

두산 000150

차세대 제품의 주력 공급자 지위 공고화

차세대 제품 주력 공급자 지위 압도적 유지

알려진 바와 같이 당사는 27년 상반기까지 네트워크 보드 물량을 현재 대비 50% 늘리는 증설을 진행 중에 있다. 이와 별도로 추가적인 수요 증가에 대비해 증설을 포함한 다양한 옵션 검토는 불가피할 전망이다. 베라 루빈의 Board Design이 Bianca로 유지될 가능성이 높고 이에 따른 주력 공급자 지위가 사실상 확정적이기 때문이다. 1분기 내 소재 검증 완료 여부와는 별개로 이미 양산 샘플 공급을 위한 준비 단계에 진입한 것으로 추정된다.

26년 1분기 대규모 일회성 이익과 3분기 실적 퀀텀 점프 예상

4Q25F 전자 BG 매출은 5,200억원 (+18.2% QoQ, 54.8% YoY), 영업이익 1,350억원 (+30.1% QoQ, OP 마진 26%)을 전망한다. 4분기 세트업체들 재고 조정으로 극심한 비수기와 성과급 지급에도 불구하고 양호한 실적이다. 엔비디아향 월평균 500~600억의 매출이 발생한 것으로 보인다. 두산 로보틱스 PRS 계약에 따른 대규모 평가 이익은 1분기말 두산 로보틱스 주가에 따라 결정되며 전일 로보틱스 주가 기준 1분기 예상 평가 이익은 4,500억원이다. 1년치 순이익에 맞먹는 수준이다. 거래 상대방의 차세대 제품 출시 스케줄과 거래 특성상 초도 매출은 3분기부터 본격화될 전망이다. 3분기 매출은 약 6,000억원대 레벨로 도약할 전망이다.

진행 중인 M&A는 성공 시 Gamechanger 급의 딜

최근 웨이퍼 쇼티지 현상에 따른 공급자 우위 시장 형성과 장기 공급 재계약 사이클 도래를 감안하면 SK실트론은 매우 매력적인 매물로 부상했다. 만약 지분 70.1%가 당사의 가용 자금 내인 2조 초중반에서 인수될 경우 주가 리레이팅의 요인으로 부각될 전망이다.

대주주 견제 장치와 개정 상법은 자회사 할인을 60% 적용의 근거

신고가인 EMC 멀티플 적용에 따라 목표주가를 기존 150만원에서 168만원으로 상향 조정한다. 우리가 추정하는 전자 BG 가치는 14조원이다. 주주 충실의무 및 대주주 견제 장치 강화의 개정 상법과 현재 추진되는 중복상장 제한 및 주가 누르기 방지 정책 등은 지주회사의 자회사 적용 할인을 60% 이하로 낮추는 근거가 된다. 2차 랠리 이후 3차 상승 파동 진입이 곧 가시화될 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	19,606	20,853
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,090	1,360
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.5
세전이익	-286	451	593	990	768
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	305	366
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	21,929	26,262
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	19.8
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	18.9	19.1
PER(배)	-1.9	-3.9	-17.9	40.6	33.9
PBR(배)	1.0	1.2	3.7	10.9	9.2
EV/EBITDA(배)	4.0	2.7	5.6	10.4	9.0

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

2025.01.27

매수(유지)

목표주가(상향)	1,680,000원
현재주가(01/26)	890,000원
상승여력	88.8%

Stock Data

KOSPI	4,949.6pt
시가총액(보통주)	14,413십억원
발행주식수	16,194천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	145천주
60일 평균거래대금	125,602백만원
외국인 지분율	17.1%
52주 최고가	1,082,000원
52주 최저가	236,500원
주요주주	
박정원(외27인)	40.9%
자사주(외1인)	16.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	13.1	-6.8
3M	11.1	-14.5
6M	56.1	1.3

주가차트

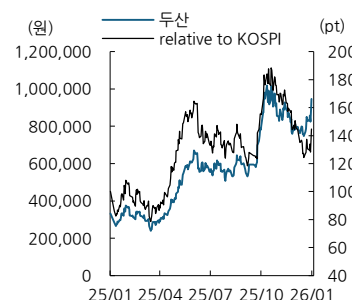


표1 두산로보틱스 PRS 예상 평가 이익 계산

PRS 계약 추가 (원)	81,000
현재 추가 (원)	114,100
PRS 계약 지분율	18%
예상 반영 평가 이익 (십억원)	455.1

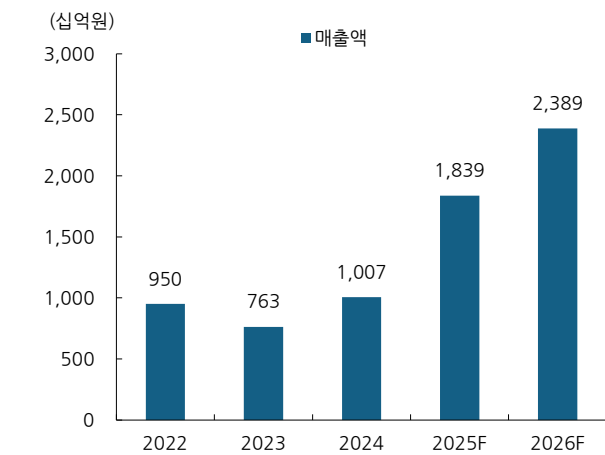
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 SK실트론 증설 진행 현황

내용	구미 3 공단 신공장	미시간주 베이 시티 신공장
투자규모	부지 매입 및 공장건설에 총 2.2 조원 투자	신공장 2 곳 건설에 약 8,800 억원 투자
투자재원	차입금 및 장기계약 선수금	미 에너지부로부터 7,200 억원 대출 미시간 주정부로부터 1,050 억원 세제혜택 등 추가 지원
CAPA 규모	현재 대비 2 배 이상 성장 전망	SiC 웨이퍼 생산량 10 배 이상 성장 목표
생산제품	300mm 웨이퍼	SiC 웨이퍼
완공 시점	2027 년	2027 년

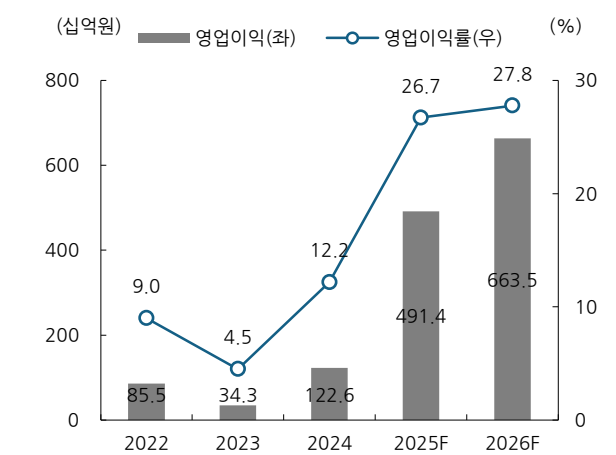
자료: 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터

그림1 두산 전자BG 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 두산 전자 BG 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 두산 전자BG 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F
전자										
매출액	403	476	440	520	533	536	620	700	1,839	2,389
영업이익	116	136	104	135	141	139	180	203	491	664
OPM	28.8	28.6	23.6	26.0	26.5	26.0	29.0	29.0	26.7	27.8

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 두산 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			14,100	
전자	498	28	13,934	26F 순이익 * 28 배 적용 (EMC 와 동일 멀티플)
DDI(정보통신)	4	10	44	26F 전망치
두타물	12	10	121	26F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			9,325	<u>할인을 60% 적용</u>
두산 에너지빌리티	31%	59,764	18,228	
오리콤	61%	68	41	
두산로보틱스	68%	7,396	5,044	
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)	22,835			
유통 가능 보통주식 수	1,352 만주			자사주 300 만주 제외
Target Price(원)	1,680,000			
현재 주가(원)	890,000			
주가 상승 여력	89%			

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표5 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
연결 실적											
매출액	4,299	5,346	4,452	5,627	4,441	5,422	4,912	6,068	18,133	19,724	20,843
YoY	-3.7	16.4	14.8	8.2	3.3	1.4	10.3	7.8	-5.2	8.8	5.7
영업이익	199	358	231	312	238	388	286	394	1,004	1,100	1,306
OPM	4.6	6.7	5.2	5.5	5.4	7.2	5.8	6.5	5.5	5.6	6.3
당기순이익	11.3	233.2	111.5	281.3	11.7	236.5	147.4	182.0	302	637	578
지배주주 순이익	24	79	121	0	11	220	137	0	-226	223	368
두산 자체 사업											
매출액	485	559	524	611	615	619	708	791	1,377	2,179	2,733
YoY	80.1	71.8	53.0	38.8	26.8	10.7	35.1	29.6	22.1	58.2	25.5
영업이익	121	142	109	137	145	145	185	205	141	509	680
OPM	25.0	25.4	20.7	22.5	23.5	23.4	26.2	25.9	10.2	23.4	24.9
전자											
매출액	403	476	440	520	533	536	620	700	1,007	1,839	2,389
영업이익	116	136	104	135	141	139	180	203	123	491	664
OPM	28.8	28.6	23.6	26.0	26.5	26.0	29.0	29.0	12.2	26.7	27.8
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	적자 지속	적자 지속	5.0	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-88.0	-114.4	2.2

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	12,846	13,526	매출액	16,996	19,130	18,133	19,606	20,853
현금 및 현금성자산	2,074	3,539	3,704	5,486	5,907	매출원가	14,158	15,885	15,171	16,399	17,241
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,868	3,492	3,599	매출총이익	2,838	3,245	2,962	3,208	3,612
재고자산	2,757	2,927	3,136	2,686	2,857	판매비 및 관리비	1,712	1,809	1,958	2,117	2,252
기타	1,368	1,328	1,205	1,183	1,162	영업이익	1,126	1,436	1,004	1,090	1,360
비유동자산	16,789	16,840	18,230	17,996	17,689	(EBITDA)	1,744	2,141	1,771	1,910	2,150
관계기업투자등	891	662	951	903	768	금융손익	-539	-360	-242	-449	-442
유형자산	6,273	6,509	7,013	6,653	6,348	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	30,842	31,215	기타영업외손익	-529	-582	-190	349	-151
유동부채	9,478	11,439	11,024	11,432	11,453	세전계속사업이익	-286	451	593	990	768
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,337	5,045	5,365	계속사업법인세비용	211	179	291	248	192
단기금융부채	3,164	4,218	4,281	3,981	3,681	계속사업이익	-497	272	302	743	576
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	743	576
장기금융부채	4,589	3,719	5,063	5,063	5,063	지배주주	-696	-388	-226	305	366
기타비유동부채	1,950	1,922	2,166	2,188	2,210	총포괄이익	-524	285	392	743	576
부채총계	16,018	17,080	18,254	18,683	18,726	매출총이익률 (%)	16.7	17.0	16.3	16.4	17.3
지배주주지분	1,791	1,624	1,480	1,749	2,080	영업이익률 (%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.5
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	10.3	11.2	9.8	9.7	10.3
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	188	518	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	18.9	19.1
자본총계	10,298	11,207	11,889	12,159	12,489	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	2,541	1,102	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-581	272	302	743	576	P/E	-1.9	-3.9	-17.9	40.6	33.9
비현금수익비용가감	2,705	2,054	1,804	264	484	P/B	1.0	1.2	3.7	10.9	9.2
유형자산감가상각비	456	548	603	652	622	P/S	0.1	0.1	0.3	1.0	0.9
무형자산상각비	162	157	164	168	168	EV/EBITDA	4.0	2.7	5.6	10.4	9.0
기타현금수익비용	2,087	1,350	1,037	-555	-306	P/CF	0.8	0.9	2.6	18.9	18.0
영업활동 자산부채변동	-683	433	-1,053	1,535	42	배당수익률 (%)	2.4	2.1	0.8	0.2	0.3
매출채권 감소(증가)	-508	-58	-70	376	-108	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-683	-296	81	451	-171	매출액	32.2	12.6	-5.2	8.1	6.4
매입채무 증가(감소)	867	592	-819	708	321	영업이익	22.3	27.6	-30.1	8.6	24.7
기타자산, 부채변동	-359	194	-244	0	0	세전이익	적전	흑전	31.5	67.0	-22.5
투자활동 현금	-291	-1,106	-995	-424	-345	당기순이익	적전	흑전	11.1	145.7	-22.5
유형자산처분(취득)	-665	-571	-639	-292	-317	EPS	적전	적지	적지	흑전	19.8
무형자산 감소(증가)	-236	-230	-218	-201	-184	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	652	-121	-156	69	156	부채비율	155.5	152.4	153.5	153.7	149.9
기타투자활동	-42	-184	18	0	0	유동비율	100.5	100.1	108.1	112.4	118.1
재무활동 현금	-482	636	574	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	51.2	36.2	43.8	25.9	19.6
차입금의 증가(감소)	-2,418	94	881	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	3.1	3.1	2.0	2.4	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	3,147	2,446
기타재무활동	2,061	661	-117	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-161	1,465	165	1,782	422	EPS	-42,673	-24,026	-14,215	21,929	26,262
기초현금	2,235	2,074	3,539	3,704	5,486	BPS	83,627	75,846	69,123	81,701	97,131
기말현금	2,074	3,539	3,704	5,486	5,907	SPS	793,700	893,375	846,803	915,604	973,836
NOPLAT	816	867	512	818	1,020	CFPS	99,190	108,635	98,376	47,012	49,489
FCF	1,150	1,653	59	2,118	757	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준