

[두산 & SK]

실트론 인수를 통한 두산과 SK의 윈윈 전략

김수현 지주회사 02-709-2650 / seankim@ds-sec.co.kr

2026.08.03

두산, SK실트론 지분 70.61% 인수 계약 체결

두산은 지난 7월 31일 (주)SK와 주식 매매계약을 체결하고 SK실트론 지분 70.61%를 2조 3,000억원에 인수하기로 결정했다. 거래 대상은 (주)SK 적접 보유 지분 51%, (주)SK의 TRS 계약 지분 19.6%이며 최태원 회장의 잔여 지분 29.39% (TRS 계약분)는 빠져있다.

두산 자체 현금 1.3조원과 1조원 차입금으로 인수 재원 조달

인수 재원은 두산 자체 자금 1.3조원 (26년 6월말 가용 유동성은 2.1조원)과 차입금 1조원으로 두산 총 자산 대비 6.98%, 자기자본 대비 18% 규모의 거래이다. 최태원 회장 보유 물량도 동일 가격에 인수할 경우 SK실트론의 100% 인수 가격은 총 3.26조원이다.

27년 예상 실적 (외부 평가 기관) 대비 EV/EBITDA 8.2배 수준

지분 100%를 환산한 기업가치 3.26조원과 이자발생 부채 3.13조원을 합산하고 여기에 비영업용 자산 3,853억원을 제외하면 SK실트론의 내재가치(EV)는 6조원으로 추정된다. 이번 공시 내용에서 외부 평가 기관이 추정한 27년 SK실트론의 EBITDA는 7,300억원으로 이 경우 인수 가격은 27F EV/EBITDA의 8.2배가 된다. 다만 이제 막 턴어라운드에 접어든 26년 기준으로는 약 9~10배로 높아진다. (EBITDA 6,000억원 내외 예상) 그럼에도 두 케이스 모두 현재 상장되어 있는 해외 웨이퍼 업체들 (Global Wafers, Shin-Etsu, SUMCO 등)의 27F EV/EBITDA 평균 10.5배와 비교하면 상당히 좋은 가격이다. 무엇보다 업황이 턴어라운드 초기에 있다는 점을 주목할 필요가 있다.

(주)SK에게도 좋은 딜이라고 판단되는 이유 → 양사 모두 Win Win 가능한 언아웃 조항

이번 딜은 (주)SK에게도 부담 없는 좋은 딜인 동시에 양사가 윈윈할 수 있는 전략을 세웠다고 평가할 수 있다. (주)SK는 향후 SK실트론의 실적이 좋아지면 이익의 일부를 돌려받는 조건의 언아웃 조항을 달았다. 두산 측도 실적이 목표치를 넘을 때만 이익을 일부 공유하면 된다. (주)SK 주주 입장에서는 웨이퍼 산업 턴어라운드 초기의 매각이라는 아쉬움이 남을 수 있었으나 실적 호전 시 일부 이익을 2034년까지 돌려받는 언아웃 조항으로 이러한 우려가 해소될 전망이다. 또한 이번 SK실트론 매각 자체는 1) 2017년 LG로부터 인수 후 2.7배 수익을 냈으며 (배당 포함 시 연환산 IRR 두 자릿수 초반 예상), 2) 총수 오너의 재산분할과 관련하여 그동안의 (주)SK 지분 매각 혹은 담보 대출 등의 오버행 우려도 모두 해결될 수 있다는 측면에서 긍정적이다.

이익 공유 허들은 다소 높은 편 → 2027년~2034년까지 SK와 이익 공유 조항 (언아웃) 분석

기준 EBITDA 초과분에만
적용되는 후행적 이익 공유
구조

이번 공시된 내용에는 2027년부터 2034년까지 목표하는 EBITDA가 명시되어 있다. 27년 8,900억원, 28년 1조원이며 이 목표치는 2034년 가서는 1.7조원까지 높아진다. 어느 해에 SK실트론의 실제 EBITDA가 이 목표선을 넘으면 남은 부분(초과분)의 40%에 두산 지분을 70.61%를 곱한 금액 (결과적으로 초과분의 약 28%)를 (주)SK에게 준다. 다만 목표선에 못 미치면 (주)SK와 공유하는 이익은 없다.

또한 이월 차감까지 적용된다. 쉽게 말해 27년 목표 EBITDA 8,900억원이지만 실제 8,000억원을 달성하면 이익 공유는 없고 900억원이 장부에 이월된다. 28년 EBITDA 목표가 1조원인데 실제 1.1조원을 달성하면 초과분은 1,000억원이다. 다만 전년 미달액 900억원을 먼저 차감하고 남는 것은 100억원 뿐이다. 산식에 따라 100억원 중에 28억원 ($100 \times 40\% \times 70.61\%$)만 (주)SK에 지급한다. 사실상 이익 공유 허들이 다소 높다고 평가된다.

그 외에 실트론이 특정 거래처로부터 특정 품목 4개의 품질 인증을 따낼 때마다 두산이 (주)SK에 이익을 공유한다. 웨이퍼는 고객사가 '이 웨이퍼로 칩을 만들어도 된다'는 승인을 내줘야 납품이 시작되는데 인증 1개 당 약 176억원 (250억원 * 대상 주식 지분을 70.61%)을 (주)SK에 지급한다. 향후 2028년까지 총 4개가 대기 중이다.

시장에서 우려했던 미국 SiC 자회사 처분 → 청산 과정에서 비싸게 팔리면 이익 공유

미국 SiC 부실 우려는 보수
적 자산가치 반영으로 대부분
해소

이번 실트론 인수 가격 산정에서 미국 SiC 자회사에 대한 상황도 가격에 반영됐다. 전기차 캐즘으로 부실이 커졌던 SK실트론 USA / CSS (SiC 생산)는 청산이 결정됐다. 19~20년 듀폰의 SiC웨이퍼 사업을 4.5억 달러에 인수했고 이후 전기차 캐즘에 따른 공급 과잉으로 25년 손상차손 4,141억원을 반영한 바 있다. 이번 매각 가격 산출 과정에서 SK실트론 미국이 보유한 공장 설비가 장부가 5,601억원의 19%밖에 안되는 1,037억원 (장부가의 19%)으로 반영되어 있다. 다만 장부가 이상에서 처분되면 그 초과이익의 70.61% (두산 인수 지분을)를 (주)SK와 공유하고 만약 그 공장이 장부가와 1,037억원 사이에서 매각될 경우 모든 이익은 두산이 가져간다. 사실상 이번 딜에 대해서 시장이 가장 우려했던 부분이 해소됐다는 점에서 긍정적이다.

두산 valuation 상향 조정 요인 → 실트론 상장 없고 향후 기업 가치 증가 예상

비상장 유지로 할인 요인 제거, 실적 회복과 리레이팅을 반영한 NAV 상향 여력

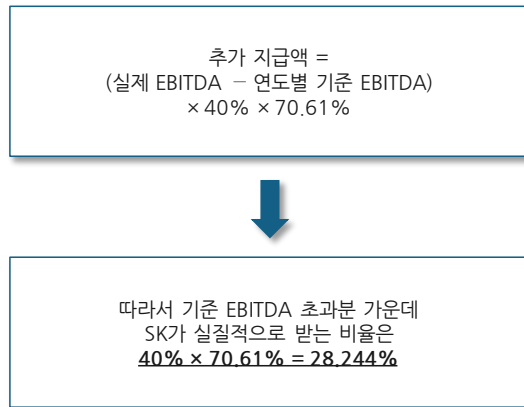
두산은 실트론 인수 SPA 체결 직후 향후 실트론 상장은 없다고 못박았다. 또한 (주)두산과의 합병 시나리오 등을 열어 두고 검토한다고 밝혔다. 이에 따라 SK실트론의 가치를 할인할 이유는 없다. 오히려 업황 턴어라운드 초기에 있는 만큼 향후 이익과 벨류에이션 리레이팅이 가능한 상황이다. 27년 EBITDA 7,300억원 (외부 평가 기관 측정치)에 상장 웨이퍼 기업들 평균 EV/EBITDA 10.5배를 적용하고 순차입금을 제외하면 NAV내 가치는 5조원이다. 여기에 지분을 70.6%를 감안하면 NAV 반영되는 가치는 약 3.5조원이다. 이는 단순히 27년 예상 실적만 가지고 산출한 금액이다. 이번 계약으로 현금 지급과 차입금 증가로 순차입금은 2.4조원 증가해도 목표주가는 상당 폭 상향 조정될 여지가 높다.

표1 두산-SK실트론 인수 딜 세부구조

구분	내용
인수주체	(주)두산
매도자	SK(주) 등
인수대상	SK실트론 보통주 47,322,350주
인수 지분율	70.61%
기본 매매대금	2조 3,000억원
계약금	2,300억원
잔금	2조 700억원
거래종결 예정일	2027년 01월 31일
자금조달	보유자금 및 차입금
잔여 지분	최태원 회장 등 보유 29.39%, 별도 협상 대상

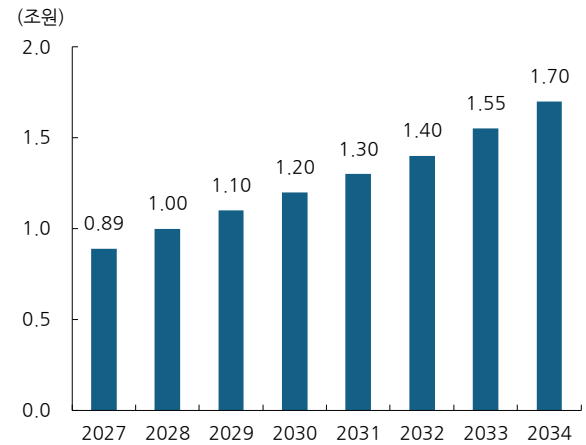
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림1 EBITDA 초과이익 공유 구조



자료: DS투자증권 리서치센터

그림2 연도별 EBITDA 목표치 (언아웃 조정)



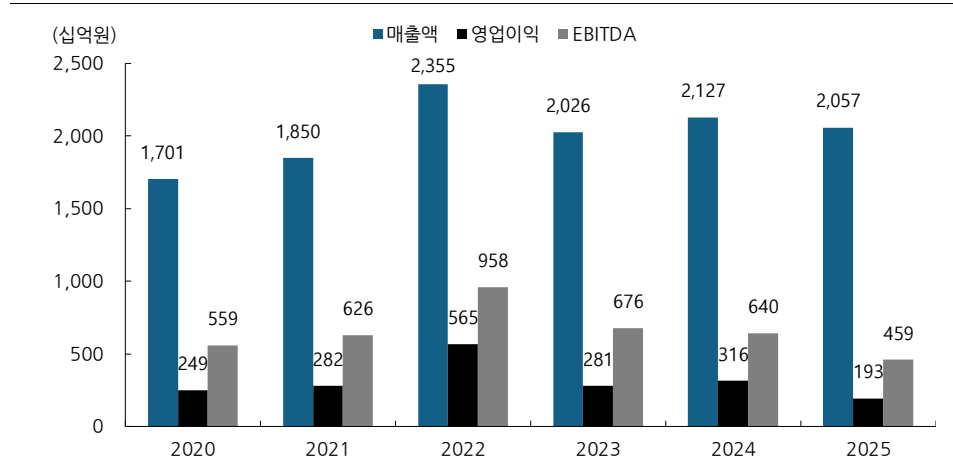
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

표2 기본 인수대금과 별개로 아래 세 가지 조건 충족 시 두산이 SK 측에 추가 대금을 지급

구분	적용기간대상	추가 지급 발생 조건	지급금액 산식	실질 지급비율	최대 지급액 상한	세부사항
① EBITDA 초과이익 공유	2027~2034년 각 사업연도	SK 실트론의 해당 연도 EBITDA가 계약상 연도별 기준금액을 초과하고, 주식매매계약에서 정한 기타 세부조건을 충족하는 경우	(해당 연도 EBITDA - 해당 연도 기준 EBITDA) × 40% × 70.61%	기준 초과 EBITDA의 28.244%	공개자료상 별도 총액 상한 미기재	연도별로 독립적으로 산정하는 구조. 기준금액 이하이면 해당 연도 지급액 0원. 공시상 EBITDA의 구체적 정의와 조정항목은 미공개
② 품질인증 연동 지급	2026년~2029년 6월 말, 특정 거래처 대상 특정 품목 4개	SK 실트론이 계약에서 정한 특정 거래처에 대해 대상 품목의 품질인증을 완료하는 경우	인증 완료 품목 수 × 250억원 × 70.61%	품목당 176.53억원	4개 전부 완료 시 706.1억원	품목별 독립 지급 구조. 특정 거래처명, 대상 품목명, 구체적인 인증 기준은 공개자료상 미기재
③ 미국 자회사 기타 자산 처분이익 공유	청산 예정인 SK Siltron USA, Inc. 등 보유 자산 및 계약상 매각 예정인 기타 자산	각 자산의 처분대금이 해당 자산의 장부가액을 초과하는 경우	(처분대금 - 장부가액) × 70.61%	처분이익의 70.61%	공개자료상 별도 총액 상한 미기재	장부가액을 초과한 처분이익에 대해서만 지급. 자산별 손익 상계 여부, 거래비용 차감 여부, 환율 적용 기준 등은 공개자료상 미기재

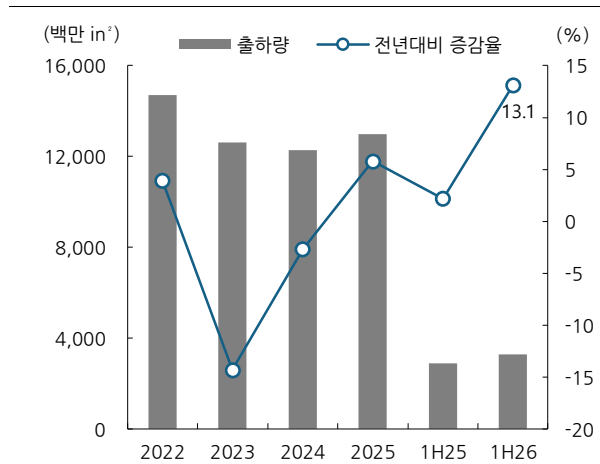
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터

그림3 SK실트론 매출액, 영업이익, EBITDA 추이



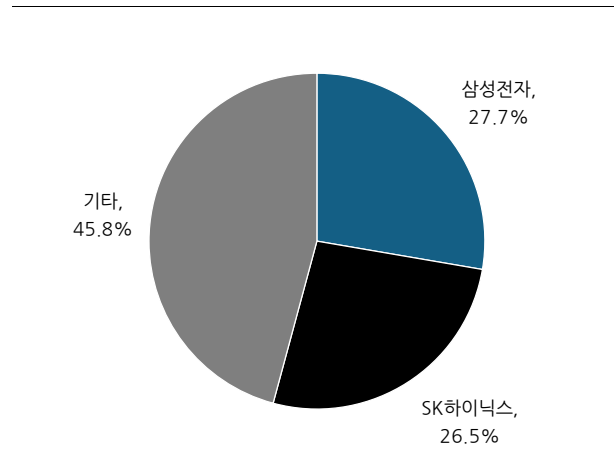
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림4 연간 실리콘 웨이퍼 출하 실적



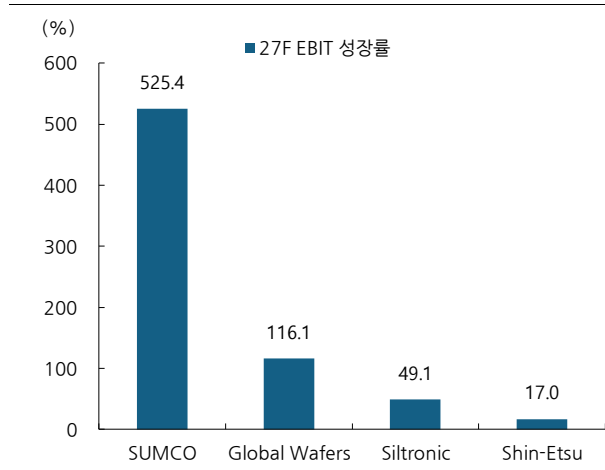
자료: SEMI, DS투자증권 리서치센터

그림5 SK실트론 고객사 비중



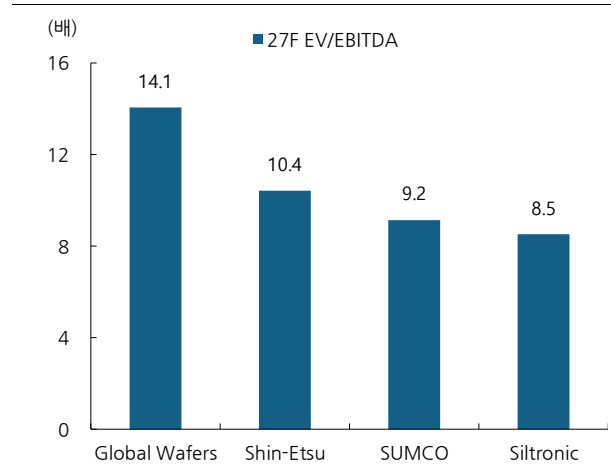
자료: SK실트론, DS투자증권 리서치센터

그림6 실리콘 웨이퍼 Peer사 27F EBIT 성장률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 실리콘 웨이퍼 Peer사 27F EV/EBITDA



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표3 두산 목표주가 산정 테이블

	인수 반영 전			인수 반영 후			
(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			19,804			19,804	
전자	654	30	19,608	654	30	19,608	
DDI(정보통신)	8	10	81	8	10	81	26F 전망치
두타물	12	10	115	12	10	115	26F 전망치
	지분율	시총	NAV	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			15,866			15,866	할인율 50% 적용
두산 에너빌리티	31%	42,982	13,110	31%	42,982	13,110	
오리콤	61%	55	33	61%	55	33	
두산로보틱스	68%	3,993	2,723	68%	3,993	2,723	
비상장사(c)			560			4,090	
두산 모빌리티	86%	72	62	86%	72	62	장부가 적용
이노베이션							
두산 로지스틱스	100%	25	25	100%	25	25	장부가 적용
솔루션							
두산 퓨얼셀 미국법인	100%	192	192	100%	192	192	장부가 적용
(FCA)							
두산	100%	281	281	100%	281	281	두산테스나 지분 38.7% 보유
포트폴리오홀딩스							
SK실트론				71%	5,000	3,531	5조원에서 지분 70.61% 보유
순차입금(d)		1,150			3,450		2조 3천억원의 매매대금
Target NAV(a+b+c-d)		32,012			36,310		
유통 가능 보통주식 수		1,352만주			1,352만주		자사주 300만주 제외
Target Price(원)		2,400,000			2,680,000		
현재 주가(원)		1,170,000			1,170,000		
주가 상승 여력		105.1%			129.1%		

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

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 당사에 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 현재당사에서 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.
-