



## BUY(Maintain)

목표주가: 850,000원(상향)

주가(7/25): 570,000원

시가총액: 94,186억원

전기전자/디스플레이

Analyst 김소원

sowonkim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/25)		3,196.05pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	670,000원	128,100원
최고/최저가 대비 등락률	-14.9%	345.0%
주가수익률	절대	상대
1M	-14.5%	-16.9%
6M	71.4%	36.1%
1Y	231.4%	181.1%

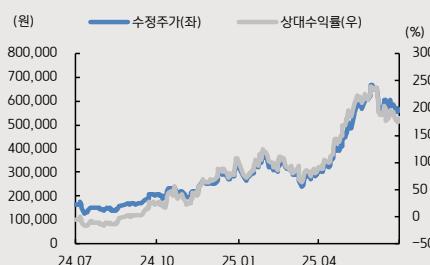
## Company Data

발행주식수	16,524 천주
일평균 거래량(3M)	186천주
외국인 지분율	15.3%
배당수익률(25E)	0.4%
BPS(25E)	102,442원
주요 주주	이수 외 5인
	40.1%

## 투자지표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	19,130.1	18,132.9	19,427.4	20,956.1
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,408.6	1,982.5
EBITDA	2,140.6	1,771.0	2,244.8	2,825.0
세전이익	451.0	593.0	1,096.6	1,621.1
순이익	272.1	302.2	631.1	932.9
지배주주지분순이익	-388.3	-226.2	189.3	279.9
EPS(원)	-18,133	-10,562	8,841	13,069
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	47.8
PER(배)	-5.2	-24.1	64.5	43.6
PBR(배)	1.24	3.69	5.56	4.07
EV/EBITDA(배)	7.5	11.8	12.1	9.5
영업이익률(%)	7.5	5.5	7.3	9.5
ROE(%)	-22.7	-14.6	10.3	10.8
순차입금비율(%)	40.8	48.4	37.7	27.3

## Price Trend



## 실적 리뷰

## 두산 (000150)

## 2H25 강화될 AI 모멘텀 주목



2Q25 자체사업 영업이익 1,420억원으로 당사 추정치 상회. 전자 BG의 영업이익률은 29%로 고수익성 유지. 2H25는 안정적인 N사향 제품 공급과 함께 800G용 제품 공급 확대 및 신규 ASIC 고객사 확보를 통한 매출처 다변화 기대. 2H25부터 800G 네트워크 인프라 투자 가속화와 함께 동사의 실적 전망치 상향 가능성 주목. 실적 추정치 및 자회사 지분가치를 반영하여 목표주가를 85만원으로 상향.

## &gt;&gt;&gt; 2Q25 자체사업 영업이익 1,420억원, 기대치 상회

2Q25 두산의 자체사업 실적은 매출액 5,586억원(+15% QoQ, +76% YoY), 영업이익 1,421억원(+17% QoQ, +263% YoY)으로, 당사 추정치(1,289억원)를 상회했다. 특히 전자 BG의 영업이익은 1,362억원(+17% QoQ, +335% YoY)으로 견조한 성장을 이어갔으며, 영업이익률은 28.6%로 전 분기 높은 수준을 유지했다. 원/달러 환율 하락과 반도체 및 스마트폰용 CCL 매출 확대를 고려하면, N사향을 포함한 네트워크향 소재의 수익성은 전 분기 대비 더욱 개선된 것으로 추정된다. 더불어 400G 및 800G 네트워크향 매출액 또한 우상향 흐름을 이어갔으며, 2H25는 성장세가 가속화될 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 전자BG 전망치 상향. 신규 고객사 및 800G 모멘텀 주목

2H25는 안정적인 N사향 제품 공급에 더해, 800G 제품 공급 확대와 신규 ASIC 고객사 확보를 통한 매출처 다변화가 기대된다.

최근 Ciena 등 네트워크 장비/인프라 업체들은 AI 인프라 투자가 네트워크 투자로 확산 중이며, 800G 수요가 증가하고 있다고 언급했다. 동사의 800G 용 제품의 ASP는 400G 대비 약 40% 높은 것으로 추정되며, 800G용 CCL 매출은 향후 3년간 CAGR +70%의 성장이 예상된다. 또한 2H25중 신규 ASIC 고객사 확보가 본격화되며 매출처 기반이 확대될 것으로 전망한다. 한편 동사는 기존 라인 전환 투자를 통해 Capa를 증설 중이며, 2027년 초까지 네트워크용 Capa를 현재 대비 50% 확대할 계획이다. 이를 반영한 두산 자체사업의 영업이익은 2025년 5,574억원(+289% YoY), 2026년 6,467억원(+16% YoY)으로, 기존 추정치 대비 각각 9%, 11% 상향한다.

## &gt;&gt;&gt; 목표주가 상향, 지분가치 70% 할인에도 높은 상승 여력

동사는 안정적인 Blackwell 공급 레퍼런스를 바탕으로 2H25에는 고객사 및 제품 다변화 모멘텀이 더욱 강화될 것으로 기대된다. 특히 신규 ASIC 고객사 향 매출 본격화, 800G 네트워크 인프라 투자 가속화, 고객사의 차세대 아키텍쳐 제품 진입 등이 맞물리며 실적 상향 가능성에 주목한다.

실적 추정치 및 자회사 지분가치를 반영하여 목표주가를 850,000원으로 상향하고, 동사에 대한 비중확대를 추천한다.

## 두산 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>4,462</b>	<b>4,592</b>	<b>3,879</b>	<b>5,200</b>	<b>4,299</b>	<b>5,346</b>	<b>4,491</b>	<b>5,291</b>	<b>18,133</b>	<b>19,427</b>	<b>20,956</b>
%QoQ/%YoY	-15%	3%	-16%	34%	-17%	24%	-16%	18%	-5%	7%	8%
두산 자체사업	264	317	328	427	485	559	567	591	1,336	2,201	2,492
두산에너빌리티	4,098	4,150	3,396	4,589	3,749	4,569	3,749	4,495	16,233	16,561	17,770
두산로보틱스	11	14	10	11	5	18	17	16	47	57	60
기타 (연결조정 반영)	89	110	145	172	60	201	159	189	517	608	635
<b>매출원가</b>	<b>3,676</b>	<b>3,791</b>	<b>3,295</b>	<b>4,409</b>	<b>3,583</b>	<b>4,401</b>	<b>3,582</b>	<b>4,228</b>	<b>15,171</b>	<b>15,795</b>	<b>16,761</b>
매출원가율	82%	83%	85%	85%	83%	82%	80%	80%	84%	81%	80%
<b>매출총이익</b>	<b>786</b>	<b>802</b>	<b>583</b>	<b>791</b>	<b>716</b>	<b>945</b>	<b>909</b>	<b>1,063</b>	<b>2,962</b>	<b>3,633</b>	<b>4,195</b>
판매비와관리비	438	465	473	582	517	587	512	608	1,958	2,224	2,213
<b>영업이익</b>	<b>348</b>	<b>337</b>	<b>110</b>	<b>209</b>	<b>198</b>	<b>358</b>	<b>397</b>	<b>455</b>	<b>1,004</b>	<b>1,409</b>	<b>1,982</b>
%QoQ/%YoY	31%	-3%	-67%	90%	-5%	80%	11%	14%	-30%	40%	41%
두산	25	39	35	44	121	142	146	148	143	557	647
두산에너빌리티	358	310	115	235	142	271	271	352	1,018	1,036	1,336
두산로보틱스	-7	-8	-10	-17	-12	-9	-3	-3	-41	-27	-15
기타 (연결조정 반영)	-35	-12	-40	-70	-65	-55	-17	-42	-157	-179	-168
<b>영업이익률</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>
두산	9%	12%	11%	10%	25%	25%	26%	25%	11%	25%	26%
두산에너빌리티	9%	7%	3%	5%	4%	6%	7%	8%	6%	6%	8%
두산로보틱스	-63%	-55%	-96%	-147%	-229%	-50%	-16%	-18%	-88%	-47%	-25%
기타 (연결조정 반영)	-39%	-11%	-27%	-41%	-109%	-28%	-11%	-22%	-30%	-29%	-27%
<b>법인세차감전순익</b>	<b>335</b>	<b>304</b>	<b>-27</b>	<b>-19</b>	<b>106</b>	<b>396</b>	<b>327</b>	<b>268</b>	<b>593</b>	<b>1,097</b>	<b>1,621</b>
법인세비용	109	88	68	26	95	163	114	94	291	466	688
<b>당기순이익</b>	<b>226</b>	<b>216</b>	<b>-95</b>	<b>-45</b>	<b>11</b>	<b>233</b>	<b>212</b>	<b>174</b>	<b>302</b>	<b>631</b>	<b>933</b>
당기순이익률	5%	5%	-2%	-1%	0%	4%	5%	3%	2%	3%	4%
KRW/USD	1,330	1,370	1,370	1,380	1,450	1,400	1,370	1,370	1,363	1,398	1,370

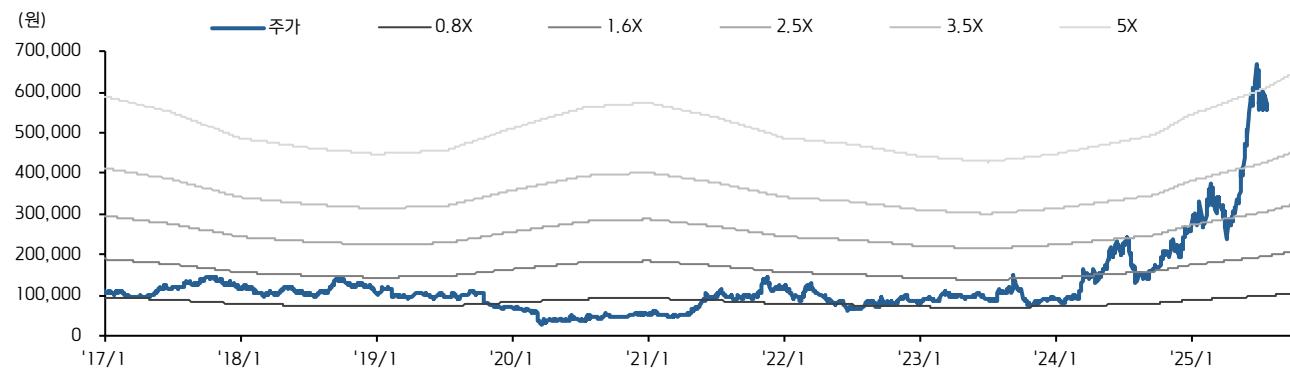
자료: 키움증권 리서치센터

## 두산연결 실적 Update (단위: 십억원)

	2Q25P					2025E		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	증감률	수정전	수정후	증감률
<b>매출액</b>	<b>4,528</b>	<b>5,346</b>	<b>18%</b>	<b>4,741</b>	<b>13%</b>	<b>18,092</b>	<b>19,427</b>	<b>7%</b>
두산 자체사업	501	559	11%			2,010	2,201	10%
두산에너빌리티	3,877	4,569	18%			15,468	16,561	7%
기타 (연결조정 반영)	16	18	14%			560	608	9%
<b>영업이익</b>	<b>429.0</b>	<b>357.8</b>	<b>-17%</b>	<b>473.7</b>	<b>-24%</b>	<b>1436.8</b>	<b>1,408.6</b>	<b>-2%</b>
영업이익률	9%	7%		10%		8%	7%	
<b>당기순이익</b>	<b>255.2</b>	<b>233.2</b>	<b>-9%</b>	<b>252.1</b>	<b>-7%</b>	<b>625.1</b>	<b>631.1</b>	<b>1%</b>
당기순이익률	6%	4%		5%		3%	3%	

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 두산 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

## 두산 목표주가 850,000원 제시

(단위: 심억원, %, 배)	26년 EBITDA	Target Multiple		NAV	비고
<b>영업가치(a)</b>	자체 사업부	697	11.2X	<b>7,807</b>	AI 기판 및 소재 글로벌 피어 EMC, TUC, 이수페타시스, Unimicron, GCE 25년 EV/Ebitda 평균
	자회사	지분율 (%)	시가총액 및 장부가		
	두산에너빌리티	30.4	42,213	12,833	
	상장 자회사	두산로보틱스	68.2	3,974	2,710
		오리콤	60.9	74	45
<b>지분가치(b)</b>					
	두산포트폴리오홀딩스	100.0	254	254	
	두산로지스틱스솔루션	100.0	89	89	
	두산모빌리티이노베이션	86.1	72	62	
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44	44	
				<b>4,811</b>	지분가치 할인율 70% 적용
<b>순차입금(c)</b>				1,150	별도 기준
<b>순자산가치(NAV)</b> <b>(a)+(b)-(c)</b>				<b>11,467</b>	
<b>총 주식수 (주)</b>	13,522,969				자사주 300만주 제외
<b>목표주가(원)</b>	<b>847,987</b>				

자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>매출액</b>	16,995.8	19,130.1	18,132.9	19,427.4	20,956.1
매출원가	14,157.7	15,885.1	15,170.7	15,794.8	16,761.0
<b>매출총이익</b>	2,838.0	3,245.1	2,962.1	3,632.6	4,195.1
판관비	1,712.0	1,808.8	1,958.4	2,224.0	2,212.6
<b>영업이익</b>	1,126.0	1,436.3	1,003.8	1,408.6	1,982.5
<b>EBITDA</b>	1,744.2	2,140.6	1,771.0	2,244.8	2,825.0
<b>영업외손익</b>	-1,411.9	-985.3	-410.8	-520.6	-427.0
이자수익	33.1	103.4	142.6	184.6	225.8
이자비용	364.8	466.4	491.6	508.4	517.5
외환관련이익	468.6	370.2	675.3	307.3	307.3
외환관련손실	679.9	370.2	571.0	276.5	276.5
증속 및 관계기업손익	-343.2	-42.2	27.9	27.9	27.9
기타	-525.7	-580.1	-194.0	-255.5	-194.0
<b>법인세차감전이익</b>	-285.9	451.0	593.0	1,096.6	1,621.1
법인세비용	211.3	178.9	290.7	465.6	688.2
<b>계속사업순손익</b>	-497.2	272.1	302.2	631.1	932.9
<b>당기순이익</b>	-581.2	272.1	302.2	631.1	932.9
<b>지배주주순이익</b>	-696.4	-388.3	-226.2	189.3	279.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	32.2	12.6	-5.2	7.1	7.9
영업이익 증감율	22.3	27.6	-30.1	40.3	40.7
EBITDA 증감율	13.7	22.7	-17.3	26.8	25.8
지배주주순이익 증감율	-441.5	-44.2	-41.7	-183.7	47.9
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	47.8
매출총이익율(%)	16.7	17.0	16.3	18.7	20.0
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	7.3	9.5
EBITDA Margin(%)	10.3	11.2	9.8	11.6	13.5
지배주주순이익률(%)	-4.1	-2.0	-1.2	1.0	1.3

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	9,526.3	11,446.3	11,912.6	13,576.2	15,308.2
현금 및 현금성자산	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,948.6	6,143.1
단기금융자산	271.4	366.0	240.8	158.4	104.2
매출채권 및 기타채권	3,327.9	3,651.6	3,867.6	4,143.8	4,469.8
재고자산	2,756.7	2,927.1	3,136.4	3,360.3	3,624.7
기타유동자산	1,096.1	962.4	963.7	965.1	966.4
<b>비유동자산</b>	16,789.0	16,840.5	18,230.4	18,364.5	18,522.2
투자자산	976.1	895.9	1,162.1	1,402.4	1,642.6
유형자산	6,273.3	6,509.4	7,012.5	7,086.7	7,174.6
무형자산	7,890.9	8,031.7	8,547.4	8,367.0	8,196.6
기타비유동자산	1,648.7	1,403.5	1,508.4	1,508.4	1,508.4
<b>자산총계</b>	26,315.4	28,286.8	30,143.1	31,940.7	33,830.4
<b>유동부채</b>	9,478.5	11,438.9	11,024.2	11,666.6	12,099.9
매입채무 및 기타채무	4,431.4	4,994.4	4,336.7	5,229.1	5,682.5
단기금융부채	3,393.3	4,345.9	4,219.2	4,549.2	4,729.2
기타유동부채	1,653.8	2,098.6	2,468.3	1,888.3	1,688.2
<b>비유동부채</b>	6,539.1	5,641.2	7,229.4	7,229.4	7,229.4
장기금융부채	4,996.1	4,131.2	5,474.4	5,474.4	5,474.4
기타비유동부채	1,543.0	1,510.0	1,755.0	1,755.0	1,755.0
<b>부채총계</b>	16,017.5	17,080.1	18,253.6	18,896.0	19,329.4
<b>지배자지분</b>	1,790.7	1,624.1	1,480.2	2,193.6	2,997.0
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,604.7	1,881.2	1,928.3	1,928.3	1,928.3
기타자본	-1,194.1	-1,188.4	-1,179.3	-1,179.3	-1,179.3
기타포괄손익누계액	587.0	599.6	688.9	1,249.6	1,810.2
이익잉여금	669.5	208.0	-81.6	71.3	314.0
<b>비자지분</b>	8,507.1	9,582.6	10,409.3	10,851.1	11,504.1
<b>자본총계</b>	10,297.8	11,206.7	11,889.5	13,044.7	14,501.0

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	533.2	1,908.7	307.8	1,495.6	1,654.2
당기순이익	-581.2	272.1	302.2	631.1	932.9
비현금항목의 가감	2,705.2	2,054.2	1,804.3	1,832.3	2,029.2
유형자산감가상각비	456.4	547.5	603.3	655.8	672.1
무형자산감가상각비	161.8	156.8	164.0	180.3	170.5
지분법평가손익	-343.4	-43.5	-34.6	0.0	0.0
기타	2,430.4	1,393.4	1,071.6	996.2	1,186.6
영업활동자산부채증감	-683.0	432.7	-1,052.6	-189.6	-339.1
매출채권및기타채권의감소	-507.8	-57.7	-70.1	-276.1	-326.0
재고자산의감소	-682.8	-295.6	80.8	-223.9	-264.4
매입채무및기타채무의증가	866.9	591.8	-819.2	892.4	453.4
기타	-359.3	194.2	-244.1	-582.0	-202.1
<b>기타현금흐름</b>	-907.8	-850.3	-746.1	-778.2	-968.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-290.9	-1,106.3	-994.8	-884.5	-942.7
유형자산의 취득	-700.0	-583.9	-710.4	-730.0	-760.0
유형자산의 처분	34.7	12.5	71.1	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-236.2	-230.4	-217.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	359.2	80.2	-266.2	-240.2	-240.2
단기금융자산의감소(증가)	1,054.9	-94.5	125.2	82.4	54.2
기타	-803.5	-290.2	3.2	3.3	3.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	-482.0	636.3	573.9	13.4	-102.2
차입금의 증가(감소)	-2,254.2	259.4	1,079.6	330.0	180.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	-64.8	0.0	0.0
배당금지급	-125.0	-118.8	-125.1	-35.9	-36.5
기타	1,897.2	495.7	-315.8	-280.7	-245.7
<b>기타현금흐름</b>	78.9	26.3	278.0	620.0	585.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-160.9	1,465.0	164.9	1,244.6	1,194.4
기초현금 및 현금성자산	2,235.1	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,948.6
기말현금 및 현금성자산	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,948.6	6,143.1

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-32,522	-18,133	-10,562	8,841	13,069
BPS	83,627	75,846	69,123	102,442	139,958
CFPS	99,190	108,635	98,376	115,037	138,327
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-2.6	-5.2	-24.1	64.5	43.6
PER(최고)	-4.0	-9.2	-25.9		
PER(최저)	-1.9	-4.0	-7.4		
PBR	0.99	1.24	3.69	5.56	4.07
PBR(최고)	1.57	2.20	3.96		
PBR(최저)	0.72	0.95	1.13		
PSR	0.10	0.11	0.30	0.63	0.58
PCFR	0.8	0.9	2.6	5.0	4.1
EV/EBITDA	9.3	7.5	11.8	12.1	9.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금	-4.7	9.9	9.0	4.4	3.0
배당수익률(%),보통주,현금	2.4	2.1	0.8	0.4	0.4
ROA	-2.2	1.0	1.0	2.0	2.8
ROE	-36.0	-22.7	-14.6	10.3	10.8
ROIC	6.1	4.4	3.0	4.7	6.6
매출채권권회전율	5.3	5.5	4.8	4.8	4.9
재고자산회전율	7.1	6.7	6.0	6.0	6.0
부채비율	155.5	152.4	153.5	144.9	133.3
순차입금비율	58.7	40.8	48.4	37.7	27.3
이자보상배율	3.1	3.1	2.0	2.8	3.8
총차입금	8,389.4	8,477.2	9,693.7	10,023.7	10,203.7
순차입금	6,043.8	4,572.0	5,748.8	4,916.6	3,956.4
NOPLAT	1,744.2	2,140.6	1,771.0	2,244.8	2,825.0
FCF	-17.6	1,033.2	-651.5	727.2	884.3

자료: 키움증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 당사는 7월 25일 현재 '두산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

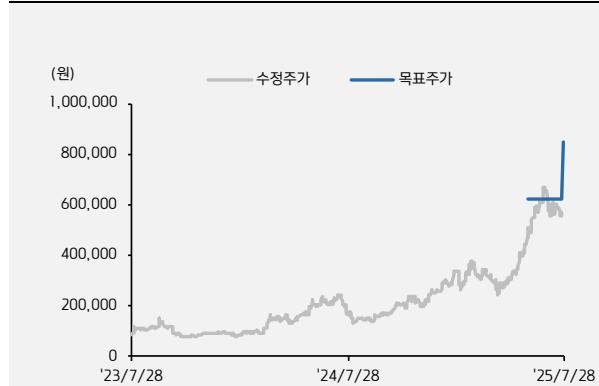
## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
두산 (000150)	2025/05/29	BUY(Initiate)	620,000원	6개월	-6.56	8.06
	2025/07/28	BUY(Maintain)	850,000원	6개월		

## 목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%