

두산, 잘 사왔다

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com, 이채리RA cherry.lee@daishin.com

2026.08.03

두산, 우선협상대상자 선정 이후 7개월여 만에 협상 종결 - 2.3조원에 SK실트론 70.61% 인수

- 2025년 12월 17일 우선협상대상자로 선정된 이후 7개월여 만에 SPA 체결(거래종결 예정일 2027.01.31).
- 인수 대상주식은 보통주 47,322,350주(70.61%)로 SK(주) 직접 보유분 51.0%와 TRS 계약분 19.6%를 합친 물량. 기본 매매대금은 2조 3천억원. 100% 환산 시 3조 2,575억원으로, 평가기준일(2026년 3월말) 순차입금 2조 6,088억원을 더한 기업가치는 5조 8,663억원.

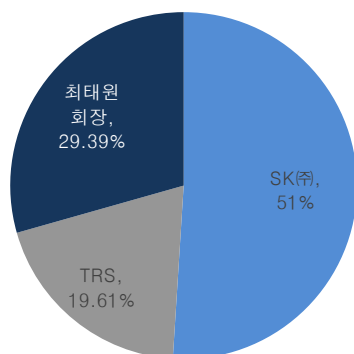
계약금 10%, 잔금 이연 - 계약 구조가 두산에게 유리하게 설계

- 대금 지급은 계약금 10%(2,300억원) 계약 직후, 잔금 90%(2조 700억원) 거래 종결일 지급으로 2026년 실제 현금유출은 2,300억원에 그침. 전체 매매대금 2조 3천억원 기준으로 두산 자기자본 대비 18.80%, 총자산 대비 6.98% 수준.
- SK실트론의 '25년 순손실(-2,936억원) 배경인 SiC 사업은 지난 7월 16일 SK실트론 이사회에서 청산을 승인. 두산이 참여하는 청산협의체를 통해 절차를 진행할 예정이며, 두산은 손실 자산이 분리된 상태로 인수.

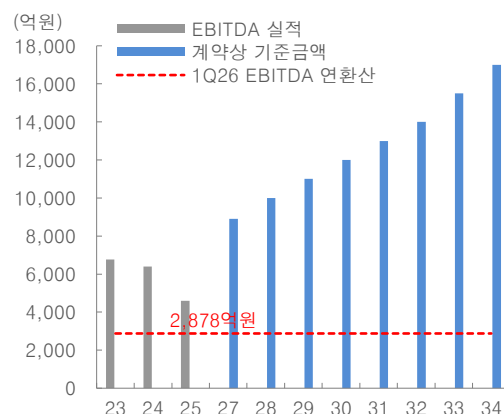
성과연동 조건부 대가 - 업사이드는 나누되 다운사이드 부담은 없는 구조

- 기본 매매대금과 별도로 SK실트론 실적이 계약상 기준을 충족할 경우 두산이 SK에 추가 대금을 지급하는 조건부 대가(earn-out) 부가. ①**실적 연동분**은 2027~2034년 8년간 연도별 EBITDA가 기준금액을 초과하는 것을 포함한 세부조건 달성 시 초과분의 40%에 지분율(70.61%)을 적용한 금액. 기준금액은 2027년 8,900억원에서 2034년 1조 7천억원까지 단계적으로 상향되며, 2027년 기준금액만으로도 SK실트론 최근 3년 최고 실적(FY23 6,760억원)을 32% 상회하는 수준.
- ②**품질인증 연동분**은 2026년부터 2029년 상반기까지 특정 거래처 대상 4개 품목의 품질인증을 완료할 때마다 품목당 250억원에 지분율을 적용한 금액(4개 전량 달성 시 약 706억원, 단순 환산). ③**자산처분 연동분**은 청산·매각이 예정된 자산의 처분대금이 장부가를 초과할 경우 처분이익에 지분율을 적용한 금액.

SK 실트론 지분 구조



SK 실트론 EBITDA와 계약상 기준금액



자료: DART, 대신증권 Research Center

자료: DART, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

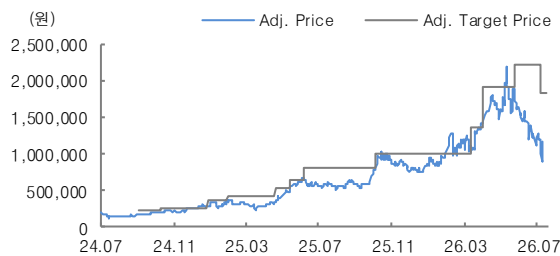
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이경연)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.08.03	26.07.27	26.06.15	26.05.22	26.05.17	26.04.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,840,000	1,840,000	2,220,000	1,920,000	1,920,000	1,920,000
과리율(평균.%)		(44.09)	(37.36)	(11.90)	(14.80)	(13.26)
과리율(최대/최소.%)		(36.41)	(23.47)	14.74	(5.36)	(5.36)
제시일자	26.04.23	26.04.22	26.04.06	26.04.02	25.10.26	25.09.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,920,000	1,370,000	1,370,000	1,370,000	1,000,000	810,000
과리율(평균.%)	(17.98)	(5.79)	(6.57)	(21.57)	(6.01)	(26.94)
과리율(최대/최소.%)	(16.88)	(23.43)	4.96	(21.31)	27.80	(1.11)
제시일자	25.07.27	25.06.27	25.06.04	25.05.10	25.03.27	25.02.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	810,000	810,000	640,000	540,000	420,000	420,000
과리율(평균.%)	(28.70)	(28.14)	(5.02)	(20.34)	(25.95)	(20.79)
과리율(최대/최소.%)	(19.01)	(19.01)	4.69	(5.56)	(10.48)	(10.48)
제시일자	25.01.17	24.10.31	24.09.25	00.06.29		
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	360,000	250,000	230,000			
과리율(평균.%)	(15.27)	(4.43)	(17.53)			
과리율(최대/최소.%)	(0.14)	20.00	(8.70)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260729)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.4%	7.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상