

두산 (000150)

두산 - SK실트론 인수 완료 코멘트 : 반도체 슈퍼사이클 본격 합류

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

[두산 - SK실트론 인수: 가격과 구조 모두 기대 이상의 결과]

Meritz Research 2026. 8. 3

두산은 7월 31일 SK가 보유한 SK실트론 지분 70.6%를 인수하기 위한 주식매매 계약(SPA) 체결 안건을 승인했음을 공시. 계약금액은 2조 3,000억원이며, 양수 예정일은 '27년 1월 31일. 최태원 SK그룹 회장이 보유한 지분 29.4%는 이번 거래 대상에서 제외됐으며, 향후 별도 협의를 통해 인수를 추진할 계획. SK실트론은 1983년 설립된 국내 유일의 반도체 웨이퍼 제조업체로, 12인치 웨이퍼 기준 글로벌 시장점유율 3위를 달성

당사가 평가하는 이번 인수의 긍정적인 부분은 크게 두 가지

1. 시장 우려와 달리 합리적인 수준에서 인수가 마무리됐다는 점. 그동안 시장은 반도체 슈퍼사이클 진입에 따라 SK실트론의 기업가치와 인수가격이 추가로 상승할 가능성을 우려. 그러나 두산은 지난해 우선협상대상자 선정 이후 논의해온 가격 수준에서 최종 계약을 체결. 1Q26 말 기준 두산의 별도 현금성자산 약 1.6조원(두산로보틱스 PRS 계약 대금 포함), 언론을 통해 알려진 산업은행의 2.5조원 규모 금융주선을 고려하면 추가적인 자금 조달 없이 인수대금 마련이 이뤄질 전망

지분 70.6%의 인수가격 2조 3,000억원을 지분 100% 기준으로 환산한 지분가치는 3조 2,575억원. 여기에 평가기준일인 '26년 3월 말 기준 SK실트론의 순차입금 2조 6,088억원을 더하면 기업가치는 약 5조 8,663억원으로 추산. 외부평가기관이 제시한 SK실트론의 '27년 예상 EBITDA 약 7,260억원을 적용하면 인수 EV/EBITDA는 약 8.1배 수준. 이는 Shin-Etsu Chemical, SUMCO, GlobalWafers, Siltronic 등 글로벌 웨이퍼 Peer 업체의 '27년 평균 EV/EBITDA 10.2배를 하회하는 수준으로, 두산 입장에서 충분히 매력적인 밸류에이션으로 판단.

한편 이번 인수에는 향후 SK실트론의 실적과 주요 조건 달성 여부에 따라 SK에 추가 대금을 지급하는 언아웃 조항(실적 연동분, 품질인증 연동분, 자산처분 연동분, 표1)이 포함. 당사는 언아웃 조항이 인수 매력도를 훼손하는 요인이 아니며 당장의 인수대금 부담을 높이지 않으면서도 향후 AI 반도체 투자 확대와 웨이퍼 업황 개선에 따른 SK실트론의 실적 및 기업가치 상승 가능성을 거래 양측이 반영한 결과로 해석. 특히 추가 대금 대부분이 EBITDA 초과 달성, 품질인증 완료, 자산 처분이익 발생 등 구체적인 성과를 전제로 지급된다는 점에서 두산의 부담은 제한적. 실적 개선이 현실화될 경우에만 추가 대금을 지급하는 성과 연동형 구조로, 두산 입장에서도 충분히 합리적이고 수용 가능한 조건임이 핵심

2. SK실트론의 SiC 웨이퍼 사업인 SK실트론CSS의 청산이 최종적으로 결정됐다는 점. 향후 두산이 참여하는 청산협의체를 통해 관련 절차를 진행할 예정이며, 두산은 손실 자산이 분리된 상태로 SK실트론을 인수. SiC 웨이퍼 사업의 청산을 긍정적으로 평가하는 이유는 중장기 리레이팅 요인도 존재하나 현재로서는 적자 부담이 과도해 연결 실적과 기업가치에 미치는 부정적 영향이 더 컸기 때문.

SK실트론은 '25년 연결 기준 매출액 2.06조원, 영업이익 1,931억원(Opm:9.4%)을 기록했으나, 별도 기준으로는 매출액 2.07조원, 영업이익 4,073억원(Opm:19.6%)을 달성하며 300mm 실리콘 웨이퍼 중심 본업은 여전히 높은 수익성을 유지하고 있음을 입증. 따라서 SiC 웨이퍼 사업 청산은 성장 옵션의 축소라기보다 적자 사업 정리를 통한 수익성 회복과 본업 가치 부각 측면에서 긍정적인 전략적 선택으로 판단. 웨이퍼 본업 성장 관점에서도 SK실트론은 '22년부터 약 2조 3,000억원을 투자해 조성한 경북 구미 3공단 내 신규 웨이퍼 공장을 올해 하반기부터 순차적으로 가동할 예정. 해당 공장의 생산능력은 300mm 웨이퍼 기준 기존 Capa의 약 50%에 달하는 규모로, 이를 기반으로 SK실트론은 향후 글로벌 웨이퍼 Peer를 상회하는 실적 성장률을 달성할 것으로 예상

[두산: 주가 매력도 매우 높음]

7월 31일 기준 두산 주가(117만원)는 연중 고점인 6월 1일 220만 3,000원 대비 약 46.9% 하락. 시장 전반의 변동성 확대도 일부 영향을 미쳤지만, SK실트론 인수 관련 불확실성 역시 주요 부담 요인으로 작용. 우선 해당 불확실성이 해소된 데다, 앞서 언급한 바와 같이 최종 인수조건 역시 두산에 우호적인 방향으로 확정됐다는 점은 향후 주가에 긍정적으로 작용할 전망

SK실트론 인수 완료로 두산의 지분가치 상승과 사업 포트폴리오의 질적 개선을 동시에 기대할 수 있다는 점도 긍정적. 앞서 언급한 외부평가기관 기준 SK실트론의 '27년 예상 EBITDA 7,260억원에 글로벌 웨이퍼 Peer의 평균 EV/EBITDA 10.2배를 적용하면 기업가치는 약 7.4조원으로 산출. 현재 당사는 두산의 적정주가 산정 시 보유 지분가치에 80%의 보수적인 할인율을 적용하고 있으며, 두산의 인수 지분을 70.6%와 해당 할인율을 반영하면 이번 인수를 통해 약 1조원의 기업가치가 우선 반영될 것으로 예상. 향후 SK실트론의 반도체 슈퍼사이클의 수혜가 본격적으로 확대되고 국내 유일의 반도체 웨이퍼 업체라는 전략적 가치가 부각될수록, 두산의 시가총액에 반영되는 SK실트론의 기업가치 역시 점진적으로 확대될 전망.

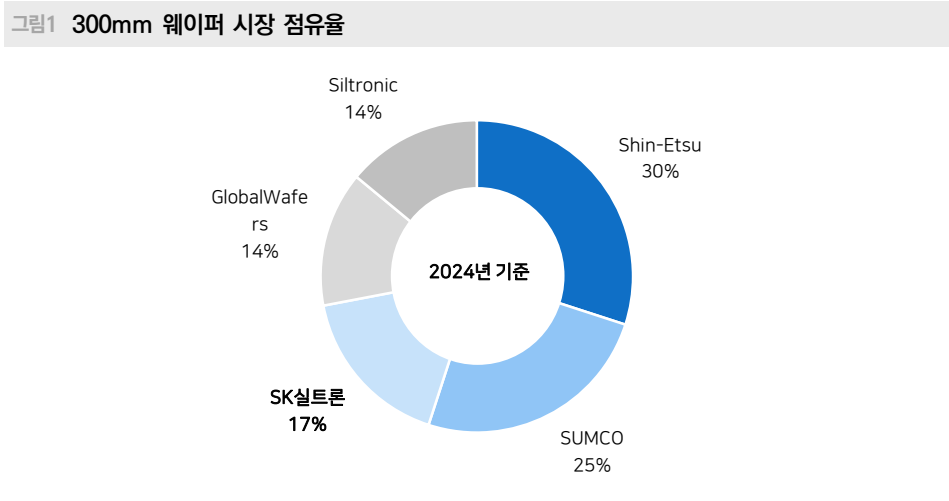
당사는 7월 28일 두산 리포트에서 전자BG의 기업가치를 약 29.1조원으로 제시. 이는 '27년 예상 순이익 9,840억원에 NVIDIA향 CCL Peer인 EMC와 Shengyi의 평균 PER 29.6배를 적용한 결과. 현재 두산의 시가총액(약 18.9조원)은, 기타 사업과 보유 지분가치 모두 0으로 가정하더라도 전자BG의 기업가치조차 충분히 반영하지 못한 수준이며, 현 주가 구간은 하방 리스크 대비 상방 여력이 더욱 크게 열려 있는 구간으로 판단. 당사는 인수 관련 불확실성 해소와 우호적인 인수조건, 향후 SK실트론의 기업가치 상승 가능성을 고려해 이번 공시를 매우 긍정적으로 평가하며, 두산에 대한 당사 커버리지 내 최선호주 의견(적정주가 240만원) 유지

표1 두산, 타법인주식 및 출자증권 양수 결정 내용	
구분	주요 내용
양수대상 회사	SK실트론㈜ (SK Siltron Co., Ltd.)
주요사업	전자산업용 규소박판 제조업
양수금액	2조 3,000억원 (자본대비: 18.8%)
거래상대방	SK㈜
양수 후 지분율	70.61%
양수 예정일	2027년 1월 31일
양수목적	사업다각화를 통한 중장기 성장기반 확보
대금 지급	계약금 10%는 계약 체결 직후 지급, 잔금 90%는 거래종결일 지급
자금조달	보유자금 및 차입금
잔여지분	잔여지분 29.39%에 대해서도 별도 양수 협의 예정 실적 연동: 2027~2034년 연도별 EBITDA가 기준금액을 초과할 경우, 초과분의 40%에 양수지분율 70.61%를 적용한 금액을 추가 지급할 수 있음
추가 지급	품질 인증 연동: 2026년부터 2029년 상반기까지 특정 거래처 대상 4개 품목의 인증 완료 시 품목당 250억원에 지분율을 적용해 지급 자산처분 연동: 청산·매각 예정 자산의 처분가액이 장부가를 초과할 경우 해당 처분이익에 지분율을 적용하는 구조

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

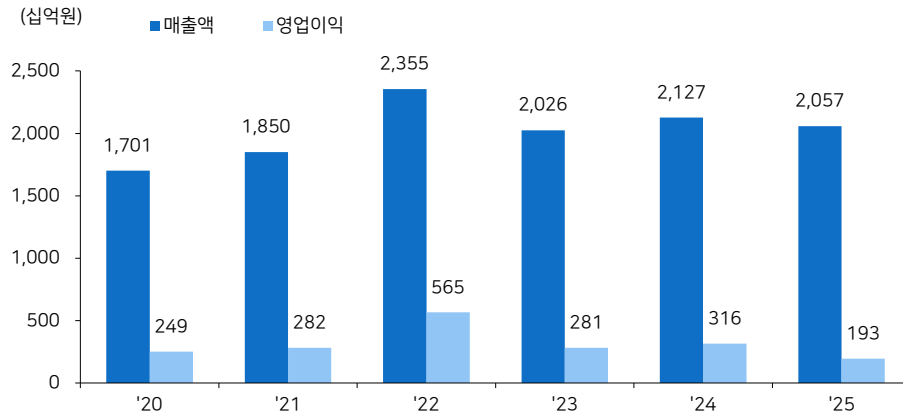
표2 SK실트론 지분 구조			
주주명	소유주식수	지분율(%)	비고
SK(주)	34,181,910	51.0	매각완료
키스아이비제실육차(주)	12,995,000	19.4	한투 SPC(최태원 회장 지분)
워머신제육차(주)	7,701,860	11.5	매각완료
더블에스파트너십2017의2(유)	6,706,000	10.0	삼성 SPC(최태원 회장 지분)
워머신제칠차(주)	5,438,580	8.1	매각완료

자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터



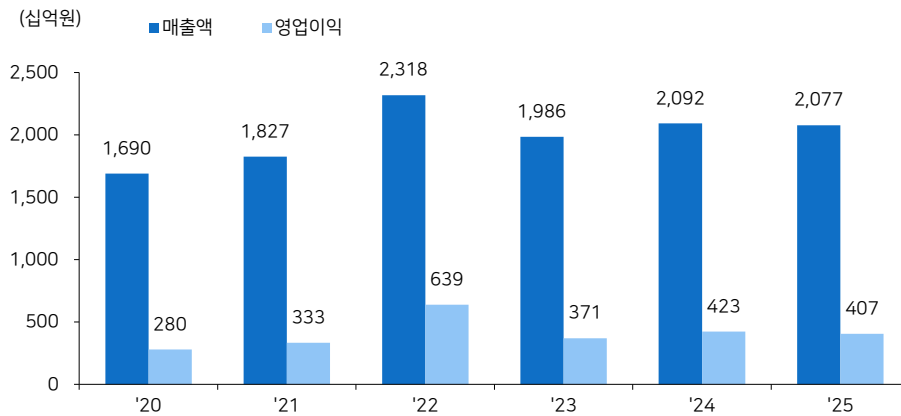
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK실트론 실적 추이 (연결 기준)



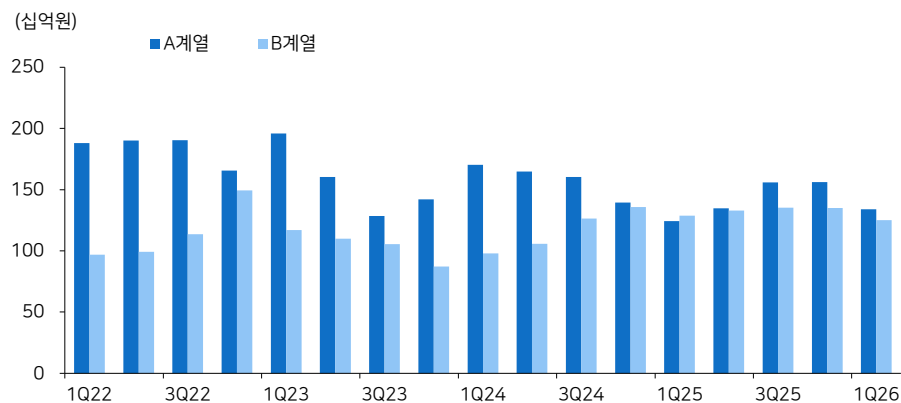
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK실트론 실적 추이 (별도 기준)



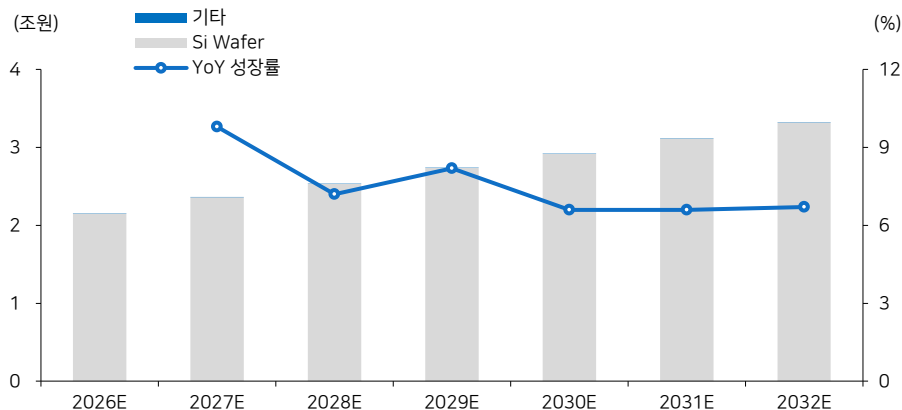
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK실트론 주요 고객사향 매출액 추이



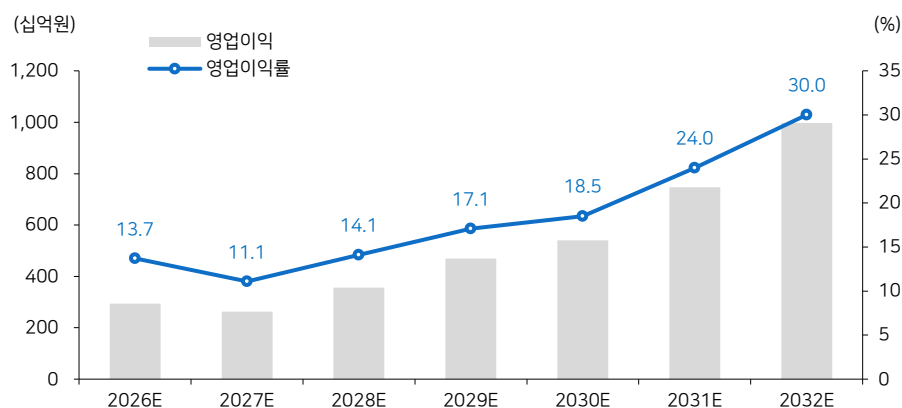
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림5 외부평가기관 기준 SK실트론 매출 전망



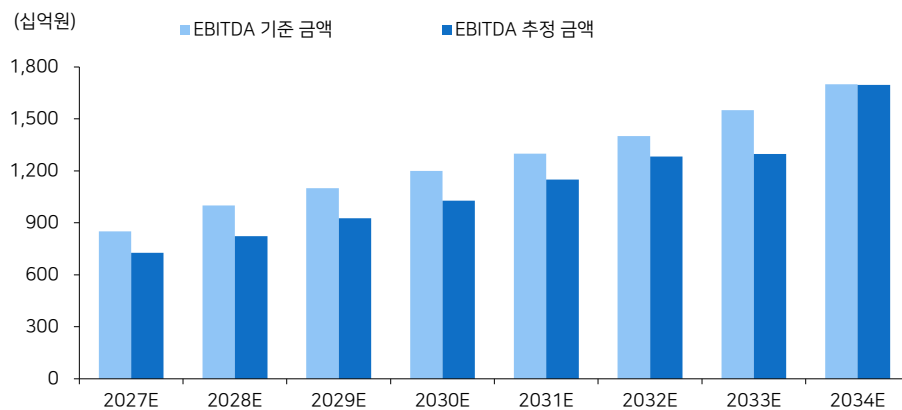
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림6 외부평가기관 기준 SK실트론 영업이익/영업이익률 전망



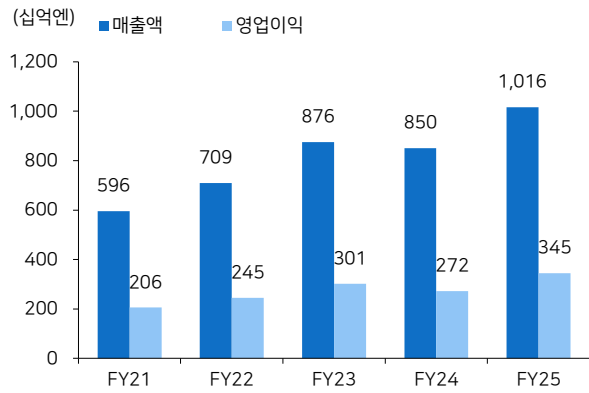
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림7 외부평가기관 기준 SK실트론 EBITDA 및 성과 연동 EBITDA 전망



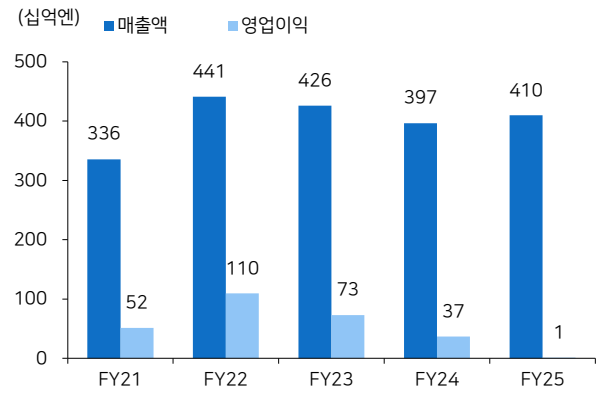
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Shin-Etsu Electronics Materials 실적 추이



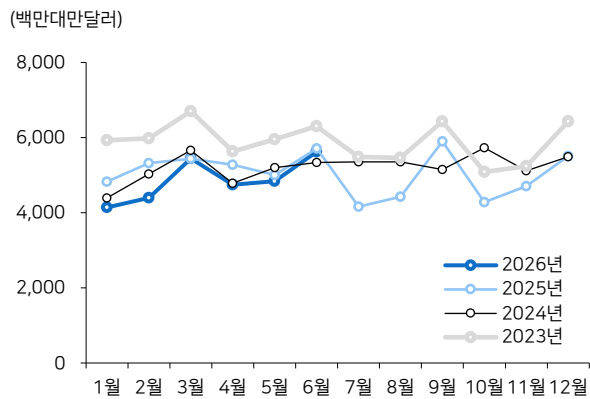
자료: Shin-Etsu, 메리츠증권 리서치센터

그림9 SUMCO 실적 추이



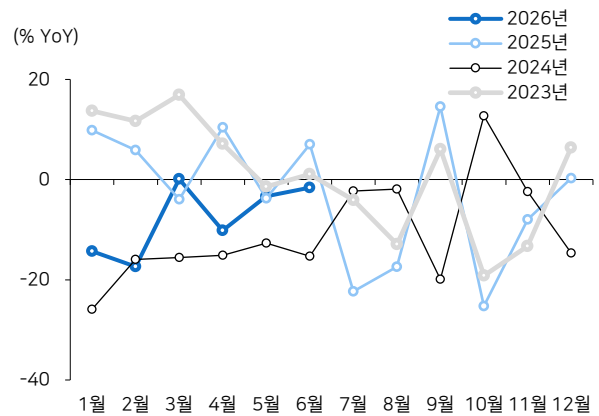
자료: SUMCO, 메리츠증권 리서치센터

그림10 GlobalWafers 월별 매출액



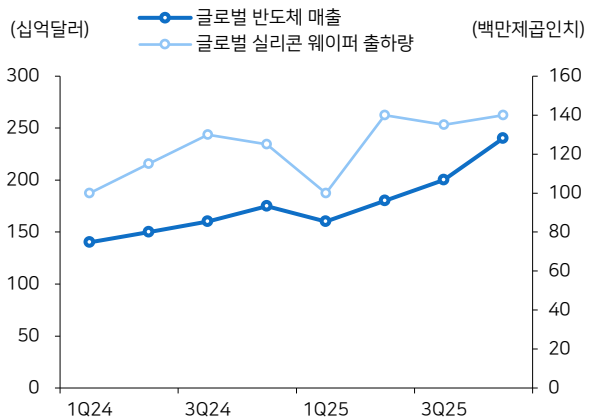
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림11 GlobalWafers YoY 성장률 비교



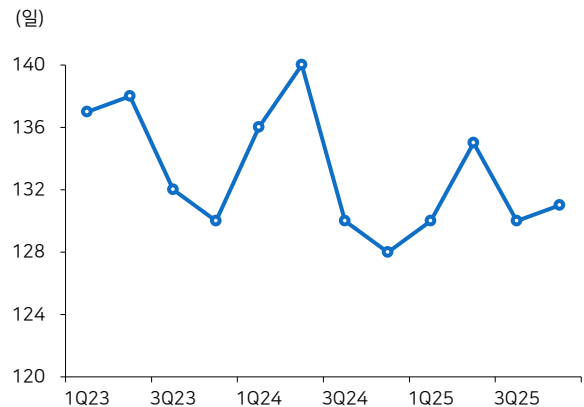
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 반도체 매출과 웨이퍼 출하량 추이



자료: SEMI, 메리츠증권 리서치센터

그림13 반도체 고객사 웨이퍼 재고일수 추이



자료: GlobalWafers, 메리츠증권 리서치센터

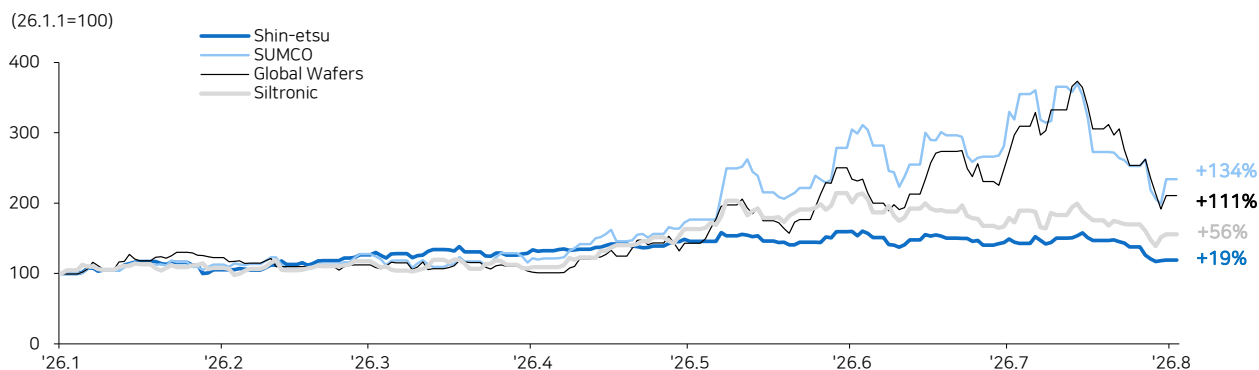
표3 글로벌 웨이퍼 제조업체 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)			P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	
Wafer Business	Shin-Etsu	72,241	19.3	17.1	2.3	2.2	11.9	13.0	12.1	13.3	17,584	18,701	4,672	5,262	10.3	9.3	
	SUMCO	7,376	47.2	19.6	2.1	1.9	-240.9	140.6	3.7	9.0	2,899	3,200	241	578	9.8	8.0	
	GloablWafers	12,654	39.5	23.8	4.1	3.8	36.0	65.6	11.1	16.6	2,000	2,641	283	611	23.9	14.8	
	Siltronic	2,892	n/a	n/a	1.4	1.5	190.9	-38.9	-11.3	-7.4	1,516	1,706	-234	-119	12.0	8.7	

주: 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 주요 웨이퍼 제조업체 상대주가 비교 (2026년 YTD)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

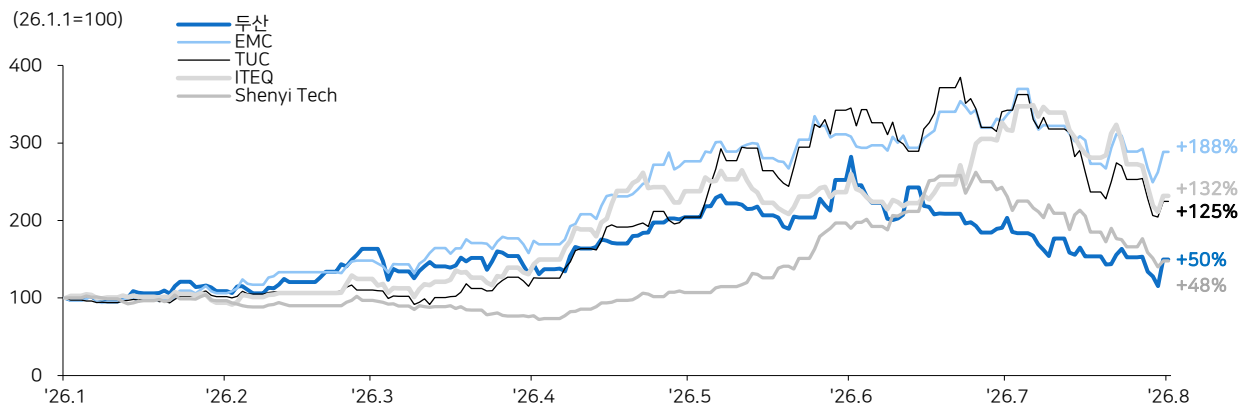
표1 글로벌 CCL 제조업체 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
AI CCL	EMC	52,629	43.9	22.2	21.5	12.7	148.5	97.7	58.5	62.9	5,796	9,835	1,544	3,044	31.9	16.6
	TUC	9,922	31.0	15.1	12.6	8.7	183.6	104.5	46.6	67.5	1,829	3,126	432	879	21.5	11.3
	ITEQ	2,960	28.1	16.1	4.1	3.7	115.9	74.0	15.0	23.3	1,446	1,878	156	262	15.2	10.7
	Shengyi Tech	38,001	43.0	29.5	12.1	9.6	88.1	45.9	30.7	37.8	6,074	8,343	1,094	1,656	30.6	21.5

주: 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 글로벌 CCL 업체들 상대주가 비교 (2026년 YTD)



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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

두산 (000150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2025.04.29	채권분석	Buy	440,000	양승수	-29.6	-28.2	
2025.05.02	기업브리프	Buy	500,000	양승수	-20.8	-5.2	
2025.05.29	기업브리프	Buy	590,000	양승수	-5.4	3.7	
2025.06.18	기업브리프	Buy	700,000	양승수	-14.6	-4.3	
2025.07.28	기업브리프	Buy	830,000	양승수	-31.3	-22.4	
2025.09.12	채권분석	Buy	890,000	양승수	-34.2	-28.2	
2025.10.02	기업브리프	Buy	850,000	양승수	-18.7	2.8	
2025.10.28	기업브리프	Buy	1,000,000	양승수	-6.1	-1.9	
2025.11.03	기업브리프	Buy	1,180,000	양승수	-16.7	-13.7	
2025.11.07	주식전략	Buy	1,200,000	양승수	-22.6	-21.8	
2025.11.11	기업브리프	Buy	1,350,000	양승수	-37.0	-24.7	
2026.01.16	기업브리프	Buy	1,200,000	양승수	-27.1	-21.2	
2026.02.12	기업브리프	Buy	1,400,000	양승수	-23.6	-13.2	
2026.02.27	기업브리프	Buy	1,600,000	양승수	-30.8	-20.1	
2026.03.23	채권분석	Buy	1,700,000	양승수	-34.0	-26.5	
2026.04.09	기업브리프	Buy	1,900,000	양승수	-25.5	-16.7	
2026.04.30	기업브리프	Buy	2,400,000	양승수	-29.2	-8.2	
2026.06.23	기업브리프	Buy	2,600,000	양승수	-48.5	-38.8	
2026.07.28	기업브리프	Buy	2,400,000	양승수	-	-	