

2025. 12. 3



## ▲ 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) **1,350,000 원**현재주가 (12.2) **852,000 원**상승여력 **58.5%**

KOSPI 3,994.93pt

시가총액 137,971억원

발행주식수 1,619만주

유동주식비율 42.83%

외국인비중 14.85%

52주 최고/최저가 1,018,000원/194,900원

평균거래대금 1,116.9억원

## 주요주주(%)

박정원 외 26 인 40.92

국민연금공단 9.67

## 주가상승률(%)

절대주가 -10.2 75.1 337.1

상대주가 -7.7 18.3 168.6

## 주가그래프

**두산** 000150**견고한 지배력 유지 + 고객사 확대 시동**

- ✓ 4Q25 전자BG 영업이익 1,600억원(+257.1% YoY), 영업이익률 29.7% 전망
- ✓ 북미 고객사 GB300 NVL72 출하 급증에 힘입어 분기 최고 실적 달성 예상
- ✓ AI 수요의 낙수 효과가 확산되며 CCL 업황 전반의 공급 부족 가속화
- ✓ 동사 역시 우호적인 업황을 기반으로 다수의 신규 AI 고객사향 납품 본격화
- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 135만원 유지

**4Q25 분기 최대 실적 달성 전망**

전자BG 4Q25 실적은 매출액 5,386억원(+60.4% YoY), 영업이익 1,600억원(+257.1%, OpM: 29.7%)을 전망한다. GB300 NVL72 출하 급증 효과로 분기 최고 실적 달성이 예상된다. NVL72 서버랙 제품은 출시 초기에는 생산 수율 문제와 높은 가격 대비 효용성에 대한 의문이 존재하였다. 그러나 최근 수율 개선으로 공급 병목이 해소되었고, 다양한 지표를 통해 학습뿐 아니라 추론 영역에서도 비용 대비 최고 성능이 입증되었다. AI 시장이 사실상 군비 경쟁으로 전개되고 있기 때문에, 성능 우위를 확보한 NVL72로의 수요 집중이 더욱 가속화되는 국면으로 판단된다.

**초과수요 업황 기반 고객사 확대 시작**

AI 수요의 낙수 효과로 CCL 업황 전반의 공급부족이 가속화되고 있으며, 우호적인 업황을 기반으로 다수의 CCL 업체들이 원재료 가격 상승을 판가에 성공적으로 전가하고 있다. 특히 하이엔드 CCL의 공급 부족이 심화되면서 동사 역시 이를 기회로 활용, 신규 고객사로의 공급 확대가 본격화되는 것으로 파악된다.

1. 기존 GPU 고객사가 아닌 신규 GPU 고객사향 공급이 본격화될 전망이다. 초기 물량은 제한적이거나 내년부터 서버랙 단위 제품 출시와 함께 CCL 기준 콘텐츠 증가가 크게 확대될 것으로 예상된다.
2. 북미 CSP A사향 스위치용 CCL 공급도 새롭게 개시되었다. 이 역시 내년 Trainium3 출하가 본격화되는 시점에서 큰 폭의 물량 증가가 예상된다. 특히 Trainium3는 전송 지연 문제를 해소하기 위해 800G 기술을 핵심으로 채택할 예정으로, 800G 도입은 높은 사양의 CCL 채용이 필수적이라는 점에서 의미가 크다.
3. 시장 관심이 높은 G사향 ASIC용 CCL도 국내 기판 업체와 공동 쉐를 완료했으며, 내년 상반기 신규 세대 전환 시점에 맞춰 본격 양산이 예상된다. 동사에 대한 투자이견 Buy와 적정주가 135만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	16,995.8	1,126.0	-696.4	-42,673	-461.3	83,627	-1.9	1.0	8.8	-36.0	155.5
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	19,775.2	1,416.5	506.7	30,209	-312.5	94,567	28.2	9.0	15.5	29.2	172.6
2026E	22,508.1	2,406.4	1,165.5	71,427	136.4	148,336	11.9	5.7	10.4	45.5	164.9

표1 두산 4Q25 실적 Preview

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 예상치	(% diff.)
매출액	5,677.7	5,199.8	9.2%	4,728.1	20.1%	5400.4	5.1%	5,668.0	0.2%
영업이익	629.0	208.9	201.0%	329.8	90.7%	468.6	34.2%	529.0	18.9%
세전이익	503.8	-19.2	흑전	266.3	89.2%	335.0	50.4%	398.0	26.6%
순이익	283.4	-163.5	흑전	121.1	134.0%	53.9	425.5%	180.8	56.7%
영업이익률(%)	11.1%	4.0%		7.0%		8.7%		9.3%	
세전이익률(%)	8.9%	-0.4%		5.6%		6.2%		7.0%	
순이익률(%)	5.0%	-3.1%		2.6%		1.0%		3.2%	

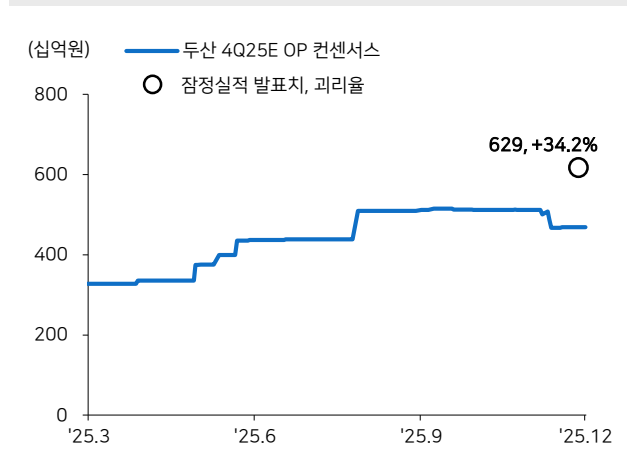
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	20,050.9	18,132.9	10.6%	20041.2	0.0%	19,684.5	1.9%
영업이익	1,416.5	901.9	57.1%	1517.4	-6.7%	1,285.5	10.2%
세전이익	1,173.4	491.1	138.9%	1181.6	-0.7%	991.4	18.4%
지배주주 순이익	506.7	-226.2	nm	754.2	-32.8%	246.1	105.9%
영업이익률(%)	7.1%	5.0%		7.6%		6.5%	
세전이익률(%)	5.9%	2.7%		5.9%		5.0%	
순이익률(%)	2.5%	-1.2%		3.8%		1.3%	

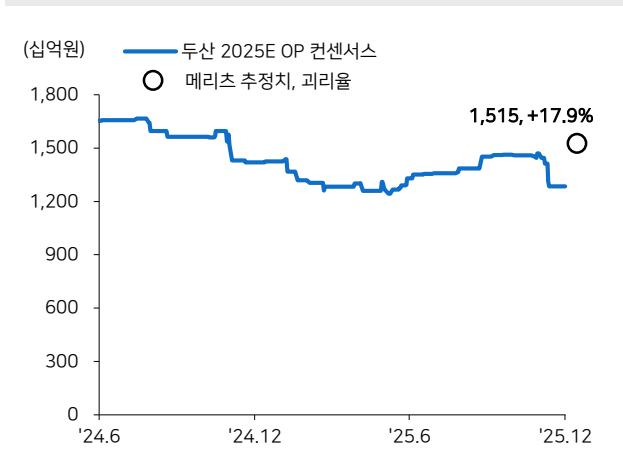
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 34.2% 상회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 17.9% 상회 전망



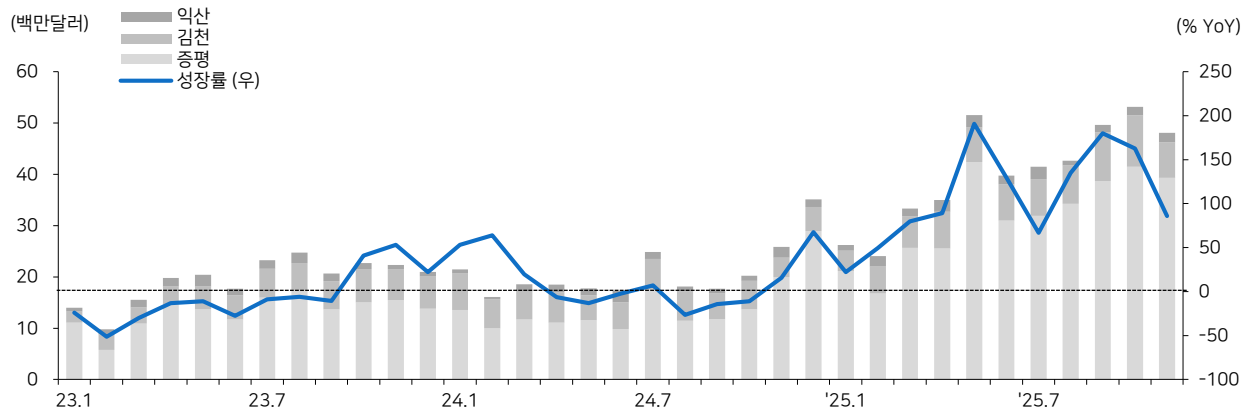
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,401	1,380	1,408	1,363	1,411	1,385
<b>연결 매출액</b>	<b>4,462.3</b>	<b>4,592.2</b>	<b>3,878.5</b>	<b>5,199.8</b>	<b>4,298.7</b>	<b>5,346.4</b>	<b>4,728.1</b>	<b>5,677.7</b>	<b>18,132.9</b>	<b>20,050.9</b>	<b>22,508.1</b>
(%, QoQ)	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	24.4%	-11.6%	20.1%			
(%, YoY)	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	16.4%	21.9%	9.2%	-5.2%	10.6%	12.3%
두산 자체	269.3	325.1	342.5	440.1	485.0	558.5	523.9	622.0	1,377.0	2,188.3	2,534.9
<b>전자BG</b>	<b>186.6</b>	<b>235.2</b>	<b>249.6</b>	<b>335.8</b>	<b>402.9</b>	<b>476.2</b>	<b>439.9</b>	<b>538.6</b>	<b>1,007.2</b>	<b>1,857.6</b>	<b>2,299.8</b>
반도체	56.0	70.6	57.4	37.6	60.4	81.0	83.6	96.9	221.6	321.9	414.0
모바일	37.3	47.0	42.4	54.6	45.1	52.4	57.2	53.9	181.3	208.6	184.0
네트워크	37.3	54.1	74.9	166.1	219.6	252.4	206.8	323.2	332.4	1001.9	1472.6
로우엔드	56.0	63.5	74.9	77.5	77.8	90.5	92.4	64.6	271.9	325.2	229.2
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	280.0	344.7	476.0	879.9	1,380.2
<b>영업이익</b>	<b>246.1</b>	<b>336.7</b>	<b>110.2</b>	<b>208.9</b>	<b>198.5</b>	<b>357.8</b>	<b>329.8</b>	<b>629.0</b>	<b>901.9</b>	<b>1,416.5</b>	<b>2,406.4</b>
(%, QoQ)	-7.6%	36.9%	-67.3%	89.6%	-5.0%	80.3%	-7.8%	90.7%			
(%, YoY)	-27.2%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-19.3%	6.3%	199.3%	201.0%	-37.2%	57.1%	69.9%
두산 자체	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	142.1	108.7	163.5	141.2	535.4	738.8
<b>전자BG</b>	<b>16.8</b>	<b>31.3</b>	<b>29.7</b>	<b>44.8</b>	<b>116.1</b>	<b>136.2</b>	<b>103.9</b>	<b>160.0</b>	<b>122.6</b>	<b>516.2</b>	<b>714.3</b>
두산 에너지빌리티	358.1	309.8	114.8	234.9	142.5	271.1	259.0	376.9	1,017.6	1,049.5	1,336.5
두산로보틱스	-6.9	-7.9	-9.6	-16.9	-6.7	-8.9	-5.0	-8.2	-41.2	-28.8	-9.5
연결조정 및 기타	-145.5	-34.4	-60.2	-98.2	-174.5	-182.7	-136.8	-63.2	-338.3	-557.2	-373.5
<b>전자BG 영업이익률</b>	<b>9.0%</b>	<b>13.3%</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>28.8%</b>	<b>28.6%</b>	<b>23.6%</b>	<b>29.7%</b>	<b>12.2%</b>	<b>27.8%</b>	<b>31.1%</b>

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산 CCL 수출금액 추이(증평 + 김천 + 익산)



주: 증평: 네트워크, 김천: 반도체 + 네트워크, 익산: 모바일

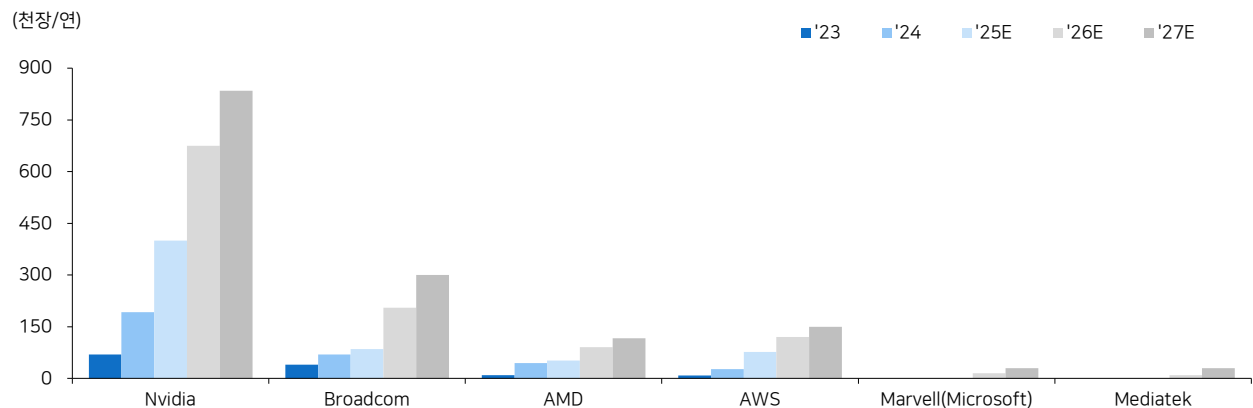
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

표4 CoWoS 생산능력 추이 및 전망

구분	업체	'23	'24	'25E	'26E	'27E	비고
GPU	Total	80.0	237.0	452.0	766.0	952.0	
	Nvidia	70.0	192.0	400.0	675.0	835.0	
	(YoY)		174.3%	108.3%	68.8%	23.7%	
	CoWoS-S/R	70.0	97.0	25.0	25.0	25.0	Hopper + Vera CPU용
	CoWoS-L	0.0	30.0	360.0	600.0	750.0	Blackwell + Rubin
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	65.0	15.0	50.0	60.0	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	162.0	350.0	510.0	
	(YoY)		98.0%	67.0%	116.0%	45.7%	
	Broadcom	40.0	70.0	85.0	205.0	300.0	
	CoWoS-S (TPU)	40.0	70.0	85.0	170.0	240.0	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	120.0	150.0	
	Marvell				15.0	30.0	Microsoft MAIA2 할당
	Mediatek				10.0	30.0	TPUv7E부터 진입(미정)
Others		5.0	16.0	24.0	30.0	35.0	
Overall Total CoWoS Consumption		134.0	350.0	638.0	1,146.0	1,497.0	
YoY			161.2%	82.3%	79.6%	30.6%	
Total TSMC		134.0	285.0	623.0	1,066.0	1,397.0	
YoY			112.7%	118.6%	71.1%	31.1%	
Total Others			65.0	15.0	60.0	80.0	

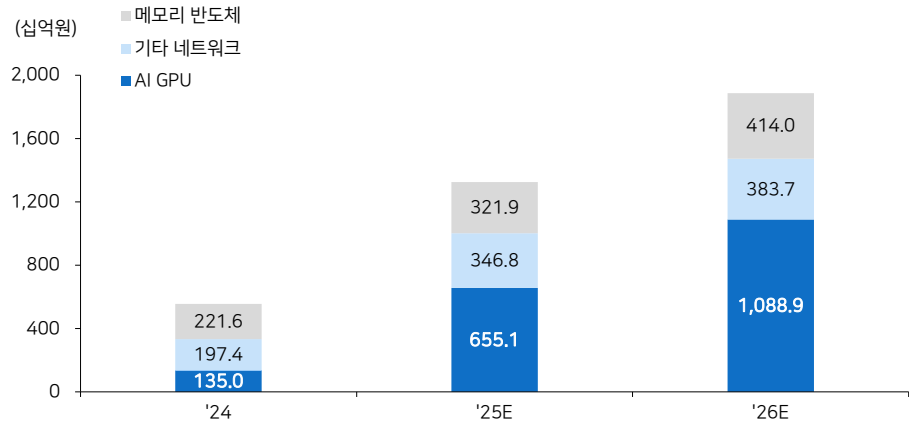
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 CoWoS Capa 고객사 기준 비중 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

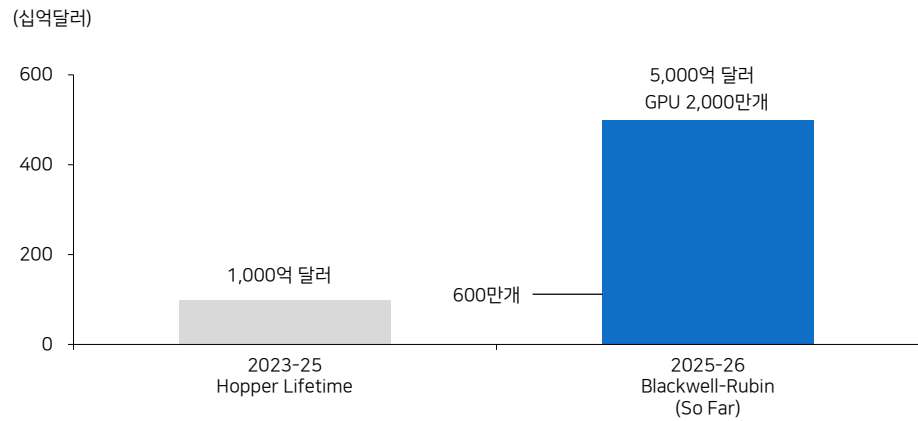
그림5 두산 전자BG 반도체·네트워크 매출액 추이 및 전망



주: TSMC CoWoS Capa 기준

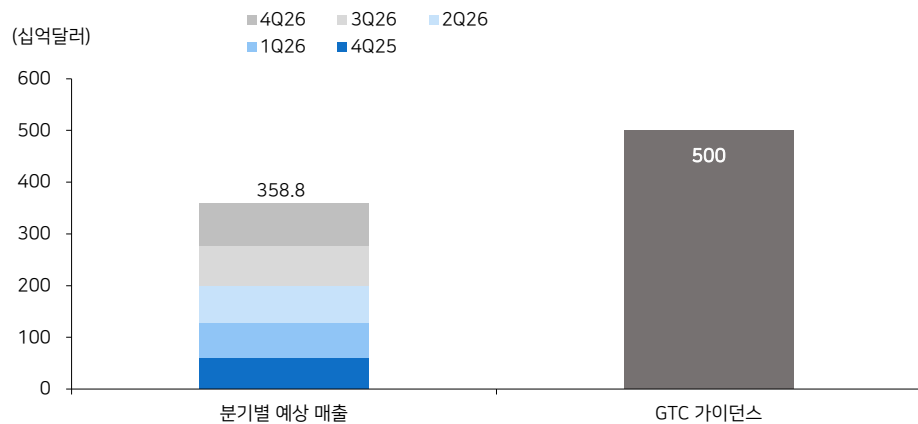
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 젠슨황의 Blackwell/Rubin 매출액 가이드스



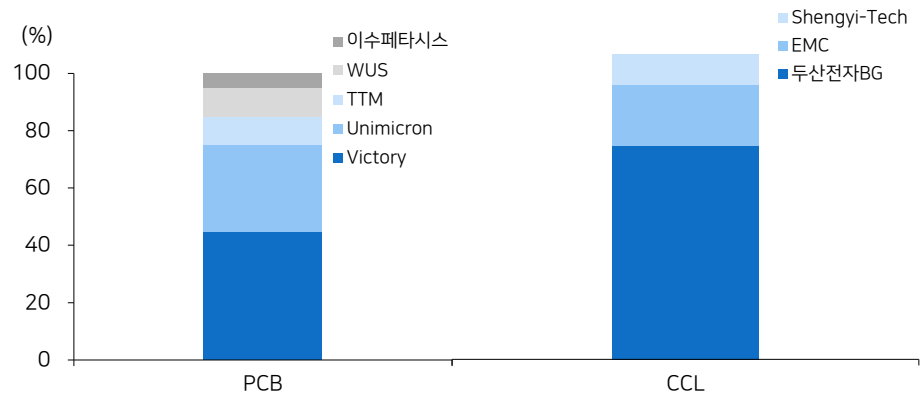
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림7 젠슨황의 GTC 매출액 가이드스 vs Bloomberg 매출액 컨센서스 비교



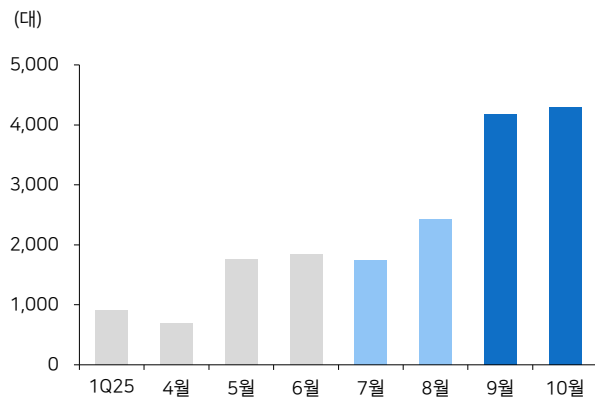
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 북미 N사 PCB, CCL 점유율 추정



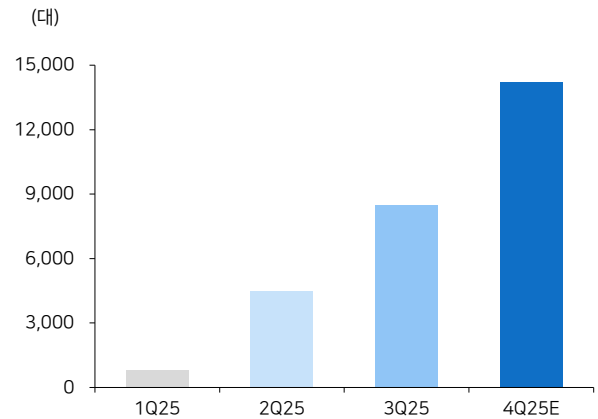
주: Computing Tray 두산 독점, EMC와 Shengyi가 Switch Tray 양분  
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 GB Racks(NVL72) 출하량 추이



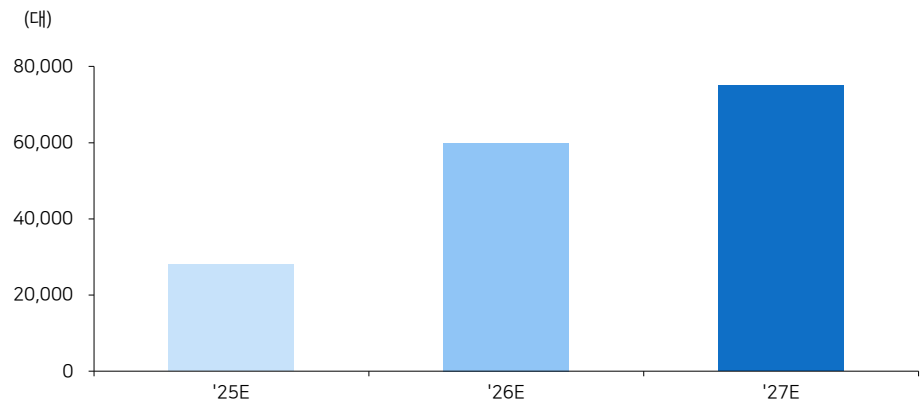
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 NVL 서버랙 분기별 출하량 추이 및 전망



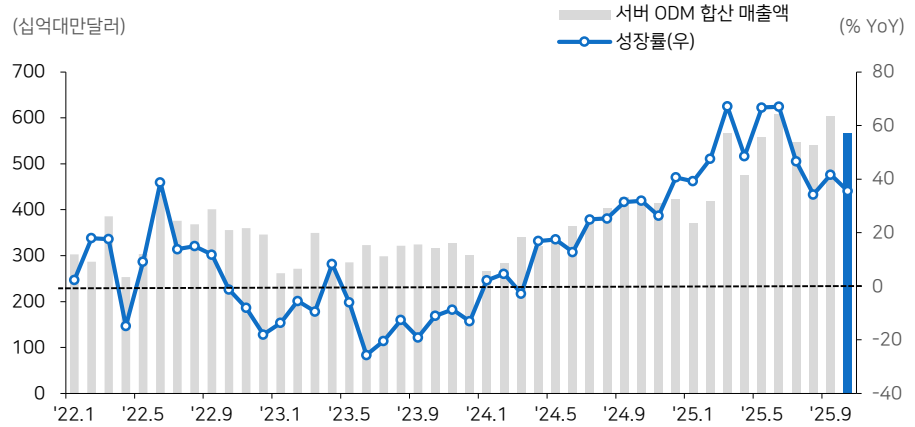
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 NVL 서버랙 생산량 연간 출하 전망



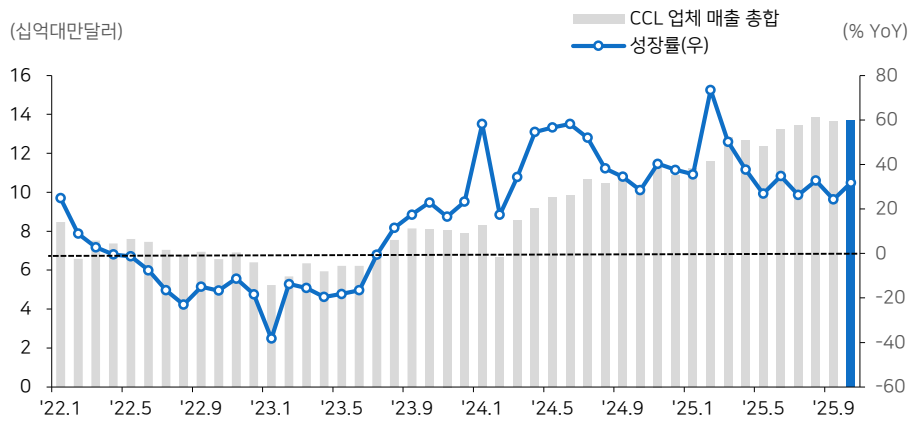
주: 2026년 Vera Rubin NVL144 포함  
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



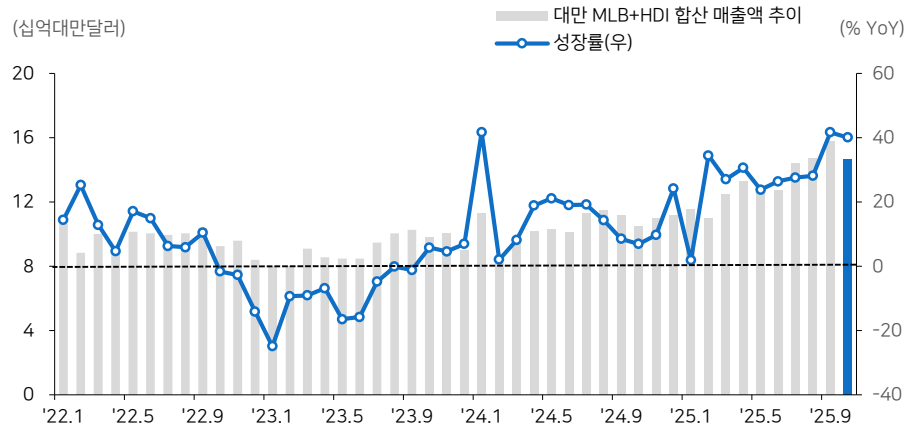
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림13 대만 CCL (EMC, TUC, ITEQ) 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림14 대만 MLB+HDI (GCE, FTH, Dynamic, Tripod) 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표5 Nvidia PCB/CCL 스펙 추정

Board	Size (mm <sup>2</sup> )	PCB Type	Layer Count	CCL Grade
<b>H100</b>				
OAM	0.02	HDI	5+8+5	M7
UBB	0.6	PTH	24	M7
<b>B200</b>				
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M8+M4
UBB	0.7	PTH	24	M7
<b>B300</b>				
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M8+M4
UBB	0.7	PTH	24	M7
<b>Bianca</b>				
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_
<b>NVSwitch</b>				
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

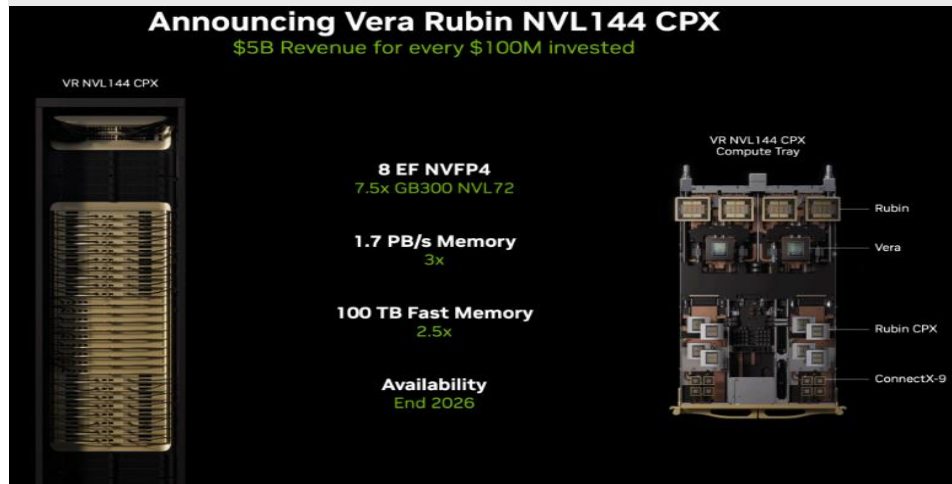
표6 Nvidia &amp; ASIC PCB/CCL 공급망 추정

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)	두산(한국)
	GB300	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)	TTM(미), Wus(중), ISU(한국)	EMC(대만) Shengyi(중)
	VR200	22 층 HDI (M8.5+M4), 32 층 PTH(M9)	Unimicron(대만), Victory Giant(중)	두산(한국)
	Midplane - VR200	22+22 PTH	TTM(미), Wus(중), ISU(한국) GCE(대만), Kingwong(중)	EMC(대만) Shengyi(중)
	CPX - VR200	22 층 HDI (M9+M4)		
Google	TPUv5p	24 층 PTH (M6)		
	TPUv5e	22 층 PTH (M6)	ISU (한국), WUS(중), TTM (미), Lincstec (일)	파나소닉 (일)
	TPUv6e	24 층 HLC (M6)	GCE(대만), Shennan(중)	EMC (대만)
	TPUv7	26 층 HLC (M7)		
	TPUv8	35 층 HLC (M8.5)	ISU (한국), WUS(중), GCE(대만) TTM (미), Dynamic Holdings (대만)	파나소닉 (일) EMC (대만) 두산(한국)
AWS	T2	20 층 HDI(M6) 26 층 HLC (M8)		EMC (대만)
	T2.5	22 층 HDI(M7) 26 층 HLC(M8)	Shengyi (중), GCE (대만) WUS (중), First Hi Tech(대만)	TUC (대만)
	T3	22 층 HDI(M7) 32 층 HLC (M8.5)	TTM(미), ISU(한), ZDT(대만)	파나소닉 (일) 두산(한국)
Meta	MTIA2	32 층 HLC (M8+M2)		
	MTIA3	40 층 HLC (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)
Microsoft	MAIA 300	32층 PTH+HDI (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)

자료: 메리츠증권 리서치센터

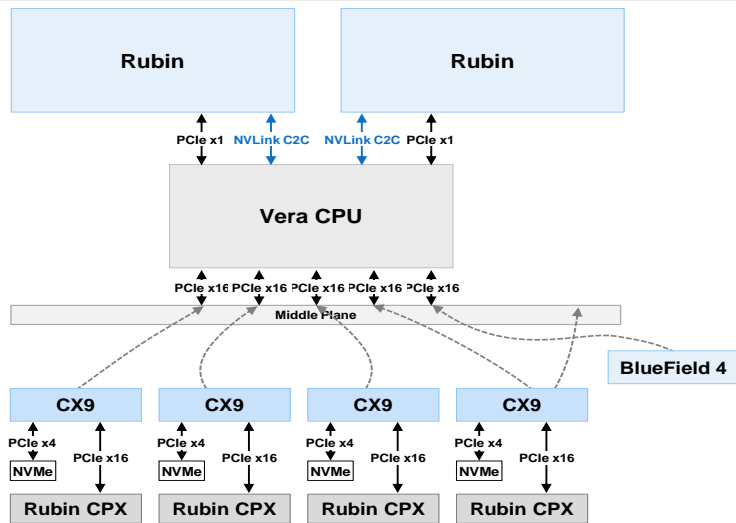


그림15 VR NVL144 CPX 구조



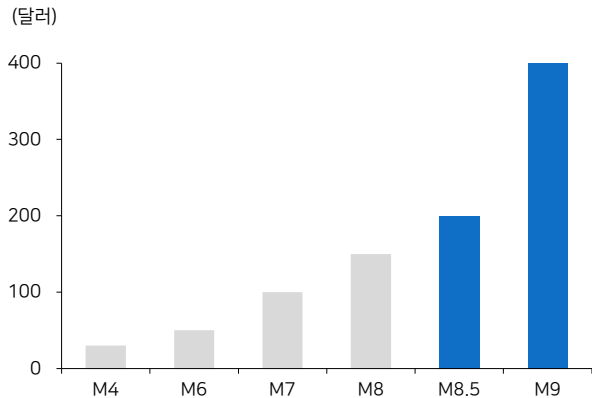
자료: Nvidia

그림16 Vera Rubin NVL144 CPX Computing Tray 구조



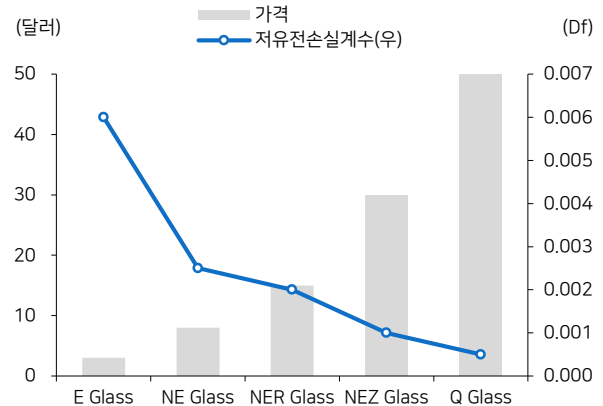
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림17 CCL 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

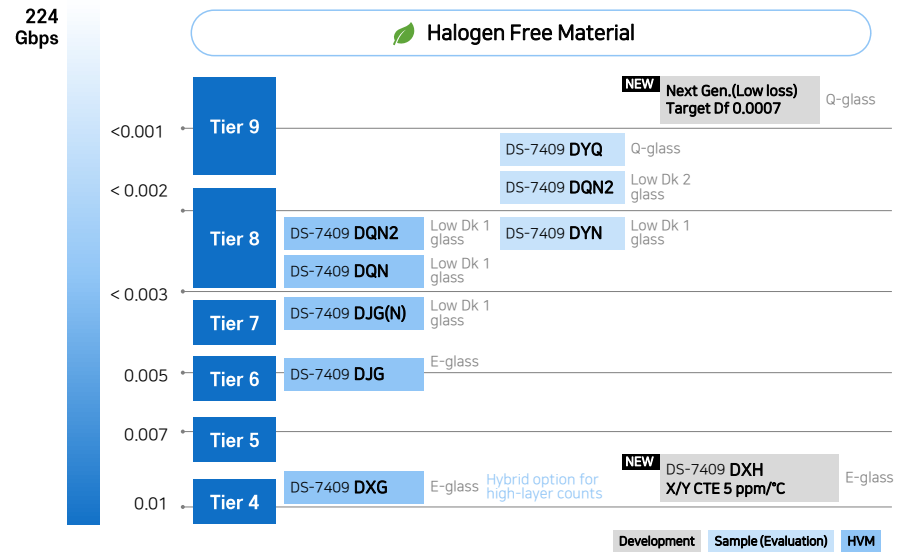
그림18 유리섬유 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

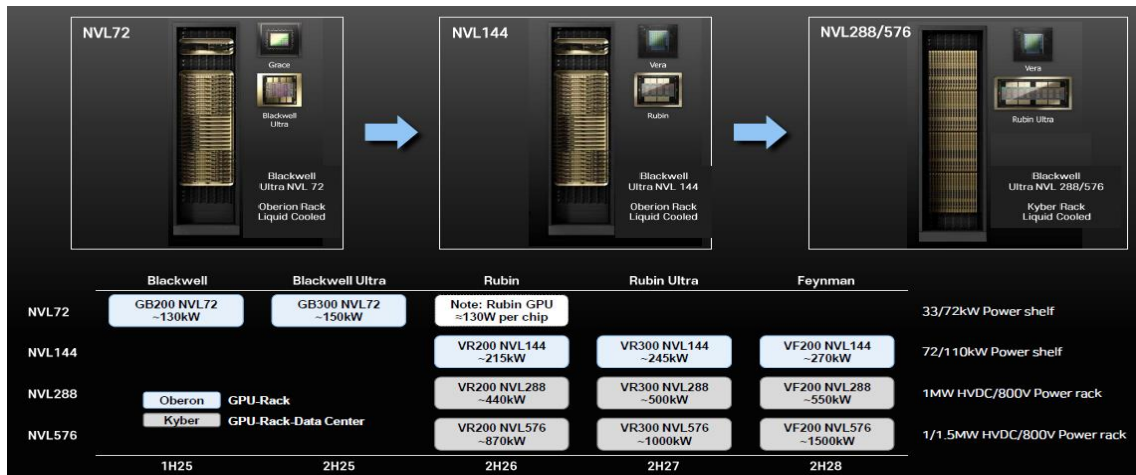
그림19 두산 전자BG 네트워크용 CCL 제품 구성

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



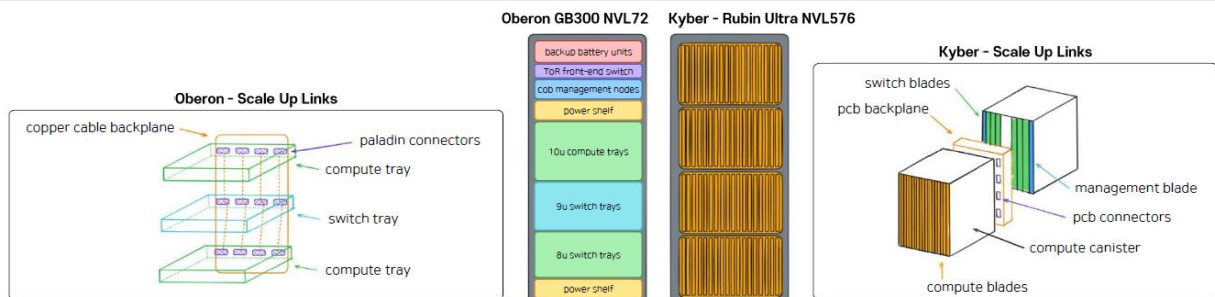
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림20 엔비디아 NVL 서버랙 출시 로드맵



자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림21 Oberon(GB200/300 NVL72) vs Kyber(Vera Rubin Ultra NVL 576 구조) 비교



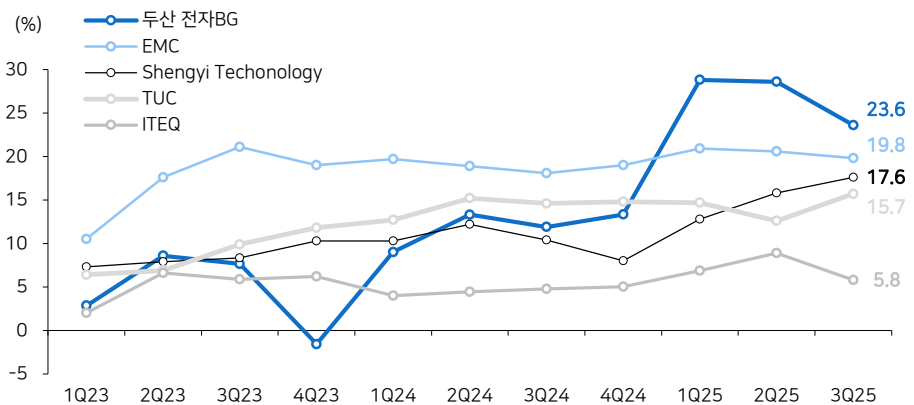
자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

표7 두산 Valuation Table

구분	시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고	
영업가치					
전자BG	607	100.0%	15,665.3	2026년 예상 PER * EMC와 Shengyi 평균 멀티플 25.8배 적용	
지분가치					
상장 회사	두산에너지빌리티	50,211	30.4%	15,259	최근 1개월 평균 증가 기준
	오리콤	68	60.9%	41	최근 1개월 평균 증가 기준
	두산로보틱스	4,987	68.2%	3,401	최근 1개월 평균 증가 기준
비상장 회사	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			3,853	80% 할인 적용	
합계 (a)			19,518		
순차입금 (b)			1,314	3Q25말 기준 두산(별도) 순차입금	
적정시가총액(십억원)			18,204		
유통주식수 (주)			13,522,969	발행주식수(1,652만주) - 자사주(296만주)	
적정 주가 (fair value, 원)			1,346,182		
적정 주가 ('0000 rounding, 원)			1,350,000		
현재 주가 (원)			852,000	12/2일 기준 증가	
괴리율(%)			58.5		

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림22 주요 CCL 업체들 영업이익률 비교



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

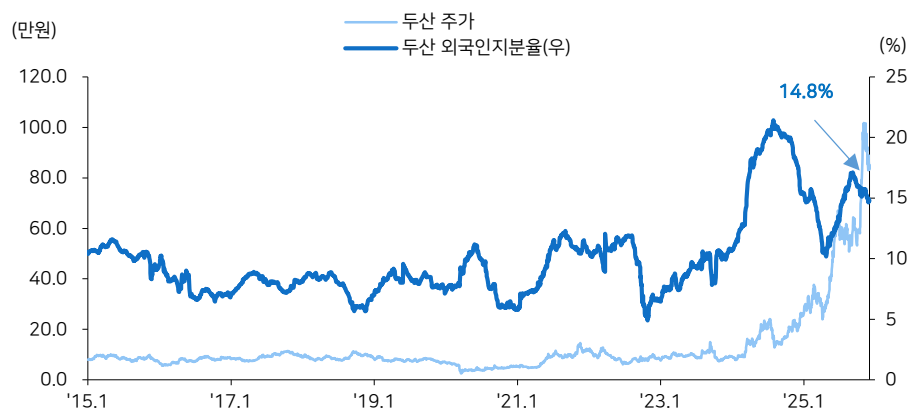
표8 AI하드웨어 밸류체인 밸류에이션 비교

		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	10,102	37.6	27.4	3.1	2.8	20.1	37.4	8.2	10.2	2,679	3,121	396	542	11.7	9.3
	Kinsus	2,050	39.4	19.9	1.9	1.8	3,228.9	98.2	4.5	8.7	1,254	1,483	87	160	8.7	6.9
	Nanya PCB	5,388	105.2	29.2	3.7	3.4	693.0	262.0	3.6	12.4	1,281	1,647	62	207	20.3	12.5
	Toppan	9,055	19.4	14.9	1.0	0.9	-18.4	29.8	5.5	6.4	11,719	12,710	547	720	8.2	7.2
MLB	이수페타시스	6,880	59.4	41.3	15.5	11.5	88.7	43.8	34.2	32.5	1,095	1,451	207	310	43.0	29.6
	대덕전자	1,599	48.1	18.7	2.7	2.4	98.8	157.3	5.5	13.3	1,049	1,318	49	146	14.5	8.9
	Unimicron	9,629	57.7	21.8	3.2	2.8	4.7	165.7	5.5	13.7	4,203	5,022	220	531	12.6	8.8
	Victory Giant	33,471	47.1	26.1	15.7	10.3	338.4	80.6	36.0	41.0	2,848	4,569	804	1,466	35.9	19.9
	WUS(Kunshan)	19,269	36.3	26.1	9.4	7.4	46.5	39.6	26.7	29.8	2,596	3,502	618	889	28.6	20.0
	Shennan Circuits	18,601	39.8	30.0	6.9	5.8	78.2	32.6	19.7	22.6	3,213	4,004	477	677	28.3	22.1
	Gold Circuit	9,392	31.1	19.6	10.5	8.2	71.2	59.0	39.4	48.9	1,938	2,630	458	715	19.0	12.5
	TTM Tech	7,016	27.9	23.8	4.3	4.0	343.3	17.1	na	na	2,886	3,151	334	392	16.6	15.3
CCL	EMC	16,385	34.1	23.1	11.3	9.1	55.6	47.1	36.0	39.6	3,010	3,895	615	890	24.5	17.4
	TUC	3,707	33.6	20.4	7.3	6.3	31.4	64.5	22.7	31.8	947	1,233	143	236	22.8	14.2
	ITEQ	1,242	25.8	16.9	1.9	1.8	87.6	53.8	7.1	10.7	1,031	1,173	77	116	10.3	7.8
	Shengyi Tech	20,165	41.9	28.5	8.3	7.0	92.6	47.0	20.6	26.0	3,915	5,116	600	883	29.6	21.8
소재/부품	Ajinomoto	22,707	27.8	24.9	4.8	4.8	76.8	11.7	16.0	17.6	10,109	10,669	1,200	1,300	14.5	13.3
	Nitto Boseki	3,030	24.5	26.1	3.0	2.7	41.2	-6.3	15.4	11.5	769	846	123	155	17.3	13.5
	Union Tool	1,135	25.0	19.3	2.0	1.9	12.5	15.3	8.2	na	245	271	52	60	14.0	11.8
	Topoint	606	54.5	24.1	3.8	4.0	79.4	77.8	6.4	13.2	132	170	17	29	18.2	13.0
	Mitsui Mining	6,257	30.3	20.5	2.8	2.5	-51.7	47.8	8.8	12.6	4,469	4,322	399	453	11.3	10.0
	Co-Tech	1,825	53.2	10.0	7.9	5.9	20.6	215.3	15.1	35.4	253	347	47	136	31.5	9.0

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 두산 외국인지분율 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 두산 (000150)

## Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	16,995.8	19,130.1	18,132.9	19,775.2	22,508.1
매출액증가율(%)	32.2	12.6	-5.2	9.1	13.8
매출원가	14,157.7	15,885.1	15,170.7	16,167.0	17,836.3
매출총이익	2,838.1	3,245.1	2,962.1	3,608.2	4,671.8
판매관리비	1,712.0	1,808.8	1,958.4	2,191.7	2,265.4
영업이익	1,126.0	1,436.3	1,003.8	1,416.5	2,406.4
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.0	7.2	10.7
금융손익	-571.3	-400.6	-216.1	-165.5	105.5
종속/관계기업손익	-343.2	-42.3	27.9	23.3	0.0
기타영업외손익	-497.4	-542.4	-222.6	-100.9	-440.0
세전계속사업이익	-285.9	451.0	593.0	1,173.4	2,071.9
법인세비용	211.3	178.9	290.7	439.7	518.0
당기순이익	-581.2	272.1	302.2	733.7	1,553.9
지배주주지분 순이익	-696.4	-388.3	-226.2	506.7	1,165.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	533.2	1,908.7	307.8	-604.8	2,233.2
당기순이익(손실)	-581.2	272.1	302.2	733.7	1,553.9
유형자산상각비	456.4	547.5	603.3	652.5	725.2
무형자산상각비	161.8	156.8	164.0	139.5	69.1
운전자본의 증감	-683.0	432.7	-1,052.6	-2,318.9	-115.0
투자활동 현금흐름	-290.9	-1,106.3	-994.8	-1,106.2	-1,060.9
유형자산의증가(CAPEX)	-700.0	-583.9	-710.4	-594.3	-796.9
투자자산의감소(증가)	282.1	-26.6	-143.2	-678.4	-184.3
재무활동 현금흐름	-482.0	636.3	573.9	1,625.9	-86.9
차입금의 증감	-1,876.0	184.7	1,406.3	1,712.9	-55.1
자본의 증가	367.3	276.5	47.2	4.0	0.0
현금의 증가(감소)	-160.9	1,465.0	164.9	-174.3	1,085.4
기초현금	2,235.1	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,529.8
기말현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,529.8	4,615.2

## Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	9,526.3	11,446.3	11,912.7	15,379.3	18,220.6
현금및현금성자산	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,529.8	4,615.2
매출채권	1,895.5	1,665.7	1,718.4	2,962.9	3,402.0
재고자산	2,756.7	2,927.1	3,136.4	4,084.9	4,690.3
비유동자산	16,789.0	16,840.5	18,230.4	19,044.8	19,261.8
유형자산	6,273.3	6,509.4	7,012.6	6,981.1	7,052.9
무형자산	7,890.9	8,031.7	8,547.4	8,674.9	8,635.8
투자자산	1,034.7	938.9	1,196.4	1,957.9	2,142.3
자산총계	26,315.4	28,286.8	30,143.1	34,424.1	37,482.3
유동부채	9,478.5	11,438.9	11,024.2	14,326.4	15,533.5
매입채무	2,693.0	2,694.1	2,495.1	2,724.4	3,128.1
단기차입금	1,862.7	1,717.5	3,081.1	4,588.7	4,588.7
유동성장기부채	1,039.4	2,270.9	790.8	1,591.2	1,591.2
비유동부채	6,539.1	5,641.2	7,229.4	7,468.6	7,797.6
사채	534.0	626.6	1,089.1	599.0	599.0
장기차입금	3,207.5	2,308.7	3,313.8	3,171.5	3,071.5
부채총계	16,017.5	17,080.1	18,253.6	21,795.0	23,331.1
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,604.7	1,881.2	1,928.3	1,932.4	1,932.4
기타포괄이익누계액	587.0	599.6	688.9	728.4	728.4
이익잉여금	669.5	208.0	-81.6	394.3	1,527.9
비지배주주지분	8,507.1	9,582.6	10,409.3	10,635.3	11,023.7
자본총계	10,297.8	11,206.7	11,889.5	12,629.0	14,151.2

## Key Financial Data

	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	1,028,560	1,157,729	1,097,377	1,199,696	1,389,916
EPS(지배주주)	-42,673	-24,026	-14,215	30,209	71,427
CFPS	128,541	140,780	127,486	150,969	201,609
EBITDAPS	105,559	129,547	107,177	133,978	197,651
BPS	83,627	75,846	69,123	94,567	148,336
DPS	2,000	2,000	2,000	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.4	2.1	0.8	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-1.9	-3.9	-17.9	28.2	11.9
PCR	0.6	0.7	2.0	5.6	4.2
PSR	0.1	0.1	0.2	0.7	0.6
PBR	1.0	1.2	3.7	9.0	5.7
EBITDA(십억원)	1,744.2	2,140.6	1,771.0	2,208.4	3,200.7
EV/EBITDA	8.8	7.2	11.5	15.5	10.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-36.0	-22.7	-14.6	29.2	45.5
EBITDA 이익률	10.3	11.2	9.8	11.2	14.2
부채비율	155.5	152.4	153.5	172.6	164.9
금융비용부담률	2.1	2.4	2.7	2.5	2.4
이자보상배율(x)	3.1	3.1	2.0	2.8	4.5
매출채권회전율(x)	11.1	10.7	10.7	8.4	7.1
재고자산회전율(x)	7.1	6.7	6.0	5.5	5.1

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

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	-6.1	-1.9	
2025.11.03	기업브리프	Buy	1,180,000	양승수	-16.7	-13.7	
2025.11.07	주식전략	Buy	1,200,000	양승수	-22.6	-21.8	
2025.11.11	기업브리프	Buy	1,350,000	양승수	-	-	