



BUY (유지)

목표주가(12M) 1,330,000원(상향)

현재주가(11.10) 939,000원

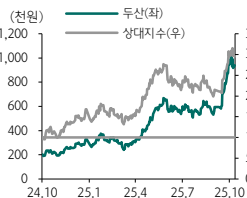
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,073.24
52주 최고/최저(원)	1,018,000/193,000
시가총액(십억원)	15,515.9
시가총액비중(%)	0.46
발행주식수(천주)	16,523.8
60일 평균 거래량(천주)	154.3
60일 평균 거래대금(십억원)	101.8
외국인지분율(%)	15.68
주요주주 지분율(%)	
박정원 외 26 인	40.11
국민연금공단	9.47

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	20,019.0	21,911.6
영업이익(십억원)	1,412.9	1,963.4
순이익(십억원)	631.1	986.0
EPS(원)	9,905	20,135
BPS(원)	96,911	123,559

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	19,130.1	18,132.9	19,532.9	21,009.0
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,238.4	2,414.0
세전이익	451.0	593.0	982.4	1,863.3
순이익	(388.3)	(226.2)	196.2	356.3
EPS	(18,133)	(10,562)	9,161	16,641
증감율	적지	적지	흑전	81.65
PER	(5.18)	(24.14)	102.50	56.43
PBR	1.11	3.28	11.10	9.43
EV/EBITDA	7.18	11.49	16.70	10.40
ROE	(22.74)	(14.57)	12.62	19.92
BPS	84,487	77,764	84,607	99,571
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 11월 11일 | 기업분석_Earnings Review

두산 (000150)

열보 전진을 위한 일보 후퇴

3Q25 Review: 엔드 고객사 제품 전환에 따른 일시적 수요 공백 발생

자체사업 25년 3분기 매출 5,240억원(YoY +60%, QoQ -6%), 영업이익 1,087억원(YoY +212%, QoQ -23%)을 기록했으며 전자 BG는 매출 4,399억원(YoY +79%, QoQ -8%)으로 전분기대비 소폭 감소했다. 고객사의 제품 전환에 따른 일시적인 수요 공백이 발생하며 전자 수익성을 견인하고 있는 AI 가속기향 CCL 매출이 전분기대비 약 30% 감소한 것으로 추정된다. 다만 하이엔드 제품군에 속하는 400/800G 네트워크 및 반도체 패키지향 매출이 전분기대비 증가해 수익성 하락폭은 일부 상쇄되었다. 일시적인 공백 이후 10월부터 AI 가속기 수주가 상반기와 유사한 수준으로 회복된 것으로 파악되며 차세대 제품에 대한 준비도 순조롭게 이루어지고 있다. AI 가속기향 CCL 외에도 메모리 패키지 기판 및 데이터센터 내 네트워크장비 수요 증가로 인해 하이엔드군에 속하는 대부분의 제품이 전분기대비 성장세를 시현할 것으로 기대된다.

2026 Preview: 차세대 제품 공급 준비 순항중

자체 사업 기준 26년 매출 2조 4,209억원(YoY +13%), 영업이익 6,660억원(YoY +26%), 전자 BG는 매출 2조 809억원(YoY +15%), 영업이익 6,473억원(YoY +28%)을 기록할 전망이다. AI 서버 관련 어플리케이션이 점점 더 고속·고주파 시스템으로 발전함에 따라 26년 하반기부터는 초저손실 특성의 고속 CCL 수요가 가속기향 CCL의 ASP 상승으로 이어지고 고객사 내 두산의 점유율 우위는 지속될 것으로 예상되기 때문이다. AI 가속기 외에도 데이터센터향 메모리 수요 확대에 따른 반도체 패키지 기판 호황, 하이퍼스케일러 업체들의 800G 스위치 도입 가속화는 가동률 상승 및 믹스 개선으로 이어질 것으로 기대된다. 아울러 전자 BG는 현재 복수의 ASIC 업체들과 공급을 협의중에 있어 추가적인 실적 상향 여력도 상존한다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 133만원으로 상향

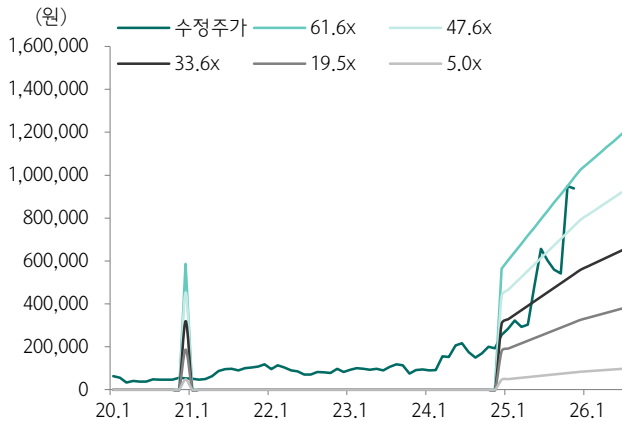
두산에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 133만원으로 상향한다. 자체사업 가치는 26년 전자 BG의 순이익에 경쟁사 EMC의 PER을 적용했으며 연결자회사에 대한 할인율은 60%를 적용했다. 차세대 가속기 제품 내 점유율 축소에 대한 우려가 해소되며 단기간에 주가가 급등했으나 추가 고객사 확보 가능성으로 실적 상향 여력이 상존해 추가적인 주가상승이 가능하다고 판단한다.

도표 1. 두산의 Valuation

영업가치	순이익(십억원)	Multiple	Value(십억원)	비고
자체사업	517.8	22.27	11,532.5	EMC 26년 예상 PER 적용
지분가치				
상장사	시가총액(십억원)	지분율	Value(십억원)	비고
두산에너빌리티	49,899.7	30.4%	6,065.8	할인을 60% 적용
오리콤	67.4	60.9%	16.4	할인을 60% 적용
두산로보틱스	4,997.6	68.2%	1,363.2	할인을 60% 적용
상장사 합계			7,445.4	
비상장사	장부가액(십억원)	지분율	Value(십억원)	비고
두산 포트폴리오홀딩스	253.9	100.0%	253.9	장부가 적용
두산 로지스틱스솔루션	89.4	100.0%	89.4	
두산 모빌리티노베이션	72.3	86.1%	62.3	
비상장사 합계			405.6	
합계			19,383.5	
순현금			-1,314.0	별도 기준
Target NAV(십억원)			18,069.5	
유통주식수(주)			13,562,516	
목표주가			1,330,000	
현재주가			939,000	2025.11.10 종가 기준
상승여력			42%	

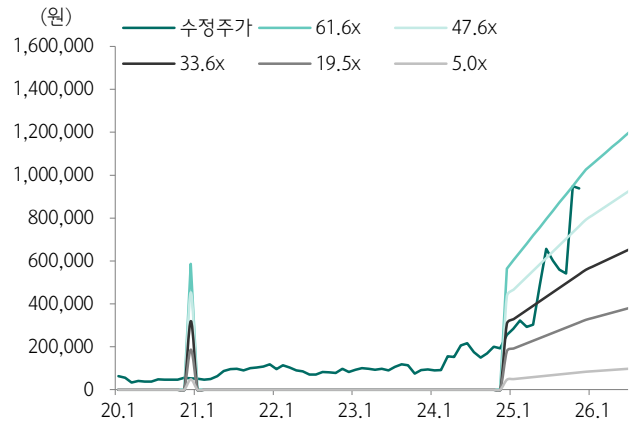
자료: 두산, 하나증권

도표 2. 두산 12MF P/E Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 3. 두산 12MF P/B Band



자료: WiseFn, 하나증권

도표 4. 두산 분기별 실적 전망(수정 후)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	4,462.3	4,592.2	3,878.5	5,199.8	4,298.7	5,346.4	4,452.4	5,435.3	18,132.9	19,532.9	23,090.0
YoY	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	16.4%	14.8%	4.5%	-5.2%	7.7%	18.2%
QoQ	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	24.4%	-16.7%	22.1%			
자체사업	264.4	316.9	328.1	426.8	485.0	558.6	524.0	582.2	1,336.2	2,149.8	2,420.9
-전자BG	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	476.2	439.9	497.3	1,007.2	1,816.3	2,080.9
에너지빌리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,720.0	16,233.1	16,917.9	18,162.3
로보틱스	10.9	14.4	10.0	11.5	11.4	4.5	10.2	12.1	46.8	32.0	38.5
조정 및 기타	89.2	110.4	144.8	172.4	53.7	214.3	37.9	121.1	516.8	433.1	387.4
영업이익	347.9	336.7	110.2	208.9	198.5	357.8	231.3	450.9	1,003.8	1,238.4	2,414.0
YoY	2.9%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-42.9%	6.2%	109.9%	115.8%	-30.1%	23.4%	94.9%
QoQ	30.6%	-3.2%	-67.3%	89.6%	-5.0%	80.3%	-35.3%	94.9%			
자체사업	24.9	39.1	34.9	44.3	121.1	142.1	108.7	154.5	143.2	526.5	666.0
-전자BG	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	103.9	150.7	122.6	507.0	647.3
에너지빌리티	358.1	309.8	114.8	235.0	142.5	271.1	137.1	347.7	1,017.6	898.4	1,246.8
로보틱스	(6.9)	(7.9)	(9.6)	(16.9)	(8.3)	(15.7)	(15.3)	(15.0)	(41.2)	(58.0)	(38.6)
조정 및 기타	(28.2)	(4.3)	(29.9)	(53.5)	(56.8)	(39.8)	0.8	(36.4)	(115.8)	(128.4)	(107.4)
OPM	8%	7%	3%	4%	5%	7%	5%	8%	6%	6%	10%
자체사업	9%	12%	11%	10%	25%	25%	21%	27%	11%	24%	28%
-전자BG	9%	13%	12%	13%	29%	29%	24%	30%	12%	28%	31%
에너지빌리티	9%	7%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	6%	5%	7%
로보틱스	-63%	-55%	-96%	-147%	-73%	-345%	-150%	-124%	-88%	-181%	-101%

자료: 두산, 하나증권

도표 5. 두산 분기별 실적 전망(수정 전)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	4,462.3	4,592.2	3,878.5	5,199.8	4,298.7	5,346.4	4,899.2	5,647.6	18,132.9	20,110.1	21,530.9
YoY	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	16.4%	26.3%	8.6%	-5.2%	10.9%	7.1%
QoQ	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	24.4%	-6.9%	15.3%			
자체사업	264.4	316.9	328.1	426.8	485.0	558.6	587.0	727.9	1,336.2	2,358.5	2,972.7
-전자BG	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	476.2	503.6	643.2	1,007.2	2,025.8	2,633.6
에너지빌리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	4,569.0	4,176.9	4,788.0	16,233.1	17,282.5	18,109.0
로보틱스	10.9	14.4	10.0	11.5	11.4	4.5	10.5	12.1	46.8	43.0	51.6
조정 및 기타	89.2	110.4	144.8	172.4	53.7	214.3	124.7	119.7	516.8	426.1	397.6
영업이익	347.9	336.7	110.2	208.9	198.5	357.8	346.0	478.6	1,003.8	1,391.6	1,896.7
YoY	2.9%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-42.9%	6.2%	214.0%	129.1%	-30.1%	38.6%	36.3%
QoQ	30.6%	-3.2%	-67.3%	89.6%	-5.0%	80.3%	-6.1%	38.3%			
자체사업	24.9	39.1	34.9	44.3	121.1	142.1	140.2	164.4	143.2	567.9	751.4
-전자BG	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	136.3	160.8	122.6	549.5	732.1
에너지빌리티	358.1	309.8	114.8	235.0	142.5	271.1	258.7	370.5	1,017.6	1,042.8	1,302.6
로보틱스	(6.9)	(7.9)	(9.6)	(16.9)	(8.3)	(15.7)	(10.0)	(10.2)	(41.2)	(41.9)	(32.5)
조정 및 기타	(28.2)	(4.3)	(29.9)	(53.5)	(56.8)	(39.8)	(42.9)	(46.1)	(115.8)	(177.2)	(124.7)
OPM	8%	7%	3%	4%	5%	7%	7%	8%	6%	7%	9%
자체사업	9%	12%	11%	10%	25%	25%	24%	23%	11%	24%	25%
-전자BG	9%	13%	12%	13%	29%	29%	27%	25%	12%	27%	28%
에너지빌리티	9%	7%	3%	5%	4%	6%	6%	8%	6%	6%	7%
로보틱스	-63%	-55%	-96%	-147%	-73%	-345%	-95%	-84%	-88%	-97%	-63%

자료: 두산, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130.1	18,132.9	19,532.9	21,009.0	22,632.8
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,168.2	16,630.4	17,623.2
매출총이익	3,245.0	2,962.2	3,364.7	4,378.6	5,009.6
판매비	1,808.8	1,958.4	2,126.2	1,964.5	2,164.8
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,238.4	2,414.0	2,844.8
금융손익	(400.6)	(216.1)	(288.9)	(365.9)	(335.6)
중속/관계기업손익	(42.2)	27.9	(6.4)	(184.8)	(70.2)
기타영업외손익	(542.4)	(222.6)	39.3	0.0	0.0
세전이익	451.0	593.0	982.4	1,863.3	2,439.0
법인세	178.9	290.7	459.3	913.0	1,195.1
계속사업이익	272.1	302.2	523.1	950.3	1,243.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	272.1	302.2	523.1	950.3	1,243.9
비배주주지분 순이익	660.4	528.4	327.0	594.0	777.5
지배주주순이익	(388.3)	(226.2)	196.2	356.3	466.4
지배주주지분포괄이익	(413.1)	(164.5)	(111.0)	(275.9)	(361.2)
NOPAT	866.5	511.6	659.5	1,231.2	1,450.9
EBITDA	2,140.6	1,771.0	2,024.2	3,241.5	3,707.1
성장성(%)					
매출액증가율	12.56	(5.21)	7.72	7.56	7.73
NOPAT증가율	(55.75)	(40.96)	28.91	86.69	17.84
EBITDA증가율	22.73	(17.27)	14.30	60.14	14.36
영업이익증가율	27.56	(30.11)	23.37	94.93	17.85
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	81.60	30.90
EPS증가율	적지	적지	흑전	81.65	30.89
수익성(%)					
매출총이익률	16.96	16.34	17.23	20.84	22.13
EBITDA이익률	11.19	9.77	10.36	15.43	16.38
영업이익률	7.51	5.54	6.34	11.49	12.57
계속사업이익률	1.42	1.67	2.68	4.52	5.50

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(18,133)	(10,562)	9,161	16,641	21,781
BPS	84,487	77,764	84,607	99,571	119,676
CFPS	108,635	98,376	101,890	142,794	169,883
EBITDAPS	99,966	82,704	94,532	151,380	173,119
SPS	893,375	846,803	912,182	981,119	1,056,951
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	(5.18)	(24.14)	102.50	56.43	43.11
PBR	1.11	3.28	11.10	9.43	7.85
PCFR	0.86	2.59	9.22	6.58	5.53
EV/EBITDA	7.18	11.49	16.70	10.40	9.02
PSR	0.11	0.30	1.03	0.96	0.89
재무비율(%)					
ROE	(22.74)	(14.57)	12.62	19.92	21.55
ROA	(1.42)	(0.77)	0.63	1.09	1.37
ROIC	5.18	2.95	3.63	6.69	7.72
부채비율	152.41	153.53	165.52	152.75	145.43
순부채비율	35.46	43.80	41.82	33.53	23.47
이자보상배율(배)	3.08	2.04	2.55	4.81	5.90

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,446.3	11,912.6	13,924.5	14,387.7	16,130.5
금융자산	3,963.9	4,136.9	5,798.2	5,647.2	6,714.6
현금성자산	3,539.2	3,704.1	5,345.7	5,160.6	6,190.3
매출채권	1,665.7	1,718.4	1,796.2	1,932.0	2,081.3
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,278.5	3,526.2	3,798.8
기타유동자산	2,889.6	2,920.9	3,051.6	3,282.3	3,535.8
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,348.1	18,643.5	18,909.5
투자자산	938.9	1,196.4	1,372.7	1,425.7	1,483.9
금융자산	534.4	771.7	928.7	948.1	969.5
유형자산	6,509.4	7,012.5	7,057.6	7,240.0	7,390.5
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,466.0	8,526.0	8,583.3
기타비유동자산	1,360.5	1,474.1	1,451.8	1,451.8	1,451.8
자산총계	28,286.8	30,143.1	32,272.6	33,031.2	35,040.0
유동부채	11,438.9	11,024.2	12,658.0	12,331.0	12,943.6
금융부채	4,218.3	4,280.8	5,685.1	4,833.5	4,869.1
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,608.1	2,805.2	3,022.0
기타유동부채	4,526.5	4,248.3	4,364.8	4,692.3	5,052.5
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,460.1	7,631.2	7,819.5
금융부채	3,719.5	5,063.2	5,195.8	5,195.8	5,195.8
기타비유동부채	1,921.7	2,166.2	2,264.3	2,435.4	2,623.7
부채총계	17,080.1	18,253.6	20,118.1	19,962.3	20,763.1
지배주주지분	1,624.1	1,480.2	1,629.0	1,949.4	2,379.9
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,935.1	1,935.1	1,935.1
자본조정	(1,188.4)	(1,179.3)	(1,186.8)	(1,186.8)	(1,186.8)
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	677.3	677.3	677.3
이익잉여금	208.0	(81.6)	79.6	400.0	830.6
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,525.5	11,119.5	11,897.0
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,154.5	13,068.9	14,276.9
순금융부채	3,973.8	5,207.1	5,082.8	4,382.1	3,350.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,908.7	307.8	887.9	1,798.1	2,128.5
당기순이익	272.1	302.2	523.1	950.3	1,243.9
조정	1,203.9	1,058.2	838.4	827.5	862.2
감가상각비	704.3	767.2	785.8	827.5	862.3
외환거래손익	10.0	(73.5)	(9.9)	0.0	0.0
지분법손익	43.5	(21.1)	(8.6)	0.0	0.0
기타	446.1	385.6	71.1	0.0	(0.1)
영업활동 자산·부채변동	432.7	(1,052.6)	(473.6)	20.3	22.4
투자활동 현금흐름	(1,106.3)	(994.8)	(743.7)	(1,157.2)	(1,165.9)
투자자산감소(증가)	8,846.1	9,234.2	(77.3)	(53.0)	(58.3)
자본증가(감소)	(583.9)	(710.4)	(579.4)	(850.0)	(850.0)
기타	(9,368.5)	(9,518.6)	(87.0)	(254.2)	(257.6)
재무활동 현금흐름	431.1	1,426.8	1,569.9	(887.5)	(0.4)
금융부채증가(감소)	184.7	1,406.3	1,536.9	(851.6)	35.5
자본증가(감소)	276.5	47.2	6.8	0.0	0.0
기타재무활동	5.7	9.1	62.1	0.0	0.0
배당지급	(35.8)	(35.8)	(35.9)	(35.9)	(35.9)
현금의 증감	1,233.5	739.8	2,047.1	(185.1)	1,029.7
Unlevered CFO	2,326.2	2,106.6	2,181.8	3,057.7	3,637.8
Free Cash Flow	1,324.8	(402.6)	290.9	948.1	1,278.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.11	BUY	1,330,000	-	-
25.7.27	BUY	846,000	-23.62%	20.33%
25.5.21	BUY	570,000	0.11%	17.54%
25.3.28	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김민경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김민경)는 2025년 11월 10일 현재 해당회사의 유가증권들을 보유하고 있지 않습니다.
- 두산 은/는 IB업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우임

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 07일