816	867	887	1,085	CFPS	102,772	99,190	108,635	34,284	32,059
FCF	1,318	1,150	1,653	571	202	DPS	2,000	2,000	2,000	2,500	3,000

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-02-10	매수	140,000	-33.0	-23.4	
2023-02-13	매수	140,000	-32.7	-23.4	
2023-02-23	매수	140,000	-28.0	-23.4	
2023-03-10	매수	160,000	-40.3	-32.7	
2023-04-21	매수	160,000	-41.4	-34.5	
2023-04-28	매수	160,000	-41.5	-34.5	
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	-28.5	-20.8	
2024-11-20	매수	300,000	-29.8	-25.3	
2024-12-13	매수	350,000			

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 2024.09.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

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 당사에게 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.