IT/전기전자
(Overweight)

두산 지분 매각 공시 관련 코멘트

주요 포인트

금일 두산은 두산로보틱스 보통주 1,170 만주에 대한 PRS 계약을 체결, 9,477 억원의 자금을 조달.

두산은 SK 실트론 인수를 위한 충분한 현금을 확보했다고 판단하며, 금번 이슈로 인한 급락은 두산 저가 매수의 기회임을 재차 강조

IT/전기전자 이주형_ 02)368-6190_ jhlee2207@eugenefn.com

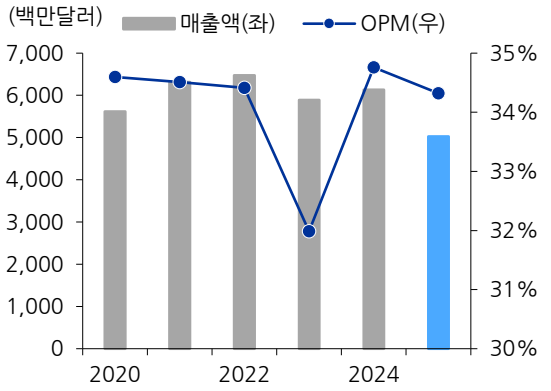
[두산로보틱스 지분 18.05% 매각 공시]

- 금일 두산은 공시를 통해 두산로보틱스 보통주 11,700,000주(18.05%)에 대해 주당 81,000원의 주가수익스왑(Price Return Swap, PRS)계약을 체결했음을 알림. 두산로보틱스 주식 처분을 통해 두산은 9,477억원의 자금을 확보했으며, 이는 당사가 우선협상대상자로 지정된 SK실트론 인수를 위해 활용될 것으로 예상. 두산로보틱스 지분 매각 이후에도 지분율은 과반 이상(50.06%)으로 유지되어 두산로보틱스에 대한 지배력 역시 유지될 것
- 3분기말 두산의 현금성 자산은 1조 2,171억원으로, 금번 주식 처분으로 확보한 자금을 더하면 가용 현금은 총 2조 1,648억원. 지난 12월 18일 당사 코멘트 자료에서 언급한 바와 같이, 언론이 제시한 SK실트론 기업 가치 상단 수준인 5조원을 가정하더라도 SK실트론 인수가의 상단은 약 2.3조원대에 그칠 것. **이미 두산은 SK실트론 인수를 위한 충분한 가용 현금을 확보**했으며, **금일 공시를 통해 두산의 유상증자 내지는 자사주 기반 교환사채(EB) 발행과 관련된 우려는 완전히 해소되었다고 판단**
- 전자BG는 기 진행중인 투자를 통해 내년 4분기부터 순차적으로 하이엔드 CCL 생산 역량 확대가 예상되며, 금번 인수 건과 무관하게 시장과 소통된 타임라인에 따라 캐파 증설이 순조롭게 진행되고 있는 것으로 파악됨
- 올해 4분기 중 서버 ODM 업체들의 GB200/GB300 랙서버 출하량의 큰 폭의 증가를 통해 연중 최대 분기 실적을 기록할 것으로 예상되며, 북미 주요 고객사의 차세대 아키텍처 내 과반 이상의 높은 점유율을 유지할 수 있을 것으로 전망. 경쟁사 대비 앞선 기술력과 높은 이익률에도 불구하고, 금일 종가 기준 **두산전자의 26F EV/EBITDA는 12.3배 수준으로 대만 Peer 업체 평균 20.2배 대비 현저히 낮은 밸류에이션**에서 거래되는 중. **SK실트론 인수 및 자금 조달과 관련된 급락은 두산 저가 매수의 기회임을 재차 강조**

[SK 실트론]

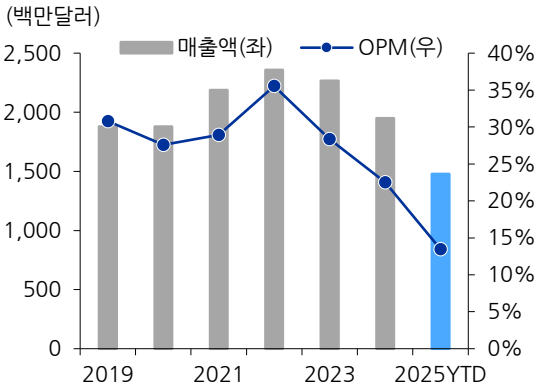
- SK실트론의 YTD 실적은 매출액 1조 4,969억원, 영업이익률 9%로 전년비 수익성이 크게 부진한 상황. 이는 전방시장의 부진이 올해 상반기까지 지속된 영향이며, 공급량은 증가했으나 출하량은 지속 정체되며 3Q25 300mm 웨이퍼 부문에서 ASP가 크게 하락한 것으로 파악됨. 다만 4분기부터 고객사 재고 조정 완화, 가격 안정화 및 비용 절감에 따라 실적 개선세를 기대. SEMI에 따르면, 글로벌 실리콘 웨이퍼 시장 역시 2023년과 2024년 각각 전년비 -14%, -3%의 출하량 감소 이후 올해부터는 전년비 5% 증가한 출하면적을 기록할 것으로 예상됨
- SK실트론은 직전 반도체 사이클 고점인 2022년 연간 9,578억원의 EBITDA를 기록했으며, 이후 2024년까지 2년간 연평균 6,577억원의 EBITDA를 기록. 만약 Equity Value + Net Debt 합산 **5조원에 SK실트론을 인수한다면 이는 2023~2024년 평균 EBITDA 6,577억원의 7.6배 수준으로, 동기간 SUMCO, Global Wafers, Siltronic 평균 EV/EBITDA 7.9배와 비교했을 때 합리적인 수준이라고 판단됨**
- **금번 인수 건이 성공적으로 마무리되고, SK실트론의 수익성이 과거 평년 수준으로 회복된다면 최소 3조원 이상의 ㈜두산 영업가치 확대를 예상**

도표 1. Shin-etsu Electronic Materials 실적 추이



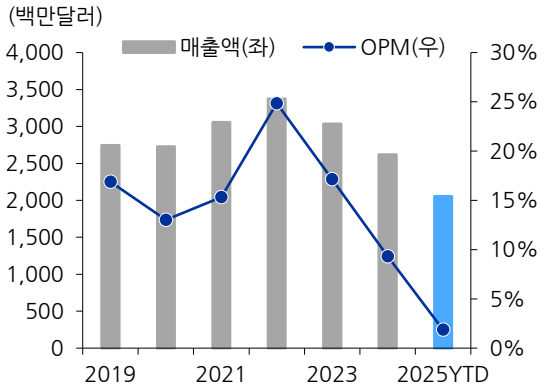
자료: Shin-etsu, 유진투자증권

도표 2. SUMCO 실적 추이



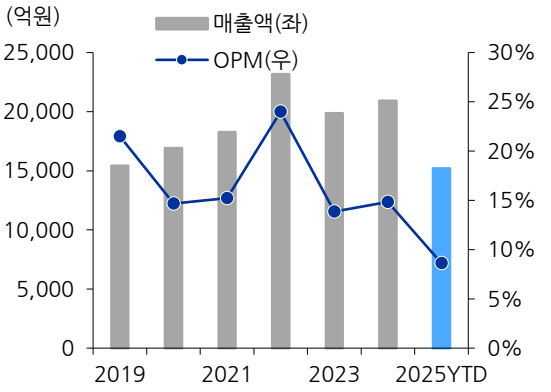
자료: SUMCO, 유진투자증권

도표 3. Global Wafers 실적 추이



자료: Global Wafers, 유진투자증권

도표 4. SK 실트론 실적 추이



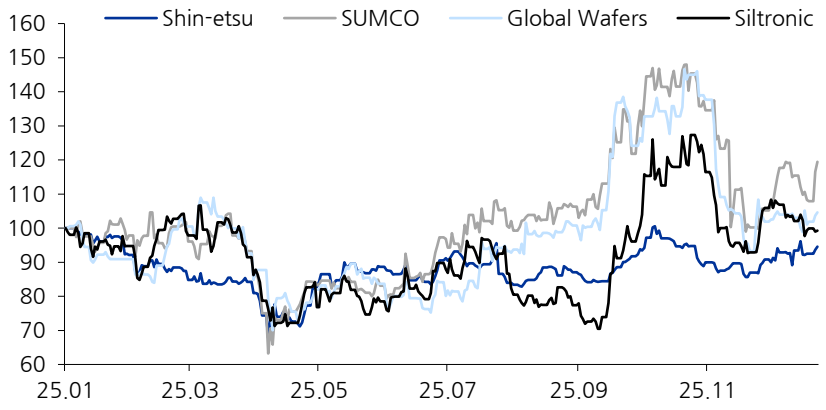
자료: SK 실트론, 유진투자증권

도표 5. SK 실트론 Peer Valuation

업체	국가	시가총액 (백만달러)	PER		PBR		EV/EBITDA	
Shin-etsu	일본	62,371	18.5	16.8	2.1	2.0	9.4	8.6
SUMCO	일본	3,148	NA	NA	0.9	0.9	7.4	6.3
Global Wafers	대만	5,857	25.3	16.2	2.0	1.9	12.7	10.6
Siltronic	독일	1,619	NA	NA	0.7	0.8	8.7	6.7

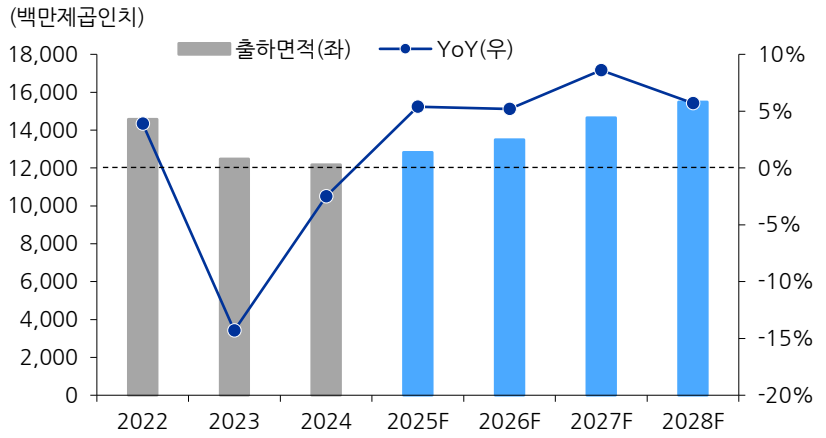
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6. **SK 실트론 Peer 업체 주가 추이**



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2025-01-01 = 100

도표 7. **글로벌 실리콘 웨이퍼 출하량 전망**



자료: SEMI, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)