

(000150)

두산

IT/전자전자 이주형

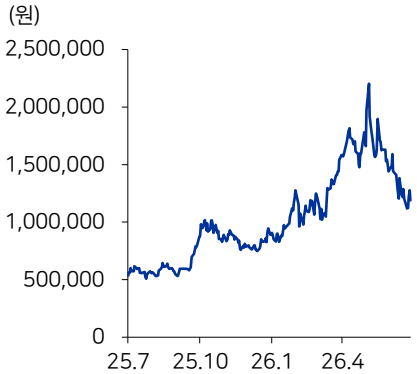
6190/jhlee2207@eugenefn.com

2Q26 Review: 두산 사세요, 두산 좋아요

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
2,580,000 원(유지)
1,197,000 원(7/27)

- “ **2Q26 Review:** 두산 전자BG의 2분기 실적은 매출액 6,759억원(YoY +42%, QoQ +9%), 영업이익 2,013억원(YoY +48%, QoQ +44%, OPM 29.8%)으로 당초 추정치에 부합하는 호실적을 기록. 북미 주요 고객사의 아키텍처 세대 전환이 진행됨에 따라 전기비 소폭 매출 감소세를 보였으나, 스위치, 반도체기판용 CCL, 광모듈 등 나머지 제품군의 고른 성장을 통해 실적 개선세 지속
- “ **CCL 단가:** 주요 원재료인 유리섬유와 동박에 대한 타이트한 공급 상황이 지속되는 중. 상대적으로 마진이 낮은 로우엔드 제품은 원재료의 단가 상승이 즉각적으로 판가에 반영되는 구조. 2분기 전자BG의 주요 CCL 제품 위주로 이와 같은 판가 상승이 일어난 것으로 파악. 다만 북미 주요 고객사의 경우 기술력 기반의 가격 책정이 이루어지기 때문에 원재료 가격 변동보다는 CCL 세대 전환과 스펙 상승이 보다 주요한 요소
- “ **광모듈:** 2분기 광모듈용 CCL 매출액은 493억원으로 전기비 47.6%의 매출 성장을 달성. 최종 고객사는 북미, 모듈 고객사는 북미와 중화권 전반에 걸쳐 있는 것으로 파악됨. AI 서버 내 광트랜시버의 전송 속도가 400G에서 800G, 1.6T로 세대가 전환됨에 따라 전송속도와 저손실 특성이 우수한 CCL에 대한 니즈가 강해지는 중. 전자BG의 경우 광모듈용 CCL 제품군에 서도 기술적 우위를 보유하고 있으며, 대만 주요 경쟁사 대비 더 높은 시장 내 점유율을 보유하고 있는 것으로 추정. 2026년 연간 광모듈용 CCL 매출액은 1,990억원을 전망
- “ **2026F:** 연간 두산 전자BG 실적은 매출액 2조 8,247억원(YoY +50.6%), 영업이익 8,578억원(YoY +76.9%, OPM 30.4%)을 예상. 4분기와 내년 하반기 각각 중국 창수와 국내 증평의 브라운필드 증설분이 신규 양산 캐파로 반영될 예정. 캐파 증설 시점과 맞추어 신규 고객사 유치가 진행되고 있으며, 대부분의 증설 물량은 양산 진입 이후 딜레이 없이 완전 가동 상태로 진입할 전망. 하반기 신규 캐파 증설과 신규 고객사 확보, 광모듈용 CCL 제품의 성장 가속화가 예상되며, 분기 영업이익률은 연중 2분기가 최저점일 것으로 예상
- “ 2027년 연간 전자BG의 영업이익 추정치는 1조 1,023억원을 예상. ①자회사들의 이익이나 지분가치에 대한 고려 없이 전자BG의 사업 실적만으로도 시가총액이 설명되는 구간에 진입. ②CCL 산업 내 타이트한 공급상황에 따라 기발표된 캐팩스(브라운필드, 태국 Araya 그린필드)외에 추가적인 캐파 증설이 진행될 예정이며, ③SK실트론 인수건 역시 여전히 진행중임을 고려한다면 현재의 주가 하락을 적극적인 매수의 기회로 활용할 필요가 있음. 목표주가 258만원과 투자의견 BUY 유지



시가총액(십억원)	19,384
발행주식수(천주)	16,194
52 주 최고	2,489,000 원
최저	468,000 원
52 주 일단 Beta	1.18
60 일 평균 거래대금	1,554 억원
외국인 지분율	21.2%
배당수익률(26E)	0.3%
주주구성	
박정원	41.1%
자사주	16.0%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-17.0	33.1	110.0
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy	Buy	-
목표주가	2,580,000	2,580,000	-
영업이익(26E)	1,830	1,785	▲
영업이익(27E)	2,555	2,586	▼

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026E
매출액	18,133	19,784	21,796
영업이익	1,004	1,063	1,830
세전손익	593	490	1,036
당기순이익	302	250	785
EPS(원)	-13,687	4,404	27,410
증감률(%)	na	흑전	522.3
PER(배)	na	177.3	43.7
ROE(%)	-14.6	5.0	20.1
PBR(배)	3.7	10.6	8.6
EV/EBITDA(배)	5.6	10.6	9.8

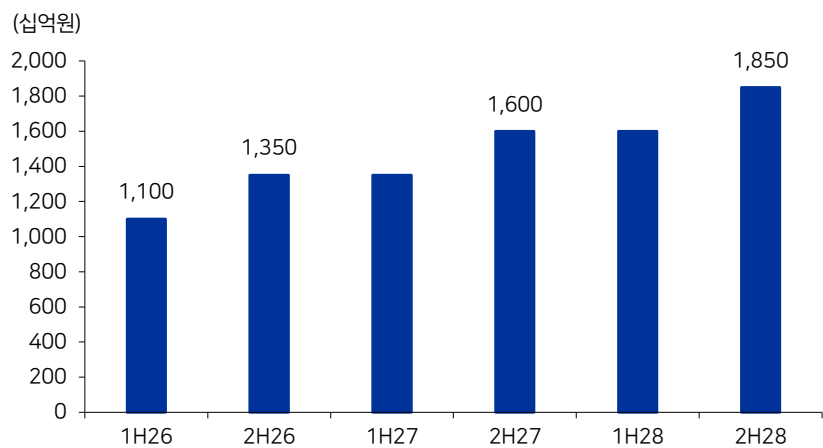
도표 1. 두산 전자BG 세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	402.9	476.2	439.9	556.7	617.3	675.9	744.7	786.8	1,875.7	2,824.7	3,572.1
YoY	116%	102%	76%	66%	53%	42%	69%	41%	86%	51%	26%
QoQ	20%	18%	-7.6%	27%	11%	9%	10%	6%			
영업이익	116.1	136.2	103.9	128.7	185.6	201.3	228.8	242.0	484.9	857.8	1,102.3
OPM	28.8%	28.6%	23.6%	23.1%	30.1%	29.8%	30.7%	30.8%	25.9%	30.4%	30.9%
YoY	591%	335%	250%	187%	60%	48%	120%	88%	296%	77%	29%
QoQ	159%	17%	-23.7%	24%	44%	8%	14%	6%			
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	214.6	242.1	271.3	521.4	926.8	1,278.0
EBITDA Margin	31.0%	30.4%	25.7%	24.8%	32.2%	31.7%	32.5%	34.5%	27.8%	32.8%	35.8%
NWB	161.2	181.0	127.6	211.5	227.9	371.8	455.3	485.9	681.3	1,541.0	2,244.9
비중	40%	38%	29%	38%	37%	55%	61%	62%	36%	55%	63%
YoY					41%	105%	257%	130%		126%	46%
PKG, FCCL 등	241.7	295.2	312.3	345.2	389.4	304.1	289.4	300.9	1,194.4	1,283.7	1,327.2
비중	60%	62%	71%	62%	63%	45%	39%	38%	64%	45%	37%
YoY					61%	3%	-7%	-13%	19%	7%	3%

자료: 유진투자증권

주: 전자BG 해외법인 실적 포함

도표 2. 두산 전자BG 연간 NWB CCL 캐파 전망



자료: 두산, 유진투자증권

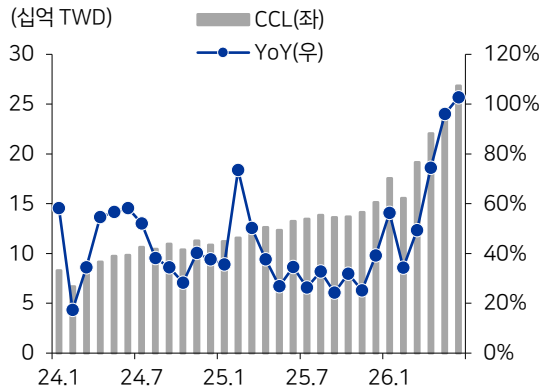
주: 매출액 기준

도표 3. 두산 연결기준 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	5,060	5,586	5,181	5,968	19,688	21,796	25,430
YoY	-4%	16%	15%	9%	18%	4%	16%	5%	9%	11%	16.7%
QoQ	-17%	24%	-17%	28%	-11%	10%	-7%	15%			
자체사업	485	559	524	653	702	765	829	883	2,221	3,180	3,927
두산에너지빌리티	3,749	4,569	3,880	4,860	4,261	4,725	4,251	4,906	17,058	18,143	21,014
두산로보틱스	5	5	10	13	15	18	10	12	44	55	44
오리콤	46	63	56	62	45	50	59	60	215	214	221
기타조정	14	151	-18	98	37	28	32	106	151	204	224
매출비중											
자체사업	11%	10%	12%	11%	14%	14%	16%	15%	11%	15%	15%
두산에너지빌리티	87%	85%	87%	85%	84%	85%	82%	82%	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%	1%	1%	2%	1%	1%	1%
영업이익	198	358	231	275	341	488	464	536	1,063	1,829	2,555
YoY	-43%	6%	110%	32%	72%	37%	101%	95%	6%	72%	39.6%
QoQ	-5%	80%	-35%	19%	24%	43%	-5%	15%			
자체사업	121	142	109	132	188	212	234	245	504	879	1,123
두산에너지빌리티	142	271	137	212	234	314	258	360	763	1,166	1,641
두산로보틱스	-12	-16	-15	-16	-16	-14	-12	-17	-59	-60	-60
오리콤	-1	4	1	5	-1	2	2	6	9	8	8
기타조정	-52	-44	0	-57	-63	-25	-16	-58	-153	-163	-158
영업이익률	4.6%	6.7%	5.2%	4.8%	6.7%	8.7%	9.0%	9.0%	5.4%	8.4%	10.0%
영업외손익	-93	38	-64	-455	-187	104	-277	-433	-573	-794	-767
세전이익	106	396	168	-179	154	592	187	103	490	1,036	1,788
YoY	-68%	30%	흑전	NA	45%	50%	12%	흑전	-17%	111%	73%
QoQ	흑전	274%	-58%	적전	흑전	286%	-68%	-45%			
지배주주순이익	24	79	121	-148	39	181	148	49	76	417	760
NPM	1%	1%	3%	-3%	1%	3%	3%	1%	0%	2%	3%
YoY	375%	281%	흑전	NA	65%	130%	22%	흑전	흑전	450%	82%
EPS(원)	1,431	4,756	7,330	-9,113	2,416	11,147	10,377	3,470	4,405	27,410	53,394
YoY	375%	281%	흑전	NA	69%	134%	42%	흑전	흑전	522%	95%

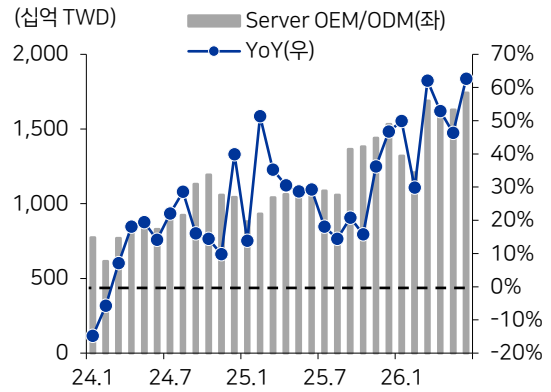
자료: 유진투자증권

도표 4. 대만 CCL 업체 월별 합산 매출액 추이



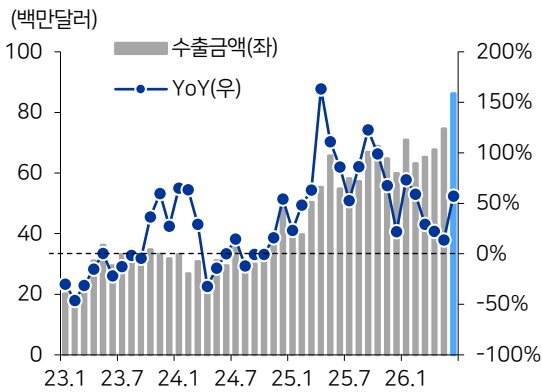
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 5. 서버 ODM 업체 월별 합산 매출액 추이



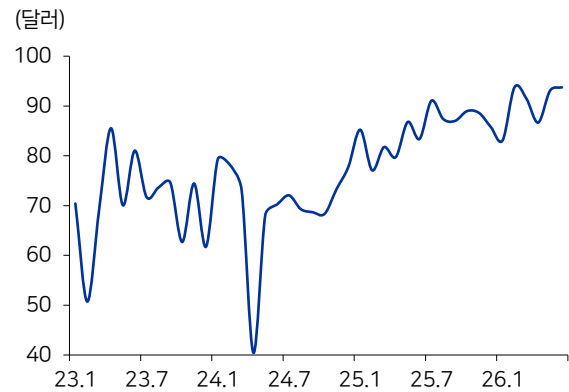
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 6. CCL 수출입 추이



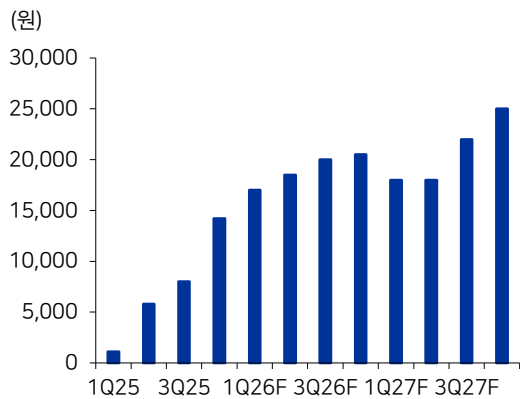
자료: KITA, 유진투자증권

도표 7. CCL 수출 단가 추이



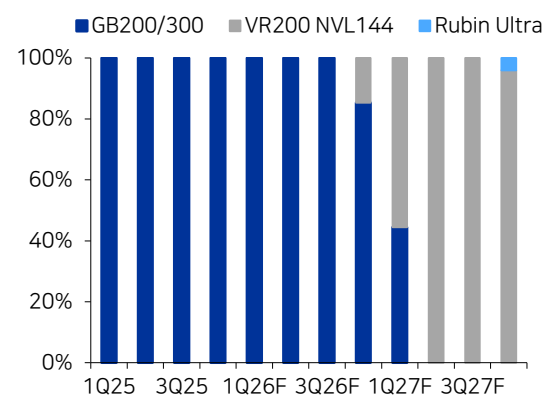
자료: KITA, 유진투자증권

도표 8. 분기별 랙서버 출하량 전망



자료: 유진투자증권

도표 9. 아키텍처별 CCL 출하 비중



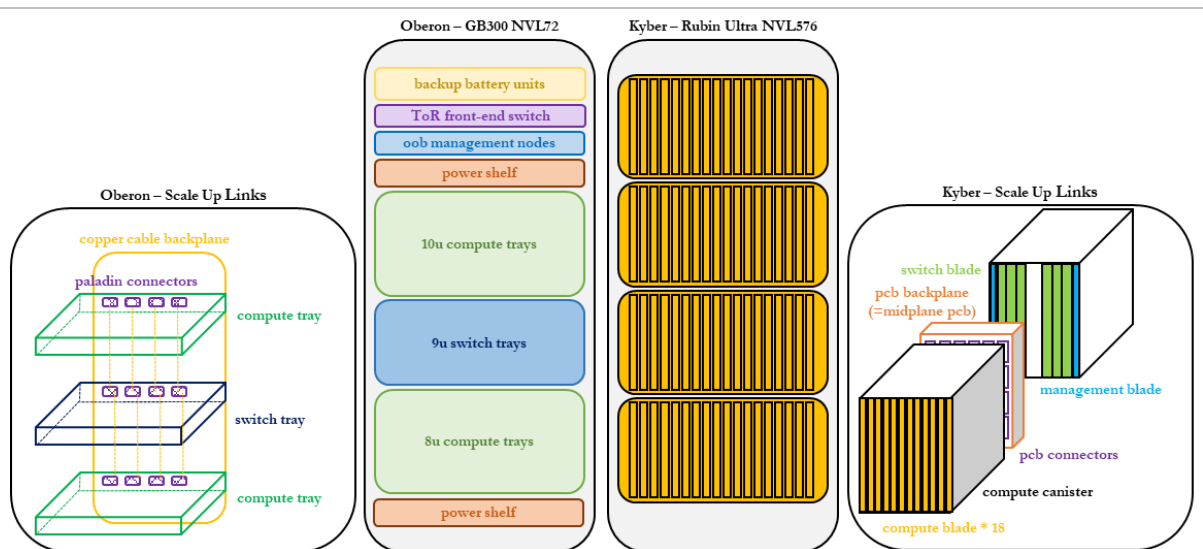
자료: 유진투자증권

도표 10. 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 11. 오베론랙과 카이버랙 비교



자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

두산(000150.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	30,143	32,928	36,309	38,988	41,104
유동자산	11,913	14,193	16,911	19,314	21,079
현금성자산	4,137	5,391	6,240	6,359	7,270
매출채권	3,868	4,758	5,859	7,242	7,756
재고자산	3,136	3,011	3,767	4,657	4,987
비유동자산	18,230	18,734	19,398	19,674	20,025
투자자산	2,671	2,791	3,061	3,185	3,315
유형자산	7,013	7,110	7,161	7,229	7,367
기타	8,547	8,834	9,175	9,260	9,344
부채총계	18,254	20,693	22,614	24,607	25,413
유동부채	11,024	13,754	16,062	17,969	18,684
매입채무	5,658	6,719	8,021	9,915	10,618
유동성이자부채	4,281	5,852	6,846	6,846	6,846
기타	1,085	1,184	1,196	1,207	1,220
비유동부채	7,229	6,939	6,551	6,638	6,729
비유동이자부채	5,063	4,528	4,073	4,073	4,073
기타	2,166	2,411	2,478	2,566	2,656
자본총계	11,889	12,234	13,695	14,381	15,691
자본지분	1,480	1,559	2,585	3,270	4,580
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,928	1,932	2,554	2,554	2,554
이익잉여금	(82)	(81)	269	955	2,265
기타	(490)	(416)	(363)	(363)	(363)
비자본지분	10,409	10,675	11,111	11,111	11,111
자본총계	11,889	12,234	13,695	14,381	15,691
총차입금	9,344	10,380	10,919	10,919	10,919
순차입금	5,207	4,989	4,678	4,559	3,649

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	308	982	591	1,254	2,132
당기순이익	302	250	785	910	1,509
자산상각비	767	809	837	844	856
기타비현금성손익	1,037	1,290	(326)	(248)	(219)
운전자본증감	(1,053)	(697)	(1,008)	(378)	(139)
매출채권감소(증가)	(70)	(833)	(1,194)	(1,384)	(514)
재고자산감소(증가)	81	74	(626)	(890)	(330)
매입채무증가(감소)	(819)	747	1,042	1,894	703
기타	(244)	(685)	(229)	2	2
투자현금	(995)	(430)	(1,114)	(1,080)	(1,168)
단기투자자산감소	(39)	47	(9)	(19)	(20)
장기투자증권감소	(117)	376	7	17	15
설비투자	710	570	653	733	814
유형자산처분	71	24	2	0	0
무형자산처분	(218)	(326)	(262)	(263)	(263)
재무현금	574	700	1,233	(74)	(74)
차입금증가	881	834	287	0	0
자본증가	(190)	(286)	(72)	(74)	(74)
배당금지급	125	147	72	74	74
현금 증감	165	1,224	834	100	890
기초현금	3,539	3,704	4,928	5,762	5,862
기말현금	3,704	4,928	5,762	5,862	6,752
Gross Cash flow	2,107	2,348	1,753	1,632	2,272
Gross Investment	2,009	1,175	2,112	1,438	1,287
Free Cash Flow	98	1,173	(359)	193	985

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	21,796	25,430	28,258
증가율(%)	(5.2)	9.1	10.2	16.7	11.1
매출원가	15,171	16,371	17,584	20,187	21,554
매출총이익	2,962	3,413	4,212	5,243	6,704
판매 및 일반관리비	1,958	2,351	2,383	2,688	2,991
기타영업손익	8	20	1	13	11
영업이익	1,004	1,063	1,830	2,555	3,713
증가율(%)	(30.1)	5.9	72.2	39.6	45.3
EBITDA	1,771	1,871	2,667	3,398	4,569
증가율(%)	(17.3)	5.7	42.5	27.4	34.4
영업외손익	(411)	(573)	(794)	(767)	(749)
이자수익	145	123	145	172	195
이자비용	492	497	495	498	498
지분법손익	21	26	59	59	59
기타영업외손익	(85)	(225)	(503)	(501)	(506)
세전순이익	593	490	1,036	1,788	2,964
증가율(%)	31.5	(17.3)	111.3	72.6	65.8
법인세비용	291	241	251	878	1,455
당기순이익	302	250	785	910	1,509
증가율(%)	11.1	(17.4)	214.7	15.9	65.8
지배주주지분	(226)	76	417	760	1,384
증가율(%)	적지	흑전	450.0	82.4	82.1
비지배지분	528	174	368	150	125
EPS(원)	(13,687)	4,404	27,410	53,394	97,225
증가율(%)	적지	흑전	522.3	94.8	82.1
수정EPS(원)	(13,687)	4,404	28,057	52,174	96,002
증가율(%)	적지	흑전	537.0	86.0	84.0

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(13,687)	4,404	27,410	53,394	97,225
BPS	69,123	73,954	139,591	176,638	247,380
DPS	2,000	4,000	4,010	4,020	4,030
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	177.3	43.7	22.4	12.3
PBR	3.7	10.6	8.6	6.8	4.8
EV/EBITDA	5.6	10.6	9.8	7.6	5.5
배당수익률	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	2.6	7.0	12.6	13.6	9.8
수익성(%)					
영업이익률	5.5	5.4	8.4	10.0	13.1
EBITDA이익률	9.8	9.5	12.2	13.4	16.2
순이익률	1.7	1.3	3.6	3.6	5.3
ROE	(14.6)	5.0	20.1	26.0	35.3
ROIC	3.3	3.3	8.3	7.4	10.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	43.8	40.8	34.2	31.7	23.3
유동비율	108.1	103.2	105.3	107.5	112.8
이자보상배율	2.0	2.1	3.7	5.1	7.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	4.8	4.6	4.1	3.9	3.8
재고자산회전율	6.0	6.4	6.4	6.0	5.9
매입채무회전율	3.4	3.2	3.0	2.8	2.8

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 제3자에게 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 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 자료는 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	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

