

두산 — 밥캣이 준 자리를 CCL이 채웠다

전자BG 영업이익 4배, 지배주주 순이익은 4년 만에 흑자

- 전자BG 영업이익 1,226억원 → 4,850억원(+295.6%), 두산밥캣은 8,714억원 → 6,861억원(-21.3%).
- 연결 영업이익 중 전자BG 비중이 12.2%에서 45.6%로 올랐다.
- EPS는 10년 중 7년이 마이너스였고 FY2025에 4년 만에 +4,230원으로 돌아섰다.

이익을 만드는 계열이 바뀌었다

FY2025 계열별 영업이익은 자체사업 **전자BG 4,850억원(+295.6%)**, 두산에너지 3,023억원(+24.1%), **두산밥캣 6,861억원(-21.3%)**이다. 밥캣에서 1,853억원이 빠진 자리를 전자BG가 3,624억원 늘려 메웠고, 그 결과 연결 영업이익은 1조 38억원에서 1조 627억원으로 **5.9% 늘었다**(표 2).

연결 영업이익에서 전자BG가 차지하는 비중은 12.2%에서 45.6%로 한 해 만에 세 배 이상 올랐다. 지주회사의 자체사업이 최대 자회사의 감소를 상쇄한 구조이며, AI 데이터센터용 CCL(동박적층판) 수요가 그 배경이다.

별도 실적이 이 사업의 마진을 보여준다. 2Q26 별도 매출 6,020억원(+34.6% YoY)에 영업이익 1,569억원(+90.4%)으로 **별도 영업이익률이 26.1%**다. 같은 분기 연결 영업이익률 8.7%의 세 배다.

10년 중 7년이 지배주주 적자였다

이 회사의 EPS 이력은 연결 손익과 자주 어긋난다. FY2018 -21,545원, FY2020 -46,190원, FY2022 -35,890원, FY2023 -21,823원, FY2024 -12,715원으로 **10년 중 7년이 마이너스**다. **FY2023-FY2024는 연결 순이익이 각각 2,721억원·3,022억원 흑자**인데도 **지배주주 기준으로는 적자**였다(표 1).

FY2025에 EPS가 **+4,230원**으로 돌아섰다. 발행주식수 1,619만주로 환산하면 지배주주 순이익은 약 **685억원**이며, 연결 순이익 2,495억원의 27.5%다. **지주회사라 자회사 이익의 상당 부분이 비지배주주에게 가므로, 연결 순이익 하나로 판단하면 주주 몫의 방향을 놓친다.**

2026년 상반기는 그 몫이 크게 늘었다. 2Q26 지배주주 순이익 3,551억원(**QoQ +808.2%**, YoY +351.8%), 상반기 누계 3,943억원(+285.8%)으로 **반기 만에 FY2025 연간(약 685억원)의 5.8배**다. 다만 2Q26 세전이익 8,096억원이 영업이익 4,884억원보다 **3,212억원 많다는 점**을 함께 봐야 한다 — 영업 밖 요인이 크게 작용했고 구성은 잠정 공시에 없다.

잔고는 50% 늘었고 배수는 분포 최상단이다

두산에너지빌리티 기말 수주잔고는 16조 6,747억원에서 **22조 9,106억원(+37.4%)**, 연결 차감 후 그룹 잔고는 16조 8,969억원에서 **25조 3,411억원(+50.0%)**이 됐다. 발전설비 축의 일감이 두껍게 쌓이는 구간이다(표 3).

밸류에이션은 **PER 281.56배, PBR 13.63배로 동종 63사·84사 중 둘 다 분포 최상단**이다. PER이 극단적인 이유는 분모인 지배주주 순이익이 685억원으로 작기 때문이며 — **시가총액 19조 2,869억원을 685억원으로 나눈 값**이다. 1H26처럼 지배주주 몫이 커지면 이 배수는 빠르게 내려간다.

자본배분은 안정적이다. 10년 공시에서 배당 3건·주식소각 1건으로 환원 4건이 모두 최근 3년에 있고(최근 2026-07-23) **희석 공시는 0건**이다. 12개 위험신호도 전부 꺼져 있고 표시점수는 98점·등급 A+다.

국면 판단

자체사업이 이익 축 주주 몫 회복 초입

현재주가 (26/08/07)

1,191,000원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

지배주주 순이익 (FY2025 약 685억원)

Key Data

시가총액	19.3조원
발행주식수(보통주)	0.16억주(1,619만주)
PER / PBR	281.6배 / 13.6배(둘 다 최상단)
외국인 / 공매도 잔고	20.3% / 0.1%
업종	전기·전자(지주)
위험신호 / 표시점수	0건 / 98점 A+

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출액(억원)	191,301	181,329	197,841	106,175
영업이익(억원)	14,363	10,038	10,627	8,307
영업이익률(%)	7.51	5.54	5.37	7.82
연결 순이익(억원)	2,721	3,022	2,495	6,371
EPS(원)	-21,823	-12,715	+4,230	주p
지배주주 순이익(억원)	적자	적자	약 685	3,943
영업활동현금흐름(억원)	19,087	3,078	9,819	주p
자기자본(억원)	112,067	118,895	122,343	주p
현금전환주기(일)	37.2	50.1	30.3	주p

지배주주 순이익은 EPS×발행주식수 산출값. 7/27 연결 잠정치(감사 전). 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 1. 연결 흑자, 주주 몫 적자 (단위: 억원, 원)

구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025
영업이익	-508	9,211	11,260	14,363	10,038	10,627
연결 순이익	-7,480	6,488	-5,812	+2,721	+3,022	+2,495
EPS(원)	-46,190	+40,065	-35,890	-21,823	-12,715	+4,230
FY2023-FY2024는 연결 순이익이 흑자인데 지배주주 기준으로는 적자였다 — 10년 중 7년이 EPS 마이너스						
2026년	1Q 지배주주 391 · 2Q 3,551(QoQ +808.2%) · 1H 3,943(+285.8%) = FY2025 연간의 5.8배					
2Q26 세전-영업 차	세전 8,096 - 영업 4,884 = +3,212억원 — 영업 밖 요인이 크게 작용					

주: 지배주주 순이익은 EPS×발행주식수(1,619만주) 산출값이며 자기주식 등으로 실제와 차이가 날 수 있다. 2Q26 세전이익이 영업이익보다 큰 요인은 잠정 공시에 구성이 없어 특정하지 않았다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260727800362)·분기보고서(2026.03, 20260515001456)

표 2. 계열별 영업이익 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감	2025 비중
전자BG(자체사업)	1,226	4,850	+295.6%	45.6%
두산에너지빌리티	2,436	3,023	+24.1%	28.4%
두산밥캣	8,714	6,861	-21.3%	64.6%
세 계열 합	12,376	14,734	+19.1%	-
연결 영업이익	10,038	10,627	+5.9%	100%
별도(자체사업) — 2Q26 매출 6,020억(+34.6% YoY) · 영업이익 1,569억(+90.4%) · 별도 영업이익률 26.1%(연결 8.7%의 3배)				

주: 비중은 연결 영업이익 대비이며 세 계열 합(14,734억원)이 연결(10,627억원)을 넘어 합이 100%를 초과한다 — 차액 4,107억원은 지주 비용과 내부거래 제거분이다. 밥캣에서 빠진 1,853억원을 전자BG가 3,624억원 늘려 메웠다. 자료: 사업보고서(2025.12) 계열별 실적

표 3. 수주잔고와 밸류에이션 (단위: 억원)

구분	2024	2025	증감
두산에너지빌리티 기말 수주잔고	166,747	229,106	+37.4%
연결 차감 후 그룹 잔고	168,969	253,411	+50.0%
밸류에이션 — 분모가 작아 배수가 극단으로 나온다			
PER	281.56배 (동종 중앙값 7.66, P90 32.77, 63사) = 시총 192,869억 ÷ 지배주주 순이익 685억		
PBR	13.63배 (동종 중앙값 0.51, P90 2.04, 84사)		
자본배분 — 10년 환원 4건(배당 3 · 소각 1, 전부 최근 3년, 최근 2026-07-23) · 희석 0건			

주: PER이 극단적인 것은 분모인 지배주주 순이익이 685억원으로 작기 때문이다 — 1H26처럼 주주 몫이 커지면 배수는 빠르게 내려간다. 잔고의 인도 시점별 분포가 공시되지 않아 연도별 매출 전환 속도는 산출하지 않았다. 공시 건수는 빈도이며 금액 규모가 아니다. 자료: 사업보고서(2025.12) 수주상황, 10년 공시 이력, KRX 시세(2026-08-07)

점점 지표

1순위는 지배주주 순이익이다. FY2025 약 685억원은 연결 순이익 2,495억원의 27.5%이며 EPS가 10년 중 7년 마이너스였던 회사이므로, 연결 숫자로 판단하면 주주 몫의 방향을 놓친다. 1H26 3,943억원이 하반기에도 유지되는지가 PER 281.56배의 분모를 바꾼다. 다만 2Q26은 세전이익이 영업이익보다 3,212억원 컸으므로 그 요인이 반복 가능한지 확인한다. 전자BG 영업이익 4,850억원(비중 45.6%)이 이어지는지, 두산밥캣 -21.3%가 반등하는지를 계열별 실적에서 본다. 그룹 수주잔고 25조 3,411억원(+50.0%)은 발전설비 축의 일감이므로 두산에너지빌리티 실적과 함께 확인한다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260515001456) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260727800362).

한계: ① 2Q26은 감사 전 잠정치다. ② 지배주주 순이익은 EPS×발행주식수 산출값이라 실제와 차이가 날 수 있다. ③ 2Q26 세전이익이 영업이익보다 큰 요인이 공시에서 분리되지 않아 특정하지 않았다. ④ 세 계열 외 나머지 계열 손익이 수집 범위에 없어 연결과의 차액 4,107억원을 지주 비용과 내부거래로 나누지 않았다. ⑤ 전자BG의 제품별 매출·단가가 공시 범위에 없어 성장의 요인을 분해하지 않았다. ⑥ 수주잔고의 인도 시점 분포가 없어 연도별 전환 속도를 산출하지 않았다.