



전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

두산(000150)

증설 코멘트: 예상 상회, 증설 대폭 확대로 중장기 밸류에이션 매력도 상향

◎ 애널리스트 의견

- >> 단순 계산으로 29년까지 현재 Capa 대비 2.7배 증가, 29년 기준 연간 7조원의 매출 Capa 달성 예상(현재 2.6조원 규모). 전사 평균 마진율보다 높은 고부가 High-end CCL(AI 네트워크, 광모듈용) 중심인 것을 감안하면 전자BG 이익률은 29년까지 대폭 상승할 것으로 전망됨
- >> 기존 투자 계획은 28년까지 +7,500억원의 매출 Capa 증가였으나, 이번 증설 공시를 통해서 29년까지 +4.4조원(기존 투자 대비 +483% 증가) 매출 Capa 추가되며 중장기 성장성을 큰 폭으로 상향시키는 공시임
- >> 28년 이후 고객사 제시 수요 중심 증설 및 신규 고객사 확보 물량까지 감안된 증설로, 중장기 성장성에 대한 높아진 가시성을 확보했다 판단
- >> 전자BG의 Discount 요인이었던 생산 Capa 부족 및 그에 따른 신규 고객사 확보 제한이 해소. 높은 단일 고객사 의존도 완화 및 고객사 다변화로 인한 가격 협상력/공급 교섭력 확대 전망
- >> High-end CCL인 광모듈용 CCL도 투자 내용에 포함되며 포트폴리오 다변화 가속 및 수요 강세를 입증. 광모듈용 CCL은 '25년 연간 약 300억원 매출규모였으나 '26년 약 3,000억원 이상으로 확대, 이후 지속 매출 확대되며 높은 수익성 기반 성장동력으로 작용 가능
- >> 동사는 북미 AI 서버 업체의 랙 내 Compute Board에서 솔벤더 지위 보유. CPO 관련 Despec우려가 있는 Network Board 중심 대만 CCL 경쟁사 대비 차별화된 장점 보유했다 판단
- >> 연내 마무리될 SK실트론 인수 및 27년부터 자체사업 편입, 수요 기반 Capa 증설 확대는 동사의 중장기적 밸류에이션 매력도를 높임

◎ 두산의 증설공사 톨아보기

(1) 투자 Outlook

- >> AI 데이터센터 증설 전망에 따른 High-end CCL 수요 확대에 대응하기 위한 투자 9,684억원 집행
- >> 투자 기간은 26.09.17~28.12.31, 국내 4,210억원 및 중국 창수 5,474억원 투자
- >> 현재 진행중인 기발표된 투자(중국 창수 2개 라인, 국내 증평 2개 라인, 태국 아라야 2개 라인)를 제외한 신규 설비 투자 금액만 9,684억원 집행
- >> 기발표된 기존 투자 집행 금액은 중국 창수 + 국내 증평 합산 1,300억원, 태국 1,800억원
- >> 신규 투자까지 합산 시 현재 21개 라인 → 29년 기준 56개 라인으로 확대
(총 35개 라인 확대, 6개 라인 기존 투자 +29개 라인 신규 투자 발표)
- >> 투자 자금은 사내 보유 현금 및 차입으로 진행, 별도의 유상증자, 메자닌 등 자금조달 없음

(뒷장에 계속)

(2) 매출 Capa 확대

>> 두산전자BG의 매출액 기준 총 Capa는 현재 2.6조원 → 투자 완료된 29년 기준 7조원(+167% 증설) 예상

>> 이번 발표된 9,684억원 증설 발표로 추가되는 Capa는 3.6조원, 기발표된 투자까지 합산시 29년까지 총 약 4.4조원 Capa 확대

>> 연도별 Capa:

현재(9월) 2.6조원 → 26F 2.9조원 → 27F 3.1조원 → 28F 5.5조원 → 29F 7조원 도달 예상

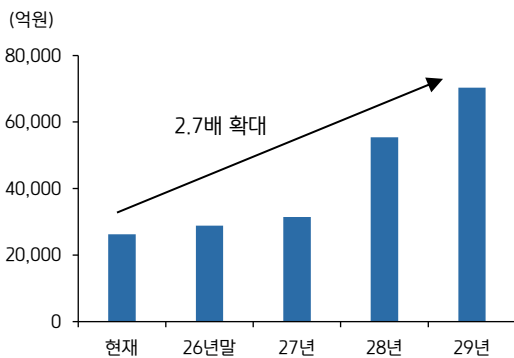
(3) 수요처

>> 증설되는 29개 라인은 모두 High-end CCL로, AI 네트워크용, 광모듈용 CCL 중심으로 확대

>> 28년부터의 수요 확대에 대비, 신규 고객사 진입도 검토된 증설

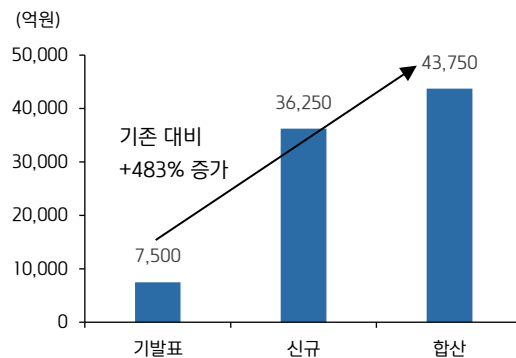
>> 회사 자체의 수요 전망에 따른 선제적 증설이 아닌, 고객사 제시 물량 중심으로, 고객 수요에 기반한 증설 결정

두산 전자BG Capa 확대 추이



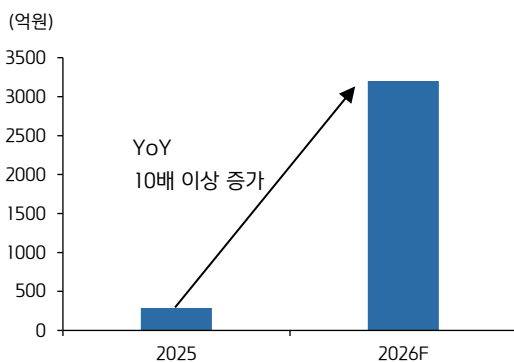
자료: 키움증권 리서치센터

두산 전자BG 기발표 투자 vs 신규 투자 비교



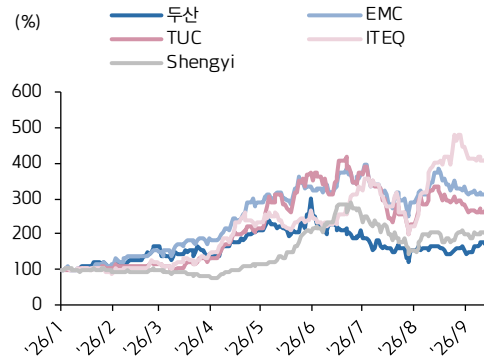
자료: 키움증권 리서치센터

두산 전자BG 광모듈 매출 추이



자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 CCL업체 상대주가 추이(YTD)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 CCL 업체 Valuation Table

기업명	시가총액 (억 원)	26F			27F			28F		
		PER	PBR	EV /EBITDA	PER	PBR	EV /EBITDA	PER	PBR	EV /EBITDA
두산	227,523	42.1	11.5	14.6	26.3	8.7	11.4	21.6	7.0	9.1
EMC	728,034	40.5	20.7	29.9	20.5	12.6	15.5	12.8	7.8	9.6
TUC	171,063	34.6	13.2	25.4	16.3	8.9	12.5	9.3	5.9	7.0
ITEQ	77,888	30.9	7.3	19.3	16.2	5.8	11.8	13.1	4.9	10.2
Shengyi Tech	730,136	50.4	16.1	36.4	33.2	12.1	24.4	23.3	8.3	17.7

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 09월 17일 현재 보고서에 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.