

2025. 10. 2



▲ 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) 850,000 원

현재주가 (10.1) 562,000 원

상승여력 51.2%

KOSPI	3,455.83pt
시가총액	92,864억원
발행주식수	1,652만주
유동주식비율	41.97%
외국인비중	16.02%
52주 최고/최저가	670,000원/166,000원
평균거래대금	829.4억원

주요주주(%)	
박정원 외 26 인	40.11
국민연금공단	8.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.4	89.5	231.6
상대주가	-4.1	38.3	148.8

주가그래프



두산 000150

외부 요인에 가려진 AI CCL 슈퍼사이클

- ✓ 3Q25 전자BG 영업이익 1,355억원(+356.2% YoY), 영업이익률 Opm: 28.1% 전망
- ✓ 북미 N사향 물량은 7월에 재고 조정이 있었으나 8월부터 우상향 흐름 지속 중
- ✓ CPX, 중국 저가형 AI 가속기, Kyber 랙 등 AI 확산 기반 동사 CCL 수요 확대 지속
- ✓ 현 시가총액 내 전자BG의 반영 기업가치는 글로벌 Peer 대비 현저히 저평가
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 850,000원 제시

3Q25 Preview: 무난한 3분기, 기대되는 4분기

두산 전자BG의 3Q25 실적은 매출액 4,823억원(+93.2% YoY), 영업이익 1,355억원(+356.2% YoY, Opm: 28.1%)을 전망한다. 북미 NV사향 공급량은 7월 GB200에서 GB300으로 전환되는 과정에서 일시적인 재고 조정이 있었으나, 8월부터 회복세가 나타났고 9월 역시 우상향 흐름을 이어간 것으로 파악된다. 이는 3분기 동사뿐만 아니라 북미 N사 밸류체인 전반에서 공통적으로 나타나는 현상이다. 긍정적인 신호는, 밸류체인 전반이 4분기를 출하 정점으로 보고 있다는 점이며, 이에 따라 동사 또한 4분기 실적 개선이 기대된다. 그 외 반도체향 매출은 업황 업사이클 효과에 힘입어 지속적인 성장이 예상된다.

AI 확산과 함께 확대되는 동사 CCL 수요(Feat CPX, 중국, Kyber 랙)

9월 9일 북미 NV사가 공개한 Prefill 단계 특화 Rubin CPX 칩은 동사에게도 의미가 크다. 1. Rubin CPX 기반 VR200 NVL144 CPX 서버랙에는 8개의 Rubin CPX GPU가 추가 탑재된다. 이에 따라 4개의 CPX 보드가 새롭게 장착되며, Computing Tray 내 Rubin GPU·Vera CPU와 Rubin CPX GPU를 연결하기 위한 Midplane PCB 도입이 예상된다. 2. Rubin CPX는 메모리 비용 절감을 위해 HBM 대신 GDDR7을 채택했으며, 이는 글로벌 GDDR 시장 점유율 70% 이상을 차지하고 있는 동사에게 직접적인 수혜로 작용할 전망이다. 그 외 단기적으로는 고객사가 출시를 준비 중인 중국 향 블랙웰 기반 저가형 AI 가속기의 수혜를, 중장기적으로는 Kyber 랙 구현 및 Coredelia 구조 채택에 따른 CCL 콘텐츠 확대 효과가 기대된다.

AI 기반 슈퍼사이클이 예상됨에도 불구하고, 다수의 외생 변수로 인해 현 시가총액 내 전자BG의 반영 기업가치('26E PER 약 10.9배)가 글로벌 Peer 대비 현저히 저평가되어 있다고 판단된다. Peer 멀티플 조정을 반영해 적정주가는 85만원으로 제시하며, 현 주가에서는 중장기 투자 매력도가 높다는 기존 의견을 유지한다.

	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	20,056.2	1,549.2	502.6	29,883	-310.2	90,380	18.8	6.2	12.0	29.4	158.1
2026E	22,423.9	2,419.6	1,089.4	65,398	118.8	139,769	8.6	4.0	8.5	44.2	151.2
2027E	24,115.0	2,009.3	1,136.9	68,274	4.4	191,376	8.2	2.9	9.3	32.1	144.2

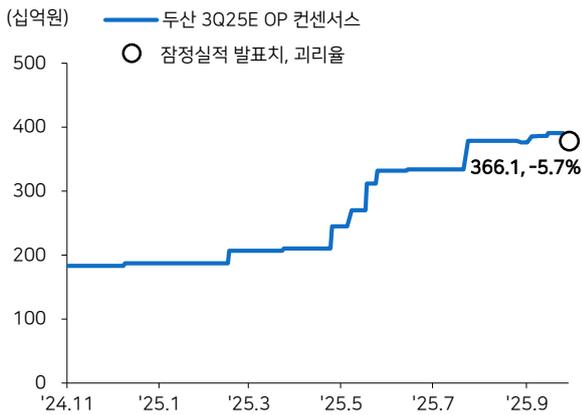
(십억원)	3Q25E	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 예상치	(% diff.)
매출액	4,764.4	3,878.5	22.8%	5,346.4	-10.9%	4677.1	1.9%	4,774.3	-0.2%
영업이익	366.1	110.2	232.2%	357.8	2.3%	388.4	-5.7%	377.5	-3.0%
세전이익	234.5	-27.0	흑전	396.2	-40.8%	401.3	-41.6%	245.9	-4.6%
순이익	131.9	-88.3	흑전	78.6	67.9%	91.8	43.6%	138.3	-4.6%
영업이익률(%)	7.7%	2.8%		6.7%		8.3%		7.9%	
세전이익률(%)	4.9%	-0.7%		7.4%		8.6%		5.2%	
순이익률(%)	2.8%	-2.3%		1.5%		2.0%		2.9%	

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	20,056.2	18,132.9	10.6%	20066.9	-0.1%	19,865.8	1.0%
영업이익	1,549.2	901.9	71.8%	1560.6	-0.7%	1,460.2	6.1%
세전이익	1,213.8	491.1	147.1%	1225.2	-0.9%	1,092.2	11.1%
지배주주 순이익	502.6	-226.2	nm	509.0	-1.3%	268.8	87.0%
영업이익률(%)	7.7%	5.0%		7.8%		7.4%	
세전이익률(%)	6.1%	2.7%		6.1%		5.5%	
순이익률(%)	2.5%	-1.2%		2.5%		1.4%	

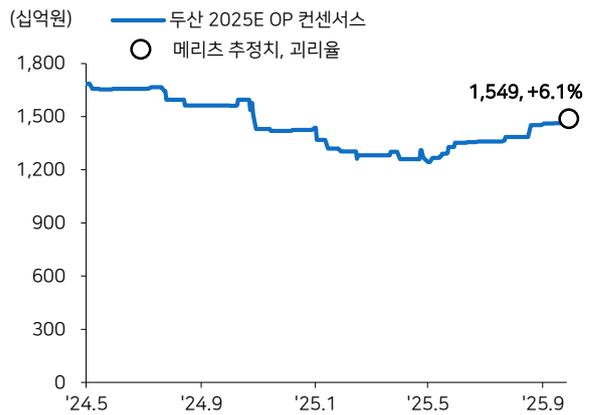
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25E 영업이익, 컨센서스 -5.7% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +6.1% 상회 전망



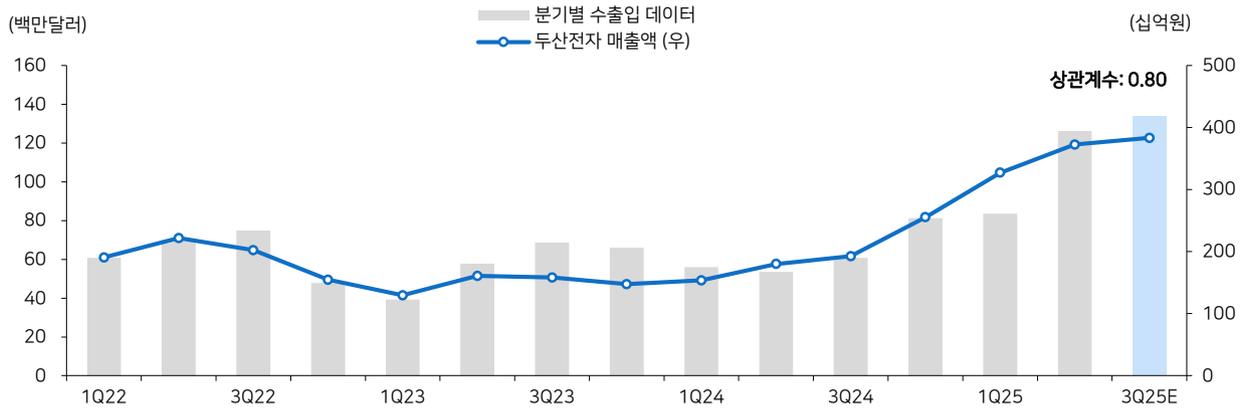
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	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	4,764.4	5,646.8	18,132.9	20,056.2	22,423.9
(%, QoQ)	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	24.4%	-10.9%	18.5%			
(%, YoY)	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	16.4%	22.8%	8.6%	-5.2%	10.6%	11.8%
두산 자체	269.3	325.1	342.5	440.1	485.0	558.5	559.8	591.4	1,377.0	2,194.7	2,544.3
전자BG	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	476.2	482.3	508.0	1,007.2	1,869.4	2,219.1
반도체	56.0	70.6	57.4	37.6	60.4	81.0	91.6	91.4	221.6	324.5	399.4
모바일	37.3	47.0	42.4	54.6	45.1	52.4	53.0	50.8	181.3	201.4	221.9
네트워크	37.3	54.1	74.9	166.1	219.6	252.4	246.0	294.7	332.4	1012.6	1409.8
로우엔드	56.0	63.5	74.9	77.5	77.8	90.5	91.6	71.1	271.9	331.0	187.9
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	344.4	476.0	880.0	1,379.2
영업이익	246.1	336.7	110.2	208.9	198.5	357.8	366.1	626.8	901.9	1,549.2	2,419.6
(%, QoQ)	-7.6%	36.9%	-67.3%	89.6%	-5.0%	80.3%	2.3%	71.2%			
(%, YoY)	-27.2%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-19.3%	6.3%	232.2%	200.0%	-37.2%	71.8%	56.2%
두산 자체	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	142.1	140.8	156.6	141.2	560.5	721.4
전자BG	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	135.5	153.0	122.6	540.8	696.6
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	-164.2	-51.4	-338.3	-572.8	-325.3
전자BG 영업이익률	9.0%	13.3%	11.9%	13.3%	28.8%	28.6%	28.1%	30.1%	12.2%	28.9%	31.4%

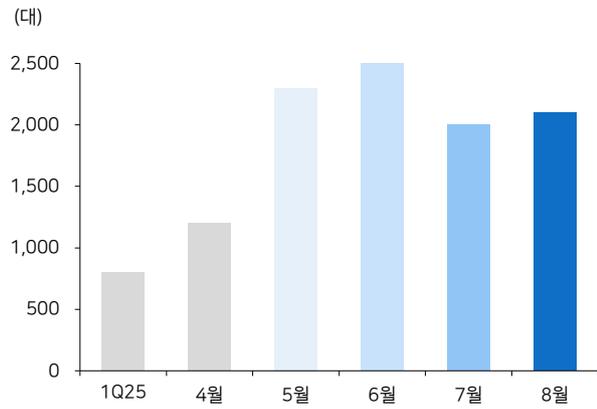
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산 전자BG 국내 CCL 수출금액과 별도 매출액 추이



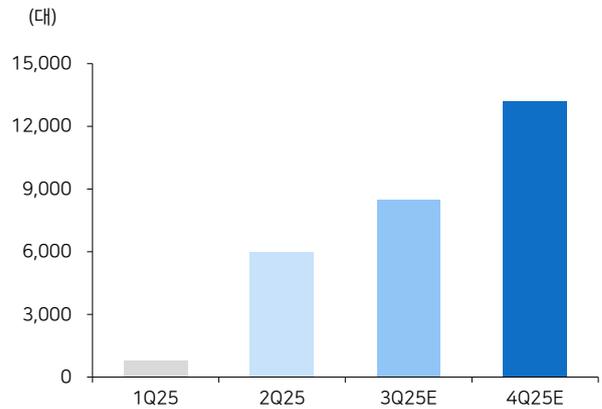
주: 3Q25 두산전자BG 별도 매출액은 당사 추정치 기준
 자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Nvidia GB200/GB300 NVL 72 서버랙 생산량 추이



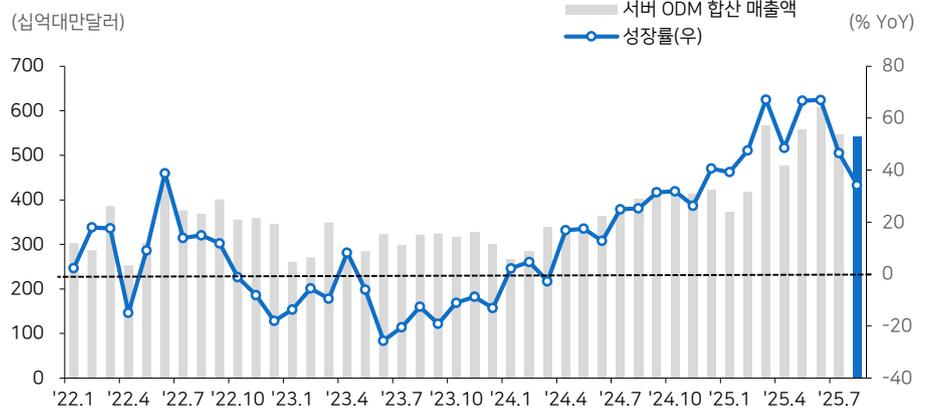
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 Nvidia GB200/GB300 NVL 72 서버랙 생산량 전망



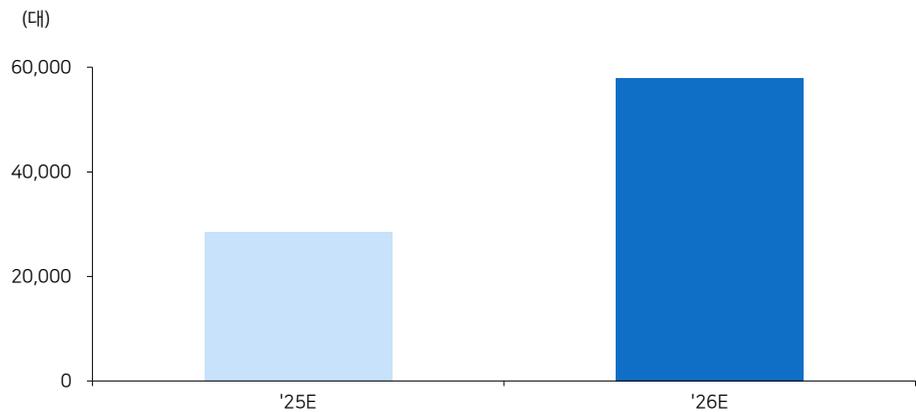
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 NVL 서버랙 생산량 전망



주: 2026년 Vera Rubin NVL144 포함
 자료: 메리츠증권 리서치센터

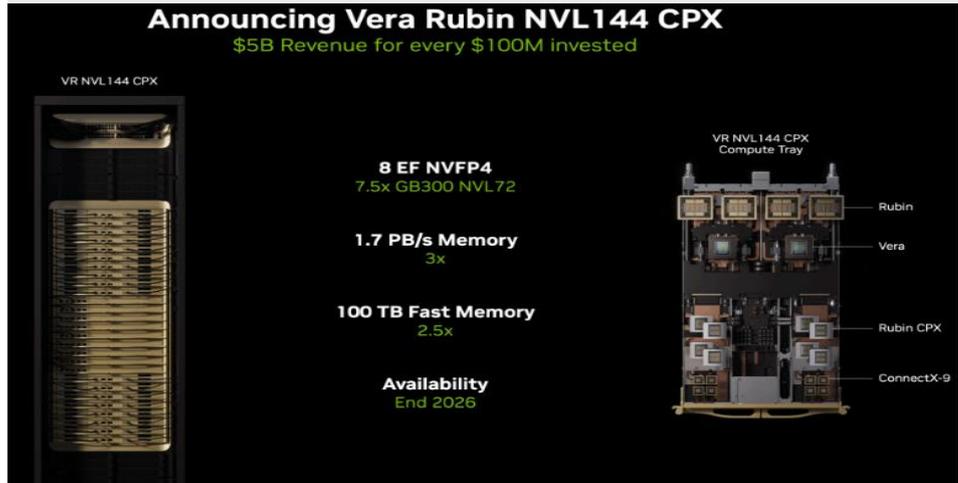
Board	Size (mm ²)	PCB Type	Layer Count	CCL Grade
H100				
OAM	0.02	HDI	5+8+5	M7
UBB	0.6	PTH	24	M7
B200				
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M8+M4
UBB	0.7	PTH	24	M7
B300				
OAM	0.04	HDI	5+10+5	M8+M4
UBB	0.7	PTH	24	M7
Bianca				
GB200/300	0.06	HDI	5+12+5	M8+M4 (HVLP3 + NE Glass)
VR200	0.08	HDI	6+14+6	M8.5+M4 (HVLP4 + Low Dk2 / NER Glass_
NVSwitch				
GB200/300	0.07	PTH	22	M8 HVLP2
VR200	0.08	PTH	32	M9 HVLP4 + Q Glass
Midplane - VR200	0.02	PTH	22+22	M9 HVLP4 + Q Glass
CPX - VR200	0.05	HDI	5+12+5	M9+M4 HVLP4 + Q Glass

자료: 메리츠증권 리서치센터

고객사	칩셋	PCB 사양	PCB 공급사	CCL 공급사
NVIDIA	B200	24 층 PTH (M8)	TTM(미), Wus(중), ISU(한국)	두산(한국)
	GB200	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)	Unimicron(대만), Victory Giant(중) TTM(미), Wus(중), ISU(한국)	두산(한국)
	GB300	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)		EMC(대만) Shengyi(중)
	VR200	22 층 HDI (M8+M4), 32 층 PTH(M9)	Unimicron(대만), Victory Giant(중) TTM(미), Wus(중), ISU(한국) GCE(대만), Kingwong(중)	두산(한국)
	Midplane - VR200	22+22 PTH		EMC(대만)
	CPX - VR200	22 층 HDI (M9+M4)		Shengyi(중)
Google	TPUv5p	24 층 PTH (M6)	ISU (한국), WUS(중), TTM (미), Lincstec (일)	파나소닉 (일)
	TPUv5e	22 층 PTH (M6)		EMC (대만)
	TPUv6e	24 층 HLC (M7)		파나소닉 (일) EMC (대만) 두산(한국)
	TPUv6P	26 층 HLC (M7)		
	TPUv7	34 층 HLC (M8)	미정	미정
AWS	T2	20 층 HDI(M6) 26 층 HLC (M8)	Shengyi (중), GCE (대만) WUS (중), First Hi Tech(대만) TTM(미), ISU(한), ZDT(대만)	EMC (대만)
	T2.5	22 층 HDI(M7) 26 층 HLC(M8)		TUC (대만)
	T3	22 층 HDI(M7) 32 층 HLC (M9)		파나소닉 (일) 두산(한국)
Meta	MTIA2	32 층 HLC (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)
	MTIA3	40 층 HLC (M8+M2)		
Microsoft	MAIA 300	32 층 PTH+HDI (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)

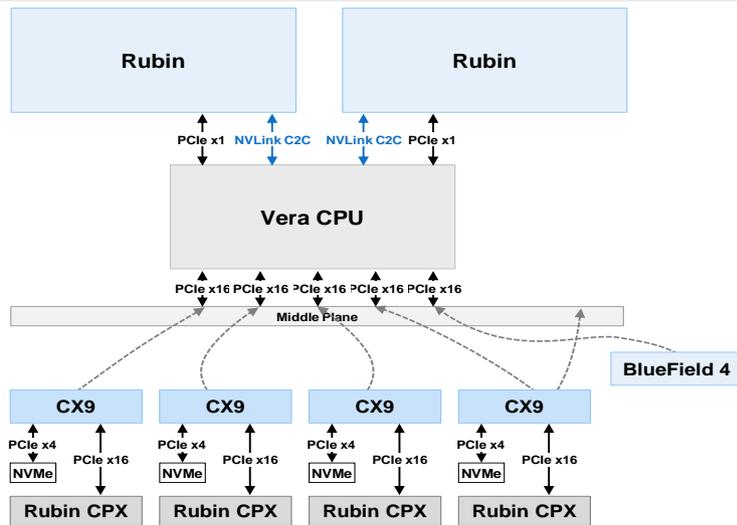
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 VR NVL144 CPX 구조



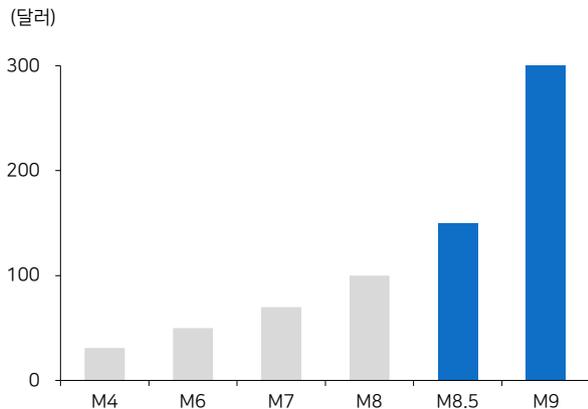
자료: Nvidia

그림9 Vera Rubin NVL144 CPX Computing Tray 구조



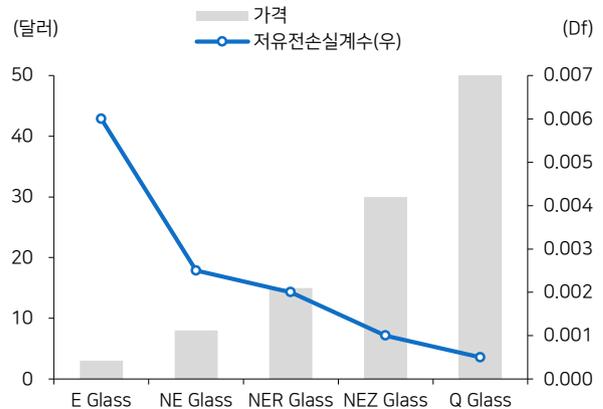
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림10 CCL 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

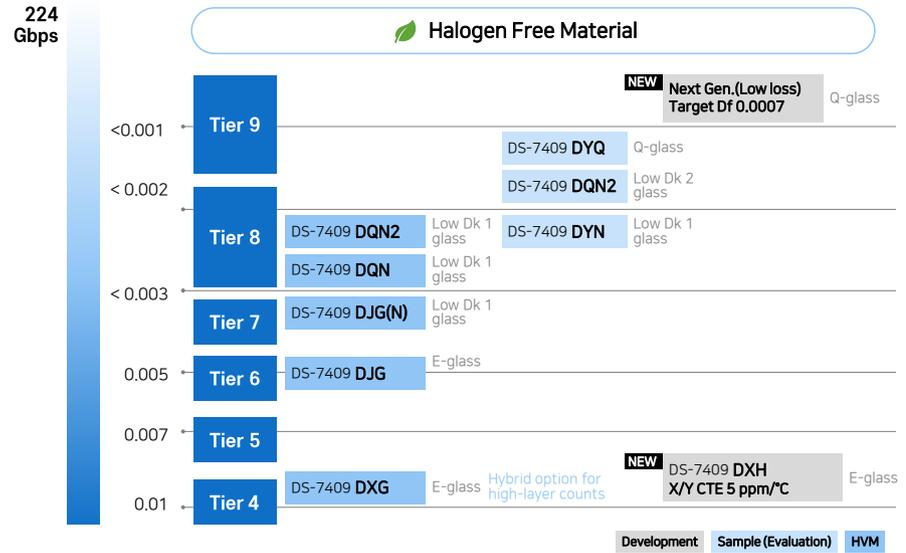
그림11 유리섬유 등급 기준 평가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

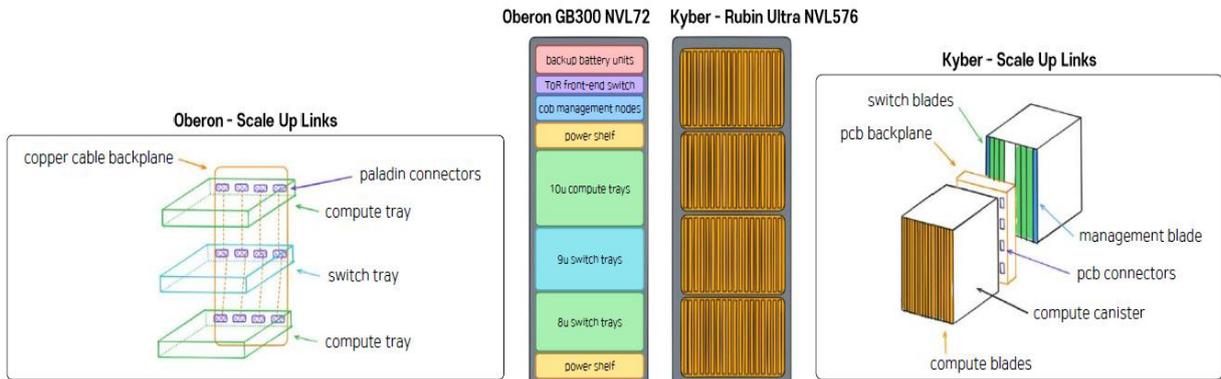
그림12 두산전자BG 네트워크용 CCL 제품 구성

어플리케이션 · 스위치/라우터 (800G, 1600G), AI 서버 (PCIe 6.0-7.0), AI 가속기



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 Oberon(GB200/300 NVL72) vs Kyber(Vera Rubin Ultra NVL 576 구조) 비교



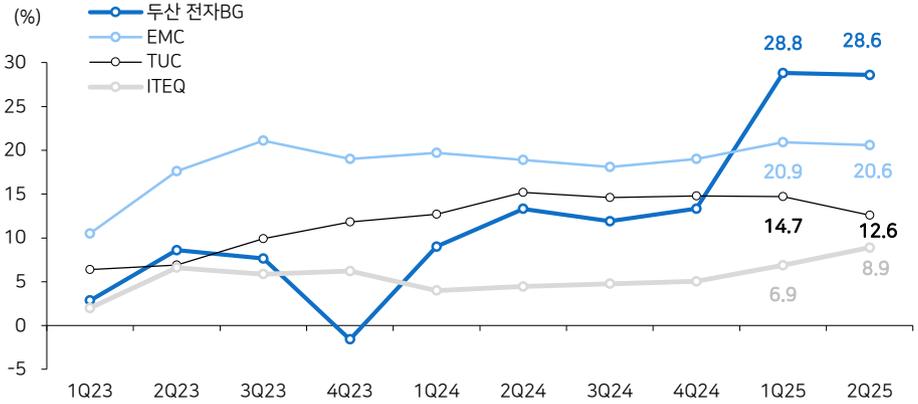
자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림14 NVL72 → NVL144 → NVL576



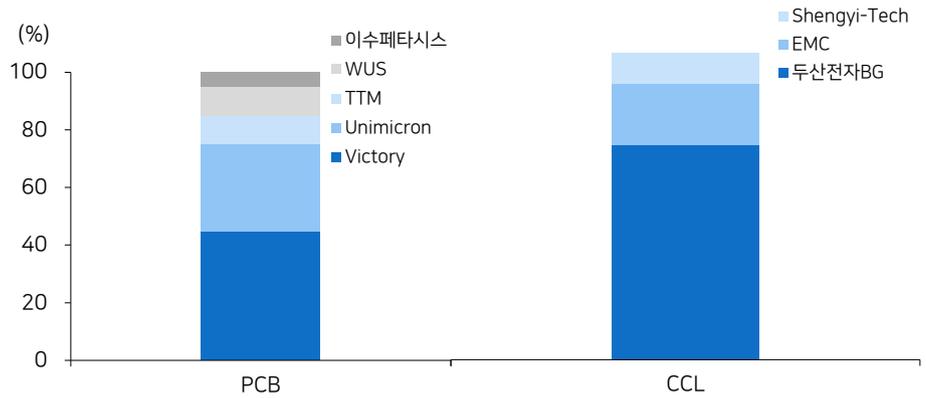
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 두산 전자BG vs 대만 CCL 경쟁사 영업이익률 비교



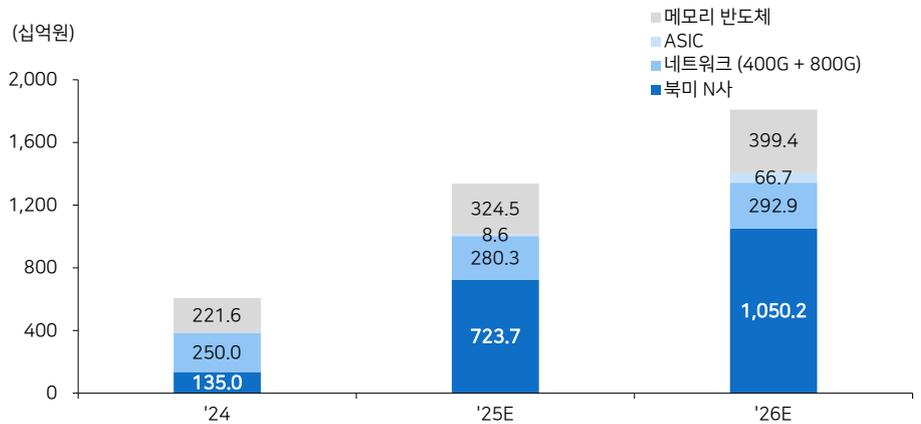
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 북미 N사 PCB, CCL 점유율 추정



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

그림17 두산 전자BG 반도체·네트워크 매출액 추이 및 전망



주: TSMC CoWoS Capa 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

구분	업체	'23	'24	'25E	'26E	'27E	비고
GPU	Total	80.0	237.0	452.0	666.0	842.0	
	Nvidia	70.0	192.0	400.0	575.0	725.0	
	(YoY)		174.3%	108.3%	43.8%	26.1%	
	CoWoS-S/R	70.0	97.0	25.0	25.0	25.0	Hopper + Vera CPU용
	CoWoS-L	0.0	30.0	360.0	520.0	660.0	Blackwell + Rubin
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	65.0	15.0	30.0	40.0	Vera Cpu용, Amkor
	AMD	10.0	45.0	52.0	91.0	117.0	
	(YoY)		350.0%	15.6%	75.0%	28.6%	
ASIC	Total	49.0	97.0	173.0	289.0	375.0	
	(YoY)		98.0%	78.4%	67.1%	29.8%	
	Broadcom	40.0	70.0	96.0	155.0	200.0	
	CoWoS-S (TPU)	40.0	70.0	96.0	120.0	140.0	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	985.0	1,252.0		
YoY		161.2%	85.4%	51.8%	27.1%		
Total TSMC	134.0	285.0	634.0	925.0	1,172.0		
YoY		112.7%	122.5%	45.9%	26.7%		
Total Others		65.0	15.0	60.0	80.0		

자료: 메리츠증권 리서치센터

	'23	'24	'25E	'26E	'27E
NVDA	168.0	436.8	606.0	640.0	588.0
Hopper	168.0	388.8	30.0	15.0	10.0
Blackwell		48.0	576.0	417.0	50.0
Rubin				208.0	528.0
AMD	16.0	72.0	83.2	70.4	52.8
Google (TPU)	64.0	112.0	153.6	219.2	257.6
AWS (Trainium)	18.0	54.0	154.0	180.0	220.0
META(MTIA)				79.0	84.0
Open AI (Titan)				19.2	25.4
Microsoft (MAIA)				24.0	48.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 두산 Valuation Table						
구분	시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고		
영업가치						
전자BG	557	100.0%	9,751.7	2026년 예상 PER * 대만 CCL 3사 평균 멀티플 17.5배 적용		
지분가치						
상장 자회사	두산에너지빌리티	39,904	30.4%	12,127	최근 1개월 평균 증가 기준	
	오리콤	73	60.9%	45	최근 1개월 평균 증가 기준	
	두산로보틱스	4,200	68.2%	2,864	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			3,120	80% 할인 적용		
합계 (a)			12,872			
순차입금 (b)			1,314	1Q25말 기준 두산(별도) 순차입금		
적정시가총액(십억원)			11,558			
유통주식수 (주)			13,522,969	발행주식수(1,652만주) - 자사주(296만주)		
적정 주가 (fair value, 원)			854,664			
적정 주가 ('0000 rounding, 원)			850,000			
현재 주가 (원)			562,000	10/2 기준 증가		
과리율			51.2			

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림18 두산, 자회사 지분 대비 할인율 추이



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

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

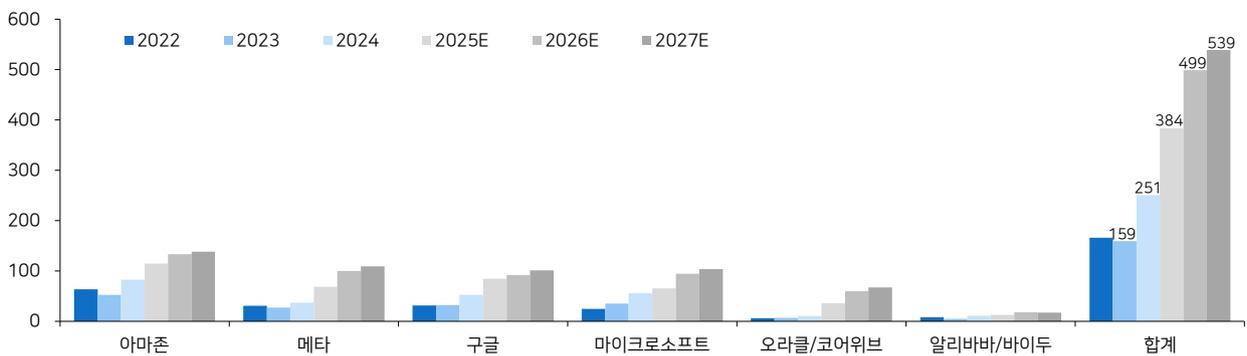
표9 시하드웨어 밸류체인 밸류에이션 비교

	시가총액 (백만달러)	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)		
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
		ABF Substrate	Ibiden	8,565	33.4	25.1	2.4	2.2	14.5	32.8	7.6	9.4	2,806	3,166	384	500
	Kinsus	1,590	29.9	17.6	1.4	1.3	3,287.3	69.8	4.3	6.6	1,269	1,434	97	149	6.8	5.8
	Nanya PCB	4,838	94.1	30.9	3.2	3.1	703.0	203.8	3.5	10.1	1,309	1,592	66	169	17.7	12.0
	Toppan	7,572	14.2	11.1	0.7	0.7	-6.9	27.6	5.9	6.8	12,634	13,430	662	838	6.8	5.9
MLB	이수페타시스	3,756	33.2	25.0	8.5	6.5	83.7	33.0	32.7	29.7	1,046	1,287	190	258	23.8	17.4
	대덕전자	1,041	50.2	19.4	1.7	1.6	25.1	159.6	3.3	8.4	999	1,191	26	83	9.9	7.1
	Unimicron	7,786	44.1	18.3	2.5	2.2	10.6	141.7	5.3	12.8	4,353	5,051	264	536	9.7	7.2
	Victory Giant	34,586	46.8	29.0	17.9	11.8	359.4	61.3	39.8	40.9	2,839	4,125	835	1,352	36.5	23.4
	WUS(Kunshan)	19,847	38.3	28.8	9.8	7.8	43.3	33.1	26.2	27.8	2,505	3,202	595	793	29.8	22.4
	Shennan Circuits	20,283	49.4	39.1	7.8	6.6	57.5	26.6	17.3	19.2	3,065	3,676	412	543	34.2	28.2
	Gold Circuit	7,026	24.2	16.6	8.1	6.6	65.1	45.2	37.0	40.2	1,972	2,512	444	623	14.6	10.6
	TTM Tech	5,951	25.0	22.2	3.7	3.4	319.6	12.6	na	na	2,819	2,974	316	358	15.1	14.1
	First-Hi Tech	965	26.5	17.2	8.7	11.3	260.6	53.8	44.2	42.8	307	399	47	70	20.0	14.8
CCL	EMC	14,007	27.8	20.3	10.3	8.5	67.4	36.7	39.0	41.9	3,090	3,847	658	888	19.2	14.7
	TUC	2,871	26.3	17.0	6.0	5.5	32.7	54.9	22.5	30.9	955	1,189	146	223	17.8	11.7
	ITEQ	1,240	21.3	14.8	1.9	1.8	127.4	43.8	8.6	11.7	1,117	1,273	95	131	8.7	6.9
	Shengyi Tech	18,427	42.4	32.0	7.8	6.9	74.2	32.4	19.0	22.3	3,714	4,543	523	698	29.0	24.0
	Kingboard	4,944	16.7	12.2	2.3	2.2	74.4	36.8	13.9	16.7	2,755	3,171	396	539	10.4	8.3
소재/부품	Nitto Boseki	1,647	17.2	14.7	1.7	1.6	7.7	17.4	10.4	11.5	807	878	123	147	9.7	8.0
	Union Tool	998	21.1	16.3	1.7	1.6	16.9	20.3	na	na	258	293	54	65	11.4	9.6
	Topoint	518	45.1	na	3.2	3.3	79.4	80.2	6.4	13.2	137	179	17	29	14.8	10.6
	Mitsui Mining	4,541	35.0	17.1	2.0	1.8	-70.1	104.6	5.7	11.1	4,411	4,294	324	394	9.9	8.4
	Co-Tech	1,929	56.2	24.3	8.0	6.4	21.4	174.6	14.5	30.7	260	322	46	119	na	na

주: 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 CSP 업체 연도별 Capex 추이 (추가 상향 가능성 상존)

(십억달러)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	19,130.1	18,132.9	20,056.2	22,423.9	24,115.0
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	10.6	11.8	7.5
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,343.0	17,748.4	19,675.5
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,713.3	4,675.5	4,439.6
판매관리비	1,808.8	1,958.4	2,164.1	2,255.9	2,430.3
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,549.2	2,419.6	2,009.3
영업이익률(%)	7.5	5.0	7.7	10.8	8.3
금융손익	-400.6	-216.1	-183.9	-42.9	91.9
중속/관계기업손익	-42.3	27.9	9.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-160.7	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	1,213.6	1,936.7	2,021.2
법인세비용	178.9	290.7	435.4	484.2	505.3
당기순이익	272.1	302.2	778.2	1,452.5	1,515.9
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	502.6	1,089.4	1,136.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	13,745.0	16,242.9	18,764.0
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,982.6	5,032.8	6,326.6
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,228.2	2,558.6	2,838.7
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,315.6	3,807.2	4,224.0
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,287.4	18,494.5	18,631.0
유형자산	6,509.4	7,012.6	7,011.9	7,138.3	7,239.9
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,414.9	8,386.3	8,328.5
투자자산	938.9	1,196.4	1,408.8	1,518.1	1,610.8
자산총계	28,286.8	30,143.1	32,032.4	34,737.4	37,395.0
유동부채	11,438.9	11,024.2	12,190.7	13,228.5	14,108.3
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,709.5	3,111.3	3,452.0
단기차입금	1,717.5	3,081.1	4,373.9	4,373.9	4,373.9
유동성장기부채	2,270.9	790.8	818.5	818.5	818.5
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,432.2	7,678.6	7,972.4
사채	626.6	1,089.1	1,099.1	1,099.1	1,099.1
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,170.8	3,070.8	3,070.8
부채총계	17,080.1	18,253.6	19,622.9	20,907.1	22,080.7
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
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	677.3	677.3	677.3
이익잉여금	208.0	-81.6	386.0	1,443.6	2,548.7
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,474.2	10,837.4	11,216.3
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,409.6	13,830.3	15,314.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,908.7	307.8	-7.1	2,177.0	2,264.9
당기순이익(손실)	272.1	302.2	778.2	1,452.5	1,515.9
유형자산상각비	547.5	603.3	634.5	670.5	695.3
무형자산상각비	156.8	164.0	108.2	58.6	57.7
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	-1,580.6	-4.7	-4.0
투자활동 현금흐름	-1,106.3	-994.8	-850.4	-1,034.5	-972.9
유형자산의증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-557.2	-796.9	-796.9
투자자산의감소(증가)	-26.6	-143.2	-113.5	-109.3	-92.7
재무활동 현금흐름	636.3	573.9	1,244.2	-92.2	1.8
차입금의 증감	184.7	1,406.3	1,211.2	-60.4	33.6
자본의 증가	276.5	47.2	6.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,465.0	164.9	278.5	1,050.2	1,293.8
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,982.6	5,032.8
기말현금	3,539.2	3,704.1	3,982.6	5,032.8	6,326.6

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,213,776	1,357,066	1,459,409
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	29,883	65,398	68,274
CFPS	140,780	127,486	143,237	181,802	186,138
EBITDAPS	129,547	107,177	138,704	190,562	167,171
BPS	75,846	69,123	90,380	139,769	191,376
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	18.8	8.6	8.2
PCR	0.7	2.0	3.9	3.1	3.0
PSR	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4
PBR	1.2	3.7	6.2	4.0	2.9
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	2,291.9	3,148.8	2,762.3
EV/EBITDA	7.2	11.5	12.0	8.5	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	29.4	44.2	32.1
EBITDA 이익률	11.2	9.8	11.4	14.0	11.5
부채비율	152.4	153.5	158.1	151.2	144.2
금융비용부담률	2.4	2.7	2.4	2.2	2.0
이자보상배율(x)	3.1	2.0	3.2	5.0	4.1
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	10.2	9.4	8.9
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	6.2	6.3	6.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산 (000150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2025.04.29	채권분석	Buy	440,000	양승수	-29.6	-28.2	
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	-31.3	-22.4	
2025.09.12	채권분석	Buy	890,000	양승수	-34.2	-28.2	
2025.10.02	기업브리프	Buy	850,000	양승수	-	-	