

(000150)

두산

IT/전자전자 이주형

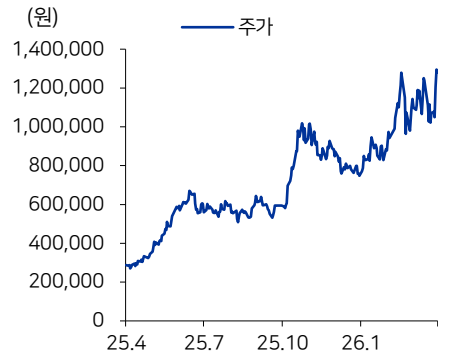
6190/jhlee2207@eugenefn.com

또 다시 보여줘야 돼

- “ 1Q26 Preview: 두산 전자BG의 1분기 실적은 매출액 5,593억원(YoY +39%, QoQ +0.5%), 영업이익 1,516억원(YoY +31%, QoQ +18%, OPM 27.1%)으로 당초 추정치에 부합할 전망. 1분기 서버 ODM의 북미 주요 고객사향 렉서버 출하량이 전분기 대비 20% 이상 증가하며 사상 최대 영업이익을 기록할 것으로 예상
- “ CCL: 1분기 북미 고객사향 매출액은 전기비 두 자릿수 증가한 것으로 추정. NVL72 렉서버향 매출 확대와 원자재 가격 변동성에도 불구하고 전자BG의 1분기 영업이익률은 27.1%로 경쟁업체 대비 높은 수준을 유지할 것으로 예상. 서버향 범용 디램에 대한 강력한 수요가 지속되며 메모리 패키지용 CCL 역시 높은 수준의 마진 지속되는 것으로 파악됨
- “ CAPA: 지난 4분기 실적발표에서 전자 BG는 2028년 이후의 수요 대응을 위해 추가 증설을 고려하겠다는 입장을 밝힘. 3월 23일 제출된 사업보고서에 따르면 전자 BG는 내년까지 총 5,315억원의 신규 투자 계획을 공유. 이는 지난 2년간의 누적 CapEx 1,284억원 대비 314% 증가한 금액. 올해 4분기와 내년 1분기 기존 증설의 완료와 사업보고서를 통해 공유된 신규 투자를 통해 경쟁사와의 캐파 격차를 빠르게 축소할 것으로 예상. 생산 능력의 확대를 바탕으로 2028년 초 램프업이 예상되는 북미 고객사의 차세대 서버랙 아키텍처용 CCL 수요에 대한 원활한 대응과 고객사 포트폴리오 확장을 기대
- “ 당사가 추정하는 두산 전자BG의 적정 기업가치는 18.5조원이나, 전일 종가 기준 전자BG의 기업가치는 12.8조원으로 26F EV/EBITDA 17.9배에 불과. 이는 대만 CCL 3사 평균 26F EV/EBITDA인 25.9배 대비 현저히 낮은 저평가 상태. 2분기부터 북미 고객사의 차세대 아키텍처용 CCL 납품을 통한 ASP 개선이 예상되는 상황 속, ①컴퓨터 트레이용 CCL에 대한 독점에 가까운 점유율 지속, ②추가 캐파 확대에 따른 경쟁사와의 생산 능력 격차 축소, ③고객 포트폴리오 확장 등을 고려한다면 대만 업체들과의 밸류에이션 격차를 빠르게 축소할 수 있을 것으로 예상. 주요 경쟁사의 멀티플 확대와 자회사 지분가치 상승 등을 반영하여 목표주가를 기존 154만원에서 186만원으로 상향 제시

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
1,860,000 원(상향)
1,281,000 원(4/10)



시가총액(십억원)	20,744
발행주식수(천주)	16,194
52 주 최고	1,309,000 원
최저	265,500 원
52 주 일단 Beta	1.52
60 일 평균 거래대금	1,282 억원
외국인 지분율	19.18%
배당수익률(26E)	0.3%
주주구성	
박정원	41.1%
자사주	16.0%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	21.7	115.3	355.1
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy	Buy	-
목표주가	1,860,000	1,540,000	▲
영업이익(26E)	1,586	1,642	▼
영업이익(27E)	2,361	2,382	▼

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026E
매출액	18,133	19,784	21,055
영업이익	1,004	1,063	1,586
세전손익	593	490	836
당기순이익	302	250	426
EPS(원)	-13687	4404	19801
증감률(%)	na	흑전	3496
PER(배)	na	177.3	64.7
ROE(%)	-146	50	18.1
PBR(배)	37	106	132
EV/EBITDA(배)	56	106	120

도표 1. 두산 목표주가 산정

		이익, 시가총액, 장부가액 (십억원)	적용 멀티플(배), 지분율(%)	NAV (십억원)	비고
영업가치					
전자BG		713	25.9	18,462	26F EBITDA * 피어 평균
DDI		2	5	12	26F 순이익 추정치
두타몰		11	5	54	26F 순이익 추정치
(A): 영업가치 합계				18,528	
상장사					
	두산에너지빌리티	64,184	30.7%	19,692	
	두산로보틱스	5,801	50.1%	2,904	전일 증가 기준
	오리콤	71	61.9%	44	
비상장사					
	두산모빌리티이노베이션	72	86.1%	62	
	두산로지스틱스솔루션	25	100.0%	25	장부가액 적용
	두산포트폴리오홀딩스	281	100.0%	281	
				6,902	70% 할인 적용
(C): 순차입금		1,098			4Q25 별도 재무제표 기준
(D): 우선주가치		2,162			4/10 증가 기준
보통주 적정 시가총액		25,171			(A) + (B) - (C) - (D)
보통주 총 발행주식 수(만주)		1,356			발행주 - 자사주(263 만주)
적정주가(원)		1,855,890			
목표주가(원)		1,860,000			
현재주가(원)		1,281,000			
상승여력		45.2%			

자료: 유진투자증권

도표 2. 두산 전자BG EV/EBITDA 추정

구분	(십억원, 배)	비고
(A): 시가총액	20,744	
(B): 지분가치 합계	6,902	4/10 증가 기준
(C): 우선주 가치	2,162	
(D): 순차입금	1,098	4Q25 별도 재무제표 기준
전자BG 기업가치	12,778	(A) - (B) - (C) + (D)
EBITDA	713	2026F 추정치
EV/EBITDA	17.9	

자료: 유진투자증권

도표 3. 대만 경쟁사 EV/EBITDA

(십억 TWD, 배)	TUC	ITEQ	EMC	비고
시가총액	233.3	77.8	1,225.5	4/10 증가 기준
총차입금	21.0	16.8	69.9	4Q25 말 기준
현금성자산	6.6	5.8	23.3	
EV	247.8	88.8	1,272.1	
EBITDA	9.3	5.4	36.8	26F 블룸버그 컨센서스
EV/EBITDA	26.7	16.4	34.6	
3사 평균		25.9		

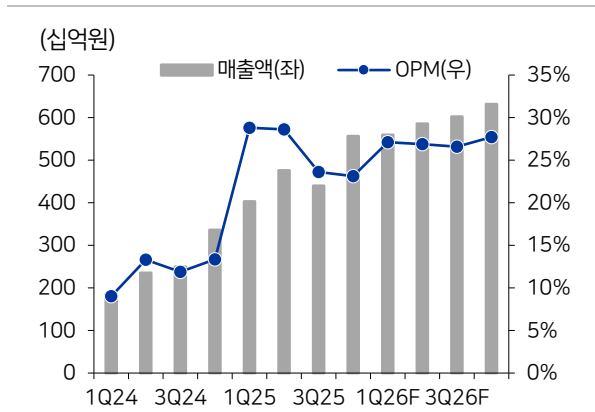
자료: 블룸버그, 유진투자증권

도표 4. 두산 전자BG 세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	402.9	476.2	439.9	556.7	559.3	585.7	602.1	631.7	1,875.7	2,378.9	2,987.3
YoY	116%	102%	76%	66%	39%	23%	37%	13%	86%	27%	26%
QoQ	20%	18%	-7.6%	27%	0%	5%	3%	5%			
영업이익	116.1	136.2	103.9	128.7	151.6	157.4	160.0	175.1	484.9	644.0	896.8
OPM	28.8%	28.6%	23.6%	23.1%	27.1%	26.9%	26.6%	27.7%	25.9%	27.1%	30.0%
YoY	591%	335%	250%	187%	31%	16%	54%	36%	296%	33%	39%
QoQ	159%	17%	-23.7%	24%	18%	4%	2%	9%			
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	164.8	170.7	173.2	204.3	521.4	713.1	1,072.6
EBITDA Margin	31.0%	30.4%	25.7%	24.8%	29.5%	29.1%	28.8%	32.3%	27.8%	30.0%	35.9%
N사향 매출	161.2	181.0	127.6	211.5	233.0	233.3	232.0	250.5	681.3	948.8	1,546.7
비중	40%	38%	29%	38%	42%	40%	39%	40%	36%	40%	52%
YoY					45%	29%	82%	18%	39%	63%	
메모리, 모바일 등	241.7	295.2	312.3	345.2	326.3	352.5	370.1	381.2	1,194.4	1,430.1	1,440.6
비중	60%	62%	71%	62%	58%	60%	61%	60%	64%	60%	48%
YoY					35%	19%	19%	10%	19%	20%	1%

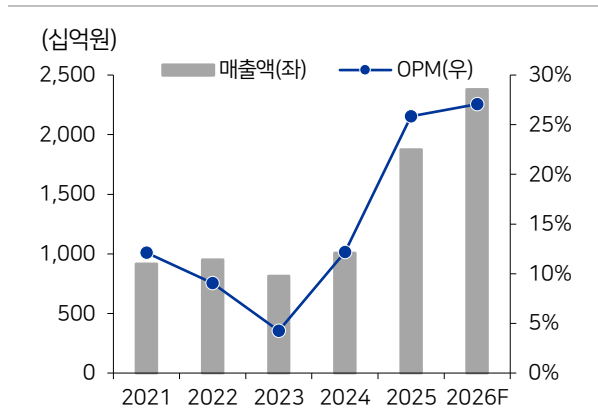
자료: 유진투자증권
 주: 전자BG 해외법인 실적 포함

도표 5. 두산 전자BG 분기 실적 추이 및 전망



자료: 두산, 유진투자증권

도표 6. 두산 전자BG 연간 실적 추이 및 전망



자료: 두산, 유진투자증권

도표 7. 두산 연결기준 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,825	5,378	5,039	5,813	19,688	21,055	24,308
YoY	-4%	16%	15%	9%	12%	1%	13%	2%	9%	7%	15.4%
QoQ	-17%	24%	-17%	28%	-15%	11%	-6%	15%			
자체사업	485	559	524	653	641	668	686	728	2,221	2,724	3,333
두산에너지빌리티	3,749	4,569	3,880	4,860	4,101	4,538	4,251	4,906	17,058	17,796	20,455
두산로보틱스	5	5	10	13	8	9	10	12	44	40	36
오리콤	46	63	56	62	45	57	59	60	215	221	224
기타조정	14	151	-18	98	30	105	32	106	151	273	259
매출비중											
자체사업	11%	10%	12%	11%	13%	12%	14%	13%	11%	13%	14%
두산에너지빌리티	87%	85%	87%	85%	85%	84%	84%	84%	87%	85%	84%
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%	2%	1%	2%	1%	1%	1%
영업이익	198	358	231	275	311	414	396	465	1,063	1,586	2,361
YoY	-43%	6%	110%	32%	57%	16%	71%	69%	6%	49%	48.9%
QoQ	-5%	80%	-35%	19%	13%	33%	-4%	18%			
자체사업	121	142	109	132	157	163	165	174	504	659	912
두산에너지빌리티	142	271	137	212	205	284	258	360	763	1,107	1,641
두산로보틱스	-12	-16	-15	-16	-9	-12	-12	-17	-59	-50	-55
오리콤	-1	4	1	5	-1	4	2	6	9	10	10
기타조정	-52	-44	0	-57	-40	-26	-16	-58	-153	-140	-147
영업이익률	4.6%	6.7%	5.2%	4.8%	6.5%	7.7%	7.8%	8.0%	5.4%	7.5%	9.7%
영업외손익	-93	38	-64	-455	-103	90	-290	-447	-573	-749	-711
세전이익	106	396	168	-179	209	504	105	19	490	836	1,650
YoY	-68%	30%	흑전	NA	97%	27%	-37%	흑전	-17%	71%	97%
QoQ	흑전	274%	-58%	적전	흑전	141%	-79%	-82%			
지배주주순이익	24	79	121	-148	67	115	91	30	76	304	552
NPM	1%	1%	3%	-3%	1%	2%	2%	1%	0%	1%	2%
YoY	375%	281%	흑전	NA	183%	47%	-25%	흑전	흑전	301%	82%
EPS(원)	1,431	4,756	7,330	-9,113	4,129	7,132	6,405	2,135	4,405	19,801	38,787
YoY	375%	281%	흑전	NA	189%	50%	-13%	흑전	흑전	350%	96%

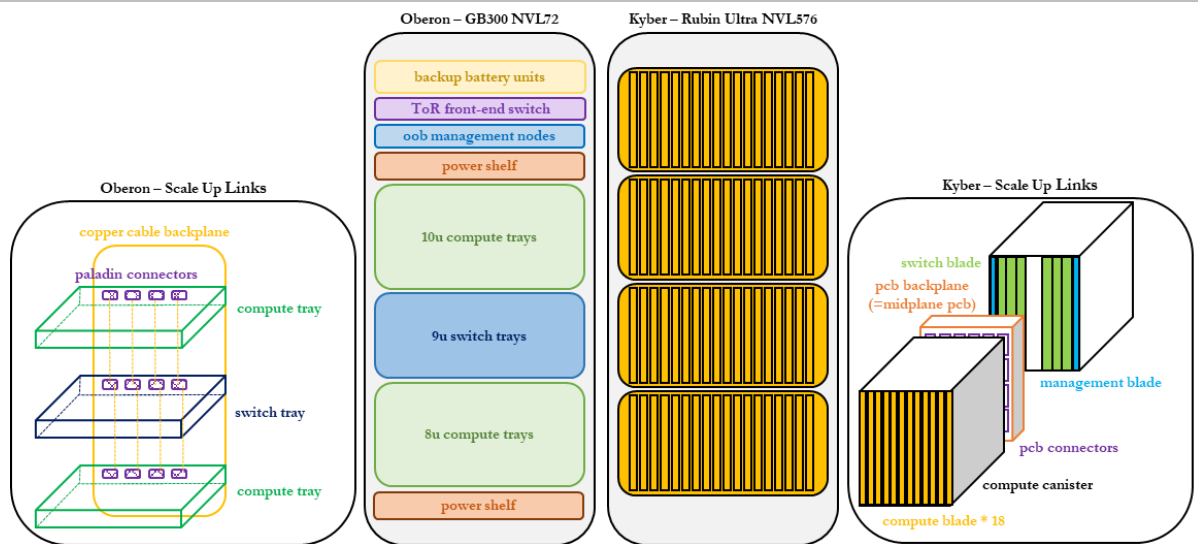
자료: 유진투자증권

도표 8. 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

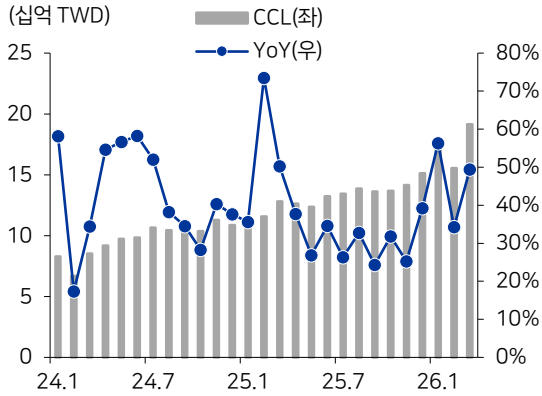
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 9. 오베론랙과 카이버랙 비교



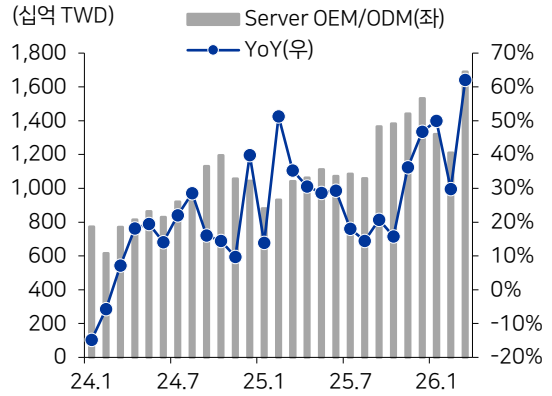
자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

도표 10. 대만 CCL 업체 월별 합산 매출액 추이



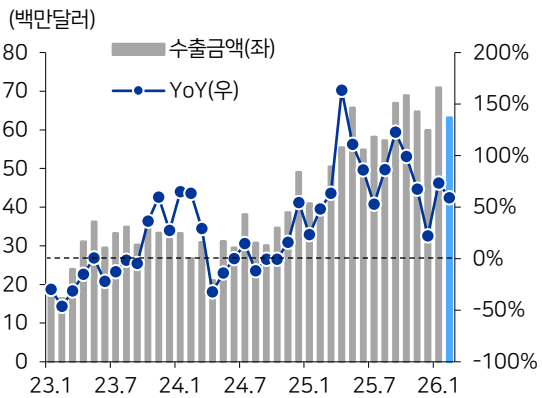
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 11. 서버 ODM 업체 월별 합산 매출액 추이



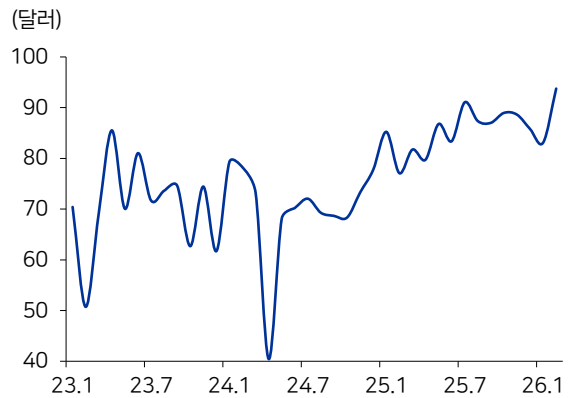
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 12. CCL 수출입 추이



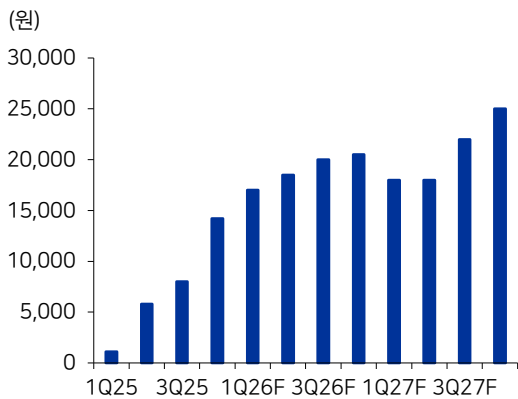
자료: KITA, 유진투자증권

도표 13. CCL 수출 단가 추이



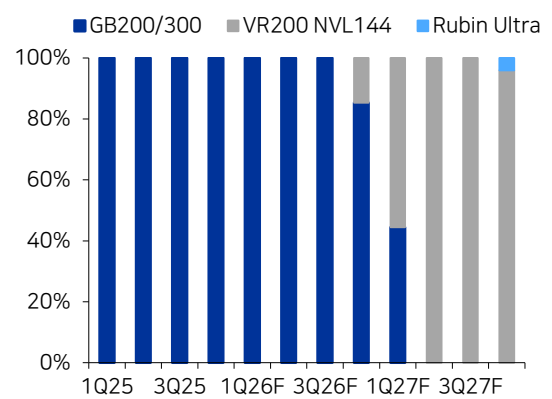
자료: KITA, 유진투자증권

도표 14. 분기별 랙서버 출하량 전망



자료: 유진투자증권

도표 15. 아키텍처별 CCL 출하 비중



자료: 유진투자증권

두산(000150.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	30,143	32,928	32,812	34,923	35,888
유동자산	11,913	14,193	13,857	15,637	16,228
현금성자산	4,137	5,391	4,861	4,687	5,070
매출채권	3,868	4,758	4,775	5,942	6,061
재고자산	3,136	3,011	3,176	3,952	4,031
비유동자산	18,230	18,734	18,955	19,287	19,661
투자자산	2,671	2,791	2,905	3,022	3,145
유형자산	7,013	7,110	7,062	7,122	7,224
기타	8,547	8,834	8,989	9,142	9,292
부채총계	18,254	20,693	20,346	21,979	22,239
유동부채	11,024	13,754	13,322	14,868	15,036
매입채무	5,658	6,719	6,275	7,809	7,965
유동성이자부채	4,281	5,852	5,852	5,852	5,852
기타	1,085	1,184	1,196	1,207	1,220
비유동부채	7,229	6,939	7,023	7,111	7,202
비유동이자부채	5,063	4,528	4,528	4,528	4,528
기타	2,166	2,411	2,496	2,583	2,674
자본총계	11,889	12,234	12,467	12,945	13,650
자본지분	1,480	1,559	1,791	2,269	2,975
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,928	1,932	1,932	1,932	1,932
이익잉여금	(82)	(81)	152	630	1,335
기타	(490)	(416)	(416)	(416)	(416)
비자본지분	10,409	10,675	10,675	10,675	10,675
자본총계	11,889	12,234	12,467	12,945	13,650
총차입금	9,344	10,380	10,380	10,380	10,380
순차입금	5,207	4,989	5,519	5,693	5,310

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	308	982	578	1,051	1,662
당기순이익	302	250	426	840	1,179
자산상각비	767	809	827	831	843
기타비현금성손익	1,037	1,290	(73)	(235)	(343)
운전자본증감	(1,053)	(697)	(625)	(408)	(40)
매출채권감소(증가)	(70)	(833)	(17)	(1,167)	(119)
재고자산감소(증가)	81	74	(165)	(776)	(79)
매입채무증가(감소)	(819)	747	(444)	1,534	156
기타	(244)	(685)	1	2	2
투자현금	(995)	(430)	(1,055)	(1,170)	(1,225)
단기투자자산감소	(39)	47	(19)	(20)	(20)
장기투자증권감소	(117)	376	(29)	(31)	(32)
설비투자	710	570	607	717	766
유형자산처분	71	24	0	0	0
무형자산처분	(218)	(326)	(328)	(328)	(328)
재무현금	574	700	(72)	(74)	(74)
차입금증가	881	834	0	0	0
자본증가	(190)	(286)	(72)	(74)	(74)
배당금지급	125	147	72	74	74
현금 증감	165	1,224	(548)	(193)	362
기초현금	3,539	3,704	4,928	4,379	4,186
기말현금	3,704	4,928	4,379	4,186	4,548
Gross Cash flow	2,107	2,348	1,203	1,459	1,702
Gross Investment	2,009	1,175	1,661	1,559	1,245
Free Cash Flow	98	1,173	(458)	(99)	457

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	21,055	24,866	26,581
증가율(%)	(5.2)	9.1	6.4	18.1	6.9
매출원가	15,171	16,371	17,216	19,865	20,733
매출총이익	2,962	3,413	3,838	5,002	5,848
판매 및 일반관리비	1,958	2,351	2,253	2,641	2,834
기타영업손익	8	20	(4)	17	7
영업이익	1,004	1,063	1,586	2,361	3,014
증가율(%)	(30.1)	5.9	49.2	48.9	27.7
EBITDA	1,771	1,871	2,413	3,192	3,857
증가율(%)	(17.3)	5.7	28.9	32.3	20.8
영업외손익	(411)	(573)	(749)	(711)	(699)
이자수익	145	123	126	168	185
이자비용	492	497	499	499	499
지분법손익	21	26	12	12	12
기타영업외손익	(85)	(225)	(389)	(393)	(397)
세전순이익	593	490	836	1,650	2,316
증가율(%)	31.5	(17.3)	70.7	97.2	40.4
법인세비용	291	241	411	810	1,137
당기순이익	302	250	426	840	1,179
증가율(%)	11.1	(17.4)	70.7	97.2	40.4
지배주주지분	(226)	76	304	552	780
증가율(%)	적지	흑전	301.1	81.7	41.2
비지배지분	528	174	122	288	399
EPS(원)	(13,687)	4,404	19,801	38,787	54,772
증가율(%)	적지	흑전	349.6	95.9	41.2
수정EPS(원)	(13,687)	4,404	20,132	37,567	53,549
증가율(%)	적지	흑전	357.1	86.6	42.5

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(13,687)	4,404	19,801	38,787	54,772
BPS	69,123	73,954	96,757	122,571	160,668
DPS	2,000	4,000	4,010	4,020	4,030
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	177.3	64.7	33.0	23.4
PBR	3.7	10.6	13.2	10.5	8.0
EV/EBITDA	5.6	10.6	12.0	9.1	7.4
배당수익률	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	2.6	7.0	19.7	16.3	13.9
수익성(%)					
영업이익률	5.5	5.4	7.5	9.5	11.3
EBITDA이익률	9.8	9.5	11.5	12.8	14.5
순이익률	1.7	1.3	2.0	3.4	4.4
ROE	(14.6)	5.0	18.1	27.2	29.7
ROIC	3.3	3.3	4.9	7.0	8.7
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	43.8	40.8	44.3	44.0	38.9
유동비율	108.1	103.2	104.0	105.2	107.9
이자보상배율	2.0	2.1	3.2	4.7	6.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
매출채권회전율	4.8	4.6	4.4	4.6	4.4
재고자산회전율	6.0	6.4	6.8	7.0	6.7
매입채무회전율	3.4	3.2	3.2	3.5	3.4

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 기재된 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 자
 료는 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	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

