

# 두산 000150

## 전자 BG 어닝 서프라이즈

### 기대 이상의 N사향 초도 매출로 전자 BG 어닝 서프라이즈 기록

전자 BG사업부 24년 4분기 매출액은 3,360억원 (+72.2% YoY, +34.6% QoQ)으로 최근 상향 조정했던 당사 추정치 3,000억원 마저 초과 달성했다. 전자 BG 영업이익은 448억원 (흑전 YoY, +50.8% QoQ)으로 추정된다. 영업이익률은 13.3%로 3분기 11.9% 대비 크게 개선됐다. 4분기 매출 신장은 N사향 신규 양산 매출이 주도했다. 4분기 N사향 소재 매출만 약 1,000억원을 소폭 상회한 것으로 추정된다. 이로 인해 영업이익률 개선도 이어졌다.

### 25년 1분기 N사향 매출만 1,500억원 이상 달성 전망

이번 실적 컨퍼런스 콜에서 N사향 1월 매출 강도는 상당히 좋은 흐름이라고 밝혔다. 1분기 N사향 월평균 매출은 500억원으로 추정되며 분기 1,500억원 이상 달성 가능해 보인다. 이를 연환산하면 6,000억원에 달한다. 전자 BG의 25년 1분기 매출액은 3,550억원 (+90.3% YoY), 영업이익 540억원 (OP마진 15.2%)로 예상된다.

### 논란이 될 수 있었던 25년 가이던스와 이에 대한 사측의 적극적인 해명

전일 홈페이지에 개재된 25년 전자 BG 경영 계획 (매출 1조 500억원)은 시장 기대치 1.3조 이상을 크게 하회하며 상당한 논란이 될 수 있었다. 사측은 이에 대해 1)지난 9월에 수립된 25년 경영 목표치이며, 2) 11월부터 양산이 시작된 N사 물량은 전혀 반영되지 않았다고 밝혔다. 실제 경영 계획을 초과 달성할 수 있다는 점도 덧붙였다. 사업 계획의 일관성과 사업부간 다양한 이해 관계는 이해되지만 투자자들에 대한 배려가 조금 아쉬운 대목이다.

### 25년 전자BG 매출 1.39조원으로 상향 / 목표주가 45만원으로 상향 조정

전자 BG 25F 매출 1.39조원 (+34.7% YoY), 영업이익 2,100억원 (+62.4% YoY, OPM 15.1%)로 상향 조정한다. 이익 추정치 상향으로 전자 BG가치는 4.5조원으로 평가한다. 적용 멀티플은 EMC에 20% 할증했다. N사 단독 공급에 이어 ASIC 신규 고객 확대는 멀티플 확장 요인이다. 25년 이익의 기울기는 더욱 가팔라질 전망이다. 목표주가를 기존 40만원에서 45만원으로 상향 조종한다.

#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	12,851	16,996	19,130	18,133	19,376
영업이익	921	1,126	1,436	1,004	1,380
영업이익률(%)	7.2	6.6	7.5	5.5	7.1
세전이익	593	-286	451	403	1,014
지배주주지분순이익	204	-696	-388	-63	27
EPS(원)	11,812	-42,673	-24,026	-5,275	1,176
증감률(%)	흑전	적전	적지	적지	흑전
ROE(%)	10.9	-36.0	-22.7	-4.0	1.8
PER(배)	10.0	-1.9	-3.9	-67.7	303.6
PBR(배)	1.2	1.0	1.2	5.0	5.0
EV/EBITDA(배)	5.6	4.0	2.7	5.7	4.7

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

2025.02.20

### 매수(유지)

목표주가(상향)	450,000원
현재주가(02/19)	357,000원
상승여력	26.1%

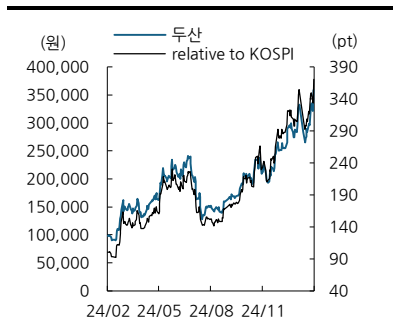
#### Stock Data

KOSPI	2,671.5pt
시가총액(보통주)	5,899십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	151천주
60일 평균거래대금	39,700백만원
외국인 지분율	15.1%
52주 최고가	362,000원
52주 최저가	89,600원
주요주주	
박정원(외 26인)	40.0%
자사주(외 1인)	18.2%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	25.0	19.2
3M	69.2	61.1
6M	139.1	139.2

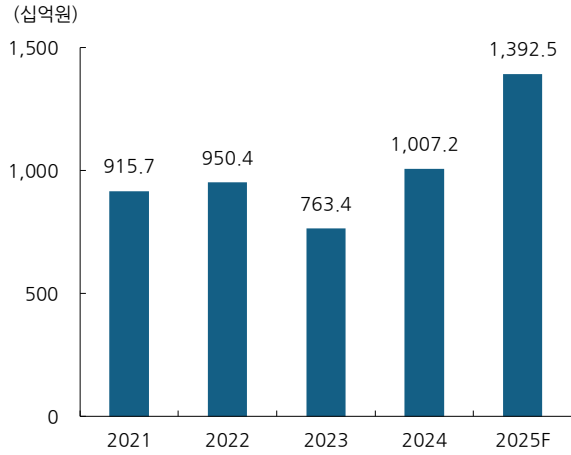
#### 주가차트



## Key Points From Earnings Call

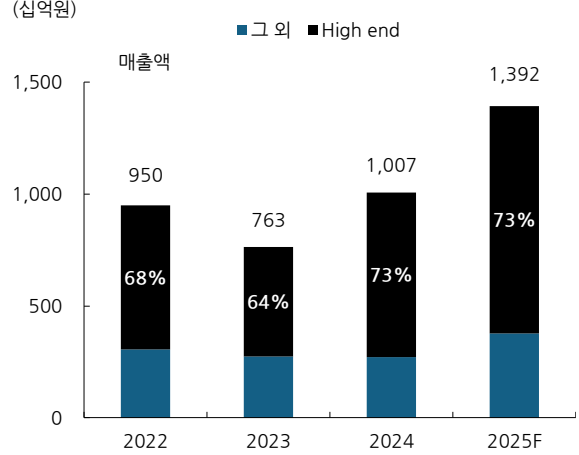
1. ASIC 시장 진출 관련?
  - A. ASCI 시장은 규모가 크고 다양한 등급이 존재
  - B. 추가 글로벌 고객들을 대상으로 진입을 추진 중
  - C. 현재까지 상당히 긍정적인 결과를 보이고 있으며 고객 승인이 완료되는 대로 이에 대한 자세한 정보를 공유할 예정
2. N사 루빈 (차세대 모델) 관련 계획
  - A. 상반기 이후 킬 통과, 시장과 소통 예정
3. 대만 경쟁사 대비 지금의 경쟁 우위 언제까지 이어질지? 가격 경쟁하는지?
  - A. N사향 제품은 저가 입찰로 이뤄지지 않음
  - B. 소재 경쟁력에서 품질과 기술 베이스로 입찰하는 형태
  - C. 소재 특성상 26년까지 동사가 높은 시장 점유율 유지 자신
4. 전자 BG 캐파 확장 계획?
  - A. 현재 생산능력으로 2025년의 수요 대응 가능
  - B. 다만 중장기적으로는 시장 수요에 대응하기 위한 추가적인 캐파 확장도 추진할 수 있음
5. 25년도 전자 BG 부문 경영 목표치 매우 보수적인 이유?
  - A. N사 양산 물량 확보 전인 9월에 수립된 계획
  - B. 당시 환율 1320원 가정도 지금과는 많이 달라짐
  - C. 게재된 경영 목표치를 초과 달성할 전망
6. N사향 양산 물량 1월 분위기는?
  - A. 작년 11월, 12월 강도의 좋은 흐름을 유지 중
7. 자사주 처리 방안
  - A. 3월말 사업 보고서에 자사주 활용 방안 공시 예정
8. 네트워크 보드향 800G 양산은 언제?
  - A. 현재 개발 단계 샘플 매출
  - B. 25년부터 본격적인 양산 매출
  - C. 400G/800G 매출 비중은 80:20 전망

그림1 전자 BG 사업부 매출 추이 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 전자 BG 전체 매출액 대비 High end 비중



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 두산 전자 BG 사업 4Q24 실적 및 추정치 비교

(십억원, %)	4Q24 실적	YoY	QoQ	4Q24 DS추정치	차이 (%)
매출액	336	72.2	34.6	300	12.0
영업이익	45	흑자전환	50.8	41	8.2

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표2 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
<b>자체 사업(a)</b>			<b>4,733</b>	
전자	210	22	4,544	25F~26F 순이익 * EMC P/E에 20% 프리미엄
DD(경보통신)	6	10	63	25F 전망치
두터몰	13	10	125	25F 전망치
	<b>지분율</b>	<b>시총</b>	<b>NAV</b>	<b>비고</b>
<b>상장사(b)</b>			<b>2,108</b>	<b>할인율 80% 적용</b>
두산 에너지빌리티	31%	19,121	5,832	
오리콤	61%	93	56	
두산로보틱스	68%	4,803	3,276	
	<b>지분율</b>	<b>장부가</b>	<b>NAV</b>	<b>비고</b>
<b>비상장사(c)</b>			<b>560</b>	
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
<b>순차입금(d)</b>	<b>1,267</b>			
<b>Target NAV(a+b+c-d)</b>	<b>6,133</b>			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
<b>Target Price(원)</b>	<b>450,000</b>			
현재 주가(원)	357,000			
<b>주가 상승 여력</b>	<b>26%</b>			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표3 두산 전자 BG 사업 2025년 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전 2025F	변경후 2025F	차이 (%) 2025F
매출액	1,309	1,393	6.4
영업이익	194	210	8.4

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표4 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F
<b>연결 실적</b>										
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,719	4,768	4,306	5,583	18,133	19,376
YoY	2.6	-7.6	-14.5	0.0	5.8	3.8	11.0	7.4	-5.2	6.9
영업이익	348	337	110	209	452	403	188	337	1,004	1,380
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	9.6	8.4	4.4	6.0	5.5	7.1
당기순이익	225.9	216.3	-94.9	-45.1	238.9	224.6	129.2	167.5	302	760
지배주주 순이익	5	21	-88	0	5	21	0	0	-63	27
<b>두산 자체 사업</b>										
매출액	269	325	343	440	438	457	412	460	1,377	1,767
YoY	12.8	10.1	19.8	43.0	62.6	40.5	20.3	4.6	22.1	28.3
영업이익	24	38	35	44	60	62	52	56	141	231
OPM	8.7	11.6	10.2	10.1	13.8	13.6	12.6	12.3	10.2	13.1
<b>전자</b>										
매출액	187	235	250	336	355	367	315	356	1,007	1,393
<b>디지털 (DDI)</b>										
매출액	67	72	68	81	67	72	71	81	288	291
영업이익	3	4	1	1	3	4	1	1	6	6
OPM	4.5	5.0	0.9	-1.1	4.5	5.0	0.9	-1.1	2.2	2.2
<b>두타물</b>										
매출액	11	10	11	10	11	10	11	10	41	42
영업이익	5	4	4	0	3	3	3	3	14	13
OPM	46.8	43.3	38.0	4.1	30.0	30.0	30.0	30.0	33.5	30.0
<b>비상장 2사</b>										
매출액	5	8	11	45	6	10	13	54	69	83
YoY	-70.4	-49.7	-35.4	451.2	22.4	21.4	22.3	19.3	18.9	20.2
영업이익	-5	-5	-4	3	0	0	0	0	-11	-0.2
OPM	-96.0	-58.3	-36.8	6.0	-0.3	-0.2	-0.3	-0.1	적자지속	적자지속
<b>DMI</b>										
매출액	0	0	0	2	0	0	1	2	2	3
<b>DLS</b>										
매출액	5	8	10	44	6	10	12	52	67	80
<b>로보틱스</b>										
매출액	11	14	10	11	16	21	14	17	47	67
영업이익	-7	-8	-10	-17	-1	-1	1	1	-41	0
OPM	적자 지속	적자 지속	적자 지속	적자 지속	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-88.0	-0.4

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

[ 두산 000150 ]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	9,877	9,526	11,446	10,900	11,100	매출액	12,851	16,996	19,130	18,133	19,376
현금 및 현금성자산	2,235	2,074	3,539	3,880	3,709	매출원가	10,645	14,158	15,885	15,415	16,164
매출채권 및 기타채권	3,049	3,328	3,652	3,229	3,451	매출총이익	2,207	2,838	3,245	2,718	3,212
재고자산	2,049	2,757	2,927	2,484	2,654	판매비 및 관리비	1,286	1,712	1,809	1,715	1,832
기타	2,544	1,368	1,328	1,307	1,287	영업이익	921	1,126	1,436	1,004	1,380
비유동자산	16,069	16,789	16,840	16,480	16,297	(EBITDA)	1,534	1,744	2,141	1,745	2,098
관계기업투자등	1,248	891	662	629	535	금융손익	-403	-539	-360	-410	-402
유형자산	5,947	6,273	6,509	6,192	5,924	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	27,380	27,397	기타영업외손익	72	-529	-582	-191	35
유동부채	12,009	9,478	11,439	10,612	10,618	세전계속사업이익	593	-286	451	403	1,014
매입채무 및 기타채무	3,503	4,431	4,994	4,467	4,774	계속사업법인세비용	247	211	179	101	253
단기금융부채	6,317	3,164	4,218	3,918	3,618	계속사업이익	346	-497	272	302	760
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	302	760
장기금융부채	3,312	4,589	3,719	3,719	3,719	지배주주	204	-696	-388	-63	27
기타비유동부채	2,215	1,950	1,922	1,941	1,960	총포괄이익	699	-524	285	302	760
부채총계	17,536	16,018	17,080	16,272	16,298	매출총이익률 (%)	17.2	16.7	17.0	15.0	16.6
지배주주지분	2,078	1,791	1,624	1,526	1,517	영업이익률 (%)	7.2	6.6	7.5	5.5	7.1
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	11.9	10.3	11.2	9.6	10.8
자본잉여금	1,237	1,605	1,881	1,881	1,881	당기순이익률 (%)	5.0	-3.4	1.4	1.7	3.9
이익잉여금	1,383	669	208	109	100	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	-4.0	1.8
자본총계	8,410	10,298	11,207	11,108	11,099	ROIC (%)	3.5	5.8	5.9	5.3	7.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	722	533	1,909	1,122	572	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	649	-581	272	302	760	P/E	10.0	-1.9	-3.9	-67.7	303.6
비현금수익비용가감	1,552	2,705	2,054	481	-103	P/B	1.2	1.0	1.2	5.0	5.0
유형자산감가상각비	436	456	548	580	555	P/S	0.2	0.1	0.1	0.4	0.4
무형자산상각비	177	162	157	161	163	EV/EBITDA	5.6	4.0	2.7	5.7	4.7
기타현금수익비용	939	2,087	1,350	-260	-820	P/CF	1.1	0.8	0.9	9.8	11.6
영업활동 자산부채변동	-588	-683	433	338	-85	배당수익률 (%)	1.7	2.4	2.1	0.6	0.7
매출채권 감소(증가)	-225	-508	-58	422	-221	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-539	-683	-296	443	-170	매출액	12.5	32.2	12.6	-5.2	6.9
매입채무 증가(감소)	716	867	592	-527	306	영업이익	흑전	22.3	27.6	-30.1	37.5
기타자산 부채변동	-539	-359	194	0	0	세전이익	흑전	적전	흑전	-10.6	151.5
투자활동 현금	-295	-291	-1,106	-445	-408	당기순이익	흑전	적전	흑전	11.1	151.5
유형자산처분(취득)	-291	-665	-571	-263	-288	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	146.5	146.8
기타투자활동	278	-42	-184	0	0	유동비율	82.2	100.5	100.1	102.7	104.5
재무활동 현금	-1,036	-482	636	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	73.6	51.2	35.5	30.2	29.2
차입금의 증가(감소)	-1,141	-2,418	94	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	2.5	3.1	3.1	2.5	3.4
자본의 증가(감소)	-24	-125	-119	-36	-36	총차입금 (십억원)	9,629	7,753	7,938	7,638	7,338
배당금의 지급	21	125	119	36	36	순차입금 (십억원)	6,188	5,275	3,974	3,354	3,246
기타재무활동	129	2,061	661	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-473	-161	1,465	341	-171	EPS	11,812	-42,673	-24,026	-5,275	1,176
기초현금	2,708	2,235	2,074	3,539	3,880	BPS	97,049	83,627	75,846	71,248	70,827
기말현금	2,235	2,074	3,539	3,880	3,709	SPS	600,163	793,700	893,375	846,803	904,864
NOPLAT	537	816	867	753	1,035	CFPS	102,772	99,190	108,635	36,588	30,712
FCF	1,318	1,150	1,653	676	164	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
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	-28.2	-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	-24.2	-10.1	
2025-02-20	매수	450,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

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 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.