두산

전자 BG, CCL 설비 투자 사이클에 동참

전기전자/IT부품
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 3. 24

[두산 전자BG, 사업보고서 기준 설비 투자 본격 확대 국면 진입]

- 23일 공개된 두산의 사업보고서에 따르면, 전자BG의 2025년 설비투자 규모는 약 896억원으로 2024년(약 387억원) 대비 약 2배 확대. 또한 2026년 설비투자는 2025년 대비 약 3배 수준인 2,445억원으로 확대되고, 2027년에도 약 2,870억원까지 증가함이 공시되며 본격적인 CCL Capex 사이클 진입이 확인

- 사업보고서 기준 2026~2027년 합산 예상 설비투자 규모는 약 5,315억원으로, 기존 회사가 제시해온 중국/국내 브라운필드 증설(약 1,300억원 규모 중국 올해 말, 국내 내년 상반기 내 완공 예정)을 크게 상회하는 수준.

→ 이는 시장이 기대해온 2027년 이후 초과 수요에 선제적으로 대응하기 위한 추가 증설 계획이 반영된 수치로 판단

[메리츠 의견]

- 2025년 두산 전자BG는 북미 NV사 내 독점적인 지위를 바탕으로 타 CCL 업체 대비 높은 수익성과 매출액 성장을 기록

- 다만 현재 두산 시가총액에 반영된 전자BG의 기업가치는, 당사가 적용 중인 지분가치 80% 할인 기준(두산 시가총액 약 17.2조원, 두산 지분가치 약 4.9조원, 전자 BG '26년 추정 순이익 5,580억원) '26년E PER 22.0배 수준에 불과하며 글로벌 CCL 업체 대비 여전히 저평가된 구간에 위치(대만 EMC 39.6배, TUC 24.0배, ITEQ 22.0배, Shengyi Tech 26.8배)

- 당사는 전자BG의 저평가가 1) 북미 N사 내 독점적 지위 약화 우려, 2) 타 CCL 업체 대비 보수적인 투자 기조에 따른 중장기 성장성 둔화 우려가 반영된 결과로 판단

- 다만 1) 북미 N사향 Computing Tray용 CCL은 재 양산 샘플 기준 동사가 단독 대응 중인 것으로 파악되며, 구도가 유지될 경우 Blackwell에서 확보한 독점적 지위가 Rubin에서도 이어질 것으로 예상

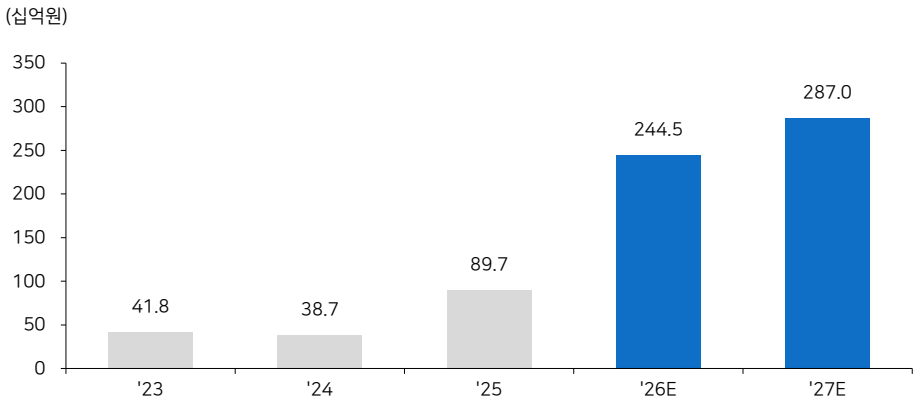
- 또한 시장의 관심이 높은 LPX 추론용 Computing Tray 랙 공급망 합류 역시 기대되며, M8등급 CCL에 이어 차세대 M9 등급 CCL에서도 북미 NV사 내 전자BG의 높은 입지가 지속될 전망

- 2)와 관련해서는 이번 사업보고서를 통해 공격적인 설비 투자 사이클 진입을 간접 확인. 수요가 공급을 상회하는 CCL 업황을 감안할 때, 투자 기조의 전환은 중장기 성장성 회복과 함께 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 것으로 기대

- 북미 NV 사의 견조한 수요와 1~3 월 CCL 수출의 양호한 흐름, 더불어 최근 CCL 가격 인상이 로우엔드에서 하이엔드까지 전방위적으로 확산되고 있는 점을 감안할 때, 연중 실적 모멘텀은 점진적으로 강화될 것으로 예상

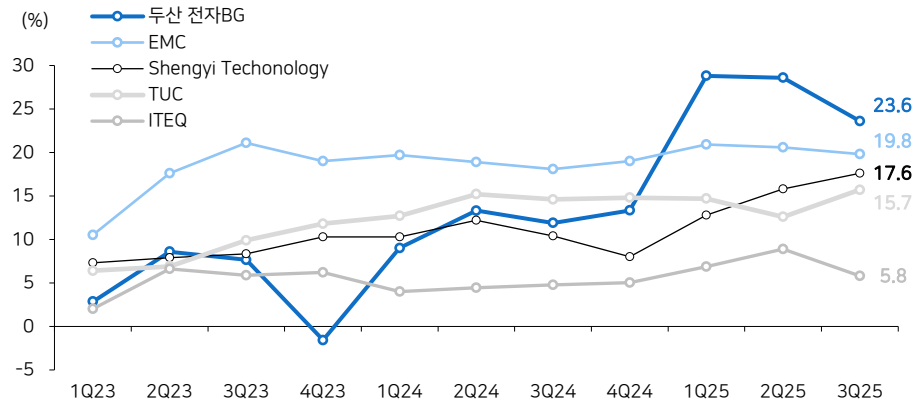
- 당사는 23 일 발간한 'GTC 2026 Key Takeaways'를 통해 북미 NV 사의 하드웨어 세분화·계층화 구도 속 두산 전자 BG 에 대한 최선호주 의견을 제시하였으며, 동사에 대해 구조적 수요 확대와 투자 사이클 진입을 반영한 밸류에이션 재평가 가능성에 주목하며 긍정적인 의견을 유지

그림1 **두산 전자BG Capex 추이 및 가이던스**



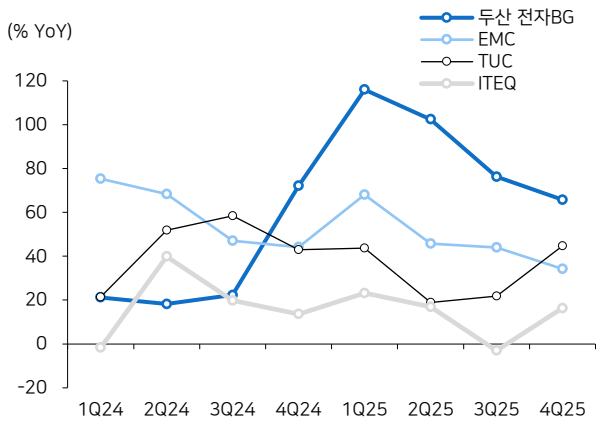
자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **주요 CCL 업체들 영업이익률 비교**



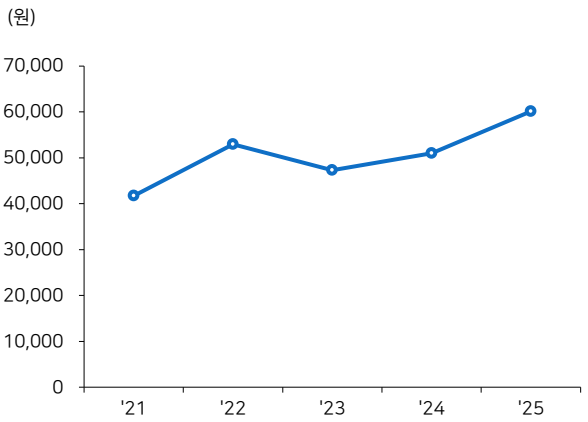
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요 CCL 업체들 매출액 성장률 비교



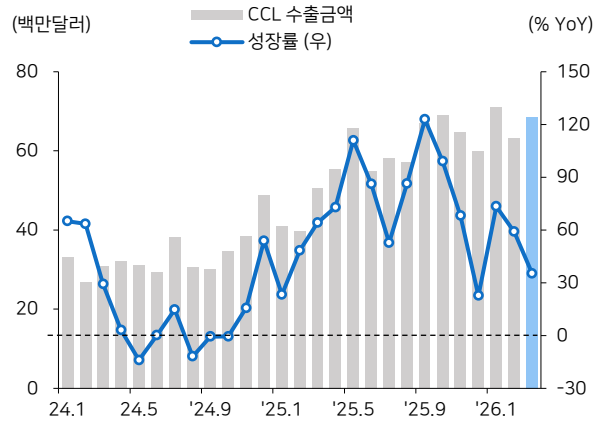
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 두산 CCL 가격 추이



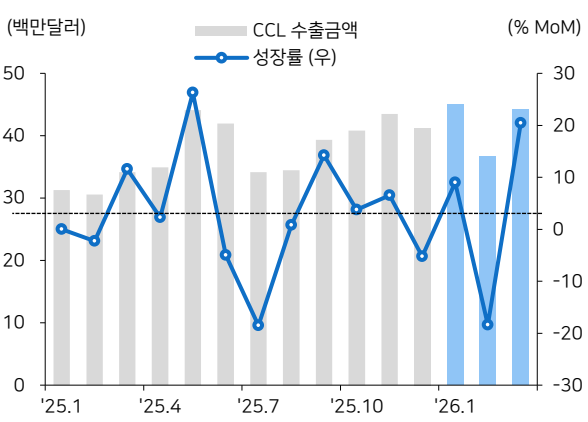
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 CCL 수출금액 잠정치



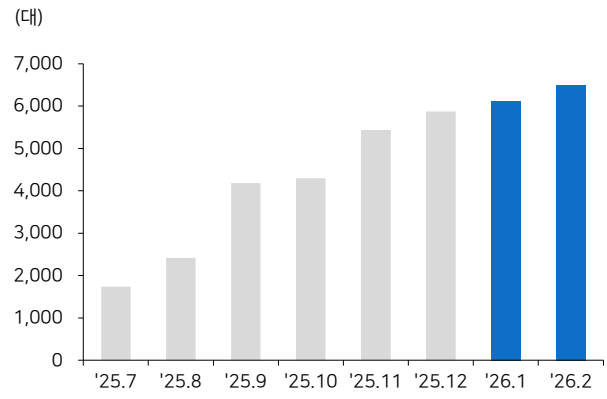
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국내 CCL 수출금액 1~20일 비교



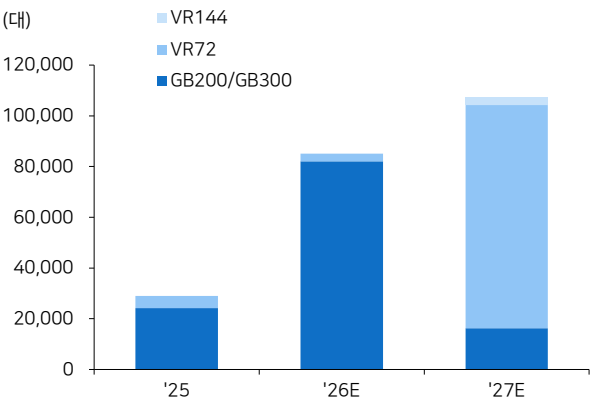
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 NVL72 서버랙 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 NVL72 서버랙 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
ABF Substrate	Ibiden	14,698	38.0	28.8	4.0	3.5	46.3	31.8	11.1	12.9	3,127	3,629	564	740	13.2	10.6
	Kinsus	6,273	48.0	29.3	4.6	4.1	126.2	64.0	10.3	13.7	1,499	1,854	181	249	17.5	14.2
	Nanya PCB	10,952	53.1	29.2	7.0	6.3	229.4	84.6	13.6	19.0	1,714	2,163	245	445	24.2	18.3
	Unimicron	27,346	47.5	26.2	7.6	6.2	159.0	81.1	16.2	25.2	5,286	6,644	685	1,263	21.3	14.1
	삼성전기	23,155	32.2	24.2	3.5	3.1	47.7	33.3	11.1	13.1	12,928	14,745	1,388	1,864	14.2	11.7
	Toppan	8,664	19.6	16.6	1.0	0.9	18.3	20.4	5.9	6.7	11,635	12,029	569	672	8.5	7.7
	대덕전자	2,731	28.2	21.8	4.1	3.5	200.9	29.2	15.0	16.9	1,392	1,609	174	228	14.0	11.8
MLB	이수페타시스	6,256	35.4	24.6	10.4	7.4	53.2	44.1	34.8	35.7	1,559	2,079	335	473	25.0	17.5
	대덕전자	2,731	28.2	21.8	4.1	3.5	200.9	29.2	15.0	16.9	1,392	1,609	174	228	14.0	11.8
	Unimicron	27,346	47.5	26.2	7.6	6.2	159.0	81.1	16.2	25.2	5,286	6,644	685	1,263	21.3	14.1
	Victory Giant	35,326	27.3	16.5	10.5	7.1	112.4	65.0	40.4	42.8	4,748	7,583	1,471	2,439	20.7	12.2
	WUS(Kunshan)	23,564	30.4	22.0	8.7	6.8	42.6	37.8	30.1	31.1	3,688	4,865	937	1,295	22.4	16.3
	Shennan Circuits	24,704	33.5	24.1	7.4	5.9	58.2	38.9	25.8	28.1	4,430	5,543	801	1,094	24.6	19.1
	Gold Circuit	15,803	29.3	20.3	12.9	8.9	68.1	44.8	52.1	52.0	2,785	3,726	779	1,122	18.4	12.8
	TTM Tech	10,081	30.6	22.1	5.6	5.0	83.4	38.2	16.3	18.8	3,379	3,951	434	480	19.7	15.3
PCB	코리아써키트	1,040	16.5	11.5	3.5	2.7	69.5	43.2	21.6	24.9	1,743	2,021	136	186	8.9	7.0
	심텍	2,731	28.2	21.8	4.1	3.5	200.9	29.2	15.0	16.9	1,392	1,609	174	228	14.0	11.8
	티엘비	513	21.6	15.6	4.8	3.7	75.4	38.8	24.6	27.0	346	419	45	65	15.1	11.1
	대덕전자	2,261	23.0	18.7	3.2	2.8	88.7	210.0	14.7	15.7	1,399	1,569	166	206	11.5	9.9
	해성디에스	666	12.3	10.1	1.6	1.4	226.4	22.1	13.5	14.4	789	867	101	122	7.0	6.1
	Tripod Tech	5,977	14.5	11.5	3.2	2.7	25.0	26.1	22.3	24.0	2,608	2,972	512	641	8.0	6.8
AI CCL	EMC	31,545	39.6	24.5	16.3	11.7	65.4	61.9	43.9	47.2	4,387	6,459	1,029	1,675	28.7	18.4
	TUC	5,011	24.0	15.9	8.0	6.4	85.3	50.5	33.4	39.8	1,413	1,946	268	414	17.2	11.3
	ITEQ	1,634	22.0	16.6	2.4	2.2	52.4	32.4	11.0	13.7	1,212	1,398	115	148	10.0	8.3
	Shengyi Tech	21,248	26.8	19.8	7.1	5.9	55.2	35.3	27.0	31.4	5,640	7,248	996	1,346	19.4	14.6
소재/부품	Ajinomoto	27,178	30.5	26.0	6.3	6.3	10.1	18.4	19.7	22.8	10,534	11,265	1,322	1,494	15.8	14.3
	Nitto Boseki	5,137	38.8	30.8	4.4	4.0	-46.9	26.2	12.5	14.8	863	967	178	228	20.2	16.2
	Union Tool	1,850	28.5	24.1	2.8	2.6	25.2	12.4	n/a	n/a	335.8	367.8	80.2	94.4	13.7	12.0
	Topoint	1,202	50.6	47.8	7.1	n/a	87.7	6.7	15.6	n/a	185	215	37	34	n/a	n/a
	Dtech	10,576	102.9	63.9	21.7	16.8	73.1	61.0	23.5	29.2	506	735	128	204	64.3	39.9
	네오티스	171	20.8	11.4	4.1	3.1	0.0	82.3	21.1	30.7	69	105	13	22	12.7	8.1
	Mitsui mining	11,271	24.1	20.2	3.9	3.4	14.5	19.3	18.3	18.2	4,853	1,215	644	766	13.1	11.5

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 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 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.