

두산 (000150)

두산로보틱스 지분 매각 공시 관련 코멘트

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA 우서현

seohyun.woo@meritz.co.kr

두산, SK실트론 인수 재원 마련 완료

- 두산, 23일 두산로보틱스 보통주 11,700,000주(지분율 18.05%)를 대상으로 주당 81,000원에 주가수익스왑(Price Return Swap, PRS) 계약 체결 공시

- 본 계약을 통해 확보하는 금액은 총 9,477억원으로, 지난 16일 우선협상대상자로 지정된 SK실트론 인수 재원으로 활용될 것으로 예상

- 3분기말 기준 두산의 현금성 자산은 1조 2,171억원이며, 금번 두산로보틱스 지분 처분까지 총 2조 1,648억원의 현금을 확보

- 언론 보도에 따르면 SK실트론의 기업가치는 4~5조원 수준으로 추정되며, ① 두산이 100%가 아닌 70.6% 지분을 인수한다는 점, ② SK실트론의 순차입금이 약 2.4조 원 수준임을 감안할 경우, 경영권 프리미엄을 반영하더라도 현재 확보한 현금만으로 인수 추진이 가능한 구조로 판단

- 이에 따라 금번 공시는 그간 제기되던 자사주 기반 교환사채(EB) 발행 및 유상증자 가능성에 대한 우려를 사실상 해소했다는 점에서 긍정적

메리츠 의견

- 22일 기준 두산 주가(780,000원)는 연중 고점(11월 11일 1,082,000원) 대비 약 28% 하락

- 이는 ① 북미 주요 고객사의 주가 부진이 장기화된 점과 ② SK실트론 인수 등 대외 변수에 대한 불확실성이 단기적인 벨류에이션 디스카운트 요인으로 작용했기 때문

- 다만 대만 서버 ODM 업체들의 NVL72출하 흐름을 보면 실제 수요 흐름에서는 북미 고객사 진영이 뚜렷한 우상향 추세를 기록 중

- TPU의 부상과 Rubin의 출하 일정 지연 가능성에도 불구하고 TSMC CoWoS Capa 기준 북미 고객사의 비중이 지속적으로 확대되고 있다는 점은 구조적 수요 강세를 뒷받침

- 북미 고객사 벨류체인은 내년까지 수요가 공급을 상회하는 환경이 지속될 것으로 예상되며, 생산량 상향을 통한 전반적인 실적 추정치의 단계적 상향 가능성성이 높아 상대적인 투자 매력도가 부각될 전망
- 또한 최근 H200 수출 승인 등을 계기로 북미 고객사의 주가 반등이 현실화되고 있다 는 점은, 추정치 상향과 리레이팅을 동시에 기대할 수 있다는 측면에서 벨류체인 전반의 주가 재평가를 촉발할 가능성이 높다고 판단
- 두산 전자BG는 Blackwell 플랫폼 기준 북미 고객사 내에서 경쟁사 대비 압도적인 점유율을 확보하고 있으며, 이를 기반으로 동종업계 기준 가장 높은 이익률을 기록 중
- 북미 고객사의 차세대 아키텍처인 Rubin 역시 PCB/CCL 측면에서 Blackwell 세대의 플랫폼을 계승·확장하는 구조로 판단되며, 공급망 구성 또한 기존 Blackwell 세대에서 검증된 벤더들의 높은 점유율이 유지될 전망
- 또한 전자BG는 검증된 CCL 기술력을 기반으로 신규 GPU 고객사 및 다수의 ASIC 고객사를 확보하는데 성공, 고객 다변화가 본격화되는 구간에 진입
- 당사는 12월 3일자 두산 리포트에서 전자BG의 기업가치를 약 15.7조원(2026년 예상 순이익 6,070억원에 EMC·Shengyi 평균 PER 25.8배 적용)으로 제시
- 현재 두산의 시가총액(약 12.6조원)은, 기타 사업 및 보유 지분 가치를 0으로 가정하더라도 전자BG의 기업가치조차 충분히 반영되지 않은 수준으로, 현 주가 구간에서는 하방 리스크 대비 상방 여력이 더욱 크게 열려 있는 구간임이 분명
- SK실트론 인수와 관련한 투자자들의 단기적인 우려와 불만은 이해되나, 재원 조달 불확실성 해소와 전자BG의 구조적 실적 개선 흐름을 감안할 경우, 현 주가 조정 국면은 적극적인 비중 확대의 기회로 판단

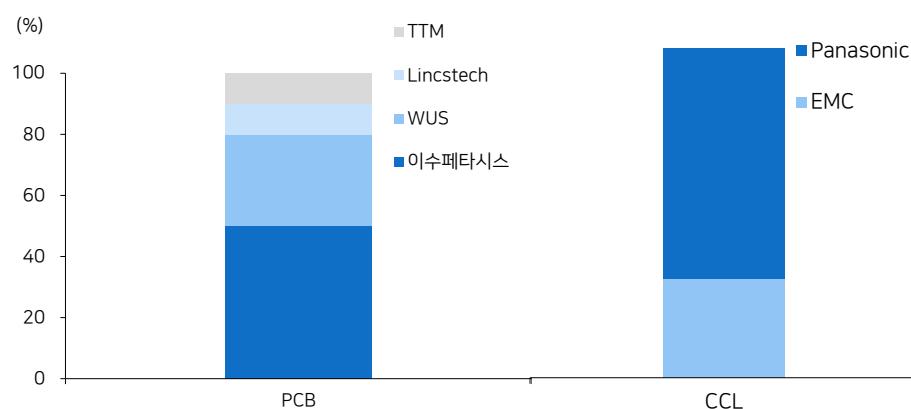
표1 글로벌 PCB/CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		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	6,081	52.9	36.7	13.4	10.0	88.3	44.2	33.5	31.8	1,098	1,452	208	311	38.2	26.2
	대덕전자	1,606	49.4	19.1	2.7	2.4	96.1	158.1	5.4	13.2	1,049	1,317	49	145	14.7	9.0
	Unimicron	10,807	65.1	24.6	3.5	3.1	3.7	165.4	5.4	13.5	4,174	5,001	216	527	14.1	9.7
	Victory Giant	36,829	51.6	28.6	17.2	11.2	339.0	80.5	36.0	41.0	2,849	4,571	804	1,466	39.2	21.8
	WUS(Kunshan)	19,516	36.6	26.3	9.5	7.4	47.6	39.4	26.7	29.8	2,598	3,504	618	889	28.8	20.2
	Shennan Circuits	21,413	45.6	34.4	7.9	6.6	79.8	32.6	19.7	22.6	3,240	4,037	481	683	32.3	25.2
	Gold Circuit	10,136	33.6	20.7	11.4	8.8	70.6	62.2	39.1	48.5	1,943	2,660	458	724	20.6	13.6
CCL	TTM Tech	7,326	29.1	24.8	4.5	4.2	343.3	17.3	N/A	N/A	2,886	3,153	334	392	17.3	15.9
	EMC	18,136	37.8	25.6	12.5	10.1	54.9	47.8	36.2	39.9	2,994	3,874	612	887	27.2	19.2
	TUC	4,069	37.0	22.2	8.0	7.0	32.0	66.9	22.7	31.8	954	1,245	144	239	25.2	15.6
	ITEQ	1,301	28.0	18.0	2.0	1.9	83.3	54.3	6.8	10.5	1,024	1,163	74	112	11.0	8.3
CCL 소재	Shengyi Tech	22,634	46.5	31.3	9.2	7.8	94.6	49.0	20.7	26.2	3,944	5,180	609	905	31.0	22.5
	Nitto Boseki	2,599	13.1	22.2	2.5	2.3	128.6	-40.9	18.0	11.5	772	851	125	158	15.1	11.8
	Mitsui Kinzoku	6,751	24.5	20.1	2.9	2.6	-34.5	22.1	12.8	14.5	4,592	4,515	489	500	10.9	10.2
PCB Drill	Co-Tech	1,994	58.5	11.0	8.5	6.4	20.6	194.9	15.1	33.0	253	346	46	127	37.9	12.8
	Union Tool	1,086	24.2	18.6	1.9	1.8	13.0	16.2	8.3	N/A	248	274	52	60	13.4	11.3
	Topoint	739	63.1	29.4	4.5	4.6	83.9	90.4	6.4	13.2	135	183	18	34	22.5	16.0
	Dtech	7,362	129.9	54.3	19.0	16.3	80.6	63.0	14.9	21.7	305	442	64	107	85.8	54.5
China Tungsten	China Tungsten	9,598	50.2	30.1	6.8	5.1	-10.1	44.0	13.0	16.2	2,491	2,946	252	364	26.7	20.0

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

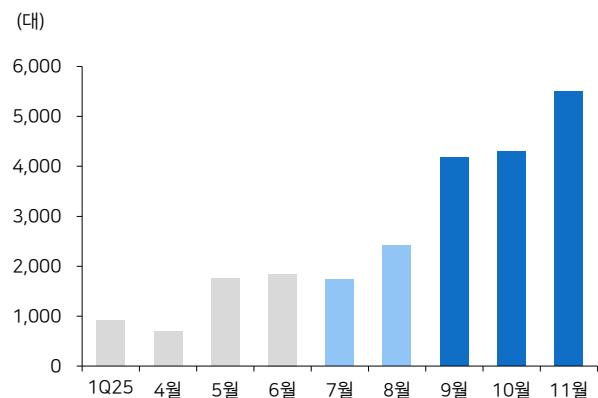
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 구글 PCB, CCL 점유율 추정



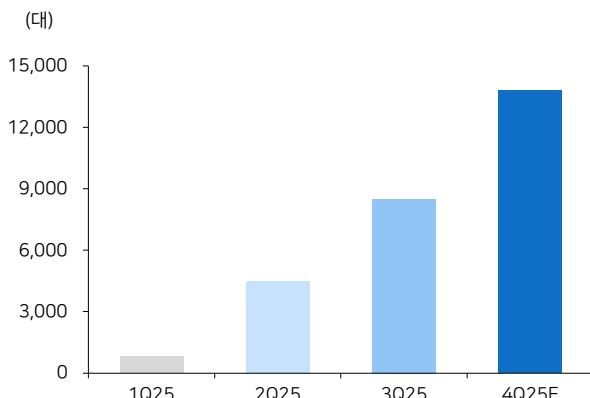
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 GB Racks(NVL72) 출하량 추이



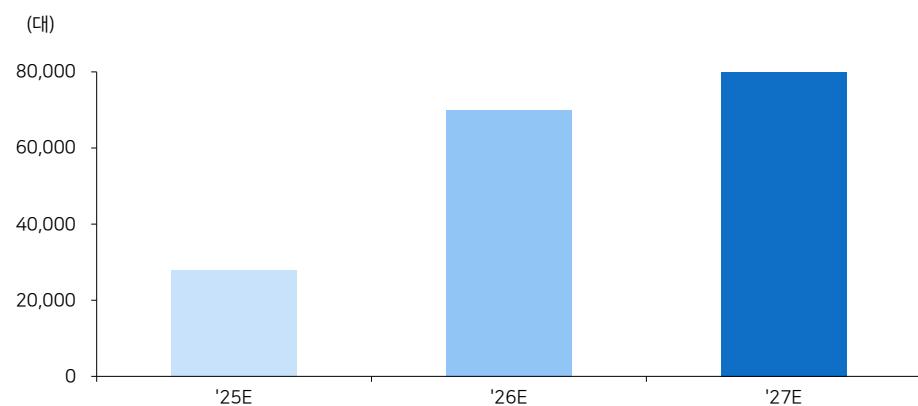
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 NVL 서버랙 분기별 출하량 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 NVL 서버랙 생산량 연간 출하 전망



주: 2026년 Vera Rubin NVL144 포함
자료: 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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 증가대비 3 등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율