

# 두산 (000150)

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

## 실적으로 증명될 구간, 저평가 해소는 시간의 문제

### 1Q26 Preview: 2026년도 고공행진

두산 전자BG 1Q26 실적은 기존 대비 각각 4.6%, 5.8% 상향 조정한 매출액 5,755억원(+42.9% YoY), 영업이익 1,524억원(+31.3% YoY, Opm: 26.5%)를 전망한다. 매크로 환경 악화에도 불구하고 전년 2분기를 상회하는 역대 최고 분기 실적과 밸류체인 내 가장 높은 수익성을 동시에 시현할 것으로 예상된다는 점이 긍정적이다. 주력 고객사인 북미 NV사향 매출액은 약 2,700억원(+70.3% YoY)으로 예상되며, GB300 출하 증가에 힘입어 견조한 성장세가 지속되고 있는 것으로 파악된다. 또한 원자재 가격 상승에 대한 시장 우려가 존재했으나, 반도체 패키징 및 모바일 중심의 판가 인상을 통해 관련 영향을 상당 부분 상쇄한 것으로 판단된다.

### 경쟁사와의 밸류에이션 격차 축소, 시간의 문제

당사는 1분기 실적 발표를 전후로 전자BG와 대만 경쟁사 EMC('26년 P/E 42.4배)와의 밸류에이션 격차가 빠르게 축소될 것으로 전망한다.

1) 대만 경쟁사의 주장과 달리, 북미 NV사 내에서 동사의 기술적 포지셔닝은 여전히 경쟁사 대비 우위에 있는 것으로 판단된다. 핵심 하드웨어인 Computing Tray 내 독점적 지위를 유지하는 가운데, PoD 구조 도입에 따른 CCL 적용 범위 확대와 함께 고객사 내 타 영역으로의 공급 확대도 논의 중인 것으로 확인된다. 시장의 관심이 높은 LPU Computing Tray 공급망 진입 가능성도 유효하며, 차세대 CCL인 M9 관련 현재 고객사향 샘플 대응도 적극 진행 중인 것으로 파악된다. 2) 당사는 그동안 시장에서 동사가 저평가되어온 이유로 보수적인 증설 기조를 주요 원인으로 판단해왔다. 다만 이번 사업보고서를 통해 두산 전자BG는 2026~2027년 합산 5,315억원 규모의 공격적인 Capex를 발표했으며, 이는 2024~2025년 약 1,283억원 대비 4배 이상 확대된 수준이다. 이를 통해 동사 역시 본격적인 CCL Capex 사이클을 통한 경쟁사와 유사한 밸류에이션 리레이팅이 기대되며, 중장기 성장성 둔화에 대한 시장의 우려 또한 점진적으로 완화될 것으로 예상된다.

그동안 당사는 단일 고객사 비중이 높다는 점이 약점으로 지적되어왔다. 다만 동사가 북미 NV사의 하드웨어 세분화·계층화 전략의 수혜의 중심에 위치하고 있다는 점에서, 해당 요소가 오히려 프리미엄 요인으로 전환될 수 있다고 판단한다. 경쟁사 밸류에이션 상승을 반영, 적정주가를 190만원으로 상향 조정하며 투자이견 Buy를 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	-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
2025	19,784.1	1,062.7	75.8	3,549	-125.0	73,954	220.0	10.6	16.3	5.0	169.1
2026E	21,001.1	1,793.9	900.8	54,555	1,437.1	113,278	22.1	10.6	14.3	45.6	158.4
2027E	25,220.5	2,781.5	1,628.5	99,492	82.4	187,115	12.1	6.4	9.8	51.4	154.9

Meritz Research 2026. 4. 9

**Buy**

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	1,900,000원
현재주가 (4.8)	1,204,000원
상승여력	41.2%

KOSPI	5,872.34pt
시가총액	194,974억원
발행주식수	1,619만주
유동주식비율	42.93%
외국인비중	18.51%
52주 최고/최저가	1,278,000원/248,500원
평균거래대금	1,273.8억원

### 주요주주(%)

박정원 외 26 인	41.08
국민연금공단	9.97

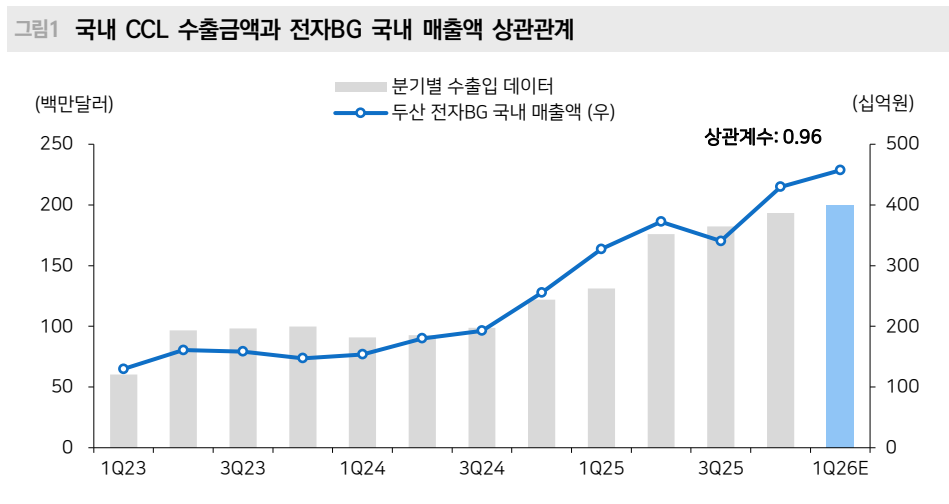
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.7	102.4	383.5
상대주가	9.1	22.3	92.2

### 주가그래프



(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율(원)	1,452.9	1,401.4	1,390.0	1,450.0	1,465.0	1,410.0	1,420.0	1,425.0	1,423.6	1,427.5	1,415.0
<b>연결 매출액</b>	<b>4,298.7</b>	<b>5,346.4</b>	<b>4,452.4</b>	<b>5,686.7</b>	<b>4,651.0</b>	<b>5,463.1</b>	<b>4,889.4</b>	<b>5,997.5</b>	<b>19,784.1</b>	<b>21,001.1</b>	<b>25,220.5</b>
(%, QoQ)	-17.3%	24.4%	-16.7%	27.7%	-18.2%	17.5%	-10.5%	22.7%			
(%, YoY)	-3.7%	16.4%	14.8%	9.4%	8.2%	2.2%	9.8%	5.5%	9.1%	6.2%	20.1%
두산 자체	485.0	558.6	524.1	653.4	654.2	665.1	694.5	757.6	2,221.1	2,771.3	3,225.2
<b>전자BG</b>	<b>402.9</b>	<b>476.2</b>	<b>439.9</b>	<b>556.7</b>	<b>575.5</b>	<b>584.3</b>	<b>614.1</b>	<b>664.2</b>	<b>1,875.7</b>	<b>2,438.0</b>	<b>2,882.3</b>
반도체	60.4	81.0	83.6	83.5	103.6	99.3	98.3	106.3	308.5	407.4	461.2
모바일	45.1	52.4	57.2	50.1	46.0	46.7	49.1	53.1	204.8	195.0	178.7
네트워크	219.6	252.4	206.8	328.5	374.1	379.8	411.4	445.0	1007.2	1610.3	2083.9
로우엔드	77.8	90.5	92.4	94.6	51.8	58.4	55.3	59.8	355.3	225.3	158.5
두산에너빌리티	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,859.9	3,756.2	4,511.3	3,896.6	4,887.5	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	217.9	263.1	273.9	325.2	441.4	1,075.8	745.2
<b>영업이익</b>	<b>198.5</b>	<b>357.8</b>	<b>231.3</b>	<b>275.2</b>	<b>327.4</b>	<b>428.7</b>	<b>420.1</b>	<b>617.6</b>	<b>1,062.7</b>	<b>1,793.9</b>	<b>2,781.5</b>
(%, QoQ)	-5.0%	80.3%	-35.4%	19.0%	19.0%	30.9%	-2.0%	47.0%			
(%, YoY)	-19.3%	6.2%	109.9%	31.7%	65.0%	19.8%	81.6%	124.4%	17.8%	68.8%	55.1%
두산 자체	121.1	142.1	108.7	131.8	159.2	163.2	172.8	195.2	503.7	690.3	848.6
<b>전자BG</b>	<b>116.1</b>	<b>136.2</b>	<b>103.9</b>	<b>128.7</b>	<b>152.4</b>	<b>156.6</b>	<b>167.8</b>	<b>190.5</b>	<b>484.9</b>	<b>667.2</b>	<b>826.5</b>
두산 에너빌리티	142.5	271.1	137.1	212.1	143.1	244.1	222.1	362.0	762.7	971.2	1,840.7
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	-125.0	-133.0	-140.2	-127.3	-659.8	-525.4	-738.7
<b>전자BG 영업이익률</b>	<b>28.8%</b>	<b>28.6%</b>	<b>23.6%</b>	<b>23.1%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.8%</b>	<b>27.3%</b>	<b>28.7%</b>	<b>25.9%</b>	<b>27.4%</b>	<b>28.7%</b>

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

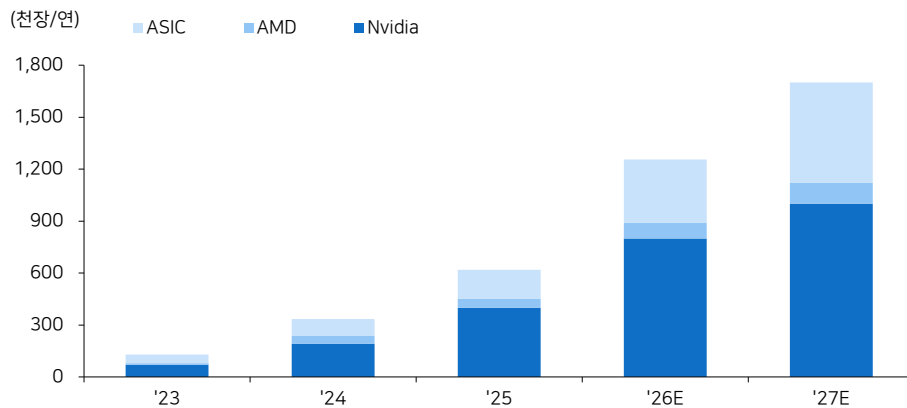


자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

표2 CoWoS 생산능력 추이 및 전망							
구분	업체	'23	'24	'25E	'26E	'27E	비고
GPU	<b>Total</b>	<b>80.0</b>	<b>237.0</b>	<b>452.0</b>	<b>885.0</b>	<b>1,120.0</b>	
	Nvidia	70.0	192.0	400.0	800.0	1,000.0	
	(YoY)		174.3%	108.3%	100.0%	25.0%	
	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	900.0	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	120.0	
	(YoY)		350.0%	15.6%	63.5%	33.3%	
	CoWoS-S	10.0	45.0	52.0	55.0	80.0	MI350 + MI400
CoWoS-L	0.0	0.0	0.0	10.0	10.0	Venice CPU	
Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	0.0	0.0	20.0	30.0	Venice CPU, ASE	
ASIC	<b>Total</b>	<b>49.0</b>	<b>97.0</b>	<b>167.0</b>	<b>365.0</b>	<b>580.0</b>	
	(YoY)		98.0%	72.2%	118.6%	58.9%	
	Broadcom	40.0	70.0	90.0	230.0	350.0	
	CoWoS-S (TPU)	40.0	70.0	90.0	200.0	330.0	TPU (미디어텍 이원화)
	CoWoS-L (MITA2)	0.0	0.0	0.0	30.0	20.0	Meta ASIC 할당
	AWS (Marvell + Alchip)	9.0	27.0	77.0	100.0	150.0	
	Marvell			0.0	15.0	25.0	Microsoft MAIA2 할당
Mediatek				20.0	55.0	TPUv8AX부터 진입	
<b>Others</b>	5.0	16.0	24.0	30.0	30.0		
<b>Overall Total CoWoS Consumption</b>		<b>134.0</b>	<b>350.0</b>	<b>643.0</b>	<b>1,280.0</b>	<b>1,730.0</b>	
YoY			161.2%	83.7%	99.1%	35.2%	
<b>Total TSMC</b>		<b>134.0</b>	<b>285.0</b>	<b>628.0</b>	<b>1,180.0</b>	<b>1,620.0</b>	
YoY			112.7%	120.4%	87.9%	37.3%	
Total Others			65.0	15.0	100.0	110.0	

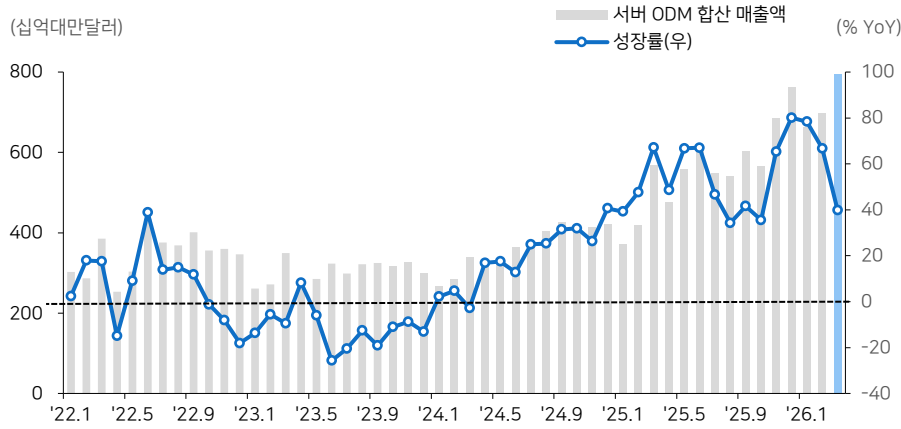
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 고객사 별 TSMC CoWoS Capa Allocation 추이 및 전망



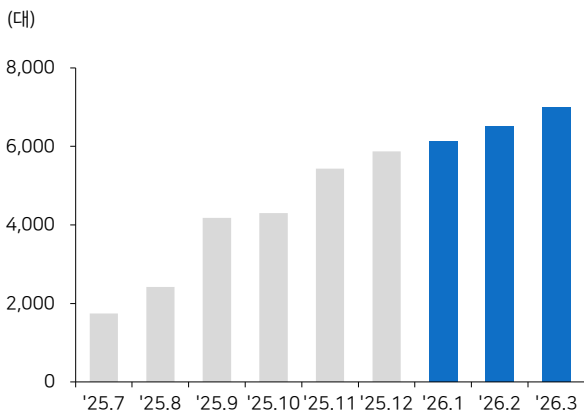
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



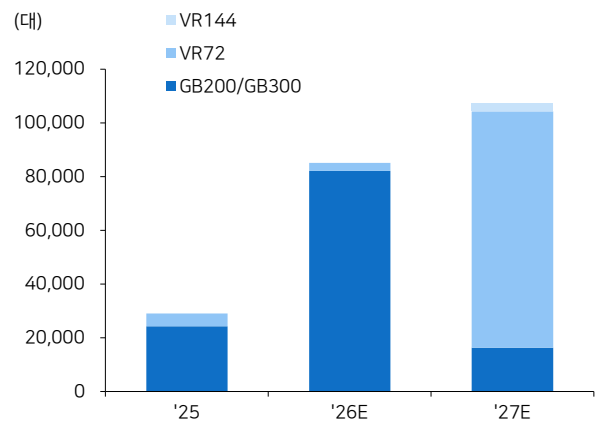
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림4 GB Racks(NVL72) 출하량 추이



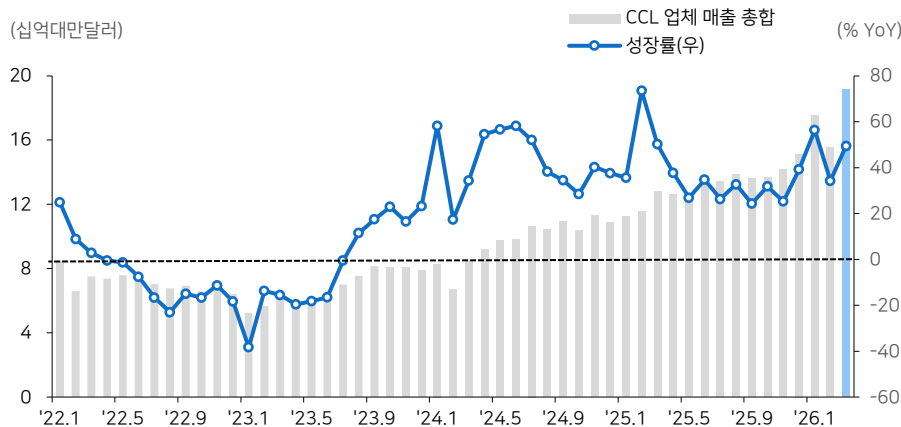
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 NVL 서버랙 출하량 전망



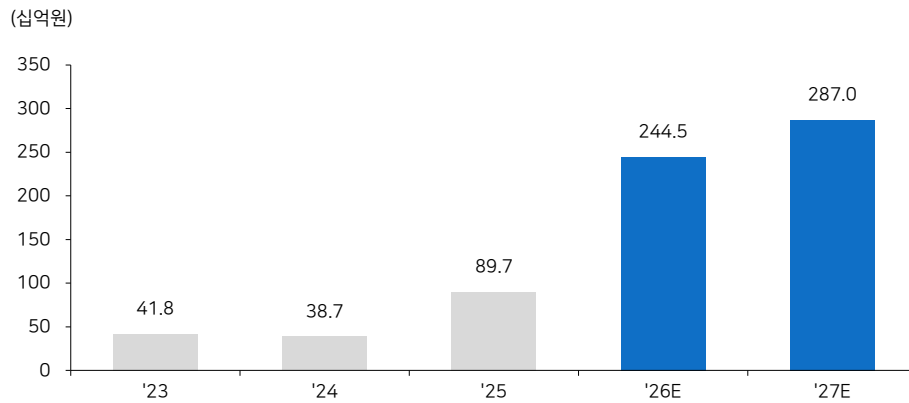
자료: 메리츠증권 리서치센터

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



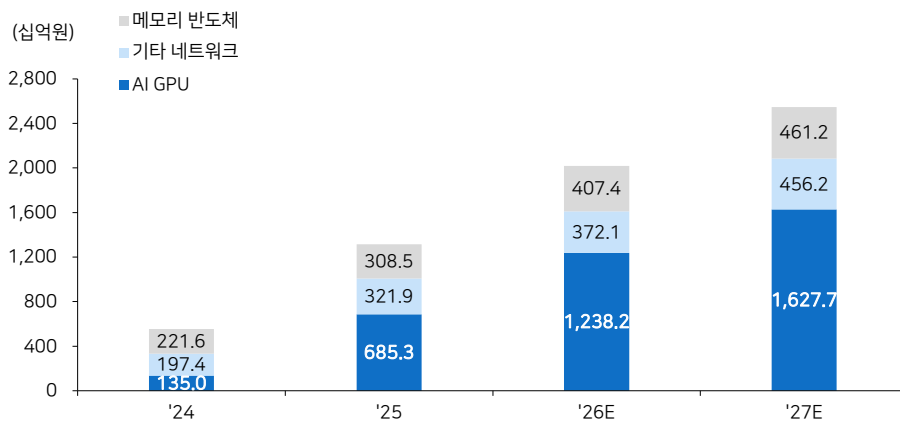
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 두산 전자BG Capex 추이 및 가이드런스



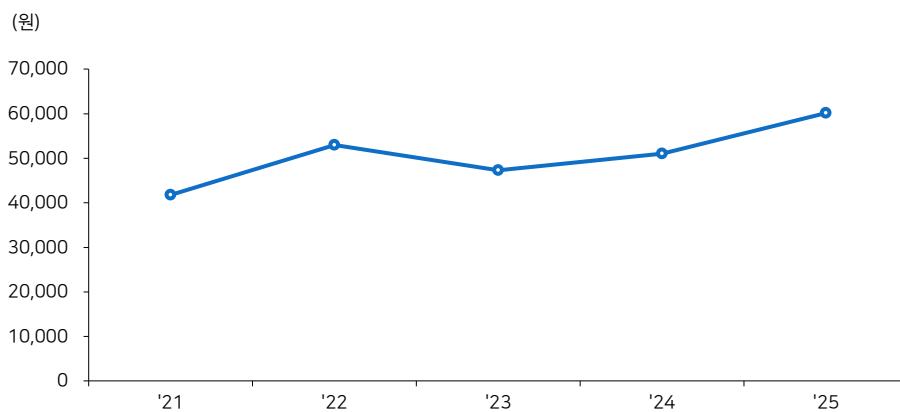
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림8 두산 전자BG 반도체·네트워크 매출액 추이 및 전망



주: TSMC CoWoS Capa 기준  
 자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림9 두산 전자BG CCL ASP 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

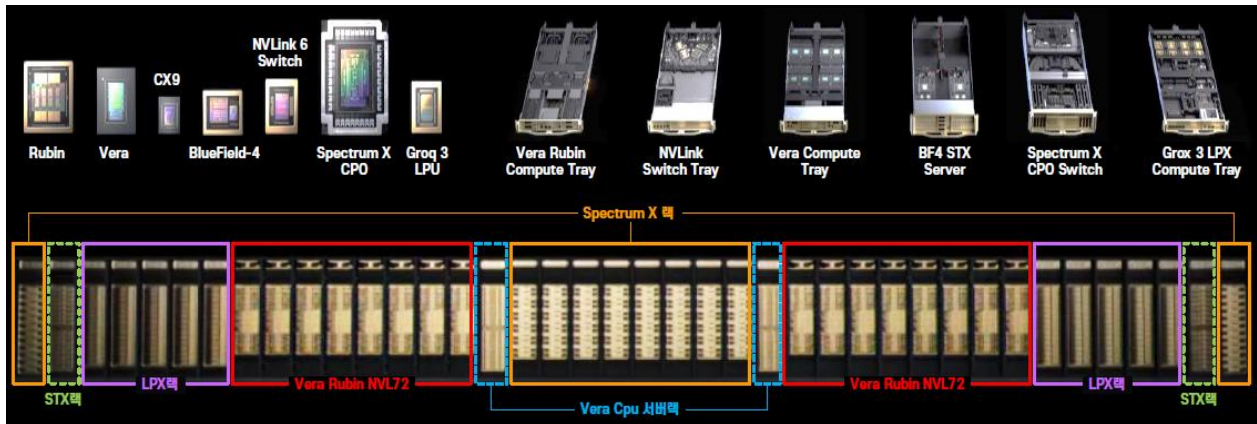
표3 Nvidia PCB/CCL 스펙 추정					
Board	Size (mm²)	PCB Type	Layer Count	CCL Grade	
<b>H100</b>					
OAM	0.02	HDI	5+8+5	M6	
UBB	0.6	PTH	24	M7	
<b>B200</b>					
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M7	
UBB	0.7	PTH	24	M7	
<b>B300</b>					
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M7	
UBB	0.7	PTH	24	M7	
<b>Bianca</b>					
GB200/300	0.06	HDI	5+12+5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

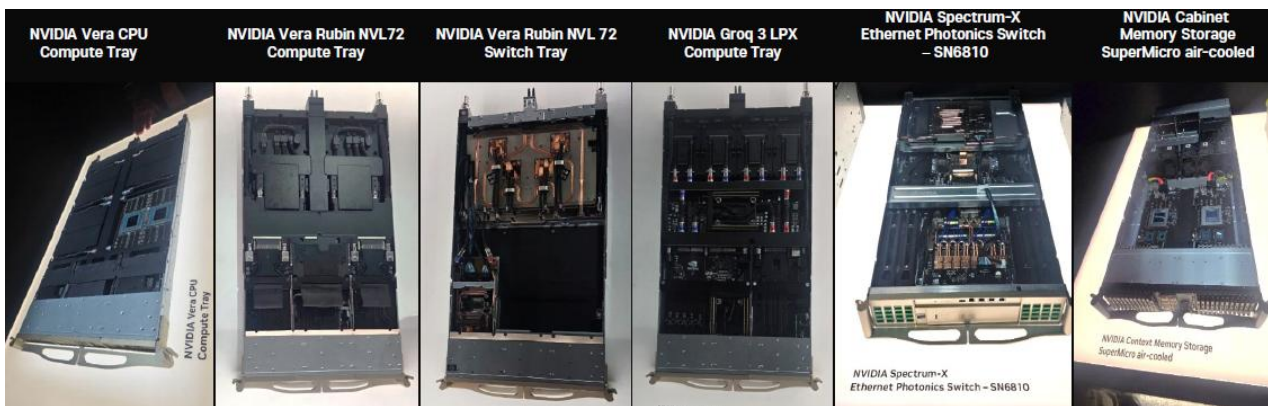
자료: Prismark, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Nvidia, AI 하드웨어 구조를 Chip → Tray → Rack → Pod으로 확장



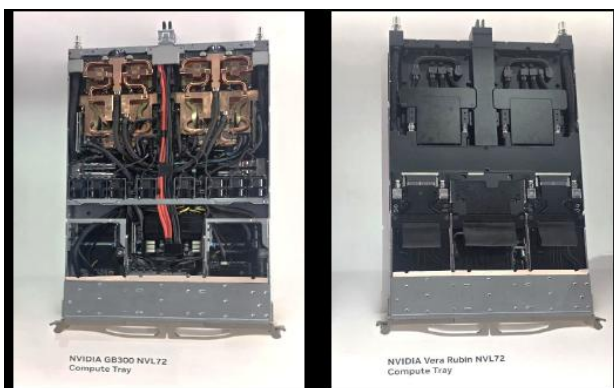
자료: GTC2026, 메리츠증권 리서치센터

그림11 하드웨어 세분화/계층화 → 다수의 Tray 등장 → PCB/CCL 수요 확대로 연결



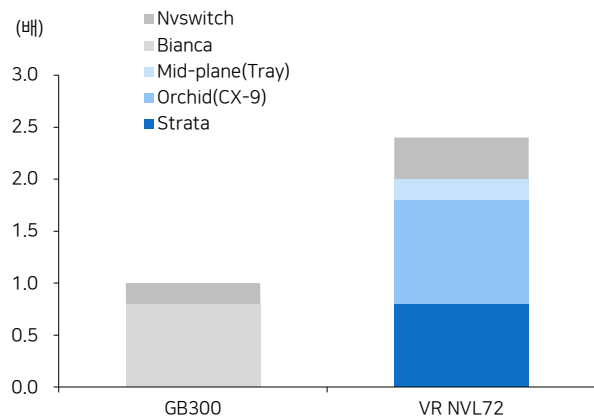
자료: GTC2026, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Vera Rubin부터 적용되는 Cableless 구조



자료: GTC2026, 메리츠증권 리서치센터

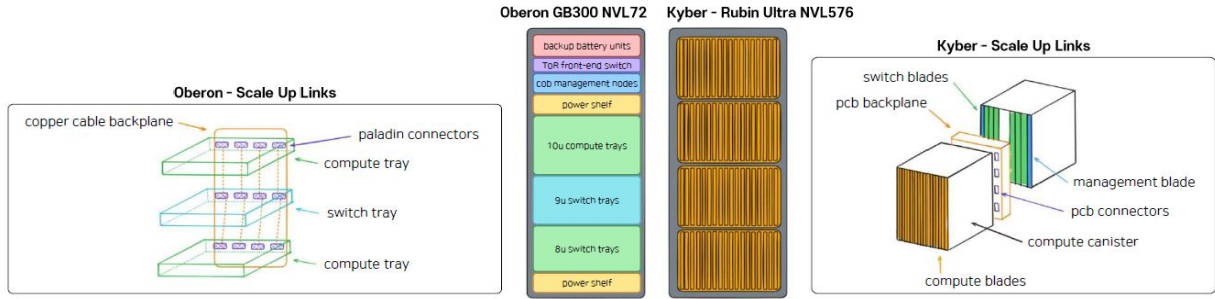
그림13 하이엔드 PCB/CCL 사용 증가로 연결



주: 단일 트레이 기준 하이엔드 PCB 사용량 비교

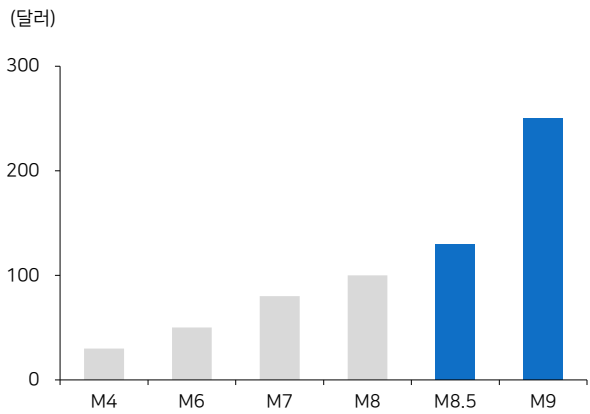
자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림14 Oberon(GB200/300 NVL72) vs Kyber(Vera Rubin Ultra NVL144 구조) 비교



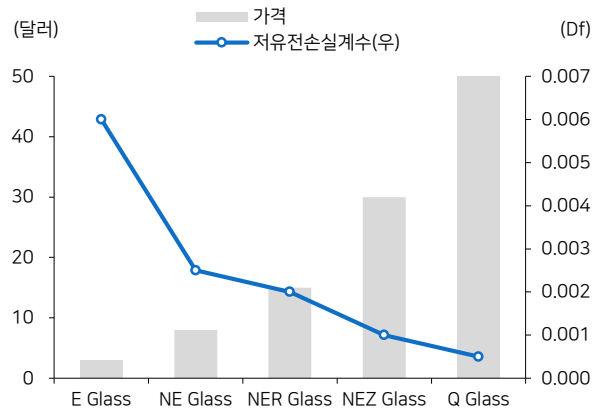
주: Copper Cable backplane이 PCB Backplane으로 변경  
 자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림15 CCL 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

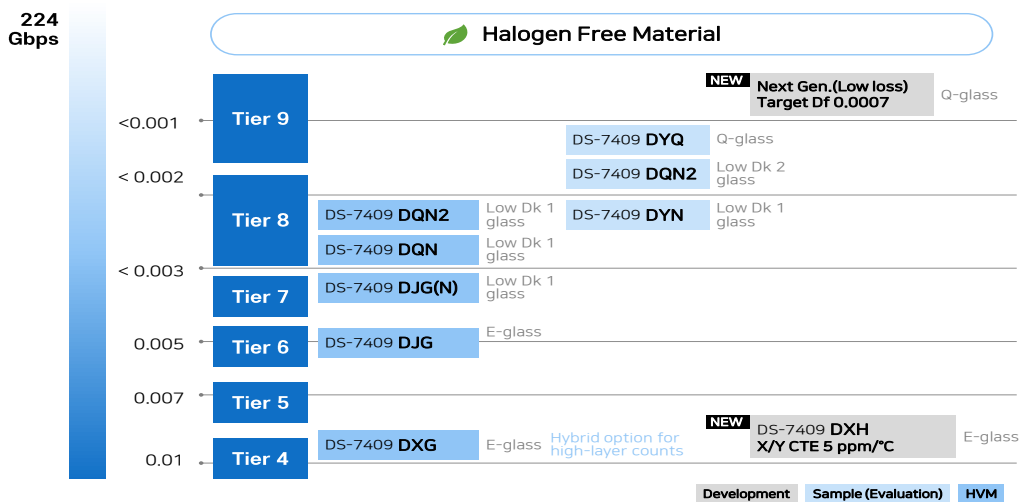
그림16 유리섬유 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 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	
<b>영업가치</b>					
전자BG		587	100.0%	22,605.5	'26년 예상 EPS * EMC 한달 평균 PER 38.5배
<b>지분가치</b>					
상장 자회사	두산에너지빌리티	64,492	30.4%	19,599	최근 1개월 평균 증가 기준
	오리콤	70	60.9%	43	최근 1개월 평균 증가 기준
	두산로보틱스	5,588	68.2%	3,811	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
<b>지분가치 합계</b>				<b>4,803</b>	<b>80% 할인 적용</b>
합계 (a)			27,409		
순차입금 (b)			1,112	4Q25말 기준 두산(별도) 순차입금	
<b>적정시가총액(십억원)</b>				<b>26,297</b>	
유통주식수 (주)			13,852,969	발행주식수(1,652만주)에 자사주 소각 반영	
<b>적정 주가 (fair value, 원)</b>				<b>1,898,278</b>	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)			1,900,000		
현재 주가 (원)			1,204,000	4/9일 기준 증가	
과리율(%)			57.8		

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림18 두산 지주, 자회사 지분 대비 할인을 추이



주: 1) 두산에너지빌리티, 오리콤, 두산로보틱스는 보유 지분에 따른 시가총액 기준

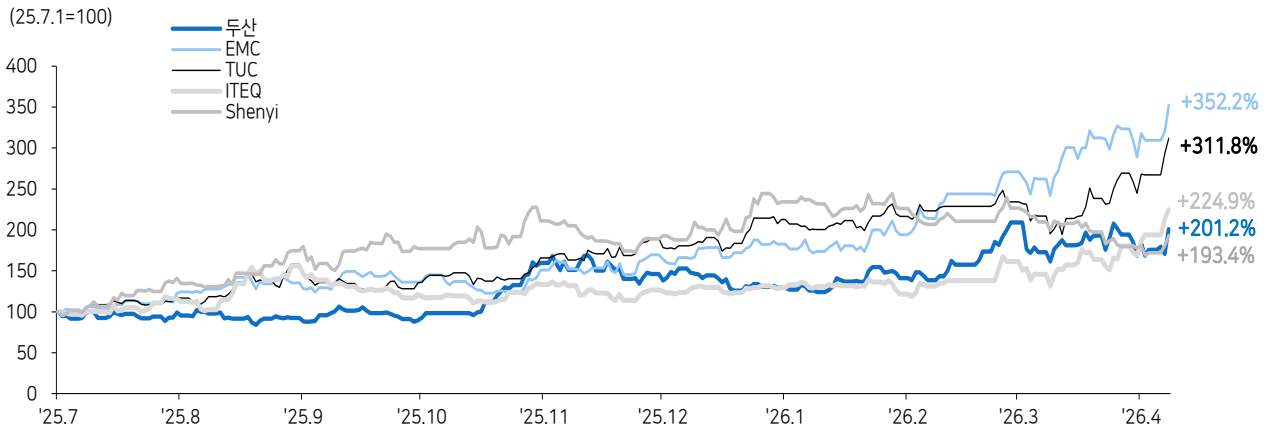
2) 비상장 자회사는 장부가액 기준

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

	시가총액	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	17,433	45.5	33.4	4.6	4.1	30.4	36.3	10.4	12.7	3,124	3,688	556	754	16.0	12.2
	Kinsus	6,534	44.4	26.8	4.7	4.3	153.7	65.7	11.0	15.7	1,556	1,951	195	297	18.3	13.3
	Nanya PCB	12,955	60.9	33.7	8.3	7.4	236.6	81.6	13.8	19.0	1,692	2,142	244	442	28.4	21.5
	Unimicron	30,745	51.8	28.8	8.4	7.0	166.1	79.7	16.6	25.6	5,312	6,747	704	1,292	23.5	15.5
	삼성전기	26,094	35.1	25.3	3.8	3.4	49.1	38.8	11.4	14.0	8,640	9,967	947	1,331	15.7	12.6
	대덕전자	2,959	29.6	22.0	4.4	3.7	206.6	34.6	15.3	17.9	934	1,109	118	161	14.9	12.1
	Toppan	8,711	17.0	14.2	1.0	1.0	15.8	19.9	5.9	6.7	11,585	11,978	552	650	8.7	7.8
MLB	이수페타시스	5,967	33.3	22.8	9.83	6.92	49.4	46.4	34.7	36.2	1,035	1,400	221	318	23.5	16.2
	대덕전자	2,959	29.6	22.0	4.37	3.71	206.6	34.6	15.3	17.9	934	1,109	118	161	14.9	12.1
	Unimicron	30,745	51.8	28.8	8.4	7.0	166.1	79.7	16.6	25.6	5,312	6,747	704	1,292	23.5	15.5
	Victory Giant	36,540	27.5	16.8	10.62	7.21	116.4	63.8	40.6	42.8	4,771	7,644	1,502	2,473	20.9	12.4
	WUS(Kunshan)	23,698	30.1	21.4	8.64	6.61	46.8	40.6	30.1	31.8	3,650	4,907	938	1,328	22.3	16.2
	Shennan Circuits	23,699	31.8	22.9	7.1	5.7	58.6	38.9	25.7	28.0	4,447	5,578	804	1,100	23.5	18.2
	Gold Circuit	16,036	30.4	20.6	12.8	8.7	63.6	47.7	49.9	54.6	2,782	3,776	778	1,144	18.5	12.9
TTM Tech	10,311	31.3	22.6	5.8	5.1	83.4	38.2	16.3	18.8	3,379	3,951	434	480	20.2	15.7	
PCB	코리아써킷	1,288	20.2	14.1	4.24	3.29	123.7	43.2	21.6	24.9	1,201	1,392	94	128	10.6	8.4
	심텍	1,703	23.7	15.2	4.05	3.16	-153.5	55.7	19.1	22.9	1,110	1,274	99	146	12.9	9.8
	티엘비	488	20.3	14.7	4.52	3.47	75.4	38.8	24.6	27.0	232	281	30	44	14.3	10.3
	대덕전자	2,959	29.6	22.0	4.37	3.71	206.6	34.6	15.3	17.9	934	1,109	118	161	14.9	12.1
	해성디에스	642	11.7	9.6	1.49	1.31	225.6	22.2	13.5	14.4	533	585	68	82	6.6	5.7
	Tripod Tech	6,121	14.4	11.8	3.3	2.7	28.6	21.2	22.4	24.1	2,606	2,974	509	634	8.2	7.0
AI CCL	EMC	35,751	42.4	25.4	17.5	13.3	74.3	66.8	43.4	50.9	4,501	6,619	1,066	1,758	31.1	19.4
	TUC	6,590	32.0	21.3	9.8	8.2	81.2	50.5	32.4	40.1	1,398	1,943	263	415	22.5	14.6
	ITEQ	2,253	29.6	21.3	3.2	3.1	55.4	38.9	11.3	14.3	1,234	1,432	119	161	13.3	11.3
	Shengyi Tech	20,987	26.3	19.4	7.0	5.8	55.2	35.3	27.0	31.4	5,640	7,248	996	1,346	19.0	14.4
소재/부품	Ajinomoto	29,504	32.9	28.0	6.6	6.5	10.6	17.0	19.8	22.8	10,598	11,183	1,316	1,488	17.0	15.4
	Nitto Boseki	5,923	44.7	35.4	5.0	4.6	-46.9	26.2	12.5	14.8	855	958	177	226	23.2	18.6
	MEC	947	25.0	21.3	3.8	3.3	16.5	17.3	16.7	17.4	162	178	49	57	15.5	11.7
	Union Tool	1,906	29.3	24.8	2.9	2.7	12.4	20.5	n/a	n/a	329	368	79	94	14.1	12.3
	Topoint	1,338	56.0	35.4	7.9	n/a	87.7	58.2	15.6	n/a	185	265	37	34	n/a	n/a
	Dtech	12,673	110.6	63.2	26.1	19.3	0.0	74.7	26.9	34.6	545	834	142	242	75.9	45.4
	네오티스	202	24.3	13.3	4.7	3.6	164.8	82.3	21.1	30.7	69	105	13	22	14.1	9.0
	Mitsui mining	12,697	27.0	22.6	4.4	3.8	13.8	19.4	18.5	18.4	4,827	5,165	647	773	14.6	12.7

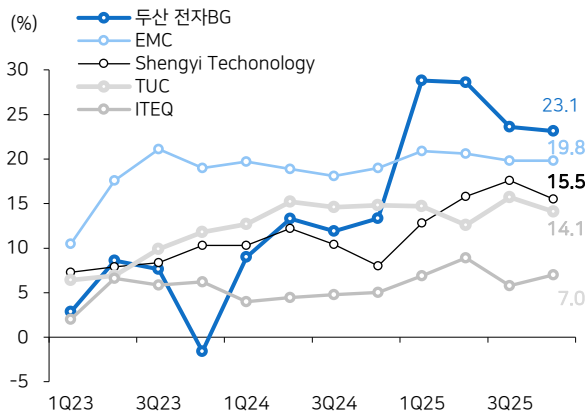
주: 국내 기업은 심역원, 해외 기업은 백만달러 단위  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 작년 중순 이후 글로벌 CCL 업체들 상대주가 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 주요 CCL 업체들 영업이익률 비교



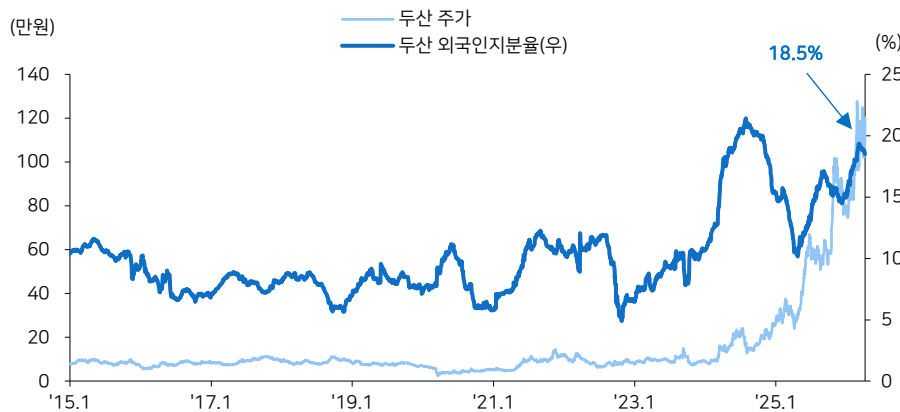
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 EMC 2026년 PER 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 두산 외국인지분율 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>19,130.1</b>	<b>18,132.9</b>	<b>19,784.1</b>	<b>21,001.1</b>	<b>25,220.5</b>
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	9.1	6.2	20.1
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,370.9	16,986.1	19,651.6
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,413.2	4,015.0	5,569.0
판매관리비	1,808.8	1,958.4	2,350.5	2,221.2	2,787.4
<b>영업이익</b>	<b>1,436.3</b>	<b>1,003.8</b>	<b>1,062.7</b>	<b>1,793.9</b>	<b>2,781.5</b>
영업이익률(%)	7.5	5.0	5.4	8.5	11.0
금융손익	-400.6	-216.1	-389.6	247.5	193.6
중속/관계기업손익	-42.3	27.9	26.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-209.2	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	490.2	1,601.4	2,895.1
법인세비용	178.9	290.7	240.7	400.4	723.8
<b>당기순이익</b>	<b>272.1</b>	<b>302.2</b>	<b>249.5</b>	<b>1,201.0</b>	<b>2,171.3</b>
지배주주지분 손이익	-388.3	-226.2	75.8	900.8	1,628.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>11,446.3</b>	<b>11,912.7</b>	<b>14,193.3</b>	<b>15,842.7</b>	<b>20,539.0</b>
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	4,927.9	6,070.8	8,336.9
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,279.4	2,404.1	3,001.9
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,010.5	3,175.1	3,964.7
<b>비유동자산</b>	<b>16,840.5</b>	<b>18,230.4</b>	<b>18,734.5</b>	<b>18,693.2</b>	<b>18,873.1</b>
유형자산	6,509.4	7,012.6	7,109.5	7,075.1	7,147.3
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,833.8	8,789.3	8,716.2
투자자산	938.9	1,196.4	1,278.9	1,316.6	1,497.3
<b>자산총계</b>	<b>28,286.8</b>	<b>30,143.1</b>	<b>32,927.8</b>	<b>34,535.9</b>	<b>39,412.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>11,438.9</b>	<b>11,024.2</b>	<b>13,754.4</b>	<b>14,201.3</b>	<b>16,345.6</b>
매입채무	2,694.1	2,495.1	3,537.3	3,730.7	4,658.5
단기차입금	1,717.5	3,081.1	3,985.9	3,985.9	3,985.9
유동성장기부채	2,270.9	790.8	1,593.2	1,593.2	1,593.2
<b>비유동부채</b>	<b>5,641.2</b>	<b>7,229.4</b>	<b>6,939.1</b>	<b>6,970.9</b>	<b>7,603.3</b>
사채	626.6	1,089.1	642.6	642.6	642.6
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,006.5	2,906.5	2,906.5
<b>부채총계</b>	<b>17,080.1</b>	<b>18,253.6</b>	<b>20,693.5</b>	<b>21,172.2</b>	<b>23,948.9</b>
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	746.7	746.7	746.7
이익잉여금	208.0	-81.6	-80.6	748.4	2,305.2
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,675.1	10,975.4	11,518.2
<b>자본총계</b>	<b>11,206.7</b>	<b>11,889.5</b>	<b>12,234.3</b>	<b>13,363.7</b>	<b>15,463.2</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,908.7</b>	<b>307.8</b>	<b>981.9</b>	<b>2,057.1</b>	<b>3,344.1</b>
당기순이익(손실)	272.1	302.2	249.5	1,201.0	2,171.3
유형자산상각비	547.5	603.3	639.1	698.9	703.4
무형자산상각비	156.8	164.0	169.6	74.5	73.1
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	-697.5	82.6	396.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,106.3</b>	<b>-994.8</b>	<b>-430.4</b>	<b>-757.4</b>	<b>-1,077.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-570.1	-664.5	-775.7
투자자산의감소(증가)	-26.6	-143.2	-93.7	-37.7	-180.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>636.3</b>	<b>573.9</b>	<b>700.0</b>	<b>-156.8</b>	<b>-0.2</b>
차입금의 증감	184.7	1,406.3	1,035.6	-85.1	71.5
자본의 증가	276.5	47.2	4.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,465.0	164.9	1,223.8	1,142.9	2,266.1
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,927.9	6,070.8
기말현금	3,539.2	3,704.1	4,927.9	6,070.8	8,336.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,200,264	1,296,857	1,557,416
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	3,549	54,555	99,492
CFPS	140,780	127,486	142,443	166,913	243,967
EBITDAPS	129,547	107,177	113,535	158,537	219,712
BPS	75,846	69,123	73,954	113,278	187,115
DPS	2,000	2,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	2.1	0.8	0.5	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-3.9	-17.9	220.0	22.1	12.1
PCR	0.7	2.0	5.5	7.2	4.9
PSR	0.1	0.2	0.7	0.9	0.8
PBR	1.2	3.7	10.6	10.6	6.4
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	1,871.4	2,567.3	3,558.0
EV/EBITDA	7.2	11.5	16.3	14.3	9.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	5.0	45.6	51.4
EBITDA 이익률	11.2	9.8	9.5	12.2	14.1
부채비율	152.4	153.5	169.1	158.4	154.9
금융비용부담률	2.4	2.7	2.5	2.4	2.0
이자보상배율(x)	3.1	2.0	2.1	3.6	5.6
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	9.9	9.0	9.3
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	6.4	6.8	7.1

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

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026년 3월 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	-30.8	-20.1	
2026.03.23	채권분석	Buy	1,700,000	양승수	-34.0	-26.5	
2026.04.09	기업브리프	Buy	1,900,000	양승수	-	-	