

# 두산 000150

## 다시 찾아온 2차 리레이팅의 전조

### 보수적으로 할인율 70% 적용해도 목표주가 93만원으로 상승

목표주가를 기존 58만원에서 93만원으로 상향 조정한다. 전자 BG에 대한 Target Multiple은 경쟁사 EMC 대비 10% 할증했다. 두산 에너지빌리티와 로보틱스 등 자회사 지분 가치는 70% 할인했다. 최근 지주회사 전반의 할인율이 축소되는 가운데 우리는 동사 자회사 가치에 대해 보수적으로 70%의 할인율을 적용했다. 참고로 당사 Universe 지주회사에는 일괄적으로 60%의 할인율을 적용한다. 두산의 경우 60%로 할인율을 낮출 경우 목표주가는 100만원을 상회한다. 여전히 내재가치 대비 절대적 저평가 구간이다.

### 2분기 전자 BG 매출 4,762억원 (+18.2% QoQ), OPM 28.6% 추정

2분기 전자 BG 매출액은 4,762억원 (+18.2% QoQ)로 우리 추정치 4,600억원을 넘어섰다. 추정 OP 마진은 28.6% (영업이익 1,362억원으로 추정)으로 이는 전분기 대비 17.3% 증가한 수준이다. 2분기 환율 하락을 감안하면 물량 증가가 상당했던 것으로 평가된다. 이 중 N사향 매출규모는 1,800억원으로 전분기 대비 12.5% 증가했다. N사향 제품의 OP 마진은 50%를 초과한 것으로 추정된다.

### 3분기 전방 고객사 변화 감지되지 않는다고 밝혀

3분기 구체적 가이드는 제공되지 않았으나 사측은 전방 고객사 변화는 감지되지 않는다고 밝혔다. 연말 울트라 출시가 확실시 됨에 따라 3분기 중반부터는 GB300 (울트라)향 CCL 출하가 예상된다. 여기에 추가로 스위치 트레이드 양산 쉐 진행 중이다.

### 25F 매출 기준 1.6조 → 1.8조원으로 상향 조정

ASIC 고객사 한 곳도 발주 대기 중이다. 추가로 ASIC 내 미국 빅테크 기업도 소재 및 양산 쉐 준비 단계 중이다. 양산은 빠르면 26년 상반기로 추정된다. GB300 연내 출시를 가정할 경우 올해 매출 규모는 최대 1.8조원까지 도달 가능하다고 판단된다. 이러한 레퍼런스를 기반으로 차세대 모델 루빈도 진입 가능성이 매우 높다고 판단된다. 루머로 돌았던 자사주 매각 및 자금 조달 가능성은 이번 컨콜에서 명확히 부인했다

#### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	19,629	20,502
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,098	1,221
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.0
세전이익	-286	451	593	992	759
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	306	366
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	22,026	26,238
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	19.1
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	19.0	19.1
PER(배)	-1.9	-3.9	-17.9	25.9	21.7
PBR(배)	1.0	1.2	3.7	7.0	5.9
EV/EBITDA(배)	4.0	2.7	5.6	7.5	6.8

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

2025.07.28

### 매수(유지)

목표주가(상향)	930,000원
현재주가(07/25)	570,000원
상승여력	63.2%

#### Stock Data

KOSPI	3,196.1pt
시가총액(보통주)	9,419십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	186천주
60일 평균거래대금	93,932백만원
외국인 지분율	15.2%
52주 최고가	699,500원
52주 최저가	122,000원
주요주주	
박정원(외 27인)	40.1%
자사주(외 1인)	17.9%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-14.5	-17.4
3M	84.8	59.2
6M	71.4	45.4

#### 주가차트

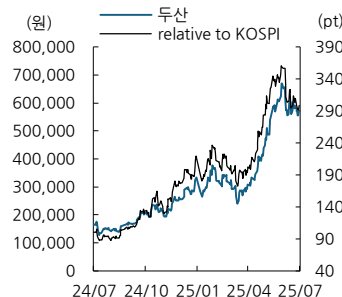


표1 두산 목표주가 산정방식 (할인율 70% 적용)-93만원(+63% upside)

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
<b>자체 사업(a)</b>			<b>8,802</b>	
전자	392	22	8,632	25F 순이익 * 22배 적용 (EMC 대비 10% 할증)
DDI(경보통신)	2	10	24	25F 전망치
두터몰	15	10	145	25F 전망치
	<b>지분율</b>	<b>시총</b>	<b>NAV</b>	<b>비고</b>
<b>상장사(b)</b>			<b>4,689</b>	<u>할인율 70% 적용</u>
두산 에너지빌리티	31%	42,213	12,875	
오리콤	61%	76	46	
두산로보틱스	68%	3,974	2,710	
	<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 38.7% 보유
<b>순차입금(d)</b>		<b>1,333</b>		
<b>Target NAV(a+b+c-d)</b>		<b>12,718</b>		
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
<b>Target Price(원)</b>		<b>930,000</b>		
현재 주가(원)	570,000			
<b>주가 상승 여력</b>		<b>63%</b>		

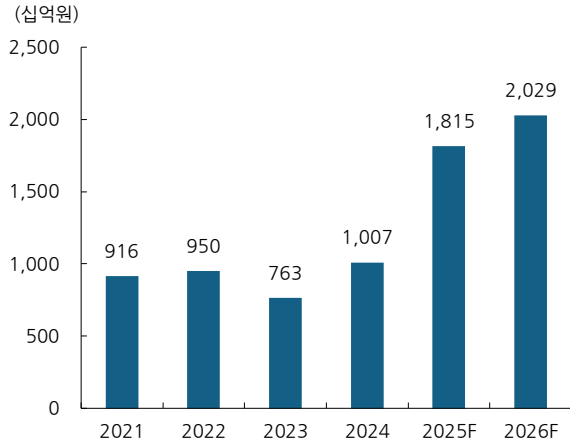
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 목표주가 산정방식 (할인율 60% 적용) - 100만원 (+75% upside)

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
<b>자체 사업(a)</b>			<b>8,802</b>	
전자	392	22	8,632	25F 순이익 * 22배 적용 (EMC 대비 10% 할증)
DDI(경보통신)	2	10	24	25F 전망치
두터몰	15	10	145	25F 전망치
	<b>지분율</b>	<b>시총</b>	<b>NAV</b>	<b>비고</b>
<b>상장사(b)</b>			<b>6,252</b>	<u>할인율 60% 적용</u>
두산 에너지빌리티	31%	42,213	12,875	
오리콤	61%	76	46	
두산로보틱스	68%	3,974	2,710	
	<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 38.7% 보유
<b>순차입금(d)</b>		<b>1,333</b>		
<b>Target NAV(a+b+c-d)</b>		<b>14,281</b>		
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
<b>Target Price(원)</b>		<b>1,000,000</b>		
현재 주가(원)	570,000			
<b>주가 상승 여력</b>		<b>75%</b>		

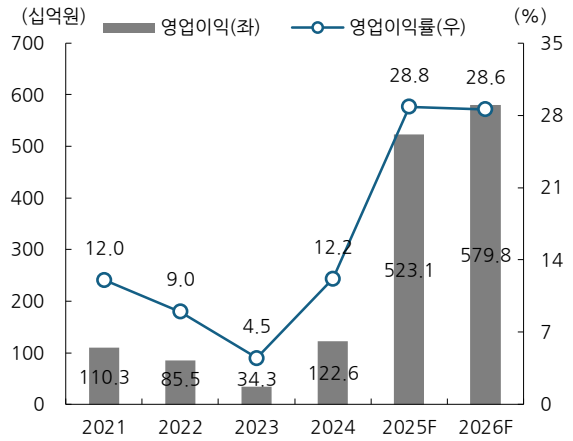
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 두산 전자BG 사업부 연간 매출액 추이 및 전망



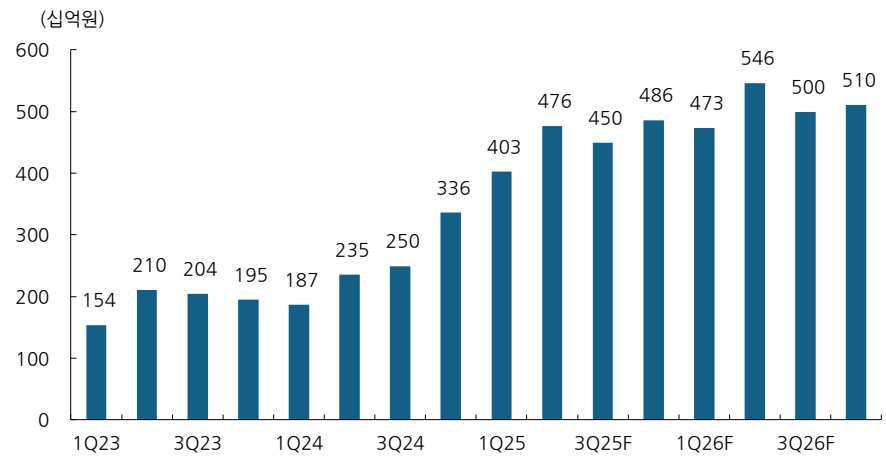
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 두산 전자BG 사업부 연간 영업이익 추이 및 전망



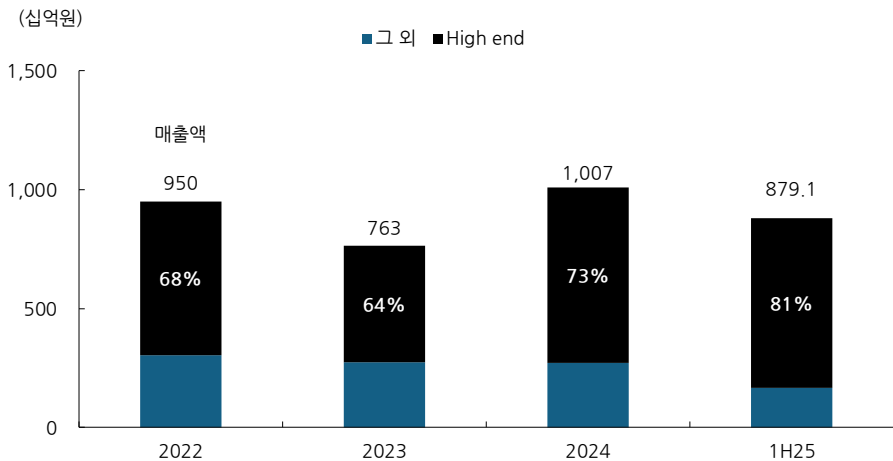
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 두산 전자BG 사업부 분기별 매출액 추이 및 전망



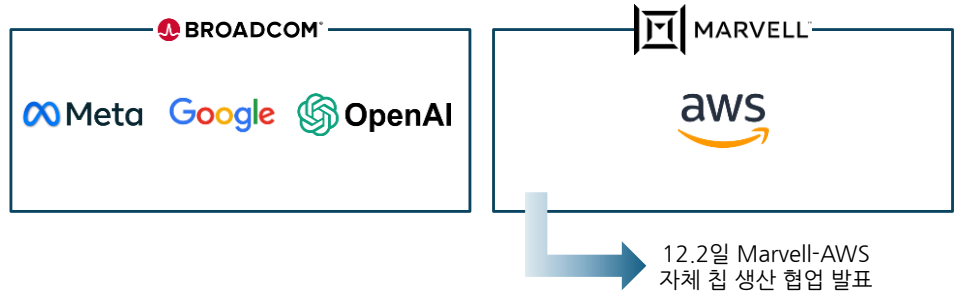
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 두산 전자BG 연간 매출추이 및 High-end 제품 비중 변화



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림5 ASIC 업체 및 고객사 분류



자료: DS투자증권 리서치센터

그림6 AWS AI 칩 자체 개발 계획



자료: AWS, DS투자증권 리서치센터

그림8 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

그림7 구글 TPU



자료: Google, DS투자증권 리서치센터

그림9 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

표3 두산 전자 BG 사업 2Q25 실적 VS. 당사 추정치

(십억원, %)	2Q25P 실적	YoY	QoQ	2Q25P DS추정치	차이 (%)
매출액	476	102.5	18.2	403	18.2
영업이익	136	335.1	17.3	116	17.4

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 두산 전자 BG 사업 2025년 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전	변경후	차이 (%)
	2025F	2025F	2025F
매출액	1,635	1,815	11.0
영업이익	468	523	11.8

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
<b>연결 실적</b>											
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	5,346	4,391	5,593	18,133	19,629	20,502
YoY	2.6	-7.6	-14.5	0.0	-3.7	16.4	13.2	7.6	-5.2	8.3	4.4
영업이익	348	337	110	209	199	358	223	318	1,004	1,098	1,221
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	4.6	6.7	5.1	5.7	5.5	5.6	6.0
당기순이익	225.9	216.3	-94.9	-45.1	11.3	233.2	219.6	279.6	302	744	569
지배주주 순이익	5	21	-88	-164	24	79	204	0	-226	306	366
<b>두산 자체 사업</b>											
매출액	269	325	343	440	485	559	532	577	1,377	2,152	2,371
YoY	12.8	10.1	19.8	43.0	80.1	71.8	55.3	31.1	22.1	56.3	10.2
영업이익	24	38	35	44	121	142	134	143	141	540	595
OPM	8.7	11.6	10.2	10.1	25.0	25.4	25.2	24.8	10.2	25.1	25.1
<b>전자</b>											
매출액	187	235	250	336	403	476	450	486	1,007	1,815	2,029
<b>디지털 (DDI)</b>											
매출액	67	72	68	81	71	73	71	81	288	296	300
영업이익	3	4	1	1	0	3	1	1	6	2	2
OPM	4.5	5.0	0.9	-1.1	0.3	3.4	0.9	-1.1	2.2	0.8	0.8
<b>두터몰</b>											
매출액	11	10	11	10	11	10	11	10	41	42	42
영업이익	5	4	4	0	5	3	3	3	14	15	13
OPM	46.8	43.3	38.0	4.1	44.4	34.7	30.0	30.0	33.5	34.8	30.0
<b>비상장 2사</b>											
매출액	5	8	11	45	14	21	13	54	69	101	125
YoY	-70.4	-49.7	-35.4	451.2	170.0	144.0	22.3	19.3	18.9	45.8	24.0
영업이익	-5	-5	-4	3	-3	-3	0	0	-11	-6.5	-0.7
OPM	-96.0	-58.3	-36.8	6.0	-22.2	-16.6	-0.3	-0.1	적자지속	적자지속	적자지속
<b>DMI</b>											
매출액	0	0	0	2	1	5	1	2	2	9	15
<b>DLS</b>											
매출액	5	8	10	44	12	15	12	52	67	92	110
<b>로보틱스</b>											
매출액	11	14	10	11	5	21	14	17	47	57	82
영업이익	-7	-8	-10	-17	-12	-1	1	1	-41	-12	0
OPM	적자 지속	적자 지속	적자 지속	적자 지속	적자 지속	-5.0	5.0	5.0	-88.0	-20.4	0.4

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	12,851	13,476	매출액	16,996	19,130	18,133	19,629	20,502
현금 및 현금성자산	2,074	3,539	3,704	5,483	5,966	매출원가	14,158	15,885	15,171	16,412	17,067
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,868	3,496	3,539	매출총이익	2,838	3,245	2,962	3,218	3,435
재고자산	2,757	2,927	3,136	2,689	2,808	판매비 및 관리비	1,712	1,809	1,958	2,120	2,214
기타	1,368	1,328	1,205	1,183	1,162	영업이익	1,126	1,436	1,004	1,098	1,221
비유동자산	16,789	16,840	18,230	17,998	17,650	(EBITDA)	1,744	2,141	1,771	1,917	2,010
관계기업투자등	891	662	951	903	768	금융손익	-539	-360	-242	-449	-442
유형자산	6,273	6,509	7,013	6,653	6,342	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	30,849	31,126	기타영업외손익	-529	-582	-190	343	-20
유동부채	9,478	11,439	11,024	11,438	11,363	세전계속사업이익	-286	451	593	992	759
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,337	5,051	5,275	계속사업법인세비용	211	179	291	248	190
단기금융부채	3,164	4,218	4,281	3,981	3,681	계속사업이익	-497	272	302	744	569
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	744	569
장기금융부채	4,589	3,719	5,063	5,063	5,063	지배주주	-696	-388	-226	306	366
기타비유동부채	1,950	1,922	2,166	2,188	2,210	총포괄이익	-524	285	392	744	569
부채총계	16,018	17,080	18,254	18,689	18,636	매출총이익률 (%)	16.7	17.0	16.3	16.4	16.8
지배주주지분	1,791	1,624	1,480	1,751	2,081	영업이익률 (%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.0
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	10.3	11.2	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,605	1,881	1,928	1,928	1,928	당기순이익률 (%)	-3.4	1.4	1.7	3.8	2.8
이익잉여금	669	208	-82	189	519	ROA (%)	-2.7	-1.4	-0.8	1.0	1.2
비지배주주지분(연결)	8,507	9,583	10,409	10,409	10,409	ROE (%)	-36.0	-22.7	-14.6	19.0	19.1
자본총계	10,298	11,207	11,889	12,160	12,490	ROIC (%)	5.8	5.9	3.3	5.4	6.4

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	308	2,539	1,156	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-581	272	302	744	569	P/E	-1.9	-3.9	-17.9	25.9	21.7
비현금수익비용가감	2,705	2,054	1,804	262	525	P/B	1.0	1.2	3.7	7.0	5.9
유형자산감가상각비	456	548	603	652	621	P/S	0.1	0.1	0.3	0.6	0.6
무형자산상각비	162	157	164	168	168	EV/EBITDA	4.0	2.7	5.6	7.5	6.8
기타현금수익비용	2,087	1,350	1,037	-557	-265	P/CF	0.8	0.9	2.6	12.1	11.2
영업활동 자산부채변동	-683	433	-1,053	1,533	62	배당수익률 (%)	2.4	2.1	0.8	0.4	0.4
매출채권 감소(증가)	-508	-58	-70	372	-43	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-683	-296	81	447	-120	매출액	32.2	12.6	-5.2	8.3	4.4
매입채무 증가(감소)	867	592	-819	714	225	영업이익	22.3	27.6	-30.1	9.3	11.2
기타자산 부채변동	-359	194	-244	0	0	세전이익	적전	흑전	31.5	67.2	-23.4
투자활동 현금	-291	-1,106	-995	-424	-338	당기순이익	적전	흑전	11.1	146.1	-23.4
유형자산처분(취득)	-665	-571	-639	-293	-310	EPS	적전	적지	적지	흑전	19.1
무형자산 감소(증가)	-236	-230	-218	-201	-184	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	652	-121	-156	69	156	부채비율	155.5	152.4	153.5	153.7	149.2
기타투자활동	-42	-184	18	0	0	유동비율	100.5	100.1	108.1	112.4	118.6
재무활동 현금	-482	636	574	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	51.2	36.2	43.8	25.9	19.1
차입금의 증가(감소)	-2,418	94	881	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	3.1	3.1	2.0	2.4	2.8
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	3,149	2,387
기타재무활동	2,061	661	-117	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-161	1,465	165	1,779	483	EPS	-42,673	-24,026	-14,215	22,026	26,238
기초현금	2,235	2,074	3,539	3,704	5,483	BPS	83,627	75,846	69,123	81,762	97,177
기말현금	2,074	3,539	3,704	5,483	5,966	SPS	793,700	893,375	846,803	916,678	957,436
NOPLAT	816	867	512	823	916	CFPS	99,190	108,635	98,376	46,973	51,103
FCF	1,150	1,653	59	2,115	818	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) 1,000,000
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
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	-26.3	5.3	
2025-02-26	매수	450,000	-26.8	5.3	
2025-05-29	매수	580,000	1.0	15.5	
2025-07-28	매수	930,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도 -10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	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.