

# 두산 (000150)

이경연  
이채리 RA

kyungyeon.lee@daisin.com  
cherry.lee@daisin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월

목표주가

**2,220,000**

상향

현재주가

(26.06.15)

**1,709,000**

지주업종

## NAV의 절반은 전자BG다

- AI CCL 사이클 국면, 전자BG 영업가치 상승에 따른 목표주가 상향
- 하이엔드 믹스 개선으로 ASP 38.5% 상승, P·Q 동반 랠리
- 자체사업 NAV 비중 51.7%, 사업지주 재평가로 할인을 추가 축소 여지

### 투자 의견 매수(BUY), 목표주가 2,220,000원으로 상향(+15.6%)

목표주가 상향은 자체사업 가치와 지분가치 상승에 기인. 전자BG 영업 가치에 글로벌 피어 3사(EMC, TUC, ITEQ)의 평균 EV/EVITDA 멀티플 28.6배를 상향 적용하여 산출. 목표 할인율은 NAV 대비 38% 적용. 동사는 자체사업이 NAV에서 차지하는 비중이 48.6%로 가장 높고, 전자BG OPM은 '26년 1분기 30.1%로 글로벌 경쟁업체를 압도하는 최고 수준을 유지하며 자체사업 경쟁력을 입증. 자체사업 가치 재평가가 진행 되는 과정에서 할인을 추가 축소 여지가 충분하다고 판단.

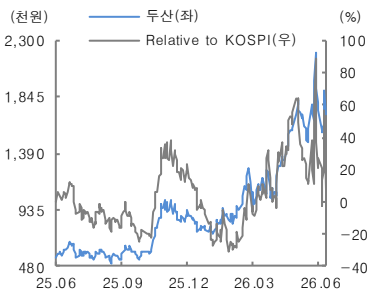
### 시가 쏘아 올린 판가(P)와 수요(Q)의 동반 랠리

전자BG는 글로벌 AI 인프라 투자 확대로 핵심 소재인 High-End CCL 이 강한 수요 국면에 진입. N사향 블랙웰 GPU 서버용 CCL 납품이 본격화된 2024년 11월을 기점으로 매출이 레벨업되었고, 하이엔드 비중 확대('24년 73%→'25년 82%)와 판가 전가력에 힘입어 ASP는 '24년 3분기 49,676원에서 '26년 1분기 68,799원으로 38.5% 상승. 태국 신공장 증설로 증장기 외형 성장 여력도 확보.

연결자회사 두산에너지빌리티의 원전 수주 랠리(2025년 6.8조)도 지분 가치를 뒷받침. 여기에 두산테스나를 통한 반도체 밸류체인 수직계열화가 더해지면, 사업지주로서의 정체성 강화될 것으로 전망.

KOSPI	8,545.98
시가총액	30,321십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	2,203,000원 / 508,000원
120일 평균거래대금	1,398억원
외국인지분율	20.22%
주요주주	박정원 외 26 인 41.08% 국민연금공단 9.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	55.5	102.0	200.4
상대수익률	-7.2	-0.2	-3.3	1.7



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	21,881	26,149	32,033
영업이익	1,004	1,063	2,017	2,453	3,017
세전순이익	593	490	1,442	1,956	2,526
총당기순이익	302	250	1,123	1,663	2,198
지배지분순이익	-226	76	169	249	330
EPS	-10,562	3,546	7,992	11,828	15,636
PER	NA	220.3	150.5	101.7	76.9
BPS	69,123	72,953	81,328	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	23.3	21.6	20.6
ROE	-14.6	5.0	10.3	14.0	17.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 두산, 대신증권 Research Center

## 투자 포인트① 자체사업(전자BG) 경쟁력

두산은 지난 2025년 6월 자회사 두산로보틱스 지분을 담보로 5,500억 원의 자금을 차입하면서 자산 규모가 일시적으로 증가해, 공정거래법상 지주회사 요건(자회사 주주가액 합계액이 자산총액의 절반 이상)에 미달하게 되었다. 이에 따라 현재 법적 지주회사 지위에서는 제외되었으나, 이는 오히려 실질적 사업지주회사로서 지니는 본연의 기업가치에 집중할 수 있는 포인트라 판단한다. 이에 따라 밸류에이션의 핵심인 자체사업, 특히 전자BG의 펀더멘털과 성장성에 주목해야 할 시점이다.

### 전자BG의 고성장

동사의 자체사업인 전자BG는 고성장 궤도에 진입하며 전사 실적을 견인하고 있다. 2026년 1분기 두산의 연결 기준 매출액은 4조 7,110억 원을 기록한 가운데, 자체사업 내 전자BG의 분기 매출액은 5,280억 원으로 전년 동기 대비 약 31%의 괄목할 만한 외형 성장을 달성했다. 글로벌 AI 가속기 및 데이터센터 수요 급증과 맞물려 기관 핵심 소재인 CCL 시장이 구조적 호황기를 맞이하면서, 전자BG는 동사의 핵심 성장 동력으로 자리매김했다.

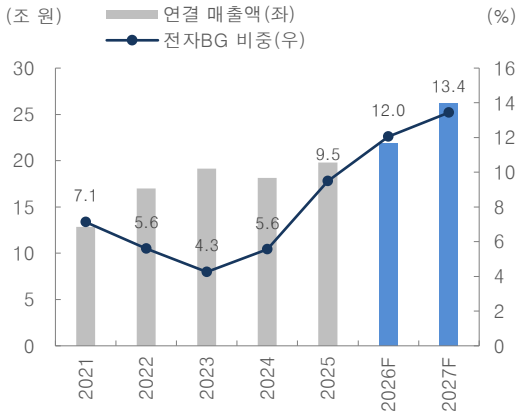
### High-End 믹스 개선이 이끄는 질적 성장과 수익성 레벨업

이러한 탑라인 성장의 질적 개선을 주도하는 것은 하이엔드(High-End) 제품군이다. 극한의 데이터 처리 속도와 내열성을 요구하는 AI 인프라 확충에 따라 고속·고다층·저손실 하이엔드 CCL 수요가 집중되면서, 전자BG 내 하이엔드 제품 비중은 2024년 73%에서 2025년 82%까지 확대되었다. 고부가 제품 중심의 믹스 개선은 수익성 개선으로 이어졌다. 동사의 자체사업(해외법인 포함) 영업이익은 2026년 1분기 1,660억 원을 기록하며 전년 동기 대비 약 37.1% 증가하는 이익 창출력을 시현했다.

### 글로벌 AI 수요에 선제 대응하는 Capex 모멘텀

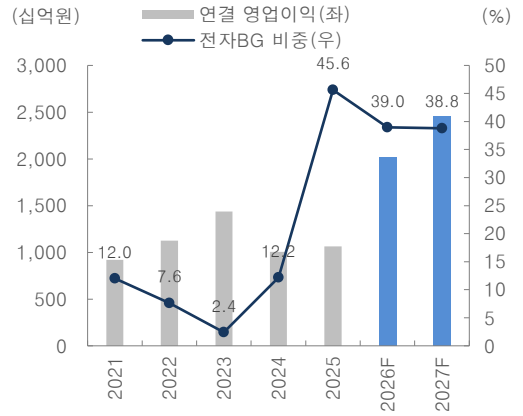
폭발적으로 늘어나는 글로벌 수요에 대응하기 위한 동사의 적극적인 증설 투자는 향후 탑라인 성장 모멘텀을 더욱 가속화할 전망이다. 동사는 태국 Araya 산업단지에 약 1,800억 원을 투입해 전자BG 신공장을 설립하기로 확정했다. 2028년 본격 양산을 목표로 하는 이번 증설은 향후 800G 통신장비 및 차세대 AI 가속기용 High-End CCL 시장의 글로벌 수요를 흡수할 것으로 전망한다. 이는 전방 수요를 바탕으로 글로벌 시장 점유율을 확대하고 매출 상단을 열어두는 중장기적 성장 랠리의 시작이라 판단한다.

그림 1. 연결 연간 매출액 및 전자BG 비중



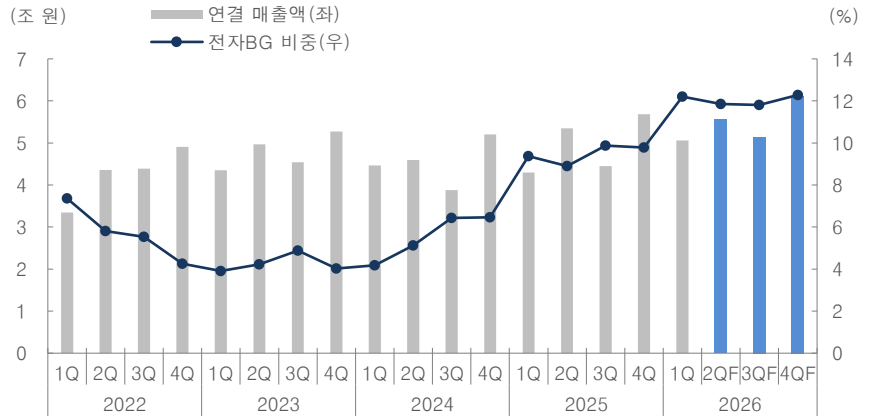
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 2. 연결 연간 영업이익 및 전자BG 비중



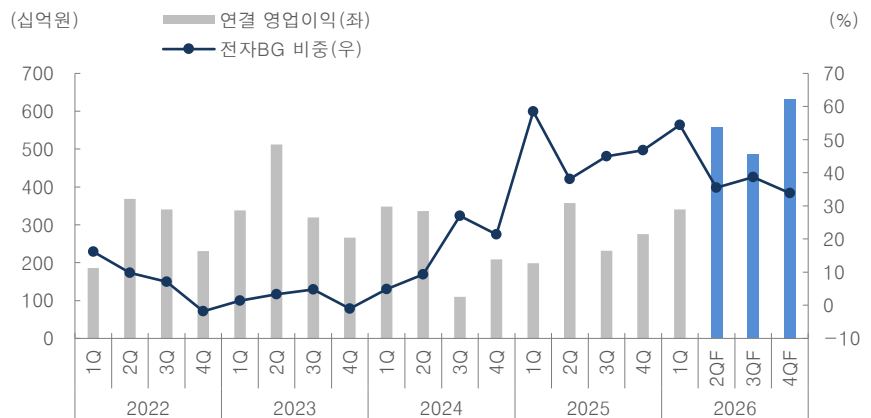
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 3. 연결 분기별 매출액 및 전자BG 비중



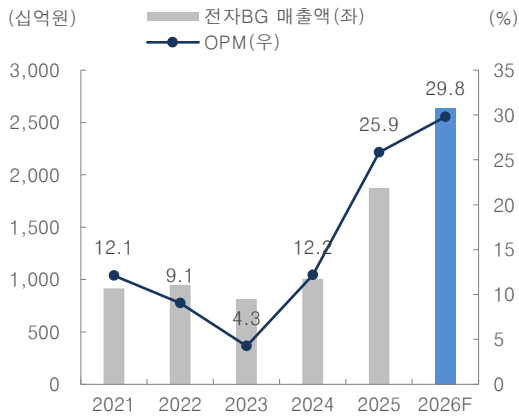
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 4. 연결 분기별 영업이익 및 전자BG 비중



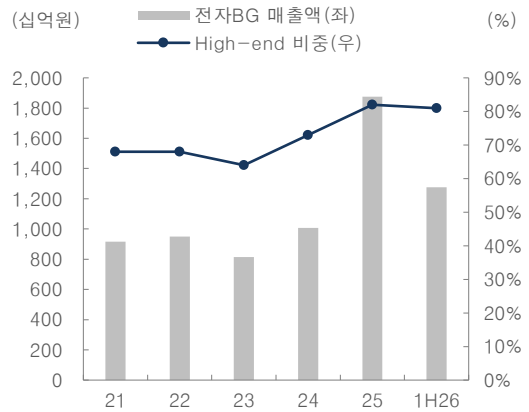
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 5. 전자BG 별도 실적 추이



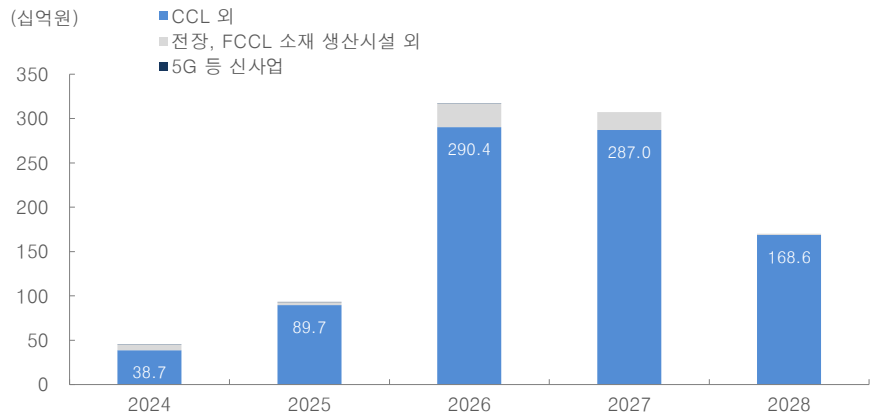
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 6. High-end 매출 비중 증가하며 성장 견인



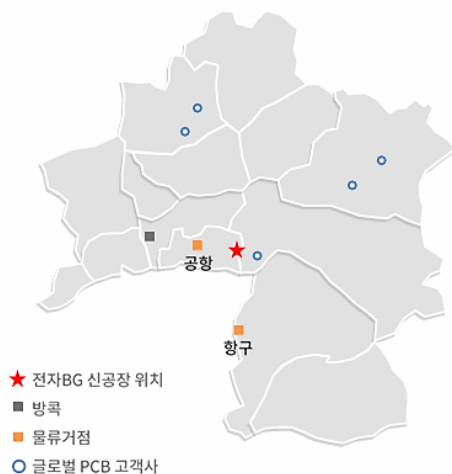
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 7. 전자BG 향후 투자 계획



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 8. 전자BG 해외 공장 신설 계획



- 증설배경**
  - AI가속기/800G 등 High-end CCL 시장 지속 성장 전망
  - '28년 이후 수요 대응을 위한 신규거점 구축 필요성 증가
- 증설개요**
  - 위치 : 태국 Araya 산업단지
  - 부지면적 : 약 2.2만평 (최대 8기 설치가능 부지 확보)
  - 설비규모 : 2기 (초기 최소규모 설비투자 집행 후 단계적 증설 추진 예정)
  - 투자금액 : 약 1,800억원
  - 증설 일정 : 법인설립 → 현지 승인 및 인허가 → 건설시공/설비구축 → 시양산 및 안정화 → 본격 양산('28년 중)
- 기대효과**
  - AI 기존 고객사 向 안정적인 공급지속
  - 신규 고객사 및 Application 다각화를 통한 중장기 성장 모멘텀 확보

자료: 두산, 대신증권 Research Center

## 투자 포인트② 시가 쏘아 올린 판가(P)와 수요(Q)의 동반 랠리

### High-End CCL 슈퍼 사이클

동사의 핵심 소재인 High-End CCL은 전 세계적인 AI 인프라 투자 확대에 의해 강한 수요 국면에 진입했다. 이는 수출입 통계와 동사의 원재료 매입 추이에서 확인된다. 2026년 1분기 CCL 수출 물량은 불과 한 개 분기만에 2024년 연간 수출량에 육박하는 수준을 기록하며 수요 증가를 방증하고 있다. 이에 대응하기 위해 두산의 CCL 제조용 원재료 매입액 역시 2025년 가파르게 급증했다.

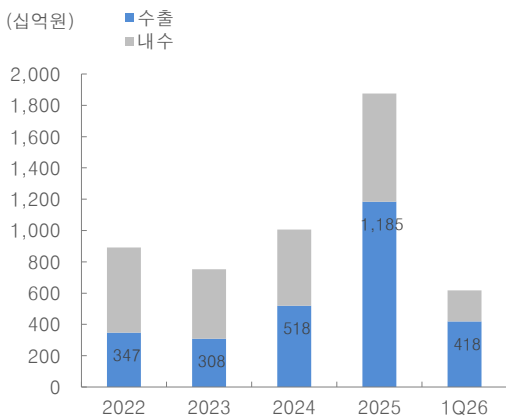
### 판가(P) 상승과 탑라인의 레벨업

외형 성장의 핵심 트리거는 N사향 매출이다. 동사는 2024년 11월부터 N사향 블랙웰 GPU 기반 랙 스케일 서버 내 컴퓨터 트레이용 CCL을 본격적으로 납품하기 시작했다. 이 시점을 기점으로 전자BG의 분기별 매출액은 폭발적으로 증가했다(25년 1분기 +116% YoY). 기저효과로 인해 전년 동기 대비 증가율 자체는 점진적으로 안정화될 수 있으나 절대적인 매출 규모(Q)는 이미 새로운 레벨로 안착했다. 더욱 고무적인 것은 질적 성장(P)이 동반되고 있다는 점이다. 고열과 고속 데이터 처리를 견뎌야 하는 AI 가속기용 소재의 특성상 판가 전가력이 높아, 전자BG의 평균 제품판매단가(ASP)는 2024년 3분기 49,676원에서 2026년 1분기 68,799원으로 38.5% 상승하며 가파른 우상향을 추세를 그리고 있다.

### 글로벌 피어(Peer)를 압도하는 수익성

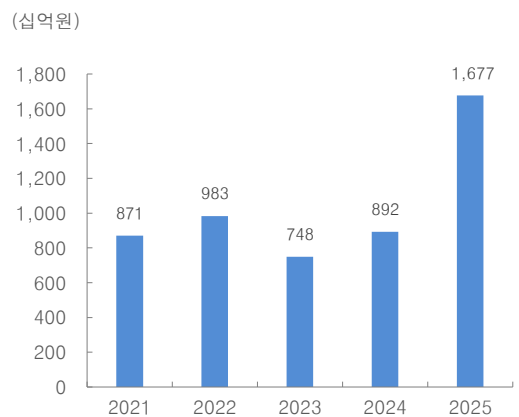
고부가 제품 중심의 믹스 개선과 N사향 물량 확대는 수익성 개선으로 이어졌다. 동사의 전자BG OPM은 N사향 납품이 본격화된 2025년 1분기부터 대만 등 글로벌 주요 경쟁업체들을 상회하는 가장 높은 수준을 기록하기 시작했으며, 2026년 1분기에는 30.1%라는 마진율을 달성했다. 동사의 주가 역시 2024년 11월 N사향 벤더 진입이라는 모멘텀이 확인된 시점부터 가파른 추세적 우상향을 시현 중이다. 향후 AI 인프라 시장의 확장이 지속되는 한, 압도적인 수익성을 증명한 전자BG의 실적 고성장과 기업가치의 리레이팅 기조는 유지될 전망이다.

그림 9. 전자BG CCL(주) 수출 추이



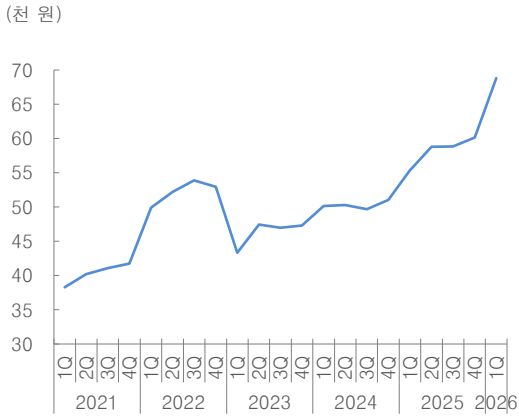
주) CCL 등  
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 10. CCL 제조 등 원재료 매입액 추이



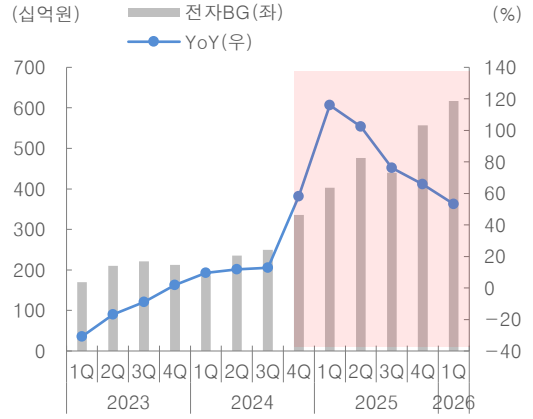
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 11. CCL ASP 추이



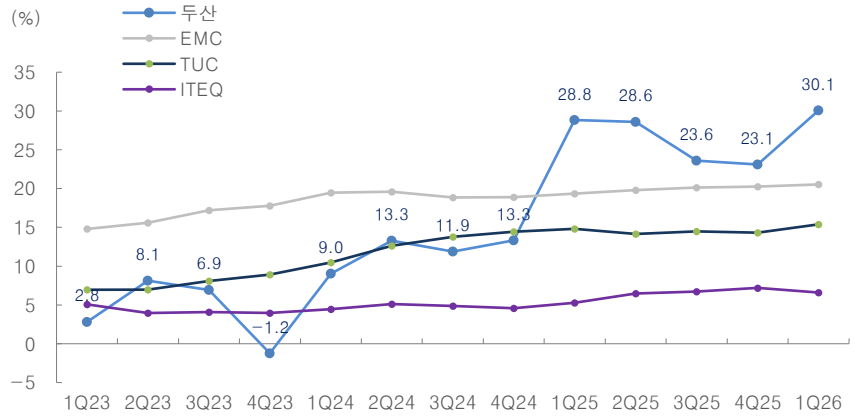
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 12. 전자BG 분기별 매출액



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 13. 전자BG 영업이익률은 2025년 1분기부터 경쟁업체 대비 가장 높은 수준



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 두산 주가 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

[참조] 동박적층판(Copper Clad Laminate, CCL)

인쇄회로기판(PCB)의  
핵심 원소재

CCL은 모든 전자기기의 뼈대가 되는 인쇄회로기판(PCB)의 핵심 원소재이다. 수지(Resin), 유리섬유 등으로 구성된 절연체 위아래에 동박(Copper Foil)을 샌드위치처럼 적층해 만든다. 겉면의 동박은 미세 회로가 되어 전기 신호를 전달하고, 내부의 절연체는 층간 신호 간섭을 차단한다. 이 CCL을 여러 겹 쌓아 가공하면 최종 PCB가 완성된다.

AI 시대,  
CCL 수요 증가

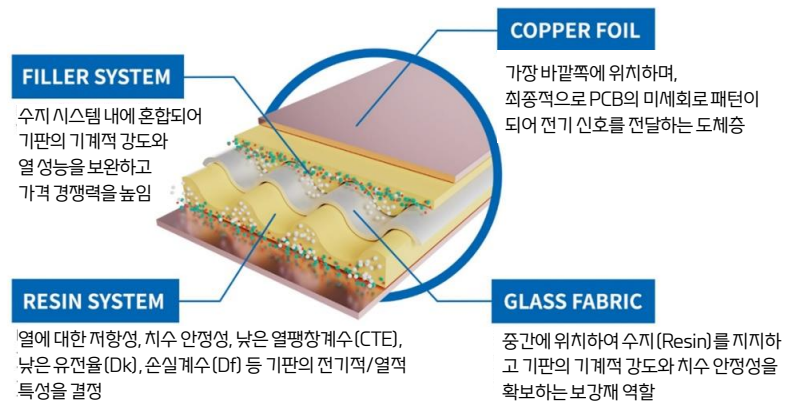
엔비디아 GPU 등 최신 AI 가속기와 데이터센터 서버는 방대한 데이터를 초고속으로 처리하며 극한의 환경에 노출된다. 이로 인해 이러한 환경을 받쳐주는 기판 소재인 하이엔드 CCL의 성능이 전체 시스템의 효율을 좌우하게 된다.

하이엔드 CCL 성능을 좌우하는 핵심적인 지표는 유전율(Dk), 손실계수(Df), 유리 전이 온도(Tg) 등이 있다.

- 유전율(Dk - Dielectric Constant): 신호 전송 속도에 영향을 미치며, 낮을수록 신호 전송 속도가 빨라진다.
- 손실계수(Df - Dissipation Factor): 신호가 지나갈 때 에너지가 열로 소실되는 비율로, 낮을수록 신호 유실이 적다.
- 유리 전이 온도(Tg - Glass Transition Temperature): 소재가 고체에서 고무 상태로 변하기 시작하는 온도를 나타낸다. 높을수록 높은 온도에서도 기계적 강도를 유지하며 고열 발생 시 기판의 신뢰성을 보장한다.
- 열팽창계수(CTE - Coefficient of Thermal Expansion): 온도 변화에 따른 크기 변화율이다. AI칩의 극심한 발열과 냉각 과정에서 기판이 팽창/수축하며 휘어지는 휨 현상을 막기 위한 핵심 요소이다.

AI 가속기에 사용되는 하이엔드급 CCL은 표준 등급 대비 유전율(Dk)과 손실계수(Df)를 극단적으로 낮추고, 유리 전이 온도(Tg)와 열팽창계수(CTE)를 개선하여 극한의 고속 데이터 처리 및 고열 환경을 견딜 수 있도록 설계된다.

그림 15. CCL 구성



자료: 두산, 대신증권 Research Center

표 1. 대만 EMC의 CCL 등급별 스펙

등급(Product)	소재 분류	유전율(Dk)	손실계수(Df)	유리 전이 온도(Tg)
EM-370(Z)	일반 / Mid-Loss	3.8 ~ 4.1	0.010 ~ 0.015	210°C
EM-888	Low-Loss	3.6 ~ 3.8	0.005 ~ 0.007	175°C 이상
EM-890K	Very Low-Loss	3.2 ~ 3.4	0.003 ~ 0.004	170 ~ 200°C
EM-892K	Ultra Low-Loss	2.8 ~ 3.0	0.0015 ~ 0.002	200°C 이상
EM-892K2	Extreme Low-Loss	2.6 ~ 2.8	0.001 이하	200°C 이상

자료: EMC, 대신증권 Research Center

표 2. 두산 전자BG의 CCL 등급별 스펙

등급(Product)	소재 분류	유전율(Dk)	손실계수(Df)	유리 전이 온도(Tg)
DS-7402	일반 / Mid-Loss	4.21	0.014	165°C
DS-7409DV (T)	Low-Loss	3.3	0.0045	225°C
DS-7409DJG (N)	Very Low-Loss	3.1	0.002	220°C
DS-7409DON2	Ultra Low-Loss	2.7	0.0015	220°C
DS-9530	Extreme Low-Loss	3.0	0.001	220°C

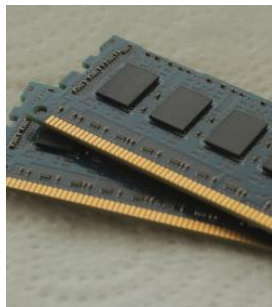
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 16. CCL 제품 포트폴리오 및 주요 전방 산업

스마트 디바이스



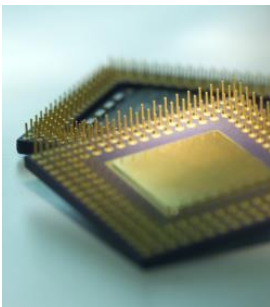
메모리 모듈 & SSD



네트워크 장비 - 서버, AI 가속기 등



IC 패키지 - 메모리, 비메모리



자동차 전장



5G/6G 통신



자료: 두산, 대신증권 Research Center

### 투자 포인트③ 연결 자회사의 성장성

**두산에너지빌리티의  
수주 랠리**

두산의 순자산가치(NAV)에서 가장 큰 지분가치(약 40%)를 차지하는 핵심 상장 자회사 두산에너지빌리티는 글로벌 원전 시장의 구조적 개화와 함께 본격적인 수주 업사이클에 진입했다. 2024년 0.9조 원에 불과했던 원자력 부문 수주는 2025년 6.8조 원으로 폭발적으로 증가했고, 2026년에도 5.0조 원 규모의 견고한 수주 목표를 설정하며 가시성을 높이고 있다. 고무적인 점은 수주 포트폴리오의 질적 다각화다. 2025년 3.4조 원의 신규 수주를 기록하며 핵심 축으로 부상한 복합EPC 부문은 2026년에도 3.0조 원의 수주를 이어갈 전망이며, 가스/수소(2026년 목표 3.1조 원) 및 신재생(2026년 목표 1.1조 원) 부문의 고른 약진이 더해지고 있다. 대형 원전 및 SMR(소형모듈원전), 대형 가스터빈 등 고부가가치 중심의 수주 잔고 확충은 자회사의 실적 안정성과 지분가치 리레이팅을 뒷받침한다.

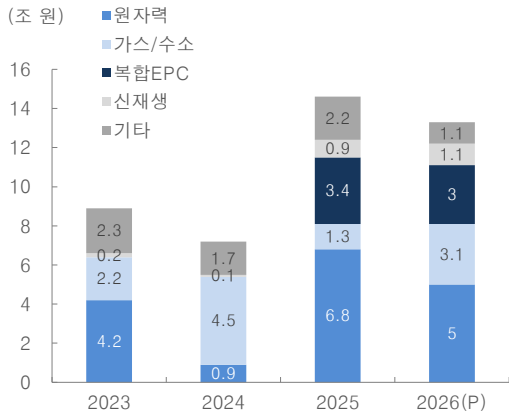
**신증설 및 개보수  
투자 계획**

한편, 동사의 선제적인 자본 지출(CAPEX) 확대에도 주목해야 한다. 두산에너지빌리티의 신증설 및 개보수 관련 향후 투자 계획은 2024년 728억 원, 2025년 848억 원 수준이었으나 2026년 4,033억 원, 2027년 5,687억 원으로 수직 상승을 예고하고 있다. 이러한 대규모 CAPEX가 마무리되는 시점부터 자회사의 외형은 퀀텀 점프를 맞이할 것으로 판단한다.

**두산로보틱스의  
글로벌 확장**

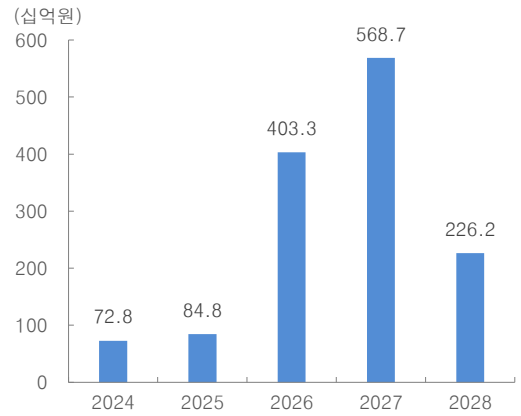
또 다른 연결 상장 자회사인 두산로보틱스 역시 그룹의 중장기 성장 내러티브를 다채롭게 구성하고 있다. 로봇 산업의 구조적 성장 속에서 두산로보틱스가 보여주는 글로벌 시장 침투율 확대와 포트폴리오 다변화 모멘텀은 지주회사인 두산의 밸류에이션 매력도를 한층 높여주는 지분가치 프리미엄 요인이다.

그림 17. 두산에너지빌리티의 에너지원별 수주 실적



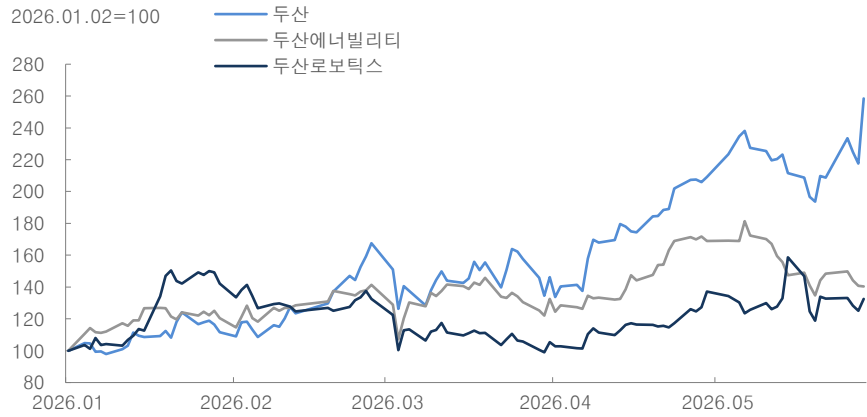
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 18. 신증설/개보수 등 향후 투자 계획



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 19. 두산, 두산에너지빌리티, 두산로보틱스 주가 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

Valuation

두산에 대해 투자의견 매수(BUY), 목표주가 2,220,000원으로 +15.6% 상향한다. 목표주가는 순자산가치(NAV)에 목표 할인율 38%를 적용하여 산출했다. 현재 주가(6월 15일 1,709,000원) 기준 상승 여력은 29.9%다.

[영업가치] 자체사업 이익의 대부분은 전자BG에서 발생한다. 전자BG의 기업가치는 23.6조로 추정한다. 전자BG 가치는 2026F EBITDA 8,270억 원에 글로벌 피어 업체인 EMC, TUC, ITEQ의 EV/EVITDA 멀티플 평균(28.6)을 적용해 산출했다.

[지분가치] 두산에너빌리티, 두산로보틱스, 오리콤 등 상장사 지분가치는 시가를 적용해 산출했다. 비상장사인 두산모빌리티이노베이션, 두산포트폴리오홀딩스, 두산로지스틱스 솔루션 등은 장부가를 적용하여 산출했다.

[할인율] 목표 NAV 대비 할인율은 38%를 적용했다. 이는 Initiation의 할인율 산정 로직을 계승한 것으로, 2025년 상법 1차 개정안의 국회 통과(2025.07.03)를 계기로 지주회사 섹터 전반에 모멘텀이 형성되었던 기간(2025.05.28~2025.07.03) 중 관찰된 최소 할인율을 기준으로 삼았다. 2025년이 코리아 디스카운트 전반에 초점이 맞춰진 해였다면, 2026년은 중복상장 규제, 상속·증여세법 개정, 저PBR 개혁 등 지주회사를 겨냥한 정책이 본격화되는 국면이다. 일련의 거버넌스 개혁이 지주회사 할인율을 구조적으로 축소시키는 방향으로 작동하는 만큼, 동 기간의 최소 할인율을 적용하는 것이 타당하다고 판단한다.

또한 동사는 자회사 지분가치 비중이 높은 타 지주회사와 달리 자체사업(전자BG)이 NAV에서 차지하는 비중이 51.7%로 높다. 유통주식 수 기준 6월 12일 현재 시가총액은 약 25.8조 원으로, NAV(49.1조 원) 대비 시장이 반영 중인 할인율은 약 47%다. 이러한 점을 감안하면 38%의 할인율은 보수적인 수준이며, 동사의 NAV 대비 할인율은 추가 축소될 여지가 충분하다고 판단한다.

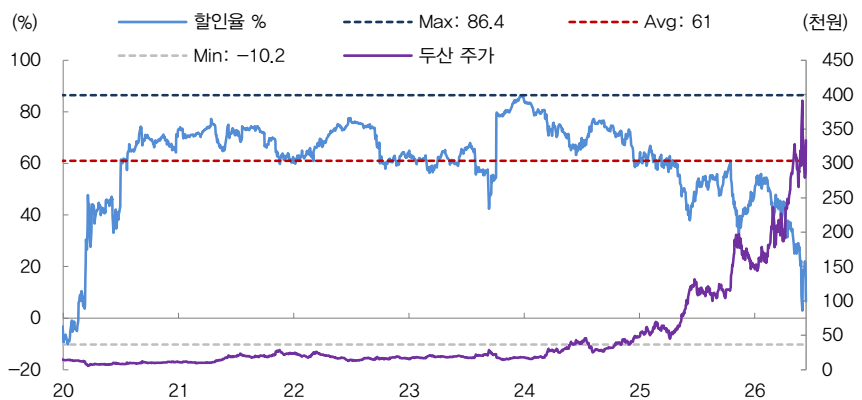
[할인율 추가 축소 요인: 반도체 밸류체인 확장] 할인율 축소 가능성은 동사의 반도체 밸류체인 확장 전략에서도 뒷받침된다. 그룹 자회사 두산테스나는 테스트 수요 증가에 대응하기 위한 일련의 설비투자 공시를 발표했다. 세 건의 공시 - ①반도체 테스트 장비 양수금액 상향, ②테스트 장비 신규 양수 결정, ③공장 신설 투자 재개가 공통적으로 시사하는 바는, 중장기 테스트 물량 증가에 안정적으로 대응하며 외형 성장의 기반을 확충하고 있다는 점이다. AI 반도체 수요 확대로 고부가 테스트 물량이 늘어나는 가운데, 두산테스나(후공정 테스트)-세미파이브(ASIC 설계)로 이어지는 반도체 밸류체인의 수직 계열화는 동사의 사업가치를 확대한다. 이는 자체사업 비중이 높은 동사에 적용되어 온 지주사 디스카운트 명분을 약화시키는 요인으로, 앞서 제시한 NAV 대비 할인율의 추가 축소 가능성을 뒷받침한다고 판단한다.

표 3. 두산 SOTP Valuation

구분	Valuation 방식	2026F	Multiple	Value	Weight(% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	827	28.6	23,644	48.6%
	소계—(1)			23,644	
상장자회사	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>시가총액</b>	<b>지분가치</b>	
	두산에너지빌리티	30.4	63,928	19,430	39.9%
	두산로보틱스	68.1	7,221	4,918	10.1%
	오리콤	60.9	59	36	0.1%
	소계—(2)		66,851	23,036	
지분가치	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>장부가액</b>		
	HyAxiom	86.2	255	255	0.5%
	두산모빌리티노베이션	91.6	206	206	0.4%
	두산포트폴리오홀딩스	100.0	281	281	0.6%
	두산로지스틱스솔루션	100.0	57	57	0.1%
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44	44	0.1%
	기타		168	168	0.3%
소계—(3)			1,011	2.1%	
<b>지분가치 합계</b>				<b>25,396</b>	
순차입금(별도)—(4)				345	-0.7%
<b>순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)</b>				<b>48,694</b>	
할인율—(6)				<b>38%</b>	
<b>Target NAV—(7)=(2)+(3)*(1-(6))-(4)+(1)</b>				<b>30,190</b>	
발행주식수—(8)				16,193,835	
자기주식—(9)				2,588,924	
유통주식수—(10)=(8)-(9)				13,604,911	
<b>목표주가(11)=(7)/(10)</b>				<b>2,220,000</b>	
현재가(06/12)				1,709,000	
Upside Potential				29.9%	

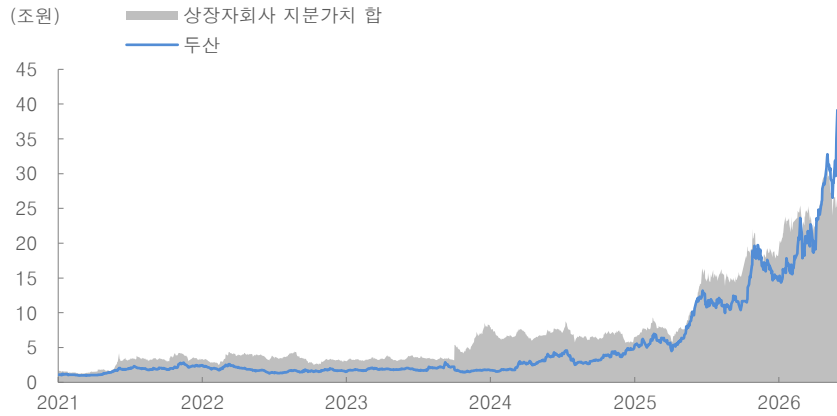
자료: 대신증권 Research Center

그림 20. 두산 NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 21. 두산 시가총액과 상장자회사 지분가치 합



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 4. Peer Valuation

(단위: 십억원, 백만 USD, %)

		두산	EMC	TUC	ITEQ
시가총액		28,145	54,706	13,053	2,902
Sales	2025	19,784.1	94,260.6	30,340.2	33,098.3
	2026F	21,611.8	5,339.2	1,823.5	1,437.4
	2027F	24,314.3	8,820.2	2,832.5	1,774.7
OP	2025	1,062.7	614.8	139.8	76.7
	2026F	1,739.3	1,333.5	393.5	137.2
	2027F	2,443.3	2,595.9	700.1	217.9
OP margin	2025	5.4%	0.7%	0.5%	0.2%
	2026F	8.0%	25.0%	21.6%	9.5%
	2027F	10.0%	29.4%	24.7%	12.3%
P/E	2025	185.1	39.5	40.7	27.3
	2026F	55.4	52.8	44.2	33.3
	2027F	33.5	27.3	23.6	20.5
P/B	2025	6.9	11.7	7.7	1.9
	2026F	15.0	24.3	16.9	4.1
	2027F	10.8	16.7	11.6	3.6
ROE	2025	3.8	34.2	20.7	7.2
	2026F	27.7	49.5	44.6	13.1
	2027F	31.1	59.3	55.2	19.6
EV/EBITDA	2025	14.1	28.1	29.2	10.6
	2026F	16.8	39.1	31.1	15.6
	2027F	13.2	21.2	18.9	11.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 22. 두산의 반도체 밸류체인 확장 구조

구분	기업	역할	주요 내용
반도체 후공정 검사	두산테스나	반도체 테스트	수익성 개선 진행
반도체 설계	세미파이브	ASIC 설계	SI 반도체 설계 협력
기초 소재	SK실트론	웨이퍼 생산	인수 추진

자료: 대신증권 Research Center

그림 23. 두산과 두산테스나를 통해 5.91% 지분 확보

두산의 타법인출자 현황 중			
법인명	최초취득일자	출자목적	기말 지분율
세미파이브	2023.04.06	경영참여	3.62%
두산테스나의 타법인출자 현황 중			
법인명	최초취득일자	출자목적	기말 지분율
세미파이브	2023.04.06	경영참여	1.96%

자료: 각 사 2025 사업보고서, 대신증권 Research Center

그림 24. 2025년 10월 양수를 결정한 반도체 테스트 장비의 양수금액 상황 정정

3. 정정사항

항 목	정정사유	정 정 전	정 정 후
2. 양수내역	테스트물량 증가에 따른 기계장치 추가 취득	2. 양수내역 - 양수금액 (원) : 171,383,843,760 - 자산총액대비 (%) : 21.76	2. 양수내역 - 양수금액 (원) : 205,308,472,800 - 자산총액대비 (%) : 26.06
6. 거래상대방		Advantest Corporation, 세메스(주), INTER ACTION Corporation	Advantest Corporation, 세메스(주), INTER ACTION Corporation, 아드반테스트코리아(주)
8. 외부평가에 관한 사항		8. 외부평가에 관한 사항 - 외부평가 기간 : 2025.09.22 ~ 2025.10.15,	8. 외부평가에 관한 사항 - 외부평가 기간 : 2026.04.16 ~ 2026.04.28.
14. 기타 투자판단과 관련한 주요사항		2) 상기 양수금액은 체세공과금 및 부대비용 등을 제외한 금액으로 이사회 결의일 기준 매매기준율 (940.88원/JPY)를 적용하여 원화로 환산한 금액입니다. 양수금액은 실제 기계장치의 수입일자의 환율에 따라 변동될 수 있습니다.  3) 상기 양수예정일자의 계약체결일은 이사회 승인일 기준이며, 양수기준일은 기계장치의 최종 입고 예정일입니다. 기계장치는 순차적으로 입고될 예정이며, 상기 양수예정일자는 거래업체와 협의에 따라 변경될 수 있습니다.	2) 상기 양수금액은 체세공과금 및 부대비용 등을 제외한 금액으로 이사회 결의일 기준 매매기준율 (924.24원/JPY)를 적용하여 원화로 환산한 금액입니다. 양수금액은 실제 기계장치의 수입일자의 환율에 따라 변동될 수 있습니다.  3) 상기 양수예정일자의 계약체결일과 이사회결의일 (결정일)은 최초 이사회 승인일 (2025.10.15) 기준이며, 양수기준일은 기계장치의 최종 입고 예정일입니다. 기계장치는 순차적으로 입고될 예정이며, 상기 양수예정일자는 거래업체와 협의에 따라 변경될 수 있습니다.

자료: DART(2026.04.28, [정정] 주요사항보고서(유형자산양수결정)), 대신증권 Research Center

그림 25. 테스트 장비 신규 양수 결정

1. 자산구분		기계장치
- 자산명		반도체 Test 장비
2. 양수내역	양수금액(원)	190,877,096,349
	자산총액(원)	703,775,464,359
	자산총액대비(%)	27.12
3. 양수목적		테스트 수요 증가 대응
4. 양수영향		매출 및 이익 증대
5. 양수예정일자	계약체결일	2026년 04월 28일
	양수기준일	2026년 10월 30일
	등기예정일	-
6. 거래상대방	회사명(성명)	TERADYNE (ASIA) Pte.,LTD, 세메스(주), HON PRECISION INC, Micro Control Company
	자본금(원)	428,125,579,900
	주요사업	반도체 테스트 장비 제조
	본점소재지(주소)	싱가포르/한국/대만/미국
	회사와의 관계	-

자료: DART(2026.04.28, 주요사항보고서(유형자산양수결정)), 대신증권 Research Center

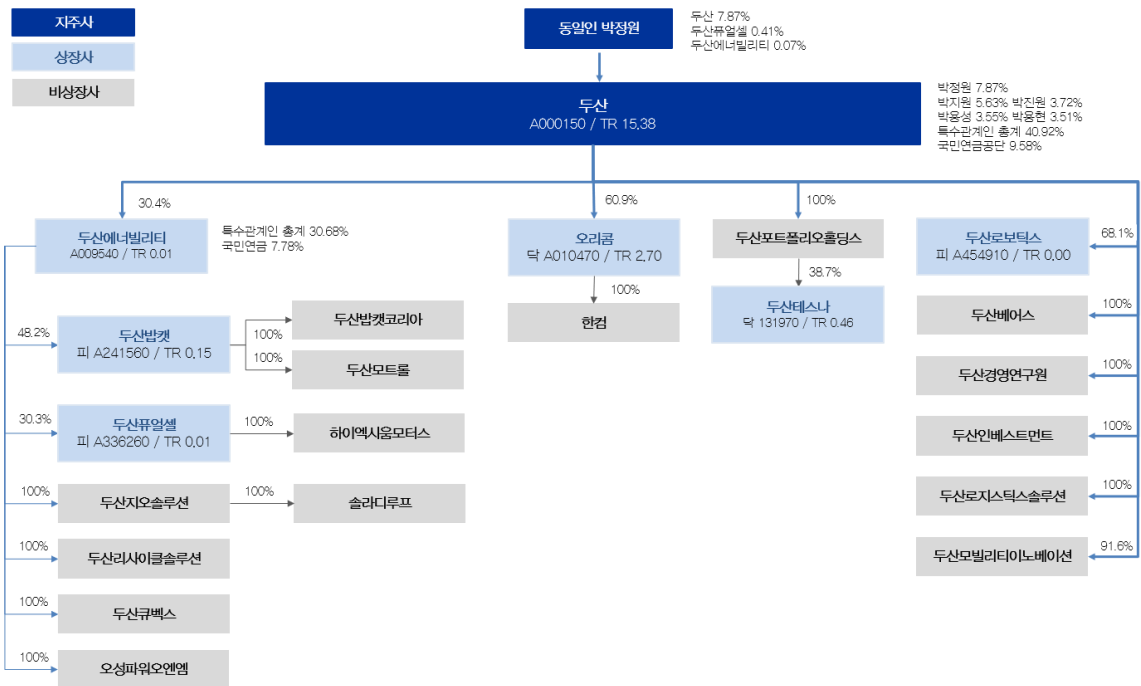
그림 26. 일시 보류되었던 공장 신설 투자를 재개하며 투자금액 상향

신규 시설 투자 등

1. 투자구분	신규시설투자	
2. 투자내역	투자금액(원)	230,341,806,850
	자기자본(원)	403,637,414,864
	자기자본대비(%)	57.1
	대규모법인여부	미해당
3. 투자목적	중장기 성장 기반 확보를 위한 공장 신설	
4. 투자기간	시작일	2024-07-04
	종료일	2027-11-30
5. 이사회결의일(결정일)	2024-07-04	
-사외이사 참석여부	참석(명)	3
	불참(명)	0
6. 감사(감사위원) 참석여부	참석	
7. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
- 상기 '2. 투자내역'의 투자금액은 토지 취득금액, 부가세 및 제세공과금이 제외된 금액임. - 상기 투자에 소요되는 자금은 보유현금 및 차입을 통해 충당할 예정임.		

자료: DART(2026.04.28, [정정] 신규시설투자등), 대신증권 Research Center

그림 27. 두산 지배구조



자료: 두산 사업보고서(2025.12), 대신증권 Research Center

표 5. 두산 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,711	5,344	4,959	5,954	19,784	20,968	23,560
Change(% yoy)	-3.7	16.4	14.8	9.4	9.6	0.0	11.4	4.7	9.1	6.0	12.4
매출원가	3,583	4,412	3,695	4,801	3,864	4,341	4,046	4,861	16,490	17,112	18,813
% of 매출액	83.4	82.5	83.0	84.4	82.9	82.4	83.4	84.6	83.4	81.6	79.9
Change(% yoy)	-2.5	16.4	12.1	8.9	7.8	-1.6	9.5	1.3	8.7	3.8	9.9
매출총이익	716	935	758	886	847	1,003	913	1,093	3,294	3,856	4,747
GPM	16.6	17.5	17.0	15.6	18.0	18.8	18.4	18.4	16.6	18.4	20.1
Change(% yoy)	-9.0	16.6	29.9	12.0	18.4	7.3	20.5	23.4	11.2	17.1	23.1
판매비	517	577	527	611	521	594	552	626	2,231	2,293	2,586
% of 매출액	12.0	10.8	11.8	10.7	10.7	9.4	10.9	10.8	11.3	10.9	11.0
Change(% yoy)	18.0	24.1	11.3	5.0	0.7	3.0	4.8	2.5	13.9	2.8	12.8
영업이익	198	358	231	275	326	409	361	467	1,063	1,563	2,161
OPM	4.6	6.7	5.2	4.8	6.9	7.7	7.3	7.8	5.4	7.5	9.2
Change(% yoy)	-43.0	6.2	109.9	31.7	64.3	14.3	56.1	69.7	5.9	47.1	38.3

I. 부문별 매출액 (십억원)											
전자BG	403	476	440	557	528	542	587	679	1,876	2,336	2,899
1. 두산저체사업 (해외법인포함)											
디지털이노베이션	71	73	75	87	72	73	78	87	306	310	319
두타몰	11	10	10	9	10	10	10	10	39	40	40
소계	485	559	524	653	610	625	675	776	2,221	2,686	3,258
2. 두산에너지빌리티	3,749	4,569	3,880	4,860	3,911	4,385	4,021	4,684	17,058	17,001	18,028
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	2,098	2,201	2,115	2,377	2,186	2,314	2,178	2,415	8,792	9,093	10,127
4. 두산로보틱스	5	5	10	13	18	19	21	26	33	84	147
기타 및 연결조정	-2,038	-1,987	-2,077	-2,217	-2,014	-1,999	-1,936	-1,947	-8,320	-7,896	-8,000
연결매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,711	5,344	4,959	5,954	19,784	20,968	23,560

I. 부문별 매출액 증감											
전자BG	116	102	76	66	31	14	33	22	86	25	24
1. 두산저체사업 (해외법인포함)											
디지털이노베이션	7	1	10	8	1	1	5	0	6	1	3
두타몰	-1	1	-11	-6	-7	2	4	9	-4	2	0
소계	83	76	60	53	26	12	29	19	66	21	21
2. 두산에너지빌리티	-9	10	14	6	4	-4	4	-4	5	0	6
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	-12	-2	19	11	4	5	3	2	3	3	11
4. 두산로보틱스	-51	-69	1	13	241	319	107	100	-30	155	75
기타 및 연결조정	-12	-7	27	13	-1	1	-7	-12	4	-5	1
연결매출액	-4	16	15	9	10	0	11	5	9	6	12

II. 부문별 영업이익											
1. 두산저체사업(해외법인포함)	121	142	109	132	166	175	193	222	504	756	832
2. 두산에너지빌리티	142	92	43	168	132	148	121	183	446	584	889
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	200	204	134	148	157	193	138	186	686	674	818
기타 및 연결조정	-253	-65	-39	-157	-109	-150	-52	-136	-514	-447	-837
연결영업이익	198	358	231	275	326	409	361	467	1,063	1,563	2,161

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	21,881	26,149	32,033
매출원가	15,171	16,371	18,237	21,800	26,587
매출총이익	2,962	3,413	3,644	4,349	5,446
판매비와관리비	1,958	2,351	1,627	1,896	2,429
영업이익	1,004	1,063	2,017	2,453	3,017
영업이익률	5.5	5.4	9.2	9.4	9.4
EBITDA	1,771	1,871	2,821	3,255	3,814
영업외손익	-411	-573	-575	-497	-491
관계기업손익	28	26	25	26	24
금융수익	1,330	1,123	968	973	979
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,546	-1,513	-1,356	-1,283	-1,278
외환관련손실	571	571	440	423	452
기타	-223	-209	-211	-213	-216
법인세비용차감전순손익	593	490	1,442	1,956	2,526
법인세비용	-291	-241	-319	-293	-328
계속사업순손익	302	250	1,123	1,663	2,198
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	302	250	1,123	1,663	2,198
당기순이익률	1.7	1.3	5.1	6.4	6.9
비재배분순이익	528	174	955	1,413	1,868
재배분순이익	-226	76	169	249	330
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	56	33	33	33	34
포괄순이익	863	578	1,455	1,997	2,536
비재배분포괄이익	1,027	444	1,236	1,698	2,155
재배분포괄이익	-164	134	218	300	380

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-10,562	3,546	7,992	11,828	15,636
PER	NA	220.3	150.5	101.7	76.9
BPS	69,123	72,953	81,328	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	23.3	21.6	20.6
EBITDAPS	82,704	87,561	133,821	154,391	180,887
EV/EBITDA	11.5	16.3	17.5	15.3	13.2
SPS	846,803	925,675	1,037,833	1,240,281	1,519,344
PSR	0.3	0.8	1.8	1.5	1.2
CFPS	98,376	109,856	156,808	177,382	203,716
DPS	2,000	4,000	4,400	4,840	4,850

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-5.2	9.1	10.6	19.5	22.5
영업이익 증가율	-30.1	5.9	89.8	21.6	23.0
순이익 증가율	11.1	-17.4	350.2	48.0	32.2
수익성					
ROC	3.1	3.1	8.9	11.9	14.8
ROA	3.4	3.4	6.0	7.2	8.6
ROE	-14.6	5.0	10.3	14.0	17.4
안정성					
부채비율	153.5	169.1	151.5	137.9	132.0
순차입금비율	43.8	40.8	31.6	25.5	24.3
이자보상배율	2.0	2.1	4.3	6.0	8.2

자료: 두산, 대신증권 Research Center

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,913	14,193	15,406	16,444	17,516
현금및현금성자산	3,704	4,928	5,473	5,654	5,358
매출채권 및 기타채권	3,868	4,758	5,221	5,807	6,684
재고자산	3,136	3,011	3,173	3,399	3,844
기타유동자산	1,205	1,497	1,539	1,583	1,630
비유동자산	18,230	18,734	18,434	18,131	17,834
유형자산	7,013	7,110	7,019	6,934	6,853
관계기업투자금	425	417	368	315	262
기타비유동자산	10,793	11,208	11,046	10,882	10,719
자산총계	30,143	32,928	33,840	34,575	35,350
유동부채	11,024	13,754	13,624	13,596	13,895
매입채무 및 기타채무	5,658	6,719	6,792	6,973	7,442
차입금	3,081	3,986	3,906	3,828	3,752
유동성채무	791	1,593	1,561	1,515	1,469
기타유동부채	1,494	1,456	1,364	1,280	1,233
비유동부채	7,229	6,939	6,762	6,444	6,217
차입금	4,403	3,649	3,602	3,449	3,313
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,827	3,290	3,159	2,995	2,904
부채총계	18,254	20,693	20,386	20,040	20,112
자배지분	1,480	1,559	1,715	1,852	1,942
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,928	1,932	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	-82	-81	16	86	102
기타자본변동	-490	-416	-354	-286	-212
비재배지분	10,409	10,675	11,740	12,683	13,296
자본총계	11,889	12,234	13,454	14,535	15,238
순차입금	5,207	4,989	4,247	3,706	3,707

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	308	982	1,784	2,284	2,687
당기순이익	302	250	1,123	1,663	2,198
비현금항목의 가감	1,804	2,098	2,183	2,077	2,097
감가상각비	767	809	805	802	797
외환손익	-74	73	134	117	146
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,111	1,216	1,244	1,158	1,154
자산부채의 증감	-1,053	-697	-858	-878	-1,033
기타현금흐름	-746	-669	-664	-578	-574
투자활동 현금흐름	-985	-430	-480	-477	-479
투자자산	-139	332	46	51	51
유형자산	-639	-546	-546	-546	-546
기타	-216	-216	21	19	17
재무활동 현금흐름	574	700	-255	-381	-367
단기차입금	1,448	926	-80	-78	-77
사채	166	107	-25	-32	-15
장기차입금	-535	-21	-21	-121	-121
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-125	-147	-72	-77	-83
기타	-381	-164	-57	-72	-71
현금의 증감	165	1,224	545	181	-296
기초 현금	3,539	3,704	4,928	5,473	5,654
기말 현금	3,704	4,928	5,473	5,654	5,358
NOPLAT	512	541	1,571	2,085	2,624
FCF	351	453	1,806	2,317	2,851

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이경연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.06.16	26.05.22	26.05.17	26.04.30	26.04.23	26.04.22
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	2,220,000	1,920,000	1,920,000	1,920,000	1,920,000	1,370,000
과다율(평균%)		(11.90)	(14.80)	(13.26)	(17.98)	(5.79)
과다율(최대/최소%)		14.74	(5.36)	(5.36)	(16.88)	(23.43)

제시일자	26.04.06	26.04.02	25.10.26	25.09.30	25.07.27	25.06.27
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,370,000	1,370,000	1,000,000	810,000	810,000	810,000
과다율(평균%)	(6.57)	(21.57)	(6.01)	(26.94)	(28.70)	(28.14)
과다율(최대/최소%)	4.96	(21.31)	27.80	(1.11)	(19.01)	(19.01)

제시일자	25.06.04	25.05.10	25.03.27	25.02.19	25.01.17	24.10.31
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	640,000	540,000	420,000	420,000	360,000	250,000
과다율(평균%)	(5.02)	(20.34)	(25.95)	(20.79)	(15.27)	(4.43)
과다율(최대/최소%)	4.69	(5.56)	(10.48)	(10.48)	(0.14)	20.00

제시일자	24.09.25	24.07.12	
투자이견	Buy	Buy	
목표주가	230,000	300,000	
과다율(평균%)	(17.53)	(46.38)	
과다율(최대/최소%)	(8.70)	(20.17)	

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260613)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상