

2026.08.03.

에스케이와 두산의 에스케이실트론 주식매매계약 체결

- 최대주주 변경 완료시 SK그룹의 유사시 계열지원가능성 제거 예정
- 최대주주 변경이 동사의 사업 및 재무안정성에 미칠 영향에 대한 검토 필요

김건희 기업3실 선임연구원 02.368.5553 ghkim@korearatings.com	김경률 기업4실 책임연구원 02.368.5344 krkim@korearatings.com	송종휴 기업3실 실장 02.368.5465 huesong@korearatings.com	이지웅 기업4실 실장 02.368.5475 jwlee@korearatings.com
---	---	--	--

에스케이(주)(AA+/안정적, 이하 SK)는 2026년 7월 31일 이사회 결의를 통해 에스케이실트론(주)(A+/부정적 검토, 이하 동사) 주식 47,322,350주(지분율 70.6%)를 (주)두산(이하, 두산)에 2.3조원에 매각하는 주식매매계약(SPA)을 체결하였다. 매각 대상 지분은 SK가 보유 중인 보통주 34,181,910주(51.0%)와 TRS 계약을 맺은 특수목적회사(SPC)를 통해 간접적으로 보유하고 있는 보통주 13,140,440주(19.6%)로 구성된다. 관계기관의 승인 등 선행조건 충족을 전제로 한 예상 거래종결 예정일은 2027년 1월 31일이다.

한국기업평가(KR)는 향후 최대주주 변경시 동사 신용등급에 반영되어 있는 SK그룹의 유사시 지원가능성을 적용할 수 없을 것으로 예상되는 점을 반영하여 우선협상대상자 선정 시점에 동사의 무보증사채와 기업어음 신용등급을 각각 A+, A2+로 유지하고 부정적 검토(Negative Review) 대상에 등록한 바 있다. **금번 SPA 체결로 지분 매각의 가시성이 제고된 것으로 판단되며, 지분 매각 종결 시점 최대주주가 두산으로 변경될 경우, 동사 자체신용도 대비 두산그룹 신용도 간 격차가 크지 않은 점을 감안하여 현 신용등급에 반영되어 있는 계열지원가능성을 제거할 예정이다.**

아울러, 지배구조 변경에 따른 최종적인 신용도 영향을 판단하기 위해서는 두산의 인수자금 조달 구조, 사업성이 악화된 SiC 부문의 청산 계획, 주식매매계약상 초과이익 공유 조건 등 최대주주 변경이 동사의 사업 및 재무안정성에 미칠 영향에 대한 종합적인 검토가 필요할 것으로 보여, **거래 종결 시점에 제반 사항을 점검하여 최종 신용도를 판단할 예정이다.**

1. 에스케이와 두산의 에스케이실트론 주식매매계약 체결

SK는 2026년 7월 31일 이사회 결의를 통해 동사 주식 47,322,350주(지분율 70.6%)를 두산에 2.3조원에 매각하는 주식매매계약(SPA)을 체결하였다. 매각 대상 지분은 SK가 보유 중인 보통주 34,181,910주(51.0%)와 TRS계약을 맺은 특수목적회사(SPC)를 통해 간접적으로 보유하고 있는 보통주 13,140,440주(19.6%)로 구성되며, 관계기관의 승인 등 선행조건 충족을 전제로 한 예상 거래종결 예정일은 2027년 1월 31일이다. 금번 주식매매계약에는 최태원 회장이 보유한 지분 29.4%는 포함되지 않았으며, 해당 지분의 거래 여부는 두산과 당사자 간 별도 협의를 통해 진행될 예정이다.

[표 1] 동사 지분 구성현황(2026년 3월말 기준)

주주명	소유주식수(천주)	지분율(%)	비고	SPA 대상 여부
에스케이(주)	34,182	51.0	최대주주	SPA 대상
위머신제육차(주)	7,702	11.5	FI, SK(주)간 TRS계약 체결	
위머신제철차(주)	5,439	8.1	FI, SK(주)간 TRS계약 체결	
키스아이비제삼육차(주)	12,995	19.4	FI, 최태원 회장간 TRS계약 체결	비대상
더블에스파트너십2017의2(유)	6,706	10.0	FI, 최태원 회장간 TRS계약 체결	
합계	67,023	100.0		

자료) 분기보고서

2. 에스케이실트론 주요 모니터링 요인

KR은 향후 최대주주 변경시 동사 신용등급에 반영되어 있는 SK 그룹의 지원가능성을 적용할 수 없을 것으로 예상되는 점을 반영하여 우선협상대상자 선정 시점(2025년 12월 17일)에 동사의 무보증사채와 기업어음 신용등급을 각각 A+, A2+로 유지하고 부정적 검토 대상(Negative Review)에 등록한 바 있다. 금번 SPA 체결로 지분 매각의 가시성이 제고된 것으로 판단되며, 지분 매각 종결 시점 최대주주가 두산으로 변경될 경우, 동사 자체신용도와 두산 신용도 간 격차가 크지 않은 점을 감안하여 현 신용등급에 반영되어 있는 계열지원가능성을 제거할 예정이다.

계열지원가능성 제거와 더불어, 지배구조 변경에 따른 최종적인 신용도 영향을 판단하기 위해서는 두산의 인수자금 조달 구조, SiC 부문의 청산 계획, 주식매매계약상 초과이익 공유 조건 등 최대주주 변경이 동사의 사업 및 재무안정성에 미칠 영향에 대한 종합적인 검토가 필요할 것으로 보여, 거래 종결 시점에 제반 사항을 점검하여 최종 신용도를 판단할 예정이다.

(1) 두산의 인수자금 조달 구조

두산은 양수대금 2.3조원을 보유자금 및 차입금으로 조달할 계획임을 밝혔으나, 인수자금 조달 구조와 관련한 구체적인 사항은 확정되지 않았다. 다만, 예상되는 지분 인수대금이 양수자인 두산의 보유 현금성자산 규모(2026년 3월말 별도 기준 1.6조원)를 상회하고 있어 인수 과정에서 상당 규모의 외부 자금조달이 불가피할 전망이다. 인수 관련 채무부담이 직간접적인 방식으로 동사에 전이될 가능성을 배제할 수 없으므로 향후 인수구조 및 자금조달

방식, 인수금용의 상환 자원, 인수 이후 배당정책 등을 중심으로 동사에 대한 재무부담 전이 여부와 재무정책 변화 가능성을 지속적으로 모니터링할 예정이다. 아울러, 지배구조 변경 제한 조건이 부여된 차입금(2026년 7월말 연결기준 1.2조 원, 회사채 약 0.7조원 포함)에 대한 원활한 상환 대응여부 역시도 점검이 필요하다.

[표 2] 회사채 유효등급 현황(2026.08.03 기준)

(단위: 억원)

구분	발행금액	발행일	만기일
제 47-2회 무보증사채	410	2022.02.17	2027.02.17
제 50-2회 무보증사채	1,200	2024.01.29	2027.01.29
제 51-1회 무보증사채	500	2024.10.25	2026.10.23
제 51-2회 무보증사채	500	2024.10.25	2027.10.25
제 52-1회 무보증사채	400	2025.02.21	2027.02.19
제 52-2회 무보증사채	1,600	2025.02.21	2028.02.21

자료) 한국기업평가

(2) 주식매매계약상 설정된 초과이익 공유 조건

금번 주식매매계약상 설정된 초과이익 공유 조건이 동사의 현금 유보여력에 미치는 영향에 대해서도 모니터링이 필요하다. 두산은 직접적인 지분 매매대금과 별도로, 동사의 향후 경영실적 및 주식매매계약상 자산의 처분실적 등에 따라 초과이익의 일정 수준을 SK에 추가로 지급하여야 한다. 동 지급의무는 계약상 매수인인 두산에 귀속되나, 관련 지급 자원은 실질적으로 동사로부터의 배당을 통해 마련될 가능성이 높은 만큼, 실적 개선 국면에서 창출된 잉여현금이 차입금 상환 및 투자재원으로 온전히 활용되지 못할 가능성이 내재되어 있다.

다만, 계약상 초과이익의 기준으로 설정된 EBITDA 규모가 기존 이익창출규모(2021~2025년 평균 6,717억원)를 크게 상회하고 있는 가운데, 지급률이 초과분의 40%에 매각 대상주식 지분율(70.6%)을 적용하는 방식으로 설정되어 실효 유출률이 약 28% 수준에 그치는 점 등을 고려하면, 초과이익 공유 조건이 동사의 재무안정성 및 신용도에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

[표 3] 주식매매계약서 상 초과이익 공유 조건

구분	세부내용
경영실적 연동 조건	2027년부터 2034년까지 에스케이실트론이 각 연도별 EBITDA 기준금액('27년 0.89조원, '28년 1조원, '29년 1.1조원, '30년 1.2조원, '31년 1.3조원, '32년 1.4조원, '33년 1.55조원, '34년 1.7조원)을 초과하는 것을 포함한 세부조건 달성 시 초과분의 40%에 대하여 대상주식 지분율(70.6%)을 적용한 금액을 양수자에게 지급
품질인증 완료 조건	2026년부터 2029년 6월말까지 에스케이실트론이 특정 거래처에 대한 특정 품목(총 4개 품목)의 품질인증 완료 시, 품목별 250억원에 대하여 대상주식 지분율을 적용한 금액을 양수자에게 지급
자산처분이익 관련 조건	주식매매계약상 청산이 예정된 에스케이실트론의 자회사가 보유하는 모든 자산 및 주식매매계약상 매각이 예정된 기타 자산의 매각으로 인한 처분대금이 장부가액을 초과 시, 처분이익에 대하여 대상주식 지분율을 적용한 금액을 양수자에게 지급

자료) 공시자료

(3) SiC 부문 청산 계획

한편, 동사는 2026년 7월 16일 이사회 결의를 통해 SiC 부문 청산을 결정하였으며, 청산 과정에 대한 구체적인 절차는 두산 등이 참여하여 구성되는 청산협의체의 논의를 거쳐 진행될 예정이다. SiC 사업은 2020년 사업부 인수 이후 대규모 설비투자가 지속되었음에도 전방 전기차 수요 둔화와 수율 안정화 지연 등으로 영업적자가 확대되었으며, 특히 2025년에는 SiC 부문의 사업을 구조조정하는 과정에서 재고자산 평가손실 및 유무형자산 손상차손 인식으로 대규모 당기순손실이 발생하는 등 동사 수익성의 주요 부담요인으로 작용하였다.

청산 결정은 구조적 적자 요인의 제거 및 투자부담 경감 측면에서 중장기적으로 사업안정성에 긍정적으로 작용할 전망이다. 청산 절차 진행 과정에서 상당규모의 유형자산 손상 및 청산 관련 비용 부담이 추가로 발생할 수 있어 청산 과정에서의 잠재 손실 규모, 청산 이후 본원적인 이익창출력 개선 수준 등에 대한 모니터링이 필요하다.

[표 4] (주)두산 주요 재무지표 추이(연결 기준)

(단위: 억원, %, 배)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	25.03	26.03
매출액	18,496	23,547	20,256	21,268	20,575	4,620	4,534
영업이익	2,817	5,649	2,806	3,155	1,931	378	88
EBITDA	6,261	9,578	6,755	6,398	4,593	1,054	720
영업이익률	15.2%	24.0%	13.9%	14.8%	9.4%	8.2%	1.9%
EBITDA마진	33.9%	40.7%	33.4%	30.1%	22.3%	22.8%	15.9%
자산총계	35,065	46,281	54,516	61,788	55,948	59,209	58,396
부채총계	22,536	29,221	34,982	39,356	36,614	36,587	40,141
총차입금	18,771	19,483	23,495	27,804	27,169	26,694	30,855
순차입금	14,529	13,126	16,403	22,068	24,334	23,667	26,242
순차입금/EBITDA	2.3	1.4	2.4	3.5	5.3	5.6	9.1
부채비율	179.9	171.3	179.1	175.4	189.4	161.7	219.9
차입금의존도	53.5	42.1	43.1	45.0	48.6	45.1	52.8

주) 25.03, 26.03 순차입금/EBITDA는 1분기 EBITDA 단순 연환산 기준

자료) 감사보고서, 분기보고서

3. 두산 및 두산그룹 주요 모니터링 요인

(1) 두산 별도기준 재무구조 저하

금번 지분 양수 과정에서 자금 소요 및 차입조달 확대에 따른 재무구조 저하는 불가피할 것으로 판단된다. 두산은 2026년 1분기 중 M&A 투자자원 확보 및 재무구조 개선을 위해 두산로보틱스 지분 11,700,000주(지분율 18.1%)를 9,477억원(주당 81,000원)에 PRS 방식으로 매각하였다. 이에 따라 2026년 3월말 기준 보유 현금성자산이 1.6조원에 달했으며, 부채비율 및 차입금의존도가 전년말 대비 개선된 모습을 보였다.

다만 통상적인 영업활동 과정에서 필요한 자금 규모를 감안시 금번 지분 인수를 위해 약 1조원 내외의 자금을 외부 차입으로 조달할 것으로 판단된다. 2026년 3월말 두산 별도기준 재무제표에 1조원의 차입조달 및 2.3조원의 자금 유출을 반영할 경우, 총차입금과 순차입금 모두 3조원 내외로 크게 상승하면서 재무구조 측면의 부담이 확대될 것으로 예상된다.

[표 5] (주)두산 별도기준 재무구조 및 인수 영향 정리

(단위: 억원, %)

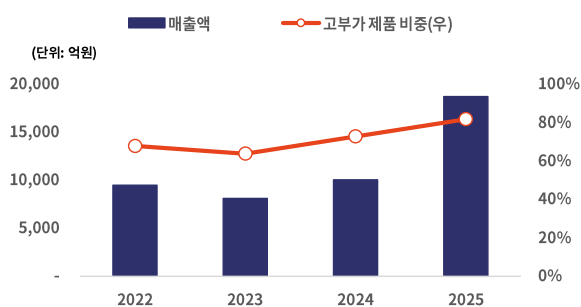
구분	2025년말	26년 3월말(인수 전)	인수 효과	26년 3월말(인수 후)
총자산	67,540	73,030	(+)10,000	83,030
총부채	35,218	34,454	(+)10,000	44,454
자기자본	32,322	38,576	-	38,576
총차입금	26,325	22,695	(+)10,000	32,695
현금성자산	12,344	16,430	(-)13,000	3,430
순차입금	13,981	6,265	(+)23,000	29,265
부채비율	109.0	89.3		115.2
차입금의존도	39.0	31.1		39.4

주) 인수자금은 보유 현금성자산 1.3조원, 차입조달 1조원 가정
자료) 동사 IR 공시자료

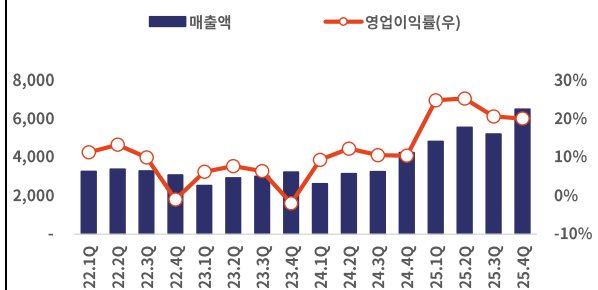
(2) 두산그룹 사업 포트폴리오 다변화

글로벌 반도체 웨이퍼 시장에서 양호한 시장지위를 보유하고 있는 SK실트론이 두산그룹에 편입되면서 전자BG와 함께 반도체부문 사업 역량이 한층 강화될 것으로 전망된다. 과거 두산그룹은 구조조정 이후 그룹의 주요 이익창출 기반이 두산에너지빌리티 중심의 에너지부문과 두산밥캣 중심의 기계부문으로 재편되었으며, 최근 에너지부문과 전자BG 실적이 개선되면서 사업기반이 다변화되고 있다. 특히 AI 서비스 상용화와 글로벌 CSP(Cloud Service Provider)의 데이터센터 증설에 힘입어 AI 가속기와 고속 네트워크 장비, 고성능 반도체 패키지 등에 적용되는 고부가 동박적층판(CCL) 판매가 크게 확대되면서 2025년 이후 전자BG의 외형 및 수익성이 크게 개선되었다.

[그림 1] (주)두산 전자BG 매출 및 고부가 제품 비중



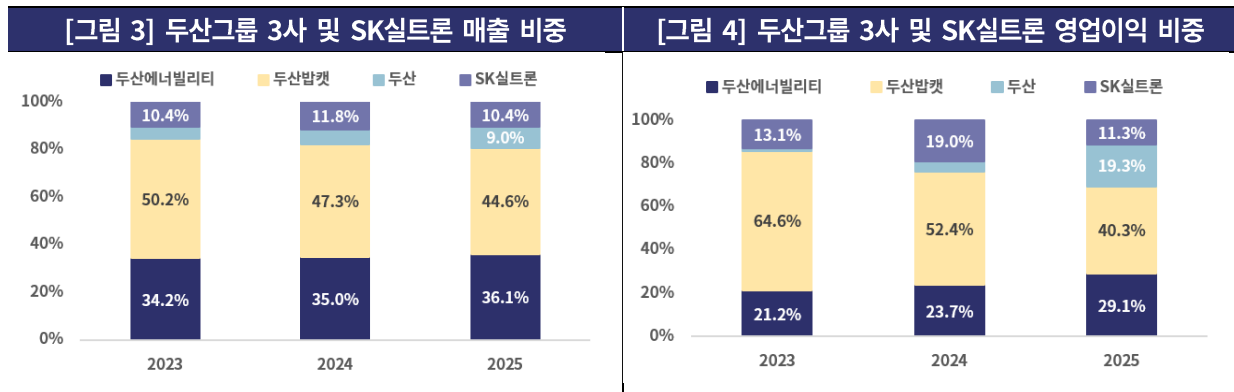
[그림 2] (주)두산 자체 사업 매출액 및 영업이익률



자료) (주)두산 사업보고서 및 IR 자료

반면 SK실트론은 팬데믹 호황기에 체결한 장기공급계약(LTA) 이행을 위해 선제적으로 단행한 증설투자가 공급 과잉으로 이어지면서 Si부문의 영업실적이 뚜렷한 회복세를 나타내지 못하고 있다. 또한 2025년에는 사업성이 저하된 SiC부문의 구조조정 과정에서 재고자산평가손실과 유·무형자산 손상차손을 인식하며 대규모 당기순손실을 기록하는 등 전반적인 실적 부진이 지속되었다.

다만 향후 SiC부문 청산에 따른 구조적인 수익성 개선과 AI 수요 확대에 기반한 전방 웨이퍼 시장의 수급여건 개선이 예상되는 가운데, 신공장 가동에 따른 생산능력 확대와 제품믹스 개선이 더해지면서 우수한 이익창출력을 유지할 수 있을 것으로 판단된다. 반도체 전공정 소재 부문으로의 사업 영역 확대와 더불어 SK실트론 실적 개선이 본격적으로 반영되면서 두산그룹의 사업 포트폴리오 다변화 추세가 지속될 것으로 전망된다.



자료) (주)두산 사업보고서, IR 자료 및 SK실트론 사업보고서

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(이하 ‘당사’)가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 ‘간행물’)는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권이 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 ‘신용평가업무 등’)에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공식자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석 도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 약속하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2025, Korea Ratings Inc. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.