

두산 (000150)

AI Cycle 대표 리드오프

2026년 4월 6일

✓ 투자판단 매수 (신규) ✓ 목표주가 1,700,000 원 (신규)
 ✓ 상승여력 58.7% ✓ 현재주가 (4월 3일) 1,071,000 원

[전기전자]

오강호 연구위원
 ✉ snowkh@shinhan.com

서지범 연구원
 ✉ sjb1226@shinhan.com

Revision

실적추정치	신규
Valuation	신규

시가총액	17,343.6십억원
발행주식수(유동비율)	16.2백만주(42.9%)
52주 최고가/최저가	1,278,000 원/239,500 원
일평균 거래액 (60일)	128,256백만원
외국인 지분율	18.8%

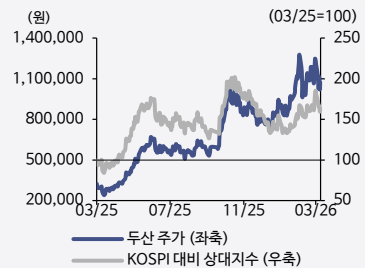
주요주주 (%)

박정원 외 26인	41.1
국민연금공단	10.0

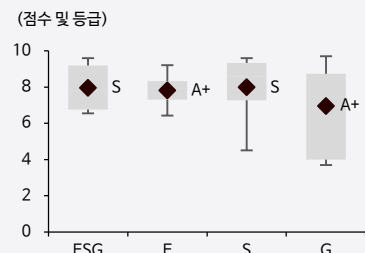
수익률 (%)

	1M	3M	12M	YTD
절대	(7.0)	40.4	252.3	40.4
상대	0.1	12.5	62.9	12.5

주가



ESG 컨센서스



신한생각 AI가 이끈 전자BG 성장 스토리, 부각받는 두산의 매력

전자BG 가치 상승이 주가 방향성 결정. 2024년, 2025년 실적 성장 입증. 빅테크 AI 투자 확대에 따른 성장성 부각. 서버/네트워크향 고속, 고다층, 저손실 중심의 하이엔드 CCL(기판 소재) 대표 생산 업체로 시장 내 입지 확인. 증설을 통한 중장기 성장 모멘텀 확보도 주목할 포인트. 그룹사 전반의 성장 가속화 및 밸류에이션 재평가도 긍정적. 주가 우상향View 제시

하이엔드 CCL 성장 가속화 → 1) 설비 투자 확대, 2) ASP 증가 지속

AI 시장 개화 이후 CCL 수요 증가 확인. 단순 회복을 넘어 고속, 고다층, 저손실 중심의 하이엔드 제품 수요가 시장 성장을 견인 중. 시장 연평균 성장률(2025~2028F) 45% 전망. 하이엔드 비중은 2024년 73% → 2025년 82%까지 확대. 시장 내 입지 경쟁력 강화 확인. 증설을 통한 중장기 성장 모멘텀도 주목. 신한 기준 NWB(AI가속기, 스위치) 생산 능력 2025년 1.1조원 → 2026년 1.2조원(4Q25 증설 반영) → 2027년 1.6조원으로 추정

스펙 업그레이드 수혜. 단순평균 단가(ASP) 산출 시 2025년 약 18% 증가. 서버 세대의 변화에 따라 보드의 층수와 소재의 사양이 같이 올라가는 점도 주목. 고부가 소재로 판단되는 하이 등급 제품(M9) 수요 기대

Valuation & Risk: 전자BG 실적 상황과 동시에 재평가 구간 진입

1) 증설 확대 구간 진입, 2) 동종업체 대비 높은 수익성을 바탕으로 전자BG 성장 가속화 전망. 2026년 CCL 글로벌 동종업종 평균 P/E 30.1배 수준. 전자BG 순이익은 5,021억원을 예상. Target P/E는 글로벌 동종업체인 EMC를 선정하며 37.3배 적용. 그룹사 할인율의 경우 약 80% 적용하는 이유는 전자BG의 성장성이 주가 방향성을 좌우할 핵심 요소로 판단되기 때문. 다만 그룹사 사업별 매력도 확대에 따른 할인율 축소도 충분히 가능

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	18,132.9	1,003.8	(226.2)	-	(14.6)	3.7	11.5	0.8
2025	19,784.1	1,062.7	75.8	285.3	5.0	10.6	16.3	0.5
2026F	21,066.3	1,524.2	361.2	66.1	21.3	12.3	11.7	0.4
2027F	24,997.0	2,213.4	575.1	41.1	27.7	9.8	9.3	0.6
2028F	28,389.2	2,899.4	759.4	31.2	29.1	7.7	7.8	0.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. Valuation

목표주가 1,700,000원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

- 1) 전자BG 성장 가속화
- 2) 그룹 포트폴리오 주목

목표주가 1,700,000원, 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 1) 상장회사 지분가치에 80% 할인, 2) 자체사업 내 전자BG의 영업가치를 추정했다. 2026년 전자BG 순이익은 5,021억원을 예상하며 Target P/E(주가수익비율) 37.3 배를 적용했다. 글로벌 동종업체인 EMC(CCL)의 2026년 P/E다. 글로벌 시장 내 CCL 부문을 선도 중이며 기술 경쟁력을 기반으로 성장성이 돋보이는 업체다.

그룹 회사의 시장 가치 할인율이 컨센서스(50~70%)보다 높은 이유는 1) 글로벌 매크로 환경에 따른 주가 변동성이 높아진 점, 2) 두산BG의 실적 성장에 따른 밸류에이션 평가가 주가 방향성을 좌우하는 핵심 요인으로 판단되기 때문이다.

다만 그룹사 전반의 실적 개선 및 4차 산업 패러다임 변화에 따른 신사업 진입 가속화는 할인을 축소로 이어질 수 있다. 사업별로 살펴보면 1) IT 차세대 소재, 2) 친환경 에너지, 3) 기계/로봇 등 그룹 전반의 사업 영역이 긍정적이다. 실제 증장기 설비 투자 확대 계획에 충분한 성장 동력을 보유한 점도 매력적이다.

현재 시가총액(약 17.3조원) 기준 NAV 할인율(지분가치에 할인 미적용 시)은 약 58%다. 22.9조원의 보유 지분가치를 제외하고 전자BG 영업가치만으로 충분히 설명 가능한 구간이다. 2024년초 80%를 상회하던 NAV 할인율은 1) 전자BG 영업가치 증가와 2) 지배구조 개선 기대감 등을 바탕으로 지속해서 축소 중이다. 지난 3차 상법 개정안 통과 이후 2월말 신속하게 자사주 소각을 발표했다. 주주 친화적인 행보에 힘입어 향후 NAV 할인율 축소가 기대된다.

두산 NAV(순자산가치) Valuation						
(주, %, 원, 십억원)	회사명	지분율/주식수	장부가	시가총액	평가액	비고
1) 보유 지분가치					4,593	4월 3일 기준. 상장/비상장 모두 80% 할인
상장	두산에너지빌리티	30.4		61,878	3,761	두산포트폴리오홀딩스 보유지분
	두산로보틱스	68.1		5,348	535	
	두산테스나	38.7		1,830	142	
	오리콤	60.9		69	8	
비상장	기타		731		146	2025년 12월말 기준 장부가액
2) 영업가치	두산전자BG			502	18,728	2026년 예상 순이익에 P/E 37.3배 적용
	DDI			8	42	2026년 예상 순이익에 P/E 5.0배 적용
	두타몰			8	38	2026년 예상 순이익에 P/E 5.0배 적용
3) 순차입금					1,112	2025년 12월말 기준
4) NAV					22,289	
5) 유통주식수		13,337,911				보통주 기준. 자기주식수 제외
6) 주당 NAV					1,671,121	
7) 목표주가					1,700,000	
8) 현재가					1,071,000	4월 3일 기준
9) 상승여력					58.7	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정, 주¹⁾ (㈜두산이 두산포트폴리오홀딩스 지분 100% 보유, 주²⁾ 전자BG 2026년 순이익 기준 추정

Peer 그룹 비교

회사명	P/E (X)		P/B (X)		ROE (%)		EV/EBITDA (X)	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
EMC (대만)	37.3	22.3	15.4	11.7	43.4	50.9	27.3	17.0
TUC (대만)	27.6	18.5	8.6	7.1	32.2	40.2	19.3	12.7
ITEQ (대만)	25.5	18.4	2.8	2.6	11.3	14.3	11.5	9.8
평균	30.1	19.7	8.9	7.2	29.0	35.1	19.4	13.2
두산	66.1	41.1	12.3	9.8	21.3	27.7	11.7	9.3

자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정, 주) EMC는 대만 CCL 생산 업체

두산 Historical EV/EBITDA 추이

(배)	18	19	20	21	22	23	24	25	평균
EV/EBITDA(Avg)	10.8	10.4	42.4	4.9	10.8	3.8	4.9	9.2	12.2
EV/EBITDA(High)	11.3	10.8	44.2	5.7	12.0	4.5	5.9	14.8	13.8
EV/EBITDA(Low)	10.4	9.8	40.6	4.4	10.0	3.6	3.9	5.7	12.0
EV/EBITDA(FY End)	10.6	9.9	42.8	5.3	10.6	3.8	5.8	11.9	13.0

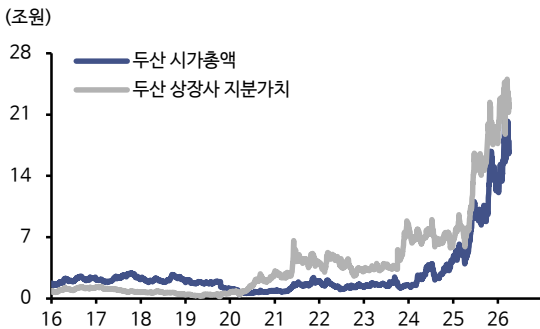
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

2026년 두산 기업가치 제고 계획

구분	내용
주요 목표	• 전자 사업부 중장기 생산능력 확대 및 지속적인 성장 추진
	• 현금배당 확대를 통한 주주환원정책 지속
	• 회사 보유 자기주식 소각을 통한 주주가치 제고
	• 사업 포트폴리오 강화를 통한 미래 성장동력 확보 및 경영 안정성 제고
구체적 계획	• 전자 사업부 국내외 증설계획 준수 → 2026년 해외 생산법인 신규 설립 추진
	• 2025년 연결당기순이익(지배) 기준 배당성향 25% 이상 유지
	• 2025년 배당금총액 717억원 → 2026년은 전년대비 10% 이상 증가
	• 자사주(임직원 보상용 제외) 소각 진행 → 보통주 1,956,424주 + 우선주 612,104주
	• 첨단소재/반도체 사업 포트폴리오 강화 → 경영안정성 제고 및 주주가치 극대화

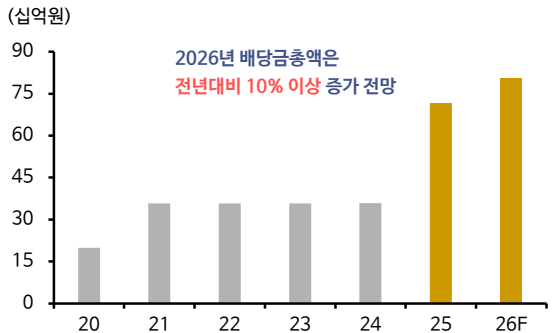
자료: Dart, 신한투자증권, 주) 자사주 소각 관련된 주식수 변화 확인 필요

두산 보유 상장 지분가치 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

두산 연도별 배당총액 추이



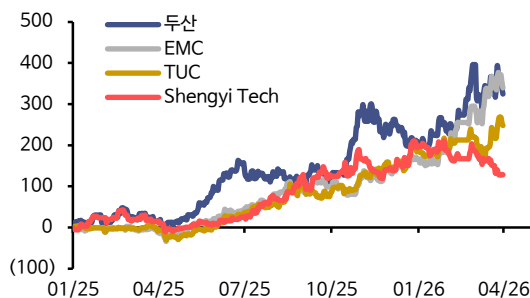
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

글로벌 전공정 부품 업체: Peer Valuation		000150 KS Equity 두산	2383 TT Equity EMC	6274 TT Equity TUC	6213 TT Equity ITEQ	600183 CH Equity Shengyi Tech	6672 TT Equity Ventec	6752 JT Equity 파나소닉
시가총액		17,343.6	47,085.5	8,461.4	2,915.0	28,226.2	436.5	63,072.2
Sales	2025	19,784.1	4,306.4	1,386.1	1,512.1	5,758.8	194.8	77,400.5
	2026F	21,045.4	6,831.9	2,111.2	1,867.1	8,470.9	219.8	74,082.5
	2027F	23,203.0	10,047.2	2,920.1	2,166.1	10,886.0	-	74,806.7
OP	2025	1,062.7	873.0	198.4	108.9	918.5	18.3	3,720.2
	2026F	1,649.9	1,617.5	396.4	179.3	1,495.8	27.8	2,972.1
	2027F	2,091.4	2,668.8	621.5	243.9	2,022.1	-	5,428.1
OP margin	2025	5.4	20.3	14.3	7.2	16.0	9.4	4.8
	2026F	7.8	23.7	18.8	9.6	17.7	12.7	4.0
	2027F	9.0	26.6	21.3	11.3	18.6	-	7.3
NP	2025	75.8	669.3	155.8	69.0	703.2	15.8	3,351.1
	2026F	480.4	1,264.8	308.4	115.1	1,199.3	24.1	2,461.0
	2027F	726.6	2,083.5	477.9	159.0	1,641.6	-	4,257.3
NP margin	2025	0.4	15.5	11.2	4.6	12.2	8.1	4.3
	2026F	2.3	18.5	14.6	6.2	14.2	11.0	3.3
	2027F	3.1	20.7	16.4	7.3	15.1	-	5.7
P/E	2025	185.1	39.5	40.7	27.3	36.4	19.1	11.3
	2026F	37.7	37.3	27.6	25.5	23.6	17.9	24.5
	2027F	25.9	22.3	18.5	18.4	17.5	-	14.1
P/B	2025	6.9	11.7	7.7	1.9	7.4	1.9	0.9
	2026F	10.5	15.4	8.6	2.8	6.3	2.5	1.3
	2027F	7.7	11.7	7.1	2.6	5.2	-	1.2
ROE	2025	3.8	34.2	20.7	7.2	21.0	9.8	7.9
	2026F	23.0	43.4	32.2	11.3	27.0	12.8	5.2
	2027F	27.4	50.9	40.2	14.3	31.4	-	9.1
EV/EBITDA	2025	14.1	28.1	29.2	10.6	24.8	10.4	6.2
	2026F	14.1	27.3	19.3	11.5	17.1	11.0	10.9
	2027F	11.7	17.0	12.7	9.8	13.0	-	7.8

자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 Peer 상대주가 추이

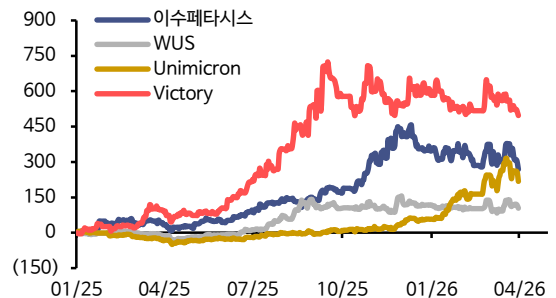
(01/25=0)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 기관 업체 상대주가 추이

(01/25=0)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

II. 기업 개요

1) 친환경 에너지, 2) 기계/로봇, 3) 반도체 전문 업체

두산 전자BG
AI Cycle 수혜 주목

4차 산업 패러다임 변화에 따라 두산그룹에 주목한다. 주요 사업은 1) 친환경 에너지(원전, SMR 등), 2) 기계/로봇(협동로봇 등), 3) 차세대 소재 및 반도체(CCL, 후공정 테스트 등)로 나뉜다. 주요 계열회사인 두산에너빌리티, 두산로보틱스 등을 보유 중이며 자체 사업으로는 전자소재, IT서비스 등 사업을 영위 중이다.

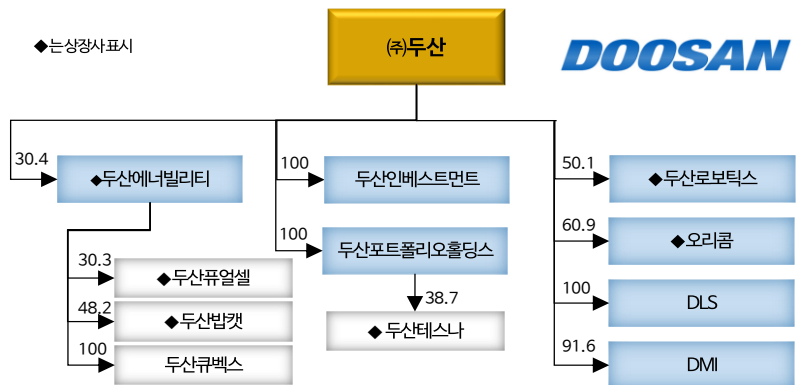
최근 자체 사업인 전자BG에 대한 관심이 높다. 전자제품 필수 부품인 PCB(인쇄 회로기판)의 핵심 소재 CCL을 생산 중이다. 통신 장비용 NWB(NetworkBoard), 반도체 등 IT 전반에 납품된다. AI시장 개화에 따라 하이엔드 CCL 수요 증가에 주목하고 있다. 2025년 자체 사업 내 매출액 비중은 전자BG 84%(DDI 14%, 두타물 2%)다. 전자BG의 매출액은 전년대비 86% 증가하며 고성장에 성공했다.

두산그룹 주요 연혁

일시	내용
1978	OB그룹에서 두산그룹으로 명칭 변경
2001	한국중공업(現 두산에너빌리티) 인수
2007	미국 잉거솔랜드社 밥캣 등 3개 사업부 인수
2014	두산, 연료전지 사업 진출(퓨얼셀파워 합병 및 미국 클리어엣지파워 인수)
2017	두산로보틱스 설립
2018	두산모빌리티노베이션, 드론용 연료전지 사업 진출
2019	발전용 대형 가스터빈 국산화(글로벌 5번째/국내 최초)
2022	두산테스나 공식 출범(반도체 후공정 전문기업)
2024	두산에너빌리티, 가스터빈 부문 수주 1조원 돌파
2025	두산에너빌리티, 체코 두코바니 원전 주기기 공급 계약

자료: 회사 자료, 신한투자증권

두산 그룹 요약 지배구조



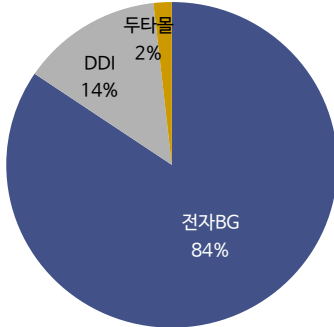
자료: 회사 자료, 신한투자증권, 주) 주요 업체 정리

두산 자체사업 설명

사업부 구분	제품/서비스	주요 적용 분야	적용 제품
전자BG	High-end CCL	• Network board CCL (AI, 데이터센터)	MLB(고다층PCB)
		• Package CCL (반도체)	FC-BGA, 메모리 모듈 및 SSD 등
		• Flexible CCL (스마트폰)	FPCB(연성PCB)
	Low-end CCL	• 일반가전 등	일반 경성PCB(단면, 양면 등)
	PFC(전장용 소재)	• 전장 (전기차 배터리)	배터리 시스템, 전장 부품 등
두산 디지털노베이션BU(DDI)	IT운영	• 웹, 애플리케이션 & 인프라 구축 및 운영	
	사이버보안	• IT/어플리케이션 보안 + 공장 OT(Operational Technology) 보안	
	클라우드 서비스	• 클라우드 전환, 디지털 업무공간, 생성형AI 서비스 + 유지보수 등	
두타몰(유통)	유통 서비스	• 글로벌 고객 대상 쇼핑 및 F&B 서비스 제공	

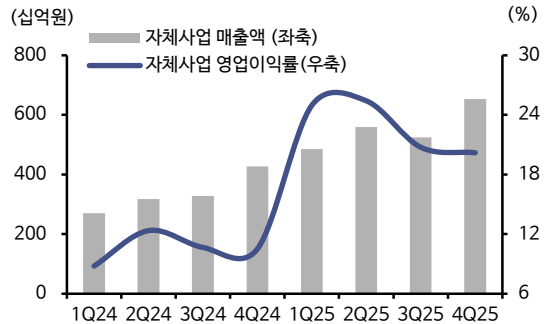
자료: 회사 자료, 신한투자증권

2025년 자체사업 매출액 비중



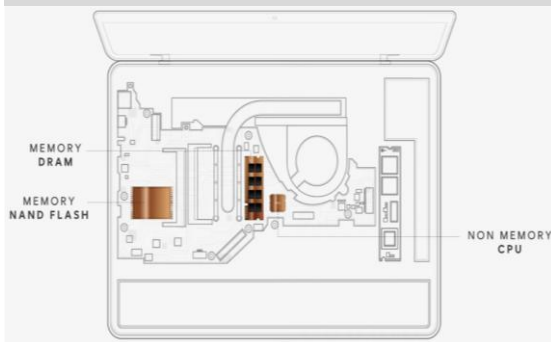
자료: 회사 자료, 신한투자증권, 주) 2025년 기준
주2) DDI: 두산 디지털노베이션BU

자체사업 분기 매출액 및 영업이익률 추이



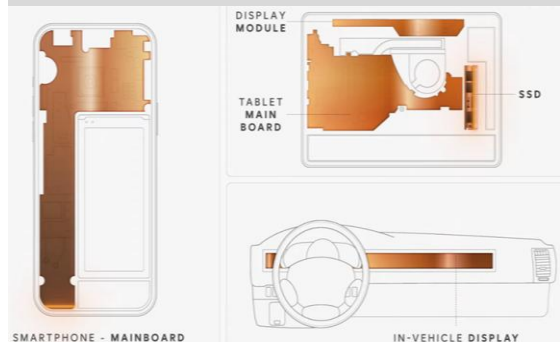
자료: 회사 자료, 신한투자증권

패키지기관용(반도체) CCL(동박적층판)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스마트 디바이스용 CCL(동박적층판)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

III. 투자포인트

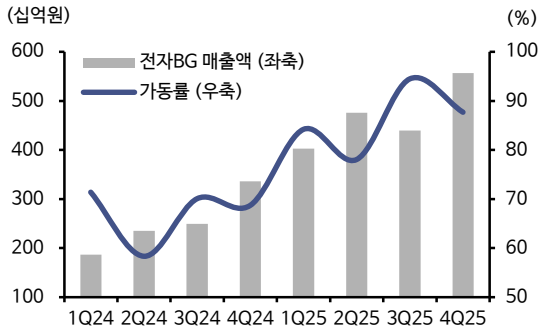
1) CCL 고성장과 함께 하는 가동률

AI 수요 확산 수혜
가동률 상승에 주목

AI시장 개화 이후 CCL 수요가 빠르게 개선 중이다. 단순 회복을 넘어 고속, 고다층, 저손실 중심의 하이엔드 제품 수요가 시장 성장을 견인 중이다. 하이엔드 CCL 시장은 연평균 성장률(2025~2028F) 45%로 전망된다. 시장 내 입지 경쟁력 강화로 수요 확인, 증설을 통한 중장기 성장 모멘텀 확보에 주목한다.

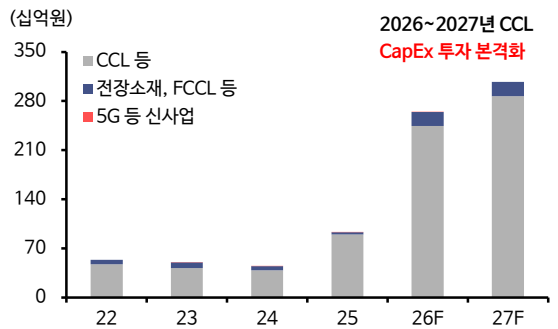
먼저 전자BG의 제품별 매출액/수량의 단순평균 단가(ASP)를 산출하면 2025년 약 18% 증가했다. 2023년부터 이어진 AI 투자 → 고부가 하이엔드 제품 수요 때문으로 추정된다. 가동률도 주목할 만하다. 주요 생산 기지 4곳을 살펴보면 각 지역별 중국(종합), 김천(반도체), 증평(네트워크) 등이 있다. 이중 증평 공장에서 하이엔드 제품을 주로 생산 중이다. 김천 공장도 반도체 업황 개선에 따라 가동률 증가가 본격화되고 있다. 2025년 기준 주요 생산 지역인 증평, 김천, 중국 등 가동률은 각각 108%(+6%p), 105%(+18%p), 89%(+31%p)를 기록했다.

전자BG 분기 매출액 및 가동률 추이



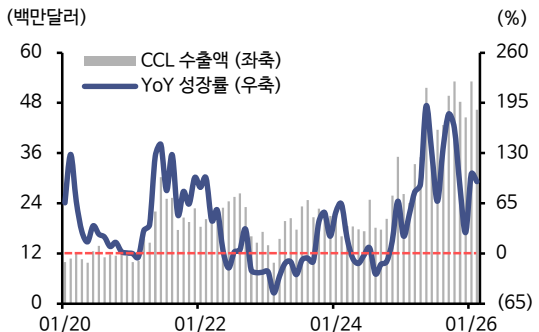
자료: Dart, 신한투자증권

전자BG 연간 투자총액 및 향후 예상투자액



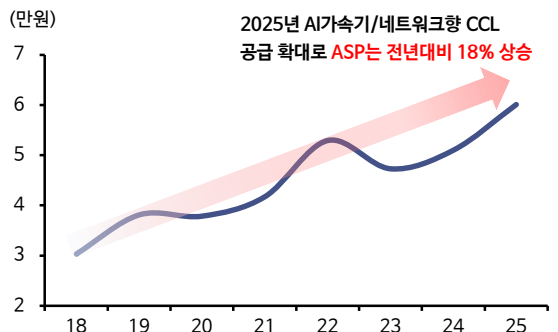
자료: Dart, 신한투자증권, 주) 2025년 사업보고서 기준

국내 지역별 합산 CCL 수출액 추이



자료: Trass, 신한투자증권, 주¹⁾ 2026년 2월 기준
주²⁾ 김제, 김천, 익산, 증평 지역별 수출액 합산 기준

CCL 연간 ASP(평균판매단가) 추이



자료: Dart, 신한투자증권
주) 제품별 매출액/수량의 단순평균 단가

2) AI Cycle과 함께하는 중장기 설비 투자 계획

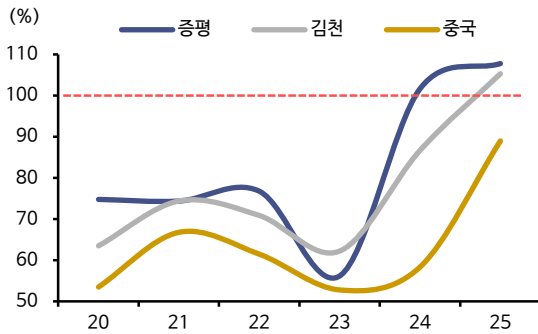
하이엔드 제품 비중 확대 2026년 증설 본격화

전자BG의 성장성을 보는 2가지는 앞서 ASP 증가와 중장기 설비 투자 확대 계획 때문이다. 1) 실제 하이엔드 제품 비중은 2024년 73%에서 2025년 82%까지 증가했다. 하이엔드 비중 확대를 통한 수익성 개선도 기대되는 대목이다.

2) 설비 투자 확대도 본격화될 수밖에 없다. 전자BG의 설비 투자는 2024년 약 450억원 → 2025년 약 930억원으로 증가했다. 2026년의 경우 약 2,600억원, 2027년 3,000억원을 상회할 전망이다. 이는 AI Cycle이 만든 대규모 설비 투자로서 중장기 시장 수요와 함께 제품 경쟁력을 의미한다.

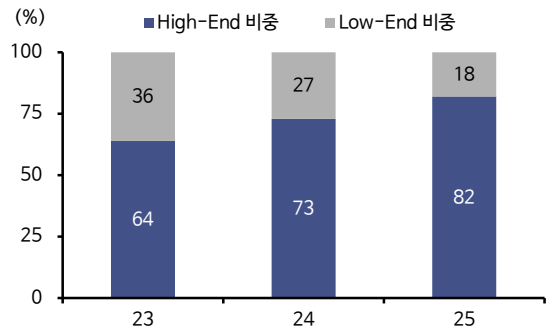
신한 추정치 기준으로 NWB(AI가속기, 스위치) 생산 능력은 2025년 1.1조원 → 2026년 1.2조원(4Q25 증설 반영) → 2027년 1.6조원으로 예상된다. 근무일수에 따른 생산CAPA 변동을 감안하면 추정치 대비 상회 가능성도 충분하다.

전자BG 주요 지역별 연간 공장 가동률 추이



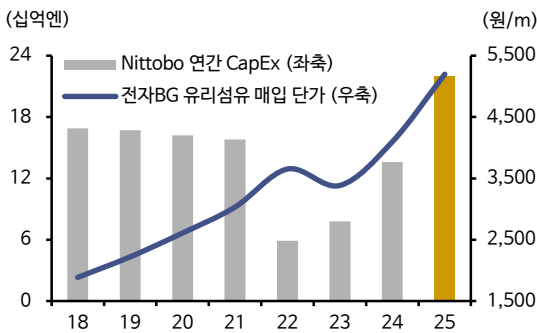
자료: Dart, 신한투자증권, 주) 생산실적/생산능력

전자BG 연간 High-End 제품 비중



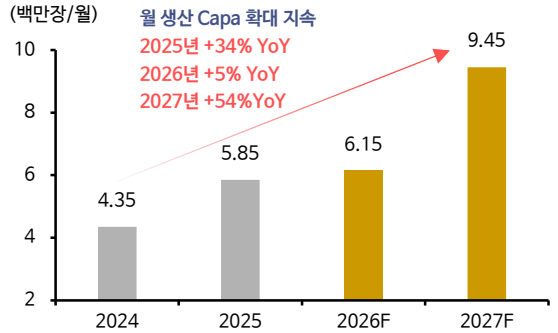
자료: 회사 자료, 신한투자증권
주) High-End: 네트워크(NWB), 반도체(PKG), 스마트폰(FCCL)

Nittobo(일본) CapEx 추이



자료: Nittobo, Dart, 신한투자증권
주¹⁾ Nittobo CapEx는 FY 기준
주²⁾ High-end CCL 핵심 소재인 유리섬유(T-Glass) 생산 업체

EMC 연도별 월 생산 Capa 현황 및 전망



자료: EMC, 신한투자증권

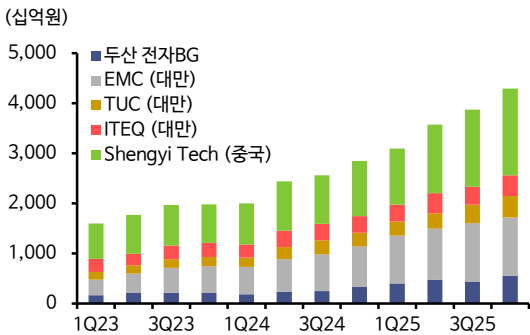
3) 스펙 업그레이드, 글로벌 업체로의 도약

스펙 업그레이드 확인 수익성도 함께 레벨업

AI Cycle이 도래한 이후 글로벌 시장 내 입지가 돋보인다. 단순 생산 능력뿐만 아니라 고객사 수요에 맞는 제품Quality가 필요하다. AI서버, 데이터센터 등을 중심으로 네트워크 환경 개선(400G → 800G → 1.6T) 등이 빠르게 나타나고 있다. 이러한 시장 환경 속 더 낮은 Df(유전손실) 소재가 필요하다. 성능 체계로 살펴볼 때 고속 전송용 고부가 소재로 판단되는 M9 수요 확대도 기대되는 대목이다.

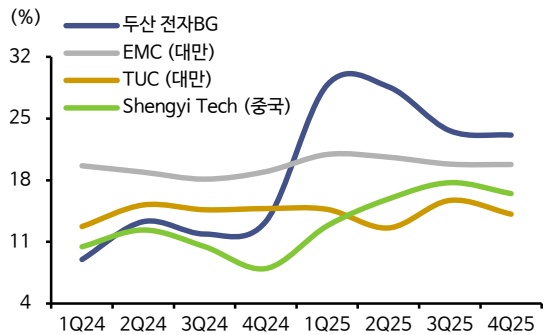
서버 세대의 변화에 따라 보드의 층수와 소재의 사양이 같이 올라가는 점에 주목할 필요가 있다. 대표 하이엔드 제품을 생산중인 EMC와 함께 실적 성장이 나타나고 있다. 전자BG와 EMC의 2025년 영업이익률은 각각 26%(+14%p), 20%(+1%p)를 기록했다. CCL 제품 전반의 수요 가속화와 함께 주요 고객사향 고부가 스펙 입지 경쟁력은 중장기 성장성을 의미하는 핵심 투자 포인트다.

글로벌 CCL 업체 합산 분기 매출액 추이



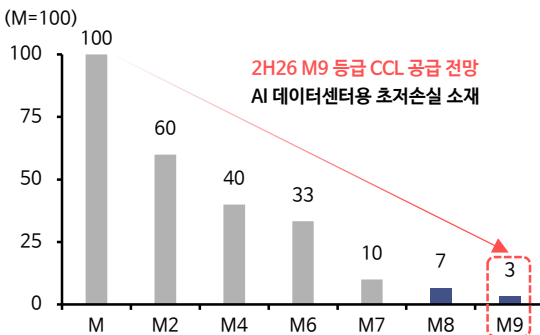
자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 동종업체 분기 영업이익률 추이



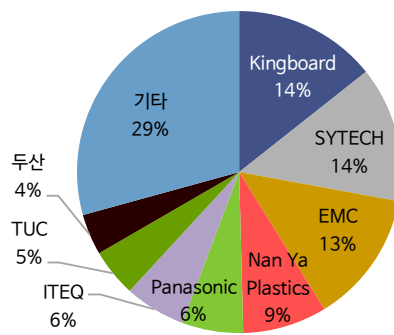
자료: Bloomberg, 신한투자증권

CCL 등급별 신호 손실률



자료: ITEQ, 신한투자증권

글로벌 CCL 시장 점유율



자료: Prismark, 신한투자증권,
주) 2024년 기준으로 시장 규모는 약 150억달러로 추정

엔비디아 플랫폼별 칩 탑재 수량

	H100 NVL	GB300 NVL72	VeraRubin NVL72
CPU 수량(개)	별도 CPU 출시 없음	36 Grace CPU	36 Vera CPU
GPU 수량(개)	36~72 Hopper GPU	72 Blackwell GPU	72 Rubin GPU
GPU 메모리 대역폭	HBM3 5.76TB	HBM3E 20.7TB	HBM4 20.7TB ↑
NVLink 총 대역폭	32.4TB/s	130TB/s	260TB/s
Rack 당 추론 성능	288 PFLOPS	1,440 PFLOPS	2,880 PFLOPS

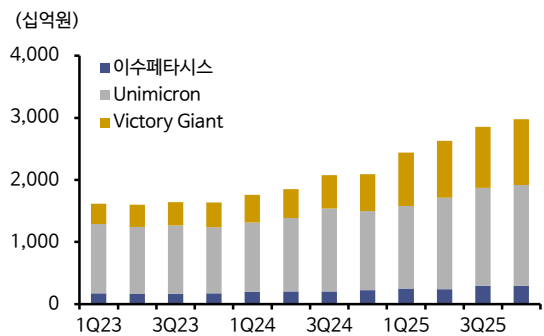
자료: 엔비디아, 신한투자증권

업체별 High-Speed 서버 및 네트워크용 CCL 제품 현황

네트워크 대역폭	100G	200G	400G	800G 이상
신호손실률	Very Low Loss	Ultra Low Loss Very Low Loss	Ultra Low Loss	Extreme Low Loss
유전 손실 계수(Df)	0.005~0.006		0.015~0.005	0.001 미만
Panasonic (일본)		M4/6	M7	M8N, 8U
두산 전자BG		DS-7409DXG	DS-7409DJG(N) DS-7409DV(N)	DS-7409DQN2 DS-7409DQN
EMC (대만)		EM528 EM891	EM890K EM890K(A) EM891K	EM892K2 EM892K2(A) EM892K EM892K(A)
TUC (대만)		ThunderClad 200G	ThunderClad 400G	ThunderClad 4R/4N
ITEQ (대만)	IT-968G IT-968TC	IT968SE	IT-988GSETC IT968SETC	IT999G IT998G
SYTECH (중국)		Synamic 6 Synamic 6GX	Synamic 6N/8GN	Synamic 9GN/9GN2

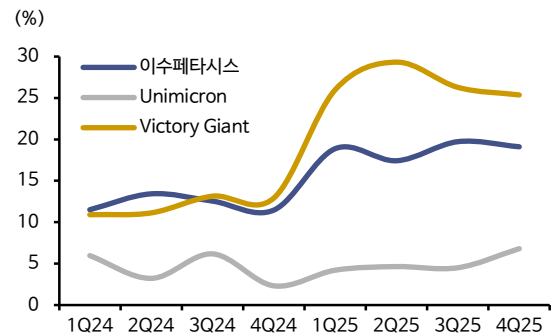
자료: Prismark, 신한투자증권

글로벌 MLB 기판 업체 합산 분기 매출액 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 기판 업체 분기 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

IV. 실적 전망

2026년 전자BG 영업이익 전년대비 42% 증가로 고성장 전망

올해 전자BG 매출 +28% 증설을 통한 미래 성장 준비

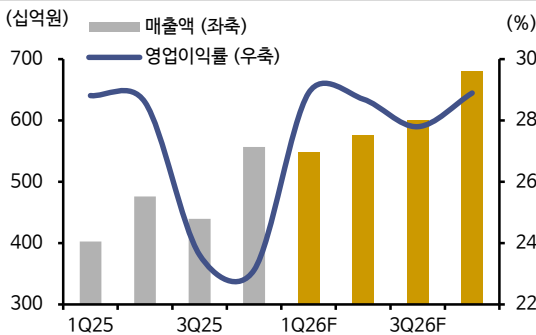
2025년 매출액 9%(이하 전년대비) 증가 기록. 2026년 6%가 전망된다. 주요 그룹사 및 전자BG가 실적 성장을 견인할 전망이다. 2026년 전자BG 매출액은 2.4조원(+28%), 영업이익 6,878억원(+42%)이 예상된다. 고부가 제품 확대에 따른 영업이익률은 28.6%(+2.7%p)로 추정된다. 4Q25 증설 효과 가세로 2027년 성장도 충분하다. 전망 수요와 함께 제품 경쟁력이 핵심 성장 동력으로 판단된다.

두산의 분기별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	4,298.7	5,346.4	4,452.4	5,686.7	4,988.0	5,188.3	5,238.2	5,651.9	19,784.1	21,066.3	24,997.0
자재사업	485.0	558.6	524.0	653.3	632.6	660.7	686.6	779.5	2,220.9	2,759.4	3,149.5
두산전자BG	402.9	476.2	439.9	556.7	548.7	576.5	600.7	680.8	1,875.7	2,406.7	2,771.5
두산에너빌리티	3,748.6	4,569.0	3,880.4	4,859.9	4,282.1	4,386.6	4,409.0	4,691.8	17,057.9	17,769.6	21,272.4
두산로보틱스	5.3	4.5	10.2	13.0	10.4	10.9	10.6	12.2	33.0	44.1	55.3
연결 및 조정	59.8	214.3	37.8	160.3	62.8	130.0	132.0	168.3	472.2	493.2	519.8
영업이익	198.5	357.8	231.3	275.2	380.9	409.3	393.1	340.9	1,062.7	1,524.2	2,213.4
두산전자BG	116.1	136.2	103.9	128.7	158.6	165.5	167.0	196.8	484.9	687.8	820.4
순이익	23.6	78.6	121.1	(147.6)	80.6	153.4	111.2	16.1	75.8	361.2	575.1
영업이익률	4.6	6.7	5.2	4.8	7.6	7.9	7.5	6.0	5.4	7.2	8.9
두산전자BG	28.8	28.6	23.6	23.1	28.9	28.7	27.8	28.9	25.9	28.6	29.6
순이익률	0.6	1.5	2.7	(2.6)	1.6	3.0	2.1	0.3	0.4	1.7	2.3

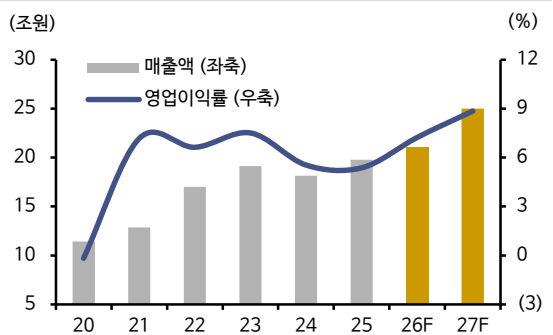
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산 전자BG 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산 연간 매출액 및 영업이익률 추이



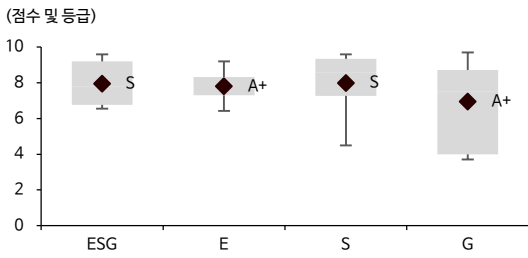
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

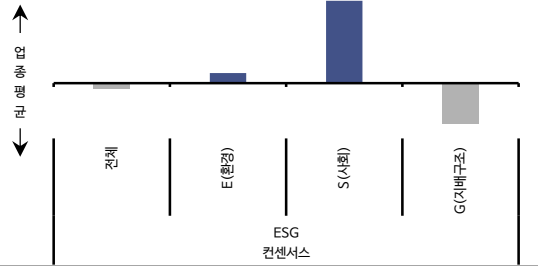
- ◆ 윤리/책임경영과 고객만족 경영을 통해 고객제일주의 실천 및 고객가치를 경영의 최우선으로 하여 상품과 서비스 제공
- ◆ 환경(E): 환경관리 전담조직 운영 및 에너지 절감 계획 수립 등 환경 경영 추진
- ◆ 사회(S): 분쟁광물을 규제하는 국제기준 적용하여 법률준수, EICC와 GeSI가 추진하는 분쟁광물 사용금지 활동 동참
- ◆ 지배구조(G): 무차입 경영을 유지하며, 매년 약 400~500억원의 높은 배당 성향을 보이고 주주가치 제고에 노력

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: Sustainvest, 신한투자증권

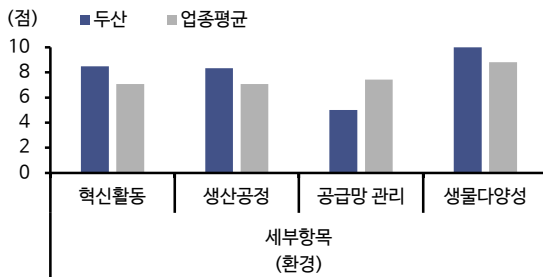
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: Sustainvest, 신한투자증권

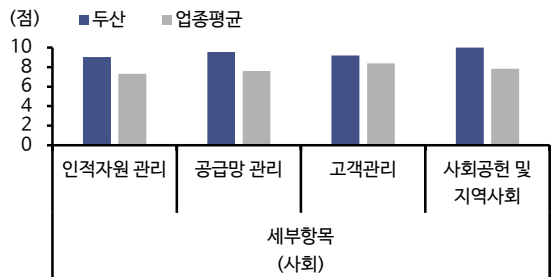
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



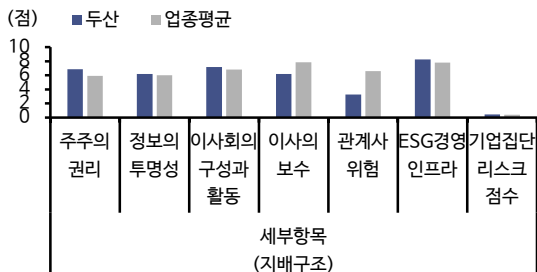
자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목 Sustainvest 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



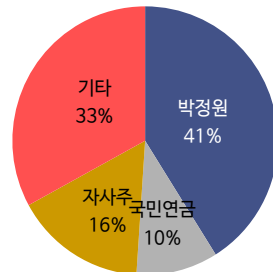
자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목 Sustainvest 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목 Sustainvest 기준

주주 구성



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	30,143.1	32,927.8	34,417.9	37,358.6	39,407.2
유동자산	11,912.6	14,193.3	13,627.3	16,029.1	17,980.4
현금및현금성자산	3,704.1	4,927.9	3,445.0	3,938.0	4,203.9
매출채권	1,718.4	2,279.4	2,621.4	3,119.4	3,587.3
채고자산	3,136.4	3,010.5	3,311.6	3,929.5	4,462.7
비유동자산	18,230.4	18,734.5	20,790.6	21,329.4	21,426.8
유형자산	7,012.5	7,109.5	9,113.6	9,322.1	9,168.5
무형자산	8,547.4	8,833.8	8,831.4	9,002.3	9,122.2
투자자산	1,196.4	1,278.9	1,333.4	1,492.7	1,623.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	18,253.6	20,693.5	21,700.8	23,774.1	24,594.3
유동부채	11,024.2	13,754.4	14,684.2	16,408.5	17,010.2
단기차입금	3,081.1	3,985.9	4,485.9	4,785.9	4,285.9
매출채무	2,495.1	3,537.3	3,766.6	4,469.4	5,075.9
유동성장기부채	790.8	1,593.2	1,493.2	1,293.2	993.2
비유동부채	7,229.4	6,939.1	7,016.5	7,365.6	7,584.0
사채	1,089.1	642.6	642.6	642.6	642.6
장기차입금(장기금융부채 포함)	3,974.1	3,885.2	3,806.5	3,676.5	3,481.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	11,889.5	12,234.3	12,717.2	13,584.5	14,813.0
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,928.3	1,932.4	1,932.4	1,932.4	1,932.4
기타자본	(1,179.3)	(1,163.1)	(1,163.1)	(1,163.1)	(1,163.1)
기타포괄이익누계액	688.9	746.7	746.7	746.7	746.7
이익잉여금	(81.6)	(80.6)	199.9	667.5	1,274.7
지배주주지분	1,480.2	1,559.2	1,839.8	2,307.4	2,914.6
비지배주주지분	10,409.3	10,675.1	10,877.4	11,277.1	11,898.4
*총차입금	9,344.0	10,379.6	10,718.5	10,742.7	9,794.5
*순차입금(순현금)	5,207.1	4,989.1	6,764.6	6,200.9	4,904.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	307.8	981.9	1,872.8	2,829.7	3,160.7
당기순이익	302.2	249.5	563.5	974.8	1,380.7
유형자산상각비	603.3	639.1	1,461.0	1,588.4	1,600.6
무형자산상각비	164.0	169.6	180.6	179.0	180.1
외환환산손실(이익)	(73.5)	73.5	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	1.2	21.6	(41.9)	(41.9)	(41.9)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(21.1)	(26.3)	0.0	0.0	0.0
운전차분변동	(1,052.6)	(697.5)	(301.5)	118.2	29.9
(법인세납부)	(348.7)	(264.5)	(541.4)	(936.6)	(1,326.6)
기타	733.0	816.9	552.5	947.8	1,337.9
투자활동으로인한현금흐름	(994.8)	(430.4)	(3,755.1)	(2,412.4)	(1,971.3)
유형자산증가(CAPEX)	(710.4)	(570.1)	(3,930.0)	(2,107.0)	(1,560.0)
유형자산감소	71.1	23.7	465.0	310.0	113.0
무형자산감소(증가)	(217.7)	(326.3)	(178.2)	(350.0)	(300.0)
투자자산감소(증가)	(206.9)	437.2	(65.7)	(170.5)	(142.3)
기타	69.1	5.1	(46.2)	(94.9)	(82.0)
FCF	(186.0)	883.9	(1,887.2)	491.4	1,404.2
재무활동으로인한현금흐름	573.9	700.0	267.2	(56.5)	(1,055.8)
차입금증가(감소)	1,079.6	1,011.1	338.9	24.2	(948.2)
자기주식처분(취득)	64.8	138.7	0.0	0.0	0.0
배당금	(125.1)	(147.0)	(71.7)	(80.7)	(107.5)
기타	(445.4)	(302.8)	0.0	0.0	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	132.2	132.2	132.2
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	278.0	(27.7)	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	164.9	1,223.8	(1,482.9)	493.0	265.9
기초현금	3,539.2	3,704.1	4,927.9	3,445.0	3,938.0
기말현금	3,704.1	4,927.9	3,445.0	3,938.0	4,203.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

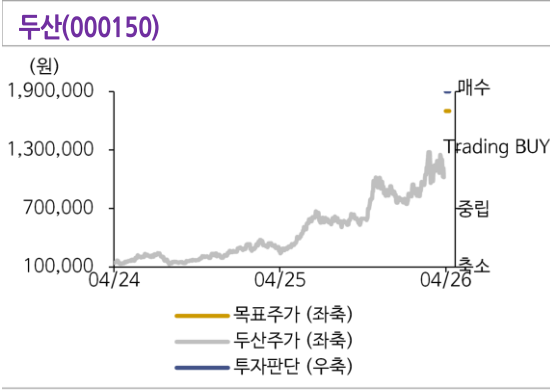
12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	18,132.9	19,784.1	21,066.3	24,997.0	28,389.2
증감률 (%)	(5.2)	9.1	6.5	18.7	13.6
매출원가	15,170.7	16,370.9	17,083.9	20,178.0	22,701.8
매출총이익	2,962.1	3,413.2	3,982.4	4,819.0	5,687.4
매출총이익률 (%)	16.3	17.3	18.9	19.3	20.0
판매관리비	1,958.4	2,350.5	2,458.1	2,605.6	2,788.0
영업이익	1,003.8	1,062.7	1,524.2	2,213.4	2,899.4
증감률 (%)	(30.1)	5.9	43.4	45.2	31.0
영업이익률 (%)	5.5	5.4	7.2	8.9	10.2
영업외손익	(410.8)	(572.5)	(419.3)	(302.0)	(192.1)
금융손익	(216.1)	(389.6)	(391.3)	(273.8)	(163.6)
기타영업외손익	(222.6)	(209.2)	(54.4)	(55.0)	(55.5)
중속 및 관계기업관련손익	27.9	26.3	26.5	26.8	27.1
세전계속사업이익	593.0	490.2	1,105.0	1,911.4	2,707.3
법인세비용	290.7	240.7	541.4	936.6	1,326.6
계속사업이익	302.2	249.5	563.5	974.8	1,380.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	302.2	249.5	563.5	974.8	1,380.7
증감률 (%)	11.1	(17.4)	125.9	73.0	41.6
순이익률 (%)	1.7	1.3	2.7	3.9	4.9
(지배주주)당기순이익	(226.2)	75.8	361.2	575.1	759.4
(비지배주주)당기순이익	528.4	173.7	202.3	399.7	621.3
총포괄이익	862.9	577.5	563.5	974.8	1,380.7
(지배주주)총포괄이익	(164.5)	133.8	130.6	225.9	319.9
(비지배주주)총포괄이익	1,027.3	443.7	433.0	748.9	1,060.8
EBITDA	1,771.0	1,871.4	3,165.8	3,980.9	4,680.2
증감률 (%)	(17.3)	5.7	69.2	25.7	17.6
EBITDA 이익률 (%)	9.8	9.5	15.0	15.9	16.5

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	13,706	10,866	25,806	45,008	63,754
EPS (지배순이익, 원)	(10,969)	2,737	16,210	26,052	34,284
BPS (자본총계, 원)	555,237	580,284	603,186	644,323	702,592
BPS (지배지분, 원)	69,123	73,954	87,260	109,440	138,239
DPS (원)	2,000	4,000	4,500	6,000	8,500
PER (당기순이익, 배)	18.6	71.9	41.5	23.8	16.8
PER (지배순이익, 배)	-	285.3	66.1	41.1	31.2
PBR (자본총계, 배)	0.5	1.3	1.8	1.7	1.5
PBR (지배지분, 배)	3.7	10.6	12.3	9.8	7.7
EV/EBITDA (배)	11.5	16.3	11.7	9.3	7.8
배당성향 (%)	(15.9)	94.6	22.3	18.7	20.0
배당수익률 (%)	0.8	0.5	0.4	0.6	0.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.8	9.5	15.0	15.9	16.5
영업이익률 (%)	5.5	5.4	7.2	8.9	10.2
순이익률 (%)	1.7	1.3	2.7	3.9	4.9
ROA (%)	1.0	0.8	1.7	2.7	3.6
ROE (지배순이익, %)	(14.6)	5.0	21.3	27.7	29.1
ROIC (%)	3.1	3.6	4.5	6.3	7.8
안정성					
부채비율 (%)	153.5	169.1	170.6	175.0	166.0
순차입금비율 (%)	43.8	40.8	53.2	45.6	33.1
현금비율 (%)	33.6	35.8	23.5	24.0	24.7
이자보상배율 (배)	2.0	2.1	2.9	4.1	5.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	20.1	16.2	15.5	14.7	14.2
재고자산회수기간 (일)	61.0	56.7	54.8	52.9	53.9
매출채권회수기간 (일)	34.1	36.9	42.5	41.9	43.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2026년 04월 06일	매수	1,700,000		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오강호, 서지범)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 03일 기준)

매수 (매수)	87.80%	Trading BUY (중립)	8.27%	중립 (중립)	3.94%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------