



BUY(Maintain)

목표주가: 1,200,000원

주가(2/12): 973,000원

시가총액: 157,566억원



전기전자/디스플레이

Analyst 김소원

sowonkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/12)	5,522.27pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	1,018,000원	239,500원	
최고/최저가 대비 등락률	-4.4%	306.3%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	23.6%	5.1%
	6M	72.8%	0.9%
	1Y	194.8%	37.9%

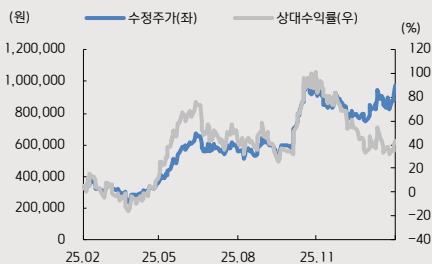
Company Data

발행주식수	16,194	전주
일평균 거래량(3M)	144	전주
외국인 지분율	17.8%	
배당수익률(25E)	0.3%	
BPS(25E)	97,621	원
주요 주주	박정원 외 26인	40.9%

투자지표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	19,130.1	18,132.9	19,784.1	21,550.3
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,062.7	1,755.6
EBITDA	2,140.6	1,771.0	1,898.9	2,591.7
세전이익	451.0	593.0	490.2	1,550.4
순이익	272.1	302.2	249.5	790.7
지배주주지분순이익	-388.3	-226.2	74.9	237.2
EPS(원)	-18,133	-10,562	3,550	11,251
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	216.9
PER(배)	-5.2	-24.1	220.0	86.5
PBR(배)	1.24	3.69	8.00	7.32
EV/EBITDA(배)	7.5	11.8	16.0	13.0
영업이익률(%)	7.5	5.5	5.4	8.1
ROE(%)	-22.7	-14.6	4.2	9.8
순차입금비율(%)	40.8	48.4	38.8	32.3

Price Trend



실적 리뷰

두산 (000150)

AI CCL 독주 체제 지속



4Q25 자체사업 영업이익 1,319억원으로, 성과급 등 일회성 비용 반영으로 기대치 하회. 그러나 사상 최대 매출액을 통해 네트워크 및 반도체용 CCL 수요 강제 재차 확인. 2026년 자체사업 영업이익 6,526억원(+30% YoY) 전망. 북미 고객사의 차세대 아키텍처에서도 독보적 지위를 유지하고, 네트워크 스위치용 CCL 성장 가속화에 힘입어 고성장세 지속될 것으로 판단. 투자의견 BUY 및 목표주가 120만원 유지.

>>> 4Q25 자체사업 영업이익 1,319억원, 예상치 하회

4Q25 자체사업 실적은 매출액 6,534억원(+25% QoQ, +53% YoY), 영업이익 1,319억원(+21% QoQ, +194% YoY), opm 20.2%(-0.5p QoQ)로, 당사 추정치(1,509억원)를 하회했다. 연말 성과급 등 약 200억원의 일회성 비용이 반영된 영향으로, 이를 제외 시 당사 추정치에 부합했을 것으로 예상된다.

전자BG 내 고부가 제품 비중은 82%(+3%p QoQ)로, AI 서버 및 메모리 반도체 업황 호조에 힘입어 네트워크 및 반도체용 CCL 수요 확대가 지속됐다. 통상 4Q는 고객사 재고 조정 시기임에도 불구하고, AI 가속기 및 네트워크 스위치 수요 강세가 이어지며 네트워크용 CCL 매출은 +60% QoQ, +85% YoY 증가해 사상 최대치를 기록했다. 특히 북미 주요 고객사향 매출이 +75% QoQ, +103% YoY 급증하며 전사 실적 성장을 견인한 것으로 분석된다.

>>> 2026년 자체사업 영업이익 6,526억원(+30% YoY) 전망

2026년 자체사업 실적은 매출액 2조 6,648억원(+20% YoY), 영업이익 6,526억원(+30% YoY), opm 24.5%(+1.8%p YoY)로 전망한다. 네트워크 및 반도체용 CCL 수요 강세가 연중 지속되며 실적 성장을 견인할 것으로 예상된다. 특히 동사는 북미 고객사의 차세대 아키텍처에서도 독보적 지위를 유지할 것으로 판단한다.

일부 우려와 달리 북미 고객사향 CCL 단가는 안정적으로 유지되고 있으며, 2H26 Vera Rubin향 신규 공급은 ASP 상승을 견인할 주요 촉매로 작용할 전망이다. 또한 네트워크 스위치용 CCL 매출이 4Q25부터 가속화되고 있어, 2026년 800G 네트워크 시장 확대와 함께 P와 Q 모두 수혜가 예상된다. 더불어 2026년말부터는 Capa 증설 효과가 본격 반영될 예정이며, 수요 성장 대응을 위한 추가 신규 라인 증설도 연중 가시화될 것으로 전망된다.

>>> 독보적 지위 기반 고성장 지속. 투자의견 및 목표주가 유지

4Q25 실적을 통해 수요 둔화 및 단가 압박에 대한 우려는 상당 부분 해소된 것으로 판단된다. 또한 북미 고객사의 차세대 아키텍처향 공급 준비 역시 차질 없이 진행되고 있음을 확인했다. Rubin 플랫폼은 Blackwell 대비 데이터 전송 속도가 대폭 향상될 전망이며, 이에 따라 동사의 초저손실 CCL 기술 경쟁력이 더욱 부각될 것으로 예상된다. 투자의견 BUY 및 목표주가 120만원을 유지한다.

두산 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,633	5,766	5,002	6,149	18,133	19,784	21,550
%QoQ/%YoY	-17%	24%	-17%	28%	-19%	24%	-13%	23%	-5%	9%	9%
두산 자체사업	485	559	524	653	561	596	707	801	1,336	2,221	2,665
두산에너지빌리티	3,749	4,569	3,880	4,860	3,985	4,940	4,212	5,139	16,233	17,058	18,276
기타 (연결조정 반영)	65	219	48	173	82	222	53	183	564	505	540
매출원가	3,583	4,412	3,695	4,749	3,741	4,731	4,047	5,126	15,171	16,438	17,643
매출원가율	83%	83%	83%	84%	81%	82%	81%	83%	84%	83%	82%
매출총이익	716	935	758	938	893	1,036	955	1,023	2,962	3,346	3,907
판매비와관리비	517	577	527	663	529	583	551	488	1,958	2,283	2,151
영업이익	198	358	231	275	364	452	404	535	1,004	1,063	1,756
%QoQ/%YoY	-5%	80%	-35%	19%	32%	24%	-11%	32%	-30%	6%	65%
두산	121	142	109	132	131	144	176	201	143	504	653
두산에너지빌리티	142	271	137	212	263	346	240	378	1,018	763	1,228
기타 (연결조정 반영)	-65	-55	-14	-69	-31	-38	-12	-44	-157	-204	-125
영업이익률	5%	7%	5%	5%	8%	8%	8%	9%	6%	5%	8%
두산	25%	25%	21%	20%	23%	24%	25%	25%	11%	23%	24%
두산에너지빌리티	4%	6%	4%	4%	7%	7%	6%	7%	6%	4%	7%
기타 (연결조정 반영)	-100%	-25%	-30%	-40%	-38%	-17%	-23%	-24%	-28%	-40%	-23%
법인세차감전손익	106	396	168	-179	443	456	359	293	593	490	1,550
법인세비용	95	163	56	-73	217	223	176	144	291	241	760
당기순이익	11	233	111	-106	226	232	183	149	302	250	791
당기순이익률	0%	4%	3%	-2%	5%	4%	4%	2%	2%	1%	4%
KRW/USD	1,450	1,400	1,380	1,450	1,400	1,400	1,400	1,400	1,363	1,420	1,400

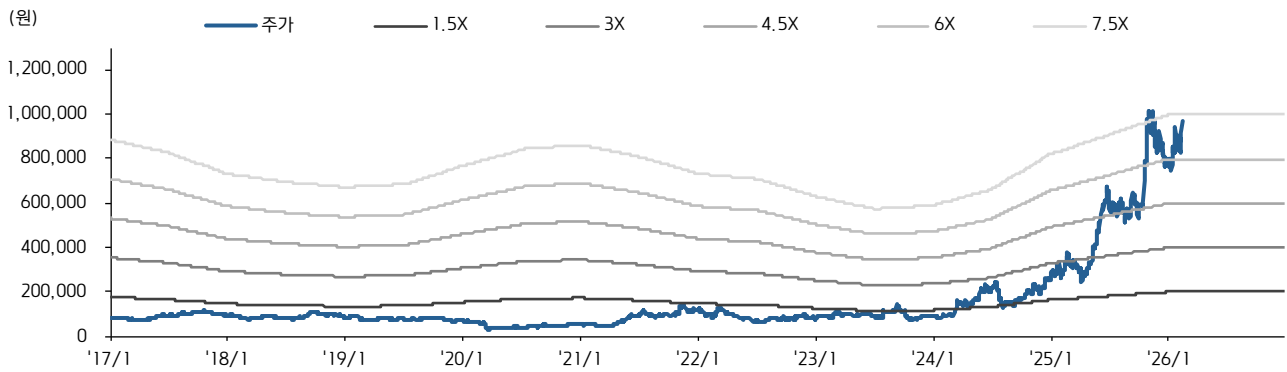
자료: 키움증권 리서치센터

두산연결 실적 Update (단위: 십억원)

	4Q25P					2025P		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	증감률	수정전	수정후	증감률
매출액	5,314	5,687	7%	5,630	1%	19,411	19,784	2%
두산 자체사업	600	653	9%			2,168	2,221	2%
두산에너지빌리티	4,542	4,860	7%			16,740	17,058	2%
영업이익	450.5	275.2	-39%	446.3	-38%	1238.0	1,062.7	-14%
영업이익률	8%	5%		8%		6%	5%	
당기순이익	190.7	-106.4	-156%	236.2	-145%	546.6	249.5	-54%
당기순이익률	4%	-2%		4%		3%	1%	

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

두산 12개월 Forward P/B Chart



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	19,784.1	21,550.3
매출원가	14,157.7	15,885.1	15,170.7	16,438.4	17,643.4
매출총이익	2,838.0	3,245.1	2,962.1	3,345.7	3,906.9
판매비	1,712.0	1,808.8	1,958.4	2,283.0	2,151.3
영업이익	1,126.0	1,436.3	1,003.8	1,062.7	1,755.6
EBITDA	1,744.2	2,140.6	1,771.0	1,898.9	2,591.7
영업외손익	-1,411.9	-985.3	-410.8	-535.2	-444.0
이자수익	33.1	103.4	142.6	245.1	236.0
이자비용	364.8	466.4	491.6	592.6	559.6
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	37.0	42.9
기타	-525.7	-580.1	-194.0	-255.5	-194.1
법인세차감전이익	-285.9	451.0	593.0	490.2	1,550.4
법인세비용	211.3	178.9	290.7	240.7	759.7
계속사업순손익	-497.2	272.1	302.2	249.5	790.7
당기순이익	-581.2	272.1	302.2	249.5	790.7
지배주주순이익	-696.4	-388.3	-226.2	74.9	237.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	32.2	12.6	-5.2	9.1	8.9
영업이익 증감율	22.3	27.6	-30.1	5.9	65.2
EBITDA 증감율	13.7	22.7	-17.3	7.2	36.5
지배주주순이익 증감율	-441.5	-44.2	-41.7	-133.1	216.7
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	216.9
매출총이익률(%)	16.7	17.0	16.3	16.9	18.1
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	5.4	8.1
EBITDA Margin(%)	10.3	11.2	9.8	9.6	12.0
지배주주순이익률(%)	-4.1	-2.0	-1.2	0.4	1.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	9,526.3	11,446.3	11,912.6	14,991.4	15,386.9
현금 및 현금성자산	2,074.2	3,539.2	3,704.1	6,621.8	6,423.2
단기금융자산	271.4	366.0	240.8	158.4	104.2
매출채권 및 기타채권	3,327.9	3,651.6	3,867.6	4,219.8	4,596.5
재고자산	2,756.7	2,927.1	3,136.4	3,026.3	3,296.5
기타유동자산	1,096.1	962.4	963.7	965.1	966.5
비유동자산	16,789.0	16,840.5	18,230.4	18,652.7	19,124.2
투자자산	976.1	895.9	1,162.1	1,459.5	1,766.6
유형자산	6,273.3	6,509.4	7,012.5	6,997.1	7,110.4
무형자산	7,890.9	8,031.7	8,547.4	8,607.7	8,658.7
기타비유동자산	1,648.7	1,403.5	1,508.4	1,588.4	1,588.5
자산총계	26,315.4	28,286.8	30,143.1	33,644.2	34,511.0
유동부채	9,478.5	11,438.9	11,024.2	13,752.6	13,421.1
매입채무 및 기타채무	4,431.4	4,994.4	4,336.7	5,325.1	5,843.6
단기금융부채	3,393.3	4,345.9	4,219.2	6,259.2	5,609.2
기타유동부채	1,653.8	2,098.6	2,468.3	2,168.3	1,968.3
비유동부채	6,539.1	5,641.2	7,229.4	7,249.4	7,149.4
장기금융부채	4,996.1	4,131.2	5,474.4	5,424.4	5,424.4
기타비유동부채	1,543.0	1,510.0	1,755.0	1,825.0	1,725.0
부채총계	16,017.5	17,080.1	18,253.6	21,002.0	20,570.5
지배지분	1,790.7	1,624.1	1,480.2	2,058.2	2,803.0
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	-1,199.3	-1,160.1
기타포괄손익누계액	587.0	599.6	688.9	1,249.6	1,810.2
이익잉여금	669.5	208.0	-81.6	-42.5	102.6
비지배지분	8,507.1	9,582.6	10,409.3	10,584.0	11,137.5
자본총계	10,297.8	11,206.7	11,889.5	12,642.2	13,940.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533.2	1,908.7	307.8	1,799.5	1,338.7
당기순이익	-581.2	272.1	302.2	249.5	790.7
비현금항목의 가감	2,705.2	2,054.2	1,804.3	1,612.0	2,106.2
유형자산감가상각비	456.4	547.5	603.3	655.8	652.5
무형자산감가상각비	161.8	156.8	164.0	180.3	183.6
지분법평가손익	-343.4	-43.5	-34.6	-19.1	-20.0
기타	2,430.4	1,393.4	1,071.6	795.0	1,290.1
영업활동자산부채증감	-683.0	432.7	-1,052.6	515.0	-486.0
매출채권및기타채권의감소	-507.8	-57.7	-70.1	-352.2	-376.7
재고자산의감소	-682.8	-295.6	80.8	110.1	-270.2
매입채무및기타채무의증가	866.9	591.8	-819.2	988.4	518.5
기타	-359.3	194.2	-244.1	-231.3	-357.6
기타현금흐름	-907.8	-850.3	-746.1	-577.0	-1,072.2
투자활동 현금흐름	-290.9	-1,106.3	-994.8	-1,073.6	-1,229.9
유형자산의 취득	-700.0	-583.9	-710.4	-735.3	-826.5
유형자산의 처분	34.7	12.5	71.1	94.9	60.7
무형자산의 순취득	-236.2	-230.4	-217.7	-240.7	-234.7
투자자산의감소(증가)	359.2	80.2	-266.2	-278.3	-287.1
단기금융자산의감소(증가)	1,054.9	-94.5	125.2	82.4	54.2
기타	-803.5	-290.2	3.2	3.4	3.5
재무활동 현금흐름	-482.0	636.3	573.9	1,666.8	-872.4
차입금의 증가(감소)	-2,254.2	259.4	1,079.6	1,990.0	-650.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	-1.7	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	-64.8	-20.0	39.2
배당금지급	-125.0	-118.8	-125.1	-35.9	-35.8
기타	1,897.2	495.7	-315.8	-265.6	-225.8
기타현금흐름	78.9	26.3	278.0	525.0	565.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-160.9	1,465.0	164.9	2,917.7	-198.6
기초현금 및 현금성자산	2,235.1	2,074.2	3,539.2	3,704.1	6,621.8
기말현금 및 현금성자산	2,074.2	3,539.2	3,704.1	6,621.8	6,423.2

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-32,522	-18,133	-10,562	3,550	11,251
BPS	83,627	75,846	69,123	97,621	132,951
CFPS	99,190	108,635	98,376	88,291	137,404
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	6,000
주가배수(배)					
PER	-2.6	-5.2	-24.1	220.0	86.5
PER(최고)	-4.0	-9.2	-25.9		
PER(최저)	-1.9	-4.0	-7.4		
PBR	0.99	1.24	3.69	8.00	7.32
PBR(최고)	1.57	2.20	3.96		
PBR(최저)	0.72	0.95	1.13		
PSR	0.10	0.11	0.30	0.83	0.95
PCFR	0.8	0.9	2.6	8.8	7.1
EV/EBITDA	9.3	7.5	11.8	16.0	13.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	-4.7	9.9	9.0	10.8	10.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.4	2.1	0.8	0.3	0.6
ROA	-2.2	1.0	1.0	0.8	2.3
ROE	-36.0	-22.7	-14.6	4.2	9.8
ROIC	6.1	4.4	3.0	3.9	4.9
매출채권회전율	5.3	5.5	4.8	4.9	4.9
재고자산회전율	7.1	6.7	6.0	6.4	6.8
부채비율	155.5	152.4	153.5	166.1	147.6
순차입금비율	58.7	40.8	48.4	38.8	32.3
이자보상배율	3.1	3.1	2.0	1.8	3.1
총차입금	8,389.4	8,477.2	9,693.7	11,683.7	11,033.7
순차입금	6,043.8	4,572.0	5,748.8	4,903.5	4,506.2
NOPLAT	1,744.2	2,140.6	1,771.0	1,898.9	2,591.7
FCF	-17.6	1,033.2	-651.5	1,131.0	195.0

Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 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.

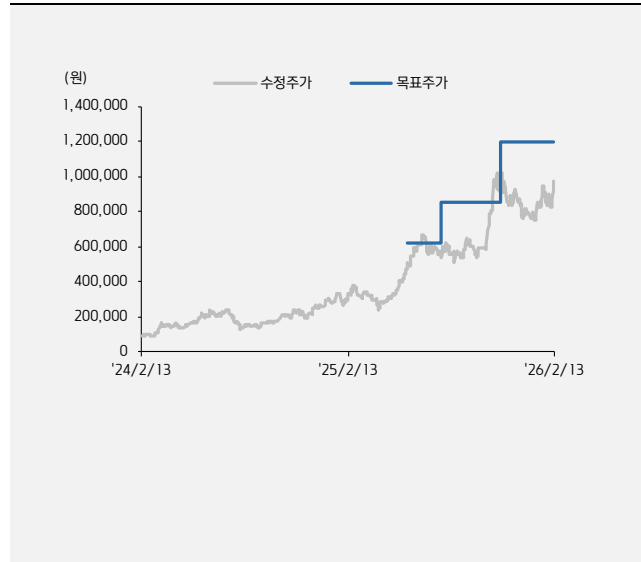
고지사항

- 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.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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	-23.27	-15.33
	2025/11/25	BUY(Maintain)	1,200,000원	6개월	-28.97	-15.33
	2026/02/13	BUY(Maintain)	1,200,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 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 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%