

2025. 5. 2



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 500,000 원

현재주가 (4.30) 303,500 원

상승여력 64.7%

KOSPI 2,556.61pt

시가총액 50,150억원

발행주식수 1,652만주

유동주식비율 41.97%

외국인비중 10.85%

52주 최고/최저가 376,000원/128,100원

평균거래대금 458.3억원

주요주주(%)

박정원 외 26 인 40.11

국민연금공단 8.47

주가상승률(%) 1개월 3.6 6개월 49.9 12개월 99.3

절대주가 3.6 52.1 109.8

상대주가 3.6 52.1 109.8

주가그래프



두산 000150

‘Superhero Landing’

- ✓ 1Q25 전자BG 영업이익(1,161억원) 기록, 당사 추정치 75.2% 상회
- ✓ 북미 NV사향 수익성이 당사 예상을 크게 상회한 점이 주요 요인으로 작용
- ✓ 2025년 전자BG 영업이익 4,650억원(+243.5% YoY)으로 전망
- ✓ 1) 북미 NV사향 견조한 수요 2) Switch Tray 진입 3) ASIC 및 800g 공급 개시 기대
- ✓ 투자의견 Buy 적정주가 500,000원으로 상향, 커버리지 내 Top-Pick 의견 유지

전자BG 수익성 초서프라이즈

1Q25 전자BG 매출액(4,029억원)과 영업이익(1,161억원)은 당사 추정치를 각각 14.7%, 75.2% 상회했다. 기존 제품의 수익성도 개선되었지만, 북미 NV사향 수익성이 당사 예상을 크게 상회한 점이 이익률 서프라이즈의 주요 요인으로 작용했다. 1Q25 NV사향 매출은 약 1,600억원으로 추정되며, 동사의 기타 제품 수익성과 비교했을 때 약 50%에 육박하는 이익률을 기록한 것으로 파악된다.

2025년, 변수 없는 초과성장 구간 진입

2025년 전자BG 영업이익을 기존 추정치 대비 60.9% 상향 조정한 4,650억원(+279.1% YoY)으로 전망한다. 북미 NV사 B제품의 수요는 고성능 학습 수요의 증가와 추론용 제품 등 라인업 확대의 영향으로 연중 견조한 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 특히 최근 하반기 출시가 예상되는 NV사의 신제품에 신규 아키텍처가 아닌 기존 Bianca 보드를 탑재하기로 결정한 점은, 출시 일정의 지연 가능성을 낮춘다는 측면에서 동사에 긍정적이다. 또한 현재 공급 중인 Computing tray 외 Switch Tray에 대한 퀄테스트도 진행하고 있어, 신제품부터는 고객사 내 공급 비중 확대 가능성도 열려있다. NV사 외 ASIC 및 800g형 제품 역시 양산 준비의 마무리 단계에 진입한 것으로 파악되며, 하반기부터 본격적인 실적 기여가 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 500,000원 제시

당사는 시장 우려와 달리 AI 서비스의 확산과 함께 AI 하드웨어 부문의 초과 수요가 지속될 것으로 예상하며, 현 시점에서의 AI 투자는 과잉투자보다 과소투자 리스크가 우세한 구간으로 판단한다. 전자BG의 영업이익 추정치 상향 조정을 반영, 적정주가를 기존 440,000원에서 500,000원으로 15.9% 상향하고 커버리지 종목 내 Top-Pick 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	19,130.1	1,436.3	-388.3	-24,026	흑전	75,846	-3.9	1.2	7.2	-22.7	152.4
2024	18,132.9	1,003.8	-226.2	-14,215	11.5	69,123	-17.9	3.7	11.5	-14.6	153.5
2025E	18,613.0	1,525.6	656.2	39,179	188.3	98,091	7.7	3.1	8.9	36.7	145.2
2026E	20,820.8	2,093.8	1,060.0	63,616	66.0	146,104	4.8	2.1	6.8	40.5	143.8
2027E	22,373.4	2,487.4	1,577.9	94,963	49.2	218,307	3.2	1.4	5.5	40.4	129.4

표1 두산 1Q25P 실적 Review

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	4,298.7	4,462.3	-3.7%	3,878.5	10.8%	4451.3	-3.4%	4,480.6	-4.1%
영업이익	198.5	246.1	-19.3%	110.2	80.1%	352.3	-43.7%	336.8	-41.1%
세전이익	105.3	233.3	-54.9%	-27.0	nm	256.0	-58.9%	280.5	-62.5%
순이익	11.3	225.9	-95.0%	-94.9	nm	80.5	-86.0%	157.8	-92.9%
영업이익률(%)	4.6%	5.5%		2.8%		7.9%		7.5%	
세전이익률(%)	2.5%	5.2%		-0.7%		5.8%		6.3%	
순이익률(%)	0.3%	5.1%		-2.4%		1.8%		3.5%	

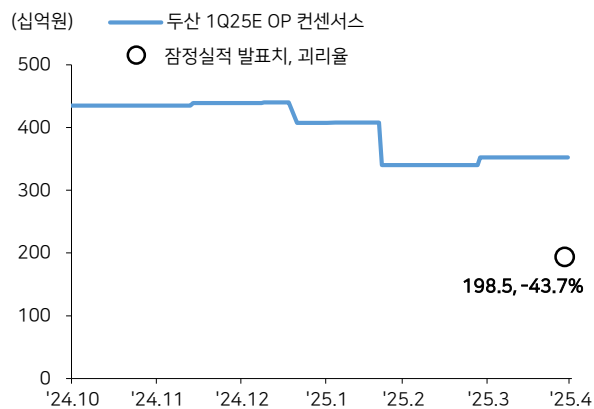
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	18,613.0	18,132.9	2.6%	18968.5	-1.9%	18,450.5	0.9
영업이익	1,525.6	901.9	69.1%	1514.6	0.7%	1,310.7	16.4
세전이익	1,230.0	491.1	150.5%	1259.7	-2.4%	919.9	33.7
지배주주 순이익	656.1	-226.2	nm	708.6	-7.4%	285.5	129.8
영업이익률(%)	35.5%	20.2%		34.0%		29.3%	
세전이익률(%)	28.6%	11.0%		28.3%		20.5%	
순이익률(%)	15.3%	-5.1%		15.9%		6.4%	

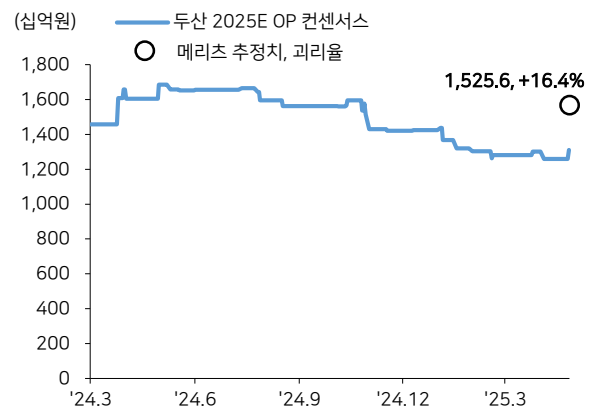
자료: Bloomberg, 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25P 영업이익, 컨센서스 -43.7% 하회



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +16.4% 상회 전망



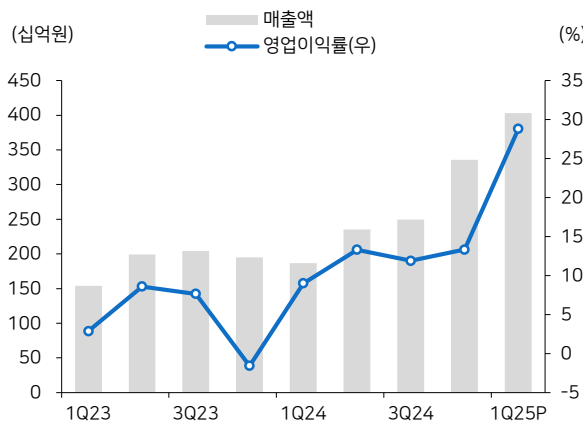
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 두산 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원/달러)	1,329.4	1,371.2	1,358.3	1,399.9	1,452.9	1,420.0	1,400.0	1,400.0	1,364.7	1,418.2	1,380.0
연결 매출액	4,462.3	4,592.2	3,878.5	5,199.8	4,298.7	4,744.8	4,187.5	5,382.1	18,132.9	18,613.0	20,820.8
(%, QoQ)	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	10.4%	-11.7%	28.5%			
(%, YoY)	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	3.3%	8.0%	3.5%	-5.2%	2.6%	11.9%
두산 자체	269.3	325.1	342.5	440.1	485.0	499.2	503.9	500.8	1,377.0	1,988.8	2,137.2
두산 에너지리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	3,949.3	3,415.1	4,545.8	16,233.1	15,658.7	17,332.0
두산로보틱스	10.9	14.4	10.0	11.5	17.5	23.2	48.3	57.2	46.8	146.2	247.5
연결조정 및 기타	84.3	102.2	130.4	159.1	47.7	273.1	220.3	278.2	476.0	819.2	1,104.2
영업이익	246.1	336.7	110.2	208.9	198.5	529.3	287.0	510.8	901.9	1,525.6	2,093.8
(%, QoQ)	-7.6%	36.9%	-67.3%	89.6%	-5.0%	166.6%	-45.8%	78.0%			
(%, YoY)	-27.2%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-19.3%	57.2%	160.4%	144.5%	-37.2%	69.1%	37.2%
두산 자체	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	123.6	127.0	113.3	141.2	485.0	542.1
두산 에너지리티	358.1	309.8	114.8	234.9	142.5	309.6	222.0	343.7	1,017.6	1,017.8	1,404.7
두산로보틱스	-6.9	-7.9	-9.6	-16.9	-5.9	-6.5	2.0	7.8	-41.2	-2.5	16.9
연결조정 및 기타	-128.7	-3.1	-30.5	-53.4	-59.2	102.5	-64.1	46.0	-215.7	25.3	130.1
영업이익률	5.5%	7.3%	2.8%	4.0%	4.6%	11.2%	6.9%	9.5%	5.0%	8.2%	10.1%
세전이익	233.3	304.0	-27.0	-19.2	105.3	483.1	207.0	434.6	491.1	1,230.0	1,884.4
지배주주순이익	5.0	20.6	-88.3	-163.5	23.5	271.8	116.5	244.4	-226.2	656.1	1,060.0
지배주주순이익률	0.1%	0.4%	-2.3%	-3.1%	0.5%	5.7%	2.8%	4.5%	-1.2%	3.5%	5.1%

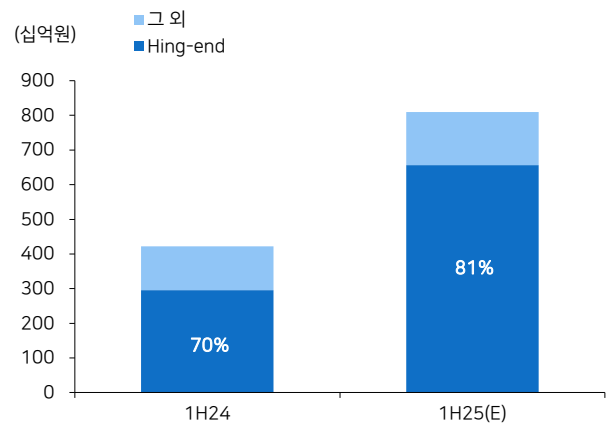
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산전자BG 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

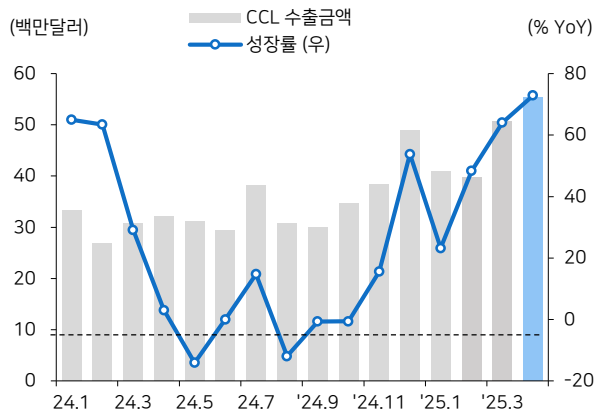
그림4 두산전자BG 상반기 매출액 및 하이엔드 비중 추이



주: 두산 가이드스 기준

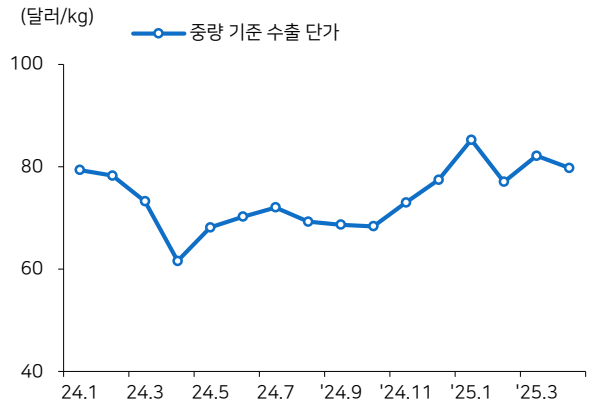
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 CCL 수출금액 추이



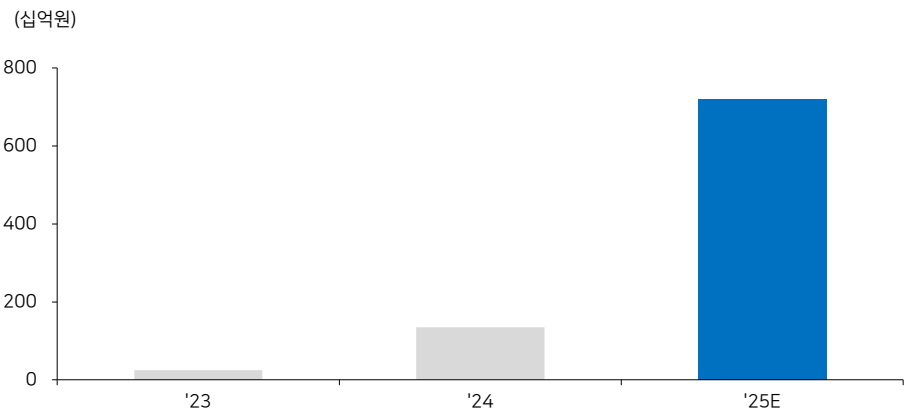
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중량 기준 CCL 수출단가 추이



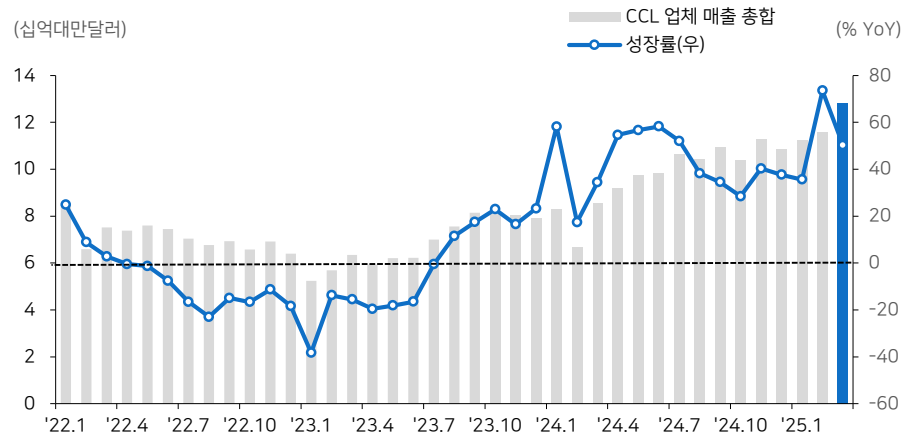
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림7 두산 전자BG NV사향 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 대만 CCL (EMC, TUC, ITEQ) 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표4 두산 Valuation Table

구분	시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고	
영업가치					
자체사업(전자BG 포함)	525	100.0%	4,987.2	2025년 예상 EBITDA * 글로벌 AI MLB/CCL 평균 멀티플 9.5배 적용	
지분가치					
상장 자회사	두산에너지빌리티	15,905	30.4%	4,833	최근 1개월 평균 증가 기준
	오리콤	83	60.9%	51	최근 1개월 평균 증가 기준
	두산로보틱스	3,115	68.2%	2,124	최근 1개월 평균 증가 기준
비상장 자회사	두산 포트폴리오홀딩스	254	100.0%	254	두산 테스나 지분 38.7% 보유. 장부가 적용
	두산 로지스틱스솔루션	89	100.0%	89	장부가 적용
	두산 모빌리티이노베이션	72	86.1%	72	장부가 적용
	기타 투자자산	158	100.0%	158	장부가 적용
지분가치 합계			7,572		
합계 (a)			12,559		
순차입금 (b)			1,251	두산(별도) 순차입금	
NAV (a - b)			11,308		
NAV 할인율			40.0%	국내 주요 지주사 평균 할인율	
적정시가총액			6,785		
유통주식수 (주)			13,522,969	발행주식수(1,652만주) - 자사주(296만주)	
적정 주가 (fair value, 원)			501,738		
적정 주가 ('0000 rounding, 원)			500,000		
현재 주가 (원)			303,500	4/31 기준 증가	
괴리율			64.7		

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표5 전기전자 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
CCL	EMC	6,008.3	13.5	11.6	4.8	3.9	49.2	15.6	37.2	35.4	2,770	3,103	581	673	9.5	8.4
	TUC	1,171.1	10.6	8.7	2.4	2.1	32.7	21.5	23.2	24.7	845	973	139	170	7.0	5.8
	ITEQ	721.9	16.6	11.5	1.1	1.0	67.7	44.9	7.1	9.1	996	1,106	65	92	6.5	5.2
	Shengyi Tech	8,115.2	23.5	18.7	3.5	3.2	38.2	26.1	15.0	17.1	3,223	3,723	391	489	16.7	14.4
MLB	이수페타시스	1,436.3	17.1	13.5	4.1	3.1	55.1	26.6	30.3	26.6	719	844	116	148	11.4	8.9
	Unimicron	4,478.0	16.1	9.7	1.4	1.3	72.1	66.5	9.2	14.2	4,147	4,736	329	537	5.4	4.3
	Victory Giant	8,678.6	17.2	12.8	5.2	3.9	214.3	34.0	26.8	27.5	2,497	3,146	566	756	11.6	8.9
	WUS(Kunshan)	7,361.6	15.3	12.4	3.7	3.0	32.6	23.7	24.9	25.2	2,300	2,736	550	685	12.2	10.0
	Shennan Circuits	7,689.6	23.0	18.9	3.4	3.0	28.1	21.5	15.2	16.2	2,931	3,405	356	432	14.3	12.4
	Gold Circuit	2,936.3	12.7	10.3	3.7	3.0	29.4	23.0	31.3	30.7	1,510	1,726	339	411	7.5	6.2
	Tripod	3,006.8	10.3	9.5	1.8	1.7	10.8	7.6	18.4	17.8	2,191	2,349	347	372	4.6	4.4
	TTM Tech	2,344.9	10.8	9.8	1.5	1.4	289.6	9.8	N/A	N/A	2,660	2,739	277	310	6.9	6.7
ABF Substrate	Ibiden	3,920.5	18.8	16.3	1.1	1.1	-3.0	15.2	6.1	7.0	2,567	2,886	305	351	5.9	4.5
	Kinsus	1,070.5	18.6	14.6	1.0	0.9	3,579.3	27.0	5.4	6.2	1,125	1,198	95	128	5.0	4.6
	Nanya PCB	1,990.2	35.6	16.5	1.4	1.3	763.3	114.0	4.9	8.6	1,178	1,395	62	132	7.1	5.4
소재	Nitto Boseki	1,041.4	12.7	11.1	1.14	1.05	59.1	13.9	9.6	10.6	761	832	112	134	7.7	6.3

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	19,130.1	18,132.9	18,613.0	20,820.8	22,373.4
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	2.6	11.9	7.5
매출원가	15,885.1	15,170.7	15,257.1	16,613.8	17,569.5
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,355.9	4,207.0	4,803.9
판매관리비	1,808.8	1,958.4	1,830.4	2,113.2	2,316.5
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,525.6	2,093.8	2,487.4
영업이익률(%)	7.5	5.0	8.2	10.1	11.1
금융손익	-400.6	-216.1	180.3	230.6	397.8
종속/관계기업손익	-42.3	27.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-475.8	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	1,230.0	1,884.4	2,805.2
법인세비용	178.9	290.7	375.2	471.1	701.3
당기순이익	272.1	302.2	854.8	1,413.3	2,103.9
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	656.2	1,060.0	1,577.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	12,894.0	15,954.2	18,664.2
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	4,397.8	5,768.4	7,908.7
매출채권	1,665.7	1,718.4	1,778.6	2,132.3	2,251.6
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,246.3	3,891.9	4,109.6
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,262.0	18,401.2	18,410.1
유형자산	6,509.4	7,012.6	7,061.2	7,111.8	7,151.8
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,506.9	8,457.4	8,379.7
투자자산	938.9	1,196.4	1,219.9	1,357.9	1,404.5
자산총계	28,286.8	30,143.1	31,156.1	34,355.5	37,074.3
유동부채	11,438.9	11,024.2	11,242.3	12,714.4	13,210.8
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,582.5	3,096.1	3,269.2
단기차입금	1,717.5	3,081.1	3,181.1	3,181.1	3,181.1
유동성장기부채	2,270.9	790.8	658.3	658.3	658.3
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,205.4	7,551.2	7,701.6
사채	626.6	1,089.1	1,089.1	1,089.1	1,089.1
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,213.8	3,113.8	3,113.8
부채총계	17,080.1	18,253.6	18,447.6	20,265.6	20,912.4
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,928.3	1,928.3	1,928.3
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	688.9	688.9	688.9
이익잉여금	208.0	-81.6	538.8	1,566.9	3,113.0
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,608.0	10,961.3	11,487.3
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,708.4	14,089.9	16,162.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,908.7	307.8	1,707.9	2,472.4	3,017.2
당기순이익(손실)	272.1	302.2	854.8	1,413.3	2,103.9
유형자산상각비	547.5	603.3	732.9	746.3	756.9
무형자산상각비	156.8	164.0	80.5	79.5	77.7
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	39.7	233.4	78.7
투자활동 현금흐름	-1,106.3	-994.8	-860.2	-1,054.0	-873.5
유형자산의증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-781.5	-796.9	-796.9
투자자산의감소(증가)	-26.6	-143.2	-23.5	-138.0	-46.5
재무활동 현금흐름	636.3	573.9	-154.1	-47.7	-3.5
차입금의 증감	184.7	1,406.3	-118.2	-15.9	28.4
자본의 증가	276.5	47.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,465.0	164.9	693.7	1,370.7	2,140.2
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,397.8	5,768.4
기말현금	3,539.2	3,704.1	4,397.8	5,768.4	7,908.7

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,126,433	1,260,046	1,354,009
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	39,179	63,616	94,963
CFPS	140,780	127,486	144,429	181,935	234,144
EBITDAPS	129,547	107,177	141,548	176,685	201,042
BPS	75,846	69,123	98,091	146,104	218,307
DPS	2,000	2,000	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.1	0.8	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	-3.9	-17.9	7.7	4.8	3.2
PCR	0.7	2.0	2.1	1.7	1.3
PSR	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
PBR	1.2	3.7	3.1	2.1	1.4
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	2,338.9	2,919.5	3,322.0
EV/EBITDA	7.2	11.5	8.9	6.8	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	36.7	40.5	40.4
EBITDA 이익률	11.2	9.8	12.6	14.0	14.8
부채비율	152.4	153.5	145.2	143.8	129.4
금융비용부담률	2.4	2.7	2.8	2.5	2.3
이자보상배율(x)	3.1	2.0	2.9	4.1	4.9
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	10.6	10.6	10.2
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	5.8	5.8	5.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

두산 (000150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2025.04.29	산업분석	Buy	440,000	양승수	-29.6	-28.2	(원) 680,000 510,000 340,000 170,000 0 23.4 23.10 24.4 24.10 25.4 두산 적정주가
2025.05.02	기업브리프	Buy	500,000	양승수	-	-	