

Why CCL?

25년 반도체 업사이클은 공급 부족에 의해 P가 올라가며 시작되었다. 따라서 Q보다는 즉각적으로 P를 올릴 수 있는 병목을 찾아야 했고, 가장 강도 높은 수혜를 받을 지점이 CCL이다. 극단적 공급자 우위에 있는 시장에서 AI서버에 들어갈 수 있는 CCL은 더욱 희소하다. 공격적 증설에도 여전히 수요가 폭발적이다. 전방의 수율 감소에 CCL은 출하량 증가로 대응할 수 있다. 반도체의 복잡성 증가는 CCL에게 최고의 호재다.

Why 두산?

AI 혁명의 선두 Nvidia를 필두로, 전세계는 데이터센터 개발 삼매경에 빠져있다. 데이터를 처리하는데 속도가 빨라질수록 칩을 넘어 PCB, CCL까지 그 기술력 강화가 요구되고 있다. 당사는 Nvidia GB200, GB300의 유일한 CCL 공급자이자, 업계 최고의 M9 등급 CCL 양산 기업이다. Nvidia를 필두로, ASIC, 800G 스위치, 메모리까지 이어지는 거대한 흐름에서 온갖 수혜를 누릴 수 있는 동사의 전자 BG 사업부를 살펴보자.

Why not 지주사?

자회사들이 순항 중인 상황에서, 다가올 상법·세법 개정안은 동사에 날개를 달아줄 것이다. 한국 지주사의 고질적인 디스카운트 문제를 살펴보고 앞으로 어떻게 해소될 수 있을지 파악해보자. 또한, 최근 이슈가 된 SK실트론 인수에 대해 면밀히 분석해보고, '지주사의 과오 재연'이라는 시장 우려만큼의 부정적 결정은 아닐 것임을 알아보자.

Valuation - SOTP Method

SOTP Method를 통해 도출한 27E 목표주가 1,874,000원, 상승여력 97%로 투자 의견 BUY를 제시한다. 또한 보조 지표로 상장 자회사에 할인율 100%를 적용한 목표주가 1,668,000원도 함께 제시한다. AI라는 거대한 시대의 흐름 속에서 왜 CCL에 투자해야 하는지, CCL 중에서 왜 동사에 투자해야 하는지, 그리고 왜 더 이상 지주사를 두려워할 필요가 없는지 살펴보자. 모든 신호가 동사가 Top-Pick임을 말하고 있다.

추정 손익계산서 - 연결								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	16,996	19,130	18,133	9,645	10,980	20,625	24,033	29,965
YoY(%)	32.2%	12.6%	-5.2%	6.5%	21.0%	13.7%	16.5%	24.7%
매출원가	14,158	15,885	15,171	7,995	8,646	16,641	18,811	22,768
매출총이익	2,838	3,245	2,962	1,650	2,334	3,984	5,222	7,197
GPM(%)	16.7%	17.0%	16.3%	17.1%	21.3%	19.3%	21.7%	24.0%
판매비와관리비	1,712	1,809	1,958	1,094	1,186	2,280	2,603	3,048
영업이익	1,126	1,436	1,004	556	1,148	1,704	2,619	4,149
OPM(%)	6.6%	7.5%	5.5%	5.8%	10.5%	8.3%	10.9%	13.8%
금융손익	(571)	(401)	(216)	(103)	(119)	(222)	(459)	(564)
기타손익	(497)	(542)	(223)	39	(64)	(25)	(163)	(133)
지분법손익	(343)	(42)	28	9	(16)	(7)	10	2
법인세차감전순이익	(286)	451	593	502	948	1,450	2,008	3,454
법인세비용	211	179	291	257	386	643	890	1,532
중단영업이익	(84)	-	-	-	-	-	-	-
당기순이익	(581)	272	302	244	563	807	1,117	1,922
NPM(%)	-3.4%	1.4%	1.7%	2.5%	5.1%	3.9%	4.6%	6.4%
자배주주순이익	(696)	(388)	(226)	102	235	337	467	804
비배주주순이익	115	660	528	142	327	470	650	1,118

Rating

Buy

현재주가: 949,000 원

27E 목표주가: 1,874,000 원

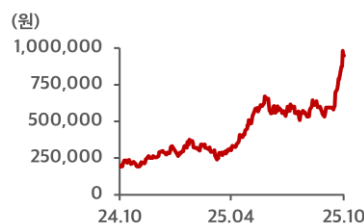
상승여력: 97%

보조지표 TP: 1,668,000 원

상승여력: 76%

12M 추가추이

시가총액 15 조 6,811 억 원



Key Metrics

자산총계(TTM) 31.5 조 원

부채총계(TTM) 19.6 조 원

자본총계(TTM) 11.9 조 원

두산전자 BG

EBITDA(27E) 1.8 조 원

EV/EBITDA(27E) 14.4x

EV(27E) 25.4 조 원

주요 주주

박정원 외 26인 40.11%

국민연금공단 9.47%

자사주 17.92%

SMIC 5 팀

팀장 51기 강명수

팀원 51기 심한결

52기 이채명

52기 장동빈

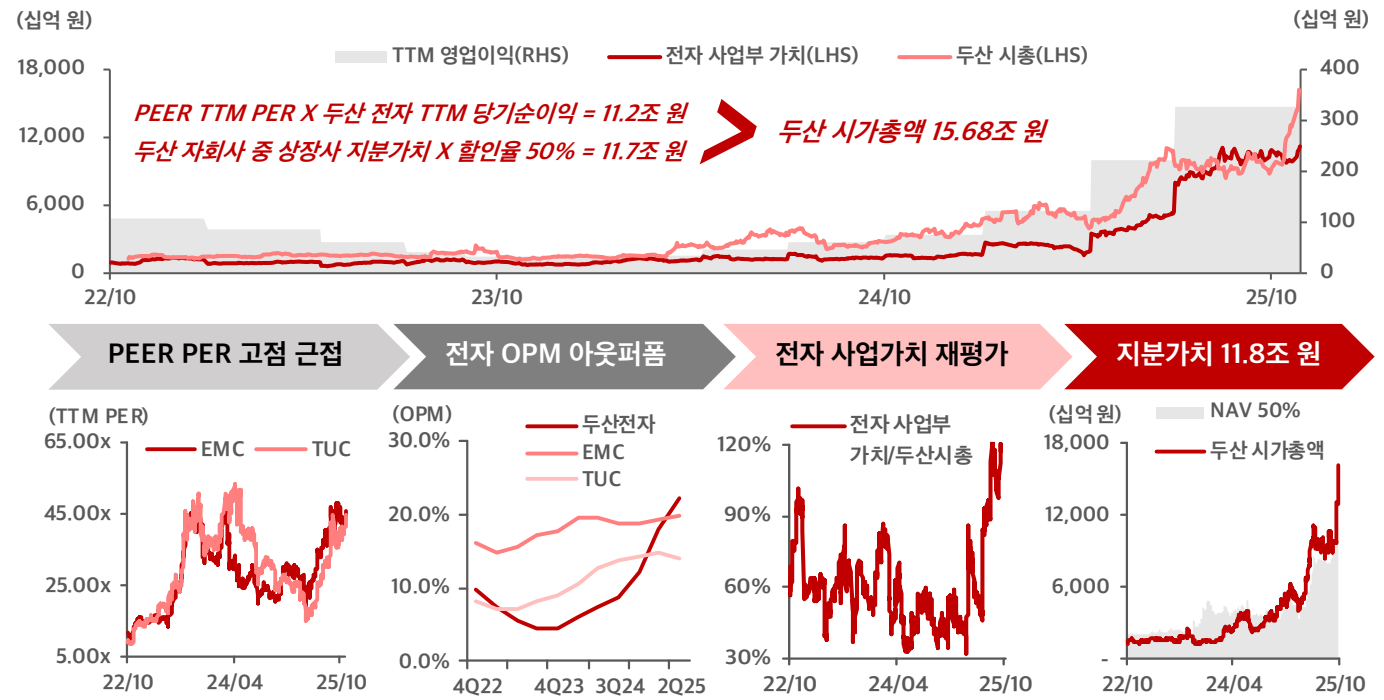
52기 조진수

CONTENTS

1. 전자를 담기에 부족한 두산 - Main Idea	03
2. 환골탈태 전문가, 두산 - 기업분석	04
3. CCL없이는 못 살아 - 산업분석	07
4. High End CCL의 끝판왕, 두산전자 BG - 투자포인트 ①	10
5. 지주사 디스카운트, 이제 그만 - 투자포인트 ②	17
6. Valuation - SOTP Method	22
7. Appendix	33

1. 전자를 담기에 부족한 두산 - Main Idea

도표 1-1. 두산 전자와 자회사 가치에 대한 논의



출처: KRX, CapitalIQ, Dart, SMIC 5팀

기울어진 밸류에이션

세계 1위의 핵심 제품에 소재를 독점 공급하는 기업의 가치는 어떻게 평가될까? 상식적으로 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄을 주는 것이 당연하다. 후발주자라면 뛰어난 레퍼런스를 바탕으로 점유율을 높일 수 있고, 이미 1위 기업이라면 격차를 더욱 벌릴 수 있기 때문이다. 하지만 두산전자는 NVIDIA의 컴퓨터 보드에 CCL을 독점 공급함에도 경쟁사 대비 할인된 밸류에이션을 적용받고 있다. 지주회사의 자회사가 아닌 자체 사업부의 형태로 운영됨에도 두산전자는 저평가되고 있다. 경쟁사와 같은 멀티플을 적용받는 것만으로도 두산 시가총액의 70%에 육박한다.

두산 주가의 폭발적 상승

두산에게 2025년은 연쇄적 리레이팅의 원년이었다. 트럼프 행정부 출범에 따른 원자력 정책 기대감으로 핵심 자회사인 두산에너지빌리티의 주가가 260% 상승했다. 동일 기간 이재명 정부의 상법 개정과 지주사 지배구조 변화 의지에 힘입어 두산의 주가는 190% 상승했다. 25년 9월, AI로부터 촉발된 슈퍼사이클과 함께 동사의 주가는 한 달만에 60% 상승했다. NVIDIA의 AI 가속기 누적 수주액이 역대 최고치를 경신하며 두산에 대한 기대감은 최고조로 달리고 있다.

프리미엄이 정당화되는 구간

이제는 저평가에서 벗어나는 것을 넘어서 프리미엄 가치를 인정받아야 할 때이다. 두산전자BG가 경쟁사와 동일한 멀티플을 적용받을 경우 2025년의 이익 기준으로 11조 원의 가치에 해당한다. 9월에 시작한 AI 슈퍼사이클의 프리미엄은 지속될 가능성이 매우 높다. 이에 더해 2026년부터 Blackwell과 Rubin의 폭발적인 출하와 ASIC 신시장의 등장은 멀티플을 할증시킬 것이다.

지주사 디스카운트 해소 기대

연속적인 리레이팅에도 불구하고, 여전히 자회사 가치의 일부만 반영되는 지주사 디스카운트가 해소되지 않고 있다. 15~22년까지의 업황 부진과 경영진의 비효율적 결정의 연속은 배당 성향 악화 및 동사 가치 하락의 주범이었다. 하지만 이제는 시대의 흐름인 반도체, 원전, 로봇이라는 포트폴리오를 구축했고, 여기에 더해 주주환원 정책을 재개하는 지금이 두산의 티핑포인트이다.

2. 환골탈태 전문가, 두산 - 기업분석

소비재 → 중공업의
두산

소비재 중심이었던 두산은 00년대 이후 중공업 중심으로 사업을 전환하고, 반도체 회사 인수를 통해 현재의 모습을 완성했다. 두산의 자회사/손자회사는 발전 기자재 및 EPC를 설계/제조하는 '두산에너지빌리티', 소형 건설기계를 생산하는 '두산밥캣', 연료전지를 생산하는 '두산퓨얼셀', 협동 로봇 기업 '두산로보틱스', 시스템 반도체 테스트를 수행하는 '두산테스나'가 있다. 자체 사업 부문으로는 PCB 기판의 핵심 재료인 CCL을 생산하는 '전자BG'와 기타 IT/광고 사업부가 있다.

10 여년의 위기 극복

두산은 21년까지 10여년 동안 기업 존폐 위기에 준하는 어려움을 겪었다. 밥캣 인수를 위한 대규모 차입을 시작으로, 2010년대의 건설 불경기에 따른 자회사의 부진 등으로 인해 두산의 유동성 위기가 심화되었다. 이에 더해 탈석탄 트렌드가 시작되며 두산중공업의 실적마저 크게 악화되었고 채권단에게 3.6조 원의 긴급 지원을 요청했다. 그러나 강도 높은 구조조정과 알짜 사업 부 매각을 통해 22년 2월, 채권단 관리 체제를 종료하며 경영 위기에서 벗어날 수 있었다.

22 년의
대외적 이슈

그러나 22년에도 두산이 넘어야 할 과제가 여전히 잔존했다. 연초 한국가스공사 손해배상 이슈와, 두산테스나를 50% 프리미엄에 인수한 건으로 경영진에 대한 시장의 불신이 자랐다. 이에 더해 급격한 금리 인상으로 건설 사업부에 대한 우려가 커졌다. 재무적 리스크는 벗어났으나, 대외적 악재와 반도체 다운사이클 속에서 반도체 기업 인수에 대한 시장의 우려가 컸다. 이에 따라 실적 개선에도 불구하고 24년까지 시장은 두산을 여전히 의심의 눈초리로 바라봤다.

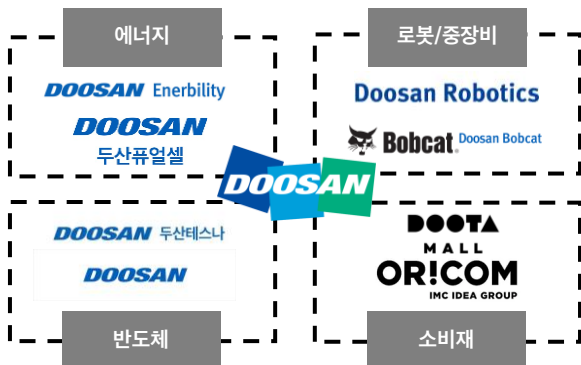
23 년부터 시작된
실적 개선

23년에는 흑자 전환에 성공하며 강도 높은 반등을 기록했다. 6,000억 원에 가깝던 순손실을 1년 만에 2,721억 원의 흑자로 전환했다. 반도체의 부진으로 인한 두산전자의 실적 감소에도 불구하고, 두산에너지빌리티와 밥캣의 호실적이 핵심 동력이었다. 두산에너지빌리티는 연초 수주 가이던스를 초과 달성하여 손실 폭을 크게 줄였고, 두산밥캣은 22년에 이어 2년 연속 영업이익 1조 원을 돌파했다. 그룹 전체의 영업이익은 22년보다 7,000억 원 상승하며 반격의 서막을 알렸다.

핵심 사업부(1):
두산에너지빌리티

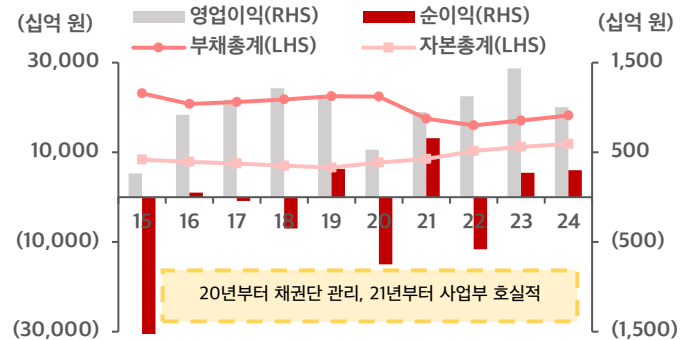
그리고 25년 두산 그룹의 합산 시가총액은 7위권으로 빠르게 상승했으며, 그 핵심은 두산에너지빌리티와 두산전자이다. 신재생 에너지의 간헐성 문제와 에너지 안보 강화로 원전은 국가 경쟁력으로 자리잡았으며, 여기에 AI로 인한 전력 수요 폭발이 촉매제로 작용했다. 또한 국내에서의 가스터빈 레퍼런스를 바탕으로 해외 수주를 확대하고 있다. 가스터빈 메이저 3사의 수주잔고가 28년까지 가득 찬 지금, 두산에너지빌리티는 가장 빠르게 제품을 공급할 수 있는 유일한 선택지이다.

도표 2-1. 두산 사업부/자회사 구성



출처: 두산, SMIC 5팀

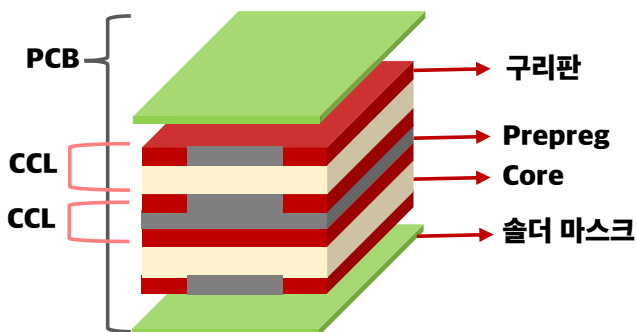
도표 2-2. 20년부터 턴어라운드 시작



출처: Dart, SMIC 5팀

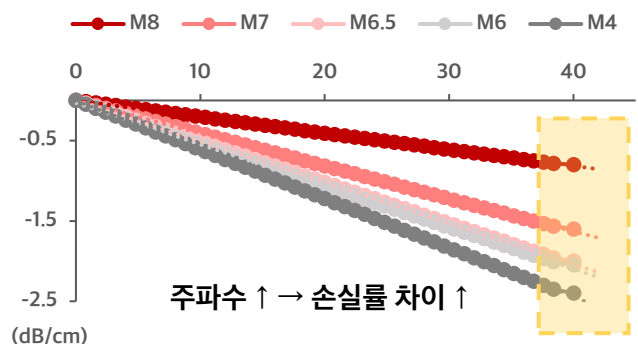
핵심사업부(2): 두산전자 BG	AI 수요가 폭발적으로 증가하며 동사의 자체 사업부인 두산전자의 가치도 시장에서 인정받고 있다. PCB의 원료인 CCL을 생산하는 두산전자는 메모리 사이클의 진폭에 연동되어 실적의 변동이 컸다. 그러나 23년, NVIDIA Hopper 칩에 경쟁사와 듀얼 밴더로 납품을 시작했으며, 24년에는 NVIDIA의 Blackwell 컴퓨트 보드에 CCL을 독점 공급하게 되었다. NVIDIA에게 CCL의 기술력을 인정받은 두산전자는 메모리 사이클에서 벗어나 구조적 성장을 시작하게 되었다. 칩의 복잡성이 높아지는 상황에서 CCL의 수요는 자연스럽게 증가하고 있으며 이는 동사의 레벨을 바꿀 기회이다.
PCB 기판의 재료: CCL	CCL, 동박적층판은 PCB의 기본 골격을 이루는 재료로 전자 부품 간 신호 전달을 매개한다. CCL은 전류를 통하게 하는 동박층과 그 사이에서 절연체 역할을 하는 core와 prepreg로 구성된다. 절연층은 레진과 유리섬유로 구성되며 동박층에 접착력을 제공하고, 기계적 강도와 내열성에 핵심적 역할을 한다. 동박층의 질에 따라 전자 부품 간 신호 전달의 손실률과 지연률에 큰 차이가 발생하며, 고품질 유리는 기판의 굴곡 및 변형 방지에 필수적이다. 반도체가 첨단화되면서 매우 높은 신호 보존 능력을 요구하게 되었고, CCL의 순도가 높아질수록 판가가 높아지고 있다.
CCL의 종류와 특징	CCL 시장은 범용, 모바일용 FCCL, 메모리 패키징용, 네트워크용으로 나뉜다. 범용 모델의 시장 규모는 가장 크지만 가전, PC 등에 사용되어 요구 사양이 낮으며, 판가는 하이엔드 제품의 10%에 불과하다. FCCL은 모바일 기기에 이용되며 유연성과 경량성이 특징이다. 메모리 패키징용 CCL은 신호 전달 거리가 짧아 신호 손실에 덜 민감하기 때문에 비용 효율성이 중요하다. 네트워크용 하이엔드 CCL은 판가와 마진율이 가장 높으며, 가장 낮은 손실률과 지연률을 요구한다. CCL 플레이어는 10여 개지만 극저손실 CCL을 제조하는 기업은 동사를 포함한 4곳에 불과하다.
CCL 등급 분류	CCL의 등급을 나눌 때 M 등급이 활용되며, 이는 신호 지연률(Dk)과 신호 손실률(Df)에 따라 결정된다. Dk 값이 낮을수록 신호 지연이 줄어들고, Df 값이 작을수록 신호 손실이 최소화된다. 높은 등급일수록 미세 회로 구현에 용이하며, 아와 Df 값이 낮다. 신호의 주파수가 높을수록 단위 시간당 전송 가능한 데이터의 양은 증가하지만, 손실률도 비례하여 높아진다. 따라서 50GHz 이상의 고주파를 사용하는 AI 가속기/서버에서는 고등급 CCL을 사용하여 신호 손실을 상쇄한다.
두산전자 CCL의 매출 구성	동사는 메모리용 및 네트워크용 CCL 등 하이엔드 CCL에서 강점을 가진다. 전체 CCL 시장 점유율은 4~5%에 불과하지만 메모리 패키징용 CCL 시장에서는 60%의 점유율을 가진다. 또한 네트워크용 CCL 매출의 99%가 데이터센터용이므로, 범용 통신칩 등의 저가 제품 발주 비율이 높은 경쟁사 대비 제품 믹스에서 강한 우위를 갖는다. 데이터센터용 제품 내에서도 AI가속기, 고대역 스위치와 같은 고가 물량을 처리하는 데에 네트워크 CCL CAPA의 50% 이상을 집중하고 있다.

도표 2-3. CCL과 PCB의 구조



출처: SMIC 5팀

도표 2-4. M 등급별 주파수(GHz)에 따른 손실률



출처: Resonac, SMIC 5팀

하이엔드 CCL
:과점적 구조

AI 컴퓨팅 파워의 급격한 성장으로 하이엔드 CCL 수요도 전례 없이 상승했지만 공급은 수요를 따라가지 못한다. 고주파 신호의 높은 손실률과 칩 복잡성으로 인해 고등급 CCL의 수요가 증가했을뿐만 아니라 칩 당 필요한 CCL의 수도 증가했다. 더 많은 CCL이 필요하지만, NVIDIA, Broadcom 등의 최종 전방사의 까다로운 인증을 받은 업체만이 납품할 수 있다. AI 가속기 시장에서 80%의 점유율을 차지하는 NVIDIA에게 인증된 업체는 점유율 1위인 EMC와 동사뿐이다.

변화하는 CCL
전황

24년부터 동사는 NVIDIA에 독점 공급하던 EMC를 제치고 우위를 잡기 시작했다. AI 가속기에서 연산을 수행하는 컴퓨팅 보드는 다수의 GPU와 CPU가 탑재된다. 서버 간 데이터를 연결하는 스위치 보드와 달리 AI 연산을 위한 병렬 컴퓨팅을 다루므로 일반 보드 대비 2배 이상의 고속/고주파를 다룰 수 있는 CCL을 요구한다. 두산은 24년, Blackwell 아키텍처부터 기존 컴퓨팅 보드용 CCL을 공급하던 EMC를 밀어내고 컴퓨팅 보드에 독점 공급하기 시작했다. 최고 수준의 기술 레퍼런스를 확보한 두산전자는 ASIC 개화기에도 빅테크의 핵심 파트너로 선택될 가능성이 높다.

ASIC 은 CCL 에게
부스터

ASIC 시장 개화에 맞춰 동사는 CAPA 확장을 진행 중이다. 27년 AI 가속기 시장에서 NVIDIA와 ASIC의 점유율을 1:1로 예측할 정도로 ASIC의 성장은 매우 폭발적이다. 동사는 ASIC 고객 확보를 위해 1,000억 원을 투자하여 27년까지 네트워크용 CCL CAPA를 현재 대비 50%를 증설할 계획이다. 증설 계획에는 저부가 로우엔드 CCL 생산라인을 고부가 라인으로 전환하는 공정이 포함되어 전사 마진율의 상승이 기대된다. 한편 동사는 Marvell을 통해 Amazon에 스위치 CCL 납품을 시작하였으며, Google의 ASIC에도 공급을 논의하며 대형 고객사를 빠르게 확보하고 있다.

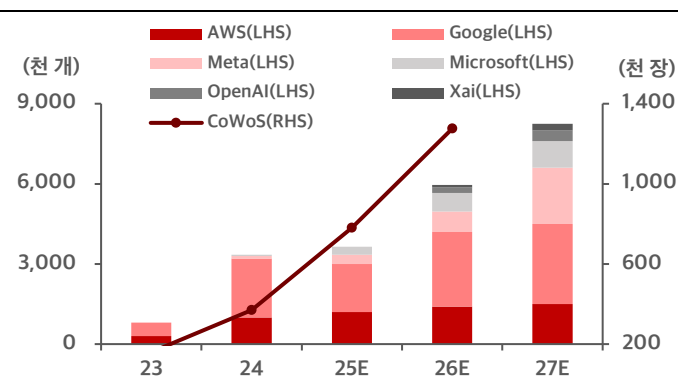
현금흐름 증가
→ 신사업 진출

동사는 신사업 진출에 적극적이다. 올 상반기 두산에너지빌리티와 두산로보틱스의 지분을 담보로 각각 3,600억 원, 5,500억 원의 주식담보대출을 받았으며, 10월에는 두산로보틱스 지분을 이용해 8,000억 원 규모의 주가수익스왑 계약을 체결했다. 여기에 주요 사업부와 자회사의 영업 실적 개선으로 1.2조원에 가까운 현금성 자산을 확보했다. 또한 웨이퍼를 생산하는 SK 실트론의 지분 인수를 고려하고 있다. 그룹사의 주요 사업들이 수주에 기반하거나, 경기애 민감하게 변동되는 단점을 보완하기 위해 안정적인 현금흐름을 가진 기업의 인수를 검토하는 것으로 판단된다.

경영진의 개선 의지

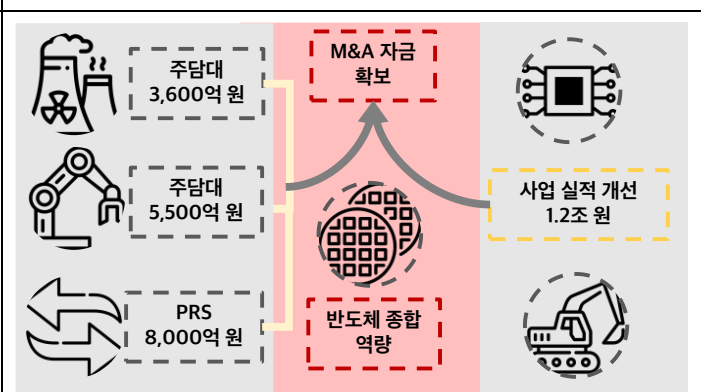
경영진의 경영 판단력도 개선되고 있다. 두산 인프라코어 매각부터 두산밥캣-두산로보틱스 간의 불공정 합병 시도까지, 경영진은 꾸준히 주주의 이익을 훼손하는 결정을 보였다. 재무적 불안정성 심화와 배당 축소까지 겹치면서, 동사는 높은 NAV 할인율을 보였다. 그러나 최근 상법 개정안에 따라 27년까지 6%의 자사주를 소각할 계획을 발표했으며, 밥캣 주식교환 합병 실패 이후로는 지분을 상승을 위한 지배구조 개편보다는 M&A를 통한 장기 성장을 우선하고 있다.

도표 2-5. ASIC 출하량과 TSMC의 CoWoS 수요 증가



출처: 각 사, 언론 종합, SMIC 5팀

도표 2-6. 풍부한 현금흐름으로 신사업 진출



출처: 언론 종합, 동사, SMIC 5팀

3. CCL없이 는 못 살아 - 산업분석

부정할 수 없는 AI 슈퍼사이클

이제는 AI 슈퍼 사이클에 대해 의문을 제기하는 이는 거의 없다. 9월 Oracle의 실적 발표에서 잔여수행의무(RPO)가 폭발적으로 증가한 사례를 시작으로, OpenAI와 NVIDIA 밸류체인에 천문학적 투자가 이어지며, 글로벌 자금이 반도체와 AI 분야에 집중되고 있다. 게다가 AI 추론 수요 증가로 범용 메모리에서도 쇼티지 현상이 나타나며 시장의 관심이 전례 없는 수준으로 높아졌다.

모든 길은 AIDC 로 통한다

범용 메모리와 AI 가속기는 모두 AI 데이터센터(AIDC)의 핵심 구성 요소이다. LLM 이용자 급증으로 빅테크의 토큰 처리량이 전년 대비 50배 이상 폭증했다. 게다가 Agentic AI가 본격 상용화되면 단일 질문에 대한 추론 횟수도 증가하므로 CapEx를 통해 빠른 연산 및 데이터 접근성을 위한 인프라 구축 역량이 더욱 중요해졌다. 데이터센터 용량 확보가 곧 수익성 개선으로 직결됨을 인지한 빅테크들은 AIDC 투자를 멈추지 않고 있다. 하이퍼스케일러의 자체 투자만으로는 수요를 감당할 수 없자 AI 인프라만을 다루는 네오 클라우드에 대한 투자 또한 폭증했다.

Q보다 P가 중요한 사이클

반도체 수요는 전례 없지만 공급은 제한적이다. 공급 제약 속에서 범용 메모리 수요가 증가하자 메모리 칩의 가격이 급등했다. IDM 3사의 신규 증설은 HBM 생산에만 집중되고 있으며 범용 메모리 CAPA까지 HBM으로 전환되고 있다. 그 결과, 범용 메모리 공급은 극도로 축소되었다. ASP의 단기 급등에도 IDM은 증설에 매우 소극적이다. 과거 진폭이 컸던 메모리 사이클을 돌아보면 호황기의 과도한 CapEx 증설이 불황기에 감가상각비 부담으로 작용해 수익성을 훼손시켰기 때문이다. 따라서 칩 출하량 증가에 기대기보다 즉각적 평가 상승이 가능한 지점에 주목해야 한다.

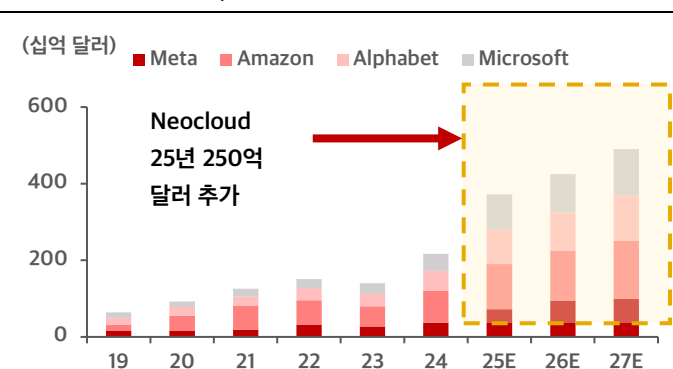
Q에 기대기 어려운 사이클

Q 증가를 기대하기에는 리스크가 크다. 라인 전환이나 공장 증설 시 가장 큰 손해는 장비 산업에서 발생한다. 범용 칩 CAPA 증가가 제한적인 상황에서 증설 기대감을 가질 수 있는 영역은 HBM이 유일하다. 그러나 10월, SK 하이닉스는 HBM 공정 수율 개선을 통해 장비 의존도를 낮췄고, TC 분더의 추가 발주가 불필요하다고 발표했다. 26년에도 HBM3E가 지배적일 것으로 예상되는 상황에서 HBM 시장 점유율이 70% 이상인 하이닉스가 추가 장비를 발주하지 않는다면 삼성전자와 마이크론의 주문만으로는 Q에 기반한 성장은 제한적일 수밖에 없을 것이다.

슈퍼 수혜 기판과 CCL

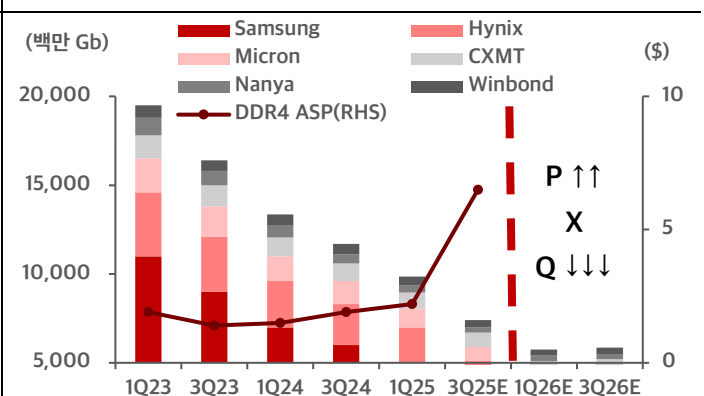
칩과 함께 P 상승 사이클에서 PCB기판과 CCL의 수혜를 주목해야 한다. 칩 단독으로는 아무것도 할 수 없다. 칩이 기판에 연결되어 다른 부품과 전기적으로 통합될 때에야 비로소 사용 가치를 갖게 된다. 현재 기판과 CCL도 칩과 마찬가지로 공급이 극히 제한적이다. 칩 수요가 증가하고, 연쇄적으로 기판과 핵심 부품인 CCL까지 수요가 증가했으며, 이미 P 상승이 진행 중이다.

도표 3-1. CSP의 CapEx 증가와 네오클라우드



출처: 각 사, SMIC 5팀

도표 3-2. 제한적 DDR4 공급량으로 인한 P 효과



출처: 각 사, Trendforce, SMIC 5팀

<p>기판보다 좋은 CCL :1) 적층 수 증가 2) 모듈화</p>	<p>반도체의 적층 수 증가와 모듈화 추세는 CCL의 가치를 더욱 높인다. 적층을 통해 제한된 공간에서 저장 용량과 연산 유닛을 증대할 수 있으며, 모듈화는 저부가 칩으로도 재설계 없이 반도체의 성능 업그레이드를 가능하게 한다. 이는 DRAM과 NAND 모두에서 반도체의 복잡성을 높인다. 이때 PCB는 복잡도에 관계없이 패키지/모듈 당 1개가 필요하지만, 배선 수 급증, 전력 관리, 신호 간섭에 대응하기 위해 CCL의 수요는 더욱 빠르게 증가한다. HBM4는 적층 복잡성이 크게 증가하여 DDR5 대비 3배의 웨이퍼를 사용하고, HBM3e보다 20% 이상 많은 CCL을 요구한다.</p>
<p>서버에서 더욱 강화되는 CCL</p>	<p>서버용 보드에서도 CCL의 수요 증가 효과는 PCB보다 더욱 강력하다. 서버에 사용되는 PCB 하나당 CCL의 18층 이상의 적층이 요구된다. 즉 PCB를 1개 만들 때마다 최소 18개 이상의 CCL이 필요하다. HBM, SOCAMM에서는 10~15개의 CCL이 요구되는데, CCL의 수요가 서버로 넘어오며 더욱 가파르게 증가하는 것이다. 심지어 NVIDIA의 AI 가속기 B200과 Rubin에서는 22층과 40층 이상의 적층을 요구할 정도로 CCL의 수요는 PCB 수요를 압도할 수밖에 없다. 게다가 서버는 다중적층으로 인해 열관리의 중요성이 극대화되어 고품질 CCL 수요를 견인한다</p>
<p>플레이어 수마저 제한적</p>	<p>압도적인 수요 증가 환경임에도, 하이엔드 CCL 기업의 수는 기판 업체보다 현저히 적다. 25년, AI 서버에 들어갈 수 있는 CCL을 제작하는 기업은 대만의 EMC와 TUC, 중국의 Shengyi, 일본의 Panasonic, 두산뿐이다. 이에 반해 PCB 공급사로는 이수페타시스뿐 외에도 대만의 Umicron, GCE, 중국의 Wus, 미국의 TTM 등 다수의 플레이어가 경쟁 중이다. 메모리 시장에서는 공급사의 분산이 더욱 두드러진다. 중국/대만의 점유율이 60% 이상인 시장이며, 국내에도 상당 수의 업체가 존재한다. 그에 반해 메모리 CCL 시장은 동사가 60% 이상을 차지하는 과점 시장이다.</p>
<p>가동률 Loss 적은 CCL</p>	<p>CCL은 기판 대비 가동률 손실이 적다. AIDC에서 요구되는 최신 기판은 집적도를 높이기 위해 신공법을 적용하면서 복잡성이 증가하고 있다. 기존처럼 기판을 한 번에 만들지 못하고 상판과 하판을 따로 제작 후 합치면서 중간 공정을 2~3회 이상 반복하자, 가동률은 하락할 수밖에 없다. 하지만 CCL 제조는 신기술 도입의 영향이 적은 반복 공정의 성격이 강하다. 게다가 기판에서 신기술 도입에 따라 수율이 떨어지면 CCL 수요가 추가로 발생해 CCL의 수요가 급증한다.</p>
<p>공격적 증설 그럼에도 CAPA 부족</p>	<p>CCL은 이미 강력한 공급 부족에 직면해 있으며 공격적인 증설 계획에도 수요를 충족시키기 어렵다. 하이엔드 CCL 제조사들이 50% 이상의 CAPA를 증설함에도 여전히 공급의 타이트함을 언급한다. 게다가 NVIDIA의 최신 AI 가속기에서는 점유율 1위인 EMC가 탈락하며 전방사가 원하는 CCL의 공급은 더욱 타이트하다. 메모리 패키징용 CCL에서는 서버용 라인으로의 전환으로 인해 메모리 패키징용 CCL의 공급 부족이 발생하며, 여기서도 ASP 상승은 당연한 수순이다.</p>

도표 3-3. AI 가속기 세대에 따른 컴퓨팅 용량

AI 가속기 세대에 따른 칩 요구량		
	GB300	VR300
GPU 다이 수 (1)=(2)X(3)	144	576
패키징 GPU Chip (2)	72	144
패키징 당 다이 수 (3)	2	4
네트워크	NVLink5	NVLink7
NVLink 속도 (4)	900GB/s	1,800GB/s
메모리	HBM 3E	HBM 4E
HBM 용량(5)	288GB	1,024GB

출처: NVIDIA, 언론 종합, SMIC 5팀

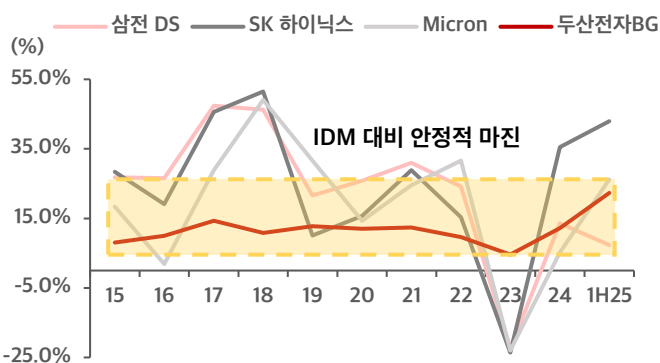
도표 3-4. CCL 업계 현황 인터뷰

CCL 및 전후방사 3분기 업황 코멘트	
Taiflex	"25년 8월 연중 최고 매출에 다시 가까워지는 월 매출 기록" "M7 수준 이상의 저손실 고주파 소재 응용 분야 확장이 주요 성장 동력"
EMC	"AI 서버 부문의 성장세로 역대 최고 월 매출액 재차 경신" "인프라 부문과 모바일 부문의 3Q25 QoQ 추가 성장 예상" "중장기적으로 AI 서버 사양의 고도화 트렌드" "26~27년 수요 역시 견조하게 유지될 것" "800G 시장의 본격적 수요 증가는 26년부터 시작될 것"
Nittobo	"1억 달러 투자하여 현재 CAPA의 3배 증설" "NVIDIA, AMD, Microsoft 고위 임원들이 핵심 소재 확보 위해 자주 방문" "T-glass는 고객 수요를 온전히 충족하지 못해 공급이 부족한 상태" "800GB 스위치 및 라우터와 더불어 AI 수요가 매우 강력함" "27년까지 CAPA는 찾고, 28, 29년 고객과 논의 중임"

출처: 각 사 IR, 언론 종합, SMIC 5팀

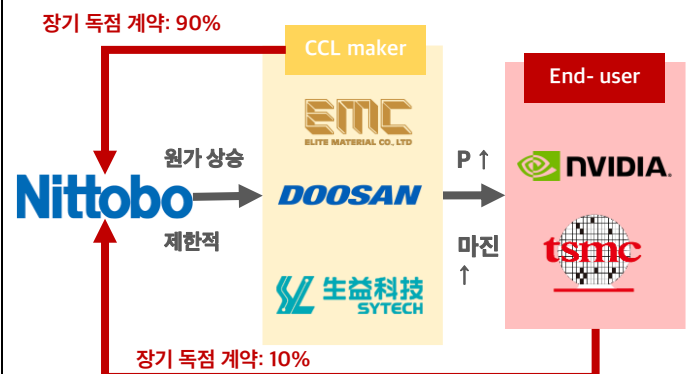
ASIC의 초기 수율과 CCL의 반사이익	AI 가속기, ASIC 시장의 빠른 성장에는 수율 확보라는 과제가 뒤따르며, CCL은 여기에서 큰 수혜를 입는다. 두산전자의 Blackwell 독점 공급이 결정되었을 때, Blackwell은 새로운 구조 도입으로 인해 랙 수율이 크게 하락했다. 이로 인해 CCL의 추가 수요가 발생하여, 동사를 포함한 CCL 공급사는 고마진을 확보할 수 있었다. NVIDIA의 수율 하락 전례를 볼 때, ASIC의 초기 수율 하락은 불가피하다. 랙 설계 경험이 부족한 Amazon, Google, Microsoft 등은 자사 네트워크에 최적화된 랙을 설계할 때 초기 수율은 NVIDIA보다 낮을 것이며, 이는 CCL의 추가 수요를 높일 것이다.
CCL의 탄력적 공급 능력	한편 CCL은 IDM에 비해 증설 환경이 구조적으로 우호적이다. IDM은 메모리 사이클을 겪으며 공격적 증설의 부작용을 수차례 경험했다. 그러나 CCL은 사이클의 리스크를 비메모리의 안정적 성장으로 상쇄할 수 있었다. 심지어 25년부터 하이엔드 CCL 업체가 증설하는 CAPA는 전적으로 비메모리 서버용이므로 메모리 불황기의 우려 없이 오히려 고마진을 기대할 수 있다. 서버용 제품은 일반 제품 대비 고성능이 요구될 뿐 아니라 교체 주기도 빠르다. 실제로 하이퍼스케일러의 장부상 GPU 내용연수는 5~6년이지만, 실제 사용연수는 2년을 채 넘기지 못한다.
P X Q 동시 수혜	게다가 CCL은 증설을 통해 P와 Q의 수혜를 모두 누린다. 범용 메모리 칩 가격 상승은 제한된 공급 환경에서 발생하며, IDM은 Q 증가에 따른 매출 성장 효과를 기대하기 어렵다. 하지만 CCL 제조사는 CAPA 증설을 이미 진행 중이며 하이엔드 CCL의 가동률은 이미 100%를 상회한다. IDM의 CapEx가 HBM에 집중되는 상황에서 SOCAMM의 등장은 IDM의 수익성을 악화시킬 수 있다. HBM용 DRAM에서 범용 DRAM으로의 라인 전환은 비용 효율성이 낮고, IDM은 범용 메모리 공급 증가를 막기 위해 SOCAMM용 메모리 생산을 제한적으로 가져갈 수밖에 없다.
HBM의 수요 불확실성	이에 더해 HBM 경쟁자의 CAPA 확대로 마진 하락 리스크가 존재한다. 연산 복잡도 증가로 HBM 절대 수요량은 증가하지만, NVIDIA의 SOCAMM 채택을 시작으로 HBM 수요에 균열이 생길 수 있다. 하이닉스, 삼성전자, Micron이 26년부터 HBM CAPA를 27%, 7%, 50% 증설할 경우, 수요가 크더라도 공급이 늘어나 하이닉스의 독점이 약해지고 HBM 마진 하락을 당면할 수 있다.
Upstream의 낮은 가격 전가 역량	한편 CCL은 Upstream의 가격 상승폭이 제한적이라는 특징이다. 하이엔드 CCL 제작 필수 재료인 T-glass의 생산은 일본의 '니토보세키'가 독점하고 있다. 그러나 '니토보세키'는 가격 결정권 행사에 제약이 있다. 기업은 T-glass의 70% 이상을 CCL 제조사, TSMC, NVIDIA, 등과 5년 이상의 장기계약을 맺는다. 개별 고객의 매출 비중이 높기 때문에, 쉽게 가격을 올릴 수 없다. 24년 제품 가격을 20% 인상할 때에도 하이엔드 CCL용 T-glass의 가격은 인상하지 않았으며, 25년도 마찬가지였다. 23년 6월에 장기 계약을 체결한 동사는 안정적으로 레버리지 효과를 누릴 것이다.

도표 3-5. CCL의 안정적인 마진율



출처: Dart, Edgar, SMIC 5팀

도표 3-6. 제한적 원가, 자유로운 판가



출처: 언론 종합, 각 사, SMIC 5팀

4. High End CCL의 끝판왕, 두산전자 BG - 투자포인트 ①

4.1. 만들기 어려운 High End CCL, 그걸 두산이 해냅니다

칩을 넘어 CCL까지
고도화되는 시대

AI 데이터센터의 핵심은 데이터를 최대한 빠르고, 정확하게 처리하는 것이다. 데이터를 더 빨리 처리하기 위해서는 칩의 성장만으로는 한계가 존재하며, CCL 기술 향상이 필수적으로 동반되어야 한다. 본서에는 좋은 High End CCL이 되기 위한 조건들을 살펴보면서 동사의 기술력을 입증하고, 이에 동사가 폭발적인 AI 가속기 및 데이터센터 시대의 최대 수혜주임을 입증하고자 한다.

최고의 CCL 조건
① 낮은 유전손실

AI 데이터센터는 10GHz 이상의 초고주파를 사용하기 때문에 신호 손실이 쉽게 발생한다. 또한, 서버 기판은 갈수록 고층으로 쌓이면서 회로 간 신호 간섭이 심해지고 있다. 이 때문에 CCL은 원본 신호를 손실 없이 잘 보전하는 것이 핵심적으로 요구된다. 신호를 얼마나 손실 없이 잘 전달하는지 나타내는 지표로 유전손실(Dissipation Factor; Df)이라고 부른다. Df 값이 낮을수록 전기 신호가 전달될 때 손실되는 양이 적어, 데이터가 더 정확하게 전달될 수 있게 된다. 현재 엔비디아, 빅테크 등은 기판의 재료인 CCL의 Df값이 최대한 낮도록 CCL 업체에 요구하고 있다.

최고의 CCL 조건
② 낮은 유전상수

데이터를 빠르게 전달하기 위해서는 유전율(Dielectric Constant, Dk)이 낮아야 한다. Dk는 절연 성능을 나타내는 지표로, 신호 전송 속도는 Dk 값의 제곱근에 반비례한다. 또한, Dk 값은 PCB 회로의 저항값(임피던스)을 결정하는 핵심 요소다. 만약, Dk 값이 크거나 불균일하면, 신호는 저항이 다른 지점에서 일부 반사되어, 데이터가 오염되는 문제가 발생한다.

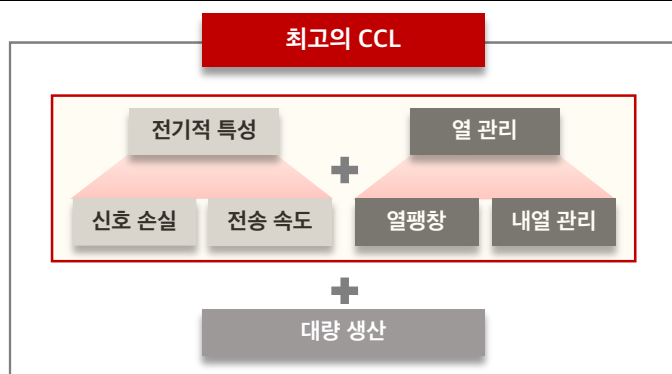
최고의 CCL 조건
③ 열관리 능력

효율적인 열관리는 안정적인 데이터 센터 운영의 핵심이다. AI 가속기는 연산량과 데이터 전송 과정에서 엄청난 열을 뿜어내기 때문에 열관리는 서버의 생명과 직결된다. 먼저, CCL은 물리적 파손 방지 목적에서 열팽창계수(CTE)가 낮아야 한다. AI 칩은 실리콘으로 만들어져 열팽창을 거의 하지 않지만, 기판은 상대적으로 더 팽창한다. 따라서 열팽창계수가 큰 PCB 기판은 열팽창에서의 과리로 인해 깨질 위험이 크다. 더불어, CCL 속 레진은 고온에서 Dk, Df 값이 변화해 신호 왜곡 문제(내열 관리)가 발생한다. 이처럼 열관리는 정보 처리 성능만큼 중요한 항목이다.

최고의 CCL 조건
④ 대량 생산 능력

CCL은 대량 생산이 가능해야 한다. 하나의 AI 데이터센터는 수천 개의 랙, 수만 개의 AI 서버가 들어간다는 점에서 많은 양의 CCL이 필요하다. 하지만, CCL에 대한 스펙이 높아짐에 따라 신규 제품 개발 및 수율 유지 문제가 발생하고 있다. 따라서 CCL 업체들은 생산 불량 문제가 발생하지 않으면서, 데이터센터에 들어갈 엄청난 양의 CCL을 안정적으로 생산할 수 있어야 한다.

도표 4-1. High End CCL의 조건



출처: SMIC 5팀

도표 4-2. 고속 CCL 등급 분류

AI용 CCL 등급 및 주요 스펙			
등급	Very Low Loss(M6)	Ultra Low Loss(M7)	Extreme Low Loss(M8)
Df(10GHz)	0.0037~0.0046	0.0023~0.0034	0.0012~0.0016
Dk(10GHz)	3.34~3.62	3.31~3.60	3.08~3.22
Tg	185°C	200°C	220°C
적용가능속도	12.5~25.0Gbps	25.0~56.0Gbps	56.0~112.0Gbps
판가(추정치)	\$50	\$70	\$100
주요 적용 분야	100G 스위치	Hopper, 400G 스위치	Blackwell, 800G 스위치

출처: Panasonic, SMIC 5팀

서로 상충하는
전기적, 열적 특성

High-End CCL 제조가 극도로 까다로운 이유는 핵심 조건들이 서로 상충 관계에 있기 때문이다. CCL을 구성하는 핵심 소재인 레진과 필러는 열적 특성과 전기적 특성이 정반대의 경향을 보인다. 예를 들어, 신호 손실(Df)을 줄이기 위한 무극성 레진은 고온에 취약하고, 열팽창을 억제하기 위한 필러는 오히려 유전율(Dk)을 높여 신호 속도를 저해한다. **이처럼 상반된 조건들을 동시에 충족시키며 최적의 성능을 구현하는 것은 소재 배합 기술력에 달렸다.** 빅테크가 요구하는 스펙이 날로 엄격해지는 상황에서, 소수의 기업만 이를 충족할 고급 CCL 기술력을 갖고 있다.

상충 문제를 해결한
동사의 기술력

동사는 뛰어난 기술력을 바탕으로 상충관계를 모두 해결하였다. 일반적으로 초극저도 동박(HVLP)은 신호손실을 줄이기 위해 동박의 표면을 극도로 매끄럽게 만들어야 하는데, 매끄러울수록 절연층과의 접착 강도는 떨어진다. 이에 동사는 동박 표면에 특수 프라이머를 접착시키는 독자적 특허를 개발하여 낮은 신호 손실과 높은 접착력을 동시에 구현했다. 더불어, 동사는 특수 레진 특허를 통해서 높은 내열성(Tg)과 낮은 열팽창계수까지 확보하였다.

업계 1위의 기술력
① 유전율, 유전손실

두산전자의 High-End CCL은 업계 최고의 유전율(Dk)과 유전손실(Df) 성능을 보여 준다. 현재 High End CCL 시장은 EMC, 동사, Panasonic 등이 이끌고 있다. 이들 선두 주자의 최신 제품 스펙을 비교했을 때, 동사는 가장 낮은 Dk(2.5)와 Df(0.0006) 값을 기록하며, 타사 대비 뛰어난 성능을 보여주고 있다. 구체적으로, 시장 점유율 1위인 EMC의 신제품과 비교하더라도, 전기 손실은 33.3% 낮고, 신호 전송 속도는 약 4.3% 더 빠른 격차를 보여준다. 이러한 기술적 차이는 다른 경쟁사들과 비교하면 더욱 극명하며, 전방사들이 두산을 선택하는 주된 이유가 되어준다.

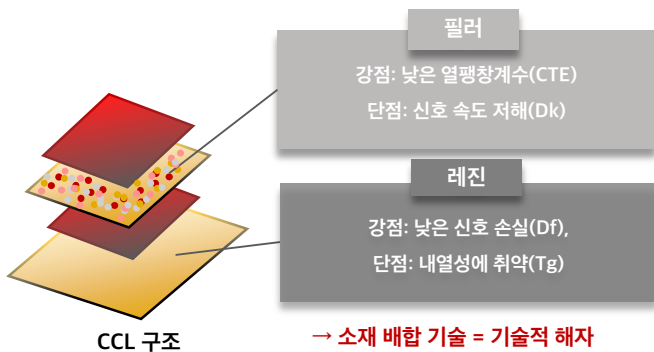
업계 1위의 기술력
② 열팽창, 내열성

열 관리 성능에서도 두산전자는 최고 수준의 기술력을 확보했다. 먼저, 동사는 열팽창계수가 경쟁사 제품 대비 뛰어나다. 특히, 기판이 여러 층으로 쌓일수록 Z축(두께) 팽창이 억제되어야 회로의 안정성이 보장되는데 동사는 이 점에서 강점을 보인다. 또한, 열을 견디는 내열성에서는 상위 기업들의 기술력이 유사한 수준으로, AI 서버가 요구하는 최소 기준을 모두 충족한다. 시장이 요구하는 기판의 등급이 M9(Df 0.001)로 상향되는 현시점에서 전기적 특성은 물론 열관리 특성까지 종합적으로 비교했을 때, 동사의 M9 CCL이 가장 앞서고 있음을 알 수 있다.

다 갖춘 동사에게
폭발적인 수혜를

최고의 기술력을 바탕으로 동사는 Nvidia, Amazon, Google 등의 선택을 받고 있다. 동사는 뛰어난 기술력을 바탕으로 타사 대비 우월한 스펙의 제품을 구현했다. 또한, 동사의 소재는 HDI(고밀도 상호연결) 공법이라는 최신 공정에 대응하여, 촘촘한 신호들을 좁은 면적에서도 연결해 주는 미세 가공 기술에도 적용할 수 있다. 이처럼 압도적인 CCL 기술력과 최신 공정 적합성을 모두 갖췄기에 동사는 앞으로 High End CCL 시장을 선도할 것이다.

도표 4-3. CCL 주재료의 상충관계



출처: SMIC 5팀

도표 4-4. 동사 및 Peer 최고 등급 CCL 스펙 비교

현존하는 최고 수준의 'M9' 등급 CCL
→ 점유율 1위 EMC 대비 신호손실 33.3% ↓, 신호 전송 속도 4.3% ↑

동사 및 Peer 최고 등급 CCL 스펙 비교					
CCL 품목	두산전자 DS-7409DYQ	EMC EM-896K3	TUC ThunderClad 5Q	ITEQ IT-998GSE2TC	PANASONIC MEGTRON8S
Tg(DMA)	220	215	200	200	220
Tg(TMA)	170	170	-	-	-
Td	380	410	430	380	-
T-288	120	60	120	60	120
Dk(10GHz)	2.5(50%)	2.72(70%)	2.99(70%)	3.16(65%)	3.19(14GHz, 50%)
Df(10GHz)	0.0006(50%)	0.0008(70%)	0.00074(70%)	0.0013(65%)	0.0012((14GHz, 50%)
CTE X/Y	6/6	-	5/6	12/13	-
CTE Z	25/150	35-40/130-150	40/150	45-50/225-250	35/240
M 등급	M9	M9	M9	M8	M8

출처: 각 사, SMIC 5팀

4.2. Nvidia Blackwell 컴퓨팅 트레이의 '단독' 공급사, 두산전자 BG

Ai 시대의 핵,
Nvidia의 공급사

현재의 AI 생태계에서 가장 주목해야 할 Player는 단연 Nvidia다. 전 세계 AI 서버 출하량의 60%를 점유한 Nvidia는 Blackwell 아키텍처 등을 기반으로 경쟁사들을 양과 질 모든 면에서 압도하고 있다. 특히 Nvidia는 신규 아키텍처를 개발하는 과정에서, 아키텍처의 범위를 단일 서버 수준에서 랙 단위와 데이터센터로 확장하고 있다. 이러한 시스템의 거대화·고도화는 자연스럽게 CCL의 P와 Q의 동반 증가를 견인하고 있다. 동사는 바로 Nvidia 생태계의 핵심 CCL 공급사다.

Hopper 아키텍처의
후발주자로 진입

동사가 Nvidia의 공급망에 처음 합류한 것은 Hopper 아키텍처 시대부터였다. 2022년에 공개된 Hopper 칩(H100)은 여러 신기술을 집약하여, 기존보다(A100) AI 연산 속도를 3배 증가시킨 AI 전용 칩이었다. H100이 처음 대량 생산될 때, 이 칩의 메인보드(UBB)용 CCL은 대만의 EMC가 독점 공급했다. EMC는 오랫동안 서버 및 네트워크 장비 시장에서 쌓아온 지배력을 바탕으로 Nvidia의 까다로운 품질 기준을 먼저 통과할 수 있었다.

준비된 두산,
Blackwell 까지 연결

동사가 Nvidia의 Hopper에 공급하게 된 이유는 Nvidia의 공급망 다변화 요구 때문이었다. 2023년 대만에서는 EMC 공장 화재, 대규모 지진을 바탕으로 Nvidia에 공급망 다변화의 필요성을 느끼게 만들었다. 대만 업체들은 공급망 불안정성 문제가 있었으며, 기타 외국 업체들은 동사에 비해 기술력 부족해, 2023년 동사가 최종적인 대안으로 선택되었다. 이 과정에서 Nvidia는 Blackwell(M8) 아키텍처까지 내다보고, 낮은 유전율, 높은 열 관리 능력 등 더욱 까다로운 기준으로 EMC와 동사를 대상으로 퀄리티 테스트를 진행했다.

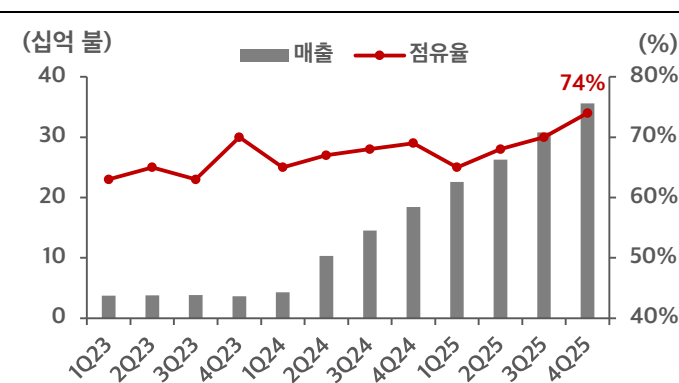
GB200 부터
단독 공급 시작

퀄리티 테스트 결과, 동사는 Nvidia Blackwell의 컴퓨팅 트레이용 CCL을 '단독'으로 공급하게 되었다. GB200은 AI 학습 능력을 H200 대비 2.5배까지 향상시키면서, 사용자의 총소유비용(TC)을 1/25 수준으로 줄이는 획기적인 성과를 보였으며, Nvidia로서는 이 성능을 뒷받침할 수 있는 CCL의 성능 개선이 필요했다. 이에 Nvidia는 기존에 EMC로부터 CCL을 공급받던 것을, H200 공급 및 신규 퀄리티 테스트에서 동사의 우수성을 확인한 후 전환하였다. 결과적으로 동사는 컴퓨팅 트레이용 CCL을 단독 공급, EMC와 SYtech는 스위치용 CCL을 양분하기 시작했다.

P 상승 요인
고도화된 CCL 수요↑

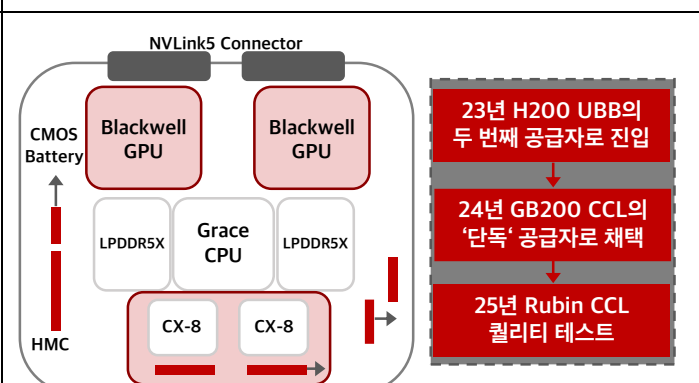
동사는 경쟁자들이 기술 장벽에 막힌 사이, 독점적 공급에 따른 P 상승을 온전히 누리고 있다. Blackwell부터는 하나의 PCB에 두 개의 GPU, 한 개의 CPU를 배치함에 따라 PCB 내 신호 손실 방지 및 고속 신호 전송이 더욱 중요해졌다. 이에 따라 기판에 들어가는 CCL의 등급 역시 상황되었으며, 동사의 Mixed ASP 역시 출시 9개월 만에 약 18% 상승하는 모습을 보이고 있다.

도표 4-5. AI 서버 시장 내 Nvidia 점유율 및 매출 추이



출처: Statista, SMIC 5팀

도표 4-6. Bianca Board의 구조 및 동사의 Nvidia향 진입 경로



출처: Nvidia, SMIC 5팀

Q 상승 요인

랙 단위로의 확장

Blackwell부터 AI 서버에서 랙(NVL72) 단위로 제품 규모를 확장한 것은, 랙의 컴퓨팅 트레이딩 CCL을 단독 공급하는 동사에게 Q 측면에서의 호재다. 실제로 9월 GB300 출하 후 NVL72의 월간 출하량이 전월 대비 2배 이상 급증하자, 동사의 출하량 역시 26% 이상 성장했다. 전방사 매출 증가가 동사의 실적으로 자연스럽게 이어지는 수혜 구조가 발생 중인 것이다.

이미 2027년까지는
확정적인 매출 폭증

Nvidia향 매출은 최소 2027년까지 확정적으로 폭증할 것이다. Nvidia CEO 젠슨 황은 2026년까지 Blackwell, Rubin의 누적 매출이 5,000억 달러 이상으로 가시화되었다고 밝혔다. Blackwell과 Rubin은 이미 2,000만 개의 GPU 물량이 예약되어 있으며, 이는 Hopper 세대 전체의 5배 이상이다. 퀄리티 테스트의 최소 기간이 6개월 정도 소요된다는 점에서 Blackwell 세대의 공급사는 현재의 상태로 고정될 것이며, Rubin까지 이어질 동사 매출의 폭발적인 증가는 당연하다.

4.3. Nvidia Rubin 세대까지 강력한 독점력을 유지할 동사

Nvidia의 미래
Rubin 아키텍처

Blackwell의 뒤를 잇는 Nvidia의 차세대 Rubin 아키텍처는 26년 하반기 초도 물량 공급을 목표로 개화하고 있다. Rubin의 핵심 전략은 AI 성능을 극대화하기 위해 하나의 거대한 통합 기판 위에 4개의 Rubin GPU, 2개의 Vera CPU, 8개의 Rubin CPX GPU까지 총 14개의 칩을 집적하는 '기판의 대형화'다. Rubin CPX는 대규모 추론 작업에 최적화된 보조 GPU로서, 고비용의 HBM 대신 GDDR7 메모리를 채택하는 등 비용과 성능의 균형을 맞춘 효과적인 설계를 특징으로 한다.

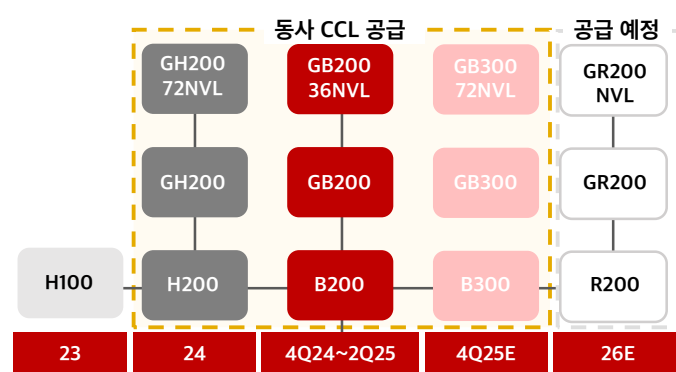
Rubin에서의 변화:
M9 CCL 시대의 개막

Rubin에서부터는 M9 CCL이 본격적으로 탑재될 예정이다. Rubin에서는 8개의 CPX 칩을 탑재하기 위해 4개의 CPX 보드가 탑재될 예정이며, 해당 보드는 M9 등급의 CCL(HVLP4 + Q Glass)을 사용될 계획이다. 또한, 랙 측면에서는 기존의 컴퓨팅 트레이와 스위치 트레이를 연결했던 케이블 카트리지를 M9 CCL을 탑재한 Midplane PCB로 대체할 예정이다. GB200, GB300에 투입되었던 PTH 기판 역시 CCL을 업그레이드할 예정으로, M9로의 전환은 임박했다. 주목해야 할 점은 현재 M9 급의 스펙을 갖는 CCL을 개발하고 있는 회사는 소수라는 것이다.

타사의 진입이
어려운 이유:
① 기술력 차이

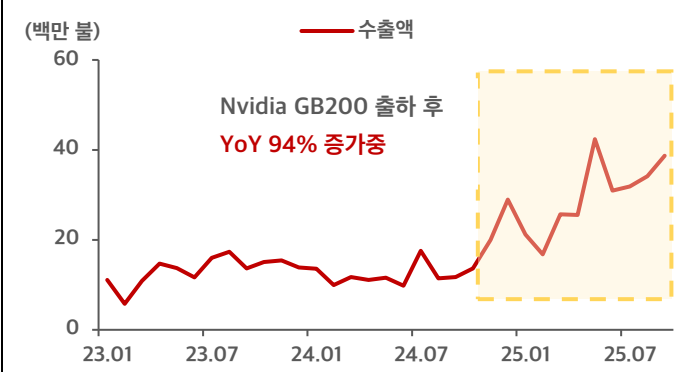
Rubin 시대에서 동사의 CCL은 Blackwell과 동일하게 독점력을 유지할 예정이다. M9 CCL을 개발하는 기업이 6개에 불과한 가운데, 두산전자 CCL의 성능은 경쟁사들보다 앞서 있다. 구체적으로, 두산의 DS-7409DYQ는 Df 값이 0.0006으로, EMC의 0.0008, ITEQ의 0.0011 값에 비해 더 뛰어나다. 그러므로, Nvidia로서는 이미 검증된 레퍼런스 공급자를 두고 잠재적 성능 저하를 유발할 수 있는 타사 제품을 선택할 동기가 적은 상황이다. 현재 동사는 M9 신제품 퀄리티 테스트를 진행 중이며, 연내 통과해 내년부터 Rubin 출시 시점에 맞춰 양산할 것이다.

도표 4-7. Nvidia AI 가속기 라인업 변천사



출처: Nvidia, SMIC 5팀

도표 4-8. 증평 공장(AI 가속기향) CCL 월별 수출 금액 추이



출처: Trass, SMIC 5팀

타사의 진입이
어려운 이유:
② 퀄 테스트 기간

Nvidia의 긴 퀄리티 테스트 기간은 신규 회사의 진입을 가로막는 장벽이 된다. Nvidia는 일반적으로 낮은 수율, 최적화 부족을 문제로 신규 업체의 퀄리티 테스트 기간이 훨씬 긴 모습을 보인다. 예컨대 SK하이닉스는 HBM3E 테스트를 23년 8월부터 24년 3월까지 7개월 만에 끝냈지만, 삼성전자는 24년 초부터 약 1.5년이 걸렸다. 해당 사례를 놓고 보았을 때, Blackwell에서 레퍼런스가 없는 기업들은 빨라야 27년 중순에 Nvidia 컴퓨팅 트레이용 CCL에 진입할 수 있을 것이다.

2027년 이후에나
공급 가능할 EMC

동사의 가장 큰 경쟁자인 EMC는 2027년 전까지는 Rubin 퀄리티 테스트를 통과하지 못할 것이다. 현재 동사에 대한 주요 우려는 EMC의 신제품이 M9를 달성함에 따라 동사의 Nvidia향 지배력이 약해질 수 있다는 것이다. 하지만 EMC는 M8 CCL을 ASIC에 이미 공급 중임에도 Nvidia의 퀄 테스트는 탈락하여, 기술력이 덜 요구되는 스위치용 CCL 공급에 만족하고 있다. 아래 단계의 테스트 기준에 통과하지 못한 기업이 신제품에서 까다로운 충족 기준을 바로 만족하기란 어렵고, EMC가 스스로 M9 CCL의 공급을 27년 이후로 전망하고 있어 두산의 독점력은 유지될 전망이다.

2027년 후에도
유지될 독점적 지위

Nvidia 아키텍처의 짧은 주기는 동사에게 2027년 이후도 바라보게 한다. 여태까지 Nvidia는 Ampere부터 Rubin까지 약 2년 주기로 새로운 아키텍처를 출시했다. 특히 기판의 경우, 아키텍처의 진화마다 M 등급이 상승하는 기초를 보이고 있다. Rubin 예상 진입 시기로 예측한다면, 동사는 26년부터 Nvidia의 다음 아키텍처인 Feynman용 M10(가칭)에 대응할 수 있으나, 타 업체들은 27년 말부터나 이에 대응할 수 있다. 아울러, M9 기술력이 더 우월하다는 측면에서 EMC 등이 추후에도 Nvidia의 컴퓨팅 트레이용 CCL 시장에 동사보다 빠르게 진입할 가능성은 낮다.

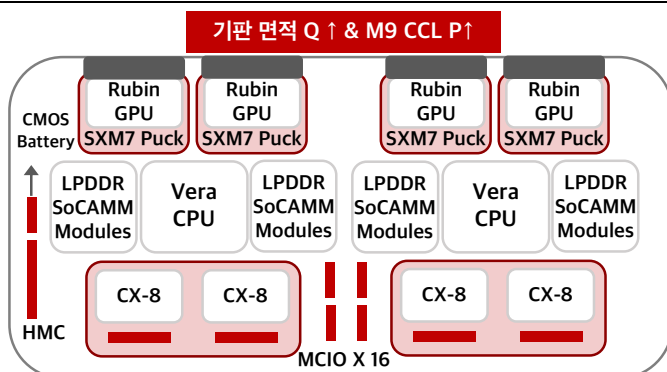
독점 상황에서의
P, Q 공동 상승

동사는 Rubin 세대에서 P와 Q 동반 상승 수혜를 홀로 누릴 것이다. Rubin의 출하량 증가와 Cordelia 보드의 대면적화 및 다층화가 Q 증가를 이끄는 가운데, P 인상도 확정적이다. 성능 개선을 위해 기존의 M8용 Nez Glass보다 1.7~2배 비싼 M9 Q glass를 채택함에 따라 원가 상승이 불가피하기 때문이다. AI 서버 내에서 CCL 원가 비중은 성능 개선 폭에 비해 낮아 Nvidia가 느낄 가격 인상 부담이 적고, 이에 따라 동사의 ASP 상승은 자연스러운 이어질 것이다.

초기 수율에서
보너스 Q 까지

신규 아키텍처로의 전환은 초기 진입자인 동사에 보너스가 될 것이다. 도입 초기 조립 문제로 인한 낮은 수율이, 실제 완제품 출하량보다 더 많은 CCL 수요를 유발하기 때문이다. 25년 1분기 NVL72가 랙 조립 문제로 출하량(1,100대)은 부진했으나, 저수율로 인해 추가적인 CCL 수요가 발생한 것이 바로 그 예다. 오히려, 2분기에 해당 문제가 해소되어 랙 출하량이 6,000대로 급증했을 때, CCL 출하량은 QoQ 10% 성장에 그친 것은 1분기의 성장이 선반영되었던 것이었다. 이처럼 동사의 초기 공급 수혜는 Cordelia Board, NVL576 등 후속 제품에서도 재현될 전망이다.

도표 4-9. VR Ultra Cordelia Board



출처: Nvidia, SMIC 5팀

도표 4-10. Nvidia향 독점력이 Rubin까지 이어질 이유



출처: 각 사, SMIC 5팀

4.4. ASIC, 네트워크, 반도체 패키징까지 좋은 두산전자 BG

ASIC 역시 개화중

Nvidia의 압도적 경쟁력에 대항하기 위해 ASIC 시장 역시 개화 중이다. Amazon, Google, Meta, Microsoft의 AI CapEx는 급증하고 있다. 기존 시장에서는 Nvidia의 GPU를 대체할 수 있는 대안이 없다는 점에서 하이퍼스케일러들은 큰 비용을 들여 AI에 투자했다. 따라서 하이퍼스케일러들은 비용 절감과 자체 네트워크 최적화를 목적으로 ASIC를 개발하기 시작하였으며, 24년에만 50%가 넘는 성장세를 보이고 있다. 선두 기업들의 ASIC 설계 기술은 현재 상용화 단계에 도달했으며, 이제 AI 서버 시장은 Nvidia와 빅테크의 ASIC이 같이 주도하는 형국으로 이동하고 있다.

ASIC 역시 고급 CCL을 요구함

이러한 고성능 AI ASIC의 수요 급증은 CCL 기업에 새로운 기회를 제공한다. Nvidia AI 서버와 마찬가지로 ASIC 역시 M8에서 M9 사이의 CCL을 요구로 하고 있으며, 해당 수요를 동사, EMC, Panasonic을 위주로 소화하고 있다. ASIC 중에서는 현재 Google의 TPU 시리즈와 AWS의 Trainium 시리즈가 업계 선두로, 주요 CCL 업체들은 위 두 빅테크와 계약을 맺기 위해 치열한 경쟁을 하고 있다. 동사는 그러한 관점에서 양사 모두와 공급 전망이 가시화되고 있다.

아마존 Trn3 스위치용 CCL 공급

AWS Trainium 3용 CCL은 테스트 승인이 완료되고, 컴퓨팅 트레이용으로 공급 예정이다. 동사는 기존에 Trainium 2 랙서버 내 스위치 보드용 CCL을 일부 공급하였으나, 신규 제품에서는 컴퓨팅 트레이용을 EMC와 함께 공급할 예정이다. 일반적으로, 컴퓨팅 트레이가 스위치 보드용보다 단가가 높다는 점에서 동사의 시장 진입은 긍정적이며, 빠르면 올해 내로 발주가 시작될 예정이다.

구글 TPuv7p 동사 In, Pana Out

동사는 퀄리티 테스트를 마치고 내년부터 Google의 TPuv7p용 CCL을 공급할 것이며, 기존 공급사인 Panasonic은 배제될 예정이다. 그 이유로는 첫째, TPuv7p은 M9 CCL을 요구하는데, Panasonic은 M9 제품을 완성하지 못했다. 둘째, Panasonic의 M7 이상 제품은 타사와 달리 Halogen-free 제품이 아니다. Halogen-free 제품은 열 관리, 전기 신호 관리에 강점을 지닌 것은 물론, 유해 물질 배출 측면에서 피해가 최소화된다. 따라서 성능 및 AIDC 개발에 있어 환경 규제를 신경 쓰는 Google의 기준을 Panasonic이 충족하지 못한 것으로 추정된다.

Nvidia도 하는데 ASIC은 쉽다

Nvidia의 기준을 충족시킨 동사는 이미 Google의 요구사항 또한 자연스럽게 만족한다. 현재, Panasonic이 실패한 조건을 갖춘 신제품으로 퀄리티 테스트를 진행 중이며, 26년부터 TPuv7p용 CCL을 양산에 돌입할 것이다. 이처럼 동사는 Nvidia에서 검증된 기술력을 바탕으로 ASIC 시장까지 확장 중이다. 특히, Google은 Broadcom과 협력 관계라는 점에서, Broadcom의 공급망에 진입한 것은 그와 연계된 Meta, OpenAI 등 잠재적 고객사 확보에도 강력한 레퍼런스가 될 것이다. 동사는 고마진의 Nvidia와 안정적인 Q 증가라는 ASIC의 수혜를 동시에 확보할 것이다.

도표 4-11. Nvidia & ASIC CCL 공급망

	Nvidia 및 주요 ASIC 공급사		
Google	DOOSAN	EMC	Panasonic
amazon	DOOSAN	EMC	Panasonic tuc
NVIDIA	DOOSAN	EMC	生益科技 SYTECH

출처: 각 사, SMIC 5팀

도표 4-12. 두산전자 BG 사업부별 전망

<p>GPU, ASIC향</p> <p>AI 가속기 보드 대면적화 및 고층화 → AI 가속기용 CCL Q ↑</p>	
<p>네트워크 스위치향</p> <p>빠른 정보 송출을 위한 스위치 수요 ↑ → 네트워크용 CCL Q ↑</p>	<p>DOOSAN</p> <p>업황 전반의 실적 개선 CCL 고도화 P, Q ↑</p>
<p>메모리 반도체향</p> <p>보드 고도화에 따른 메모리 수요 확대 → 반도체 패키징 CCL Q ↑</p>	

출처: SMIC 5팀

네트워크 스위치는 더 쉽다

동사의 CCL은 AI 가속기 시장뿐만 아니라 네트워크 스위치용 CCL에서도 강점이 있다. 동사는 현재 Nvidia GB300의 스위치용 CCL에 대한 퀄리티 테스트를 진행 중이다. 스위치용 CCL은 컴퓨팅용 CCL만큼의 사양이 필요 없기에 안정적 공급이 가능한 점유율 상위 업체를 사용하였다. 그러나 네트워크의 속도가 빨라지며 스위치에서도 AI 가속기 급의 성능이 요구되었고, 동사의 CCL이 주목받고 있다. 이미 NVIDIA의 컴퓨팅 보드에 납품 레퍼런스가 있는 동시에 이수페타시스에 800G 스위치용 물량을 공급한 동사에게 새로운 스위치 고객 확보는 '누워서 떡 먹기'다.

고부가가치 CCL 증설

동사는 기술력에 걸맞은 하이엔드 CCL CAPA를 보유하고 있으며, AI 업사이클에서 서버용 칩 수요 증가의 수혜를 받을 것이다. 현재 동사 매출의 60%가 하이엔드 네트워크에서 발생하고 있으며 27년까지 CAPA의 50%를 늘려 매 분기 500억 원 규모의 매출이 추가될 것이다. 이미 업계 최상의 기술력을 지닌 동사의 입지는 서버 칩 수요 증가에 따라 자연스럽게 올라갈 것이다.

잊지 말아야 할 IC 패키징 사업부

단가는 높지 않지만, 반도체 패키징용 CCL도 잊을 수 없다. 동사는 글로벌 메모리 패키징용 CCL시장에서 과점에 가까운 60%의 점유율을 지닌다. 이는 동사의 지리적 이점에서 비롯된다. 3대 IDM 중 삼성전자와 SK 하이닉스는 국내에 있지만, CCL 제작 업체의 50% 이상이 중국에 위치한다. 밀도 높은 회로를 그리기 위해서는 순도 높은 CCL이 필요한데, 운반 거리가 길어질수록, 불순물 혼입 가능성이 높고, 운반비 부담도 커진다. 이러한 이점으로 동사는 삼성전자의 하이엔드 메모리의 솔벤더이며, 안정적 공급 역량, 지리적 이점 등으로 지속적 지위 유지가 가능하다.

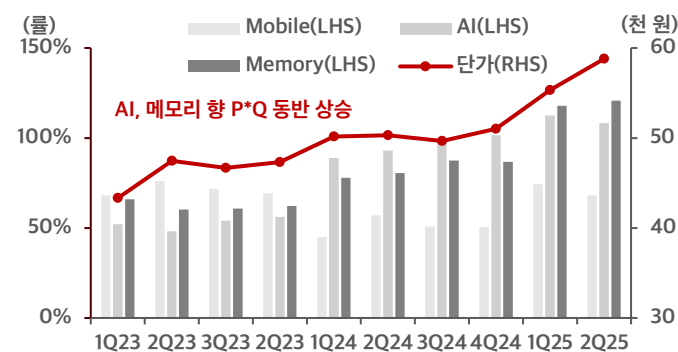
NVIDIA와 동행하는 동사

NVIDIA의 아키텍처 구조 변경도 동사 메모리 패키징 CCL에 긍정적이다. NVIDIA는 Rubin CPX 기반 랙 서버에서 HBM 대신 GDDR7과 LPDDR7을 사용하기로 결정했다. 이를 통해 NVIDIA는 열 관리 측면의 개선이 가능하며, 저가 칩 사용은 추후 ASIC과의 경쟁에서 가격 측면에서 점유율 유지에 기여한다. NVIDIA에게 CCL 공급 레퍼런스를 보유한 동사에게 GDDR과 LPDDR에도 수주 확보 가능성이 높다. 심지어 메모리 패키징을 담당하는 김천 공장의 가동률이 23년 60%에서 현재는 110%를 상회하고 있어, 제한적 공급에 따른 평가 인상을 기대할 수 있다.

비메모리용 패키징도 성장 가능

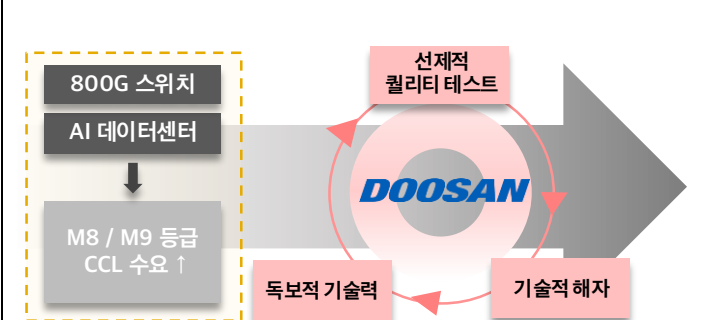
비메모리 패키징용 CCL은 국내 업황 개선에 따라 점유율 확대가 예상된다. 국내 비메모리 반도체 업황은 삼성 파운드리 기술력 부진으로 다운사이클이 장기화되었음이 업계의 중론이었다. 그러나 25년 삼성전자가 TESLA와 대규모 수주 계약을 체결했고, 자체 AP인 '엑시노스 2600'에 2 나노 공정을 적용하며 파운드리 가동률을 높이고 있다. 여기에 더해 젠슨 황은 NVIDIA의 모든 로트 칩을 삼성전자가 생산할 것이라고 발표했다. 이러한 삼성전자의 연이은 호재는 점유율이 낮았던 비메모리 패키징에서도 동사의 성장을 기대할 수 있게 하는 기반이 될 것이다.

도표 4-13. 두산전자 국내 공장 가동률 및 ASP 추이



출처: Dart, SMIC 5팀

도표 4-14. 전방 수혜에 따라 성장할 동사



출처: SMIC 5팀

5. 지주사 디스카운트, 이제 그만 - 투자포인트 ②

5.1. 지주사 디스카운트 축소는 시대의 흐름

한국 지주사의
고질적 디스카운트

전술한 두산전자를 포함하여 우량한 사업부와 자회사를 다수 보유하고 있음에도 불구하고, 동사는 고질적인 지주사 디스카운트를 받아왔다. 한국 시장에서의 지주사 디스카운트는 단순한 중복 상장 이슈를 넘어, 재벌 경영 특성과 맞물려 해외 사례보다 그 규모가 더 크다. 디스카운트의 핵심 요인으로는 ① 지배주주만의 이익을 위한 쪼개기 상장, 불공정 합병과 같은 자본 재배치 리스크와 ② 자회사의 성과가 지주사 주주에게 어떻게 환원되는지 알기 어려운 불투명성이 꼽힌다.

두산밥캣 사태

동사도 소액주주의 권익을 침해하는 자본 재배치 시도로 시장의 신뢰를 잃은 전례가 있다. 두산 에너지빌리티의 알짜 자회사인 두산밥캣을 두산로보틱스의 완전 자회사로 편입시키려 했던 시도가 대표적이다. 높은 매출과 순이익에도 불구하고 제조 기업 특성상 낮은 PBR을 보였던 밥캣을, 고성장 프리미엄으로 시가총액이 높게 형성된 로보틱스와, 시가총액에 비례한 교환 비율로 합병하려고 했던 것이다. 이는 동사 지배주주는 현금 지출 없이도 밥캣 지분율을 13.8%에서 42%로 높이는 반면, 기존 에너지빌리티와 밥캣의 소액주주들의 지분은 크게 희석되는 불공정한 구조였다.

제 2의 두산밥캣
사태는 없을 것

이제 두산밥캣 사태와 같은 소액주주의 권리를 침해할 여지가 있는 자본 재배치 문제는 재발하기 어려울 것이다. 1, 2차 상법 개정안이 공표됨에 따라 '이사의 충실의무' 대상이 기존 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대되었기 때문이다. 또한 집중투표제의 의무화가 시행되며, 집중투표제를 도입 중이지 않은 동사 소액주주의 이사 투표에 대한 영향력이 실질적으로 강화되었다.

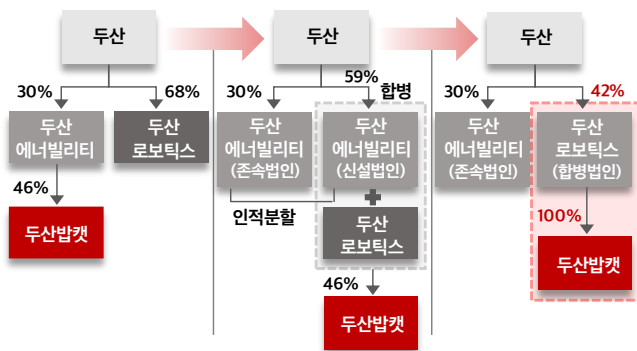
물적분할 후 IPO,
이젠 걱정↓

따라서 지배주주만을 위한 자본 재배치에 대한 시장의 우려가 크게 완화될 것이다. 기존 시장에서는 지주사가 성장성이 높거나 실적이 좋은 사업부를 물적분할한 후 IPO하여 기존 주주의 지분가치가 희석되는 사례들이 있었으며, 두산전자도 전례를 따라갈 가능성이 존재했다. 하지만 이제 주주의 이익에 배치되는 결정은 개정 상법에 저촉되어 불공정한 자본 재배치는 어려워졌다.

이미 시작된 NAV
할인을 하락세

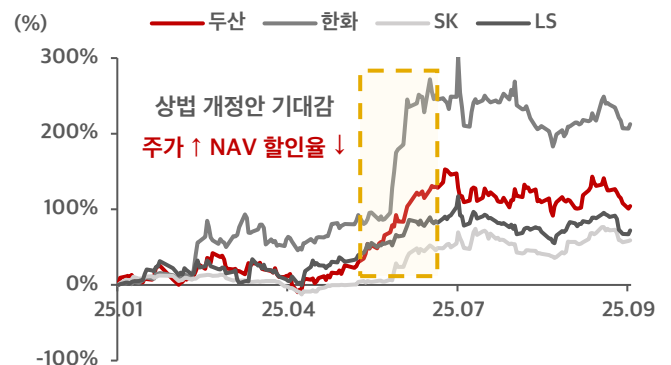
지주사 디스카운트 해소 기대감은 순자산가치(NAV) 할인율의 하락세로 이미 나타나고 있다. 지주사 주가는 전술한 디스카운트 사유로 인해 NAV에 비해 할인을 받아왔는데, 동사의 할인율은 상법 개정안을 주요 공약으로 내세웠던 현 정부 출범 직전인 5월 중순(52%)에 비해, 상법 개정안이 가시화된 6월(38%) 약 14%p가량 하락했다. 이러한 할인율 축소 경향은 국내 주요 지주사들에서도 확인되었으며 이는 시장이 지주사 섹터 전반의 가치를 리레이팅하고 있음을 방증한다.

도표 5-1. 두산밥캣 사태 지분구조



출처: 언론종합, SMIC 5팀

도표 5-2. 국내 주요 지주사 주가 YTD



출처: KRX, SMIC 5팀

시장의 긍정적 반응 3월 말부터 6월 말까지 동사 주가는 120%가량 상승했다. 두산전자에 대한 기대감도 반영되었겠지만, 타 주요 지주사들의 동기간 주가 상승세를 고려했을 때, 상법 개정안이 지주사에 대한 시장의 우려를 일부 해소했음을 파악할 수 있다. 같은 논리로, 다가올 3차 상법개정안과 세법 개정안도 지주사 디스카운트 해소 기대감을 제공해 동사 주가의 추가 모멘텀이 될 것으로 예상된다.

곧 다가올 자사주 소각 의무화·배당 분리과세 다가오는 3차 상법 개정안은 자사주 소각 의무화를, 세법 개정안은 배당소득 분리과세를 골자로 하여 **주주환원 기대감을 높일 것이다.** 이는 그간의 디스카운트를 축소하여 자회사·사업부의 실적이 동사에 온전히 반영되게 한다. 구체적으로, 기업이 신규 취득하는 자사주나 이미 보유 중인 자사주를 특정 기간 내 단계적으로 소각을 강제하는 내용이 논의되고 있다. 이는 발행 주식을 줄여 주당순이익(EPS)을 즉각적으로 상승시키며, 배당 분리과세는 지배주주의 세금 부담 완화를 통해 배당 확대 인센티브를 늘린다는 점에서 지주사 디스카운트 해소 요인이 된다.

동사는 이미 자사주 소각 계획 발표 동사는 이미 2025년부터 2027년까지 3년에 걸쳐 총 자사주 약 18% 중 약 6%(99만 주)를 소각하고 약 2%는 제한조건부주식(RSU)로 활용하겠다고 밝혔다. 기발표된 6%의 소각만으로 EPS가 5%가량 상승하여 즉각적인 주가 상승이 예상된다. 또한, 현재 국회에서 기보유 자사주 전체의 단계적 소각을 골자로 한 법안을 논의하고 있는 만큼, 잔여 10%가량의 물량에 대한 추가 소각 압력도 발생한다. 이러한 자사주 소각은 단기적인 EPS 제고 효과뿐 아니라, 주주환원에 대한 시장의 기대를 불러일으킨다는 점에서 장기적인 지주사 밸류에이션 회복 재료가 될 수 있다.

배당 유인 확대 배당소득 분리과세를 담은 세제 개정안 역시 동사의 배당성향 확대를 통한 주주환원을 촉진할 수 있다. 동사는 최대주주 및 특수관계인 지분율이 약 40%에 달하며, 지배주주는 배당 수령 시 종합소득세 최고세율인 약 45%를 적용받는다. 만약 세법 개정안이 올해 안에 통과되어, 배당소득이 현재 논의되는 25%~30% 내외의 분리과세로 전환된다면 지배주주의 배당 소득세 부담은 약 40%가량 줄어 배당 성향이 확대될 여력을 갖는다. 동사의 경우 2020년 이후 배당 결산금이 5년째 동결되었지만, 세법 개정을 통한 배당 인센티브로 일부 개선될 수 있다는 것이다.

지주사 디스카운트 해소는 시대의 흐름 상법 개정으로 시작된 지배구조 개선과 주주환원 정책은 **현 정권의 핵심 국정 과제로, 단발성 이벤트에 그치지 않을 것이다.** 1, 2, 3차로 이어지는 상법 개정과 세제 개편 이후에도 스튜어드십 코드 강화와 공시제도 개편 등 '코리아 디스카운트 해소'를 위한 정부의 목표들은 여전히 남아있다. 이들은 현 정권의 핵심 정책인 만큼, 과반 여당 의석을 활용해 남은 4년여의 임기 동안 적극적으로 추진될 가능성이 높다. 따라서 동사의 디스카운트 해소는 구조적인 흐름인 것으로 파악되며, 주요 자회사들의 견조한 실적이 온전히 동사 주가에 반영될 수 있도록 지지해줄 것이다.

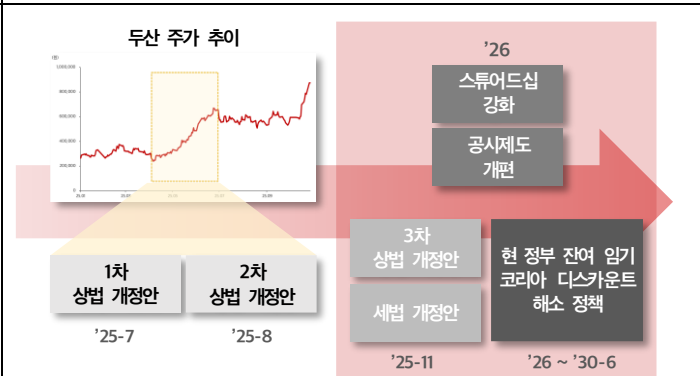
도표 5-3. 자사주 소각 계획에 따른 예상 EPS 변동

자사주 소각 시 EPS 변동 (단위: 십억 원)	자사주 미소각	자사주 6% 소각	자사주 16% 소각
EPS(원)	14,114	14,798	16,188
EPS 변동률(미소각 대비, %)	-	5%	18%
발행주식수(개)	21,413,335	20,423,335	18,130,365
당기순이익(2024년 말 기준)	302	302	302



출처: Dart, SMIC 5팀

도표 5-4. 정부 코리아 디스카운트 해소 정책



출처: 대한민국 정부, KRX, 언론종합, SMIC 5팀

5.2. SK실트론, 인수해도 Not that bad !

동사는 SK 실트론의
유력한 인수 후보

최근 동사가 SK실트론의 유력한 인수 후보로 거론되며 시장의 이목이 집중되고 있다. SK실트론은 반도체 기본 소재인 웨이퍼를 생산하는 기업으로, 약 5조 원의 기업가치로 평가받고 있다. 일각에서는 SK 최태원 회장의 재산분할 2심 판결이 파기환송됨에 따라 당장의 자금 부담이 사라져 SK실트론의 매각 자체가 철회될 수 있다는 분석도 존재한다. 다만, 동사가 최근 두산로보틱스와 두산에너빌리티 지분을 담보로 대규모 자금을 확보한 정황 상 인수 가능성은 여전히 높다.

우려만큼
나쁘진 않을 것

시장은 위 소식에 '왜 굳이 기존 사업부와 직접적인 연계성이 낮은 기업을 인수하는가?'라는 우려를 표한다. SK실트론의 웨이퍼, 두산전자의 CCL, 두산테스나의 테스트 공정은 서로 거리가 있어 이렇다할 시너지가 발생하기 어렵다는 것이다. 지주사가 또 다시 잘못된 자본 재배치를 하는 것이 아니냐는 우려가 재기되는 상황이다. 우려의 타당성을 검토하기 위해서는 '동사가 왜 SK실트론을 인수하려 하는지, SK는 왜 매각하려 하는지'를 살펴보아야 한다. 결론부터 제시하자면, SK실트론 인수가 현실화되어도 우려만큼의 부정적인 결과를 가져오진 않을 것으로 판단된다.

몇 안되는 플레이어

SK실트론은 Shin-Etsu, SUMCO 등 5개 대형 업체들이 과점하고 있는 글로벌 반도체 웨이퍼 시장에서 4~5위의 점유율인 약 13%를 확보하고 있다. 최근 신재생에너지용·전기차용 전력 반도체에 활용되는 Sic 웨이퍼로 사업 포트폴리오를 확장하고 있지만, 주력 제품은 메모리 및 시스템 반도체에 활용되는 Si 웨이퍼이다. 특히 고용량 메모리 등 첨단 반도체에 사용되는 300mm 웨이퍼 생산에 집중하고 있으며, 300mm 웨이퍼 추가 생산을 위한 증설도 진행 중이다.

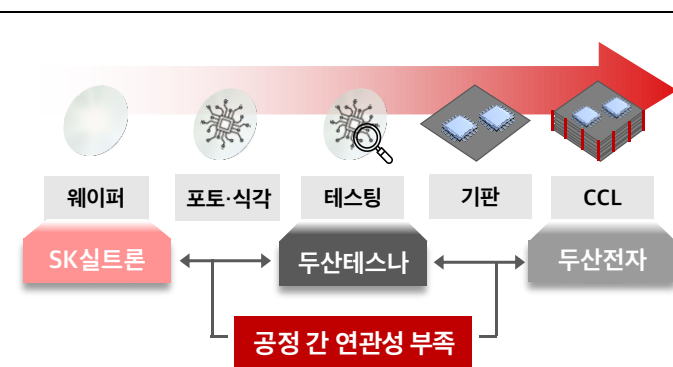
반도체 업황
좋아도, 나빠도,
꾸준한 흑자

SK실트론은 높은 시장 점유율과 장기공급계약이라는 웨이퍼 시장의 특성을 기반으로, 2017년 이후 매년 흑자를 기록해왔다. 반도체 사이클의 정점이었던 2022년에는 24%의 OPM을 기록하며 그 수익성을 입증했고, 반도체 불황이었던 2023년에도 기존의 장기공급계약을 통해 2조원 대의 매출과 15% 수준의 OPM이라는 안정성을 보였다.

더 큰 반도체
사이클이 온다

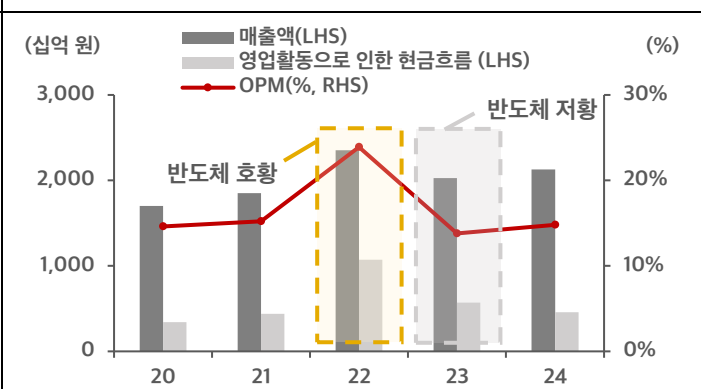
현시점은 2022년을 뛰어넘는 반도체 슈퍼 사이클의 초입 국면이라는 점에서, SK실트론의 호실적이 지속될 전망이다. AI 데이터센터, HBM, 온디바이스 AI 등으로 촉발된 이번 반도체 사이클은 2022년의 PC·모바일용 반도체 사이클보다 훨씬 크고 장기적일 것이라는 전망이 지배적이다. 이러한 상황에서 SK실트론은 기존 시장 점유율을 바탕으로 당시 피크 수준에 근접하는 OPM을 달성할 것으로 기대된다. 설령 보수적으로 현 OPM 수준인 15%만을 유지하더라도, 이는 동사의 전사 마진인 6.6%을 여전히 상회하는 수준이기에 인수 시 연결 실적 개선이 이어질 것이다.

도표 5-5. 반도체 밸류체인 내 동사 자회사·사업부 위치



출처: SMIC 5팀

도표 5-6. SK실트론 재무지표 추이



출처: Dart, SMIC 5팀

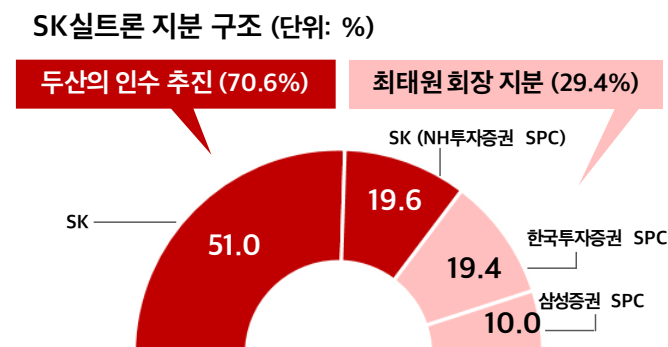
더 큰 사이클에 맞는 더 큰 생산력 **건조한 전방 수요에 대응하기 위한 선제적 증설도 진행 중이다.** 2026년까지 구미 3공장 신설에 2.2조 원이 투입될 예정이며 이를 통해 300mm 웨이퍼 생산이 확대될 전망이다. 이에 더해 미 에너지부로부터 7,700억 원의 정책 자금을 확보하며 미 공장 증설도 예고했다. 국내외 양측의 증설은 가파른 전방 수요 고려 시 추가적인 시장 점유율 상승으로 이어질 것이다. 물론, 대규모 차입금이 단기적 우려 요인으로 제기될 수 있으나, 구미 신공장 증설 물량 대부분이 이미 장기 공급계약으로 확보되어있다. 따라서 양산이 개시됨에 따라 차입금 부담은 빠르게 완화될 것이다.

SK 하이닉스를 향한 안정적 매출 **SK실트론은 SK하이닉스·삼성전자향 매출 비중이 약 50%로, 이번 반도체 사이클에서도 안정적인 고객사 확보가 예상된다.** SK 최태원 회장의 SK실트론에 대한 지분 29.4%는 매각 대상에 포함되지 않을 것으로 알려졌으므로, SK실트론과 SK하이닉스 간의 협력 관계는 유지될 가능성이 높다. 특히 최 회장이 당장의 현금 부담이 완화된 점을 고려하면, 차후에도 높은 수익성을 가진 SK실트론의 개인 지분 매각을 서두를 가능성은 더욱 낮아질 것으로 판단된다. SK실트론은 반도체 사이클을 주도하는 SK하이닉스·삼성전자를 레퍼런스 삼아 안정적인 성장을 이룩할 것이다.

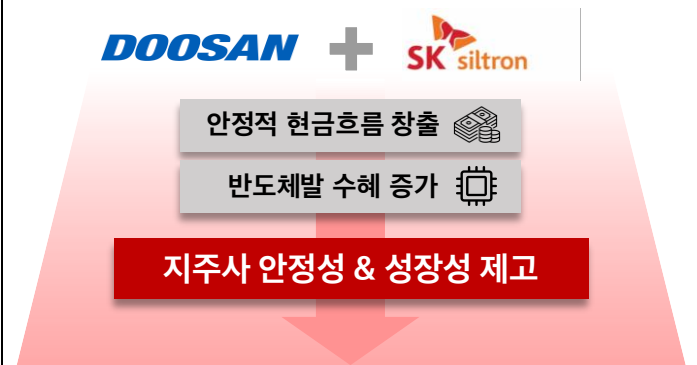
SK가 매각하는 건 안 좋아서가 아니라 이러한 상황에서 SK의 매각 결정이, SK실트론 자체의 결함에서 비롯되는 것이 아닌지에 대한 우려가 존재할 수 있다. 다만 SK는 최근 반도체 장비와 배터리 소재 등 전통적 제조 분야 자산을 매각하고 확보된 현금을 AI 분야에 집중하고 있다. 또한, SK는 핵심 자회사인 SK온의 대규모 적자를 극복하기 위해 부채비율 축소를 중장기 목표로 설정한 바 있다. **따라서 SK는 이번 매각을 통해 재무 건전성을 회복하고, AI 재원을 확보하려는 것으로 판단하는 것이 합당할 것이다.**

인수 대금 규모도 합리적 **인수 대금 규모 또한 동사의 재무 여력을 고려할 때 충분히 감당 가능한 수준이다.** 시장은 SK실트론의 인수 대금을 약 1.5조 원~2조 원인 것으로 추정하고 있다. 동사가 두산로보틱스와 두산에너빌리티 지분을 담보로 확보한 1.2조 원 규모의 현금성 자산을 고려할 때, 이는 과도한 재무 부담으로 이어지진 않을 것이다. 또한 연간 3,000억 원 수준의 안정적인 순이익을 창출하는 기업의 경영권을 확보한다는 점에서, 인수 대금 규모도 합리적이라고 평가할 수 있다.

SK실트론으로 안정성·성장성↑ **결과적으로 동사는 SK실트론의 인수를 통해 변동성 높은 자회사 포트폴리오를 보완할 캐시카우를 확보하는 동시에, 반도체발 수혜를 강화할 수 있다.** 두산에너빌리티나 두산밥캣 등 수주 기반 및 경기 민감형 자회사와 달리, 꾸준한 현금흐름을 창출하는 SK실트론의 편입은 ROE 안정성 제고 측면에서 긍정적이다. 물론 기회비용적 측면에서 자회사와의 시너지 창출이 더 명확한 M&A나 CapEX 확대가 최적이었을 수 있다는 분석도 가능하다. **다만 앞선 인수 기대효과를 감안하면, 지주사 안정화와 성장성 확보라는 측면에서 기존 우려보다는 긍정적으로 평가될 수 있다.**

도표 5-7. SK실트론 지분 구조와 인수 계획

출처: Dart, 언론종합, SMIC 5팀

도표 5-8. SK실트론 인수 효과 모식도

출처: SMIC 5팀

5.3. 자회사, 근무 중 이상 무

순항 중인
동사의 자회사

동사의 핵심 자회사들은 구조적 순풍에 기반한 실적 상승 국면에 진입했다. 두산에너지빌리티와 두산퓨얼셀은 AI 데이터센터발 전력 수요와 글로벌 에너지 전환이라는 패러다임의 수혜주로 부상했다. 또한 두산밥캣은 미 금리 인하 사이클과 건설 업황 회복이, 두산테스나는 전방 파운드리사의 수주 증가로 후공정 턴어라운드 기대되고 있다. 두산로보틱스는 아직까지 수익성을 내지 못했지만, 고령화와 노동력 부족이라는 장기 트렌드에 대한 지속적인 수혜 기대감을 받고 있다.

에너지 자립
→ 대형 원전·SMR

두산에너지빌리티는 글로벌 에너지 자립과 탄소중립 목표로 촉발된 대형 원전 및 SMR 수주 증가로 장미빛 미래를 맞이하고 있다. 대형 원전은, 체코 두코바니의 본계약을 시작으로 폴란드·불가리아 원전 프로젝트 수주 기대감도 높아지고 있다. SMR 분야에서는, 전용 수요처인 NuScale Power의 파트너사와 미 TVA와의 SMR 계약이 가시화되며 SMR 매출도 본격화될 전망이다.

전력 수요 급증
→ 가스터빈 수요↑

AI 데이터센터발 전력 수요가 급증하며 가스터빈 사업 수주도 시작되고 있다. 가스터빈은 매우 높은 기술력을 요하는 제품으로 글로벌 3사의 과점 체제였으나, 최근 글로벌 전력 수요 폭증에 따른 공급 병목으로 미국 빅테크로부터 가스터빈 2기 공급 계약을 얻어냈다. 레퍼런스가 핵심인 산업인 만큼, 이번 수주는 향후 가스터빈 수주 증가의 전환점으로 작용할 것으로 예상된다.

국내 정체를 벗어나
미국으로

두산퓨얼셀은 국내 그린수소 전환 가속화로 정체를 겪고 있으나, 미국 향 SOFC 사업 개시로 돌파구를 마련하고 있다. LNG 가스터빈 리드타임이 길어지며, 연료전지가 메인 전원으로 격상되었다. 두산퓨얼셀은 중저온 SOFC 양산을 시작해 2026년부터 미 데이터센터향 수출이 본격화될 것으로 전망되며 그간 고정비 부담으로 인해 발생했던 적자가 점차 완화될 것으로 기대된다.

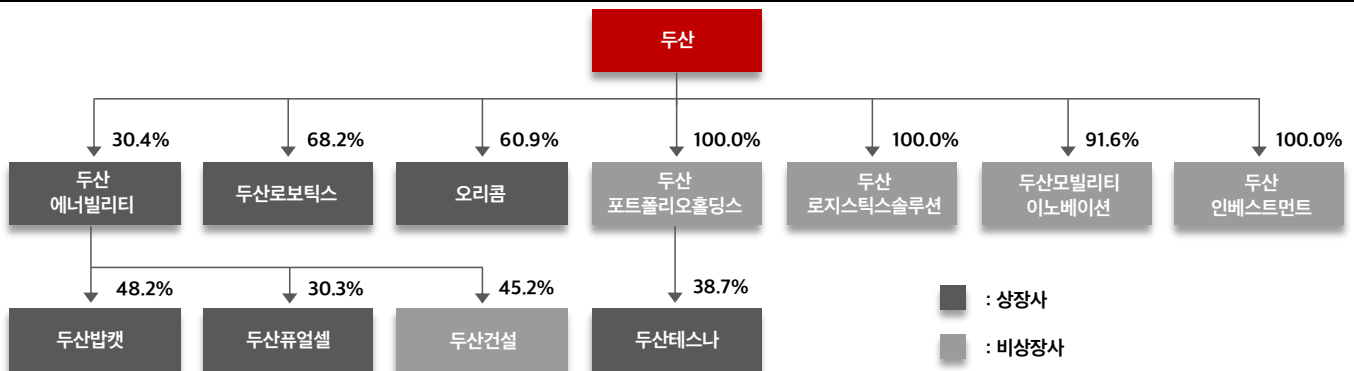
건설 경기 회복의
수혜

두산밥캣은 글로벌 건설 경기 회복에 따른 실적 회복이 기대된다. 매출액 중 75%가량이 북미에 집중되어 있는 특성 상, 최근 미 연준의 금리 인하와 양적긴축 종료, 트럼프 정부의 제조업 부흥 정책에 따른 추가적인 업황 개선의 수혜를 받을 것으로 예상된다. 또한, 북미 현지 생산 비중이 65%가량을 차지하여 관세 부담이 적다는 점도 지속적 성장의 발판이 되어줄 것이다.

미래 기대감 지속

두산테스나는 삼성 파운드리의 역대 최대 수주 실적을 기반으로 하반기부터 실적 회복세가 시작될 것으로 기대된다. 올해 말부터 가동률 상승과 증설 효과가 본격화되며 실적 회복이 시작될 전망이다. 두산로보틱스는 아직 수익성이 없지만 미래에 대한 기대감이 지속되고 있다. 고령화·노동력 부족·로봇 가격 하락이라는 구조적 원인으로 인해 향후 높은 성장성이 예상된다.

도표 5-9. 동사 지분구조



출처: Dart, SMIC 5팀

6. Valuation - SOTP Method

6.1. 매출 추정

동사의 별도 사업부문 매출을 전자BG, DDI, 두타몰 및 기타로 나누어 추정하였다. 별도 매출의 핵심인 전자BG의 경우 중요도에 따라 NVIDIA향, 네트워크 스위치향, ASIC향을 중심으로 추정하였다. 이때 네트워크 스위치향의 경우 NVIDIA와 ASIC향을 제외한 부분으로 정의하였다. 동사의 여러 자회사들 중 두산에너지빌리티의 경우 별도로 분리하여 매출을 추정하였고, 나머지는 기타 자회사로 묶어 추정하였다. 상기 논의를 종합한 동사의 매출 추정 Table은 다음과 같다.

최종 매출 추정 Table								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	16,996	19,131	18,134	9,643	10,982	20,625	24,033	29,965
YoY(%)	28.7%	12.6%	-5.2%	6.5%	21.0%	13.7%	16.5%	24.7%
전자BG	891	752	1,006	879	1,032	1,911	2,858	4,572
% of sales	5.2%	3.9%	5.5%	9.1%	9.4%	9.3%	11.9%	15.3%
DDI, 두타몰 및 기타	250	293	311	141	144	285	285	285
% of sales	1.5%	1.5%	1.7%	1.5%	1.3%	1.4%	1.2%	0.9%
두산에너지빌리티 별도	5,284	6,652	6,320	3,518	4,266	7,784	9,678	13,303
% of sales	31.1%	34.8%	34.9%	36.5%	38.8%	37.7%	40.3%	44.4%
기타 자회사	10,570	11,434	10,496	5,105	5,541	10,646	11,213	11,806
% of sales	62.2%	59.8%	57.9%	52.9%	50.5%	51.6%	46.7%	39.4%

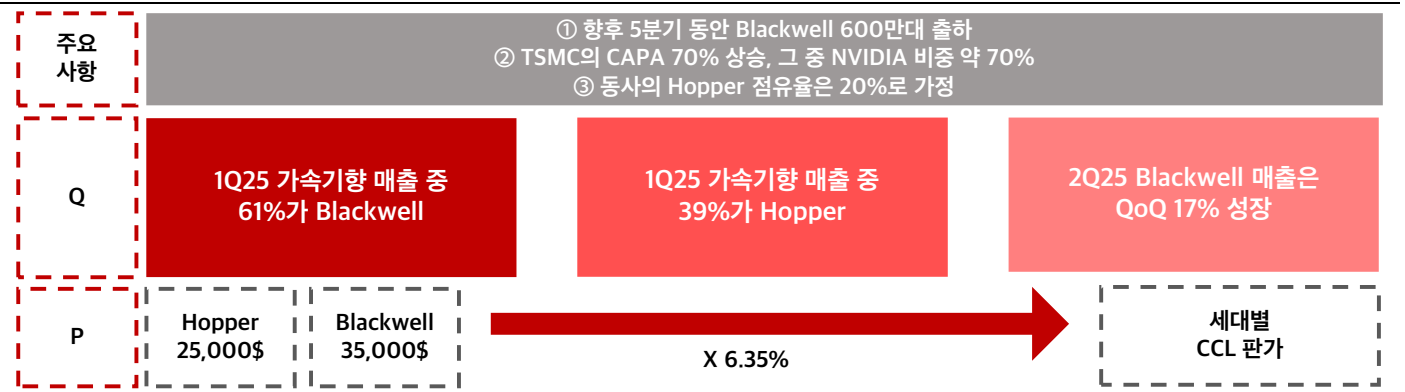
(1) 전자BG

전자BG 부문 매출추정								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	891	752	1,006	879	1,032	1,911	2,858	4,572
YoY%	-0.4%	-15.7%	33.9%	108.5%	76.5%	89.9%	49.5%	60.0%
NVIDIA향 CCL 매출액			101	376	480	856	1,369	2,333
% of sales			10.0%	42.8%	46.5%	44.8%	47.9%	51.0%
ASIC향 매출액				-	49	49	368	1,260
% of sales				0.0%	4.7%	2.6%	12.9%	27.6%
네트워크 스위치향 매출액				228	228	457	548	377
% of sales				26.0%	22.1%	23.9%	19.2%	8.2%
범용 메모리향 매출액	426	301	454	49	49	99	122	151
% of sales	47.8%	40.1%	45.1%	5.6%	4.8%	5.2%	4.3%	3.3%
FCCL 매출액	180	180	180	90	90	180	180	180
% of sales	20.2%	23.9%	17.9%	10.2%	8.7%	9.4%	6.3%	3.9%
Others(Low-end) 매출액	285	271	272	135	135	271	271	271
% of sales	32.0%	36.0%	27.0%	19.0%	13.1%	14.2%	9.5%	5.9%

① NVIDIA향 매출

NVIDIA향 매출의 경우 Hopper, Blackwell, Rubin 각 세대별 판가에 CCL이 차지하는 비중을 곱하여 P를 계산하고, 각 세대별 출하량에 이를 곱하여 P*Q 논리로 추정하였다. P 추정 방식은 다음과 같다. NVIDIA의 Hopper 제품군 기준으로 총 8개의 CPU 캐리어 보드가 들어가고, 개당 가격이 150\$이므로 이를 바탕으로 가속기 가격에서 보드의 가격이 차지하는 비중을 구할 수 있다. 여기에 PCB 원가 중 CCL이 차지하는 비중을 곱해주면, GPU 단가에 6.35%를 곱해준 값이 해당 GPU향 CCL의 판가라고 생각해볼 수 있다. Hopper는 25,000달러, Blackwell은 35,000달러임을 토대로 P를 산출하였고, Rubin향 CCL P의 경우 Blackwell향 CCL P에, 2025년 HBM의 Blended ASP 상승률인 20.8%를 proxy로 반영하여 추정하였다.

도표 6-1. NVIDIA AI 가속기향 매출추정 Break Down



출처: SMIC 5팀

Q 추정 방식은 다음과 같다. 먼저 25년 1분기와 2분기 NVIDIA의 데이터센터향 매출 중 Hopper, Blackwell의 비중과 단가를 이용하여 제품군별 출하량을 계산하였다. 해당 방식으로 도출한 출하량 중 동사의 Hopper 점유율을 20%로 보수적으로 계산하였고, Blackwell의 경우 수출 문제를 고려하여 80%만 반영하였다. 당사의 2분기 Hopper 출하량은 1분기에 비해 16% 역성장했다. 이에 25년 하반기의 Hopper 출하량은 상반기 감소율을 반기로 환산하여 계산했다.

반면 당사의 2분기 Blackwell 출하량은 1분기에 비해 17% 성장했다. 이에 25년 하반기의 Blackwell 출하량은 상반기 출하량에 17%를 반기 성장률로 환산하여 계산했다. 26년 Hopper 출하량은 앞서 계산한 QoQ 감소율을 YoY로 환산한 -50.2%를 25년 Q에 곱해주었고, Blackwell의 경우 CEO인 젠슨 황의 5분기동안 600만대를 출하할 것이라는 발언을 토대로 이를 연 480만대로 환산하였다. Rubin 생산이 확대됨에 따라 Blackwell의 출하량이 감소할 것이라는 가정을 토대로, 480만대에 2분기 Hopper 출하량의 감소율을 적용하여 도출하였다.

26년 Rubin 출하량의 경우에는 TSMC의 CAPA 상승률을 반영한 26년 NVIDIA의 전체 가속기 출하량에서 Blackwell 출하량을 감하여 계산하였다. 27년 Rubin 출하량은 26년 출하량에 2Q25 Blackwell 출하량 성장률인 QoQ 17%를 YoY 성장률인 68.95%로 환산하여 곱해서 구하였다.

전방사인 TSMC의 CoWoS CAPA가 해마다 70% 증설할 것이라는 사실, NVIDIA가 그 중 70% 가량을 확보할 것이라는 사실을 보수적으로 50%만 반영하여 NVIDIA의 27년 전체 가속기 출하량을 구하였다. Blackwell 출하량은 전체 출하량 중 Rubin의 추정 출하량을 감하여 반영했으며 Hopper는 최신 칩의 성장세에 따라 출하되지 않는 것으로 가정하였다. 상기 논의를 종합하여 추정한 NVIDIA향 매출은 다음과 같다.

NVIDIA AI 가속기향 매출추정								
(단위 : 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액			101	376	480	856	1,369	2,333
YoY(%)						749.1%	60.0%	70.4%
Hopper			15	52	37	88	44	
P			227965	227965	227965	227965	227965	
Q			65,000	227,443	160,484	387,927	194,739	
Blackwell			86	324	443	767	927	659
P			273558	273558	273558	273558	273558	273558
Q			314,286	1,184,220	1,621,079	2,805,298	3,386,880	2,409,600
Rubin							398	1,674
P							330458	330458
Q							1,204,522	5,066,030

② ASIC향 매출

ASIC의 경우 NVIDIA와 함께 'AI 가속기 시장'이라는 전체 TAM을 공유한다. 이를 바탕으로 NVIDIA와 ASIC의 점유율 ratio, NVIDIA/ASIC에 대한 동사의 점유율 ratio를 반영하여 NVIDIA향 매출에 연동시켜 추정하였다. AI 가속기 중 NVIDIA와 ASIC의 출하량 비중을 당사들의 점유율 ratio로, 동사의 NVIDIA 침투율은 100%로 가정했다. 상세 수치는 Appendix 2에 첨부하였다.

③ 네트워크 스위치향 매출

25년, 26년, 27년 네트워크향 CCL Q의 경우, 동사의 증평+중국 공장의 CAPA에 네트워크향 매출 비중을 곱하여 추정했다. 증평+중국 공장은 동사의 하이엔드 CCL을 생산하는 설비 시설로, NVIDIA향, ASIC향, 네트워크 스위치향, 스마트폰용 FCCL을 제조한다. 이 중 스마트폰용 FCCL은 flat한 매출이 발생한다는 담당자의 진술을 토대로 비중을 계산하였고, 25년 NVIDIA향 제품의 비중은 2분기 전자BG 매출 중 NVIDIA 매출의 비중인 44%로 추정하였으며, ASIC은 ②에서 제시한 ratio를 NVIDIA향 비중에 곱한 4.5%로 추정하였다.

따라서 증평 + 중국 공장에서 NVIDIA향 44%, ASIC향 4.5%, FCCL향 7.7%를 제외한 나머지 43.8%를 네트워크 스위치향 비중으로 추정했다. 26년의 네트워크향 비중의 경우 다음과 같이 추정했다. 25년도 NVIDIA향 비중에, AI 가속기 시장 규모의 성장률과 그 중에서 NVIDIA의 비중, 그 중 동사의 점유율을 반영한 성장률을 곱하여 26년도의 NVIDIA향 비중을 45.5%로 추정했다. 26년 ASIC의 비중은 25년과 같은 방식으로 NVIDIA의 비중에 ratio를 적용하여 11.8%로 추정했다. 따라서 26년 네트워크향 비중은 나머지 항목을 감산한 35%로 추정했다.

27년의 네트워크향 비중 역시 동일한 방식으로 추정하였다. P의 경우 25년 기준으로 동사의 400G향(M7), 800G향(M8) 비중이 8:2이기 때문에 이를 반영한 Mixed ASP를 추정하였으며, 26년에는 800G 비중이 30%, 27년에는 35%로 증가할 것으로 가정하고 P를 상정하여 P*Q 논리로 매출을 추정하였다.

네트워크 스위치향 매출추정								
(단위:십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액				228	228	457	548	377
YoY%							19.9%	-31.2%
CCL Mixed ASP				109,485	109,485	109,485	113,737	115,863
CCL Q				2,086,899	2,086,899	4,173,797	4,815,736	3,251,289
증평+중국 CAPA				4,761,000	4,761,000	9,522,000	13,761,000	18,000,000
네트워크향 비중				43.8%	43.8%	43.8%	35.0%	18.1%

④ 그 외 매출

범용 메모리향 CCL, 스마트폰향 FCCL, 기타 Low-end CCL을 그 외 매출로 분류했다. 범용 메모리향의 경우 1H25 매출에 2를 곱한 값에 동사가 솔벤더 지위를 차지하고 있는 삼성전자의 DRAM 예상 출하량 증가율을 proxy로 구한 성장률을 곱하여 추정했다. 스마트폰향 CCL의 경우 연매출이 1,800억 정도로 일정하다는 점을 참고하였고, 기타 Low-end CCL의 경우 22년~24년 매출 중 최저점이었던 23년의 매출로 flat 처리하였다.

(2) DDI, 두타몰 및 기타

DDL 사업부와 두타몰 및 기타 매출의 경우 22년, 23년, 24년의 3년 평균값으로 flat 처리하였다.

(3) 두산에너지별도 별도

두산에너지별도 별도 매출은 대형원전, 가스터빈, SMR, EPC 및 기타로 나누어 추정하였다. 대형 원전, 가스터빈, SMR은 기초 수주잔고에서 확정되거나 제11차 전력기본수급계획을 고려하여 가능성이 매우 높은 신규 수주를 바탕으로 수주잔고를 추정한 후 CAPA에 따라 매출을 안분하였다. 안분 기간은 대형원전 10년, 가스터빈 4년, 가스터빈 납품 후 서비스 10년으로 인식하였다. 가스터빈 CAPA는 25, 26년에는 8기이지만 27년에 16기까지 확대된다고 가정하였다.

SMR의 경우 Q가 25, 26, 27년에 각각 6기, 12기, 20기로 예상됨에 따라 P와 Q를 break down하여 추정하였다. SMR CAPA는 26년까지 12기, 27년부터는 20기가 된다고 가정하였다. EPC 매출은 앞선 세 사업부와 연동되어 진행된다. 이에 일정한 규모로 유지되는 경향이 있어, EPC 및 기타 매출은 연간 5조 원을 flat 처리하였다. 상세 논리는 Appendix에 첨부하였다.

두산에너지별도 별도 매출추정								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	5,284	6,652	6,320	3,518	4,266	7,784	9,678	13,303
YoY(%)	47.1%	25.9%	-5.0%	17.8%	27.9%	23.2%	24.3%	37.5%
대형원전						1,314	2,223	4,461
% of sales						16.9%	23.0%	33.5%
가스터빈						1,254	1,803	2,455
% of sales						16.1%	18.6%	18.5%
SMR						216	652	1,387
% of sales						2.8%	6.7%	10.4%
EPC 및 기타						5,000	5,000	5,000
% of sales						64.2%	51.7%	37.6%

(4) 기타 자회사

기타 자회사의 매출액은 ① 합리적 추정의 어려움과 ② 본서 SOTP Valuation 구조 상 중요도가 매우 낮음을 고려하여, 향후 매출액 추정에 컨센서스를 차용하였다. 컨센서스가 없는 두산큐백스, 오리콤 등 기타 자회사는 24년 매출액을 flat 처리하였다. 동사의 연결 매출액 대비 기타 자회사 매출의 비중은 지속적으로 감소하는 모습을 보이며, 본서 논리 상 중요하지 않음을 강조한다.

기타 자회사 매출 추정								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	10,570	11,434	10,496	5,105	5,541	10,646	11,213	11,806
YoY(%)	24.9%	8.2%	-8.2%	-6.8%	10.5%	1.4%	5.3%	5.3%
두산밥캣	8,633	9,778	8,564	4,298	4,345	8,643	9,050	9,480
% of other sales	81.7%	85.5%	81.6%	84.2%	78.4%	81.2%	80.7%	80.3%
두산퓨얼셀	312	261	412	228	326	554	631	714
% of other sales	3.0%	2.3%	3.9%	4.5%	5.9%	5.2%	5.6%	6.0%
두산테스나	278	339	373	135	170	305	366	400
% of other sales	2.6%	3.0%	3.6%	2.6%	3.1%	2.9%	3.3%	3.4%
두산로보틱스	45	53	47	10	34	44	65	112
% of other sales	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	0.6%	0.4%	0.6%	0.9%
두산큐백스	70	58	59			59	59	59
% of other sales	0.7%	0.5%	0.6%			0.6%	0.5%	0.5%
기타	1,232	946	1,041			1,041	1,041	1,041
% of other sales	11.7%	8.3%	9.9%			9.8%	9.3%	8.8%

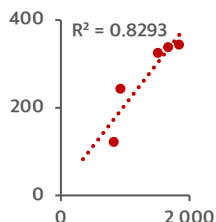
6.2. 비용 추정

(1) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정 - 연결								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	16,996	19,130	18,133	9,645	10,980	20,625	24,033	29,965
YoY(%)	32.2%	12.6%	-5.2%	6.5%	21.0%	13.7%	16.5%	24.7%
매출원가	14,158	15,885	15,171	7,995	8,646	16,641	18,811	22,768
매출원가율(%)	83.3%	83.0%	83.7%	82.9%	78.7%	80.7%	78.3%	76.0%
GPM(%)	16.7%	17.0%	16.3%	17.1%	21.3%	19.3%	21.7%	24.0%
원재료비	8,263	9,156	7,739	4,468	4,711	9,178	10,258	12,517
% of sales	48.6%	47.9%	42.7%	46.3%	42.9%	44.5%	42.7%	41.8%
인건비	1,444	1,546	1,660	978	919	1,897	2,116	2,325
% of sales	8.5%	8.1%	9.2%	10.1%	8.4%	9.2%	8.8%	7.8%
감가상각비	390	483	547	256	314	570	652	730
% of sales	2.3%	2.5%	3.0%	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%	2.4%
무형자산상각비	104	102	86	54	62	116	135	150
% of sales	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
기타비용	3,956	4,599	5,139	2,239	2,640	4,880	5,651	7,045
% of sales	23.3%	24.0%	28.3%	23.2%	24.0%	23.7%	23.5%	23.5%
판매비와관리비	1,712	1,809	1,958	1,094	1,186	2,280	2,603	3,048
판매비율(%)	10.1%	9.5%	10.8%	11.3%	10.8%	11.1%	10.8%	10.2%
OPM(%)	6.6%	7.5%	5.5%	5.8%	10.5%	8.3%	10.9%	13.8%
인건비	787	807	936	476	567	1,043	1,163	1,278
% of sales	4.6%	4.2%	5.2%	4.9%	5.2%	5.1%	4.8%	4.3%
감가상각비	64	65	72	38	44	82	94	105
% of sales	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
무형자산상각비	53	55	63	42	43	85	99	110
% of sales	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
연구개발비	223	263	284	148	175	323	377	469
% of sales	1.3%	1.4%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
지급수수료	154	159	160	65	117	182	212	265
% of sales	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
기타비용	430	460	443	325	240	565	658	821
% of sales	2.5%	2.4%	2.4%	3.4%	2.2%	2.7%	2.7%	2.7%

동사는 전자BG가 핵심인 지주사이다. 이에 따라 별도 비용 추정을 따로 진행하였으며, 연결 비용은 별도 비용에 유의하여 추정하였다. 이외에는 금액적 중요성을 가지는 ① 원재료비, ② 인건비와 EBITDA 추정에 필요한 ③ 감가상각비, ④ 무형자산상각비에 유의하여 추정하였다.

① 원재료비는 연결 상에서 주요하게 작용하는 전자BG, 두산에너지, 두산밥캣에 유의하여 추정하였다. 두산 그룹의 핵심 계열사는 제조업에 기반을 두고 있으며, 이익 레버리지가 강하게 걸림을 고려하였다. 특히 전자BG의 ASP 상승과 Mix 개선으로 인한 영향에 주의하였다.



② 인건비는 유·무형자산과 CapEx에 연동하여 추정하였다. CapEx를 집행하여 생산능력을 확충하면, 제조업의 직원수가 늘어나는 것이 논리적으로 합당하다. 기존 인건비와 CapEx 간 회귀분석 결과, 결정계수 0.83으로 유의성이 높아 추정에 사용하였다. 또한 각기 다른 계열사의 직원수를 바탕으로 증가 및 감소를 반영하는 것이 오히려 추정의 불확실함을 키운다고 판단하였다. 인건비의 상세 추정 논리는 Appendix에 첨부하였다.

③ 감가상각비와 ④ 무형자산상각비는 주요 계열사의 CapEx를 전부 반영하여 별도 추정하였다. 자체 사업인 전자BG와 DDI, 계열사인 두산에너지, 두산밥캣, 두산퓨얼셀, 두산큐백스의 향후 CapEx 계획을 참고하였다. 이때 아직 인수가 미확정적인 SK실트론은 고려하지 않았다. 상술하지 않은 이외 비용 계정들은 변동비와 고정비를 구분한 후 매출액에 연동시켜 추정하였다. 감가상각비, 무형자산상각비와 CapEx 추정의 상세 논리는 Appendix에 첨부하였다.

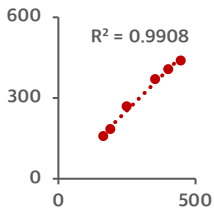
(2) 영업외손익, 법인세비용 추정 및 최종 손익계산서 Table

추정 손익계산서 - 연결								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	16,996	19,130	18,133	9,645	10,980	20,625	24,033	29,965
YoY(%)	32.2%	12.6%	-5.2%	6.5%	21.0%	13.7%	16.5%	24.7%
매출원가	14,158	15,885	15,171	7,995	8,646	16,641	18,811	22,768
매출총이익	2,838	3,245	2,962	1,650	2,334	3,984	5,222	7,197
GPM(%)	16.7%	17.0%	16.3%	17.1%	21.3%	19.3%	21.7%	24.0%
판매비와관리비	1,712	1,809	1,958	1,094	1,186	2,280	2,603	3,048
영업이익	1,126	1,436	1,004	556	1,148	1,704	2,619	4,149
OPM(%)	6.6%	7.5%	5.5%	5.8%	10.5%	8.3%	10.9%	13.8%
금융손익	(571)	(401)	(216)	(103)	(119)	(222)	(459)	(564)
기타손익	(497)	(542)	(223)	39	(64)	(25)	(163)	(133)
지분법손익	(343)	(42)	28	9	(16)	(7)	10	2
법인세차감전순이익	(286)	451	593	502	948	1,450	2,008	3,454
법인세비용	211	179	291	257	386	643	890	1,532
중단영업이익	(84)	-	-	-	-	-	-	-
당기순이익	(581)	272	302	244	563	807	1,117	1,922
NPM(%)	-3.4%	1.4%	1.7%	2.5%	5.1%	3.9%	4.6%	6.4%
지배주주순이익	(696)	(388)	(226)	102	235	337	467	804
비지배주주순이익	115	660	528	142	327	470	650	1,118

금융손익, 기타손익, 지분법손익 등 영업외손익과 법인세비용은 기존 추이를 반영하여 추정하였다. 상세 논리는 Appendix에 첨부하였다. 상기논의를 반영한 최종 손익계산서는 위와 같다.

(3) 별도 손익계산서 - 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정 - 별도								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,026	944	1,066	840	965	1,805	2,558	3,922
YoY(%)	6.1%	-8.0%	13.0%	68.6%	69.7%	69.2%	41.7%	53.3%
매출원가	748	704	763	510	548	1,058	1,396	1,988
매출원가율(%)	72.9%	74.6%	71.5%	60.7%	56.8%	58.6%	54.6%	50.7%
GPM(%)	27.1%	25.4%	28.5%	39.3%	43.2%	41.4%	45.4%	49.3%
원재료비	424	272	404	319	322	640	880	1,328
% of sales	41.3%	28.8%	37.9%	38.0%	33.3%	35.5%	34.4%	33.9%
인건비	138	125	129	102	119	221	251	279
% of sales	13.4%	13.2%	12.1%	12.1%	12.4%	12.3%	9.8%	7.1%
감가상각비	25	26	27	15	22	37	40	37
% of sales	2.5%	2.7%	2.5%	1.8%	2.3%	2.1%	1.6%	0.9%
무형자산상각비	1	1	2	1	1	2	3	3
% of sales	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타비용	191	280	201	73	84	157	222	341
% of sales	18.6%	29.7%	18.8%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
판매비와관리비	210	219	222	152	173	327	429	572
판매비율(%)	20.5%	23.2%	20.8%	18.1%	18.0%	18.1%	16.8%	14.6%
OPM(%)	6.6%	2.2%	7.7%	21.2%	25.2%	23.3%	28.7%	34.7%
인건비	115	119	120	62	70	133	150	167
% of sales	11.2%	12.6%	11.3%	7.4%	7.3%	7.3%	5.9%	4.3%
감가상각비	8	7	5	2	7	9	10	9
% of sales	0.8%	0.7%	0.5%	0.3%	0.7%	0.5%	0.4%	0.2%
무형자산상각비	5	3	4	2	3	5	7	8
% of sales	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
연구개발비	15	13	15	13	19	31	44	68
% of sales	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
지급수수료	-	23	22	14	21	36	50	77
% of sales	0.0%	2.4%	2.1%	1.7%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
기타비용	82	54	57	60	53	113	167	242
% of sales	8.0%	5.7%	5.3%	7.1%	5.5%	6.2%	6.5%	6.2%
감가상각비	33	32	32	18	29	47	50	46
무형자산상각비	6	5	5	3	4	7	9	12
EBITDA	107	58	119	199	277	474	793	1,419
EBITDA Margin(%)	10.4%	6.2%	11.2%	23.7%	28.7%	26.3%	31.0%	36.2%



동사의 핵심영업가치인 전자BG의 실적을 추정하기 위해 별도 기준의 비용을 추정하였다. 연결과 마찬가지로 전자BG에 유의하여 추정했으며, 금액적 중요성을 가지는 ① 원재료비, ② 인건비와 EBITDA 추정에 필요한 ③ 감가상각비, ④ 무형자산상각비를 중심으로 추정하였다. 각 비용들의 추정 논리는 연결과 같으나, 별도의 경우 전자BG의 영향력을 더욱 고려하였다. 상세 논리는 모두 Appendix에 첨부하였다. 이외 계정은 변동비와 고정비를 구분한 후 매출액에 연동하였다. 영업외손익의 경우 후술할 Valuation과 기업가치에 영향을 주지 않아 별도로 추정하지 않았다.

6.3. Valuation - SOTP Method

(1) Why SOTP Method?

도표 6-2. 두산 SOTP Valuation 구조도



출처: SMIC 5팀

본서는 동사의 Valuation 방법으로 SOTP Method를 선택하였다. 상술한 것처럼 동사는 사업형 지주사이다. 이에 ① 동사의 투자포인트인 전자BG의 가치를 분리해서 명확히 알아보고자 하였고, ② 각각의 계열사들이 연결된 실적과 자본으로 PER이나 PBR을 적용하는 것이 적합하지 않다고 판단하였다. 즉, 동일한 멀티플을 폭발적인 성장이 확실하며, 높은 이익률을 가지는 사업인 전자BG와 저성장에 낮은 이익률을 가지는 사업인 DDI, 두타몰에 같이 적용하는 것은 부적절하다. 마찬가지로 계열사 중 각기 다른 사업을 영위하는 상장사 6개가 있는 지주사인 동사의 특성을 고려하여, 각각의 계열사의 적정 가치를 평가한 후 합치는 SOTP Method가 적절하다고 판단한다.

전자BG를 포함하여, 핵심영업가치를 구성하는 사업부 혹은 자회사의 Valuation은 EV/EBITDA로 통일하였다. 각각의 사업부에 대해 영업외손익을 거쳐 당기순이익까지 추정하는 것은 불가능에 가까우며, 추정 과정에서 사업부가 보유한 비영업자산의 가치를 반영하지 않기 위함이다. 또한 추정이 가능한 자회사들에 대해서도 PER 혹은 PBR Method를 사용한다면, Equity Value를 구하게 되는데, Enterprise Value를 산출해야 하는 SOTP Valuation이 왜곡되게 된다. 또한, 전자BG는 NVIDIA의 CCL 솔벤더라는 유일무이한 장점을 지녀, 해외 상장기업을 Peer로 선정해야 하므로, 재무구조나 감가상각 방법, 법인세율 등에서 자유로운 EV/EBITDA를 사용하는 것이 적합하다.

SOTP Method는 [투자포인트 2]에서 상술한 것처럼 상법개정으로 인해 지주사 할인이 줄어들면, 동사의 기업가치에 어느 정도의 가산이 있을지에 대해서도 직관적으로 보여준다. 본서의 Valuation에서는 시장의 일반적인 시선에 맞추어 자회사에 대해 50%의 할인율을 적용하였으나, 지주사 할인율에 따른 목표주가 변화에 대해서도 후술할 것이다. 향후 진행될 3차 상법개정을 비롯하여 지주사 할인이 점차 해소된다면, 해당 민감도 분석을 투자에 참고할 수 있을 것이다.

(2) 핵심영업가치 EV 추정

① 두산전자BG

두산전자BG EBITDA 추정								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	891	752	1,006	879	1,032	1,911	2,858	4,572
YoY(%)		-15.7%	33.9%	68.6%	69.7%	89.9%	49.5%	60.0%
매출원가								
매출총이익								
GPM(%)								
판매비와관리비								
영업이익	86	35	123	252	315	568	926	1,708
OPM(%)	9.7%	4.6%	12.2%	28.7%	30.6%	29.7%	32.4%	37.4%
감가상각비				15	25	39	45	42
무형자산상각비				2	3	6	8	11
EBITDA				270	344	613	979	1,761
EBITDA Margin(%)				30.7%	33.3%	32.1%	34.3%	38.5%

두산전자BG Valuation - EV/EBITDA(2027E)	
(단위: 십억 원)	
2027E EBITDA	1,761
Target EV/EBITDA	14.4x
Target EV	25,426

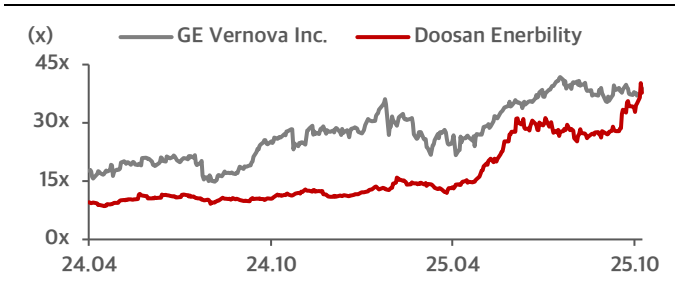
앞서 추정된 별도 재무제표 기준 비용과 EBITDA를 바탕으로 추정하였다. 전자BG는 자체 사업 부이므로, 정확한 비용 구조를 공시해주지 않는다. 이때 전자BG 매출액 중 중국법인 매출액은 별도에는 인식되지 않으므로, 기존 중국법인의 매출액과 영업이익 추이를 반영하여 전자BG 중 별도로 인식되는 매출액도 break down하였다. 이때 별도에서 전자BG 외에는 성장을 가정하지 않고 flat 처리하였기에, 별도 영업이익에서 DDI와 두타몰 및 기타 영업이익을 차감한 후 중국법인의 영업이익을 더하는 방법으로 전자BG의 최종 영업이익과 EBITDA를 추정하였다.

두산전자BG의 EV 산출을 위해 대만 EMC가 NVIDIA Hopper 시리즈에 솔 벤더로 들어가던 시기인 3Q23의 평균 forward EV/EBITDA 14.4x를 Target Multiple로 선정하였다. EMC는 3Q22부터 H100에 CCL 솔 벤더로 들어가기 시작했으며, 3Q23에는 다음 제품인 H200에도 솔 벤더로 들어갈 것이라는 기대감을 받고 있었다. 동사는 3Q24부터 NVIDIA의 Blackwell에 CCL 솔 벤더가 되었으며, 지금은 다음 제품인 Rubin에 솔 벤더로 들어갈 것이라는 기대를 받고 있다. 당시 EMC와 현재 동사가 받는 기대감의 상황적 유사성이 높아 Peer로 3Q23 EMC를 선정하였다. H200보다 Rubin이 출하량, CCL ASP 모든 부문에서 우월하나 할증하지 않았다는 점에서 과도하게 보수적인 멀티플이다. DDI와 두타몰 및 기타 사업부의 EV 추정은 Appendix에 첨부하였다.

② 두산에너지별도

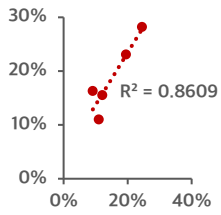
비용 및 EBITDA 추정 - 두산에너지별도						
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	5,284	6,652	6,320	7,784	9,678	13,303
YoY(%)		#DIV/0!	25.9%	23.2%	24.3%	37.5%
매출원가	4,781	5,803	5,479	6,932	8,613	11,585
매출원가율(%)	90.5%	87.2%	86.7%	89.1%	89.0%	87.1%
GPM(%)	9.5%	12.8%	13.3%	10.9%	11.0%	12.9%
원재료비	2,107	2,414	1,997	2,796	3,476	4,779
% of sales	39.9%	36.3%	31.6%	35.9%	35.9%	35.9%
인건비	484	536	636	815	1,003	1,159
% of sales	9.2%	8.1%	10.1%	10.5%	10.4%	8.7%
감가상각비	75	79	80	66	83	91
% of sales	1.4%	1.2%	1.3%	0.9%	0.9%	0.7%
무형자산상각비	46	29	28	46	61	72
% of sales	0.9%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%
기타비용	2,065	2,745	2,739	3,209	3,990	5,484
% of sales	39.1%	41.3%	43.3%	41.2%	41.2%	41.2%
판매비와관리비	418	394	447	539	668	845
판매비율(%)	7.9%	5.9%	7.1%	6.9%	6.9%	6.4%
OPM(%)	1.6%	6.8%	6.2%	4.0%	4.1%	6.6%
인건비	153	172	188	241	297	343
% of sales	2.9%	2.6%	3.0%	3.1%	3.1%	2.6%
감가상각비	19	19	22	17	21	23
% of sales	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
무형자산상각비	15	7	8	13	17	21
% of sales	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
연구개발비	25	26	32	39	49	67
% of sales	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
지급수수료	66	76	84	104	129	177
% of sales	1.3%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
기타비용	140	94	114	125	156	214
% of sales	2.7%	1.4%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
감가상각비	94	98	102	83	104	114
무형자산상각비	61	36	36	59	78	93
EBITDA	240	588	531	455	578	1,080
EBITDA Margin(%)	4.5%	8.8%	8.4%	5.8%	6.0%	8.1%

도표 6-3. 두산에너지별도, GE Vernova 멀티플 비교



출처: SMIC 5팀

두산에너지별도 Valuation - EV/EBITDA(2027E)	
(단위: 십억 원)	
2027E EBITDA	1,080
Target EV/EBITDA	38.8x
Target EV	41,858



두산에너지빌리티의 EV를 산출하기 위해 별도 추정을 진행하였다. 추정 논리는 앞선 과정과 같다. 별도 두산에너지빌리티의 EV 산출을 위해 사용한 Peer Multiple은 3Q25 GE Vernova이다. GEV는 가스터빈을 필두로 AI 경쟁의 필수 요소이자, 근본이 되는 에너지를 주도하고 있다. 가스터빈 player는 두산에너지빌리티를 포함하여 넷밖에 없으며, 이들 모두 수주잔고가 폭발적으로 증가하고 있다. 이에 시장에서는 수주잔고로 인한 장기 현금흐름 확보를 높게 평가하고 있다. 또한 GEV는 가스터빈에서 독점적 위치에 있고, 동사는 원전 주기기에서 독점적 위치에 있다는 위상적 공통 점을 갖는다. 이에 GEV의 3Q25 평균 EV/EBITDA 38.8x를 Target Multiple로 선정하였다.

(3) 최종 SOTP Valuation Table

SOTP Valuation							
(단위: 십억 원)							
(A) 핵심영업가치		27E EBITDA	EV/EBITDA	지분율	할인율	평가액	비고
CCL	두산전자BG	1,761	14.4x			25,426	EMC 3Q23 NVIDIA Hopper 솔벤더
CCL 외 별도	DDI + 두타물	(86)	4.8x			-	현대백화점 21.11~22.2 평균 → EV 0 처리
		합계				25,426	
(B) 두산에너지빌리티		27E EBITDA	EV/EBITDA	지분율	할인율	평가액	비고
대형원전, 가스터빈, SMR 등	두산에너지빌리티(별도)	1,080	38.8x	30.4%	50.0%	6,360	GE Vernova 3Q25 평균
		시가총액	장부가	지분율	할인율	평가액	비고
상장사	두산밥캣(연결)	5,780		48.2%	70.0%	835	25.10.31 증가
	두산퓨얼셀(연결)	2,797		30.3%	70.0%	254	25.10.31 증가
	두산퓨얼셀 1우	113		14.1%	70.0%	5	25.10.31 증가
	두산퓨얼셀 2우B	36		5.3%	70.0%	1	25.10.31 증가
비상장사	두산건설		96	100.0%	50.0%	48	2Q25 연결 기준 장부가
	분당리츠		46	100.0%	50.0%	23	2Q25 연결 기준 장부가
	두산큐백스		358	100.0%	50.0%	179	2Q25 연결 기준 장부가
	D20 Capital		64	100.0%	50.0%	32	2Q25 연결 기준 장부가
	기타비상장자회사		98	100.0%	50.0%	49	2Q25 연결 기준 장부가
		합계				7,786	
(C) 기타 영업가치		시가총액	장부가	지분율	할인율	평가액	비고
상장사	두산로보틱스(연결)	5,056		68.2%	50.0%	1,724	25.10.31 증가
	두산테스나(연결)	970		38.7%	50.0%	188	25.10.31 증가
	오리콤(연결)	71		60.9%	50.0%	22	25.10.31 증가
비상장사	두산경영연구원		8	100.0%	50.0%	4	2Q25 연결 기준 장부가
	두산베어스		16	100.0%	50.0%	8	2Q25 연결 기준 장부가
	두산모빌리티이노베이션		206	91.6%	50.0%	94	2Q25 연결 기준 장부가
	두산로지스틱스솔루션		89	100.0%	50.0%	45	2Q25 연결 기준 장부가
	두산인베스트먼트		10	100.0%	50.0%	5	2Q25 연결 기준 장부가
	기타비상장자회사		421	100.0%	50.0%	211	2Q25 연결 기준 장부가
		합계				2,300	
(D) 비영업가치							비고
	투자부동산					489	2Q25 연결 기준
	금융자산 등					1,416	2Q25 연결 기준
		합계				1,906	
(E) 우선주 시가총액							비고
	두산 우					2,030	25.10.31 증가
	두산 2우B					408	25.10.31 증가
		합계				2,438	
(F) 순차입금					5,864		2Q25 연결 기준
(G) 목표 시가총액					29,116		(A) + (B) + (C) + (D) - (E) - (F)
(H) 발행주식수					15,533,835		27E 기준 자사주 6% 소각 반영
목표주가(원)					1,874,000		(G) / (H)
현재주가(원)					949,000		25.10.31 증가
상승여력(%)					97.5%		

상기 논의를 종합한 최종 SOTP Valuation Table이다. 27E EBITDA에 멀티플을 준 것은 Blackwell에 이어 Rubin까지 동사가 CCL 솔벤더 자리를 차지하는 것과 27년에 CAPA 50% 증설이 완료된다는 본서의 투자포인트와 논조가 일치하기 때문이다. 또한 26E EBITDA에 멀티플을 주는 것은 26년 초를 목표주가의 실현시점으로 보는 것으로, 단 2달 후에 도달해야 한다. 다만 짧은 시계열에서 동사의 적정 가치를 알고 싶은 투자자들을 위해 Appendix에 26E EBITDA에 멀티플을 부여한 SOTP Table을 첨부하였다. 이 경우의 목표주가는 1,135,000원, 상승여력은 20%이다.

실현시점 27년 초에 목표주가 1,874,000원, 상승여력 97%, 투자의견 BUY를 제시한다.

(4) SOTP Valuation, 그런데 이제 상장 자회사의 가치를 제거한

두산에너지빌리티, 두산퓨얼셀, 두산로보틱스, 두산테스나 등 수많은 동사의 자회사들의 주가는 최근 고공행진을 달리고 있다. 이들의 주가가 올라간다고, 동사의 본질 가치가 올라가는 것일까? 그렇다면 상승분을 즉각 어느정도로 반영해야 될까? 이것을 고려하면, 후술할 Valuation이 동사의 본질적인 가치를 온전하게 설명하고, 주식 매매에 유의미한 도움을 줄 수 있을 것이다.

SOTP Valuation - 상장 자회사 가치 제거							
(단위: 십억 원)							
(A) 핵심영업가치		27E EBITDA	EV/EBITDA	지분율	할인율	평가액	비고
CCL	두산전자BG	1,761	14.4x			25,426	EMC 3Q23 NVIDIA Hopper 솔벤더
CCL 외 별도	DDI + 두타물	(86)	4.8x			-	현대백화점 21.11~22.2 평균 → EV 0 처리
	합계					25,426	
(B) 기타 영업가치		시가총액	장부가	지분율	할인율	평가액	비고
상장사	두산에너지빌리티(연결)	56,818		30.4%	100.0%	-	상장 자회사 가치 제거
	두산로보틱스(연결)	5,056		68.2%	100.0%	-	상장 자회사 가치 제거
	두산테스나(연결)	970		38.7%	100.0%	-	상장 자회사 가치 제거
	오리콤(연결)	71		60.9%	100.0%	-	상장 자회사 가치 제거
비상장사	두산경영연구원		8	100.0%	50.0%	4	2Q25 연결 기준 장부가
	두산베어스		16	100.0%	50.0%	8	2Q25 연결 기준 장부가
	두산모빌리티노베이션		206	91.6%	50.0%	94	2Q25 연결 기준 장부가
	두산로지스틱스솔루션		89	100.0%	50.0%	45	2Q25 연결 기준 장부가
	두산인베스트먼트		10	100.0%	50.0%	5	2Q25 연결 기준 장부가
	기타비상장자회사		421	100.0%	50.0%	211	2Q25 연결 기준 장부가
	합계					366	
(C) 비영업가치							비고
	투자부동산					390	2Q25 별도 기준
	금융자산 등					3,647	2Q25 별도 기준
	합계					4,037	
(D) 우선주 시가총액							비고
	두산 우					2,030	25.10.31 종가
	두산 2우B					408	25.10.31 종가
	합계					2,438	
(E) 순차입금						1,485	2Q25 별도 기준
(F) 목표 시가총액						25,908	(A) + (B) + (C) - (D) - (E)
(G) 발행주식수						15,533,835	27E 기준 자사주 6% 소각 반영
목표주가(원)						1,668,000	(F) / (G)
현재주가(원)						949,000	25.10.31 종가
상승여력(%)						75.8%	

상술한 SOTP Valuation과 달리, 상장 자회사의 가치를 제거한 SOTP Valuation이다. 상장 자회사의 가치를 동사의 적정 가치를 산출할 때 반영하는 것은 Valuation 이론 상 옳을 수 있으나, 실제 투자와는 다소 괴리가 있다. 가령, 두산에너지빌리티의 대규모 수주 계약이 나온 것을 보고 동사를 매수할 투자자들은 거의 없을 것이다. 많은 투자자들이 두산 별도, 그중에서도 두산전자BG만의 가치를 보고 동사를 매수할 것이다. 이러한 점을 고려하여, 실제 매매에 유의미한 도움이 되고자, 상장 자회사의 가치를 0으로 제거한 Valuation Table을 추가로 제시한다.

앞선 방식과 같이, 실현시점 27년 초를 기준으로 목표주가를 산출했으며, 전자BG에 부여한 EV/EBITDA의 논리도 같다. 상기 논의를 종합하여, 상장 자회사 가치를 제거한 목표주가는 1,668,000원, 상승여력은 76%이다. 이러한 Valuation은 사실상 동사의 별도 가치를 알아보는 것이므로, 비영업가치와 순차입금 또한 2Q25 별도 재무제표에 기반하여 산출하였다. 그럼에도 시장이 평가한 우선주 시가총액에는 자회사 가치가 들어있을 수 있어 과소평가될 수 있다.

이러한 방식은 매매에는 유의미하게 사용할 수 있으나, 사업형 지주사인 동사의 성격을 생각하면 현실적으로 옳지 않을 수 있다. 또한 투자자들마다 각자 생각하는 상장 자회사 및 비상장 자회사의 할인율이 다를 것이다. 이를 위해 자회사 가치 할인율 변화에 따른 목표주가 밴드를 후술할 것이다. 상술한 두 Valuation과 후술할 목표주가 밴드를 활용하면, 동사의 적정 가치에 대해 상황에 따라 자회사 가치를 반영하며 매매 의사결정을 할 수 있을 것이다.

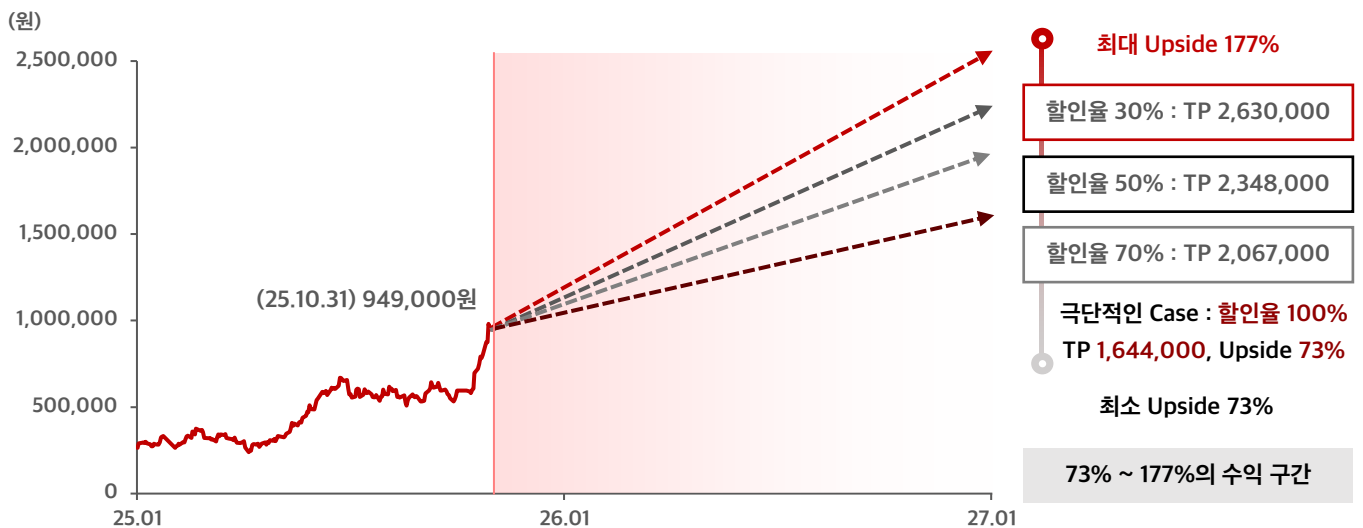
(5) 목표주가에 대한 소고 및 지주사 할인에 대한 제언

본서의 목표주가는 EV/EBITDA를 활용한 SOTP Valuation을 통해 산출한 것이다. 이때 주요 가정으로 ① 전자BG 외의 DDI, 두타물 등의 사업부에 대해 EV 0을 주었으며, ② 두산에너지빌리티를 시가총액으로 평가하지 않고 별도 추정을 통해 EV를 산출하였다. ① 추정된 DDI, 두타물의 27E EBITDA는 -900억 원으로, -4,160억 원의 EV를 가지게 된다. 이는 0.6%의 OPM을 가지는 DDI와 1H25에만 560억 원 영업적자를 기록한 두타물의 영향이다. EV는 기업의 인수 가치를 나타내는데, 청산가치가 음수인 것은 합리적이지 않다 판단하여 0으로 처리하였다. 음수 EV를 제거한 영향은 동사의 목표 시가총액 기준 1~2%에 불과하여 투자에 미치는 영향은 미미할 것이다.

② 추정된 두산에너지빌리티의 EV는 41.9조 원이며, SOTP를 사용한 두산에너지빌리티의 연결 시가총액을 추정하면 현재 시가총액보다 현재히 낮은 약 40조 원이 산출된다. 이는 시장에서 두산에너지빌리티를 평가할 때 원전과 가스터빈, SMR 모두 본격화되는 27년 이후의 시점을 반영하고 있기 때문이다. 이때 두산에너지빌리티의 현재 시가총액을 반영하면 동사에 더 높은 목표주가를 부여할 수 있다. 하지만 본서의 논리에 따라 전자BG만으로도 상승여력이 있음을 보여주려고 두산에너지빌리티를 과소 반영하였다. 후술할 밴드에서는 두산에너지빌리티의 시가총액을 반영할 것이다.

[투자포인트 2]에서 지주사의 문제에 대해 소명하였으나, 상장·비상장 자회사의 가치에 대해 각각 70, 50%의 할인율을 적용하였다. 11월에 예상되는 상법개정 모멘텀 등을 통해 지주사 할인율이 축소된다면 동사의 적정 가치는 더욱 올라갈 것이다. 이에 27년 초 실현시점을 기준으로 두산에너지빌리티의 현재 시가총액을 반영한 상태의 할인율 변화에 따른 목표주가 밴드를 제시한다.

도표 6-4. 자회사 가치 할인율 변화에 따른 목표주가 밴드



출처: KRX, SMIC 5팀

만약 할인율이 30%라 생각한다면, 동사의 목표주가는 2,630,000원으로 177%의 상승여력을 가지게 된다. 반대로 할인율을 70%라 생각한다면, 동사의 목표주가는 2,067,000원으로 118%의 상승여력을 가지게 된다. 극단적으로 생각해서 지주사 할인율을 100%로 설정한다면, 동사의 목표주가는 1,644,000원으로 여전히 73%의 상승여력을 가진다. 자회사 가치를 전혀 인정해주지 않아도, 전자BG와 비영업가치만으로 현재의 시가총액보다 높은 적정 가치를 가진다는 의미이다. 즉, 지주사 할인율에 따라 동사의 주가는 73 ~ 177%의 안정적인 수익 구간을 가지게 된다.

Appendix

Appx.1. 두산 별도 매출 추정 Table

최종 매출 추정 Table - 별도								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,026	944	1,066	840	965	1,805	2,558	3,922
YoY(%)		-8.0%	13.0%			69.2%	41.7%	53.3%
전자BG(별도)	776	651	756	699	821	1,521	2,274	3,638
% of sales	75.6%	69.0%	70.9%	83.3%	85.1%	84.3%	88.9%	92.8%
DDI	174	183	194	85	98	184	184	184
% of sales	17.0%	19.4%	18.2%	10.1%	10.2%	10.2%	7.2%	4.7%
두타몰 및 기타	76	110	117	56	45	101	101	101
% of sales	7.4%	11.6%	10.9%	6.6%	4.7%	5.6%	3.9%	2.6%

Appx.2. AI GPU, ASIC 출하량

AI GPU, ASIC 출하량					
(단위: 만 개)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
NVDA	168	436.8	606	640	588
AMD	16	72	83.2	70.4	52.8
Google	64	112	153.6	219.2	257.6
AWS	18	54	154	180	220
META				79	84
OPENAI				19.2	25.4
MICROSOFT				24	48
ASIC	82	166	307.6	521.4	635
TOTAL	266	674.8	996.8	1231.8	1275.8
점유율					
NVIDIA	63%	65%	61%	52%	46%
ASIC	31%	25%	31%	42%	50%
동사 예상 점유율					
NVIDIA			100%	100%	100%
ASIC			20%	33%	50%

Appx.3. 두산에너빌리티 제품별 매출 추정

가스터빈 매출 추정 - 두산에너빌리티 별도				SMR 매출 추정 - 두산에너빌리티 별도			
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E
매출액	1,254	1,803	2,455	매출액	216	652	1,387
YoY(%)		43.8%	36.2%	YoY(%)		201.9%	112.7%
기초 수주잔고	1,175	1,621	1,737	기초 수주잔고	-	864	2,394
신규수주	1,700	1,919	2,264	신규수주	1,080	2,182	3,672
기수주 매출인식	487	397	234	SMR P	180	182	184
신규수주 매출인식	567	1,206	1,961	SMR Q(기)	6	12	20
서비스 매출인식	200	200	260	매출인식	216	652	1,387
기말 수주잔고	1,621	1,737	1,546	기말 수주잔고	864	2,394	4,679
대형원전 매출 추정 - 두산에너빌리티 별도				EPC 및 기타 매출 추정 - 두산에너빌리티 별도			
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E
매출액	1,314	2,223	4,461	매출액	5,000	5,000	5,000
YoY(%)		69.2%	100.7%	YoY(%)		0.0%	0.0%
기초 수주잔고	4,741	7,327	11,467				
신규수주	3,900	6,363	15,710				
기수주 매출인식	757	757	751				
신규수주 매출인식	557	1,466	3,710				
기말 수주잔고	7,327	11,467	22,716				

Appx.4. 두산 연결 인건비 추정

인건비비 추정 - 연결								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
인건비	2,231	2,353	2,596	1,455	1,486	2,940	3,279	3,604
매출원가 인건비	1,444	1,546	1,660	978	919	1,897	2,116	2,325
안분비율(%)	64.7%	65.7%	64.0%	67.3%	61.9%	64.5%	64.5%	64.5%
판매비 인건비	787	807	936	476	567	1,043	1,163	1,278
안분비율(%)	35.3%	34.3%	36.0%	32.7%	38.1%	35.5%	35.5%	35.5%

Appx.5. 두산 연결 감가상각비 추정

유형자산 CapEx - 연결						확장 CapEx - 연결					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물 및 구축물	170	170	170	170	170	건물 및 구축물	228	222	191	-	-
기계장치	365	365	365	365	365	기계장치	501	416	370	-	-
기타 유형자산	63	63	63	63	63	기타 유형자산	5	2	2	-	-
합계	598	598	598	598	598	합계	735	640	563	-	-

감가상각비 (CapEx 반영 전) - 연결						감가상각비 (CapEx 반영 후) - 연결					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물 및 구축물	143	143	143	143	143	건물 및 구축물	153	163	172	176	181
기계장치	350	350	350	-	-	기계장치	437	515	588	275	311
기타 유형자산	54	54	54	-	-	기타 유형자산	61	68	74	26	33
합계	548	548	548	143	143	합계	651	746	835	477	524

Appx.6. 두산 연결 무형자산상각비 추정

무형자산 CapEx - 연결						무형자산 확장 CapEx - 연결					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
산업재산권	5	5	5	5	5	산업재산권	-	-	-	-	-
개발비	185	185	185	185	185	개발비	192	137	56	-	-
기타 무형자산	86	86	86	86	86	기타 무형자산	39	19	14	-	-
합계	276	276	276	276	276	합계	232	157	70	-	-

무형자산상각비 (CapEx 반영 전) - 연결						무형자산상각비 (CapEx 반영 후) - 연결					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
산업재산권	3	3	3	3	3	산업재산권	3	3	4	4	5
개발비	93	93	93	93	93	개발비	119	140	156	169	181
기타 무형자산	67	67	67	67	67	기타 무형자산	80	90	100	109	118
합계	163	163	163	163	163	합계	201	234	260	282	303

Appx.7. 두산 연결 영업외손익 추정

기타손익 추정							금융손익 추정										
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E	
기타손익	(497)	(542)	(223)	39	(64)	(25)	(163)	(133)	(571)	(401)	(216)	(103)	(119)	(222)	(459)	(564)	
기타수익	169	85	184	127	77	205	111	111	808	664	1,330	859	564	1,423	1,080	1,091	
장단기투자증권처분이익	6	1	0	0	2	2	2	2	4	103	143	54	62	116	126	137	
장단기투자증권평가이익	24	12	101	110	23	132	46	46	3	3	3	1	2	3	3	3	
유형자산처분이익	4	10	9	10	3	13	6	6	332	289	307	98	212	309	309	309	
무형자산처분이익	1	1	0	0	1	1	1	1	137	81	368	224	144	368	368	368	
매각예정자산처분이익	19	1	0	0	0	0	0	0	140	76	139	119	59	178	118	118	
투자부동산처분이익	2	0	-	-	-	-	-	-	95	67	136	343	50	393	99	99	
무형자산손상차손환입	-	0	-	-	-	-	-	-	67	44	235	20	36	56	56	56	
무형자산손상차손환입	-	-	9	1	2	3	3	3	0	-	-	0	-	-	-	-	
투자부동산평가이익	113	25	32	-	29	29	29	29	1,379	1,064	1,646	962	683	1,645	1,538	1,655	
기타	-	39	33	6	18	24	24	24	기타비용	365	466	492	236	317	554	651	767
기타비용	667	627	407	88	141	229	274	244	외환차손	373	279	277	176	134	310	310	310
장단기투자증권처분손실	2	0	0	1	0	1	1	1	외환손실	307	91	294	215	80	294	294	294
장단기투자증권평가손실	65	139	1	2	1	3	48	17	파생상품평가손실	101	69	115	118	48	165	95	95
매출채권처분손실	8	11	14	5	6	11	11	11	파생상품평가손실	97	94	275	43	52	96	96	96
유형자산처분손실	4	2	9	1	4	5	5	5	확정계약평가손실	54	27	48	156	22	177	43	43
무형자산처분손실	1	0	1	0	1	1	1	1	사채상환손실	17	0	-	-	-	-	-	-
투자부동산처분손실	1	0	-	-	-	-	-	-	기타 대손상각비	13	80	26	0	19	19	19	19
무형자산손상차손	423	174	249	31	56	87	87	87	기타	18	26	23	13	11	24	24	24
투자부동산평가손실	0	20	18	9	10	19	19	19	기타금융수익	83	114	52	25	27	52	52	52
투자부동산손상차손	13	38	1	-	1	1	1	1	이자부채	365	466	492	236	317	554	651	767
종속기업투자주식처분손실	-	1	1	-	-	-	-	-	이자비용	7,500	7,731	9,065	10,652	12,542	14,794	14,794	
종속기업투자주식손상차손	-	-	6	-	-	-	-	-	차입금	5,300	5,706	6,873	8,280	9,973	12,013	12,013	
매각예정자산처분손실	5	3	2	-	2	2	2	2	기타 금융부채	2,200	2,025	2,192	2,373	2,568	2,780	2,780	
기타 대손상각비	13	80	26	0	19	19	19	19	평균이자발생부채	7,500	7,616	8,398	9,859	11,597	13,668	13,668	
기타	18	26	23	13	11	24	24	24	이자비용	365	466	492	554	651	767	767	
기타	83	114	52	25	27	52	52	52	유효이자율(%)	4.9%	6.1%	5.9%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	

Appx.8. 두산 연결 법인세비용 추정

법인세비용 추정						
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
법인세차감전손이익	(286)	451	593	502	955	1,457
법인세비용	211	179	291	257	389	646
유효법인세율(%)	-73.9%	39.7%	49.0%	51.3%	40.7%	44.3%

Appx.9. 두산 별도 인건비 추정

인건비비 추정 - 별도								
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
인건비	253	244	249	164	189	354	401	446
매출원가 인건비	138	125	129	102	119	221	251	279
안분비율(%)	54.4%	51.2%	51.9%	62.1%	62.9%	62.5%	62.5%	62.5%
판매비 인건비	115	119	120	62	70	133	150	167
안분비율(%)	45.6%	48.8%	48.1%	37.9%	37.1%	37.5%	37.5%	37.5%

Appx.10. 두산 별도 감가상각비 추정

유형자산 CapEx - 별도						확장 CapEx - 별도					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물 및 구축물	13	13	13	13	13	건물 및 구축물	7	-	-	-	-
기계장치	23	23	23	23	23	기계장치	94	37	33	-	-
기타 유형자산	11	11	11	11	11	기타 유형자산	-	-	-	-	-
합계	46	46	46	46	46	합계	101	37	33	-	-
감가상각비 (CapEx 반영 전) - 별도						감가상각비 (CapEx 반영 후) - 별도					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물 및 구축물	14	14	14	14	14	건물 및 구축물	15	15	15	15	16
기계장치	11	11	11	11	11	기계장치	23	25	27	30	32
기타 유형자산	8	8	-	-	-	기타 유형자산	9	10	3	4	5
합계	33	33	25	25	25	합계	47	50	46	49	53

Appx.11. 두산 별도 무형자산상각비 추정

무형자산상각비 (CapEx 반영 전) - 별도					무형자산 CapEx - 별도					무형자산상각비 (CapEx 반영 후) - 별도							
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
산업재산권	0	0	0	0	-	산업재산권	0	0	0	0	0	산업재산권	0	0	0	0	0
개발비	2	2	2	2	2	개발비	10	10	10	10	10	개발비	4	6	8	10	12
기타 무형자산	2	2	2	2	2	기타 무형자산	3	3	3	3	3	기타 무형자산	3	3	3	4	4
합계	5	5	5	5	5	합계	13	13	13	13	13	합계	7	9	12	14	16

Appx.12. 두산전자BG 별도-연결 안분 추정

두산전자BG 별도-연결 안분 추정									
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E	
전자BG 연결 매출액	891	752	1,006	879	1,032	1,911	2,858	4,572	
전자BG 별도 매출액	776	651	756	699	821	1,521	2,274	3,638	
% of Top line	87.1%	86.6%	75.2%	79.6%	79.6%	79.6%	79.6%	79.6%	
중국 창수시(상속) 해외법인	115	100	250	182	214	396	592	948	
% of Top line	12.9%	13.4%	24.8%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	

Appx.13. DDI + 두타물 및 기타 EBITDA, EV 추정

DDI + 두타물 및 기타 EBITDA 추정									
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E	
매출액	250	293	310	141	144	284	284	284	
YoY(%)		17.0%	6.0%			-8.3%	0.0%	0.0%	
매출원가									
매출총이익									
GPM(%)									
판매비와관리비									
영업이익	(13)	(11)	(26)	(56)	(38)	(95)	(95)	(95)	
OPM(%)	-5.1%	-3.9%	-8.3%	-40.1%	-26.7%	-33.4%	-33.4%	-33.4%	
감가상각비				3	4	7	6	3	
무형자산상각비				0	1	1	1	1	
EBITDA	(13)	(11)	(26)	(53)	(33)	(86)	(88)	(91)	
EBITDA Margin(%)	-5.1%	-3.9%	-8.3%	-37.6%	-23.3%	-30.4%	-31.0%	-31.9%	
DDI + 두타물 및 기타 Valuation - EV/EBITDA(2027E)									
(단위: 십억 원)									
2027E EBITDA								(86)	
Target EV/EBITDA									4.8x
Target EV									(415)

Appx.14. 두산에너지별도 인건비 추정

인건비 추정 - 두산에너지별도						
(단위: 십억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
인건비	638	708	823	1,056	1,300	1,502
매출원가 인건비	484	536	636	815	1,003	1,159
안분비율(%)	75.9%	75.7%	77.2%	77.2%	77.2%	77.2%
판매비 인건비	153	172	188	241	297	343
안분비율(%)	24.1%	24.3%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%

Appx.15. 두산에너지별도 감가상각비 추정

유형자산 CapEx - 두산에너지별도						확장 CapEx - 두산에너지별도					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물 및 구축물	13	13	13	13	13	건물 및 구축물	87	102	89	-	-
기계장치	23	23	23	23	23	기계장치	193	230	203	-	-
기타 유형자산	9	9	9	9	9	기타 유형자산	16	14	8	-	-
사용권자산	12	12	12	12	12	사용권자산	-	-	-	-	-
합계	57	57	57	57	57	합계	209	244	210	-	-
감가상각비 (CapEx 반영 전) - 두산에너지별도						감가상각비 (CapEx 반영 후) - 두산에너지별도					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
건물 및 구축물	21	21	21	21	21	건물 및 구축물(40년)	23	26	28	29	29
기계장치	30	30	30	30	30	기계장치(15년)	44	61	76	78	79
기타 유형자산	7	7	-	-	-	기타 유형자산(9년)	10	13	7	8	9
사용권자산	27	27	27	-	-	사용권자산	28	30	31	5	6
합계	85	85	78	50	50	합계	83	104	114	91	95

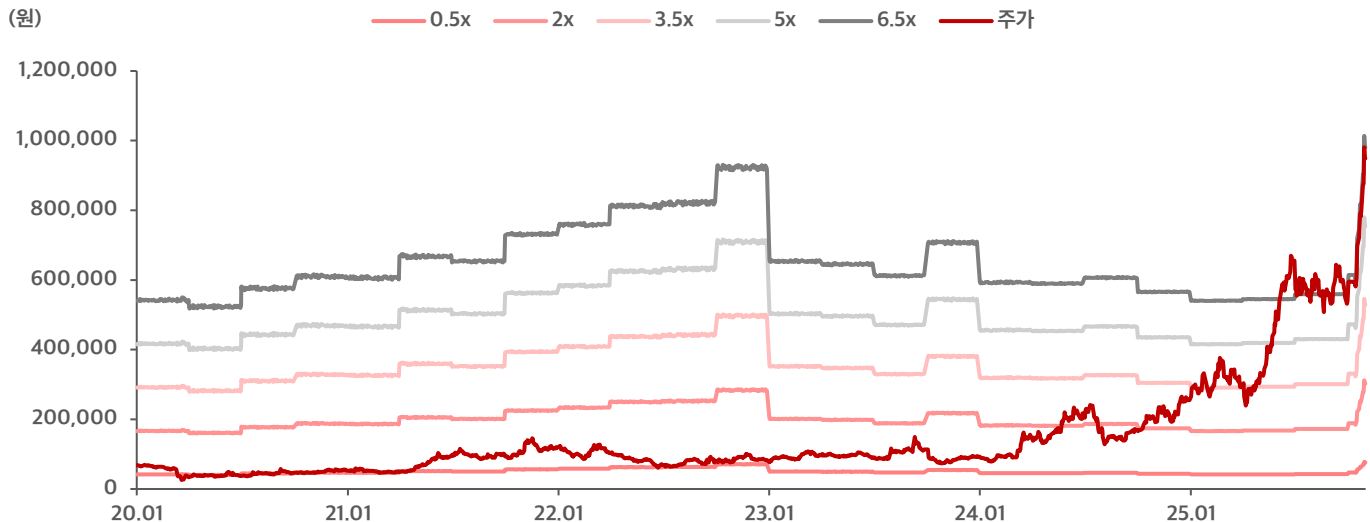
Appx.16. 두산에너지별도 별도 무형자산상각비 추정

무형자산 CapEx - 두산에너지별도 별도						무형자산 확장 CapEx - 두산에너지별도 별도					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
산업재산권	4	4	4	4	4	산업재산권					
개발비	124	124	124	124	124	개발비	149	115	53		
기타 무형자산	11	11	11	11	11	기타 무형자산	34	17	13		
합계	139	139	139	139	139	합계	183	133	66	-	-
무형자산상각비 (CapEx 반영 전) - 두산에너지별도 별도						무형자산상각비 (CapEx 반영 후) - 두산에너지별도 별도					
(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	(단위: 십억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
산업재산권	2	2	2	2	-	산업재산권(7.5년)	3	3	4	4	3
개발비	24	24	24	24	24	개발비(15년)	42	58	70	78	87
기타 무형자산	10	10	10	10	10	기타 무형자산(10년)	14	17	19	21	22
합계	36	36	36	36	34	합계	59	78	93	103	111

Appx.17. 2026E SOTP Valuation Table

SOTP Valuation - 2026E							
(단위: 십억 원)							
(A) 핵심영업가치		26E EBITDA	EV/EBITDA	지분율	할인율	평가액	비고
CCL	두산전자BG	979	17.7x			17,323	EMC 3Q25 forward EV/EBITDA
CCL 외 별도	DDI + 두타몰	(86)	4.8x			-	현대백화점 21.11~22.2 평균 → EV 0 처리
	합계					17,323	
(B) 기타 영업가치		시가총액	장부가	지분율	할인율	평가액	비고
상장사	두산에너지리티(연결)	56,818		30.4%	70.0%	5,180	25.10.31 증가
	두산로보틱스(연결)	5,056		68.2%	70.0%	1,034	25.10.31 증가
	두산테스나(연결)	970		38.7%	70.0%	113	25.10.31 증가
	오리콤(연결)	71		60.9%	70.0%	13	25.10.31 증가
비상장사	두산경영연구원		8	100.0%	50.0%	4	2Q25 연결 기준 장부가
	두산베어스		16	100.0%	50.0%	8	2Q25 연결 기준 장부가
	두산모빌리티노베이션		206	91.6%	50.0%	94	2Q25 연결 기준 장부가
	두산로지스틱스솔루션		89	100.0%	50.0%	45	2Q25 연결 기준 장부가
	두산인베스트먼트		10	100.0%	50.0%	5	2Q25 연결 기준 장부가
	기타비상장자회사		421	100.0%	50.0%	211	2Q25 연결 기준 장부가
	합계					6,706	
(C) 비영업가치							비고
	투자부동산					489	2Q25 연결 기준
	금융자산 등					1,416	2Q25 연결 기준
	합계					1,906	
(D) 우선주 시가총액							비고
	두산 우					2,030	25.10.31 증가
	두산 2우B					408	25.10.31 증가
	합계					2,438	
(E) 순차입금						5,864	2Q25 연결 기준
(F) 목표 시가총액						17,633	(A) + (B) + (C) - (D) - (E)
(G) 발행주식수						15,533,835	27E 기준 자사주 6% 소각 반영
목표주가(원)						1,135,000	(F) / (G)
현재주가(원)						949,000	25.10.31 증가
상승여력(%)						19.6%	

Appx.18. Historical PBR(TTM) Band



Appx.19. 연결재무상태표 및 연결현금흐름표

연결재무상태표						연결현금흐름표					
(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25
자산	25,946	26,315	28,287	30,143	31,488	영업활동현금흐름	722	533	1,909	308	(572)
유동자산	9,877	9,526	11,446	11,913	13,267	당기순이익(손실)	649	(581)	272	302	244
현금및현금성자산	2,235	2,074	3,539	3,704	4,024	조정	1,552	2,705	2,054	1,804	873
단기금융상품	1,064	161	232	212	284	영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(588)	(683)	433	(1,053)	(1,259)
단기투자증권	197	33	86	-	-	이자수취	41	42	74	128	51
매출채권	1,160	1,895	1,666	1,718	2,110	이자지급(영업)	(463)	(373)	(488)	(536)	(258)
기타채권	299	332	543	564	580	배당금수취(영업)	8	12	13	11	1
미청구공사	1,655	1,177	1,491	1,614	1,919	법인세의 납부	(477)	(589)	(448)	(349)	(225)
파생상품평가자산	30	77	21	78	292	투자활동현금흐름	(295)	(291)	(1,106)	(995)	(396)
재고자산	2,049	2,757	2,927	3,136	3,139	단기금융상품의 처분	441	1,312	168	230	74
기타유동자산	822	959	849	770	881	단기투자증권의 처분	767	195	30	91	2
비유동자산	16,069	16,789	16,840	18,230	18,221	장기금융상품의 처분	106	2	2	95	8
장기금융상품	41	43	48	39	27	장기투자증권의 처분	15	82	5	6	12
장기투자증권	508	459	258	526	672	장기대여금의 감소	58	6	3	66	26
관계기업및공동기업투자	740	431	405	425	433	종속기업투자처분	206	109	17	10	13
유형자산	5,947	6,273	6,509	7,013	6,975	유형자산의 처분	91	35	13	71	18
무형자산	7,582	7,891	8,032	8,547	8,424	무형자산의 처분	3	5	9	1	2
투자부동산	363	459	391	432	489	투자부동산의 처분	38	15	0	-	10
장기매출채권	-	-	0	-	196	매각예정자산의 처분	597	60	4	37	1
기타비유동자산	888	1,232	1,199	1,249	1,004	단기금융상품의 취득	1,120	435	237	275	146
부채	17,536	17,080	16,018	18,254	19,612	장기금융상품의 취득	107	6	8	18	7
유동부채	12,009	11,439	9,478	11,024	12,204	유형자산의 취득	382	700	584	710	197
매입채무	2,035	2,694	2,693	2,495	2,886	무형자산의 취득	232	242	239	219	146
기타채무	802	1,181	912	1,322	1,315	기타 투자활동 현금유입	153	653	49	257	9
초과청구공사	1,468	2,300	1,738	1,842	1,555	기타 투자활동 현금유출	926	269	321	219	59
단기차입금	4,725	1,717	1,863	3,081	4,374	재무활동현금흐름	(1,036)	(482)	636	574	1,395
유동성사채	691	484	718	256	272	단기차입금의 순증가	-	-	-	1,448	1,286
유동성 장기차입금	464	1,680	230	479	612	사채의 발행	903	479	602	651	260
기타유동부채	1,825	1,382	1,325	1,550	1,191	장기차입금의 차입	1,332	3,342	1,135	1,873	582
비유동부채	5,526	5,641	6,539	7,229	7,408	종속기업투자의 유상증자 등	-	-	-	-	148
사채	1,139	627	534	1,089	1,099	기타 재무활동 현금유입	596	2,234	766	15	92
장기차입금	1,521	2,309	3,208	3,314	3,271	유동화채무의 감소	466	133	92	107	76
장기유동화채무	16	76	113	19	80	사채의 상환	735	1,169	730	485	193
순확정급여부채	578	508	472	638	647	장기차입금의 상환	1,717	2,112	606	2,408	368
장기기타채무	687	372	378	376	348	리스부채의 상환	120	135	149	160	86
기타비유동부채	1,584	1,749	1,834	1,793	1,964	판매후리스부채의 상환	8	55	25	53	10
자본	8,410	11,207	10,298	11,889	11,876	배당금지급	21	125	119	125	101
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	2,078	1,624	1,791	1,480	1,535	종속기업의 자기주식 취득	-	-	-	65	139
자본금	124	124	124	124	124	기타 재무활동 현금유출	-	0	1	-	-
자본잉여금	1,237	1,881	1,605	1,928	1,935	기타 재무활동 현금유출	799	2,807	146	10	-
기타자본구성요소	(1,196)	(1,188)	(1,194)	(1,179)	(1,187)	현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	153	79	26	278	(108)
기타포괄손익누계액	530	600	587	689	677	매각예정으로 분류된 현금및현금성자산	(18)	-	-	-	-
이익잉여금	1,383	208	669	(82)	(14)	현금및현금성자산의순증가(감소)	(473)	(161)	1,465	165	319
비지배자본	6,332	9,583	8,507	10,409	10,341	기초의 현금및현금성자산	2,708	2,235	2,074	3,539	3,704
자본과부채총계	25,946	28,287	26,315	30,143	31,488	기말의 현금및현금성자산	2,235	2,074	3,539	3,704	4,024

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.