2025. 11. 3

두산 000150

AI 하드웨어 '수요 논의' 종료 공급자 우위 시장으로 재전환

▲ 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)	1,180,000 원
현재주가 (10.31)	949,000 원
상승여력	24.3%
KOSPI	4,107.50pt
시가총액	156,811억원
발행주식수	1,652만주
유동주식비율	41.97%
외국인비중	15.76%
52주 최고/최저가	981,000원/191,300원
평균거래대금	954.4억원
주요주주(%)	
박정원 외 26 인	40.11
국민연금공단	9.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	75.4	212.7	373.3
상대주가	46.3	94.6	194.6

주가그래프

- ✓ 엔비디아의 GTC 매출 가이던스는 1. AI 하드웨어 산업이 다시 한번 '수요 논의'의 단계에서 벗어나 공급자 우위 시장으로 전환되고 있음을 시사
- ✓ 2. AI 하드웨어 경쟁이 심화되는 2026년에도 엔비디아의 해자가 유지됨을 의미
- ✓ 전자BG는 북미 NV사의 핵심 밸류체인이자 업계 최고 수준의 수익성을 보유하고 있음에도, 여전히 동종 업계 대비 현저히 저평가되어 있다고 판단
- ✓ 두산에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가를 118만원으로 상향 제시

엔비디아 GTC 시사점 1. 수요 폭발 2. 엔비디아 해자 유지

당사는 10월 29일 개최된 엔비디아 GTC의 핵심 시사점을 두 가지로 제시한다.

1. 엔비디아는 향후 5개 분기 동안 Blackwell 및 Rubin 플랫폼의 누적 매출을 5,000억 달러 이상으로 제시했다. 이는 같은 기간 시장 컨센서스 기준 엔비디아의 전체 매출 추정치(약 3,300억 달러)를 크게 상회하는 숫자이다. 만약 이 가이던스가 현실화될 경우, AI 하드웨어 산업은 다시 한번 '수요 논의'의 단계에서 벗어나 '공급자 우위' 시장으로 전환될 가능성이 높다. 이러한 구조 속에서는 이론상 원활한 공급만 이루어진다면 기존 대비 상당 폭의 실적 추정치 상향이 가능하다.

2. 2026년은 엔비디아 외에도 다수의 신규 ASIC과 AMD의 서버랙 제품이 본격적으로 출시되는 원년이다. 즉, 이번 매출액 가이던스는 시장 경쟁이 본격화되는 국면임에도 불구하고 엔비디아가 이미 압도적인 성장 가시성을 확보했다는 점이 핵심이다. 이는 경쟁 심화 속에서도 AI 하드웨어 시장의 해자를 엔비디아가 견고히 유지할 수 있음을 의미하며, 이러한 구조적 우위가 엔비디아 밸류체인에 프리미엄이 부여되는 핵심 근거로 작용할 수 있다.

전자BG 여전히 저평가, 적정주가 118만원 제시

당사는 예상을 상회한 GB300 수요와 향후 Rubin 수요 확대를 반영하여, TSMC CoWoS Capa 내 북미 NV사의 비중을 상향 조정했다. 이에 따라 전자 BG의 영업이익 추정치를 추가 상향 조정했으며, 동종업체 밸류에이션 리레이팅을 반영해 적정주가를 118만원으로 제시한다. 최근 주가 급등에도 불구하고, 전자 BG는 당사 지분가치 80% 할인 적용 기준 2026년 예상 PER 19.9배 수준에 거래되고 있다. 동사가 NV사의 핵심 밸류체인이자 업계 최고 수준의 수익성을 기록하고 있음에도, 대만 EMC(22.5배)나 국내 이수페타시스(38.4배) 대비 여전히 현저히 저평가되어 있다고 판단된다. 당사 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	20,051.2	1,542.1	498.6	29,642	-308.5	90,195	32.0	10.5	15.1	29.2	158.2
2026E	22,499.8	2,457.2	1,110.6	66,683	125.0	140,575	14.2	6.8	10.6	45.0	151.1
2027E	24,199.5	2,039.4	1,154.4	69,329	4.0	192,997	13.7	4.9	11.7	32.3	143.9

표1 두산 3Q25 실적 Preview

(십억원)	3Q25E	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 예상치	(% diff.)
매출액	**4,760.1**	3,878.5	22.7%	5,346.4	-11.0%	4661.0	2.1%	4,764.4	-0.1%
영업이익	**359.4**	110.2	226.2%	357.8	0.5%	381.1	-5.7%	366.1	-1.8%
세전이익	**227.8**	-27.0	흑전	396.2	-42.5%	376.9	-39.6%	234.5	-2.9%
순이익	**128.1**	-88.3	흑전	78.6	63.0%	94.0	36.3%	131.9	-2.9%
영업이익률(%)	**7.6%**	2.8%		6.7%		8.2%		7.7%	
세전이익률(%)	**4.8%**	-0.7%		7.4%		8.1%		4.9%	
순이익률(%)	**2.7%**	-2.3%		1.5%		2.0%		2.8%	

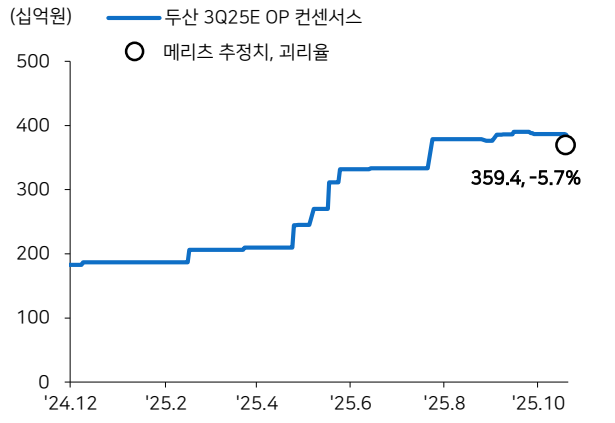
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**20,051.1**	18,132.9	10.6%	20056.2	0.0%	19,853.7	1.0%
영업이익	**1,542.1**	901.9	71.0%	1549.2	-0.5%	1,454.4	6.0%
세전이익	**1,206.6**	491.1	145.7%	1213.8	-0.6%	1,087.1	11.0%
지배주주 순이익	**498.6**	-226.2	nm	502.6	-0.8%	246.6	102.2%
영업이익률(%)	**7.7%**	5.0%		7.7%		7.3%	
세전이익률(%)	**6.0%**	2.7%		6.1%		5.5%	
순이익률(%)	**2.5%**	-1.2%		2.5%		1.2%	

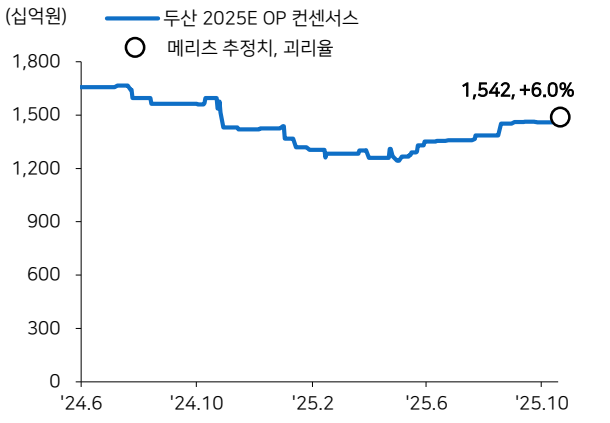
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25E 영업이익, 컨센서스 5.7% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 6.0% 상회 전망



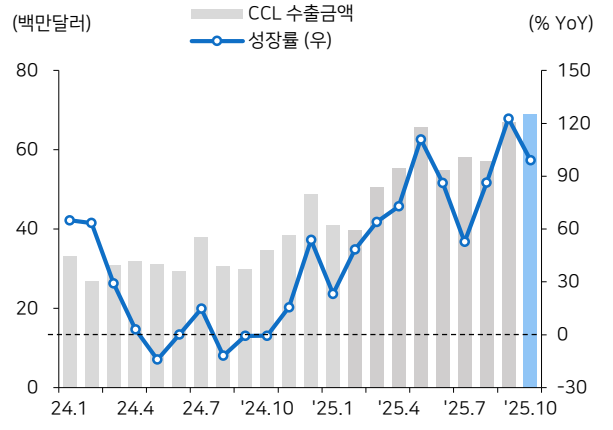
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

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**	**4,760.1**	**5,645.9**	**18,132.9**	**20,051.1**	**22,499.8**
(%, QoQ)	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	24.4%	-11.0%	18.6%			
(%, YoY)	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	16.4%	22.7%	8.6%	-5.2%	10.6%	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	**186.5**	**235.2**	**249.6**	**335.9**	**402.9**	**476.2**	**478.1**	**507.2**	**1,007.2**	**1,863.0**	**2,209.7**
반도체	56.0	70.6	57.4	37.6	60.4	81.0	90.8	91.3	221.6	323.5	412.9
모바일	37.3	47.0	42.4	54.6	45.1	52.4	52.6	50.7	181.3	200.8	229.4
네트워크	37.3	54.1	74.9	166.1	219.6	252.4	243.8	294.2	332.4	1010.0	1457.4
로우엔드	56.0	63.5	74.9	77.5	77.8	90.5	90.8	71.0	271.9	330.1	194.3
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**	**359.4**	**626.5**	**901.9**	**1,542.1**	**2,457.2**
(%, QoQ)	-7.6%	36.9%	-67.3%	89.6%	-5.0%	80.3%	0.5%	74.3%			
(%, YoY)	-27.2%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-19.3%	6.3%	226.2%	199.8%	-37.2%	71.0%	59.3%
두산 자체	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	142.1	135.6	156.3	141.2	555.2	745.9
전자BG	**16.8**	**31.3**	**29.7**	**44.8**	**116.1**	**136.2**	**130.3**	**152.8**	**122.6**	**535.4**	**721.0**
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	-160.6	-51.3	-338.3	-569.1	-336.7
전자BG 영업이익률	**9.0%**	**13.3%**	**11.9%**	**13.3%**	**28.8%**	**28.6%**	**27.3%**	**30.1%**	**12.2%**	**28.7%**	**31.4%**

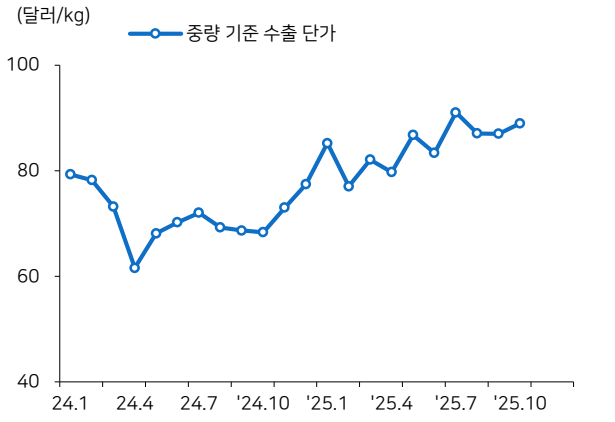
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 CCL 수출금액 추이 (역대 최고 금액 재차 갱신)



자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중량 기준 CCL 수출 단가 추이



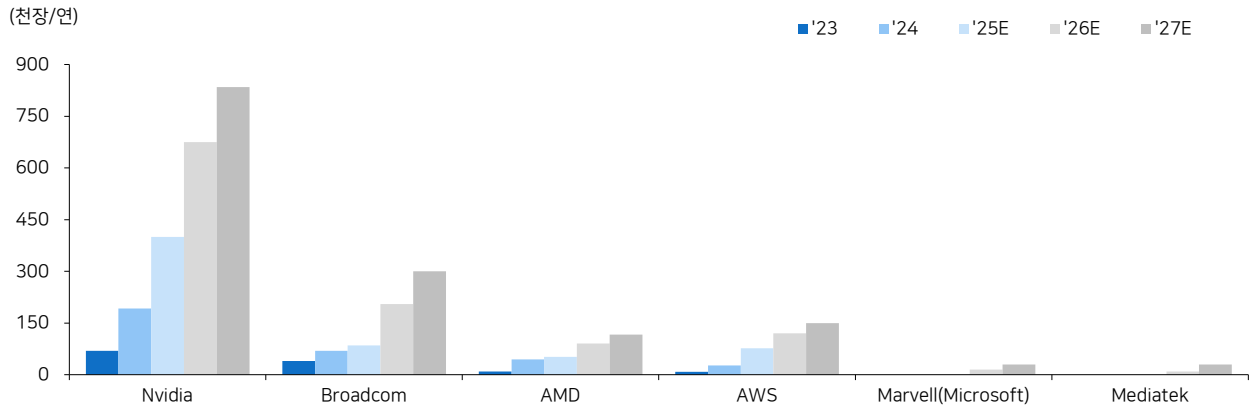
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

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	

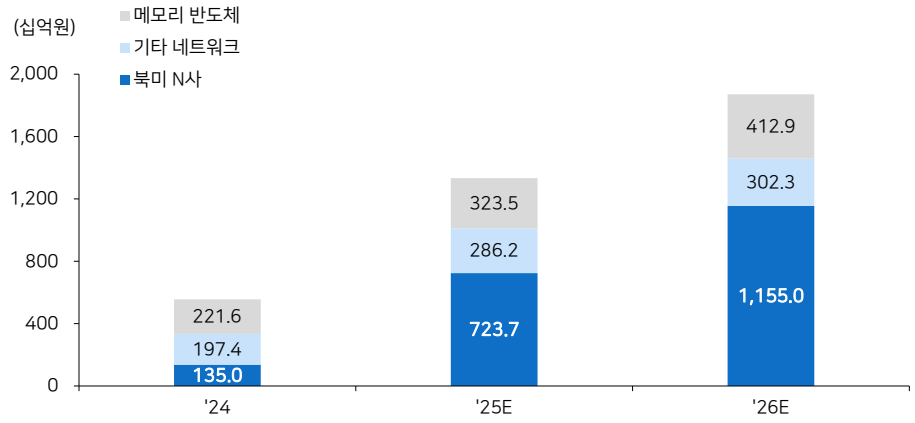
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 CoWoS Capa 고객사 기준 비중 추이



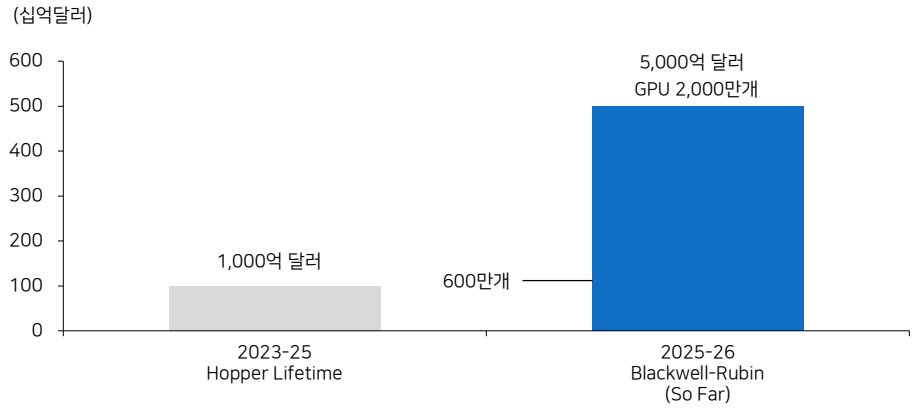
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 두산 전자BG 반도체 · 네트워크 매출액 추이 및 전망



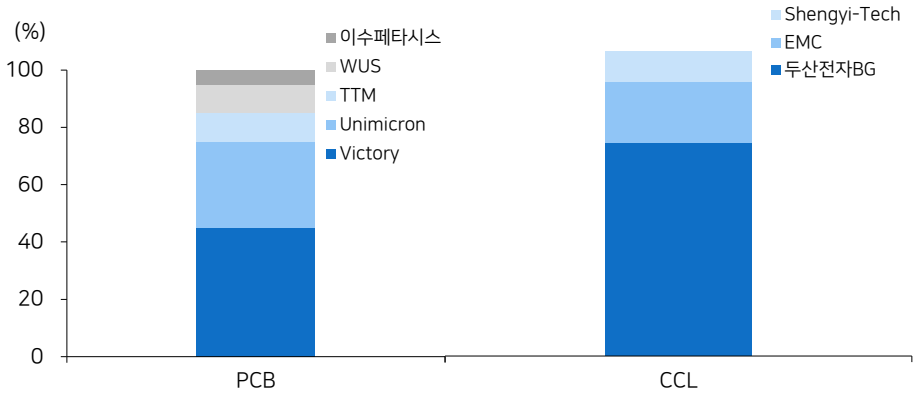
주: TSMC CoWoS Capa 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 GTC 2025, Washington D.C. 키노트 연설: GPU 판매 가이던스



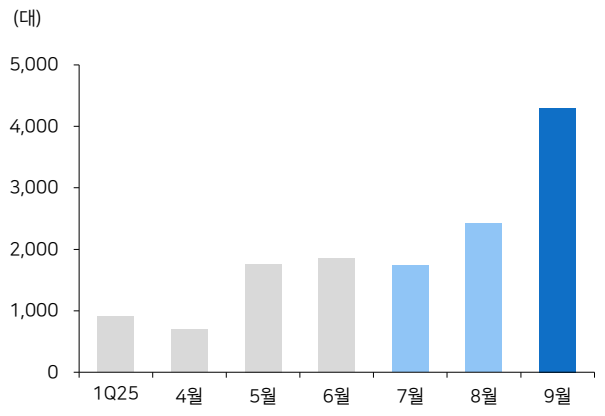
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림8 북미 N사 PCB, CCL 점유율 추정



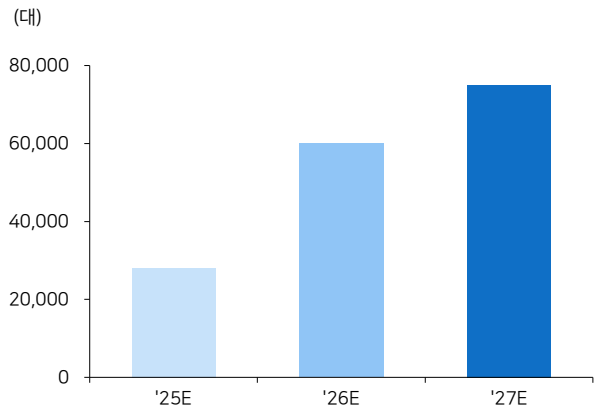
주: Computing Tray 두산 독점, EMC와 Shengyi가 Switch Tray 양분
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 Nvidia GB200/GB300 NVL 72 서버랙 생산량 추이



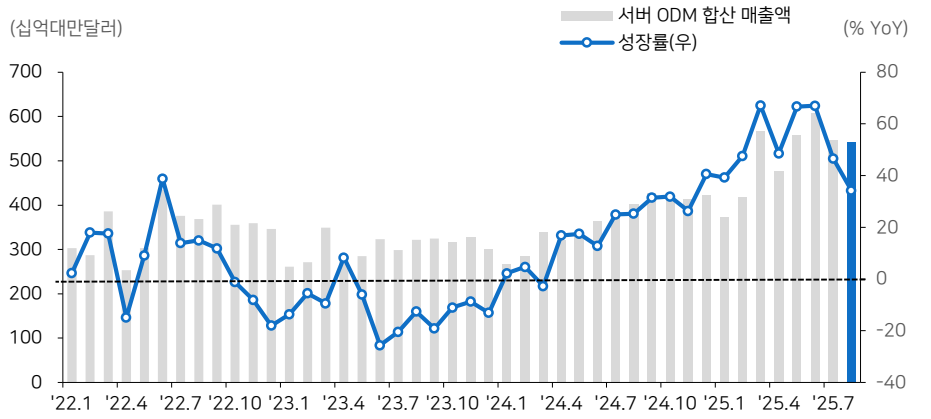
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 Nvidia GB200/GB300 NVL 72 서버랙 생산량 전망



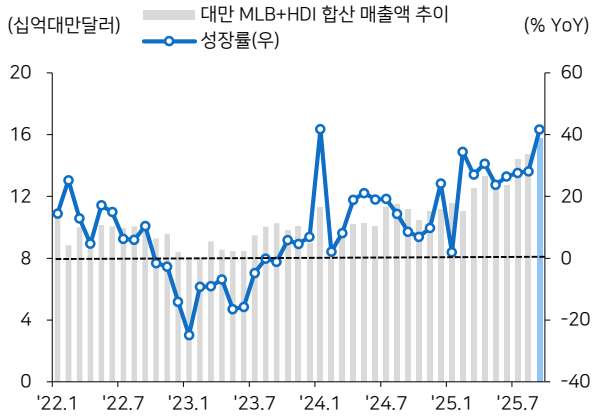
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



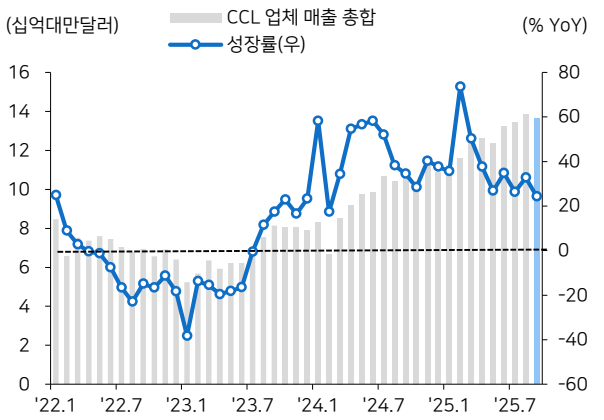
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림12 대만 MLB+ HDI 업체 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림13 대만 CCL 업체 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

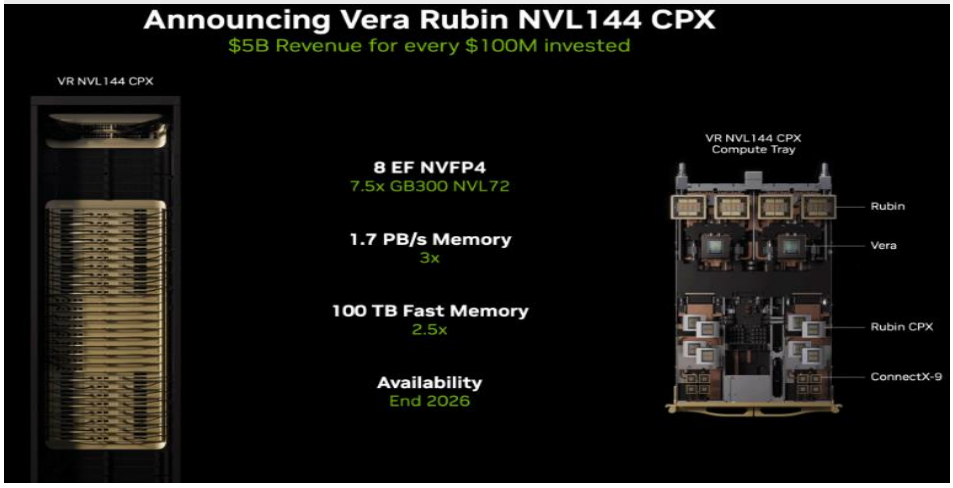
자료: 메리츠증권 리서치센터

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)

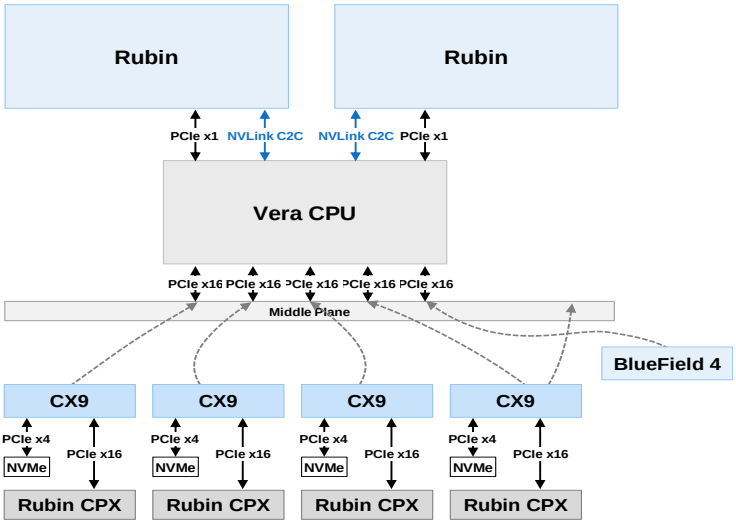
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 VR NVL144 CPX 구조



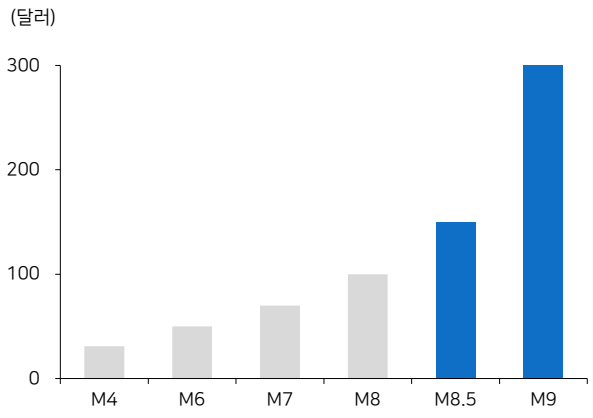
자료: Nvidia

그림15 Vera Rubin NVL144 CPX Computing Tray 구조



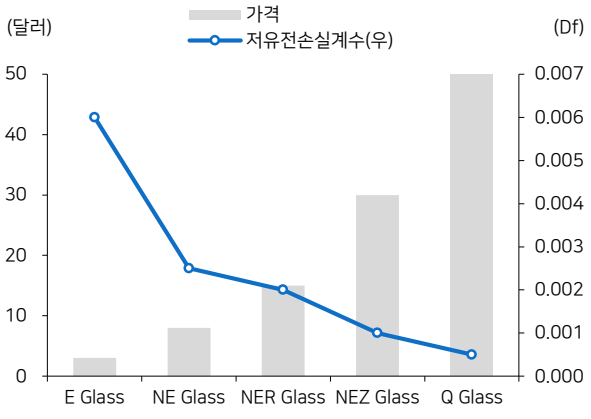
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림16 CCL 등급 기준 판가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

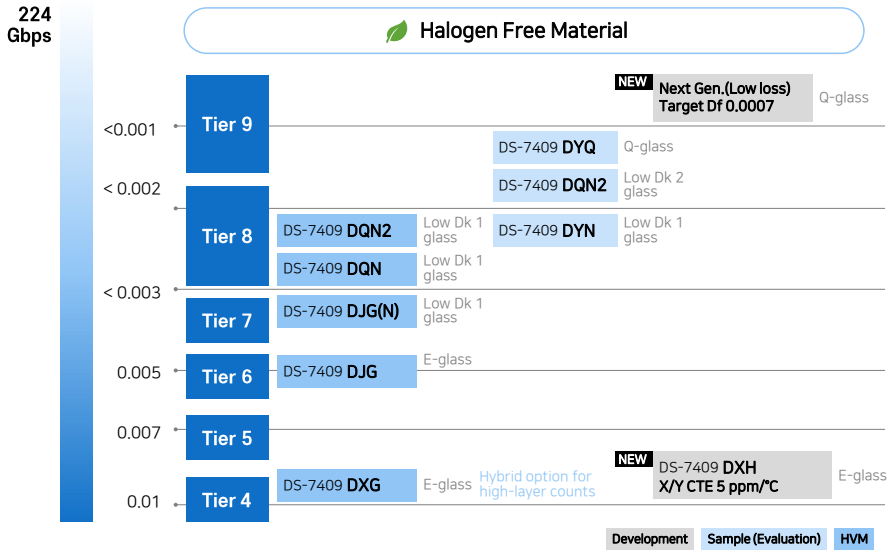
그림17 유리섬유 등급 기준 판가 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

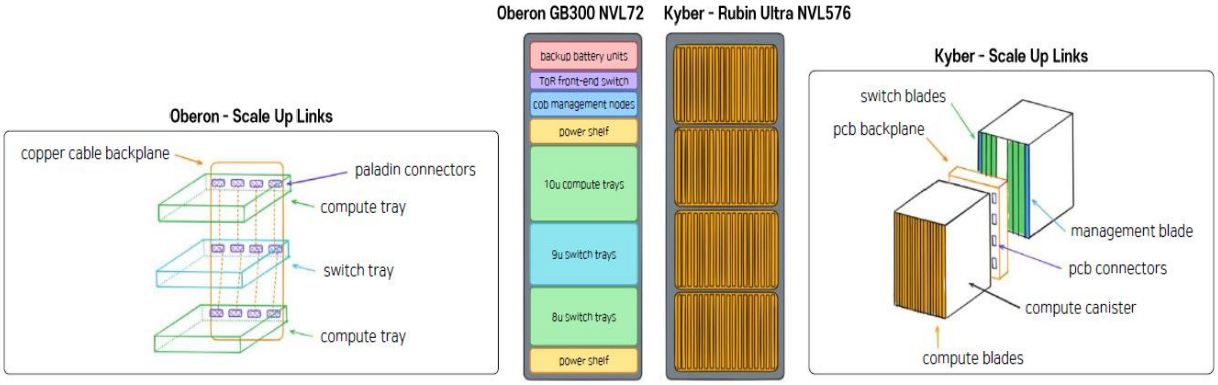
그림18 두산 전자BG 네트워크용 CCL 제품 구성

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



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 Oberon(GB200/300 NVL72) vs Kyber(Vera Rubin Ultra NVL 576 구조) 비교



자료: Semianalysis, 메리츠증권 리서치센터

그림20 NVL72 → NVL144→ NVL576

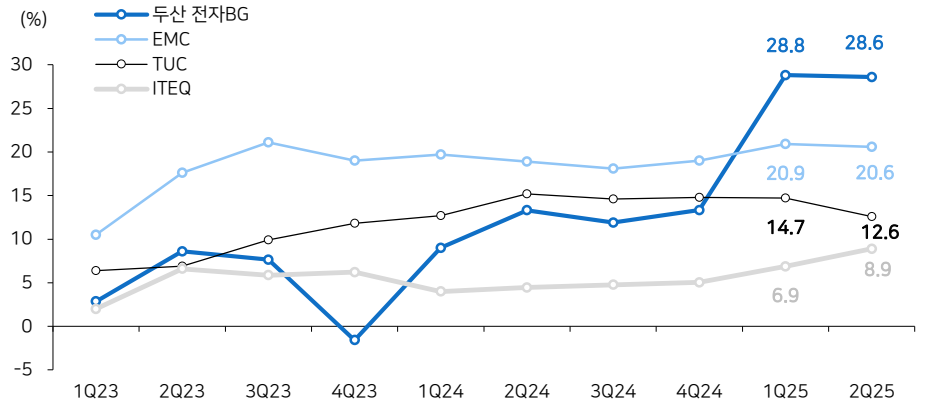
자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 두산 Valuation Table

구분		시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고
영업가치					
전자BG		598	100.0%	13,465.3	2026년 예상 PER * EMC 멀티플 22.5배 적용
지분가치					
상장 자회사	두산에너빌리티	49,588	30.4%	15,070	최근 1개월 평균 종가 기준
	오리콤	72	60.9%	44	최근 1개월 평균 종가 기준
	두산로보틱스	4,601	68.2%	3,138	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				**3,763**	**80% 할인 적용**
합계 (a)				17,228	
순차입금 (b)				1,314	2Q25말 기준 두산(별도) 순차입금
적정시가총액(십억원)				**15,914**	
유통주식수 (주)				13,522,969	발행주식수(1,652만주) - 자사주(296만주)
적정 주가 (fair value, 원)				**1,176,835**	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)				1,180,000	
현재 주가 (원)				949,000	10/31 기준 종가
괴리율(%)				24.3	

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림21 두산 전자BG vs 대만 CCL 경쟁사 영업이익률 비교



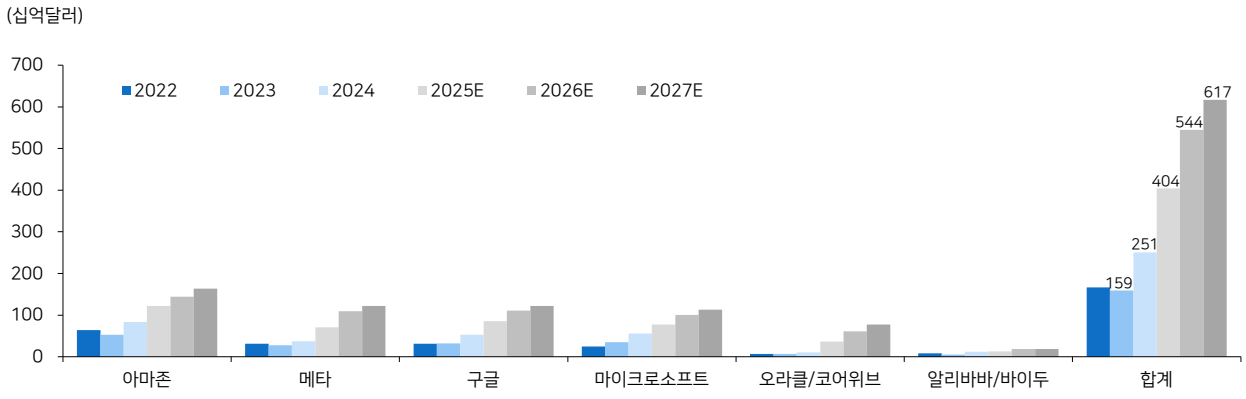
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

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	13,349	50.3	37.7	3.9	3.6	19.0	33.2	7.9	9.8	2,695	3,106	397	518	15.5	12.4
	Kinsus	2,028	37.1	19.4	1.9	1.7	3,404.1	90.8	4.8	8.3	1,272	1,490	93	161	8.2	6.9
	Nanya PCB	6,106	119.7	36.6	4.1	3.9	693.0	226.6	3.5	10.5	1,290	1,605	65	182	22.7	14.4
	Toppan	7,223	14.2	11.1	0.7	0.7	-9.3	27.7	5.9	6.8	12,312	13,088	645	817	6.8	5.9
MLB	이수페타시스	5,866	52.4	38.4	13.0	9.9	80.8	36.6	32.1	29.6	1,048	1,320	191	265	37.6	26.7
	대덕전자	1,316	57.8	22.6	2.2	2.0	35.2	154.9	3.7	9.2	1,018	1,219	31	95	12.9	8.9
	Unimicron	8,135	47.8	18.7	2.6	2.4	6.8	155.9	5.3	12.9	4,310	5,083	241	538	10.4	7.6
	Victory Giant	36,256	50.2	30.6	18.2	12.1	346.5	64.1	38.7	40.0	2,831	4,222	811	1,335	39.2	24.7
	WUS(Kunshan)	19,207	36.8	27.4	9.5	7.5	44.9	34.2	26.3	28.2	2,528	3,251	599	809	28.9	21.4
	Shennan Circuits	20,106	45.8	35.4	7.6	6.5	68.3	29.3	18.6	21.0	3,152	3,832	461	620	32.7	26.3
	Gold Circuit	7,447	25.7	17.8	8.7	7.0	63.7	44.2	37.0	40.2	1,937	2,467	444	623	15.6	11.4
	TTM Tech	6,403	25.4	21.7	3.9	3.7	343.3	17.1	n.a	n.a	2,819	3,151	334	392	15.3	14.0
	First-Hi Tech	1,066	28.8	17.2	9.7	12.7	264.2	67.3	n.a	n.a	321	455	50	79	n.a	n.a
CCL	EMC	15,592	31.8	22.5	11.2	9.2	60.7	41.4	37.6	41.5	3,073	3,892	636	891	22.8	16.8
	TUC	3,464	31.9	20.6	7.4	6.7	31.7	54.8	22.7	31.4	955	1,202	145	222	21.3	14.2
	ITEQ	1,381	24.0	16.9	2.1	2.0	126.0	42.1	8.6	11.7	1,117	1,273	95	131	9.9	7.8
	Shengyi Tech	22,002	48.8	35.9	9.3	8.1	81.0	36.0	19.6	23.5	3,789	4,744	553	761	32.5	26.5
소재/부품	Ajinomoto	28,515	33.9	30.4	5.9	6.0	84.7	11.3	17.1	17.8	10,455	11,051	1,257	1,352	17.4	15.8
	Nitto Boseki	2,140	23.5	19.9	2.3	2.1	5.3	17.9	10.5	11.6	789	862	121	145	12.8	10.5
	Union Tool	1,053	23.4	18.1	1.9	1.8	16.9	20.3	n.a	n.a	258	293	54	65	12.7	10.8
	Topoint	548	48.2	n.a	3.4	3.5	79.4	80.2	6.4	13.2	137	179	17	29	15.9	11.3
	Mitsui Mining	5,867	43.9	21.9	2.6	2.4	-68.3	100.1	6.1	11.4	4,370	4,283	330	406	12.5	10.6
	Co-Tech	1,927	56.7	24.6	8.1	6.5	21.4	174.6	14.5	30.7	260	322	46	119	n.a	n.a

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

그림22 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**	**20,051.2**	**22,499.8**	**24,199.5**
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	10.6	12.2	7.6
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,345.0	17,786.5	19,726.6
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,706.1	4,713.3	4,472.9
판매관리비	1,808.8	1,958.4	2,164.0	2,256.0	2,433.5
영업이익	**1,436.3**	**1,003.8**	**1,542.1**	**2,457.2**	**2,039.4**
영업이익률(%)	7.5	5.0	7.7	10.9	8.4
금융손익	-400.6	-216.1	-184.0	-42.8	92.8
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	1,206.6	1,974.5	2,052.2
법인세비용	178.9	290.7	433.6	493.6	513.1
당기순이익	**272.1**	**302.2**	**772.9**	**1,480.8**	**1,539.1**
지배주주지분 순이익	-388.3	-226.2	498.6	1,110.6	1,154.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**1,908.7**	**307.8**	**-12.4**	**2,205.2**	**2,288.2**
당기순이익(손실)	272.1	302.2	772.9	1,480.8	1,539.1
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	-4.8	-4.0
투자활동 현금흐름	**-1,106.3**	**-994.8**	**-850.2**	**-1,038.3**	**-973.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-557.2	-796.9	-796.9
투자자산의감소(증가)	-26.6	-143.2	-113.3	-111.3	-92.8
재무활동 현금흐름	**636.3**	**573.9**	**1,244.2**	**-91.5**	**1.8**
차입금의 증감	184.7	1,406.3	1,211.2	-59.7	33.6
자본의 증가	276.5	47.2	6.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,465.0	164.9	273.4	1,075.4	1,316.8
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,977.5	5,052.9
기말현금	3,539.2	3,704.1	3,977.5	5,052.9	6,369.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	13,738.5	16,287.6	18,833.3
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,977.5	5,052.9	6,369.7
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,227.8	2,564.2	2,844.7
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,315.1	3,815.6	4,232.9
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,287.3	18,496.3	18,633.0
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	1,408.7	1,520.0	1,612.7
자산총계	**28,286.8**	**30,143.1**	**32,025.8**	**34,784.0**	**37,466.2**
유동부채	11,438.9	11,024.2	12,189.7	13,246.1	14,127.0
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,709.1	3,118.2	3,459.2
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	7,431.8	7,684.5	7,978.6
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**	**19,621.5**	**20,930.7**	**22,105.6**
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	382.0	1,460.8	2,583.4
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,472.9	10,843.1	11,227.9
자본총계	**11,206.7**	**11,889.5**	**12,404.3**	**13,853.3**	**15,360.6**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,213,469	1,361,655	1,464,521
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	29,642	66,683	69,329
CFPS	140,780	127,486	142,812	184,077	187,962
EBITDAPS	129,547	107,177	138,279	192,837	168,995
BPS	75,846	69,123	90,195	140,575	192,997
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	32.0	14.2	13.7
PCR	0.7	2.0	6.6	5.2	5.0
PSR	0.1	0.2	0.8	0.7	0.6
PBR	1.2	3.7	10.5	6.8	4.9
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	2,284.9	3,186.4	2,792.4
EV/EBITDA	7.2	11.5	15.1	10.6	11.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	29.2	45.0	32.3
EBITDA 이익률	11.2	9.8	11.4	14.2	11.5
부채비율	152.4	153.5	158.2	151.1	143.9
금융비용부담률	2.4	2.7	2.4	2.2	2.0
이자보상배율(x)	3.1	2.0	3.2	5.0	4.2
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 (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)	

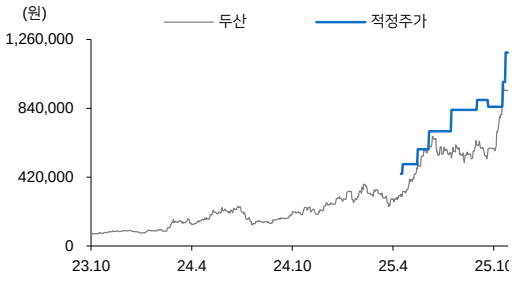
투자의견 비율

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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이