



BUY(Maintain)

목표주가: 1,200,000원(상향)

주가(11/10): 939,000원

시가총액: 155,159억원



전기전자/디스플레이

Analyst 김소원

sowonkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/10)		4,073.24pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	1,018,000원	193,000원
최고/최저가 대비 등락률	-7.8%	386.5%
주가수익률	절대	상대
	1M	57.8%
	6M	172.2%
	1Y	301.3%
		39.9%
		72.2%
		149.4%

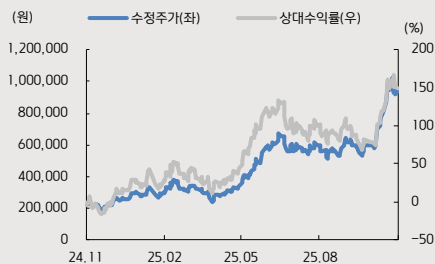
Company Data

발행주식수	16,524 천주
일평균 거래량(3M)	154천주
외국인 지분율	15.6%
배당수익률(25E)	0.4%
BPS(25E)	99,960원
주요 주주	박정원 외 26인 40.1%

투자지표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	19,130.1	18,132.9	19,448.8	21,356.7
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,239.2	1,841.8
EBITDA	2,140.6	1,771.0	2,075.3	2,684.3
세전이익	451.0	593.0	964.1	1,594.9
순이익	272.1	302.2	547.4	905.5
지배주주지분순이익	-388.3	-226.2	164.2	271.6
EPS(원)	-18,133	-10,562	7,669	12,685
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	65.4
PER(배)	-5.2	-24.1	122.4	74.0
PBR(배)	1.24	3.69	9.39	6.95
EV/EBITDA(배)	7.5	11.8	16.4	12.6
영업이익률(%)	7.5	5.5	6.4	8.6
ROE(%)	-22.7	-14.6	9.1	10.8
순차입금비율(%)	40.8	48.4	38.9	29.2

Price Trend



실적 리뷰

두산 (000150)

4Q 최대 실적 전망. '26년에도 이어갈 독보적 지위



3Q25 자체사업 영업이익 1,087억원으로 당사 추정치 하회. 주요 고객사의 제품 전환에 따른 일시적인 물량 감소로 제품 믹스가 악화된 영향. 4Q25는 AI 가속기용 물량 회복 및 반도체용 수요 강세에 힘입어 분기 최대 실적 전망. 2026년에도 고부가 제품 중심의 성장이 예상되며, 특히 차세대 아키텍처 제품 신규 공급 및 ASIC 고객사 확대 주목. 실적 추정치 및 지분가치를 반영하여 목표주가 120만원으로 상향.

>>> 3Q25 자체사업 영업이익 1,087억원, 예상치 하회

3Q25 자체사업 실적은 매출액 5,241억원(-6% QoQ, +60% YoY), 영업이익 1,087억원(-24% QoQ, +211% YoY), opm 20.7%(-5%p QoQ)로, 당사 추정치(1,465억원)를 하회했다. 주요 고객사의 제품 전환에 따른 일시적 물량 감소 영향으로, 고마진 제품인 네트워크용(AI가속기/스위치 등) 매출이 -18% QoQ 감소한 것으로 추정된다. 반면 DDR5 및 GDDR7 등 반도체 패키징용 소재는 수요 증가에 힘입어 분기 최대 실적을 기록했다.

또한 당사는 발행주식수의 약 2%에 해당하는 자기주식 소각을 발표하며 주가 가치 제고 기조를 이어가고 있다.

>>> 4Q 최대 실적 전망. AI 가속기, 네트워크, 반도체 호조

4Q25 자체사업 매출액 6,004억원(+15% QoQ, +41% YoY), 영업이익 1,509억원(+39% QoQ, +241% YoY)으로, 분기 최대 실적이 예상된다.

3Q에 일시적으로 하락한 AI 가속기용 물량이 회복되는 가운데, 반도체 패키징용 소재는 분기 최대 실적을 경신할 전망이다. 400G 및 800G 네트워크 스위치용 소재의 성장세도 지속 중이다.

전자BG 내 고부가 제품 비중은 83%(+4%p QoQ)로 역대 최고치가 예상되며, 영업이익률은 25%(+4%p QoQ, +15%p YoY)로 확대될 전망이다. 주요 고부가 제품인 AI 가속기, 네트워크 스위치, 반도체용 등 주요 고부가 제품의 수요 강세가 이어지며 양적, 질적 성장이 지속될 것으로 판단된다.

>>> '26년 독보적 지위 및 ASP 상승 효과 주목, 목표주가 상향

2026년 자체사업 영업이익은 6,856억원(+31% YoY)으로, 올해의 높은 기저에도 불구하고 최대 실적을 경신할 전망이다. AI 가속기 및 800G 중심의 네트워크 매출 확대, 반도체용 소재 수요 성장이 이어지는 가운데, 주요 고객사의 차세대 아키텍처 제품 공급과 ASIC 고객사 확대가 기대된다. 특히 차세대 아키텍처용 제품은 주요 원재료 단가가 기존 대비 50% 이상 높고, 기술적 난이도 또한 높아짐에 따라 ASP 상승이 확대될 전망이다. 당사는 견조한 고부가 수요에 대응하기 위해 Capa 확대를 계획 중이며, 기존 라인의 전환 투자가 아닌 신규 라인 증설로 추진할 계획이다.

실적 추정치 상향 및 두산에너지빌리티 등 자회사 지분가치를 반영해 목표주가를 120만원으로 상향하고, 비중확대를 추천한다.

두산 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	5,346	4,452	5,351	18,133	19,449	21,357
%QoQ/%YoY	-15%	3%	-16%	34%	-17%	24%	-17%	20%	-5%	7%	10%
두산 자체사업	264	317	328	427	485	559	524	600	1,336	2,168	2,751
두산에너지빌리티	4,098	4,150	3,396	4,589	3,749	4,569	3,880	4,580	16,233	16,778	18,053
기타 (연결조정 반영)	100	125	155	184	65	219	48	154	564	486	507
매출원가	3,676	3,791	3,295	4,409	3,583	4,412	3,685	4,362	15,171	16,042	17,291
매출원가율	82%	83%	85%	85%	83%	83%	83%	82%	84%	82%	81%
매출총이익	786	802	583	791	716	935	767	989	2,962	3,407	4,066
판매비와관리비	438	465	473	582	517	577	536	538	1,958	2,168	2,224
영업이익	348	337	110	209	198	358	231	452	1,004	1,239	1,842
%QoQ/%YoY	31%	-3%	-67%	90%	-5%	80%	-35%	95%	-30%	23%	49%
두산	25	39	35	44	121	142	109	151	143	523	686
두산에너지빌리티	358	310	115	235	142	271	137	327	1,018	878	1,261
기타 (연결조정 반영)	-35	-12	-40	-70	-65	-55	-14	-27	-157	-162	-105
영업이익률	8%	7%	3%	4%	5%	7%	5%	8%	6%	6%	9%
두산	9%	12%	11%	10%	25%	25%	21%	25%	11%	24%	25%
두산에너지빌리티	9%	7%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	6%	5%	7%
기타 (연결조정 반영)	-35%	-10%	-26%	-38%	-100%	-25%	-30%	-17%	-28%	-33%	-21%
법인세차감전손익	335	304	-27	-19	106	396	168	294	593	964	1,595
법인세비용	109	88	68	26	95	163	56	103	291	417	689
당기순이익	226	216	-95	-45	11	233	112	191	302	547	905
당기순이익률	5%	5%	-2%	-1%	0%	4%	3%	4%	2%	3%	4%
KRW/USD	1,330	1,370	1,370	1,380	1,450	1,400	1,380	1,400	1,363	1,408	1,380

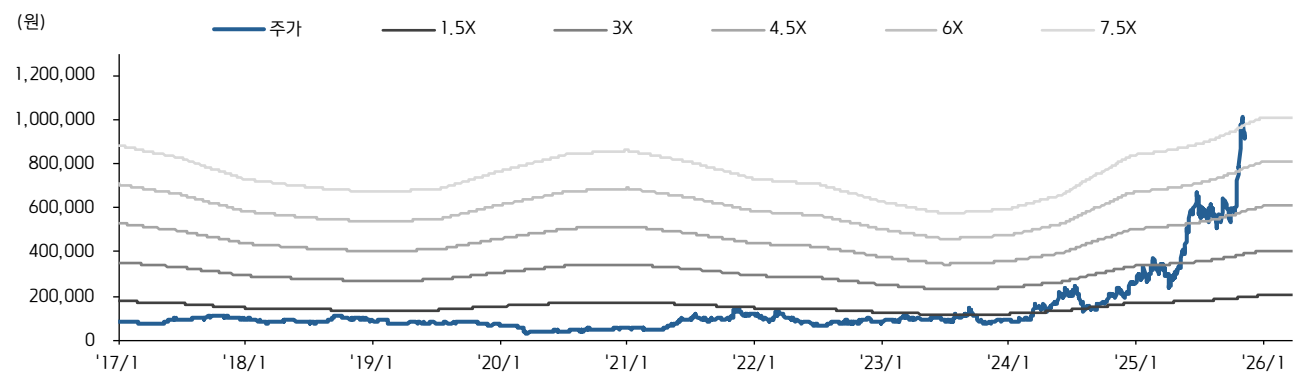
자료: 키움증권 리서치센터

두산연결 실적 Update (단위: 십억원)

	3Q25P					2025E		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	증감률	수정전	수정후	증감률
매출액	4,585	4,452	-3%	4,648	-4%	19,461	19,449	0%
두산 자체사업	568	524	-8%			2,203	2,168	-2%
두산에너지빌리티	3,841	3,880	1%			16,593	16,778	1%
기타 (연결조정 반영)	385.2	231.3	-40%	354.2	-35%	1407.2	1,239.2	-12%
영업이익	8%	5%		8%		7%	6%	
영업이익률	204.5	111.5	-45%	211.6	-47%	630.1	547.4	-13%
당기순이익	4%	3%		5%		3%	3%	
당기순이익률	4,585	4,452	-3%	4,648	-4%	19,461	19,449	0%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

두산 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

두산 목표주가 1,200,000원 제시

(단위: 십억원, %, 배)		26년 EBITDA	Target Multiple		NAV	비고
영업가치(a)	자체 사업부	736	15.5X		11,405	AI 기판 및 소재 글로벌 피어 EMC, TUC, 이수페타시스, Unimicron, GCE 26년 EV/Ebitda 평균
지분가치(b)	상장 자회사	자회사	지분율 (%)	시가총액 및 장부가		
		두산에너지빌리티	30.4	50,989	15,501	
		두산로보틱스	68.2	5,134	3,501	
		오리콤	60.9	69	42	
	비상장 자회사	두산포트폴리오홀딩스	100.0	254	254	
		두산로지스틱스솔루션	100.0	89	89	
		두산모빌리티이노베이션	86.1	72	62	
		두산에너지솔루션아메리카	100.0	44	44	
					5,848	지분가치 할인율 70% 적용
순차입금(c)					1,070	별도 기준
순자산가치(NAV) (a)+(b)-(c)					16,183	
총 주식수 (주)	13,522,969					자사주 300만주 제외
목표주가(원)	1,196,707					

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	16,995.8	19,130.1	18,132.9	19,448.8	21,356.7
매출원가	14,157.7	15,885.1	15,170.7	16,042.0	17,291.1
매출총이익	2,838.0	3,245.1	2,962.1	3,406.8	4,065.6
판매비	1,712.0	1,808.8	1,958.4	2,167.6	2,223.8
영업이익	1,126.0	1,436.3	1,003.8	1,239.2	1,841.8
EBITDA	1,744.2	2,140.6	1,771.0	2,075.3	2,684.3
영업외손익	-1,411.9	-985.3	-410.8	-524.7	-435.2
이자수익	33.1	103.4	142.6	180.5	217.7
이자비용	364.8	466.4	491.6	508.4	517.5
외환관련이익	468.6	370.2	675.3	307.3	307.3
외환관련손실	679.9	370.2	571.0	276.5	276.5
종속 및 관계기업손익	-343.2	-42.2	27.9	27.9	27.9
기타	-525.7	-580.1	-194.0	-255.5	-194.1
법인세차감전이익	-285.9	451.0	593.0	964.1	1,594.9
법인세비용	211.3	178.9	290.7	416.8	689.4
계속사업순이익	-497.2	272.1	302.2	547.4	905.5
당기순이익	-581.2	272.1	302.2	547.4	905.5
지배주주순이익	-696.4	-388.3	-226.2	164.2	271.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	32.2	12.6	-5.2	7.3	9.8
영업이익 증감율	22.3	27.6	-30.1	23.5	48.6
EBITDA 증감율	13.7	22.7	-17.3	17.2	29.3
지배주주순이익 증감율	-441.5	-44.2	-41.7	-172.6	65.4
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	65.4
매출총이익률(%)	16.7	17.0	16.3	17.5	19.0
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	6.4	8.6
EBITDA Margin(%)	10.3	11.2	9.8	10.7	12.6
지배주주순이익률(%)	-4.1	-2.0	-1.2	0.8	1.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533.2	1,908.7	307.8	1,383.0	1,568.7
당기순이익	-581.2	272.1	302.2	547.4	905.5
비현금항목의 가감	2,705.2	2,054.2	1,804.3	1,787.6	2,038.5
유형자산감가상각비	456.4	547.5	603.3	655.8	672.1
무형자산감가상각비	161.8	156.8	164.0	180.3	170.5
지분법평가손익	-343.4	-43.5	-34.6	0.0	0.0
기타	2,430.4	1,393.4	1,071.6	951.5	1,195.9
영업활동자산부채증감	-683.0	432.7	-1,052.6	-218.4	-397.2
매출채권및기타채권의감소	-507.8	-57.7	-70.1	-280.7	-406.9
재고자산의감소	-682.8	-295.6	80.8	-227.6	-330.0
매입채무및기타채무의증가	866.9	591.8	-819.2	898.2	556.2
기타	-359.3	194.2	-244.1	-608.3	-216.5
기타현금흐름	-907.8	-850.3	-746.1	-733.6	-978.1
투자활동 현금흐름	-290.9	-1,106.3	-994.8	-884.5	-942.7
유형자산의 취득	-700.0	-583.9	-710.4	-730.0	-760.0
유형자산의 처분	34.7	12.5	71.1	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-236.2	-230.4	-217.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	359.2	80.2	-266.2	-240.2	-240.2
단기금융자산의감소(증가)	1,054.9	-94.5	125.2	82.4	54.2
기타	-803.5	-290.2	3.2	3.3	3.3
재무활동 현금흐름	-482.0	636.3	573.9	11.8	-128.6
차입금의 증가(감소)	-2,254.2	259.4	1,079.6	330.0	180.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	-1.7	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	-64.8	0.0	0.0
배당금지급	-125.0	-118.8	-125.1	-35.9	-62.9
기타	1,897.2	495.7	-315.8	-280.6	-245.7
기타현금흐름	78.9	26.3	278.0	620.0	585.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-160.9	1,465.0	164.9	1,130.3	1,082.5
기초현금 및 현금성자산	2,235.1	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,834.4
기말현금 및 현금성자산	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,834.4	5,916.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	9,526.3	11,446.3	11,912.6	13,470.2	15,236.8
현금 및 현금성자산	2,074.2	3,539.2	3,704.1	4,834.4	5,916.9
단기금융자산	271.4	366.0	240.8	158.4	104.2
매출채권 및 기타채권	3,327.9	3,651.6	3,867.6	4,148.3	4,555.2
재고자산	2,756.7	2,927.1	3,136.4	3,364.0	3,694.0
기타유동자산	1,096.1	962.4	963.7	965.1	966.5
비유동자산	16,789.0	16,840.5	18,230.4	18,364.5	18,522.2
투자자산	976.1	895.9	1,162.1	1,402.4	1,642.6
유형자산	6,273.3	6,509.4	7,012.5	7,086.7	7,174.6
무형자산	7,890.9	8,031.7	8,547.4	8,367.0	8,196.6
기타비유동자산	1,648.7	1,403.5	1,508.4	1,508.4	1,508.4
자산총계	26,315.4	28,286.8	30,143.1	31,834.7	33,759.0
유동부채	9,478.5	11,438.9	11,024.2	11,672.3	12,208.6
매입채무 및 기타채무	4,431.4	4,994.4	4,336.7	5,234.9	5,791.1
단기금융부채	3,393.3	4,345.9	4,219.2	4,549.2	4,729.2
기타유동부채	1,653.8	2,098.6	2,468.3	1,888.2	1,688.3
비유동부채	6,539.1	5,641.2	7,229.4	7,229.4	7,229.4
장기금융부채	4,996.1	4,131.2	5,474.4	5,474.4	5,474.4
기타비유동부채	1,543.0	1,510.0	1,755.0	1,755.0	1,755.0
부채총계	16,017.5	17,080.1	18,253.6	18,901.8	19,438.0
지배지분	1,790.7	1,624.1	1,480.2	2,140.5	2,894.7
자본금	123.7	123.7	123.7	122.1	122.1
자본잉여금	1,604.7	1,881.2	1,928.3	1,928.3	1,928.3
기타자본	-1,194.1	-1,188.4	-1,179.3	-1,179.3	-1,179.3
기타포괄손익누계액	587.0	599.6	688.9	1,249.6	1,810.2
이익잉여금	669.5	208.0	-81.6	19.8	213.4
비지배지분	8,507.1	9,582.6	10,409.3	10,792.5	11,426.3
자본총계	10,297.8	11,206.7	11,889.5	12,933.0	14,321.0

투자지표

(단위: 원, %,)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-32,522	-18,133	-10,562	7,669	12,685
BPS	83,627	75,846	69,123	99,960	135,181
CFPS	99,190	108,635	98,376	109,042	137,485
DPS	2,000	2,000	2,000	4,000	5,000
주당배수(배)					
PER	-2.6	-5.2	-24.1	122.4	74.0
PER(최고)	-4.0	-9.2	-25.9		
PER(최저)	-1.9	-4.0	-7.4		
PBR	0.99	1.24	3.69	9.39	6.95
PBR(최고)	1.57	2.20	3.96		
PBR(최저)	0.72	0.95	1.13		
PSR	0.10	0.11	0.30	1.03	0.94
PCFR	0.8	0.9	2.6	8.6	6.8
EV/EBITDA	9.3	7.5	11.8	16.4	12.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-4.7	9.9	9.0	9.9	7.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.4	2.1	0.8	0.4	0.5
ROA	-2.2	1.0	1.0	1.8	2.8
ROE	-36.0	-22.7	-14.6	9.1	10.8
ROIC	6.1	4.4	3.0	4.1	6.0
매출채권회전율	5.3	5.5	4.8	4.9	4.9
재고자산회전율	7.1	6.7	6.0	6.0	6.1
부채비율	155.5	152.4	153.5	146.2	135.7
순차입금비용	58.7	40.8	48.4	38.9	29.2
이자보상배율	3.1	3.1	2.0	2.4	3.6
총차입금	8,389.4	8,477.2	9,693.7	10,023.7	10,203.7
순차입금	6,043.8	4,572.0	5,748.8	5,030.8	4,182.5
NOPLAT	1,744.2	2,140.6	1,771.0	2,075.3	2,684.3
FCF	-17.6	1,033.2	-651.5	591.2	731.0

Compliance Notice

- 당사는 11월 10일 현재 '두산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

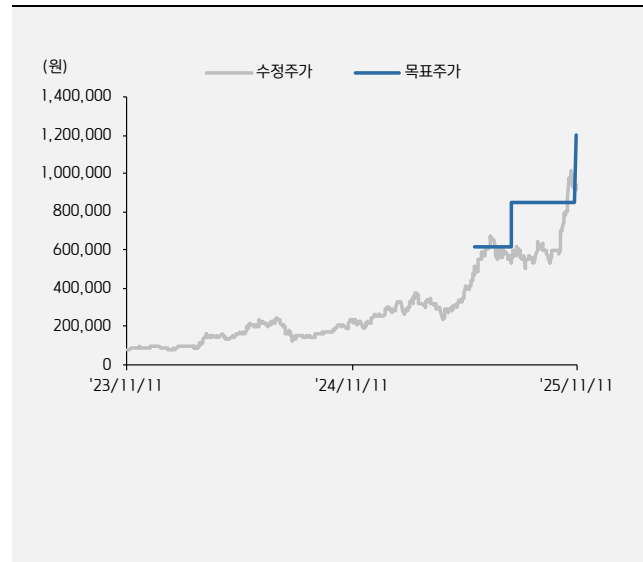
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
두산 (000150)	2025/05/29	BUY(Initiate)	620,000원	6개월	-6.61	8.06
	2025/07/28	BUY(Maintain)	850,000원	6개월	-33.27	-27.41
	2025/09/01	BUY(Maintain)	850,000원	6개월	-23.95	19.76
	2025/11/11	BUY(Maintain)	1,200,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%