Issue Comment

2025. 7. 30

두산 000150

NDR 후기: 수요·실적 모두 견조, 과도한 우려는 기회 요인

전기전자/IT부품
Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA **우서현**
02. 6454-4907
seohyun.woo@meritz.co.kr

당사가 진행한 두산 NDR에 대한 투자자들의 주요 관심사는 향후 실적전망, 북미 N사향 Rubin 제품 퀄 현황, ASIC 시장 진입 여부, 증설 계획 등이었다.

1. 실적에 대한 우려는 과도: 전방 PCB 업체들의 수율 개선과 북미 고객사(N사)로부터의 가격 인하 가능성을 이유로, 투자자들은 전자BG의 하반기 실적 둔화 가능성에 대한 우려를 제기하였다. 다만 전방 PCB 업체들의 수율은 이미 3월부터 정상 수준으로 회복되었으며, 2분기 N사향 매출 증가는 출하량 증가가 수율 개선 영향을 상쇄한 결과로 파악된다. GB300 플랫폼 출시와 7월까지의 출하 흐름을 감안할 때 3분기에도 N사향 매출은 2분기 대비 추가적인 성장이 예상된다. 또한 2분기 실적에서 주목할 점은 N사향 외에도 반도체 및 FCCL 등 고부가가치 제품군이 동반 성장했다는 점이다. 해당 제품군 역시 3분기 추가 성장이 기대되며, 전사 실적에 긍정적인 기여가 예상된다. 또한 GB200에 이어 GB300 플랫폼에서도 Computing Tray는 전자BG가 단독 공급할 것으로 전망된다. 제품 출하가 본격화된 현재 시점까지도, 경쟁 업체들의 퀄 통과 여부가 확인되지 않았기 때문이다. 단독 공급인 만큼 시장에서 우려하는 가격 인하 압력은 제한적인 것으로 파악되며, 하반기에도 전사 수익성은 견조한 흐름을 이어갈 것으로 예상한다.

2. N사향 차세대 제품 Rubin 퀄 현황: N사의 차세대 제품인 Rubin의 경우 경쟁사도 퀄 테스트를 진행하고 있다는 점이 우려 요인으로 부각되었다. 다만 기존 Blackwell 플랫폼에서의 독점적 공급 지위를 바탕으로, 전자BG는 고객사가 요구하는 품질 대응 측면에서 경쟁사 대비 우위에 있는 것으로 파악된다. 또한 최근에는 기존 반도체용 CCL에서 요구되던 물성과 스펙이 네트워크용 CCL로 확산되는 흐름이 강화되고 있다. 전자BG는 반도체용 CCL 시장에서 과점적 지위를 확보하고 있어, 이러한 기술 트렌드에 대응하는 물성 및 스펙 구현 측면에서 경쟁사 대비 뚜렷한 기술 우위를 유지하고 있는 것으로 파악된다.

한편 Rubin 플랫폼은 Blackwell 대비 새로운 소재 적용으로, CCL 생산 과정에서 유전율과 손실 계수가 더욱 낮아지는 방향으로 설계되고 있다. 이는 과거 Hopper → Blackwell 전환과 유사하게, ASP 상승 요인으로 작용할 가능성이 높다. 고객사 입장에서는 CCL이 전체 원가에서 차지하는 비용 비중이 크지 않아 총 예산에 미치는 영향이 제한적이며, CCL을 통한 고속 전송 성능 개선이 가져오는 가치가 비용 상승 분을 상회한다고 판단하고 있는 것으로 파악된다.

3. ASIC 연말 진입 확정, 내년 본격 물량 확대: N사 매출 비중이 지나치게 높다는 점에 대한 우려와 함께, 일부 투자자들은 ASIC 추가 고객사 확보 시점에 대한 구체적인 타임라인을 요구하였다. 현재 전자BG는 대부분의 글로벌 빅테크 고객사들과 공급 협의를 진행 중이며, 일부 고객사의 경우에는 품질 인증 통과에 임박한 것으로 파악된다. 연내 초도 물량 공급을 시작으로 내년 초부터는 본격적인 물량 확대가 예상된다. 또한 동사는 ASIC CCL 시장에서 이원화 공급 체계의 일환으로 진입하고 있기 때문에, 신제품 등 수익성이 높은 제품 중심의 진입 전략을 유지하고 있다. 이에 따라 내년 초 북미 G사의 신제품 전환 시점에 맞춰, ASIC향 CCL 추가 공급이 본격화될 전망이다.

4. 구체적인 라인 증설 계획: 동사는 총 1,000억 원 규모의 설비 투자를 통해, 2027년 1분기 기준으로 현재 대비 50% 수준의 네트워크용 CCL 생산능력을 추가 확보할 계획이다. 현재 동사의 네트워크 CCL 생산능력은 약 1조원 규모로, 이번 증설에는 기존 고객사의 차세대 신제품 수요, ASIC 전환 확대, 800G 네트워크 수요 증가 등 다양한 수요 가정이 반영된 것으로 파악된다. 2025년 추가 물량에 대해서는 기존 반도체용 CCL 라인 일부를 전환해 대응할 예정이며, 최소 연간 2,000억원 규모의 물량까지 대응이 가능할 것으로 추정된다. 이번 설비 투자 금액은 최근 로보틱스 자회사 지분을 담보로 조달한 5,500억원 중 일부에서 집행되며, 잔여 자금은 중장기적인 M&A 대응을 위한 전략적 여력 확보 차원으로 소통하였다.

[전자BG 중심의 기업가치 재평가 기대 유효]

이전 7.28일자 두산 리포트에서 언급한 바와 같이, 두산의 지분가치는 보수적으로 80%의 할인율을 적용하더라도 약 3.2조원 수준으로 산정된다. 반면 전자BG는 지주회사 내 자체 사업부로서, 영업활동을 통해 창출된 현금이 별도 배당 절차 없이 직접 지주사로 유입되는 구조이기 때문에 별도의 할인율을 적용할 필요는 없다. 종합적으로 반영했을 때, 현재 두산 시가총액 기준으로 전자BG는 약 6조원 수준의 기업가치로 평가되고 있으며, 이는 당사 추정 기준 2025년 예상 순이익 대비 약 14배 수준이다. 7.29일 주가 기준으로 '25년 기준 글로벌 AI MLB/CCL Peer 평균 PER은 26.6배, 대만 주요 CCL 3사의 평균 PER은 22.4배 수준으로, 전자BG는 동종 업종 대비 현저히 저평가된 것으로 판단된다. 높은 수익성, 업계 내 경쟁력, 중장기 성장성 등을 감안할 때, 전자BG 중심의 기업가치 재평가가 본격화될 시점이라는 기존 당사 의견을 유지한다.

표1 AI MLB/CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

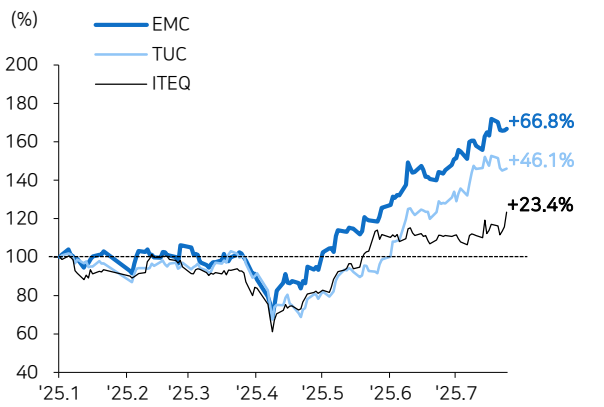
		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
CCL	EMC	11,827.1	23.6	18.8	8.8	7.0	69.0	25.0	39.0	38.9	3,131	3,666	661	815	16.9	13.9
	TUC	2,427.2	21.3	15.4	5.0	4.4	40.4	38.0	22.8	27.7	968	1,132	149	205	14.1	10.4
	ITEQ	1,244.0	22.5	17.6	1.7	1.6	118.9	27.9	8.7	9.4	1,171	1,293	87	108	9.8	8.1
	Shengyi Tech	14,137.1	35.5	28.1	6.2	5.5	59.6	26.8	17.9	21.2	3,550	4,210	475	610	24.8	21.5
MLB	이수페타시스	3,280.7	29.4	24.2	8.9	6.6	84.4	21.6	36.6	31.9	1,066	1,266	193	238	20.5	16.6
	Unimicron	7,196.1	28.2	15.6	2.1	1.9	62.5	80.5	8.0	13.2	4,565	5,177	309	557	8.2	6.4
	Victory Giant	22,638.1	35.2	25.5	12.3	8.8	301.4	37.8	33.1	32.8	2,757	3,574	757	1,031	26.2	19.3
	WUS(Kunshan)	14,762.3	29.5	22.7	7.4	6.0	39.0	29.9	25.8	27.1	2,450	3,046	576	749	22.8	17.3
	Shennan Circuits	13,395.0	38.2	30.8	5.6	4.9	34.8	23.9	15.0	16.2	2,974	3,458	350	431	24.3	20.5
	Gold Circuit	5,776.1	21.4	16.1	6.6	5.3	54.8	32.6	33.2	34.1	1,874	2,219	412	529	12.9	10.2
	TTM Tech	4,669.9	21.3	19.2	2.9	2.8	291.8	10.9	na	na	2,672	2,823	293	331	12.8	11.9
	First-Hi Tech	781.0	20.3	15.4	8.9	na	285.3	31.6	44.2	42.8	295	347	48	63	15.5	11.4
소재	Nitto Boseki	1,584.4	19.7	16.5	1.8	1.6	60.8	14.4	9.8	10.6	769	825	113	129	11.1	9.4

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 EMC 12MF PER 추이

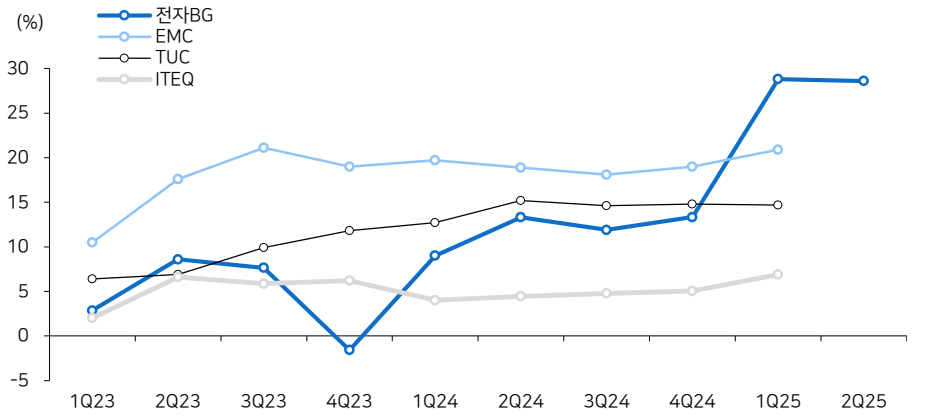
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대만 CCL 3사 2025년 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 전자BG vs 대만 CCL 업체 영업이익률 비교



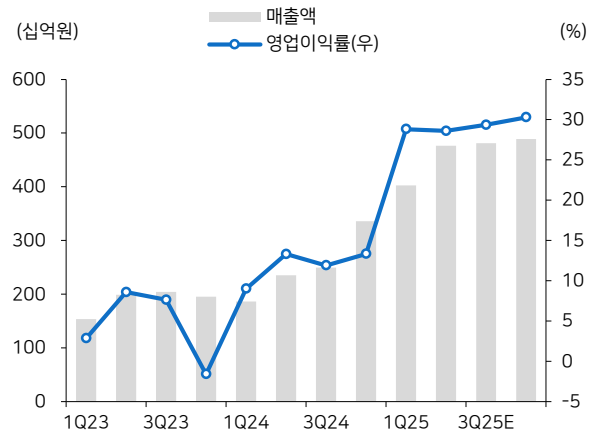
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	**4,462.3**	**4,592.2**	**3,878.5**	**5,199.8**	**4,298.7**	**5,346.4**	**4,763.4**	**5,627.5**	**18,132.9**	**20,036.0**	**22,241.0**
(%, QoQ)	-15.4%	2.9%	-15.5%	34.1%	-17.3%	24.4%	-10.9%	18.1%			
(%, YoY)	2.6%	-7.6%	-14.5%	-1.4%	-3.7%	16.4%	22.8%	8.2%	-5.2%	10.5%	11.0%
두산 자체	269.3	325.1	342.5	440.1	485.0	558.5	558.9	572.5	1,377.0	2,174.8	2,363.6
전자BG	**186.5**	**235.2**	**249.6**	**335.9**	**402.9**	**476.2**	**481.3**	**489.0**	**1,007.2**	**1,849.5**	**2,038.3**
두산에너빌리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	4,569.0	3,907.9	4,692.3	16,233.1	16,917.7	18,402.3
두산로보틱스	10.9	14.4	10.0	11.5	5.3	23.5	16.3	18.7	46.8	63.8	98.1
연결조정 및 기타	84.3	102.2	130.4	159.1	59.9	195.4	280.4	344.1	476.0	879.7	1,377.0
영업이익	**246.1**	**336.7**	**110.2**	**208.9**	**198.5**	**357.8**	**375.0**	**624.2**	**901.9**	**1,555.5**	**2,359.4**
(%, QoQ)	-7.6%	36.9%	-67.3%	89.6%	-5.0%	80.3%	4.8%	66.5%			
(%, YoY)	-27.2%	-34.2%	-65.5%	-21.5%	-19.3%	6.3%	240.3%	198.8%	-37.2%	72.5%	51.7%
두산 자체	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	142.1	146.6	151.6	141.2	561.4	655.4
전자BG	**16.8**	**31.3**	**29.7**	**44.8**	**116.1**	**136.2**	**141.3**	**148.1**	**122.6**	**541.7**	**630.5**
두산 에너빌리티	358.1	309.8	114.8	234.9	142.5	271.1	259.0	376.9	1,017.6	1,049.5	1,336.5
두산로보틱스	-6.9	-7.9	-9.6	-16.9	-6.7	-8.9	-5.0	-8.2	-41.2	-28.8	-9.5
연결조정 및 기타	-145.5	-34.4	-60.2	-98.2	-174.5	-182.7	-167.0	-44.1	-338.3	-568.3	-253.6
영업이익률	**5.5%**	**7.3%**	**2.8%**	**4.0%**	**4.6%**	**6.7%**	**7.9%**	**11.1%**	**5.0%**	**7.8%**	**10.6%**
세전이익	233.3	304.0	-27.0	-19.2	105.9	395.9	280.1	532.9	491.1	1,314.8	2,080.9
지배주주순이익	5.0	20.6	-88.3	-163.5	23.6	78.6	157.6	299.8	-226.2	559.6	1,170.5
지배주주순이익률	0.1%	0.4%	-2.3%	-3.1%	0.6%	1.5%	3.3%	5.3%	-1.2%	2.8%	5.3%

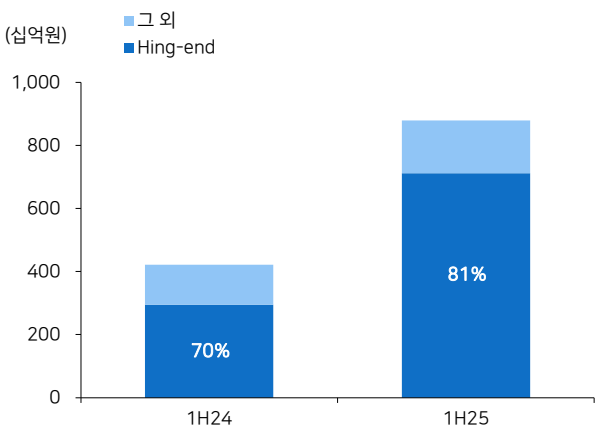
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림4 두산전자BG 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



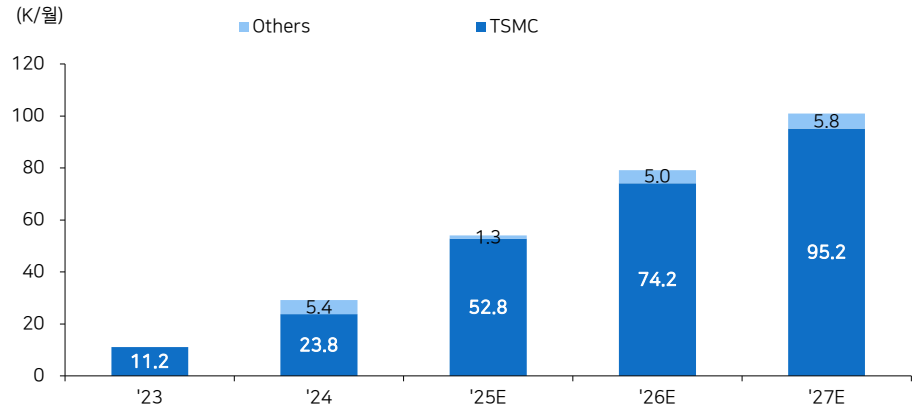
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림5 두산전자BG 상반기 매출액 및 하이엔드 비중 추이



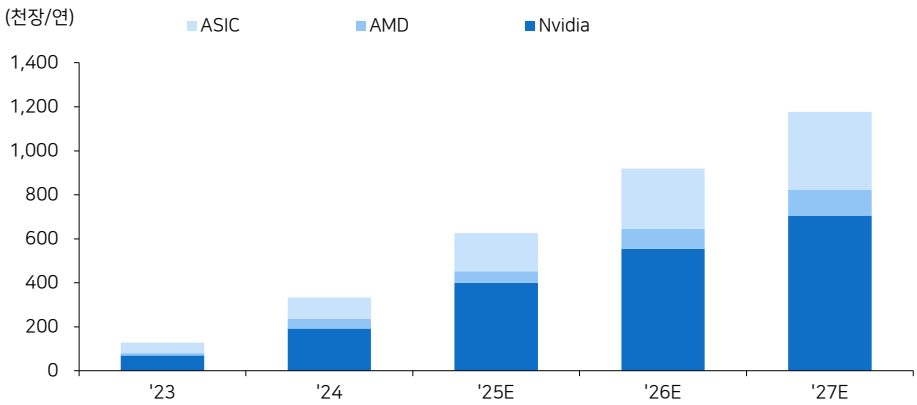
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 CoWoS Capa 추이 (TSMC + Amkor or ASE)



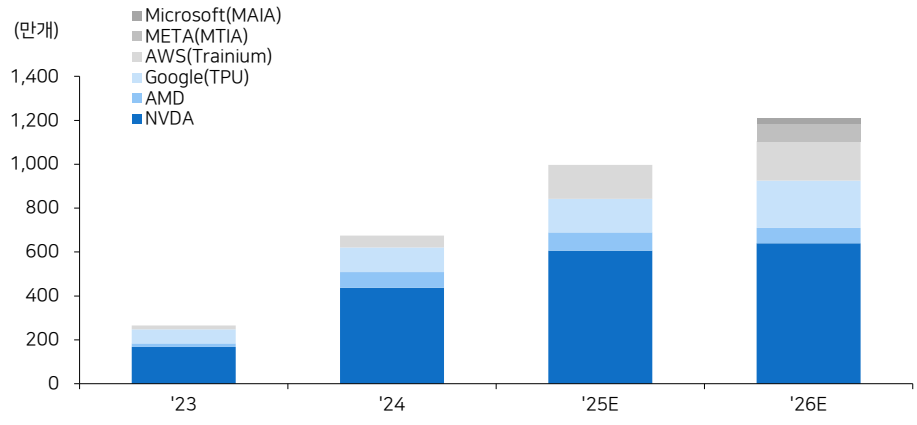
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 CoWoS Capa 애플리케이션별 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 GPU와 ASIC 출하량 추이 및 전망



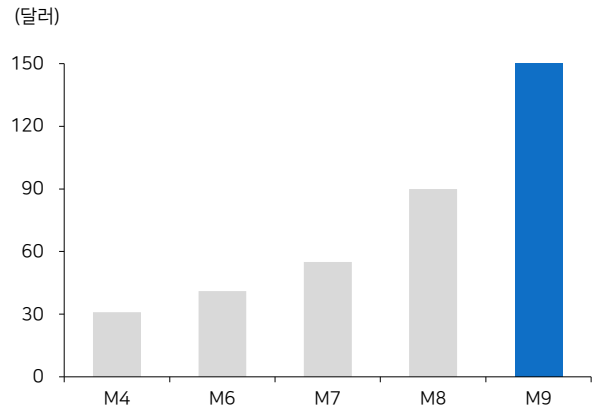
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 ABF 기판 기준 Nvidia GPU 면적 비교

	Package Size	Surface Area	층수	SAP Demand Size
Hopper	55 * 60mm	3,300	12	100
Blackwell	70 * 80mm	5,600	14	198
Rubin	80 * 100mm	8,000	18	364

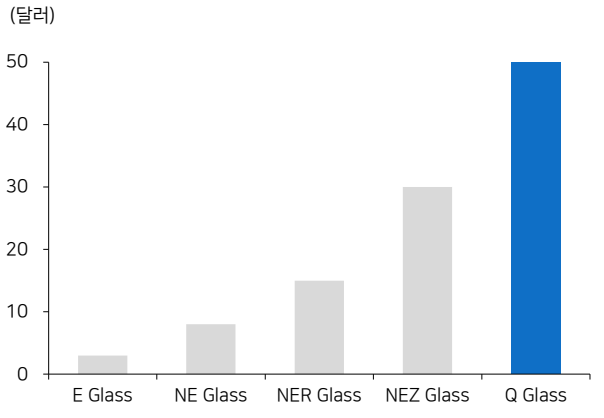
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 CCL 등급 기준 판가 비교



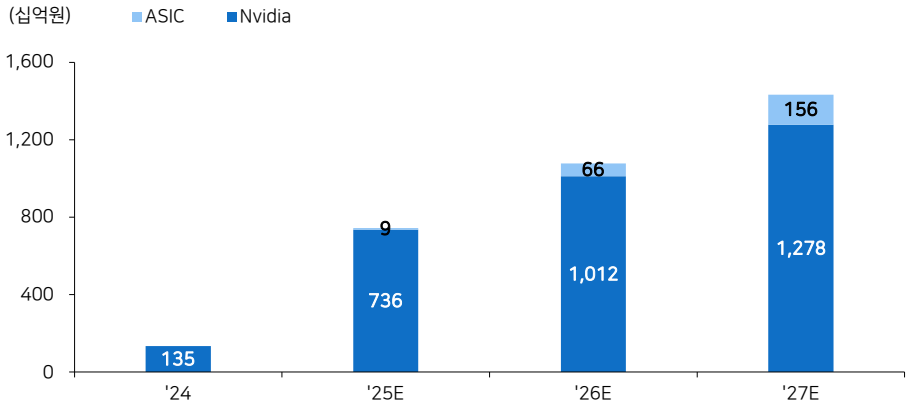
주: Nvidia Rubin 제품부터는 M9 CCL 적용
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 유리섬유 제품 별 판가 비교



주: M9등급 CCL에는 Q Glass 적용 논의 중
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 두산 전자BG Nvidia + ASIC 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.