2025. 11. 11

두산 000150

CCL 슈퍼사이클의 중심

▲ 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 (12 개월)	**1,350,000 원**
현재주가 (11.10)	**939,000 원**
상승여력	**43.8%**
KOSPI	4,073.24pt
시가총액	155,159억원
발행주식수	1,652만주
유동주식비율	41.97%
외국인비중	15.68%
52주 최고/최저가	1,018,000원/193,000원
평균거래대금	1,017.7억원
주요주주(%)	
박정원 외 26 인	40.11
국민연금공단	9.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	57.8	172.2	300.4
상대주가	39.9	72.2	151.8

주가그래프

- ✓ 3분기는 엔드 고객사향 제품 전환에 따른 재고조정 영향으로 일시적으로 부진
- ✓ 다만 엔드 고객사 서버랙 제품에 대한 현재 시장 대기 수요는 폭발적인 수준
- ✓ CCL 또한 거대한 전방 수요를 기반으로 공급자 우위 시장으로 전환될 전망
- ✓ 전자BG는 CCL 슈퍼사이클의 중심에서 업황 상승의 최대 수혜를 예상
- ✓ 두산에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가를 135만원으로 상향 제시

3분기 예고된 부진, 그러나 변함없는 업황 흐름

3Q25 전자BG 매출액(4,399억원)과 영업이익(1,039억원)은 당사 추정치를 각각 8.0%, 19.7% 하회했다. 북미 엔드 고객사향 매출은 GB300으로의 제품 전환에 따른 재고조정 영향으로 전분기 대비 약 27.1% 감소한 것으로 추정된다. 다만 네트워크, 반도체, 모바일 등 기타 하이엔드 부문 매출이 증가한 점을 감안할 때, 이번 부진은 북미 고객사에 한정된 일시적 재고 조정으로 판단된다.

CCL 수요 논의 종료, 슈퍼사이클 시작

2026년 전자BG의 매출액과 영업이익은 각각 2.28조원(+23.4% YoY), 영업이익 7,058억원(+27.6% YoY)을 전망한다. 북미 고객사의 서버랙 제품에 대한 시장 대기 수요는 예상을 훨씬 웃도는 폭발적인 수준으로 파악된다. 이는 출시 초기의 우려와 달리, 서버랙 단위 제품이 훈련 및 추론 시장에서 비용 대비 최고 수준의 성능 효율을 입증했기 때문이다. 특히 당사가 앞선 리포트에서 강조한 바와 같이, 북미 고객사가 제시한 향후 5개 분기의 Blackwell 및 Rubin 플랫폼의 누적 매출 전망을 감안하면 수요 논의는 이미 종결되었다고 판단된다. CCL 시장 역시 거대한 전방 수요를 기반으로 공급자 우위의 국면으로 전환될 것으로 예상된다. 공급 측면에서는 솔벤더로 공급 중인 동사의 제한된 생산능력에 대한 시장의 우려가 존재하지만, 상반기에는 가동률을 120~130% 수준까지 끌어올리는 공격적인 운영 전략을 통해 이에 대응할 계획으로 파악된다. 또한 Rubin 서버랙 플랫폼의 출시 시점에 맞춰 중국 및 국내 신규 라인을 순차적으로 가동할 예정이기 때문에, 고객사 수요에 부합하는 공급 대응이 가능할 것으로 기대된다.

Rubin에서도 저유전율 구현에 특화된 자체 레진 기술과 대면적화 대응 기술 경쟁력을 바탕으로, 독보적 입지를 강화할 것으로 예상된다. Target Multiple 상향을 반영해 적정주가를 135만원으로 제시하며, 2026년 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	20,041.2	1,517.4	484.5	28,792	-302.5	89,539	32.6	10.5	15.3	28.5	158.7
2026E	22,489.1	2,439.6	1,100.4	66,062	129.4	139,439	14.2	6.7	10.6	44.9	151.4
2027E	24,147.6	2,003.1	1,133.2	68,052	3.0	190,875	13.8	4.9	11.9	32.0	144.4

표1 두산 3Q25 실적 Review

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	**4,728.1**	3,878.5	21.9%	5,346.4	-11.6%	4647.9	1.7%	4,760.1	-0.7%
영업이익	**333.1**	110.2	202.3%	357.8	-6.9%	354.2	-6.0%	359.4	-7.3%
세전이익	**201.4**	-27.0	nm	396.2	-49.2%	329.6	-38.9%	227.8	-11.6%
순이익	**78.6**	-94.9	nm	233.2	-66.3%	72.7	8.1%	128.1	-38.6%
영업이익률(%)	**7.0%**	2.8%		6.7%		7.6%		7.6%	
세전이익률(%)	**4.3%**	-0.7%		7.4%		7.1%		4.8%	
순이익률(%)	**1.7%**	-2.4%		4.4%		1.6%		2.7%	

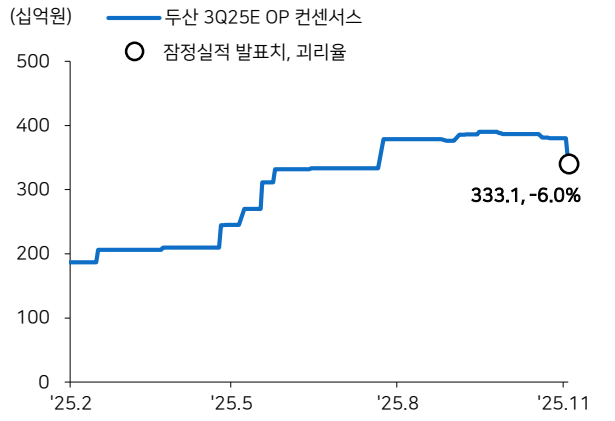
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**20,041.2**	18,132.9	10.5%	20051.1	0.0%	20,000.2	0.2%
영업이익	**1,517.4**	901.9	68.2%	1542.1	-1.6%	1,412.2	7.5%
세전이익	**1,181.6**	491.1	140.6%	1206.6	-2.1%	1,067.1	10.7%
지배주주 순이익	**484.5**	-226.2	nm	498.6	-2.8%	222.9	117.4%
영업이익률(%)	**7.6%**	5.0%		7.7%		7.1%	
세전이익률(%)	**5.9%**	2.7%		6.0%		5.3%	
순이익률(%)	**2.4%**	-1.2%		2.5%		1.1%	

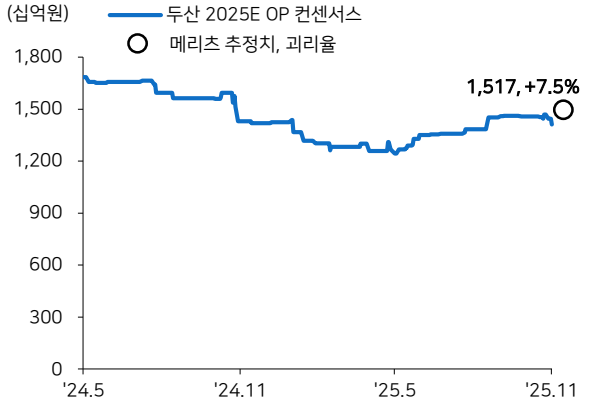
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25E 영업이익, 컨센서스 6.0% 하회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 7.5% 상회 전망



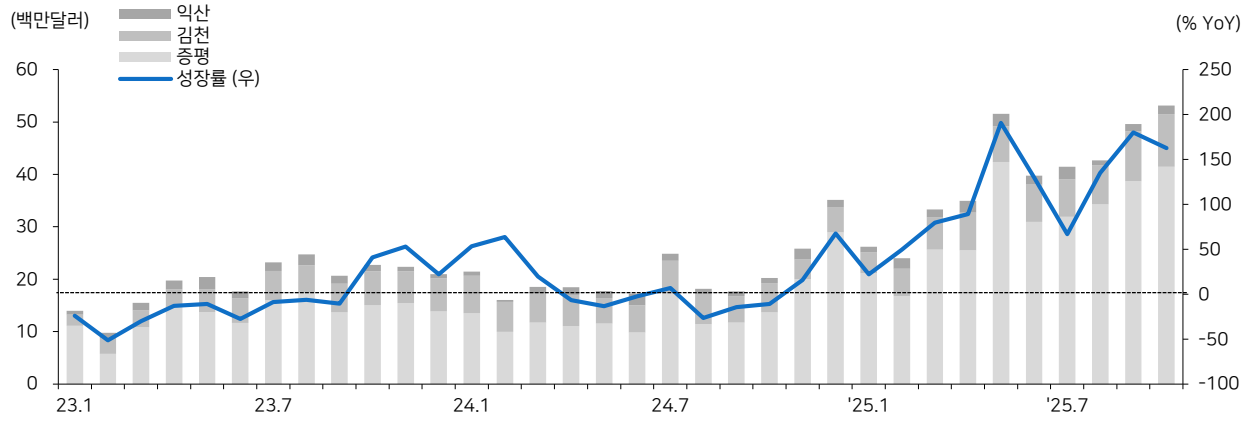
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,401	1,380	1,408	1,363	1,411	1,385
연결 매출액	**4,462.3**	**4,592.2**	**3,878.5**	**5,199.8**	**4,298.7**	**5,346.4**	**4,728.1**	**5,668.0**	**18,132.9**	**20,041.2**	**22,489.1**
(%, QoQ)	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	24.4%	-11.6%	19.9%			
(%, YoY)	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	16.4%	21.9%	9.0%	-5.2%	10.5%	12.2%
두산 자체	269.3	325.1	342.5	440.1	485.0	558.5	555.6	590.6	1,377.0	2,188.3	2,534.9
전자BG	**186.6**	**235.2**	**249.6**	**335.8**	**402.9**	**476.2**	**439.9**	**529.0**	**1,007.2**	**1,848.0**	**2,281.0**
반도체	56.0	70.6	57.4	37.6	60.4	81.0	83.6	95.2	221.6	320.2	410.6
모바일	37.3	47.0	42.4	54.6	45.1	52.4	57.2	52.9	181.3	207.6	228.1
네트워크	37.3	54.1	74.9	166.1	219.6	252.4	206.8	306.8	332.4	985.5	1426.1
로우엔드	56.0	63.5	74.9	77.5	77.8	90.5	92.4	74.1	271.9	334.7	216.2
두산에너빌리티	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	280.3	344.3	476.0	879.9	1,380.2
영업이익	**246.1**	**336.7**	**110.2**	**208.9**	**198.5**	**357.8**	**333.1**	**621.2**	**901.9**	**1,517.4**	**2,439.6**
(%, QoQ)	-7.6%	36.9%	-67.3%	89.6%	-5.0%	80.3%	-6.9%	86.5%			
(%, YoY)	-27.2%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-19.3%	6.3%	202.3%	197.3%	-37.2%	67.5%	61.5%
두산 자체	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	142.1	108.7	156.5	141.2	528.4	730.3
전자BG	**16.8**	**31.3**	**29.7**	**44.8**	**116.1**	**136.2**	**103.9**	**153.0**	**122.6**	**509.2**	**705.8**
두산 에너빌리티	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	-133.6	-50.1	-338.3	-540.9	-323.4
전자BG 영업이익률	**9.0%**	**13.3%**	**11.9%**	**13.3%**	**28.8%**	**28.6%**	**23.6%**	**28.9%**	**12.2%**	**27.6%**	**30.9%**

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산 CCL 수출금액 추이(증평 + 김천 + 익산)



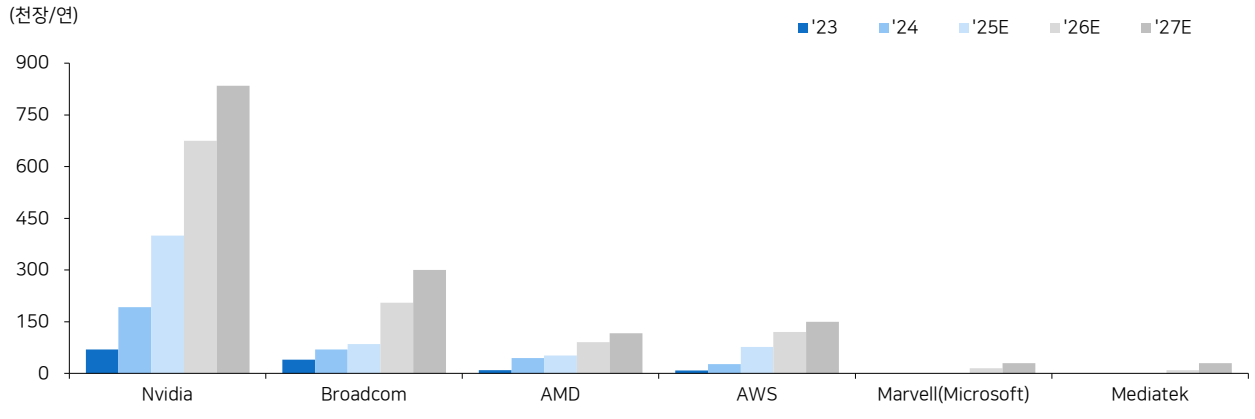
주: 증평: 네트워크, 김천: 반도체 + 네트워크, 익산: 모바일
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

표4 CoWoS 생산능력 추이 및 전망

구분	업체	'23	'24	'25E	'26E	'27E	비고
GPU	**Total**	**80.0**	**237.0**	**452.0**	**766.0**	**952.0**	
	Nvidia	70.0	192.0	400.0	675.0	835.0	
	(YoY)		174.3%	108.3%	68.8%	23.7%	
	CoWoS-S/R	70.0	97.0	25.0	25.0	25.0	Hopper + Vera CPU용
	CoWoS-L	0.0	30.0	360.0	600.0	750.0	Blackwell + Rubin
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	65.0	15.0	50.0	60.0	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**	**162.0**	**350.0**	**510.0**	
	(YoY)		98.0%	67.0%	116.0%	45.7%	
	Broadcom	40.0	70.0	85.0	205.0	300.0	
	CoWoS-S (TPU)	40.0	70.0	85.0	170.0	240.0	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	120.0	150.0	
	Marvell				15.0	30.0	Microsoft MAIA2 할당
	Mediatek				10.0	30.0	TPUv7E부터 진입(미정)
Others		5.0	16.0	24.0	30.0	35.0	
Overall Total CoWoS Consumption		**134.0**	**350.0**	**638.0**	**1,146.0**	**1,497.0**	
YoY			**161.2%**	**82.3%**	**79.6%**	**30.6%**	
Total TSMC		**134.0**	**285.0**	**623.0**	**1,066.0**	**1,397.0**	
YoY			**112.7%**	**118.6%**	**71.1%**	**31.1%**	
Total Others			65.0	15.0	60.0	80.0	

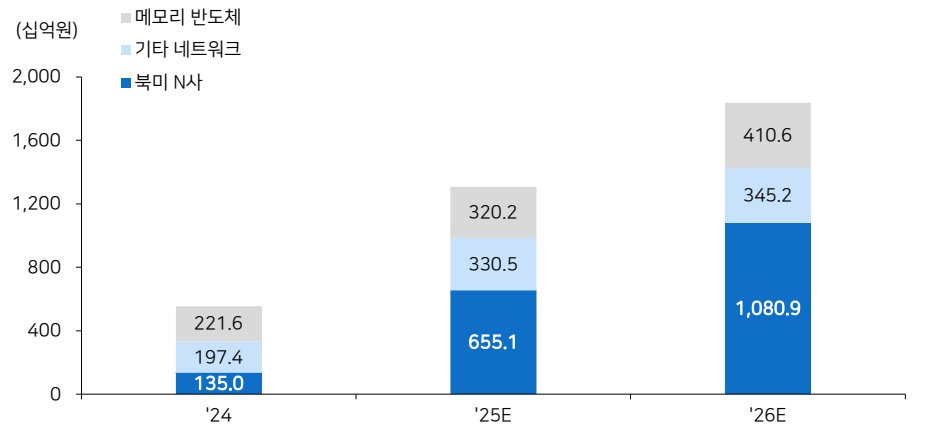
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 CoWoS Capa 고객사 기준 비중 추이



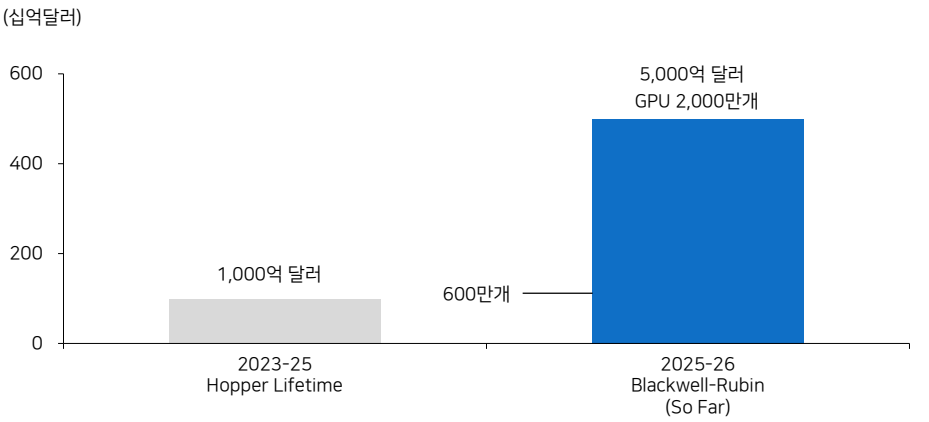
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 두산 전자BG 반도체 · 네트워크 매출액 추이 및 전망



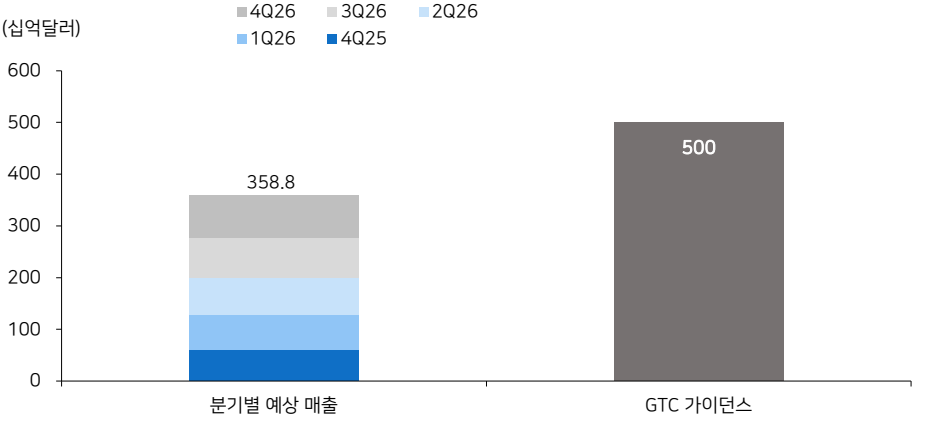
주: TSMC CoWoS Capa 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 젠슨황의 Blackwell/Rubin 매출액 가이던스



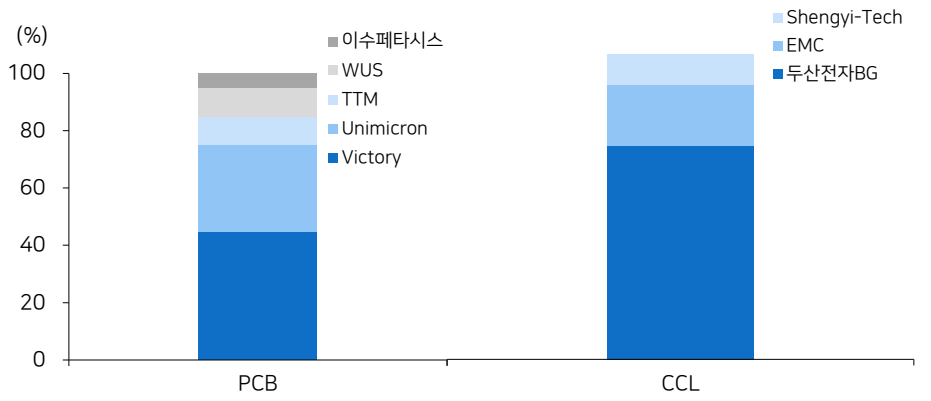
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림7 젠슨황의 GTC 매출액 가이던스 vs Bloomberg 매출액 컨센서스 비교



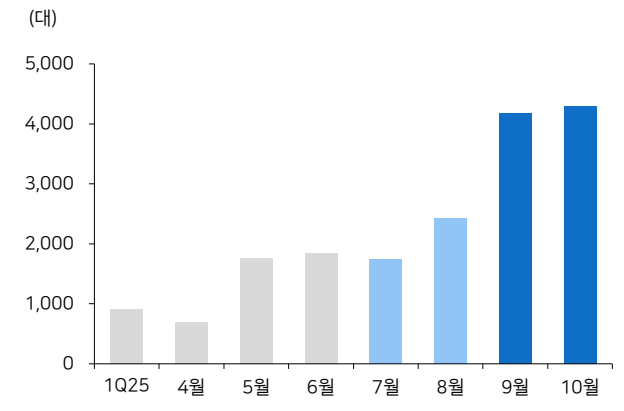
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 북미 N사 PCB, CCL 점유율 추정



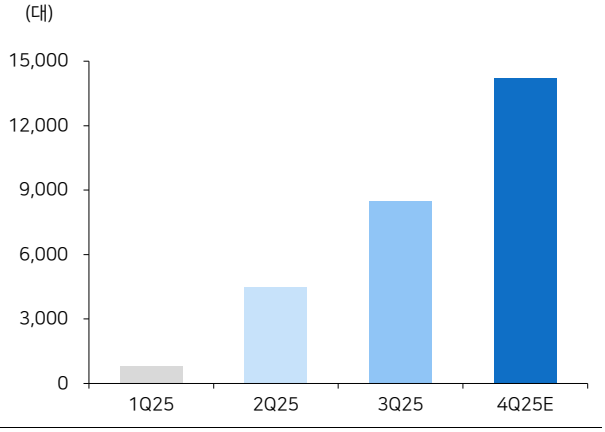
주: Computing Tray 두산 독점, EMC와 Shengyi가 Switch Tray 양분
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 GB Racks(NVL72) 출하량 추이



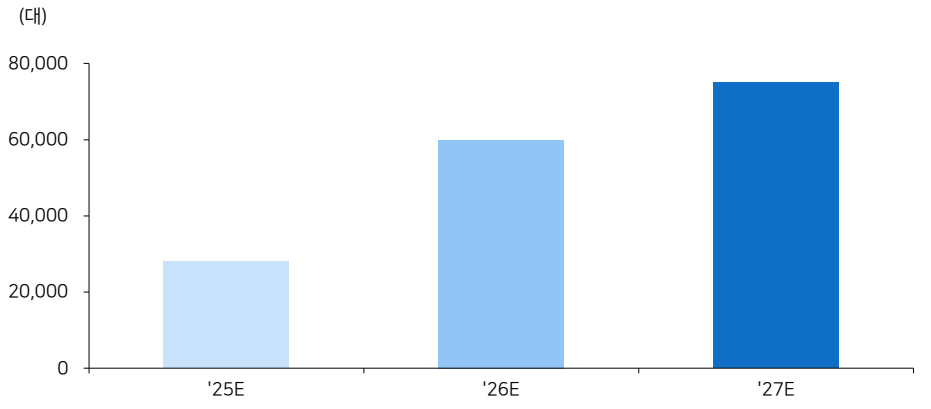
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 NVL 서버랙 분기별 출하량 추이 및 전망



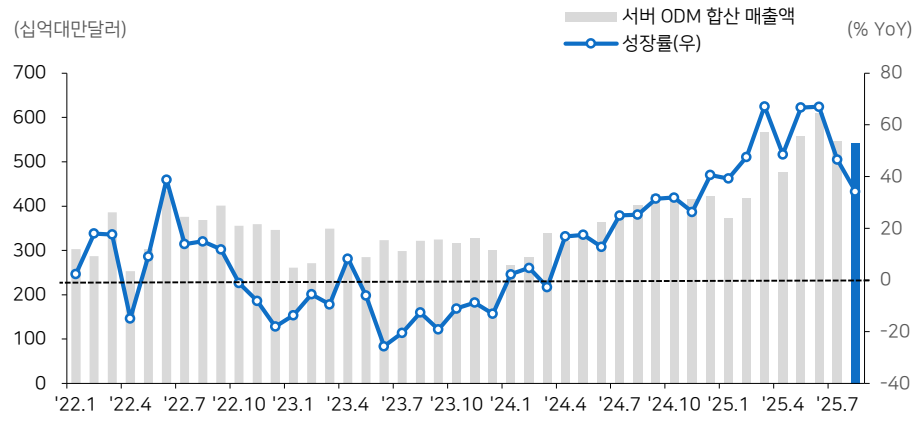
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 NVL 서버랙 생산량 연간 출하 전망



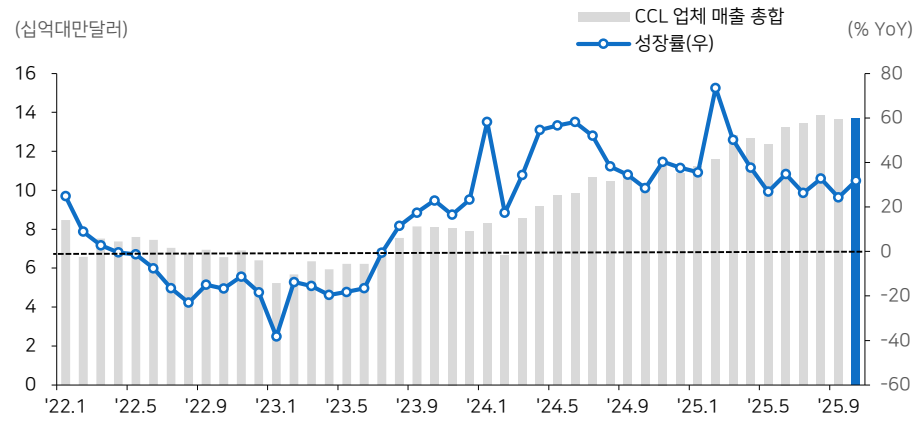
주: 2026년 Vera Rubin NVL144 포함
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



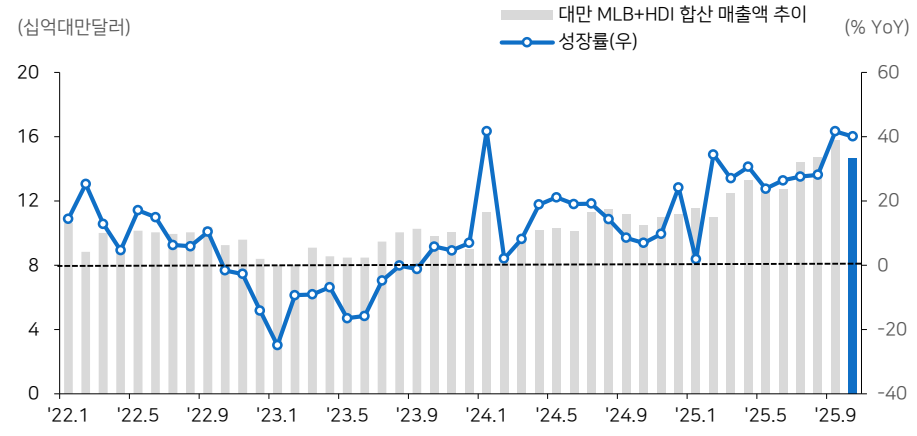
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림13 대만 CCL (EMC, TUC, ITEQ) 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림14 대만 MLB+HDI (GCE, FTH, Dynamic, Tripod) 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표5 Nvidia PCB/CCL 스펙 추정

Board	Size (mm²)	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

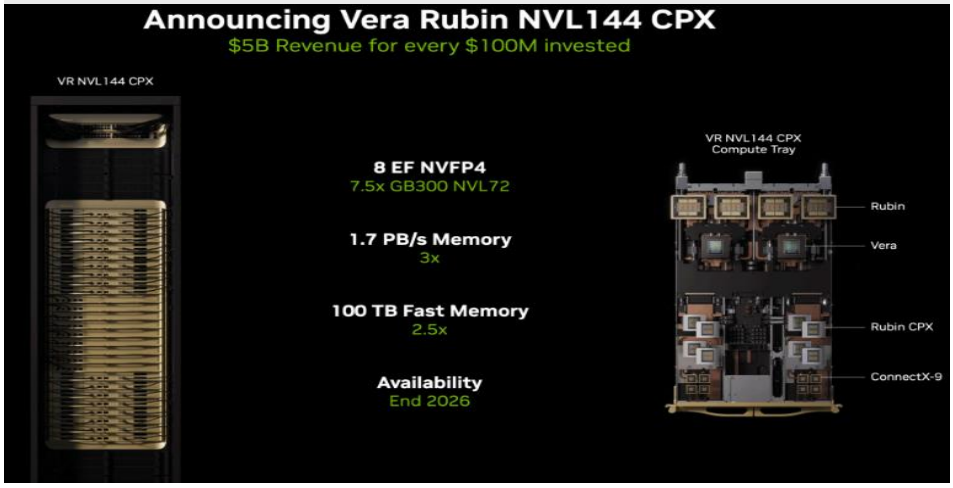
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 Nvidia & ASIC PCB/CCL 공급망 추정

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) EMC(대만 Shengyi(중)
	GB300	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)		
	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) EMC(대만) Shengyi(중)
	Midplane - VR200	22+22 PTH		
	CPX - VR200	22 층 HDI (M9+M4)		
Google	TPUv5p	24 층 PTH (M6)	ISU (한국), WUS(중), TTM (미), Lincstec (일)	파나소닉 (일) EMC (대만)
	TPUv5e	22 층 PTH (M6)		
	TPUv6e	24 층 HLC (M7)		
	TPUv6P	26 층 HLC (M7)		
	TPUv7	34 층 HLC (M8)		파나소닉 (일) EMC (대만) 두산(한국)
	TPUv7p	40 층 HLC (M9)	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) TUC (대만) 파나소닉 (일) 두산(한국)
	T2.5	22 층 HDI(M7) 26 층 HLC(M8)		
	T3	22 층 HDI(M7) 32 층 HLC (M9)		
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	32층 PTH+HDI (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)

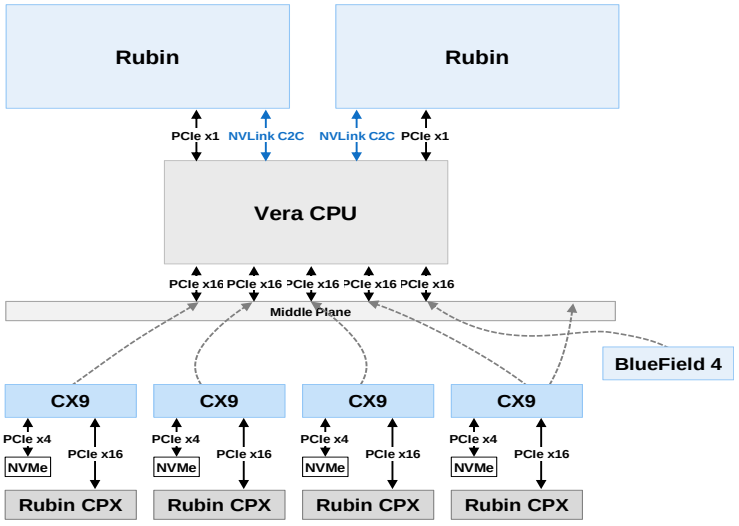
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 VR NVL144 CPX 구조



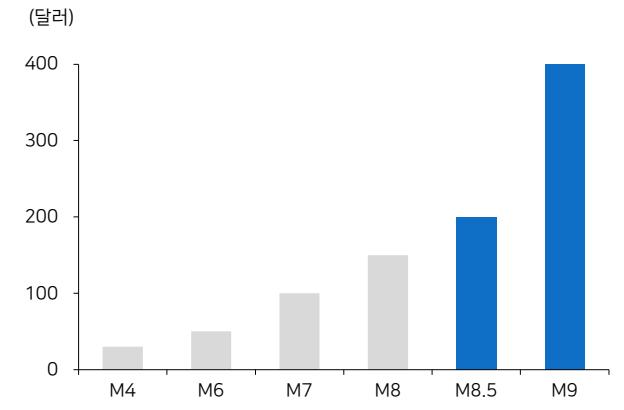
자료: Nvidia

그림16 Vera Rubin NVL144 CPX Computing Tray 구조



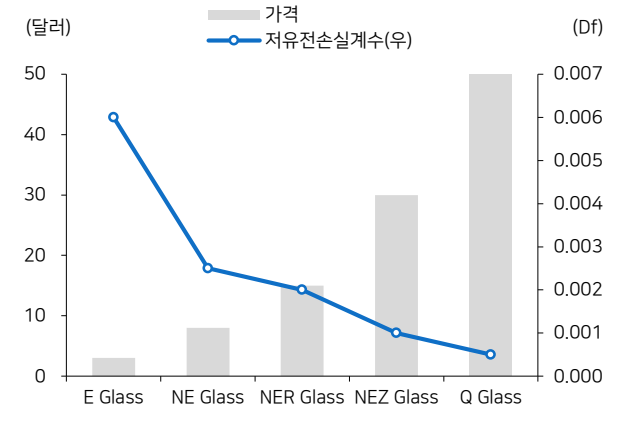
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림17 CCL 등급 기준 판가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

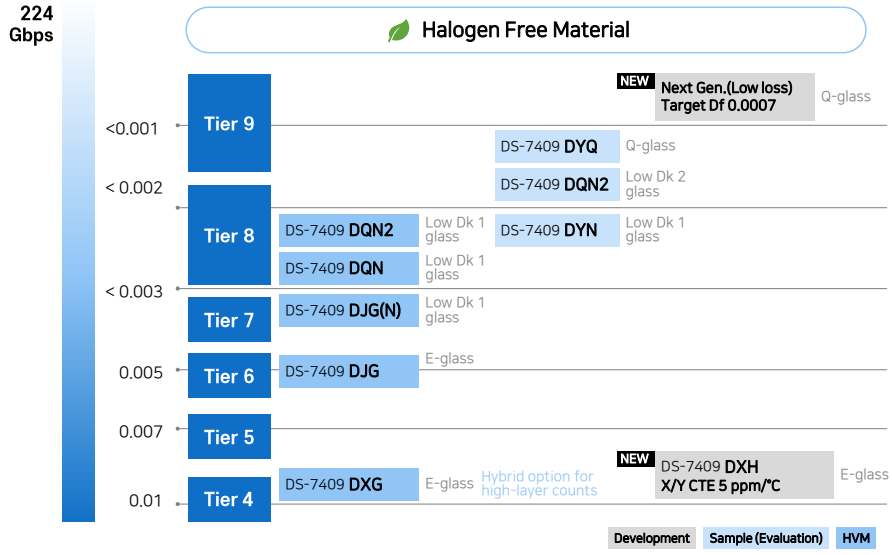
그림18 유리섬유 등급 기준 판가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

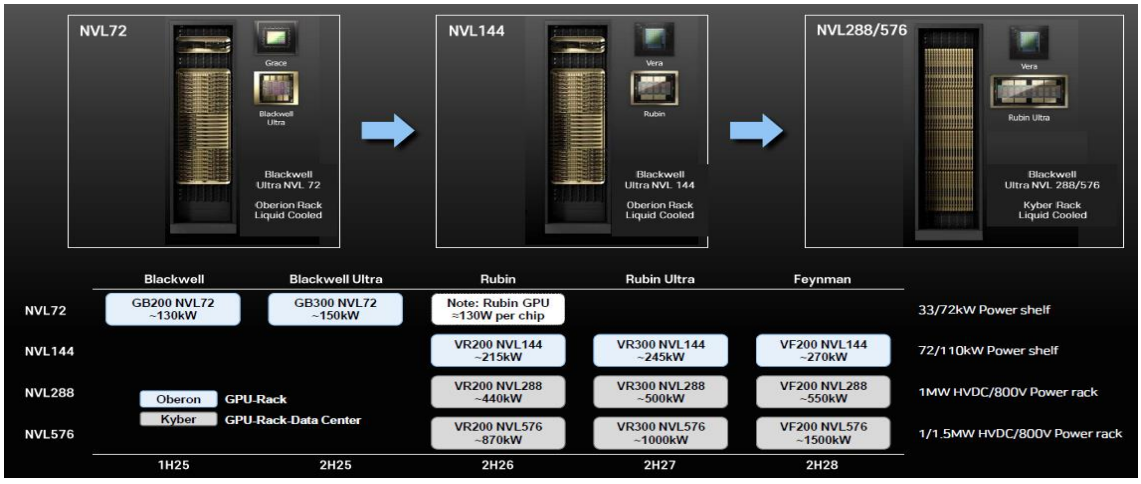
그림19 두산 전자BG 네트워크용 CCL 제품 구성

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



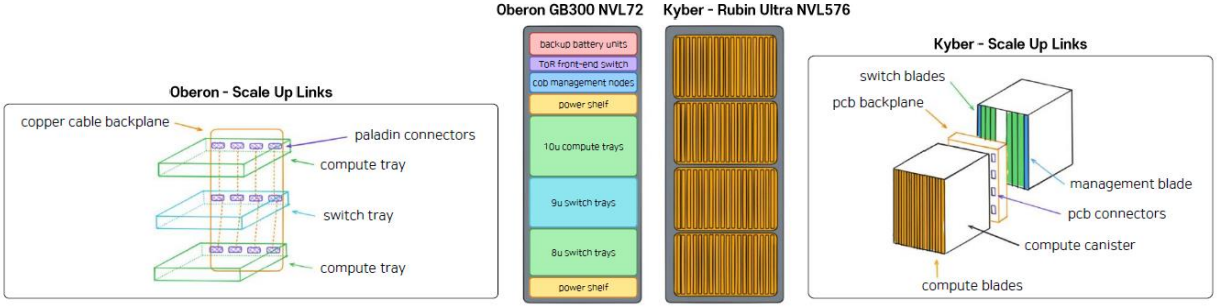
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림20 엔비디아 NVL 서버랙 출시 로드맵



자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림21 Oberon(GB200/300 NVL72) vs Kyber(Vera Rubin Ultra NVL 576 구조) 비교



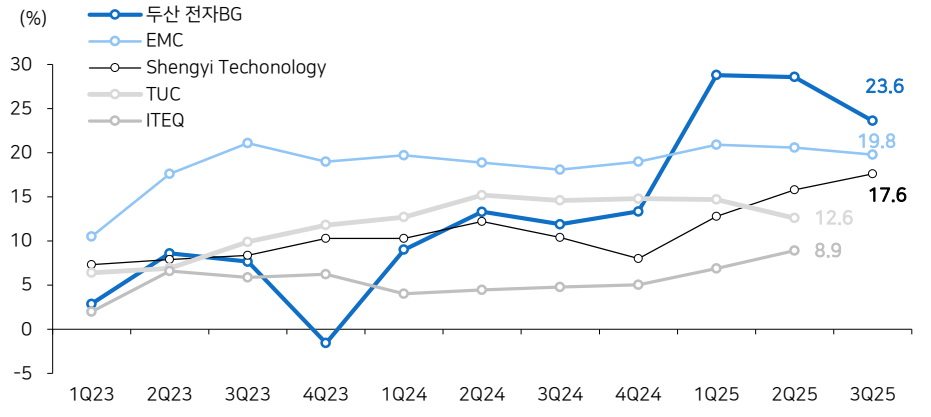
자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

표7 두산 Valuation Table

구분		시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고
영업가치					
전자BG		596	100.0%	15,566.7	2026년 예상 PER * EMC와 Shengyi 평균 멀티플 26.1배 적용
지분가치					
상장 자회사	두산에너빌리티	52,808	30.4%	16,048	최근 1개월 평균 종가 기준
	오리콤	71	60.9%	43	최근 1개월 평균 종가 기준
	두산로보틱스	4,865	68.2%	3,318	최근 1개월 평균 종가 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				**3,995**	**80% 할인 적용**
합계 (a)				19,561	
순차입금 (b)				1,314	2Q25말 기준 두산(별도) 순차입금
적정시가총액(십억원)				**18,247**	
유통주식수 (주)				13,522,969	발행주식수(1,652만주) - 자사주(296만주)
적정 주가 (fair value, 원)				**1,349,358**	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)				1,350,000	
현재 주가 (원)			939,000		10/10 기준 종가
괴리율(%)			43.8		

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림22 두산 전자BG vs 대만 CCL 경쟁사 영업이익률 비교



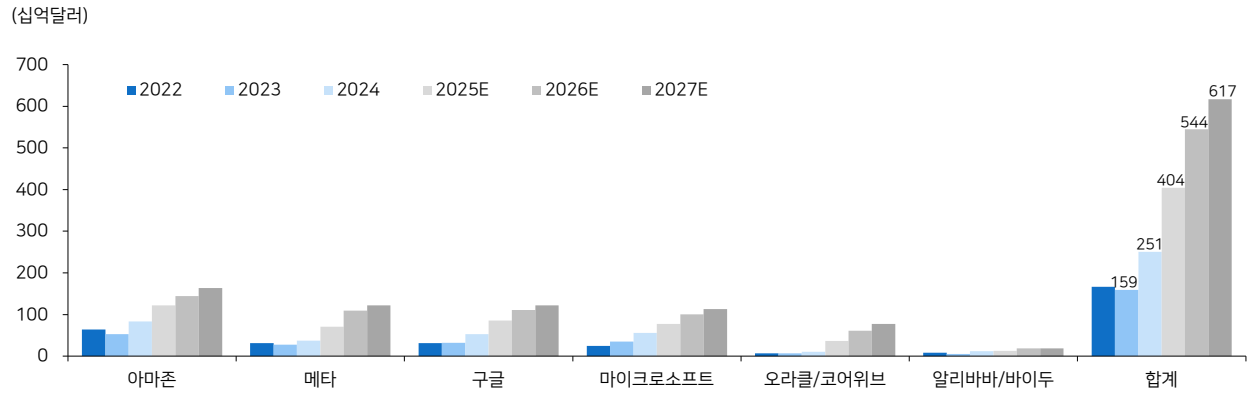
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표8 AI하드웨어 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
ABF Substrate	Ibiden	11,910	44.4	32.5	3.5	3.2	21.1	36.4	8.1	10.1	2,722	3,156	398	534	13.7	11.0
	Kinsus	1,888	35.4	18.2	1.7	1.6	3,316.5	94.9	4.5	8.5	1,263	1,487	91	162	8.0	6.5
	Nanya PCB	6,061	115.5	34.2	4.1	3.9	713.1	239.5	3.6	11.8	1,297	1,646	64	197	23.0	14.7
	Toppan	7,209	14.2	11.1	0.7	0.7	-11.0	27.6	5.9	6.8	12,075	12,836	633	801	6.7	5.9
MLB	이수페타시스	5,915	53.7	39.1	13.2	10.1	78.9	37.3	32.2	29.9	1,048	1,343	192	272	38.5	27.2
	대덕전자	1,608	49.9	19.3	2.7	2.4	92.3	158.3	5.3	12.9	1,046	1,306	47	141	14.8	9.1
	Unimicron	8,125	46.7	18.6	2.6	2.4	9.6	150.0	5.4	13.1	4,286	5,078	236	535	10.5	7.6
	Victory Giant	36,917	51.3	30.3	17.8	11.8	343.8	69.1	36.9	39.2	2,836	4,340	808	1,375	38.5	23.3
	WUS(Kunshan)	18,266	34.7	25.0	9.0	7.0	46.0	38.7	26.7	29.7	2,580	3,480	614	879	27.3	19.1
	Shennan Circuits	20,448	45.5	35.0	7.7	6.5	72.1	30.2	19.2	21.9	3,175	3,898	467	653	32.6	26.3
	Gold Circuit	7,655	26.6	18.4	9.0	7.3	63.1	44.9	37.0	40.4	1,935	2,470	435	611	16.1	11.9
	TTM Tech	6,894	27.4	23.4	4.2	3.9	343.3	17.1	na	na	2,886	3,151	334	392	16.3	14.9
CCL	EMC	15,479	32.1	22.3	11.0	8.9	58.0	44.1	37.4	42.2	3,045	3,881	623	883	22.8	16.5
	TUC	3,425	31.8	20.5	7.3	6.7	31.4	55.0	22.6	31.4	952	1,199	145	222	21.2	14.1
	ITEQ	1,231	24.1	16.1	1.9	1.8	100.4	48.9	7.1	10.7	1,057	1,201	81	120	10.0	7.5
	Shengyi Tech	20,471	43.2	29.8	8.5	7.1	89.7	45.1	20.4	25.6	3,898	5,026	590	860	30.3	22.2
소재/부품	Ajinomoto	23,006	27.5	24.6	4.8	4.8	82.7	11.7	17.1	18.0	10,384	10,973	1,240	1,342	14.4	13.0
	Nitto Boseki	2,760	30.0	24.8	3.0	2.7	6.1	21.0	10.5	11.6	786	859	123	150	16.0	12.8
	Union Tool	1,025	22.8	17.6	1.8	1.7	16.9	20.3	na	na	258	293	54	65	12.3	10.4
	Topoint	549	48.6	na	3.4	3.6	79.4	80.2	6.4	13.2	137	179	17	29	16.1	11.4
	Mitsui Mining	5,946	43.8	22.0	2.7	2.5	-68.1	99.2	6.2	11.4	4,340	4,255	327	406	12.6	10.6
	Co-Tech	1,860	55.6	13.0	7.9	6.3	17.0	182.0	14.4	31.3	253	316	45	118	na	na

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 CSP 업체 연도별 Capex 추이 (추가 상향 가능성 상존)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**19,130.1**	**18,132.9**	**20,041.2**	**22,489.1**	**24,147.6**
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	10.5	12.2	7.4
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,341.0	17,780.7	19,693.8
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,700.2	4,708.4	4,453.8
판매관리비	1,808.8	1,958.4	2,182.9	2,268.8	2,450.8
영업이익	**1,436.3**	**1,003.8**	**1,517.4**	**2,439.6**	**2,003.1**
영업이익률(%)	7.5	5.0	7.6	10.8	8.3
금융손익	-400.6	-216.1	-184.1	-43.4	91.6
종속/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	1,181.6	1,956.2	2,014.7
법인세비용	178.9	290.7	427.4	489.1	503.7
당기순이익	**272.1**	**302.2**	**754.2**	**1,467.2**	**1,511.0**
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	484.5	1,100.4	1,133.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**1,908.7**	**307.8**	**-31.2**	**2,191.7**	**2,260.1**
당기순이익(손실)	272.1	302.2	754.2	1,467.2	1,511.0
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	-1,580.8	-4.7	-4.0
투자활동 현금흐름	**-1,106.3**	**-994.8**	**-855.6**	**-1,031.4**	**-972.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-557.2	-796.9	-796.9
투자자산의감소(증가)	-26.6	-143.2	-116.2	-107.6	-92.3
재무활동 현금흐름	**636.3**	**573.9**	**1,245.2**	**-92.8**	**1.6**
차입금의 증감	184.7	1,406.3	1,212.2	-61.0	33.4
자본의 증가	276.5	47.2	6.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,465.0	164.9	250.1	1,067.5	1,289.4
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,954.2	5,021.7
기말현금	3,539.2	3,704.1	3,954.2	5,021.7	6,311.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	13,753.3	16,246.5	18,758.4
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,954.2	5,021.7	6,311.1
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,236.5	2,561.9	2,840.9
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,328.0	3,812.2	4,227.4
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,290.2	18,495.6	18,631.7
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	1,411.6	1,519.2	1,611.5
자산총계	**28,286.8**	**30,143.1**	**32,043.5**	**34,742.1**	**37,390.1**
유동부채	11,438.9	11,024.2	12,217.0	13,239.1	14,115.4
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,719.7	3,115.4	3,454.7
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	7,441.0	7,682.2	7,974.7
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**	**19,658.0**	**20,921.2**	**22,090.1**
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	368.0	1,436.5	2,537.9
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,468.2	10,835.0	11,212.8
자본총계	**11,206.7**	**11,889.5**	**12,385.5**	**13,820.9**	**15,300.0**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,212,867	1,361,011	1,461,377
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	28,792	66,062	68,052
CFPS	140,780	127,486	141,311	183,009	185,763
EBITDAPS	129,547	107,177	136,778	191,769	166,796
BPS	75,846	69,123	89,539	139,439	190,875
DPS	2,000	2,000	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.1	0.8	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-3.9	-17.9	32.6	14.2	13.8
PCR	0.7	2.0	6.6	5.1	5.1
PSR	0.1	0.2	0.8	0.7	0.6
PBR	1.2	3.7	10.5	6.7	4.9
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	2,260.1	3,168.8	2,756.1
EV/EBITDA	7.2	11.5	15.3	10.6	11.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	28.5	44.9	32.0
EBITDA 이익률	11.2	9.8	11.3	14.1	11.4
부채비율	152.4	153.5	158.7	151.4	144.4
금융비용부담률	2.4	2.7	2.4	2.2	2.0
이자보상배율(x)	3.1	2.0	3.1	5.0	4.1
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	10.1	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 (2023 년 8 월 4 일부터 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)

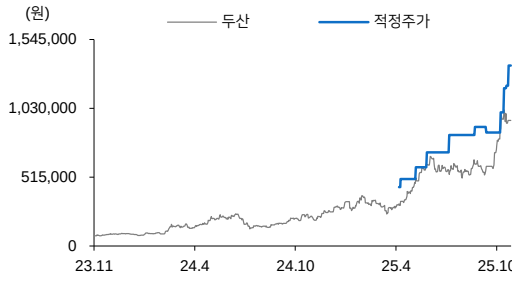
투자의견 비율

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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 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	-18.7	2.8
2025.10.28	기업브리프	Buy	1,000,000	양승수	-6.1	-1.9
2025.11.03	기업브리프	Buy	1,180,000	양승수	-16.7	-13.7
2025.11.07	주식전략	Buy	1,200,000	양승수	-22.6	-21.8
2025.11.11	기업브리프	Buy	1,350,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이