전기전자/IT HW

두산 – SK 실트론 우선협상대상자 선정 코멘트

전기전자/IT부품
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr
RA 우서현
seohyun.woo@meritz.co.kr

Meritz Research 2025. 12. 18

[두산 – SK실트론 인수 우선협상대상자로 선정]

12월 16일 두산은 SK실트론 인수 우선협상대상자로 선정되었음을 공시. 두산은 에너지·기계·반도체로 이어지는 3대 성장 축 가운데 반도체 부문의 경쟁력 강화를 목표로 SK실트론 인수를 추진. 매각 대상은 SK가 직접 보유한 지분 51%와 총수익스와프(TRS) 계약으로 묶여 있는 19.6%를 합산한 70.6%가 유력.

언론 보도에 따르면 SK실트론의 기업가치는 4~5조 원 수준으로 추정되며, 이를 기준으로 한 인수 금액은 약 2.8~3.5조 원 범위로 산출. 자금 조달 측면에서 두산은 상반기 두산로보틱스 및 두산에너빌리티 지분을 담보로 각각 5,500억원, 3,600억원 규모의 대출을 실행했으며, 이에 따라 9월 말 기준 현금성자산은 1조 2,171억원을 보유 중. 또한 두산로보틱스 지분을 활용한 PRS 조달도 병행하고 있으며, 이를 통해 총 현금 가용 재원을 약 2조원 수준까지 확대할 계획. 잔여 필요 재원에 대해서는 시장에서 우려하는 EB 발행보다는 FI 유치 혹은 추가 차입 등 대체 조달 방식을 검토 중인 것으로 추정. SK실트론이 연간 3,000억~6,000억 원의 영업이익을 창출해온 점을 감안하면, 인수금융 활용 시에도 이자 부담은 상대적으로 제한적일 전망. 다만 실제 거래 성사까지는 실사, 거래 조건 협의, 자금 조달 및 이행, 법적·규제 승인 등 다수의 절차가 남아 있기 때문에, 조건 재조정이나 외부 환경 변화가 발생할 경우 거래가 지연되거나 무산될 가능성 상존

[SK실트론 기업개요]

SK실트론은 국내 유일의 반도체용 실리콘 웨이퍼(wafer) 생산업체로, 일본 Shin-Etsu·SUMCO, 독일 Siltronic, 대만 GlobalWafers 등과 함께 글로벌 시장을 과점. 12인치(300mm) 웨이퍼 기준 글로벌 시장 점유율 3위를 기록 중. 실적은 2024년 매출 2.1조원, 영업이익 3,155억원을 기록했으며, 업황 호조가 이어졌던 2022년에는 영업이익 5,649억원까지 확대되며 고점 실적을 달성. 다만 2024년 300mm 웨이퍼 수급 타이트 국면과 장기공급계약(LTA) 영향으로 반도체 업체들의 선구매 및 재고 축적이 진행되면서 300mm 웨이퍼 재고가 빠르게 증가. 이후 재고 조정 국면이 본격화되며, 올해 SK실트론은 3Q 누적 영업이익 1,290억원을 기록하며 부진. 다만 반도체 업체들의 300mm 웨이퍼 재고 개월 수는 2026년 1Q부터 감소세로 전환할 것으로 예상. 또한 AI 확산에 따른 선단 로직 반도체 및 메모리 수요의 동반 회복으로 선단 공정용 300mm 웨이퍼 수요가 구조적으로 증가할 것으로 전망되는 만큼, 내년에는 업황 회복과 함께 SK실트론의 실적 반등 기대

[메리츠 의견]

두산의 SK실트론 인수가 성사될 경우, 단기적으로는 센티먼트 측면에서 주가에 부정적으로 작용할 가능성이 높다고 판단. 이는 AI향 수요가 빠르게 확대되는 국면에도 두산전자(CCL)가 보수적인 투자 기조를 유지해온 가운데, 최근 지주사 차원에서의 현금 확보를 계기로 CCL 추가 증설에 대한 기대가 점진적으로 형성돼 왔기 때문. 해당 자금이 SK실트론 인수에 활용될 경우, CCL 업황의 구조적 우상향을 전제로 투자해 온 주주들의 투자 논리와 괴리가 발생하며 단기적인 실망 요인으로 작용할 가능성 존재. 또한 그룹 내 반도체 계열사인 두산테스나(후공정 테스트) 및 두산전자와의 직접적인 사업 시너지가 단기간 내 가시화되기 어렵다는 점 역시 단기 센티먼트에 부담 요인으로 작용할 것으로 예상

다만 중장기적인 관점에서 지주사에 대한 투자 논리로는 기업가치 제고 이벤트임은 분명. SK실트론은 글로벌 과점 구조 속에서 안정적인 현금흐름을 창출하는 자산으로, 인수 완료 시 두산의 지분가치 및 포트폴리오 질적 수준을 동시에 끌어올리는 효과를 기대. 2024년 말 기준 SK실트론의 자본총계는 약 2.2조원이며, 글로벌 동종업체(Peer) 2026년 평균 P/B 1.37배를 적용할 경우 지분가치는 약 3조원으로 추정(두산 인수 이후 삼성향 점유율 확대 가능성을 감안해 Peer 평균 배수 적용). 현재 당사는 두산 밸류에이션 산정 시 지분가치에 대해 80%의 보수적인 할인율을 적용하고 있으며, 이를 감안하면 이번 인수를 통해 약 6,000억원 수준의 기업가치 추가 반영 여지가 존재한다고 판단

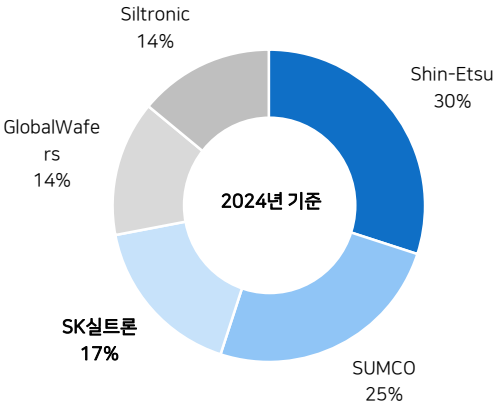
또한, 현재 두산의 시가총액에 반영돼 있는 두산전자 기업가치는 당사가 적용 중인 지분가치 80% 할인 기준(두산 현 시가총액 약 13.6조원, 80% 할인 기준 두산 지분가치 약 3.8조원) 2026년 예상 PER 16.3배에 불과. 이는 글로벌 CCL 업체 Peer 평균 PER 23.1배 대비 현저한 저평가 구간에 위치. 당사는 동사의 이러한 밸류에이션 매력이 1) CCL 업계 최고 수준의 수익성을 유지하고 있고, 2) 주요 고객사인 북미 NV사의 견조한 실수요와 중·저가 CCL 가격 인상 효과를 기반으로 실적의 우상향 흐름이 지속될 가능성이 높으며, 3) 2026년을 기점으로 고객사 다변화가 본격화된다는 점을 감안할 때 점진적으로 더욱 부각될 것으로 예상. 이에 따라 동사에 대한 Top-Pick 의견을 유지하며, 단기적인 주가 조정 국면은 중장기 관점에서의 매수 기회로 활용하는 전략이 유효하다고 판단

표1 **SK실트론 지분 구조**

주주명	소유주식수	지분율(%)	비고
SK(주)	34,181,910	51.0	매각대상
키스아이비제십육차(주)	12,995,000	19.4	한투 SPC(최태원 회장 지분)
워머신제육차(주)	7,701,860	11.5	매각대상
더블에스파트너쉽2017의2(유)	6,706,000	10.0	삼성 SPC(최태원 회장 지분)
워머신제칠차(주)	5,438,580	8.1	매각대상

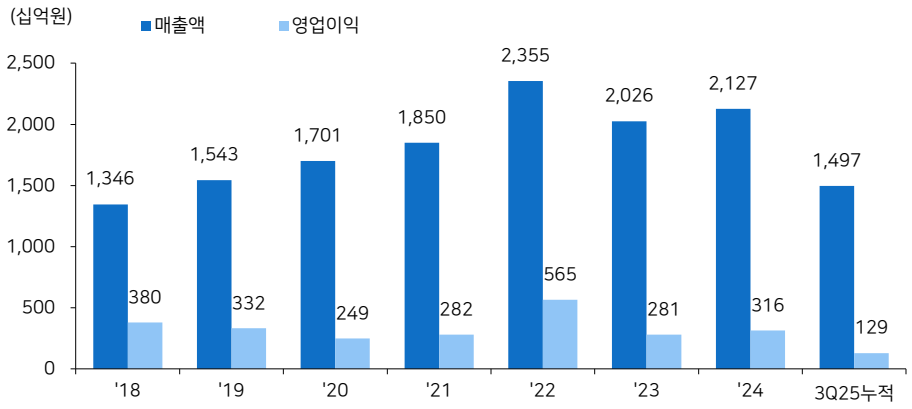
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림1 **300mm 웨이퍼 시장 점유율**



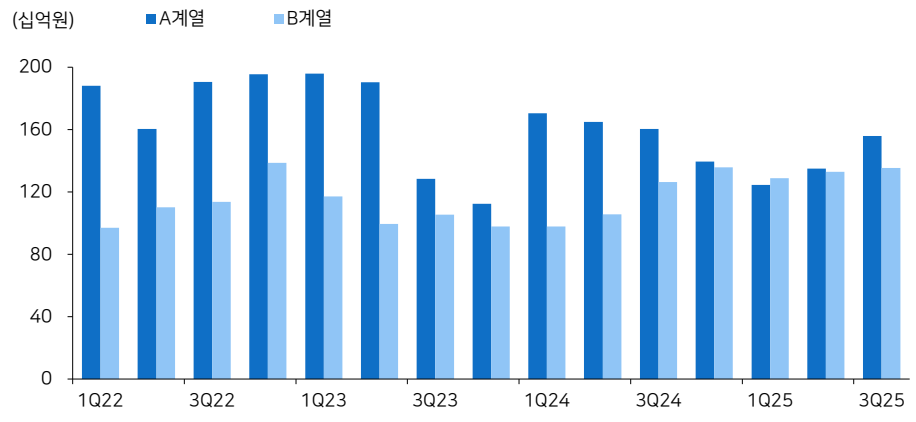
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **SK실트론 실적 추이**



자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **SK실트론 주요 고객향 매출액 추이**



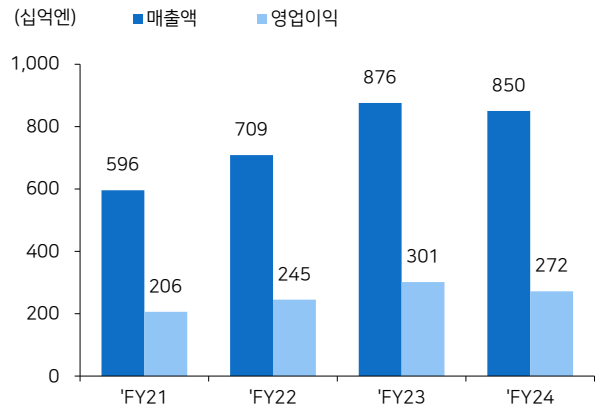
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 웨이퍼 제조업체 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Wafer Businesss	Shin-Etsu	60,874	16.9	16.2	2.1	2.0	11.3	-13.6	12.7	11.1	18,234	16,659	5,351	4,423	8.3	9.0
	SUMCO	2,921	N/A	18.5	0.8	0.8	-159.6	-46.0	-2.2	-0.7	2,660	2,859	-15	16	7.0	5.9
	GloablWafers	5,882	25.4	12.9	2.0	1.9	-26.0	56.5	8.1	12.1	2,013	2,241	286	408	12.8	10.7
	Siltronic	1,654	N/A	N/A	0.7	0.8	-239.1	13.3	-4.2	-6.5	1,551	1,691	-59	-68	8.8	6.8

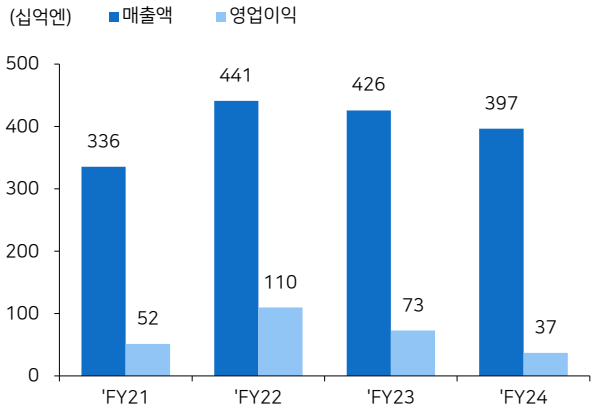
주: 백만달러 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Shin-Etsu Electronics Materials 실적 추이



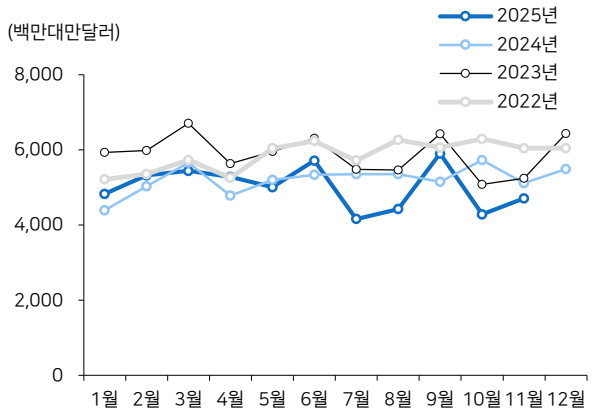
자료: Shin-Etsu, 메리츠증권 리서치센터

그림5 SUMCO 실적 추이



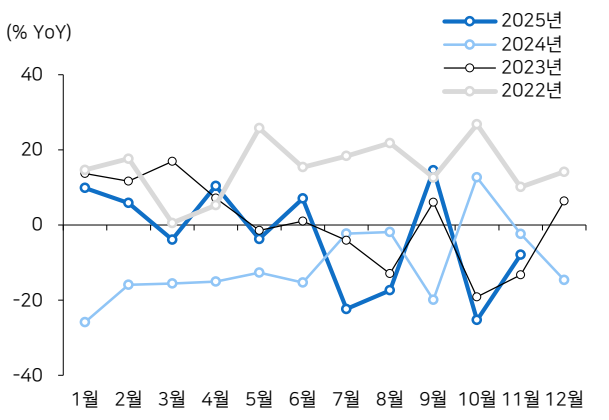
자료: SUMCO, 메리츠증권 리서치센터

그림6 GlobalWafers 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 GlobalWafers YoY 성장률 비교



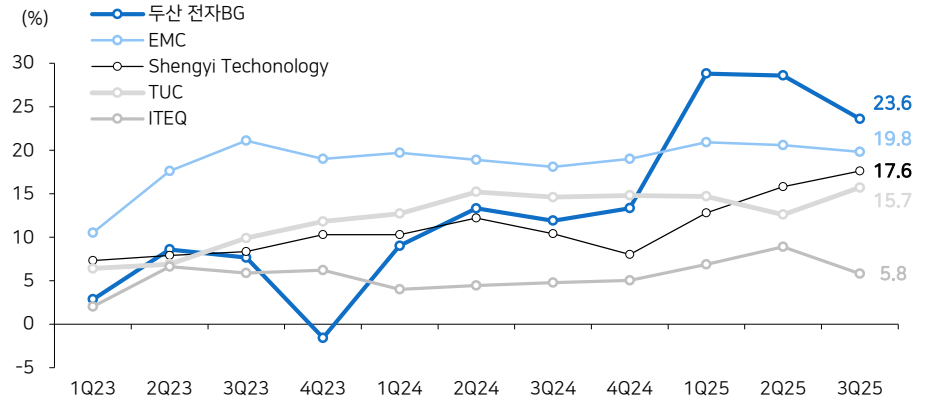
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표3 글로벌 PCB/CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
MLB	이수페타시스	6,257	54.4	37.7	13.8	10.3	88.3	44.2	33.5	31.8	1,098	1,452	208	311	39.2	27.0
	대덕전자	1,566	48.1	18.6	2.7	2.4	96.1	158.1	5.4	13.2	1,049	1,317	49	145	14.3	8.8
	Unimicron	10,388	62.4	23.3	3.4	3.0	4.7	169.4	5.4	13.8	4,222	5,069	219	545	13.6	9.3
	Victory Giant	37,577	52.7	29.2	17.6	11.5	339.0	80.5	36.0	41.0	2,849	4,571	804	1,466	40.0	22.2
	WUS(Kunshan)	19,661	36.9	26.5	9.5	7.5	47.0	39.5	26.7	29.8	2,598	3,504	618	889	29.0	20.4
	Shennan Circuits	21,061	44.9	33.9	7.8	6.5	79.8	32.6	19.7	22.6	3,240	4,037	481	683	31.8	24.8
	Gold Circuit	9,139	30.3	18.7	10.3	7.9	72.3	62.4	39.1	48.5	1,943	2,660	458	724	18.6	12.2
	TTM Tech	6,988	27.7	23.6	4.3	4.0	343.3	17.4	N/A	N/A	2,886	3,155	334	392	16.5	15.2
CCL	EMC	16,949	35.3	23.9	11.7	9.4	56.6	47.8	36.2	39.9	3,020	3,909	617	894	25.5	17.9
	TUC	3,711	33.7	20.2	7.3	6.3	32.0	66.9	22.7	31.8	952	1,243	144	238	22.9	14.2
	ITEQ	1,244	26.7	17.2	1.9	1.8	83.3	55.0	6.8	10.5	1,024	1,163	74	112	10.5	7.9
	Shengyi Tech	22,409	46.1	31.0	9.2	7.7	94.6	49.0	20.7	26.2	3,944	5,180	609	905	30.8	22.3
CCL 소재	Nitto Boseki	2,574	12.9	21.7	2.5	2.2	128.6	-40.9	18.0	11.5	772	851	125	158	14.9	11.6
	Mitsui Kinzoku	6,350	22.9	18.7	2.7	2.4	-34.5	22.1	12.8	14.5	4,617	4,540	491	503	10.2	9.6
	Co-Tech	1,910	56.0	10.5	8.2	6.2	20.6	194.9	15.1	33.0	253	346	46	127	36.3	12.3
PCB Drill	Union Tool	1,072	23.7	18.2	1.9	1.8	13.3	16.2	8.3	N/A	249	275	53	61	13.1	11.1
	Topoint	724	61.7	28.8	4.4	4.5	83.9	90.4	6.4	13.2	135	183	18	34	22.0	15.7
	Dtech	7,448	131.5	55.0	19.3	16.5	80.6	63.0	14.9	21.7	305	442	64	107	86.9	55.2
	China Tungsten	9,221	49.5	29.0	5.6	5.0	-12.2	40.2	12.6	15.5	2,464	2,872	243	345	26.5	20.2

주: 해외업체는 백만달러 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 주요 CCL 업체들 영업이익률 비교



자료: 각 사, 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.