

두산 (000150)

광모듈 시대의 숨겨진 주역

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

2Q26 Preview: 압도적인 마진을 유지

두산 전자BG의 2Q26 실적은 매출액 6,510억원(+36.7% YoY), 영업이익 2,000억원(+46.8% YoY, OPM 30.7%)을 전망한다. 주요 원자재 가격 상승 부담에도 불구하고, 업계 전반의 공급 부족을 기반으로 전방위적인 가격 전가가 이뤄지면서 1Q26에 이어 압도적인 수익성이 유지될 것으로 기대된다. 특히 기존에는 북미 NV사향 제품의 ASP 상승이 제한적이었던 점이 부담 요인으로 작용했으나, 6월부터 신제품향 납품이 시작되면서 관련 ASP도 상승한 것으로 파악된다. 또한 1Q26에 이어 광모듈향 매출도 견조한 흐름을 유지하고 있으며, 로우엔드 제품군 내에서도 수익성이 높은 광모듈향 제품 비중이 확대되면서 전사 수익성 개선에 기여할 전망이다.

CCL/PCB: 광모듈 시대의 숨겨진 병목, 그 중심의 두산 전자BG

AI 클러스터의 대형화는 고속 광통신 수요를 구조적으로 확대시키고 있으며, 광모듈은 AI 데이터센터 내 고속 인터커넥트의 핵심 인프라로 자리 잡고 있다. 특히 광모듈 수요가 기존 400G에서 800G 중심으로 전환되고 1.6T 제품 도입까지 가속화되면서 PCB 설계 구조 고도화, CCL 소재 스펙 상향 및 탑재량 증가가 동시에 요구되고 있으며, 이에 따라 PCB와 CCL은 광모듈 시장의 핵심 병목 요인으로 부상하고 있다. 실제로 브로드컴은 광통신 시장의 핵심 병목으로 PCB를 지목하고 광모듈 PCB 리드 타임이 기존 6주에서 최대 6개월까지 확대되었음을 언급했다.

광모듈 PCB의 경우 800G 도입과 함께 mSAP 공정이 주류로 활용되는 가운데, 층수도 빠르게 증가하고 있다. 800G 제품은 12~14층, 1.6T 제품은 16층 수준까지 높아질 것으로 예상된다. 이에 따라 CCL은 탑재량 증가와 스펙 상향이 동시에 나타날 전망이다. 기존 M6 중심의 수요는 M7, M8 등 Df 0.002 이하의 초저손실 등급으로 점진적으로 이동하고 있으며, 향후 3.2T 제품에서는 M9 등급 소재까지 사용될 것으로 예상된다. 현재 두산 전자BG는 광모듈 CCL 시장에서 가장 높은 점유율을 확보하고 있는 것으로 파악된다. 광모듈향 매출액은 1Q26 기준 344억원을 기록하며 전년 대비 10배 이상 증가했으며, '26년 연간 매출액은 전년 대비 4.2배 증가한 1,530억원으로 전망한다. 광모듈 고도화에 따른 PCB·CCL 병목이 구조적으로 심화되는 가운데, 광모듈향 CCL은 두산 전자BG의 새로운 성장동력으로 부각될 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 260만원으로 상향 제시

투자의견 Buy를 유지, 적정주가는 전자BG 실적 추정치 상향을 반영해 260만원으로 제시한다. 전자BG가 타 CCL 업체들과 동일한 업황 업사이클을 공유하고 있으며, 압도적인 수익성을 기록하고 있음에도 두산의 상대적으로 부진한 주가 흐름이 지속되고 있다. 현 주가 기준 두산 시가총액에 내재된 전자BG의 기업가치는 여전히 저평가 구간에 있으며, 향후 전자BG 재평가를 통한 주가 상승 여력이 충분하다고 판단한다.

Meritz Research 2026. 6. 23

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

| | |
|-------------|------------|
| 적정주가 (12개월) | 2,600,000원 |
| 현재주가 (6.22) | 1,631,000원 |
| 상승여력 | 59.4% |

표1 두산 전자BG 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

| (십억원) | 2026E | | | 2027E | | |
|----------|----------------|---------|----------|----------------|---------|----------|
| | 신규 추정치 | 기존 추정치 | (% diff) | 신규 추정치 | 기존 추정치 | (% diff) |
| 매출액 | 2,681.8 | 2,651.3 | 1.1% | 3,405.1 | 3,109.0 | 9.5% |
| 영업이익 | 819.5 | 803.0 | 2.1% | 1,097.1 | 963.1 | 13.9% |
| 세전이익 | 827.7 | 811.0 | 2.1% | 1,108.1 | 972.8 | 13.9% |
| 순이익 | 662.1 | 648.8 | 2.1% | 886.5 | 778.2 | 13.9% |
| 영업이익률(%) | 30.6% | 30.3% | | 32.2% | 31.0% | |
| 세전이익률(%) | 30.9% | 30.6% | | 32.5% | 31.3% | |
| 순이익률(%) | 24.7% | 24.5% | | 26.0% | 25.0% | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 두산 실적 테이블

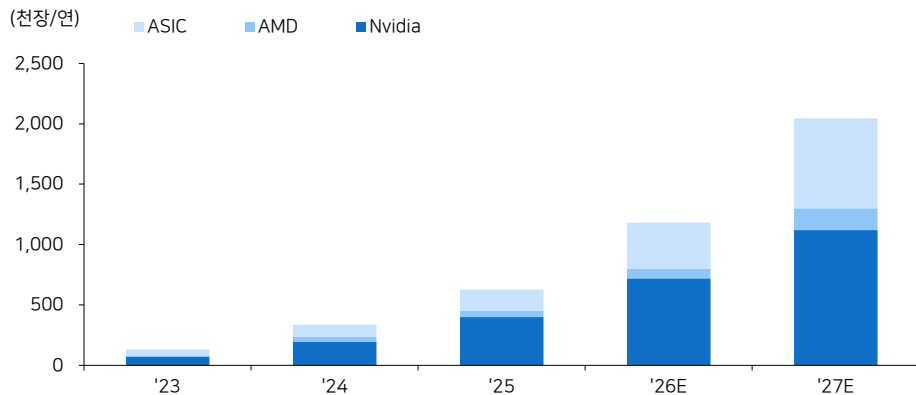
| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E | 2027E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 환율(원) | 1,452.9 | 1,401.4 | 1,390.0 | 1,450.0 | 1,465.0 | 1,480.0 | 1,475.0 | 1,440.0 | 1,423.6 | 1,465.0 | 1,410.0 |
| 연결 매출액 | 4,298.7 | 5,346.4 | 4,452.4 | 5,686.7 | 5,060.3 | 5,422.2 | 4,736.8 | 5,884.6 | 19,784.1 | 21,104.0 | 24,330.7 |
| (%, QoQ) | -17.3% | 24.4% | -16.7% | 27.7% | -11.0% | 7.2% | -12.6% | 24.2% | | | |
| (%, YoY) | -3.7% | 16.4% | 14.8% | 9.4% | 17.7% | 1.4% | 6.4% | 3.5% | 9.1% | 6.7% | 15.3% |
| 두산 자체 | 485.0 | 558.6 | 524.1 | 653.4 | 702.3 | 731.8 | 757.9 | 829.4 | 2,221.1 | 3,021.4 | 3,751.3 |
| 전자BG | 402.9 | 476.2 | 439.9 | 556.7 | 617.3 | 651.0 | 677.5 | 736.0 | 1,875.7 | 2,681.8 | 3,405.1 |
| 반도체 | 60.4 | 81.0 | 83.6 | 83.5 | 86.4 | 97.6 | 108.4 | 117.8 | 308.5 | 410.2 | 527.8 |
| 모바일 | 45.1 | 52.4 | 57.2 | 50.1 | 49.4 | 52.1 | 47.4 | 51.5 | 204.8 | 200.4 | 204.3 |
| 네트워크 | 219.6 | 252.4 | 206.8 | 328.5 | 370.4 | 397.1 | 426.8 | 471.0 | 1007.2 | 1665.3 | 2256.9 |
| 로우엔드 | 77.8 | 90.5 | 92.4 | 94.6 | 111.1 | 104.2 | 94.9 | 95.7 | 355.3 | 405.8 | 416.1 |
| 두산에너빌리티 | 3,748.6 | 4,569.0 | 3,880.4 | 4,859.9 | 4,261.1 | 4,396.4 | 3,736.6 | 4,675.5 | 17,057.9 | 17,069.6 | 19,615.5 |
| 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 | 74.1 | 270.5 | 217.8 | 352.5 | 441.4 | 914.8 | 821.5 |
| 영업이익 | 198.5 | 357.8 | 231.3 | 275.2 | 340.8 | 502.7 | 352.5 | 612.1 | 1,062.7 | 1,808.1 | 2,786.6 |
| (%, QoQ) | -5.0% | 80.3% | -35.4% | 19.0% | 23.8% | 47.5% | -29.9% | 73.6% | | | |
| (%, YoY) | -19.3% | 6.2% | 109.9% | 31.7% | 71.7% | 40.5% | 52.4% | 122.4% | 17.8% | 70.1% | 54.1% |
| 두산 자체 | 121.1 | 142.1 | 108.7 | 131.8 | 187.7 | 204.7 | 215.9 | 227.6 | 503.7 | 835.9 | 1,119.1 |
| 전자BG | 116.1 | 136.2 | 103.9 | 128.7 | 185.6 | 200.0 | 210.9 | 223.0 | 484.9 | 819.5 | 1,097.1 |
| 두산 에너빌리티 | 142.5 | 271.1 | 137.1 | 212.1 | 233.5 | 226.7 | 199.3 | 317.2 | 762.7 | 976.7 | 1,517.7 |
| 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 | -263.8 | -126.4 | -271.2 | -153.0 | -659.8 | -814.5 | -951.8 |
| 전자BG 영업이익률 | 28.8% | 28.6% | 23.6% | 23.1% | 30.1% | 30.7% | 31.1% | 30.3% | 25.9% | 30.6% | 32.2% |

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

| 표3 CoWoS 생산능력 추이 및 전망 | | | | | | | |
|--|-------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|-----------------------|
| 구분 | 업체 | '23 | '24 | '25E | '26E | '27E | 비고 |
| GPU | Total | 80.0 | 237.0 | 452.0 | 800.0 | 1300.0 | |
| | Nvidia | 70.0 | 192.0 | 400.0 | 720.0 | 1120.0 | |
| | (YoY) | | 174.3% | 108.3% | 80.0% | 55.6% | |
| | CoWoS-S/R | 70.0 | 97.0 | 30.0 | 5.0 | 0.0 | Hopper + Vera CPU |
| | CoWoS-L | 0.0 | 30.0 | 355.0 | 675.0 | 995.0 | Blackwell + Rubin |
| | Ouside TSMC (CoWoS-S/R) | 0.0 | 65.0 | 15.0 | 40.0 | 125.0 | Vera Cpu |
| | AMD | 10.0 | 45.0 | 52.0 | 80.0 | 180.0 | |
| | (YoY) | | 350.0% | 15.6% | 53.8% | 125.0% | |
| ASIC | Total | 49.0 | 97.0 | 176.0 | 380.0 | 745.0 | |
| | (YoY) | | 98.0% | 81.4% | 115.9% | 96.1% | |
| | Broadcom | 40.0 | 70.0 | 96.0 | 250.0 | 425.0 | |
| | CoWoS-S | 40.0 | 70.0 | 91.0 | 220.0 | 260.0 | TPU (미디어텍 이원화) |
| | Ouside TSMC (CoWoS-S) | 0.0 | 0.0 | 5.0 | 10.0 | 70.0 | Networking |
| | CoWoS-L (MITA2) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 20.0 | 95.0 | TPUv9 + MTIA + Titan2 |
| | AWS (Alchip) | 7.0 | 14.0 | 5.0 | 65.0 | 165.0 | Tranium2 + Tranium3 |
| | Marvell | 2.0 | 13.0 | 75.0 | 35.0 | 30.0 | Microsoft MAIA2 할당 |
| Mediatek | | | | 30.0 | 125.0 | TPUv8AX부터 진입 | |
| Others | 5.0 | 16.0 | 24.0 | 35.0 | 50.0 | | |
| Overall Total CoWoS Consumption | | 134.0 | 350.0 | 652.0 | 1,215.0 | 2,095.0 | |
| YoY | | | 161.2% | 86.3% | 86.3% | 72.4% | |
| Total TSMC | | 134.0 | 285.0 | 632.0 | 1,175.0 | 1,970.0 | |
| YoY | | | 112.7% | 121.8% | 85.9% | 67.7% | |
| Total Others | | | 65.0 | 20.0 | 40.0 | 125.0 | |

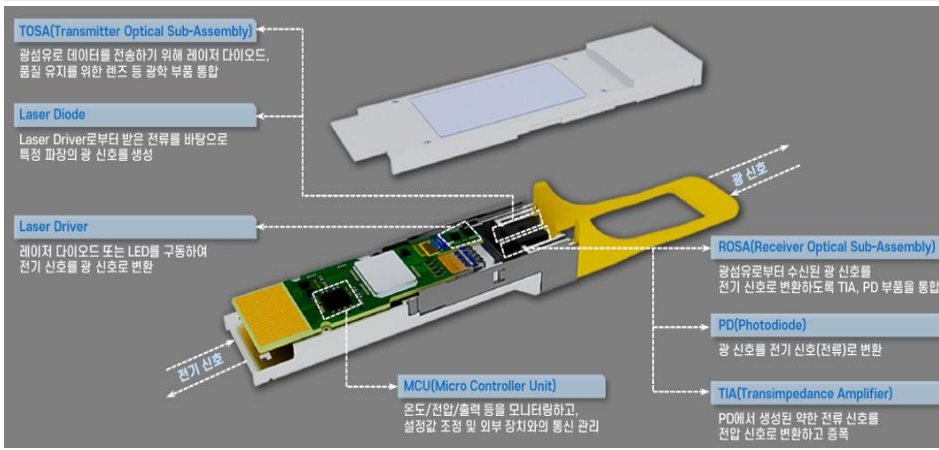
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 고객사별 TSMC CoWoS Capa Allocation 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 광트랜시버(EX. QSFP28 Type) 구조 및 역할



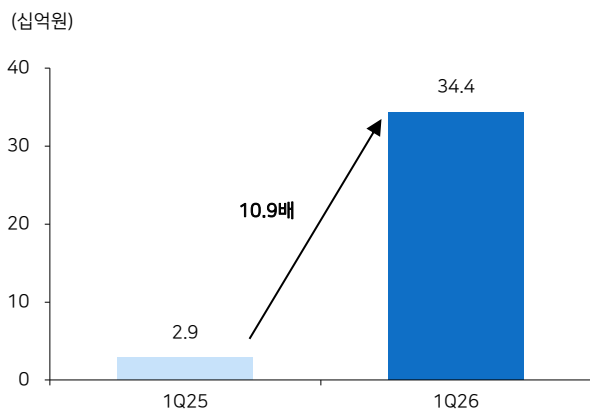
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 광모듈용 PCB/CCL 스펙 비교

| 구분 | 400G | 800G | 1.6T |
|----------|------------------------|--------------------------|---------------------|
| Layers | 10-12L / 2-3 press HDI | 12-14L, 4-8L mSAP or HDI | 14-16L / 6-10L mSAP |
| Process | HDI | HDI or mSAP | mSAP |
| CCL Spec | M6 | M7(LDK1) / M7+ (LDK2) | M7+ / M8 (LDK2) |

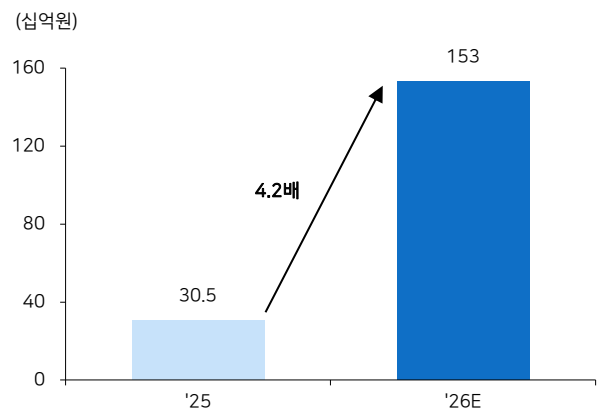
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산 전자BG 광모듈용 매출액 비교(1)



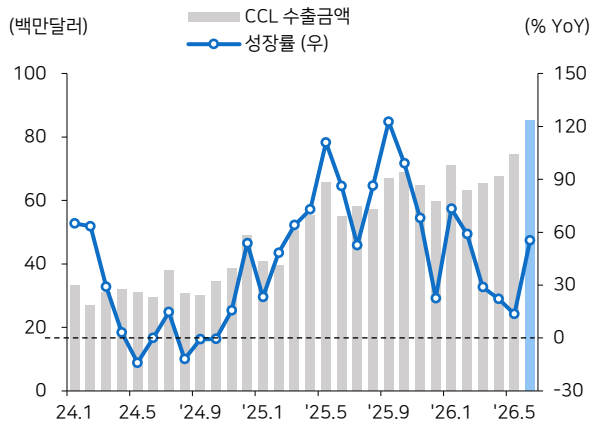
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림4 두산 전자BG 광모듈용 매출액 비교(2)



자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 CCL 수출금액



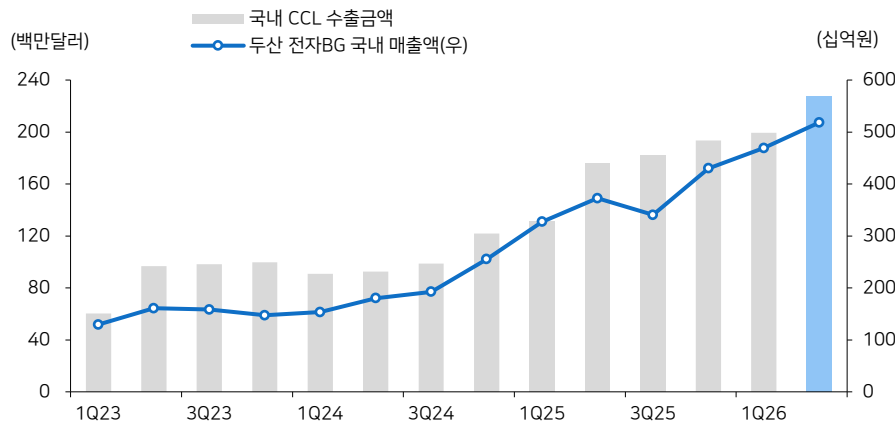
주: 6월은 1~20일 기준 30일로 환산
 자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림6 종량 기준 CCL 수출단가 추이



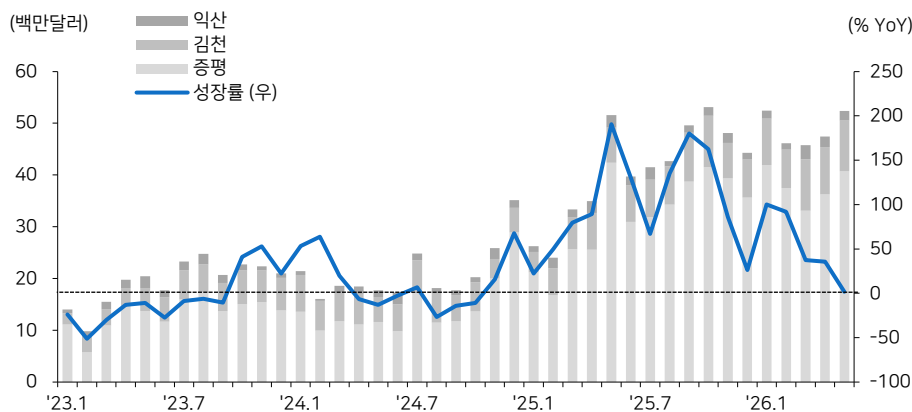
주: 6월은 1~20일 기준 30일로 환산
 자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 CCL 수출금액과 두산 전자BG 국내 매출액 추이 (상관관계: 0.97)



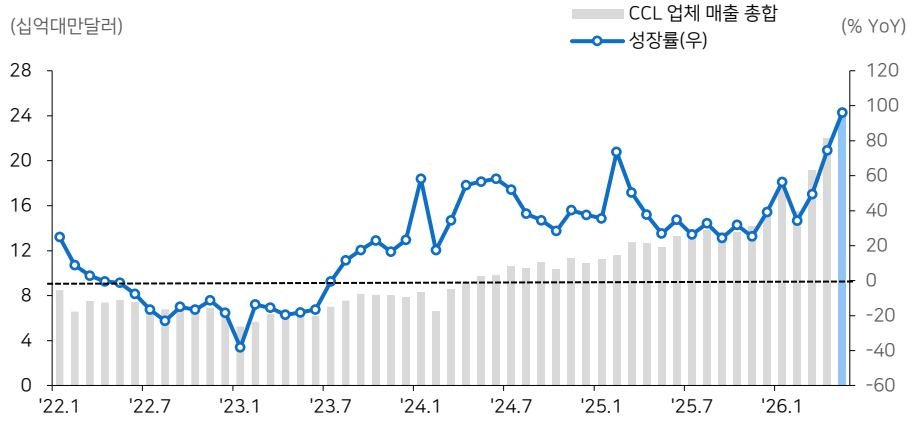
주: 두산 전자BG 2Q26 매출액은 당사 예상치
 자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림8 두산 지역별 CCL 수출금액 추이 (증평 + 김천 + 익산)



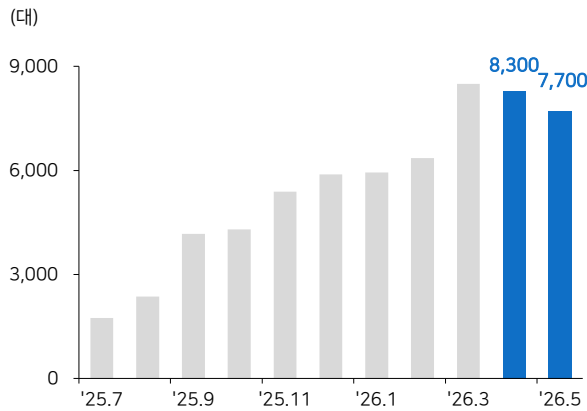
주: 증평: 네트워크, 김천: 반도체 + 네트워크, 익산: 모바일
 자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림9 대만 CCL(EMC, TUC, ITEQ) 업체 합산 매출액 추이 총합



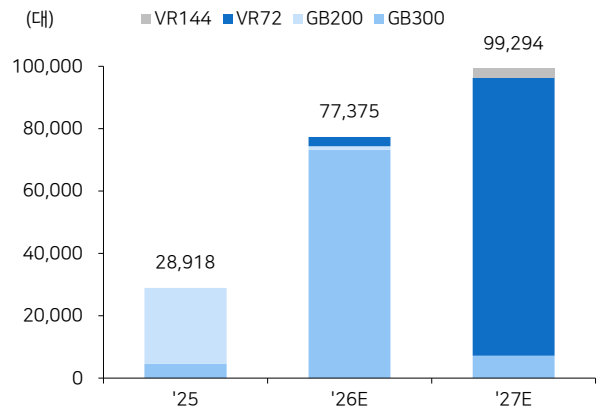
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림10 GB Racks(NVL72) 출하량 추이



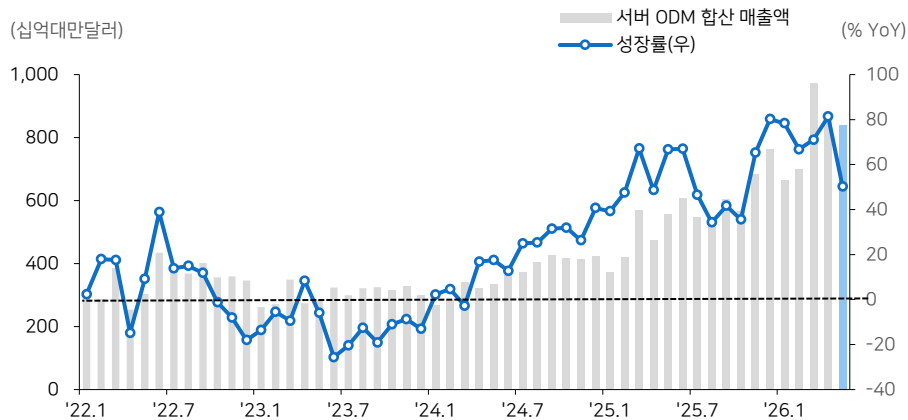
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 NVL 서버랙 출하량 전망



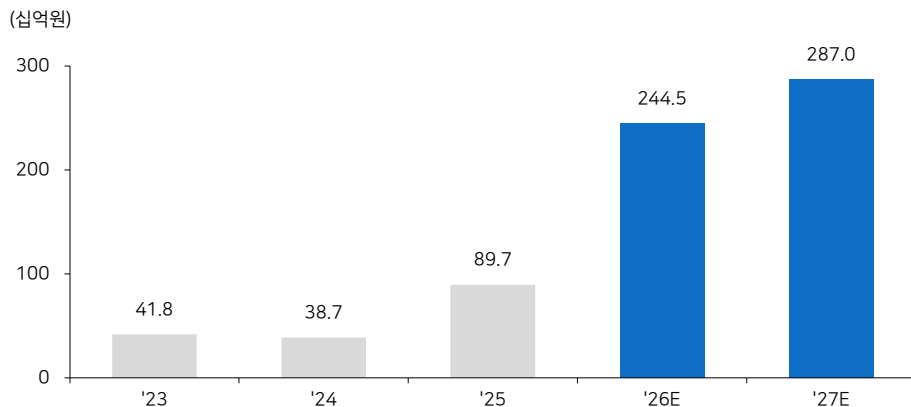
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 대만 ODM 업체 합산 매출액 추이 총합



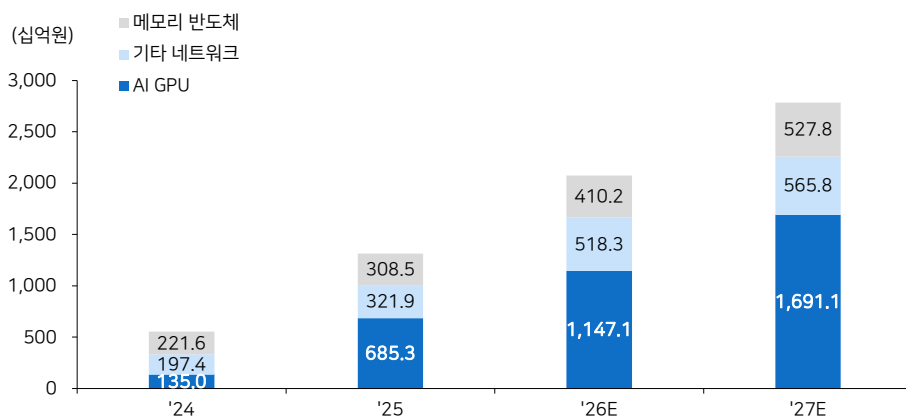
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 두산 전자BG Capex 추이 및 가이드스



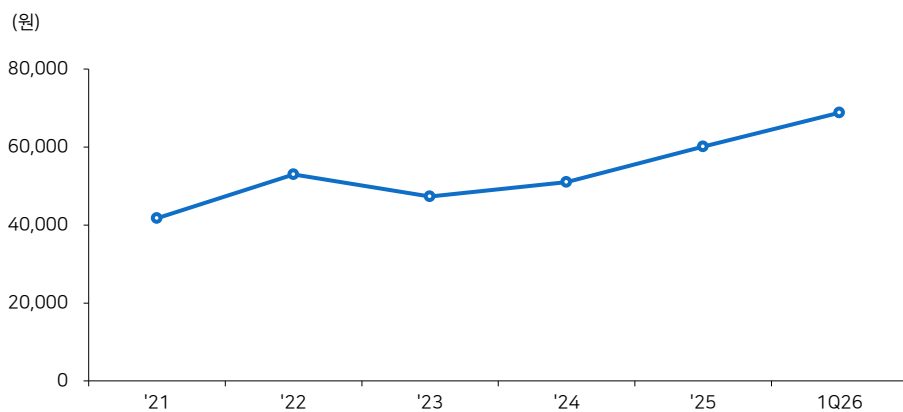
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림14 두산 전자BG 반도체·네트워크 매출액 추이 및 전망



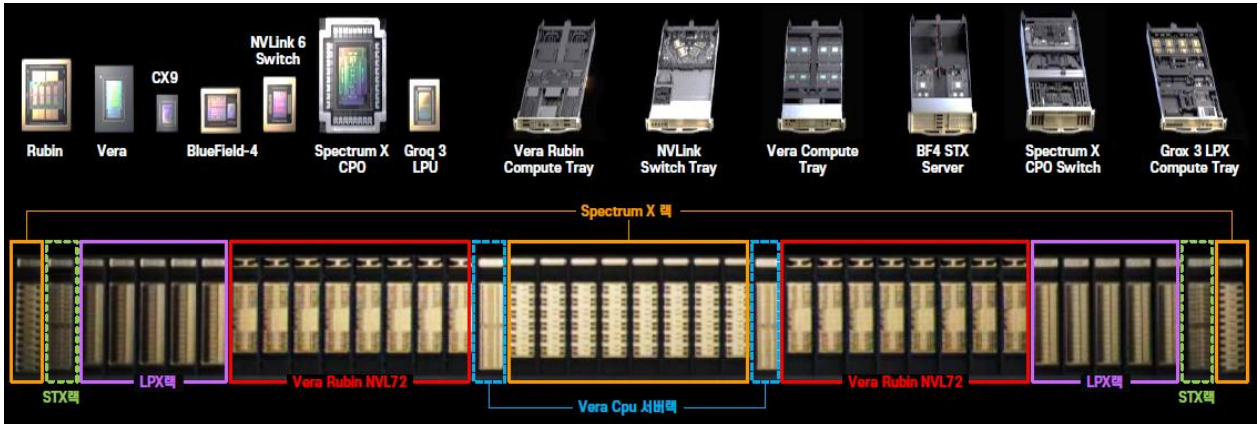
주: TSMC CoWoS Capa 기준
 자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림15 두산 전자BG CCL ASP 추이



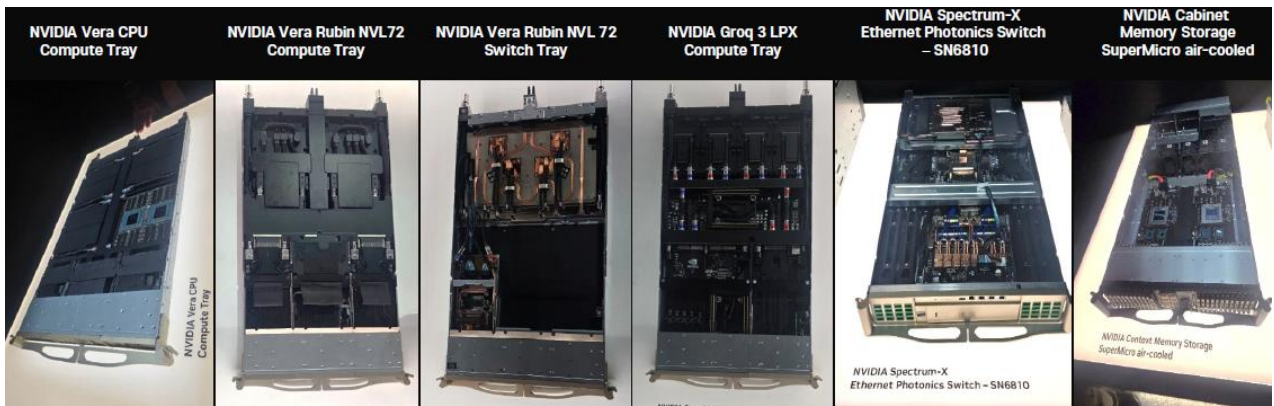
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Nvidia, AI 하드웨어 구조를 Chip → Tray → Rack → Pod으로 확장



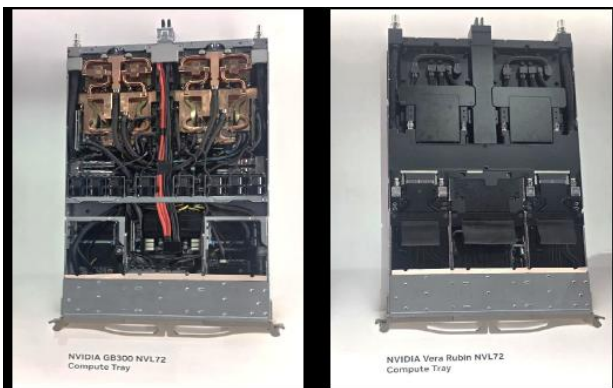
자료: GTC2026, 메리츠증권 리서치센터

그림17 하드웨어 세분화/계층화 → 다수의 Tray 등장 → PCB/CCL 수요 확대로 연결



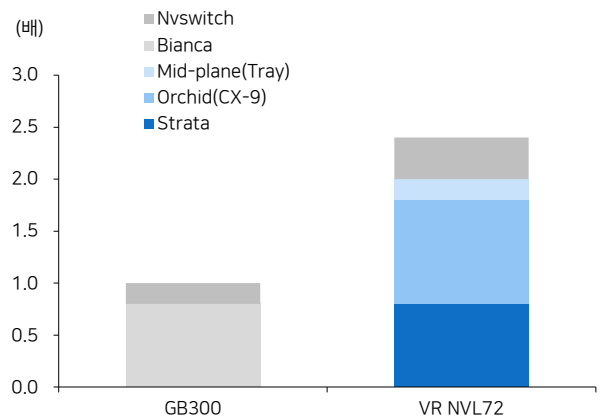
자료: GTC2026, 메리츠증권 리서치센터

그림18 Vera Rubin부터 적용되는 Cableless 구조



자료: GTC2026, 메리츠증권 리서치센터

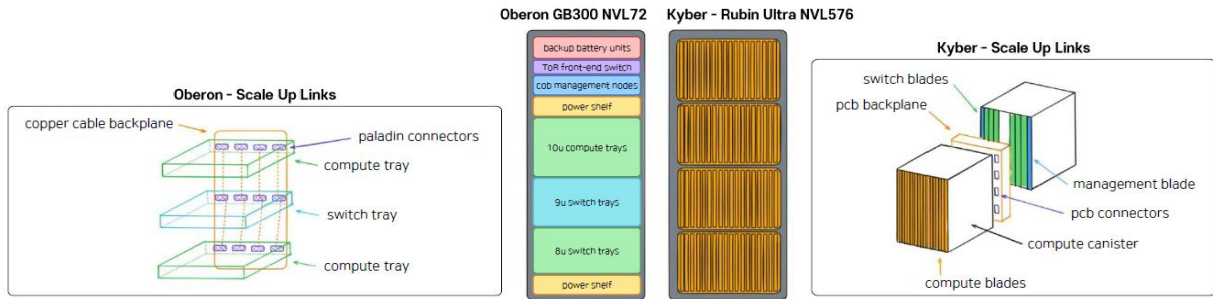
그림19 하이엔드 PCB/CCL 사용 증가로 연결



주: 단일 트레이 기준 하이엔드 PCB 사용량 비교

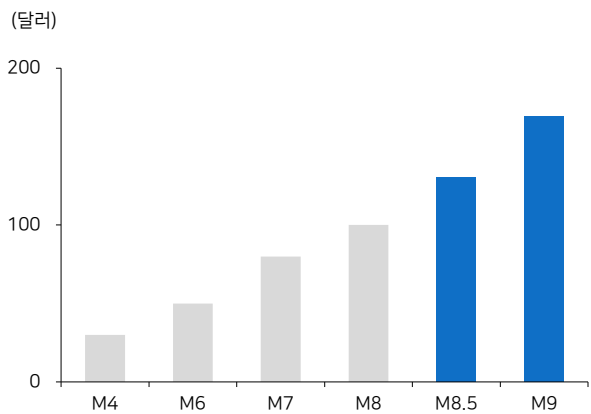
자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림20 Oberon(GB200/300 NVL72) vs Kyber(Vera Rubin Ultra NVL144 구조) 비교



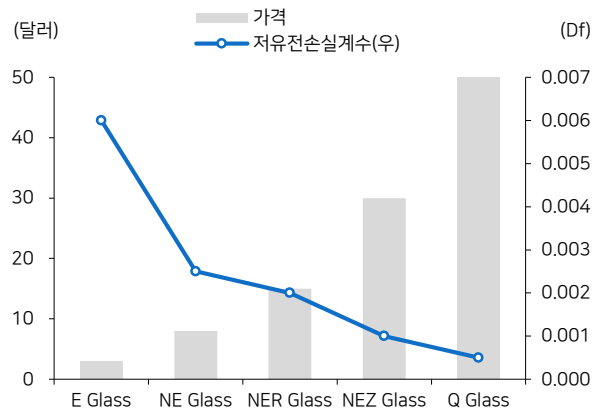
주: Kyber랙부터는 Copper Cable backplane이 PCB Backplane으로 변경
 자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림21 CCL 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

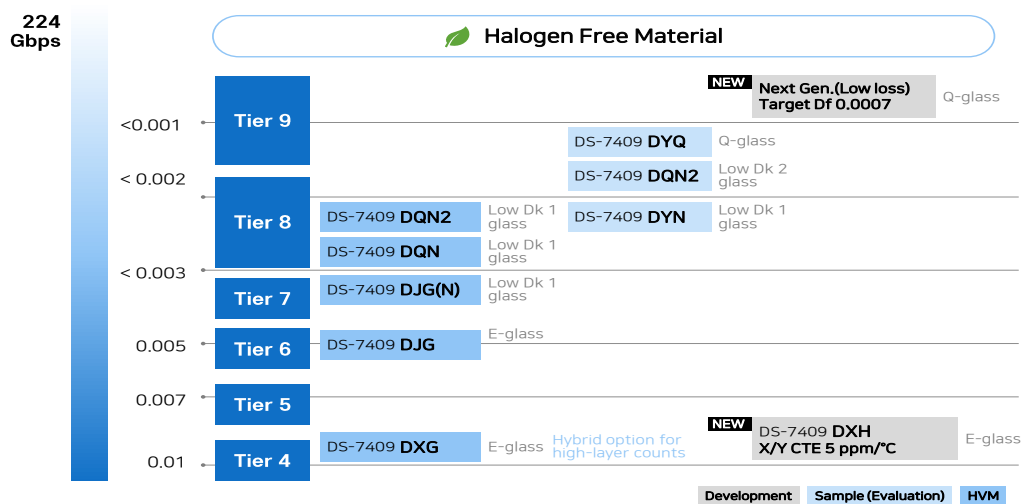
그림22 유리섬유 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 두산 전자BG 네트워크용 CCL 제품 구성

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

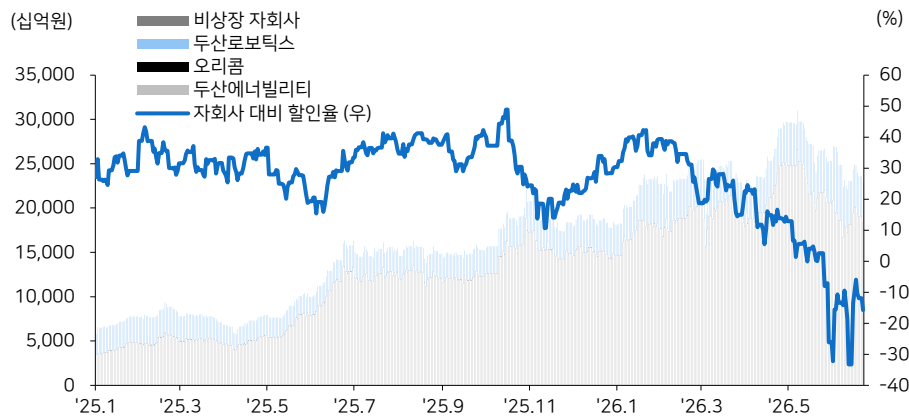


자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

| 표5 두산 Valuation Table | | | | | |
|------------------------------|--------------|--------------------|---------|------------------|----------------------------------|
| 구분 | | 시가총액, 장부가액 등 (십억원) | 지분율 (%) | Value (십억원) | 비고 |
| 영업가치 | | | | | |
| 전자BG | | 951 | 100.0% | 30,915.2 | '27E 순이익 * EMC와 TUC 평균 PER 32.5배 |
| 지분가치 | | | | | |
| 상장 자회사 | 두산에너지빌리티 | 63,898 | 30.4% | 19,418 | 최근 1개월 평균 증가 기준 |
| | 오리콤 | 61 | 60.9% | 37 | 최근 1개월 평균 증가 기준 |
| | 두산로보틱스 | 7,701 | 68.2% | 5,251 | 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 | | | | 5,054 | 80% 할인 적용 |
| 합계 (a) | | | | 35,969 | |
| 순차입금 (b) | | | | 1,89 | 1Q26말 기준 두산(별도) 순차입금 |
| 적정시가총액(십억원) | | | | 35,780 | |
| 유통주식수 (주) | | | | 13,852,969 | 발행주식수(1,652만주)에 자사주 소각 반영 |
| 적정 주가 (fair value, 원) | | | | 2,582,868 | |
| 적정 주가 ('0000 rounding, 원) | | | | 2,600,000 | |
| 현재 주가 (원) | | | | 1,631,000 | 6/22일 기준 증가 |
| 과리율(%) | | | | 59.4 | |

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림24 두산 지주, 자회사 지분 대비 할인율 추이



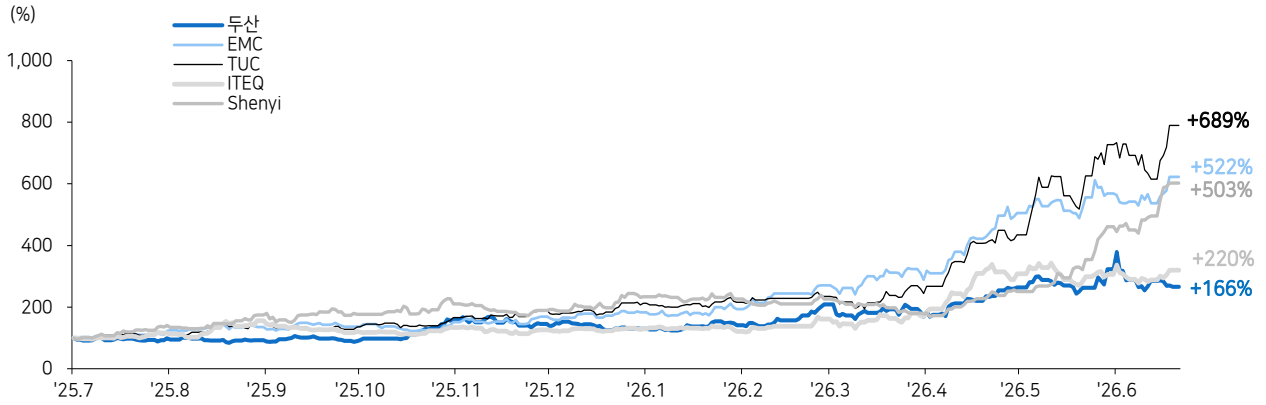
주: 1) 두산에너지빌리티, 오리콤, 두산로보틱스는 보유 지분에 따른 시가총액 기준
 2) 비상장 자회사는 장부가액 기준
 자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

| 표6 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------|------------------|---------|-------|---------|-------|--------|--------|------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|
| | | 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 | 2026E | 2027E |
| ABF Substrate | 삼성전기 | 166,418 | 129.1 | 71.5 | 15.9 | 13.3 | 71.1 | 80.5 | 12.9 | 19.1 | 13,547 | 16,812 | 1,619 | 2,947 | 62.4 | 39.8 | |
| | Ibiden | 46,042 | 107.4 | 73.6 | 12.1 | 10.5 | 1.3 | 46.1 | 11.6 | 16.5 | 3,217 | 4,012 | 616 | 952 | 40.0 | 27.7 | |
| | Kinsus | 13,263 | 84.0 | 40.4 | 9.8 | 8.3 | 174.8 | 107.7 | 12.1 | 20.3 | 1,652 | 2,261 | 215 | 422 | 29.3 | 21.9 | |
| | Nanya PCB | 17,654 | 66.8 | 29.1 | 10.6 | 8.9 | 323.4 | 129.5 | 17.5 | 33.1 | 1,847 | 2,709 | 319 | 742 | 31.6 | 17.3 | |
| | Unimicron | 50,495 | 65.9 | 32.9 | 13.1 | 10.2 | 242.7 | 100.4 | 20.3 | 33.1 | 5,764 | 8,045 | 800 | 1,831 | 35.1 | 19.7 | |
| | 대덕전자 | 7,660 | 40.6 | 28.7 | 7.4 | 6.0 | 287.8 | 41.3 | 19.4 | 22.6 | 1,504 | 1,802 | 236 | 330 | 22.6 | 17.4 | |
| MLCC | 삼성전기 | 166,418 | 129.1 | 71.5 | 15.9 | 13.3 | 71.1 | 80.5 | 12.9 | 19.1 | 13,547 | 16,812 | 1,619 | 2,947 | 62.4 | 39.8 | |
| | Murata | 148,721 | 69.0 | 49.9 | 7.8 | 7.0 | 29.6 | 38.5 | 11.7 | 15.2 | 12,415 | 14,281 | 2,566 | 3,535 | 39.0 | 30.0 | |
| | Taiyo Yuden | 14,145 | 84.9 | 49.6 | 6.2 | 5.7 | 62.7 | 71.1 | 7.9 | 12.7 | 2,436 | 2,749 | 241 | 400 | 26.8 | 20.2 | |
| | TDK | 48,846 | 32.8 | 28.4 | 3.3 | 3.1 | 12.0 | 15.4 | 10.4 | 11.4 | 16,588 | 17,670 | 1,946 | 2,265 | 13.6 | 11.9 | |
| | Yageo | 69,763 | 58.2 | 39.5 | 10.6 | 6.8 | 56.6 | 47.2 | 19.8 | 25.6 | 5,451 | 6,936 | 1,459 | 2,174 | 39.9 | 28.2 | |
| | 삼화콘덴서 | 1,736 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | |
| MLB | 이수페타시스 | 8,655 | 31.1 | 21.4 | 8.3 | 6.1 | 55.4 | 45.2 | 30.5 | 32.8 | 1,563 | 2,085 | 330 | 497 | 21.7 | 15.2 | |
| | 대덕전자 | 7,660 | 40.6 | 28.7 | 7.4 | 6.0 | 287.8 | 41.3 | 19.4 | 22.6 | 1,504 | 1,802 | 236 | 330 | 22.6 | 17.4 | |
| | Unimicron | 50,495 | 65.9 | 32.9 | 13.1 | 10.2 | 242.7 | 100.4 | 20.3 | 33.1 | 5,764 | 8,045 | 800 | 1,831 | 35.1 | 19.7 | |
| | Victory Giant | 52,878 | 37.2 | 20.9 | 10.6 | 7.6 | 107.8 | 77.6 | 30.8 | 38.1 | 4,990 | 8,514 | 1,549 | 2,754 | 30.0 | 16.9 | |
| | WUS(Kunshan) | 41,306 | 48.0 | 29.5 | 14.0 | 9.8 | 61.9 | 62.7 | 28.0 | 32.4 | 4,152 | 6,314 | 1,079 | 1,771 | 33.8 | 20.3 | |
| | Shennan Circuits | 46,134 | 60.3 | 41.4 | 14.3 | 10.7 | 64.2 | 45.9 | 26.3 | 29.4 | 4,617 | 5,973 | 860 | 1,219 | 41.7 | 30.5 | |
| | Gold Circuit | 22,809 | 36.1 | 22.3 | 15.1 | 11.5 | 95.2 | 61.9 | 51.3 | 58.9 | 3,159 | 4,515 | 917 | 1,485 | 22.3 | 15.5 | |
| | TTM Tech | 22,477 | 53.4 | 40.7 | 11.7 | 10.0 | 134.2 | 31.3 | 21.8 | 22.3 | 4,002 | 4,706 | 557 | 709 | 33.7 | 27.2 | |
| PCB | LGI노텍 | 26,744 | 33.7 | 28.0 | 4.1 | 3.6 | 115.5 | 20.1 | 12.8 | 13.4 | 24,234 | 26,009 | 1,104 | 1,297 | 12.7 | 11.6 | |
| | 코리아써키트 | 2,772 | 24.2 | 16.6 | 5.7 | 4.4 | 156.9 | 46.0 | 23.0 | 26.0 | 1,830 | 2,179 | 142 | 217 | 15.2 | 11.6 | |
| | 심텍 | 5,020 | 38.7 | 21.9 | 7.0 | 5.4 | -164.4 | 76.5 | 21.1 | 27.6 | 1,920 | 2,297 | 172 | 294 | 21.8 | 14.7 | |
| | 티엘비 | 841 | 25.0 | 18.2 | 4.0 | 3.5 | 70.9 | 37.5 | 23.1 | 23.1 | 363 | 469 | 56 | 81 | 14.0 | 9.8 | |
| | 대덕전자 | 7,660 | 40.6 | 28.7 | 7.4 | 6.0 | 287.8 | 41.3 | 19.4 | 22.6 | 1,504 | 1,802 | 236 | 330 | 22.6 | 17.4 | |
| | 해성디에스 | 1,460 | 18.0 | 13.8 | 2.3 | 2.0 | 222.0 | 30.6 | 13.5 | 15.5 | 814 | 921 | 103 | 131 | 10.0 | 8.1 | |
| | Tripod Tech | 9,407 | 20.3 | 15.6 | 4.8 | 4.2 | 41.3 | 29.9 | 24.6 | 27.4 | 3,050 | 3,623 | 599 | 783 | 11.9 | 9.7 | |
| AI CCL | EMC | 66,003 | 63.4 | 33.1 | 29.2 | 19.7 | 116.9 | 91.5 | 50.2 | 60.5 | 5,408 | 8,958 | 1,359 | 2,645 | 46.4 | 24.9 | |
| | TUC | 17,350 | 59.7 | 31.9 | 22.5 | 15.4 | 158.3 | 87.2 | 45.0 | 56.0 | 1,834 | 2,863 | 398 | 718 | 40.9 | 24.4 | |
| | ITEQ | 3,541 | 40.7 | 25.1 | 5.0 | 4.4 | 79.3 | 62.1 | 13.1 | 19.6 | 1,437 | 1,775 | 137 | 218 | 18.9 | 13.5 | |
| | Shengyi Tech | 66,023 | 79.0 | 56.9 | 21.6 | 17.7 | 78.3 | 38.8 | 27.9 | 33.1 | 5,815 | 7,518 | 1,051 | 1,496 | 55.9 | 39.8 | |
| 소재/부품 | Ajinomoto | 37,249 | 43.7 | 36.8 | 8.1 | 8.0 | -5.0 | 18.9 | 17.7 | 20.5 | 10,624 | 11,260 | 1,248 | 1,457 | 21.6 | 19.3 | |
| | Nitto Boseki | 4,825 | 38.2 | 28.1 | 4.1 | 3.7 | 184.1 | -48.7 | 11.5 | 14.4 | 869 | 997 | 178 | 237 | 18.9 | 14.4 | |
| | MEC | 1,411 | 35.0 | 29.8 | 5.6 | 5.0 | 12.3 | 17.4 | 17.1 | 18.1 | 171 | 192 | 52 | 62 | 22.1 | 18.6 | |
| | Union Tool | 2,968 | 39.0 | 32.1 | 4.3 | 3.9 | 11.7 | 21.1 | n/a | n/a | 357 | 402 | 94 | 113 | 20.4 | 18.1 | |
| | Topoint | 2,665 | 67.2 | 31.2 | 12.0 | 13.7 | 211.7 | 115.3 | 15.5 | 41.5 | 243 | 427 | 61 | 130 | n/a | n/a | |
| | Dtech | 40,037 | 254.8 | 141.4 | 79.4 | 55.9 | 158.9 | 80.1 | 33.0 | 43.2 | 570 | 922 | 178 | 321 | 201.3 | 111.5 | |
| | 네오티스 | 334 | 27.4 | 12.9 | 5.4 | 4.0 | 154.5 | 113.0 | 20.3 | 33.8 | 103 | 164 | 19 | 34 | 15.0 | 8.6 | |
| | Mitsui mining | 18,795 | 33.4 | 29.5 | 6.3 | 5.4 | -6.7 | 13.1 | 20.4 | 19.6 | 5,288 | 5,515 | 721 | 848 | 20.8 | 17.8 | |

주: 국내 기업은 십억원, 해외 기업은 백만달러 단위

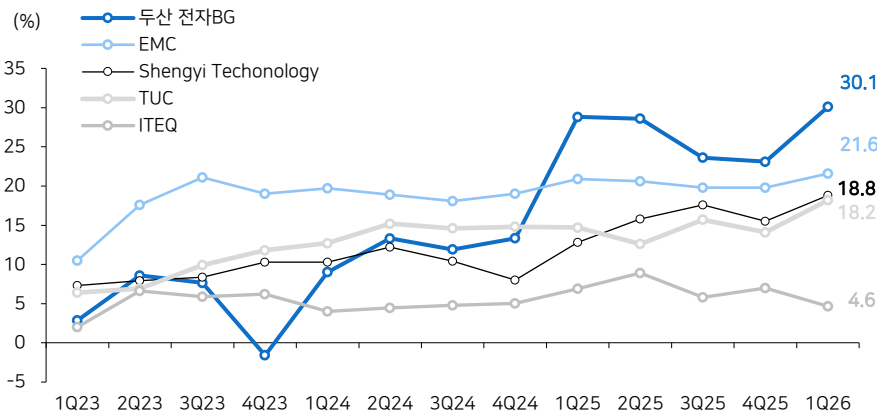
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 작년 중순 이후 글로벌 CCL 업체들 상대주가 비교



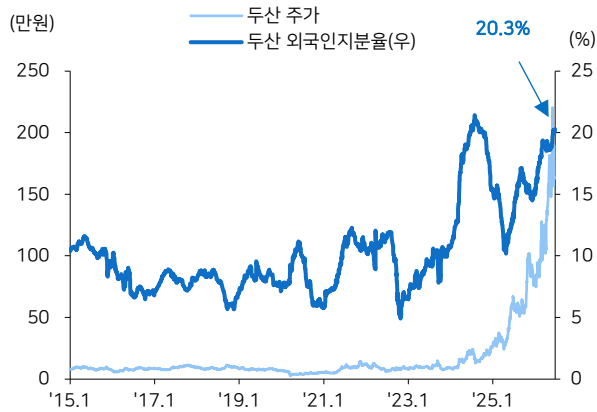
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 글로벌 주요 CCL 업체들 영업이익률 비교



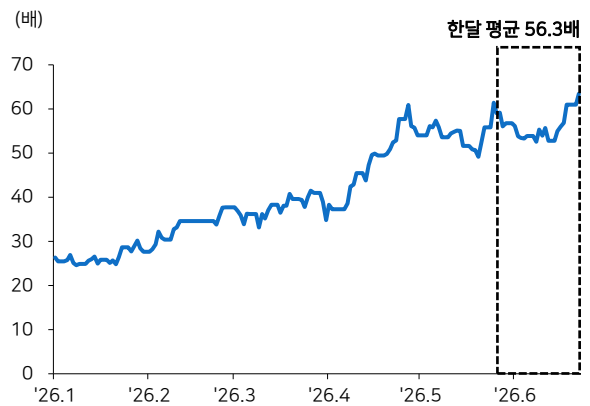
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 두산 외국인지분율 추이 (역대 최고 수준)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림28 EMC YTD 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

두산 (000150)

| | |
|------------|---------------------|
| KOSPI | 9,114.55pt |
| 시가총액 | 264,121억원 |
| 발행주식수 | 1,619만주 |
| 유동주식비율 | 42.93% |
| 외국인비중 | 20.50% |
| 52주 최고/최저가 | 2,203,000원/508,000원 |
| 평균거래대금 | 1,521.1억원 |

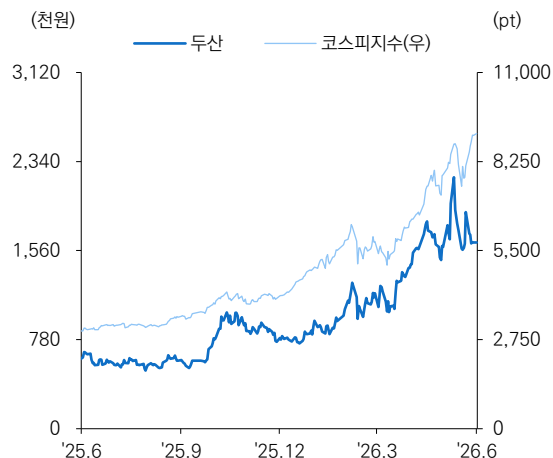
주요주주(%)

| | |
|------------|-------|
| 박정원 외 26 인 | 41.08 |
| 국민연금공단 | 9.98 |

주가상승률 (%)

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | 2.4 | 105.7 | 169.6 |
| 상대주가 | -11.8 | -7.3 | -10.6 |

주가그래프



Financial Data

| (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 | 1.24 | 7.2 | -22.7 | 152.4 |
| 2024 | 18,132.9 | 1,003.8 | -226.2 | -14,215 | -40.8 | 69,123 | -17.9 | 3.69 | 11.5 | -14.6 | 153.5 |
| 2025 | 19,784.1 | 1,062.7 | 75.8 | 3,549 | -125.0 | 73,954 | 220.0 | 10.56 | 16.3 | 5.0 | 169.1 |
| 2026E | 21,103.9 | 1,808.1 | 687.5 | 41,119 | 1,058.5 | 131,176 | 39.7 | 12.43 | 17.3 | 31.8 | 161.8 |
| 2027E | 24,330.7 | 2,786.6 | 1,479.3 | 90,018 | 118.9 | 197,091 | 18.1 | 8.28 | 12.3 | 42.7 | 159.9 |

두산 (000150)

Income Statement

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 19,130.1 | 18,132.9 | 19,784.1 | 21,103.9 | 24,330.7 |
| 매출액증가율(%) | 12.6 | -5.2 | 9.1 | 6.7 | 15.3 |
| 매출원가 | 15,885.1 | 15,170.7 | 16,370.9 | 17,067.1 | 19,088.2 |
| 매출총이익 | 3,245.1 | 2,962.1 | 3,413.2 | 4,036.9 | 5,242.5 |
| 판매관리비 | 1,808.8 | 1,958.4 | 2,350.5 | 2,228.7 | 2,455.9 |
| 영업이익 | 1,436.3 | 1,003.8 | 1,062.7 | 1,808.1 | 2,786.6 |
| 영업이익률(%) | 7.5 | 5.0 | 5.4 | 8.6 | 11.5 |
| 금융손익 | -400.6 | -216.1 | -389.6 | -169.7 | -40.7 |
| 총속/관계기업손익 | -42.3 | 27.9 | 26.3 | 15.8 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -542.4 | -222.6 | -209.2 | -348.0 | -80.0 |
| 세전계속사업이익 | 451.0 | 593.0 | 490.2 | 1,306.2 | 2,665.9 |
| 법인세비용 | 178.9 | 290.7 | 240.7 | 340.2 | 693.5 |
| 당기순이익 | 272.1 | 302.2 | 249.5 | 966.0 | 1,972.5 |
| 자배주주지분 손이익 | -388.3 | -226.2 | 75.8 | 687.5 | 1,479.3 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산 | 11,446.3 | 11,912.7 | 14,193.3 | 17,513.3 | 21,907.2 |
| 현금및현금성자산 | 3,539.2 | 3,704.1 | 4,927.9 | 5,676.7 | 7,442.8 |
| 매출채권 | 1,665.7 | 1,718.4 | 2,279.4 | 2,953.7 | 3,609.4 |
| 재고자산 | 2,927.1 | 3,136.4 | 3,010.5 | 3,928.5 | 4,800.6 |
| 비유동자산 | 16,840.5 | 18,230.4 | 18,734.5 | 19,381.8 | 19,607.7 |
| 유형자산 | 6,509.4 | 7,012.6 | 7,109.5 | 7,198.8 | 7,279.0 |
| 무형자산 | 8,031.7 | 8,547.4 | 8,833.8 | 9,070.0 | 8,990.5 |
| 투자자산 | 938.9 | 1,196.4 | 1,278.9 | 1,577.9 | 1,803.1 |
| 자산총계 | 28,286.8 | 30,143.1 | 32,927.8 | 36,895.1 | 41,515.0 |
| 유동부채 | 11,438.9 | 11,024.2 | 13,754.4 | 16,021.1 | 18,134.6 |
| 매입채무 | 2,694.1 | 2,495.1 | 3,537.3 | 3,660.5 | 4,473.1 |
| 단기차입금 | 1,717.5 | 3,081.1 | 3,985.9 | 4,415.8 | 4,415.8 |
| 유동성장기부채 | 2,270.9 | 790.8 | 1,593.2 | 2,085.5 | 2,085.5 |
| 비유동부채 | 5,641.2 | 7,229.4 | 6,939.1 | 6,781.7 | 7,405.3 |
| 사채 | 626.6 | 1,089.1 | 642.6 | 550.1 | 550.1 |
| 장기차입금 | 2,308.7 | 3,313.8 | 3,006.5 | 2,541.7 | 2,541.7 |
| 부채총계 | 17,080.1 | 18,253.6 | 20,693.5 | 22,802.9 | 25,539.9 |
| 자본금 | 123.7 | 123.7 | 123.7 | 123.7 | 123.7 |
| 자본잉여금 | 1,881.2 | 1,928.3 | 1,932.4 | 2,554.1 | 2,554.1 |
| 기타포괄이익누계액 | 599.6 | 688.9 | 746.7 | 800.8 | 800.8 |
| 이익잉여금 | 208.0 | -81.6 | -80.6 | 450.6 | 1,840.3 |
| 비자배주주지분 | 9,582.6 | 10,409.3 | 10,675.1 | 11,326.7 | 11,819.8 |
| 자본총계 | 11,206.7 | 11,889.5 | 12,234.3 | 14,092.3 | 15,975.1 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|----------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,908.7 | 307.8 | 981.9 | 676.2 | 2,887.5 |
| 당기순이익(손실) | 272.1 | 302.2 | 249.5 | 966.0 | 1,972.5 |
| 유형자산상각비 | 547.5 | 603.3 | 639.1 | 672.5 | 695.5 |
| 무형자산상각비 | 156.8 | 164.0 | 169.6 | 111.8 | 79.4 |
| 운전자본의 증감 | 432.7 | -1,052.6 | -697.5 | -1,337.7 | 140.1 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,106.3 | -994.8 | -430.4 | -1,150.9 | -1,120.7 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -583.9 | -710.4 | -570.1 | -709.2 | -775.7 |
| 투자자산의감소(증가) | -26.6 | -143.2 | -93.7 | -310.6 | -225.2 |
| 재무활동 현금흐름 | 636.3 | 573.9 | 700.0 | 1,099.2 | -0.7 |
| 차입금의 증감 | 184.7 | 1,406.3 | 1,035.6 | 495.2 | 88.9 |
| 자본의 증가 | 276.5 | 47.2 | 4.1 | 621.7 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 1,465.0 | 164.9 | 1,223.8 | 748.8 | 1,766.1 |
| 기초현금 | 2,074.2 | 3,539.2 | 3,704.1 | 4,927.9 | 5,676.7 |
| 기말현금 | 3,539.2 | 3,704.1 | 4,927.9 | 5,676.7 | 7,442.8 |

Key Financial Data

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 1,157,729 | 1,097,377 | 1,200,264 | 1,303,208 | 1,502,470 |
| EPS(자배주주) | -24,026 | -14,215 | 3,549 | 41,119 | 90,018 |
| CFPS | 140,780 | 127,486 | 142,443 | 168,714 | 233,450 |
| EBITDAPS | 129,547 | 107,177 | 113,535 | 160,087 | 219,935 |
| BPS | 75,846 | 69,123 | 73,954 | 131,176 | 197,091 |
| DPS | 2,000 | 2,000 | 4,000 | 5,000 | 5,000 |
| 배당수익률(%) | 2.1 | 0.8 | 0.5 | 0.3 | 0.3 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | -3.9 | -17.9 | 220.0 | 39.7 | 18.1 |
| PCR | 0.7 | 2.0 | 5.5 | 9.7 | 7.0 |
| PSR | 0.1 | 0.2 | 0.7 | 1.3 | 1.1 |
| PBR | 1.24 | 3.69 | 10.56 | 12.43 | 8.28 |
| EBITDA(십억원) | 2,140.6 | 1,771.0 | 1,871.4 | 2,592.4 | 3,561.6 |
| EV/EBITDA | 7.2 | 11.5 | 16.3 | 17.3 | 12.3 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -22.7 | -14.6 | 5.0 | 31.8 | 42.7 |
| EBITDA 이익률 | 11.2 | 9.8 | 9.5 | 12.3 | 14.6 |
| 부채비율 | 152.4 | 153.5 | 169.1 | 161.8 | 159.9 |
| 금융비용부담률 | 2.4 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| 이자보상배율(x) | 3.1 | 2.0 | 2.1 | 3.7 | 5.6 |
| 매출채권회전율(x) | 10.7 | 10.7 | 9.9 | 8.1 | 7.4 |
| 재고자산회전율(x) | 6.7 | 6.0 | 6.4 | 6.1 | 5.6 |

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 | Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -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 | -25.5 | -16.7 | |
| 2026.04.30 | 기업브리프 | Buy | 2,400,000 | 양승수 | -29.2 | -8.2 | |
| 2026.06.23 | 기업브리프 | Buy | 2,600,000 | 양승수 | - | - | |