

4월의 일타 종목

feat. DS투자증권



Top Picks

디케이티 290550

비에이치 090460

두산퓨얼셀 336260

두산 000150

파미셀 005690

DS투자증권 미드스몰캡팀

김수현 미드스몰캡·비상장·지주회사
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

조대형 미드스몰캡·비상장·IT·전기전자
02-709-2654
dh.cho@ds-sec.co.kr

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

Con- tents



4월의 일타종목

03

Top Picks: 디케이티, 비에이치, 두산퓨얼셀, 두산, 파미셀

기업분석

04

✓디케이티 290550 도약 임박	04
✓비에이치 090460 로봇으로 성장 임박	10
✓두산퓨얼셀 336260 눈앞에 다가온 글로벌 성과	13
씨에스베어링 297090 기를 모으는 중	16
✓두산 000150 모멘텀, 실적, 밸류에이션의 트리플 크라운	19
✓파미셀 005690 폭발적 성장 + 두산의 캐파 증설 가능성	24

4월의 일타종목

Top Picks: 디케이티, 비에이치, 두산퓨얼셀, 두산, 파미셀

1) **디케이티**: 동사의 FPCA와 무선충전 모듈이 휴머노이드 로봇 시장으로 전방을 다변화 할 가능성이 높다는 판단이다. 특히 충전 모듈은 PoC를 앞두고 있어 하반기 양산이 기대된다. OLED 적용처 확대에 따른 기존 사업도 실적 성장이 기대된다. 26년 하반기 태블릿 한 개 기종을 시작으로 양산이 예상되며 OLED 적용 차종 확대에 따른 실적 성장도 기대된다.

2) **비에이치**: 휴머노이드 관절 모듈 배선 효율화를 위해 FPCB 탑재가 예상되며 동사에게 기회가 찾아올 가능성이 높다고 판단된다. 아이폰17 시리즈의 롱테일 수요로 실적도 우려 대비 양호하다. 1Q26F 실적은 매출액 3,801억원과 영업이익 64억원으로 컨센서스 상회를 전망하며 3분기 출시가 예상되는 폴더블로 실적 레벨업을 기대한다. 적자를 이어갔던 IT OLED용 HDI 기판도 적자 축소가 기대된다. 전 사업부 증익에 따른 큰 폭의 증익이 예상되며 모멘텀도 풍부하다는 판단이다.

3) **두산퓨얼셀**: 1분기 영업적자 폭이 축소될 것으로 예상되는 가운데 SOFC 수출이 80%까지 개선되며 비용 부담이 완화되고 있다. 국내 수소입찰 시장의 의무공급 물량 축소라는 우려가 있으나 미국과 유럽 등 해외 시장에서의 수주 성과가 가시화되고 있다는 점이 긍정적이다. 일회성 비용 해소와 글로벌 시장 진출 본격화에 따른 주가 상승이 기대되는 시점이라 판단한다.

4) **두산**: 이번 두산과 실트론 간의 달은 100% 인수로 본 계약이 체결될 전망이다. 이는 1) 빠른 시너지 극대화, 2) 완전한 독립 경영 체제의 지배구조 완결에 대한 필요성, 3) 자금 조달 여력 확보 등에 기인한 것으로 판단된다. 실트론의 연간 EBITDA는 8천억~1조원 이상으로 구조적 레벨업이 예상된다. 추정하는 실트론의 인수 가격은 EV/EBITDA 기준 7배 초반으로 글로벌 웨이퍼 기업 평균 대비 상당히 낮은 수준이며 올해 실트론의 이익 성장률이 글로벌 업체들을 압도하는 만큼 달 성공은 주가 리레이팅 요인이다.

5) **파미셀**: GB200에서 GB300 전환의 물량 증가 효과가 지속되고 있으며 올해 1분기에 그 강도는 훨씬 높은 것으로 추정된다. 월평균 두산 전자 BG향 매출은 25년 50억에서 26년 상반기 기준 월 90억원으로 연초부터 폭발적 성장이 예상된다. 하반기 베라루빈 출시로 인해 매출 증가율은 더욱 높아질 전망이다. 특히 수익성 측면에서 레진 대비 50% 높은 경제화 매출이 증가하면서 전체 수익성 개선으로 이어질 전망이다. 단기적으로 두산의 추가 증설이 결정될 경우 가장 베타가 큰 종목이라고 판단된다.

미드스몰캡팀

김수현 미드스몰캡·비상장·지주회사
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

조대형 IT·전기전자·미드스몰캡
02-709-2654
dh.cho@ds-sec.co.kr

2026.04.16

Top Picks

디케이티 290550

투자의견	매수
목표주가(신규)	34,000원
상승여력	52.8%

비에이치 090460

투자의견	매수
목표주가(유지)	37,000원
상승여력	54.5%

두산퓨얼셀 336260

투자의견	매수
목표주가(상향)	56,000원
상승여력	27.6%

두산 000150

투자의견	매수
목표주가(유지)	2,000,000원
상승여력	47.3%

파미셀 005690

투자의견	매수
목표주가(유지)	25,000원
상승여력	39.7%

디케이티 290550

도약 임박

로봇으로 시작될 리레이팅

휴머노이드 기업들의 양산 시점이 다가오면서 밸류체인들이 하나씩 구체화되고 있다. 기존 중화권 중심으로 편성되어 있던 공급망에서 중국 기업들을 배제하려는 과정 속 국내 기업 및 동사의 수혜가 기대된다. 동사의 FPCA와 무선충전모듈이 휴머노이드 로봇이라는 시장으로 전망을 다변화 할 가능성이 높다는 판단이다. 휴머노이드 고객사와의 충전 모듈 PoC를 앞두고 있는 것으로 파악된다. 샘플 공급을 통한 양산 적용을 논의하게 될 것으로 파악되며 하반기 양산 매출 반응을 기대한다. 꾸준히 늘어나는 전장 고객사에 휴머노이드가 더해지며 리레이팅의 요소로 작용할 전망이다.

OLED 적용처 확대에 따라 기존 사업도 좋다

디스플레이의 전력 효율성을 높이기 위해 OLED 패널의 채택은 증가할 수 밖에 없다는 판단이다. LCD 대비 평균 30% 적게 전력을 소모하기 때문에 태블릿과 노트북에서의 OLED 채택은 확대될 전망이다. 26년 하반기 북미 고객사의 태블릿 한 개 기종을 시작으로 동사의 IT OLED 양산도 본격화된다. 27년은 노트북 한 개 기종이 추가될 전망이며 28년에는 총 4개까지 적용 기종이 확대된다. 중장기적 우상향이 기대된다. OLED 적용 차종도 확산되는 추세다. 28년까지 총 3,300억원의 수주 잔고를 확보했다. 27년부터 매출액 기준 1,000억원 이상의 실적을 더해주는 사업이 될 전망이다.

목표주가 34,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수'와 목표주가 34,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 27년 예상 EPS 2,238원에 PER 배수 15배를 적용해 산출했다. 작년부터 이어지고 있는 선제적인 투자는 로봇 등으로 전망을 다변화하기 위함이며 27년에 더 큰 수익성으로 돌아올 예정이다. 27F 매출액 7,040억원(+36.4% YoY)와 영업이익 467억원(+119.7% YoY, OPM 6.6%)을 전망한다. 로봇으로 인해 추가될 실적은 추정치에 반영하지 않았다. 로봇용 제품들의 매출 반영으로 탑라인과 수익성 추정치 모두 상향될 가능성은 상존하며 리레이팅도 동반될 것으로 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	280	403	426	516	704
영업이익	15	23	22	21	47
영업이익률(%)	5.2	5.7	5.1	4.1	6.6
세전이익	9	36	29	31	56
지배주주지분순이익	4	27	23	26	45
EPS(원)	234	1,344	1,159	1,291	2,238
증감률(%)	-80.4	473.5	-13.8	11.4	73.3
ROE(%)	3.8	17.1	12.1	12.0	17.8
PER (배)	36.0	5.9	5.9	17.2	9.9
PBR (배)	1.2	0.9	0.7	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	7.2	4.2	4.0	9.8	6.1

자료: 디케이티, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

조대형 IT·전기전자·미드스몰캡

02-709-2654

dh.cho@ds-sec.co.kr

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장

02-709-2650

seankim@ds-sec.co.kr

2026.04.16

매수

목표주가(신규)	34,000원
현재주가(04/15)	22,250원
상승여력	52.8%

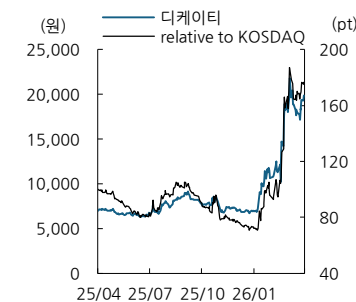
Stock Data

KOSDAQ	1,152.4pt
시가총액(보통주)	445십억원
발행주식수	20,001천주
액면가	500원
자본금	10십억원
60일 평균거래량	963천주
60일 평균거래대금	13,244백만원
외국인 지분율	5.8%
52주 최고가	22,850원
52주 최저가	5,990원
주요주주	
비에이치(외 3인)	50.5%
디케이티우리사주(외 1인)	0.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	20.0	20.1
3M	218.8	197.6
6M	183.4	150.2

주가차트



휴머노이드에서의 존재감 확대로 시작될 리레이팅

휴머노이드 양산을 앞두고
탈중국 공급망 구축에 따른
국내 기업 수혜 기대

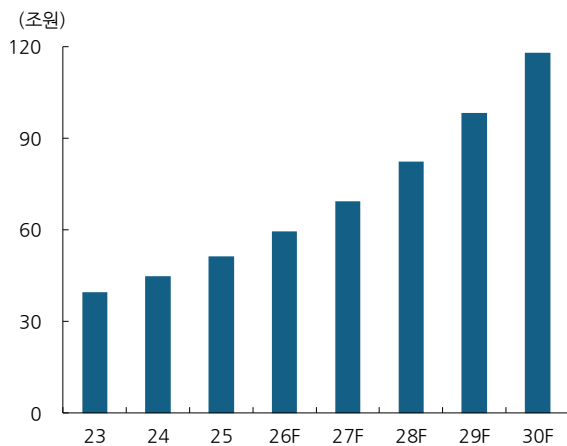
글로벌 휴머노이드 로봇 기업들의 양산 목표 시점이 다가오면서 밸류체인들이 하나씩 구체화되는 모습이 감지된다. 기존 공급망은 중화권 중심으로 편성되어 있었으나 중국 기업을 배제하려는 움직임 속 동사의 수혜가 기대된다. 디케이티의 FPCA와 무선충전모듈이 휴머노이드 로봇이라는 시장으로 전방을 다변화 할 가능성이 높다는 판단이다.

휴머노이드 로봇의 DoF(자유도)를 높이기 위해서는 더 많은 액추에이터가 필요하고 복잡해진 모듈 내 배선을 효율화 하기 위해서는 FPCB가 사용되어야 한다. 기존 휴머노이드용 FPCB는 중화권 기업 중심의 밸류체인으로 탈중국 공급망 구축 과정에서 국내 기업들의 수혜가 기대된다. 세대를 거듭할수록 정교한 움직임을 위해 휴머노이드의 분산제어 구조는 세분화 될 예정이고 이에 탑재되는 FPCB의 개수도 증가할 것으로 전망된다.

충전 모듈 사업도 전장에
더해 로봇으로 전방 다변화
하며 리레이팅 기대

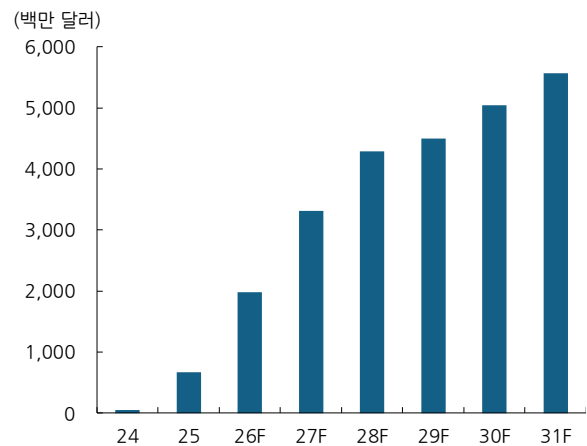
BH EVS를 통해 공급되는 충전 모듈도 휴머노이드 고객사와의 PoC를 앞두고 있는 것으로 파악된다. 샘플 공급을 통한 양산 적용을 논의하게 될 것으로 파악되며 하반기 양산 매출 반영을 기대한다. 꾸준히 늘어나는 전장 고객사에 휴머노이드가 더해지며 리레이팅의 요소로 작용할 전망이다.

그림1 로봇틱스 시장 전망



자료: Markets and Markets, DS투자증권 리서치센터

그림2 휴머노이드 관절 액추에이터 시장 전망



자료: Counterpoint Research, DS투자증권 리서치센터

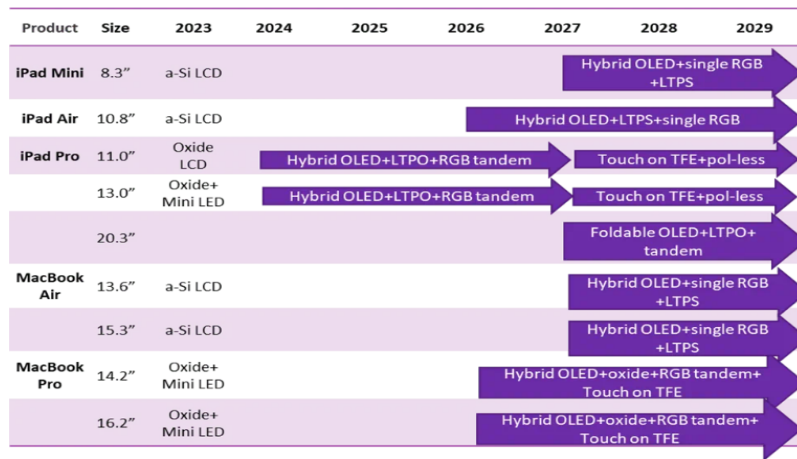
OLED 적용 확대는 정해진 수순

세트 내 전력효율성 제고를 위해 OLED 탑재는 확대될 전망

AI를 활용한 서비스는 많은 양의 연산이 반복적으로 수행되는 구조이기에 많은 전력 소모량이 동반된다. 따라서 한정된 배터리 용량의 IT 디바이스 내에서 AI 기능 탑재를 확대하기 위해서는 전력 효율성을 제고하는 방안이 동반되어야 한다.

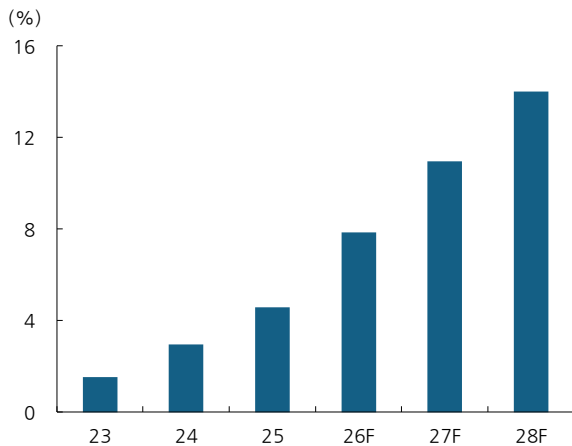
디바이스 내에서 가장 많은 전력을 소비하는 디스플레이의 전력 효율성을 높이기 위해 OLED 패널의 채택은 증가할 수 밖에 없다는 판단이다. OLED는 LCD 대비 평균적으로 30% 적게 전력을 소모하기 때문에 태블릿과 노트북에서의 OLED 채택은 확대될 전망이다.

그림3 OLED 확대 로드맵



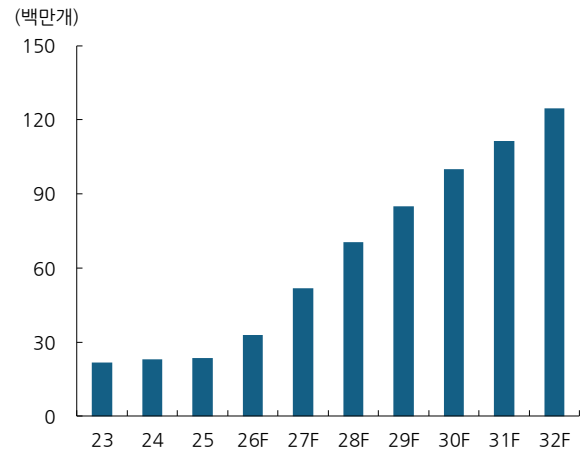
자료: Omdia, DS투자증권 리서치센터

그림4 IT 디바이스 내 OLED 침투율 전망



자료: Omdia, DS투자증권 리서치센터

그림5 폴더블 OLED 출하량 전망



자료: Omdia, DS투자증권 리서치센터

**IT 디바이스 내 OLED
침투 확대는 동사에게
직수혜**

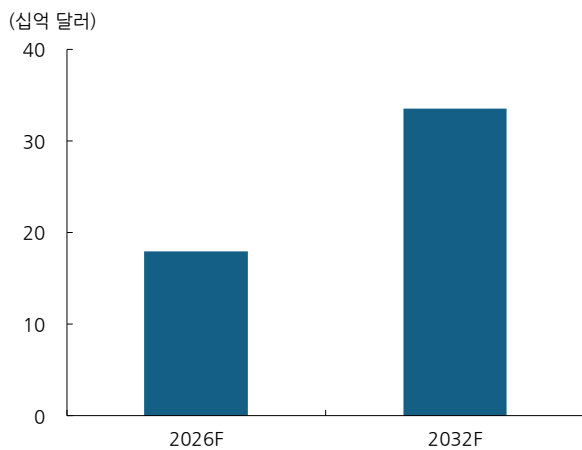
당초 계획보다는 다소 지연되었으나 세트에서의 OLED 채택 확대로 동사의 실적 성장을 전망한다. 26년 하반기 북미 고객사의 태블릿 한 개 기종을 시작으로 본격 양산이 전망된다. 27년은 노트북 한 개 기종이 추가되며 총 두 개 기종에 대한 양산 적용이 기대된다. 고객사의 OLED 확대 로드맵에 맞춰 28년에는 총 4개까지 적용 기종이 확대될 전망으로 중장기적 우상향이 기대된다.

태블릿과 노트북으로의 OLED 적용은 동사에게 단순 적용처 확대 그 이상의 의미가 있다. 실장하는 부품의 개수가 증가하며 점수로 환산되는 실장 점수 또한 증가한다. IT OLED용 FPCA는 실장하는 부품의 수와 실장 난이도가 기존 모바일용 FPCA 대비 상승하기에 실장 점수 역시 모바일용 대비 높을 수 밖에 없는 구조다. 이에 IT OLED용 제품의 판가 역시 스마트폰용 대비 높은 것으로 추정되며 IT OLED 비중 확대에 믹스 개선에 따른 수익성 개선을 기대해 볼 수 있다.

**OLED 적용 차종도 증가
추세. 28년까지 3,300억원
수준의 수주 잔고 확보**

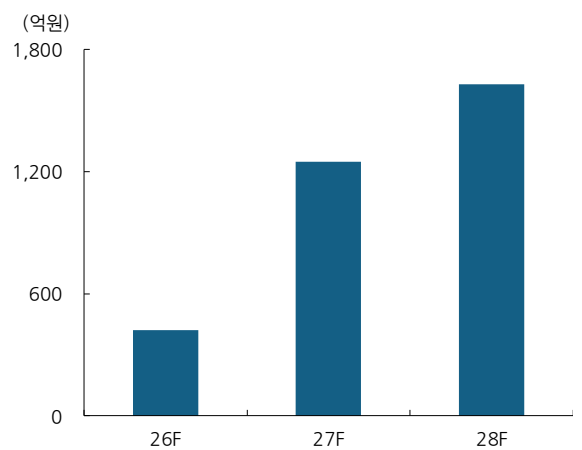
일부 차종 중심으로만 적용됐던 전장 OLED 적용 차종도 확산되는 추세다. 26년 420억원 수준의 수주 잔고가 매출에 반영될 것으로 예상되며 28년까지 총 3,300억원의 수주 잔고를 확보했다. 11월부터는 북미 전기차 기업향으로의 양산도 본격 반영되며 27년부터 매출액 기준 1,000억원 이상의 실적을 더해주는 사업이 될 전망이다.

그림6 전장용 OLED 시장 전망



자료: Research and Markets, DS투자증권 리서치센터

그림7 Auto OLED 수주 잔고 현황



자료: 디케이티, DS투자증권 리서치센터

실적 전망 및 밸류에이션

투자의견 ‘매수’ 및
 목표주가 34,000원으로
 커버리지 개시

투자의견 ‘매수’와 목표주가 34,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 27년
 예상 EPS에 로봇으로의 전망 다변화가 기대되는 점을 고려하여 통상적 IT 기업의
 PER 배수에 50%를 할증한 15배를 적용해 산출했다. 작년부터 이어지고 있는 투자
 에 따라 26년까지 수익성 개선은 제한적일 전망이다. 다만 선제적인 투자는 로봇 등
 으로 전망을 다변화하기 위함이며 27년 더 큰 수익성으로 돌아올 예정이다.

27F 매출액 7,040억원(+36.4% YoY)와 영업이익 467억원(+119.7% YoY, OPM
 6.6%)을 전망한다. 로봇으로 인해 추가될 실적은 추정치에 반영하지 않았다. 상대적
 으로 단가가 높을 것으로 추정되는 로봇용 제품들의 매출 반영으로 탑라인과 수익성
 추정치 모두 상향될 가능성은 상존하며 리레이팅도 동반될 것으로 기대한다.

표1 디케이티 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	86.4	118.8	105.8	114.8	113.7	133.6	129.1	139.7	425.8	516.1	704.0
YoY	-25.3%	10.3%	29.5%	16.9%	31.6%	12.5%	22.1%	21.7%	5.6%	21.2%	36.4%
1. OLED	52.5	70.4	60.0	61.5	65.9	73.4	69.0	69.5	244.4	277.8	335.9
YoY	-31.3%	-9.2%	19.8%	4.2%	25.5%	4.3%	15.0%	13.0%	-7.1%	13.7%	20.9%
2. Battery	13.0	19.2	14.2	18.0	17.0	20.2	16.4	20.4	64.4	74.0	87.5
YoY	-51.9%	18.5%	27.9%	12.5%	30.8%	5.2%	15.5%	13.3%	-8.4%	14.9%	18.2%
3. Automotive	20.9	29.1	31.5	35.5	30.8	40.0	43.7	49.8	117.0	164.3	280.7
YoY	69.9%	107.9%	53.7%	53.0%	47.5%	37.5%	38.7%	40.3%	67.1%	40.5%	70.8%
영업이익	2.5	8.2	4.8	6.1	3.5	7.0	5.3	5.5	21.6	21.3	46.7
YoY	-68.0%	8.4%	-4.4%	118.3%	41.0%	-14.9%	10.6%	-9.8%	-6.2%	-1.5%	119.7%
영업이익률	2.8%	6.9%	4.5%	5.3%	3.1%	5.2%	4.1%	3.9%	5.1%	4.1%	6.6%
순이익	4.2	6.0	5.1	8.0	6.1	7.8	6.7	5.2	23.2	25.9	44.8
YoY	-60.3%	-12.2%	27.1%	42.2%	47.0%	30.7%	32.1%	-34.3%	-13.5%	11.4%	73.2%
순이익률	4.8%	5.0%	4.8%	7.0%	5.4%	5.8%	5.2%	3.8%	5.5%	5.0%	6.4%

자료: 디케이티, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 적정주가 산출 테이블

구분	단위	내용
순이익	십억원	44.8
주식 수	백만주	20.0
EPS	원	2,238
Target PER	배	15.0
목표주가	원	34,000
현재주가	원	22,250
상승여력	%	52.8

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

[디케이티 290550]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	137	164	182	184	226	매출액	280	403	426	516	704
현금 및 현금성자산	36	68	57	57	82	매출원가	253	366	387	474	628
매출채권 및 기타채권	44	58	68	68	68	매출총이익	27	37	38	42	76
재고자산	29	34	50	51	69	판매비 및 관리비	12	14	17	20	29
기타	27	4	7	7	7	영업이익	15	23	22	21	47
비유동자산	103	122	138	168	192	(EBITDA)	24	35	35	46	69
관계기업투자등	27	32	41	49	67	금융손익	1	3	0	1	0
유형자산	32	49	65	82	76	이자비용	3	2	2	6	6
무형자산	6	6	7	7	8	관계기업등 투자손익	-6	12	7	9	9
자산총계	239	286	320	352	418	기타영업외손익	-1	-3	0	0	0
유동부채	104	98	110	117	138	세전계속사업이익	9	36	29	31	56
매입채무 및 기타채무	34	44	53	59	80	계속사업법인세비용	4	9	6	5	11
단기금융부채	67	51	55	55	55	계속사업이익	4	27	23	26	45
기타유동부채	3	2	2	2	2	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	3	6	6	6	6	당기순이익	4	27	23	26	45
장기금융부채	3	6	6	6	6	지배주주	4	27	23	26	45
기타비유동부채	0	0	0	0	0	총포괄이익	5	33	21	26	45
부채총계	107	104	117	123	144	매출총이익률 (%)	9.6	9.2	9.0	8.1	10.8
지배주주지분	132	182	203	229	273	영업이익률 (%)	5.2	5.7	5.1	4.1	6.6
자본금	9	10	10	10	10	EBITDA마진률 (%)	8.4	8.8	8.2	8.8	9.9
자본잉여금	56	72	72	72	72	당기순이익률 (%)	1.6	6.7	5.4	5.0	6.4
이익잉여금	63	90	113	139	184	ROA (%)	2.0	10.2	7.7	7.7	11.6
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	3.8	17.1	12.1	12.0	17.8
자본총계	132	182	203	229	273	ROIC (%)	7.8	13.4	11.3	10.3	20.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	12	29	5	42	51	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	4	27	23	26	45	P/E	36.0	5.9	5.9	17.2	9.9
비현금수익비용가감	20	11	12	10	3	P/B	1.2	0.9	0.7	1.9	1.6
유형자산감가상각비	9	12	13	24	22	P/S	0.6	0.4	0.3	0.9	0.6
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.2	4.2	4.0	9.8	6.1
기타현금수익비용	11	-1	-1	-31	-37	P/CF	6.4	4.1	3.9	12.3	9.3
영업활동 자산부채변동	-9	-6	-26	5	3	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-14	-10	-12	0	0	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-9	-1	-17	-1	-18	매출액	-22.9	43.9	5.6	21.2	36.4
매입채무 증가(감소)	20	5	4	6	21	영업이익	-30.7	57.2	-6.5	-1.4	119.7
기타자산 부채변동	-5	1	-1	0	0	세전이익	-65.0	305.8	-19.3	5.9	81.3
투자활동 현금	-14	3	-19	-41	-27	당기순이익	-77.7	514.4	-13.8	11.4	73.3
유형자산처분(취득)	-12	-24	-23	-40	-17	EPS	-80.4	473.5	-13.8	11.4	73.3
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-5	1	-1	0	-9	부채비율	80.8	57.2	57.6	53.8	52.8
기타투자활동	4	26	6	0	0	유동비율	131.4	167.6	164.8	157.5	163.9
재무활동 현금	9	-2	3	0	0	순차입금/자기자본(x)	9.3	-5.9	1.6	1.0	-8.0
차입금의 증가(감소)	9	-2	3	0	0	영업이익/금융비용(x)	5.4	10.0	9.2	3.5	7.3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	70	57	62	62	62
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	12	-11	3	2	-22
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	7	32	-12	1	24	EPS	234	1,344	1,159	1,291	2,238
기초현금	29	36	68	57	57	BPS	7,094	9,087	10,140	11,431	13,669
기말현금	36	68	57	57	82	SPS	15,010	20,166	21,288	25,803	35,195
NOPLAT	7	17	17	18	38	CFPS	1,325	1,917	1,763	1,816	2,392
FCF	2	36	-10	1	24	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 디케이티, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

표2 비에이치 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	332.4	389.7	562.5	508.0	380.1	396.7	633.6	571.3	1,792.7	1,981.7	2,290.4
YoY	11.2%	-16.8%	12.7%	4.1%	14.3%	1.8%	12.6%	12.5%	2.2%	10.5%	15.6%
1. FPCB	242.9	297.0	477.6	429.3	286.5	302.7	540.2	482.5	1,446.8	1,611.9	1,884.4
YoY	16.6%	-20.4%	14.5%	5.9%	18.0%	1.9%	13.1%	12.4%	3.1%	11.4%	16.9%
2. 전장	89.5	92.8	84.8	78.7	93.5	94.1	93.4	88.8	345.8	369.8	406.0
YoY	-1.2%	-2.5%	3.2%	-4.7%	4.5%	1.4%	10.1%	12.8%	-1.3%	6.9%	9.8%
영업이익	-25.4	16.0	34.5	28.8	6.4	16.1	61.8	49.5	54.0	133.9	164.5
YoY	적전	-48.8%	-34.4%	흑전	흑전	0.4%	79.3%	71.9%	-38.0%	148.0%	22.8%
영업이익률	-7.6%	4.1%	6.1%	5.7%	1.7%	4.1%	9.8%	8.7%	3.0%	6.8%	7.2%

자료: 비에이치, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 비에이치 1Q26F 실적 vs. 컨센서스

(십억원, %)	1Q26F DS 추정치	YoY	QoQ	1Q26F 컨센서스	차이(%)
매출액	380.1	14.3	-25.2	371.2	2.4
영업이익	6.4	흑전	-77.8	6.3	1.6

자료: 비에이치, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 비에이치 연간 실적 전망 변경

십억원	변경 전	변경 후	Change(%)
	2026F	2026F	2026F
매출액	1,917.1	1,981.7	3.4
영업이익	97.0	133.9	38.0

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표5 적정주가 산출 테이블

구분	단위	내용
순이익	십억원	108.0
주식 수	백만주	33.7
EPS	원	3,487
Target PER	배	10.7
목표주가	원	37,000
현재주가	원	23,950
상승여력	%	54.5

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

[비에이치 090460]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	575	752	751	858	972	매출액	1,592	1,754	1,793	1,982	2,290
현금 및 현금성자산	139	227	256	321	368	매출원가	1,436	1,588	1,645	1,760	2,025
매출채권 및 기타채권	206	247	231	256	295	매출총이익	156	166	148	222	265
재고자산	137	171	157	174	201	판매비 및 관리비	71	79	94	88	101
기타	93	107	107	107	107	영업이익	85	87	54	134	164
비유동자산	514	568	566	589	638	(EBITDA)	137	146	127	207	240
관계기업투자등	79	85	87	96	111	금융손익	6	13	-13	-12	-9
유형자산	272	320	310	306	310	이자비용	10	13	23	21	18
무형자산	128	130	137	150	175	관계기업등 투자손익	4	3	5	5	5
자산총계	1,089	1,320	1,318	1,447	1,610	기타영업외손익	2	3	6	6	6
유동부채	419	472	437	462	502	세전계속사업이익	97	105	52	132	166
매입채무 및 기타채무	190	270	235	260	301	계속사업법인세비용	12	28	12	24	33
단기금융부채	195	161	161	161	161	계속사업이익	85	78	41	108	133
기타유동부채	34	41	41	41	41	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	20	107	107	107	108	당기순이익	85	78	41	108	133
장기금융부채	4	88	88	88	88	지배주주	91	67	41	108	133
기타비유동부채	15	19	19	19	20	총포괄이익	80	107	41	108	133
부채총계	439	579	544	569	610	매출총이익률 (%)	9.8	9.5	8.2	11.2	11.6
지배주주지분	640	715	748	852	974	영업이익률 (%)	5.3	5.0	3.0	6.8	7.2
자본금	17	17	17	17	17	EBITDA마진률 (%)	8.6	8.3	7.1	10.5	10.5
자본잉여금	91	94	94	94	94	당기순이익률 (%)	5.3	4.4	2.3	5.5	5.8
이익잉여금	572	627	660	764	886	ROA (%)	8.6	5.6	3.1	7.8	8.7
비지배주주지분(연결)	11	26	26	26	26	ROE (%)	15.1	9.9	5.6	13.5	14.6
자본총계	651	741	774	878	1,000	ROIC (%)	12.4	9.8	6.2	15.8	17.9

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	112	187	102	157	173	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	85	78	41	108	133	P/E	8.0	8.9	16.8	6.9	5.6
비현금수익비용가감	77	99	68	65	66	P/B	1.1	0.8	1.0	1.0	0.8
유형자산감가상각비	45	51	64	63	64	P/S	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
무형자산상각비	7	8	9	10	12	EV/EBITDA	5.7	4.2	5.9	3.5	2.9
기타현금수익비용	24	40	-16	-17	-19	P/CF	4.5	3.4	7.0	4.8	4.1
영업활동 자산부채변동	-34	41	-6	-16	-26	배당수익률 (%)	1.2	1.4	0.6	1.5	1.8
매출채권 감소(증가)	-54	-28	15	-24	-40	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-39	-11	13	-17	-27	매출액	-5.3	10.2	2.2	10.5	15.6
매입채무 증가(감소)	18	57	-35	25	41	영업이익	-35.4	2.7	-38.0	148.0	22.8
기타자산 부채변동	41	22	0	0	0	세전이익	-40.9	8.6	-50.5	153.6	25.5
투자활동 현금	-53	-89	-66	-88	-115	당기순이익	-39.7	-8.6	-47.6	165.8	23.5
유형자산처분(취득)	-64	-77	-54	-59	-69	EPS	-37.0	-26.1	-32.5	165.8	23.5
무형자산 감소(증가)	-7	-10	-15	-24	-36	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	18	-1	3	-5	-10	부채비율	67.4	78.1	70.3	64.8	61.0
기타투자활동	0	0	0	0	0	유동비율	137.2	159.4	172.0	185.9	193.6
재무활동 현금	-10	-10	-8	-4	-11	순차입금/자기자본(x)	9.1	2.7	-1.1	-8.5	-12.1
차입금의 증가(감소)	-2	6	0	0	0	영업이익/금융비용(x)	8.9	6.6	2.4	6.4	9.3
자본의 증가(감소)	-8	-16	-8	-4	-11	총차입금 (십억원)	199	249	249	249	249
배당금의 지급	8	8	8	4	11	순차입금 (십억원)	59	20	-8	-74	-121
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	49	89	28	66	47	EPS	2,631	1,945	1,312	3,487	4,309
기초현금	90	139	227	256	321	BPS	18,561	20,748	21,700	24,718	28,275
기말현금	139	227	256	321	368	SPS	46,192	50,906	52,015	57,501	66,457
NOPLAT	74	64	42	109	132	CFPS	4,685	5,121	3,141	5,033	5,779
FCF	74	128	36	70	58	DPS	250	250	130	350	440

자료: 비에이치, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산퓨얼셀 336260

눈앞에 다가온 글로벌 성과

1Q Preview: 영업적자 폭 축소 전망

두산퓨얼셀 1분기 영업적자 폭이 축소될 것으로 예상된다. 지난해 4분기에 반영된 공급 지연 배상금(약 500억원) 이슈가 걷어내지는 가운데 SOFC 수출이 80%까지 올라오고 있다. PAFC 스택 교체 비용은 올해에도 계속 투입될 것으로 보이나 현재 적자의 주된 요인인 SOFC부문에서의 비용 부담이 점차 축소되고 있다. 국내 수주는 2024~2025년 낙찰 프로젝트 향으로 유입되고 있는 중이며 1분기에도 이미 공시를 통해 확인되었다.

해외공급 능력 증명해 내는 것이 관건, 머지않았다 판단

두산퓨얼셀은 국내 기반으로 사업을 하고 있다. 매년 일반수소입찰시장이 열리고 있으며 낙찰받는 사업장에 주기를 공급하고 서비스 용역을 제공한다. 국내 일반수소입찰 시장은 2023년 개설 이후 매년 1,300GWh 물량으로 유지되고 있으나 올해부터 의무공급 물량이 축소될 것으로 전망되고 있다. 천연가스를 활용해 전력을 생산하는 방식인 만큼 현재 정부가 추진하고 있는 친환경 에너지로의 전환과 맞지 않다는 점이 작용한 것으로 보인다. 두산퓨얼셀한테는 악재이면서 동시에 해외 시장을 적극적으로 뚫어야 한다는 미션도 생겼다. 다행히 미국/유럽 등으로 추진하던 건들이 곧 수주로 이어질 전망이다. PAFC 뿐 아니라 SOFC 스택 공급 가능성도 높아지고 있다. 공급규모와 관계없이 글로벌 시장 진출 성과가 나타난다면 주가 역시 긍정적으로 반응할 것으로 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 56,000원으로 상향

두산퓨얼셀에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 56,000원으로 상향한다. 최근 블룸에너지가 추가 수주를 확보하며 국내 연료전지 관련 기업들도 다시 주목받고 있다. 두산퓨얼셀 연간 영업적자는 올해까지 이어질 전망이다. 다만 지난해 일회성 비용이 많이 반영되었던 만큼 적자 폭은 대폭 축소될 것이다. SOFC 수출 개선 속도가 빨라지고 있고 해외 수출 성과도 가시화되고 있어 주가도 계속 상승할 것으로 예상된다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	261	412	455	588	777
영업이익	1.6	-2	-106	-13	71
영업이익률(%)	0.6	-0.4	-23.2	-2.2	9.1
세전이익	-12.5	-10	-124	-33	44
지배주주지분순이익	-8.5	-10	-133	-24	44
EPS(원)	-130	-160	-2,028	-372	669
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
ROE(%)	n/a	n/a	-30.7	-6.9	12.0
PER(배)	-178.8	-99.8	-14.2	-117.0	65.0
PBR(배)	3.7	2.6	6.4	10.4	9.2
EV/EBITDA(배)	116.0	87.8	-31.3	206.9	34.5

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

2026.04.16

매수

목표주가(상향)	56,000원
현재주가(04/15)	43,900원
상승여력	27.6%

Stock Data

KOSPI	6,091.4pt
시가총액(보통주)	2,875십억원
발행주식수	65,494천주
액면가	100원
자본금	8십억원
60일 평균거래량	857천주
60일 평균거래대금	33,894백만원
외국인 지분율	19.9%
52주 최고가	48,000원
52주 최저가	13,850원
주요주주	
두산에너지빌리티(외 17인)	37.9%
국민연금공단(외 1인)	7.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.7	-15.7
3M	24.0	-3.0
6M	32.2	-34.3

주가차트

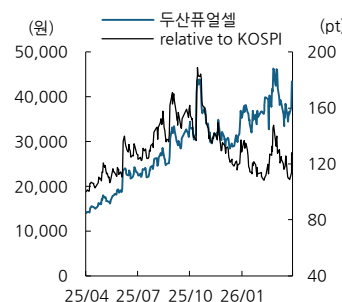
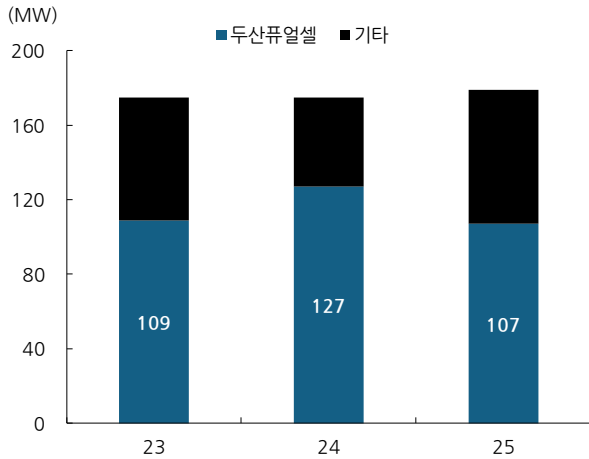


표6 두산퓨얼셀 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	99.8	128.5	90.8	135.8	126.4	144.8	127.0	189.8	454.8	588.0	777.4
증가율	214.8%	48.5%	183.6%	-48.1%	26.7%	12.7%	39.8%	39.8%	10.4%	29.3%	32.2%
영업이익	-11.6	-1.9	-15.6	-76.6	-7.9	-7.0	-5.1	7.1	-105.7	-12.9	70.7
영업이익률	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-56.4%	-6.2%	-4.9%	-4.0%	3.7%	-23.2%	-2.2%	9.1%
지배주주 순이익	-10.1	-2.6	-17.5	-102.6	-11.1	-12.3	-11.1	10.0	-132.8	-24.4	43.8
순이익률	-10.1%	-2.0%	-19.3%	-75.6%	-8.8%	-8.5%	-8.7%	5.3%	-29.2%	-4.2%	5.6%

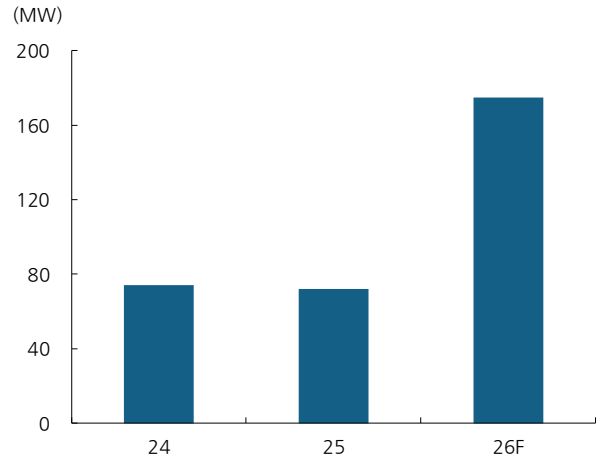
자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

그림8 국내 일반수소 입찰시장



자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

그림9 두산퓨얼셀 수주 추이



자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

표7 목표주가 산출 테이블

(십억원, 원, 배)	내용	비고
영업가치	4,294.6	2027년 추정치
EBITDA	101.9	
Target EV/EBITDA	42.1	블룸에너지 12MFWD EV/EBITDA 65% 할인
순차입금	506.6	
우선주 시가총액	121.0	
목표시가총액	3,667.1	
주식 수(천주)	65,493.7	보통주
목표주가	56,000	
현재주가	43,900	
상승여력	27.6%	

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

[두산퓨얼셀 336260]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	648.1	661	569	590	681	매출액	260.9	412	455	588	777
현금 및 현금성자산	50.2	138	65	53	101	매출원가	221.3	376	517	542	638
매출채권 및 기타채권	109.2	100	82	96	120	매출총이익	39.5	36	-62	46	139
재고자산	460.1	380	373	391	410	판매비 및 관리비	37.9	38	43	59	68
기타	28.6	43	50	50	50	영업이익	1.6	-2	-106	-13	71
비유동자산	422.8	519	629	652	672	(EBITDA)	17.0	16	-80	17	102
관계기업투자등	9.5	12	17	17	17	금융손익	-13.2	-11	-16	-17	-24
유형자산	271.3	335	375	390	405	이자비용	17.6	20	19	19	26
무형자산	34.2	33	100	105	109	관계기업등 투자손익	1.3	1	-1	-1	-1
자산총계	1,070.8	1,180	1,198	1,242	1,352	기타영업외손익	-2.3	2	-1	-2	-2
유동부채	287.4	366	463	510	564	세전계속사업이익	-12.5	-10	-124	-33	44
매입채무 및 기타채무	71.3	78	96	101	125	계속사업법인세비용	-4.0	0	9	-9	1
단기금융부채	186.0	227	268	288	309	계속사업이익	-8.5	-10	-133	-24	44
기타유동부채	30.1	60	98	121	130	중단사업이익	0.0	0	0	0	0
비유동부채	270.8	315	368	389	402	당기순이익	-8.5	-10	-133	-24	44
장기금융부채	198.1	231	281	291	301	지배주주	-8.5	-10	-133	-24	44
기타비유동부채	72.7	84	87	98	100	총포괄이익	-8.0	-10	-133	-24	44
부채총계	558.2	681	831	899	966	매출총이익률 (%)	15.2	8.8	-13.7	7.9	17.9
지배주주지분	512.7	499	367	343	387	영업이익률 (%)	0.6	-0.4	-23.2	-2.2	9.1
자본금	8.2	8	8	8	8	EBITDA마진률 (%)	6.5	4.0	-17.5	2.9	13.1
자본잉여금	477.5	476	476	476	476	당기순이익률 (%)	-3.3	-2.5	-29.2	-4.1	5.6
이익잉여금	26.3	14	-117	-142	-98	ROA (%)	-0.8	n/a	-11.2	-2.0	3.4
비지배주주지분(연결)	0.0	0	0	0	0	ROE (%)	-1.6	n/a	-30.7	-6.9	12.0
자본총계	512.7	499	367	343	387	ROIC (%)	0.1	n/a	-9.4	-1.1	8.1

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	7.8	101	-57	20	78	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-8.5	-10	-133	-24	44	P/E	-178.8	-99.8	-14.2	-118.0	65.6
비현금수익비용가감	78.4	89	183	50	44	P/B	3.7	2.6	6.4	10.5	9.3
유형자산감가상각비	12.3	15	21	25	26	P/S	7.3	3.2	5.2	6.1	4.6
무형자산상각비	3.1	3	5	5	6	EV/EBITDA	116.0	87.8	-31.3	206.9	34.5
기타현금수익비용	63.0	71	158	9	1	P/CF	27.2	16.6	46.6	141.1	40.9
영업활동 자산부채변동	-37.4	47	-84	-5	-10	배당수익률 (%)	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	103.4	-25	-8	-14	-24	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-38.4	70	-33	-18	-19	매출액	-16.42	58	10.4	29.3	32.2
매입채무 증가(감소)	-55.2	7	24	4	25	영업이익	-77.3	적전	적지	적지	흑전
기타자산 부채변동	-47.3	-5	-67	22	9	세전이익	적지	적지	적지	적지	흑전
당기순이익	-95.7	-83	-103	-52	-52	당기순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-113.9	-68	-34	-41	-41	EPS	적전	적지	적지	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-1.3	-3	-72	-11	-11	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	18.2	-9	5	-1	-1	부채비율	108.9	136.5	226.1	262.1	249.7
기타투자활동	1.3	-2	-1	0	0	유동비율	225.5	180.5	123.0	115.7	120.6
재무활동 현금	105.3	69	86	20	21	순차입금/자기자본(x)	64.8	61.9	131.0	152.5	131.0
차입금의 증가(감소)	35.6	69	18	20	21	영업이익/금융비용(x)	0.1	-0.1	-5.6	-0.7	2.7
자본의 증가(감소)	0.0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	384.1	458	549	579	610
배당금의 지급	0.0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	332.3	309	481	523	507
기타재무활동	69.6	0	69	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	18.3	87	-73	-11	47	EPS	-130	-160	-2,028	-372	669
기초현금	31.9	50	138	65	53	BPS	6,264	6,096	4,490	4,190	4,725
기말현금	50.2	138	65	53	101	SPS	3188	5,031	5,557	7,184	9,498
NOPLAT	1	-1	-77	-9	70	CFPS	854	961	619	311	1,074
FCF	-63	43	-136	-31	26	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

씨에스베어링 297090

기름 모으는 중

1Q26 Preview: 매출액 295억원과 영업이익 29억원으로 추정

1분기 실적은 매출액 295억원(+3.9% YoY)과 영업이익 29억원(+132.9% YoY)으로 추정한다. 비수기 시즌으로 베트남 공장 가동률이 낮았던 것으로 보이며 2분기부터는 외형과 이익 확대 폭이 본격적으로 커질 전망이다. 비수기 영향을 제외하면 1분기 실적은 특이사항은 없다. 3월 말 기준 확보된 수주금액도 이미 1,000억원 수준으로 좋은 흐름을 보이고 있다. 이는 미국 외 유럽 고객사 향로의 오더가 유입된 영향이 더해진 것으로 추정한다. 따라서 단기적으로 약한 1분기 실적에 실망할 이유는 없다.

우려대비 견조한 육상풍력 시장과 경쟁사들의 공급망 이탈

향후 5년간 연평균 미국과 유럽의 육상풍력 시장이 각각 연평균 약 9GW, 16GW 수준으로 유지될 전망이다. 큰 성장은 없어도 전반적인 전력 수요 증가에 대응할 수 있는 발전원으로서의 역할을 하는 것이다. 해상풍력은 CAPEX에 대한 부담이 커 시장이 의미 있게 성장하려면 시간은 걸릴 것이다. 따라서 육상풍력 시장을 기준으로 관련 기업들의 실적이 설명되어야 한다. 육상풍력도 터빈 사이즈가 커지면서 단가가 올라가고 있으며 가격 및 정치적 리스크로 유럽/중국 산 공급망은 계속 시장에서 점유율이 낮아지고 있다. 결국 이 자리를 국내 기업들이 대체해갈 것이며 성장이 일어날 수 있는 배경이 되고 있다.

투자의견 '매수'와 목표주가 9,900원 유지

씨에스베어링에 대해 투자의견 매수와 목표주가 9,900원을 유지한다. 씨에스베어링의 생산공장은 베트남에 있으며 작년 공장 가동률은 85%이다. 올해는 90~95%의 가동률을 목표로 하고 있다. 사실상 풀캐파이다. 기존 공장은 GE 중심의 생산라인이라 Vestas 등 유럽 고객사들 향으로 대응하기 위한 신 공장이 필요하다. 2공장은 2028년 초 가동 예정이며 증설 후 연간 매출액은 3,000억원대로 올라설 전망이다. 고금리, 미국의 반 재생에너지 정책 기조로 풍력 산업이 과거대비 활황은 아니나 산업은 시장 기대보다 견조하다는 것을 씨에스베어링이 보여주고 있다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	77	105	126	147	173
영업이익	0	2	11	18	22
영업이익률(%)	0.1	2.0	8.8	12.3	12.8
세전이익	-2	5	10	19	23
지배주주지분순이익	-2	3	11	16	18
EPS(원)	-59	92	412	581	660
증감률(%)	적지	흑전	347.8	41.0	13.7
ROE(%)	-1.9	2.8	11.5	14.0	13.5
PER(배)	-186.5	47.6	14.7	13.4	11.8
PBR(배)	3.5	1.3	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	92.1	22.5	11.4	8.8	7.0

자료: 씨에스베어링, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

2026.04.16

매수

목표주가(유지)	9,900원
현재주가(04/15)	7,780원
상승여력	27.2%

Stock Data

KOSDAQ	1,152.4pt
시가총액(보통주)	212십억원
발행주식수	27,270천주
액면가	500원
자본금	14십억원
60일 평균거래량	606천주
60일 평균거래대금	4,550백만원
외국인 지분율	6.3%
52주 최고가	9,600원
52주 최저가	5,000원
주요주주	
씨에스윈드(외 1인)	53.6%
씨에스베어링우리스주(외 1인)	2.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.0	5.0
3M	30.8	9.6
6M	11.0	-22.3

주가차트

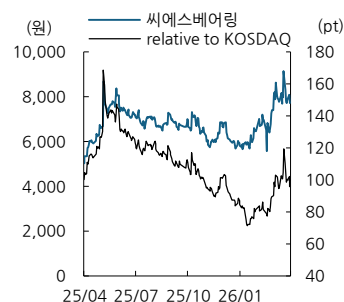
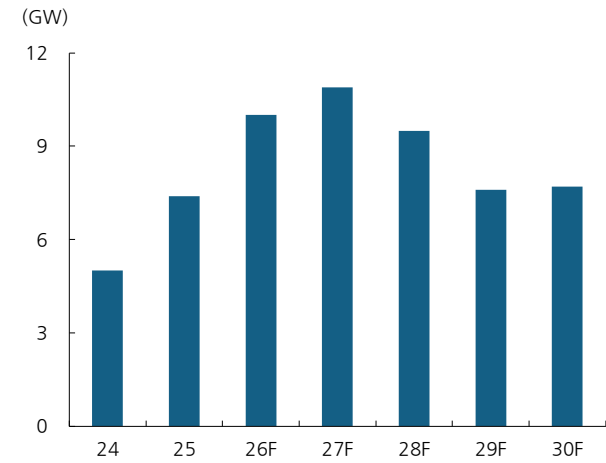


표1 씨에스베어링 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	28.4	32.0	32.2	33.7	29.5	39.6	38.8	39.5	105.4	126.1	147.3
증가율	81.3%	29.2%	12.7%	-7.8%	3.9%	23.9%	20.6%	17.3%	37.6%	19.7%	16.8%
영업이익	1.2	2.8	3.4	3.7	2.9	5.0	4.7	5.5	2.1	11.1	18.1
영업이익률	4.4%	8.7%	10.4%	11.1%	9.8%	12.7%	12.2%	13.9%	2.0%	8.8%	12.3%
지배주주 순이익	1.0	1.7	4.4	5.4	2.7	4.5	3.9	4.4	2.5	12.5	15.5
순이익률	3.6%	5.3%	13.6%	16.0%	9.1%	11.4%	10.0%	11.1%	2.4%	9.9%	10.5%

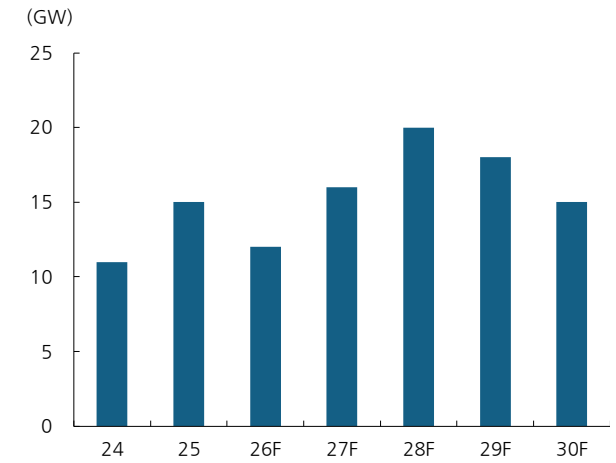
자료: 씨에스베어링, DS투자증권 리서치센터

그림1 미국 2025~2030 육상풍력 시장 전망



자료: Woodmac, DS투자증권 리서치센터

그림2 유럽 2025~2030 육상풍력 시장 전망



자료: Woodmac, DS투자증권 리서치센터

표2 목표주가 산출 테이블

구분	내용	비고
2026 EPS(원)	568.4	
Target PER(배)	17.5	국내 주요 풍력기업 26F 평균 PER 25% 할인
기업가치(원)	9,930	
목표주가(원)	9,900	
현재주가(원)	7,780	
상승여력	27.2%	

자료: 씨에스베어링, DS투자증권 리서치센터

[씨에스베어링 297090]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	89	85	90	118	140	매출액	77	105	126	147	173
현금 및 현금성자산	24	14	17	40	54	매출원가	69	93	102	114	133
매출채권 및 기타채권	11	36	41	42	43	매출총이익	8	13	24	33	40
재고자산	30	33	28	31	40	판매비 및 관리비	8	10	13	15	18
기타	24	2	4	4	4	영업이익	0	2	11	18	22
비유동자산	60	63	65	66	68	(EBITDA)	3	6	15	22	27
관계기업투자등	0	0	0	0	0	금융손익	-1	1	1	1	1
유형자산	56	62	63	65	66	이자비용	3	2	1	2	2
무형자산	0	0	0	0	1	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	150	148	155	184	208	기타영업외손익	-1	2	-2	0	0
유동부채	63	53	52	59	63	세전계속사업이익	-2	5	10	19	23
매입채무 및 기타채무	14	35	32	36	39	계속사업법인세비용	-1	2	-1	3	5
단기금융부채	48	18	20	21	23	계속사업이익	-2	3	11	16	18
기타유동부채	0	1	1	1	1	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	1	3	5	당기순이익	-2	3	11	16	18
장기금융부채	1	1	1	2	4	지배주주	-2	3	11	16	18
기타비유동부채	0	0	0	1	1	총포괄이익	-2	8	7	16	18
부채총계	64	54	54	61	68	매출총이익률 (%)	10.4	11.9	18.8	22.4	23.1
지배주주지분	86	94	101	123	140	영업이익률 (%)	0.1	2.0	8.8	12.3	12.8
자본금	14	14	14	14	14	EBITDA마진률 (%)	4.6	5.2	11.7	15.1	15.4
자본잉여금	91	91	91	91	91	당기순이익률 (%)	-2.1	2.4	8.9	10.6	10.3
이익잉여금	-15	-12	-1	15	32	ROA (%)	-1.1	1.7	7.4	9.3	9.1
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	-1.9	2.8	11.5	14.0	13.5
자본총계	86	94	101	123	140	ROIC (%)	0.0	1.1	7.9	14.5	15.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-3	2	8	22	18	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-2	3	11	16	18	P/E	-186.5	47.6	14.7	13.4	11.8
비현금수익비용가감	7	5	8	6	7	P/B	3.5	1.3	1.6	1.7	1.5
유형자산감가상각비	3	3	4	4	4	P/S	3.9	1.1	1.3	1.4	1.2
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	92.1	22.5	11.4	8.8	7.0
기타현금수익비용	4	2	5	-13	-14	P/CF	54.8	15.5	8.4	9.8	8.5
영업활동 자산부채변동	-5	-4	-12	0	-7	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-3	-23	-9	-1	-1	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-1	0	1	-3	-9	매출액	56.3	37.6	19.7	16.8	17.5
매입채무 증가(감소)	1	17	-2	5	3	영업이익	흑전	3,596.4	425.5	63.5	22.7
기타자산 부채변동	-2	3	-3	0	0	세전이익	적지	흑전	105.1	85.9	24.7
투자활동 현금	-4	20	-7	-6	-6	당기순이익	적지	흑전	347.8	39.6	13.7
유형자산처분(취득)	-1	-4	-7	-6	-6	EPS	적지	흑전	347.8	41.0	13.7
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-5	5	0	0	0	부채비율	74.8	57.8	53.1	50.0	48.4
기타투자활동	1	20	0	0	0	유동비율	141.7	159.0	171.1	200.7	223.7
재무활동 현금	-2	-32	3	8	2	순차입금/자기자본(x)	24.7	4.7	3.6	-13.9	-19.0
차입금의 증가(감소)	-3	-32	3	2	2	영업이익/금융비용(x)	0.0	1.2	10.7	8.6	10.6
자본의 증가(감소)	1	0	0	6	0	총차입금 (십억원)	49	19	21	23	27
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	21	4	4	-17	-27
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-9	-9	3	23	13	EPS	-59	92	412	581	660
기초현금	33	24	14	17	40	BPS	3,142	3,441	3,703	4,498	5,152
기말현금	24	14	17	40	54	SPS	2,809	3,865	4,626	5,457	6,412
NOPLAT	0	1	8	15	17	CFPS	201	282	719	794	915
FCF	-4	23	0	16	12	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 씨에스베어링, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 000150

모멘텀, 실적, 벨류에이션의 트리플 크라운

에너지에서 반도체 그룹으로 도약 예상

언론 보도에 따르면 두산은 SK의 자회사 실트론 지분 인수 우선협상 대상자로 이르면 이달 중 본 계약 체결이 예상된다. 당초 이번 달은 지분 70% 인수가 논의됐으나 최태원 회장 보유 지분 포함한 100% 인수로 딜 구조가 확대될 전망이다. 이는 1) 빠른 시너지 극대화, 2) 완전한 독립 경영 체제의 지배구조 완결에 대한 필요성, 3) 자금 조달 여력 확보 등에 기인한 것으로 판단된다. 참고로 딜 구조 변경에도 유상증자 없이 자금 조달이 가능한 상태이다. 인수 성공 시 반도체 소재(테스나)부터 후공정까지 벨류체인 양단을 내재화한 플레이어로 도약하게 된다.

매력적인 가격일 경우 주가 리레이팅 전망

실트론 연간 EBITDA는 8천억~1조원 이상으로 구조적 레벨업이 예상된다. 우리가 추정하는 인수 가격은 EV/EBITDA 기준 7배 초반으로 글로벌 웨이퍼 기업 평균 멀티플 대비 상당히 낮은 수준이다. 올해 실트론의 이익 성장률이 글로벌 업체들을 압도하는 만큼 딜 성공은 주가 리레이팅 요인이다.

병목 (Bottle Neck) 심화

유리섬유, 레진 등 주요 원재료의 공급 부족 상태에서 하반기 베라루빈 양산이 본격화될 경우 동박까지 병목이 일부 발생할 전망이다. 이와 더불어 CCL 등급 상향으로 ASP상승까지 이어지는 만큼 하반기 역대 최대 실적을 매 분기 경신할 전망이다. 1분기 전자 BG 매출액은 최소 6,230억원, 영업이익 1,620억원 (OPM 26%)로 역대 최대 실적이 예상된다. 베라루빈향 수요 사이클과 CCL 공급 병목이 맞물리며 연간 내내 분기 최대 실적 경신이 이어질 가능성이 높다.

실트론 인수 가능성까지 감안하면 여전히 크게 저평가

중복상장 규제에 따라 실트론의 상장 가능성이 낮은 만큼 인수 성공 시 실트론 가치는 할인 없이 벨류에이션에 반영될 전망이다. 1차 목표주가는 200만원을 유지한다. 1) 베라루빈 수요에 따른 이익 추정치 상향, 2) 실트론 가치의 본격 반영은 추후 목표주가 상향의 트리거가 될 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	19,784	21,351
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,063	1,425
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	5.4	6.7
세전이익	-286	451	593	333	790
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	223	443
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	15,874	31,972
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	101.4
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	14.2	23.7
PER (배)	-1.9	-3.9	-17.9	19.9	42.5
PBR (배)	1.0	1.2	3.7	4.1	14.0
EV/EBITDA (배)	4.0	2.7	5.6	5.0	12.2

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2026.04.16

매수

목표주가(유지)	2,000,000원
현재주가(04/15)	1,358,000원
상승여력	47.3%

Stock Data

KOSPI	6,091.4pt
시가총액(보통주)	21,991십억원
발행주식수	16,194천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	123천주
60일 평균거래대금	126,464백만원
외국인 지분율	19.3%
52주 최고가	1,409,000원
52주 최저가	265,500원
주요주주	
박정원(의 27인)	41.1%
자사주(의 1인)	16.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	23.6	12.6
3M	62.8	35.9
6M	126.7	60.2

주가차트

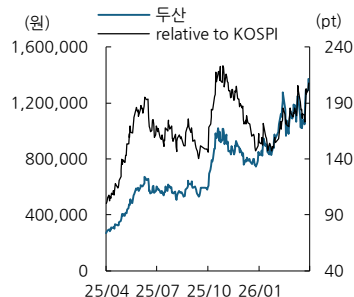
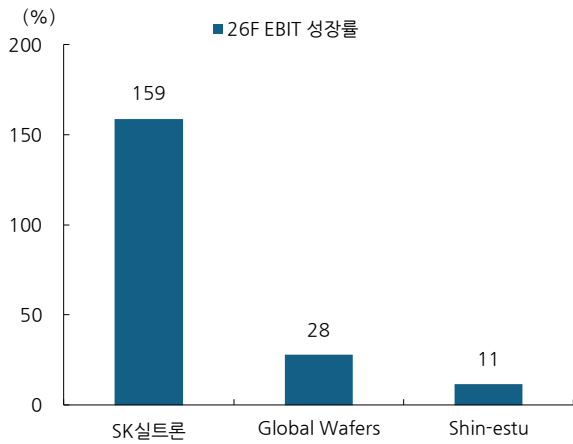
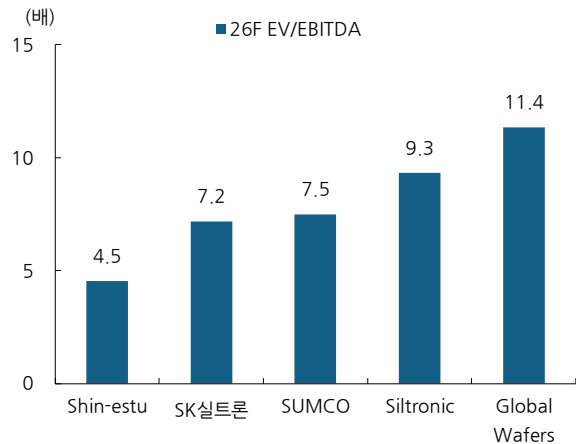


그림1 SK실트론 Peer 그룹 26년 예상 EBIT 성장률 비교



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 EV/EBITDA 비교



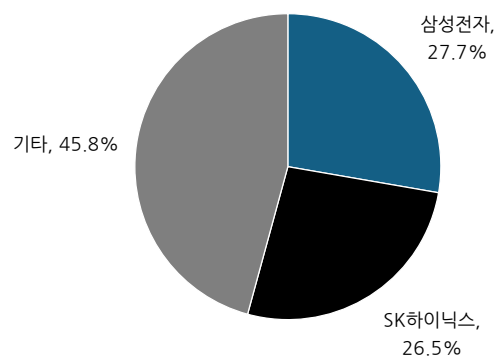
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 SK실트론 인수 후 두산 연결 실적 영향

주요지표	증감률
EPS	243%
BPS	36%
ROE	+7.4%p

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 SK실트론 고객사



자료: SK실트론, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
연결 실적										
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,531	5,562	5,122	6,137	19,784	21,351
YoY	-3.7	16.4	14.8	9.4	5.4	4.0	15.0	7.9	9.1	7.9
영업이익	199	358	231	275	258	431	346	389	1,063	1,425
OPM	4.6	6.7	5.2	4.8	5.7	7.8	6.8	6.3	5.4	6.7
당기순이익	11.3	233.2	111.5	-106.4	11.9	242.6	153.7	184.1	250	592
지배주주 순이익	24	79	121	0	13	263	167	0	223	443
두산 자체 사업										
매출액	485	559	524	653	705	759	808	835	2,221	3,107
YoY	80.1	71.8	53.0	48.5	45.4	35.8	54.2	27.8	61.3	39.9
영업이익	121	142	109	132	165	188	207	222	504	783
OPM	25.0	25.4	20.7	20.2	23.5	24.8	25.6	26.6	22.7	25.2
전자										
매출액	403	476	440	557	623	676	720	738	1,876	2,757
영업이익	116	136	104	129	162	183	202	214	485	760
OPM	28.8	28.6	23.6	23.1	26.0	27.0	28.0	29.0	25.9	27.6
디지털 (DDI)										
매출액	71	73	75	87	71	73	78	87	306	310
영업이익	0	3	3	5	0	3	3	5	10	10
OPM	0.3	3.4	3.4	5.7	0.3	3.4	3.4	5.7	3.3	3.3
두타물										
매출액	11	10	10	9	11	10	10	9	39	40
영업이익	5	3	2	-2	3	3	3	3	9	12
OPM	44.4	34.7	24.0	적자 전환	30.0	30.0	30.0	30.0	21.8	30.0
비상장 2사										
매출액	14	21	3	29	17	28	24	34	65	102
YoY	170.0	144.0	-72.6	-36.9	26.2	35.2	713.1	18.9	-5.5	56.3
영업이익	-3	-3	-5	-5	0	0	0	0	-15.4	-0.9
OPM	-22.2	-16.6	-155.2	-15.8	-0.7	-1.7	-1.1	-0.2	적자지속	적자지속
DMI										
매출액	1	5	3	2	3	9	5	2	11	19
DLS										
매출액	12	15	15	27	15	18	18	32	70	84
로보틱스										
매출액	5	5	10	13	8	7	14	19	33	48
영업이익	-12	-16	-15	-16	0	0	1	1	-60	1
OPM	적자 지속	적자 지속	적자 지속	적자 지속	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-178.9	1.9

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 두산 목표주가 산정방식

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			16,188	
전자	570	28	15,965	26F 순이익 * 28배 적용
DDI(정보통신)	10	10	103	26F 전망치
두터몰	12	10	120	26F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			11,035	할인율 50% 적용
두산 에너지빌리티	31%	66,939	20,416	
오리콤	61%	71	43	
두산로보틱스	68%	5,957	4,063	
비상장사(c)			560	
두산 모빌리티 이노베이션	86%	72	62	장부가 적용
두산 로지스틱스 솔루션	100%	25	25	장부가 적용
두산 퓨얼셀 미국법인 (FCA)	100%	192	192	장부가 적용
두산 포트폴리오홀딩스	100%	281	281	두산 테스나 지분 38.7% 보유
순차입금(d)	1,150			
Target NAV(a+b+c-d)	26,632			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	2,000,000			
현재 주가(원)	1,358,000			
주가 상승 여력	47.3%			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

[두산 000150]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025	2026F		2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,913	12,790	13,590	매출액	16,996	19,130	18,133	19,784	21,351
현금 및 현금성자산	2,074	3,539	3,704	5,374	5,817	매출원가	14,158	15,885	15,171	16,585	17,620
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,868	3,523	3,685	매출총이익	2,838	3,245	2,962	3,200	3,731
재고자산	2,757	2,927	3,136	2,710	2,925	판매비 및 관리비	1,712	1,809	1,958	2,137	2,306
기타	1,368	1,328	1,205	1,183	1,162	영업이익	1,126	1,436	1,004	1,063	1,425
비유동자산	16,789	16,840	18,230	18,016	17,749	(EBITDA)	1,744	2,141	1,771	1,883	2,216
관계기업투자등	891	662	951	903	768	금융손익	-539	-360	-242	-449	-442
유형자산	6,273	6,509	7,013	6,656	6,360	이자비용	365	466	492	449	442
무형자산	7,891	8,032	8,547	8,580	8,596	관계기업등 투자손익	-343	-44	21	0	0
자산총계	26,315	28,287	30,143	30,806	31,339	기타영업외손익	-529	-582	-190	-281	-194
유동부채	9,478	11,439	11,024	11,478	11,581	세전계속사업이익	-286	451	593	333	790
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,337	5,090	5,494	계속사업법인세비용	211	179	291	83	197
단기금융부채	3,164	4,218	4,281	3,981	3,681	계속사업이익	-497	272	302	250	592
기타유동부채	1,883	2,226	2,407	2,407	2,407	중단사업이익	-84	0	0	0	0
비유동부채	6,539	5,641	7,229	7,251	7,273	당기순이익	-581	272	302	250	592
장기금융부채	4,589	3,719	5,063	5,063	5,063	지배주주	-696	-388	-226	223	443
기타비유동부채	1,950	1,922	2,166	2,188	2,210	총포괄이익	-524	285	392	250	592
부채총계	16,018	17,080	18,254	18,729	18,854	매출총이익률 (%)	16.7	17.0	16.3	16.2	17.5
지배주주지분	1,791	1,624	1,480	1,668	2,075	영업이익률 (%)	6.6	7.5	5.5	5.4	6.7
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	10.3	11.2	9.8	9.5	10.4
자본잉여금	1,605	1,881	1,928	1,928	1,928	당기순이익률 (%)	-3.4	1.4	1.7	1.3	2.8
이익잉여금	669	208	-82	106	514	ROA (%)	-2.7	-1.4	-0.8	0.7	1.4
비지배주주지분(연결)	8,507	9,583	10,409	10,409	10,409	ROE (%)	-36.0	-22.7	-14.6	14.2	23.7
자본총계	10,298	11,207	11,889	12,077	12,485	ROIC (%)	5.8	5.9	3.3	5.2	7.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025	2026F		2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	308	2,433	1,134	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-581	272	302	250	592	P/E	-1.9	-3.9	-17.9	19.9	42.5
비현금수익비용가감	2,705	2,054	1,804	659	515	P/B	1.0	1.2	3.7	4.1	14.0
유형자산감가상각비	456	548	603	652	623	P/S	0.1	0.1	0.3	0.3	1.4
무형자산상각비	162	157	164	168	168	EV/EBITDA	4.0	2.7	5.6	5.0	12.2
기타현금수익비용	2,087	1,350	1,037	-161	-276	P/CF	0.8	0.9	2.6	7.5	26.3
영업활동 자산부채변동	-683	433	-1,053	1,524	26	배당수익률 (%)	2.4	2.1	0.8	0.6	0.2
매출채권 감소(증가)	-508	-58	-70	344	-162	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-683	-296	81	426	-215	매출액	32.2	12.6	-5.2	9.1	7.9
매입채무 증가(감소)	867	592	-819	754	403	영업이익	22.3	27.6	-30.1	5.9	34.1
기타자산 부채변동	-359	194	-244	0	0	세전이익	적전	흑전	31.5	-43.9	137.3
투자활동 현금	-291	-1,106	-995	-427	-355	당기순이익	적전	흑전	11.1	-17.4	137.3
유형자산처분(취득)	-665	-571	-639	-296	-327	EPS	적전	적지	적지	흑전	101.4
무형자산 감소(증가)	-236	-230	-218	-201	-184	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	652	-121	-156	69	156	부채비율	155.5	152.4	153.5	155.1	151.0
기타투자활동	-42	-184	18	0	0	유동비율	100.5	100.1	108.1	111.4	117.3
재무활동 현금	-482	636	574	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	51.2	36.2	43.8	27.0	20.3
차입금의 증가(감소)	-2,418	94	881	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	3.1	3.1	2.0	2.4	3.2
자본의 증가(감소)	-125	-119	-190	-36	-36	총차입금 (십억원)	7,753	7,938	9,344	9,044	8,744
배당금의 지급	125	119	125	36	36	순차입금 (십억원)	5,275	4,060	5,207	3,259	2,536
기타재무활동	2,061	661	-117	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-161	1,465	165	1,670	444	EPS	-42,673	-24,026	-14,215	15,874	31,972
기초현금	2,235	2,074	3,539	3,704	5,374	BPS	83,627	75,846	69,123	77,877	96,913
기말현금	2,074	3,539	3,704	5,374	5,817	SPS	793,700	893,375	846,803	923,920	997,106
NOPLAT	816	867	512	797	1,069	CFPS	99,190	108,635	98,376	42,414	51,731
FCF	1,150	1,653	59	2,005	779	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

파미셀 005690

폭발적 성장 + 두산의 캐파 증설 가능성

26년 연초부터 폭발적 성장 → 26년 두산향 매출 1,100억원 이상 전망

GB200에서 GB300 전환의 물량 증가 효과가 지속되고 있으며 올해 1분기 강도는 훨씬 높은 것으로 추정된다. 여기에 일부 베라루빈 관련 샘플향 등도 포함된 것으로 보인다. 월평균 두산 전자 BG향 매출은 25년 50억에서 26년 상반기 기준 월 90억원으로 연초부터 폭발적 성장이 예상된다. 아직 베라루빈 출시 전의 실적인 만큼 하반기 실적 개선 기대감은 더욱 높아질 전망이다.

1분기 매출액 360억원 (+34% YoY), 영업이익 116억원 (+37.9% YoY, OPM 32%)의 역대 최대 실적이 예상된다. 이 중 두산 전자 BG 향 매출은 260억원으로 전년 동기 166억원 대비 57%의 고성장이 기대된다.

하반기 베라루빈 출시로 인해 매출 증가율은 더욱 높아질 전망이다. 올해 연간 두산향 매출은 25년 648억원에서 26년 1,100억원 이상 (+69.7% YoY)으로 성장할 전망이다. 특히 수익성 측면에서 레진 대비 50% 높은 경화제 매출이 증가하면서 전체 수익성 개선으로 이어질 전망이다. 두산향 경화제 매출은 25년 324억원에서 600억원으로 쿼텀 점프가 기대된다.

공정 개선에 따른 생산량 증가와 제 3공장을 통해 증설 대응

추가 증설을 검토 중인 가운데 동사 역시 수요 대응을 위한 공정 개선을 통해 기존 대비 약 20~30% 수준의 생산량 확대가 가능해졌다. 또한 9월 완공되는 제 3공장은 27년부터 가동된다. 해당 공장의 매출 캐파는 2,000억원으로 기존 1~2공장 합산 캐파의 2배에 달한다.

두산 추가 증설 모멘텀 남아있고 이원화 우려는 기우 다만...

일부 업체들 사이에서 이원화 노이즈가 있었고 향후 레진의 병목 심화 가능성을 고려하면 실제 가능성도 있다. 다만 이는 동사의 파이를 잠식하는 것이 아닌 전체 파이가 커지는 상황에서 불가피한 시나리오며 이 또한 빨라야 27년에야 가능한 이야기다. 실제 아직까지 이원화 움직임은 포착되지 않는다. 단기적으로 두산의 추가 증설이 결정될 경우 가장 베타가 큰 종목이라고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	60	56	65	115	161
영업이익	9	1	5	35	58
영업이익률(%)	14.7	2.3	7.2	30.1	36.0
세전이익	6	5	6	40	59
지배주주지분순이익	8	4	6	40	60
EPS(원)	138	60	105	674	993
증감률(%)	-12.7	-56.7	77.0	539.3	47.2
ROE(%)	11.8	4.6	7.6	38.1	39.3
PER (배)	82.1	101.8	78.5	21.5	18.0
PBR (배)	8.8	4.5	5.7	6.9	6.1
EV/EBITDA (배)	60.9	85.5	63.0	22.1	16.4

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2026.04.16

매수

목표주가(유지)	25,000원
현재주가(04/15)	17,900원
상승여력	39.7%

Stock Data

KOSPI	6,091.4pt
시가총액(보통주)	1,074십억원
발행주식수	60,017천주
액면가	500원
자본금	30십억원
60일 평균거래량	1,327천주
60일 평균거래대금	21,400백만원
외국인 지분율	10.7%
52주 최고가	20,800원
52주 최저가	8,860원
주요주주	
김현수(의 7인)	9.4%
김용만(의 1인)	0.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	9.0	-2.0
3M	32.8	5.8
6M	40.9	-25.6

주가차트

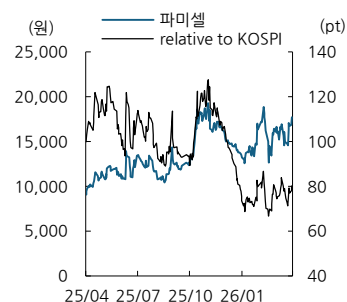


표1 파미셀 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F
매출액	11.0	17.8	14.6	21.5	27.0	26.8	25.7	34.6	36.1
YoY	-16.3	0.4	19.9	62.5	146.4	50.3	75.8	61.2	33.6
케미컬 사업	10.6	17.4	14.0	20.9	26.4	26.2	25.0	34.0	35.4
YoY	-17.4	0.4	18.3	65.4	149.4	50.6	78.5	62.8	33.9
바이오 사업	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7
YoY	38.3	-2.0	75.4	1.0	59.4	35.1	13.7	6.7	21.4
영업이익	-2.0	2.2	1.3	3.1	8.4	8.2	8.1	9.6	11.6
YoY	적전	291.2	151.0	흑전	흑전	265.9	535.9	206.4	37.9
OPM	-18.3	12.5	8.8	14.6	31.0	30.5	31.7	27.8	32.0
순이익	-1.4	2.8	0.7	4.2	8.5	7.4	8.8	15.7	16.3
YoY	적전	387.9	-33.6	237.4	흑전	160.8	1,136.6	277.6	92.1
NPM	-12.4	15.9	4.9	19.3	31.3	27.6	34.2	45.3	45.0
지배주주순이익	-1.4	2.8	0.7	4.2	8.5	7.4	8.8	15.7	16.3

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 파미셀 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	51.8	60.2	56.2	64.8	114.1	160.2
YoY	37.3	16.1	-6.5	15.3	75.9	40.4
케미컬 사업	49.8	58.7	54.6	62.8	111.5	157.3
YoY	40.7	17.9	-7.0	15.1	77.5	41.0
바이오 사업	1.1	1.5	1.7	2.0	2.5	2.9
YoY	-52.8	32.6	11.7	21.9	24.6	15.0
영업이익	7.9	8.9	1.3	4.6	34.3	57.7
YoY	9.0	12.8	-85.5	259.7	639.2	68.1
OPM	15.2	14.8	2.3	7.2	30.1	36.0
지배주주순이익	9.5	8.3	3.6	6.3	40.3	59.3
YoY	80.0	-12.5	-56.7	76.8	536.5	47.1
NPM	18.2	13.7	6.4	9.8	35.3	37.0

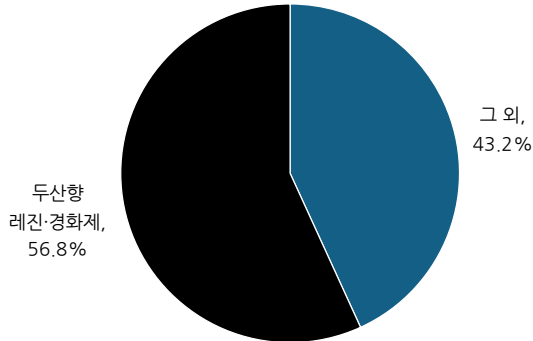
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 파미셀 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, 주)	배수 / 금액	비고
26년 순이익	59	
Target Multiple	26	주요 대만 CCL 업체 평균 P/E
적정 기업가치	1,540	
유통주식수	60,004,014	
목표 주가 (원)	25,000	
현재 주가 (원)	17,900	
상승여력 (%)	39.7	

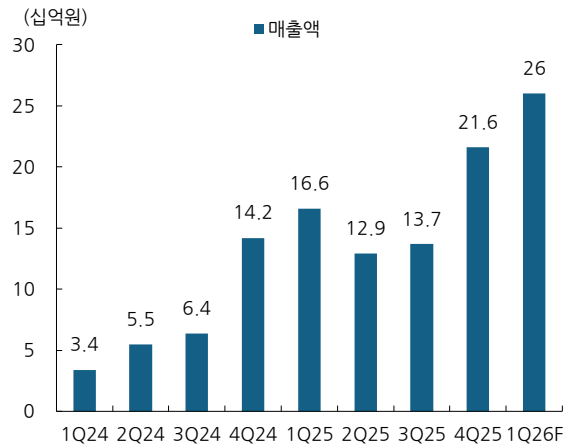
자료: DS투자증권 리서치센터

그림1 25년 매출 중 두산향 레진-경화제 비중



자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림2 두산향 저유전율 전자소재 분기 매출액 추이



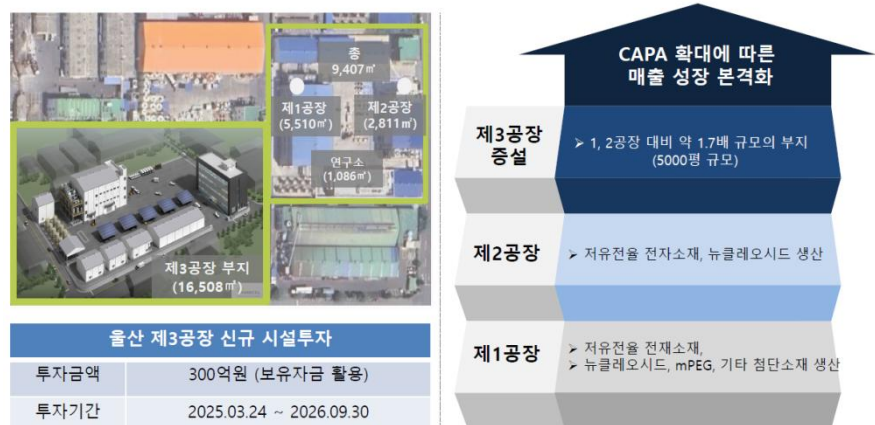
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

표4 저유전율 전자소재

개요	고기능 전자제품이 증가함에 따라 높은 데이터 전송 속도, 낮은 지연시간 등을 구현하기 위한 소재의 수요 증가
주요 용도	AI Accelerator, 5G용 network 보드, 고가의 네트워크 장비등 저유전 기판 제조용
경쟁력	고품질 및 공급 안정성, 최고의 고객 서비스
전망	- AI 가속기 수요는 지속적으로 늘어날 것으로 전망 - 2026년 저유전율 전자소재 관련 매출 전년 대비 대폭 증가할 것으로 기대

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림3 CAPA 증설 현황



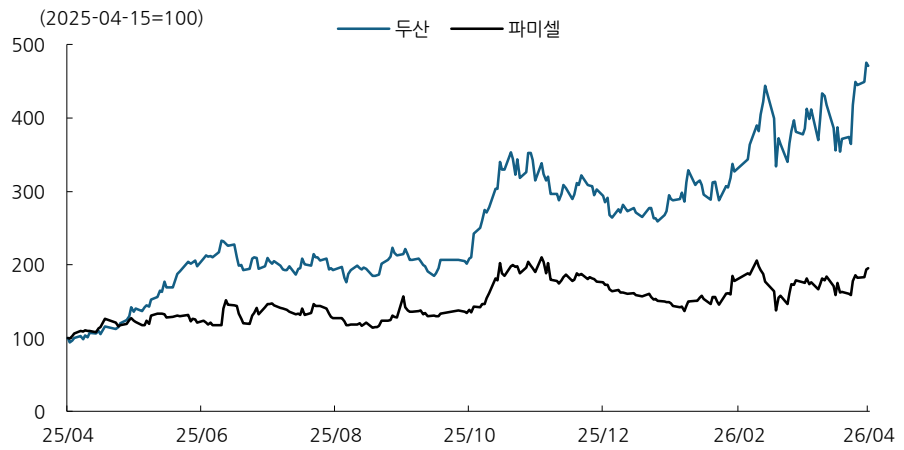
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림4 제3공장 예상 조감도



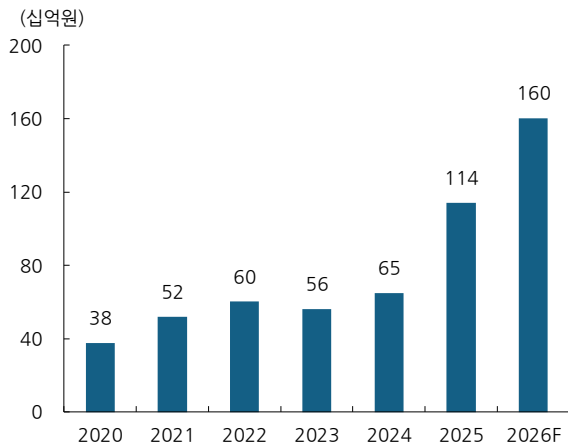
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림5 파미셀-두산 주가 추이 비교



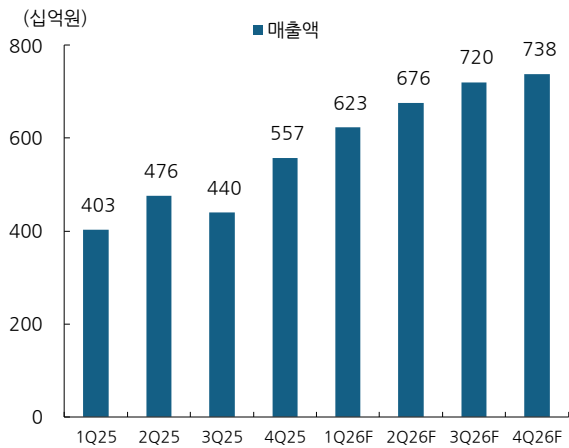
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림6 파미셀 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 전자 BG 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

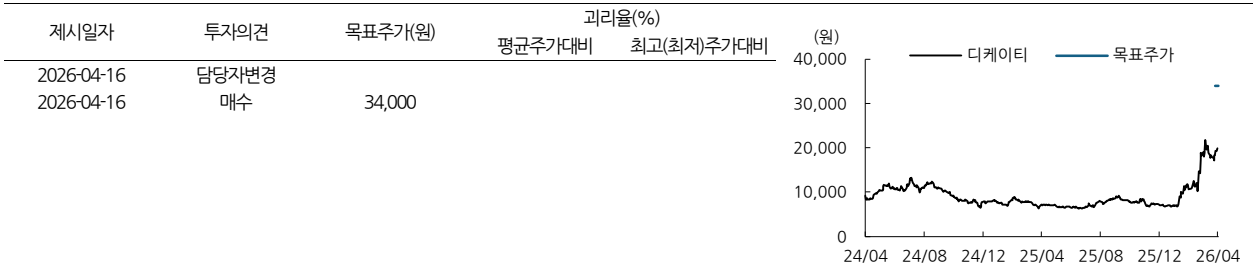
[파미셀 005690]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025	2026F		2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	62	43	48	83	131	매출액	60	56	65	115	161
현금 및 현금성자산	14	14	8	22	57	매출원가	36	41	44	51	62
매출채권 및 기타채권	12	8	17	21	22	매출총이익	24	15	21	64	99
재고자산	23	21	20	36	49	판매비 및 관리비	15	14	17	29	41
기타	13	1	3	3	3	영업이익	9	1	5	35	58
비유동자산	47	49	51	59	66	(EBITDA)	11	4	8	38	62
관계기업투자등	0	0	0	0	0	금융손익	1	0	2	0	0
유형자산	37	40	42	46	50	이자비용	1	1	0	0	0
무형자산	6	6	6	6	7	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	110	93	99	142	197	기타영업외손익	-4	4	0	6	1
유동부채	29	8	8	11	15	세전계속사업이익	6	5	6	40	59
매입채무 및 기타채무	5	4	7	10	14	계속사업법인세비용	-2	1	0	0	-1
단기금융부채	23	3	0	0	0	계속사업이익	8	4	6	40	60
기타유동부채	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	4	4	5	5	5	당기순이익	8	4	6	40	60
장기금융부채	0	0	0	0	0	지배주주	8	4	6	40	60
기타비유동부채	4	4	5	5	5	총포괄이익	8	4	6	40	60
부채총계	33	12	13	16	20	매출총이익률 (%)	39.6	27.6	32.9	55.8	61.7
지배주주지분	77	80	86	126	177	영업이익률 (%)	14.7	2.3	7.2	30.1	36.0
자본금	30	30	30	30	30	EBITDA마진률 (%)	18.4	7.4	11.9	33.3	38.5
자본잉여금	194	49	49	49	49	당기순이익률 (%)	13.7	6.4	9.8	35.3	37.0
이익잉여금	-147	1	7	46	98	ROA (%)	8.1	3.5	6.6	33.6	35.1
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	11.8	4.6	7.6	38.1	39.3
자본총계	77	80	86	126	177	ROIC (%)	10.6	1.4	4.6	28.2	38.3

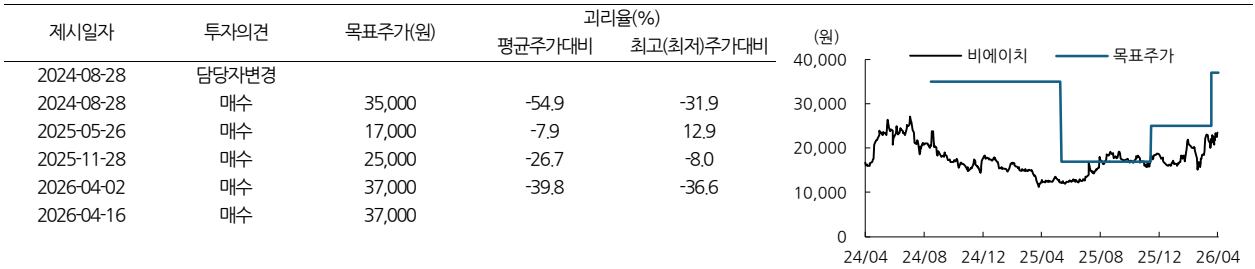
현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025	2026F		2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동 현금흐름	8	12	3	23	52	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	8	4	6	40	60	P/E	82.1	101.8	78.5	21.5	18.0
비현금수익비용가감	5	4	5	1	1	P/B	8.8	4.5	5.7	6.9	6.1
유형자산감가상각비	2	3	3	4	4	P/S	11.3	6.5	7.7	7.6	6.7
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	60.9	85.5	63.0	22.1	16.4
기타현금수익비용	3	2	1	-3	-3	P/CF	51.5	45.2	45.8	21.1	17.7
영업활동 자산부채변동	-5	4	-8	-18	-9	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.2	0.9	1.1
매출채권 감소(증가)	-5	3	-10	-5	-1	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-5	2	-1	-16	-13	매출액	16.2	-6.6	15.3	76.8	40.4
매입채무 증가(감소)	2	-1	1	3	4	영업이익	12.9	-85.4	259.2	641.1	68.0
기타자산 부채변동	2	-2	2	0	0	세전이익	-36.8	-20.7	32.4	539.1	47.2
투자활동 현금	-21	6	-7	-8	-9	당기순이익	-12.6	-56.7	77.0	539.1	47.2
유형자산처분(취득)	-19	-6	-4	-8	-8	EPS	-12.7	-56.7	77.0	539.3	47.2
무형자산 감소(증가)	0	1	0	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-2	11	-2	0	0	부채비율	43.0	15.1	14.8	12.6	11.2
기타투자활동	0	0	0	0	0	유동비율	218.5	556.0	628.2	779.5	893.2
재무활동 현금	0	-19	-3	-1	-8	순차입금/자기자본(x)	-5.7	-13.1	-12.3	-19.4	-33.6
차입금의 증가(감소)	0	-19	-3	0	0	영업이익/금융비용(x)	11.9	1.5	45.9	499.0	838.1
자본의 증가(감소)	0	0	0	-1	-8	총차입금 (십억원)	23	4	1	1	1
배당금의 지급	0	0	0	1	8	순차입금 (십억원)	-4	-11	-11	-24	-60
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-12	-1	-5	14	35	EPS	138	60	105	674	993
기초현금	26	14	14	8	22	BPS	1,277	1,340	1,440	2,094	2,957
기말현금	14	14	8	22	57	SPS	1,003	937	1,081	1,910	2,682
NOPLAT	6	1	3	25	42	CFPS	219	134	181	687	1,014
FCF	-13	17	-3	15	43	DPS	n/a	n/a	20	130	190

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

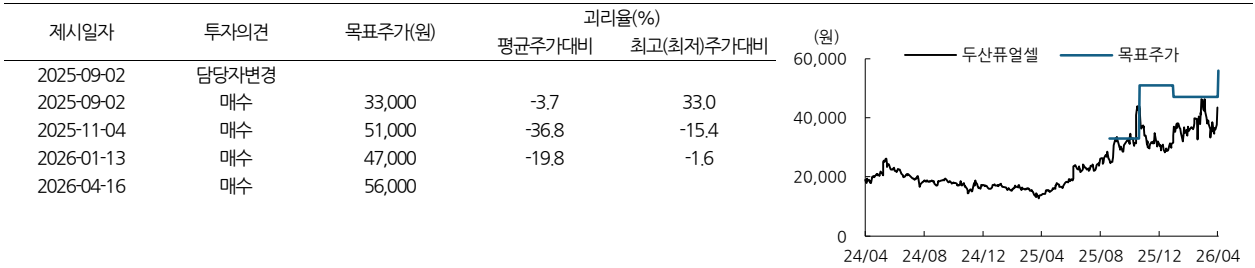
디케이티 (290550) 투자의견 및 목표주가 변동추이



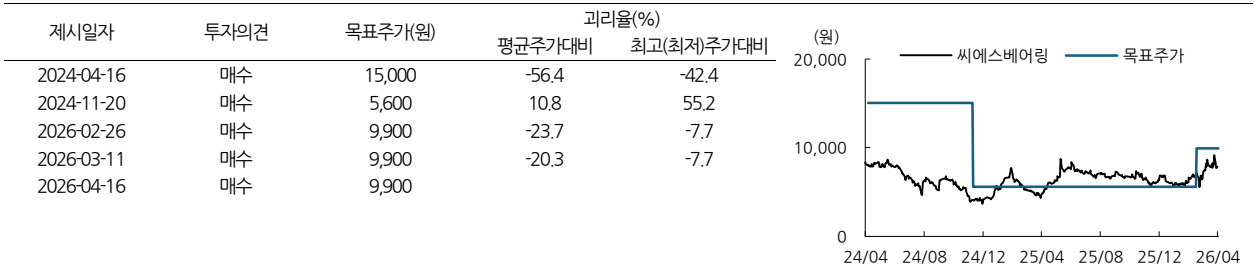
비에이치 (090460) 투자의견 및 목표주가 변동추이



두산퓨얼셀 (336260) 투자의견 및 목표주가 변동추이



씨에스베어링 (297090) 투자의견 및 목표주가 변동추이



두산 (000150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-05-07	매수	190,000	-4.8	27.1	
2024-05-08	매수	190,000	-4.7	27.1	
2024-07-30	매수	190,000	-18.0	1.3	
2024-10-16	매수	250,000	-18.4	-16.0	
2024-11-01	매수	300,000	-28.2	-19.0	
2024-11-20	매수	300,000	-29.2	-19.0	
2024-12-13	매수	350,000	-20.2	-5.0	
2025-02-03	매수	400,000	-23.1	-10.1	
2025-02-20	매수	450,000	-26.3	5.3	
2025-02-26	매수	450,000	-26.8	5.3	
2025-05-29	매수	580,000	1.0	15.5	
2025-07-28	매수	930,000	-36.8	-15.0	
2025-10-23	매수	1,000,000	-9.6	1.8	
2025-11-04	매수	1,200,000	-20.5	-17.3	
2025-11-11	매수	1,500,000	-43.2	-32.3	
2025-12-24	매수	1,500,000	-45.6	-36.9	
2026-01-27	매수	1,680,000	-47.2	-42.1	
2026-02-13	매수	1,800,000	-39.8	-32.5	
2026-02-27	매수	2,000,000	-43.1	-31.5	
2026-04-16	매수	2,000,000			

파미셀 (005690) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-02-24	담당자변경				
2025-02-24	매수	15,000	-25.5	-15.7	
2025-03-04	매수	15,000	-24.2	-15.7	
2025-03-25	매수	16,500	-19.9	16.8	
2025-05-09	매수	16,500	-17.0	16.8	
2026-03-11	매수	25,000	-35.9	-29.1	
2026-04-16	매수	25,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자의견 비율

기준일 2026.03.31

매수	중립	매도
99.4%	0.0%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.