

(000150)

두산

IT/전자전자 이주형

6190/jhlee2207@eugenefn.com

NDR 후기: CAPA와 고객사의 동반 확장

투자 의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
2,580,000 원(상향)
1,735,000 원(5/8)

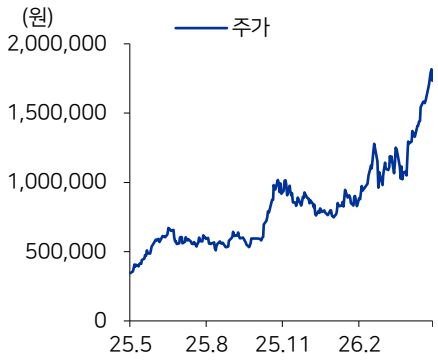
“ 목표주가를 기존 220만원에서 258만원으로 상향 제시. 전자 BG의 연간 이익 추정치를 기존 7,786억원에서 8,306억원으로 상향 조정. 금번 NDR을 통해 확인된 핵심은 ①북미 주요 고객사향 NWB CCL의 견조한 수요, ②800G 스위치 및 광모듈향 매출 확대, ③Vera Rubin향 컴퓨터 트레이용 CCL의 단독 공급 가능성, ④중국, 중평, 태국으로 이어지는 명확한 NWB 증설 로드맵, ⑤ASIC 및 신규 고객사 확대 가능성. 경쟁사 대비 멀티플 할인 요인이었던 CAPA 확장성과 고객사 다변화 우려가 동시에 완화되고 있으며, 전자 BG의 중장기 실적 가시성은 추가로 높아진 것으로 판단

“ CCL 단가: CCL의 단가는 제품별, 고객사별로 상이하나 최근 수개월간의 원재료 매입 가격을 후행적으로 판가에 전가하는 구조이며, 유의미한 원가의 변동이 발생할 때마다 협상을 진행함. 로우엔드 제품은 낮은 마진 구조로 인해 원가 상승분이 즉각적으로 판가에 반영되는 반면, 북미 주요 고객사 등 전자BG의 하이엔드 CCL 제품은 기술력 기반의 가격 책정이 이루어지기 때문에 원가 변동보다는 세대 전환 및 스펙 상승에 따른 판가 인상이 보다 주요

“ CAPA: 2025년말 기준 NWB 8개 라인이 가동 중이며, 브라운필드 증설을 통해 올해말, 내년 하반기에 각각 25%의 NWB 매출 캐파 확대가 이루어질 예정. 최근 실적발표에서 태국 Araya 산업 단지 내 신규 투자에 대해 발표했으며 이는 2028년 하반기 가동 예정. 캐파 증설 시점과 맞추어 적극적인 신규 ASIC, GPU 고객사 유치가 진행될 전망. 북미 고객사향 NWB CCL의 견조한 수요와 신규 고객 포트폴리오 확대 등을 감안한다면 근시일 내 추가 증설 결정이 있을 것으로 판단함

“ 광모듈: 1분기 광모듈향 CCL 매출액은 334억원으로 작년 연간 매출을 상회하는 수준(1Q25 광모듈 매출액 29억원). 최종 고객사는 북미, 모듈 고객사는 북미와 중화권 전반에 걸쳐있는 것으로 파악됨. 네트워크 인프라에 대한 강력한 수요에 힘입어 연간 광모듈향 매출액은 1,340억원을 기록할 것으로 예상

“ 실트론: 상반기 중 기업 인수 절차가 마무리될 전망. 두산은 3월말 기준 1.8조원의 현금을 포함해 약 2.2조원의 유동성을 보유 중인 것으로 파악됨. 투자자들이 우려하는 유상증자 및 교환사채 발행 가능성은 전무한 것으로 판단함. 최근 대만 웨이퍼업체 GlobalWafers는 기존 2H27로 예상했던 12인치 웨이퍼 공급부족 시점이 앞당겨질 수 있다고 언급. 기업 인수 이후 실트론의 영업 환경도 매우 긍정적일 것으로 예상



시가총액(십억원)	28,096
발행주식수(천주)	16,194
52 주 최고	1,900,000 원
최저	326,500 원
52 주 일단 Beta	1.39
60 일 평균 거래대금	1,239억원
외국인 지분율	18.72%
배당수익률(26E)	0.2%
주주구성	
박정원	41.1%
자사주	16.0%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	44.1	89.0	425.0
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	Buy	Buy	-
목표주가	2,580,000	2,200,000	▲
영업이익(26E)	1,771	1,719	▲
영업이익(27E)	2,581	2,417	▲

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026E
매출액	18,133	19,784	21,532
영업이익	1,004	1,063	1,771
세전손익	593	490	986
당기순이익	302	250	502
EPS(원)	-13,687	4,404	31,122
증감률(%)	na	흑전	606.6
PER(배)	na	177.3	55.7
ROE(%)	-14.6	5.0	27.1
PBR(배)	3.7	10.6	16.4
EV/EBITDA(배)	5.6	10.6	14.2

도표 1. 두산 목표주가 산정

	이익, 시가총액, 장부가액 (십억원)	적용 멀티플(배), 지분율(%)	NAV (십억원)	비고
영업가치				
전자BG	900	33.85	30,457	26F EV/EBITDA * 피어 평균 10% 할증
DDI	2	3	7	26F 순이익 추정치
두타몰	11	3	32	26F 순이익 추정치
(A): 영업가치 합계			30,497	
상장사				
두산에너지빌리티	75,208	30.7%	23,074	20일 평균 시가총액
두산로보틱스	6,262	50.1%	3,135	
오리콤	72	61.9%	45	
비상장사				
두산모빌리티이노베이션	72	86.1%	62	장부가액 적용
두산로지스틱스솔루션	25	100.0%	25	
두산포트폴리오홀딩스	281	100.0%	281	
			5,324	80% 할인 적용
(C): 순차입금	1,098			4Q25 별도 재무제표 기준
(D): 우선주가치	2,758			5/8 증가 기준
보통주 적정 시가총액	34,965			(A) + (B) - (C) - (D)
보통주 총 발행주식 수(만주)	1,356			발행주 - 자사주(263 만주)
적정주가(원)	2,578,078			
목표주가(원)	2,580,000			
현재주가(원)	1,735,000			
상승여력	48.7%			

자료: 유진투자증권

도표 2. 두산 전자BG EV/EBITDA 추정

구분	(십억원, 배)	비고
(A): 시가총액	28,096	
(B): 지분가치 합계	5,324	5/8 증가 기준
(C): 우선주 가치	2,758	
(D): 순차입금	1,098	4Q25 별도 재무제표 기준
전자BG 기업가치	21,113	(A) - (B) - (C) + (D)
EBITDA	900	2026F 추정치
EV/EBITDA	23.5	

자료: 유진투자증권

도표 3. 대만 경쟁사 EV/EBITDA

(십억 TWD, 배)	TUC	ITEQ	EMC	비고
시가총액	395.6	104.5	1,702.0	5/8 증가 기준
총차입금	27.4	18.3	81.3	4Q25 말 기준
현금성자산	41.7	4.7	25.3	
EV	381.3	118.1	1,758.1	
EBITDA	12.3	5.8	42.9	26F 블룸버그 컨센서스
EV/EBITDA	31.1	20.3	41.0	
3사 평균	30.8			

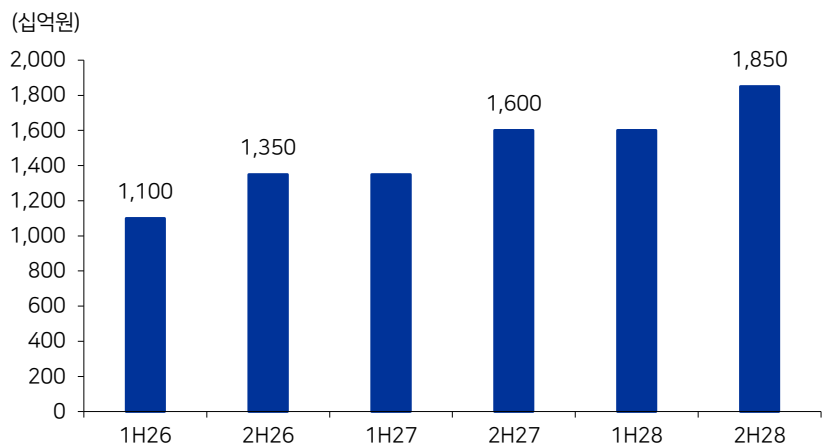
자료: 블룸버그, 유진투자증권

도표 4. 두산 전자BG 세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	402.9	476.2	439.9	556.7	617.3	651.1	663.6	746.5	1,875.7	2,678.6	3,417.4
YoY	116%	102%	76%	66%	53%	37%	51%	34%	86%	43%	28%
QoQ	20%	18%	-7.6%	27%	11%	5%	2%	12%			
영업이익	116.1	136.2	103.9	128.7	185.6	198.1	211.2	235.7	484.9	830.6	1,131.6
OPM	28.8%	28.6%	23.6%	23.1%	30.1%	30.4%	31.8%	31.6%	25.9%	31.0%	33.1%
YoY	591%	335%	250%	187%	60%	45%	103%	83%	296%	71%	36%
QoQ	159%	17%	-23.7%	24%	44%	7%	7%	12%			
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	211.3	224.5	265.0	521.4	899.6	1,307.4
EBITDA Margin	31.0%	30.4%	25.7%	24.8%	32.2%	32.5%	33.8%	35.5%	27.8%	33.6%	38.3%
NWB	161.2	181.0	127.6	211.5	227.9	385.0	399.9	480.7	681.3	1,493.6	2,337.3
비중	40%	38%	29%	38%	37%	59%	60%	64%	36%	56%	68%
YoY					41%	113%	213%	127%	119%	56%	
PKG, FCCL 등	241.7	295.2	312.3	345.2	389.4	266.1	263.7	265.8	1,194.4	1,185.0	1,080.0
비중	60%	62%	71%	62%	63%	41%	40%	36%	64%	44%	32%
YoY					61%	-10%	-16%	-23%	19%	-1%	-9%

자료: 유진투자증권
 주: 전자BG 해외법인 실적 포함

도표 5. 두산 전자BG 연간 NWB CCL 캐파 전망



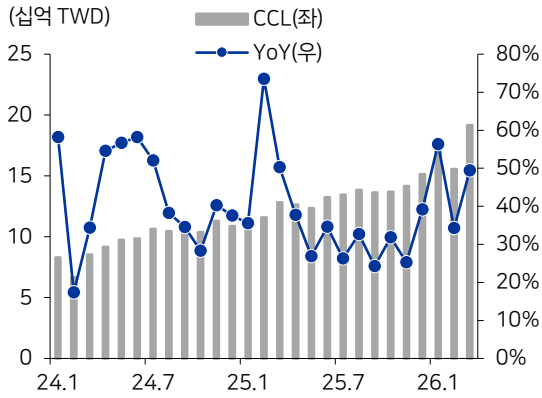
자료: 두산, 유진투자증권
 주: 매출액 기준

도표 6. 두산 연결기준 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	5,060	5,443	5,100	5,928	19,688	21,532	24,748
YoY	-4%	16%	15%	9%	18%	2%	15%	4%	9%	9%	14.9%
QoQ	-17%	24%	-17%	28%	-11%	8%	-6%	16%			
자체사업	485	559	524	653	702	734	748	843	2,221	3,027	3,765
두산에너지빌리티	3,749	4,569	3,880	4,860	4,261	4,538	4,251	4,906	17,058	17,956	20,455
두산로보틱스	5	5	10	13	15	9	10	12	44	47	40
오리콤	46	63	56	62	45	57	59	60	215	221	224
기타조정	14	151	-18	98	37	105	32	106	151	280	263
매출비중											
자체사업	11%	10%	12%	11%	14%	13%	15%	14%	11%	14%	15%
두산에너지빌리티	87%	85%	87%	85%	84%	83%	83%	83%	87%	83%	83%
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%	2%	1%	2%	1%	1%	1%
영업이익	198	358	231	275	341	454	447	530	1,063	1,771	2,581
YoY	-43%	6%	110%	32%	72%	27%	93%	92%	6%	67%	45.7%
QoQ	-5%	80%	-35%	19%	24%	33%	-2%	19%			
자체사업	121	142	109	132	188	204	216	239	504	846	1,148
두산에너지빌리티	142	271	137	212	234	284	258	360	763	1,136	1,641
두산로보틱스	-12	-16	-15	-16	-16	-12	-12	-17	-59	-57	-58
오리콤	-1	4	1	5	-1	4	2	6	9	10	10
기타조정	-52	-44	0	-57	-63	-26	-16	-58	-153	-164	-158
영업이익률	4.6%	6.7%	5.2%	4.8%	6.7%	8.3%	8.8%	8.9%	5.4%	8.2%	10.4%
영업외손익	-93	38	-64	-455	-141	91	-290	-446	-573	-786	-748
세전이익	106	396	168	-179	199	545	157	84	490	986	1,833
YoY	-68%	30%	흑전	NA	88%	38%	-6%	흑전	-17%	101%	86%
QoQ	흑전	274%	-58%	적전	흑전	174%	-71%	-47%			
지배주주순이익	24	79	121	-148	102	180	147	49	76	486	786
NPM	1%	1%	3%	-3%	2%	3%	3%	1%	0%	2%	3%
YoY	375%	281%	흑전	NA	329%	128%	21%	흑전	흑전	542%	62%
EPS(원)	1,431	4,756	7,330	-9,113	6,268	11,085	10,319	3,450	4,405	31,122	55,208
YoY	375%	281%	흑전	NA	338%	133%	41%	흑전	흑전	607%	77%

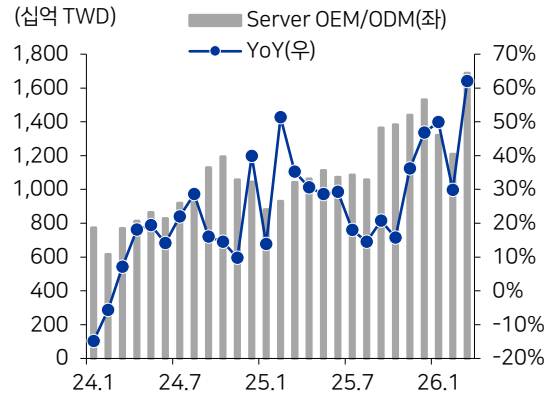
자료: 유진투자증권

도표 7. 대만 CCL 업체 월별 합산 매출액 추이



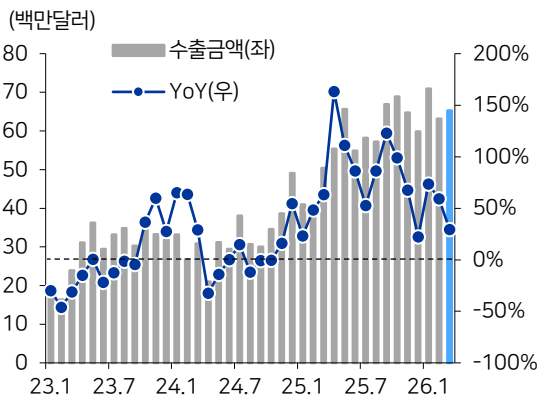
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 8. 서버 ODM 업체 월별 합산 매출액 추이



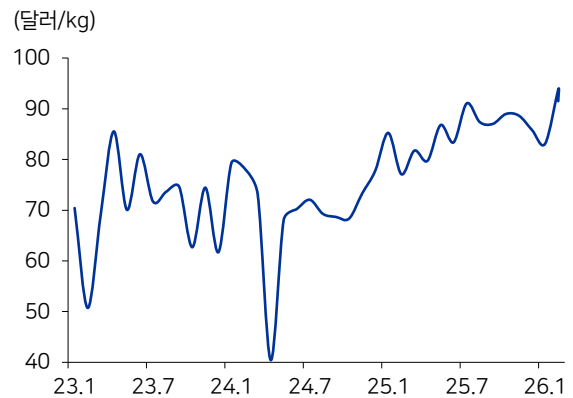
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 9. CCL 수출입 추이



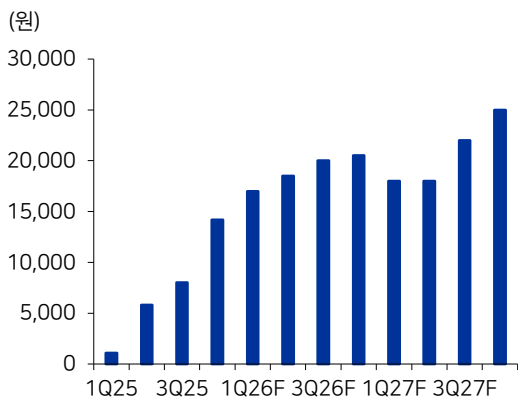
자료: KITA, 유진투자증권

도표 10. CCL 수출 단가 추이



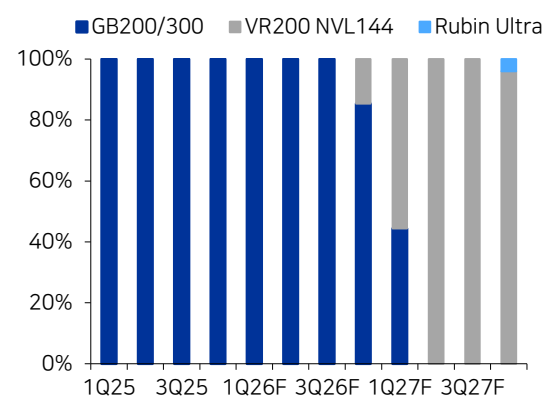
자료: KITA, 유진투자증권

도표 11. 분기별 랙서버 출하량 전망



자료: 유진투자증권

도표 12. 아키텍처별 CCL 출하 비중



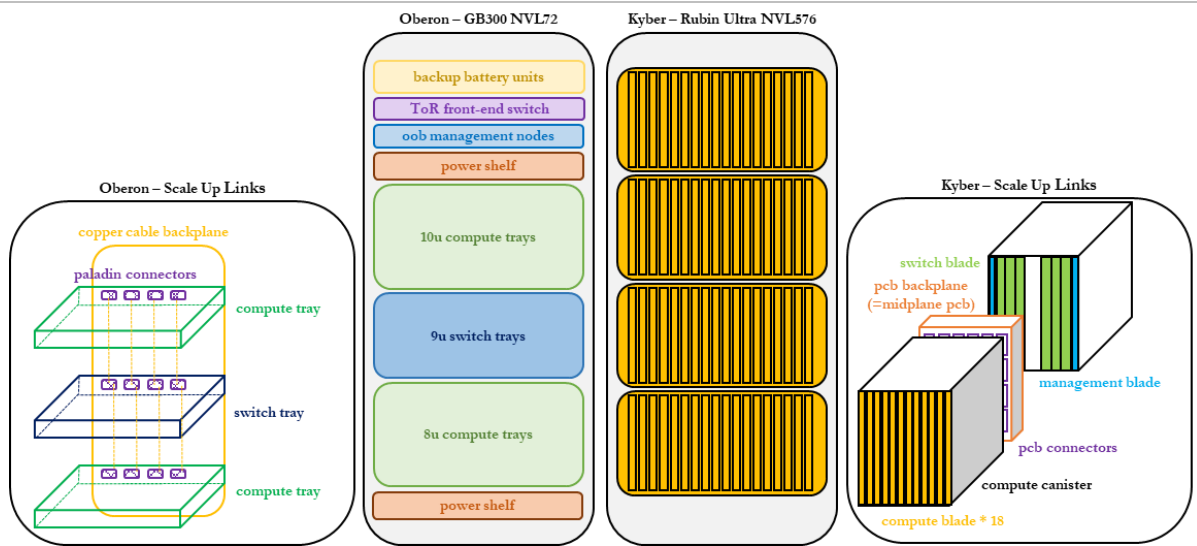
자료: 유진투자증권

도표 13. 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 14. 오베론랙과 카이버랙 비교



자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

두산(000150.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	30,143	32,928	33,109	35,504	37,483
유동자산	11,913	14,193	14,141	16,193	17,748
현금성자산	4,137	5,391	4,988	5,024	5,783
매출채권	3,868	4,758	4,870	6,074	6,546
재고자산	3,136	3,011	3,239	4,040	4,354
비유동자산	18,230	18,734	18,968	19,310	19,735
투자자산	2,671	2,791	2,905	3,022	3,145
유형자산	7,013	7,110	7,074	7,146	7,299
기타	8,547	8,834	8,989	9,142	9,292
부채총계	18,254	20,693	20,470	22,152	22,875
유동부채	11,024	13,754	13,446	15,041	15,673
매입채무	5,658	6,719	6,399	7,982	8,602
유동성이자부채	4,281	5,852	5,852	5,852	5,852
기타	1,085	1,184	1,196	1,207	1,220
비유동부채	7,229	6,939	7,023	7,111	7,202
비유동이자부채	5,063	4,528	4,528	4,528	4,528
기타	2,166	2,411	2,496	2,583	2,674
자본총계	11,889	12,234	12,640	13,351	14,608
자본지분	1,480	1,559	1,965	2,676	3,933
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,928	1,932	1,932	1,932	1,932
이익잉여금	(82)	(81)	325	1,036	2,293
기타	(490)	(416)	(416)	(416)	(416)
비자본지분	10,409	10,675	10,675	10,675	10,675
자본총계	11,889	12,234	12,640	13,351	14,608
총차입금	9,344	10,380	10,380	10,380	10,380
순차입금	5,207	4,989	5,392	5,356	4,597

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	308	982	719	1,273	2,094
당기순이익	302	250	502	933	1,491
자산상각비	767	809	828	833	848
기타비현금성손익	1,037	1,290	24	(95)	(105)
운전자본증감	(1,053)	(697)	(658)	(421)	(164)
매출채권감소(증가)	(70)	(833)	(112)	(1,205)	(471)
재고자산감소(증가)	81	74	(228)	(801)	(314)
매입채무증가(감소)	(819)	747	(320)	1,583	620
기타	(244)	(685)	1	2	2
투자현금	(995)	(430)	(1,069)	(1,183)	(1,281)
단기투자자산감소	(39)	47	(19)	(20)	(20)
장기투자증권감소	(117)	376	(29)	(31)	(32)
설비투자	710	570	620	729	822
유형자산처분	71	24	0	0	0
무형자산처분	(218)	(326)	(328)	(328)	(328)
재무현금	574	700	(72)	(74)	(74)
차입금증가	881	834	0	0	0
자본증가	(190)	(286)	(72)	(74)	(74)
배당금지급	125	147	72	74	74
현금 증감	165	1,224	(421)	16	738
기초현금	3,539	3,704	4,928	4,507	4,523
기말현금	3,704	4,928	4,507	4,523	5,261
Gross Cash flow	2,107	2,348	1,377	1,695	2,258
Gross Investment	2,009	1,175	1,708	1,585	1,425
Free Cash Flow	98	1,173	(331)	110	833

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	21,532	25,306	28,527
증가율(%)	(5.2)	9.1	8.8	17.5	12.7
매출원가	15,171	16,371	17,456	20,037	21,828
매출총이익	2,962	3,413	4,076	5,270	6,699
판매 및 일반관리비	1,958	2,351	2,304	2,688	3,042
기타영업손익	8	20	(2)	17	13
영업이익	1,004	1,063	1,771	2,581	3,657
증가율(%)	(30.1)	5.9	66.7	45.7	41.7
EBITDA	1,771	1,871	2,599	3,414	4,504
증가율(%)	(17.3)	5.7	38.9	31.4	31.9
영업외손익	(411)	(573)	(786)	(748)	(727)
이자수익	145	123	129	171	197
이자비용	492	497	499	499	499
지분법손익	21	26	12	12	12
기타영업외손익	(85)	(225)	(428)	(433)	(437)
세전순이익	593	490	986	1,833	2,930
증가율(%)	31.5	(17.3)	101.1	86.0	59.8
법인세비용	291	241	484	900	1,438
당기순이익	302	250	502	933	1,491
증가율(%)	11.1	(17.4)	101.1	86.0	59.8
지배주주지분	(226)	76	477	786	1,331
증가율(%)	적지	흑전	529.5	64.8	69.3
비지배지분	528	174	25	147	161
EPS(원)	(13,687)	4,404	31,122	55,208	93,472
증가율(%)	적지	흑전	606.6	77.4	69.3
수정EPS(원)	(13,687)	4,404	32,290	53,989	92,249
증가율(%)	적지	흑전	633.1	67.2	70.9

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(13,687)	4,404	31,122	55,208	93,472
BPS	69,123	73,954	106,106	144,548	212,404
DPS	2,000	4,000	4,010	4,020	4,030
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	177.3	55.7	31.4	18.6
PBR	3.7	10.6	16.4	12.0	8.2
EV/EBITDA	5.6	10.6	14.2	10.8	8.0
배당수익률	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2
PCR	2.6	7.0	23.3	19.0	14.2
수익성(%)					
영업이익률	5.5	5.4	8.2	10.2	12.8
EBITDA이익률	9.8	9.5	12.1	13.5	15.8
순이익률	1.7	1.3	2.3	3.7	5.2
ROE	(14.6)	5.0	27.1	33.9	40.3
ROIC	3.3	3.3	5.4	7.6	10.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	43.8	40.8	42.7	40.1	31.5
유동비율	108.1	103.2	105.2	107.7	113.2
이자보상배율	2.0	2.1	3.6	5.2	7.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
매출채권회전율	4.8	4.6	4.5	4.6	4.5
재고자산회전율	6.0	6.4	6.9	7.0	6.8
매입채무회전율	3.4	3.2	3.3	3.5	3.4

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 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 기재된 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 자
 료는 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	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

