

두산 (000150)

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

NDR 후기: 독점·증설·환원, 더 큰 그림이 열린다

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 140만원 → 160만원 상향

투자 의견 Buy를 유지하고 적정주가를 기존 140만원에서 160만원으로 상향한다. 적정주가 산정에 신고가를 경신한 EMC의 멀티플 상승과 자회사 지분가치 확대를 반영했다. 차세대 제품인 Rubin에서도 독점적 지위가 유지될 것으로 예상되는 만큼, EMC의 멀티플 적용은 충분히 정당하다고 판단한다. 당사 추정 기준 전자BG의 기업가치는 약 18.9조원으로, 이는 현재 두산 시가총액의 대부분을 설명하는 수준이다. 여기에 자회사 지분가치와 향후 인수 예정인 실트론의 기업가치까지 반영할 경우, 현재 주가에서도 추가적인 업사이드 여력은 충분하다는 판단이다. 또한 전일 RSU를 제외한 자사주 전량 소각과 배당금 상향을 발표하며 주주환원 의지를 명확히 했으며 중장기적인 기업가치 재평가를 뒷받침하는 요인으로 작용할 전망이다.

두산 NDR Takeaways

당사가 진행한 두산 NDR에 대한 투자자들의 주요 관심사는 북미 N사향 Rubin 제품 쉐어 현황, 추가 증설 계획, SK실트론 인수 타임라인, CCL 평가 인상 여부 등이었다.

1. 북미 N사향 Computing Tray용 CCL은 올해 초부터 양산 샘플 출하를 시작했으며, 현재 양산 샘플 기준 동사가 단독 대응 중인 것으로 파악된다. 이러한 구도가 유지될 경우, Blackwell에서 확보한 독점적 지위가 Rubin에서도 이어질 전망이다.
2. 당사는 2027년 수요에 대응하기 위한 브라운필드 증설을 진행 중이며, 중국은 올해 말, 국내는 내년 1분기 완공 예정이다. 또한 2028년 수요 대응을 위한 추가 증설도 검토 중이며, 기존 중국·한국이 아닌 제3국에서의 그린필드 투자가 유력한 것으로 파악된다. 빠르면 2분기 초 전후로 구체적인 계획이 공유될 것으로 기대된다.
3. SK실트론은 실사를 완료하고 현재 인수가격 협의의 최종 단계에 진입한 것으로 파악된다. 빠르면 3분기부터 연결 실적에 반영될 가능성이 있으며, 시장의 우려와 달리 추가적인 인수가격 상향 가능성은 제한적임을 강조했다.
4. 상반기는 추가 인력 채용과 교대조 확대, 가동일수 증가 등을 통해 초과수요에 대응할 것으로 예상된다. 북미 N사 외 메모리·네트워크 업황도 기대 이상으로 견조하며, 원자재 가격 상승을 반영한 평가 인상도 점진적으로 실적에 반영될 전망이다.

Meritz Research 2026. 2. 27

Buy

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	1,600,000원
현재주가 (2.26)	1,215,000원
상승여력	31.7%

KOSPI	6,307.27pt
시가총액	196,755억원
발행주식수	1,619만주
유동주식비율	42.83%
외국인비중	18.64%
52주 최고/최저가	1,215,000원/239,500원
평균거래대금	1,234.9억원

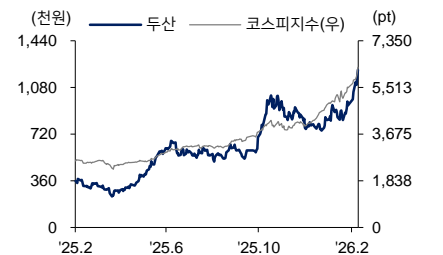
주요주주(%)

박정원 외 26인	40.92
국민연금공단	9.97

주가상승률 (%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	36.5	116.2	230.6
상대주가	7.1	9.0	38.4

주가그래프

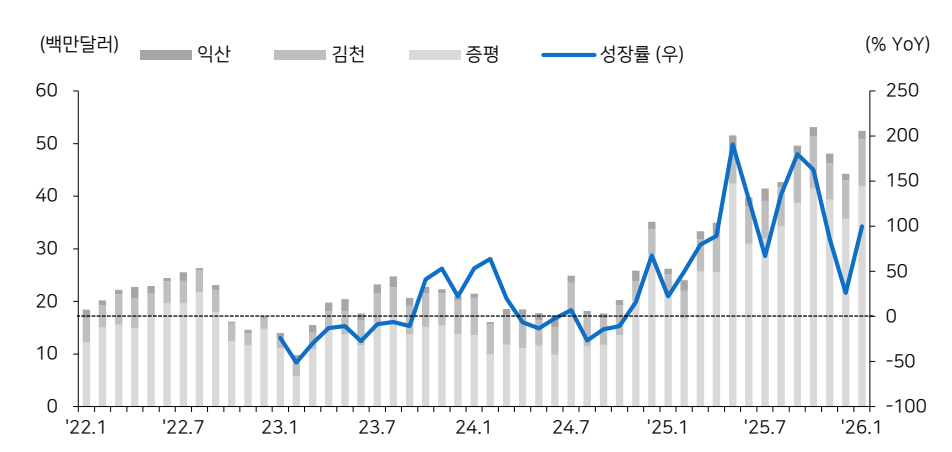


(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	19,130.1	1,436.3	-388.3	-24,026	-43.7	75,846	-3.9	1.2	7.2	-22.7	152.4
2024	18,132.9	1,003.8	-226.2	-14,215	-40.8	69,123	-17.9	3.7	11.5	-14.6	153.5
2025E	19,784.2	1,062.7	143.6	8,179	-157.5	77,344	101.8	10.8	18.4	9.2	179.6
2026E	20,693.7	1,812.9	822.8	50,270	514.6	114,862	24.2	10.6	15.3	40.6	169.1
2027E	24,204.1	2,824.9	1,554.8	95,469	89.9	187,096	12.7	6.5	10.7	48.8	163.1

표1 두산 실적 테이블											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율(원)	1,452.9	1,401.4	1,390.0	1,450.0	1,455.0	1,410.0	1,420.0	1,425.0	1,423.6	1,427.5	1,415.0
연결 매출액	4,298.7	5,346.4	4,452.4	5,686.7	4,550.3	5,318.3	4,817.0	6,008.2	19,784.1	20,693.7	24,204.1
(%, QoQ)	-17.3%	24.4%	-16.7%	27.7%	-20.0%	16.9%	-9.4%	24.7%			
(%, YoY)	-3.7%	16.4%	14.8%	9.4%	5.9%	-0.5%	8.2%	5.7%	9.1%	4.6%	17.0%
두산 자체	485.0	558.6	524.1	653.4	628.8	625.2	673.3	739.6	2,221.1	2,666.8	3,174.7
전자BG	402.9	476.2	439.9	556.7	550.2	544.3	592.9	646.1	1,875.7	2,333.6	2,831.8
반도체	60.4	81.0	83.6	83.5	99.0	92.5	94.9	103.4	308.5	389.8	481.4
모바일	45.1	52.4	57.2	50.1	44.0	43.5	47.4	51.7	204.8	186.7	184.1
네트워크	219.6	252.4	206.8	328.5	357.6	353.8	397.3	432.9	1,007.2	1,541.6	1,996.4
로우엔드	77.8	90.5	92.4	94.6	49.5	54.4	53.4	58.1	355.3	215.5	169.9
두산에너지빌리티	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,859.9	3,682.2	4,408.4	3,846.2	4,916.2	17,057.9	16,853.0	20,141.8
두산로보틱스	5.3	23.5	16.3	18.7	22.8	23.5	24.5	27.2	63.8	98.1	142.4
연결조정 및 기타	59.8	195.3	31.6	154.7	216.5	261.1	272.9	325.2	441.4	1,075.8	745.2
영업이익	198.5	357.8	231.3	275.2	389.2	444.3	387.9	591.6	1,062.7	1,812.9	2,659.3
(%, QoQ)	-5.0%	80.3%	-35.4%	19.0%	41.4%	14.2%	-12.7%	52.5%			
(%, YoY)	-19.3%	6.2%	109.9%	31.7%	96.1%	24.2%	67.7%	115.0%	17.8%	70.6%	46.7%
두산 자체	121.1	142.1	108.7	131.8	150.9	146.9	169.3	189.8	503.7	656.9	820.6
전자BG	116.1	136.2	103.9	128.7	144.1	140.2	164.3	185.1	484.9	633.8	798.5
두산 에너지빌리티	142.5	271.1	137.1	212.1	208.3	273.1	192.6	345.7	762.7	1,019.7	1,729.0
두산로보틱스	-6.7	-8.9	-5.0	-8.2	-2.2	-2.3	-2.4	-2.6	-28.8	-9.5	4.5
연결조정 및 기타	-174.5	-182.8	-113.4	-189.1	-111.9	-113.6	-136.0	-126.4	-659.8	-487.9	-693.4
전자BG 영업이익률	28.8%	28.6%	23.6%	23.1%	26.2%	25.8%	27.7%	28.7%	25.9%	27.2%	28.2%

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산 지역별 CCL 수출데이터 추이

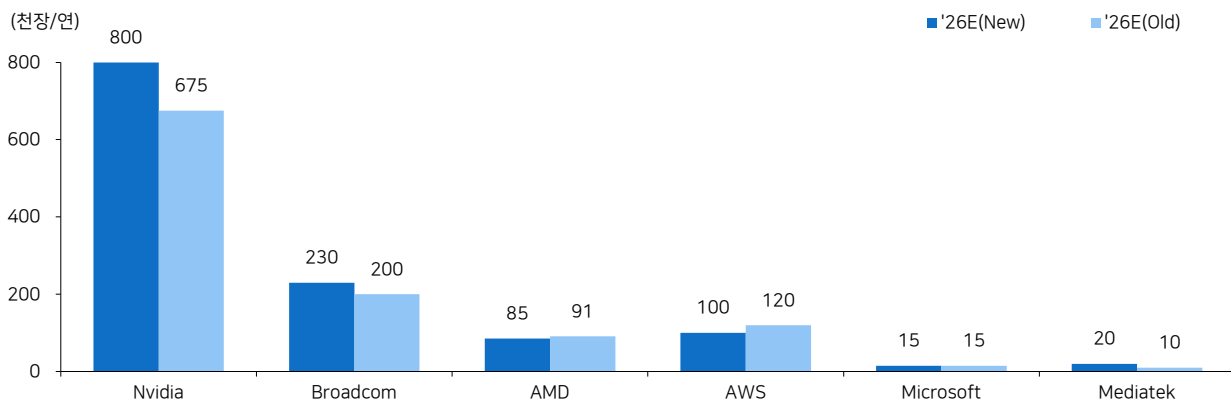


자료: 메리츠증권 리서치센터

구분	업체	'23	'24	'25E	'26E	'27E	비고
GPU	Total	80.0	237.0	452.0	885.0	1025.0	
	Nvidia	70.0	192.0	400.0	800.0	900.0	
	(YoY)		174.3%	108.3%	100.0%	12.5%	
	CoWoS-S/R	70.0	97.0	25.0	20.0	20.0	Hopper + Vera CPU용
	CoWoS-L	0.0	30.0	360.0	700.0	800.0	Blackwell + Rubin
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	65.0	15.0	80.0	80.0	Vera Cpu용, Amkor
	AMD	10.0	45.0	52.0	85.0	125.0	
	(YoY)		350.0%	15.6%	63.5%	47.1%	
	CoWoS-S	10.0	45.0	52.0	55.0	80.0	MI350 + MI400
CoWoS-L	0.0	0.0	0.0	10.0	15.0	Venice CPU	
Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	0.0	0.0	20.0	30.0	Venice CPU, ASE	
ASIC	Total	49.0	97.0	167.0	365.0	550.0	
	(YoY)		98.0%	72.2%	118.6%	50.7%	
	Broadcom	40.0	70.0	90.0	230.0	320.0	
	CoWoS-S (TPU)	40.0	70.0	90.0	200.0	270.0	TPU (미디어텍 이원화)
	CoWoS-L (MITA2)	0.0	0.0	0.0	30.0	50.0	Meta ASIC 할당
	AWS (Marvell + Alchip)	9.0	27.0	77.0	100.0	150.0	
Marvell			0.0	15.0	30.0	Microsoft MAIA2 할당	
Mediatek				20.0	50.0	TPUv8AX부터 진입	
Others	5.0	16.0	24.0	30.0	35.0		
Overall Total CoWoS Consumption	134.0	350.0	643.0	1,280.0	1,610.0		
YoY		161.2%	83.7%	99.1%	25.8%		
Total TSMC	134.0	285.0	628.0	1,180.0	1,500.0		
YoY		112.7%	120.4%	87.9%	27.1%		
Total Others		65.0	15.0	100.0	110.0		

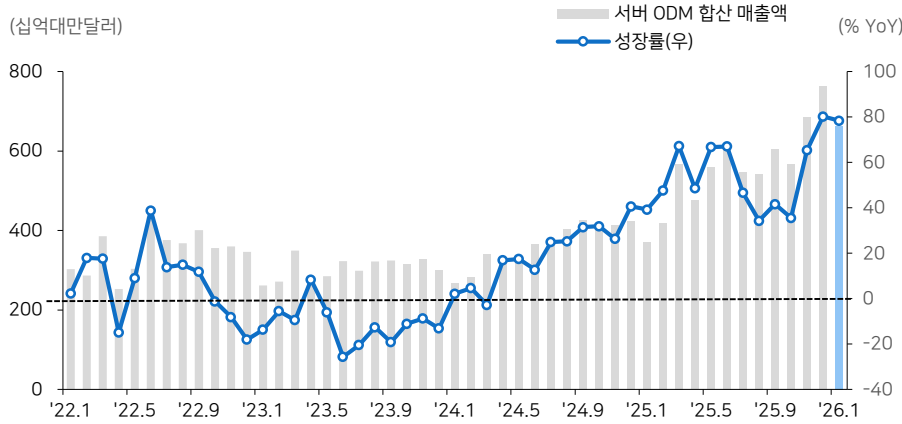
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 CoWoS Capa 고객사 배분 주요 변화



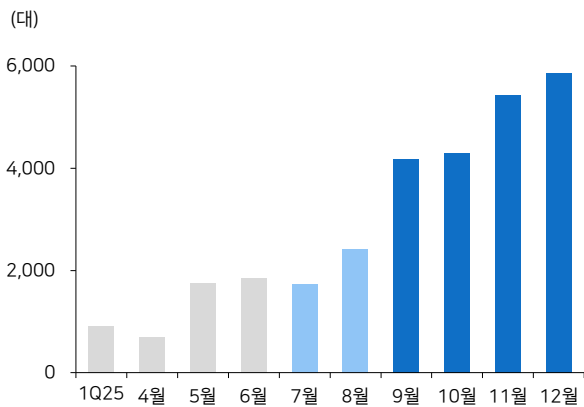
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



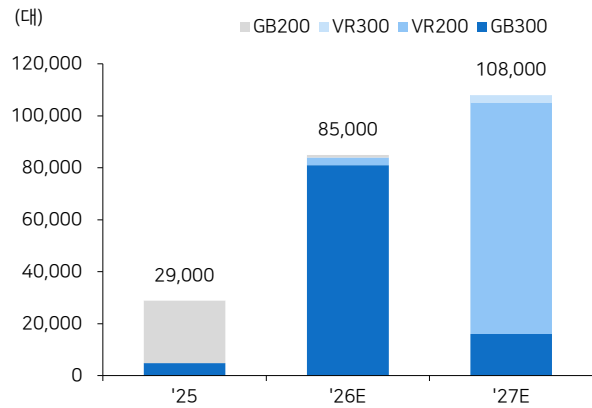
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림4 GB Racks(NVL72) 출하량 추이



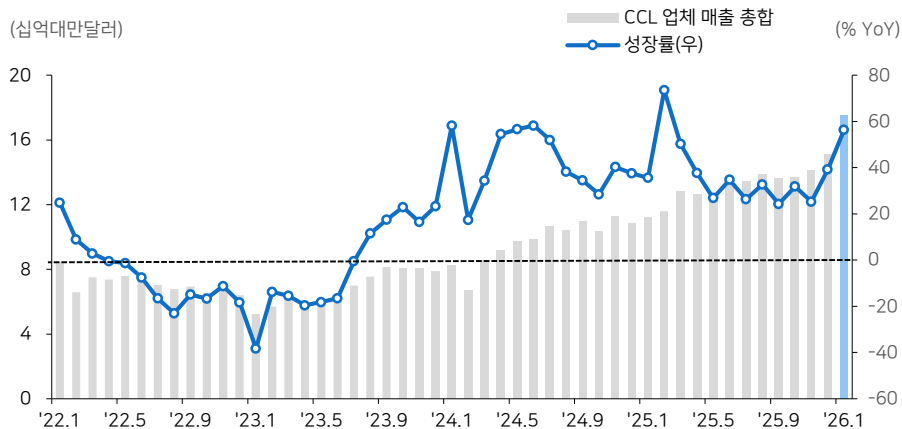
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 NVL 서버랙 출하량 전망



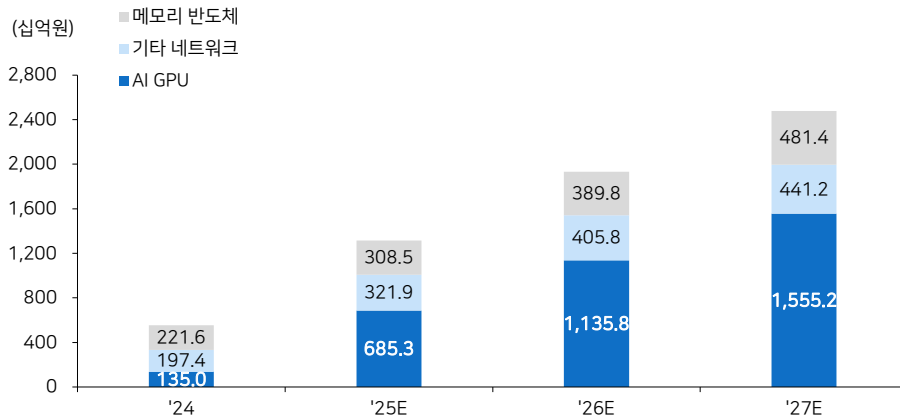
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 CCL(EMC, TUC, ITEQ) 업체 합산 매출액 추이 총합



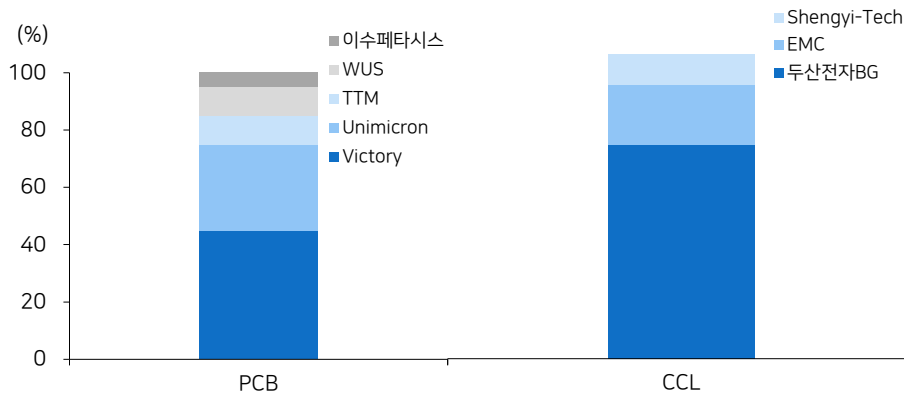
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 두산 전자BG 반도체·네트워크 매출액 추이 및 전망



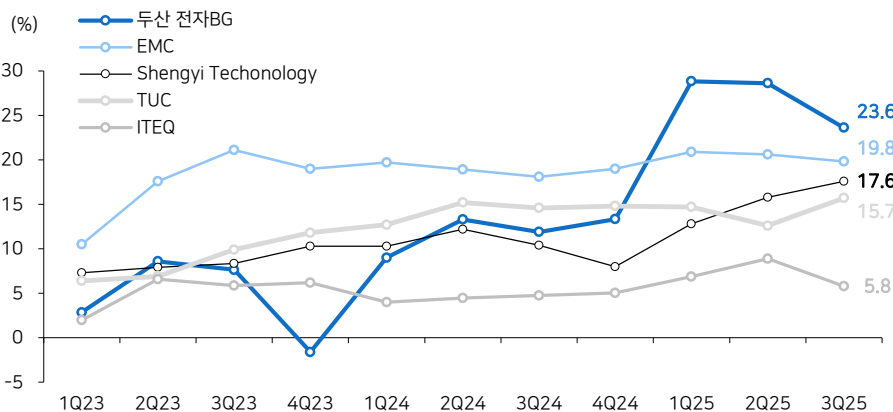
주: TSMC CoWoS Capa 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 북미 N사 PCB, CCL 점유율 추정



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

그림9 주요 CCL 업체들 영업이익률 비교



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

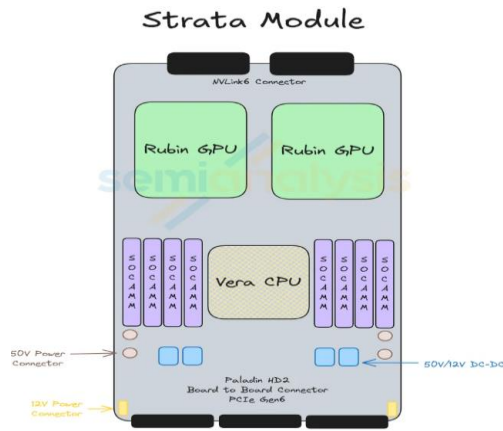
표3 Nvidia PCB/CCL 스펙 추정					
Board	Size (mm²)	PCB Type	Layer Count	CCL Grade	
H100					
OAM	0.02	HDI	5+8+5	M6	
UBB	0.6	PTH	24	M7	
B200					
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M7	
UBB	0.7	PTH	24	M7	
B300					
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M7	
UBB	0.7	PTH	24	M7	
Bianca					
GB200/300	0.06	HDI	5+12+5	M8+M4 (HVLP3 + NE Glass)	
VR200	0.08	HDI	6+14+6	M8.5+M6 (HVLP4 + Low Dk2 / NER Glass_	
NVSwitch					
GB200/300	0.07	PTH	22	M8 HVLP2	
VR200	0.08	PTH	32	M8.5(HVLP4 + NER Glass)	
Midplane - VR200	0.02	PTH	22+22	M8.5(HVLP4))	
CPX - VR200	0.05	HDI	5+12+5	M8.5(HVLP4)	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 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) EMC(대만) Shengyi(중)	
	GB300	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)			
	VR200	26 층 HDI (M8.5+M4), 32 층 PTH(M8.5)	Unimicron(대만), Victory Giant(중) TTM(미), Wus(중), ISU(한국) GCE(대만), Kingwong(중)	두산(한국) EMC(대만) Shengyi(중)	
	Midplane - VR200	22+22 PTH			
	CPX - VR200	22 층 HDI (M8.5+M4)			
Google	TPUv5p	24 층 PTH (M6)			
	TPUv5e	22 층 PTH (M6)	ISU (한국), WUS(중), TTM (미), Lincstech (일)	파나소닉 (일) EMC (대만)	
	TPUv6e	24 층 HLC (M6)			
	TPUv7	26 층 HLC (M7)			
	TPUv8	36 층 HLC (M8.5)	ISU (한국), WUS(중), TTM (미), Lincstech (일), VGT(중) GCE(대만), Dynamic Holdings (대만)	파나소닉 (일) EMC (대만)	
AWS	T2	20 층 HDI(M6) 26 층 HLC (M8)		EMC (대만) TUC (대만)	
	T2.5	22 층 HDI(M6) 26 층 HLC(M8)	Shengyi (중), GCE (대만) WUS (중), First Hi Tech(대만) TTM(미), ISU(한), ZDT(대만)	파나소닉 (일) 두산(한국) SYTECH(중)	
	T3	22 층 HDI(M7) 32 층 HLC (M8.5)			
		MTIA2	36 층 HLC (M8+M4)	ISU (한국), Tripod(대만), Delton(중), GCE(대만)	EMC (대만), ITEQ(대만), 두산(한국)
	MTIA3	40 층 HLC (M8+M4)			
Microsoft	MAIA 300	32 층 PTH+HDI (M8+M2)	ISU (한국), Unimicron(대만), Wus(중), Lincstech(일), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만), ITEQ(대만), 두산(한국)	

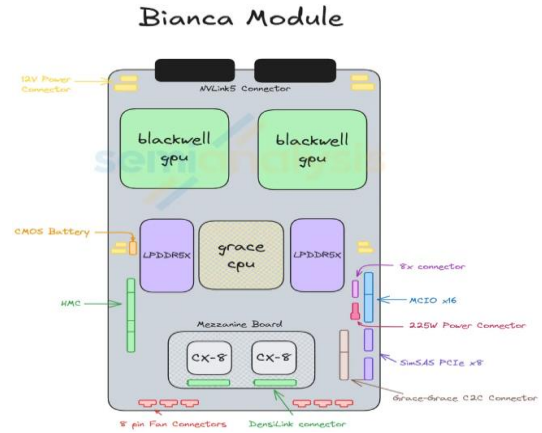
자료: Prismark, 메리츠증권 리서치센터

그림10 VR NVL72의 Strata 모듈



자료: Semianalysis

그림11 기존 GB200/GB300의 Bianca Module



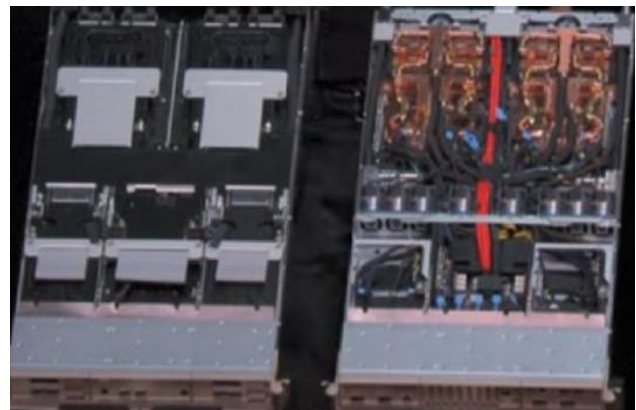
자료: Semianalysis

그림12 Computing Tray 내 Cables 구조



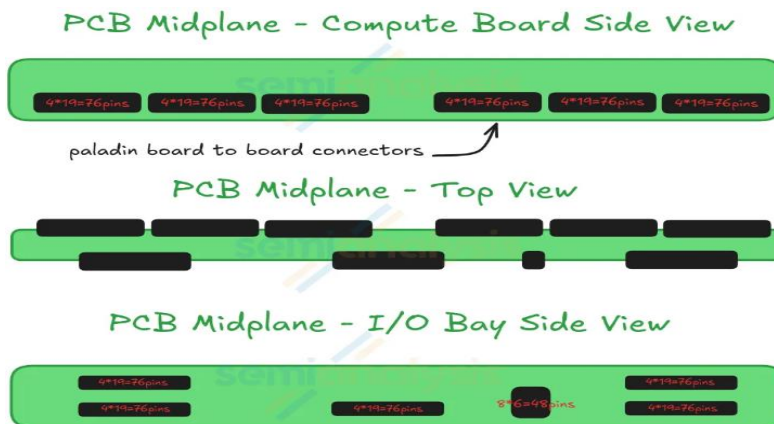
자료: Nvidia

그림13 Vera Rubin vs GB200/300 Computing tray 비교



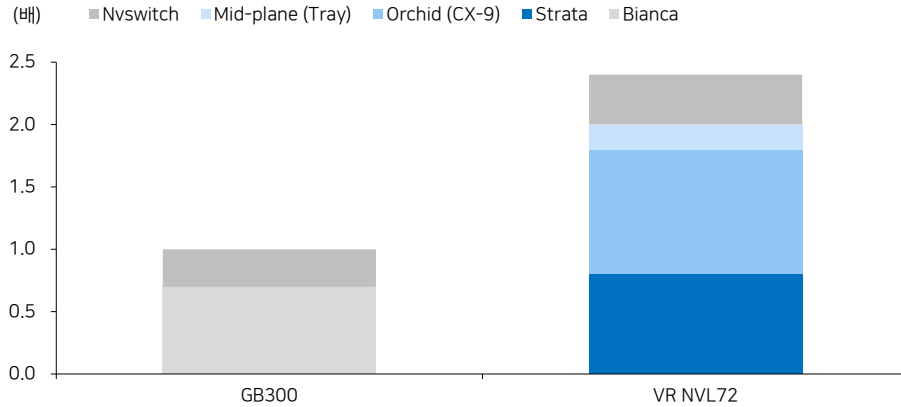
자료: Nvidia

그림14 Mid Plane PCB 구조



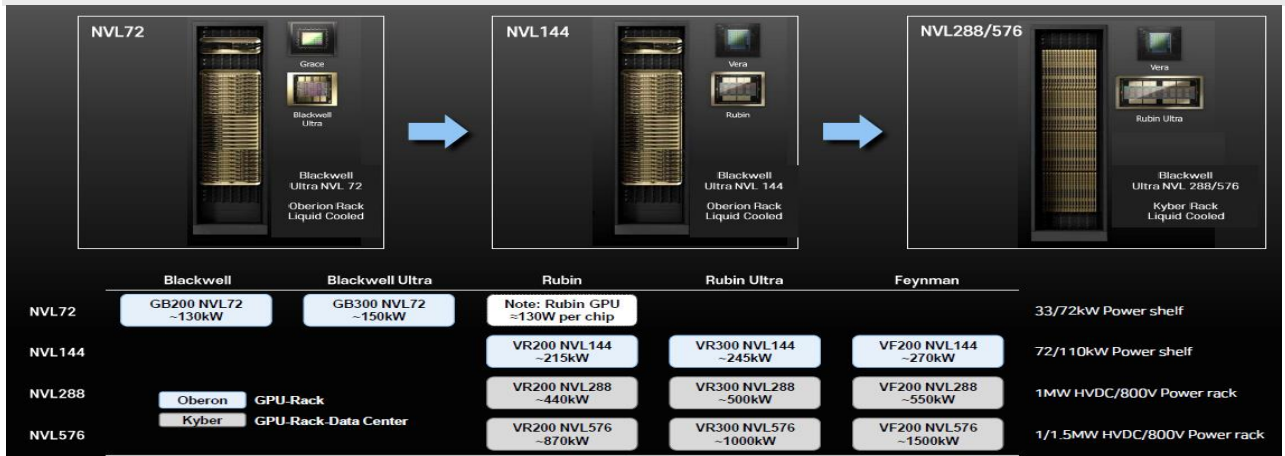
자료: Semianalysis

그림15 GB300 vs VR NVL72 Total High End PCB Area



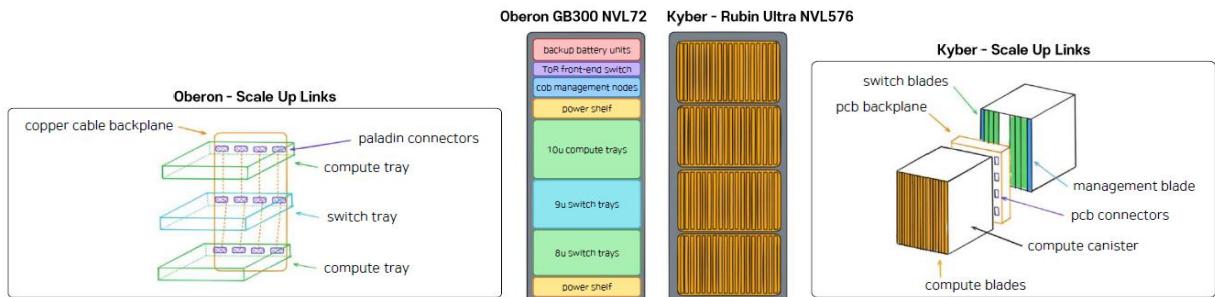
자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림16 NVL 서버랙 구조 변화



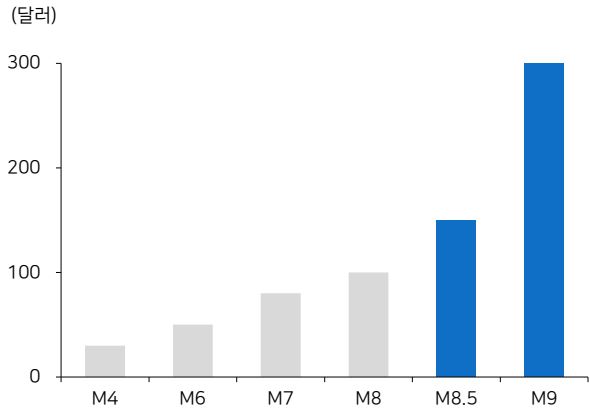
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 Oberon(GB200/300 NVL72) vs Kyber(Vera Rubin Ultra NVL 576 구조) 비교



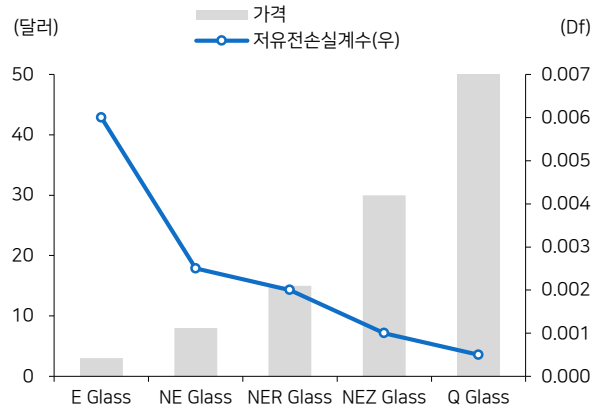
주: Copper Cable backplane이 PCB Backplane으로 변경
 자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림18 CCL 등급 기준 평가 비교



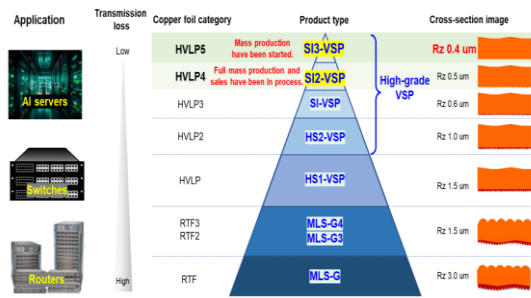
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 유리섬유 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 Mitsui Kinzoku VSP 동박 제품 포트폴리오



자료: 메리츠증권 리서치센터

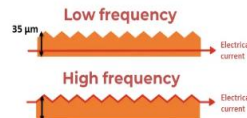
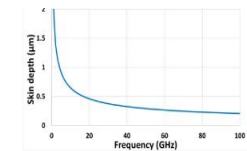
그림21 동박 표면 거칠기와 신호 전송 속도

Introduction

- With High-Speed Digital and Radio Frequency applications, new materials loss must be as low as possible.
- Loss in PCB depends on both prepreg loss and copper loss.
- Because of skin depth effect, the higher the frequency, the higher the loss in copper.

$$\delta = \frac{1}{\sqrt{\pi f \mu \sigma}}$$

δ : skin depth
 σ : electrical conductivity
 μ : magnetic permeability
 f : frequency

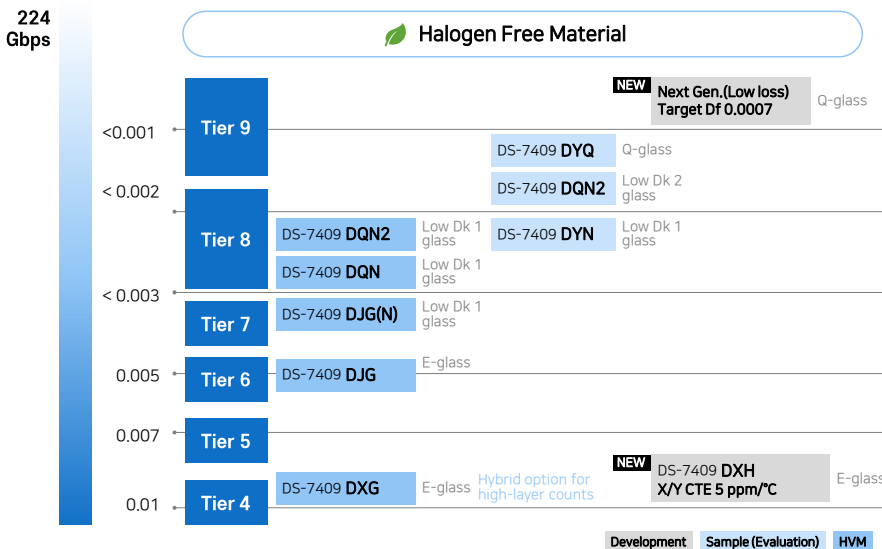


The higher the roughness, the higher the copper loss.

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 두산 전자BG 네트워크용 CCL 제품 구성

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



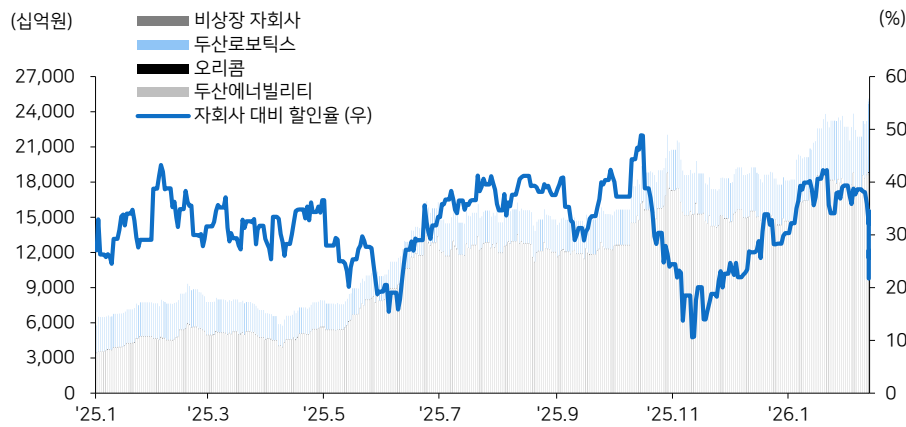
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

표5 두산 Valuation Table

구분	시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고	
영업가치					
전자BG	558	100.0%	18,961.9	'26년 예상 EPS * EMC 한달 평균 PER 34.3배	
지분가치					
상장 자회사	두산에너지빌리티	61,543	30.4%	18,703	최근 1개월 평균 증가 기준
	오리콤	71	60.9%	43	최근 1개월 평균 증가 기준
	두산로보틱스	6,845	68.2%	4,667	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			4,795	80% 할인 적용	
합계 (a)			23,757		
순차입금 (b)			1,314	3Q25말 기준 두산(별도) 순차입금	
적정시가총액(십억원)			22,443		
유통주식수 (주)			13,852,969	발행주식수(1,652만주)에 자사주 소각 반영	
적정 주가 (fair value, 원)			1,620,109		
적정 주가 ('0000 rounding, 원)			1,600,000		
현재 주가 (원)			1,215,000	2/26일 기준 증가	
과리율(%)			31.7%		

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림23 두산 지주, 자회사 지분 대비 할인율 추이



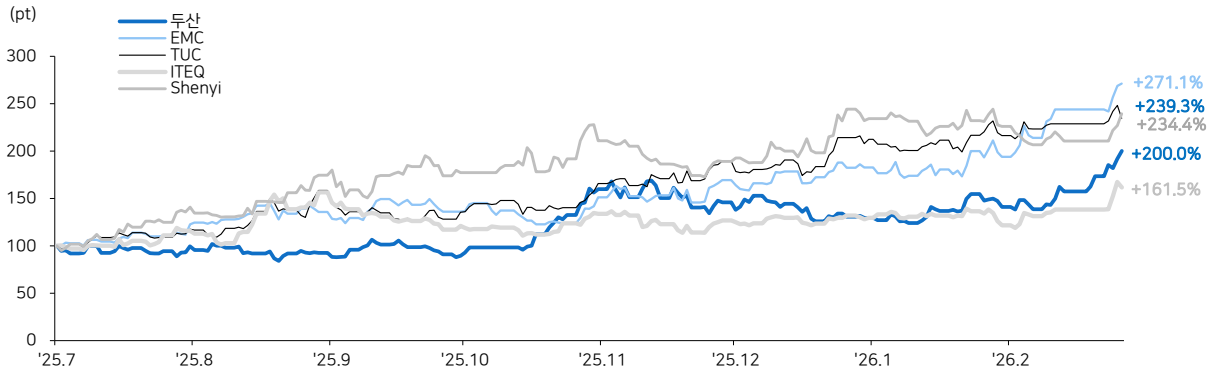
주: 1) 두산에너지빌리티, 오리콤, 두산로보틱스는 보유 지분에 따른 시가총액 기준
 2) 비상장 자회사는 장부가액 기준

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

	시가총액 (백만달러)	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)		
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	
ABF Substrate	Ibiden	16,778	42.7	32.8	4.5	4.0	20.4	45.9	11.0	12.8	3,179	3,680	573	746	14.9	12.1
	Kinsus	4,884	41.2	26.1	3.8	3.3	3,131.9	127.1	9.7	12.0	1,504	1,834	177	231	13.7	11.3
	Nanya PCB	11,477	54.5	30.0	7.2	6.5	733.1	290.4	13.6	19.0	1,714	2,163	245	445	24.9	18.8
	Unimicron	24,280	44.5	24.5	6.5	5.4	6.6	214.5	15.7	24.3	5,291	6,655	663	1,230	18.6	12.7
	삼성전기	24,411	33.2	25.9	3.5	3.1	-8.1	62.8	10.8	12.4	12,866	14,472	1,357	1,739	14.5	12.3
	Toppan	9,709	22.4	18.6	1.1	1.0	-23.8	20.7	5.6	6.3	11,915	12,288	576	663	9.3	8.5
	대덕전자	2,261	23.0	18.7	3.2	2.8	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	11.5	9.9
	코리아써킷	983	15.1	10.5	3.2	2.5	-136.6	120.2	21.6	24.9	1,743	2,021	136	186	8.2	6.4
MLB	이수페타시스	6,089	33.8	24.7	9.7	7.0	96.7	49.4	33.9	33.4	1,518	1,935	327	436	23.8	17.5
	대덕전자	2,261	23.0	18.7	3.2	2.8	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	11.5	9.9
	Unimicron	24,280	44.5	24.5	6.5	5.4	6.6	214.5	15.7	24.3	5,291	6,655	663	1,230	18.6	12.7
	Victory Giant	40,211	30.5	18.5	11.8	7.8	324.5	89.4	40.0	42.1	4,774	7,618	1,478	2,458	23.0	13.4
	WUS(Kunshan)	24,013	30.7	22.7	8.8	6.9	50.2	42.9	29.9	30.8	3,649	4,792	925	1,262	22.7	16.9
	Shennan Circuits	28,891	40.0	29.8	8.3	6.7	92.3	40.0	24.8	27.0	4,359	5,373	772	1,041	30.0	24.2
	Gold Circuit	13,496	25.8	18.3	10.8	7.5	66.7	69.8	49.2	47.8	2,717	3,566	747	1,050	16.9	12.1
	TTM Tech	11,257	34.4	24.6	6.3	5.6	343.3	29.9	16.3	18.8	3,375	3,951	430	581	21.9	17.0
PCB	코리아써킷	983	15.1	10.5	3.2	2.5	-136.6	120.2	21.6	24.9	1,743	2,021	136	186	8.2	6.4
	심텍	1,447	19.1	12.7	3.5	2.7	132.9	-223.2	19.9	23.6	1,674	1,884	146	217	11.0	8.4
	티엘비	432	17.1	12.4	3.9	3.0	401.3	86.1	24.9	27.1	348	421	45	63	12.1	8.9
	대덕전자	2,261	23.0	18.7	3.2	2.8	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	11.5	9.9
	해성디에스	772	13.6	11.1	1.7	1.5	-47.3	151.1	13.6	14.4	791	867	102	122	7.6	6.6
	Tripod Tech	6,552	16.1	13.3	3.4	2.9	27.9	20.9	22.6	24.0	2,598	2,917	503	602	9.0	7.9
AI CCL	EMC	27,981	37.9	25.8	15.3	11.8	54.8	53.4	41.2	43.0	4,092	5,518	933	1,384	28.3	19.9
	TUC	5,036	23.8	16.5	8.0	7.2	31.4	86.7	34.6	39.6	1,367	1,768	268	387	17.1	12.4
	ITEQ	1,646	22.4	17.3	2.4	2.2	83.3	55.8	10.7	12.7	1,171	1,299	114	141	10.2	8.7
	Shengyi Tech	25,922	33.6	24.2	8.8	7.3	99.4	52.7	26.9	31.2	5,443	7,132	951	1,329	23.5	18.1
소재/부품	Ajinomoto	30,496	34.4	29.6	6.7	6.7	80.3	11.0	17.9	20.4	10,809	11,418	1,324	1,491	17.5	15.9
	Nitto Boseki	6,153	47.6	39.8	5.2	4.7	192.7	-49.0	12.1	13.6	867	954	173	213	24.1	20.0
	Union Tool	1,905	28.9	24.5	2.8	2.6	14.1	28.5	n/a	n/a	336	368	80	94	13.9	12.2
	Topoint	1,188	47.2	46.3	7.2	n/a	89.5	103.5	n/a	n/a	193	215	38	34	n/a	n/a
	Dtech	12,521	121.1	75.1	25.5	19.7	89.8	73.1	23.5	29.2	480	690	123	196	75.6	47.0
	네오티스	168	27.2	17.1	4.0	3.4	-38.5	152.9	15.5	21.4	64	81	12	18	13.1	9.5
	Mitsui mining	13,311	32.0	26.4	4.9	4.3	-20.1	22.5	16.0	16.4	4,798	4,658	579	693	16.8	14.6
	Co-tech	2,344	24.3	13.8	7.5	5.4	17.9	182.1	33.0	37.0	339	498	119	189	14.9	n/a

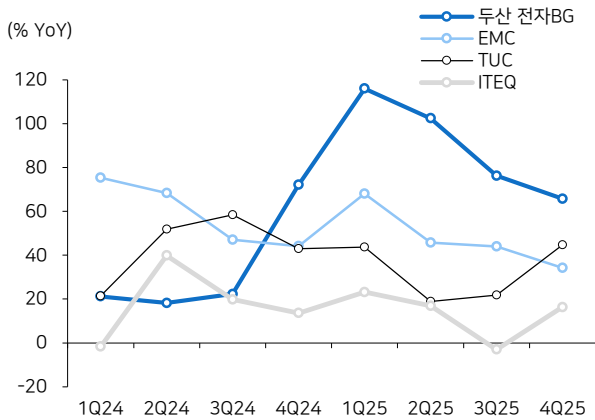
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 작년 중순 이후 글로벌 CCL 업체들 상대주가 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 글로벌 CCL 업체들 YoY 매출액 성장률 비교



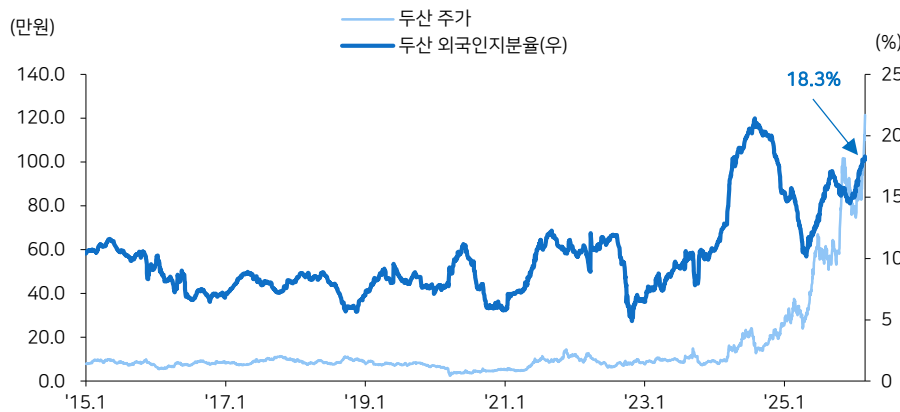
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 EMC 2026년 PER 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 두산 외국인지분율 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	19,130.1	18,132.9	19,784.2	20,693.7	24,204.1
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	9.1	4.6	17.0
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,534.6	16,715.6	18,932.4
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,249.6	3,978.1	5,271.8
판매관리비	1,808.8	1,958.4	2,186.9	2,165.2	2,446.9
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,062.7	1,812.9	2,824.9
영업이익률(%)	7.5	5.0	5.4	8.8	11.7
금융손익	-400.6	-216.1	-167.1	89.9	19.1
중속/관계기업손익	-42.3	27.9	23.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-428.9	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	490.0	1,462.8	2,764.0
법인세비용	178.9	290.7	240.4	365.7	691.0
당기순이익	272.1	302.2	249.6	1,097.1	2,073.0
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	143.6	822.8	1,554.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	14,910.6	16,398.0	20,686.5
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,042.4	3,858.8	5,426.4
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,967.6	3,135.4	3,815.8
재고자산	2,927.1	3,136.4	4,091.4	4,322.7	5,260.7
비유동자산	16,840.5	18,230.4	19,046.8	19,149.8	19,437.8
유형자산	6,509.4	7,012.6	6,981.1	7,052.9	7,123.1
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,674.9	8,635.8	8,567.9
투자자산	938.9	1,196.4	1,959.9	2,030.3	2,316.0
자산총계	28,286.8	30,143.1	33,957.4	35,547.8	40,124.3
유동부채	11,438.9	11,024.2	14,339.3	14,800.5	16,671.1
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,728.7	2,882.9	3,508.5
단기차입금	1,717.5	3,081.1	4,588.7	4,588.7	4,588.7
유동성장기부채	2,270.9	790.8	1,591.2	1,591.2	1,591.2
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,473.2	7,537.1	8,201.8
사채	626.6	1,089.1	599.0	599.0	599.0
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,171.5	3,071.5	3,071.5
부채총계	17,080.1	18,253.6	21,812.5	22,337.7	24,872.9
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,932.4	1,932.4	1,932.4
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	728.4	728.4	728.4
이익잉여금	208.0	-81.6	31.2	822.2	2,345.2
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,514.2	10,788.5	11,306.8
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,144.9	13,210.2	15,251.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,908.7	307.8	-1,090.2	1,847.5	2,706.4
당기순이익(손실)	272.1	302.2	249.6	1,097.1	2,073.0
유형자산상각비	547.5	603.3	652.5	725.2	743.7
무형자산상각비	156.8	164.0	139.5	69.1	67.9
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	-2,320.2	-44.0	-178.2
투자활동 현금흐름	-1,106.3	-994.8	-1,108.7	-916.3	-1,176.5
유형자산의증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-594.3	-796.9	-813.9
투자자산의감소(증가)	-26.6	-143.2	-680.4	-70.4	-285.6
재무활동 현금흐름	636.3	573.9	1,626.4	-114.7	37.7
차입금의 증감	184.7	1,406.3	1,713.4	-82.9	69.6
자본의 증가	276.5	47.2	4.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,465.0	164.9	-661.7	816.5	1,567.6
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,042.4	3,858.8
기말현금	3,539.2	3,704.1	3,042.4	3,858.8	5,426.4

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,200,243	1,277,875	1,494,652
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	8,179	50,270	95,469
CFPS	140,780	127,486	109,608	164,957	244,227
EBITDAPS	129,547	107,177	112,516	160,999	224,560
BPS	75,846	69,123	77,344	114,862	187,096
DPS	2,000	2,000	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.1	0.8	0.2	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	-3.9	-17.9	101.8	24.2	12.7
PCR	0.7	2.0	7.6	7.4	5.0
PSR	0.1	0.2	0.7	1.0	0.8
PBR	1.2	3.7	10.8	10.6	6.5
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	1,854.7	2,607.2	3,636.5
EV/EBITDA	7.2	11.5	18.4	15.3	10.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	9.2	40.6	48.8
EBITDA 이익률	11.2	9.8	9.4	12.6	15.0
부채비율	152.4	153.5	179.6	169.1	163.1
금융비용부담률	2.4	2.7	2.5	2.6	2.2
이자보상배율(x)	3.1	2.0	2.1	3.4	5.3
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	8.4	6.8	7.0
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	5.5	4.9	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 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 증가대비 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>

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산 (000150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	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	-37.0	-24.7	
2026.01.16	기업브리프	Buy	1,200,000	양승수	-27.1	-21.2	
2026.02.12	기업브리프	Buy	1,400,000	양승수	-23.6	-13.2	
2026.02.27	기업브리프	Buy	1,600,000	양승수	-	-	