SK 증권

2026-11-10

COMMENT

두산전자 BG ((주)두산 자체사업))

쇼티지 CCL, 제품군이 넓어진다

IT 하드웨어/배터리. 박형우, 정영환 / hyungwou@sks.co.kr / 3773-9035

Signal: 3 분기, 전자 BG 사상 최대 분기실적
Key: 29 년까지 증설 본격화. 올해 캐파의 2.7 배로
Step: 쇼티지 CCL 제품군 확장. 향후 미드~로우엔드까지?

3 분기 리뷰: 두산전자 BG 는 사상 최대 매출, 수익성 유지

3 분기는 매출액 8,020 억원(+82%, 이하 YoY), 영업이익 2,353 억원(+126%, OPM 29%)으로 분기 사상 최대 매출을 경신했다. 올해 1 분기부터 견조한 수익성도 유지되고 있다. 이는 환율 하락으로 매출액이 약 5%, 영업이익이 약 9% 감소한 수치다. 3 분기 애플리케이션별 매출비중은 AI 가속기 32%, 스위치 25%, 메모리 패키징기판용 13%, 광모듈 10%, 스마트폰 FCCL 6%, 범용 14%다. 스위치 내 800G 비중이 절반에 달하고 있으며, 광모듈용 CCL 매출은 전분기대비 68% 늘었다. 로우엔드 CCL 의 가격인상이 아직 본격화되지 않은 점을 고려하면 향후 업사이드를 기대할 수 있다.

캐파 2.7 배 증설, 그래도 28 년까지는 공급사 우위다

전자 BG 의 4 분기 매출액은 8,421 억원(+51%), 영업이익은 2,518 억원(+96%)으로 전망한다. 27 년에는 올해 대비 약 10%의 캐파 증설이 예정돼 있다.

28 년까지 투자를 지속해 29 년 캐파를 현재의 2.7 배로 늘릴 계획이다. 향후 4 년간 국내 3 개, 중국 2 개, 태국 1 개 공장이다. CCL 의 쇼티지가 미드엔드 제품군으로 확장되고 있다. 하이엔드 CCL 업체 전부가 캐파 여유가 없다. 하이엔드 업체들이 미드엔드/범용 대신 고부가 제품에 집중하며 하위 라인업의 공급이 줄어든다. 당사의 채널체크에 따르면 네트워크 고객뿐 아니라 반도체·패키징기판 고객들도 CCL 조달이 급박하다. 향후 이러한 상황이 범용 CCL 로 번질 가능성도 주목한다. 배경에는 비중국 자재 선호현상도 존재한다. 수급 주도권은 공급사에 있다.

레조낙, EMC 와 함께 최상위 믹스 CCL 업체

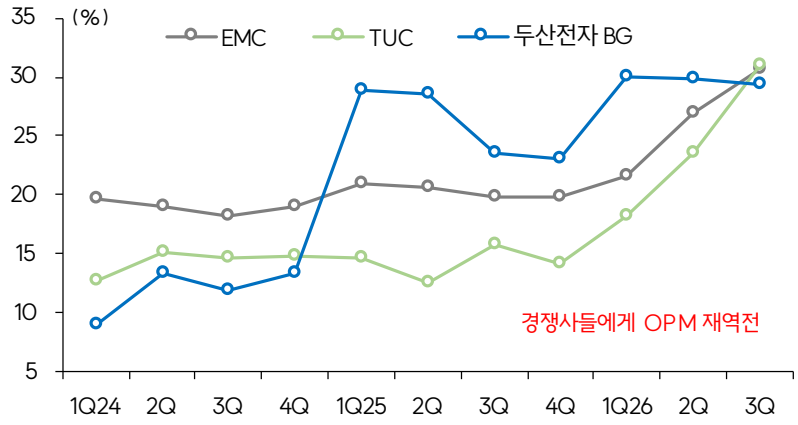
① 자재 조달 안정성이 경쟁력이 된다. 유리섬유·동박이 타이트하다. 동사는 품목별 3~6 개월 전략 재고를 쌓아 27 년 매출이 자재 때문에 깎이지 않도록 방어 중이고, 북미 고객사들이 선호하는 비중국산 동박도 선제적으로 확보했다. 하이엔드 기판과 CCL 경쟁은 캐파 확보에서 자재 확보로 확장된다. 조달이 되는 업체에 프리미엄이 붙을 것이다.

② 선수금 기반 계약이 요구된다. 일부 고객사의 LTA 니즈는 확인됐다. 다만 쇼티지에서 LTA 는 가격과 물량을 묶어 공급사보다 수요처에 유리한 계약일 수도 있다고 생각한다. 선수금이나 증설 지원이 동반돼야 공급사에 유리한 계약이 된다.

③ 일본 레조낙, 대만 EMC 와 더불어 제품 믹스가 가장 돋보이는 CCL 업체다. AI 가속기·스위치·광모듈·메모리 패키징 등 하이엔드 비중이 80%, 일반 디바이스향은 약 20%다. 또한 최근 대만 경쟁사들의 영업이익률이 급등해 동사를 역전했다. 동사 수익성이 과도하다는 부담은 덜었다고 판단한다.

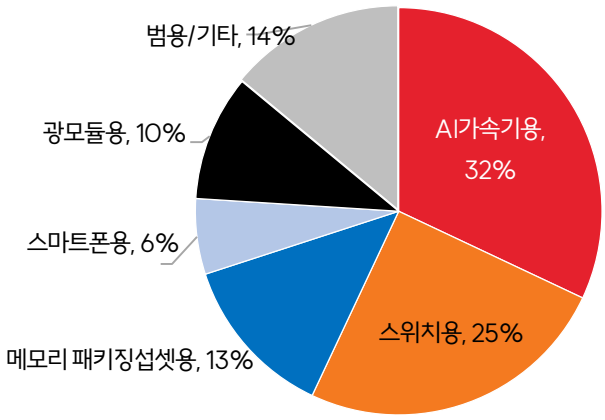
(리스크는 ① AI CAPEX 둔화, ② 자재 조달, ③ 북미 고객사의 소재 이원화)

두산전자 BG vs CCL 경쟁사 OPM 추이



자료: Bloomberg, 두산, SK 증권

두산전자 BG 어플리케이션별 비중



자료: SK 증권 추정

두산전자 BG 실적 전망

(단위: 억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	4,029	4,762	4,399	5,567	6,173	6,760	8,020	8,421	18,757	29,374	35,543
YoY(%)	*116%*	*102%*	*76%*	*66%*	*53%*	*42%*	*82%*	*51%*	*86%*	*57%*	*21%*
영업이익	1,161	1,362	1,039	1,287	1,856	2,013	2,353	2,518	4,849	8,740	11,018
OPM(%)	*29%*	*29%*	*24%*	*23%*	*30%*	*30%*	*29%*	*30%*	*26%*	*30%*	*31%*

자료: 두산, SK 증권 추정

두산 컨퍼런스 콜 요약

3 분기 두산 연결실적

매출액 5 조 4,269 억원 (YoY +22%, QoQ -3%)
영업이익 4,594 억원 (YoY +98%, QoQ -5.9%)
당기순이익 1,031 억원 (YoY-7.5%, QoQ -80.8%)
로보틱스 PRS 정산에 따라서 3,708 억원 감소 영향

3 분기 두산 자체사업

전자 BG 사상 최대 실적
4 분기 전자 BG 중심으로 자체 사업 성장세 예상
두산 자체 사업 연간 매출액 3.2 조원 이상 달성 목표

전자 BG 실적 및 전망

3 분기 매출액 8,020 억원 / 영업이익 2,353 억원
2 분기 환율 적용시, 매출액 8,444 억원 / 영업이익 2,589 억원
환율 감안하더라도 2 분기 대비 크게 성장

3 분기, 네트워크 데이터센터, 서버 수요가 지속
AI 가속기 800G 향 소재 매출 확대
반도체용 디램, 낸드 등 고성능 메모리향 제품 꾸준히 출하

3 분기, 주요 추진 내용
9 월 17 일 AI 데이터센터 증설 전망에 따른 수요 확대를 반영하여 증설 결정
28 년까지 9,700 억원 (국내 4,210 억원 / 해외 5,474 억원)
26 년 9 월 캐파 100 가정시, 29 년 약 2.7 배 가동 예정
30 년부터는 온전히 Full 가동으로, 현재 대비 2.7 배의 생산 시설을 갖추게 됨
추가로 주주환원 위해 자기주식 전량 소각 공시했음
10 월 달에 257 만주 자사주 이미 소각 완료
발행 주식 수의 12.6%, 10 월 2 일 종가 기준 3 조원 규모 소각

4 분기, AI 가속기 및 광모듈 등 매출 호조 예상
전자 BG 연간 매출액 2.91 조원으로 내부적 목표 수정
(vs 2 분기 실적 발표 당시 2.80 조원 목표)

두산 Q & A

Q. CCL 마진 주춤해지는 이유?
업마다 수익 구조가 다르겠지만 운영 구조에서 가동률 향상을 통한 수익성 추가 업사이드는 제한적임. 마진을 확대해 나가는 것은 제품 그레이드 향상 등, 기술 프리미엄을 통해 수익성 구조를 강화할 것임

Q. CCL 의 경우 LTA & 파트너십 확대되지 않는 이유?
당사도 일부 고객 LTA 니즈는 있는 것으로 파악. LTA 대해서는 고객 NDA 하에 진행되므로 고객과의 계약 및 관계에 대해 사전에 말하기 어려움

Q. 태국 신공장 가동 시에 고객사가 물량 안 가져갈 리스크?
내부적으로 2-3 년까지는 하이엔드 CCL 시장은 공급 대비 수요의 우위를 전망하고 있음. 단기간에 시장 상황 깨지기 어려울 것으로 예상함. LTA 요청 없더라도, 가동 물량 확보하는 것에 문제가 없을 것으로 판단

Q. 증설 계획에 따른 국내/중국/태국 할당 캐파?
전체 캐파 증설되는 양을 100 으로 볼 때
국내 20-30%
중국 60%
태국 10% 이하
수요가 큰 중국 쪽으로 크게 증설

Q. 신제품 기술개발에 대한 방향성 (저지연 or 열전도성), 그리고 우리의 강점은?
M9, M10 등 Q 글래스 기반 시장 언급 많은데 동일하게 각 그레이드 별로 제품개발 이뤄지고 있음. 저지연이든, 열 전도 특성이든 경쟁사 대비해서 당사가 월등한 역량 가지고 있다고 판단함. 각 고객별로 고객의 기술 니즈 맞춰서, 개발하는 것을 타겟으로 하며, 세계 선도 제품의 레벨은 개발 경쟁력 계속 지속할 것으로 생각

Q. 스위치 매출 비중?
정확한 숫자를 말하기 어려움. 다만, 스위치 수요가 계속 증가하고 있음. AI CCL 수요 강하다 보니 하이라이트 못 받는 부분 있지만 당사 M/S 도 상당히 괜찮게 올라가고 있는 상황

Q. 3 분기 두산전자 매출 브레이크 다운?
전자 BG 전체 매출 내
네트워크 보드용 CCL: 57%
  AI 가속기향: 전체에서 32%
  스위치: 전체에서 25%
  스위치 800G/400G 대부분이며, 현재 50 : 50 비중임
메모리 반도체용 패키지 CCL: 13%
스마트폰 FCCL: 6%
광모듈용 CCL: 10%
  광모듈 매출액 계속 올라오고 있음
  26 년 2 분기 493 억원으로 증가했었고,
  26 년 3 분기 826 억원 기록함

Q. 4 분기 중국 증설분 신규라인에 대한 세부적 내용?
창수 증설라인 이미 셋업 완료돼서 양산 투입되고 있음. 11 월부터 풀캐파로 바로 진행할 수 있는 상황이며, 현재 가동은 문제없이 진행되는 것으로 알고 있음

Q. 선수금 동반된 LTA 방향성이 당사에게 도움이 되는 건지?
상세하게 말 하기 어려움. LTA 자체는 전자 BG 운영에 도움이 되는 방향 있으면 진행할 것이고, 캐파 운용 현황과 가격 등을 고려하여 진행될 예정

Q. CCL 원재료 재고 확보 수준? / 27 년 자재조달 우려?
글라스, 동박 둘 다 타이트하게 운영되고 있음. 소싱의 난이도/리스크 고려해서 특정 아이템에 대해서 3 개월 – 6 개월 정도로 전략적 운영중임. 27 년까지 수요에 대해서 원재료 때문에 매출 감소하지 않도록 방어하려고 노력 중임

Q. 내년 광모듈 매출액 가이던스? / 생산캐파 여력? / 수익성 레벨 방향성?
내년 사업계획 확정되기 전이고 준비 단계임. 광모듈향 매출액은 내부 검토 중에 있음. 올해보다 대폭 성장할 것으로 전망. 수익성 관련해서는 당사의 경우 기술 진보 이뤄지고 있는 아이템으로 경쟁사 대비 기술력 있다고 판단하고 있음. 지속적으로 고수익으로 관리할 예정

Q. 엔비디아 루빈 관련 차세대 CCL 업데이트?
퀄을 확정해서 받기에는 고객과 프로세스가 필요. 계속해서 공급하는 것에 문제없을 것으로 판단

Q. 추가적인 증설, 캐파 운용 방향 / 제품군 / 신규 고객사?
공장 사이트 별로 목적성을 가지고 있음
김제는 광모듈 수요 증가에 집중할 예정이며
중국은 기존 ASIC 고객 확보를 위한 캐파
태국은 차이나플러스원 전략으로 새로운 수요 발생하는 것에 대응한 캐파

Q. N 사에 대한 공급 지위? / 이원화 우려?
퀄의 주체는 고객사이기 때문에 단정적으로 말하기 어려움. 같은 질문을 차세대 기술(블랙웰 > 루빈)로 나아갈 때마다 계속 받고 있음. 경쟁사에서 언론 플레이를 계속 하다 보니 비슷한 상황 반복되고 있음. 루빈 이후 가면서 다른 소재가 적용되는 것이 아니라 기존 소재에서 업그레이드하면서 가는 것이기 때문에 당사가 우위에 있는 상황은 불변하다고 생각함. 추가 벤더 관련해서는 확인해드릴 수 없고 당사 입장에서는 경쟁사 의지가 포함된 언론 플레이라고 생각하고 있음

Q. 중국 유리섬유 S 사, 그리고 쇼티지?
중국산 글라스 적용 관련해서는 당사도 고민을 하고 있음. 중국 예전보다 글래스 수준이 올라간 것은 맞음. 다만, 당사도 품질/기술 적인 부분에서 이슈 없다면 최대한 다양한 글라스 적용하는 것을 지향하고 있음. 여러 가지 글래스를 당사도 테스트하고 있다 정도로만 전달하겠음

Q. 동박/유리섬유 판가 전가? / N 사 외 판가 전가는?
전략 고객은 원자재 가격 변동만으로 판가 결정하지 않음. 다른 CCL 비즈니스에 대해서는 대부분 원자재 판가와 제품 판가가 함께 움직이고 있음. 가격 협의는 대부분 용인되는 수준으로 진행함. 3 분기도 매출이 상승했던 이유가 원재료가 상승 영향도 있음

Q. 4 분기 가이던스 매출 성장 없는 가이던스인지?
실현 가능성이 있는 가이던스를 주려 했던 것임. 실제 가이던스는 4 분기 진행하면서 업데이트 진행 예정

Q. 4 분기 월별 출하량 / 가동률?
가동률 큰 변화 없이 운영 중임. 출하량은 생산된 제품 있다 하더라도 고객 납품 일정에 맞춰 진행하다 보니 하이엔드에서는 어느정도 변동성 있음. 수요 자체에 변화 포인트 없기에, 이상점 없음. 4 분기 가이던스는 지킬 수 있는 매출 수준의 개념으로 외부 공표한 것임

Q. 원재료 투입부터의 CCL 제작 주기?
하이엔드/로우엔드 제작 기간이 다르지 않음. 처음 투입해서 제품 나올 때까지의 시간은 반제품 상태의 공정을 고려 안 하면 일주일 안에 만들어짐

Q. 하이엔드 제품에 대한 가격 협상 주기?
정기적 협상하는 프로세스가 있는 것은 아니고 의미 있는 변동이 있을 때, 진행하는 것임. 다만, 가격 협상을 자주 하는 것은 아님

Q. 중국 MLB 업체와의 JV 합작 관련한 구체적인 로드맵?
언론에 일부 노출되었지만, 파트너사와 조율을 거쳐서 외부에 같은 톤으로 함께 발표하기로 함. 세부적인 내용은 말하기 어려움

Q. 일본 경쟁사 대만 공장 화재? / 당사의 영향은?
P 사 화재 관련해서는 단기적으로는 고객사 공급 어려운 상황임. 하이엔드 CCL 업체들이 대부분이 캐파 여유가 없는 상황이다 보니, 수요가 다른 서플라이체인으로 이전되기 보다, 다른 사이트 운영을 통해서 정리될 것 같음. 단기적인 임팩트는 제한적일 것이고 중기적으로는 공급 능력 일부가 훼손된 상태이기 때문에 하이엔드 CCL 수급 밸런스는 공급 부족 현상 더 길어질 수 있는 상황으로 판단함. P 사의 공정 복구 상황, 기간 등을 종합적으로 판단하면서 사업적으로 할 수 있는 영역에 대해서는 내부적으로 고민하면서 대응할 예정

Q. 올해 4 분기 / 내년 성장이 가장 큰 어플리케이션?
여전히 AI 가속기향 CCL, 광모듈향 CCL 고성장 예상.
두 영역 외 스위치에서도 좋은 성과 내고 있음

Q. 네트워크/광모듈 400G, 800G, 1.6T 비중과 증가량?
현재 400G 가 800G 보다 많은 편이고
27 년부터 400G 페이드 아웃 되는 형태임
27 년부터 800G 와 1.6T 가 진행될 것으로 예상
그레이드 올라가고 있어 판가나 수익성 측면에서 긍정적일 것으로 예상

COMMENT

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 11 월 10 일 기준)	매수	96.40%	중립	3.60%	매도	0.00%