



BUY (유지)

목표주가(12M) 1,670,000원(상향)
현재주가(3.16) 1,088,000원

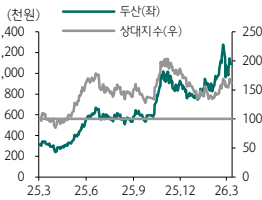
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,549.85
52주 최고/최저(원)	1,278,000/239,500
시가총액(십억원)	17,618.9
시가총액비중(%)	0.38
발행주식수(천주)	16,193.8
60일 평균 거래량(천주)	145.6
60일 평균 거래대금(십억원)	132.7
외국인지분율(%)	19.14
주요주주 지분율(%)	
박정원 외 26 인	41.08
국민연금공단	9.97

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	19,702.3	21,328.9
영업이익(십억원)	1,239.7	1,644.9
순이익(십억원)	590.3	787.7
EPS(원)	13,565	20,854
BPS(원)	105,298	122,395

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	19,130.1	18,132.9	19,784.1	20,620.2
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,062.7	1,523.3
세전이익	451.0	593.0	858.4	1,311.3
순이익	(388.3)	(226.2)	342.3	826.5
EPS	(18,133)	(10,562)	16,016	39,204
증감율	적지	적지	흑전	144.78
PER	(5,18)	(24,14)	48,76	28,03
PBR	1,11	3,28	8,18	8,27
EV/EBITDA	7,18	11,49	16,41	14,71
ROE	(22,74)	(14,57)	20,69	37,15
BPS	84,487	77,764	95,437	132,939
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 3월 17일 | 기업분석_Update

두산 (000150)

서버 구조의 변화는 중장기 성장의 근거

2026 Preview: 하이엔드 CCL의 성장 견인 지속

전자BG는 26년 매출 2조 1,455억원(YoY +14%), 영업이익 5,989억원(YoY +28%, OPM 28%)을 기록할 전망이다. 1분기 중 차세대 가속기 모델향 양산용 샘플 공급이 개시되었으며 26년 차세대 AI 가속기 모델의 Compute Tray 내 독점적인 지위가 지속되며 고부가 제품 중심의 믹스 개선이 실적을 견인할 전망이다. AI 가속기향 CCL 외 반도체 패키지 및 네트워크 장비 등의 기타 하이엔드 제품의 수요도 견조한 성장세를 기록할 것으로 예상된다. 특히 Rubin에서는 SerDes 전송속도가 상승함에 따라 신호 손실을 줄이기 위해 구리 호일 및 유리섬유의 소재 업그레이드가 이루어지며 이에 따른 ASP 상승효과가 이루어질 것으로 예상된다.

중장기 수요 대응 위한 생산능력 확대 중

두산은 중장기 네트워크향 CCL 수요 증가에 대응하기 위해 생산능력 확대를 진행 중이다. 현재 전자BG의 네트워크 보드 정상 조업 기준 생산능력은 약 1.1조원 수준으로 추정되며 26년 4분기와 27년 상반기에 각각 기존 대비 약 25%의 생산능력 확대가 이루어져 27년 말에는 약 1.6~1.7조원 수준의 생산능력이 확보될 것으로 예상된다. 중장기적으로 28년 수요에 대응하기 위한 추가 증설 또한 검토중인 것으로 파악되며 투자 규모와 일정은 26년 2분기 중 구체화 될 것으로 추정된다. 데이터센터 내 신호 무결성 요구사항이 높아지며 저유전/저손실 CCL에 대한 수요가 구조적 성장 구간에 진입했으며 병목으로 작용하고 있는 Nittobo의 증설 또한 동시에 이루어지고 있어 증설 이후 신규 고객사 확보 혹은 고객사 내 점유율 확대가 순조롭게 이루어질 것으로 기대된다.

목표주가 167만원으로 상향

두산에 대해 투자 의견 BUY를 유지하고 목표주가를 167만원으로 상향한다. 목표주가는 전자BG의 26년 순이익에 대만 CCL 공급사인 Elite Material의 26년 예상 PER을 적용했으며 연결자회사 가치에는 70%의 할인율을 적용했다. 단기적으로 신제품 공급 개시에 따른 ASP 효과 및 증설 관련 기대감이 반영될 수 있으며 27년 하반기 Kyber 랙 구조 채택이 중장기 CCL 수요 성장의 근거로 작용할 전망이다. Kyber 아키텍처는 밀도를 높이기 위해 블레이드 형태로 랙이 구성되며 각 컴퓨팅 블레이드에는 2개의 Rubin Ultra GPU 패키지와 2개의 Vera CPU가 실장되어 전반적인 PCB 면적의 확대에 이어질 전망이다. 아울러 현재 두산의 실트론 인수 관련 실사는 마무리 단계에 있으며, 연내 인수 절차가 완료될 것으로 예상된다. 이후 기업결합 심사 등 후속 절차는 상반기 말~하반기 초 최종 마무리 되어 빠르면 26년 하반기 중 실적에 기여할 것으로 기대된다.

도표 1. 두산 분기별 실적 전망(수정 후)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출	4,298.7	5,346.4	4,452.4	5,686.7	4,733.1	5,219.0	5,032.8	5,635.3	18,132.9	19,784.2	20,620.3
YoY	-3.7%	16.4%	14.8%	9.4%	10.1%	-2.4%	13.0%	-0.9%	-5.2%	9.1%	4.2%
QoQ	-17.3%	24.4%	-16.7%	27.7%	-16.8%	10.3%	-3.6%	12.0%			
자체사업	485.0	558.6	524.0	653.3	597.5	605.9	630.6	663.5	1,336.2	2,220.9	2,497.4
-전자BG	402.9	476.2	439.9	556.7	511.2	518.5	542.0	573.7	1,007.2	1,875.7	2,145.5
에너지빌리티	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,859.9	4,012.0	4,475.7	4,279.3	4,827.3	16,233.1	17,057.9	17,594.3
로보틱스	11.4	4.5	10.2	13.0	5.5	4.8	10.7	13.7	46.8	33.0	34.6
조정 및 기타	53.7	214.3	37.9	160.4	118.1	132.7	112.3	130.9	516.8	472.4	493.9
영업이익	198.5	357.8	231.3	275.2	284.6	384.3	366.0	488.4	1,003.8	1,062.7	1,523.3
YoY	-42.9%	6.2%	109.9%	31.7%	43.4%	7.4%	58.2%	77.5%	-30.1%	5.9%	43.3%
QoQ	-5.0%	80.3%	-35.3%	19.0%	3.4%	35.0%	-4.8%	33.5%			
자체사업	121.1	142.1	108.7	131.8	138.3	147.1	151.2	180.2	143.2	503.7	616.7
-전자BG	116.1	136.2	103.9	128.7	133.6	142.4	146.9	176.0	122.6	484.9	598.9
에너지빌리티	142.5	271.1	137.1	212.1	197.3	284.6	260.1	361.3	1,017.6	762.7	1,103.3
로보틱스	(8.3)	(15.7)	(15.3)	(16.5)	(14.9)	(15.6)	(15.5)	(15.6)	(41.2)	(59.5)	(61.6)
조정 및 기타	(56.8)	(39.8)	0.8	(52.2)	(36.1)	(31.8)	(29.8)	(37.5)	(115.8)	(144.2)	(135.2)
OPM	5%	7%	5%	5%	6%	7%	7%	9%	6%	5%	7%
자체사업	25%	25%	21%	20%	23%	24%	24%	27%	11%	23%	25%
-전자BG	29%	29%	24%	23%	26%	27%	27%	31%	12%	26%	28%
에너지빌리티	4%	6%	4%	4%	5%	6%	6%	7%	6%	4%	6%
로보틱스	-73%	-345%	-150%	-127%	-268%	-327%	-146%	-114%	-88%	-180%	-178%

자료: 두산, 하나증권

도표 2. 두산 분기별 실적 전망(수정 전)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출	4,298.7	5,346.4	4,452.4	5,492.9	4,771.2	5,225.2	4,934.4	6,234.1	18,132.9	19,590.5	23,251.2
YoY	-3.7%	16.4%	14.8%	5.6%	11.0%	-2.3%	10.8%	13.5%	-5.2%	8.0%	18.7%
QoQ	-17.3%	24.4%	-16.7%	23.4%	-13.1%	9.5%	-5.6%	26.3%			
자체사업	485.0	558.6	524.0	586.9	579.7	586.3	607.5	648.0	1,336.2	2,154.5	2,421.4
-전자BG	402.9	476.2	439.9	502.0	496.4	502.6	523.4	564.0	1,007.2	1,821.0	2,086.4
에너지빌리티	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,772.9	4,077.6	4,513.8	4,219.4	5,461.8	16,233.1	16,970.8	18,272.5
로보틱스	11.4	4.5	10.2	12.1	5.5	4.8	10.7	12.7	46.8	32.0	33.6
조정 및 기타	53.7	214.3	37.9	121.1	108.3	120.4	96.9	111.7	516.8	433.1	437.2
영업이익	198.5	357.8	231.3	421.2	354.5	407.7	395.6	518.6	1,003.8	1,208.8	2,285.0
YoY	-42.9%	6.2%	109.9%	101.6%	78.6%	14.0%	71.0%	23.1%	-30.1%	20.4%	89.0%
QoQ	-5.0%	80.3%	-35.3%	82.1%	-15.8%	15.0%	-3.0%	31.1%			
자체사업	121.1	142.1	108.7	139.4	144.4	146.3	157.4	179.3	143.2	511.3	627.4
-전자BG	116.1	136.2	103.9	135.6	139.5	141.5	152.8	174.8	122.6	491.8	608.6
에너지빌리티	142.5	271.1	137.1	333.2	256.7	303.4	276.9	383.9	1,017.6	883.8	1,220.8
로보틱스	(8.3)	(15.7)	(15.3)	(15.0)	(14.5)	(15.1)	(15.0)	(14.9)	(41.2)	(58.0)	(59.4)
조정 및 기타	(56.8)	(39.8)	0.8	(36.4)	(32.1)	(26.9)	(23.6)	(29.7)	(115.8)	(128.4)	(112.3)
OPM	5%	7%	5%	8%	7%	8%	8%	8%	6%	6%	10%
자체사업	25%	25%	21%	24%	25%	25%	26%	28%	11%	24%	26%
-전자BG	29%	29%	24%	27%	28%	28%	29%	31%	12%	27%	29%
에너지빌리티	4%	6%	4%	7%	6%	7%	7%	7%	6%	5%	7%
로보틱스	-73%	-345%	-150%	-124%	-262%	-317%	-140%	-117%	-88%	-181%	-177%

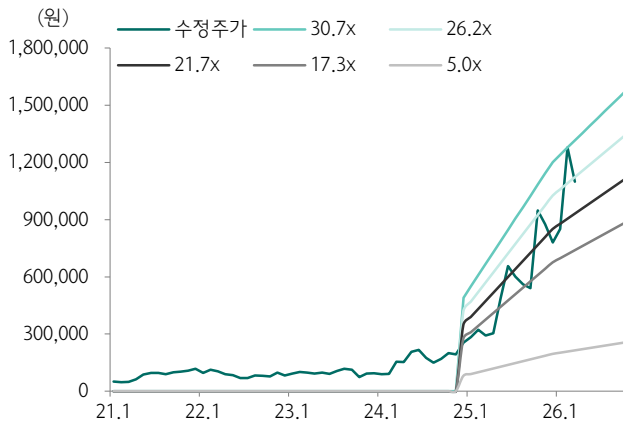
자료: 두산, 하나증권

도표 3. 두산의 Valuation

영업가치	순이익(십억원)	Multiple	Value(십억원)	비고
전자BC	419.3	38.4	16,099.2	EMC 26년 예상 PER 적용
지분가치				
상장사	시가총액(십억원)	지분율	Value(십억원)	비고
두산에너빌리티	68,219.8	30.4%	6,219.6	할인율 70% 적용
오리콤	70.2	60.9%	12.8	할인율 70% 적용
두산로보틱스	5,801.4	68.2%	1,186.8	할인율 70% 적용
상장사 합계			7,419.2	
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			23,924.0	
순현금			-1,314.0	별도 기준
Target NAV(십억원)			22,610.0	
유통주식수(주)			13,562,516	
목표주가			1,670,000	
현재주가			1,088,000	2026.03.16 종가 기준
상승여력			53%	

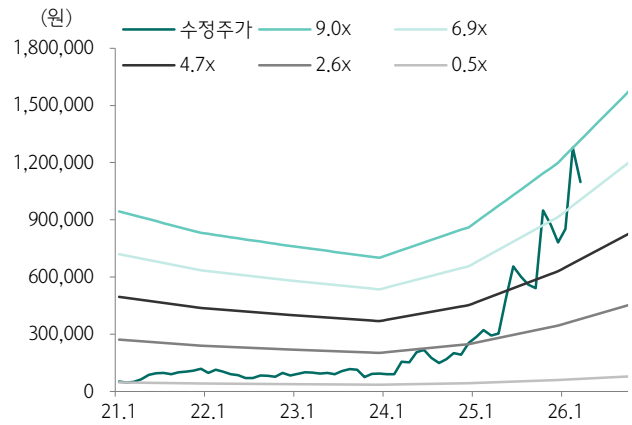
자료: 두산, 하나증권

도표 4. 두산 12MF P/E Band



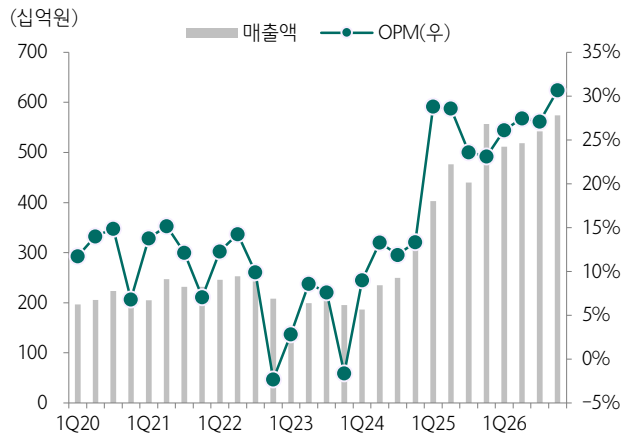
자료: FnGuide, 하나증권

도표 5. 두산 12MF P/B Band



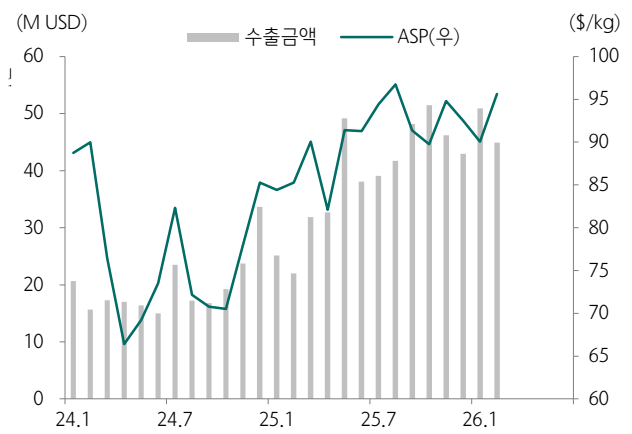
자료: FnGuide, 하나증권

도표 6. 전자 BG 분기별 실적 추이 및 전망



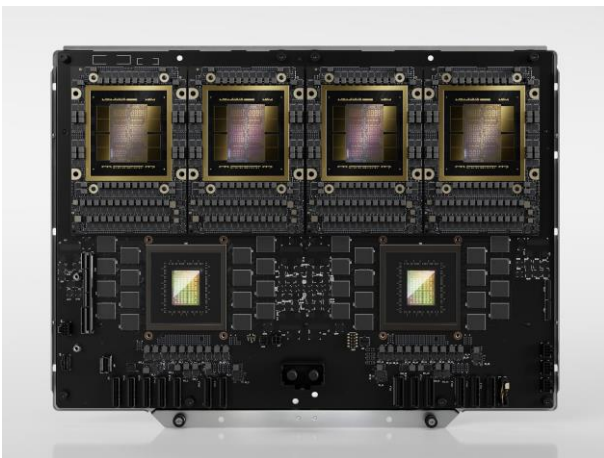
자료: 두산, 하나증권

도표 7. CCL 수출금액 및 중량 추이(김천/익산 합산)



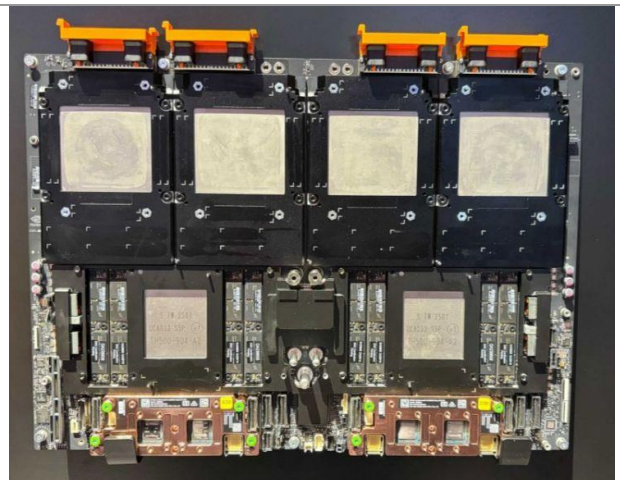
자료: KITA, 하나증권

도표 8. Bianca Board



자료: Nvidia, 하나증권

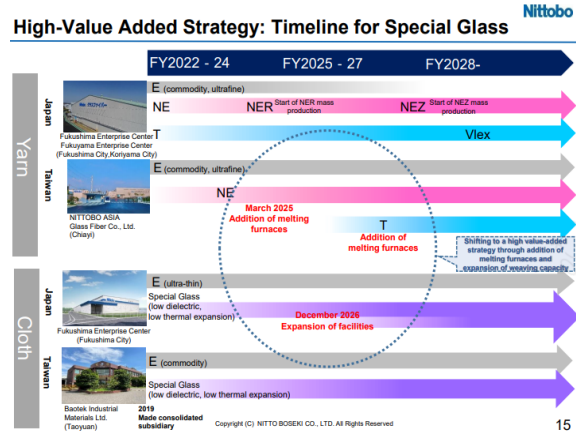
도표 9. Strata Board



자료: Toms hardware, 하나증권

도표 10. Nittobo의 증설 계획

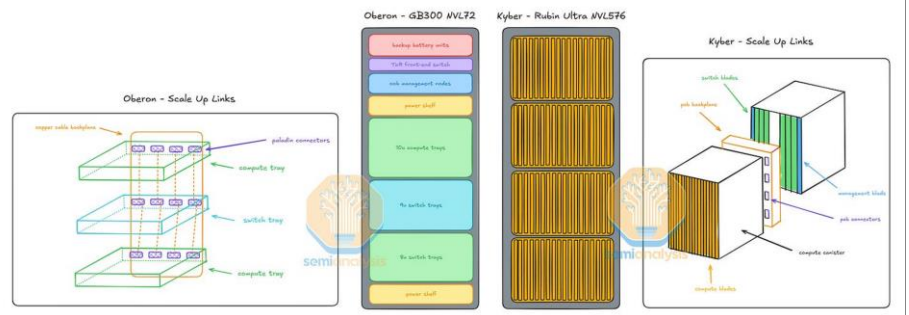
FY27 T-glass 증설효과 본격화



자료: Nittobo, 하나증권

도표 11. Nvidia 서버 구조 변화

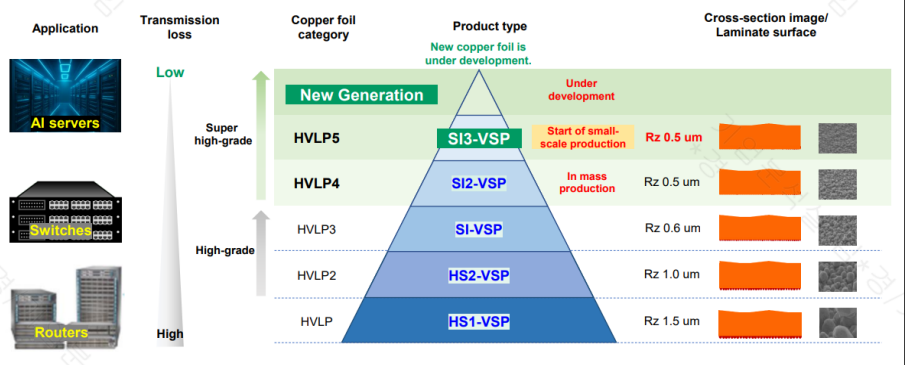
27년 하반기부터
서버 밀도를 높이기 위해
서버 랙 구조에서
블레이드 구조로 변화



자료: SemiAnalysis, 하나증권

도표 12. CCL 원재료 Copper Foil 소재 업그레이드

Conductor Loss(도체 손실)를
줄이기 위해
Copper Foil 소재
업그레이드



자료: 미쓰이금속, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130.1	18,132.9	19,784.1	20,620.2	22,816.8
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,332.2	16,452.4	17,813.3
매출총이익	3,245.0	2,962.2	3,451.9	4,167.8	5,003.5
판매비	1,808.8	1,958.4	2,389.2	2,644.6	2,918.2
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,062.7	1,523.3	2,085.4
금융손익	(400.6)	(216.1)	(240.1)	(399.7)	(366.1)
중속/관계기업손익	(42.2)	27.9	36.6	187.8	90.4
기타영업외손익	(542.4)	(222.6)	(0.9)	0.0	0.0
세전이익	451.0	593.0	858.4	1,311.3	1,809.7
법인세	178.9	290.7	393.0	550.8	760.1
계속사업이익	272.1	302.2	465.4	760.6	1,049.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	272.1	302.2	465.4	760.6	1,049.6
비배주주지분 손익	660.4	528.4	123.1	(66.0)	(91.0)
지배주주순이익	(388.3)	(226.2)	342.3	826.5	1,140.6
지배주주지분포괄이익	(413.1)	(164.5)	311.9	330.2	455.6
NOPAT	866.5	511.6	576.2	883.5	1,209.5
EBITDA	2,140.6	1,771.0	1,867.7	2,426.8	3,012.3
성장성(%)					
매출액증가율	12.56	(5.21)	9.11	4.23	10.65
NOPAT증가율	(55.75)	(40.96)	12.63	53.33	36.90
EBITDA증가율	22.73	(17.27)	5.46	29.94	24.13
영업이익증가율	27.56	(30.11)	5.87	43.34	36.90
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	141.45	38.00
EPS증가율	적지	적지	흑전	144.78	38.00
수익성(%)					
매출총이익률	16.96	16.34	17.45	20.21	21.93
EBITDA이익률	11.19	9.77	9.44	11.77	13.20
영업이익률	7.51	5.54	5.37	7.39	9.14
계속사업이익률	1.42	1.67	2.35	3.69	4.60

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(18,133)	(10,562)	16,016	39,204	54,101
BPS	84,487	77,764	95,437	132,939	185,334
CFPS	108,635	98,376	102,031	124,022	147,172
EBITDAPS	99,966	82,704	87,387	115,105	142,877
SPS	893,375	846,803	925,661	978,035	1,082,221
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	(5.18)	(24.14)	48.76	28.03	20.31
PBR	1.11	3.28	8.18	8.27	5.93
PCFR	0.86	2.59	7.65	8.86	7.47
EV/EBITDA	7.18	11.49	16.41	14.71	11.49
PSR	0.11	0.30	0.84	1.12	1.02
재무비율(%)					
ROE	(22.74)	(14.57)	20.69	37.15	35.96
ROA	(1.42)	(0.77)	1.08	2.45	3.32
ROIC	5.18	2.95	3.17	4.87	6.62
부채비율	152.41	153.53	170.75	160.60	145.08
순부채비율	35.46	43.80	42.10	38.05	28.25
이자보상배율(배)	3.08	2.04	2.11	2.82	4.15

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,446.3	11,912.6	14,896.4	15,040.3	15,273.5
금융자산	3,963.9	4,136.9	6,129.7	6,350.3	5,770.6
현금성자산	3,539.2	3,704.1	5,656.3	5,881.2	5,251.5
매출채권	1,665.7	1,718.4	1,879.3	1,862.3	2,060.7
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,430.1	3,399.1	3,761.2
기타유동자산	2,889.6	2,920.9	3,457.3	3,428.6	3,681.0
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,570.0	19,059.9	19,280.3
투자자산	938.9	1,196.4	1,447.3	1,440.7	1,518.1
금융자산	534.4	771.7	982.8	980.4	1,008.7
유형자산	6,509.4	7,012.5	6,993.2	7,464.7	7,565.0
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,698.7	8,723.7	8,766.4
기타비유동자산	1,360.5	1,474.1	1,430.8	1,430.8	1,430.8
자산총계	28,286.8	30,143.1	33,466.5	34,100.1	34,553.8
유동부채	11,438.9	11,024.2	14,062.8	13,993.2	13,183.1
금융부채	4,218.3	4,280.8	6,659.7	6,655.7	5,079.0
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,728.7	2,704.0	2,992.1
기타유동부채	4,526.5	4,248.3	4,674.4	4,633.5	5,112.0
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,043.0	7,021.6	7,271.7
금융부채	3,719.5	5,063.2	4,674.0	4,674.0	4,674.0
기타비유동부채	1,921.7	2,166.2	2,369.0	2,347.6	2,597.7
부채총계	17,080.1	18,253.6	21,105.8	21,014.8	20,454.8
지배주주지분	1,624.1	1,480.2	1,829.4	2,620.1	3,724.7
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,932.3	1,932.3	1,932.3
자본조정	(1,188.4)	(1,179.3)	(1,185.1)	(1,185.1)	(1,185.1)
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	728.4	728.4	728.4
이익잉여금	208.0	(81.6)	229.9	1,020.6	2,125.2
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,531.3	10,465.3	10,374.3
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,360.7	13,085.4	14,099.0
순금융부채	3,973.8	5,207.1	5,204.1	4,979.4	3,982.4

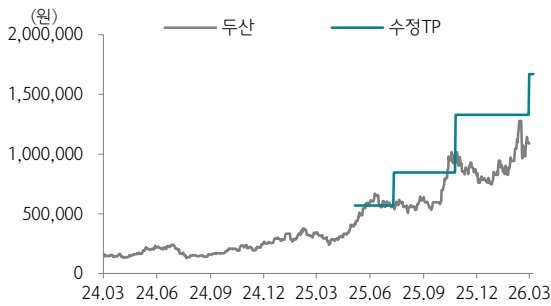
현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,908.7	307.8	448.0	1,661.6	2,090.7
당기순이익	272.1	302.2	465.4	760.6	1,049.6
조정	1,203.9	1,058.2	993.4	903.5	927.0
감가상각비	704.3	767.2	805.0	903.5	927.0
외환거래손익	10.0	(73.5)	69.9	0.0	0.0
지분법손익	43.5	(21.1)	(23.3)	0.0	0.0
기타	446.1	385.6	141.8	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	432.7	(1,052.6)	(1,010.8)	(2.5)	114.1
투자활동 현금흐름	(1,106.3)	(994.8)	(782.8)	(1,389.1)	(1,197.4)
투자자산감소(증가)	8,846.1	9,234.2	(167.8)	6.6	(77.4)
자본증가(감소)	(583.9)	(710.4)	(574.1)	(1,200.0)	(850.0)
기타	(9,368.5)	(9,518.6)	(40.9)	(195.7)	(270.0)
재무활동 현금흐름	431.1	1,426.8	1,902.8	(39.9)	(1,612.7)
금융부채증가(감소)	184.7	1,406.3	1,989.7	(4.0)	(1,576.7)
자본증가(감소)	276.5	47.2	4.0	0.0	0.0
기타재무활동	5.7	9.1	(55.0)	0.0	0.0
배당지급	(35.8)	(35.8)	(35.9)	(35.9)	(36.0)
현금의 증감	1,233.5	739.8	2,357.7	224.9	(629.7)
Unlevered CFO	2,326.2	2,106.6	2,180.7	2,614.8	3,102.9
Free Cash Flow	1,324.8	(402.6)	(145.3)	461.6	1,240.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.17	BUY	1,670,000	-	-
25.11.10	BUY	1,330,000	-31.85%	-3.91%
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 2026년 3월 16일 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김민경)는 2026년 3월 16일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다.
- 두산은/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	96.76%	3.24%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 03월 13일