COMPANY UPDATE

2026. 2. 13

Tech팀

이종욱 팀장
jwstar.lee@samsung.com

김경빈 Research Associate
kyoungbeen.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

두산 (000150)

원재료가 인상에도 돋보이는 CCL 수익성

- 전자 BG 4Q25 영업이익 1,287억원 기록. 출하량 증가와 믹스 개선에 기인
- 2026년 베라루빈향 CCL 공급 기대감 지속, 2028년 이후 성장을 위한 추가 투자가 관건

WHAT'S THE STORY?

4Q25 전자BG OP 1,287억원: 4Q25 전자BG 매출액 5,567억원 (+27% q-q, +66% y-y), 영업이익 1,287억원 (OPM 23.1%)을 기록했다. 연말 재고조정이 있었으나 엔비디아 및 반도체향 CCL 매출의 성장과 함께 4Q 매출은 정상적으로 회복했다. 약 200억원의 일회성 상여금 비용을 제외한 정상화된 OPM은 약 27%로, T-글래스와 동박 등 원재료 가격 급등을 고려하면 예상보다 안정적인 수익성을 보여주었다. 하이엔드 비중 증가로 인한 믹스 개선 효과, 그리고 우호적인 환율 때문이라고 판단한다.

베라 루빈향 CCL 공급 기대감 증가: 보드 디자인과 CCL 스펙을 감안할 때 동사는 엔비디아 차세대 AI 가속기 플랫폼인 베라루빈의 컴퓨트 보드향 CCL을 독점적으로 공급할 가능성이 높다. 베라루빈 보드의 면적과 레이어 수가 모두 증가하는 만큼 보드당 CCL 컨텐츠의 증가가 예상된다. 이에 따라 신제품 CCL 공급이 본격화되는 3Q26부터 이익의 추가 개선이 가능할 전망이다.

추가적인 증설 계획이 관건: 27년 상반기까지 네트워크보드향 캐파를 약 50% 증설하며 27년까지의 매출 성장 가시성을 확보하였다. 약 2년간의 증설 기간을 고려하면, 28년 추가 성장을 위한 26년 증설 계획 발표 여부가 중요하다. 이는 기존 주요 고객인 엔비디아뿐 아니라 ASIC 고객으로의 확장을 의미한다.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	12,851	16,996	19,130	18,133
영업이익 (십억원)	921	1,126	1,436	1,004
순이익 (십억원)	649	(581)	272	302
EPS (adj) (원)	7,759	n/a	n/a	n/a
EPS (adj) growth (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA margin (%)	11.9	10.3	11.2	9.8
ROE (%)	10.9	(36.0)	(22.7)	(14.6)
P/E (adj) (배)	7.5	n/a	n/a	n/a
P/B (배)	0.6	0.7	0.9	1.0
EV/EBITDA (배)	8.4	8.1	6.5	9.0
Dividend yield (%)	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 두산, 삼성증권

▶ 종목 정보

Not Rated

목표주가	n/a
현재주가	973,000원
시가총액	15.8조원
주식수 (유동주식 비중)	16,193,835주 (42.8%)
52주 최저/최고	239,500원/1,018,000원
60일-평균거래대금	1,223.0억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
두산 (%)	26.4	74.4	210.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	5.8	0.7	43.5

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	Not Rated		
목표주가	n/a		
2025E EPS	0		
2026E EPS	n/a		

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	8
목표주가	1,292,500
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

잠재적 기업 인수와 자사주 소각: 동사는 지난 12월 17일 SK(주)로부터 SK실트론 인수 우선 협상 대상자로 선정되어 인수를 검토 중이다. 상반기 내 인수 절차가 마무리될 가능성이 높다고 생각된다. 또한 25년부터 3년간 매년 2%의 자기주식 소각을 포함한 주주환원정책을 발표했다. 자사주 잔여분 18%는 직원용 RSU 제외 처분하지 않을 것으로 발표했기 때문에 기업 인수용 자금과는 무관하다.

4분기 실적 결과

(십억원)	4Q25	4Q24	3Q25	증감 (%)	
				전년동기대비	전분기대비
매출액	5,686.7	5,199.8	4,452.4	9.4	27.7
영업이익	275.2	208.9	231.3	31.7	19.0
세전사업계속이익	-179.5	-19.2	167.7	적자지속	적자전환
순이익	-106.4	-45.1	111.5	적자지속	적자전환
이익률 (%)					
영업이익	4.8	4.0	5.2		
세전사업계속이익	-3.2	-0.4	3.8		
순이익	-1.9	-0.9	2.5		

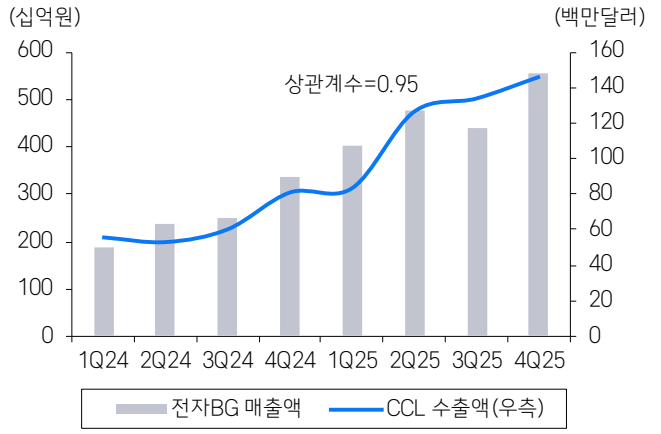
자료: 두산, 삼성증권

분기별 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	5,346	4,452	5,687	19,130	18,133	19,784
두산전자BG	187	235	250	336	403	476	440	557	752	1,007	1,876
두산에너빌리티	4,098	4,150	3,396	4,589	3,749	4,569	3,880	4,860	17,590	16,233	17,058
두산로보틱스	11	14	10	11	5	5	10	13	53	47	33
영업이익	348	337	110	209	198	358	231	275	1,436	1,004	1,063
영업이익률(%)	7.8	7.3	2.8	4.0	4.6	6.7	5.2	4.8	7.5	5.5	5.4

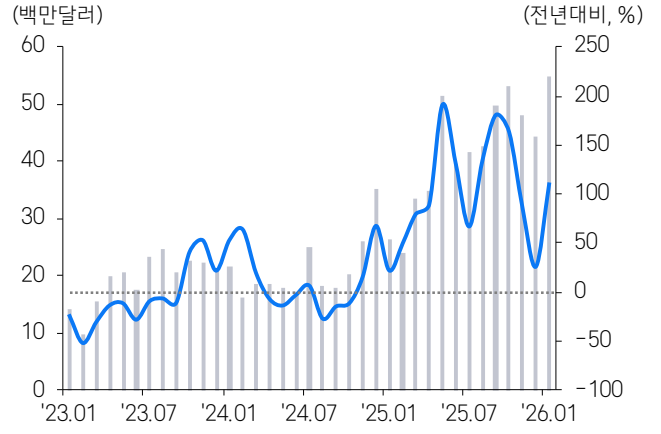
자료: 두산, 삼성증권

두산: 두산전자BG 매출액 vs CCL 수출액 추이



자료: 두산, Trass, 삼성증권

월별 CCL 수출액 추이



자료: Trass, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**11,429**	**12,851**	**16,996**	**19,130**	**18,133**
매출원가	9,948	10,645	14,158	15,885	15,171
매출총이익	**1,481**	**2,207**	**2,838**	**3,245**	**2,962**
(매출총이익률, %)	13.0	17.2	16.7	17.0	16.3
판매 및 일반관리비	1,501	1,286	1,712	1,809	1,958
영업이익	**(20)**	**921**	**1,126**	**1,436**	**1,004**
(영업이익률, %)	(0.2)	7.2	6.6	7.5	5.5
영업외손익	**(801)**	**(328)**	**(1,412)**	**(985)**	**(411)**
금융수익	544	749	808	664	1,330
금융비용	1,034	1,069	1,379	1,064	1,546
지분법손익	(6)	3	(343)	(42)	28
기타	(304)	(12)	(497)	(542)	(223)
세전이익	**(821)**	**593**	**(286)**	**451**	**593**
법인세	2	247	211	179	291
(법인세율, %)	(0.2)	41.7	(73.9)	39.7	49.0
계속사업이익	(823)	346	(497)	272	302
중단사업이익	(141)	303	(84)	0	0
순이익	**(964)**	**649**	**(581)**	**272**	**302**
(순이익률, %)	(8.4)	5.0	(3.4)	1.4	1.7
지배주주순이익	(553)	204	(696)	(388)	(226)
비지배주주순이익	(411)	445	115	660	528
EBITDA	665	1,534	1,744	2,141	1,771
(EBITDA 이익률, %)	5.8	11.9	10.3	11.2	9.8
EPS (지배주주)	n/a	7,759	n/a	n/a	n/a
EPS (연결기준)	n/a	24,690	n/a	10,353	11,499
수정 EPS (원)*	n/a	7,759	n/a	n/a	n/a

재무상태표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	**12,598**	**9,877**	**9,526**	**11,446**	**11,913**
현금 및 현금등가물	2,707	2,235	2,074	3,539	3,704
매출채권	2,256	1,160	1,895	1,666	1,718
재고자산	2,422	2,049	2,757	2,927	3,136
기타	5,213	4,432	2,800	3,314	3,354
비유동자산	**17,603**	**16,069**	**16,789**	**16,840**	**18,230**
투자자산	861	1,365	1,035	939	1,196
유형자산	6,984	5,947	6,273	6,509	7,013
무형자산	8,240	7,582	7,891	8,032	8,547
기타	1,517	1,175	1,590	1,360	1,474
자산총계	**30,201**	**25,946**	**26,315**	**28,287**	**30,143**
유동부채	**15,808**	**12,009**	**9,478**	**11,439**	**11,024**
매입채무	2,404	2,035	2,693	2,694	2,495
단기차입금	6,296	4,725	1,863	1,717	3,081
기타 유동부채	7,108	5,250	4,923	7,027	5,448
비유동부채	**6,627**	**5,526**	**6,539**	**5,641**	**7,229**
사채 및 장기차입금	3,329	2,660	3,742	2,935	4,403
기타 비유동부채	3,298	2,866	2,798	2,706	2,827
부채총계	**22,435**	**17,536**	**16,018**	**17,080**	**18,254**
지배주주지분	**1,660**	**2,078**	**1,791**	**1,624**	**1,480**
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,091	1,237	1,605	1,881	1,928
이익잉여금	1,159	1,383	669	208	(82)
기타	(714)	(666)	(607)	(589)	(490)
비지배주주지분	**6,106**	**6,332**	**8,507**	**9,583**	**10,409**
자본총계	**7,766**	**8,410**	**10,298**	**11,207**	**11,889**
순부채	9,685	6,188	5,275	4,060	5,207

현금흐름표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동에서의 현금흐름	**127**	**722**	**533**	**1,909**	**308**
당기순이익	(964)	649	(581)	272	302
현금유출입이없는 비용 및 수익	2,430	1,552	2,705	2,054	1,804
유형자산 감가상각비	490	436	456	548	603
무형자산 상각비	195	177	162	157	164
기타	1,745	939	2,087	1,350	1,037
영업활동 자산부채 변동	(719)	(588)	(683)	433	(1,053)
투자활동에서의 현금흐름	**(343)**	**(295)**	**(291)**	**(1,106)**	**(995)**
유형자산 증감	(301)	(291)	(665)	(571)	(639)
장단기금융자산의 증감	566	(327)	774	(68)	(63)
기타	(608)	324	(400)	(467)	(292)
재무활동에서의 현금흐름	**1,152**	**(1,036)**	**(482)**	**636**	**574**
차입금의 증가(감소)	147	(3,419)	(1,876)	185	1,406
자본금의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당금	(54)	(21)	(125)	(119)	(125)
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
현금증감	867	(473)	(161)	1,465	165
기초현금	1,841	2,708	2,235	2,074	3,539
기말현금	2,707	2,235	2,074	3,539	3,704
Gross cash flow	**1,466**	**2,201**	**2,124**	**2,326**	**2,107**
Free cash flow	**(440)**	**340**	**(167)**	**1,325**	**(403)**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
매출액	(36.3)	12.5	32.2	12.6	(5.2)
영업이익	적전	흑전	22.3	27.6	(30.1)
순이익	적전	흑전	적전	흑전	11.1
수정 EPS**	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	7,759	n/a	n/a	n/a
EPS (연결기준)	n/a	24,690	n/a	10,353	11,499
수정 EPS**	n/a	7,759	n/a	n/a	n/a
BPS	78,798	99,264	85,598	77,647	71,543
DPS (보통주)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuations (배)					
P/E***	n/a	7.5	n/a	n/a	n/a
P/B***	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0
EV/EBITDA	24.2	8.4	8.1	6.5	9.0
비율					
ROE (%)	(35.2)	10.9	(36.0)	(22.7)	(14.6)
ROA (%)	(3.2)	2.3	(2.2)	1.0	1.0
ROIC (%)	(0.1)	3.2	12.6	5.5	3.1
배당성향 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순부채비율 (%)	124.7	73.6	51.2	36.2	43.8
이자보상배율 (배)	(0.1)	2.5	3.1	3.1	2.0

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 두산, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 2월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 2월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2026/2/12
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.12.31 기준
매수(85.8%)·중립(14.2%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA