두산 (000150)

Vera Rubin에서도 대체 불가능한 선택지

전기전자/IT부품
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

기대보다 아쉬운 4분기

전자BG 4Q25 실적은 기존 대비 각각 6.9%, 13.0% 하향 조정한 매출액 5,015억원(+49.3% YoY), 영업이익 1,393억원(+210.8% YoY)을 전망한다. 북미 AI 고객사향 수요는 견조한 흐름을 유지하였으나, 모바일 제품군의 재고 조정 영향과 원자재 가격 상승, 일회성 비용 반영으로 수익성이 다소 둔화된 점을 반영하였다. 다만 분기 초 기대 대비는 아쉬움은 존재하나, 비수기인 4분기에 역대 최대 실적을 달성했다는 점과 밸류체인 내 상대적으로 높은 수익성을 유지했다는 점은 긍정적이라 판단된다.

Vera Rubin에서도 이어질 독보적 위치

'26년 두산 전자BG 실적은 매출액 2조 1,965억원(+20.6% YoY), 영업이익 6,430억원(+29.7% YoY)을 전망한다. 북미 N사향 매출액은 '25년 6,525억원 → '26년 1조 1,099억원(+70.1% YoY)로 추정하였다.

1) TSMC CoWoS 캐파 내 북미 N사 물량 비중 확대가 지속되는 가운데, N사의 서버랙 제품 출하량은 '25년 약 28,965대에서 '26년 약 85,000대로의 고성장이 예상된다. ASP 둔화에 대한 우려가 존재하나, Computing tray를 단독 공급하는 동사의 구조적 지위를 감안할 때 출하량 급증에 따른 물량 레버리지 효과가 이를 충분히 상쇄하며 실적 기여도는 오히려 확대될 것으로 판단된다.

2) Vera Rubin향 CCL 제품은 빠르면 2분기 말부터 일부 출하가 시작될 것으로 예상된다. 다이 크기 확대에 따라 웨이퍼당 GPU 출하 개수는 감소하나, Computing Tray는 기판 층수 증가(22층 → 26층)와 HVLP4 적용 등 주요 소재 사양 상향으로 CCL 기준 콘텐츠 증가가 기대된다. 또한 Vera Rubin부터는 Cabless 구조가 적용되며, 서로 다른 영역 간 신호 연결을 Midplane PCB를 통해 구현하는 구조로 전환된다. 이러한 변화는 CCL 기준 적용 제품과 사양을 동시에 확대하는 구조적 변화로, N사 핵심 벤더인 동사에게는 중장기적으로 긍정적인 영향이 있을 것으로 판단된다.

전일 제시된 TSMC Capex 가이던스가 시장 예상치를 크게 상회한 배경에는 북미 N사의 견조한 수요가 주요 요인으로 작용한 것으로 파악된다. 실적 추정치 및 멀티플 조정을 반영해 적정주가는 120만원으로 하향하나, 북미 N사 구조적인 수요 확대의 직접적인 수혜가 기대된다는 점에서 동사의 투자 매력도는 여전히 높다고 판단한다.

Meritz Research 2026. 1. 16

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	1,200,000원
현재주가 (1.15)	834,000원
상승여력	43.9%

KOSPI	4,797.55pt
시가총액	135,057억원
발행주식수	1,619만주
유동주식비율	42.83%
외국인비중	16.09%
52주 최고/최저가	1,018,000원/239,5
평균거래대금	1,195.5억원

주요주주(%)

박정원 외 26 인	40.92
국민연금공단	9.97

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4	38.3	204.4
상대주가	-15.9	-7.3	58.4

주가그래프

(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	20,931.0	1,291.3	435.3	25,873	-282.0	91,177	32.2	9.1	16.4	25.6	191.8
2026E	21,747.3	1,968.4	915.4	55,983	116.4	133,083	14.9	6.3	12.1	38.7	175.5
2027E	23,629.2	2,145.7	1,291.0	79,179	41.4	192,806	10.5	4.3	11.0	37.6	169.3

표1 두산 4Q25E 실적 Preview

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 예상치	(% diff.)
매출액	**6,833.6**	3,878.5	76.2%	5,346.4	27.8%	5401.6	26.5%	5,677.7	20.4%
영업이익	**503.8**	110.2	357.2%	357.8	40.8%	469.5	7.3%	629.0	-19.9%
세전이익	**376.7**	-27.0	nm	396.1	-4.9%	362.2	4.0%	503.8	-25.2%
순이익	**78.6**	-94.9	nm	233.2	-66.3%	64.1	22.6%	283.4	-72.3%
영업이익률(%)	**7.4%**	2.8%		6.7%		8.7%		11.1%	
세전이익률(%)	**5.5%**	-0.7%		7.4%		6.7%		8.9%	
순이익률(%)	**1.2%**	-2.4%		4.4%		1.2%		5.0%	

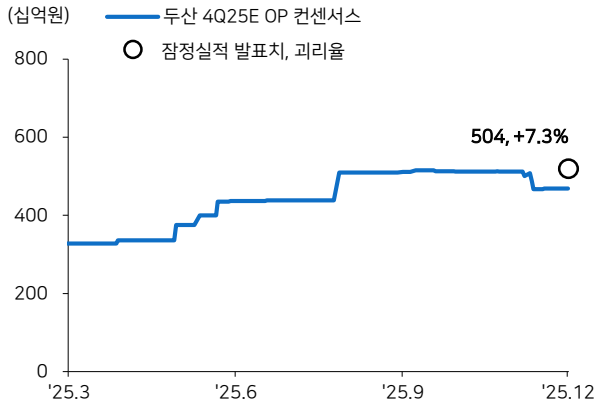
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**21,121.2**	18,132.9	16.5%	20050.9	5.3%	19,643.4	7.5%
영업이익	**1,291.3**	901.9	43.2%	1416.5	-8.8%	1,272.1	1.5%
세전이익	**1,046.3**	491.1	113.1%	1173.4	-10.8%	1,006.2	4.0%
지배주주 순이익	**435.2**	-226.2	nm	506.7	-14.1%	257.7	68.9%
영업이익률(%)	**6.1%**	5.0%		7.1%		6.5%	
세전이익률(%)	**5.0%**	2.7%		5.9%		5.1%	
순이익률(%)	**2.1%**	-1.2%		2.5%		1.3%	

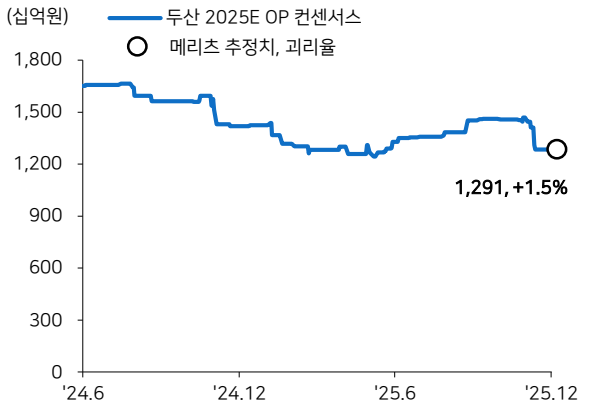
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 영업이익, 컨센서스 7.3% 상회 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



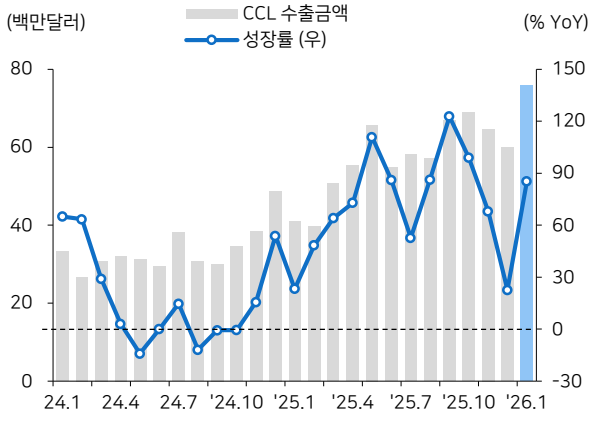
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 두산 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,453	1,401	1,386	1,440	1,410	1,380	1,380	1,410	1,363	1,420	1,395
연결 매출액	**4,298.7**	**5,346.4**	**4,642.5**	**6,833.6**	**4,607.6**	**5,380.6**	**4,851.0**	**6,908.1**	**18,132.9**	**21,121.2**	**21,747.3**
(%, QoQ)	-17.3%	24.4%	-13.2%	47.2%	-32.6%	16.8%	-9.8%	42.4%			
(%, YoY)	-3.7%	16.4%	19.7%	31.4%	7.2%	0.6%	4.5%	1.1%	-5.2%	16.5%	3.0%
두산 자체	485.0	558.5	523.9	584.9	592.0	602.0	640.8	689.4	1,377.0	2,152.3	2,524.2
전자BG	**402.9**	**476.2**	**439.9**	**501.5**	**513.5**	**521.3**	**560.5**	**601.2**	**1,007.2**	**1,820.5**	**2,196.5**
반도체	60.4	81.0	83.6	100.3	92.4	88.6	89.7	96.2	221.6	325.3	366.9
모바일	45.1	52.4	57.2	60.2	41.1	41.7	44.8	48.1	181.3	214.9	175.7
네트워크	219.6	252.4	206.8	295.9	333.8	338.9	375.6	402.8	332.4	974.6	1451.0
로우엔드	77.8	90.5	92.4	45.1	46.2	52.1	50.4	54.1	271.9	305.8	202.9
두산에너빌리티	3,748.6	4,569.0	3,880.4	5,865.2	3,746.2	4,452.5	3,879.7	5,791.8	16,233.1	18,063.2	17,870.1
두산로보틱스	5.3	23.5	16.3	18.7	22.8	23.5	24.5	27.2	46.8	63.8	98.1
연결조정 및 기타	59.9	195.4	221.9	364.8	246.7	302.6	306.0	399.6	476.0	841.9	1,254.9
영업이익	**198.5**	**357.8**	**231.3**	**503.8**	**427.8**	**486.3**	**418.2**	**636.2**	**901.9**	**1,291.3**	**1,968.4**
(%, QoQ)	-5.0%	80.3%	-35.4%	117.8%	-15.1%	13.7%	-14.0%	52.1%			
(%, YoY)	-19.3%	6.2%	109.9%	141.1%	115.6%	35.9%	80.8%	26.3%	-37.2%	43.2%	52.4%
두산 자체	121.1	142.1	108.7	142.8	153.1	156.5	170.9	186.9	141.2	514.7	667.4
전자BG	**116.1**	**136.2**	**103.9**	**139.3**	**144.4**	**149.4**	**166.1**	**183.0**	**122.6**	**495.5**	**643.0**
두산 에너빌리티	142.5	271.1	137.1	291.3	218.7	270.6	190.2	354.0	1,017.6	842.0	1,033.6
두산로보틱스	-6.7	-8.9	-5.0	-8.2	-2.2	-2.3	-2.4	-2.6	-41.2	-28.8	-9.5
연결조정 및 기타	-174.5	-182.8	-113.4	-61.4	-86.3	-87.9	-106.7	-85.1	-338.3	-532.1	-366.0
전자BG 영업이익률	**28.8%**	**28.6%**	**23.6%**	**27.8%**	**28.1%**	**28.7%**	**29.6%**	**30.4%**	**12.2%**	**27.2%**	**29.3%**

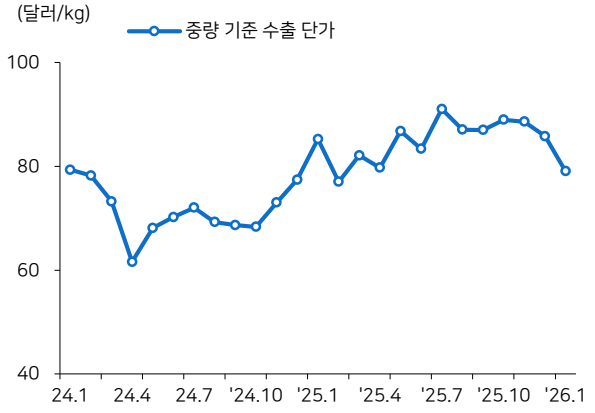
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CCL 수출금액 추이



주: 1월은 10일 기준 31일로 환산
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 CCL 중량 기준 수출 단가



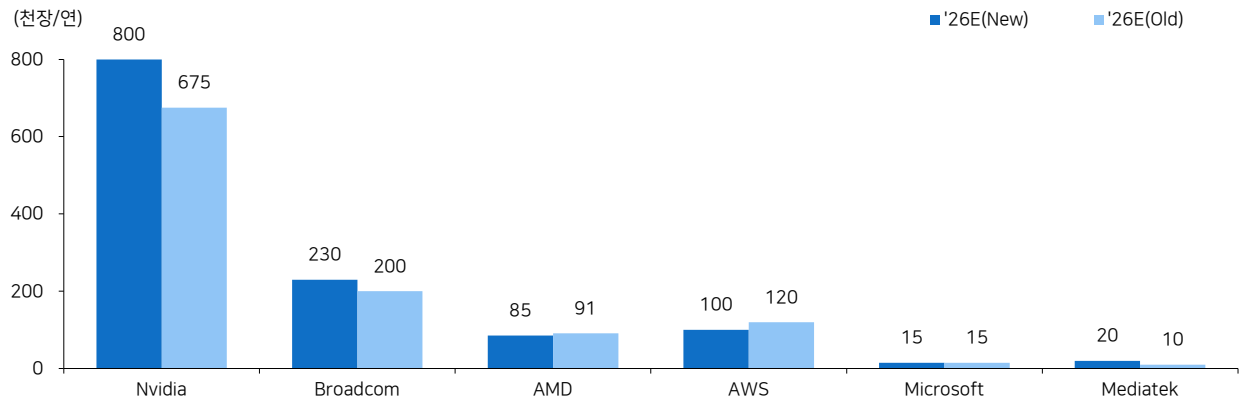
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 CoWoS 생산능력 추이 및 전망

구분	업체	'23	'24	'25E	'26E	'27E	비고
GPU	**Total**	**80.0**	**237.0**	**452.0**	**885.0**	**1025.0**	
	Nvidia	70.0	192.0	400.0	800.0	900.0	
	(YoY)		174.3%	108.3%	100.0%	12.5%	
	CoWoS-S/R	70.0	97.0	25.0	20.0	20.0	Hopper + Vera CPU용
	CoWoS-L	0.0	30.0	360.0	700.0	800.0	Blackwell + Rubin
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	65.0	15.0	80.0	80.0	Vera Cpu용. Amkor
	AMD	10.0	45.0	52.0	85.0	125.0	
	(YoY)		350.0%	15.6%	63.5%	47.1%	
	CoWoS-S	10.0	45.0	52.0	55.0	80.0	MI350 + MI400
	CoWoS-L	0.0	0.0	0.0	10.0	15.0	Venice CPU
	Ouside TSMC (CoWoS-S/R)	0.0	0.0	0.0	20.0	30.0	Venice CPU, ASE
ASIC	**Total**	**49.0**	**97.0**	**167.0**	**365.0**	**550.0**	
	(YoY)		98.0%	72.2%	118.6%	50.7%	
	Broadcom	40.0	70.0	90.0	230.0	320.0	
	CoWoS-S (TPU)	40.0	70.0	90.0	200.0	270.0	TPU (미디어텍 이원화)
	CoWoS-L (MITA2)	0.0	0.0	0.0	30.0	50.0	Meta ASIC 할당
	AWS (Marvell + Alchip)	9.0	27.0	77.0	100.0	150.0	
	Marvell			0.0	15.0	30.0	Microsoft MAIA2 할당
	Mediatek				20.0	50.0	TPUv8AX부터 진입
Others		5.0	16.0	24.0	30.0	35.0	
Overall Total CoWoS Consumption		**134.0**	**350.0**	**643.0**	**1,280.0**	**1,610.0**	
YoY			**161.2%**	**83.7%**	**99.1%**	**25.8%**	
Total TSMC		**134.0**	**285.0**	**628.0**	**1,180.0**	**1,500.0**	
YoY			**112.7%**	**120.4%**	**87.9%**	**27.1%**	
Total Others			65.0	15.0	100.0	110.0	

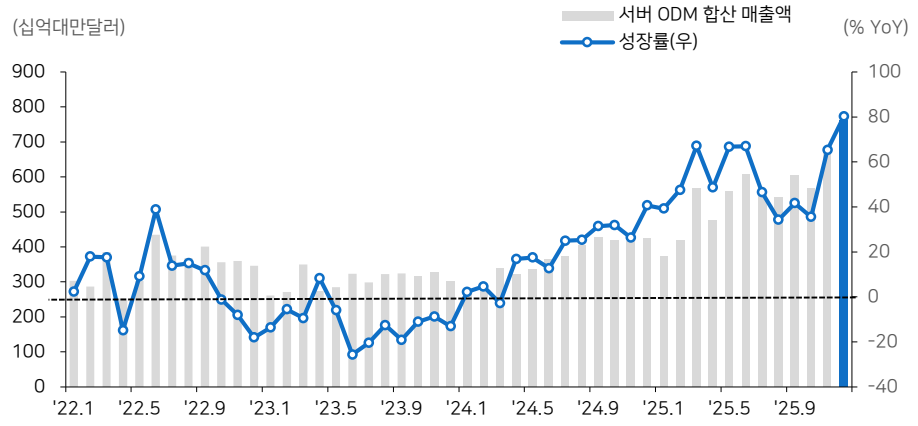
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 CoWoS Capa 고객사 배분 주요 변화



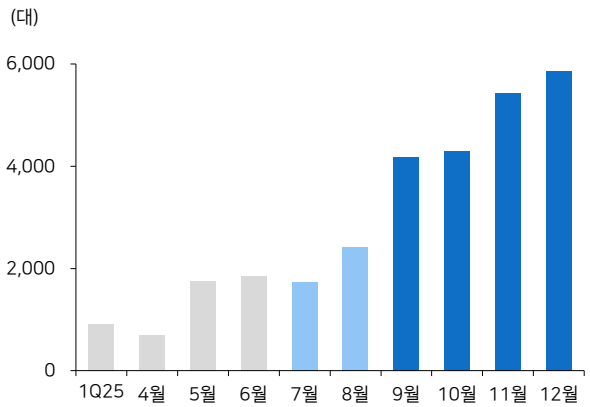
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



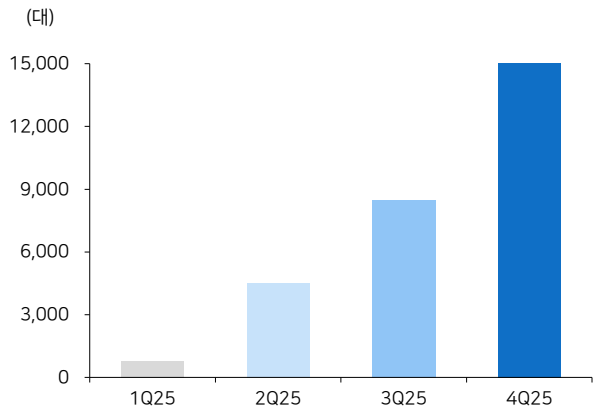
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 GB Racks(NVL72) 출하량 추이



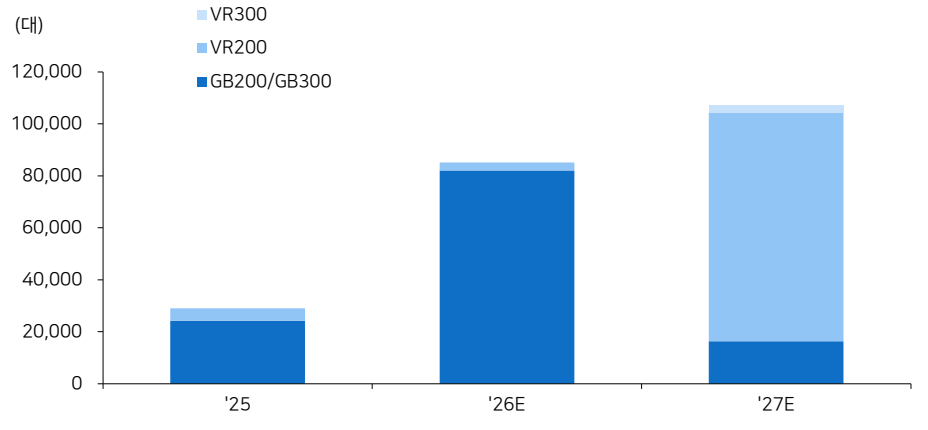
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 NVL 서버랙 분기별 출하량 추이 및 전망



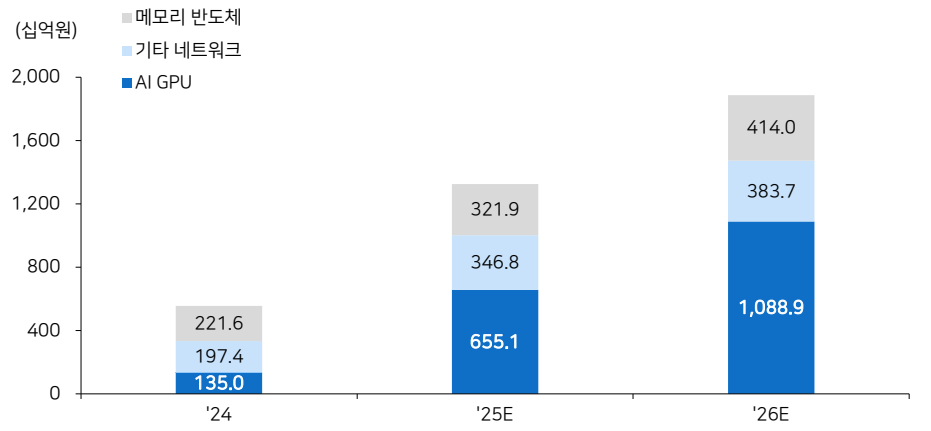
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 NVL 서버랙 출하량 전망



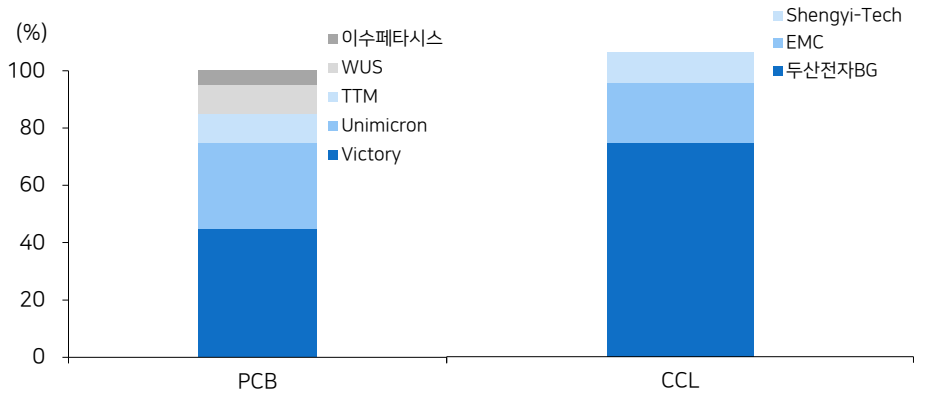
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 **두산 전자BG 반도체·네트워크 매출액 추이 및 전망**



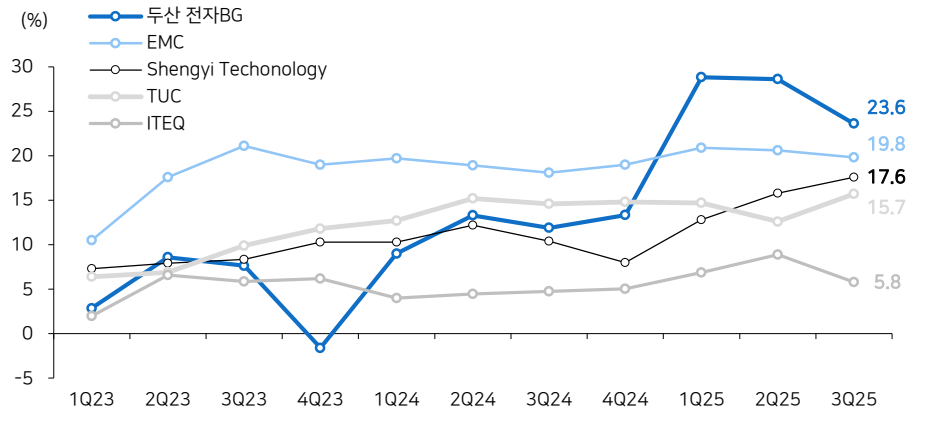
주: TSMC CoWoS Capa 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 **북미 N사 PCB, CCL 점유율 추정**



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

그림12 **주요 CCL 업체들 영업이익률 비교**



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	M8.5(HVLP4 + NER Glass)
Midplane - VR200	0.02	PTH	22+22	M8.5(HVLP4) or M9(Q Glass)
CPX - VR200	0.05	HDI	5+12+5	M8.5(HVLP4) or M9(Q Glass

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 Nvidia & ASIC PCB/CCL 공급망 추정

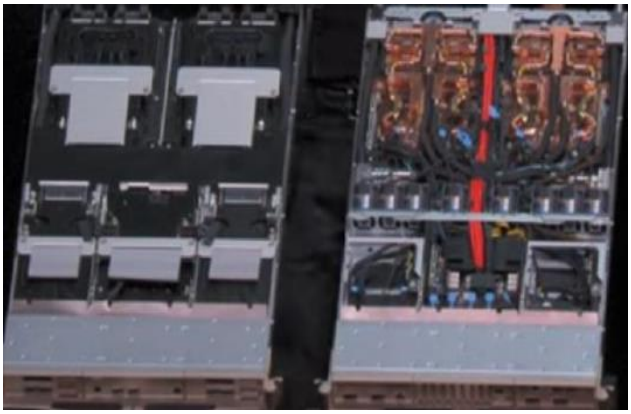
고객사	칩셋	PCB 사양	PCB 공급사	CCL 공급사
NVIDIA	B200	24 층 PTH (M8)	TTM(미), Wus(중), ISU(한국)	두산(한국)
	GB200	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)	Unimicron(대만), Victory Giant(중) TTM(미), Wus(중), ISU(한국)	두산(한국) EMC(대만 Shengyi(중)
	GB300	22 층 HDI (M8+M4), 22 층 PTH (M8)		
	VR200	26 층 HDI (M8.5+M4), 32 층 PTH(M8.5)	Unimicron(대만), 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 (M8.5+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 (M6)		
	TPUv7	26 층 HLC (M7)		
	TPUv8	36 층 HLC (M8.5)	ISU (한국), WUS(중), TTM (미), Lincstec (일), VGT(중) GCE(대만). Dynamic Holdings (대만)	파나소닉 (일) EMC (대만)
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(M6) 26 층 HLC(M8)		
	T3	22 층 HDI(M7) 32 층 HLC (M8.5)		
Meta	MTIA2	36 층 HLC (M8+M4)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)
	MTIA3	40 층 HLC (M8+M4)		
Microsoft	MAIA 300	32층 PTH+HDI (M8+M2)	ISU (한국), Wus(중), TTM(미), GCE(대만)	EMC (대만)

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 Computing Tray 내 Cableless 구조

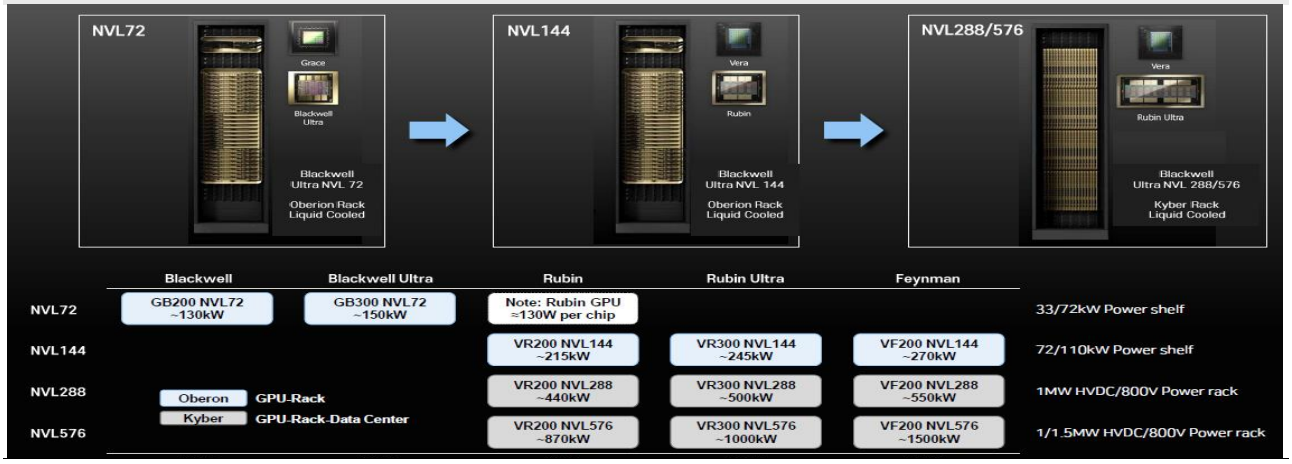
자료: Nvidia

그림14 Vera Rubin vs GB200/300 Computing tray 비교



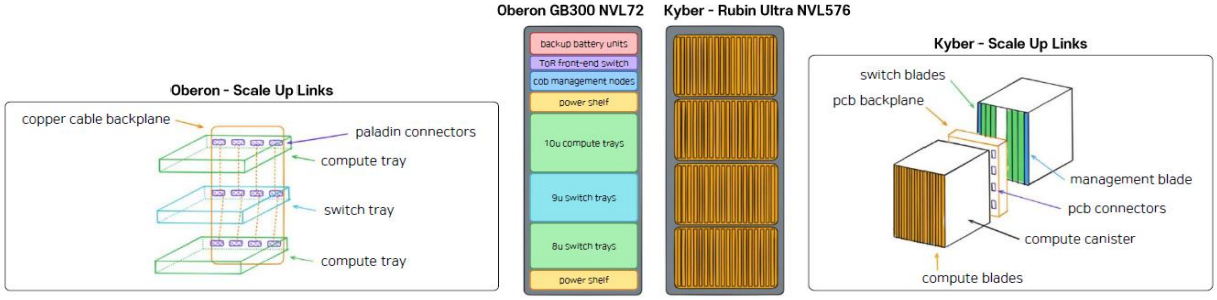
자료: Nvidia

그림15 NVL 서버랙 구조 변화



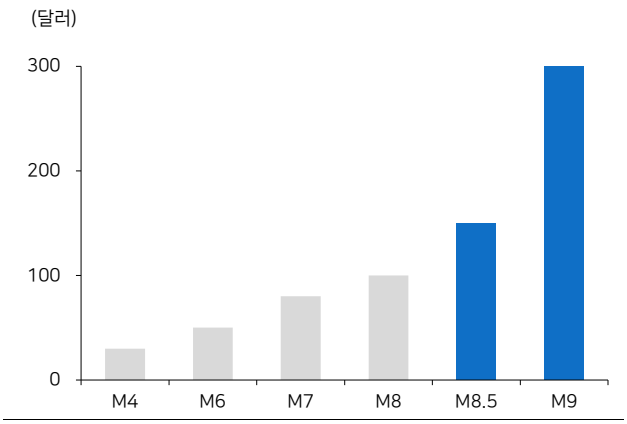
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 Oberon(GB200/300 NVL72) vs Kyber(Vera Rubin Ultra NVL 576 구조) 비교



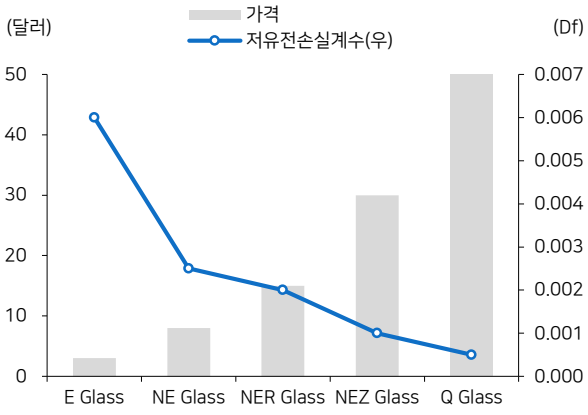
자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림17 CCL 등급 기준 판가 비교



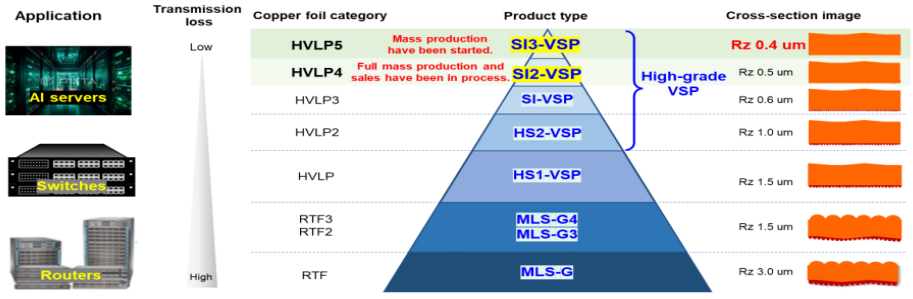
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 유리섬유 등급 기준 판가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

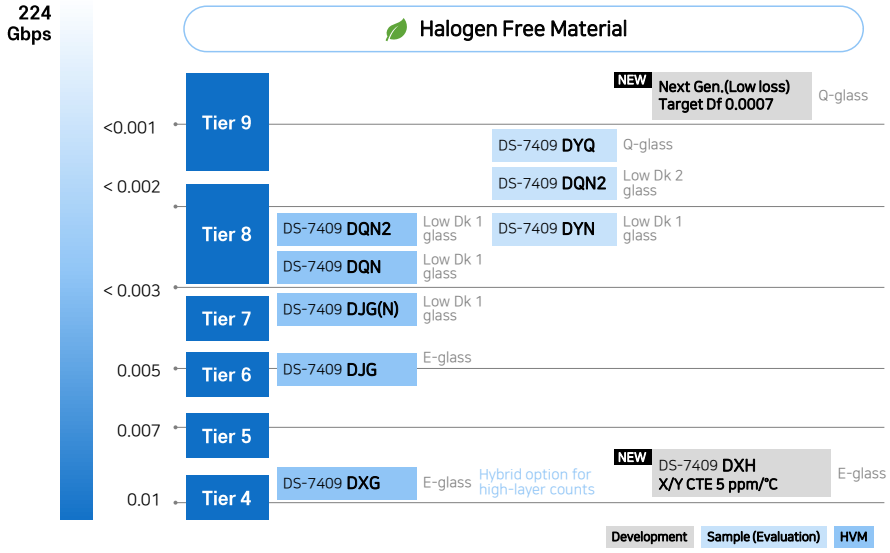
그림19 Mitsui Kinzoku VSP 동박 제품 포트폴리오



자료: Mitsui Kinzoku

그림20 두산 전자BG 네트워크용 CCL 제품 구성

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



자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

표7 두산 Valuation Table

구분		시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고
영업가치					
전자BG		553	100.0%	13,934.7	2026년 예상 PER * EMC 멀티플 25.0배 적용
지분가치					
상장 자회사	두산에너빌리티	51,419	30.4%	15,626	최근 1개월 평균 종가 기준
	오리콤	70	60.9%	43	최근 1개월 평균 종가 기준
	두산로보틱스	5,296	68.2%	3,611	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				**3,969**	**80% 할인 적용**
합계 (a)				17,903	
순차입금 (b)				1,314	3Q25말 기준 두산(별도) 순차입금
적정시가총액(십억원)				**16,589**	
유통주식수 (주)				13,852,969	발행주식수(1,652만주) - 자사주(267만주)
적정 주가 (fair value, 원)				**1,197,540**	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)				1,200,000	
현재 주가 (원)				834,000	1/15일 기준 종가
괴리율(%)				43.9	

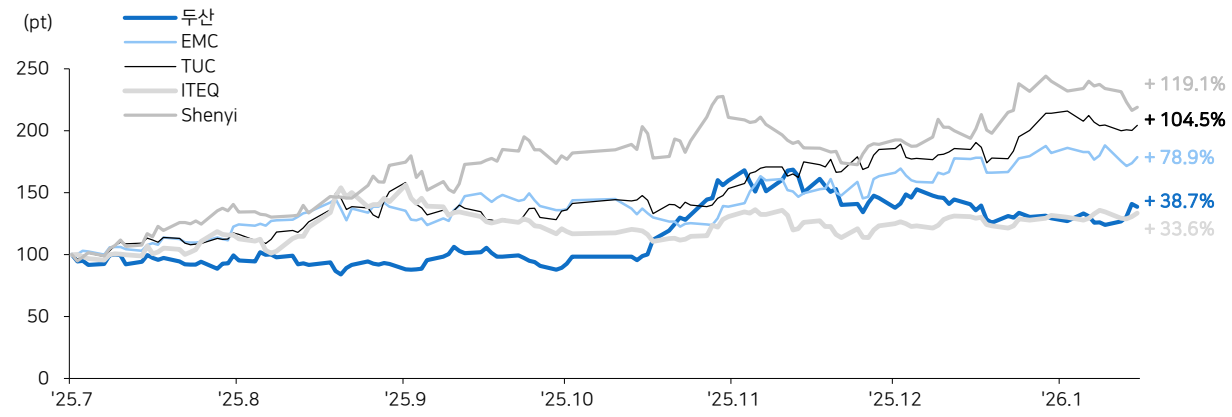
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

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	13,305	49.5	34.8	4.0	3.6	19.9	42.3	8.2	10.8	2,650	3,110	403	555	15.7	12.2
	Kinsus	2,531	49.2	24.7	2.4	2.2	3,170.5	100.0	4.3	8.4	1,240	1,463	86	161	10.4	8.3
	Nanya PCB	5,392	107.4	28.8	3.7	3.5	683.0	270.5	3.5	12.2	1,271	1,666	58	205	20.8	12.9
MLB	이수페타시스	6,114	52.3	36.2	13.3	9.9	90.6	44.6	33.7	32.0	1,101	1,455	209	312	37.8	25.9
	대덕전자	1,712	52.6	20.1	2.9	2.6	95.2	161.1	5.4	13.2	1,051	1,320	48	146	15.7	9.6
	Unimicron	12,231	73.4	27.3	4.0	3.5	3.7	169.2	5.4	13.5	4,162	5,025	213	546	15.9	10.7
	Victory Giant	35,359	49.0	27.1	16.4	10.7	344.9	80.4	36.0	41.0	2,849	4,571	804	1,466	37.3	20.7
	WUS(Kunshan)	20,921	38.9	27.9	10.0	7.9	48.6	39.4	26.7	29.8	2,632	3,551	626	901	30.5	21.4
	Shennan Circuits	21,291	44.8	33.0	7.8	6.5	81.8	35.4	19.8	23.1	3,275	4,135	488	707	31.8	24.8
	Gold Circuit	10,685	34.9	21.3	11.5	8.8	68.7	63.7	39.0	49.6	1,918	2,661	450	725	21.9	14.2
	TTM Tech	9,973	39.6	33.7	6.1	5.7	343.3	17.3	n/a	n/a	2,886	3,153	334	392	23.2	21.3
CCL	EMC	17,814	37.3	25.0	12.2	9.9	54.0	49.2	35.9	40.4	2,987	3,931	609	897	26.8	18.7
	TUC	4,397	39.0	21.4	8.0	6.8	31.0	82.3	22.3	33.1	950	1,325	144	261	27.2	15.4
	ITEQ	1,328	28.4	18.3	2.0	1.9	83.3	55.0	6.9	10.7	1,026	1,172	74	114	11.2	8.4
	Shengyi Tech	23,825	48.3	32.3	9.6	8.1	97.5	49.3	20.7	26.4	4,000	5,290	617	924	32.1	23.0
소재/부품	Nitto Boseki	3,172	16.9	26.6	3.1	2.8	115.0	-36.3	18.0	11.5	769	846	129	159	17.5	13.8
	Union Tool	1,276	28.8	22.1	2.3	2.2	13.0	16.2	8.3	n/a	248	274	52	60	16.2	13.7
	Topoint	1,008	86.2	40.2	6.1	6.3	82.8	91.5	6.4	13.2	135	183	18	34	31.1	22.2
	Mitsui Mining	7,845	28.8	23.5	3.4	3.0	-35.3	22.1	12.8	14.5	4,558	4,482	485	497	12.6	11.9
	Co-Tech	2,144	63.1	12.7	9.2	6.9	18.8	182.2	15.1	33.0	251	339	45	119	40.8	13.8

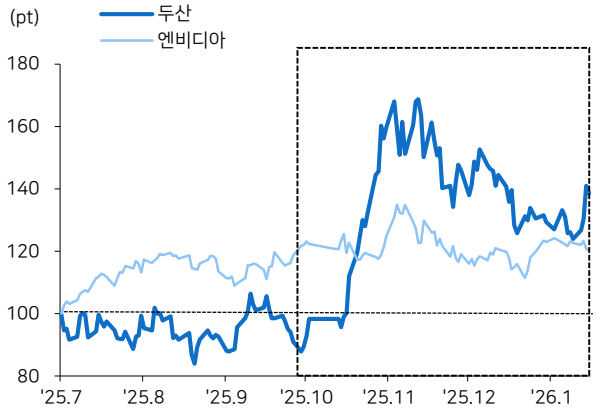
주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 작년 중순 이후 글로벌 CCL 업체들 상대주가 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 두산 엔비디아 주가 비교

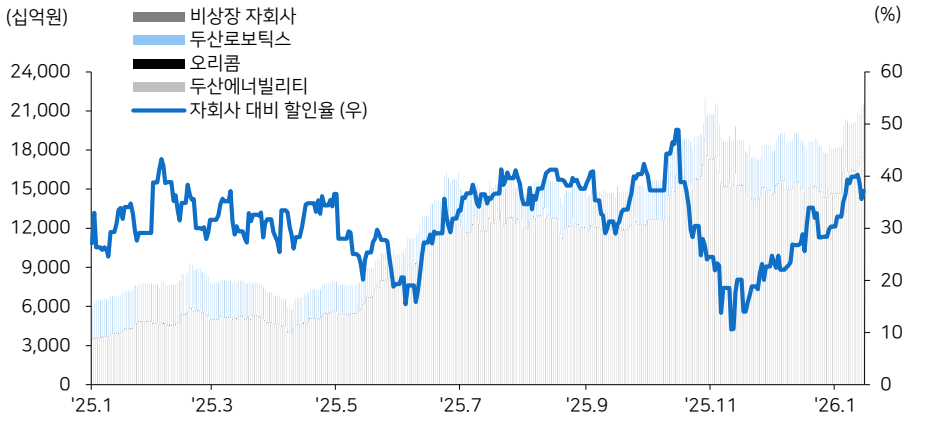


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 두산 외국인지분율 추이

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림24 두산 지주, 자회사 지분 대비 할인율 추이



주: 1) 두산에너빌리티, 오리콤, 두산로보틱스는 보유 지분에 따른 시가총액 기준
2) 비상장 자회사는 장부가액 기준
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**19,130.1**	**18,132.9**	**20,931.0**	**21,747.3**	**23,629.2**
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	15.4	3.9	8.7
매출원가	15,885.1	15,170.7	17,327.2	17,501.7	19,084.3
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,603.9	4,245.7	4,545.0
판매관리비	1,808.8	1,958.4	2,312.6	2,277.2	2,399.3
영업이익	**1,436.3**	**1,003.8**	**1,291.3**	**1,968.4**	**2,145.7**
영업이익률(%)	7.5	5.0	6.2	9.1	9.1
금융손익	-400.6	-216.1	-167.3	98.9	229.4
종속/관계기업손익	-42.3	27.9	23.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-100.9	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	1,046.3	1,627.3	2,295.1
법인세비용	178.9	290.7	407.9	406.8	573.8
당기순이익	**272.1**	**302.2**	**638.4**	**1,220.5**	**1,721.3**
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	435.3	915.4	1,291.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**1,908.7**	**307.8**	**-858.1**	**2,004.6**	**2,388.4**
당기순이익(손실)	272.1	302.2	638.4	1,220.5	1,721.3
유형자산상각비	547.5	603.3	652.5	725.2	740.2
무형자산상각비	156.8	164.0	139.5	69.1	67.9
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	-2,477.0	-10.2	-141.0
투자활동 현금흐름	**-1,106.3**	**-994.8**	**-1,427.7**	**-847.7**	**-1,083.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-594.3	-796.9	-796.9
투자자산의감소(증가)	-26.6	-143.2	-931.6	-16.3	-225.9
재무활동 현금흐름	**636.3**	**573.9**	**1,687.6**	**-127.9**	**23.2**
차입금의 증감	184.7	1,406.3	1,774.6	-96.0	55.0
자본의 증가	276.5	47.2	4.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,465.0	164.9	-687.4	1,029.1	1,327.9
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,016.7	4,045.8
기말현금	3,539.2	3,704.1	3,016.7	4,045.8	5,373.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	17,278.5	18,463.1	21,942.7
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,016.7	4,045.8	5,373.7
매출채권	1,665.7	1,718.4	3,566.1	3,605.1	4,143.1
재고자산	2,927.1	3,136.4	4,916.6	4,970.2	5,712.0
비유동자산	16,840.5	18,230.4	19,298.0	19,347.0	19,561.8
유형자산	6,509.4	7,012.6	6,981.1	7,052.9	7,109.6
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,674.9	8,635.8	8,567.9
투자자산	938.9	1,196.4	2,211.2	2,227.5	2,453.4
자산총계	**28,286.8**	**30,143.1**	**36,576.5**	**37,810.1**	**41,504.5**
유동부채	11,438.9	11,024.2	15,984.8	16,091.8	17,571.1
매입채무	2,694.1	2,495.1	3,279.0	3,314.8	3,809.5
단기차입금	1,717.5	3,081.1	4,588.7	4,588.7	4,588.7
유동성장기부채	2,270.9	790.8	1,591.2	1,591.2	1,591.2
비유동부채	5,641.2	7,229.4	8,057.9	7,995.9	8,521.6
사채	626.6	1,089.1	599.0	599.0	599.0
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,171.5	3,071.5	3,071.5
부채총계	**17,080.1**	**18,253.6**	**24,042.8**	**24,087.7**	**26,092.7**
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,932.4	1,932.4	1,932.4
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	728.4	728.4	728.4
이익잉여금	208.0	-81.6	322.9	1,206.4	2,465.5
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,611.4	10,916.6	11,346.9
자본총계	**11,206.7**	**11,889.5**	**12,533.8**	**13,722.4**	**15,411.9**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,269,819	1,342,940	1,459,151
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	25,873	55,983	79,179
CFPS	140,780	127,486	143,373	174,561	214,417
EBITDAPS	129,547	107,177	126,383	170,604	182,399
BPS	75,846	69,123	91,177	133,083	192,806
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	32.2	14.9	10.5
PCR	0.7	2.0	5.8	4.8	3.9
PSR	0.1	0.2	0.7	0.6	0.6
PBR	1.2	3.7	9.1	6.3	4.3
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	2,083.2	2,762.7	2,953.7
EV/EBITDA	7.2	11.5	16.4	12.1	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	25.6	38.7	37.6
EBITDA 이익률	11.2	9.8	10.0	12.7	12.5
부채비율	152.4	153.5	191.8	175.5	169.3
금융비용부담률	2.4	2.7	2.4	2.4	2.2
이자보상배율(x)	3.1	2.0	2.6	3.7	4.1
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	7.9	6.1	6.1
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	5.2	4.4	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 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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

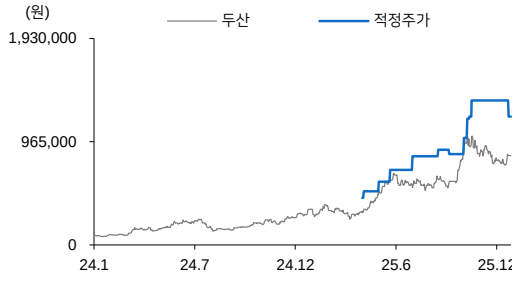
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산 (000150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 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	-37.0	-24.7
2026.01.16	기업브리프	Buy	1,200,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이