



전기전자/디스플레이 Analyst 권민규

두산(000150)

SK실트론 인수 관련 코멘트: 싸게 잘 사왔다. 이제는 리레이팅의 시간

◎ 애널리스트 의견

- 적자가 누적된 SiC사업 청산, OPM 약 20%의 Si웨이퍼 사업 중심으로 인수하므로 핵심 자산 위주의 건전한 인수, 향후 두산그룹 내 안정적인 현금흐름 확보 및 연결 실적 우상향 가시성 확보
- 기본 지분가치가 총 약 3.3조원(지분 70.61%는 2.3조원) 규모로, 기존 시장 거론 금액 대비 낮은 수준. 현금 부담 우려 완화와 동시에 추가적인 자금 조달 가능성 완화
- 웨이퍼 산업의 안정적인 현금흐름 및 향후 중요성 확대에 따라 웨이퍼 업황 회복의 레버리지 효과까지 수혜 전망. 해당 가치는 두산의 가치에 밸류에이션되어 리레이팅 반영 가능할 것으로 예상

◎ 두산의 SK실트론 인수 톺아보기

- >> 두산그룹의 SK 실트론 인수 협상 완료, 우선협상 대상자 선정(25.12.17) 이후 약 8개월만에 SPA 체결
- >> 인수대상지분: SK 지분 70.61%(직접 보유지분 51% + TRS 계약분 19.6%, 총 2.3조원 규모)
- >> 최태원 SK회장의 지분 29.4%는 이번 거래 대상에서 제외
- >> 최태원 SK회장의 29.4% 대해서도 바로 협상 진행 중. 인수 시점은 정해지지 않았으나, 100% 인수를 목표로 협의 진행 중
- >> 논란이 되었던 SiC 웨이퍼 사업은 26.07.16부로 청산, Si웨이퍼 사업부만 인수 추진
- >> SiC 웨이퍼 사업은 SK실트론 '25년 순손실 주 요인으로, 손실 자산이 분리된 상태로 인수를 진행하게 됨
- >> SK실트론의 순차입금 2.5조원을 제외한 70.61%기준 2.3조원 규모 계약 우선 체결. 100% 인수 시 총 3.3조원 규모, 기업가치 총액 5.8조원 규모 추정
- >> 주식 양수 예정일자는 27.01.31, 두산그룹 내 연결실적 반영은 2Q27부터 본격화될 것으로 추정
- >> 계약금 10%인 2,300억원은 계약 직후 지급
- >> 인수한 SK실트론은 별도 상장 없이 두산의 핵심 자회사로 유지할 예정

◎ SK실트론 인수 조건: 인수가격 조정 대신 Earn-out 채택

- >> 70.61% 인수대금은 기본 매매대금, 최종 인수 금액은 Earn-out의 가치도 고려되어야 함
- >> 다만 EBITDA 초과이익 공유나 퀵테스트 통과시 인증 성과 등 SK실트론의 실적 우상향 및 신규 고객 확보와 같은 '성장'에 초점이 맞춰져 있으므로 단순한 비용 증가로 판단하지 않음.

(1) EBITDA 초과이익 공유

- '27~34년 SK실트론 EBITDA가 연도별 기준을 초과하면 두산은 초과분의 40%에 인수 지분을 70.61%를 적용해 (주)SK에 지급
- 연도별 기준은 '27년 0.89조원 ~ '34년 1.7조원까지 단계적으로 상승
- 초기 인수가격을 낮추는 대신, 실제 실적이 개선될 때만 추가 대금을 지급하는 구조
- 실적 다운사이드에 대한 리스크는 제한적, 실적 악화에도 추가적인 부담 없음

(2) 품질인증 성과 지급

- '26~'29년 6월 말까지 특정 거래처에 대한 특정 품목의 품질인증(켈테스트)을 완료하면 품목당 250억원에 인수 지분을 70.61%를 적용해 (주)SK에 지급
- 품목당 최대 176.5억원(250억원 * 70.61%), 대상품목 4개로 전 품목 인증시 최대 지급액은 706억원 수준
- 고객사 다변화 또는 신규 고부가 웨이퍼 인증 성과가 곧 반영될 것임을 암시

(3) SiC 및 기타 자산 처분이익 공유

- SK실트론 USA등이 보유한 자산과 매각 예정 기타 자산을 장부가보다 높은 가격에 처분하면 처분이익에 인수 지분을 70.61%를 적용한 금액을 (주)SK에 지급
- 해당 금액에는 공시상 명시적인 상한이 제시되지 않았음

◎ 웨이퍼 산업의 발전과 SK실트론의 가치

- >> 최근 마이크론이 GlobaWafers에 5억 달러 전략적 파인낸싱(26.07.09), 텍사스주 셔먼에 위치한 GlobalWafers 공장에 300mm원재료 실리콘 웨이퍼 제조 시설의 개발 및 제조 역량 강화 지원
- >> 또한 마이크론과 GlobalWafers는 10년간 LTA계약을 체결. 이는 GlobalWafers의 역대 최대 기간으로 공급의 안정화와 양산간의 발전에 초점
- >> 해당 사례로, 글로벌 웨이퍼 산업의 가치는 점차 상승 중. 특히 300mm 웨이퍼는 시장 증설이 미미해 가격이 대폭 인상되는 추세이며, 추후 반도체 업체들에게 수급을 확보해야하는 필수 병목 요소로 부각 중
- >> 글로벌 웨이퍼 시장은 상위 5개 업체가 과점하는 형태로, SK실트론은 12인치 웨이퍼 기준 글로벌 점유율 3위의 업체(약 17%). 최근 SK하이닉스를 비롯한 메모리 업체들의 실적 호조와 글로벌 반도체 출하량 확대를 감안했을 때, SK실트론의 가치는 시간이 지날수록 상승할 것으로 전망

◎ 결론: 두산에는 어떤 이익이 있을까?

- >> 두산은 AI CCL을 공급하며 높은 성장성을 보유하고, 고객/제품 사이클에 따른 변동성도 보유. SK실트론은 주요 고객사 LTA중심 안정적인 현금흐름을 도출해 낼 수 있을 것으로 전망

(1) 반도체 소재 기업으로 NAV 재편

- 반도체 기초 소재인 웨이퍼(SK실트론), PCB/패키징 소재인 CCL(두산전자BG), 후공정 테스트(두산테스나)등 그룹 NAV의 반도체 비중 확대로, 반도체 성장성을 적극 반영할 수 있는 반도체 중심 포트폴리오 강화

(2) 웨이퍼 업황 회복의 레버리지 확보

- 웨이퍼 산업은 높은 고객 인증 장벽과 대규모 설비투자가 신규 진입을 제한
- 두산은 SK실트론 웨이퍼 사업이 CAGR 7% 성장, '31년 매출 약 2조원 달성 전망하고 있음
- 주요 고객사들의 출하량 확대, 신규 팹 및 LTA 체결로 인한 추가 상승세를 반영 가능

(3) 충분한 현금 여력: 싸게 잘 사왔다

- 인수지분 70.61% 기준 2.3조원, 100% 기준 3.3조원 예상, 해당 금액은 기확보한 금액 내에서 충분히 유동 가능할 것으로 전망(두산 별도 현금 1.7조원에 추가 잔여 대출 및 인수금융으로 충분한 자원 확보)
- 자금에 대한 문제나 유상증자 노이즈는 없음
- 추가 지분 29.4%에 대한 자금에 대해서도 유동에 큰 문제 없다고 판단
- 가격 적정성은 27년 이후 EBITDA가 Earn-out 기준을 얼마나 초과하는지에 따라 결정됨

- 당사는 07월 31일 현재 보고서에 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.