

2025. 7. 28



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA 우서현

02. 6454-4907

seohyun.woo@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **830,000 원****현재주가 (7.25)** **570,000 원****상승여력** **45.6%**

KOSPI 3,196.05pt

시가총액 94,186억원

발행주식수 1,652만주

유동주식비율 41.97%

외국인비중 15.21%

52주 최고/최저가 670,000원/128,100원

평균거래대금 939.3억원

주요주주(%)

박정원 외 26 인 40.11

국민연금공단 8.47

주가상승률(%) **1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -14.5 71.4 231.4

상대주가 -16.9 36.1 181.1

주가그래프**두산** 000150**2025년 PER 기준 전자BG 14.5 배
vs 글로벌 AI MLB/CCL 24.9 배**

- ✓ 2Q25 전자BG 영업이익(1,362억원) 기록, Opm: 28.6%으로 우월한 수익성 유지
- ✓ 이원화 이슈로 인해 전자BG의 하반기 및 2026년 실적에 대한 우려 지속
- ✓ 다만 당사는 CoWoS Capa 기준 '26년 전자BG 영업이익 추정치를 6.7% 상향 조정
- ✓ 두산 내 전자BG의 반영 가치는 글로벌 Peer 대비 현저히 저평가된 수준으로 판단
- ✓ 적정주가 830,000원으로 상향, 커버리지 내 최선호주 의견 유지

전자BG 우월한 수익성 지속

2Q25 전자BG 매출액(4,762억원)과 영업이익(1,362억원)은 당사 추정치를 각각 5.8%, 1.4% 상회했다. 구리, 유리섬유 등 원재료 가격 상승과 환율의 부정적 영향에도 불구하고, 28.6%의 영업이익률을 기록하며 CCL 경쟁사 대비 압도적인 수익성을 유지했다(그림25). 북미 NV사향 매출은 약 1,750억원으로 추정되며, 1분기와 유사한 50% 내외의 높은 이익률을 기록한 것으로 판단된다.

CoWoS Capa 기준 2026년 전자BG 영업이익 추정치 6.7% 상향 조정

'25년과 '26년 전자BG의 영업이익은 각각 5,417억원(+341.8% YoY, OPM 29.3%), 6,305억원(+16.4% YoY, OPM 30.9%)으로 전망한다. 이원화 이슈로 인해 전자BG의 하반기 및 '26년 실적에 대한 시장 우려가 지속되고 있다. 다만 하반기 GB300 Computing Tray 제품은 GB200에 이어 전자BG가 단독으로 공급하는 것으로 파악된다. 또한 '26년에는 ① Q Glass 본격 도입으로 인한 M9급 CCL 단가 인상, ② Rubin 대면적화로 인한 CCL 사용량 증가, ③ ASIC 시장 본격 진입 등을 감안할 때, 시장 우려보다 견조한 실적이 예상된다. CoWoS Capa 기준으로 추정한 Nvidia 및 ASIC 출하량을 바탕으로(표4,5), '26년 전자BG의 Nvidia향 매출은 1조 118억원(+37.5% YoY), ASIC향 매출은 658억원(+664.8% YoY)으로 전망한다(그림10).

투자의견 Buy, 적정주가 830,000원 제시

연결 자회사인 두산에너지빌리티의 주가 급등을 반영해, 지분가치 산정 시 할인율을 기존 40%에서 80%로 상향 적용하였다. 이에 따라 산출된 지분가치는 약 3.2조원이며, 이를 감안한 현재 두산의 시가총액 내 전자BG 반영 기업가치는 약 6.2조원으로 추정된다. 이는 '25년 기준 당사 추정 PER 14.5배 수준으로, 글로벌 AI MLB/CCL 평균 PER 24.9배 대비 현저히 저평가로 판단된다. 적정주가는 83만 원으로 18.6% 상향하며, 커버리지 내 최선호주 의견을 유지한다.

(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	1.2	7.2	-22.7	152.4
2024	18,132.9	1,003.8	-226.2	-14,215	-40.8	69,123	-17.9	3.7	11.5	-14.6	153.5
2025E	20,036.0	1,555.5	612.2	33,334	-334.5	93,213	17.1	6.1	12.1	32.2	162.2
2026E	22,241.0	2,359.4	1,170.5	70,307	110.9	146,389	8.1	3.9	8.8	45.6	155.6
2027E	23,876.8	1,918.1	1,203.0	72,275	2.8	201,085	7.9	2.8	9.8	32.3	149.2

표1 두산 2Q25P 실적 Review

(십억원)	2Q25P	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	5,346.4	4,592.2	16.4%	4,298.7	24.4%	4741.1	12.8%	4,787.5	11.7%
영업이익	357.8	336.7	6.3%	198.5	80.3%	473.7	-24.5%	557.0	-35.8%
세전이익	396.1	304.0	30.3%	105.9	274.2%	446.3	-11.3%	499.6	-20.7%
순이익	78.6	216.3	-63.7%	11.3	596.2%	141.6	-44.5%	194.7	-59.6%
영업이익률(%)	6.7%	7.3%		4.6%		10.0%		11.6%	
세전이익률(%)	7.4%	6.6%		2.5%		9.4%		10.4%	
순이익률(%)	1.5%	4.7%		0.3%		3.0%		4.1%	

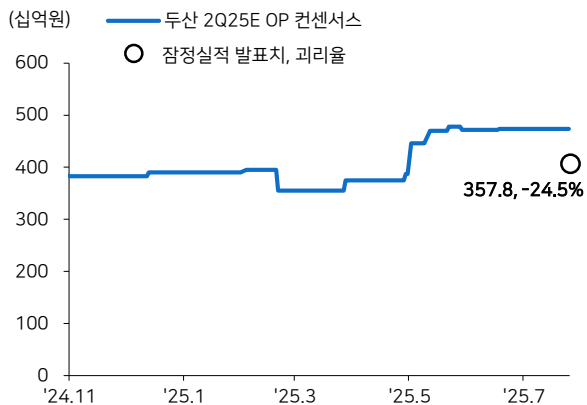
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	20,036.0	18,132.9	10.5%	18702.8	7.1%	18,471.4	8.5%
영업이익	1,555.5	901.9	72.5%	1617.4	-3.8%	1,359.4	14.4%
세전이익	1,314.8	491.1	167.7%	1284.1	2.4%	891.8	47.4%
지배주주 순이익	612.2	-226.2	nm	686.4	-10.8%	266.0	130.2%
영업이익률(%)	7.8%	5.0%		8.6%		7.4%	
세전이익률(%)	6.6%	2.7%		6.9%		4.8%	
순이익률(%)	3.1%	-1.2%		3.7%		1.4%	

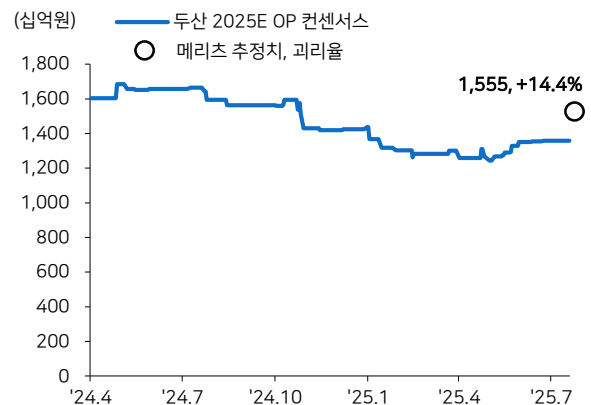
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25P 영업이익, 컨센서스 -24.5% 하회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +14.4% 상회 전망



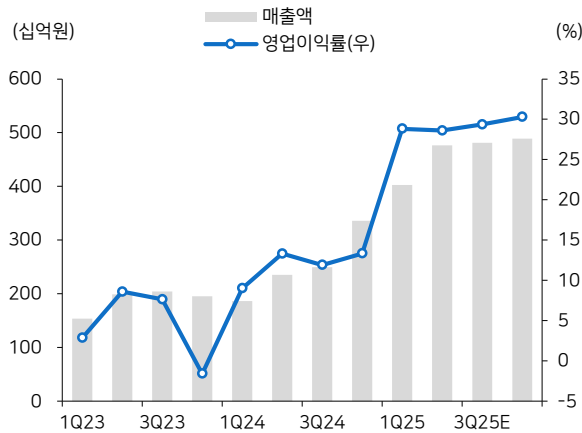
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	4,462.3	4,592.2	3,878.5	5,199.8	4,298.7	5,346.4	4,763.4	5,627.5	18,132.9	20,036.0	22,241.0
(%, QoQ)	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	24.4%	-10.9%	18.1%			
(%, YoY)	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	16.4%	22.8%	8.2%	-5.2%	10.5%	11.0%
두산 자체	269.3	325.1	342.5	440.1	485.0	558.5	558.9	572.5	1,377.0	2,174.8	2,363.6
전자BG	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	476.2	481.3	489.0	1,007.2	1,849.5	2,038.3
두산에너지빌리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	4,569.0	3,907.9	4,692.3	16,233.1	16,917.7	18,402.3
두산로보틱스	10.9	14.4	10.0	11.5	5.3	23.5	16.3	18.7	46.8	63.8	98.1
연결조정 및 기타	84.3	102.2	130.4	159.1	59.9	195.4	280.4	344.1	476.0	879.7	1,377.0
영업이익	246.1	336.7	110.2	208.9	198.5	357.8	375.0	624.2	901.9	1,555.5	2,359.4
(%, QoQ)	-7.6%	36.9%	-67.3%	89.6%	-5.0%	80.3%	4.8%	66.5%			
(%, YoY)	-27.2%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-19.3%	6.3%	240.3%	198.8%	-37.2%	72.5%	51.7%
두산 자체	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	142.1	146.6	151.6	141.2	561.4	655.4
전자BG	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	141.3	148.1	122.6	541.7	630.5
두산 에너지빌리티	358.1	309.8	114.8	234.9	142.5	271.1	259.0	376.9	1,017.6	1,049.5	1,336.5
두산로보틱스	-6.9	-7.9	-9.6	-16.9	-6.7	-8.9	-5.0	-8.2	-41.2	-28.8	-9.5
연결조정 및 기타	-145.5	-34.4	-60.2	-98.2	-174.5	-182.7	-167.0	-44.1	-338.3	-568.3	-253.6
영업이익률	5.5%	7.3%	2.8%	4.0%	4.6%	6.7%	7.9%	11.1%	5.0%	7.8%	10.6%
세전이익	233.3	304.0	-27.0	-19.2	105.9	395.9	280.1	532.9	491.1	1,314.8	2,080.9
지배주주순이익	5.0	20.6	-88.3	-163.5	23.6	78.6	157.6	299.8	-226.2	559.6	1,170.5
지배주주순이익률	0.1%	0.4%	-2.3%	-3.1%	0.6%	1.5%	3.3%	5.3%	-1.2%	2.8%	5.3%

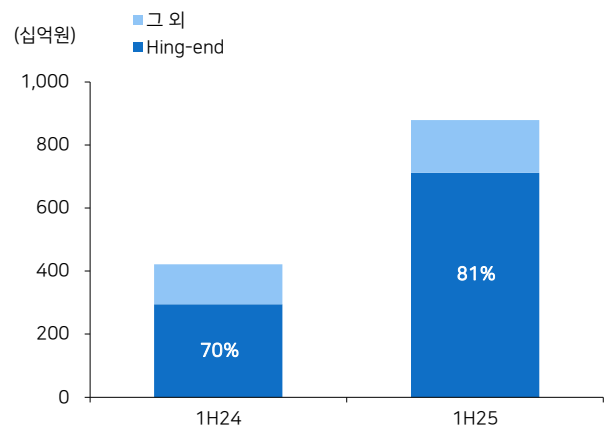
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산전자BG 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림4 두산전자BG 상반기 매출액 및 하이엔드 비중 추이



자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

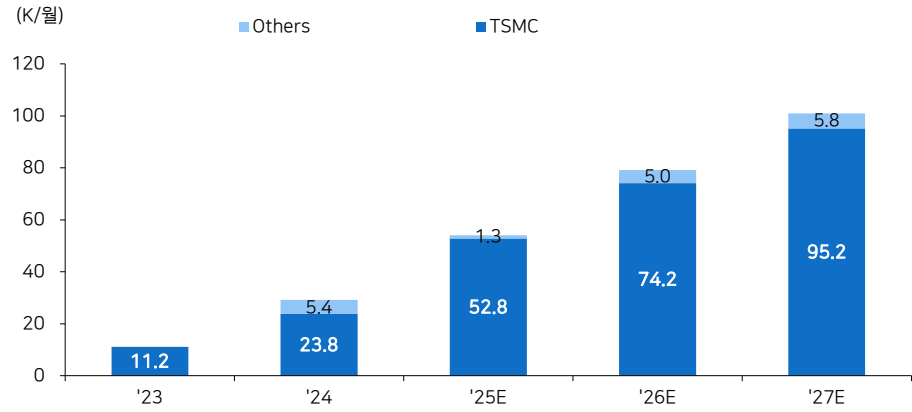
표4 CoWoS 생산능력 추이 및 전망							
구분	업체	'23	'24	'25E	'26E	'27E	비고
GPU	Total	80.0	237.0	452.0	646.0	822.0	
	Nvidia	70.0	192.0	400.0	555.0	705.0	
	(YoY)		174.3%	108.3%	38.8%	27.0%	
	CoWoS-S/R	70.0	97.0	25.0	25.0	25.0	Hopper + Vera CPU용
	CoWoS-L	0.0	30.0	360.0	500.0	650.0	Blackwell + Rubin
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	65.0	15.0	30.0	30.0	Vera Cpu용, Amkor
	AMD	10.0	45.0	52.0	91.0	117.0	
	(YoY)		350.0%	15.6%	75.0%	28.6%	
	CoWoS-S	10.0	45.0	52.0	55.0	60.0	MI350 + MI400
	CoWoS-L	0.0	0.0	0.0	6.0	17.0	Venice CPU
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	0.0	0.0	30.0	40.0	Venice CPU, ASE
ASIC	Total	49.0	97.0	173.0	274.0	355.0	
	(YoY)		98.0%	78.4%	58.4%	29.6%	
	Broadcom	40.0	70.0	96.0	140.0	180.0	
	CoWoS-S (TPU)	40.0	70.0	96.0	105.0	120.0	TPU (미디어텍 이원화)
	CoWoS-L (MITA2)	0.0	0.0	0.0	35.0	60.0	Meta ASIC 할당
	AWS (Marvell + Alchip)	9.0	27.0	77.0	90.0	110.0	
	Marvell			0	15.0	30.0	Microsoft MAIA2 할당
	Mediatek				29.0	35.0	TPUv7E부터 진입(미정)
Others		5.0	16.0	24.0	30.0	35.0	
Overall Total CoWoS Consumption		134.0	350.0	649.0	950.0	1,212.0	
YoY			161.2%	85.4%	46.4%	27.6%	
Total TSMC		134.0	285.0	634.0	890.0	1,142.0	
YoY			112.7%	122.5%	40.4%	28.3%	
Total Others			65.0	15.0	60.0	70.0	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 AI GPU, ASIC 출하량 가정				
	'23	'24	'25E	'26E
NVDA	168.0	436.8	606.0	640.0
Hopper	168.0	388.8	30.0	
Blackwell		48.0	576.0	480.0
Rubin				160.0
AMD	16.0	72.0	83.2	70.4
Google(TPU)	64.0	112.0	153.6	214.4
AWS(Trainium)	18.0	54.0	154.0	180.0
META(MTIA)				79.0
Microsoft(MAIA)				24.0

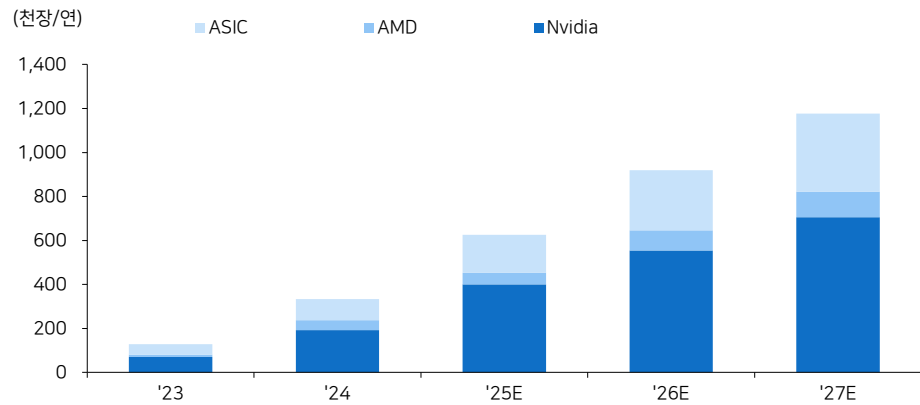
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 CoWoS Capa 추이 (TSMC + Amkor or ASE)



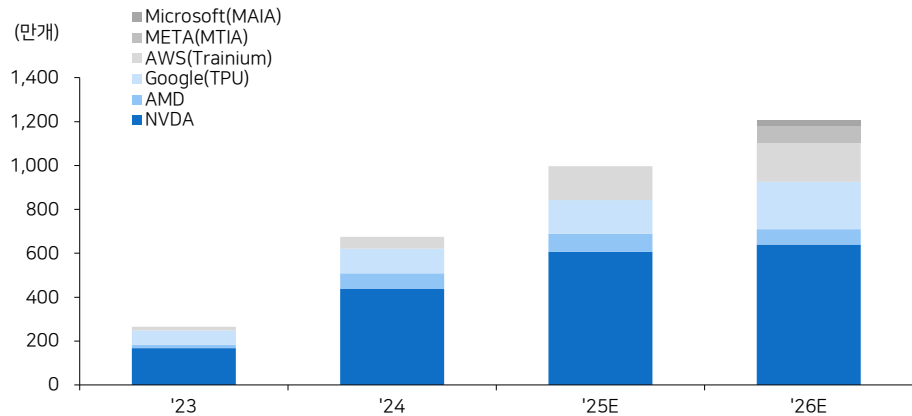
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 CoWoS Capa 애플리케이션별 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 GPU와 ASIC 출하량 추이 및 전망



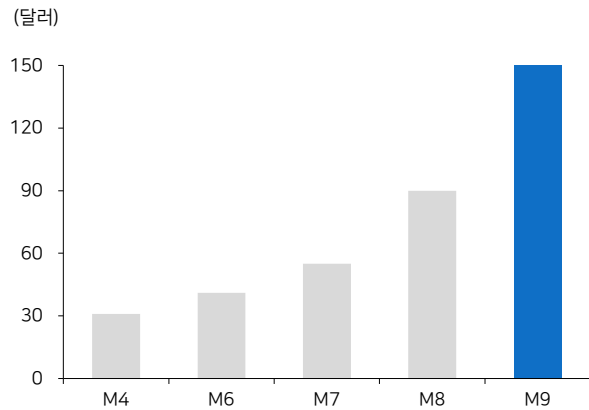
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 ABF 기판 기준 Nvidia GPU 면적 비교

	Package Size	Surface Area	층수	SAP Demand Size
Hopper	55 * 60mm	3,300	12	100
Blackwell	70 * 80mm	5,600	14	198
Rubin	80 * 100mm	8,000	18	364

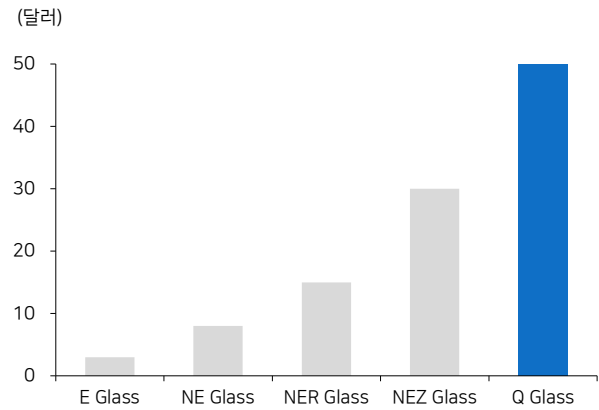
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 CCL 등급 기준 평가 비교



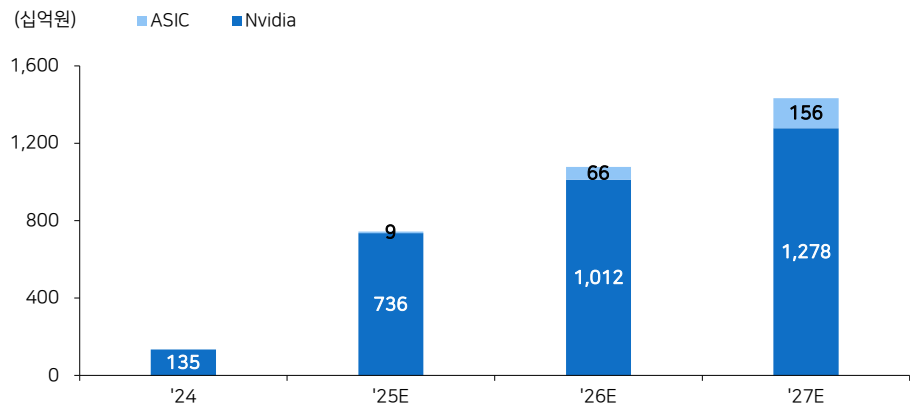
주: Nvidia Rubin 제품부터는 M9 CCL 적용
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 유리섬유 등급 기준 평가 비교



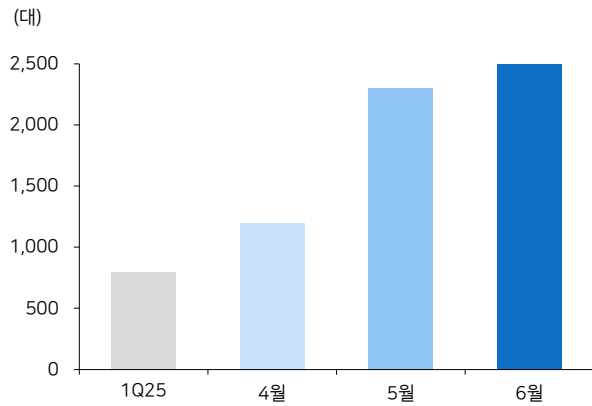
주: M9등급 CCL에는 Q Glass 적용이 유력
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 두산 전자BG Nvidia + ASIC 매출액 추이 및 전망



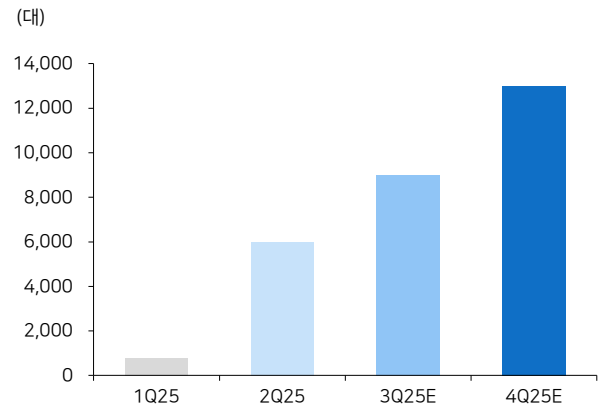
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 엔비디아 GB200 NVL 72 서버랙 생산량 추이



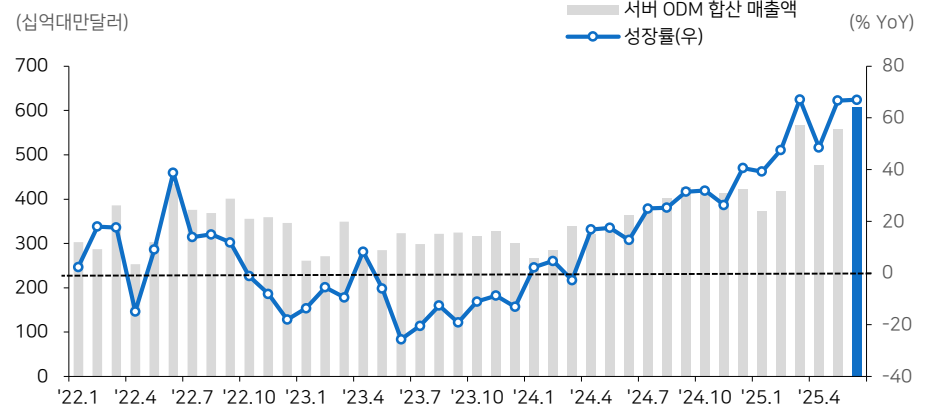
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 엔비디아 GB200 NVL 72 서버랙 생산량 전망



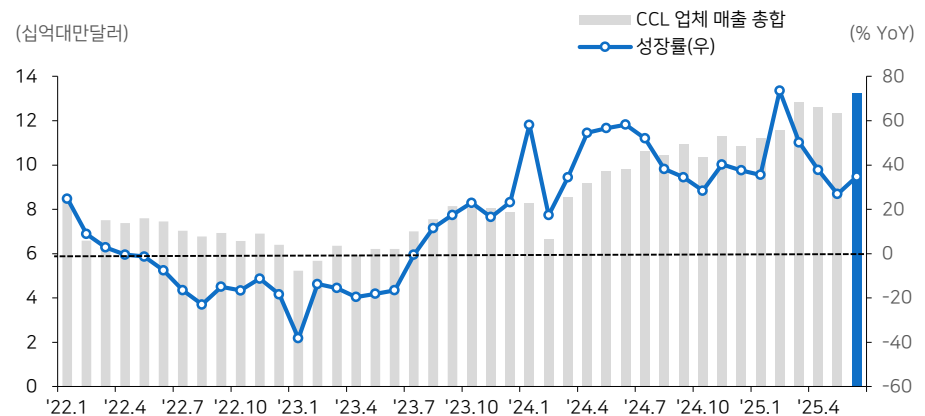
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



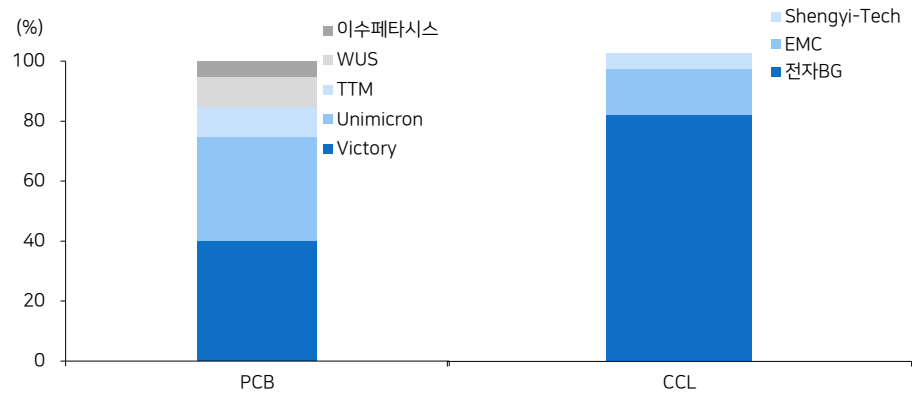
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림14 대만 CCL (EMC, TUC, ITEQ) 합산 매출액 추이



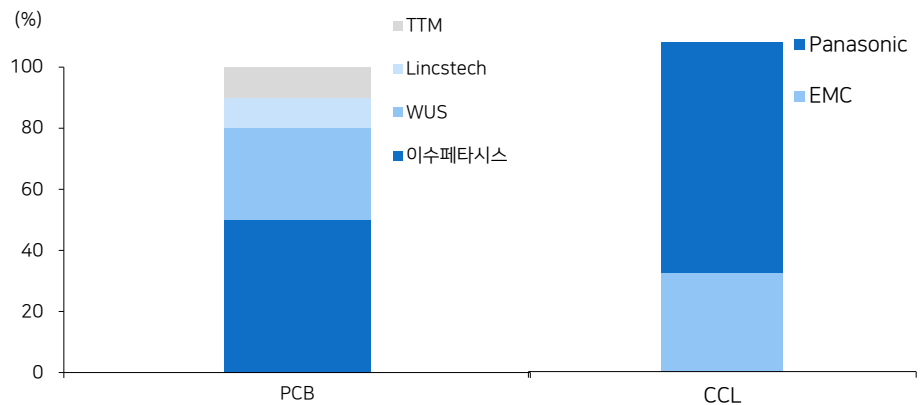
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림15 엔비디아 PCB, CCL 점유율 추정



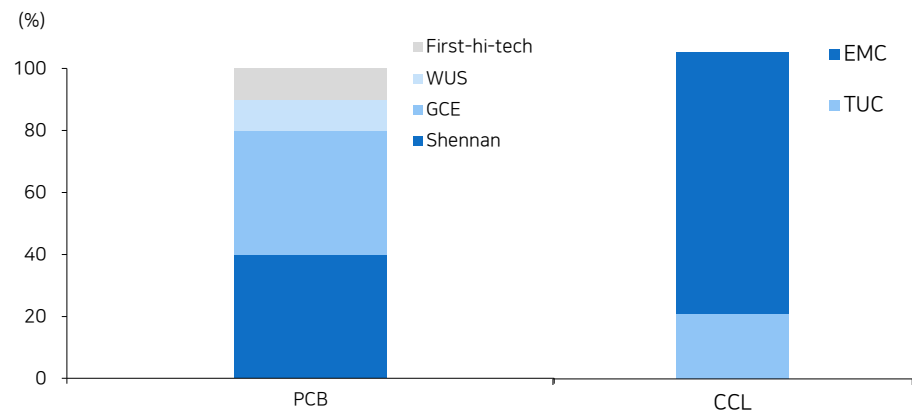
주: Computing Tray 두산 독점, EMC와 Shengyi가 Switch Tray 양분
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 구글 PCB, CCL 점유율 추정



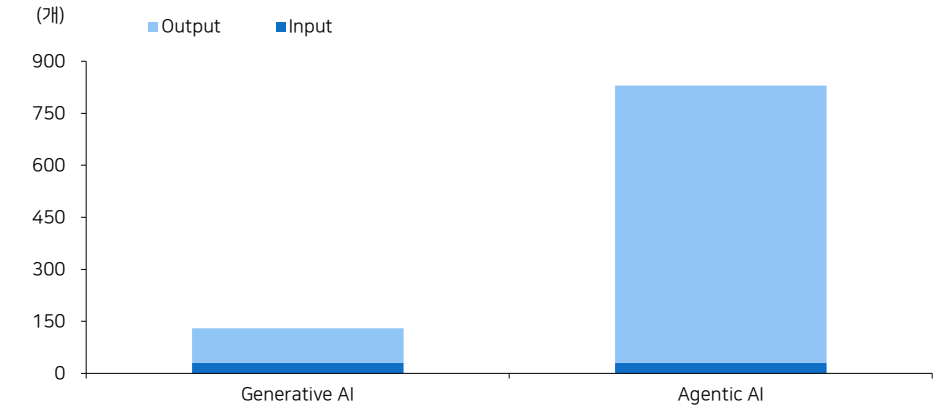
주: 2026년 두산 전자BG 진입 예상
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 AWS PCB, CCL 점유율 추정



주: 2025년 하반기 두산 전자BG, Shengyi-Tech 진입 예상
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 Generative AI vs Agentic AI 같은 프롬프트 기준 유발되는 토큰 수 추산



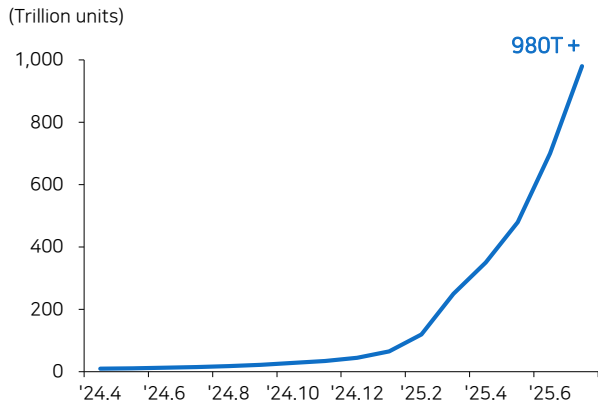
주: 영화보기 관련 AI에 요청 가정

GenAI - Input 2문장 30토큰, Output 영화 5편 추천, 상영관 5곳 간단한 설명 포함 약 100토큰.

Agentic AI - Input 2문장 30토큰, 에이전트 단계 1) 상영작/예매율 검색, 2) 영화 선정, 3) 상영관 검색, 4) 예매 수행. 단계별 I/O 합계는 보수적으로 200토큰, 도합 830토큰

자료: 메리츠증권 리서치센터

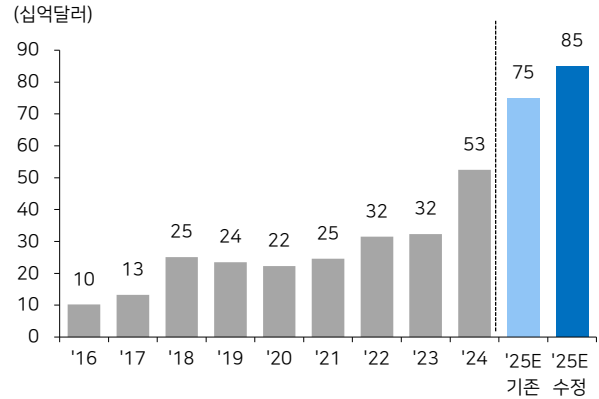
그림19 구글, 토큰 생성 수 추이



주: 4월 480조 Units(+5,000% YoY)→ 7월 980조 Units 달성

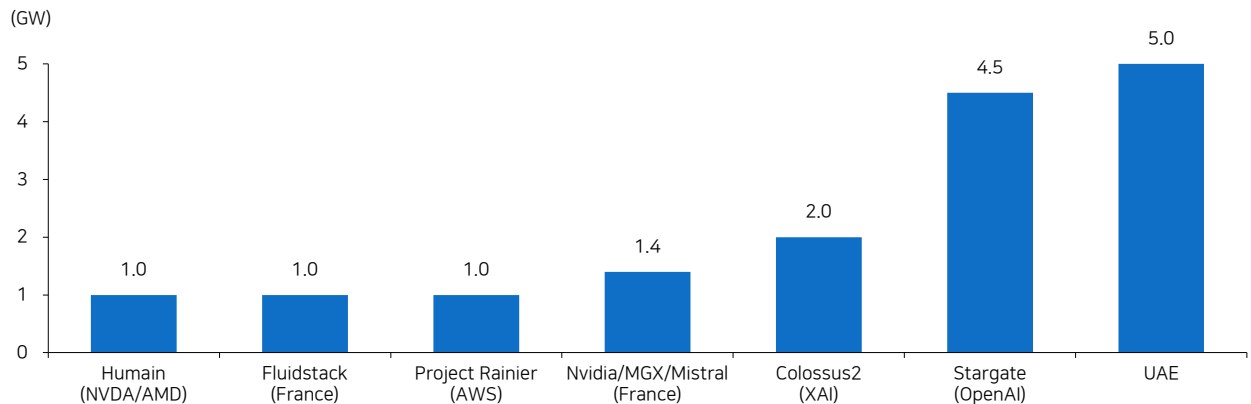
자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

그림20 구글 Capex 추이(2025년 전망 상향 조정)



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

그림21 최근 발표된 AI 인프라 구축 프로젝트

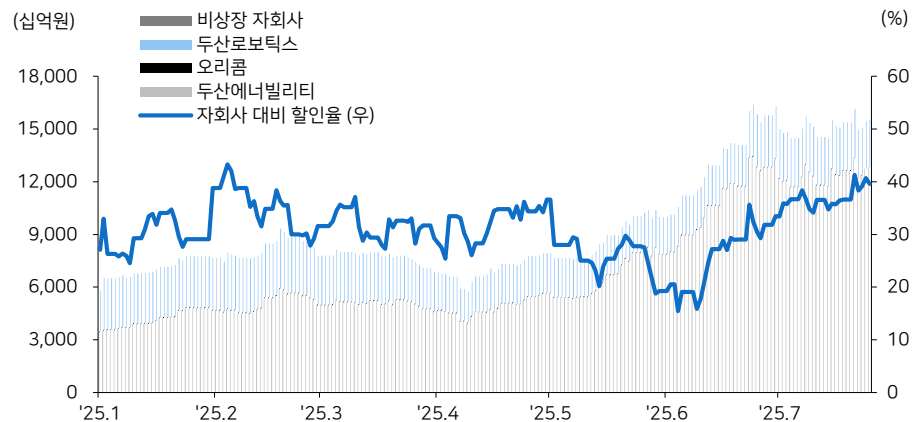


자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 두산 Valuation Table					
구분		시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고
영업가치					
전자BG		433	100.0%	9,404.0	2025년 예상 PER * 대만 CCL 3사 평균 멀티플 21.7배 적용
지분가치					
상장 자회사	두산에너지빌리티	40,917	30.4%	12,435	최근 1개월 평균 증가 기준
	오리콤	75	60.9%	46	최근 1개월 평균 증가 기준
	두산로보틱스	4,033	68.2%	2,750	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				3,159	80% 할인 적용
합계 (a)				12,563	
순차입금 (b)				1,314	1Q25말 기준 두산(별도) 순차입금
적정시가총액(십억원)				11,249	
유통주식수 (주)				13,522,969	발행주식수(1,652만주) - 자사주(296만주)
적정 주가 (fair value, 원)				831,828	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)				830,000	
현재 주가 (원)				570,000	7/25 기준 증가
괴리율				45.6	

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림22 두산 지주, 자회사 지분 대비 할인을 추이



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

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표8 AI MLB/CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
CCL	EMC	11,706.7	23.1	18.5	8.6	6.8	69.6	24.5	38.6	38.9	3,131	3,666	661	815	16.5	13.6
	TUC	2,378.2	20.7	14.9	4.8	4.2	40.4	38.0	22.8	27.7	963	1,132	150	205	13.5	10.1
	ITEQ	1,197.0	21.5	16.7	1.6	1.6	118.9	27.9	8.7	9.4	1,171	1,293	87	108	9.3	7.7
	Shengyi Tech	12,892.6	31.8	25.0	5.6	5.1	62.5	26.9	18.2	21.8	3,589	4,287	484	624	22.7	18.6
MLB	이수페타시스	3,208.4	28.5	23.5	8.7	6.4	84.4	21.6	36.6	31.9	1,066	1,266	193	238	19.9	16.1
	Unimicron	6,805.7	26.0	14.6	2.0	1.8	64.5	78.4	8.0	13.2	4,583	5,176	312	554	7.7	6.0
	Victory Giant	18,714.6	29.0	21.1	10.2	7.2	301.4	37.8	33.1	32.8	2,757	3,574	757	1,031	21.8	16.1
	WUS(Kunshan)	13,292.5	26.5	20.4	6.7	5.4	39.0	29.9	25.8	27.1	2,450	3,046	576	749	20.5	15.6
	Shennan Circuits	12,273.7	34.9	28.2	5.1	4.5	35.0	24.1	15.0	16.2	2,974	3,458	350	430	22.3	18.9
	Gold Circuit	5,637.7	20.6	15.5	6.4	5.1	55.0	32.7	33.3	34.1	1,880	2,221	414	532	12.5	9.9
	TTM Tech	4,602.8	21.0	18.9	2.9	2.7	291.8	10.9	n/a	n/a	2,672	2,823	293	331	12.6	11.7
	First-Hi Tech	778.4	20.0	15.2	8.7	n/a	285.3	31.6	44.2	42.8	295	347	48	63	15.3	11.3
소재	Nitto Boseki	1,644.1	20.3	17.0	1.8	1.7	60.8	15.0	9.8	10.6	769	827	113	129	11.4	9.6

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

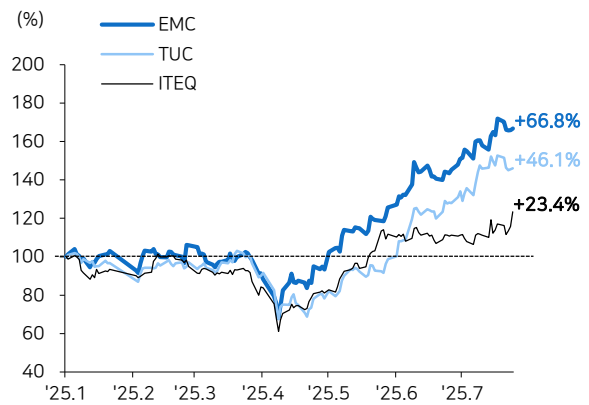
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 EMC 12MF PER 추이



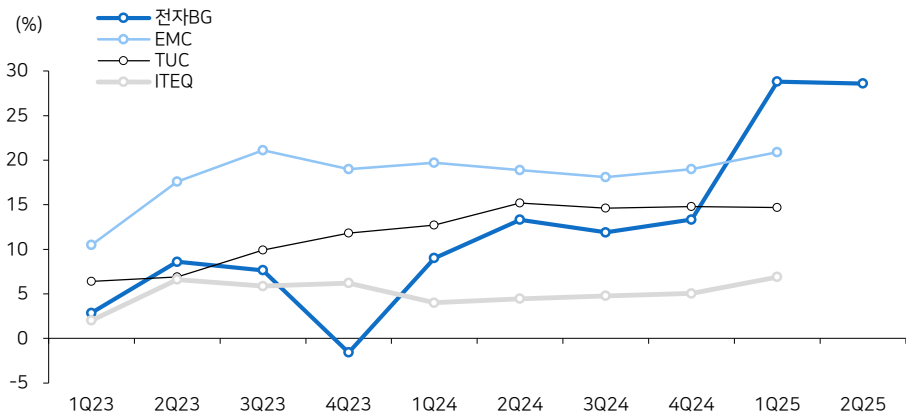
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 대만 CCL 3사 2025년 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 전자BG vs 대만 CCL 업체 영업이익률 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	19,130.1	18,132.9	20,036.0	22,241.0	23,876.8
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	10.5	11.0	7.4
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,384.8	17,625.2	19,534.2
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,651.2	4,615.8	4,342.6
판매관리비	1,808.8	1,958.4	2,054.4	2,256.4	2,424.5
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,555.5	2,359.4	1,918.1
영업이익률(%)	7.5	5.0	8.0	10.6	8.0
금융손익	-400.6	-216.1	59.6	161.5	300.6
종속/관계기업손익	-42.3	27.9	2.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-302.3	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	1,356.2	2,080.9	2,138.7
법인세비용	178.9	290.7	460.5	520.2	534.7
당기순이익	272.1	302.2	854.3	1,560.7	1,604.0
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	612.2	1,170.5	1,203.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	14,828.8	17,697.9	20,561.9
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	2,625.2	3,755.1	5,107.5
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,758.1	3,151.1	3,492.8
재고자산	2,927.1	3,136.4	4,548.7	5,197.0	5,760.5
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,615.3	18,815.8	18,950.1
유형자산	6,509.4	7,012.6	7,113.9	7,226.7	7,317.9
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,657.5	8,625.3	8,564.1
투자자산	938.9	1,196.4	1,388.4	1,508.4	1,612.6
자산총계	28,286.8	30,143.1	33,444.1	36,513.7	39,512.0
유동부채	11,438.9	11,024.2	12,958.0	14,190.5	15,261.7
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,700.3	3,085.1	3,419.6
단기차입금	1,717.5	3,081.1	3,460.4	3,460.4	3,460.4
유동성장기부채	2,270.9	790.8	849.6	849.6	849.6
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,730.2	8,038.5	8,393.3
사채	626.6	1,089.1	1,012.5	1,012.5	1,012.5
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,235.4	3,135.4	3,135.4
부채총계	17,080.1	18,253.6	20,688.1	22,228.9	23,655.0
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,934.9	1,934.9	1,934.9
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	720.6	720.6	720.6
이익잉여금	208.0	-81.6	406.2	1,544.9	2,716.1
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,759.9	11,150.1	11,551.1
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,755.9	14,284.8	15,857.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,908.7	307.8	-80.8	2,256.7	2,327.3
당기순이익(손실)	272.1	302.2	854.3	1,560.7	1,604.0
유형자산상각비	547.5	603.3	652.7	684.1	705.7
무형자산상각비	156.8	164.0	86.9	62.2	61.2
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	-1,770.5	-50.2	-43.7
투자활동 현금흐름	-1,106.3	-994.8	-1,304.5	-1,054.6	-994.9
유형자산의증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-741.3	-796.9	-796.9
투자자산의감소(증가)	-26.6	-143.2	-216.7	-119.9	-104.2
재무활동 현금흐름	636.3	573.9	302.1	-72.2	20.0
차입금의 증감	184.7	1,406.3	249.4	-40.4	51.8
자본의 증가	276.5	47.2	6.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,465.0	164.9	-1,078.9	1,129.9	1,352.4
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	2,625.2	3,755.1
기말현금	3,539.2	3,704.1	2,625.2	3,755.1	5,107.5

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,212,553	1,345,993	1,444,990
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	33,334	70,307	72,275
CFPS	140,780	127,486	152,094	192,807	195,203
EBITDAPS	129,547	107,177	141,395	187,951	162,494
BPS	75,846	69,123	93,213	146,389	201,085
DPS	2,000	2,000	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.1	0.8	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	-3.9	-17.9	17.1	8.1	7.9
PCR	0.7	2.0	3.7	3.0	2.9
PSR	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4
PBR	1.2	3.7	6.1	3.9	2.8
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	2,336.4	3,105.7	2,685.0
EV/EBITDA	7.2	11.5	12.1	8.8	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	32.2	45.6	32.3
EBITDA 이익률	11.2	9.8	11.7	14.0	11.2
부채비율	152.4	153.5	162.2	155.6	149.2
금융비용부담률	2.4	2.7	2.4	2.1	2.0
이자보상배율(x)	3.1	2.0	3.3	5.0	4.1
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	9.0	7.5	7.2
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	5.2	4.6	4.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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	0.6%

2025년 6월 30일 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	두산 적정주가
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	-	-	