

지주업

꺼진 Bull도 다시 보자



이경연 kyungyeon.lee@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대

- 외국인 수급, 지주사로 집중
- [Top Pick] SK, 복잡성과 불확실성이 겹친다
- [차선호주] HD현대, 성장 산업의 과실이 집결되는 지주사

외국인 수급, 지주사로 집중

외국인이 KOSPI 200을 87조 7,140억원 순매도하는 가운데, 일반지주만큼은 역방향 순매수. 시총 비중 2.2%에 불과한 당사 커버리지 7개 지주사에 1조 9,286억원이 집중되었고, 전 종목의 외국인 지분율이 일제히 상승. 이는 단순한 업종 로테이션이 아니라, 각 지주사가 보유한 사업 포트폴리오와 그 산업의 구조적 성장이 외국인을 끌어들이는 실질적 요인임을 시사.

SK, 복잡성과 불확실성이 겹친다

SK를 탐픽으로 제시. 시장이 SK를 기피해온 이유, 즉 높은 부채와 복잡한 지배 구조가 6월을 기점으로 동시에 해소될 전망. SK실트론 매각으로 차입금이 축소 되고, SK에코플랜트 F 지분 정리로 AI 인프라 전문 기업의 가치가 지주사에 온전히 귀속. 6월 지방선거 이후 대미투자 지원 법안 논의 재개 시 국내 최대 대미 투자 그룹인 SK의 수혜가 가시화될 것으로 기대. 'SMR 전력(테라파워·한수원)→AI 데이터센터(SK에코플랜트)→AI 반도체(SK하이닉스)'로 이어지는 AI 전력 수직 밸류체인은 국내에서 SK가 유일하게 보유한 구조적 차별점.

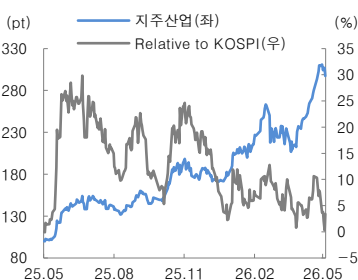
HD현대, 성장 산업의 과실이 집결되는 지주사

HD현대를 차선호주로 제시. 조선·전력기기·건설기계·선박서비스 등 핵심 자회사들이 일제히 성장 사이클에 진입한 가운데, 지주사 할인이 적용된 HD현대는 고밸류에이션 자회사에 대한 익스포저를 낮은 가격에 확보할 수 있는 가장 현실적인 대안. 자회사 실적 개선은 배당과 브랜드 로열티로 지주사에 귀속되며, HD현대오일뱅크의 실적 급반등은 배당 재개 가능성을 높이고 있음. 브랜드 로열티 요율 재계약 시점 도래로 수취액의 퀀텀 점프가 예상. 자사주 10% 소각과 HD현대로보틱스 IPO 이벤트는 잠재적 주주가치 제고 여력으로 잔존.

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
SK	Buy	880,000원
HD현대	Buy	410,000원
두산	Buy	1,920,000원
한화	Buy	163,000원
LG	Buy	130,000원
CJ	Buy	260,000원
효성	Buy	300,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.7	31.6	60.0	191.2
상대수익률	-1.1	-3.3	-14.3	1.9



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	318,040	343,235	392,283	419,465	449,835
영업이익	12,519	16,961	34,486	36,320	36,201
세전순이익	8,242	12,378	30,111	32,524	32,749
총당기순이익	5,863	11,037	28,683	31,205	31,506
지배지분순이익	885	4,219	12,820	12,222	12,045
EPS	2,511	12,181	37,623	35,996	35,473
PER	41.8	17.0	8.3	8.7	8.8
BPS	228,927	245,598	283,852	325,565	379,123
PBR	0.5	0.8	1.1	1.0	0.8
ROE	1.1	5.1	14.1	11.8	10.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 두산, 한화, CJ, LG, 효성, SK, HD현대 합산. 대신증권 Research Center

Contents

Part 1. 외국인 수급, 지주사로 집중	07
커버리지 지주사에 대한 외국인 순매수	
Part 2. 투자전략 및 Valuation	11
[Top Pick] SK – 복잡성과 불확실성이 겹친다	
- 구조조정과 디레버리징 성과 가시화	
- AI 인프라 솔루션 Provider – SK에코플랜트	
- 대미투자 모멘텀 및 AI 전력망 밸류체인 완성	
[차선호주] HD현대 – 성장 산업의 과실이 집결되는 지주사	
- 슈퍼사이클의 집결지이자 완벽한 Proxy	
- 배당 증가와 브랜드 로열티 인상 모멘텀	
- 로보틱스 IPO와 자사주 10%의 마법	
Part 3. 기업분석	50
SK (034730)	
HD현대 (267250)	

SUMMARY

외국인 수급, 지주사로 집중

2026년 연초 이후 외국인은 KOSPI 200에서 87조 7,140억원을 순매도하고 있다. 그러나 일반지주만큼은 예외다. 시총 비중 2.2%에 불과한 당사 커버리지 7개 지주사에 1조 9,286억원이 집중되었고, 전 종목의 외국인 지분율이 일제히 상승했다. 이는 단순한 업종 로테이션이 아니다. 각 지주사가 보유한 사업 포트폴리오와 그 산업의 구조적 성장이 외국인을 끌어들이는 실질적 요인이다.

SK, 복잡성과 불확실성이 겹친다

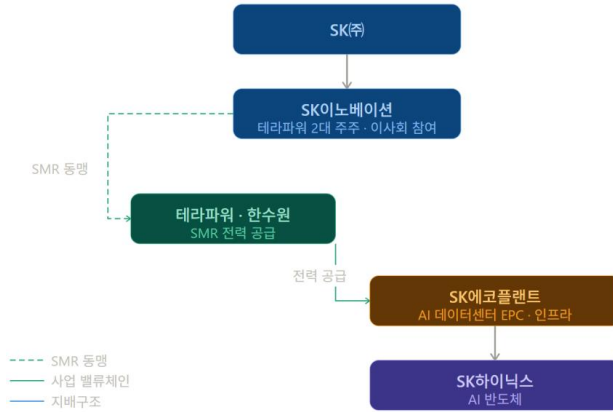
SK를 탐픽으로 제시한다. 높은 부채와 복잡한 지배구조, 즉 시장이 SK를 기피해온 두 가지 이유가 6월을 기점으로 동시에 해소될 전망이다. SK실트론 매각은 대규모 현금 유입과 차입금 축소를 가져오고, SK에코플랜트 F 지분 정리는 AI 인프라 전문 기업의 가치를 지주사에 온전히 귀속시킨다. 여기에 6월 지방선거 이후 대미투자 지원 법안 논의가 재개되면 국내 최대 대미 투자 그룹인 SK의 정책 수혜가 가시화된다. 궁극적으로 'SMR 전력(테라파워·한수원) → AI 데이터센터(SK에코플랜트) → AI 반도체(SK하이닉스)로 이어지는 AI 전력 수직 밸류체인은 SK가 국내에서 유일하게 보유한 구조적 차별점이다.

HD현대, 성장 산업의 과실이 집결되는 지주사

HD현대의 핵심 매력은 단순하다. 조선·전력기기·건설기계·선박서비스 등 주요 자회사들이 일제히 성장 사이클에 진입한 가운데, 개별 자회사 대비 지주사 할인이 적용된 HD현대는 동일한 성장 익스포저를 낮은 가격에 확보할 수 있는 가장 현실적인 대안이다. 자회사 실적 개선은 배당과 브랜드 로열티라는 두 경로로 지주사에 직접 귀속되며, HD현대오일뱅크의 실적 급반등(1Q26 영업이익 9,335억원, +2,902% YoY)은 배당 재개 가능성을 높이고 있다. 브랜드 로열티 효율도 재계약 시점이 도래해 현행 5bp에서 상향될 가능성이 높다. 여기에 HD현대로보틱스 IPO가 모회사 주주에게 유리한 구조로 진행되고, 커버리지 내 유일하게 미사용 상태인 자사주 10% 소각 카드까지 잠재적 주주 가치 제고 여력으로 남아 있다.

Key Charts

SK(주) 아래 구축되고 있는 AI 전력 생태계



자료: 대신증권 Research Center

HD 현대 NAV 대비 할인율



자료: 대신증권 Research Center

지주회사 투자 의견 및 목표주가

(단위: 원, 십억원)

	SK	HD 현대	두산	한화	LG	CJ	효성
투자 의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가	880,000	410,000	1,920,000	163,000	130,000	260,000	300,000
현재주가(5/15)	503,000	269,500	1,614,000	141,400	126,000	217,000	226,000
Upside	75.0%	52.1%	19.0%	15.3%	3.2%	19.8%	32.7%
NAV	79,545	40,633	34,431	29,258	39,000	7,541	12,965
목표할인율	41.0%	25.0%	38.0%	62.0%	40.0%	55.0%	68.0%
최대 할인율	74.0%	74.2%	86.4%	80.2%	73.7%	79.6%	79.4%
최소 할인율	9.4%	32.9%	30.6%	42.9%	49.6%	21.7%	19.2%
할인율 중간값	53.2%	53.3%	65.0%	64.4%	63.4%	66.5%	59.1%

자료: 대신증권 Research Center

Part 1.

외국인 수급,
피주사로 집중

Part 1. 외국인 수급, 지주사로 집중

커버리지 지주사에 대한 외국인 순매수

KOSPI 200 외국인 순매도 가운데, 일반지주로 역방향 순매수

2026년 연초 이후 5월 15일까지 외국인 투자자들은 KOSPI 200 전체에서 87조 7,140억 원의 대규모 순매도를 기록했다. 같은 기간 금융지주 역시 외국인 순매도(-1조 8,593억 원)에서 자유롭지 못했다. 그러나 일반지주는 이와 대조적으로 2조 1,901억 원의 외국인 순매수를 기록하며, 광범위한 외국인 이탈 흐름 속에서도 뚜렷한 역방향 유입세를 보였다. 일반지주에 대한 순매수가 금융지주 순매도를 완전히 상쇄하고도 남은 결과, 지주사 전체(일반+금융)의 외국인 누적 순매수는 3,307억 원으로 집계된다.

커버리지 7개사에 일반지주 순매수의 88.1% 집중

주목할 지점은 일반지주 내 자금 집중도다. 당사 커버리지 7개 지주사에 대한 외국인 누적 순매수는 1조 9,286억원으로, 일반지주 전체 순매수(2조 1,901억 원)의 88.1%에 달한다. 금액 기준으로는 SK(6,390억 원), 두산(5,764억 원), 한화(3,768억 원), CJ(1,327억 원), LG(1,078억 원), HD현대(706억 원), 효성(254억 원) 순이다.

한화, 금액 순위 대비 가장 두드러진 집중도

외국인 지분을 변화는 순매수 금액과는 다른 시각을 제공한다. 같은 기간 7개 커버리지 지주사의 외국인 지분율은 전 종목에 걸쳐 상승했다. 지분율 변화 폭(%p) 기준으로는 한화(+4.88%p), 두산(+3.86%p), SK(+2.76%p), CJ(+2.24%p), LG(+1.72%p), 효성(+1.32%p), HD현대(+0.55%p) 순으로 집계된다. 금액 기준 1위였던 SK가 지분율 변화 기준으로는 3위에 그치는 반면, 금액 기준 3위였던 한화는 지분율 변화 기준 1위로 올라선다. 한화는 순매수 금액(3위) 대비 지분율 변화(1위)가 두드러져, 시가총액 대비 외국인의 집중도가 높은 종목으로 판단한다.

업종 로테이션 아닌, 사업 포트폴리오의 구조적 성장이 유인

두 지표를 종합하면, 외국인은 KOSPI 200 전반에 걸친 순매도 기조 속에서도 당사 커버리지 7개 지주사에 대해서는 금액과 지분율 모두 일관된 방향으로 포지션을 확대하고 있다. 이처럼 외국인이 지주사에 대한 선별적 매수를 지속하고 있는 배경은 단순한 업종 로테이션으로 설명되지 않는다고 생각한다. 각 지주사가 영위하는 사업 포트폴리오, 그리고 그 사업이 속한 산업의 구조적 흐름이 외국인 수급을 견인한 실질적 요인으로 판단한다.

표 1. 2026년 들어 외국인 및 기관 순매수 규모

(단위: 십억원)

	외국인 누적 순매수	기관 누적 순매수	합계	시가총액 (2026.05.15)	KOSPI 200 내 시가총액 비중
KOSPI 200	-87,714.0	20,849.7	-66,864.3	5,674,783	
지주사 ^{주)}	330.7	3,489.7	3,820.4	599,080	10.6%
일반지주	2,190.1	1,078.8	3,268.8	418,206	7.4%
금융지주	-1,859.3	2,410.9	551.6	180,875	3.2%
당사 커버리지	1,928.6	255.7	2,184.3	123,411	2.2%

주) KOSPI 200 기업 중 지주사로 분류된 기업은 SK, HD현대 등을 포함한 33개사, 금융지주사로 분류된 기업은 KB금융, 신한지주 등 8개사
 자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 2. . 당사 커버리지 지주사의 외국인 및 기관 순매수 규모

(단위: 십억원)

	외국인 누적 순매수	기관 누적 순매수	합계
SK	639.0	61.5	700.5
두산	576.4	193.8	770.2
한화	376.8	-29.9	346.9
CJ	132.7	-23.7	109.0
LG	107.8	-60.6	47.2
HD현대	70.6	73.2	143.8
효성	25.4	41.4	66.8

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 3. 당사 커버리지 지주사의 외국인 지분율 변화

(단위: 십억원)

	외국인 누적 순매수	연초 대비 지분율 변화	현재(2026.05.15) 지분율
한화	376.8	4.88%p	21.9%
두산	576.4	3.86%p	18.8%
SK	639.0	2.76%p	29.7%
CJ	132.7	2.24%p	16.6%
LG	107.8	1.72%p	36.8%
효성	25.4	1.32%p	20.3%
HD현대	70.6	0.55%p	26.1%

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

Part 2.

투자전략 및 Valuation

Part 2. 투자전략 및 Valuation

복잡성과 불확실성이 견힌다 – Top Pick: SK

투자자들이 SK에 대해 공통적으로 제기하는 우려가 있었다. “기다려야 하는 시간이 길 것 같다”는 것이다. 높은 부채 수준과 복잡한 지배구조가 맞물리면서, SK는 펀더멘털 대비 투자 결정이 선뜻 이루어지지 않는 종목으로 인식되어 왔다. 그러나 이 복잡성과 불확실성을 동시에 해소하는 이벤트들이 6월을 기점으로 가시화되고 있다. 당사가 SK를 탐픽으로 제시하는 이유다.

투자 포인트① 구조조정과 디레버리징 성과 가시화

SK그룹 전반의 리밸런싱 성과 가시화

그간 SK에는 그룹사 전반의 재무 리스크에 대한 우려가 작용해 왔다. 그러나 다년간 이어진 리밸런싱 작업도 막바지에 달하면서 시장의 우려 요인이었던 순차입금도 감소세를 지속하고 있다. 이에 SK 별도 순차입금은 2025년 말 8.3조 원으로 리밸런싱을 시작할 당시 10.6조 원(23년)에 비해 2.3조 원 줄었다. SK이노베이션 또한 연결 순차입금이 2025년 말 기준 20.3조 원으로 전년 대비 6조 원 가량 줄었으며, SK에코플랜트 연결 순차입금은 2025년 말 2조 원으로 전년의 절반 수준으로 줄었다. 그룹 전반이 재무건전성 확보에 나선 성과가 나타나고 있는 만큼 이에 대한 가치평가가 이루어져야 할 시점이다.

또한 SK실트론의 두산 매각이 상반기 중 마무리될 전망이다. SK실트론의 기업가치는 약 4조 원대로 평가된다. 순차입금(2조 4,240억원)을 감안한 거래대금은 2조원 대로 추정된다.

SK실트론 매각으로 추가적인 재무구조 개선 전망

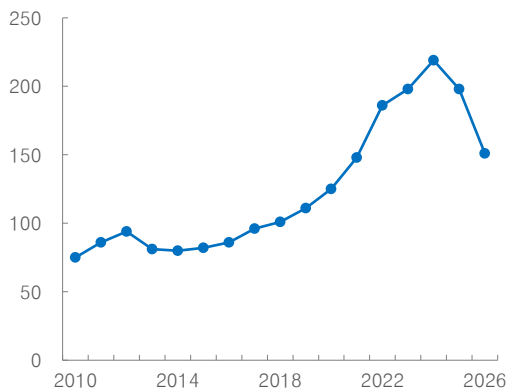
SK실트론은 12인치 웨이퍼 기준 글로벌 시장점유율 3위의 알짜 자회사다. 2025년 매출 2조 580억원, 영업이익 1,931억원을 기록하며 안정적인 실적을 유지하고 있다. 비핵심 자산으로의 분류가 다소 이례적으로 보일 수 있으나, SK입장에서는 대규모 현금 유입을 통한 차입금 축소와 AI·반도체 핵심 사업으로의 선택과 집중이라는 두 가지 효과를 동시에 달성한다. 시장이 우려해온 부채 문제와 지배구조 복잡성이 이 딜 하나로 상당 부분 해소될 수 있다고 판단한다.

표 4. SK 그룹 리밸런싱 타임라인

일시	회사명	주요 내용
2021년 2월	SK	SK바이오팜 지분 11% 매각 (1,1조 원)
2021년 12월	SK	ESR케이만 지분 3.1% 매각 (3,500억원)
2024년 7월	SK	SK E&S - SK이노베이션 합병
2024년 8월	SK네트웍스	SK렌터카 지분 100% 매각 (8,200억 원)
2024년 11월	SK에코플랜트	에센코어 및 SK머티리얼즈에어플러스 자회사 편입
2024년 11월~2025년 1월	SK이노베이션	자회사 3사 합병 (SK온 - SK엔텀 - SK트레이딩인터)
2025년 3월	SK	SK스페셜티 지분 85% 매각 (26조 원)
2025년 6월	SK이노베이션	SK온 - SK엔무브 합병
2025년 5월	SK에코플랜트	SK머티리얼즈 4개사(트레캠, 레조낙, 제이엔씨, 머티리얼즈퍼포먼스) 편입
2025년 8월	SK에코플랜트	환경자회사 3개사(리뉴어스, 리튜윈, 리뉴에너지총복) 매각 (총 1.78조 원)
2026년 2월	SK	SK바이오팜 지분 13.9%를 PFS 계약을 통해 1.25조 원에 매각
현재 진행 중	SK	SK실트론 지분 매각 추진

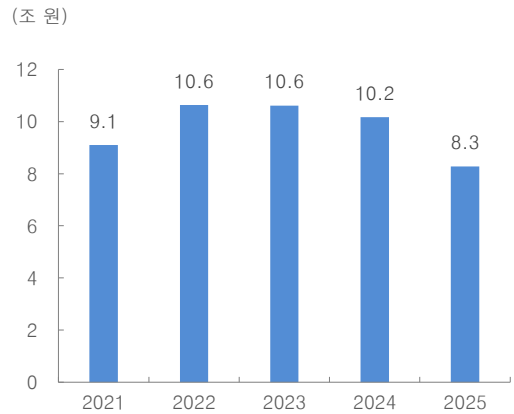
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 2024년 219개에 달했던 계열사 수 151개까지 줄이며 중복사업 통합도 병행



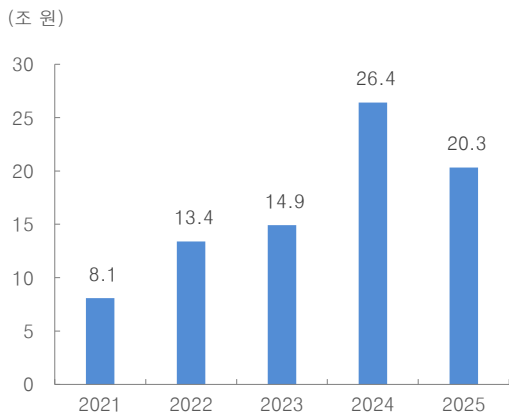
자료: 공정거래위원회, 대신증권 Research Center

그림 2. SK(주) 별도 순차입금 감소세



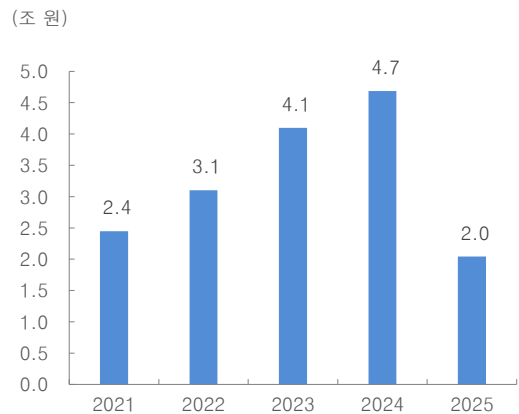
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 3. SK 이노베이션 연결 순차입금 감소



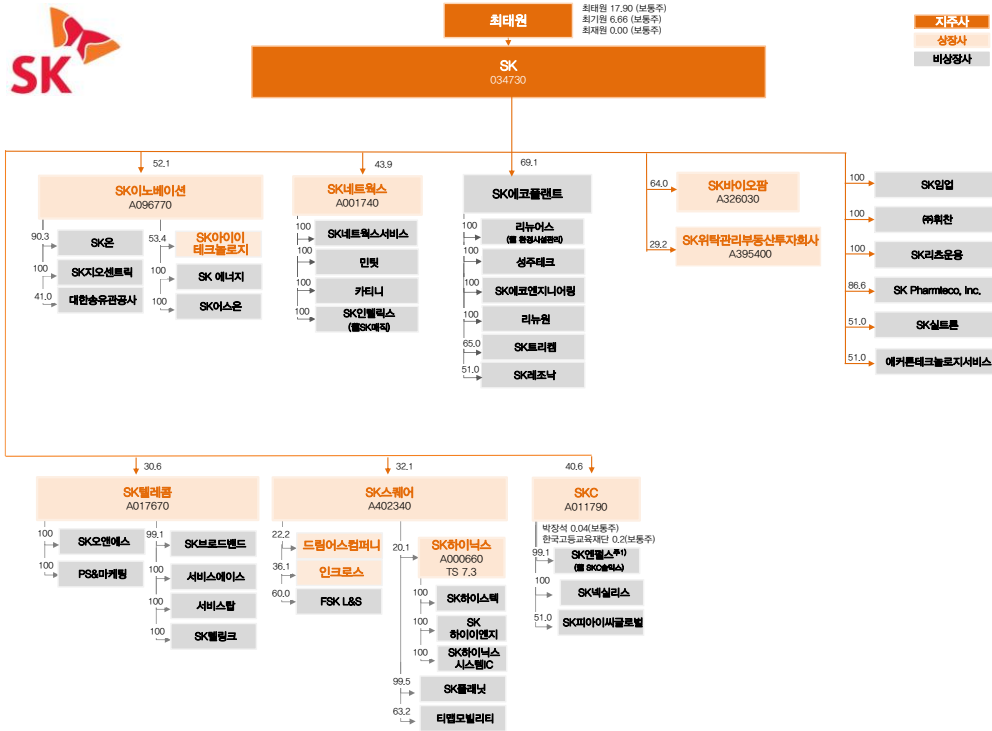
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. SK 에코플랜트 연결 순차입금 감소



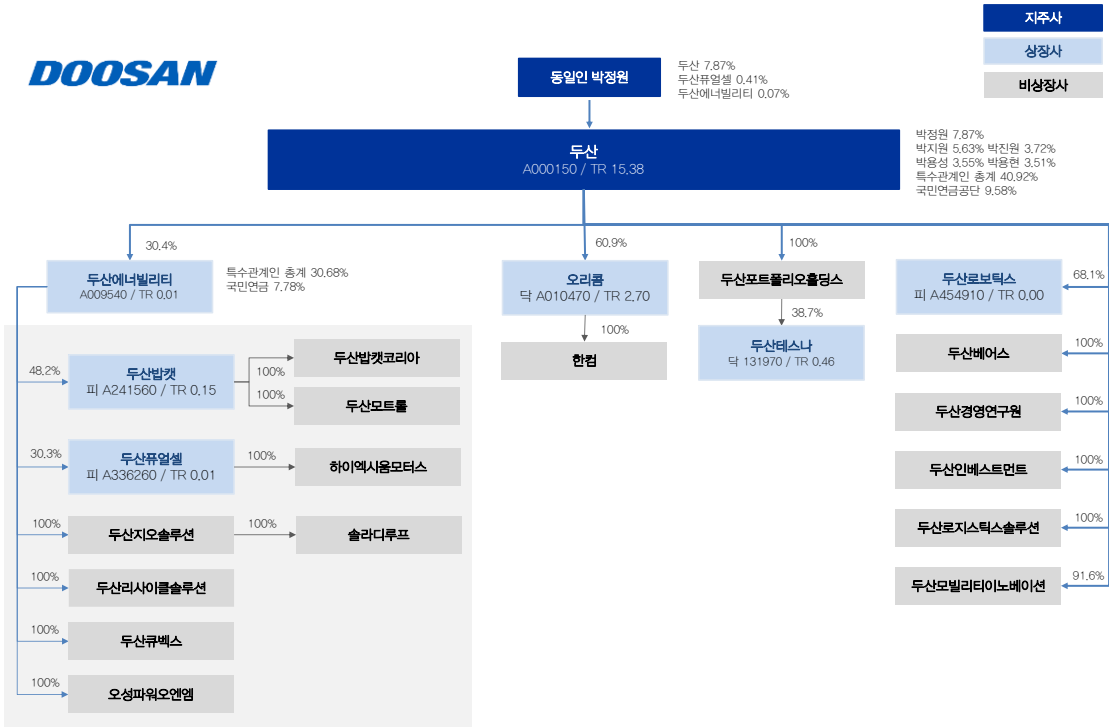
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 5. SK(주)는 리밸런싱 과정에서 SK 실트론 매각 예정



주1) 2026.01.27 SK엔필스는 SKC에 흡수합병 후 소멸함
 자료: SK 사업보고서(2025.12), 대신증권 Research Center

그림 6. 두산은 SK 실트론 인수를 진행 중이며 이를 통해 중장기 사업 영역 시너지가 강화될 것으로 기대



자료: 두산 사업보고서(2025.12), 대신증권 Research Center

그림 7. SK 실트론 기업가치 언론보도

최대 4조 '메가딜' 터졌다...두산, SK실트론 인수

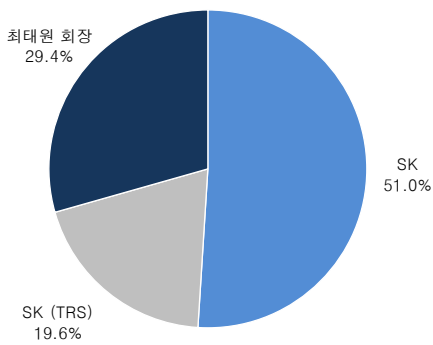
SK(주) 지분 70.6% 인수 우선협상대상자 선정

산업 | 나기천 기자 | 입력 2025. 12. 17. 17:08



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

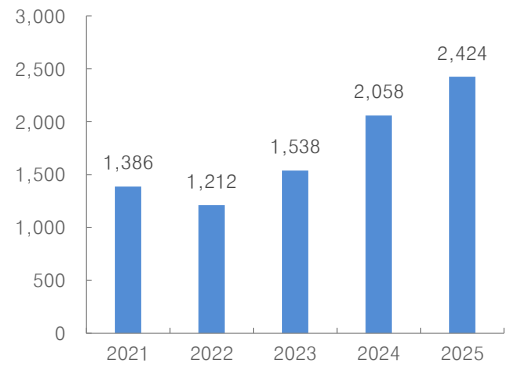
그림 8. SK 실트론 지분구조



자료: DART, 대신증권 Research Center

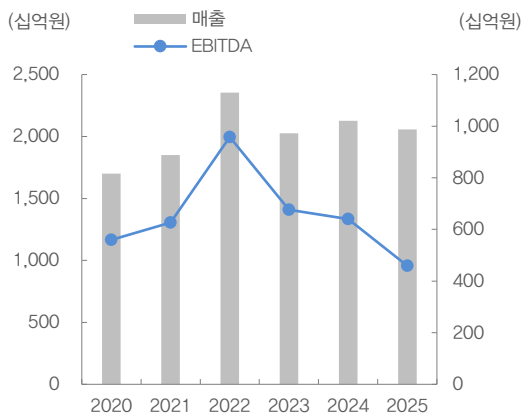
그림 9. SK 실트론 순차입금

(십억원)



자료: DART, 대신증권 Research Center

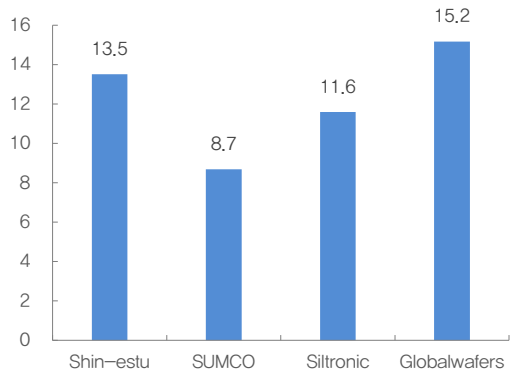
그림 10. SK 실트론 실적



자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 11. SK 실트론 Peer 26F EV/EBITDA 비교

(배)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

투자 포인트② AI 인프라 솔루션 Provider – SK에코플랜트

SK에코플랜트, 하이테크 EPC로서의 정체성 강화

SK에코플랜트는 하이테크 사업, 솔루션사업, 에너지사업(Gas & Material), 환경사업(Asset Lifecycle)을 영위하고 있다. 하이테크 사업(2025년 기준 매출 비중 42.3%)은 반도체 인프라 구축 사업, 산업용 가스를 생산하는 SK에어플러스, 반도체 모듈기업인 에센코어로 구분된다. 솔루션 사업(매출 비중 33.2%)은 산업, 발전, 화공플랜트, 주택/건축, 인프라 등 건설 사업을 영위하고 있다. 환경사업(매출 비중 21.3%)은 소각, 매립, 수처리, 전자폐기물·폐배터리 재활용 등 사업을 영위하고 있다. 에너지사업(비중 3.2%)은 수소, 태양광, 해상풍력 등 재생에너지 산업과 연료전지 사업을 영위하고 있다.

SK에코플랜트는 중복상장 규제로 IPO를 중단한 상태다. IPO를 조건으로 참여한 재무적 투자자(FI)들에 대한 자금 상황이 현재 진행 중이며, 6월 내 마무리될 전망이다. SK는 4월 28일 이사회에서 FI 보유 보통주 및 전환우선주(CPS) 인수를 의결했으며, 약 4,000억원을 투입해 지분율을 66.7%에서 71.2%로 확대한다. SK에코플랜트도 동일 시점 잔여 CPS 약 6,500억원 인수를 위한 임시주주총회 소집 절차를 개시했다.

고부가 하이테크 사업 비중 증가

이 과정에서 주목할 것은 SK에코플랜트의 사업 가치 변화다. 2024년 에센코어·SK에어플러스 편입, 2025년 SK트리켄·SK레조낙·SK머티리얼즈제이엔씨·SK머티리얼즈퍼포먼스 등 반도체 소재 4개사 추가 편입을 거치며, SK에코플랜트는 반도체 EPC·AI 데이터센터·반도체 핵심 소재·자원 순환을 아우르는 AI 인프라 전문 기업으로 탈바꿈했다. 그 결과 하이테크 사업 매출 비중은 2023년 35.0%에서 2025년 42.3%로 확대되었으며, 솔루션(건설) 비중은 축소되는 방향으로 포트폴리오 재편이 가시화되고 있다. FI 지분이 완전 정리되면, 이 가치가 SK 지주에 온전히 귀속된다.

캡티브 물량 확대와 맞물려 매출 성장과 수익성 개선 동시에 나타날 것으로 전망

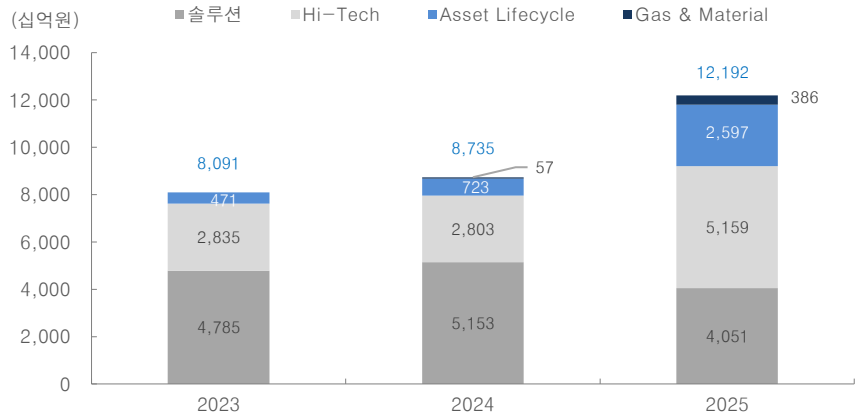
사업 레퍼런스 축적도 본격화되고 있다. SK에코플랜트는 울산에서 아마존(AWS)과 AI 데이터센터를 구축 중이며, LNG 기화 후 남은 차가운 바닷물을 냉각 냉매로 재활용하는 친환경 공법을 실험하고 있다. SK하이닉스 용인 클러스터를 비롯한 반도체·데이터센터 EPC 수주도 확대되며, 전체 수주에서 하이테크 비중이 빠르게 높아지고 있다. 이처럼 국내 최상급 AI 인프라 프로젝트에서 축적된 레퍼런스는 향후 글로벌 진출의 차별적 경쟁력이 될 것으로 기대한다. 캡티브 물량 확대와 고부가 하이테크 사업 비중 증가가 맞물리며 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 것으로 전망한다.

표 5. 비상장자회사 SK에코플랜트 사업 부문별 주요 내용

사업 부문	사업 내용	사업 영역
Hi-tech 사업	반도체 제조시설(fab) 설계·시공 통합 역량을 바탕으로 운영 시스템까지 통합 인프라 솔루션 제공	반도체 종합 Infra, 반도체 클러스터, 운영 솔루션(Solution)
AI Solution 사업	AI 인프라 서비스 전반에 솔루션 제공	AI 데이터센터 통합 솔루션, 반도체 인프라, 연료전지, 건축
Asset Lifecycle (환경 사업)	반도체 모듈 유통과 ITAD 역량으로 축적한 글로벌 공급망을 연결해 글로벌 자원 순환 루프(Loop)를 완성	데이터센터 서버, 스마트폰, 노트북, PC 등 각종 IT 자산들을 수거해 그 안에 저장된 정보를 파기하고, 이후 재활용·재사용까지 지원하는 IT자산처분서비스, 배터리 리사이클링
Gas & Material (에너지 사업)	반도체 필수 소재 및 산업용 가스 자원을 제공	산업용 가스(SK에어플러스), 포토레지스트(SK머티리얼즈퍼포먼스), 식각가스(SK레조낙), 프리커서(SK트리켄), 블루도판트(SK머티리얼즈제이엔씨)

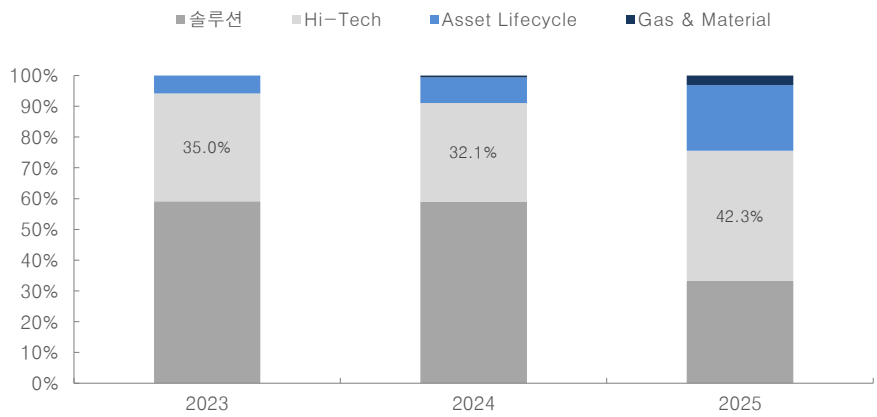
자료: SK에코플랜트, 대신증권 Research Center

그림 12. SK 에코플랜트 사업별 매출액 추이



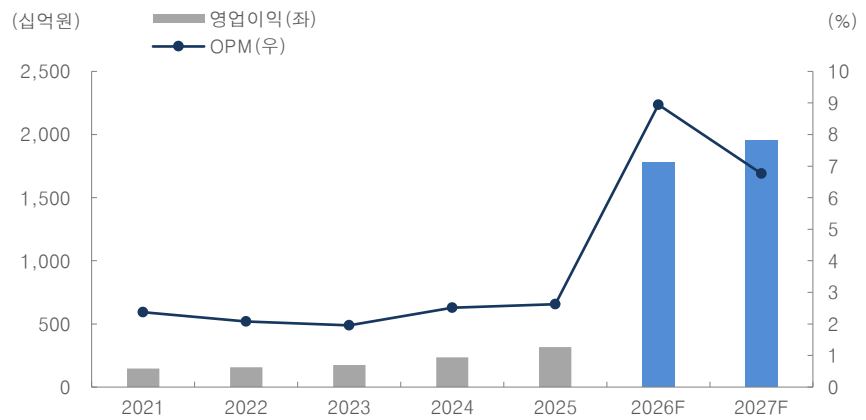
자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 13. SK 에코플랜트 사업별 매출액 비중



자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 14. SK 에코플랜트 영업이익 추정



자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 15. SK주의 특수관계인으로부터 주식의 취득 공시

(단위 : 백만 원)

1. 거래상대방		에코얼라이언스홀딩스 유한회사 등	회사와의 관계	기타 (비계열회사)
2. 중개기관		-	회사와의 관계	-
3. 취득주식의 발행회사		에스케이에코플랜트(주)	회사와의 관계	계열회사
4. 취득내역	가. 취득주식수(주)	보통주 2,657,801 전환우선주 315,386		
	나. 취득금액	보통주 198,506 전환우선주 200,000		
	다. 취득단가(원)	보통주 74,688 전환우선주 634,143		
	라. 취득후 소유주식수(주)	46,701,161	취득후 지분율(%)	71.2%
	마. 거래일자	2026년 4월 30일		
5. 취득목적		자회사에 대한 경영권 강화		
6. 취득방법		장외 취득		
7. 이사회 의결일		2026년 4월 28일		
- 사외이사 참석여부	참석(명)	4		
	불참(명)	1		
- 감사(감사위원)참석여부		참석		
8. 기타		<p>- 본 건은 재무적 투자자인 에코얼라이언스홀딩스 유한회사, 그린에코제1차유한회사, 브레인에코사모투자 합자회사, 주식회사 하나은행(브레인 Pre-IPO일반사모투자신탁 28호의 신탁업자 지위에서), 케이비증권 주식회사(브레인 혁신산업 일반사모투자 신탁 1호(전문투자자)의 신탁업자 지위에서), 삼성증권 주식회사(브레인 Pre-IPO일반사모투자신탁 35호, 브레인 백두 일반사 모투자신탁 1호, 브레인 태백 일반사모투자신탁 1호 및 브레인S E일반사모투자신탁 44호(전문투자자)의 신탁업자 지위에서), 한국증권금융 주식회사(브레인SE일반사모투자신탁 43호의 신탁업자 지위에서), 케이비증권 주식회사(파인밸류 PreIPO 11호 일반사모증권투자신탁의 신탁업자 지위에서), 엔에이치투자증권 주식회사(파인밸류IPO플러스 일반 사모증권투자신탁, 파인 밸류IPO플러스V 일반 사모투자신탁 및 파인밸류PreIPO플러스 일반 사모증권투자신탁의 신탁업자 지위에서) 가 보유한 에스케이 에코플랜트(주) 보통주 2,657,801 주 및 전환우선주 315,386주를 취득하는 거래임</p> <p>- 상기 4. 나. 취득금액, 다. 취득단가, 마. 거래일자는 거래 종결일 (주식 양수 및 대금 지급) 기준임</p>		

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 16. 2024년 SK 에코플랜트 포트폴리오 강화: 에센코어+SK 에어플러스 편입

신규 Portfolio 편입으로 성장전략 실행 가속화, 재무구조 개선, 기업가치 제고 효과 기대



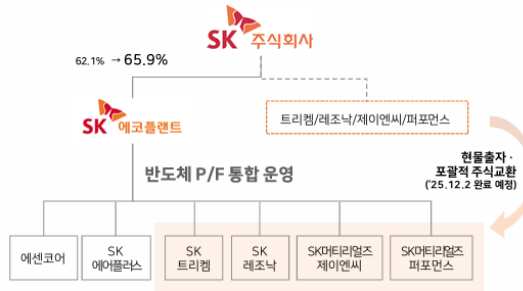
자료: SK에코플랜트(2024.08.08), 대신증권 Research Center

그림 17. 2025년 에코플랜트는 반도체 소재 4개사 추가 편입

SK에코플랜트 사업구조 재편

- 포트폴리오의 성장성을 강화하고 본연 가치 재평가 기반을 마련하여 "Hidden Value Unlock" 효과 기대
 - SK에코플랜트를 첨단 Infra 구축부터 운영까지 전 Value Chain 커버하는 "반도체 분야 종합 솔루션 기업"으로 육성
 - 반도체 가스/소재공급품목 다변화+ 반도체EPC 간 시너지 확보

Overview



* 에센코어 및 SK에어플러스는 '24.11.1 현물출자 및 주식교환을 통해 SK에코플랜트로 이관 완

자료: SK FY25 1Q Earnings, 대신증권 Research Center

그림 18. SK 그룹 AI 역량이 집결된 울산 AI 데이터센터

7조 투입해 GPU 6만장 돌린다... '아태 AI 데이터센터 허브'로

■SK 'AI 데이터센터 울산' 첫 삽
비수도권 최대 규모의 데이터센터
바로 옆 LNG 발전소서 전력 공급
추후 GW급 전력망까지 확장 가능
SK 에너지-통신-플랜트 역량 집중
최첨단 "AI 강국, 울산과 동행할것"

울산=김기혁 기자 | 2025-08-29 17:39



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 19. LNG 데우고 남은 찬 바닷물을 AI 데이터센터 냉매로 재활용하는 친환경 실험



울산 남구에 위치한 코리아에너지티미널(KET) 해수식기화기 시설에서 시간당 1만 톤의 바닷물이 액화천연가스(LNG)가 흐르는 관을 따라 쏟아지고 있다. LNG는 바닷물을 만나 기화돼 천연가스(NG)가 되고, 바닷물은 차가운 냉매원이 된다. 2025.10.29/뉴스1 최동현 기자

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 20. SK 하이닉스 용인클러스터 등 하이테크 중심 사업 포트폴리오 확대

SK에코플랜트, 하이닉스 반도체 공사만 7조... 일감 지형 교체

용인 클러스터·M15 등 하이닉스 공사만 약 30% 차지
반도체·데이터센터 등 산업 인프라 비중 빠르게 확대
주택사업 비중 10% 수준... 건설 포트폴리오 변화

공개 2026-03-11 07:00:00

[IB토마토 김소윤 기자] SK에코플랜트가 '하이테크 기업' 전환을 선언한 이후 실제 공사 현장에서 변화가 뚜렷해지고 있다. 용인 반도체 클러스터와 기존 팹 확장(M15 등) 프로젝트를 중심으로 SK하이닉스(000660) 반도체 공사가 일감의 큰 축으로 자리 잡으면서 반도체·데이터센터 등 산업 인프라 비중이 빠르게 확대되는 흐름이다. 반면 재개발·재건축 등 주택사업 공사 잔액은 약 10% 수준에 그쳐, 공사 포트폴리오마저 주택 중심에서 산업 인프라 중심으로 이동하고 있다는 분석이 나온다.



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

투자 포인트③ 대미투자 모멘텀 및 AI 전력망 밸류체인 완성

6월 시행 예정인 대미투자특별법

6월 3일 제9회 전국동시지방선거 이후 22대 국회 후반기 원구성이 완료되면, 현재 사실상 개점휴업 상태인 국회에서 지연되어 온 대미투자 기업 지원 법안 논의가 급물살을 탈 것으로 전망한다. SK는 SK하이닉스 인디애나 패키징 공장, SK온 배터리 합작공장, SK E&S 에너지 투자 등 국내 기업 중 대미 투자 규모가 큰 그룹 중 하나다. 지연되었던 정책 모멘텀이 선거 이후 가시화된다면, 하반기 SK 주가의 강력한 트리거가 될 수 있다고 판단한다.

AI 전력망 밸류체인을 내재화 하는 SK

여기에 글로벌 메가 트렌드인 'AI 전력망 밸류체인'의 완성이 지주사 프리미엄을 극대화한다. 2022년 8월 SK와 SK이노베이션은 SMR 선도 기업 테라파워에 2억 5,000만 달러를 공동 투자해 2대 주주 지위를 확보했다. 이후 2023년 4월 워싱턴 D.C.에서 SK이노베이션·한수원·테라파워 3자 간 MOU를 체결하며 동맹의 밑그림을 그렸고, 2024년 3월 미국 원자력규제위원회(NRC) 건설 허가 신청, 2024년 6월 와이오밍주 케머러 차공으로 프로젝트를 구체화했다.

주목해야 할 변곡점은 2026년 1월 SK이노베이션이 보유 지분 중 약 4,000만 달러 규모를 한수원에 매각하며 구축한 'SK-한수원-테라파워' 삼각 동맹이다. 2025년 12월 한수원의 미국 외국인투자심의위원회(CFIUS) 심사 통과와 2026년 3월 테라파워의 NRC 상업용 건설 승인이 맞물리는 타이밍에 한수원을 지분 파트너로 묶어낸 것이다. 테라파워의 압도적인 원천 설계 기술에 한수원의 원전 건설·운영 역량을 결합하여 2030년 상용화를 확정 짓기 위한 마스터플랜의 완성이다.

SK이노베이션, 테라파워 이사회 합류

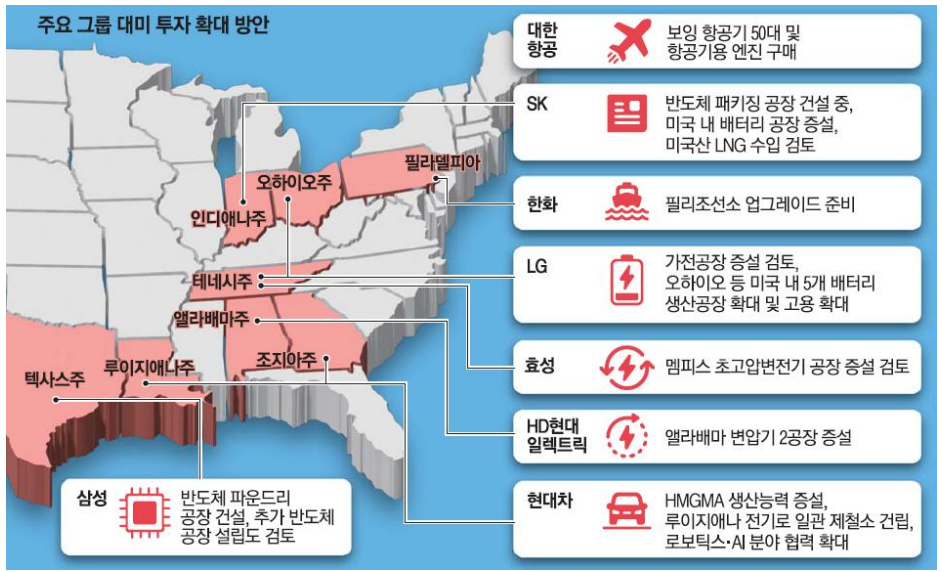
SK는 단순한 재무적 투자자를 넘어 핵심 전략적 파트너로서의 경영 참여를 공식화하고 있다. 현재 테라파워 이사회에는 빌게이츠 의장과 함께 SK이노베이션 에너지솔루션 사업을 총괄하는 임원이 이사진으로 합류해 있다. 이는 SK가 글로벌 SMR 사업 확장에 있어 이사회에서 핵심 의사결정에 직접 참여하고 있음을 시사한다.

이러한 구조는 국내 정책 방향과도 정렬되어 있다. 산업통상자원부는 2026년 업무보고에서 "대형 원전·SMR 미국 글로벌 생태계 참여"를 원전 수출 다변화의 핵심 과제로 명시하고, 한수원의 이원화된 원전 수출체계 효율화를 추진 중이다. 'SK-한수원-테라파워' 삼각 동맹은 이 정책 방향과 가장 긴밀하게 맞물린 민간 플레이어 구조다. 정책적 지원 가시화 시 SK가 직접적인 수혜 포지션에 있다고 판단하는 근거다.

AI 생태계 최대 병목인 전력 문제를 그룹 내 수직 계열화

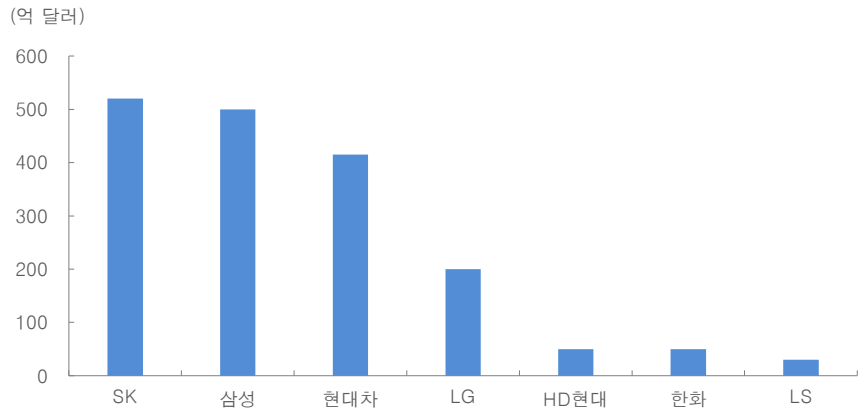
결과적으로 SK는 글로벌 AI 투자의 최대 병목인 전력 문제를 그룹 내에서 수직 계열화로 해결할 수 있는 유일한 구조를 갖추고 있다. 'SK이노베이션+테라파워·한수원(SMR 전력 공급)→SK에코플랜트(AI데이터센터 EPC·인프라)→SK하이닉스(AI반도체)'로 이어지는 밸류체인을 보유한 지주사는 국내에서 SK가 유일하며, 이는 타 지주사 대비 타겟 할인율을 파격적으로 축소할 수 있는 강력하고 차별적인 근거다.

그림 21. 주요 그룹 대미 투자 확대 방안



자료: 매일경제, 대신증권 Research Center

그림 22. 국내 기업 중 대미 투자 규모가 가장 큰 SK그룹



자료: 언론종합, 대신증권 Research Center

표 6. SK 그룹의 대미 투자 추정

SK 하이닉스 인디애나 패키징 공장	\$38.7 억
블루오벌SK	\$114억
조지아 HSBMA	\$50억
SK이노베이션 E&S 루이지애나 LNG	\$6.3억

자료: 언론종합, 대신증권 Research Center

표 7. SK - 한국수력원자력 - 테라파워 SMR 동맹 구축 타임라인

일자	기관	주요 내용
2022.08	SK(주) SK 이노베이션	[초기 투자] 테라파워에 2억 5,000만 달러 공동 투자. 2대 주주 지위 확보
2023.04	SK 이노베이션 한국수력원자력 테라파워	[MOU 체결] 워싱턴 D.C.에서 3사 간 '차세대 원전 기술 개발 및 사업화' 업무협약 체결 - SMR 동맹
2023.09	테라파워	[부지 확보] 미국 와이오밍주 케머러(Kemmerer) SMR 건설 부지 매입 완료
2024.03	테라파워 NRC	[인허가 착수] 미국 원자력규제위원회(NRC)에 나트륨(Natrium) SMR 건설 허가 신청
2024.06	테라파워	[착공] 와이오밍주 케머러 비원자력 설비 우선 착공
2025.12	한국수력원자력 CFUS	[규제 통과] 한수원, 미국 외국인투자심사위원회(CFUS) 심사 완료. 미국 내 SMR 시장 직접 참여 법적 기반 마련
2026.01	SK 이노베이션 한국수력원자력	[지분 셀다운] SK 이노베이션 보유 지분 중 약 4,000만 달러를 한수원에 매각. 'SK-한수원-테라파워' 삼각 동맹 완성. 미국 및 글로벌 추가 SMR 사업화 본격화 추진
2026.03	테라파워 NRC	[상용화 승인] NRC 상업용 첨단 나트륨 원자로 건설 승인 획득. 10년 만의 신규 원전 승인, SMR 최초, 2030년 상용 가동 가시화

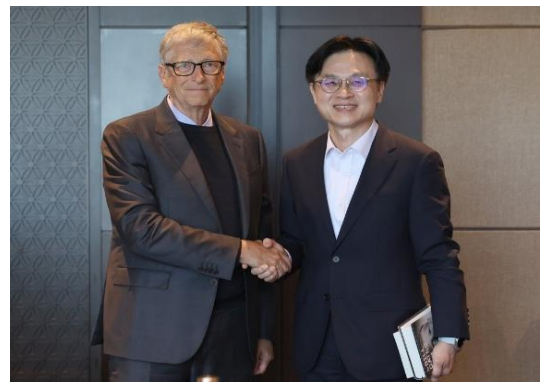
자료: 언론 보도, 대신증권 Research Center

그림 23. SK 그룹, 테라파워 SMR 착공식에 참석



자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 24. 산업통상자원부는 테라파워와 한국 기업 간 에너지 협력 방안 논의



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

그림 25. SK 이노 - 한수원 - 테라파워 MOU 체결



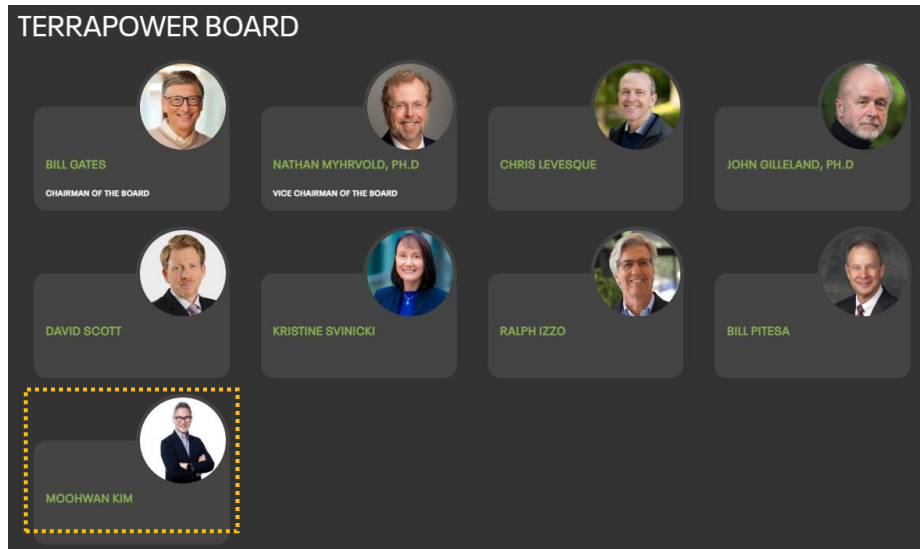
자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

그림 26. SK 이노베이션이 테라파워 지분 중 일부를 한수원에 매각하며 3사 간 협력 강화



자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

그림 27. SK 이노베이션 에너지솔루션 사업을 총괄하는 임원이 테라파워 이사회에 합류



자료: 테라파워 홈페이지, 대신증권 Research Center

그림 28. 산업통상자원부 2026년 업무보고에는 "SMR 글로벌 생태계 참여"가 과제로 포함

□ 수출품목 다변화로 '제2, 제3의 반도체' 육성

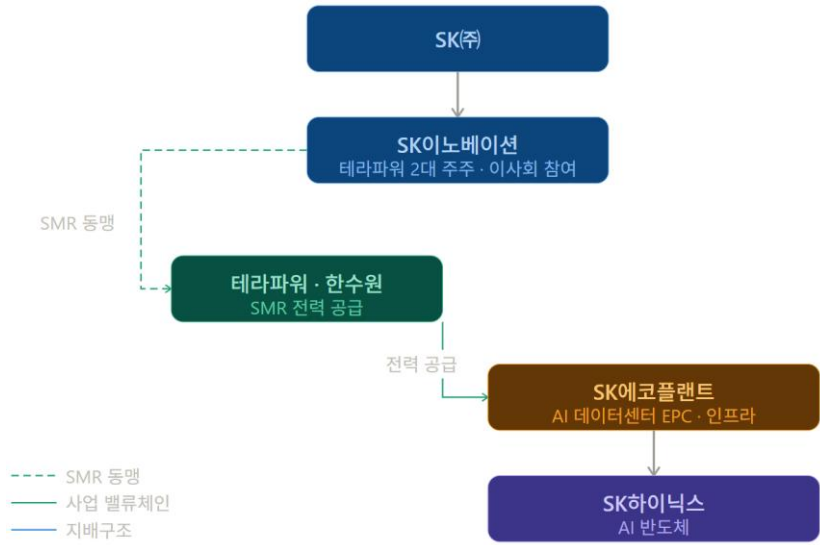
- 원전수출 모델·시장·품목 다변화
 - 한-UAE 협력모델 기반 원전 新시장 베트남·튀르키예 공동진출 및 국내 공급망 역량 활용 대형원전·SMR 미국 글로벌 생태계 참여*
 - * ▲한미 전략적 투자 활용, ▲중소 원전기업 해외 전시회 참가 지원, ▲국내 기업 원전 수출정보 활용 지원을 위한 AI 출시('26.上) 등
- K-푸드 등 한류 연계, 700억불 유망소비재* 수출(·'30) 기반 조성**
 - * 식품, 화장품, 의약품, 생활용품, 의류, ** 한류 연계 마케팅, 물류, 인증 등
- 방산·플랜트·전력기자재 등 수출·수주 확대를 위한 맞춤형 금융지원
 - 유망시장 프로젝트 발굴, 우리 기업 주선, 금융까지 원스톱 지원
- 해외인증·기술규제 정보 제공 시스템 구축('26, 국가기술표준원)

□ 국민들로부터 신뢰받는 공기업으로 탈바꿈

- (석유공사) 국내외 유·가스전 개발사업 과정상 문제점을 교훈 삼아 절차적 투명성 강화, 국민 신뢰 회복에 중점을 둔 조직혁신 추진*
 - * 자원개발사업 추진절차 전면 개선, 정보공개, 소통 등 투명성 강화
- (한전·한수원) 이원화된 원전 수출체계 효율화*
 - * 대안: ①독립된 제3의 기관신설, ②한전 또는 한수원으로 일원화, ③기능별 분담 등
 - 최적 대안 도출 위해 연구용역중('25.8-), '26.1분기 결정
- (광해광업) 자원안보 전담기관으로서의 역할 강화를 위해 정부 출자 확대 및 신규 해외사업 참여가 가능토록 「광업공단법」 개정('26)
 - * 핵심광물 개발프로젝트 발굴·관리 지원, 비축·재자원화를 통해 민간 리스크 분담

자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

그림 29. SK 아래 구축되고 있는 AI 전력 생태계



자료: 대신증권 Research Center

그림 30. SK 이노베이션의 성장전략 “Electrification”

'26년 SK이노베이션 중점 추진 과제 | 성장 전략 SK innovation

Electrification 시대를 Leading하는 ‘Total Energy Company’로 도약

전기 사업자로의 비즈니스모델 확장
“Total Energy Co.”

SK 계열 성장 전략
Electrification

미래 Energy Transition의 핵심 영역인
전기사업 중심 성장 동력 확보

전기사업자 전환

- ▶ [생산] 안정성, 경제성, 지속가능성을 갖춘 다양한 발전자산 확보 및 전력 생산
- ▶ [소비] 전력 다소비 산업 대상 설비 진단, 투자, 교체, O&M 등 통합 Service 제공
- ▶ [솔루션] 전력 대형 수요처 대상 차별화된 전력 솔루션 제공
 - (예시) 전력관리/사버냉각/ESS 등 기반 AI DC/向 Solution(DCMS), 전력거래 Solution, AI기반 전력Trading S/W 등

Global LNG V/C 확장

- ▶ 미국/동남아/호주 등 경쟁력 있는 LNG Sourcing 적기 확보 및 확대 추진
- ▶ 국내/외 전력수요 증가 지역 Target, LNG/열병합 발전 사업 추진
 - 국내: 용인 반도체 클러스터 / 남양주 주거지구 대상 열병합 발전 추진 (총 1.5GW)
 - 해외: 베트남 등 전력수요 성장 지역으로 LNG 발전 및 전력 공급사업 추진

자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

Valuation

SK에 대해 투자의견 매수(BUY), 목표주가 880,000원을 제시한다. 목표주가는 순자산가치(NAV)에 목표 할인율 41%를 적용하여 산출했다. 현재 주가(5월 15일 503,000원) 기준 상승 여력은 75%다.

목표 할인율 41%는 SK의 역사적 할인율 밴드에서 Outlier 구간을 제외한 최저 수준이다. Outlier로 제외한 구간은 COVID-19, SK이노베이션 배터리 사업 부진, 그룹 부채 급증이 복합적으로 작용한 시기로, 지주사의 구조적 펀더멘털 변화가 아닌 일시적 외부 충격에 기인한 것이다.

나아가 현 시점은 단순히 역사적 최저 할인율을 회복하는 수준을 넘어, 할인율의 구조적 축소가 정당화되는 국면이라 판단한다. 지주회사의 밸류에이션 할인은 본질적으로 두 가지 요인에서 비롯된다. ①자회사 지분 가치 대비 부가가치 창출 능력에 대한 의구심, ② 복잡한 지배구조와 높은 부채에서 기인하는 불확실성 프리미엄이다. SK는 현재 이 두 가지를 동시에 해소하고 있다.

부가가치 창출 측면에서, SK는 그룹 내 AI 사업의 병목을 명확히 식별하고 선점 투자의 주제로 기능하고 있다. SK실트론 매각으로 확보한 현금을 AI·반도체 핵심 사업으로 재분배하고, 자회사 배당 수취와 재투자가 안정적인 선순환 구조를 이루고 있다. 그 결과 물이 'SK이노베이션+테라파워·한수원(SMR 전력 공급)→SK에코플랜트(AI 데이터센터 EPC·인프라)→SK하이닉스(AI 반도체)'로 이어지는 수직 밸류체인이다. 글로벌 AI 투자의 최대 병목인 전력 문제를 그룹 내에서 자체적으로 해결하는 구조는 단순한 계열사 간 내부 거래가 아닌, 그룹 차원의 전략적 시너지 창출이다. 이러한 자원 재분배 역량은 그룹 전체의 시너지를 이끌어내는 지주사 고유의 부가가치로, 시장이 프리미엄을 부여해야 할 근거다.

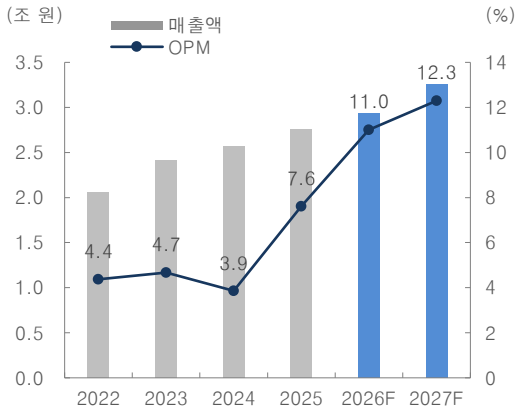
불확실성 프리미엄의 측면에서도 해소가 가시화되고 있다. SK 별도 순차입금은 2023년 10.6조 원에서 2025년 말 8.3조 원으로 2.3조 원 감소했다. SK실트론 매각이 상반기 중 마무리되면 추가적인 재무구조 개선이 예상되며, SK에코플랜트 FI 지분 정리 완료 시 비상장 자회사 가치의 불확실성도 소멸한다. 복잡성과 불확실성이 동시에 걷히는 국면에서 역사적 최저 할인율 적용은 보수적 추정에 해당한다고 판단한다.

[영업가치] 별도 기준 기업가치는 13.3조 원으로 추정한다. 자체사업 SK AX는 26F EBITDA 3,660억 원에 SI 동종 업체인 삼성 SDS(5.3배)와 LG CNS(7.5배)의 평균 EV/EBITDA 배수 6.4배를 적용했다. SK AX의 EBITDA 마진은 2024년 7.3%에서 2025년 10.3%로 크게 개선되었으며, 특히 3분기(12.1%), 4분기(10.2%) 연속 두 자릿수 마진을 기록했다. AI·DX 전환 수요 증가와 신규 클라우드 프로젝트 매출 확대가 마진율 상승을 견인하고 있으며, 당사는 2025년 평균 EBITDA 마진율 10.3%를 향후 추정의 베이스라인으로 적용했다.

상표권가치는 DCF 밸류에이션을 적용해 산출했다. 사용료는 '(매출액-광고선전비)×0.2%'로 2025년 브랜드 사용수익은 3,692억 원이다. 매출 규모가 큰 SK이노베이션, SK하이닉스로부터 수취하는 비중이 가장 높으며, 최근 5년 평균 두 상장사 비중은 83%에 달한다. SK하이닉스의 26F 매출액 컨센서스가 333조 원으로 대폭 상향됨에 따라 동사의 상표권 사용수익은 7,692억 원(+108.3% YoY)으로 증가할 전망이다.

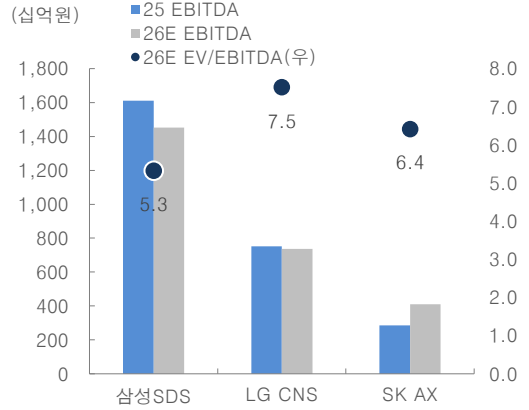
[지분가치] SK이노베이션, SK스퀘어, SK바이오팜 등 상장사 지분가치와 자사주 가치는 시가를 적용해 산출했다. 비상장사인 SK에코플랜트는 K-OTC 가격, SK실트론과 SK팜테코는 장부가를 적용하여 산출했다.

그림 31. 별도 사업 SK AX는 성장궤도에 진입할 전망



자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 32. Peer SI 업체 EBITDA 및 EV/EBITDA



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

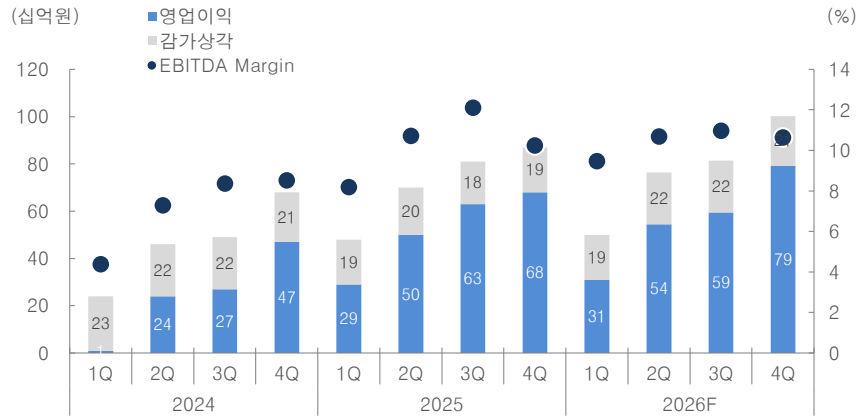
표 8. SK 별도 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
별도 매출액	3,370	4,137	3,707	3,606	4,295	4,932
SK AX	2,048	2,408	2,558	2,759	2,930	3,253
브랜드 로열티	283	329	329	369	769	952
배당금 수익	1,039	1,399	820	491	595	726
매출 비중						
SK AX	60.8	58.2	69.0	76.5	68.2	66.0
브랜드 로열티	8.4	8.0	8.9	10.2	17.9	19.3
배당금 수익	30.8	33.8	22.1	13.6	13.9	14.7
YoY 증감율						
SK AX	14.9	17.6	6.2	7.6	6.2	11.0
브랜드 로열티	27.2	16.4	0.0	12.1	108.3	23.8
배당금 수익	39.5	34.7	-41.4	-40.0	21.1	22.0
별도 영업이익	1,109	1,550	998	804	838	979
YoY	33.6	39.8	-35.6	-19.5	4.2	16.9
OP margin	32.9	37.5	26.9	22.3	19.5	19.9

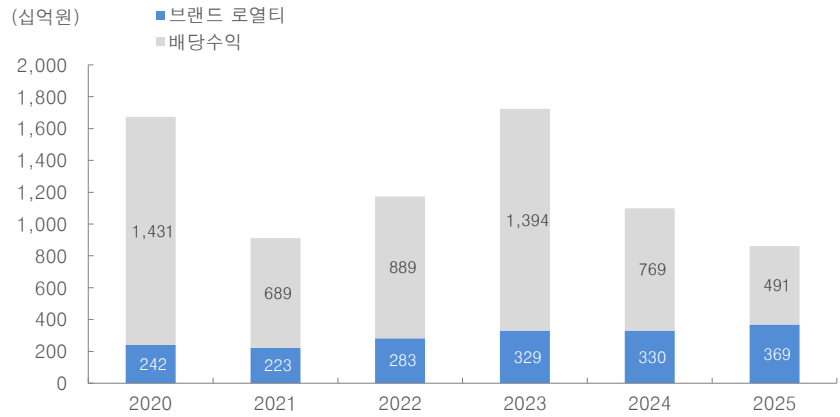
자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 33. SK AX 의 EBITDA Margin 구조적 레벨업



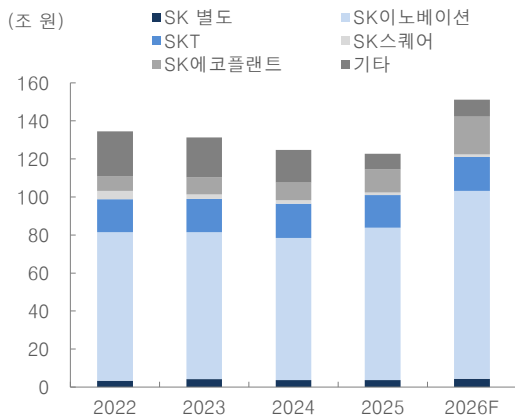
자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 34. SK가 수취하는 브랜드 로열티와 배당 수익 추이



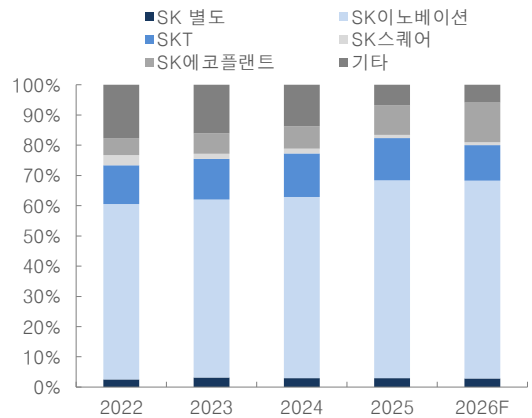
자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 35. SK 연결 매출액 추이



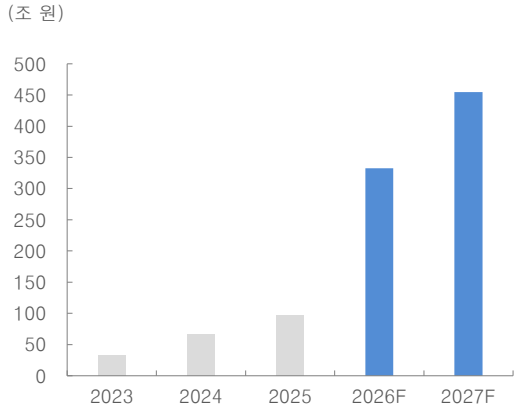
자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 36. SK 연결 매출액 기여도



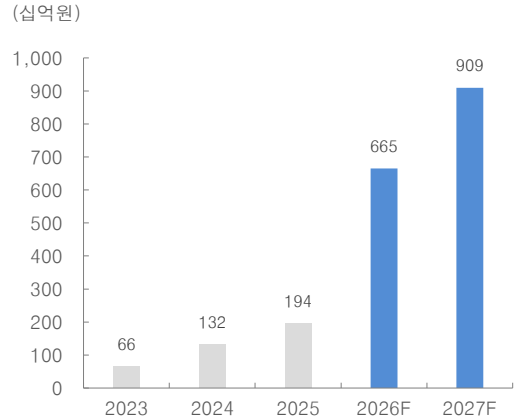
자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 37. SK 하이닉스 매출액 컨센서스



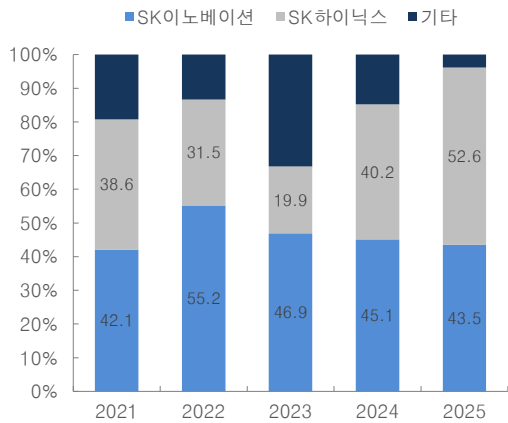
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 38. SK 하이닉스로부터 수취하는 브랜드 로열티(20bp) 추정



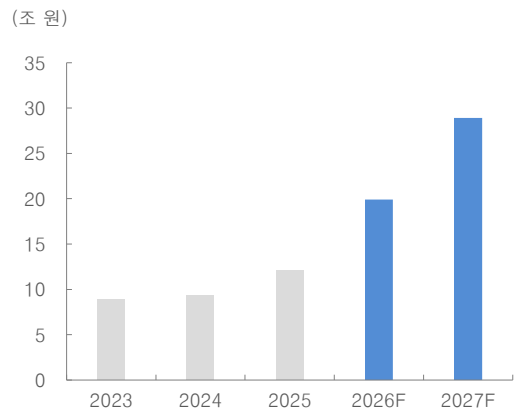
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 39. SK 브랜드로열티에서 SK 이노베이션과 SK 하이닉스가 대부분을 차지



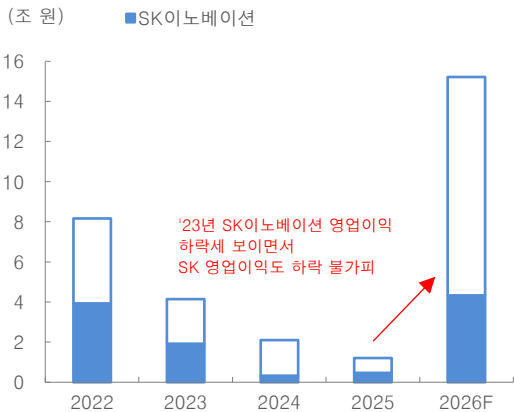
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 40. SK 에코플랜트 매출액 추정



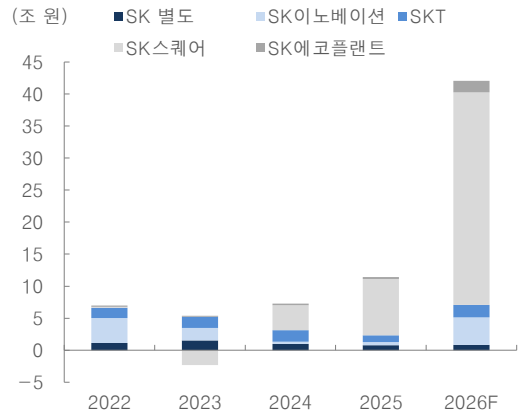
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 41. SK 연결 및 SK 이노베이션 영업이익의 추이



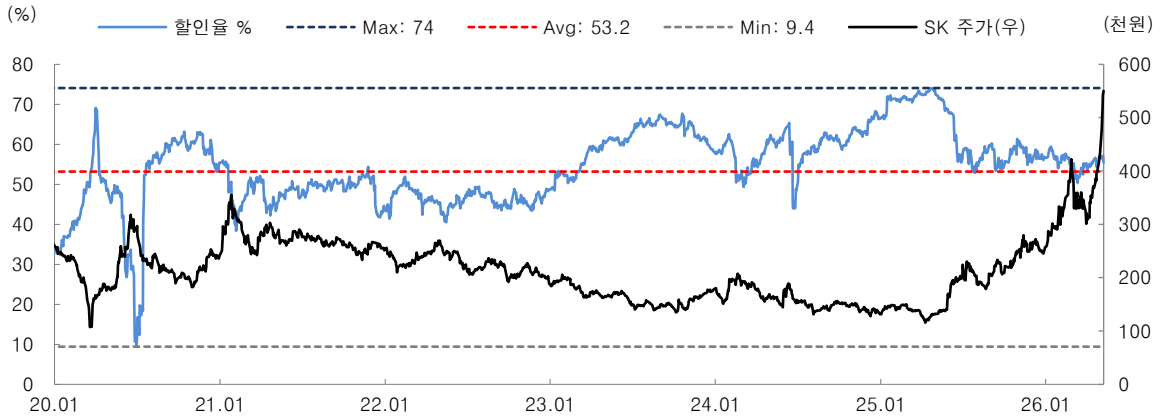
자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 42. SK 부문별 연결 영업이익의 추이



자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 43. SK NAV 대비 할인율



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 9. SK SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

구분	Valuation 방식	2026F	적용배수	Value	Weight (% of NAV)	
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	366	6.4	2,344	2.9%
	로열티	DCF	769		10,988	13.6%
	소계—(1)				15,489	16.5%
지분가치	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight	
	SK 바이오팜	64.0	7,565	4,843	6.0%	
	SK 텔레콤	30.6	21,758	6,652	8.2%	
	SK 스퀘어	32.2	144,890	46,613	57.6%	
	SK 이노베이션	52.1	20,878	10,875	13.4%	
	SK 네트워크	48.4	1,749	847	1.0%	
	SKC	40.6	5,055	2,055	2.5%	
	에스엠코어	5.5	107	6	0.0%	
	SK 리츠	0.5	1,743	8	0.0%	
	소계—(2)		6,912	71,898	88.8%	
비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight	
	SK 에코플랜트	66.7	1,271	1,758 ^{주)}	2.2%	
	SK 팜테코	86.6	1,651	1,651	2.0%	
	SK 실트론	51.0	623	623	0.8%	
소계—(3)			4,032	5.0%		
지분가치 합계				75,930		
순차입금(별도)—(4)				8,280	-10.2%	
순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				87,741		
할인율—(6)				41.0%		
Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))				47,780		
발행주식수—(8)				72,502,703		
자기주식—(9)				17,980,699		
유통주식수—(10)=(8)-(9)				54,522,004		
목표주가(11)=(7)/(10)				880,000		
현재가(05/15)				503,000		
Upside Potential				75.0%		

주)2026.05.15 기준 K-OTC 시가총액 2,637,545 백만원 적용

자료: 대신증권 Research Center

표1. SK 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	31,230	30,142	31,041	30,290	36,751	39,259	37,690	37,386	122,703	151,086	154,299
<i>Change(% yoy)</i>	-3.7	-2.8	3.3	1.2	17.7	30.2	21.4	23.4	-0.6	23.1	2.1
매출원가	28,938	28,116	28,378	28,194	31,056	33,371	31,848	31,404	113,626	127,679	131,540
% of 매출액	92.7	93.3	91.4	93.1	84.5	85.0	84.5	84.0	92.6	84.5	85.2
<i>Change(% yoy)</i>	-0.1	-1.1	2.4	1.4	7.3	18.7	12.2	11.4	0.6	12.4	3.0
매출총이익	2,292	2,026	2,664	2,096	5,695	5,889	5,842	5,982	9,077	23,408	22,759
GPM	7.3	6.7	8.6	6.9	15.5	15.0	15.5	16.0	7.4	15.5	14.8
<i>Change(% yoy)</i>	-33.8	-21.4	14.2	-1.4	148.5	190.7	119.3	185.4	-13.5	157.9	-2.8
판매비	2,063	2,100	2,009	2,267	2,022	2,081	2,035	2,056	8,439	8,195	8,332
% of 매출액	6.6	7.0	6.5	7.5	5.5	5.3	5.4	5.5	6.9	5.4	5.4
<i>Change(% yoy)</i>	1.5	7.0	5.1	-8.9	-2.0	-0.9	1.3	-9.3	0.5	-2.9	1.7
영업이익	229	-74	654	392	3,673	3,808	3,807	3,926	1,201	15,213	14,427
OPM	0.7	-0.2	2.1	1.3	10.0	9.7	10.1	10.5	1.0	10.1	9.3
<i>Change(% yoy)</i>	-84.0	-112.0	55.3	-208	1,504	-5,256	482	901	-43	1,166	-5
I. 부문별 매출액											
SK AX	586	654	669	850	528	716	743	944	2,759	2,930	3,253
SK(별도)											
배당	122	249	106	15	58	341	114	82	491	595	726
상표권	82	103	92	92	129	194	216	230	369	769	952
소계	788	1,004	865	950	716	1,252	1,072	1,255	3,606	4,295	4,932
SK 이노베이션 E&S	21,147	19,307	20,533	19,310	24,291	26,046	24,592	23,953	80,296	98,881	92,273
SK 텔레콤	4,454	4,339	3,978	4,330	4,392	4,407	4,485	4,484	17,101	17,767	17,746
SK 스퀘어	403	407	408	194	300	427	428	204	1,412	1,359	1,427
SK 네트워크	1,637	1,516	1,973	1,610	1,743	1,595	1,972	1,694	6,736	7,005	6,971
SKC	438	467	506	420	497	566	588	562	1,832	2,214	2,375
SK 에코플랜트	2,458	3,058	3,225	3,317	4,900	4,923	4,999	5,075	12,058	19,897	28,906
소계	30,536	29,094	30,623	29,181	36,123	37,963	37,064	35,972	119,434	147,123	149,698
기타 및 연결조정	-94	45	-446	159	-88	45	-446	159	-337	-331	-330
연결매출액	31,230	30,142	31,041	30,290	36,751	39,259	37,690	37,386	122,703	151,086	154,299
II. 부문별 영업이익											
SK(별도)	176	331	197	100	125	250	182	281	804	838	979
SK 이노베이션 E&S	-45	-418	573	340	2,162	984	702	466	451	4,314	3,069
SK 텔레콤	567	338	48	110	538	527	523	319	1,064	1,907	1,827
SK 스퀘어	1,652	1,401	2,646	3,098	8,278	5,154	8,622	11,172	8,797	33,227	34,281
SK 네트워크	16	43	22	10	33	28	34	33	92	129	116
SKC	-74	-70	-53	-120	-29	-19	-7	-5	-317	-60	73
SK 에코플랜트	57	153	157	-50	931	320	275	254	316	1,780	1,956
소계	2,174	1,447	3,394	3,388	11,914	6,995	10,149	12,238	10,404	41,296	41,322
기타 및 연결조정	-2,121	-1,852	-2,936	-3,096	-8,366	-3,437	-6,525	-8,594	-10,006	-26,921	-27,875
연결영업이익	229	-74	654	392	3,673	3,808	3,807	3,926	1,201	15,214	14,427

자료: 대신증권 Research Center

[참조] 대미투자법 통과: 글로벌 인프라 슈퍼사이클의 제도적 완성

2026년 3월 국회를 통과한 「대미투자법(대한민국과 미합중국 간 전략적투자의 운영 및 관리를 위한 특별법)」은 향후 관련 사업을 영위하고 있는 기업들의 밸류에이션에 영향을 줄 매크로 변수다. 필자가 이 법안에 주목하는 이유는 단순한 정책 테마가 아니라, 총 3,500억 달러(대미투자 2,000억 달러, 조선협력 1,500억 달러)라는 막대한 자본이 '상업적 합리성'을 띠고 미국 본토의 인프라 재건에 투입되는 제도적 기반이 완성되었기 때문이다.

대미투자법의 핵심 타겟 산업은 미국의 산업 정책 방향(공급망 내재화 및 인프라 확충)과 완벽하게 연계되어 있다. 이는 앞서 살펴본 SK와 곧이어 분석할 HD현대가 왜 현재 시장에서 가장 완벽한 '미국 인프라 Proxy'인지 증명한다.

앞서 SK 파트에서 다룬 '테라파워 SMR 동맹'과 'AI 데이터센터 인프라'는 아래 표의 에너지, AI 분야 대미 투자를 흡수할 강력한 밸류체인이다.

주목할 점은 이 3,500억 달러 규모의 펀더멘털 트리거가 이어지는 차선후주 HD현대 사업과도 정확히 관통한다는 것이다. 1,500억 달러가 별도로 배정된 '조선(MRO, 조선소 현대화)'와 에너지 인프라 확충에 필수적인 '전력망(초고압 변압기)' 투자는 HD한국조선해양과 HD현대일렉트릭의 구조적 장기 호황을 확정짓는 핵심 모멘텀이다.

표 10. 한미 전략적 투자에 관한 양해각서 기본 구조

	주요 내용
체결일	2025년 11월 14일
투자 대상 산업	조선, 반도체, 의약품, 핵심광물, 에너지, AI·양자컴퓨팅 등
총 투자 규모	대미투자 2,000억 달러 / 조선협력투자 1,500억 달러
- 대미투자	미국은 프로젝트에 상품·서비스를 제공할 벤더 및 공급업체 선정 시 한국업체 우선 선정
- 조선협력투자	한국 기업 주도, 조선분야 민간투자, 보증, 선박금융 등 포함
전담 기관 및 자원	한미전략투자공사 설립, 한미전략투자기금 설치 (연간 최대 200억 달러 집행)

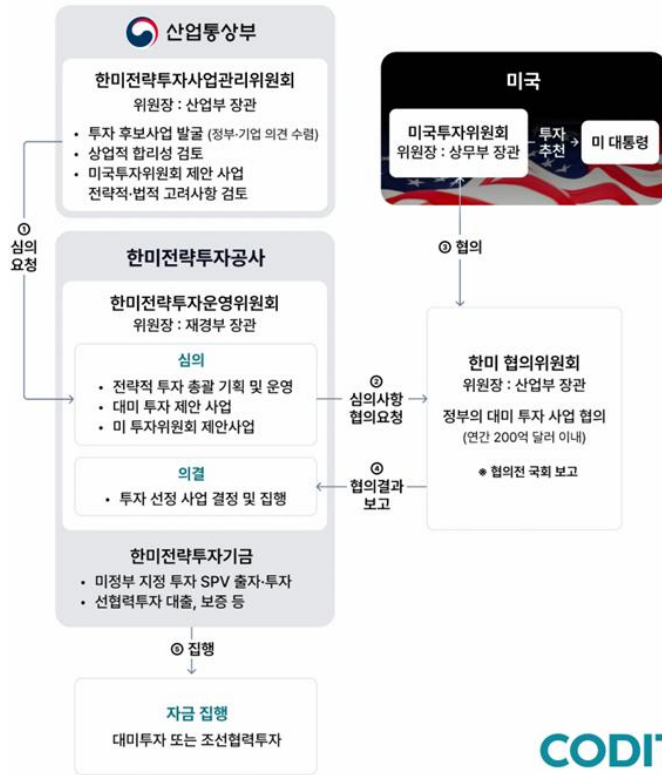
자료: 대신증권 Research Center

표 11. 수익 배분 구조

구분	주요내용	
대미투자	원리금 상환 완료 전	한국 50% : 미국 50% 수익 배분 단, 20년 이내에 원리금 전액 회수가 불가능할 것으로 판단되는 경우, 배분 비율 재조정을 미국과 협의할 수 있는 권리 확보
	원리금 상환 완료 후	한국 10% : 미국 10% 배분 비율 조정
조선협력투자	상기와 같은 배분 구조 미적용, 발생하는 모든 수익이 한국 기업에 귀속	

자료: 대신증권 Research Center

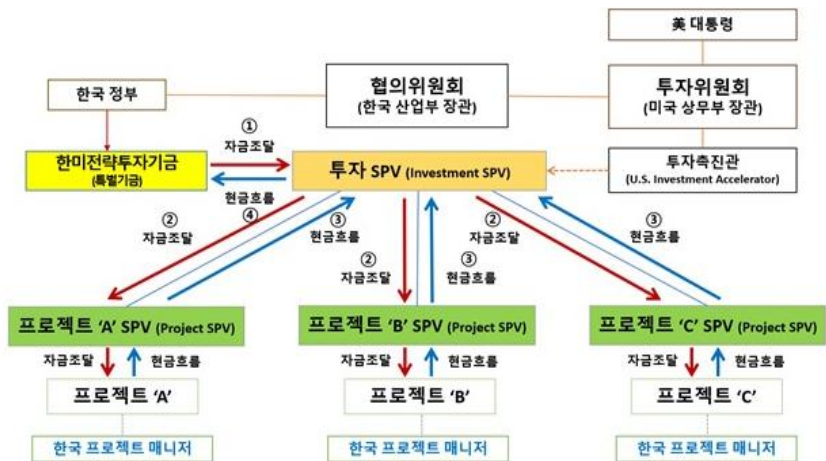
그림 44. 「한미 전략적 투자를 위한 특별법」 상 대미 투자 사업 진행 구조도



CODIT

자료: 글로벌정책실증연구원, 대신증권 Research Center

그림 45. 자금조달 및 현금흐름 구조도



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

표 12. 전략적투자 협력 분야

산업군	미국 정책 방향	주요 투자 가능 영역 및 참여 방식
조선·해양	해양 산업 기반 재건 및 국가안보 산업 육성 (MASGA 프로젝트)	조선소 현대화, 기자재 공급망, 선박수리조건(MRO), 해양 인력 양성 인프라, 선박금융·보증
반도체	반도체 공급망 내재화 및 첨단 패키징 산업 육성 (CHIPS Act 연계)	첨단 패키징, 테스트·검증 시설, 후공정, 소재·부품·장비, 실증 인프라, 팹 건설
에너지	에너지 생산 확대 및 전력 인프라 확충 (Drill Baby Drill 기조)	LNG 수출 인프라, 원전·SMR, 핵연료 공급망, 전력망 현대화, 에너지 저장
AI·데이터 인프라	AI 인프라 구축 및 차세대 기술 R&D 지원	데이터센터, HPC 인프라, AI 전력·냉각 시스템, 양자컴퓨팅 연구허브
핵심광물	전략 광물 공급망 확보 및 비축 정책 (중국 의존도 탈피)	광물 개발·채굴, 정제·가공, 소재·배터리 공급망 투자
의약품	약가 정책 및 바이오의약품 공급망 안정 전략	바이오의약품 생산, CDMO 시설, 원료의약품(API) 공급망 투자

자료: 대신증권 Research Center

그림 46. '원전 수출' 대미 투자 프로젝트 1호로 부상

대미투자 카드 원전 수출...정부가 직접 컨트롤타워 맡는다

신창용 기자
 입력 2026.05.14. 오후 2:00 · 수정 2026.05.14. 오후 2:42 (기사원문)

👍 1 💬 1

🔍 요약 🔊 📄 📌 📄

민관 합동 원전수출기획위원회 신설...원전 수출 기획·조정
 한전·한수원 수출 칸막이 허물기로...정부 감독권 신설·총괄기관 지정

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

성장 산업의 과실이 집결되는 지주사 - HD현대

HD현대를 차선호주로 제시하는 논거는 단순하다. 조선, 전력기기, 건설기계, 선박 서비스 등 핵심 자회사들이 일제히 중장기 성장 사이클에 진입한 가운데, 각 산업의 호황이 만들어내는 이익과 과실이 지주사에 집결되는 구조이기 때문이다. 개별 자회사에 투자할 경우 감수해야 하는 업종별 경기 변동성을 서로 상쇄하면서도, 구조적 성장의 방향성은 향유할 수 있다.

투자 포인트① 슈퍼사이클의 집결지이자 완벽한 Proxy

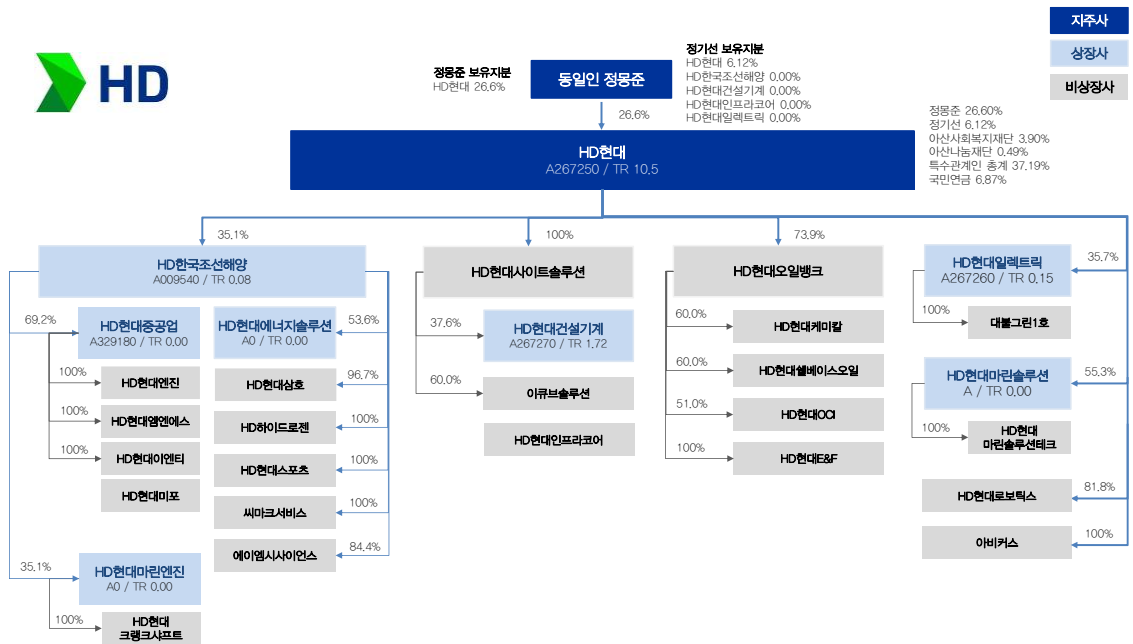
주요 자회사들의 산업이 중장기 호황 사이클에 진입

HD한국조선해양(조선), HD현대일렉트릭(전력기기), HD현대건설기계(건설기계), HD현대마린솔루션(선박서비스) 등 주요 자회사들은 현재 각자의 산업에서 중장기 호황 사이클에 진입해 있다. 주요 자회사들의 매출과 영업이익은 2023년 이후 뚜렷한 우상향 궤도를 그리고 있으며 2026F까지 이 흐름이 지속될 것으로 전망된다. 개별 산업의 경기 민감도가 서로 다른 방향으로 작용하며 이익 변동성이 자연스럽게 축소되는 구조로, HD현대는 사실상 '성장주 지주사'의 성격을 갖는다.

고밸류에이션 자회사 대비 낮은 밸류에이션 매력

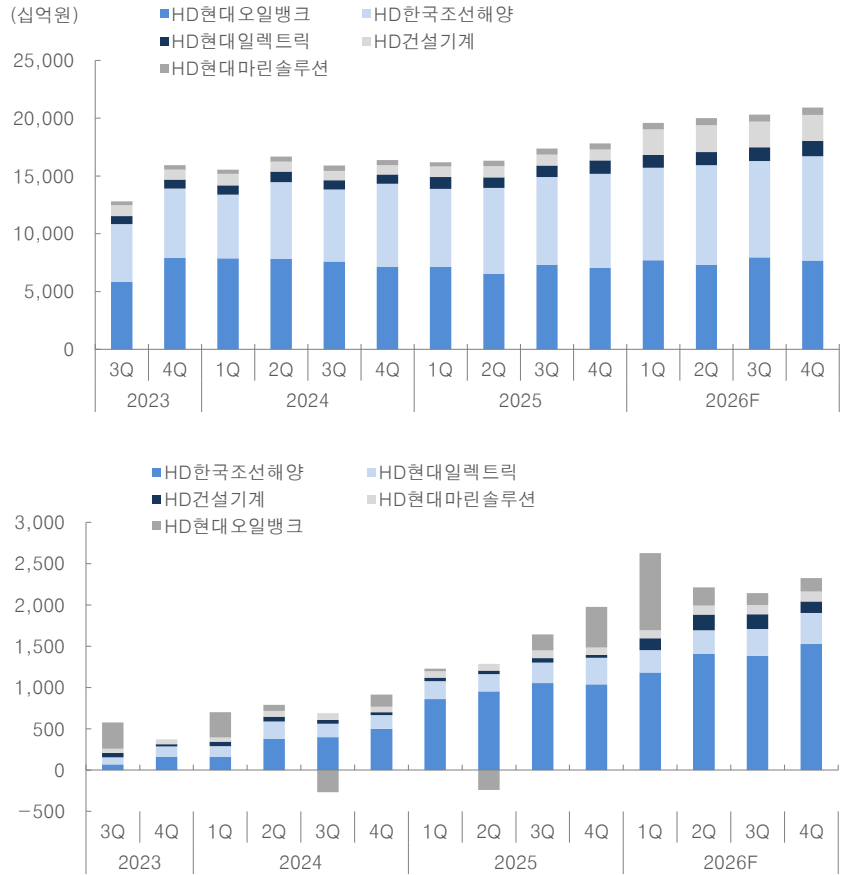
동시에 HD현대는 개별 자회사 대비 할인된 가격에 성장 산업에 진입할 수 있는 매력적인 탐승권이다. 주력 자회사인 HD현대일렉트릭은 현재 PER 약 48배, HD한국조선해양은 PER 약 9배 수준으로, 밸리를 거듭하며 이미 높은 밸류에이션을 형성하고 있다. 반면 지주사인 HD현대의 PBR은 현재 약 1.8배로, NAV 대비 여전히 할인된 수준에서 거래되고 있다. 지주사는 보유 자회사 지분가치의 합인 NAV 기준으로 평가하는 것이 적절하며, 이 관점에서 HD현대는 고밸류에이션 자회사에 대한 익스포저를 보다 낮은 가격에 확보할 수 있는 현실적인 대안이다. 밸류에이션 부담을 의식하는 투자자일수록 HD현대의 매력은 더욱 부각된다.

그림 47. HD현대 지배구조



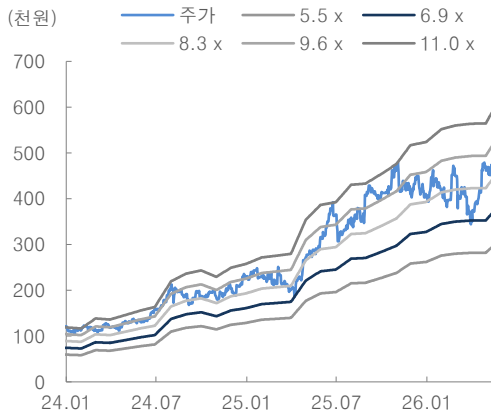
자료: HD현대(2025 사업보고서), 대신증권 Research Center

그림 48. HD현대 주요 자회사 매출액(上) 및 영업이익(下) 상승 추이



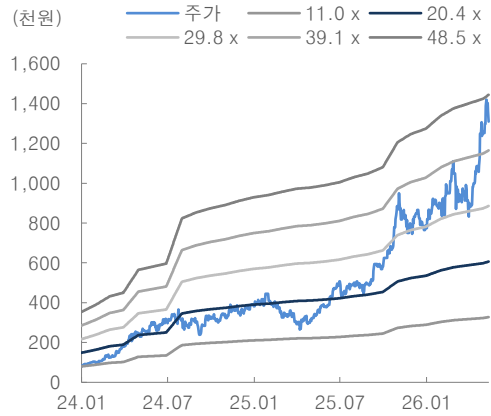
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 49. HD 한국조선해양 PER band



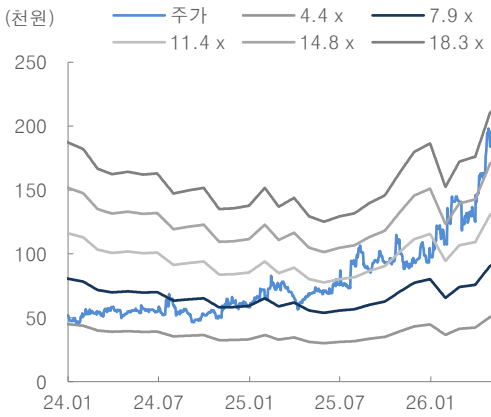
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 50. HD 현대일렉트릭 PER band



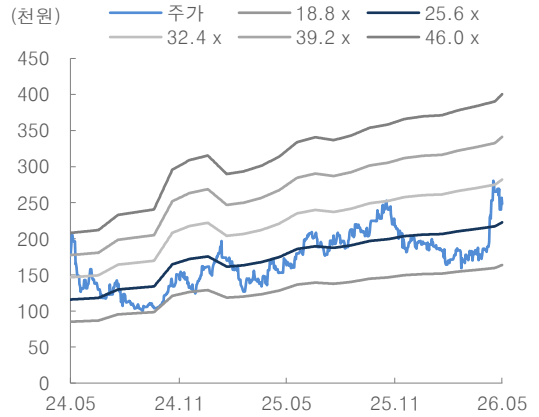
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 51. HD 건설기계 PER band



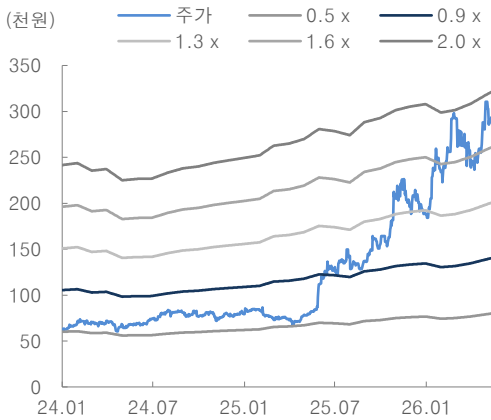
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 52. HD 현대마린솔루션 PER band



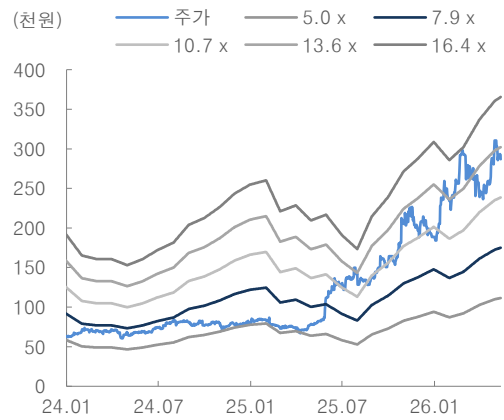
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 53. HD 현대 PBR band



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 54. HD 현대 PER band



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

투자 포인트② 자회사의 건조한 실적은 배당 수익과 브랜드로열티 수익 증가로 연결

자회사 업황 호조로
지주사의 배당 재원
다변화

과거 HD현대의 배당 재원은 HD현대오일뱅크에 의존하는 구조였다. 실제로 2022년 HD현대오일뱅크의 배당급 지급액은 5,680억원에 달했다. 그러나 이후 이익 감소에 따라 배당금이 점차 축소되었고, 2025년에는 배당이 중단되었다. 이를 대체하듯 HD한국조선해양이 배당을 개시했으며, HD현대일렉트릭은 이익 급증에 힘입어 2025년 배당액이 2,555억원으로 확대되었다. 배당 재원의 구성이 HD현대오일뱅크 단일 의존에서 조선·전력·기계 3대 성장 산업 중심으로 다변화된 것이다.

HD현대오일뱅크의
배당 재개 가능성

주목할 것은 HD현대오일뱅크의 실적 반등이다. 2026년 1분기 HD현대오일뱅크의 매출은 7조 7,155억원(+8.3% YoY), 영업이익은 9,335억원(+2,902% YoY)으로 영업이익률 12.1%를 기록했다. 중동 지정학적 리스크 심화로 등·경유 가격이 급등하고 재고 관련 이익이 실현되면서 직전 분기 대비 영업이익이 89.4% 급증했다. 2025년 배당이 중단되었던 HD현대오일뱅크가 이 같은 실적 개선세를 이어가며 배당을 재개할 경우, HD현대차원의 배당 재원 확충 효과는 한층 커질 것으로 판단한다.

최대주주와 일반주주
모두의 이해관계가
일치하는 DPS 상황

배당 상향의 유인은 오너 측에도 구조적으로 존재한다. 정기선 회장의 보유 주식 변동 내역을 살펴보면, 2024년 4월부터 7월까지 장내매수를 꾸준히 지속하며 지분율을 5.26%에서 6.12%로 제고한 것을 확인할 수 있다. 현재 지분율 6.12%는 향후 승계를 위해 추가 확보가 필요한 수준으로, 보수와 배당소득이 지분 매입의 핵심 재원으로 기능할 유인이 크다. 지주사의 DPS 상황은 최대주주와 일반주주의 이해관계가 완벽하게 일치하는 의사결정이다.

브랜드 로열티 효율
상향 예정

브랜드 로열티 역시 중요한 모멘텀이다. 2025년 말 상표권 계약이 만료되어 재계약이 필요한 시점이 도래했다. 현재 HD현대의 로열티 효율은 5bp로, 당사 커버리지 지주사 중 최저 수준이다. 재계약 시 효율이 5~10bp 수준으로 상향될 것으로 추정되며, 투자 포인트①에서 확인한 자회사들의 구조적 매출 성장과 효율 인상이 결합될 경우 로열티 수취액의 퀀텀 점프가 예상된다.

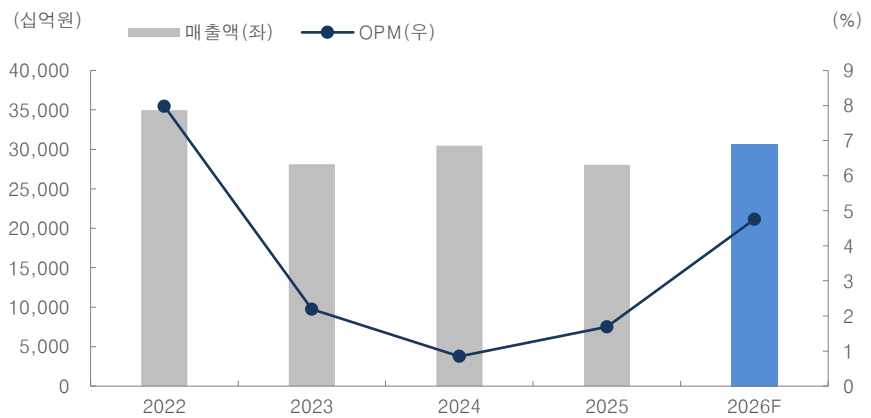
표 13. 현대오일뱅크 배당금 재개 시 HD현대의 배당 자원 확대

(단위: 억 원)

	2021	2022	2023	2024	2025
HD현대	3,922	3,251	2,615	2,544	2,827
HD 한국조선해양	-	-	-	3,606	8,698
HD 현대일렉트릭	-	180	360	1,926	2,555
HD 현대마린솔루션	1,100	800	1,000	1,410	1,771
HD 현대건설기계	229	319	127	88	263
HD 현대오일뱅크	2,960	5,680	3,400	600	-

자료: DART, Quantivise, 대신증권 Research Center

그림 55. HD 현대오일뱅크 실적 추이



자료: HD현대, 대신증권 Research Center

표 14. 주요 지주사의 최대주주 보수 및 배당 수익

	최대주주 등	지분율 (%) ^{주1)}	보수(억 원)	DPS (원)	귀속 배당금 (억 원)
HD현대	정몽준	26.6	0.0	4,000	840.5
	정기선	6.1	13.0		
삼성전자	이재용	19.8	0.0	2800 (우선주, 2850)	948.6
현대자동차	정의선	2.7	90.0	10,000 (우선주 10,050)	559.9
SK	최태원	17.9	35.0	8000	1,038.0
SK이노베이션	SK(주)	52.1	-	4000	0.0
두산	박정원	7.9	181.3	4,000 (우선주 4,050)	51.8
한화	김동관	9.8	26.9	1,100 (우선주 1,150)	90.4
LG	구광모	16.3	71.3	3,100 (우선주 3,150)	778.0
CJ	이재현	42.1	138.3	3,300 (우선주 3,350)	405.1
	이선호	3.2	- ^{주2)}		
효성	조현준	41.0	102.0	5,000	343.3

주1) 보통주 지분율

주2) 2025년 11월까지 CJ제일제당 소속

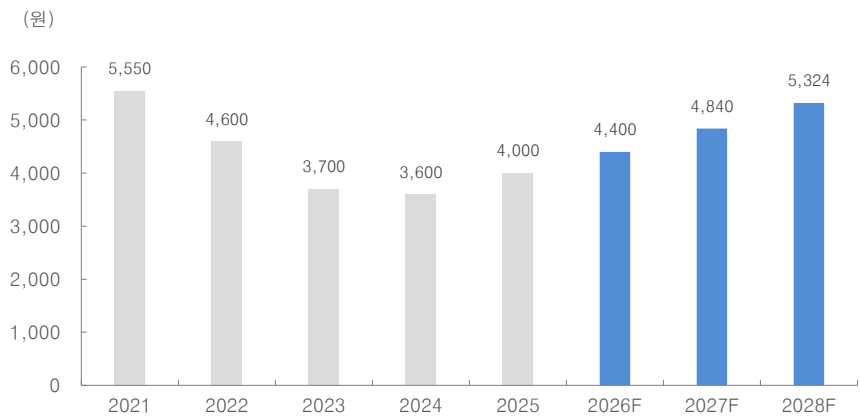
자료: DART, 대신증권 Research Center

표 15. 최근 5년 정기선 회장의 HD현대 보유 주식 변동 내용

일자	주식 수	지분율 (%)	주식 수 증감	지분율 증감	주요 사항
2020-12-31	831,097	5.26	-	-	
2021-04-12	4,155,485	5.26	-	-	보통주(액면가 5,000 원) 1 주를 5 주(액면가 1,000 원)로 분할
2022-03-28	4,155,485	5.26	-	-	정기선씨 HD현대 사내이사 신규 선임
2023-12-31	4,155,485	5.26	-	-	
2024-04-05	4,155,485	5.26	-	-	
2024-05-07	4,222,633	5.35	+67,148	+0.09%p	장내매수
2024-05-10	4,268,833	5.40	+46,200	+0.05%p	장내매수
2024-05-21	4,351,333	5.51	+82,500	+0.11%p	장내매수
2024-05-29	4,447,833	5.63	+96,500	+0.12%p	장내매수
2024-06-07	4,555,968	5.77	+108,135	+0.14%p	장내매수
2024-06-17	4,648,231	5.88	+92,263	+0.11%p	장내매수
2024-06-26	4,695,448	5.94	+47,217	+0.06%p	장내매수
2024-07-10	4,774,936	6.04	+79,488	+0.10%p	장내매수
2024-07-17	4,837,985	6.12	+63,049	+0.08%p	장내매수
2024-12-31	4,837,985	6.12	-	-	
2025-12-31	4,837,985	6.12	-	-	
2025-04-03	4,837,985	6.12	-	-	

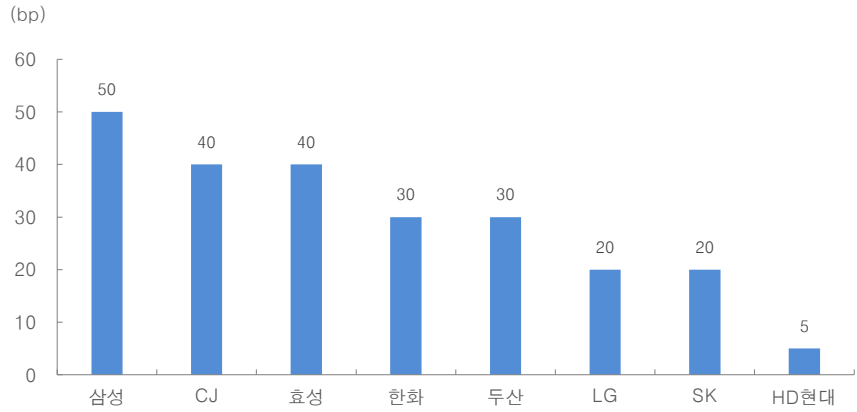
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 56. HD현대 DPS 추정



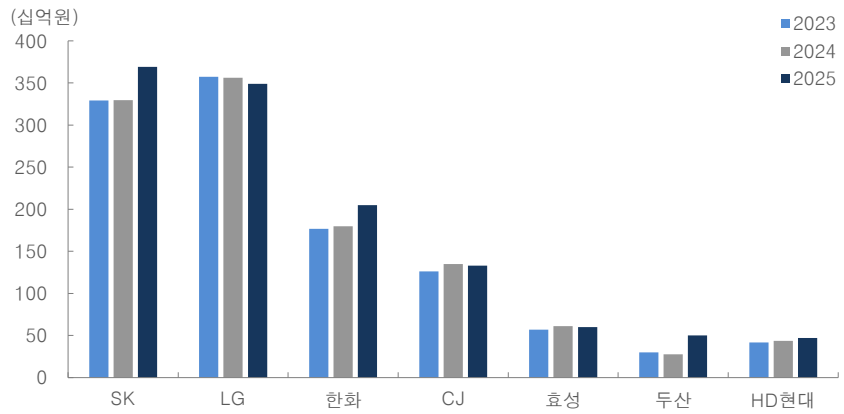
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 57. HD 현대는 지주사 중 브랜드 로열티가 낮은 5bp, 그러나 요즘 재산정 시점 도래



자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 58. 당사 커버리지 지주사별 브랜드 로열티 수취 규모



자료: DART, 대신증권 Research Center

투자 포인트③ HD현대로보틱스 IPO와 자사주 10%의 마법

두산로보틱스보다
매출 규모가 큰
HD현대로보틱스

HD현대로보틱스는 현재 적자를 지속하고 있으나, 비교 대상인 두산로보틱스와의 차별성이 명확하다. 2025년 기준 HD현대로보틱스의 매출액은 2,630억원으로, 두산로보틱스(330억원) 대비 약 8배에 달한다. 두 회사 모두 R&D 투자 확대로 영업 적자를 이어가고 있으나, 외형 규모에서 HD현대로보틱스가 압도적으로 크다. 특히 HD현대에는 조선, 건설기계, 산업설비 등 로봇을 직접 활용할 수 있는 다양한 계열사를 보유하고 있어, 수익성이 개선되는 시점에서 계열사 내부 수요를 기반으로 외형 성장이 가속화될 수 있다는 점이 핵심 포인트다.

Pre-IPO 당시
1.8조 기업가치 평가

기업가치 측면에서도 주목할 만한 흐름이 확인된다. 2020년 6월 지주사에서 분사한 직후 처음으로 외부 투자를 유치했을 당시 기업가치는 500억원 수준이었다. 이후 2025년 10월 Pre-IPO에서 1조 8,000억원의 기업가치를 평가받으며 5년 만에 약 36배 상승했다. 참고로 두산로보틱스는 HD현대로보틱스 대비 외형이 작음에도 2023년 10월 상장 당시 시가총액 약 1조 6,800억원을 인정받았다. 매출 규모가 더 큰 HD현대로보틱스가 상장된다면 그 이상의 기업가치가 시장에서 평가될 것으로 판단한다.

그러나
중복상장 규제로
IPO 진행 중단

그러나 금융당국은 2026년 상반기 중복상장 규제 가이드라인을 발표할 예정이다. 이에 따라 HD현대 또한 주관사 선정까지 완료했으나 현재 IPO가 중단된 상태다. 중복상장 규제는 자회사 상장이 모회사 일반주주에게 미치는 영향을 평가하고 공시하도록 의무화하는 방향으로, 모회사 주주 보호에 초점이 맞춰져 있다. 만약 HD현대로보틱스의 IPO가 철회될 경우, Pre-IPO에서 확인된 기업가치가 지주사 HD현대에 온전히 귀속된다.

자사주 10%에 대한
계획 발표 예정

자사주 10%는 또 다른 촉매다. HD현대에는 당사 커버리지 내에서 자사주 활용 계획을 발표하지 않은 유일한 지주사다. 3차 상법 개정 공포로 기보유 자사주는 소각 대상이 되었으며, 자사주 소각은 현금 지출 없이 최대주주의 지분율을 제고할 수 있는 수단으로 최대주주와 일반주주의 이해관계가 일치하는 의사결정이다. 커버리지 내 유일하게 이 카드를 아직 사용하지 않았다는 사실 자체가 HD현대가 보유한 잠재적 주주가치 제고 여력을 방증한다.

표 16. HD 현대로보틱스와 두산로보틱스 실적

(단위: 억원)

	HD 현대로보틱스		두산로보틱스	
	매출액	영업이익	매출액	영업이익
2021	1,893	-160	370	-71
2022	1,807	106	450	-132
2023	1,728	-171	530	-192
2024	2,149	3	468	-412
2025	2,630	-218	330	-595

자료: HD현대, 두산, 대신증권 Research Center

그림 59. HD 현대로보틱스의 로봇 용접 솔루션인 '아크리프트 고'

HD현대, 美조선소에 로봇 솔루션 첫 공급

정혜진 기자
입력 2026.05.08. 오후 5:45 기사원문

추천 댓글

카 댓글

HD현대로보틱스의 '아크리프트 고' 슈에스트 조선소 4곳에 용접로봇 적용 선박 건조에서 설비까지 협력 확장



HD현대로보틱스의 로봇솔루션이 적용된 모습. 사진=HD현대로보틱스 홈페이지

자료: 언론 보도, 대신증권 Research Center

그림 60. 2020년 6월, 현대로보틱스(現 HD현대로보틱스)가 지주사에서 분사한 후 처음으로 외부 투자를 받으며 기업가치를 공식화

현대로보틱스, KT로부터 500억원 투자유치 성공

▲ 조상렬 | © 입력 2020.06.16 15:28 | © 수정 2020.06.16 21:34 | ■ 댓글 0

현대중공업지주 자회사인 로봇종합기업 현대로보틱스가 KT로부터 500억원의 투자유치에 성공, 지능형 서비스 로봇 공동개발 등 디지털혁신에 나선다.

현대로보틱스는 16일 서울 종로구 KT광화문빌딩 East에서 KT와 500억원 규모의 Pre-IPO에 관한 투자 계약을 체결했다고 밝혔다. 이날 체결식에는 현대중공업지주 정기선 경영지원실장, 현대로보틱스 서유성 대표, KT 구현모 대표 등 현대중공업그룹 및 KT의 주요 경영진이 참석했다.

자료: 로봇신문 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 61. 2025년 10월, HD현대로보틱스는 Pre-IPO에서 기업가치 1.8조 평가

HD현대로보틱스 대규모 투자 유치해 'AI 로봇' 개발 나선다

2025.10.25

- ▶ 'KDB산업은행 KY PE'로부터 1,800억 원 투자 유치... 기업가치 5년만 4배 상승
- ▶ AI 기술력 높은 평가... AI 로봇 개발·해의 시장 확대·인재 유치에 자금 활용
- ▶ '미래 동력 확보 및 시장 선점 계기... AI 기반 차세대 솔루션으로 시장 공략 강화'

HD현대의 로봇전문기업 HD현대로보틱스가 대규모 투자 유치에 성공했다.

HD현대로보틱스는 24일(금) KDB산업은행 및 국내 사모펀드 운용사 KY PE와 1,800억 원 규모의 투자 유치 계약을 체결했다고 밝혔다. 이번 계약을 통해 산업은행과 KY PE는 9.1%에 해당하는 HD현대로보틱스 지분을 확보하게 됐다.

앞서 HD현대로보틱스는 지난 2020년 KT로부터 500억 원의 투자금을 유치한 바 있다. 당시 5,000억 원으로 평가받았던 기업가치는 이번 투자 유치 과정에서 1조 8,000억 원으로 증가, 5년 만에 약 4배 상승했다.







자료: HD현대, 대신증권 Research Center

그림 62. 두산로보틱스 주가 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 63. 모회사 일반주주 보호에 초점이 맞추어진 중복상장 규제 제도 변화

3. 심사기준	4. 모회사 의무사항
<p>① 영업 독립성, ② 경영 독립성, ③ 투자자 보호 등을 종합적으로 심사하되, 하나라도 미충족시 미승인</p> <ul style="list-style-type: none">  >> 자회사의 주된 영업이 모회사에 의존하지 않고 독립적인지 여부 심사  >> 자회사의 의사결정 및 지배구조가 독립적인지 여부 심사  >> 자회사 상장 필요성, 주주 소통·보호 노력 등 심사 	<p>중복상장이 모회사 일반주주에게 미치는 영향을 평가하고 공시하도록 의무화</p> <ul style="list-style-type: none">  영향 평가 <ul style="list-style-type: none"> 일반주주 관점에서 주주에게 미치는 영향 평가 (예. 예상 디스카운트 효과, 배당 효과, 자본매각 효과 등 자회사 상황에 따른 모회사 추가 증대·회석 효과)  주주 보호방안 마련 및 공시 <ul style="list-style-type: none"> 주주 영향 평가를 바탕으로, 주주 보호 필요성에 비례하는 주주 보호방안 마련 주주 영향 평가 결과, 주주 보호방안 등 공시  주주 소통 및 찬반 결정·공시 <ul style="list-style-type: none"> 자회사 상장 및 주주 보호방안 관련 주주와 소통 실시 (예. 설문조사, 주주간담회 등) 주주 의견을 반영하여 자회사 상장 관련 찬반의견 결정 및 공시, 자회사 통지

자료: 금융위원회 「중복상장 제도개선 추진방안 주요 내용」 (2026.04.16), 대신증권 Research Center

그림 64. '중복상장 원칙 금지, 일부 예외 허용'이나 예외조항 최소화될 것으로 예상

“중복상장 막아 코리아 프리미엄 조성”

이종혜 기자 TALK
입력 2026.05.11. 오전 11:45 기사원문

👍 2 🗨️ 1 🔍 요약 📄 📄 📄 📄

당국, 7월 시행 목표로 마련중
“원천 봉쇄... 예외조항 최소화”

금융당국이 중복상장 원천봉쇄 방안 마련에 나서는 등 상승세를 탄 증시에 힘을 보태기 위해 코리아 프리미엄 조성에 속도를 내고 있다.

11일 금융당국에 따르면 금융위원회와 한국거래소는 ‘코리아 디스카운트’의 주요인으로 지목됐던 중복상장 문제를 해결하기 위해 세부 개선안을 마련 중이다.

오는 7월 시행을 목표로 ‘중복상장 원칙 금지, 일부 예외 허용’을 골자로 한 가이드라인을 확정한다는 방침이다. 당초 인공지능(AI)·우주항공(AI-aerospace), 바이오(Bio), 반도체·자동차(Chip-Car s), 방산(Defence) 등 전략 산업에 대해 검토됐던 예외 조항도 주주 가치 훼손과 형평성 논란을 초래할 수 있다고 보고 최소화할 것으로 알려졌다.

자료: 언론 보도, 대신증권 Research Center

Valuation

HD현대에 대해 투자의견 매수(BUY), 목표주가 410,000원을 제시한다. 목표주가는 순자산가치(NAV)에 목표 할인율 25%를 적용하여 산출했다. 현재 주가(5월 15일 269,500원) 기준 상승 여력은 52%다.

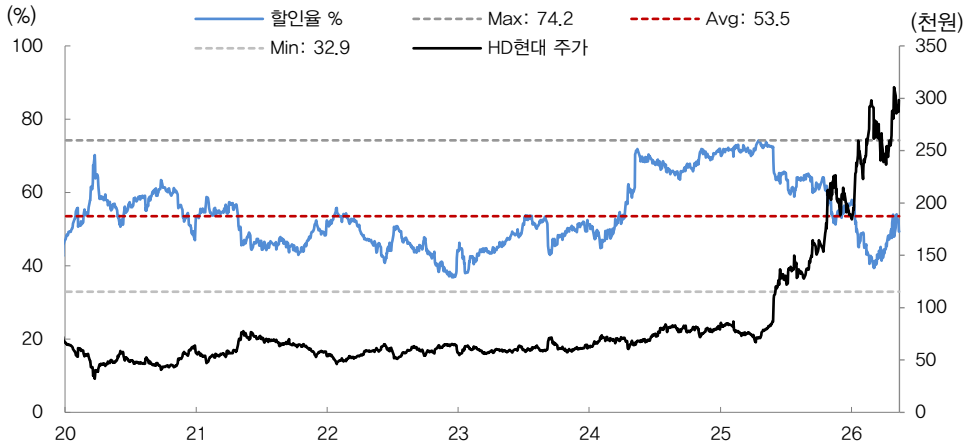
목표 할인율 25%는 HD현대의 현재 펀더멘털 변화를 반영한 수준이다. 투자 포인트①에서 확인한 바와 같이 주요 자회사들이 일제히 중장기 성장 사이클에 진입해 있으며, 이익의 방향성이 구조적으로 우상향하고 있다. 자회사들의 실적 개선이 배당 수익과 브랜드 로열티 확대에 지주사에 직접 귀속되는 선순환 구조가 가시화되고 있다는 점, 그리고 자사주 소각과 HD현대로보틱스 관련 잠재적 주주 가치 제고 카드가 아직 사용되지 않은 점을 감안하면, 현재 할인율 수준은 적절한 수준이라 판단한다.

동사 NAV는 영업가치(로열티+임대료)와 지분가치(상장+비상장 자회사)를 합산한 기업 가치에서 순차입금을 제외한 값이다.

[영업가치] 별도 영업가치는 2조 80억원으로 추정한다. 로열티와 임대료 모두 DCF 방식(WACC 7%, g=0%)을 적용했다. 26F 로열티는 9,230억원, 임대료는 1조 850억원으로 산출된다. 브랜드 로열티 요율 재산정이 예정되어 있어 향후 영업가치의 추가 확대 여력이 존재한다.

[지분가치] 상장자회사 지분가치는 시가를 적용했다. HD현대일렉트릭이 NAV의 43%를 차지하며 가장 비중이 높고, HD한국조선해양(29.8%), HD현대마린솔루션(13.9%) 순이다. HD현대건설기계는 엄밀히는 비상장 자회사 HD현대사이트솔루션의 자회사로 HD현대의 손자회사이다. 그러나 2026년 1월 HD현대인프라코어를 흡수합병하기 위해 설립된 법인으로, 건설기계 부문의 실질적 가치를 대부분 포착하는 상장사로 재편되었다. 이에 비상장 자회사 HD현대사이트솔루션을 별도 평가하는 대신 상장 손자회사 HD현대건설기계의 시가를 직접 반영하는 것이 보다 시장 친화적인 방법론이라 판단한다. 비상장자회사인 HD현대오일뱅크와 HD현대로보틱스는 장부가액을 적용하여 산출했다. 순차입금(별도 기준 2조 6,100억원) 차감 후 NAV는 38조 3,690억원이며, 목표 할인율 25% 적용 시 Target NAV는 28조 7,770억원이다.

그림 65. HD현대 NAV 대비 할인율



자료: 대신증권 Research Center

표 17. HD현대 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

구분	Valuation 방식	2026F	적용배수	Value	Weight of NAV
영업가치	로열티	65	WACC=7%, g=0%	923	2.4%
	임대료	76	WACC=7%, g=0%	1,085	2.8%
	소계—(1)	141		2,008	5.2%
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	
	HD 현대건설기계	35.8	8,607	3,081	8.0%
	HD 현대마린솔루션	55.3	9,662	5,344	13.9%
	HD 한국조선해양	35.1	32,591	11,424	29.8%
	HD 현대일렉트릭	35.7	46,140	16,490	43.0%
소계—(2)		97,000	36,340		
비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	
	HD 현대오일뱅크	73.9	2,395	2,395	6.2%
	HD 현대로보틱스	81.8	237	237	0.6%
소계—(3)			2,632		
지분가치 합계				38,971	101.6%
순차입금(별도)—(4)				2,610	-6.7%
순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				38,369	
할인율—(6)				25%	
Target NAV—(7)=(5)/(1-(6))				28,777	
발행주식수—(8)				78,993,085	
자기주식—(9)				8,324,655	
유통주식수—(10)=(8)-(9)				70,668,430	
목표주가(11)=(7)/(10)				410,000	
현재가(05/15)				269,500	
Upside Potential				52.1%	

자료: 대신증권 Research Center

표1. HD현대 분기 및 연간 실적 추정

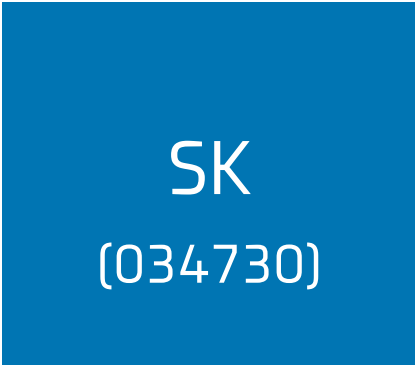
(단위: 십억원, 억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	17,087	17,211	18,224	18,737	19,602	20,063	20,427	21,023	71,259	81,116	93,035
<i>Change(% yoy)</i>	3.5	-2.0	9.8	9.6	3.0	3.0	4.0	3.5	5.2	13.8	14.7
매출원가	14,896	15,060	15,596	15,651	15,684	17,798	18,145	18,179	61,204	69,805	81,068
% of 매출액	87.2	87.5	85.6	83.5	89.6	88.7	88.8	86.5	85.9	86.1	87.1
<i>Change(% yoy)</i>	-0.6	-4.6	2.0	2.4	5.9	9.5	8.9	8.8	-0.2	14.1	16.1
매출총이익	2,191	2,151	2,628	3,086	3,918	2,266	2,282	2,844	10,056	11,310	11,967
GPM	12.8	12.5	14.4	16.5	10.4	7.0	10.4	12.2	14.1	13.9	12.9
<i>Change(% yoy)</i>	43.2	21.4	99.8	70.4	-16.6	-42.3	-25.0	-23.2	56.5	12.5	5.8
판매비	905	1,012	926	1,114	1,083	1,099	1,062	1,198	3,956	4,443	5,059
% of 매출액	5.3	5.9	5.1	5.9	4.9	5.5	5.2	5.7	5.6	5.5	5.4
<i>Change(% yoy)</i>	22.9	13.5	4.8	19.4	12.9	5.6	18.0	0.0	14.9	12.3	13.9
영업이익	1,286	1,139	1,702	1,972	2,835	1,167	1,220	1,646	6,100	6,867	6,908
OPM	7.5	6.6	9.3	10.5	4.6	1.0	4.6	6.5	8.6	8.5	7.4
<i>Change(% yoy)</i>	62.1	29.4	294.5	124.6	-37.4	-84.9	-48.3	-36.4	104.5	12.6	0.6
HD 현대 별도 소계	279	47	152	48	373	54	169	55	526	651	706
HD 현대오일뱅크	7,125	6,542	7,329	7,030	7,716	7,327	7,951	7,684	28,025	30,677	33,756
HD 현대일렉트릭	1,015	906	995	1,163	1,037	1,115	1,208	1,333	4,080	4,693	5,656
HD 현대마린솔루션	486	468	513	516	575	599	601	628	1,983	2,402	2,605
HD 한국조선해양	6,772	7,428	7,582	8,152	8,141	8,614	8,329	9,018	29,933	34,102	39,323
HD 현대사이트솔루션	1,967	2,140	2,053	2,077	2,383	2,675	2,566	2,555	8,237	10,179	12,650
HD 현대로보틱스	54	62	66	81	72	69	72	89	263	302	347
소계	17,364	17,484	18,471	18,938	19,922	20,329	20,656	21,218	72,257	82,126	93,991
연결조정	-556	-320	-398	-249	-693	-320	-398	-249	-1,524	-1,661	-1,661
연결매출액	17,087	17,211	18,224	18,737	19,602	20,063	20,427	21,023	71,259	81,116	93,035
HD 현대 별도 소계	261	26	129	24	353	26	143	28	439	550	605
HD 현대오일뱅크	31	-241	191	493	934	220	145	160	474	1,458	1,106
HD 현대일렉트릭	218	209	247	321	258	272	310	360	995	1,200	1,520
HD 현대마린솔루션	83	83	94	91	93	94	103	107	350	396	495
HD 한국조선해양	859	954	1,054	1,038	1,356	1,405	1,384	1,524	3,905	5,669	7,370
HD 현대사이트솔루션	120	151	143	53	208	230	210	110	467	758	710
HD 현대로보틱스	-6	-1	-8	-7	-5	0	2	3	-22	0	19
소계	1,312	1,156	1,729	1,995	2,849	2,221	2,151	2,261	6,191	9,481	11,201
연결조정	-286	-43	-156	-47	-362	-1,080	-1,076	-646	-531	-3,163	-4,917
연결영업이익	1,286	1,139	1,702	1,972	2,835	1,167	1,220	1,646	6,100	6,867	6,908

자료: 대신증권 Research Center

Part 3.

기업분석



이경연 kyungyeon.lee@daishin.com

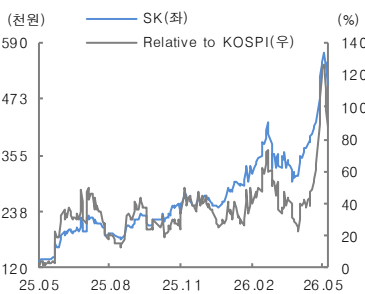
투자의견 **BUY** 유지

6개월 목표주가 **880,000** 상향

현재주가 (26.05.15) **503,000** 지주업종

KOSPI	7493.18
시가총액	36,673십억원
시가총액비중	0.67%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	571,000원 / 137,100원
120일 평균거래대금	800억원
외국인지분율	29.78%
주요주주	최태원 외 31 인 25.41% 국민연금공단 7.75%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.1	43.9	95.0	264.8
상대수익률	10.7	5.8	4.4	27.6



Earning Results

이제는 할인이 아니라 프리미엄을 논할 때

- 영업가치 및 지분가치 상승, 리밸런싱 성과 가시화로 목표주가 상향
- 1분기 연결 매출액 36.8조원, 영업이익 3.7조원으로 서프라이즈 기록
- 비상장자회사 SK에코플랜트의 히든 밸류 더욱 가시화될 것으로 전망

투자의견 매수, 목표주가 880,000원으로 상향(+125.6%)

목표주가 상향은 ①브랜드 로열티 증가, ②상장 자회사들의 주가 상승에 따른 NAV 증가, ③비상장 자회사의 지분가치 반영 방법 변경, ④목표 할인을 축소에 기인.

①SK(주) 브랜드 로열티에서 SK이노베이션과 SK하이닉스가 전체의 90% 이상을 차지. SK하이닉스 매출액(26F) 컨센서스는 332.6조원으로 전년 말(140조원) 대비 +137.8% 급증. 여기에 포트폴리오 리밸런싱 성과 가시화 되면서 SK에코플랜트 연간 매출액 또한 20조원에 이를 것으로 예상(+65% YoY). 이에 26F 브랜드 로열티 7,692억원(+108.3% YoY)으로 추정.

②NAV에서 57.6%를 차지하는 SK스퀘어의 시가총액이 연초 대비 두 배로 증가하는 등 상장 자회사들의 주가 상승에 따른 NAV 증가 반영.

③SK에코플랜트는 비상장 자회사로 기존 장부가(1.3조원) 반영에서 K-OTC 시장가 반영으로 변경. 2026.05.15 기준, 시가총액(2.6조원)에 지분율(66.7%)을 곱한 기업가치는 1조 7,582억원.

④포트폴리오 리밸런싱 과정에서의 자본 재분배 성과 가시화. 자원 재분배 역량은 전체 시너지를 이끌어내는 지주사 소유의 부가가치로 시장이 프리미엄을 부여해야 할 근거. 또한, 지배구조의 복잡성과 불확실성이 동시에 겹치며 할인율의 구조적 축소가 정당화되는 국면이라 판단하여 역사적 최저 할인율(41%) 적용.

1Q26 연결 매출액 36.8조원, 영업이익 3.7조원으로 서프라이즈 기록

SK의 1분기 실적은 그룹 전반의 포트폴리오 리밸런싱 성과 가시화되면서 당사 및 시장 컨센서스를 크게 상회. 특히 비상장 자회사 SK에코플랜트는 매출액 4.9조원(+99.3% YoY), 영업이익 9,310억원(+1,269.1% YoY)을 기록하며 본격적인 성과 창출 단계 진입. 반도체·AI 생태계에서 중장기 경쟁력을 확보하며 SK(주)의 히든 밸류(Hidden Value)로 부상할 것으로 전망.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	123,400	122,703	151,086	154,299	158,928
영업이익	2,396	1,818	15,932	15,145	15,022
세전순이익	1,329	2,637	16,754	16,015	15,951
총당기순이익	529	3,555	17,619	16,894	16,672
지배지분순이익	-1,293	1,597	7,928	7,602	7,502
EPS	-17,618	21,863	108,506	104,042	102,673
PER	NA	11.7	4.6	4.8	4.9
BPS	342,278	344,705	448,537	547,373	644,252
PBR	0.4	0.7	1.1	0.9	0.8
ROE	-5.6	6.4	27.4	20.9	17.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SK, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	123,400	122,703	151,086	154,299	158,928
매출원가	112,900	113,115	127,679	131,540	136,678
매출총이익	10,499	9,588	23,408	22,759	22,250
판매비와관리비	8,396	8,488	8,195	8,332	7,946
영업이익	2,396	1,818	15,932	15,145	15,022
영업이익률	1.9	1.5	10.5	9.8	9.5
EBITDA	10,488	9,395	23,531	22,754	22,603
영업외손익	-1,067	819	823	869	929
관계기업손익	3,811	8,838	8,838	8,838	8,838
금융수익	6,800	7,393	6,838	6,866	6,907
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-10,100	-10,199	-9,640	-9,621	-9,603
외환관련손실	3,615	2,630	2,254	2,254	2,254
기타	-1,579	-5,213	-5,213	-5,213	-5,213
법인세비용차감전순손익	1,329	2,637	16,754	16,015	15,951
법인세비용	-770	-281	-335	-320	-479
계속사업순손익	559	2,356	16,419	15,694	15,472
중단사업순손익	-31	1,199	1,199	1,199	1,199
당기순이익	529	3,555	17,619	16,894	16,672
당기순이익률	0.4	2.9	11.7	10.9	10.5
비재배분순이익	1,821	1,958	9,690	9,292	9,169
재배분순이익	-1,293	1,597	7,928	7,602	7,502
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	495	91	91	92	93
포괄순이익	5,479	4,461	18,534	17,818	17,605
비재배분포괄이익	4,946	2,853	10,193	9,800	9,683
재배분포괄이익	533	1,608	8,340	8,018	7,922

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-17,618	21,863	108,506	104,042	102,673
PER	NA	11.7	4.6	4.8	4.9
BPS	342,278	344,705	448,537	547,373	644,252
PBR	0.4	0.7	1.1	0.9	0.8
EBITDAPS	142,931	128,577	322,037	311,399	309,340
EV/EBITDA	12.1	13.8	6.4	6.8	7.1
SPS	1,681,771	1,679,284	2,067,728	2,111,693	2,175,044
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	157,844	144,827	334,242	323,483	321,300
DPS	7,000	8,000	8,800	9,680	10,648

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-4.2	-0.6	23.1	2.1	3.0
영업이익 증가율	-49.6	-24.1	776.1	-4.9	-0.8
순이익 증가율	흑전	572.3	395.6	-4.1	-1.3
수익성					
ROC	0.9	1.5	15.8	14.7	13.8
ROA	1.1	0.8	7.2	6.4	5.9
ROE	-5.6	6.4	27.4	20.9	17.2
안정성					
부채비율	167.8	149.2	105.9	80.8	62.1
순차입금비율	77.2	59.1	31.3	15.4	6.4
이자보상배율	0.7	0.6	5.6	5.4	5.5

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	67,431	71,677	80,161	89,096	95,020
현금및현금성자산	24,647	25,214	33,643	41,916	47,401
매출채권 및 기타채권	16,776	15,936	16,084	16,353	16,429
채고자산	13,638	13,640	13,598	13,887	14,145
기타유동자산	12,370	16,886	16,836	16,941	17,046
비유동자산	147,546	141,843	149,408	156,965	164,549
유형자산	80,364	69,788	71,589	73,421	75,227
관계기업투자금	31,140	37,786	45,145	52,504	59,864
기타비유동자산	36,043	34,269	32,674	31,039	29,458
자산총계	214,978	213,520	229,569	246,061	259,569
유동부채	71,533	67,125	62,233	57,456	49,972
매입채무 및 기타채무	29,892	28,154	27,158	25,872	21,428
차입금	20,003	11,714	10,543	9,488	8,540
유동성채무	14,789	14,941	13,447	11,833	10,413
기타유동부채	6,849	12,316	11,086	10,263	9,591
비유동부채	63,157	60,703	55,833	52,531	49,440
차입금	48,073	45,546	41,633	39,566	37,645
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15,084	15,157	14,200	12,965	11,795
부채총계	134,690	127,828	118,066	109,988	99,412
자배지분	25,115	25,187	32,774	39,996	47,075
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	13,198	12,046	12,046	12,046	12,046
이익잉여금	11,882	13,011	20,499	27,617	34,587
기타자본변동	19	113	213	317	426
비자배지분	55,173	60,504	78,729	96,077	113,082
자본총계	80,288	85,691	111,503	136,073	160,157
순차입금	62,016	50,628	34,905	20,898	10,182

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	8,320	6,099	20,120	18,663	15,480
당기순이익	529	3,555	17,619	16,894	16,672
비현금항목의 가감	11,053	7,027	6,804	6,743	6,805
감가상각비	8,384	8,295	8,318	8,327	8,300
외환손익	368	-228	-68	-68	-68
지분법평가손익	-3,811	-8,838	-8,838	-8,838	-8,838
기타	6,112	7,798	7,392	7,321	7,411
자산부채의 증감	947	-968	-1,991	-2,733	-5,667
기타현금흐름	-4,209	-3,516	-2,311	-2,240	-2,331
투자활동 현금흐름	-12,158	-537	-10,467	-10,467	-10,468
투자자산	766	3,814	-7,368	-7,368	-7,368
유형자산					-15,265
기타	2,341	4,122	5,374	5,374	5,373
재무활동 현금흐름	4,875	-5,038	-7,294	-5,495	-5,097
단기차입금	3,074	-7,806	-1,171	-1,054	-949
사채	3,806	4,588	-3,113	-1,113	-1,113
장기차입금	0	0	-800	-955	-808
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1,815	-1,544	-441	-484	-532
기타	-189	-275	-1,769	-1,889	-1,695
현금의 증감	1,963	567	8,429	8,273	5,485
기초 현금	22,684	24,647	25,214	33,643	41,916
기말 현금	24,647	25,214	33,643	41,916	47,401
NOPLAT	1,008	1,625	15,613	14,842	14,571
FCF	-6,298	-65	14,344	13,583	13,285

자료: SK, 대신증권 Research Center

HD현대 (267250)

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
유지

6개월
목표주가 **410,000**
상향

현재주가
(26.05.15) **269,500**
지주업종

Earning Results

종합선물세트

- 영업가치 및 지분가치 상승으로 목표주가 +36.7% 상향
- 1분기 연결 영업이익 2,8조원(+120.4% YoY, OPM 14.5%)으로 사상 최대
- 중장기 성장 사이클에 진입한 자회사의 과실이 지주사로 집결

투자 의견 매수, 목표주가 410,000원으로 상향(+36.7%)

목표주가 상향 근거는 ①브랜드 로열티 요율 재산정, ②상장 자회사들의 주가 상승에 따른 NAV 증가.

①'25년 말 자회사들과의 브랜드 로열티 계약 만료, 현행 요율 5bp는 커버리지 지주사 평균(30bp) 대비 현저히 낮은 수준으로, 재계약 시 요율 상향에 따른 영업가치 확대가 기대됨.

②주요 자회사들이 일제히 중장기 성장 사이클에 진입한 가운데 회사사 주가 상승이 NAV에 반영.

1Q26 연결 매출액 19.6조원, 영업이익 2.8조원(+120.4% YoY) 시현

1분기 매출액 19,6조원(+14.7% YoY), 영업이익 2,8조원(OPM 14.5%)으로 분기 기준 사상 최대 영업이익 달성하며 당사 및 시장 기대치를 모두 상회.

연결 자회사별 실적은 [HD현대오일뱅크] 매출액 7.7조(+8.3% YoY), 영업이익 9,335억원(+2,902% YoY) [HD한국조선해양] 매출액 8.1조(+20.2% YoY), 영업이익 1.4조(+57.8% YoY) [HD현대사이트솔루션] 매출액 2.4조(+21.2% YoY), 영업이익 2,075억원(+72.8% YoY) [HD현대일렉트릭] 매출액 1.04조원(+2.1% YoY), 영업이익 2,583억원(+18.4% YoY) [HD현대마린솔루션] 매출액 5,746억원(+18.3% YoY), 영업이익 934억원(+12.5% YoY) 으로 분기 기준 최대 매출 달성. [HD현대로보틱스] 매출액 718억(+31.7% YoY), 적자지속.

주요 성장 산업의 과실이 집중되는 종합선물세트 같은 지주사

HD현대일렉트릭(NAV의 43%)과 HD한국조선해양(30%)이 주도하는 자회사 실적 개선은 배당과 브랜드 로열티 두 경로로 지주사에 직접 귀속. 1분기 영업이익 9,335억원을 기록한 HD현대오일뱅크의 실적 반등은 배당 재개 가능성을 높이며 배당 재원의 추가 확충을 예고. DPS 상향과 자사주(10.5%) 소각은 최대주주와 일반주주의 이해관계가 일치하는 의사결정으로, 잠재적 주주가치 제고 여력이 아직 충분히 남아 있다고 판단.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	67,766	71,259	81,116	93,035	104,200
영업이익	2,983	6,100	6,867	6,908	5,560
세전순이익	2,369	4,797	5,619	5,751	4,378
총당기순이익	1,930	3,675	4,551	4,830	3,677
지배지분순이익	509	963	3,095	2,415	1,839
EPS	6,444	12,187	39,181	30,575	23,276
PER	12.3	15.5	6.5	8.3	11.0
BPS	109,824	128,066	138,004	159,360	198,903
PBR	0.7	1.5	2.0	1.7	1.4
ROE	6.4	10.2	29.5	20.6	13.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HD현대, 대신증권 Research Center

KOSPI	7493.18
시가총액	21,289십억원
시가총액비중	0.39%
자본금(보통주)	81십억원
52주 최고/최저	310,500원 / 82,200원
120일 평균거래대금	485억원
외국인지분율	26.12%
주요주주	정몽준 외 5인 37.12% 국민연금공단 7.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.7	5.3	25.3	227.1
상대수익률	-14.1	-22.6	-32.9	14.4

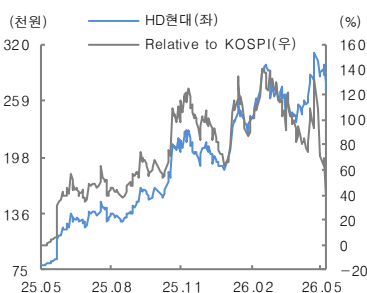


표1. HD현대 컨콜 주요 Q&A

Q. 유가 변동에 따른 재고효과

A. - 두바이 유가가 2월에 배럴 당 68불, 3월에는 배럴당 129불로 상승. 일시적 OP 개선효과가 QoQ, YoY 모두 다소 크게 발생

Q. 호르무즈 영향으로 인한 최종 생산제품 믹스 변동 및 예상 가동률

A. - 현대오일뱅크는 비중동산 원유 비중을 4~50%로 사용해왔음. 현 시점에서는 비중동산을 향후에도 도입 하는 것을 검토 중
- 향후 가동률은 정제마진 상황 고려해서 최대한으로 할 것

Q. 반도체용 카본블랙 개발 여부

A. - 카본블랙은 주로 타이어 원재료용으로 공급. 반도체용은 현재 없음. 향후 스페셜티 고부가제품향 개발 추진 중, 별도 공유할 것

Q. 윤활유의 3월 가격 상승분이 5월부터 판가에 반영되는지

A. - 국제 시세에 맞춰 가격 반영되도록 운영 중. 뒤늦은 반영은 없음

Q. 정유사업 실적 강세가 DPS 상황에 미친 영향. 향후 배당 추가 상향 가능성

A. - 연간 배당은 배당성향 70% 이상, 목표 변화 없음. 재무구조 종합적으로 고려하여 결정. 모든 그룹사의 재무 성과를 충분히 반영하여 적절하게 집행할 것

Q. 보유 자사주 10% 관련 계획

A. - 상법 3차 개정 이후 원칙적 소각 등 여러 방안이 제시됨. 당사도 검토 중. 주주 이익 고려하여 추진할 것

Q. 배당소득 분리과세 요건 노력형 충족. 향후 지속적인 요건 충족 추진 여부

A. - 자회사 실적 개선으로 배당 여력 확대됨. 주주에 이익이 되는 방향으로 개선해서 추진할 것

자료: HD 현대, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	67,766	71,259	81,116	93,035	104,200
매출원가	61,339	61,204	69,805	81,068	92,606
매출총이익	6,427	10,056	11,310	11,967	11,593
판매비외관리비	3,444	3,956	4,443	5,059	6,034
영업이익	2,983	6,100	6,867	6,908	5,560
영업이익률	4.4	8.6	8.5	7.4	5.3
EBITDA	4,898	8,156	8,946	9,002	7,678
영업외손익	-614	-1,303	-1,248	-1,157	-1,182
관계기업손익	-11	48	43	44	46
금융수익	3,074	2,905	2,865	2,916	2,868
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-7,364	-4,084	-3,987	-3,951	-3,932
외환관련손실	1,805	2,209	2,195	2,200	2,208
기타	3,688	-172	-169	-166	-163
법인세비용차감전순손익	2,369	4,797	5,619	5,751	4,378
법인세비용	-439	-1,121	-1,068	-920	-700
계속사업순손익	1,930	3,675	4,551	4,830	3,677
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,930	3,675	4,551	4,830	3,677
당기순이익률	2.8	5.2	5.6	5.2	3.5
비배지분순이익	1,421	2,713	1,456	2,415	1,839
지배지분순이익	509	963	3,095	2,415	1,839
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-19	97	98	99	100
포괄순이익	1,744	4,650	5,535	5,824	4,681
비배지분포괄이익	1,306	3,192	1,771	2,912	2,340
지배지분포괄이익	438	1,458	3,764	2,912	2,340

Valuation 지표 (단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	6,444	12,187	39,181	30,575	23,276
PER	12.3	15.5	6.5	8.3	11.0
BPS	109,824	128,066	138,004	159,360	198,903
PBR	0.7	1.5	2.0	1.7	1.4
EBITDAPS	62,010	103,256	113,253	113,964	97,202
EV/EBITDA	7.2	5.2	5.1	5.0	5.8
SPS	857,868	902,097	1,026,869	1,177,765	1,319,097
PSR	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
CFFS	59,719	104,484	124,407	125,209	108,526
DPS	3,600	4,000	4,400	4,840	5,330

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	10.5	5.2	13.8	14.7	12.0
영업이익 증가율	46.8	104.5	12.6	0.6	-19.5
순이익 증가율	145.6	90.4	23.8	6.1	-23.9
수익성					
ROC	8.9	17.0	18.4	17.5	13.2
ROA	4.2	8.0	9.0	9.3	7.4
ROE	6.4	10.2	29.5	20.6	13.0
안정성					
부채비율	180.0	159.4	134.7	125.7	108.5
순차입금비율	42.5	23.1	11.2	9.0	7.5
이자보상배율	3.1	7.1	9.0	9.6	8.0

자료: HD 현대, 대신증권 Research Center

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	35,593	39,633	34,361	35,661	36,738
현금및현금성자산	5,667	6,367	7,273	6,726	5,948
매출채권 및 기타채권	5,848	6,481	6,988	7,371	7,797
재고자산	10,007	10,225	11,275	12,281	13,181
기타유동자산	14,070	16,558	8,825	9,284	9,812
비유동자산	38,274	39,053	39,152	39,293	39,457
유형자산	26,262	28,161	28,338	28,496	28,639
관계기업투자금	285	291	339	389	440
기타비유동자산	11,726	10,601	10,475	10,408	10,379
자산총계	73,867	78,686	73,513	74,954	76,196
유동부채	32,333	33,637	29,174	29,182	27,538
매입채무 및 기타채무	10,153	10,447	9,775	10,610	10,349
차입금	984	1,198	958	948	939
유동성채무	3,470	3,375	3,037	3,007	2,977
기타유동부채	17,725	18,617	15,403	14,617	13,272
비유동부채	15,148	14,714	13,017	12,559	12,115
차입금	10,194	10,018	8,818	8,579	8,351
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4,954	4,695	4,199	3,979	3,763
부채총계	47,482	48,351	42,191	41,741	39,652
자배지분	8,675	10,116	10,901	12,588	15,712
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	4,750	5,685	5,685	5,685	5,685
이익잉여금	3,021	3,132	3,010	2,984	2,874
기타자본변동	823	1,218	2,125	3,838	7,072
비배지분	17,710	20,219	20,421	20,625	20,831
자본총계	26,385	30,335	31,322	33,213	36,543
순차입금	11,226	6,994	3,514	2,993	2,728

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	7,511	7,385	7,848	8,781	6,679
당기순이익	1,930	3,675	4,551	4,830	3,677
비현금항목의 가감	2,787	4,578	5,276	5,060	4,896
감가상각비	1,915	2,057	2,079	2,094	2,119
외환손익	0	0	300	261	323
지분법평가손익	11	-48	-43	-44	-46
기타	861	2,569	2,940	2,749	2,500
자산부채의 증감	3,764	174	-490	188	-845
기타현금흐름	-970	-1,042	-1,489	-1,298	-1,049
투자활동 현금흐름	-2,401	-4,746	-2,255	-2,321	-2,368
투자자산	28	-35	2	-6	-3
유형자산	-1,686	-2,003	-2,003	-2,003	-2,003
기타	-743	-2,708	-254	-312	-362
재무활동 현금흐름	-3,927	-1,945	-4,250	-2,780	-2,800
단기차입금	0	0	-240	-10	-9
사채	0	0	-600	-544	-533
장기차입금	0	0	-1,100	-195	-195
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-325	-254	-283	-311	-342
기타	-3,602	-1,691	-2,028	-1,721	-1,721
현금의 증감	1,267	700	906	-547	-778
기초 현금	4,401	5,667	6,367	7,273	6,726
기말 현금	5,667	6,367	7,273	6,726	5,948
NOPLAT	2,430	4,674	5,562	5,803	4,670
FCF	2,479	4,451	5,282	5,488	4,330

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이경연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

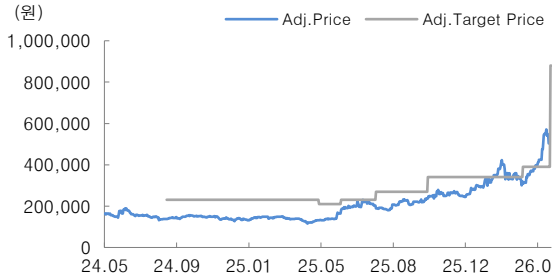
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.9%	10.1%	0.0%

(기준일자: 20260513)

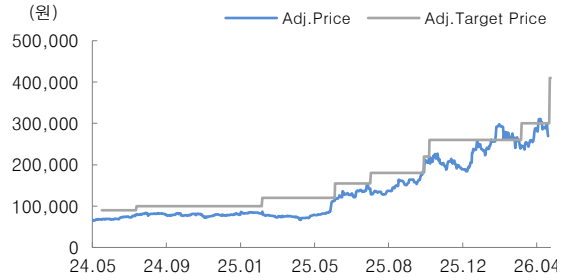
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK(034730) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.06.18	26.04.22	26.04.06	26.04.02	25.10.26	25.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	880,000	380,000	380,000	380,000	340,000	270,000
과리율(평균,%)		7.91	(9.53)	(19.68)	(12.64)	(22.63)
과리율(최대/최소,%)		46.41	(0.90)	(19.49)	24.26	(12.04)
제시일자	25.06.04	25.04.28	25.02.18	24.10.30	24.09.25	24.08.18
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	230,000	210,000	230,000	230,000	230,000	230,000
과리율(평균,%)	(10.48)	(32.60)	(41.61)	(37.50)	(35.96)	(37.23)
과리율(최대/최소,%)	(0.00)	(19.29)	(34.78)	(32.04)	(32.04)	(32.26)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)						

HD현대(267250) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.06.18	26.04.22	26.04.06	26.04.02	25.11.04	25.10.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	410,000	300,000	300,000	300,000	260,000	220,000
과리율(평균,%)		(9.60)	(16.05)	(18.67)	(10.51)	(4.32)
과리율(최대/최소,%)		3.50	(11.83)	(18.33)	14.62	(0.45)
제시일자	25.08.06	25.08.01	25.06.04	25.02.06	25.01.17	24.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	180,000	180,000	155,000	120,000	100,000	100,000
과리율(평균,%)	(17.76)	(27.22)	(14.71)	(35.17)	(16.31)	(20.32)
과리율(최대/최소,%)	0.89	(26.39)	(3.35)	(5.92)	(13.30)	(14.40)
제시일자	24.09.25	24.07.26	24.07.17	24.06.22		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	100,000	100,000	100,000	90,000		
과리율(평균,%)	(20.08)	(19.54)	(20.13)	(20.61)		
과리율(최대/최소,%)	(16.10)	(16.10)	(19.30)	(11.22)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)	26.06.18	26.04.22	26.04.06	26.04.02	25.11.04	25.10.26