Issue Comment

2025. 7. 2

# 두산 000150

## AI 하드웨어 멀티플 리레이팅 동참 기대

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

### 주가 급락 이유

- 전일 장초반 상승세를 보였던 두산의 주가가 장중 반락하며 -7.7% 하락한 605,000원에 마감. 주가 하락의 배경으로는 1) 6월 국내 CCL 수출액이 전월 대비 감소한 점(-16.5% MoM), 2) 두산이 두산로보틱스 보통주 1,460만 주를 담보로 5,500억 원의 대출을 실행한 사실이 공시되면서, 해당 자금이 두산에너빌리티 유상증자 참여를 위한 용도라는 해석이 확산된 점이 부정적으로 작용

### 메리츠 견해

- 6월 CCL 수출 데이터의 MoM 감소는 조업일수 차이(4월 22일, 5월 21일, 6월 19일)와 엔비디아 외 기타 제품군에서의 관세 영향에 따른 변동성에 기인한 것으로 판단. 2분기 누적으로는 전분기 대비 약 25% 증가하며 추세적인 우상향 흐름을 기록 중(두산 전자BG 국내 매출액과 수출액 상관관계 0.72, 그림6)

- 또한 당사가 이전 리포트(링크: https://buly.kr/1GJiinY)에서 강조한 바와 같이 ODM 업체들의 서버랙 단위 생산이 정상화되며 재고가 시장 우려 대비 빠르게 소진 중(그림1~5). 하반기에도 엔비디아 블랙웰 GPU 출하량은 우상향 흐름을 이어갈 것으로 예상되며(그림7), 엔비디아 중심 공급망 전반의 실적 모멘텀이 지속적으로 강화될 가능성에 주목할 필요

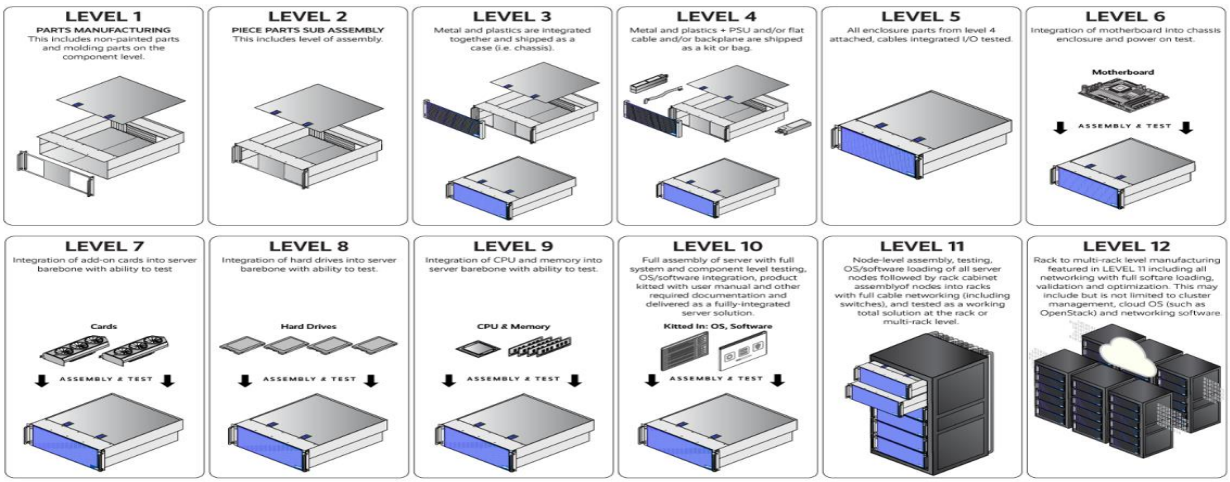
- 수익성 측면에서 엔비디아는 안정적인 수요를 바탕으로 납기 및 품질을 최우선 가치로 두고 있어 단가 인하 압력이 크지 않고, 생산량 증가에 따른 규모의 경제 효과까지 더해질 경우 오히려 마진률 개선 여지가 높은 구조 → 타 CCL 업체 대비 두산 전자BG의 수익성 프리미엄이 유지될 것으로 기대 (그림8)

- 지속적으로 타 CCL 업체의 엔비디아 공급망 진입에 대한 우려가 제기되고 있으나, Compute Tray 제품은 Switch Tray 대비 기술적 진입 장벽이 높아 경쟁사 진입이 제한적인 것으로 판단. 현재 기준 동사를 제외하고 Compute Tray 제품 퀄 테스트를 통과한 업체는 없는 상황이며, GB300은 물론 차세대 제품인 Rubin까지 동사의 높은 점유율이 유지될 것으로 기대

- 두산에너빌리티 관련 당사의 이전 두산 리포트(6/18 보고서 링크: https://vo.la/WXoPnAQ)에서 반영한 두산에너빌리티 지분가치는 27.2조원이며, 전일 급락에도 두산에너빌리티의 현재 시가총액은 여전히 40조원 수준을 유지 중. 이에 따라 두산 연결 기준으로는 오히려 업사이드가 열려 있는 구조

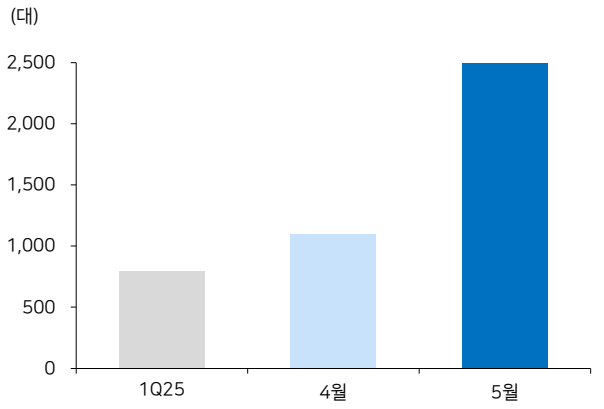
최근 엔비디아, 브로드컴 등을 중심으로 AI 하드웨어 전반에 걸친 멀티플 리레이팅이 본격화되는 구간에 진입하고 있으며, 실적의 우상향 흐름과 맞물려 동사 주가 또한 재차 반등할 수 있기 때문에 추가적인 주가 조정은 오히려 매수 기회로 활용할 필요

### 그림1 ODM 서버 조립 과정



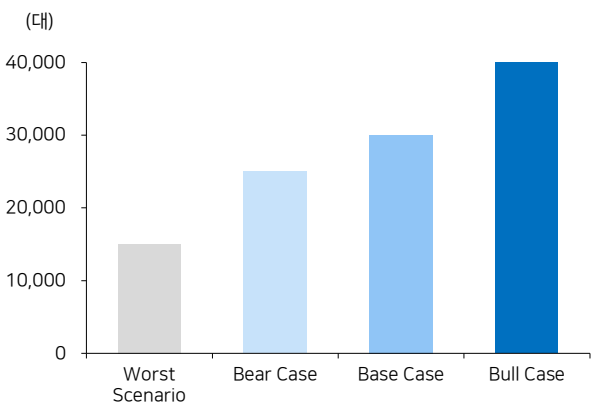

주: 작년 발생했던 Bianca 보드 수율 문제는 Level6 단계로 발생한 것으로 추정되며 현재 해당 문제는 이미 해소된 상태 → 엔비디아 매출 인식 정상 궤도로 복귀
ODM사들의 수율 문제는 Level10~11단계의 문제로 추정되며 해당 제조 과정에서의 수율 개선 진행 중
자료: AMAX

### 그림2 대만 ODM GB200 NVL72 서버랙 생산량 추이



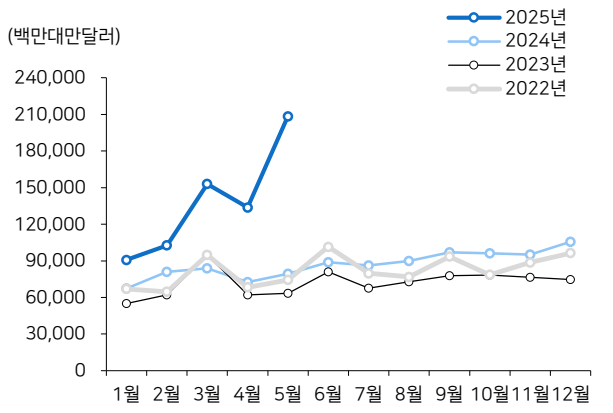

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 그림3 올해 연간 NVL72 서버랙 생산량 전망



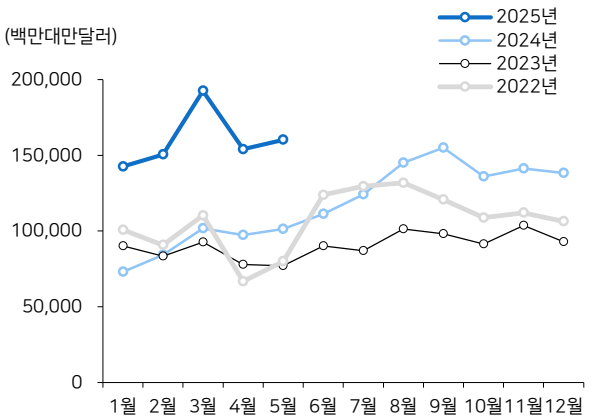

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 그림4 대만 Wistron 월별 매출액



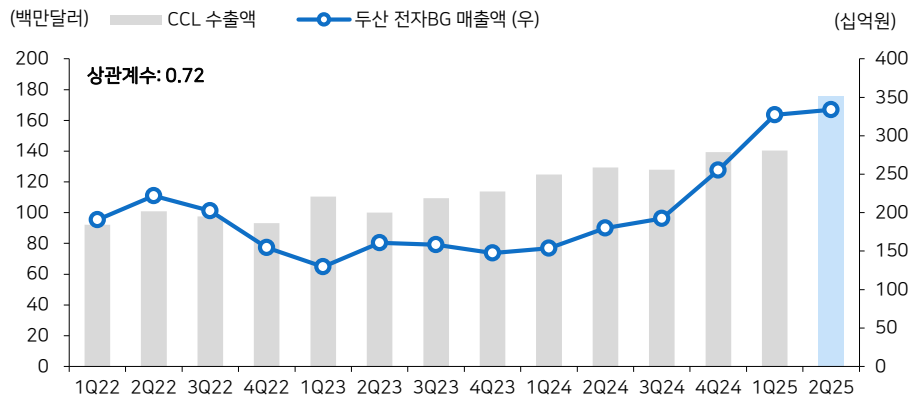

자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

### 그림5 대만 Quanta 월별 매출액



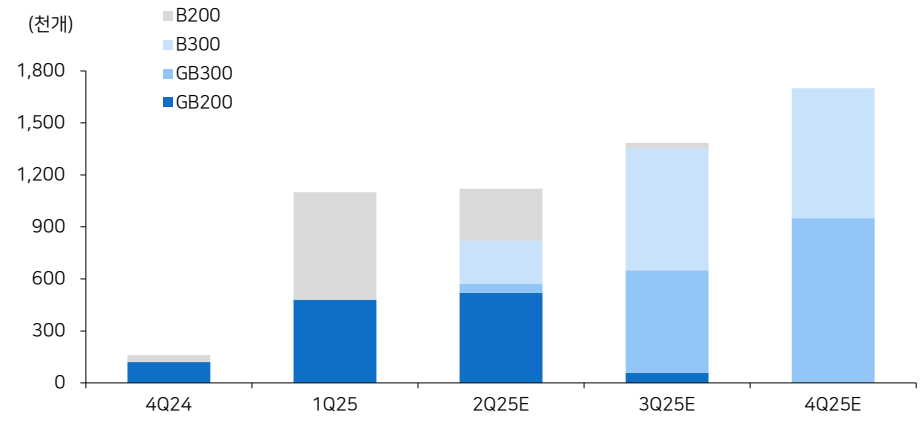

자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림6 CCL 수출액과 두산 전자BG 매출액 추이



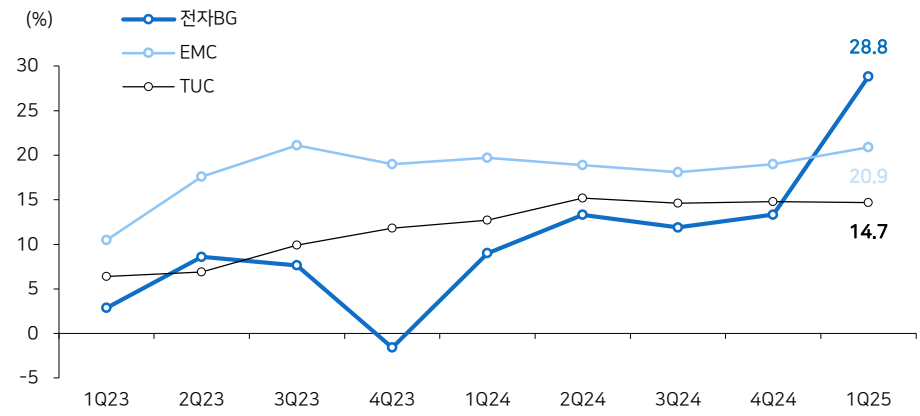

주: 두산 전자BG 2Q25 매출액은 당사 추정치
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 엔비디아 Blackwell GPU 출하량 전망




자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 전자BG vs 대만 CCL 경쟁사 영업이익률 비교



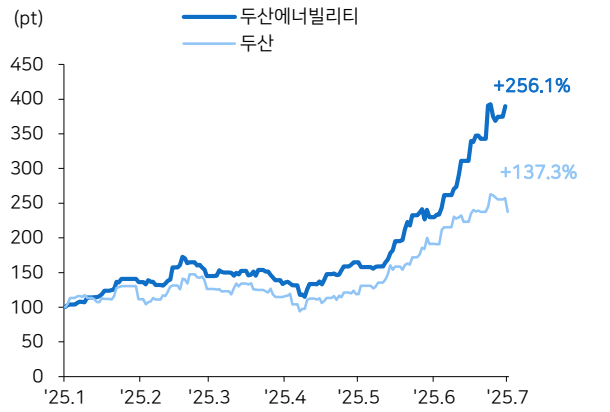

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 AI하드웨어 밸류체인 밸류에이션 비교

| | | 시가총액 | P/E (배) | | P/B(배) | | EPS 증가율(%) | | ROE(%) | | 매출액* | | 영업이익* | | EV/EBITDA(배) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | (백만달러) | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| ABF Substrate | Ibiden | 6,280.9 | 29.7 | 25.7 | 1.7 | 1.7 | -3.0 | 12.7 | 6.1 | 7.3 | 2,567 | 2,836 | 305 | 360 | 9.0 | 7.0 |
| | Kinsus | 1,275.7 | 21.6 | 16.3 | 1.1 | 1.0 | 3,725.3 | 32.1 | 4.8 | 6.2 | 1,230 | 1,293 | 100 | 133 | 5.5 | 4.9 |
| | Nanya PCB | 2,335.2 | 53.4 | 21.7 | 1.5 | 1.4 | 582.6 | 147.1 | 3.1 | 7.3 | 1,259 | 1,480 | 35 | 118 | 8.3 | 6.1 |
| | Toppan | 7,479.5 | 12.9 | 12.9 | 0.8 | 0.7 | 25.1 | -0.7 | 6.1 | 6.0 | 11,953 | 12,664 | 628 | 696 | 5.2 | 4.6 |
| PCB | 이수페타시스 | 2,746.3 | 24.4 | 20.5 | 7.2 | 5.4 | 81.4 | 19.0 | 35.8 | 30.6 | 1,060 | 1,233 | 189 | 227 | 17.0 | 14.1 |
| | Unimicron | 5,875.5 | 19.4 | 11.4 | 1.7 | 1.5 | 91.4 | 70.4 | 9.3 | 14.5 | 4,660 | 5,346 | 358 | 613 | 6.3 | 5.0 |
| | Victory Giant | 16,565.6 | 25.7 | 18.6 | 9.0 | 6.4 | 301.4 | 37.8 | 33.1 | 32.8 | 2,756 | 3,573 | 756 | 1,030 | 19.3 | 14.3 |
| | WUS(Kunshan) | 11,839.7 | 24.1 | 19.6 | 5.9 | 4.8 | 35.8 | 23.1 | 25.3 | 25.6 | 2,415 | 2,890 | 566 | 709 | 18.4 | 14.7 |
| | Shennan Circuits | 10,327.0 | 25.1 | 20.4 | 3.5 | 3.0 | 57.5 | 23.1 | 15.1 | 16.4 | 2,981 | 3,464 | 353 | 437 | 18.1 | 15.6 |
| | Gold Circuit | 4,967.5 | 18.5 | 14.6 | 5.6 | 4.5 | 51.4 | 26.7 | 33.1 | 33.5 | 1,868 | 2,121 | 413 | 500 | 10.9 | 9.3 |
| | Tripod | 4,434.3 | 13.2 | 12.0 | 2.3 | 2.1 | 25.9 | 9.8 | 18.1 | 18.3 | 2,434 | 2,648 | 399 | 438 | 7.2 | 6.0 |
| | TTM Tech | 4,128.2 | 18.8 | 17.0 | 2.6 | 2.5 | 291.8 | 10.7 | na | na | 2,672 | 2,820 | 282 | 314 | 11.4 | 10.7 |
| | First-Hi Tech | 778.0 | 19.8 | 14.1 | 8.7 | na | 288.0 | 36.3 | 44.3 | 45.1 | 287 | 352 | 49 | 66 | 15.1 | 10.6 |
| CCL | EMC | 10,703.3 | 21.2 | 17.4 | 7.8 | 6.2 | 67.9 | 21.5 | 39.3 | 37.6 | 3,136 | 3,615 | 661 | 793 | 15.0 | 12.6 |
| | TUC | 2,202.5 | 19.2 | 14.0 | 4.4 | 3.9 | 39.1 | 36.2 | 22.5 | 27.5 | 967 | 1,118 | 150 | 200 | 12.5 | 9.5 |
| | ITEQ | 1,090.4 | 19.2 | 15.6 | 1.5 | 1.4 | 120.3 | 22.6 | 8.6 | 8.9 | 1,153 | 1,262 | 87 | 104 | 7.7 | 6.5 |
| | Shengyi Tech | 10,339.7 | 28.7 | 22.8 | 4.6 | 4.1 | 44.0 | 26.4 | 16.3 | 19.0 | 3,344 | 3,875 | 424 | 531 | 19.8 | 17.4 |
| 소재 | Ajinomoto | 27,388.2 | 40.5 | 30.7 | 5.0 | 5.3 | 17.3 | 29.4 | 12.4 | 16.9 | 10,852 | 11,085 | 1,098 | 1,319 | 17.6 | 15.5 |
| | Nitto Boseki | 1,599.2 | 19.1 | 16.3 | 1.7 | 1.6 | 60.8 | 15.1 | 9.8 | 10.7 | 769 | 838 | 113 | 131 | 10.8 | 9.2 |

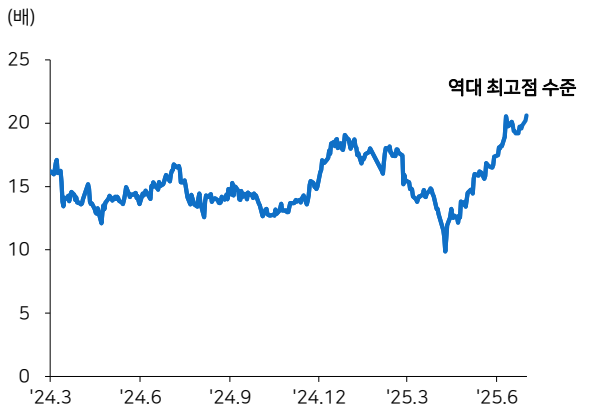
주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 연초 이후 두산에너빌리티/두산 YTD 주가 흐름




자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 대만 Elite Materials 12MF P/E 추이




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## Compliance Notice

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

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