

두산 (000150)

4Q25 Review: 년 우리 마을의 영웅이야

투자의견

BUY(유지)

목표주가

1,540,000 원(상향)

현재주가

973,000 원(2/12)

시가총액

15,757 (십억원)

이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com

- 두산 전자BG의 4Q25 실적은 매출액 5,567억원(YoY +66%, QoQ +27%), 영업이익 1,287억원(YoY +187%, QoQ +24%, OPM 23.1%)을 기록. 4분기 약 200억원 규모의 일회성 비용을 제외하면 실제 이익률은 27.4%로 시장 컨센서스를 상회. 데이터센터, 반도체 등 하이엔드 제품 비중 증가에 따라 사상 최대 매출액을 경신
- 4분기 북미 고객사향 매출액은 전기비 66% 증가한 것으로 추정. 이는 전기비 70% 이상 증가한 NVL72 랙서버 출하량 확대 때문. 주요 고객사향으로 큰 폭의 매출 확대와 원자재 가격 변동성에도 불구하고 전자 BG의 하이엔드 CCL은 안정적 마진을 유지한 것으로 파악됨. 또한, AI 서버 확장에 따른 범용 디램 수요 진작으로 패키징향 CCL 매출액 역시 지난 팬데믹 시기의 매출액을 상회한 것으로 추정
- 경쟁사 대비 약점으로 지목되던 캐파와 관련하여 2028년 이후의 수요 대응을 위해 추가 증설을 내부적으로 검토하고 있다는 입장을 밝힘. 기존 진행중이던 투자분은 올해 4분기와 내년 1분기 각각 중국과 국내 공장 중심으로 증설이 완료될 예정. 전자BG는 차세대 아키텍처 내 컴퓨트 트레이용 CCL에서도 전작과 비슷한 수준의 점유율을 유지할 것으로 예상되는데, 해당 캐파 증설을 통해 차세대 아키텍처용 CCL 수요에 대해서도 무리없이 대응할 수 있을 것으로 전망
- 연간 북미 고객사향 랙서버 출하량은 전년비 138% 증가한 약 7만대 수준에 이를 것으로 예상. ①서버ODM의 생산 능력 확대, ②차세대 아키텍처에서의 높은 점유율 유지, ③추가 캐파 확대를 통한 고객사 포트폴리오 확장, ④범용 디램의 강한 수요 지속에 따른 하이엔드 제품 비중 증가 등에 힘입어 2026년 연간 두산 전자BG 실적은 매출액 2조 3,730억원(YoY +27%), 영업이익 6,426억원(YoY +33%, OPM 27.1%)을 전망
- 당사가 추정하는 두산 전자BG의 적정 기업가치 수준은 14.1조원이나, 전일 증가 기준 전자BG의 기업가치는 8조 1,130억원으로 26F EV/EBITDA 11.7배에 불과. 이는 대만 CCL 3사 평균 26F EV/EBITDA인 18.6배 대비 현저히 낮은 저평가 상태. 주요 경쟁사의 멀티플과 자회사 지분가치 반영을 통해 목표주가를 기존 137만원에서 154만원으로 12% 상향 제시 및 업종 내 최선호주 의견 유지

주가(원,2/12)	973,000
시가총액(십억원)	15,757
발행주식수	16,194천주
52주 최고가	1,082,000원
최저가	236,500원
52주 일간 Beta	1.55
60일 일평균거래대금	1,218억원
외국인 지분율	17.8%
배당수익률(2025F)	0.2%
주주구성	
박정원 (외 27인)	40.9%
자사주	16.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	7.0%	1.3%	94.2%
절대기준	26.4%	74.4%	210.9%
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	1,540,000	1,370,000	▲
영업이익(26)	1,642	2,082	▼
영업이익(27)	2,382	2,488	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026E
매출액	19,130	18,133	19,784	21,614
영업이익	1,436	1,004	1,063	1,642
세전순익	451	593	490	1,090
당기순이익	272	302	250	826
EPS(원)	-18,133	-10,562	2,608	3,775
증감률(%)	na	na	흑전	44.7
PER(배)	na	na	373.1	257.8
ROE(%)	-22.7	-14.6	3.9	5.2
PBR(배)	1.2	3.7	13.3	12.6
EV/EBITDA(배)	2.7	5.6	13.7	13.6

자료: 유진투자증권

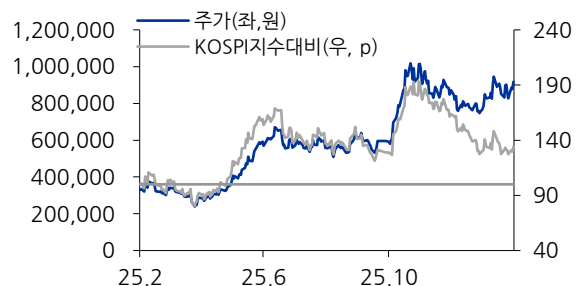


도표 1. 두산 목표주가 산정

		이익, 시가총액, 장부가액 (십억원)	적용 멀티플(배), 지분율(%)	NAV (십억원)	비고
영업가치					
전자BG		691	20.41	14,111	26F EBITDA * 피어 평균 10% 할인 적용
DDI		2	5	12	26F 순이익 추정치
두타몰		11	5	54	26F 순이익 추정치
(A): 영업가치 합계				14,177	
상장사					
	두산에너지빌리티	61,174	30.7%	18,768	
	두산로보틱스	6,644	50.1%	3,326	전일 증가 기준
	오리콤	71	61.9%	44	
비상장사					
	두산모빌리티이노베이션	72	86.1%	62	
	두산로지스틱스솔루션	25	100.0%	25	장부가액 적용
	두산소프트플리오홀딩스	281	100.0%	281	
					70% 할인 적용
(C): 순차입금		1,098			4Q25 잠정 재무제표 기준
(D): 우선주가치		1,990			2/12 증가 기준
보통주 적정 시가총액		20,841			(A) + (B) - (C) - (D)
보통주 총 발행주식 수(만주)		1,356			발행주 - 자사주(263 만주)
적정주가(원)		1,536,655			
목표주가(원)		1,540,000			
현재주가(원)		973,000			
상승여력		58.3%			

자료: 유진투자증권

도표 2. 두산 전자BG EV/EBITDA 추정

구분	(십억원, 배)	비고
(A): 시가총액	15,757	
(B): 지분가치 합계	6,752	2/12 증가 기준
(C): 우선주 가치	1,990	
(D): 순차입금	1,098	4Q25 잠정 재무제표 기준
전자BG 기업가치	8,113	(A) - (B) - (C) + (D)
EBITDA	691	2026F 추정치
EV/EBITDA	11.7	

자료: 유진투자증권

도표 3. 대만 경쟁사 EV/EBITDA

(십억 TWD, 배)	TUC	ITEQ	EMC	비고
시가총액	153.6	44.0	786.5	2/12 증가 기준
총차입금	14.8	15.0	52.8	3Q25 말 기준
현금성자산	5.2	4.5	16.1	
EV	163.2	54.4	823.2	
EBITDA	9.0	5.1	30.6	26F 블룸버그 컨센서스
EV/EBITDA	18.1	10.7	26.9	
3사 평균		18.6		

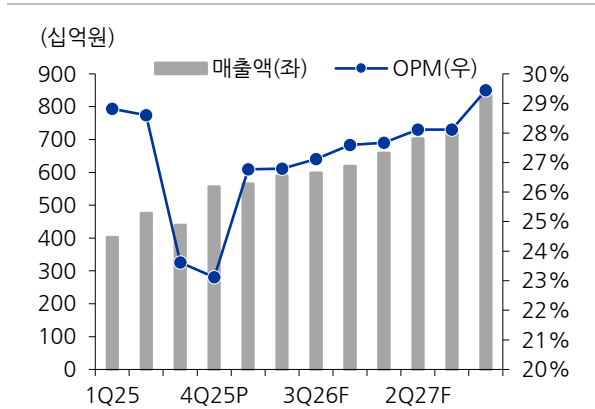
자료: 블룸버그, 유진투자증권

도표 4. 두산 전자 BG 세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	402.9	476.2	439.9	556.7	565.1	590.1	598.6	619.2	1,875.7	2,373.0	2,914.7
YoY	116%	102%	76%	66%	40%	24%	36%	11%	86%	27%	23%
QoQ	20%	18%	-7.6%	27%	2%	4%	1%	3%			
영업이익	116.1	136.2	103.9	128.7	151.3	158.1	162.4	170.9	484.9	642.6	827.6
OPM	28.8%	28.6%	23.6%	23.1%	26.8%	26.8%	27.1%	27.6%	25.9%	27.1%	28.4%
YoY	591%	335%	250%	187%	30%	16%	56%	33%	296%	33%	29%
QoQ	159%	17%	-23.7%	24%	18%	4%	3%	5%			
감가상각비	9.0	8.7	9.3	10.7	12.2	12.2	12.2	12.2	37.7	48.9	57.8
EBITDA	125.1	144.9	113.2	139.4	163.5	170.3	174.6	183.1	522.6	691.5	885.4
EBITDA Margin	31.0%	30.4%	25.7%	25.0%	28.9%	28.9%	29.2%	29.6%	27.9%	29.1%	30.4%
N 사항 매출	161.2	181.0	127.6	211.5	209.6	231.0	246.8	271.9	681.3	959.2	1,468.6
비중	40%	38%	29%	38%	37%	39%	41%	44%	36%	40%	50%
YoY					30%	28%	93%	29%		41%	53%
기타 매출	241.7	295.2	312.3	345.2	355.5	359.1	351.9	347.4	1,194.4	1,413.8	1,446.1
비중	60%	62%	71%	62%	63%	61%	59%	56%	64%	60%	50%
YoY					47%	22%	13%	1%	19%	18%	2%

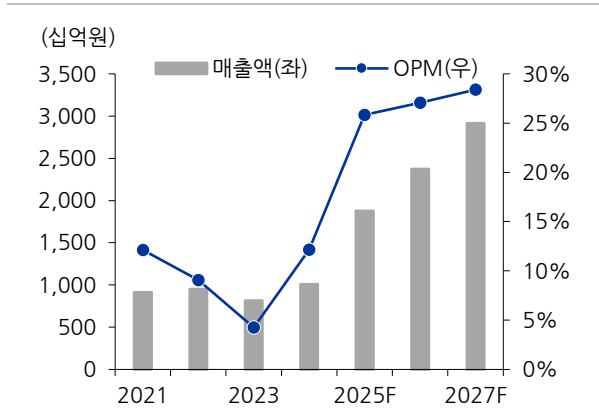
자료: 유진투자증권
 주: 전자 BG 해외법인 실적 포함

도표 5. 두산 전자BG 분기 실적 추이 및 전망



자료: 두산, 유진투자증권

도표 6. 두산 전자BG 연간 실적 추이 및 전망



자료: 두산, 유진투자증권

도표 7. 두산 연결기준 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,993	5,398	5,143	6,080	19,688	21,614	24,235
YoY	-4%	16%	15%	9%	16%	1%	16%	7%	9%	10%	12.1%
QoQ	-17%	24%	-17%	28%	-12%	8%	-5%	18%			
자체사업	485	559	524	653	647	672	683	716	2,221	2,718	3,260
두산에너지빌리티	3,749	4,569	3,880	4,860	4,263	4,554	4,359	5,186	17,058	18,361	20,455
두산로보틱스	5	5	10	13	8	9	10	12	44	40	36
오리콤	46	63	56	58	45	57	59	58	215	219	221
기타조정	14	151	-18	103	30	105	32	108	151	276	262
매출비중											
자체사업	11%	10%	12%	11%	13%	12%	13%	12%	11%	13%	13%
두산에너지빌리티	87%	85%	87%	85%	85%	84%	85%	85%	87%	85%	84%
두산로보틱스	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
오리콤	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
기타조정	0%	3%	0%	2%	1%	2%	1%	2%	1%	1%	1%
영업이익	198	358	231	275	364	420	413	444	1,063	1,642	2,382
YoY	-43%	6%	110%	32%	83%	18%	78%	61%	6%	54%	45.1%
QoQ	-5%	80%	-35%	19%	32%	16%	-2%	8%			
자체사업	121	142	109	132	156	164	167	170	504	658	843
두산에너지빌리티	143	271	137	212	258	290	273	344	763	1,164	1,731
두산로보틱스	-12	-16	-15	-16	-9	-12	-12	-17	-59	-50	-55
오리콤	-1	4	1	7	-1	4	2	7	11	11	11
기타조정	-52	-44	0	-59	-40	-26	-16	-59	-155	-141	-148
영업이익률	4.6%	6.7%	5.2%	4.8%	7.3%	7.8%	8.0%	7.3%	5.4%	7.6%	9.8%
영업외손익	-93	38	-64	-455	-4	170	-87	-168	-573	-89	-84
세전이익	106	396	168	-179	360	590	326	276	490	1,553	2,298
YoY	-68%	30%	흑전	적지	240%	49%	94%	흑전	-17%	217%	48%
QoQ	흑전	274%	-58%	적전	흑전	64%	-45%	-15%			
지배주주순이익	24	79	121	-165	33	65	106	-122	58	23	298
NPM	1%	1%	3%	-3%	1%	1%	2%	-2%	0%	0%	1%
YoY	375%	281%	흑전	적지	38%	-17%	-12%	적축	흑전	-61%	1,208%
EPS(원)	1,104	3,670	5,656	-7,823	1,547	3,094	5,027	-5,893	2,608	3,775	14,402
YoY	375%	281%	흑전	적지	40%	-16%	-11%	적축	흑전	45%	282%

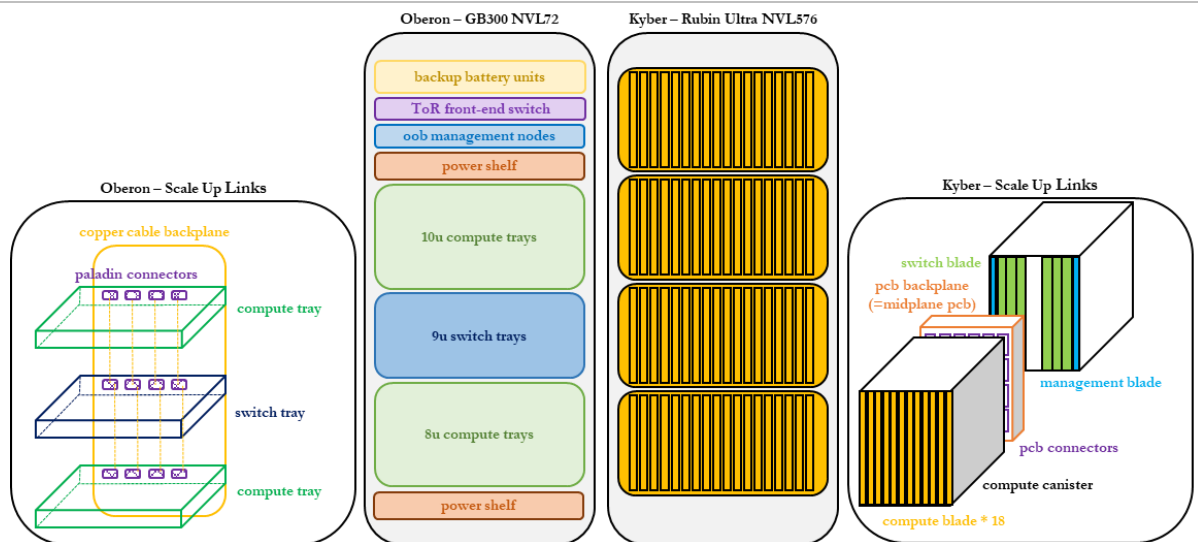
자료: 유진투자증권

도표 8. AI 가속기 비교

CSP, Fabless	칩 이름	출시년월 (예정일)	공정	설계	메모리	메모리 용량
META	MTIA2	2H26	N3	Broadcom	HBM3E	144GB
	MTIA3	1H27	N3	Broadcom	HBM3E	288GB
	MTIA4	2H27	N2	Broadcom/MTK	HBM4/E	288GB
AWS	Trainium2	1H25	N5	Marvell	HBM3/3E	96GB
	Trainium3	1H26	N3	Alchip/Marvell	HBM3E	144GB
	Trainium4	2027	N2	Alchip/Marvell	HBM4/4E	288GB
Google	TPU v6(Trillium)	2H24	N4	Broadcom	HBM3/3E	128GB
	TPU v7p(Ironwood)	2H25	N3	Broadcom	HBM3E	192GB
	TPU v7e(A5921)	1H26	N3	MTK	HBM3E/4	144GB
	TPU v8	2H26	N2	Broadcom/MTK	HBM4/4E	288GB
Microsoft	Maia 100	1H24	N5	GUC	HBM3	64GB
	Maia 200	1H26	N2	GUC	HBM3	128GB
	Maia 300	2H26	N2	Marvell	HBM3E	192GB
OpenAI	Titan	2H26	N3	Broadcom	HBM3E	144GB
Nvidia	B200	1H25	N4	Nvidia	HBM3E	192GB
	B300	2H25	N4	Nvidia	HBM3E	288GB
	Rubin	2H26	N3	Nvidia	HBM4	288GB
	Rubin Ultra	2H27	N3	Nvidia	HBM4E	1,024GB

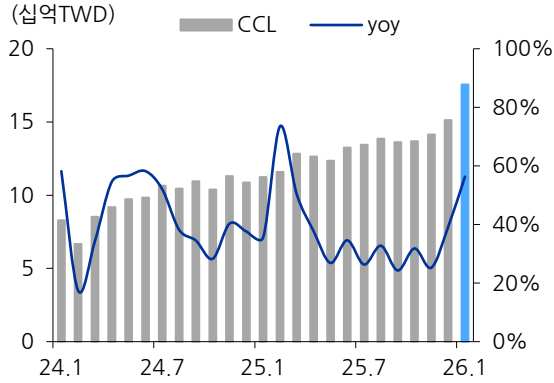
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 9. 오베론랙과 카이버랙 비교



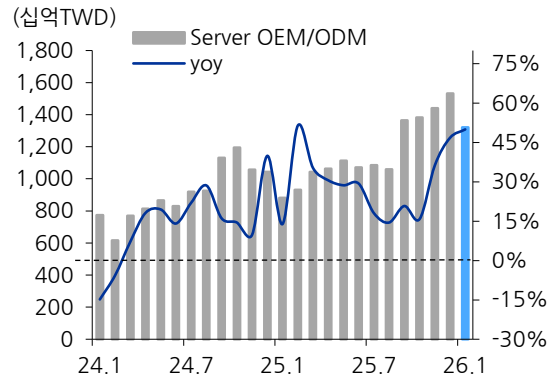
자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

도표 10. 대만 CCL 업체 월별 합산 매출액 추이



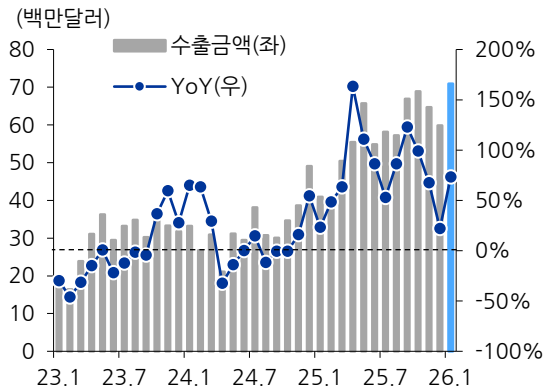
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 11. 서버 ODM 업체 월별 합산 매출액 추이



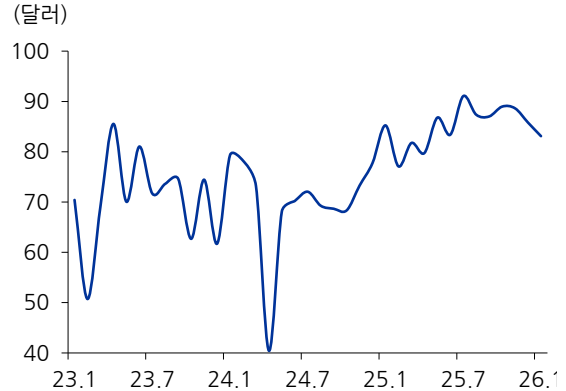
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 12. CCL 수출입 추이



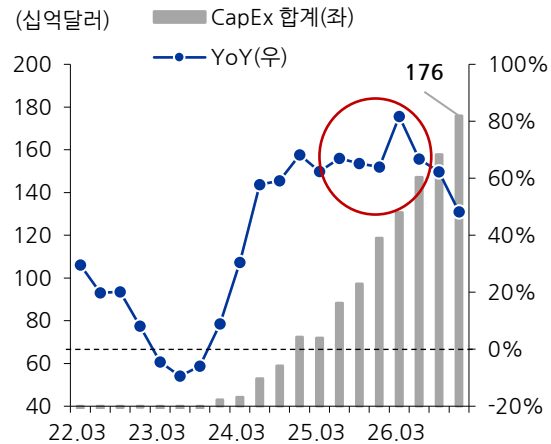
자료: KITA, 유진투자증권

도표 13. CCL 수출 단가 추이



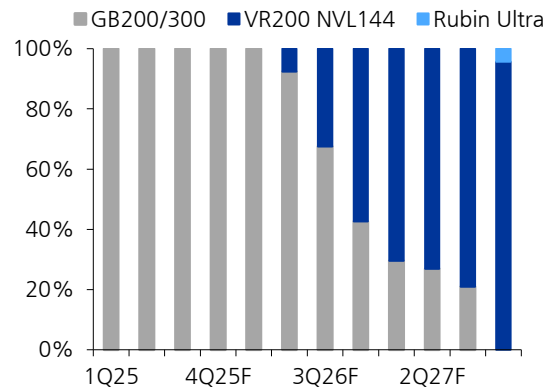
자료: KITA, 유진투자증권

도표 14. CSP 4 개사 합산 CapEx 추이



자료: 유진투자증권

도표 15. 아키텍처별 CCL 출하 비중



자료: 유진투자증권

두산(000150.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
자산총계	28,287	30,143	31,668	31,694	32,557
유동자산	11,446	11,913	12,872	12,771	13,500
현금성자산	3,878	4,137	6,384	5,869	5,807
매출채권	3,652	3,868	3,116	3,332	3,771
재고자산	2,927	3,136	2,119	2,265	2,565
비유동자산	16,840	18,230	18,796	18,923	19,057
투자자산	2,299	2,671	3,151	3,279	3,413
유형자산	6,509	7,013	6,960	6,962	6,963
기타	8,032	8,547	8,684	8,682	8,681
부채총계	17,080	18,254	19,583	19,546	20,128
유동부채	11,439	11,024	12,620	12,503	13,003
매입채무	4,994	4,337	3,739	3,598	4,073
유동성이자부채	4,218	4,281	6,450	6,450	6,450
기타	2,226	2,407	2,431	2,455	2,480
비유동부채	5,641	7,229	6,963	7,043	7,125
비유동이자부채	3,719	5,063	4,674	4,674	4,674
기타	1,922	2,166	2,289	2,369	2,451
자본총계	11,207	11,889	12,085	12,148	12,429
지배지분	1,624	1,480	1,544	1,607	1,888
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,932	1,932	1,932
이익잉여금	208	(82)	(54)	10	290
기타	(589)	(490)	(458)	(458)	(458)
비지배지분	9,583	10,409	10,541	10,541	10,541
자본총계	11,207	11,889	12,085	12,148	12,429
총차입금	7,938	9,344	11,124	11,124	11,124
순차입금	4,060	5,207	4,740	5,255	5,317

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업현금	1,909	308	1,406	(353)	109
당기순이익	272	302	250	826	1,386
자산상각비	704	767	612	73	78
기타비현금성손익	1,350	1,037	66	(1,292)	(1,626)
운전자본증감	433	(1,053)	409	(530)	(292)
매출채권감소(증가)	(58)	(70)	738	(216)	(440)
재고자산감소(증가)	(296)	81	914	(147)	(299)
매입채무증가(감소)	592	(819)	(1,956)	(141)	475
기타	194	(244)	713	(27)	(28)
투자현금	(1,106)	(995)	(593)	(155)	(165)
단기투자자산감소	(111)	(39)	61	(11)	(11)
장기투자증권감소	(10)	(117)	23	9	7
설비투자	584	710	409	65	68
유형자산처분	13	71	19	0	0
무형자산처분	(230)	(218)	(249)	(8)	(9)
재무현금	636	574	1,692	(18)	(18)
차입금증가	94	881	1,808	0	0
자본증가	(119)	(190)	(176)	(18)	(18)
배당금지급	119	125	36	18	18
현금 증감	1,465	165	2,415	(525)	(74)
기초현금	2,074	3,539	3,704	6,119	5,593
기말현금	3,539	3,704	6,119	5,593	5,519
Gross Cash flow	2,326	2,107	1,540	177	402
Gross Investment	563	2,009	245	674	446
Free Cash Flow	1,764	98	1,294	(497)	(45)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	19,784	21,614	24,235
증가율(%)	12.6	(5.2)	9.1	9.2	12.1
매출원가	15,885	15,171	16,500	18,024	20,238
매출총이익	3,245	2,962	3,284	3,590	3,997
판매 및 일반관리비	1,809	1,958	2,221	1,948	1,615
기타영업손익	6	8	13	(12)	(17)
영업이익	1,436	1,004	1,063	1,642	2,382
증가율(%)	27.6	(30.1)	5.9	54.5	45.1
EBITDA	2,141	1,771	1,675	1,715	2,460
증가율(%)	22.7	(17.3)	(5.4)	2.4	43.4
영업외손익	(985)	(411)	(573)	(552)	(554)
이자수익	106	145	88	10	10
이자비용	466	492	372	15	17
지분법손익	(44)	21	38	57	57
기타영업손익	(582)	(85)	(327)	(603)	(604)
세전순이익	451	593	490	1,090	1,828
증가율(%)	흑전	31.5	(17.3)	122.3	67.8
법인세비용	179	291	241	264	442
당기순이익	272	302	250	826	1,386
증가율(%)	흑전	11.1	(17.4)	231.0	67.8
지배주주지분	(388)	(226)	58	82	298
증가율(%)	적지	적지	흑전	39.5	266.0
비지배지분	660	528	191	744	1,087
EPS(원)	(18,133)	(10,562)	2,608	3,775	14,402
증가율(%)	적지	적지	흑전	44.7	281.5
수정EPS(원)	(18,133)	(10,562)	2,937	4,420	18,213
증가율(%)	적지	적지	흑전	50.5	312.0

주요투자지표

	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(18,133)	(10,562)	2,608	3,775	14,402
BPS	75,846	69,123	73,221	77,454	92,434
DPS	2,000	2,000	2,020	2,040	2,061
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	373.1	257.8	67.6
PBR	1.2	3.7	13.3	12.6	10.5
EV/ EBITDA	2.7	5.6	13.7	13.6	9.5
배당수익률	2.1	0.8	0.2	0.2	0.2
PCR	0.9	2.6	13.5	115.5	50.2
수익성(%)					
영업이익율	7.5	5.5	5.4	7.6	9.8
EBITDA이익율	11.2	9.8	8.5	7.9	10.1
순이익율	1.4	1.7	1.3	3.8	5.7
ROE	(22.7)	(14.6)	3.9	5.2	17.1
ROIC	5.9	3.3	3.4	7.8	11.1
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	36.2	43.8	39.2	43.3	42.8
유동비율	100.1	108.1	102.0	102.1	103.8
이자보상배율	3.1	2.0	2.9	109.2	140.8
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
매출채권회전율	5.5	4.8	5.7	6.7	6.8
재고자산회전율	6.7	6.0	7.5	9.9	10.0
매입채무회전율	4.1	3.9	4.9	5.9	6.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

