

두산 000150

26년 루빈 전환기, 예측이 불가능한 확장성

26F 전자 BG 이익 상향, 목표주가 120만원에서 150만원으로 상향 조정

Target NAV를 기존 120만원에서 150만원으로 상향 조정한다. 현재로서 예상 가능한 범위 내의 26F 전자 BG 순이익은 5,400억원 (영업이익 7,180억원)으로 추정되며 이에 기반한 전자 BG 적정 사업 가치는 12조원이다. 적용 멀티플은 경쟁사 EMC의 26F P/E 대비 10% 할증한 24배를 적용했다. 자회사 가치의 NAV 할인율 60% 적용, 별도 순차입금 1.1조원을 반영했다.

다만 N사향 26F 매출은 25년 블랙웰향 매출에서 약 70% 증가를 반영한 보수적 가정치로 실제 루빈 전환 시 물량 확대와 단가 인상 효과는 현 시점에서 계량화가 어렵다. 우리가 제시하는 1차 목표주가는 과거 실적과 가시화 가능한 지표에 기반한 수치로 루빈 전환기의 확장 잠재력은 온전히 반영되진 않았다.

GB300 컴퓨팅 트레이에서 EMC 쉘 탈락이 의미하는 바

제조 과정에서 미세한 공정 이슈 또는 레진 레시피 등 기술적 변수에 의해 GB300 내에서 대만 EMC의 컴퓨팅 트레이 쉘 탈락은 상당히 높은 제조 진입 장벽을 의미한다. 이는 곧 레퍼런스 확보가 제한적인 EMC의 루빈 초기 진입이 사실상 어려울 수 있음을 시사한다. 현 시점에서 루빈 초기 단계에서 두산의 단독 공급 가능성은 매우 높다고 판단된다. 루빈 관련 매출이 시작될 수 있는 26년 3분기부터 두산의 독점 공급 구간이 형성될 가능성이 높으며 26년 4분기 scale up으로 인한 큰 폭의 매출 성장이 전망된다. 특히 보드 디자인 변경에 따른 초기 수율 저하까지 동반된다면 공급 독점 효과는 더욱 강화될 수 있다.

26년과 27년을 놓고 보면 'Beyond measurable scale'

24년 4분기 1,000억원을 시작으로 N사향 매출은 25년 1Q 1,600억, 2Q 1,800억, 3Q 1,300억으로 나타났다. 3Q는 Transition을 거쳤고 4Q GB300 램프업 감안하면 1,900억원 이상 예상된다. 25년 전자 BG 총 매출 1.8조 중 6,600억원이 블랙웰향 매출로 추정되며 26년은 이보다 70% 증가한 1.15조원으로 반영했다. 매출 인식 속도가 27년으로 일부 지연되거나 다소 앞당겨질 수 있으나 추정치 자체는 보수적이라고 판단된다. 26년이나 27년이나 시점의 문제일 뿐 두산의 적정가치는 현재로서 우리가 제시한 수치를 상회할 가능성이 높아 보인다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	19,710	20,882
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,109	1,360
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.5
세전이익	-286	451	593	849	771
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	223	369
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	15,874	26,470
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	66.8
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	14.2	20.1
PER(배)	-1.9	-3.9	-17.9	59.2	35.5
PBR(배)	1.0	1.2	3.7	12.1	10.0
EV/EBITDA(배)	4.0	2.7	5.6	11.1	9.6

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

2025.11.11

매수(유지)

목표주가(상향)	1,500,000원
현재주가(11/10)	939,000원
상승여력	59.7%

Stock Data

KOSPI	4,073.2pt
시가총액(보통주)	15,516십억원
발행주식수	16,524천주
액면가	5,000원
자본금	125십억원
60일 평균거래량	154천주
60일 평균거래대금	101,765백만원
외국인 지분율	15.6%
52주 최고가	1,025,000원
52주 최저가	187,900원
주요주주	
박정원(외 27인)	40.1%
자사주(외 1인)	17.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	57.8	45.0
3M	58.6	31.7
6M	172.2	114.1

주가차트

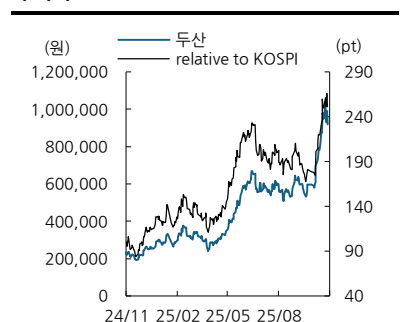
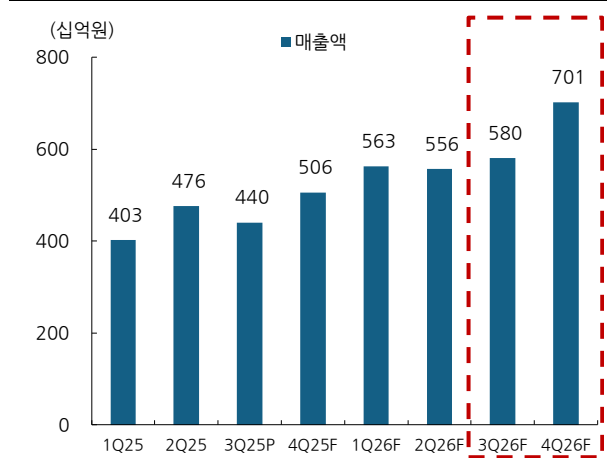


표1 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			13,081	
전자	538	24	12,915	26F 순이익 * 24배 적용 (EMC 대비 10% 할인)
DDI(정보통신)	4	10	44	26F 전망치
두타물	12	10	121	26F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			8,020	<u>할인율 60% 적용</u>
두산 에너빌리티	31%	50,989	15,552	
오리콤	61%	69	42	
두산로보틱스	68%	5,134	3,501	
	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 38.7% 보유
순차입금(d)	1,150			
Target NAV(a+b+c-d)	20,510			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	1,500,000			
현재 주가(원)	939,000			
주가 상승 여력	60%			

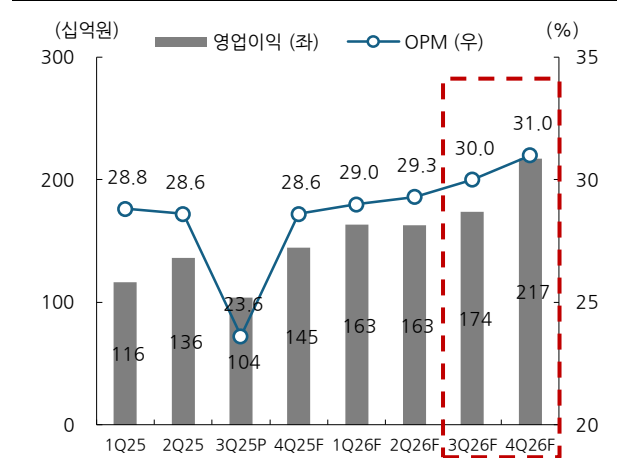
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 두산 전자 BG 분기별 매출액 전망



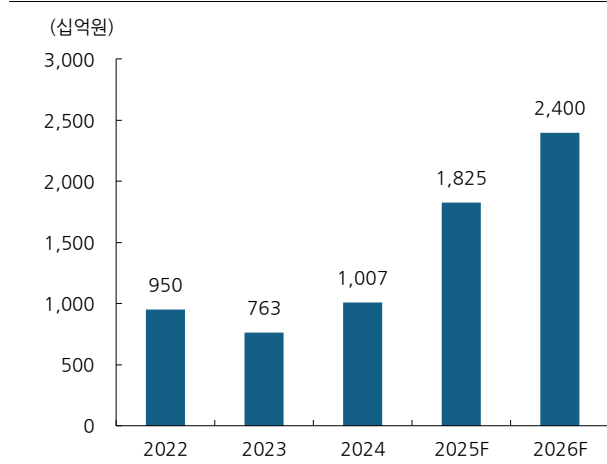
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 두산 전자 BG 분기별 영업이익 및 영업이익률 추정



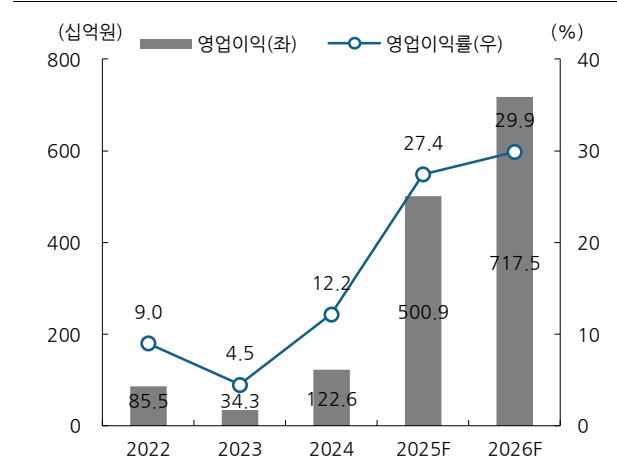
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 두산 전자 BG 연간 매출액 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 두산 전자 BG 연간 영업이익 및 영업이익률 추정



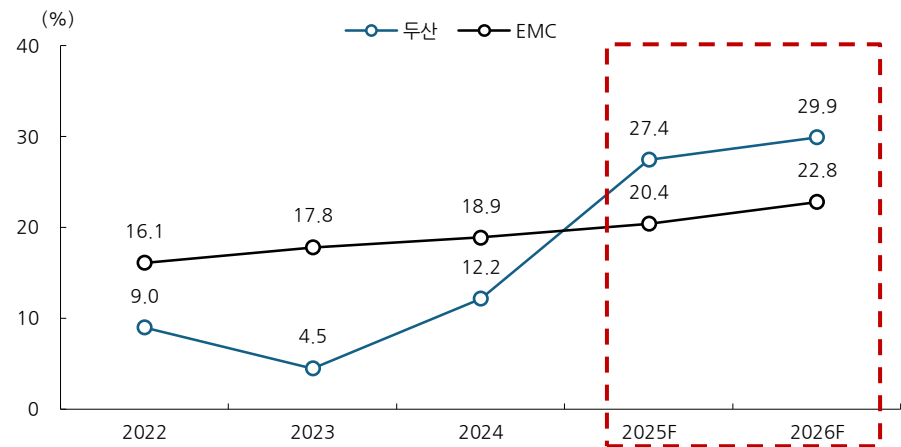
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
연결 실적											
매출액	4,299	5,346	4,452	5,613	4,471	5,465	4,878	6,068	18,133	19,710	20,882
YoY	-3.7	16.4	14.8	7.9	4.0	2.2	9.6	8.1	-5.2	8.7	5.9
영업이익	199	358	231	322	260	412	280	408	1,004	1,109	1,360
OPM	4.6	6.7	5.2	5.7	5.8	7.5	5.7	6.7	5.5	5.6	6.5
당기순이익	11.3	233.2	111.5	280.6	11.8	238.4	146.3	182.1	302	637	579
지배주주 순이익	24	79	121	0	11	222	136	0	-226	223	369
두산 자체 사업											
매출액	485	559	524	597	645	639	668	792	1,377	2,165	2,744
YoY	80.1	71.8	53.0	35.6	33.0	14.3	27.5	32.7	22.1	57.2	26.8
영업이익	121	142	109	147	167	168	180	219	141	519	734
OPM	25.0	25.4	20.7	24.6	25.8	26.4	26.9	27.7	10.2	24.0	26.8
전자											
매출액	403	476	440	506	563	556	580	701	1,007	1,825	2,400
영업이익	116	136	104	145	163	163	174	217	123	501	718
OPM	28.8	28.6	23.6	28.6	29.0	29.3	30.0	31.0	12.2	27.4	29.9
디지털 (DDI)											
매출액	71	73	75	81	71	73	78	81	288	300	303
영업이익	0	3	3	-1	0	3	3	-1	6	4	4
OPM	0.3	3.4	3.4	-1.1	0.3	3.4	3.4	-1.1	2.2	1.4	1.5
두타물											
매출액	11	10	10	10	11	10	10	10	41	40	40
영업이익	5	3	2	3	3	3	3	3	14	13	12
OPM	44.4	34.7	24.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	33.5	33.6	30.0
비상장 2사											
매출액	14	21	3	54	17	28	24	64	69	91	133
YoY	170.0	144.0	-72.6	19.3	26.2	35.2	713.1	19.4	18.9	31.2	46.1
영업이익	-3	-3	-5	0	0	0	0	0	-11	-11.0	-0.9
OPM	-22.2	-16.6	-155.2	-0.1	-0.7	-1.7	-1.1	-0.1	적자지속	적자지속	적자지속
DMI											
매출액	1	5	3	2	3	9	5	2	2	11	19
DLS											
매출액	12	15	15	52	15	18	18	63	67	95	114
로보틱스											
매출액	5	5	10	17	8	7	14	24	47	37	53
영업이익	-12	-16	-15	1	0	0	1	1	-41	-42	1
OPM	적자 지속	-5.0	5.0	5.0	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-88.0	-115.4	2.3

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 두산 전자BG Vs EMC 영업이익률 추이 및 전망



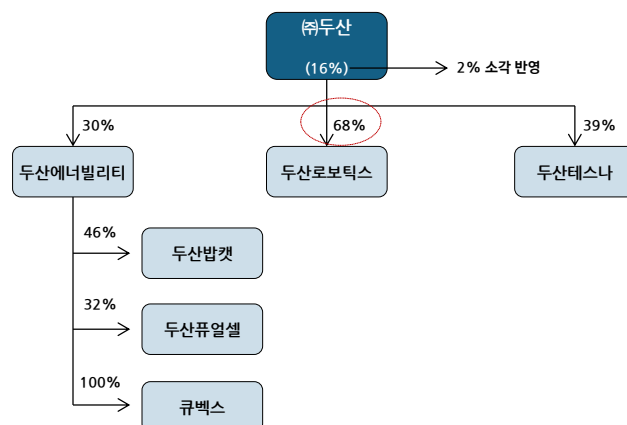
자료: Bloomberg, 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 두산 전자 BG 사업 3Q25 실적 VS. 당사 추정치

(십억원, %)	3Q25P 실적	YoY	QoQ	3Q25P DS추정치	차이 (%)
매출액	440	102.5	18.2	422	4.2
영업이익	104	335.1	17.3	121	-14.1

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 두산 그룹 지배구조도



자료: DS투자증권 리서치센터

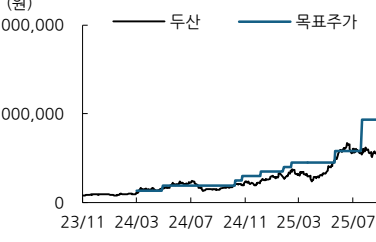
[두산 000150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,913	12,779	13,449	매출액	16,996	19,130	18,133	19,710	20,882
현금 및 현금성자산	2,074	3,539	3,704	5,386	5,822	매출원가	14,158	15,885	15,171	16,472	17,267
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,868	3,510	3,604	매출총이익	2,838	3,245	2,962	3,238	3,615
재고자산	2,757	2,927	3,136	2,700	2,861	판매비 및 관리비	1,712	1,809	1,958	2,129	2,255
기타	1,368	1,328	1,205	1,183	1,162	영업이익	1,126	1,436	1,004	1,109	1,360
비유동자산	16,789	16,840	18,230	18,008	17,694	(EBITDA)	1,744	2,141	1,771	1,929	2,150
관계기업투자등	891	662	951	903	768	금융손익	-539	-360	-242	-449	-442
유형자산	6,273	6,509	7,013	6,655	6,350	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	30,787	31,144	기타영업외손익	-529	-582	-190	189	-147
유동부채	9,478	11,439	11,024	11,459	11,460	세전계속사업이익	-286	451	593	849	771
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,337	5,071	5,373	계속사업법인세비용	211	179	291	212	193
단기금융부채	3,164	4,218	4,281	3,981	3,681	계속사업이익	-497	272	302	637	579
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	637	579
장기금융부채	4,589	3,719	5,063	5,063	5,063	지배주주	-696	-388	-226	223	369
기타비유동부채	1,950	1,922	2,166	2,188	2,210	총포괄이익	-524	285	392	637	579
부채총계	16,018	17,080	18,254	18,710	18,733	매출총이익률 (%)	16.7	17.0	16.3	16.4	17.3
지배주주지분	1,791	1,624	1,480	1,668	2,001	영업이익률 (%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.5
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	10.3	11.2	9.8	9.8	10.3
자본잉여금	1,605	1,881	1,928	1,928	1,928	당기순이익률 (%)	-3.4	1.4	1.7	3.2	2.8
이익잉여금	669	208	-82	106	439	ROA (%)	-2.7	-1.4	-0.8	0.7	1.2
비지배주주지분(연결)	8,507	9,583	10,409	10,409	10,409	ROE (%)	-36.0	-22.7	-14.6	14.2	20.1
자본총계	10,298	11,207	11,889	12,077	12,410	ROIC (%)	5.8	5.9	3.3	5.4	7.1

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	308	2,444	1,117	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-581	272	302	637	579	P/E	-1.9	-3.9	-17.9	59.2	35.5
비현금수익비용가감	2,705	2,054	1,804	278	491	P/B	1.0	1.2	3.7	12.1	10.0
유형자산감가상각비	456	548	603	652	622	P/S	0.1	0.1	0.3	1.0	1.0
무형자산상각비	162	157	164	168	168	EV/EBITDA	4.0	2.7	5.6	11.1	9.6
기타현금수익비용	2,087	1,350	1,037	-541	-299	P/CF	0.8	0.9	2.6	22.0	18.8
영업활동 자산부채변동	-683	433	-1,053	1,529	47	배당수익률 (%)	2.4	2.1	0.8	0.2	0.3
매출채권 감소(증가)	-508	-58	-70	358	-94	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-683	-296	81	436	-161	매출액	32.2	12.6	-5.2	8.7	5.9
매입채무 증가(감소)	867	592	-819	735	302	영업이익	22.3	27.6	-30.1	10.5	22.6
기타자산 부채변동	-359	194	-244	0	0	세전이익	적전	흑전	31.5	43.2	-9.1
투자활동 현금	-291	-1,106	-995	-426	-345	당기순이익	적전	흑전	11.1	110.7	-9.1
유형자산취득(취득)	-665	-571	-639	-294	-318	EPS	적전	적지	적지	흑전	66.8
무형자산 감소(증가)	-236	-230	-218	-201	-184	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	652	-121	-156	69	156	부채비율	155.5	152.4	153.5	154.9	151.0
기타투자활동	-42	-184	18	0	0	유동비율	100.5	100.1	108.1	111.5	117.4
재무활동 현금	-482	636	574	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	51.2	36.2	43.8	26.9	20.4
차입금의 증가(감소)	-2,418	94	881	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	3.1	3.1	2.0	2.5	3.1
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	3,247	2,532
기타재무활동	2,061	661	-117	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-161	1,465	165	1,682	436	EPS	-42,673	-24,026	-14,215	15,874	26,470
기초현금	2,235	2,074	3,539	3,704	5,386	BPS	83,627	75,846	69,123	77,877	93,438
기말현금	2,074	3,539	3,704	5,386	5,822	SPS	793,700	893,375	846,803	920,470	975,199
NOPLAT	816	867	512	832	1,020	CFPS	99,190	108,635	98,376	42,735	49,962
FCF	1,150	1,653	59	2,018	771	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		
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	-36.8	-15.0		
2025-10-23	매수	1,000,000	-7.8	1.8		
2025-11-11	매수	1,500,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
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 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	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 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.