

(000150)

두산

IT/전기전자 이주형

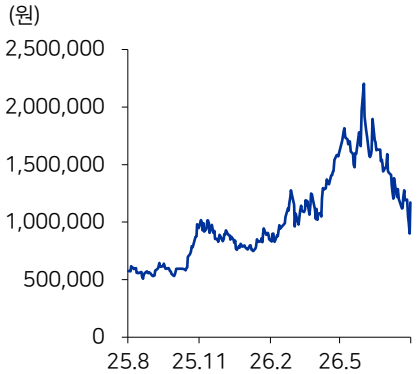
6190/jhlee2207@eugenefn.com

Good Deal, 아니 Great Deal

투자의견  
목표주가  
현재주가

BUY(유지)  
2,680,000 원(상향)  
1,170,000 원(7/31)

- “ 지난주 금요일, 두산은 SK가 보유한 SK실트론 지분 70.6%를 2.3조원에 인수하는 주식매매계약의 체결을 발표. 두산에 따르면, SK실트론은 추후 상장 없이 두산의 핵심 수익 기반으로 육성될 예정이며, 2031년까지 3조원의 매출 목표를 제시함
- “ 금번 인수에 따른 추가 자금 조달 부담은 매우 제한적일 것으로 판단. 2Q26말 두산 별도법인의 현금성 자산은 1.68조원이며, 잔여 대출 한도 0.4조원을 보유하고 있음. 이에 더해 지난 5월 보도를 통해 알려진 산업은행 주선 2.5조원의 인수금융을 활용할 경우, 1조원의 추가 인수 자금과 1.5조원의 SK실트론 차입금 상환 재원을 확보할 수 있을 전망. 대규모 M&A임에도 불구하고 유상증자 등 기존 주주가치 희석 가능성은 매우 낮다고 판단
- “ 최태원 회장이 보유한 SK실트론 잔여 지분 29.4%에 대해서도 가격과 인수 시기를 협상 중인 것으로 파악됨. 금번 거래와 동일한 밸류에이션으로 잔여 지분을 인수한다고 가정하면 SK실트론의 전체 에퀴티 밸류는 약 3.3조원 수준을 예상
- “ 딜로이트 안진의 외부평가에 따르면 SK실트론의 2026년과 2027년 매출액은 각각 2.15조원, 2.36조원으로 전년비 4.5%, 9.8%의 성장이 예상됨. EBITDA 마진은 2025년 22%에서 2026년 30%, 2027년 31%로 크게 개선될 전망. 글로벌 실리콘 웨이퍼 산업의 업황 역시 우호적. SEMI Market Intelligence는 글로벌 실리콘 웨이퍼 출하면적이 2025년 128억 MSI에서 2028년 155억MSI까지 확대될 것으로 전망하고 있음
- “ SK실트론의 글로벌 피어 업체인 Siltronic, GlobalWafers, SUMCO의 2027년 예상 EV/EBITDA 평균은 12.6배 수준. 반면 최태원 회장의 잔여 지분 29.4%까지 금번 거래와 동일한 밸류에이션으로 인수한다고 가정하면, 두산의 SK실트론 인수 밸류에이션은 2027년 EV/EBITDA 약 8배에 불과. 글로벌 피어 업체들의 주가가 연초 이후 평균 122% 상승했음을 감안하면, 당초 시장에서 우려했던 인수 가격 상향 없이 매우 매력적인 가격에 확보한 Good Deal로 평가할 수 있음
- “ 공시에 따르면 SK실트론의 양수도 절차는 내년 1분기말까지 완료될 예정. 이에 따라 2027년 2분기부터 SK실트론 실적이 두산 자체사업에 반영되는 시나리오를 전제로 실적 추정치를 상향 조정. 두산 전자BG는 EV/EBITDA 15.6배를, SK실트론은 13.9배를 적용하여 두산의 목표주가를 기존 258만 원에서 268만원으로 상향 조정



|              |             |
|--------------|-------------|
| 시가총액(십억원)    | 18,947      |
| 발행주식수(천주)    | 16,194      |
| 52 주 최고      | 2,489,000 원 |
| 최저           | 468,000 원   |
| 52 주 일단 Beta | 1.18        |
| 60 일 평균 거래대금 | 1,544 억원    |
| 외국인 지분율      | 20.8%       |
| 배당수익률(26E)   | 0.3%        |
| 주주구성         |             |
| 박정원          | 41.1%       |
| 자사주          | 16.0%       |

| 주가상승률(%)  | 1M        | 6M        | 12M  |
|-----------|-----------|-----------|------|
|           | -21.3     | 37.5      | 94.7 |
| (원, 십억원)  | 현재        | 직전        | 변동   |
| 투자의견      | Buy       | Buy       | -    |
| 목표주가      | 2,680,000 | 2,580,000 | ▲    |
| 영업이익(26E) | 1,830     | 1,830     | -    |
| 영업이익(27E) | 2,817     | 2,555     | ▲    |

| 12월 결산(십억원)  | 2024A   | 2025A  | 2026E  |
|--------------|---------|--------|--------|
| 매출액          | 18,133  | 19,784 | 21,796 |
| 영업이익         | 1,004   | 1,063  | 1,830  |
| 세전손익         | 593     | 490    | 1,036  |
| 당기순이익        | 302     | 250    | 785    |
| EPS(원)       | -13,687 | 4,404  | 27,410 |
| 증감률(%)       | na      | 흑전     | 522.3  |
| PER(배)       | na      | 177.3  | 42.7   |
| ROE(%)       | -14.6   | 5.0    | 20.1   |
| PBR(배)       | 3.7     | 1.06   | 8.4    |
| EV/EBITDA(배) | 5.6     | 10.6   | 9.6    |

도표 1. 두산 목표주가 산정

|                  | 이익, 시가총액,<br>장부가액 (십억원) | 적용 멀티플(배),<br>지분율(%) | NAV<br>(십억원) | 비고                    |              |
|------------------|-------------------------|----------------------|--------------|-----------------------|--------------|
| 영업가치             |                         |                      |              |                       |              |
| 전자 BG            | 1,278                   | 15.56                | 19,889       | 경쟁사 27F EV/EBITDA 평균  |              |
| 실트론              | 729                     | 13.88                | 10,116       | * 10% 할증              |              |
| DDI              | 2                       | 3                    | 7            |                       |              |
| 두타몰              | 11                      | 3                    | 32           | 27F 순이익               |              |
| (A): 영업가치 합계     |                         |                      | 30,044       |                       |              |
|                  |                         |                      |              |                       |              |
| 상장사              | 두산에너지빌리티                | 45,967               | 30.7%        | 14,103                | 20 일 평균 시가총액 |
|                  | 두산로보틱스                  | 4,429                | 50.1%        | 2,217                 |              |
|                  | 오리콤                     | 57                   | 61.9%        | 35                    |              |
| 비상장사             | 두산모빌리티이노베이션             | 72                   | 86.1%        | 62                    | 장부가액 적용      |
|                  | 두산로지스틱스솔루션              | 25                   | 100.0%       | 25                    |              |
|                  | 두산포트폴리오홀딩스              | 281                  | 100.0%       | 281                   |              |
|                  |                         |                      | 5,017        | 80% 할인 적용             |              |
| (C): 순차입금        | -12                     |                      |              | 2Q26 별도 재무제표 기준       |              |
| (D): 우선주가치       | 1,756                   |                      |              | 7/31 종가 기준            |              |
| 보통주 적정 시가총액      | 36,317                  |                      |              | (A) + (B) - (C) - (D) |              |
| 보통주 총 발행주식 수(만주) | 1,356                   |                      |              | 발행주 - 자사주(263 만주)     |              |
| 적정주가(원)          | 2,677,743               |                      |              |                       |              |
| 목표주가(원)          | 2,680,000               |                      |              |                       |              |
| 현재주가(원)          | 1,170,000               |                      |              |                       |              |
| 상승여력             | 129.1%                  |                      |              |                       |              |

자료: 유진투자증권

도표 2. 두산 전자 BG EV/EBITDA 추정

| 구분               | (십억원, 배)      | 비고                    |
|------------------|---------------|-----------------------|
| (A): 시가총액        | 18,947        |                       |
| (B): 지분가치 합계     | 5,017         | 7/31 종가 기준            |
| (C): 우선주 가치      | 1,756         |                       |
| (D): 순차입금        | -12           | 2Q26 별도 재무제표 기준       |
| <b>전자BG 기업가치</b> | <b>12,161</b> | (A) - (B) - (C) + (D) |
| EBITDA           | 1,278         | 27F 추정치               |
| <b>EV/EBITDA</b> | <b>9.5</b>    |                       |

자료: 유진투자증권

도표 3. 대만 경쟁사 EV/EBITDA

| (십억 TWD, 배)  | TUC   | ITEQ        | EMC     | 비고            |
|--------------|-------|-------------|---------|---------------|
| 시가총액         | 320.5 | 95.6        | 1,700.2 | 7/31 종가 기준    |
| 총차입금         | 42.8  | 22.1        | 128.7   | 2Q26 말 기준     |
| 현금성자산        | 8.5   | 4.5         | 44.7    |               |
| EV           | 354.9 | 113.2       | 1,784.3 |               |
| EBITDA       | 28.3  | 9.0         | 102.7   | 27F 블룸버그 컨센서스 |
| EV/EBITDA    | 12.5  | 12.5        | 17.4    |               |
| <b>3사 평균</b> |       | <b>14.1</b> |         |               |

자료: 블룸버그, 유진투자증권

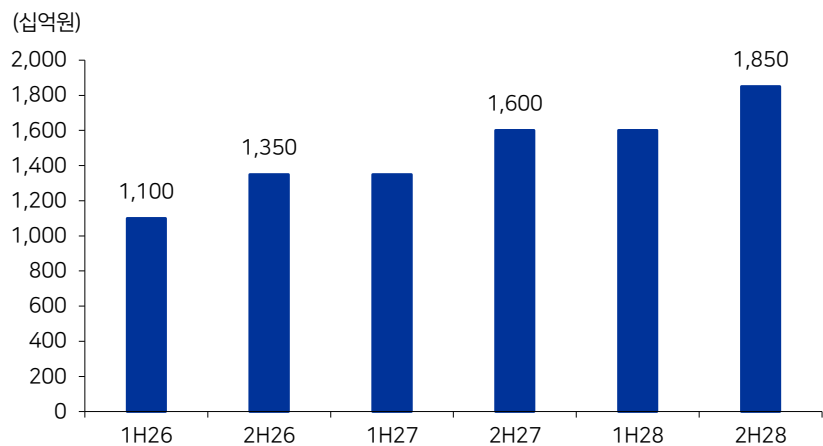
도표 4. 두산 전자BG 세부 실적 추정

| (십억원)         | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25   | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26  | 3Q26E | 4Q26E | 2025    | 2026E   | 2027E   |
|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액           | 402.9 | 476.2 | 439.9  | 556.7 | 617.3 | 675.9 | 744.7 | 786.8 | 1,875.7 | 2,824.7 | 3,572.1 |
| YoY           | 116%  | 102%  | 76%    | 66%   | 53%   | 42%   | 69%   | 41%   | 86%     | 51%     | 26%     |
| QoQ           | 20%   | 18%   | -7.6%  | 27%   | 11%   | 9%    | 10%   | 6%    |         |         |         |
| 영업이익          | 116.1 | 136.2 | 103.9  | 128.7 | 185.6 | 201.3 | 228.8 | 242.0 | 484.9   | 857.8   | 1,102.3 |
| OPM           | 28.8% | 28.6% | 23.6%  | 23.1% | 30.1% | 29.8% | 30.7% | 30.8% | 25.9%   | 30.4%   | 30.9%   |
| YoY           | 591%  | 335%  | 250%   | 187%  | 60%   | 48%   | 120%  | 88%   | 296%    | 77%     | 29%     |
| QoQ           | 159%  | 17%   | -23.7% | 24%   | 44%   | 8%    | 14%   | 6%    |         |         |         |
| 감가상각비         | 9.0   | 8.7   | 9.3    | 9.5   | 13.3  | 13.3  | 13.3  | 29.3  | 36.5    | 69.1    | 175.7   |
| EBITDA        | 125.1 | 144.9 | 113.2  | 138.2 | 198.9 | 214.6 | 242.1 | 271.3 | 521.4   | 926.8   | 1,278.0 |
| EBITDA Margin | 31.0% | 30.4% | 25.7%  | 24.8% | 32.2% | 31.7% | 32.5% | 34.5% | 27.8%   | 32.8%   | 35.8%   |
| NWB           | 161.2 | 181.0 | 127.6  | 211.5 | 227.9 | 371.8 | 455.3 | 485.9 | 681.3   | 1,541.0 | 2,244.9 |
| 비중            | 40%   | 38%   | 29%    | 38%   | 37%   | 55%   | 61%   | 62%   | 36%     | 55%     | 63%     |
| YoY           |       |       |        |       | 41%   | 105%  | 257%  | 130%  |         | 126%    | 46%     |
| PKG, FCCL 등   | 241.7 | 295.2 | 312.3  | 345.2 | 389.4 | 304.1 | 289.4 | 300.9 | 1,194.4 | 1,283.7 | 1,327.2 |
| 비중            | 60%   | 62%   | 71%    | 62%   | 63%   | 45%   | 39%   | 38%   | 64%     | 45%     | 37%     |
| YoY           |       |       |        |       | 61%   | 3%    | -7%   | -13%  | 19%     | 7%      | 3%      |

자료: 유진투자증권

주: 전자BG 해외법인 실적 포함

도표 5. 두산 전자BG 연간 NWB CCL 캐파 전망



자료: 두산, 유진투자증권

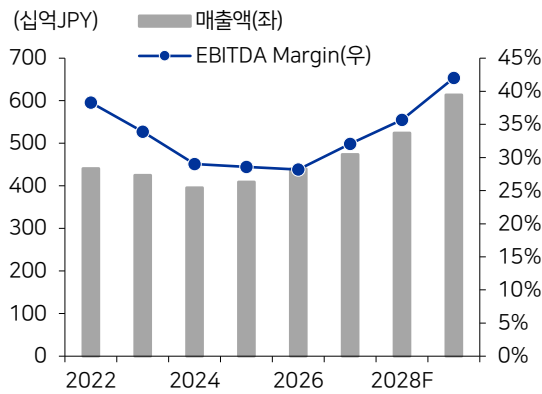
주: 매출액 기준

도표 6. 두산 연결기준 세부 실적 추이

| (십억원)          | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25          | 1Q26         | 2Q26          | 3Q26E         | 4Q26E        | 2025          | 2026E         | 2027E         |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>     | <b>4,299</b> | <b>5,346</b> | <b>4,452</b> | <b>5,687</b>  | <b>5,060</b> | <b>5,586</b>  | <b>5,181</b>  | <b>5,968</b> | <b>19,688</b> | <b>21,796</b> | <b>27,792</b> |
| YoY            | -4%          | 16%          | 15%          | 9%            | 18%          | 4%            | 16%           | 5%           | 9%            | 11%           | 28%           |
| QoQ            | -17%         | 24%          | -17%         | 28%           | -11%         | 10%           | -7%           | 15%          |               |               |               |
| 자체사업           | 485          | 559          | 524          | 653           | 702          | 765           | 829           | 883          | 2,221         | 3,180         | 6,288         |
| 두산에너지빌리티       | 3,749        | 4,569        | 3,880        | 4,860         | 4,261        | 4,725         | 4,251         | 4,906        | 17,058        | 18,143        | 21,014        |
| 두산로보틱스         | 5            | 5            | 10           | 13            | 15           | 18            | 10            | 12           | 44            | 55            | 44            |
| 오리콤            | 46           | 63           | 56           | 62            | 45           | 50            | 59            | 60           | 215           | 214           | 221           |
| 기타조정           | 14           | 151          | -18          | 98            | 37           | 28            | 32            | 106          | 151           | 204           | 224           |
| <b>매출비중</b>    |              |              |              |               |              |               |               |              |               |               |               |
| 자체사업           | 11%          | 10%          | 12%          | 11%           | 14%          | 14%           | 16%           | 15%          | 11%           | 15%           | 23%           |
| 두산에너지빌리티       | 87%          | 85%          | 87%          | 85%           | 84%          | 85%           | 82%           | 82%          | 87%           | 83%           | 76%           |
| 두산로보틱스         | 0%           | 0%           | 0%           | 0%            | 0%           | 0%            | 0%            | 0%           | 0%            | 0%            | 0%            |
| 오리콤            | 1%           | 1%           | 1%           | 1%            | 1%           | 1%            | 1%            | 1%           | 1%            | 1%            | 1%            |
| 기타조정           | 0%           | 3%           | 0%           | 2%            | 1%           | 1%            | 1%            | 2%           | 1%            | 1%            | 1%            |
| <b>영업이익</b>    | <b>198</b>   | <b>358</b>   | <b>231</b>   | <b>275</b>    | <b>341</b>   | <b>488</b>    | <b>464</b>    | <b>536</b>   | <b>1,063</b>  | <b>1,829</b>  | <b>2,817</b>  |
| YoY            | -43%         | 6%           | 110%         | 32%           | 72%          | 37%           | 101%          | 95%          | 6%            | 72%           | 54%           |
| QoQ            | -5%          | 80%          | -35%         | 19%           | 24%          | 43%           | -5%           | 15%          |               |               |               |
| 자체사업           | 121          | 142          | 109          | 132           | 188          | 212           | 234           | 245          | 504           | 879           | 1,386         |
| 두산에너지빌리티       | 142          | 271          | 137          | 212           | 234          | 314           | 258           | 360          | 763           | 1,166         | 1,641         |
| 두산로보틱스         | -12          | -16          | -15          | -16           | -16          | -14           | -12           | -17          | -59           | -60           | -60           |
| 오리콤            | -1           | 4            | 1            | 5             | -1           | 2             | 2             | 6            | 9             | 8             | 8             |
| 기타조정           | -52          | -44          | 0            | -57           | -63          | -25           | -16           | -58          | -153          | -163          | -158          |
| <b>영업이익률</b>   | <b>4.6%</b>  | <b>6.7%</b>  | <b>5.2%</b>  | <b>4.8%</b>   | <b>6.7%</b>  | <b>8.7%</b>   | <b>9.0%</b>   | <b>9.0%</b>  | <b>5.4%</b>   | <b>8.4%</b>   | <b>10.1%</b>  |
| 영업외손익          | -93          | 38           | -64          | -455          | -187         | 104           | -277          | -433         | -573          | -794          | -752          |
| 세전이익           | 106          | 396          | 168          | -179          | 154          | 592           | 187           | 103          | 490           | 1,036         | 2,065         |
| YoY            | -68%         | 30%          | 흑전           | NA            | 45%          | 50%           | 12%           | 흑전           | -17%          | 111%          | 99%           |
| QoQ            | 흑전           | 274%         | -58%         | 적전            | 흑전           | 286%          | -68%          | -45%         |               |               |               |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>24</b>    | <b>79</b>    | <b>121</b>   | <b>-148</b>   | <b>39</b>    | <b>181</b>    | <b>148</b>    | <b>49</b>    | <b>76</b>     | <b>417</b>    | <b>1,023</b>  |
| NPM            | 1%           | 1%           | 3%           | -3%           | 1%           | 3%            | 3%            | 1%           | 0%            | 2%            | 4%            |
| YoY            | 375%         | 281%         | 흑전           | NA            | 65%          | 130%          | 22%           | 흑전           | 흑전            | 450%          | 145%          |
| <b>EPS(원)</b>  | <b>1,431</b> | <b>4,756</b> | <b>7,330</b> | <b>-9,113</b> | <b>2,416</b> | <b>11,147</b> | <b>10,377</b> | <b>3,470</b> | <b>4,405</b>  | <b>27,410</b> | <b>71,833</b> |
| YoY            | 375%         | 281%         | 흑전           | NA            | 69%          | 134%          | 42%           | 흑전           | 흑전            | 522%          | 162%          |

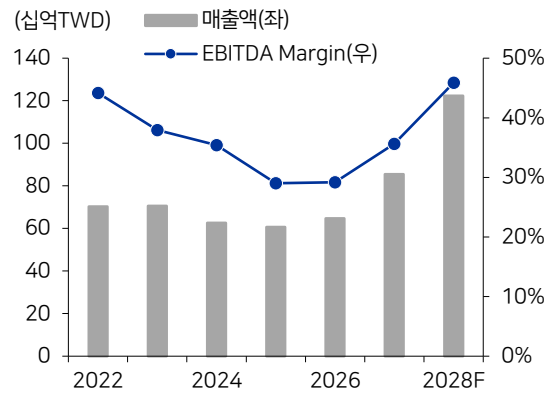
자료: 유진투자증권

도표 7. SUMCO 실적 추이



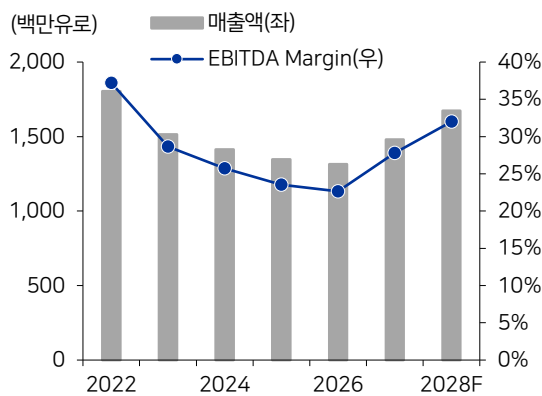
자료: 유진투자증권

도표 8. GlobalWafers 실적 추이



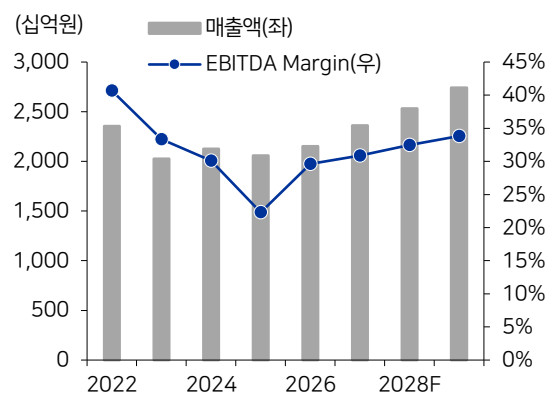
자료: 유진투자증권

도표 9. Siltronic 실적 추이



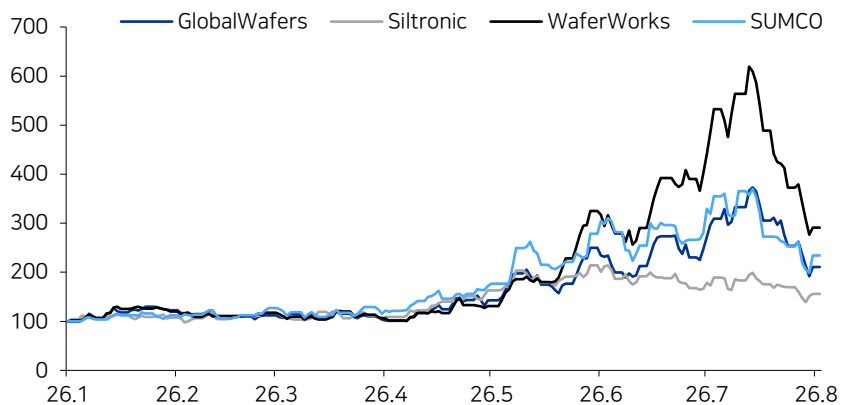
자료: 유진투자증권

도표 10. SK 실트론 실적 추이



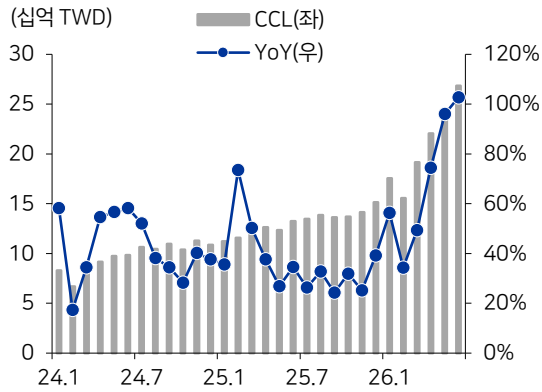
자료: 유진투자증권

도표 11. SK 실트론 Peer 업체 주가 추이



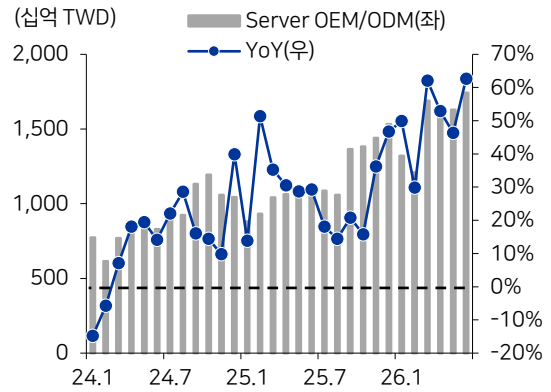
자료: Bloomberg, 유진투자증권  
주: 2025-01-01 = 100

도표 12. 대만 CCL 업체 월별 합산 매출액 추이



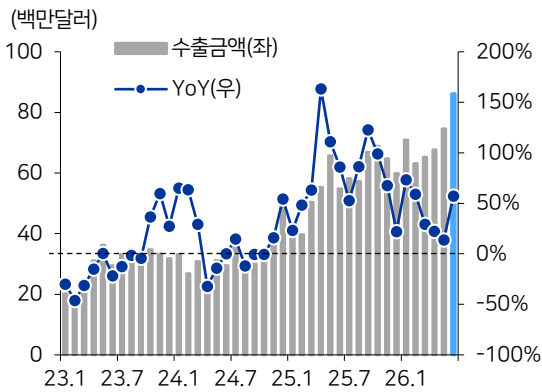
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 13. 서버 ODM 업체 월별 합산 매출액 추이



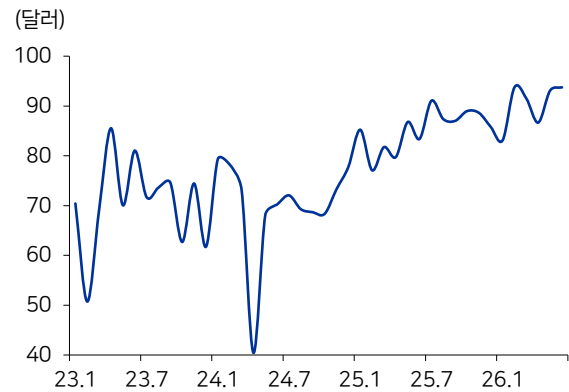
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 14. CCL 수출입 추이



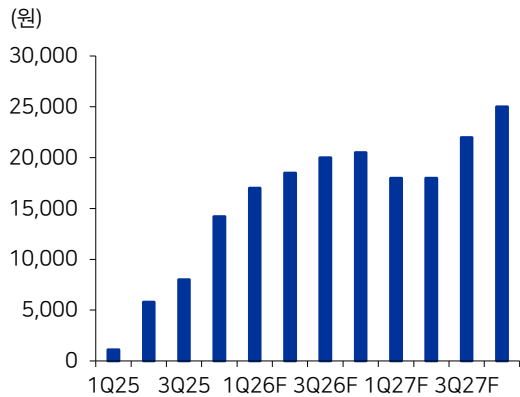
자료: KITA, 유진투자증권

도표 15. CCL 수출 단가 추이



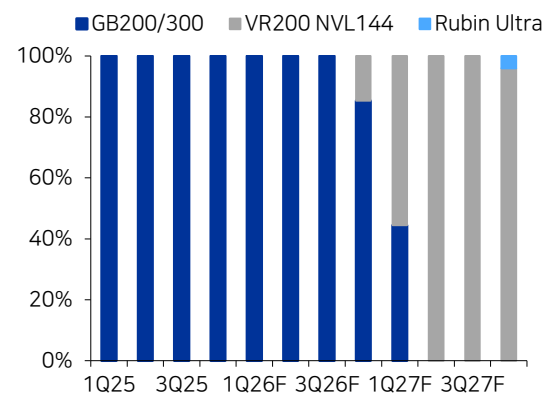
자료: KITA, 유진투자증권

도표 16. 분기별 랙서버 출하량 전망



자료: 유진투자증권

도표 17. 아키텍처별 CCL 출하 비중



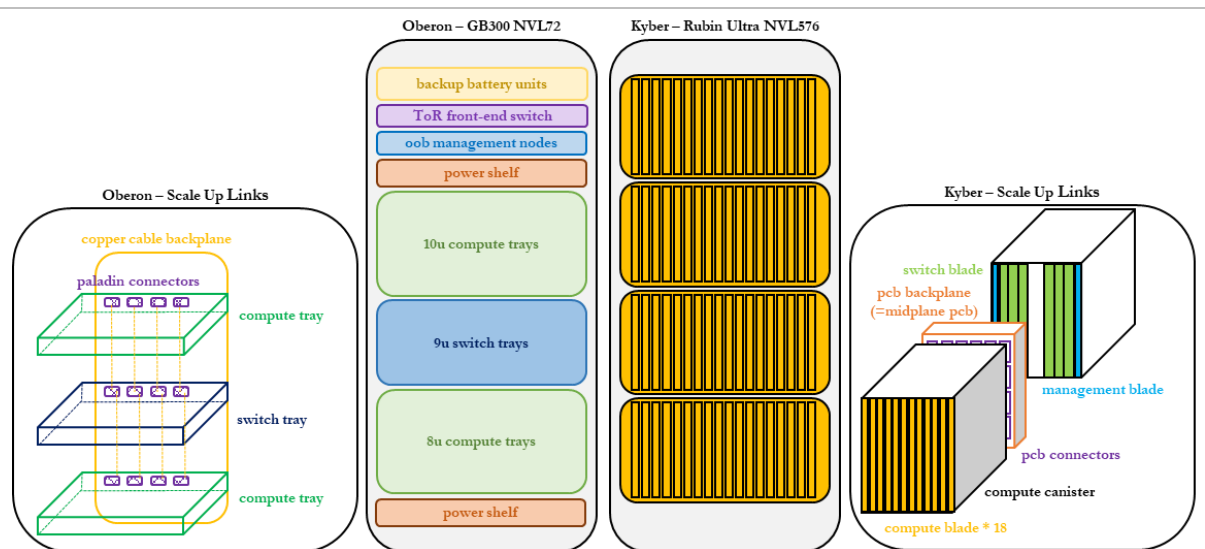
자료: 유진투자증권

도표 18. AI 가속기 비교

| CSP, Fabless | 칩 이름              | 출시년월 (예정일) | 공정 | 설계             | 메모리     | 메모리 용량  |
|--------------|-------------------|------------|----|----------------|---------|---------|
| META         | MTIA2             | 2H26       | N3 | Broadcom       | HBM3E   | 144GB   |
|              | MTIA3             | 1H27       | N3 | Broadcom       | HBM3E   | 288GB   |
|              | MTIA4             | 2H27       | N2 | Broadcom/MTK   | HBM4/E  | 288GB   |
| AWS          | Trainium2         | 1H25       | N5 | Marvell        | HBM3/3E | 96GB    |
|              | Trainium3         | 1H26       | N3 | Alchip/Marvell | HBM3E   | 144GB   |
|              | Trainium4         | 2027       | N2 | Alchip/Marvell | HBM4/4E | 288GB   |
| Google       | TPU v6(Trillium)  | 2H24       | N4 | Broadcom       | HBM3/3E | 128GB   |
|              | TPU v7p(Ironwood) | 2H25       | N3 | Broadcom       | HBM3E   | 192GB   |
|              | TPU v7e(A5921)    | 1H26       | N3 | MTK            | HBM3E/4 | 144GB   |
|              | TPU v8            | 2H26       | N2 | Broadcom/MTK   | HBM4/4E | 288GB   |
| Microsoft    | Maia 100          | 1H24       | N5 | GUC            | HBM3    | 64GB    |
|              | Maia 200          | 1H26       | N2 | GUC            | HBM3    | 128GB   |
|              | Maia 300          | 2H26       | N2 | Marvell        | HBM3E   | 192GB   |
| OpenAI       | Titan             | 2H26       | N3 | Broadcom       | HBM3E   | 144GB   |
| Nvidia       | B200              | 1H25       | N4 | Nvidia         | HBM3E   | 192GB   |
|              | B300              | 2H25       | N4 | Nvidia         | HBM3E   | 288GB   |
|              | Rubin             | 2H26       | N3 | Nvidia         | HBM4    | 288GB   |
|              | Rubin Ultra       | 2H27       | N3 | Nvidia         | HBM4E   | 1,024GB |

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 19. 오베론랙과 카이버랙 비교



자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

## 두산(000150.KS) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2024A         | 2025A         | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>자산총계</b> | <b>30,143</b> | <b>32,928</b> | <b>36,309</b> | <b>40,044</b> | <b>42,574</b> |
| 유동자산        | 11,913        | 14,193        | 16,911        | 20,305        | 22,421        |
| 현금성자산       | 4,137         | 5,391         | 6,240         | 6,399         | 7,591         |
| 매출채권        | 3,868         | 4,758         | 5,859         | 7,822         | 8,377         |
| 재고자산        | 3,136         | 3,011         | 3,767         | 5,030         | 5,387         |
| 비유동자산       | 18,230        | 18,734        | 19,398        | 19,739        | 20,153        |
| 투자자산        | 2,671         | 2,791         | 3,061         | 3,185         | 3,315         |
| 유형자산        | 7,013         | 7,110         | 7,161         | 7,293         | 7,494         |
| 기타          | 8,547         | 8,834         | 9,175         | 9,260         | 9,344         |
| <b>부채총계</b> | <b>18,254</b> | <b>20,693</b> | <b>22,614</b> | <b>25,400</b> | <b>26,264</b> |
| 유동부채        | 11,024        | 13,754        | 16,062        | 18,762        | 19,535        |
| 매입채무        | 5,658         | 6,719         | 8,021         | 10,709        | 11,469        |
| 유동성이자부채     | 4,281         | 5,852         | 6,846         | 6,846         | 6,846         |
| 기타          | 1,085         | 1,184         | 1,196         | 1,207         | 1,220         |
| 비유동부채       | 7,229         | 6,939         | 6,551         | 6,638         | 6,729         |
| 비유동이자부채     | 5,063         | 4,528         | 4,073         | 4,073         | 4,073         |
| 기타          | 2,166         | 2,411         | 2,478         | 2,566         | 2,656         |
| <b>자본총계</b> | <b>11,889</b> | <b>12,234</b> | <b>13,695</b> | <b>14,643</b> | <b>16,310</b> |
| 자본지분        | 1,480         | 1,559         | 2,585         | 3,533         | 5,199         |
| 자본금         | 124           | 124           | 124           | 124           | 124           |
| 자본잉여금       | 1,928         | 1,932         | 2,554         | 2,554         | 2,554         |
| 이익잉여금       | (82)          | (81)          | 269           | 1,218         | 2,884         |
| 기타          | (490)         | (416)         | (363)         | (363)         | (363)         |
| 비자본지분       | 10,409        | 10,675        | 11,111        | 11,111        | 11,111        |
| <b>자본총계</b> | <b>11,889</b> | <b>12,234</b> | <b>13,695</b> | <b>14,643</b> | <b>16,310</b> |
| 총차입금        | 9,344         | 10,380        | 10,919        | 10,919        | 10,919        |
| 순차입금        | 5,207         | 4,989         | 4,678         | 4,520         | 3,328         |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2024A        | 2025A        | 2026F          | 2027F          | 2028F          |
|-----------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>308</b>   | <b>982</b>   | <b>591</b>     | <b>1,362</b>   | <b>2,487</b>   |
| 당기순이익                 | 302          | 250          | 785            | 1,051          | 1,699          |
| 자산상각비                 | 767          | 809          | 837            | 847            | 866            |
| 기타비현금성손익              | 1,037        | 1,290        | (326)          | (127)          | (53)           |
| 운전자본증감                | (1,053)      | (697)        | (1,008)        | (536)          | (151)          |
| 매출채권감소(증가)            | (70)         | (833)        | (1,194)        | (1,963)        | (555)          |
| 재고자산감소(증가)            | 81           | 74           | (626)          | (1,262)        | (357)          |
| 매입채무증가(감소)            | (819)        | 747          | 1,042          | 2,688          | 761            |
| 기타                    | (244)        | (685)        | (229)          | 2              | 2              |
| <b>투자현금</b>           | <b>(995)</b> | <b>(430)</b> | <b>(1,114)</b> | <b>(1,148)</b> | <b>(1,241)</b> |
| 단기투자자산감소              | (39)         | 47           | (9)            | (19)           | (20)           |
| 장기투자증권감소              | (117)        | 376          | 7              | 17             | 15             |
| 설비투자                  | 710          | 570          | 653            | 801            | 887            |
| 유형자산처분                | 71           | 24           | 2              | 0              | 0              |
| 무형자산처분                | (218)        | (326)        | (262)          | (263)          | (263)          |
| <b>재무현금</b>           | <b>574</b>   | <b>700</b>   | <b>1,233</b>   | <b>(74)</b>    | <b>(74)</b>    |
| 차입금증가                 | 881          | 834          | 287            | 0              | 0              |
| 자본증가                  | (190)        | (286)        | (72)           | (74)           | (74)           |
| 배당금지급                 | 125          | 147          | 72             | 74             | 74             |
| <b>현금 증감</b>          | <b>165</b>   | <b>1,224</b> | <b>834</b>     | <b>139</b>     | <b>1,172</b>   |
| 기초현금                  | 3,539        | 3,704        | 4,928          | 5,762          | 5,901          |
| 기말현금                  | 3,704        | 4,928        | 5,762          | 5,901          | 7,073          |
| Gross Cash flow       | 2,107        | 2,348        | 1,753          | 1,898          | 2,638          |
| Gross Investment      | 2,009        | 1,175        | 2,112          | 1,665          | 1,371          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>98</b>    | <b>1,173</b> | <b>(359)</b>   | <b>233</b>     | <b>1,267</b>   |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2024A           | 2025A         | 2026F         | 2027F         | 2028F          |
|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>매출액</b>    | <b>18,133</b>   | <b>19,784</b> | <b>21,796</b> | <b>27,792</b> | <b>30,791</b>  |
| 증가율(%)        | (5.2)           | 9.1           | 10.2          | 27.5          | 10.8           |
| 매출원가          | 15,171          | 16,371        | 17,584        | 22,036        | 23,461         |
| <b>매출총이익</b>  | <b>2,962</b>    | <b>3,413</b>  | <b>4,212</b>  | <b>5,755</b>  | <b>7,329</b>   |
| 판매 및 일반관리비    | 1,958           | 2,351         | 2,383         | 2,938         | 3,259          |
| 기타영업손익        | 8               | 20            | 1             | 23            | 11             |
| <b>영업이익</b>   | <b>1,004</b>    | <b>1,063</b>  | <b>1,830</b>  | <b>2,817</b>  | <b>4,070</b>   |
| 증가율(%)        | (30.1)          | 5.9           | 72.2          | 54.0          | 44.5           |
| <b>EBITDA</b> | <b>1,771</b>    | <b>1,871</b>  | <b>2,667</b>  | <b>3,665</b>  | <b>4,935</b>   |
| 증가율(%)        | (17.3)          | 5.7           | 42.5          | 37.4          | 34.7           |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(411)</b>    | <b>(573)</b>  | <b>(794)</b>  | <b>(752)</b>  | <b>(732)</b>   |
| 이자수익          | 145             | 123           | 145           | 187           | 213            |
| 이자비용          | 492             | 497           | 495           | 498           | 498            |
| 지분법손익         | 21              | 26            | 59            | 59            | 59             |
| 기타영업외손익       | (85)            | (225)         | (503)         | (501)         | (506)          |
| <b>세전순이익</b>  | <b>593</b>      | <b>490</b>    | <b>1,036</b>  | <b>2,065</b>  | <b>3,338</b>   |
| 증가율(%)        | 31.5            | (17.3)        | 111.3         | 99.3          | 61.7           |
| 법인세비용         | 291             | 241           | 251           | 1,014         | 1,639          |
| <b>당기순이익</b>  | <b>302</b>      | <b>250</b>    | <b>785</b>    | <b>1,051</b>  | <b>1,699</b>   |
| 증가율(%)        | 11.1            | (17.4)        | 214.7         | 33.9          | 61.7           |
| 지배주주지분        | (226)           | 76            | 417           | 1,023         | 1,741          |
| 증가율(%)        | 적지              | 흑전            | 450.0         | 145.4         | 70.2           |
| 비지배지분         | 528             | 174           | 368           | 28            | (42)           |
| <b>EPS(원)</b> | <b>(13,687)</b> | <b>4,404</b>  | <b>27,410</b> | <b>71,833</b> | <b>122,272</b> |
| 증가율(%)        | 적지              | 흑전            | 522.3         | 162.1         | 70.2           |
| 수정EPS(원)      | (13,687)        | 4,404         | 28,057        | 70,613        | 121,049        |
| 증가율(%)        | 적지              | 흑전            | 537.0         | 151.7         | 71.4           |

### 주요투자지표

|                   | 2024A    | 2025A  | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-------------------|----------|--------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>    |          |        |         |         |         |
| EPS               | (13,687) | 4,404  | 27,410  | 71,833  | 122,272 |
| BPS               | 69,123   | 73,954 | 139,591 | 190,816 | 280,818 |
| DPS               | 2,000    | 4,000  | 4,010   | 4,020   | 4,030   |
| <b>밸류에이션(배,%)</b> |          |        |         |         |         |
| PER               | n/a      | 177.3  | 42.7    | 16.3    | 9.6     |
| PBR               | 3.7      | 10.6   | 8.4     | 6.1     | 4.2     |
| EV/EBITDA         | 5.6      | 10.6   | 9.6     | 7.0     | 4.9     |
| 배당수익률             | 0.8      | 0.5    | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| PCR               | 2.6      | 7.0    | 12.4    | 11.4    | 8.2     |
| <b>수익성(%)</b>     |          |        |         |         |         |
| 영업이익률             | 5.5      | 5.4    | 8.4     | 10.1    | 13.2    |
| EBITDA이익률         | 9.8      | 9.5    | 12.2    | 13.2    | 16.0    |
| 순이익률              | 1.7      | 1.3    | 3.6     | 3.8     | 5.5     |
| ROE               | (14.6)   | 5.0    | 20.1    | 33.4    | 39.9    |
| ROIC              | 3.3      | 3.3    | 8.3     | 8.1     | 11.3    |
| <b>안정성 (배,%)</b>  |          |        |         |         |         |
| 순차입금/자기자본         | 43.8     | 40.8   | 34.2    | 30.9    | 20.4    |
| 유동비율              | 108.1    | 103.2  | 105.3   | 108.2   | 114.8   |
| 이자보상배율            | 2.0      | 2.1    | 3.7     | 5.7     | 8.2     |
| <b>활동성 (회)</b>    |          |        |         |         |         |
| 총자산회전율            | 0.6      | 0.6    | 0.6     | 0.7     | 0.7     |
| 매출채권회전율           | 4.8      | 4.6    | 4.1     | 4.1     | 3.8     |
| 재고자산회전율           | 6.0      | 6.4    | 6.4     | 6.3     | 5.9     |
| 매입채무회전율           | 3.4      | 3.2    | 3.0     | 3.0     | 2.8     |

## Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

|                  |                            |     |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상          | 3%  |
| · BUY(매수)        | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 94% |
| · HOLD(중립)       | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 3%  |
| · REDUCE(매도)     | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 0%  |

(2026.06.30 기준)

