

두산 000150

결국은 기회가 될 거래

두산로보틱스 지분 일부 유동화 결정

주 두산은 전일 두산로보틱스 지분 1,170만주 담보 주가수익스왑 (PRS)계약을 체결하여 총 9,477억원 자금 조달을 결정했다. 두산로보틱스 지분율은 기존 68%에서 50%로 낮아진다. 향후 두산로보틱스 지분 추가 매각 계획은 없음을 공시했다.

이번 조달로 인수 자금 우려 해소

금번 조달 자금과 두산이 보유한 기존 현금 및 현금성 자산 1조 2,700억 원을 합산할 경우 가용자금은 2조 1,600억 원 이상으로 추정된다. 이 자금은 향후 SK 실트론 경영권 지분 70.6% 인수에 활용될 가능성이 높아 보인다.

언론에 보도된 실트론 기업가치 5조원에서 순차입금 약 2.5조원을 차감하면 Equity Value는 약 2.5조원으로 추정된다. 여기에 경영권 프리미엄을 감안하더라도 약 2.5~3조원 수준에 형성될 가능성이 높다. 이 중 70.6% 지분을 취득할 경우 실제 인수 금액은 약 2조원 초반이다. 이번 조달은 그간 제기돼 왔던 두산의 자사주 활용이나 유상증자 가능성 등 자금 조달 관련 우려를 완전히 해소할 전망이다.

루빈 양산 샘플 대기 중

27년 상반기까지 네트워크보드 물량 기준 현재 대비 50% 증가 증설은 차질 없이 진행 중이다. 무엇보다 26년 가장 중요한 이벤트 루빈 양산 샘플도 대기 중이다.

굴곡 없던 글로벌 Top3, 결국 굿딜

SK실트론 고객사는 삼성전자 비중 27.7%, SK하이닉스 26.5%로 글로벌 최상위 메모리 업체 중심으로 형성되어 있다. 반도체 업황 피크아웃 이후 둔화국면에서도 연간 6,000억원 이상의 EBITDA를 유지해왔다. 단기업황에 따라 이익이 급변하는 사업구조가 아닌 고정 고객기반과 반복 수요에 의해 구조적으로 30% 이상의 높은 EBITDA마진을 유지하는 비즈니스 모델이다. 언론에 따르면 구미 300mm 웨이퍼 신공장과 미시간 SiC웨이퍼 공장에 총 3.1조원 증설이 진행 중이다. 구미는 최대 캐파 2배, 미시간은 10배 이상 확대하며 완공은 2027년 전후다. 증설 이후 EBITDA는 현재 6,000억원대에서 1조원 이상으로 레벨업 될 전망이다. 특히 SiC웨이퍼의 높은 ASP와 마진 구조로 큰 폭의 수익성 개선도 기대된다. 목표주가 150만원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	19,710	20,853
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,109	1,360
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.5
세전이익	-286	451	593	849	768
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	223	366
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	15,874	26,262
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	19.8
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	14.2	19.1
PER(배)	-1.9	-3.9	-17.9	49.1	29.7
PBR(배)	1.0	1.2	3.7	10.0	8.0
EV/EBITDA(배)	4.0	2.7	5.6	9.4	8.1

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2025.12.24

매수(유지)

목표주가(유지) 1,500,000원
현재주가(12/23) 780,000원
상승여력 92.3%

Stock Data

KOSPI	4,117.3pt
시가총액(보통주)	12,631십억원
발행주식수	16,194천주
액면가	5,000원
자본금	124십억원
60일 평균거래량	145천주
60일 평균거래대금	116,612백만원
외국인 지분율	15.3%
52주 최고가	1,082,000원
52주 최저가	236,500원
주요주주	
박영원(외27인)	40.9%
자사주(외1인)	16.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-8.8	-15.6
3M	32.2	14.1
6M	25.0	-11.6

주가차트

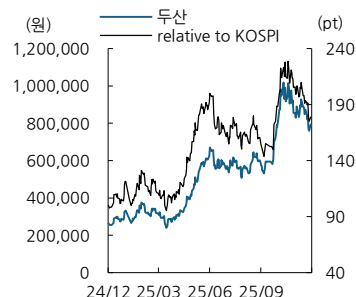
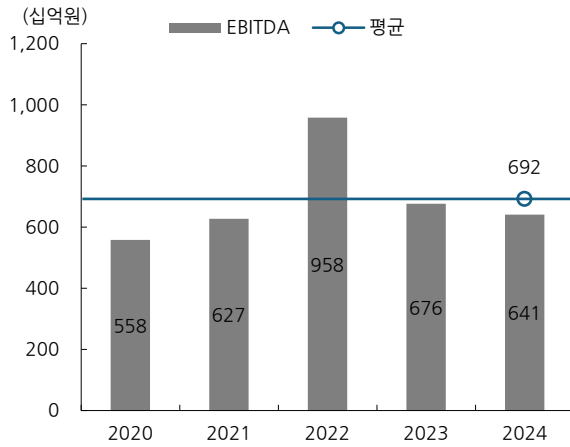
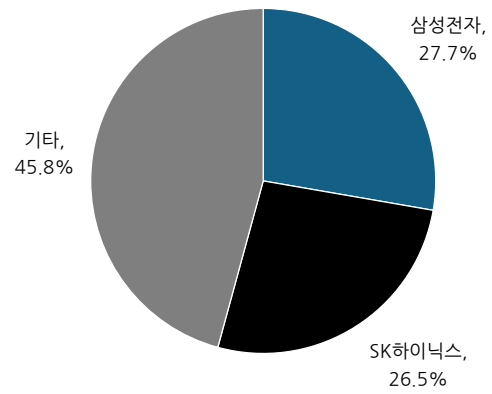


그림1 SK실트론 EBITDA 추이



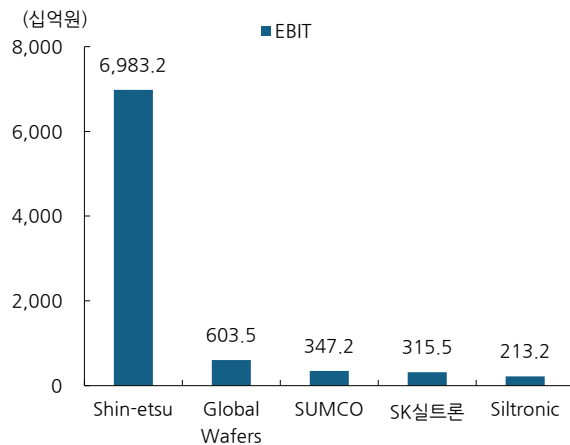
자료: SK실트론, DS투자증권 리서치센터

그림2 SK실트론 3Q25 누적 기준 고객사 점유율 추정



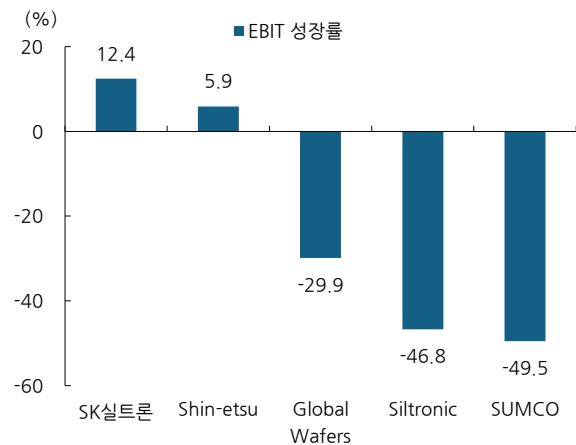
자료: SK실트론, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 SK실트론 Peer 그룹 24년 EBIT 비교



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림4 SK실트론 Peer 그룹 24년 EBIT 성장률 비교



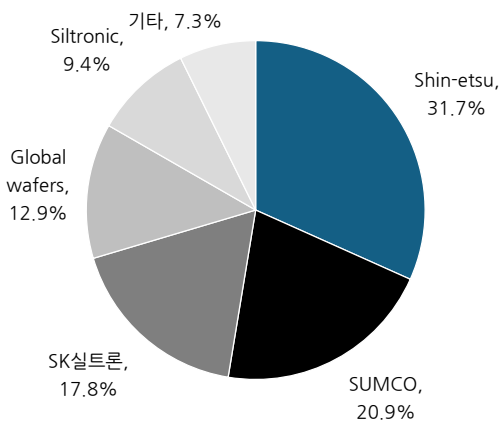
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표1 SK실트론 증설 진행 현황

내용	구미 3 공단 신공장	미시간주 베이 시티 신공장
투자규모	부지 매입 및 공장건설에 총 2.2조원 투자	신공장 2곳 건설에 약 8,800억원 투자
투자재원	차입금 및 장기계약 선수금	미 에너지부로부터 7,200억원 대출 미시간 주정부로부터 1,050억원 세제혜택 등 추가 지원
CAPA 규모	현재 대비 2배 이상 성장 전망	SiC 웨이퍼 생산량 10배 이상 성장 목표
생산제품	300mm 웨이퍼	SiC 웨이퍼
완공 시점	2027년	2027년

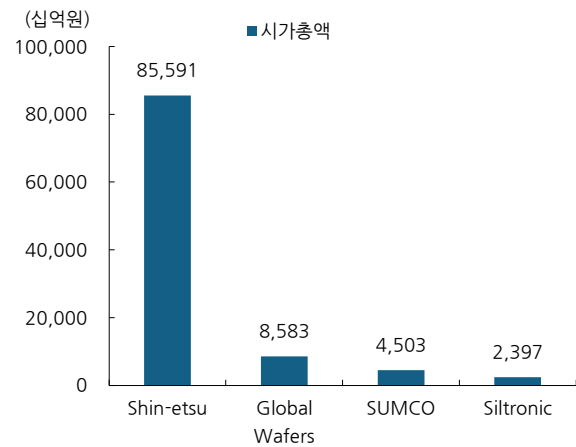
자료: 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터

그림5 300mm 웨이퍼 기준 시장점유율



자료: 각사 자료 종합, DS투자증권 리서치센터 추정
주: 2024년 기준

그림6 SK실트론 Peer 그룹 시가총액 비교



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표2 SK실트론 연간 주요 재무 지표

(십억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	3Q25 누적
매출액	1,542.9	1,700.6	1,849.6	2,354.7	2,025.6	2,126.8	1,496.9
EBIT	331.7	249.4	281.7	564.9	280.6	315.5	129.0
EBIT 마진	21.5%	14.7%	15.2%	24.0%	13.9%	14.8%	8.6%
당기순이익	-	-	173.0	374.5	234.0	248.0	62.5
EBITDA	571.2	558.6	626.1	957.8	675.5	639.9	329.1
EBITDA 마진	37.0%	32.8%	33.9%	40.7%	33.3%	30.1%	22.0%
자산총계	-	-	3,506.5	4,628.1	5,451.5	6,178.8	5,935.8
부채총계	-	-	2,253.6	2,922.1	3,498.2	3,935.6	3,659.3
총차입금	-	-	1,877.1	1,948.3	2,349.5	2,780.4	2,702.1
순차입금	-	-	1,452.9	1,312.6	1,640.3	2,206.8	2,461.1
순차입금/EBITDA	-	-	2.3	1.4	2.4	3.4	7.5
부채비율	-	-	179.9%	171.3%	179.1%	175.4%	160.7%
차입금의존도	-	-	53.5	42.1	43.1	45.0	45.5

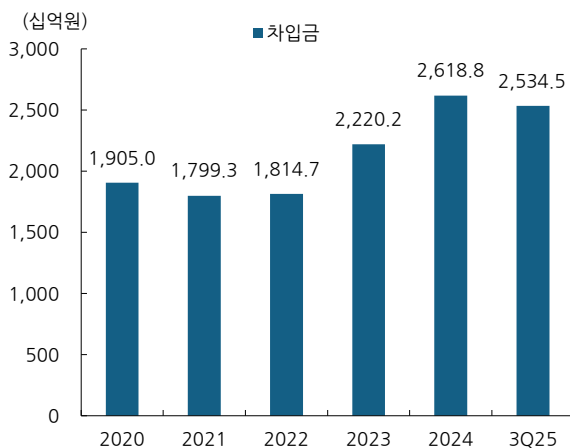
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표3 SK실트론 Peer 기업 주요 재무 지표

(십억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Shin-etsu						
매출액	14,524.3	14,085.8	19,520.1	26,430.8	22,724.2	24,100.9
EBIT	3,820.5	3,690.6	6,364.0	9,393.1	6,596.4	6,983.2
EBIT 마진	26.3%	26.2%	32.6%	35.5%	29.0%	29.0%
EBITDA	5,112.5	5,043.8	7,918.5	11,403.0	8,739.1	9,226.5
EBITDA 마진	35.2%	35.8%	40.6%	43.1%	38.5%	38.3%
SUMCO						
매출액	2,814.5	2,741.1	3,158.9	4,150.8	4,007.7	3,732.0
EBIT	476.1	356.6	484.6	1,032.3	687.9	347.2
EBIT 마진	16.9%	13.0%	15.3%	24.9%	17.2%	9.3%
EBITDA	913.7	797.0	981.5	1,618.5	1,556.4	1,073.7
EBITDA 마진	32.5%	29.1%	31.1%	39.0%	38.8%	28.8%
Global wafers						
매출액	2,482.4	2,371.1	2,615.1	3,008.8	3,026.0	2,679.3
EBIT	770.4	654.8	757.6	1,070.0	860.3	603.5
EBIT 마진	31.0%	27.6%	29.0%	35.6%	28.4%	22.5%
EBITDA	963.0	881.7	1,001.5	1,322.5	1,138.5	941.6
EBITDA 마진	38.8%	37.2%	38.3%	44.0%	37.6%	35.1%
Siltronic						
매출액	2,201.2	2,092.0	2,435.2	3,128.5	2,624.1	2,449.1
EBIT	604.9	332.8	549.4	859.7	400.4	213.2
EBIT 마진	27.5%	15.9%	22.6%	27.5%	15.3%	8.7%
EBITDA	708.9	643.0	811.2	1,168.2	752.2	630.9
EBITDA 마진	32.2%	30.7%	33.3%	37.3%	28.7%	25.8%

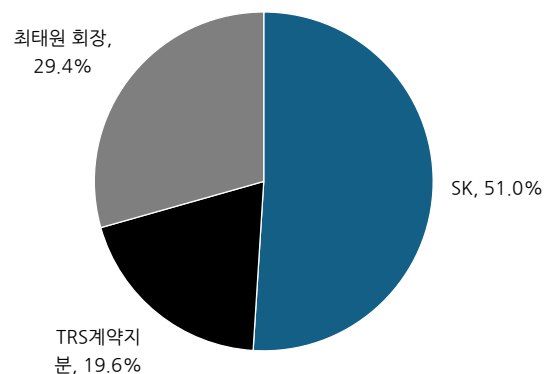
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 SK실트론 차입금 추이



자료: SK실트론, DS투자증권 리서치센터

그림8 SK실트론 지분 구조



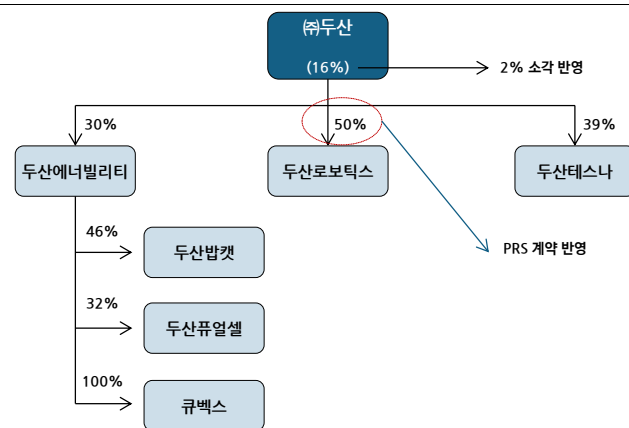
자료: SK실트론, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 두산로보틱스 PRS 계약 정리

처분 지분율	18%
처분금액	9,477억원
처분 후 지분율	50.06%
처분목적	M&A 투자 자원 확보 및 재무구조 개선

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림9 두산 그룹 지배구조도



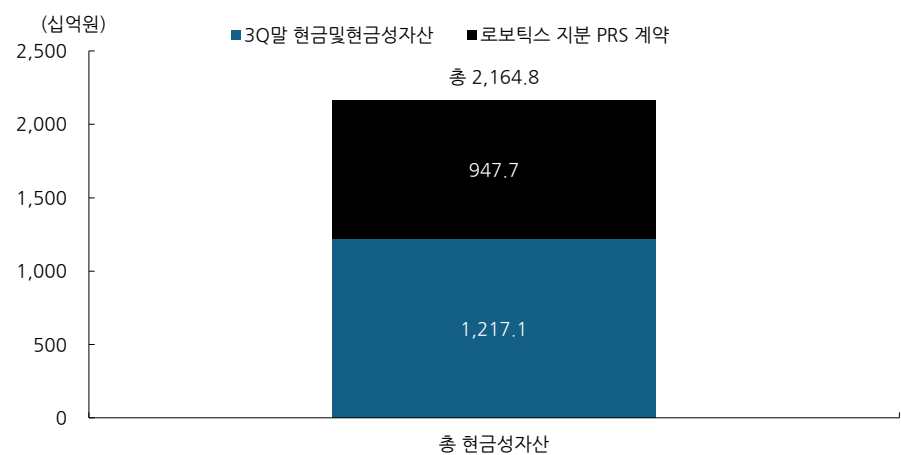
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표5 두산 자사주 소각 계획 및 개요

규모	보통주 발행주식 총수의 6%
소각 기간	2025~2027년
개요	매년 균등하게 2%씩 소각 예정
실행 현황	11월 10일 2% 소각 결의

자료: DS투자증권 리서치센터

그림10 두산 별도 현금성자산 현황



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표6 두산 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			13,081	
전자	538	24	12,915	26F 순이익 * 24배 적용 (EMC 대비 10% 할증)
DDI(정보통신)	4	10	44	26F 전망치
두타물	12	10	121	26F 전망치
	지분율	시총/장부가	NAV	비고
상장사(b)			8,000	할인율 60% 적용
두산 에너지빌리티	31%	49,707	15,161	
오리콤	61%	73	44	
두산로보틱스	68%	5,637	3,845	
비상장사(c)			560	
두산 모빌리티 이노베이션	86%	72	62	장부가 적용
두산 로지스틱스 솔루션	100%	25	25	장부가 적용
두산 퓨얼셀 미국법인 (FCA)	100%	192	192	장부가 적용
두산 포트폴리오홀딩스	100%	281	281	두산 테스나 지분 38.7% 보유
순차입금(d)	1,150			
Target NAV(a+b+c-d)	20,491			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	1,500,000			
현재 주가(원)	780,000			
주가 상승 여력	92%			

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표7 두산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
연결 실적											
매출액	4,299	5,346	4,452	5,613	4,471	5,441	4,873	6,068	18,133	19,710	20,853
YoY	-3.7	16.4	14.8	7.9	4.0	1.8	9.4	8.1	-5.2	8.7	5.8
영업이익	199	358	231	322	260	412	280	408	1,004	1,109	1,360
OPM	4.6	6.7	5.2	5.7	5.8	7.6	5.8	6.7	5.5	5.6	6.5
당기순이익	11.3	233.2	111.5	280.6	11.8	237.3	146.2	182.1	302	637	577
지배주주 순이익	24	79	121	0	11	221	136	0	-226	223	368
두산 자체 사업											
매출액	485	559	524	597	645	639	668	792	1,377	2,165	2,744
YoY	80.1	71.8	53.0	35.6	33.0	14.3	27.5	32.7	22.1	57.2	26.8
영업이익	121	142	109	147	167	168	180	219	141	519	734
OPM	25.0	25.4	20.7	24.6	25.8	26.4	26.9	27.7	10.2	24.0	26.8
전자											
매출액	403	476	440	506	563	556	580	701	1,007	1,825	2,400
영업이익	116	136	104	145	163	163	174	217	123	501	718
OPM	28.8	28.6	23.6	28.6	29.0	29.3	30.0	31.0	12.2	27.4	29.9
디지털 (DDI)											
매출액	71	73	75	81	71	73	78	81	288	300	303
영업이익	0	3	3	-1	0	3	3	-1	6	4	4
OPM	0.3	3.4	3.4	-1.1	0.3	3.4	3.4	-1.1	2.2	1.4	1.5
두타물											
매출액	11	10	10	10	11	10	10	10	41	40	40
영업이익	5	3	2	3	3	3	3	3	14	13	12
OPM	44.4	34.7	24.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	33.5	33.6	30.0
비상장 2사											
매출액	14	21	3	54	17	28	24	64	69	91	133
YoY	170.0	144.0	-72.6	19.3	26.2	35.2	713.1	19.4	18.9	31.2	46.1
영업이익	-3	-3	-5	0	0	0	0	0	-11	-11.0	-0.9
OPM	-22.2	-16.6	-155.2	-0.1	-0.7	-1.7	-1.1	-0.1	적자지속	적자지속	적자지속
DMI											
매출액	1	5	3	2	3	9	5	2	2	11	19
DLS											
매출액	12	15	15	52	15	18	18	63	67	95	114
로보틱스											
매출액	5	5	10	17	8	7	14	24	47	37	53
영업이익	-12	-16	-15	1	0	0	1	1	-41	-42	1
OPM	적자 지속	-5.0	5.0	5.0	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-88.0	-115.4	2.3

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

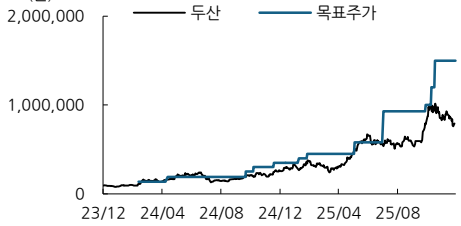
[두산 000150]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,913	12,846	13,526	매출액	16,996	19,130	18,133	19,606	20,853
현금 및 현금성자산	2,074	3,539	3,704	5,486	5,907	매출원가	14,158	15,885	15,171	16,399	17,241
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,868	3,492	3,599	매출총이익	2,838	3,245	2,962	3,208	3,612
재고자산	2,757	2,927	3,136	2,686	2,857	판매비 및 관리비	1,712	1,809	1,958	2,117	2,252
기타	1,368	1,328	1,205	1,183	1,162	영업이익	1,126	1,436	1,004	1,090	1,360
비유동자산	16,789	16,840	18,230	17,996	17,689	(EBITDA)	1,744	2,141	1,771	1,910	2,150
관계기업투자등	891	662	951	903	768	금융손익	-539	-360	-242	-449	-442
유형자산	6,273	6,509	7,013	6,653	6,348	이자비용	365	466	492	449	442
무형자산	7,891	8,032	8,547	8,580	8,596	관계기업등 투자손익	-343	-44	21	0	0
자산총계	26,315	28,287	30,143	30,842	31,215	기타영업외손익	-529	-582	-190	349	-151
유동부채	9,478	11,439	11,024	11,432	11,453	세전계속사업이익	-286	451	593	990	768
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,337	5,045	5,365	계속사업법인세비용	211	179	291	248	192
단기금융부채	3,164	4,218	4,281	3,981	3,681	계속사업이익	-497	272	302	743	576
기타유동부채	1,883	2,226	2,407	2,407	2,407	중단사업이익	-84	0	0	0	0
비유동부채	6,539	5,641	7,229	7,251	7,273	당기순이익	-581	272	302	743	576
장기금융부채	4,589	3,719	5,063	5,063	5,063	지배주주	-696	-388	-226	305	366
기타비유동부채	1,950	1,922	2,166	2,188	2,210	총포괄이익	-524	285	392	743	576
부채총계	16,018	17,080	18,254	18,683	18,726	매출총이익률 (%)	16.7	17.0	16.3	16.4	17.3
지배주주지분	1,791	1,624	1,480	1,749	2,080	영업이익률 (%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.5
자본금	124	124	124	124	124	EBITDA마진률 (%)	10.3	11.2	9.8	9.7	10.3
자본잉여금	1,605	1,881	1,928	1,928	1,928	당기순이익률 (%)	-3.4	1.4	1.7	3.8	2.8
이익잉여금	669	208	-82	188	518	ROA (%)	-2.7	-1.4	-0.8	1.0	1.2
비지배주주지분(연결)	8,507	9,583	10,409	10,409	10,409	ROE (%)	-36.0	-22.7	-14.6	18.9	19.1
자본총계	10,298	11,207	11,889	12,159	12,489	ROIC (%)	5.8	5.9	3.3	5.4	7.1

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	308	2,541	1,102	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-581	272	302	743	576	P/E	-1.9	-3.9	-17.9	35.6	29.7
비현금수익비용가감	2,705	2,054	1,804	264	484	P/B	1.0	1.2	3.7	9.5	8.0
유형자산감가상각비	456	548	603	652	622	P/S	0.1	0.1	0.3	0.9	0.8
무형자산상각비	162	157	164	168	168	EV/EBITDA	4.0	2.7	5.6	9.5	8.1
기타현금수익비용	2,087	1,350	1,037	-555	-306	P/CF	0.8	0.9	2.6	16.6	15.8
영업활동 자산부채변동	-683	433	-1,053	1,535	42	배당수익률 (%)	2.4	2.1	0.8	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	-508	-58	-70	376	-108	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-683	-296	81	451	-171	매출액	32.2	12.6	-5.2	8.1	6.4
매입채무 증가(감소)	867	592	-819	708	321	영업이익	22.3	27.6	-30.1	8.6	24.7
기타자산, 부채변동	-359	194	-244	0	0	세전이익	적전	흑전	31.5	67.0	-22.5
투자활동 현금	-291	-1,106	-995	-424	-345	당기순이익	적전	흑전	11.1	145.7	-22.5
유형자산처분(취득)	-665	-571	-639	-292	-317	EPS	적전	적지	적지	흑전	19.8
무형자산 감소(증가)	-236	-230	-218	-201	-184	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	652	-121	-156	69	156	부채비율	155.5	152.4	153.5	153.7	149.9
기타투자활동	-42	-184	18	0	0	유동비율	100.5	100.1	108.1	112.4	118.1
재무활동 현금	-482	636	574	-336	-336	순차입금/자기자본(x)	51.2	36.2	43.8	25.9	19.6
차입금의 증가(감소)	-2,418	94	881	-300	-300	영업이익/금융비용(x)	3.1	3.1	2.0	2.4	3.1
자본의 증가(감소)	-125	-119	-190	-36	-36	총차입금 (십억원)	7,753	7,938	9,344	9,044	8,744
배당금의 지급	125	119	125	36	36	순차입금 (십억원)	5,275	4,060	5,207	3,147	2,446
기타재무활동	2,061	661	-117	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-161	1,465	165	1,782	422	EPS	-42,673	-24,026	-14,215	21,929	26,262
기초현금	2,235	2,074	3,539	3,704	5,486	BPS	83,627	75,846	69,123	81,701	97,131
기말현금	2,074	3,539	3,704	5,486	5,907	SPS	793,700	893,375	846,803	915,604	973,836
NOPLAT	816	867	512	818	1,020	CFPS	99,190	108,635	98,376	47,012	49,489
FCF	1,150	1,653	59	2,118	757	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산 (000150) 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2024-03-08	매수	135,000	5.3	21.5		
2024-05-07	매수	190,000	-4.8	27.1		
2024-05-08	매수	190,000	-4.7	27.1		
2024-07-30	매수	190,000	-18.0	1.3		
2024-10-16	매수	250,000	-18.4	-16.0		
2024-11-01	매수	300,000	-28.2	-19.0		
2024-11-20	매수	300,000	-29.2	-19.0		
2024-12-13	매수	350,000	-20.2	-5.0		
2025-02-03	매수	400,000	-23.1	-10.1		
2025-02-20	매수	450,000	-26.3	5.3		
2025-02-26	매수	450,000	-26.8	5.3		
2025-05-29	매수	580,000	1.0	15.5		
2025-07-28	매수	930,000	-36.8	-15.0		
2025-10-23	매수	1,000,000	-9.6	1.8		
2025-11-04	매수	1,200,000	-20.5	-17.3		
2025-11-11	매수	1,500,000	-41.3	-32.3		
2025-12-24	매수	1,500,000				

투자이건 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자이건은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자이건 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.