

두산 (000150)

두산 - SK 실트론 인수 코멘트 :

SiC 부담은 덜고, 웨이퍼 리레이팅 효과는 확대

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

[기사 내용]

두산그룹의 SK실트론 인수, 마무리 단계에 진입. 인수 규모는 5조원대 중반으로, 지분 100%를 일괄 확보하는 구조. 오는 28일 SK그룹이 보유한 SK실트론 지분 51%와 총수익스와프(TRS) 계약 지분 19.6%를 포함한 총 70.6%에 대해 주식매매 계약(SPA) 체결 예정. 최태원 SK그룹 회장이 개인 자격으로 보유한 나머지 지분 29.4%는 추후 별도 계약을 통해 확보, 연내 100% 지분 인수를 완료한다는 방침

막판 쟁점이었던 SK실트론의 SiC 웨이퍼 사업(SK실트론CSS)은 극적 타결 끝에 청산하기로 결정. SK실트론은 2020년 미국 듀폰으로부터 해당 사업부를 4억5,000만 달러에 인수했으나, 글로벌 전기차 시장 캐즘의 직격탄으로 적자가 누적. 두산은 향후 수익성이 높은 300mm 실리콘 웨이퍼 사업에 역량을 집중할 계획

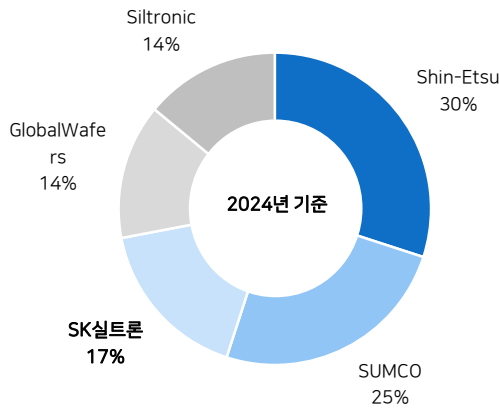
[빠질 건 빠지고, 남은 건 더 비싸졌다]

당사는 두산그룹의 SK실트론 SiC 웨이퍼 사업(SK실트론CSS) 청산 결정을 긍정적으로 평가. 일부에서는 해당 사업을 전력반도체 밸류체인과 연계해 중장기 리레이팅 요인으로 긍정적으로 전망하나 현재로서는 적자 부담이 과도해 연결 실적과 기업가치에 미치는 부정적 영향이 더 컸기 때문. SK실트론은 2025년 연결 기준 매출액 2.06조원, 영업이익 1,931억원을 기록했으나 별도 기준으로는 매출액 2.07조원, 영업이익 4,073억원을 달성하며, 300mm 실리콘 웨이퍼 중심의 본업은 여전히 높은 수익성을 유지하고 있음을 입증. 따라서 SiC 웨이퍼 사업 청산은 성장 옵션의 축소라기보다, 적자 사업 정리를 통한 수익성 회복과 본업 가치 부각 측면에서 긍정적인 전략적 선택으로 판단

최근 웨이퍼 밸류체인 전반의 리레이팅이 진행되고 있다는 점 역시 두산 입장에서 긍정적. 300m 웨이퍼 가격 인상 기대감과 2027년 업계 전반의 공급 부족 가능성에 기반해 글로벌 웨이퍼 밸류체인 업체들은 YTD 기준 강한 주가 상승세를 기록 중. 이에 따라 5.15일 기준 웨이퍼 밸류체인의 '27년 평균 PER은 23.2배까지 상승. SK실트론이 2025년 기준 별도 영업이익 4,073억원을 기록한 점, 향후 반도체 업황의 구조적 우상향 가능성을 감안할때, 기사에 언급된 5조원 중반 수준의 기업가치는 두산 입장에서 충분히 매력적인 밸류에이션으로 판단. 또한 실제 거래는 SK실트론의 순차입금 약 2.4조원을 제외한 Equity Value 기준으로 진행된다는 점에서, 시장 우려 대비 실질적인 자금 부담 역시 제한적일 것으로 전망

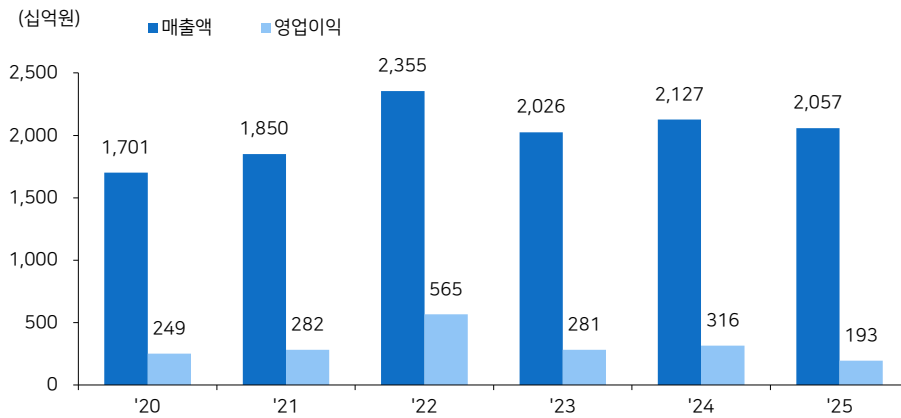
Meritz Research 2026. 5. 18

그림1 300mm 웨이퍼 시장 점유율



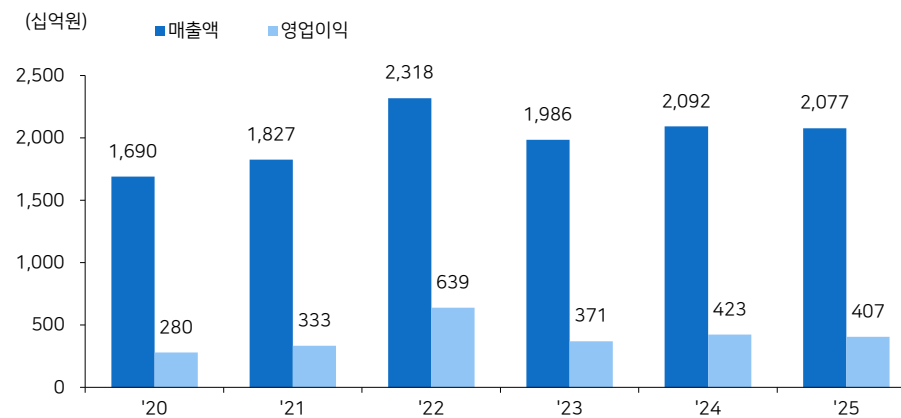
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK실트론 실적 추이 (연결 기준)



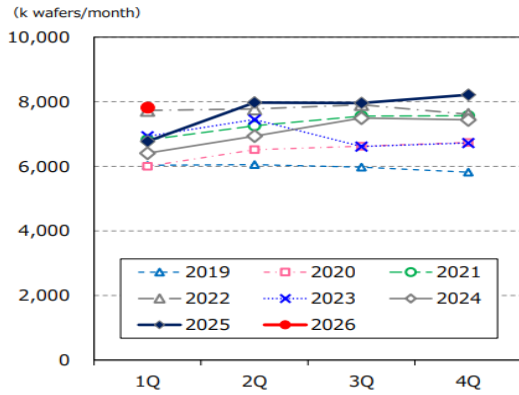
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK실트론 실적 추이 (별도 기준)



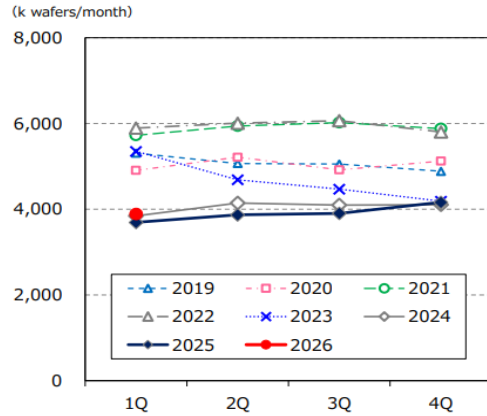
자료: SK실트론, 메리츠증권 리서치센터

그림4 300mm Wafer 수요



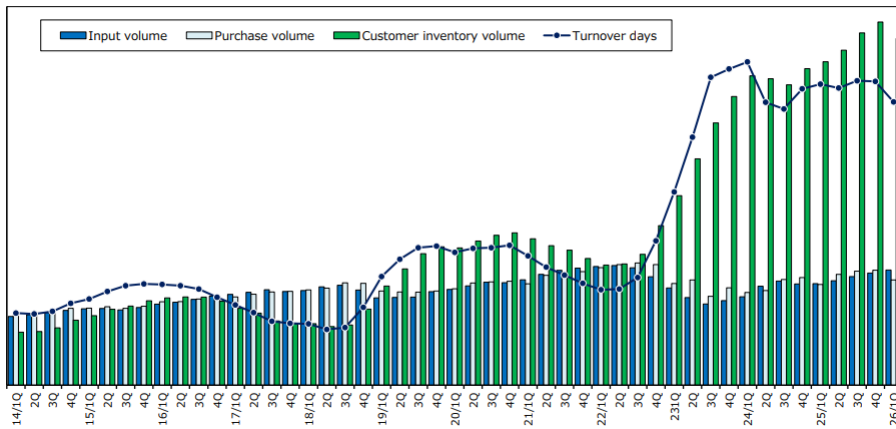
자료: SUMCO

그림5 200mm Wafer 수요



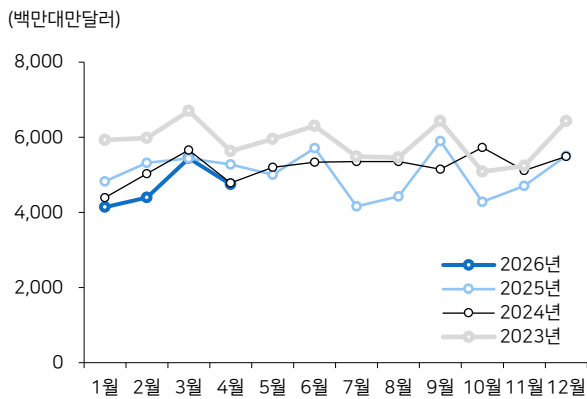
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 300mm Wafer 재고 추이



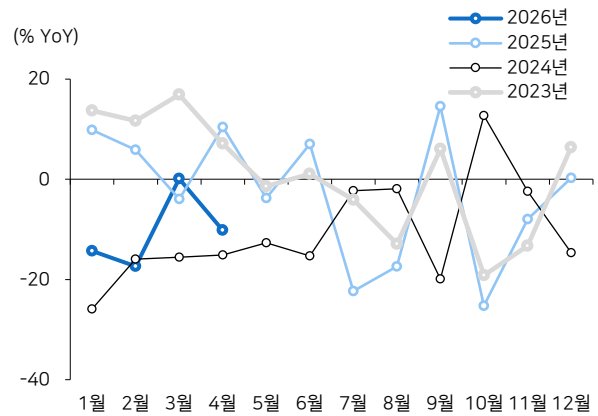
자료: SUMCO

그림7 GlobalWafers 월별 매출액



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 GlobalWafers YoY 성장률 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 웨이퍼 제조업체 밸류에이션 비교

	시가총액 (백만달러)	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)		
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	
Wafer Businesss	Shin-Etsu	88,818	23.7	21.0	2.9	2.8	341.5	13.0	12.4	13.4	17,580	18,677	4,738	5,304	12.4	11.3
	SUMCO	6,814	45.1	23.5	1.9	1.8	-729.0	91.0	3.7	7.6	2,899	3,103	237	448	9.4	8.7
	GloablWafers	10,761	35.7	25.1	3.4	3.3	28.3	42.5	10.0	13.2	2,069	2,500	300	495	19.4	14.5
	Siltronic	3,051	n/a	n/a	1.7	1.9	225.4	-34.8	-12.3	-9.7	1,525	1,697	-249	-141	13.5	9.8

주: 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Wafer 시장 전망

■ 1Q-2026

- Volume
 - Shipments of 300 mm wafers decreased from the fourth quarter due to customer inventory drawdown.
 - Shipments remained slow for 200 mm wafers.
- Pricing
 - Long-term contract prices were honored.

■ 2Q-2026 Forecast

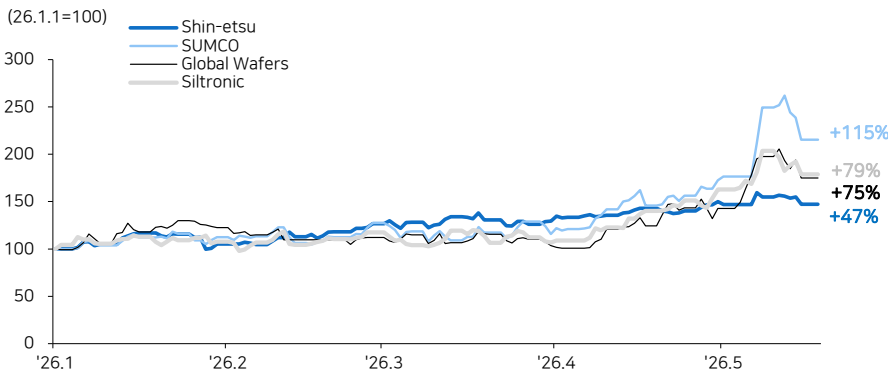
- Volume
 - 300 mm wafer outlook remains favorable for leading-edge products, driven by AI. Despite rising demand in certain products, the recovery for non-leading-edge logic is expected to be gradual, tempered in part by memory shortages.
 - For 200 mm wafers, overall demand is expected to remain at the current level, although there are signs of recovery for some products.
- Pricing
 - Long-term contract prices are being maintained.

■ Outlook

- The semiconductor market will see continued strong growth for AI use, and gradual recovery for other than AI.
- The 300 mm wafer market is expected to see strong demand for leading-edge logic and DRAM in AI data centers, with a projected uptick in NAND demand ahead. While memory supply constraints may curb the demand for non-leading-edge logic, the overall demand outlook is expected to remain robust. For wafers of 200 mm and smaller, progress in inventory adjustments varies by customer and product, and demand is expected to lack momentum overall.

자료: SUMCO

그림10 주요 웨이퍼 제조업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 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.