

두산 (000150)

오해와 기회

투자의견

BUY(신규)

목표주가

980,000 원(신규)

현재주가

579,000 원(9/5)

시가총액

9,567(십억원)

이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 980,000원으로 커버리지 개시 및 섹터 최선호주로 추천. 목표주가는 전자BG(비즈니스그룹)의 2026년 예상 실적을 바탕으로 P/E 멀티플을 적용하여 SoTP 방식으로 산출
- 전자BG의 3분기 실적은 매출액 4,928억원(YoY +97.4%), 영업이익 1,455억원(YoY +390%, QoQ +6.8%, OPM 29.5%), 2025년 예상 실적은 매출액 1조 9,057억원(YoY +89.2%), 영업이익 5,590억원(YoY +356%, OPM 29.3%)전망. 3, 4분기 엔비디아 랙서버 출하량의 큰 폭 확대를 통해 전자BG 실적의 지속 개선 예상
- 엔비디아 루빈 아키텍처 내 점유율과 관련된 대만발 노이즈와 엔비디아 의존도가 높은 사업 환경 탓에 최근 3개월 두산의 주가 수익률은 5.5%로 같은 기간 코스피 수익률 14%를 크게 언더퍼폼
- 그러나 최근 업계 소식에 따르면 전자BG는 루빈 아키텍처에서도 높은 점유율을 유지할 수 있을 것으로 예상됨. 또한, 현재 AWS의 EC2 Tm2 랙서버 내 스위치 보드용 CCL을 일부 공급중인 것으로 파악되며, 연내 출하될 EC2 Tm3 랙서버의 컴퓨터 트레이용 CCL 공급 가능성이 높다고 판단. 추가로 구글 TPU용 CCL 공급 기회 역시 상존
- 루빈 아키텍처 내 CCL 점유율 및 ASIC 고객사 확대와 관련된 시장의 우려는 기우이며, 지금이 매수의 적기라고 판단

주가(원,9/5)	579,000
시가총액(십억원)	9,567
발행주식수	16,524천주
52주 최고가	699,500원
최저가	131,400원
52주 일간 Beta	1.49
60일 일평균거래대금	956억원
외국인 자본율	0.0%
배당수익률(2025F)	0.3%
주주구성	
박정원 (외 27인)	40.1%
자사주	17.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6.4%	54.5%	285.0%
절대기준	-6.2%	79.8%	309.5%
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	980,000	-	-
영업이익(25)	1,522	-	-
영업이익(26)	1,967	-	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	19,130	18,133	19,432	21,043
영업이익	1,436	1,004	1,522	1,967
세전손익	451	593	1,530	2,171
당기순이익	272	302	1,024	1,645
EPS(원)	-12,258	-7,301	7,508	15,557
증감률(%)	na	na	흑전	107.2
PER(배)	na	na	77.1	37.2
ROE(%)	-22.7	-14.6	15.5	27.6
PBR(배)	1.8	5.3	11.9	9.1
EV/EBITDA(배)	2.7	5.6	7.9	7.5

자료: 유진투자증권



I. 밸류에이션

투자 의견 BUY, 목표주가 980,000 원으로 커버리지를 개시한다. ①엔비디아 AI 서버의 컴퓨팅 밀도 증가, ②CSP 업체들의 TCO(총소유비용)중심의 투자를 통한 ASIC 기반 랙스케일 서버 확대 트렌드 속에서 두산의 자체사업 중 전자BG의 실적 성장세가 크게 돋보일 전망이다. 경쟁사 대비 앞선 CCL 기술과 안정적 납기, 주요 고객사 내 압도적 점유율에 기반한 높은 영업이익률, 신규 ASIC 고객사로의 고객 저변 확대 등 전자 BG의 가치를 보다 명확히 반영하기 위해 SoTP 방식을 이용하여 목표주가를 산출했다. 두산에너지빌리티, 두산로보틱스 등 두산 지주사의 자회사 지분가치는 전일 종가 대비 70% 할인 반영하였다.

도표 1. 두산 목표주가 산정

		이익, 시가총액, 장부가액 (십억원)	적용 멀티플, 지분율	NAV	비고
영업가치					
전자 BG		458	23.4	10,718	26F 순이익. EMC, TUC, ITEQ 평균에 30% 할증
DDI		2	10	25	26F 순이익
두타몰		11	10	108	26F 순이익
(A): 영업가치 합계				10,851	
지분가치					
상장사	두산에너지빌리티	39,587	31%	3,644	할인을 70% 적용
	두산로보틱스	3,986	68%	815	
	오리콤	73	62%	14	
비상장사	두산모빌리티이노베이션	72	86%	62	장부가액 적용
	두산로지스틱스솔루션	89	100%	89	
	두산포트폴리오홀딩스	254	100%	254	
(B): 지분가치 합계				4,877	
(C): 순차입금		1,150			별도 기준
(D): 우선주가치		1,391			8/5 종가 기준
보통주 적정 시가총액		13,187			(A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주식 수(만주)		1,352			자사주 제외
적정주가(원)		975,186			
목표주가(원)		980,000			
현재주가(원)		579,000			
상승여력(%)		69.3%			

자료: 유진투자증권

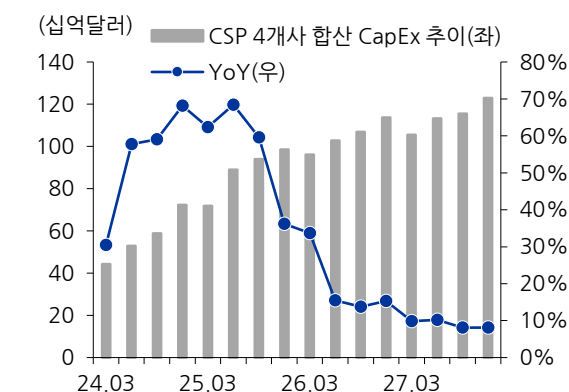
II. 투자포인트

설계역량의 불균형과 고성능 AI 학습에 대한 수요

엔비디아의 데이터센터향 매출액 추이는 빅 4 CSP(META, AMZN, GOOGL, MSFT)의 합산 CapEx 증가 추이와 동행하며 꾸준한 성장세를 이어가고 있다. AI 가 시장을 주도하기 시작한 이래로 빅 4 CSP 의 합산 CapEx 는 매우 급격한 상승폭을 보여왔으며, 시장 기대치보다 높은 자본지출을 매 분기 발표하며 그 기저가 다소 높아진 상황이다. 이에 따라 합산 CapEx 의 상승폭과 엔비디아 데이터센터향 매출액의 상승폭은 크게 줄어들었으나, 절대 금액 기준으로는 공히 상승추세를 지속하고 있다.

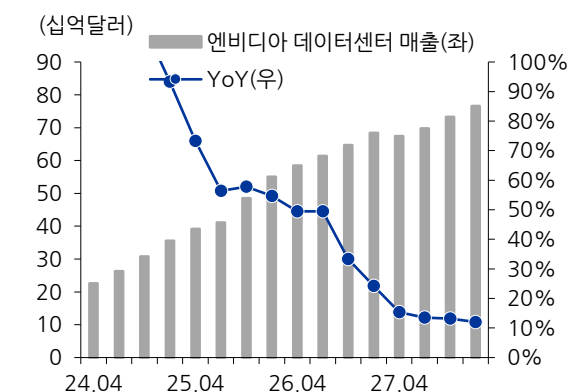
최근 TCO(총소유비용)를 중시하는 흐름 속 CSP 업체들의 자체 ASIC 기반 랙 스케일 서버에 대한 출하량 눈높이가 상승하는 중이다. 이는 이들 빅테크 업체들의 자체 ASIC 설계 능력이 충분히 성숙했기 때문인데, 그럼에도 불구하고 메이저 업체들을 제외한 중소형 CSP 나 엔터프라이즈 고객들, 나아가 소버린 AI 를 구축하고자 하는 국가단위의 고객들은 이러한 ASIC 설계 역량이 부족한 상황이다. 정리하자면, 빅 4 CSP 처럼 거대 규모의 클라우드 제공자만이 자체 ASIC 설계와 대량 양산 생태계를 구축할 수 있으며, 이조차도 내부 사용(주로 비용 절감을 위한 추론 작업)에 국한되어 있다고 볼 수 있다.

도표 2. CSP 4개사 합산 CapEx 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 3. 엔비디아 데이터센터 매출 추이



자료: 엔비디아, 유진투자증권

TCO 측면에서 ASIC 은 엔비디아 GPU 기반의 랙 스케일 서버 대비 30~50%의 비용 절감 효과를 기대할 수 있어 향후 빠른 속도의 출하량 증가가 예상된다. 그러나 AI 워크로드의 핵심인 학습 단계에서는 엔비디아 GPU 의 우월한 컴퓨팅 파워(병렬 처리 능력, 메모리 대역폭 등)가 여전히 필수적이다. ASIC 은 특정 작업에 특화되어 효율적이지만, 범용성과 유연성 측면에서 엔비디아 GPU만큼의 성능을 기대하기는 어렵다. 구글 클라우드, 아마존 웹서비스에 이어 메타가 자체 ASIC 기반의 랙 스케일 서버 출하량을 크게 확대할 것으로 예상되나, 마이크로소프트의 자체 ASIC 프로젝트인 Maia 칩은 랙 스케일로의 확대가 요원한 상황이다.

업계를 선도하는 엔비디아는 높은 설계 역량을 기반으로 2027 년 하반기 출시가 예상되는 루빈 울트라 NVL576 서버의 구성을 기존 Oberon 대비 크게 개선한 Kyber 로 변경, 한 차원 높은 컴퓨팅 파워와 밀도를 선보일 예정이다. 향후 ASIC 출하량이 크게 증가한다 하여도, 엔비디아 GPU 서버의 출하량 강세가 지속될 것으로 예상된다.

도표 4. AI 가속기 비교

CSP, Fabless	칩 이름	출시년월 (예정일)	공정	메모리	메모리 용량	대역폭	TDP
META	MTIA2	2024.4	5nm	LPDDR5	128GB	2.7TB/s	90
	MTIA T-V1	2025 4Q	3nm	HBM3E 12hi	288GB	8TB/s	-
AWS	Trainium2	2024.12	5nm	HBM3E	96GB	2.9TB/s	500
	Trainium 3	2025 4Q	3nm	HBM3E	144GB	4.9TB/s	1,000
Google	Trillium(v6e)	2024.5	5nm	HBM3	32GB	1.6TB/s	600
	Ironwood(v6p)	2025 2H	5nm	HBM3E 8hi	192GB	7.4TB/s	980
Microsoft	Maia 100	2023.11	5nm	HBM2E	64GB	1.8TB/s	700
	Maia 200	2026F	2nm	HBM4	-	-	-
Nvidia	B200	2024.3	4nm	HBM3E 8hi	192GB	8TB/s	1,000
	B300	2025 3Q	4nm	HBM3E 12hi	288GB	8TB/s	1,400
	Rubin	2026 2Q	3nm	HBM4	288GB	13TB/s	1,800
	Rubin Ultra	2027 4Q	3nm	HBM4E	1,024GB	32TB/s	3,600

자료: 각 사, 유진투자증권

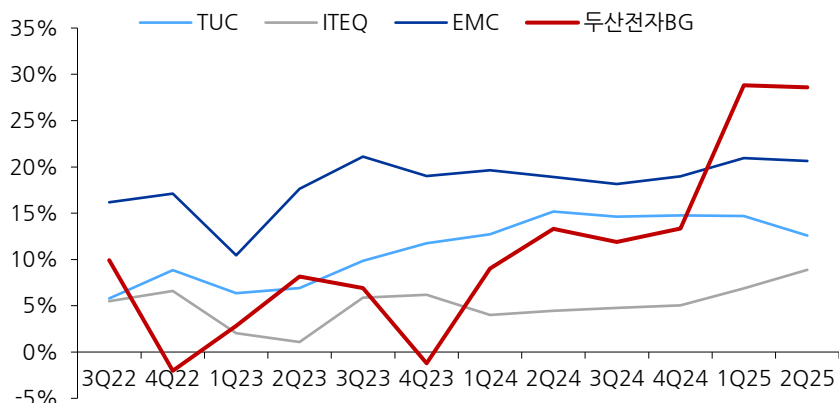
ASIC 위주의 경쟁업체 대비 엔비디아향 매출 비중이 압도적으로 높은 두산전자 BG 는 차세대 아키텍처인 Rubin 에서도 높은 점유율을 유지하며 엔비디아 GPU 기반 랙 스케일 서버의 업그레이드 사이클과 함께 빠른 실적 개선세를 보여줄 것으로 예상된다.

도표 5. AI 가속기별 랙 스케일 서버 비교

CSP, Fabless	칩 이름	서버 ODM	ASIC 설계	서버 랙 이름	출시년월 (예정일)	칩 개수/랙, Pod
META	MTIA2	Celestica	Broadcom	Minerva	2024.4	
	MTIA T-V1	Quanta Computer	Broadcom	Santa Barbara	2025 4Q	
AWS	Trainium2	Wiwynn	Annapurna Labs, Marvell	EC2 Trn2	2024.12	16, 32(울트라)
	Trainium 3	Wiwynn, Jabil	Annapurna Labs, Alchip	EC2 Trn3	2025 4Q	72
Google	Trillium(v6e)	Celestica, Flex, Quanta Computer, Inventec	Broadcom	-	2024.5	256
	Ironwood(v6p)		Broadcom	-	2025 2H	256/9,216
Microsoft	Maia 100	-	Marvell	Athena	2023.11	-
	Maia 200	-	Marvell	-	2026F	-
Nvidia	B200	Hon Hai, Quanta, Wistron, Dell	-	Oberon	2024.3	72
	B300		-	Oberon	2025 3Q	72
	Rubin	-	-	Oberon	2026 2Q	72
	Rubin Ultra	-	-	Kyber	2027 4Q	576

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 6. 두산전자 BG 와 경쟁사 OPM 비교

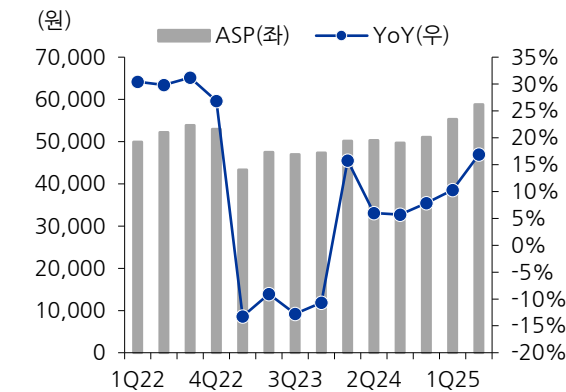


자료: 각 사, 유진투자증권

엔비디아와 동행하는 전자 BG

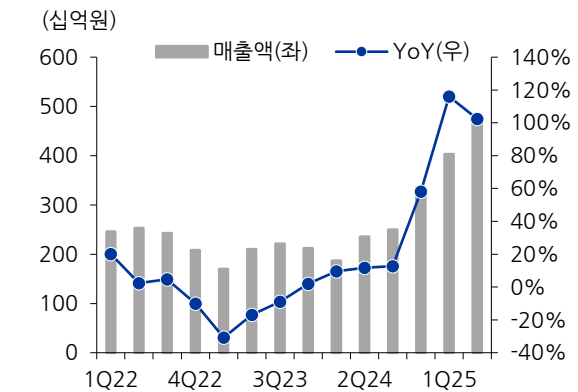
전자 BG 는 반도체 패키징, 통신장비, 스마트폰용 CCL 등 하이엔드 제품용 CCL 양산 경험을 바탕으로 지난해 11 월부터 엔비디아 블랙웰 GPU 기반 랙 스케일 서버 내 컴퓨트 트레이용 CCL 을 납품하기 시작했다. 기존 제품 대비 높은 단가와 이익률로 인해 전자 BG 의 평균 제품판매단가는 3Q24 49,676 원에서 2Q25 58,794 원으로 약 18% 상승했으며, 동기간 전자 BG 분기별 매출액은 2,496 억원에서 4,762 억원으로 가파르게 상승했다.

도표 7. 전자 BG ASP 추이



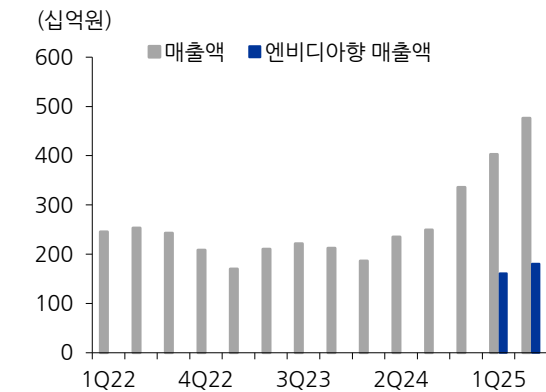
자료: 두산, 유진투자증권

도표 8. 전자 BG 분기별 매출액 추이



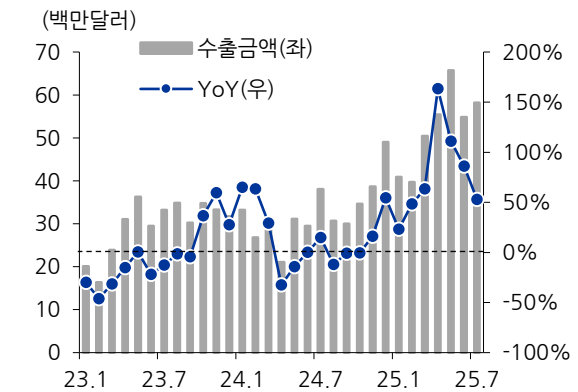
자료: 두산, 유진투자증권

도표 9. 전자 BG 엔비디아향 매출액 추이



자료: 두산, 유진투자증권

도표 10. 두산 CCL 수출입 추이



자료: KITA, 유진투자증권

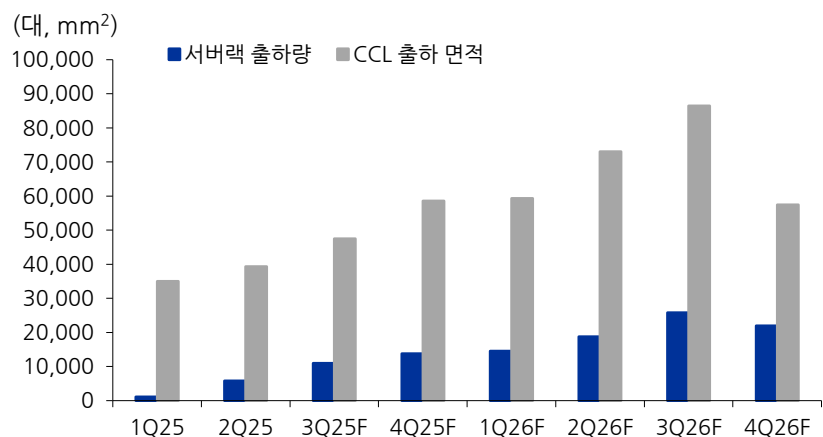
1 분기 중 엔비디아의 GB200 NVL72 랙 스케일 서버의 출하가 시작되었으나, 서버랙 조립의 6 단계에서 수율 문제가 불거지며 1 분기 중 엔비디아 GB200 서버 출하량은 1,100 대에 그친 것으로 추정된다. 그러나 낮은 수율로 인해 전자 BG 의 고객사들은 추가 CCL 물량을 요구하게 되었고, 1 분기 엔비디아향 매출액은 전자 BG 매출액의 40% 수준인 1,600 억원을 기록했다.

2 분기에는 해당 이슈가 해소되며 분기 약 6,000 대의 서버랙 출하를 기록했다. 서버랙 출하량은 증가했지만, 서버랙 조립 수율 역시 드라마틱하게 개선되며 전자 BG CCL 의 출하량은 전기비 약 10% 초반 증가한 것으로 추정된다.

이러한 수율 문제는 지난 Hopper 아키텍처에서는 채용되지 않았던 Bianca 보드 구성(1 CPU + 2 GPU)의 채택으로 인해 발생하였으나, 내년 3 분기 첫 출하가 예상되는 Vera-Rubin NVL144 서버는 보드 구성이 Bianca 로 동일하고, 서버랙 구성 역시 Oberon 으로 동일하여 이와 같은 수율 문제는 추가적으로 발생하지 않을 것으로 예상된다.

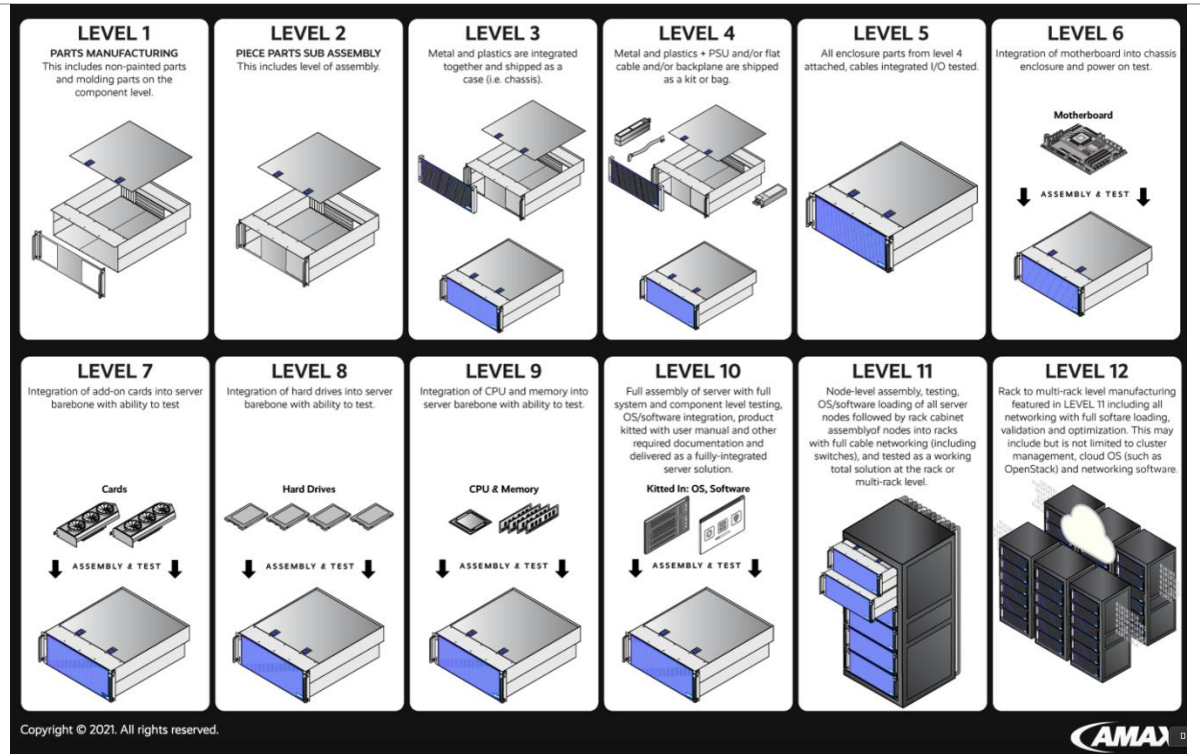
PCB 생산과 서버랙 조립의 수율 개선은 원재료인 CCL 을 납품하는 전자 BG 의 실적에는 부정적인 효과를 갖는다. 그러나, GPU 의 성능 개선과 컴퓨팅 밀도 상승으로 인해 차세대 아키텍처인 Rubin 서버에 채택될 CCL 의 스펙 상향조정과 이에 따른 ASP 상승 및 전자 BG 의 실적 개선이 예상된다.

도표 11. 두산전자 CCL 출하 면적과 고객사 서버랙 출하량



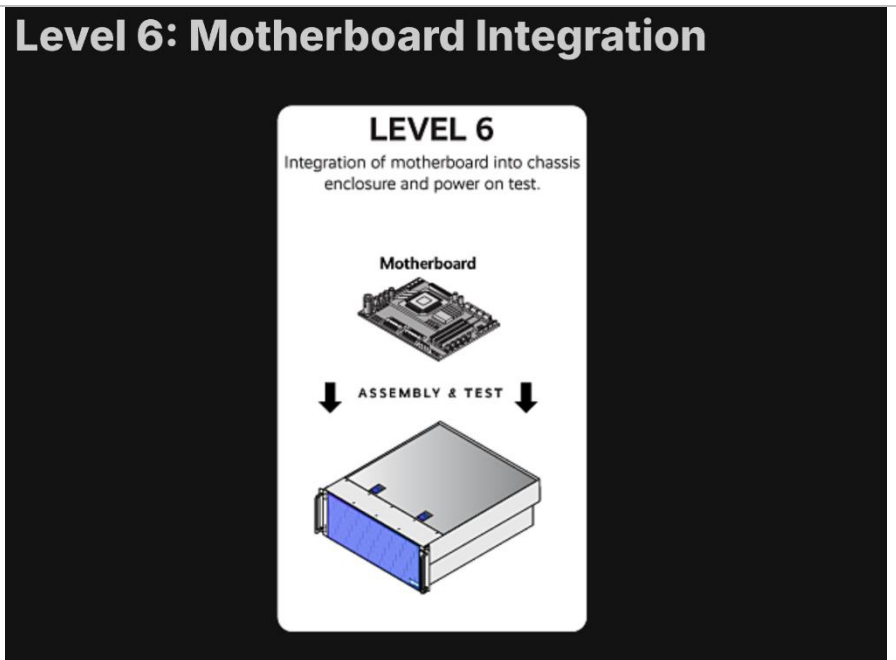
자료: 두산, 유진투자증권

도표 12. 서버 제조 수준 정의



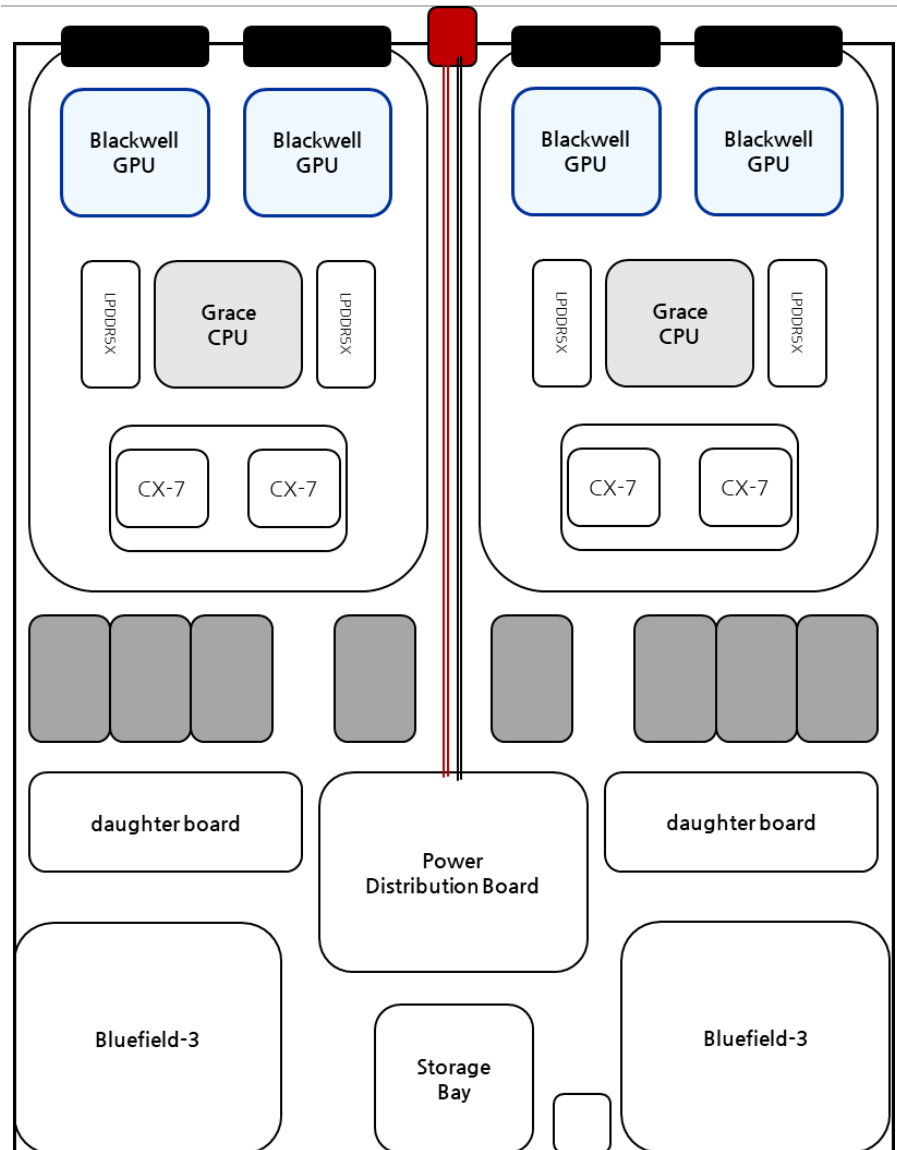
자료: AMAX, 유진투자증권

도표 13. GB200 NVL72 서버 수율 문제가 불거졌던 서버랙 제조 Level 6



자료: AMAX, 유진투자증권

도표 14. Blackwell 랙서버의 컴퓨트 트레이 구조



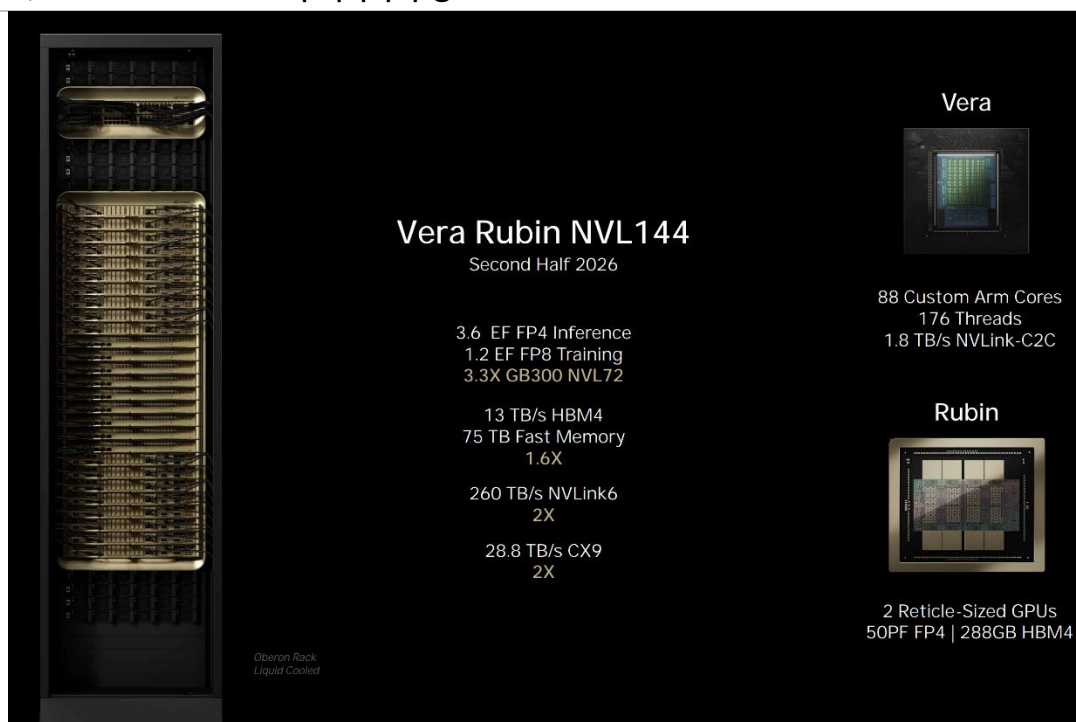
자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

2027 년 4 분기 중 첫 출하가 예상되는 Rubin Ultra NVL576 서버의 경우, 블랙웰 기반 랙 스케일 서버부터 Vera-Rubin NVL144 서버까지 계승되던 Bianca 보드와 Oberon 랙 구조에서 벗어나, Cordelia 보드와 Kyber 랙 구성으로 바뀔 예정이다. Rubin Ultra GPU 기반의 Kyber 서버랙은 크게 두 가지의 변경점을 갖는다.

①**Cordelia(2C + 4G) 보드의 채택:** 하나의 서버랙에 더 많은 GPU 를 통합하여 AI 워크로드에서 높은 처리량을 제공하고, 높은 컴퓨팅 밀도를 통해 전력 및 공간 효율성을 제고, 운영 비용 절감과 공간 활용을 극대화한다.

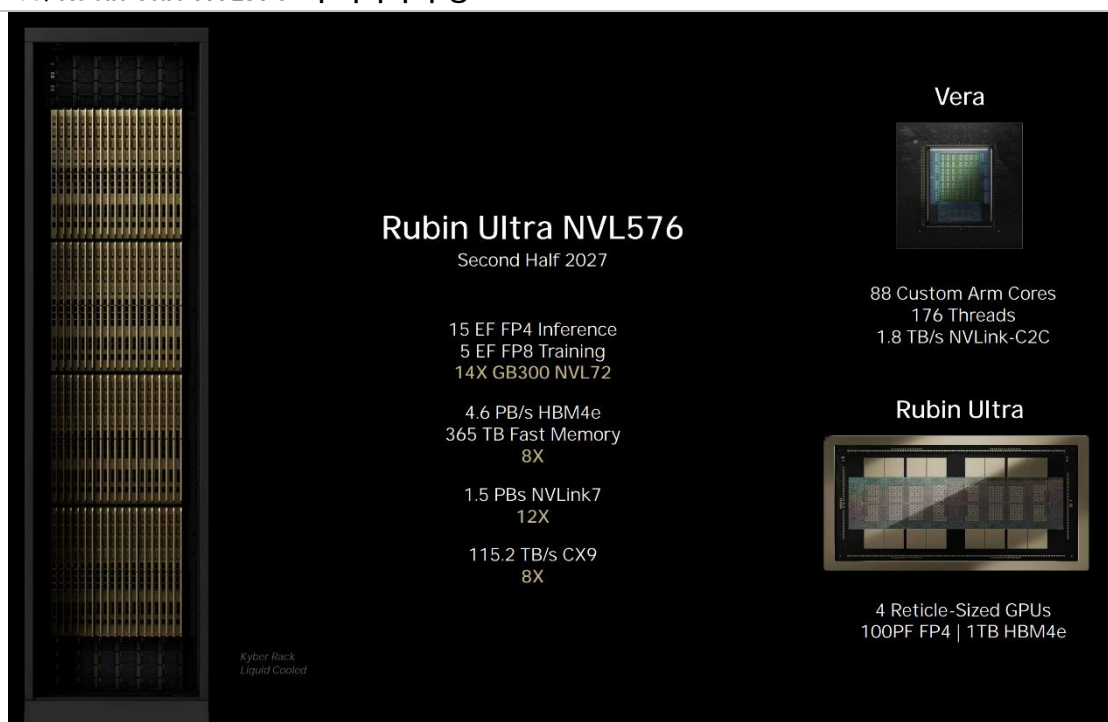
이러한 변화는 Rubin Ultra NVL576 서버랙의 초기 출하 단계에서의 재차 수율 문제가 발생할 가능성을 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 이에 따라 해당 서버랙이 처음 출하될 것으로 예상되는 2027 년 4 분기 전자 BG 의 CCL 출하량은 실제 필요 물량을 크게 상회할 것으로 예상된다.

도표 15. Vera-Rubin NVL144 랙 서버의 구성



자료: 엔비디아, 유진투자증권

도표 16. Rubin Ultra NVL576 랙 서버의 구성



자료: 엔비디아, 유진투자증권

②Midplane PCB 의 채택: 지속적인 GPU 스펙의 상승과 데이터 전송량 증가에 따라 레인당, 포트당 대역폭이 크게 상승하는 중이다. 이에 따라 기존 케이블 카트리지를 이용한 컴퓨트 트레이와 스위치 트레이의 연결 방식은 삽입손실, 케이블 정리 공간 부족 등의 어려움을 야기한다. Midplane PCB 는 케이블 연결 방식을 대체하여 컴퓨트 블레이드와 후면 NVLink 스위치 블레이드를 연결하는 통로 역할을 수행하게 된다. 이에 따라, 기존 Oberon 랙 구성에서는 존재하지 않았던 Midplane PCB 가 새롭게 채택될 것으로 예상된다.

Rubin Ultra NVL576 서버부터는 서버 랙 전체에 수랭식 쿨링을 적용할 예정이다. 랙 전체의 수랭식 쿨링 적용에 따라 공기의 흐름을 고려한 별도의 컷아웃이 존재하지 않아 Midplane PCB 는 매우 높은 층수와 밀도를 가질 예정이다.

Kyber 랙은 총 4 개의 Pod 으로 구성되며, 각 Pod 에는 18 개의 컴퓨트 블레이드가 탑재된다. 따라서, Rubin Ultra NVL576 서버는 컴퓨트 블레이드당 최대 8 개, 1 개의 랙에 최대 576 개의 GPU 가 탑재가능한 초고밀도 AI 서버 아키텍처로 자리매김할 수 있을 것이다.

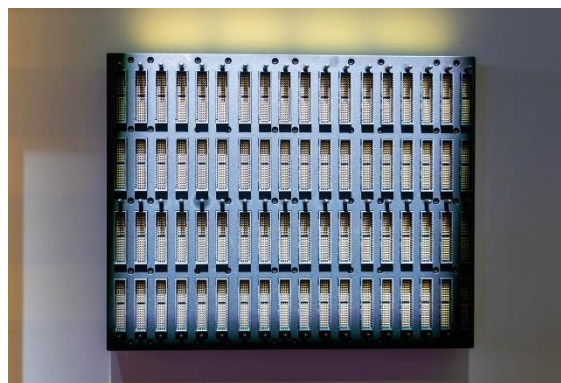
아직까지 Midplane PCB 의 구체적인 스펙에 대해서는 공식적으로 발표된 것이 없으나, 초당 100Gbps 급 PAM4 신호에 대한 대응과 대규모 PDN(Power Distribution Network) 대응을 위해서는 60~80 층 수준의 초고층 레이어가 사용될 것으로 예상하는 것이 합리적이며, 이와 관련하여 초고다층 PCB 제조업체의 새로운 기회와 CCL 수요의 유의미한 증가가 뒤따를 것으로 전망한다.

도표 17. Kyber 랙 Midplane PCB



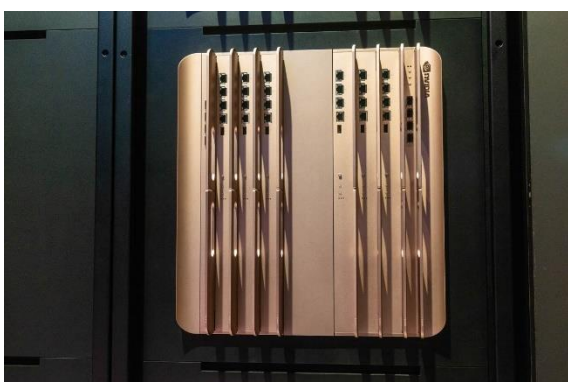
자료: 엔비디아, 유진투자증권

도표 18. Kyber 랙 Midplane PCB



자료: 엔비디아, 유진투자증권

도표 19. Kyber 랙 스위치 블레이드



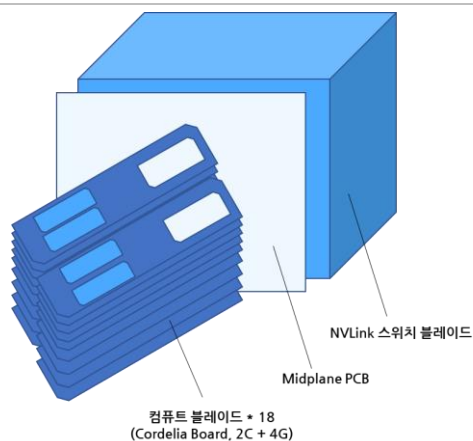
자료: 엔비디아, 유진투자증권

도표 20. Kyber 랙 컴퓨트 블레이드



자료: 엔비디아, 유진투자증권

도표 21. Kyber 랙 Pod 구성



자료: 유진투자증권

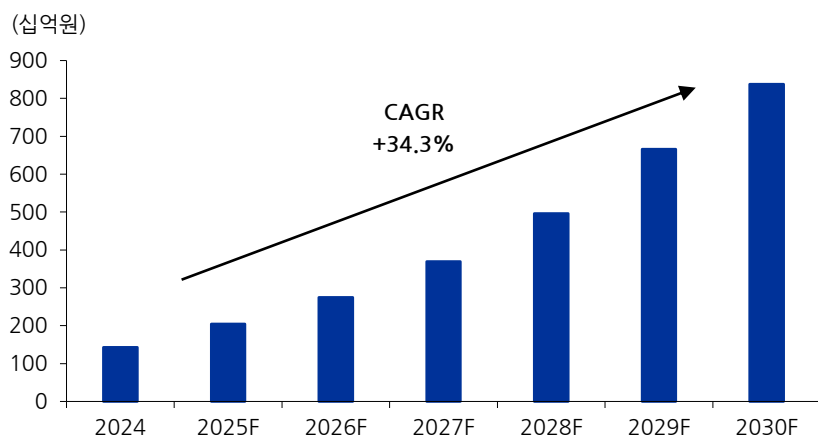
ASIC 시장의 성장 = CCL 수요 증가

주요 CSP 업체들은 TCO 절감과 엔비디아 의존도를 줄이기 위해 자체 개발 ASIC 대체 전략을 가속화하고 있다. Meta 는 MTIA, AWS 는 Trainium 시리즈, Google 은 TPU, MSFT 는 Maia 등으로 데이터센터의 추론 워크로드를 최적화하고 있다. 이들 CSP 의 ASIC 설계 역량은 성숙 단계에 접어들었으며, 올해 말 AWS 의 Trainium 3, Meta 의 MTIA T-v1 등 다수의 신제품 출시가 예정되어 있다. 조사기관에 따르면, 2026 년 ASIC 칩 출하량은 2025 년 대비 약 40% 성장할 것으로 예상되며, 향후 2030 년까지 연평균 약 24%의 성장률을 보일 것으로 예상된다.

ASIC 시장의 성장은 전자 BG 에 새로운 성장 동력으로 작용할 것이다. 두산 전자 BG 는 2024 년 11 월부터 엔비디아 블랙웰 아키텍처의 컴퓨트 트레이닝 CCL 을 단독으로 납품하며 높은 볼륨과 까다로운 납기 및 스펙에 대한 요구를 충족시켜왔다. 이는 두산전자의 CCL 기술력(낮은 유전율, 고절연성 레진 배합 등)과 공급망 안정성을 입증한 사례라고 볼 수 있으며, 이러한 엔비디아향 납품 레퍼런스를 바탕으로 향후 AWS, Google 등 신규 ASIC 고객사를 확보할 가능성이 높은 것으로 판단한다.

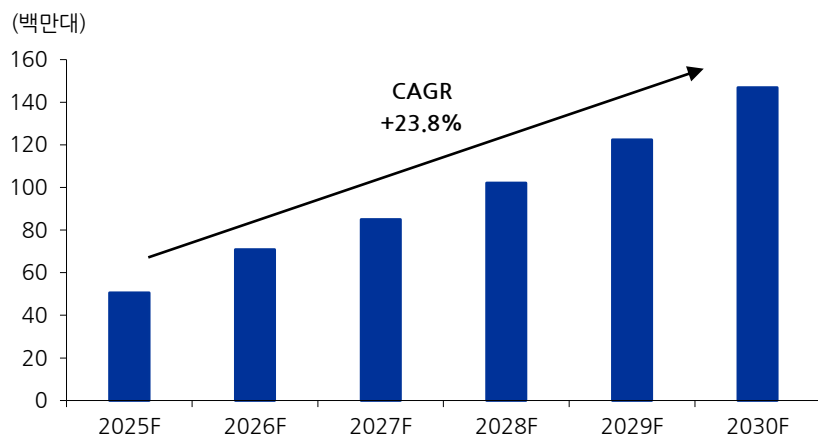
두산전자의 2 분기말 네트워크보드용 CCL 캐파는 분기 800 억원 수준이다. 2026 년 말 분기 400 억원 수준의 대규모 캐파 증설이 예정되어 있으며, 만약 신규 생산설비의 준공 전 네트워크보드용 하이엔드 CCL 추가 고객사를 확보할 경우 기존 반도체 패키지용 유후 캐파를 전환하여 분기 최대 500 억원 규모의 캐파 확대가 가능한 상황인 것으로 파악된다. ASIC 의 스펙과 ASIC 기반 랙 스케일 서버의 컴퓨팅 밀도는 엔비디아 대비 낮은 수준이나, 전자 BG 가 영위하는 non-엔비디아향 매출 대비 훨씬 높은 이익률을 보여줄 것으로 기대한다.

도표 22. AI 서버 시장 규모



자료: KBV Research, 유진투자증권

도표 23.



자료: KBV Research, 유진투자증권

III. 실적전망

2Q25 Review

두산전자의 2 분기 실적은 매출액 4,762 억원(YoY +110.4%), 영업이익 1,362 억원(YoY +335.1%, OPM 28.6%)을 기록하며 1 분기에 이어 실적 고성장 기조를 유지했다. GB200 NVL72 랙서버의 2 분기 출하량은 전기비 5 배 이상 증가한 약 5,800 대를 기록했으나, PCB 와 랙서버 조립과 관련된 수율 이슈가 해소되며 두산전자의 CCL 출하량은 전기비 10% 초반 증가하는 수준에 그쳤다. 다만 엔비디아향 매출액은 전기비 약 12% 증가했으며, 1 분기에도 회복세를 보였던 반도체 패키징용 CCL 제품의 수요가 추가 강세를 보이며 전사 실적 개선에 기여했다.

3Q25 & 2025 Preview

두산전자의 3 분기 실적은 매출액 4,928 억원(YoY +97.4%), 영업이익 1,455 억원(YoY +390%, OPM 29.5%)을 전망한다. 삼성전자와 SK 하이닉스 등 메모리 업체의 레거시 메모리에 대한 수요 강세가 지속되며 전자 BG 의 반도체 패키징용 CCL 수요 역시 강세를 보일 것으로 예상되며, 엔비디아 랙스케일 서버의 출하량 확대에 힘입어 3 분기에도 전년비 큰 폭의 실적 성장세가 지속될 것으로 예상한다.

연간 두산전자의 실적은 매출액 1 조 9,057 억원(YoY +89.2%), 영업이익 5,590 억원(YoY +356%, OPM 29.3%)을 전망한다. 엔비디아향 CCL 납품이 온기로 반영되며 전년비 매출액과 수익성 모두 큰 폭의 성장세를 기록할 전망이며, 3 분기와 4 분기 중 분기별 랙서버 출하량의 큰 폭의 확대를 통해 엔비디아향 매출액의 계단식 상승세가 예상된다. 올해의 높은 기저에도 불구하고, 엔비디아 루빈 아키텍처 내 공고한 점유율과 ASIC 신규 고객사 확보를 통해 2026 년에도 매출액과 영업이익 모두 지속 증가할 수 있을 것으로 기대된다.

도표 24. 두산 연결기준 세부 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	5,346	4,542	5,245	18,133	19,432	21,043
YoY	3%	-8%	-15%	-1%	-4%	16%	17%	1%	-5%	7%	8%
QoQ	-15%	3%	-16%	34%	-17%	24%	-15%	15%			
자체사업	264	317	328	427	485	559	571	625	1,336	2,240	2,552
두산에너지빌리티	4,098	4,151	3,396	4,589	3,749	4,569	3,908	4,557	16,233	16,783	18,060
두산로보틱스	11	14	10	12	5	5	17	17	47	44	65
오리콤	43	52	62	58	46	63	53	53	215	215	215
기타	46	59	83	114	14	151	-7	-7	302	151	151
매출비중											
자체사업	6%	7%	8%	8%	11%	10%	13%	12%	7%	12%	12%
두산에너지빌리티	92%	90%	88%	88%	87%	85%	86%	87%	90%	86%	86%
두산로보틱스	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
오리콤	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
기타	1%	1%	2%	2%	0%	3%	0%	0%	2%	1%	1%
영업이익	348	337	110	209	198	358	433	533	1,004	1,522	1,967
YoY	3%	-34%	-66%	-22%	-43%	6%	293%	155%	-30%	52%	29%
QoQ	31%	-3%	-67%	90%	-5%	80%	21%	23%			
자체사업	25	39	35	44	121	142	151	161	143	575	661
두산에너지빌리티	358	310	115	235	143	271	291	382	1,018	1,086	1,435
두산로보틱스	-7	-8	-10	-17	-12	-16	3	3	-41	-23	-14
오리콤	-1	4	2	7	-1	4	4	4	12	12	12
기타	-28	-8	-32	-60	-52	-44	-16	-16	-128	-128	-128
영업이익률	7.8%	7.3%	2.8%	4.0%	4.6%	6.7%	9.5%	10.2%	5.5%	7.8%	9.3%
영업외손익	-13	-33	-137	-228	-93	38	210	-148	-411	8	204
세전이익	335	304	-27	-19	106	396	643	385	593	1,530	2,171
YoY	47%	0%	적전	-92%	-68%	30%	흑전	흑전	31%	158%	42%
QoQ	흑전	-9%	적전	-29%	흑전	274%	62%	-40%			
지배주주순이익	5	21	-88	-163	24	79	-11	-11	-226	81	482
NPM	0%	0%	-2%	-3%	1%	1%	0%	0%	-1%	0%	2%
YoY	흑전	흑전	344%	-37%	375%	281%	-88%	-93%	-42%	흑전	497%
EPS(원)	233	963	-4,125	-7,633	1,104	3,670	-502	-502	-10,562	3,829	23,221
YoY	흑전	흑전	N/A	N/A	375%	281%	-88%	-93%	-42%	흑전	506%

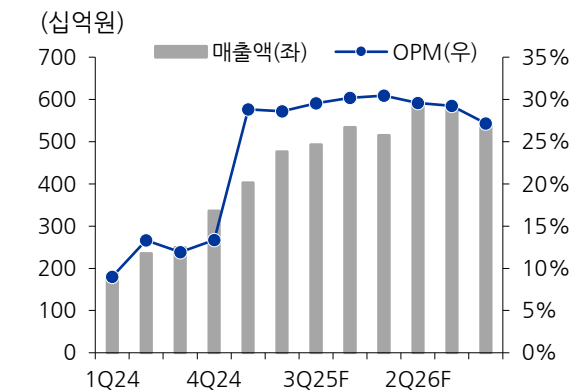
자료: 유진투자증권

도표 25. 전자 BG 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	187	235	250	336	403	476	493	534	1,007	1,906	2,218
YoY	10%	12%	13%	58%	116%	102%	97%	59%	24%	89%	16%
QoQ	-12%	26%	6%	35%	20%	18%	3%	8%			
영업이익	17	31	30	45	116	136	146	161	123	559	646
OPM	9%	13%	12%	13%	29%	29%	30%	30%	12%	29%	29%
YoY	249%	83%	94%	흑전	591%	335%	390%	260%	254%	356%	15%
순이익	12	27	20	41	90	91	103	111	99	396	458
NPM	6%	12%	8%	12%	22%	19%	21%	21%	10%	21%	21%
YoY	568%	흑전	36%	흑전	683%	237%	412%	174%	흑전	299%	16%
감가상각비	8	8	8	9	9	9	11	11	34	39	49
N 사항 매출					161	181	212	243		798	901
비중					40%	38%	43%	46%		42%	41%
YoY											13%
기타 매출	187	235	250	336	242	295	280	280	1,007	1,108	1,317
비중					60%	62%	57%	54%	100%	58%	59%
YoY					30%	26%	12%	-16%		10%	19%

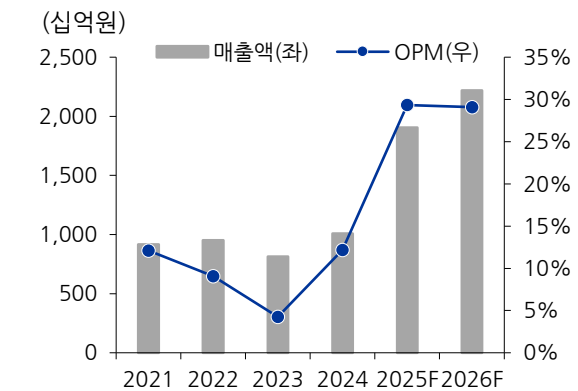
자료: 유진투자증권
주: 전자 BG 해외법인 실적 포함

도표 26. 전자 BG 분기 실적 추이 및 전망



자료: 두산, 유진투자증권

도표 27. 전자 BG 연간 실적 추이 및 전망



자료: 두산, 유진투자증권

IV. 기업개요

두산전자 BG 는 (주)두산의 전자소재 사업 부문으로, 인쇄회로기판의 핵심 소재인 동박적층판(CCL)과 연성동박적층판(FCCL)을 주력으로 생산한다. 1974 년 한국오크공업으로 설립되어 CCL 국산화를 목표로 출발했으며, 1986 년 두산전자로 상호를 변경했다. 1988 년 충북 증평공장 준공으로 본격적인 국내 생산을 시작했고, 1996 년 전북 익산공장, 1998 년 코오롱전자 인수로 김천공장을 확보하며 생산 규모를 확대했다. 이후 1998 년 두산그룹의 BG·BU 체제 도입과 함께 (주)두산에 흡수합병되어 현재와 같은 전자사업부문으로 운영되기 시작했다.

2004 년 익산공장에 FCCL 생산라인을 준공하며 소재 다각화를 추진했고, 2011 년 중국 창수공장을 설립해 글로벌 경쟁력을 강화했다. 2017 년 스마트폰용 FR-4 및 FCCL 사업, 2018 년 네트워크·비메모리 소재 사업에 진출하며 AI, 5G, 반도체 등으로 포트폴리오를 넓혔다.

현재 두산전자 BG 는 엔비디아의 AI 서버용 CCL 을 공급하며 실적 고성장을 기록하고 있으며, 2025 년 예상 실적 기준 매출액 1 조 9,057 억원, 영업이익률 29%로 그룹 내 핵심 성장 동력으로 자리 매김했다.

V. Appendix

CCL(Copper Clad Laminate, 동박적층판)은 인쇄회로기판(PCB)의 핵심 소재이며 수지, 유리섬유, 충전재, 기타 화학물질로 구성된 절연층에 동박을 적층한 제품이다. CCL 은 전자 회로의 전기적 연결을 가능하게 하며 기계적 안정성을 제공하는 역할을 수행한다. CCL 의 주요 정량적 지표로는 유전율(Dielectric Constant, Dk), 소실 계수(Dissipation Factor, Df), 유리 전이 온도(Glass Transition Temperature, Tg)가 있으며, 이 중 CCL 등급 분류에 가장 중요한 기준으로 작용하는 지표는 소실 계수이다.

소실 계수는 재료가 전기 에너지를 열로 변환하여 손실을 일으키는 정도를 나타내는 값으로, 신호 손실을 측정하는 지표라고 볼 수 있다. Df 값이 낮을수록 신호가 재료를 통과할 때의 에너지 손실이 줄어들어, 장거리/고주파 전송에서의 신호 품질이 유지된다. 또한 고속 PCB 에서 삽입 손실(Insertion Loss)을 줄이기 위해서는 낮은 Df 값이 필수이다.

유전율은 재료가 전기장을 얼마나 잘 저장할 수 있는지를 나타내는 값으로, 재료의 유전 특성을 측정하는 지표이다. Dk 값이 낮을수록 신호가 재료를 통과하는 속도가 빨라지며, 이는 곧 신호 지연이 줄어들음을 의미한다. 낮은 유전율은 신호 무결성을 유지하고 노이즈를 최소화하는데 기여한다.

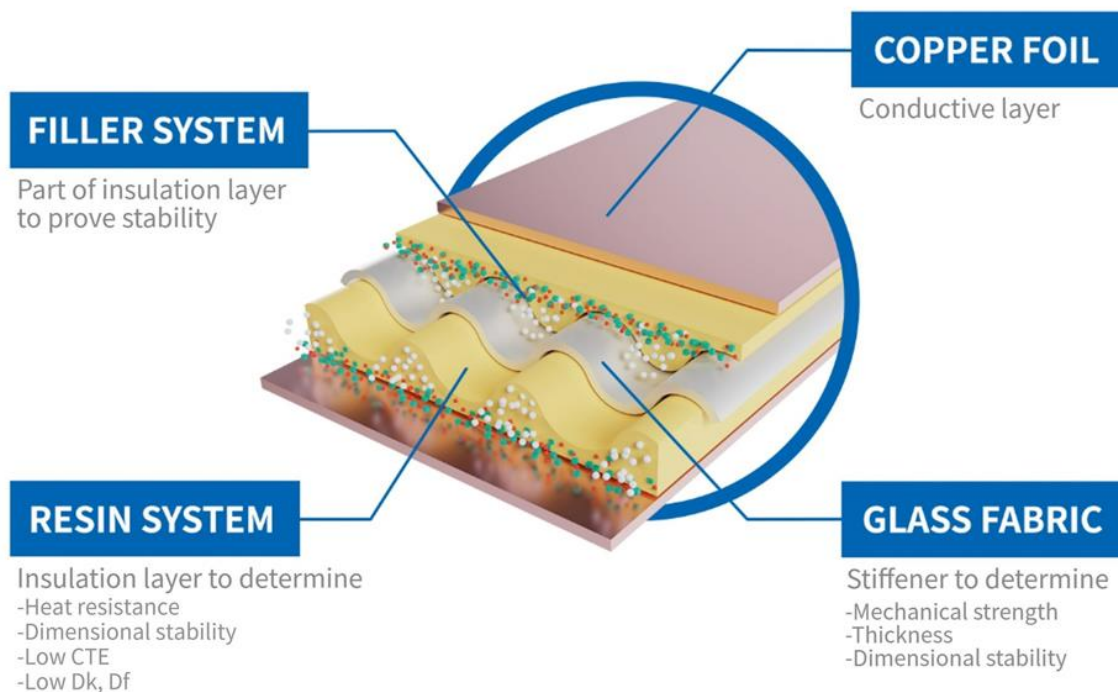
주요 CCL 제조사 중 한 곳인 파나소닉은 MEGTRON 이라는 자체 CCL 브랜드를 보유하고 있는데, 넘버링이 높아질수록 최근에 출시된 제품으로 이해하면 된다. 해당 시리즈에서 넘버링이 높아질수록 Dk 값이 안정적이고 낮아지는 경향이 있으며, Df 값 역시 낮아진다. 현재 엔비디아의 주력 서버인 GB200 NVL72 의 컴퓨트 트레이용 CCL 은 M8(MEGTRON 8)등급의 CCL 이 사용되는 것으로 파악된다.

도표 28. 파나소닉 MEGTRON 등급에 따른 스펙 변화

등급	유전율(Dk)	소실 계수(Df)	유리 전이 온도(Tg)
MEGTRON 2	4.0~4.1	0.01~0.013	170℃
MEGTRON 4	3.8	0.005~0.007	176℃
MEGTRON 6	3.4~3.7	0.001~0.002	185~210℃
MEGTRON 7	3.4~3.6	0.001~0.002	200℃ 이상
MEGTRON 8	3.3~3.4	0.001 이하	200℃ 이상
MEGTRON 9	-	-	-

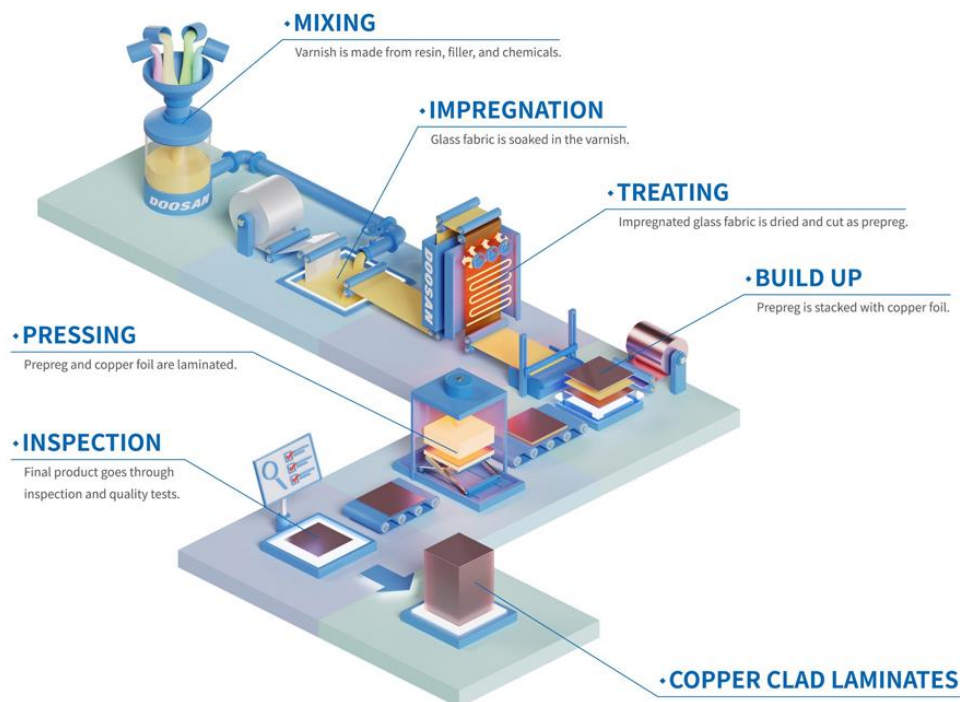
자료: 파나소닉, 유진투자증권

도표 29. 두산전자 BG CCL



자료: 두산, 유진투자증권

도표 30. 두산전자 BG CCL 생산 과정



자료: 두산, 유진투자증권

도표 31. 두산 P/B 추이

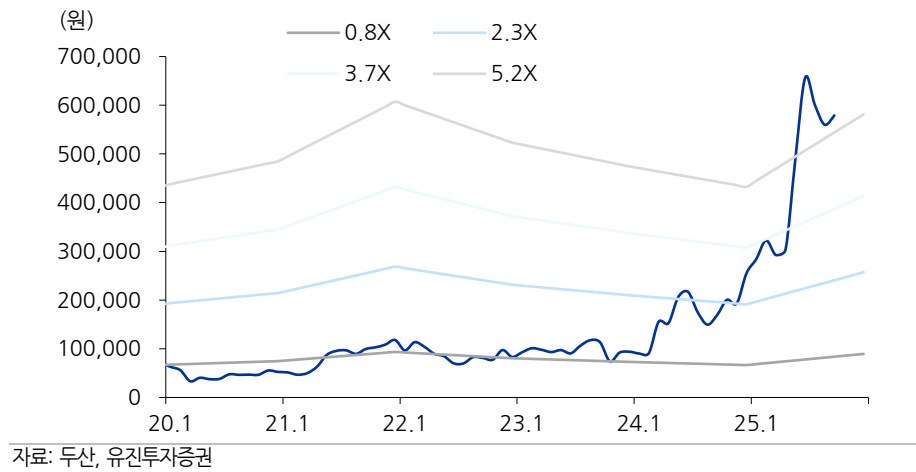
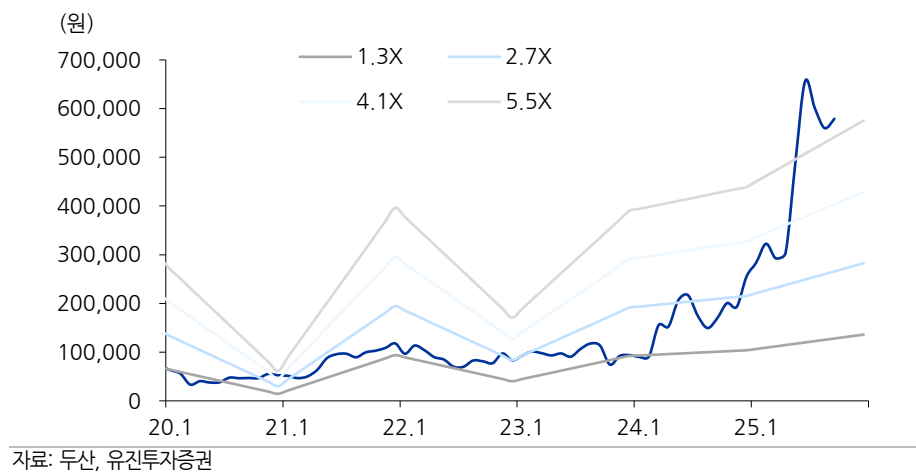


도표 32. 두산 EV/EBITDA 추이



두산(000150.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	28,287	30,143	30,690	30,920	31,988
유동자산	11,446	11,913	12,405	12,519	13,465
현금성자산	3,878	4,137	6,678	6,740	7,231
매출채권	3,652	3,868	2,874	2,883	3,132
재고자산	2,927	3,136	1,954	1,960	2,129
비유동자산	16,840	18,230	18,285	18,401	18,523
투자자산	2,299	2,671	2,878	2,995	3,117
유형자산	6,509	7,013	6,979	6,980	6,981
기타	8,032	8,547	8,428	8,426	8,425
부채총계	17,080	18,254	18,835	18,602	18,975
유동부채	11,439	11,024	11,390	11,079	11,372
매입채무	4,994	4,337	3,449	3,113	3,382
유동성이자부채	4,218	4,281	5,511	5,511	5,511
기타	2,226	2,407	2,431	2,455	2,480
비유동부채	5,641	7,229	7,445	7,523	7,603
비유동이자부채	3,719	5,063	5,196	5,196	5,196
기타	1,922	2,166	2,250	2,327	2,407
자본총계	11,207	11,889	11,854	12,318	13,013
지배지분	1,624	1,480	1,514	1,978	2,672
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,935	1,935	1,935
이익잉여금	208	(82)	(36)	428	1,123
기타	(589)	(490)	(510)	(510)	(510)
비지배지분	9,583	10,409	10,341	10,341	10,341
자본총계	11,207	11,889	11,854	12,318	13,013
충차입금	7,938	9,344	10,706	10,706	10,706
순차입금	4,060	5,207	4,029	3,966	3,476

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,909	308	1,536	242	680
당기순이익	272	302	1,024	1,645	673
자산상각비	704	767	422	73	78
기타비현금성손익	1,350	1,037	(1,340)	(2,208)	(1,013)
운전자본증감	433	(1,053)	816	(362)	(163)
매출채권감소(증가)	(58)	(70)	910	(9)	(249)
재고자산감소(증가)	(296)	81	1,019	(6)	(169)
매입채무증가(감소)	592	(819)	(2,140)	(335)	269
기타	194	(244)	1,027	(12)	(13)
투자현금	(1,106)	(995)	(490)	(188)	(198)
단기투자자산감소	(111)	(39)	(86)	(26)	(27)
장기투자증권감소	(10)	(117)	5	(18)	(20)
설비투자	(584)	(710)	(228)	(65)	(68)
유형자산처분	13	71	18	0	0
무형자산처분	(230)	(218)	(152)	(8)	(9)
재무현금	636	574	1,395	(18)	(18)
차입금증가	94	881	1,484	0	0
자본증가	(119)	(190)	(175)	(18)	(18)
배당금지급	119	125	36	18	18
현금 증감	1,465	165	2,334	36	464
기초현금	2,074	3,539	3,704	6,038	6,074
기말현금	3,539	3,704	6,038	6,074	6,537
Gross Cash flow	2,326	2,107	1,152	604	843
Gross Investment	563	2,009	(412)	524	334
Free Cash Flow	1,764	98	1,564	80	509

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	19,432	21,043	22,860
증가율(%)	13	(5)	7	8	9
매출원가	15,885	15,171	16,227	17,548	19,093
매출총이익	3,245	2,962	3,205	3,495	3,767
판매 및 일반관리비	1,809	1,958	1,682	1,528	3,090
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	1,436	1,004	1,522	1,967	677
증가율(%)	28	(30)	52	29	(66)
EBITDA	2,141	1,771	1,944	2,040	754
증가율(%)	23	(17)	10	5	(63)
영업외손익	(985)	(411)	8	204	211
이자수익	106	145	60	10	10
이자비용	466	492	243	15	17
지분법손익	(44)	21	23	28	28
기타영업외손익	(582)	(85)	168	182	190
세전순이익	451	593	1,530	2,171	888
증가율(%)	흑전	31	158	42	(59)
법인세비용	179	291	506	525	215
당기순이익	272	302	1,024	1,645	673
증가율(%)	흑전	11	239	61	(59)
지배주주지분	(388)	(226)	233	482	713
증가율(%)	적지	적지	흑전	107	48
비지배지분	660	528	(5)	11	11
EPS(원)	(12,258)	(7,301)	7,508	15,557	23,009
증가율(%)	적지	적지	흑전	107	48
수정EPS(원)	(12,258)	(7,301)	7,185	15,230	22,679
증가율(%)	적지	적지	흑전	112	49

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(12,258)	(7,301)	7,508	15,557	23,009
BPS	51,273	47,781	48,858	63,838	86,265
DPS	2,000	2,000	2,020	2,040	2,061
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	77.1	37.2	25.2
PBR	1.8	5.3	11.9	9.1	6.7
EV/EBITDA	2.7	5.6	2.1	1.9	4.6
배당수익율	2.1	0.8	0.3	0.4	0.4
PCR	1.3	3.7	15.6	29.7	21.3
수익성(%)					
영업이익율	7.5	5.5	7.8	9.3	3.0
EBITDA이익율	11.2	9.8	10.0	9.7	3.3
순이익율	1.4	1.7	5.3	7.8	2.9
ROE	(22.7)	(14.6)	15.5	27.6	30.7
ROIC	5.9	3.3	6.6	10.0	3.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	36.2	43.8	34.0	32.2	26.7
유동비율	100.1	108.1	108.9	113.0	118.4
이자보상배율	3.1	2.0	6.3	130.8	40.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	5.5	4.8	5.8	7.3	7.6
재고자산회전율	6.7	6.0	7.6	10.8	11.2
매입채무회전율	4.1	3.9	5.0	6.4	7.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 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 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

