

2025. 10. 28



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA 우서현
02. 6454-4907
seohyun.woo@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 1,000,000 원

현재주가 (10.27) 874,000 원

상승여력 14.4%

KOSPI	4,042.83pt
시가총액	144,418억원
발행주식수	1,652만주
유동주식비율	41.97%
외국인비중	15.42%
52주 최고/최저가	874,000원/191,300원
평균거래대금	940.4억원

주요주주(%)

박정원 외 26 인	40.11
국민연금공단	8.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	58.6	183.3	324.3
상대주가	32.9	78.4	171.1

주가그래프



두산 000150

상단 확장 국면 진입

- ✓ 두산에 대한 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가를 100만원으로 상향 제시
- ✓ 현 주가 수준에서도 전자 BG의 기업가치는 여전히 저평가되어 있다고 판단
- ✓ GB300 출하 급증으로 4분기 최대 실적 달성 가시성 확대 중
- ✓ 기술적 우위를 바탕으로 Rubin 플랫폼에서도 높은 점유율 확보 예상
- ✓ 단기 주가 모멘텀으로 11월 자사주 소각 의무화 상법 개정 통과 기대

두산, 적정주가 100만원으로 상향

두산의 적정주가를 100만원으로 상향한다. 자회사 지분 가치 상승과 전자BG에 대한 Target Multiple 상향을 동시에 반영했다. NAV 할인율은 80%라는 보수적인 가정을 유지했으며 타 CCL 업체 현 주가에서도 전자 BG의 기업가치는 여전히 저평가되어 있다고 판단된다. 단기 주가 측면에서는 동사가 이미 자사주 약 6%를 3년간 소각하는 계획을 발표했으나, 11월 자사주 소각 의무화 상법 개정 통과 시 보유한 자사주(17.9%) 소각에 대한 새로운 정책 발표 기대감이 부각될 것으로 예상된다.

높아지는 4분기 최대 실적 달성 가시성

3Q25 전자BG 영업이익은 1,303억원(+338.8% YoY)으로 분기 소폭 역성장이 예상된다. 다만 3분기 실적 둔화는 전자BG에 국한된 현상이 아니라, NV사 밸류체인 전반에서 나타나는 일시적 조정 국면으로 파악된다. 반대로 NV사 주요 밸류체인이 4분기를 출하 정점으로 제시하고 있는 만큼, 전자BG 또한 이에 상응하는 가파른 반등세가 예상된다. GB300 역시 동사가 Computing Tray용 CCL을 단독으로 공급하기 때문에, 다른 NV사 밸류체인 대비 뚜렷한 우상향 실적 흐름이 기대된다.

Rubin을 걱정하지 않는 이유

최근 냉각 솔루션 이슈로 인해 VR144 서버랙 단위 출하가 1개 분기 지연될 가능성이 제기되고 있다. 다만 북미 NV사가 TSMC CoWoS Capa의 추가 할당을 요구할 정도로 GB300의 수요가 강력하기 때문에, 동사 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 또한 CCL단 웰 테스트 결과는 지연없이 연내 마무리될 전망이다. 동사는 반도체 패키징용 CCL 기술을 기반으로 대면적화 대응과 원재료 공급사와의 공동 개발을 통해 확보한 레진의 물성 설계 및 조성 기술 측면에서 경쟁사 대비 우위를 확보하고 있다. 이에 따라 Rubin 플랫폼에서도 높은 점유율 확보가 예상되며, 이는 현 주가에서도 추가 상승 여력을 열어주는 요인으로 판단된다.

(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	-43.7	75,846	-3.9	1.2	7.2	-22.7	152.4
2024	18,132.9	1,003.8	-226.2	-14,215	-40.8	69,123	-17.9	3.7	11.5	-14.6	153.5
2025E	20,049.7	1,541.5	498.2	29,622	-308.4	90,179	29.5	9.7	14.5	29.2	158.2
2026E	22,414.4	2,415.5	1,087.0	65,252	120.3	139,455	13.4	6.3	10.3	44.2	151.2
2027E	24,105.2	2,005.3	1,134.6	68,132	4.4	190,953	12.8	4.6	11.4	32.1	144.3

표1 두산 3Q25 실적 Preview

(십억원)	3Q25E	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 예상치	(% diff.)
매출액	4,760.1	3,878.5	22.7%	5,346.4	-11.0%	4661.0	2.1%	4,764.4	-0.1%
영업이익	359.4	110.2	226.2%	357.8	0.5%	381.1	-5.7%	366.1	-1.8%
세전이익	227.8	-27.0	흑전	396.2	-42.5%	376.9	-39.6%	234.5	-2.9%
순이익	128.1	-88.3	흑전	78.6	63.0%	94.0	36.3%	131.9	-2.9%
영업이익률(%)	7.6%	2.8%		6.7%		8.2%		7.7%	
세전이익률(%)	4.8%	-0.7%		7.4%		8.1%		4.9%	
순이익률(%)	2.7%	-2.3%		1.5%		2.0%		2.8%	

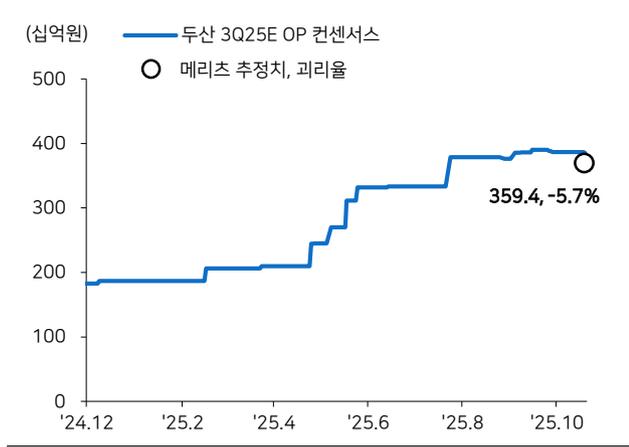
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	20,049.7	18,132.9	10.6%	20056.2	0.0%	19,853.7	1.0%
영업이익	1,541.6	901.9	70.9%	1549.2	-0.5%	1,454.4	6.0%
세전이익	1,206.0	491.1	145.6%	1213.8	-0.6%	1,087.1	10.9%
지배주주 순이익	498.2	-226.2	nm	502.6	-0.9%	246.6	102.1%
영업이익률(%)	7.7%	5.0%		7.7%		7.3%	
세전이익률(%)	6.0%	2.7%		6.1%		5.5%	
순이익률(%)	2.5%	-1.2%		2.5%		1.2%	

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25E 영업이익, 컨센서스 -5.7% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +6.0% 상회 전망



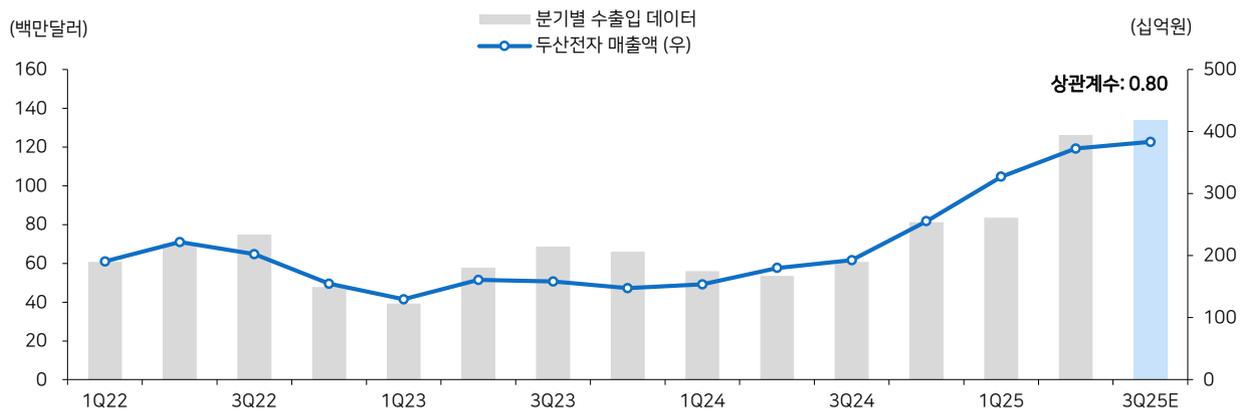
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	4,462.3	4,592.2	3,878.5	5,199.8	4,298.7	5,346.4	4,760.1	5,644.5	18,132.9	20,049.7	22,414.4
(%, QoQ)	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	24.4%	-11.0%	18.6%			
(%, YoY)	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	16.4%	22.7%	8.6%	-5.2%	10.6%	11.8%
두산 자체	269.3	325.1	342.5	440.1	485.0	558.5	555.6	589.2	1,377.0	2,188.3	2,534.9
전자BG	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	476.2	478.1	505.8	1,007.2	1,863.0	2,209.7
반도체	60.4	81.0	90.8	91.0	96.4	97.8	98.9	104.6	221.6	323.3	397.7
모바일	45.1	52.4	52.6	50.6	53.6	54.3	55.0	58.1	181.3	200.7	221.0
네트워크	219.6	252.4	243.8	293.4	332.1	342.3	351.8	377.6	332.4	1009.1	1403.8
로우엔드	56.0	63.5	74.9	77.5	77.8	90.5	91.6	71.1	271.9	331.0	187.9
두산에너지빌리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	4,569.0	3,907.9	4,692.3	16,233.1	16,917.7	18,402.3
두산로보틱스	10.9	14.4	10.0	11.5	5.3	23.5	16.3	18.7	46.8	63.8	98.1
연결조정 및 기타	84.3	102.2	130.4	159.1	59.9	195.4	280.3	344.3	476.0	879.9	1,379.1
영업이익	246.1	336.7	110.2	208.9	198.5	357.8	359.4	625.9	901.9	1,541.6	2,415.5
(%, QoQ)	-7.6%	36.9%	-67.3%	89.6%	-5.0%	80.3%	0.5%	74.1%			
(%, YoY)	-27.2%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-19.3%	6.3%	226.2%	199.6%	-37.2%	70.9%	56.7%
두산 자체	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	142.1	135.6	156.0	141.2	554.8	719.2
전자BG	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	130.3	152.4	122.6	535.1	694.3
두산 에너지빌리티	358.1	309.8	114.8	234.9	142.5	271.1	259.0	376.9	1,049.5	1,336.5	1,336.5
두산로보틱스	-6.9	-7.9	-9.6	-16.9	-6.7	-8.9	-5.0	-8.2	-28.8	-9.5	-9.5
연결조정 및 기타	-145.5	-34.4	-60.2	-98.2	-174.5	-182.7	-160.6	-51.2	-569.0	-324.9	-325.3
전자BG 영업이익률	9.0%	13.3%	11.9%	13.3%	28.8%	28.6%	27.3%	30.1%	12.2%	28.7%	31.4%

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

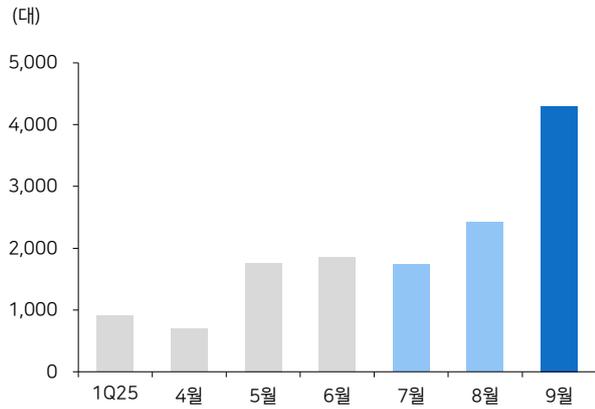
그림3 두산 전자BG 국내 CCL 수출금액과 별도 매출액 추이



주: 3Q25 두산전자BG 별도 매출액은 당사 추정치 기준

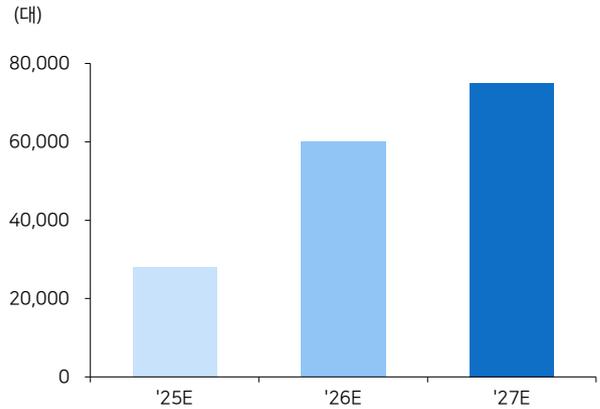
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Nvidia GB200/GB300 NVL 72 서버랙 생산량 추이



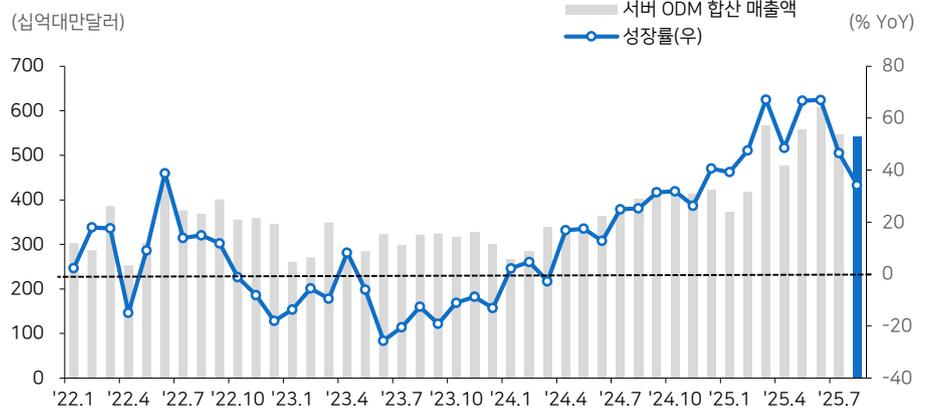
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 Nvidia GB200/GB300 NVL 72 서버랙 생산량 전망



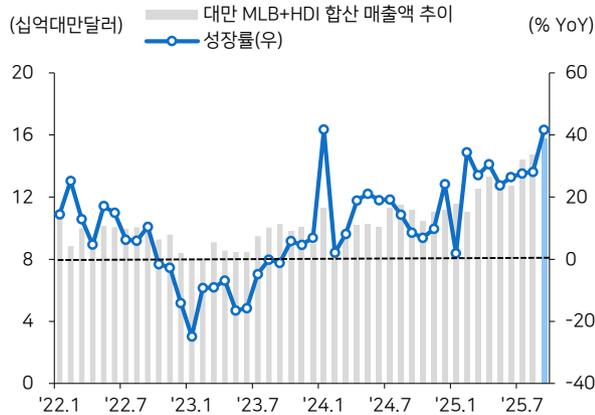
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



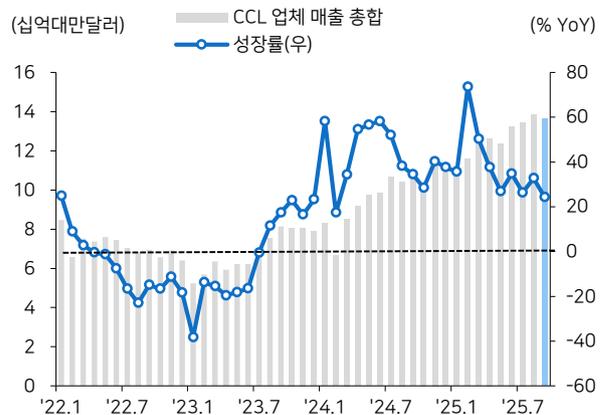
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대만 MLB+HDI 업체 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림8 대만 CCL 업체 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표4 Nvidia PCB/CCL 스펙 추정

Board	Size (mm ²)	PCB Type	Layer Count	CCL Grade
H100				
OAM	0.02	HDI	5+8+5	M7
UBB	0.6	PTH	24	M7
B200				
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M8+M4
UBB	0.7	PTH	24	M7
B300				
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M8+M4
UBB	0.7	PTH	24	M7
Bianca				
GB200/300	0.06	HDI	5+12+5	M8+M4 (HVLP3 + NE Glass)
VR200	0.08	HDI	6+14+6	M8.5+M4 (HVLP4 + Low Dk2 / NER Glass_
NVSwitch				
GB200/300	0.07	PTH	22	M8 HVLP2
VR200	0.08	PTH	32	M9 HVLP4 + Q Glass
Midplane - VR200	0.02	PTH	22+22	M9 HVLP4 + Q Glass
CPX - VR200	0.05	HDI	5+12+5	M9+M4 HVLP4 + Q Glass

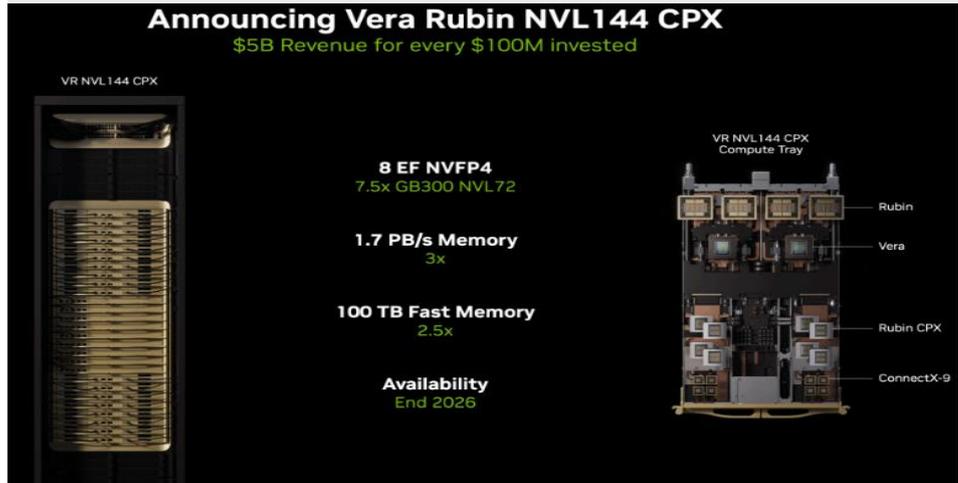
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 Nvidia & ASIC PCB/CCL 공급망 추정

고객사	칩셋	PCB 사양	PCB 공급사	CCL 공급사
NVIDIA	B200	24 층 PTH (M8)	TTM(미), Wus(중), ISU(한국)	두산(한국)
	GB200	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)	Unimicron(대만), Victory Giant(중) TTM(미), Wus(중), ISU(한국)	두산(한국)
	GB300	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)		EMC(대만) Shengyi(중)
	VR200	22 층 HDI (M8+M4), 32 층 PTH(M9)	Unimicron(대만), Victory Giant(중) TTM(미), Wus(중), ISU(한국) GCE(대만), Kingwong(중)	두산(한국)
	Midplane - VR200	22+22 PTH		EMC(대만)
	CPX - VR200	22 층 HDI (M9+M4)		Shengyi(중)
Google	TPUv5p	24 층 PTH (M6)	ISU (한국), WUS(중), TTM (미), Lincstec (일)	파나소닉 (일)
	TPUv5e	22 층 PTH (M6)		EMC (대만)
	TPUv6e	24 층 HLC (M7)		
	TPUv6P	26 층 HLC (M7)		
	TPUv7	34 층 HLC (M8)		
	TPUv7p	40 층 HLC (M9)	미정	미정
AWS	T2	20 층 HDI(M6) 26 층 HLC (M8)	Shengyi (중), GCE (대만) WUS (중), First Hi Tech(대만) TTM(미), ISU(한), ZDT(대만)	EMC (대만)
	T2.5	22 층 HDI(M7) 26 층 HLC(M8)		TUC (대만)
	T3	22 층 HDI(M7) 32 층 HLC (M9)		파나소닉 (일) 두산(한국)
Meta	MTIA2	32 층 HLC (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)
	MTIA3	40 층 HLC (M8+M2)		
Microsoft	MAIA 300	32 층 PTH+HDI (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)

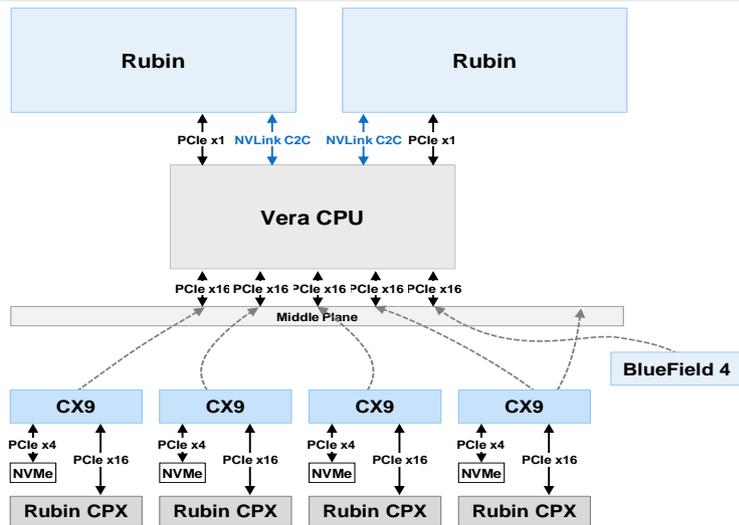
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 VR NVL144 CPX 구조



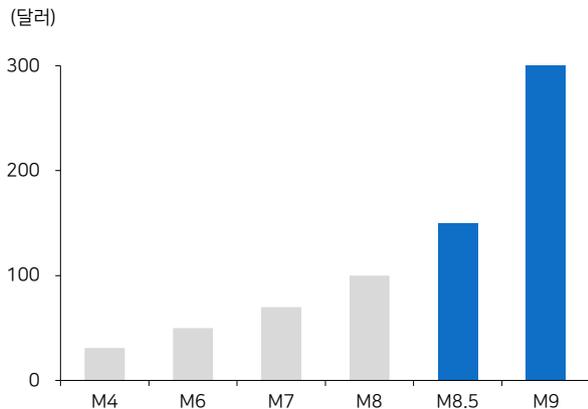
자료: Nvidia

그림10 Vera Rubin NVL144 CPX Computing Tray 구조



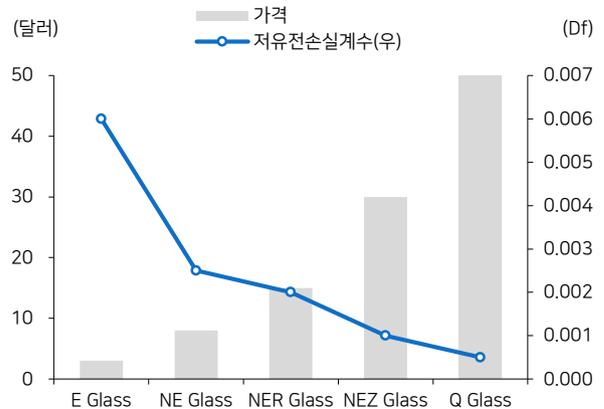
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림11 CCL 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

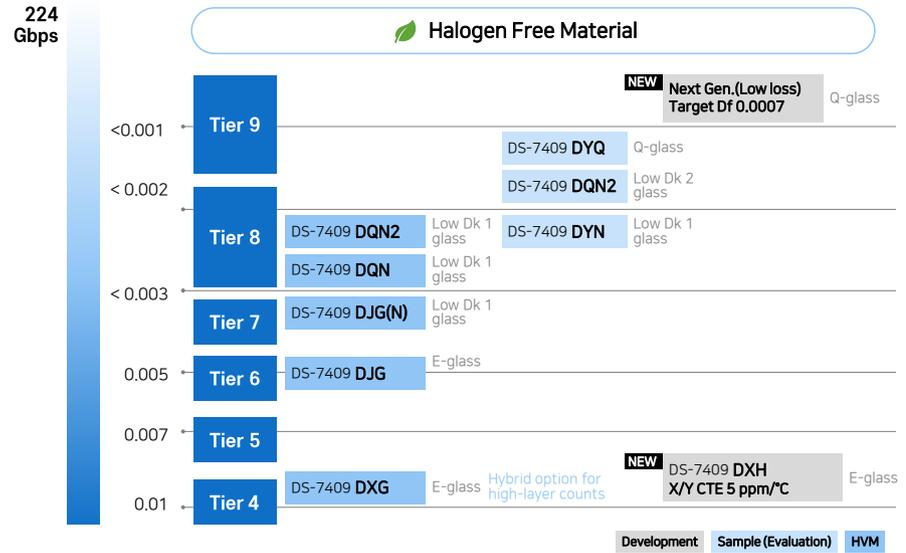
그림12 유리섬유 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

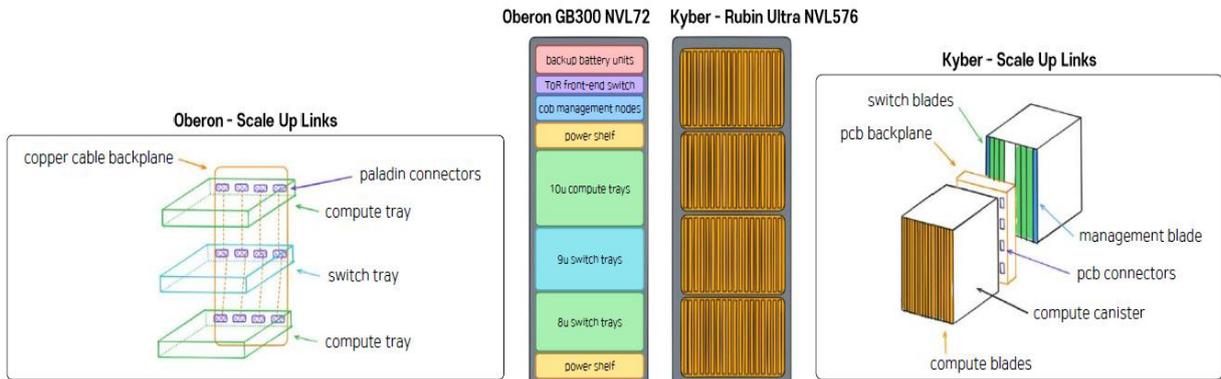
그림13 두산전자BG 네트워크용 CCL 제품 구성

어플리케이션 · 스위치/라우터 (800G, 1600G), AI 서버 (PCIe 6.0-7.0), AI 가속기



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 Oberon(GB200/300 NVL72) vs Kyber(Vera Rubin Ultra NVL 576 구조) 비교



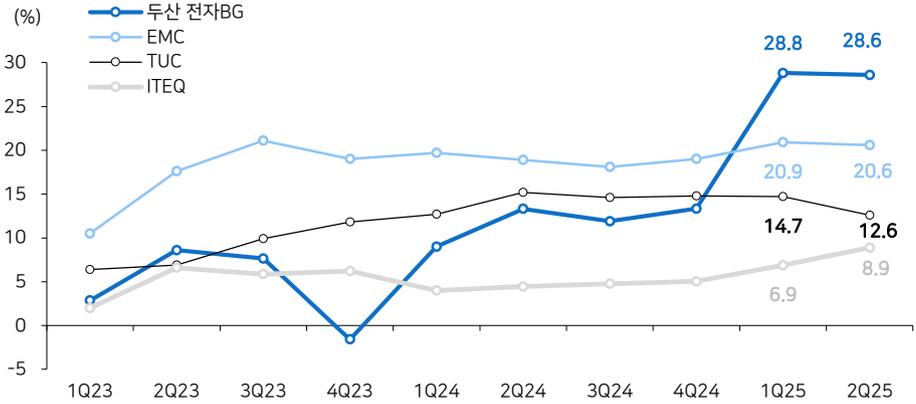
자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림15 NVL72 → NVL144 → NVL576



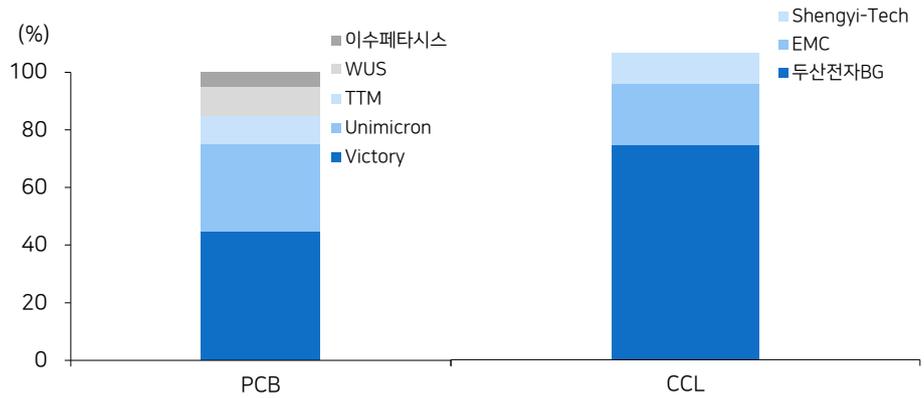
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 두산 전자BG vs 대만 CCL 경쟁사 영업이익률 비교



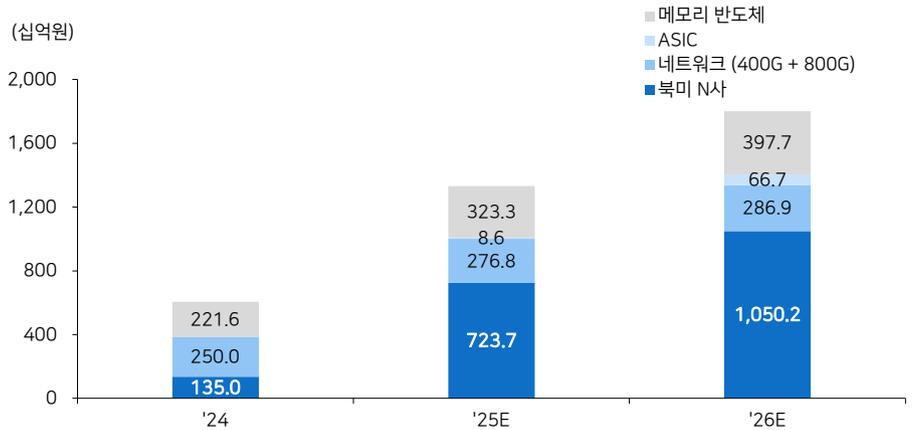
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 북미 N사 PCB, CCL 점유율 추정



주: Computing Tray 두산 독점, EMC와 Shengyi가 Switch Tray 양분
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 두산 전자BG 반도체·네트워크 매출액 추이 및 전망



주: TSMC CoWoS Capa 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 CoWoS 생산능력 추이 및 전망							
구분	업체	'23	'24	'25E	'26E	'27E	비고
GPU	Total	80.0	237.0	452.0	666.0	842.0	
	Nvidia	70.0	192.0	400.0	575.0	725.0	
	(YoY)		174.3%	108.3%	43.8%	26.1%	
	CoWoS-S/R	70.0	97.0	25.0	25.0	25.0	Hopper + Vera CPU용
	CoWoS-L	0.0	30.0	360.0	520.0	660.0	Blackwell + Rubin
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	65.0	15.0	30.0	40.0	Vera Cpu용, Amkor
	AMD	10.0	45.0	52.0	91.0	117.0	
	(YoY)		350.0%	15.6%	75.0%	28.6%	
	CoWoS-S	10.0	45.0	52.0	55.0	60.0	MI350 + MI400
CoWoS-L	0.0	0.0	0.0	6.0	17.0	Venice CPU	
Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	0.0	0.0	30.0	40.0	Venice CPU, ASE	
ASIC	Total	49.0	97.0	173.0	289.0	375.0	
	(YoY)		98.0%	78.4%	67.1%	29.8%	
	Broadcom	40.0	70.0	96.0	155.0	200.0	
	CoWoS-S (TPU)	40.0	70.0	96.0	120.0	140.0	TPU (미디어텍 이원화)
	CoWoS-L (MITA2)	0.0	0.0	0.0	35.0	60.0	Meta ASIC 할당
	AWS (Marvell + Alchip)	9.0	27.0	77.0	90.0	110.0	
	Marvell			0	15.0	30.0	Microsoft MAIA2 할당
Mediatek				29.0	35.0	TPUv7E부터 진입(미정)	
Others	5.0	16.0	24.0	30.0	35.0		
Overall Total CoWoS Consumption	134.0	350.0	649.0	985.0	1,252.0		
YoY		161.2%	85.4%	51.8%	27.1%		
Total TSMC	134.0	285.0	634.0	925.0	1,172.0		
YoY		112.7%	122.5%	45.9%	26.7%		
Total Others		65.0	15.0	60.0	80.0		

자료: 메리츠증권 리서치센터

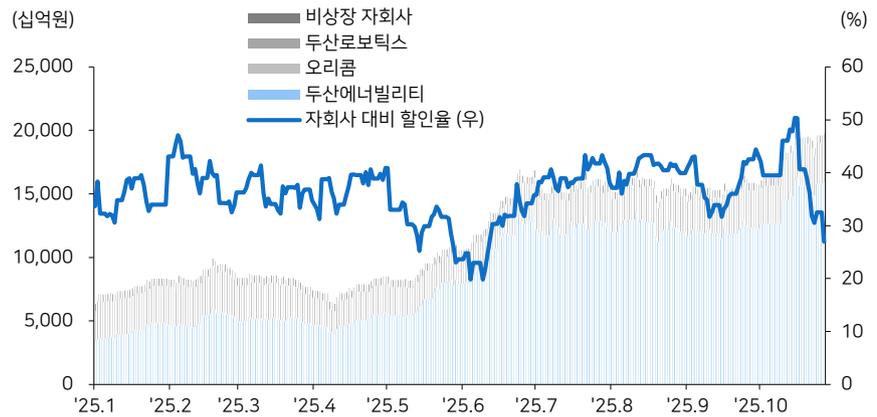
표7 AI GPU, ASIC 출하량 가정					
	'23	'24	'25E	'26E	'27E
NVDA	168.0	436.8	606.0	640.0	588.0
Hopper	168.0	388.8	30.0	15.0	10.0
Blackwell		48.0	576.0	417.0	50.0
Rubin				208.0	528.0
AMD	16.0	72.0	83.2	70.4	52.8
Google (TPU)	64.0	112.0	153.6	219.2	257.6
AWS (Trainium)	18.0	54.0	154.0	180.0	220.0
META(MTIA)				79.0	84.0
Open AI (Titan)				19.2	25.4
Microsoft (MAIA)				24.0	48.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 두산 Valuation Table					
구분		시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고
영업가치					
전자BG		576	100.0%	11,237.2	2026년 예상 PER * EMC 멀티플 19.5배 적용
지분가치					
상장 자회사	두산에너지빌리티	46,447	30.4%	14,115	최근 1개월 평균 증가 기준
	오리콤	72	60.9%	44	최근 1개월 평균 증가 기준
	두산로보틱스	4,513	68.2%	3,077	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				3,560	80% 할인 적용
합계 (a)				14,797	
순차입금 (b)				1,314	2Q25말 기준 두산(별도) 순차입금
적정시가총액(십억원)				13,483	
유통주식수 (주)				13,522,969	발행주식수(1,652만주) - 자사주(296만주)
적정 주가 (fair value, 원)				997,058	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)				1,000,000	
현재 주가 (원)				874,000	10/27 기준 증가
과리율(%)				14.4%	

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림19 두산, 자회사 지분 대비 할인율 추이



주: 1) 두산에너지빌리티, 오리콤, 두산로보틱스는 보유 지분에 따른 시가총액 기준
2) 비상장 자회사는 장부가액 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

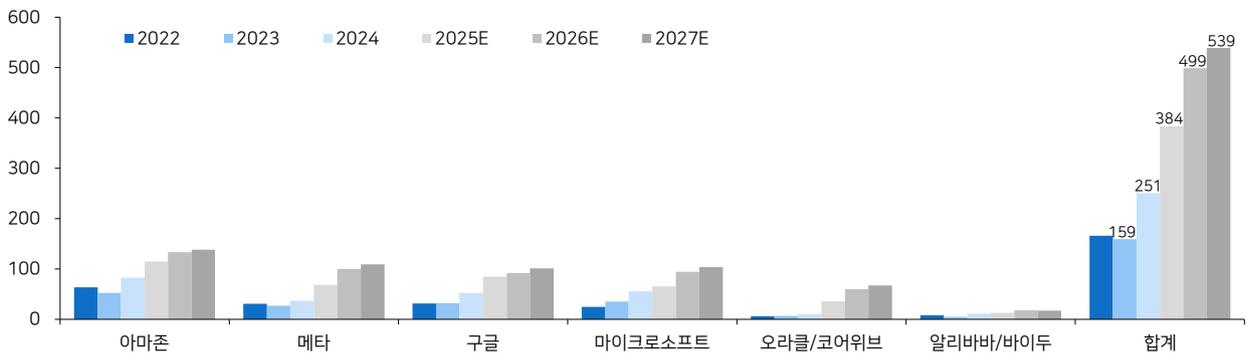
표9 시하드웨어 밸류체인 밸류에이션 비교

		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
ABF Substrate	Ibiden	9,995	37.6	28.2	2.9	2.7	19.2	33.2	7.8	9.8	2,720	3,108	393	518	11.4	9.3	
	Kinsus	2,208	42.2	23.4	2.0	1.8	3,228.9	80.7	4.4	7.2	1,257	1,433	96	153	9.0	7.6	
	Nanya PCB	5,858	115.2	35.1	3.9	3.7	693.0	226.6	3.4	10.5	1,290	1,605	65	182	21.4	13.8	
	Toppan	7,374	14.4	11.3	0.8	0.7	-9.3	27.7	5.9	6.8	12,312	13,088	645	817	6.8	6.0	
MLB	이수페타시스	4,901	44.5	32.7	10.9	8.3	79.4	35.8	31.9	29.3	1,046	1,305	190	262	31.8	22.7	
	대덕전자	1,248	58.3	22.1	2.1	2.0	28.4	163.4	3.5	8.9	1,015	1,222	29	92	12.2	8.5	
	Unimicron	8,142	46.7	18.7	2.6	2.4	9.6	149.1	5.3	12.8	4,303	5,016	262	541	10.2	7.6	
	Victory Giant	41,648	56.6	35.5	21.4	14.3	354.0	59.1	39.8	41.1	2,829	4,120	821	1,327	44.4	28.6	
	WUS(Kunshan)	20,966	40.3	30.5	10.3	8.3	43.8	32.2	26.2	27.8	2,506	3,203	595	794	31.4	23.6	
	Shennan Circuits	20,725	50.2	39.2	7.8	6.8	58.0	28.0	17.6	19.5	3,084	3,710	423	554	34.1	27.8	
	Gold Circuit	6,532	22.7	15.6	7.6	6.2	62.6	45.2	37.0	40.2	1,937	2,467	444	623	13.7	10.0	
	TTM Tech	6,070	25.5	22.5	3.7	3.5	319.6	13.1	na	na	2,819	2,984	316	358	15.4	14.3	
	First-Hi Tech	902	24.3	14.5	8.2	10.7	264.2	67.3	na	na	321	455	50	79	na	na	
CCL	EMC	13,367	26.6	19.5	9.8	8.1	64.4	37.2	38.6	41.8	3,053	3,815	649	880	18.7	14.3	
	TUC	3,044	28.0	18.1	6.5	5.9	31.7	54.8	22.7	31.4	955	1,202	146	223	18.6	12.4	
	ITEQ	1,264	21.9	15.4	1.9	1.8	126.0	41.5	8.6	11.7	1,117	1,273	95	131	9.0	7.1	
	Shengyi Tech	21,980	50.0	37.3	9.3	8.2	76.1	33.7	19.1	22.7	3,729	4,600	530	717	33.4	27.3	
	Kingboard	2,002	21.8	18.5	2.1	2.0	9.4	13.5	10.4	11.6	789	862	121	145	12.0	9.8	
소재/부품	Nitto Boseki	1,046	23.0	17.8	1.8	1.7	16.9	20.3	na	na	258	293	54	65	12.5	10.6	
	Union Tool	535	47.0	na	3.3	3.4	79.4	80.2	6.4	13.2	137	179	17	29	15.5	11.0	
	Topoint	5,573	43.3	20.9	2.5	2.3	-69.8	107.6	5.8	11.4	4,330	4,243	321	400	12.1	10.1	
	Mitsui Mining	1,793	52.7	22.8	7.5	6.0	21.4	174.6	14.5	30.7	260	322	46	119	na	na	
	Co-Tech	535	47.0	na	3.3	3.4	79.4	80.2	6.4	13.2	137	179	17	29	15.5	11.0	

주: 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 CSP 업체 연도별 Capex 추이 (추가 상향 가능성 상존)

(십억달러)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	19,130.1	18,132.9	20,049.7	22,414.4	24,105.2
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	10.6	11.8	7.5
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,344.2	17,743.0	19,669.6
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,705.6	4,671.4	4,435.6
판매관리비	1,808.8	1,958.4	2,164.0	2,255.9	2,430.3
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,541.6	2,415.5	2,005.3
영업이익률(%)	7.5	5.0	7.7	10.8	8.3
금융손익	-400.6	-216.1	-184.0	-43.1	91.7
중속/관계기업손익	-42.3	27.9	9.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-160.7	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	1,206.0	1,932.4	2,017.0
법인세비용	178.9	290.7	433.5	483.1	504.3
당기순이익	272.1	302.2	772.5	1,449.3	1,512.8
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	498.2	1,087.0	1,134.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	13,735.8	16,230.2	18,748.2
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,977.3	5,024.4	6,315.0
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,227.3	2,557.6	2,837.7
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,314.2	3,805.8	4,222.6
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,287.1	18,494.1	18,630.7
유형자산	6,509.4	7,012.6	7,011.9	7,138.3	7,239.9
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,414.9	8,386.3	8,328.5
투자자산	938.9	1,196.4	1,408.5	1,517.8	1,610.5
자산총계	28,286.8	30,143.1	32,022.9	34,724.3	37,378.9
유동부채	11,438.9	11,024.2	12,187.9	13,225.4	14,105.3
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,708.4	3,110.1	3,450.8
단기차입금	1,717.5	3,081.1	4,373.9	4,373.9	4,373.9
유동성장기부채	2,270.9	790.8	818.5	818.5	818.5
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,431.2	7,677.6	7,971.4
사채	626.6	1,089.1	1,099.1	1,099.1	1,099.1
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,170.8	3,070.8	3,070.8
부채총계	17,080.1	18,253.6	19,619.1	20,903.0	22,076.6
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,935.1	1,935.1	1,935.1
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	677.3	677.3	677.3
이익잉여금	208.0	-81.6	381.7	1,436.8	2,539.6
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,472.8	10,835.1	11,213.3
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,403.8	13,821.3	15,302.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,908.7	307.8	-12.8	2,173.8	2,261.8
당기순이익(손실)	272.1	302.2	772.5	1,449.3	1,512.8
유형자산상각비	547.5	603.3	634.5	670.5	695.3
무형자산상각비	156.8	164.0	108.2	58.6	57.7
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	-1,580.6	-4.7	-4.0
투자활동 현금흐름	-1,106.3	-994.8	-849.8	-1,034.5	-972.9
유형자산의증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-557.2	-796.9	-796.9
투자자산의감소(증가)	-26.6	-143.2	-113.2	-109.3	-92.7
재무활동 현금흐름	636.3	573.9	1,244.1	-92.2	1.8
차입금의 증감	184.7	1,406.3	1,211.1	-60.4	33.6
자본의 증가	276.5	47.2	6.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,465.0	164.9	273.3	1,047.0	1,290.6
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,977.3	5,024.4
기말현금	3,539.2	3,704.1	3,977.3	5,024.4	6,315.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,213,381	1,356,487	1,458,812
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	29,622	65,252	68,132
CFPS	140,780	127,486	142,776	181,554	185,902
EBITDAPS	129,547	107,177	138,243	190,314	166,935
BPS	75,846	69,123	90,179	139,455	190,953
DPS	2,000	2,000	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.1	0.8	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-3.9	-17.9	29.5	13.4	12.8
PCR	0.7	2.0	6.1	4.8	4.7
PSR	0.1	0.2	0.7	0.6	0.6
PBR	1.2	3.7	9.7	6.3	4.6
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	2,284.3	3,144.7	2,758.4
EV/EBITDA	7.2	11.5	14.5	10.3	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	29.2	44.2	32.1
EBITDA 이익률	11.2	9.8	11.4	14.0	11.4
부채비율	152.4	153.5	158.2	151.2	144.3
금융비용부담률	2.4	2.7	2.4	2.2	2.0
이자보상배율(x)	3.1	2.0	3.2	5.0	4.1
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	10.2	9.4	8.9
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	6.2	6.3	6.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 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	채권분석	Buy	440,000	양승수	-29.6	-28.2	
2025.05.02	기업브리프	Buy	500,000	양승수	-20.8	-5.2	
2025.05.29	기업브리프	Buy	590,000	양승수	-5.4	3.7	
2025.06.18	기업브리프	Buy	700,000	양승수	-14.6	-4.3	
2025.07.28	기업브리프	Buy	830,000	양승수	-31.3	-22.4	
2025.09.12	채권분석	Buy	890,000	양승수	-34.2	-28.2	
2025.10.02	기업브리프	Buy	850,000	양승수	-18.7	2.8	
2025.10.28	기업브리프	Buy	1,000,000	양승수	-	-	