인프라

비중확대 (신규)

Top pick

✓ SK이터닉스
HDC

분석의 기본 가정

- 장기 인플레이션 고착화
- 장기 운용 목적의 자금 증시로의 유입 가속화
- 신재생 에너지 이니셔티브 강화

당신의 포트에 인프라가 있어야 하는 이유

REITs/인프라 담당 박세라
T.02)2004-9507
park.se-ra@shinyoung.com

R.A. 권혁
T.02)2004-9066
kwon.heuk@shinyoung.com

전례 없이 고착화된 인플레이션 환경이 지속되고 있고, 화폐의 가치가 달라지면서 투자 지형에도 끊임없이 변화가 일어나고 있음. 인플레이션 헷지를 위한 대체투자 자산배분의 중요성이 증가하는 가운데, AI 기술 혁신이 촉발한 대규모 데이터 센터 및 에너지 수요 증가가 '인프라'에 대한 과심을 촉발시키고 있음. 인프라 투자의 시대에 기관/사모 중심의 한계에서 벗어나, 상장 기업으로도 이와 같은 포트폴리오를 구축할 수 있음. 인프라 그린필드 영역에서 개발과 운영 이익을 동시에 누릴 수 있는 SK이터닉스, 지주와 인프라의 만남으로 기업 구조 전환을 예고하고 있는 HDC, 전통 인프라 투자 강자로 여전히 매력적인 맥쿼리 인프라와 함께 지주회사의 자회사 가치가 강조되는 가운데 인프라 관련 건설부문에서의 영업가치 상승 모멘텀을 보유한 삼성물산이 있음. 대체투자의 중요성과 함께 자산배분에 있어 꼭 고려해야 하는 시기임

Content

I. 고착화된 인플레이션 3

II. 인프라에 주목 6

AI가 촉발한 대체투자의 New Era 6
인프라에 투자하는 방법 9

III. 인프라기업/ETF 소개 13

IV. 기업 분석 17

SK이터닉스(475150.KS)/매수(신규)/25,000원(신규) 18
HDC(012630.KS)/매수(신규)/32,000원(신규) 24
맥쿼리인프라(088980.KS)/매수(신규)/13,000원(신규) 29
삼성물산(028260.KS)/매수(신규)/280,000원(신규) 35
Fermi inc.(FRMI) 41
CoreWeave(CRWV) 43
Equinix(EQIX) 45
Brookfield Renewable Corp(BEPC) 47

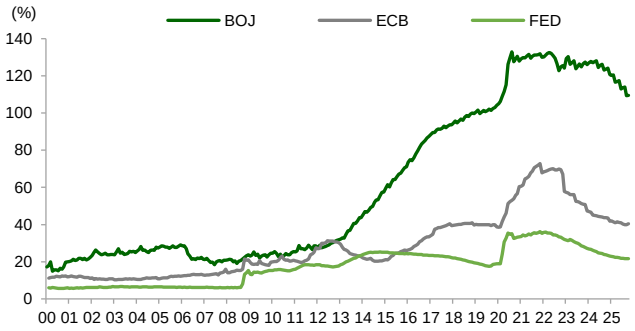
I. 고착화된 인플레이션

돈이 너무 많이 풀렸다

금융위기 이후
풀린 과도한 유동성

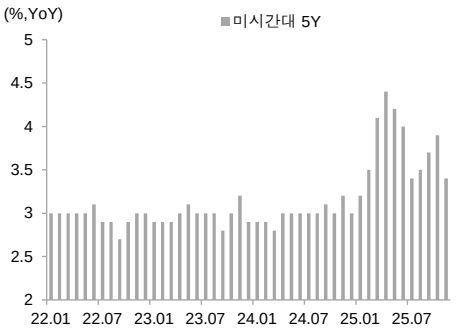
2008년 금융위기 이후로 세상이 달라졌다. 정확히 말하면 돈의 규모와 가치에 근본적인 변화가 일어났다. 1971년 금본위제가 해체되면서 화폐의 본질이 바뀌었다면, 2008년 금융위기로 화폐의 한계가 사라졌다. 미국 연준Federal Reserve(FED)의 대차대조표 총자산은 2008년 이전 9천억달러에서 2025년 현재 약 7조달러로 늘어났다. '말'로만 따지면 2차 세계대전 이후 70년을 통틀어 찍어낸 돈보다 더 많은 양의 돈이 단 17년 만에 만들어진 셈이다. 인플레이션은 필연적 귀결이었다. 나아가 이렇게 풀린 유동성을 단기간의 금리 조정으로 제어할 수 있을 것이라 믿은 것은 정책적 낙관주의에 가까웠다.

도표 1. 주요 3대 중앙은행 자산 규모



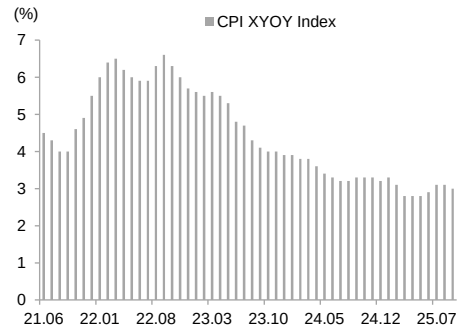
자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 미국 미시간 5년 인플레이션 예상치 추이



자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 근원 소비자물가지수(CPI) 전년대비 변동

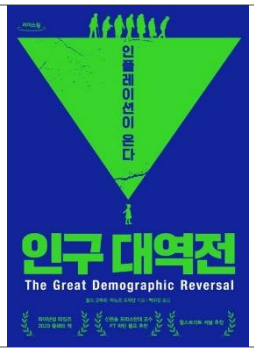


자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

유동성을 거둘 수 없는 세상
노령화, 정부 재정 확대

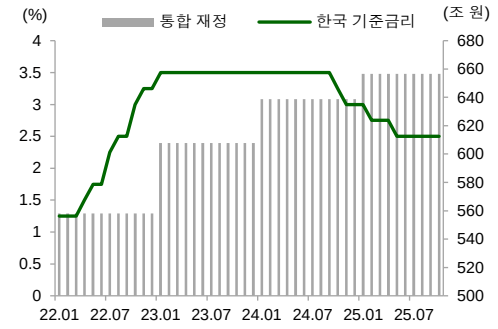
유동성을 거둘 수 없는 세상이 되어버렸다는 점도, 인플레이션을 구조적으로 고착화하고 있다. 글로벌 공통적으로 진행되고 있는 **노령화**는 소비 총량은 유지되지만 생산 총량이 감퇴하면서 인플레이션 환경을 야기한다. 또한 필연적인 세수(稅收) 감소는 지속적인 정부 지출 확대와 만성 재정 적자로 이어지며 중앙은행이 유동성을 회수해도 재정이 팽창하면서 그 효과가 상쇄돼는 현상이 일어난다.

도표 4. 인구구조가 야기하는 장기 인플레이션 환경



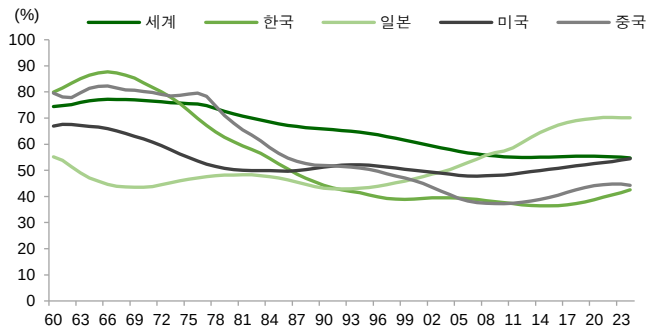
자료 : 교보문고, 신영증권 리서치센터
참고 : 찰스 굿하트 '인구 대역전'

도표 5. 미국 근원 소비자물가지수(CPI) 전년대비 변동



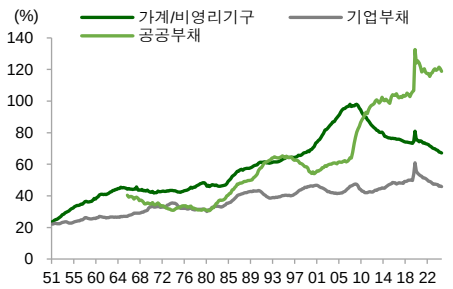
자료 : 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 6. 국가별 인구 부양비 추이



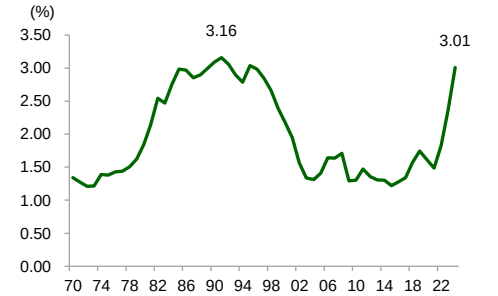
자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 7. 미국 GDP 대비 부채비율



자료 : 미국 재무부, 신영증권 리서치센터

도표 8. 미국 GDP 대비 공공부채 이자지급 비율



자료 : blommberg, 신영증권 리서치센터

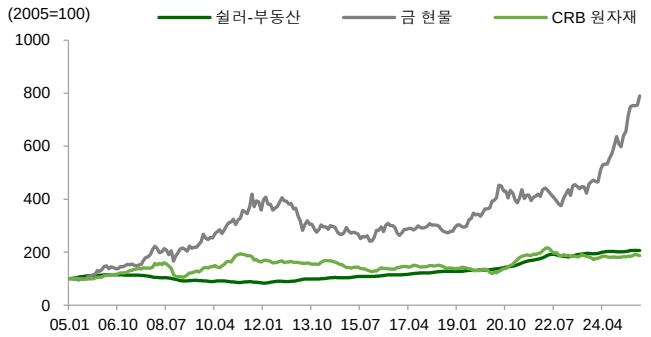
장기 인플레이션 시대, 실물자산의 매력

장기 인플레이션
실물 자산 가격 상승

화폐 가치가 하락하면서 자연스레 명목가치 보전 수단으로서 실물자산의 가치가 부각되고 있다. 금은 특히 2025년 들어 55% 이상 폭등하는 등 수요가 집중되고 있다. 최근 고점에서 가격 조정을 받고 있으나, 과거 단기 투기 대상이나 위험을 회피하기 위한 헷지 수단으로만 활용했던 투자 관점에서 벗어나 지금은 인플레이션과 불안한 국제 정세 속에서 핵심 자산으로 여겨지고 있다.

부동산은 고금리 여파로 위축된 공급으로 인해, 높은 모기지 금리에도 불구하고 낮은 재고가 가격의 하방 경직성을 보이고 있다. 특히 인플레이션 시대에 임대료 상승을 대비하기 위한 실물자산으로서 높은 가격에도 불구하고 꾸준한 수요가 이어지고 있다. 공급 부족의 영향도 있지만 인플레이션을 헤지하려는 투자 수요와 주택 자체가 가진 실물자산으로서의 방어력이 주택 가격의 견조한 흐름을 만들고 있다.

도표 9. 실물자산 가치 상승



자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

현금흐름을 창출하면서
성장성까지 겸비한
인프라 섹터에 주목

그러나 금과 부동산 같은 전통적인 실물자산을 넘어, 새로운 대체투자 패러다임의 주심으로 급부상하고 있는 자산이 있어 주목된다. 인플레이션 헷지를 넘어 AI의 폭발적인 성장이라는 구조적 수요 변화에 힘입어 공격적이고 필수적인 성장 자산으로 진화하여 안정적 현금 흐름까지 갖춘 자산, 바로 **인프라**이다.

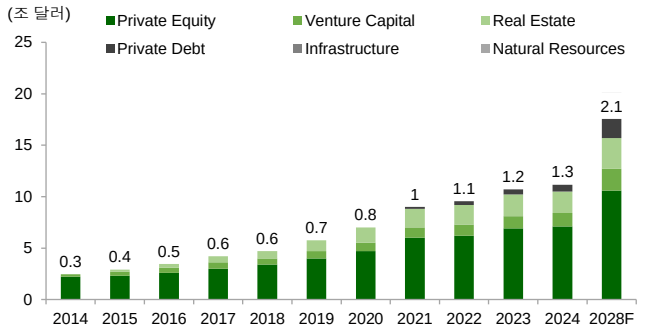
II. 인프라에 주목

AI가 촉발한 AI(대체투자)의 New Era

대체투자 내에서 가장 빠르게 성장하고 있는 섹터, 인프라

인프라는 대체투자 내에서 가장 빠르게 성장하고 있는 자산군이며, 향후에도 지속적으로 투자규모가 확대될 것으로 예상된다. 인프라 전체 AUM은 2014년 약 4천억 달러에서 2025년 1조4천억달러까지 10년 동안 3배 가량 증가하였으며, 시장 조사업체(Preqin)에 따르면 인프라 투자 AUM은 2028년까지 2조1천억달러로 연평균 15% 성장할 것으로 전망된다.

도표 10. 대체투자 자산군별 AUM 추이



자료 : Preqin, BCG analysis, 신영증권 리서치센터

도표 11. 대체투자 중기 수익률 전망

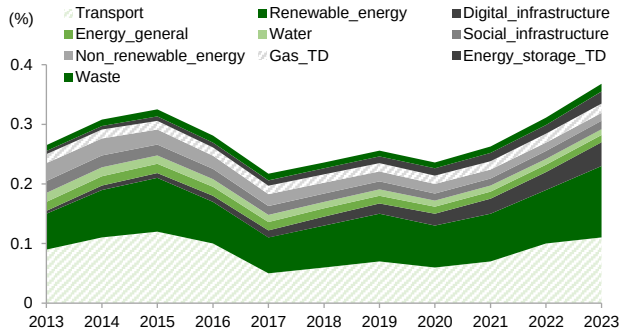
Asset class	IRR 2017-2023	IRR 2024-2029F
Private equity	15.50%	13.40%
Venture capital	16.40%	15.60%
Private debt	8.10%	12.00%
Real estate	7.00%	9.30%
Infrastructure	9.20%	10.90%
Natural resources	7.10%	4.00%
Fund of funds (all asset classes)	14.60%	11.90%
Secondaries (all asset classes)	13.00%	13.90%

자료 :Preqin, 신영증권 리서치센터

그 중 디지털 인프라가 핵심

재생에너지와 운송 분야가 2013년 이후 민간 인프라 투자의 성장을 주도해왔으며, 두 섹터를 합산할 경우 전체 투자액의 평균 2/3수준을 구성해왔다. 수소·풍력·태양광 등 재생에너지 투자와 함께 탈탄소화를 위한 CCUS 등 그린 투자가 주요 투자 동력이었다. 그러나 최근 3년간 디지털 인프라가 가장 높은 성장률을 보이면서 핵심 섹터로 부상하고 있다.

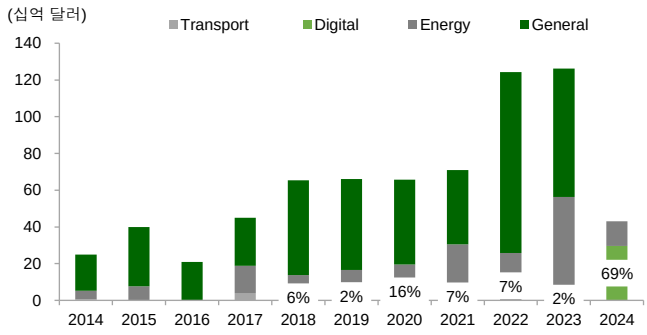
도표 12. 부문별 민간 인프라 Primary markets(신규/그린필드) 투자 비중



자료 : PPIAF, 신영증권 리서치센터
참고 : GDP 대비 비중

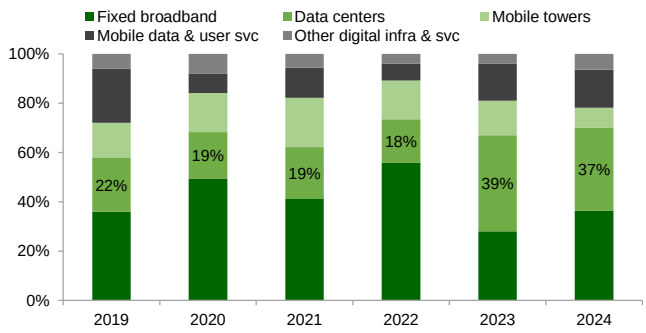
2024년 신규 설정한 펀드의 70%가 디지털

도표 13. 상위 20개 GP가 설정한 섹터별 인프라 펀드 조성 규모



자료 : Preqin, BCG analysis, 신영증권 리서치센터

도표 14. 디지털 인프라 subsector 거래 딜 건수 비중 변화



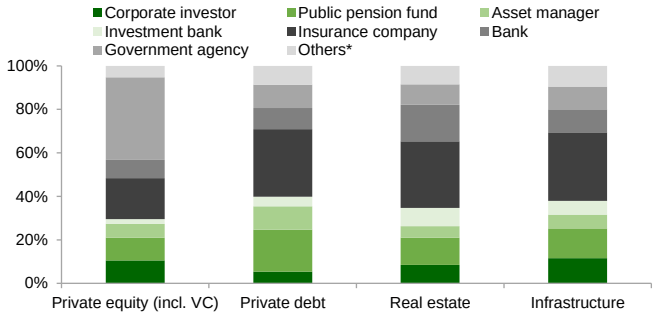
자료 : Preqin, BCG analysis, 신영증권 리서치센터

디지털 인프라 하위 섹터 가운데 데이터 센터로 거래규모가 2024년 기준 전년대비 60% 이상 증가하며 가장 빠르게 성장하고 있다. Edge 데이터 센터에서 벗어나 Hyperscale 시설로 전환하고 있으며, 건설 프로젝트에 대한 전력 공급 및 친환경 에너지원에 대한 수요까지 겹치면서 광범위하게 인프라 투자 섹터 전체에 영향을 미치고 있다.

국내 연기금에서도 점차 인프라에 대한 비중 확대 중

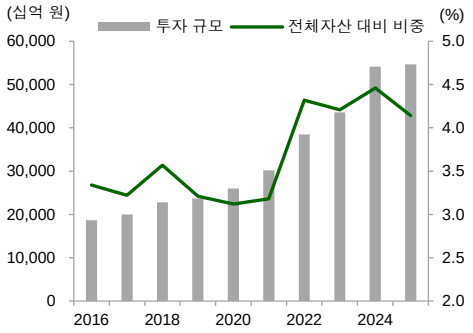
이 같은 흐름은 국내 LP들에게도 공통적으로 나타나고 잇는 모습으로, 보험사와 공적 연기금을 중심으로 인프라에 대한 비중을 적극적으로 확대하고 있다. 국민연금공단은 전 세계적으로 인프라 자산에 대한 최고 배분 기관 중 하나이면 2024년 말 기준 AUM은 54.1조 원으로 2023년 말 대비 24% 이상 증가했다. 인프라 자산은 2025년 기준 국민연금 전체 포트폴리오의 약 4.1% 비중을 차지하고 있다.

도표 15. 한국, 향후 12개월 기준 각 자산군별 LP 구성 비중 전망



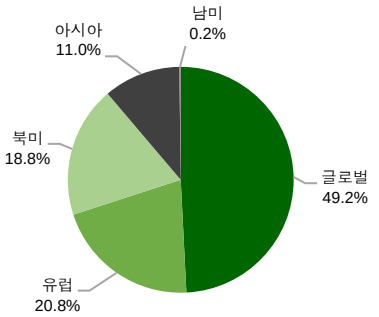
자료 : Preqin, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국민연금 인프라 투자 비중 확대



자료 : 국민연금, 신영증권 리서치센터

도표 17. 국민연금 인프라 국가별 포트폴리오 비중



자료 : 국민연금, 신영증권 리서치센터

인프라에 투자하는 방법

인프라 투자의 범위와 전략

장기 인플레이션 시대 대체투자의 매력이 커지는 가운데, 성장성까지 겸비한 인프라 자산에 투자하는 방법은 어떤 것이 있을까.

인프라 자산은 과거에는 도로·공항·발전소 등 필수 사회기반시설을 의미하는 경우가 많았으나, **최근 투자자들은 인프라를 보다 확장된 개념으로 바라보고 있다**. 에너지 전환 과정에서 태양광·풍력 등 신재생 발전 자산, 디지털 경제의 기반이 되는 데이터센터와 통신 인프라, 나아가 규제 기반의 독점적 성격을 가진 옥외광고 플랫폼, 응급헬기와 모듈러 빌딩, IoT 네트워크까지 새로운 자산군이 인프라로 편입되고 있다. 이후 투자 단계에 따라 Greenfield, Brownfield, Secondary로 구분할 수 있으며 투자 전략은 Core/Core+/Value-add/Opportunistic/Debt으로 세분화한다. 리스크와 수익률을 고려한 투자 목적에 따라 인프라 자산과 단계, 전략을 선택할 수 있다.

도표 18. 인프라 투자 개요 요약

구분	구분	내용				
투자 자산	전통적 인프라	도로, 항만, 철도, 공항, 송전망, 가스 배관				
	에너지 전환 인프라	풍력, 태양광, 수소, CCUS, SMR, 원전, 에너지 서비스				
	디지털 인프라	데이터센터, 통신타워, 해저 케이블, 광섬유망				
	사회 인프라	병원, 학교, 노인주택, 기숙사, 공공임대				
투자 단계	**구분**	**Greenfield**		**Brownfield**		**Secondary**
	단계	신규 건설		운영 중 자산		기존 펀드/프로젝트 지분
	Risk	매우 높음		중간(CAPEX 지출 규모)		낮음
	주요 전략	Value-Add/ Opportunistic		Core+/ Value-Add		Core/ Core+
	현금흐름	건설 중 현금흐름 없음		중간~점진 증가		즉시 발행, 안정적
	IRR	12~18% 이상		8~14%		5~10%
투자 전략	**구분**	**Core**	**Core+**	**Value-add**	**Opportunistic**	**Infra Debt**
	전략 목적	매우 안정	안정/소폭 성장	성장 및 재평가	높은 성장/ 재구조화	채권/대출 기반 안정적 이자
	Risk	낮음	낮음~중간	중간~높음	매우 높음	매우 낮음
	현금흐름	높음	중간~높은	중간 (개선 후 증가)	낮음 개선 후 상승	높음
	IRR	5~9%	8~12%	12~16%	15% 이상	3~7%(Senior) 6~10%(Mezzanine)
	레버리지 활용도	낮음	중간	중간~높음	높음	매우 낮음
	계약/요금 구조	장기 계약, CPI 연동	장기 계약 (일부 재계약)	재계약/운영 효율 개선 필요	계약 구조 불확실	선순위 또는 담보·보증 기반

자료 : Preqin, BCG, 신영증권 리서치센터

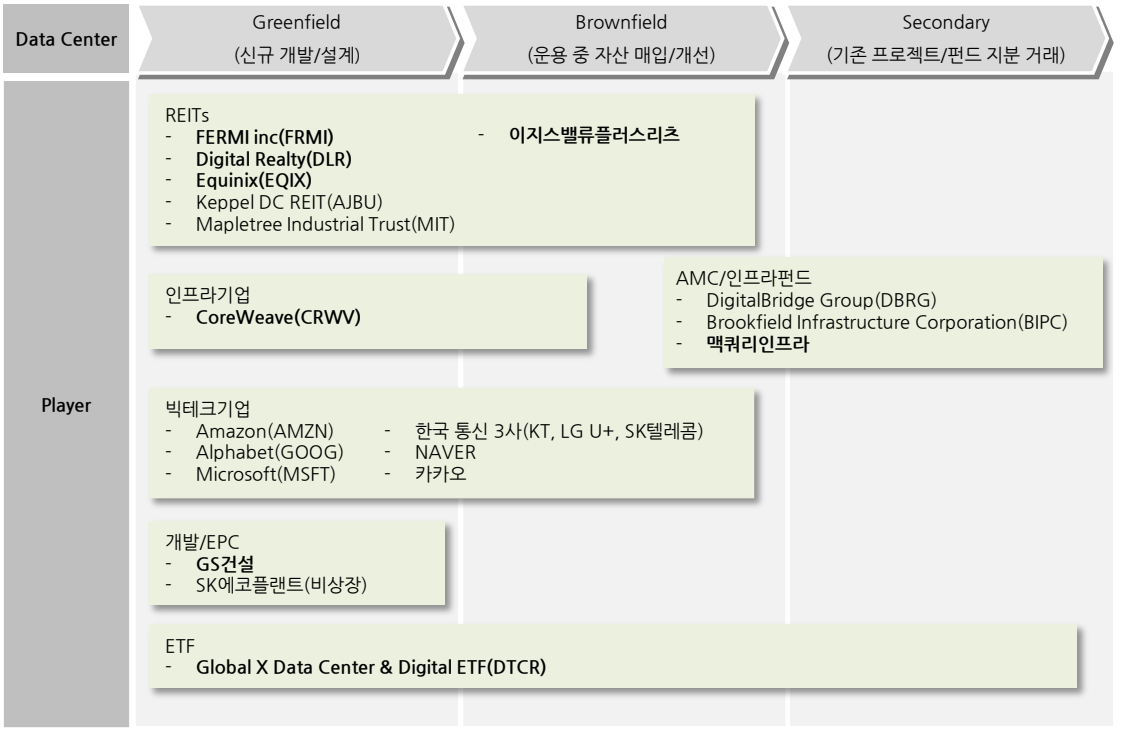
개인도 할 수 있는 인프라 투자

기관 중심의 시장
개인이 접근할 수 있는
투자 Mapping 소개

인프라는 그러나 개인이 '직접' 투자할 수 없다. 인프라 프로젝트 규모는 매우 크고(수천억 원~수조 원) 완공 이후 30~50년 이상 장기 운영되기 때문에 유동성이 낮고 만기가 길다. 또한 사회 필수 서비스 성격과 연관되어 있어 공공성과 규제를 적용 받아 개인이 역할을 수행하기 불가능하다. 개발 주체인 GP와 투자주체인 LP까지 기관 중심의 사모 형식이 인프라 투자의 대부분을 차지하고 있는 이유이다.

따라서 개인이 인프라에 투자하기 위해서는, 인프라를 개발하고 투자하는 기업이나 기관의 펀드 상품에 간접투자해야 한다. 인프라 개발 단계와 성격에 따라 상장 주식을 구분하면 다음 [도표 19]와 같다.

도표 19. 데이터센터 인프라 관련 투자 Mapping



자료 : 신영증권 리서치센터

신규 개발과 설계,
High risk
High return

신규 개발·설계에 초점을 둔 Greenfield 영역에 해당하는 기업으로는 데이터센터의 경우 주요 빅테크기업과 REITs를 들 수 있다. 특히 올해 상장한 **FERMI inc**의 경우, 개발 단계에서부터 전력·입지 확보를 일괄적으로 추진하는 **'Pure Greenfield Developer'**에 가까운 비즈니스 모델을 갖추었다는 점에서 시장의 주목을 받았다. 초기 리스크는 높지만, AI 수요 확대에 따라 신규 캐파 개발의 중요성이 커지면서 가장 직접적인 성장 레버리지를 확보하고 있다는 점에서 밸류에이션 프리미엄이 부여되는 특징이 있다. REITs임에도 언제 배당이 개시될 지 알 수 없으며, 향후 개발 성공에 따른 자산가치 상승이 주요 투자 포인트이다.

데이터센터 REITs는 그린필드와 브라운필드 영역에 걸쳐 있어, 적극적으로 데이터센터 개발에 나섬과 동시에 기존 데이터센터를 인수, 운용 효율화를 통한 Value-add 정책을 적극적으로 활용하면서 보유 자산 가치 상승과 임대수익 성장을 동시에 달성하고 있다.

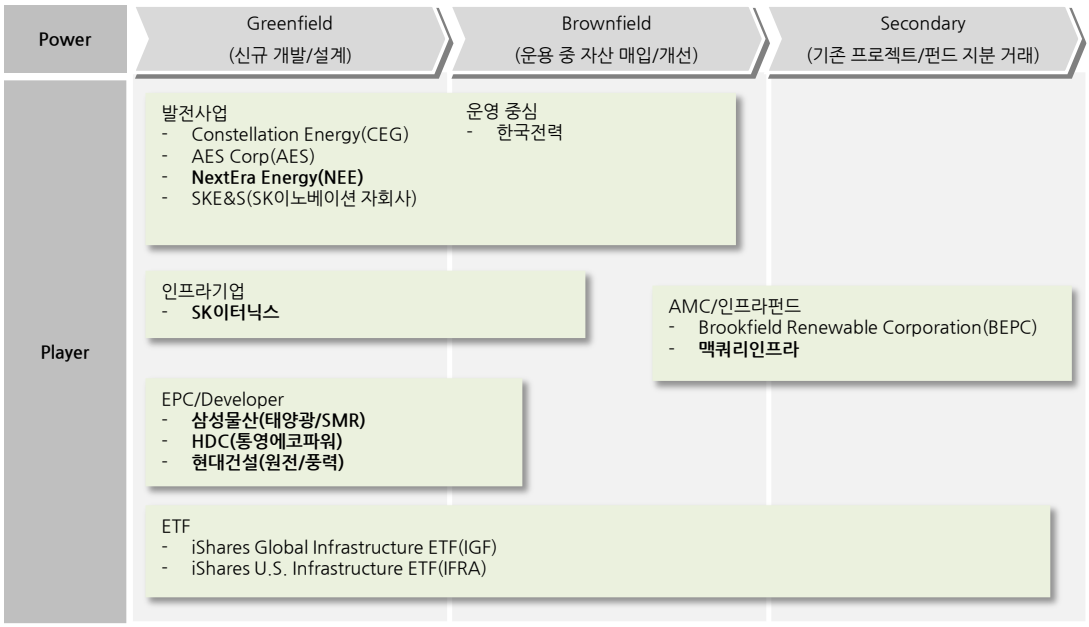
REITs가 아닌 기업형태로 데이터센터 인프라를 제공하는 기업으로 미국의 **CoreWeave**가 있다. CoreWeave의 경우 특히 AI용 GPU 전용 데이터센터로, GPU 서버를 대용량 구매한 후 사용자에게 GPUaaS 클라우드 서비스를 제공한다.

EPC 기업들 역시 데이터센터 개발에 있어 핵심적인 역할을 수행할 뿐 아니라 직접 운영까지 사업 영역을 확장하고 있다. **GS건설**은 국내 다수의 데이터센터 시공 실적과 함께 지난 2024년 1월 준공한 '에포크 안양 센터'의 경우 건설사 최초로 데이터센터 개발 및 운영 사업에 참여한 첫 사례를 보여주었다. GS건설은 자회사 '디씨브릿지'를 2021년 5월 설립, 데이터센터 영업과 운영 서비스를 담당하고 있다.

지속적인 현금흐름과
인플레이션 헷지를 갖춘
REITs와 인프라펀드

대체투자 본연의 목적에 맞는 자산 배분 관점에서의 주요한 포인트, 1)지속적인 현금흐름, 2)인플레이션 헷지를 갖춘 주식으로 **'데이터센터 REITs와 인프라펀드(맥쿼리인프라)'**를 꼽을 수 있다. 인프라 성격을 갖추었지만 아직 현금흐름이 발생하지 않아 리스크가 높은 주식(FREMI, CoreWeave)의 경우 아직까지는 성장주로서 완전한 '주식 영역'에 보다 적합한 기업으로 판단된다.

도표 20. 전력/재생에너지 인프라 관련 투자 Mapping



자료 : 신영증권 리서치센터

비정상적으로 낮았던 벨류에이션의 회복

전력/재생에너지 인프라 관련 영역에서는 운용에 보다 중점을 둔 유틸리티 기업과 발전사업자(IPP)가 주로 포진하고 있으며, EPC 기업들의 개발 비중이 보다 두드러지는 특징이 있다. 에너지 수급 및 전력망 확보의 제약, 그리고 높은 CAEPX 부담 때문에, **전력/에너지 인프라는 REITs보다 PropCo. 형태**로 개발되는 경향이 있다.

비정상적으로 낮았던 벨류에이션의 회복

에너지 인프라 PropCo 상장 주식은 1)장기 계약 기반의 안정적 현금흐름이 보장되고, 2)많은 인프라 자산의 요금이 물가 상승률에 연동되어 인플레이션 헷지 기능이 있으며, 3)필수 서비스로 제공되기에 낮은 경기 민감도를 갖추고 있어 대체투자 관점에 매우 적합하다. 단, 높은 CAPEX부담과 연료가 연동으로 인하여 배당이 불확실한 경우(ex, 한국전력) 본연의 의미가 퇴색될 수 있어 주의가 필요하다.

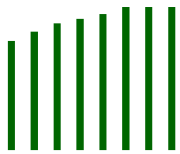
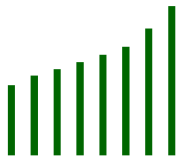
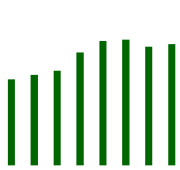
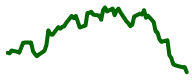
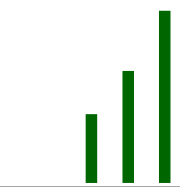
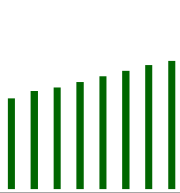
비정상적으로 낮았던 벨류에이션의 회복

한편 상장기업 가운데 Pure 인프라 기업으로 **SK이터닉스**가 있어 눈에 띈다. 태양광/풍력/연료전지/ESS 등 국내 신재생에너지 인프라 개발 및 운영 사업을 영위하고 있으며, 과거 시공 매출 의존에서 개발용역 및 운영 수익으로의 전환을 꾀하고 있어 recurring income 비중이 점차 높아질 것으로 기대된다. 2026년 운영 수익이 본격적으로 증가할 것으로 보여 인프라 기업으로서 대체투자 매력이 부각될 것으로 보인다.

III. 인프라기업/ETF 소개

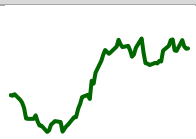
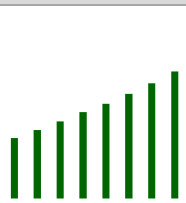
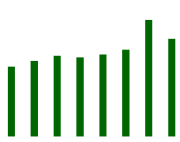
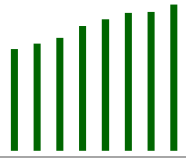
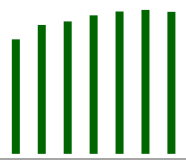
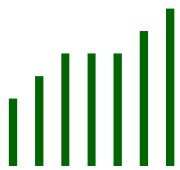
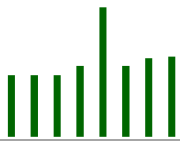
도표 21. 상장 인프라기업/REITs/인프라펀드 소개

(단위: %,배, 원,%, 십억원)

구분	주요 자산	3M 주가 추이	배당금 추이	주요 지표	2025F
FERMI (REITs)	에너지·데이터센터 복합 개발 리츠로 텍사스에 위치한 'Project Matador' 캠퍼스를 기반으로 자체 발전을 통한 AI 데이터센터 인프라를 구축. 기존 데이터센터 리츠와 달리 원전/SMR 같은 에너지 생산 시설을 자산에 편입		배당금 지급 내역 없음	ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	- - - - - 13.92
Digital Realty (REITs)	클라우드 사업자를 대상으로 대기업에게 대규모 서버 공간과 전력을 임대하는 데이터센터 전문 리츠. 전 세계 300 여개의 데이터센터를 보유하며, 최근에는 상호연결 기능을 강화한 Colocation 센터 위주로 확장 중			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	5.74 2.39 4.90 1.32 101.68 81.10
Equinix (REITs)	글로벌 1 위 리테일 중심 데이터센터 리츠로 주요 소프트웨어 기업들의 네트워크 허브 역할을 수행하며 높은 마진을 창출함. 전 세계 260 여개의 IBX 데이터센터를 보유하며, 상위 입지 선점에 Latency 부분에서 강점 보유			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	10.70 5.25 18.79 1.27 159.19 108.77
Keppel DC REIT (REITs)	싱가포르 거래소에 상장된 아시아 최초의 데이터센터 리츠로 아시아/태평양/유럽 지역의 데이터센터를 전문적으로 투자함. 20 여개의 데이터센터를 보유하며, 주요 고객사로 동남아시아의 통신사와 IT 기업을 타겟함			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	6.79 1.45 0.10 0.93 62.76 6.29
CoreWeave	엔비디아의 지원을 받는 AI 특화 클라우드 서비스 제공사. 물리적 부동산보다는 데이터센터 내부에 있는 H100/Blackwell GPU 칩셋과 이를 연결하는 InfiniBand 네트워킹 장비를 주요 자산으로 확보		배당금 지급 내역 없음	ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	-29.10 9.69 0.00 - 1262.81 51.38
Constellation Energy	미국 내 최대 규모의 원자력 발전 사업자. 데이터센터 전력 수요 폭증에 대응해 빅테크 기업과 직접 전력공급계약(PPA)를 체결함. 미국 전역의 20 기 이상의 원자력 발전소를 핵심 자산으로 확보			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	21.25 7.62 1.54 0.17 290.92 158.96
AES Corp	글로벌 전력 유틸리티 및 신재생에너지 ESS 개발사. 미국 인디애나, 오하이오의 유틸리티와 글로벌 태양광, 풍력 단지를 주요 자산으로 삼아, ESS 프로젝트 중심으로 포트폴리오 구축			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	35.31 2.46 0.70 0.33 503.17 14.16

자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 22. 상장 인프라기업/REITs/인프라펀드(이어서) (단위: %, 배, 원, 십억원)

구분	주요 자산	3M 주가 추이	배당금 추이	주요 지표	2025F
NextEra Energy	세계 최대의 신재생 전문 유틸리티 기업으로 플로리다주 전역을 커버하는 독점 송배전망과 발전소 및 북미 전역의 풍력 및 태양광 발전 단지 보유. 신재생 에너지 기반 전력망 전문 사업자			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	13.10 3.06 2.27 0.62 258.05 258.35
Brookfield Infrastrucrue Corporation	캐나다의 자산운용사 브룩필드가 운용하는 글로벌 인프라 전문 지주사. 유틸리티, 운송, 데이터센터 인프라에 분산 투자. 글로벌 유료 도로, 철도 및 천연가스 파이프라인을 중심으로 통신 타워와 데이터센터로 영역 확장			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	6.45 3.45 1.72 2.91 102.65 33.63
Brookfield Renewable Corporation	브룩필드 산하의 순수 신재생에너지 발전 전문 기업. 수력 발전 댐이 전체 포트폴리오의 50%를 차지. 또한 대규모 풍력 단지와 태양광 발전소, ESS 장치를 보유하며 빅테크와 전력공급 계약을 체결			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	-6.86 2.40 1.50 1.12 97.51 28.28
맥쿼리 인프라	국내 상장된 대표적인 인프라펀드로, 국내 민자 사회기반시설(SOC)에 투자하여 배당 수익을 제공. 통행료 수입이 발생하는 유료 도로, 터널, 교량이 핵심 자산. 최근 도로 자산의 만기를 대비해 도시가스 사업자 지분을 인수			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	- - 760.00 - 19.13 5.51
SK 이터닉스	24 년 SK 디앤디에서 인적분할되어 설립된 신재생에너지 개발 전문 기업. 친환경 에너지프로젝트의 EPC 부터 운영까지 전담하는 디밸로퍼. 제주와 전남 등지에 위치한 육상/해상 풍력 발전단지와 ESS 센터 운영권을 보유		배당금 지급 내역 없음	ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	15.43 2.14 0.00 0.00 202.39 0.60
HDC	HDC 그룹의 지주사로 종합 건설사인 HDC 현대산업개발과 24 년 인수한 통영에코파워를 핵심 계열사로 소유. 그 외에도 계열사인 HDC 현대 EP, HDC 현대랩스, 부동산 자산으로 용산 아이파크몰, 서울-춘천 고속도로를 소유			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	10.00 0.37 400.00 0.07 143.16 1.06
삼성물산	건설, 상사, 패션, 리조트 4 개 부문을 영위함. 삼성그룹 핵심 계열사의 보유 지분을 다수 보유하고 있음. 건설 부문의 경우 삼성전자 평택 파운드리 공장 건설, 새울 원전 3,4 호기 건설, 루마니아 SMR 사업 추진			ROE PBR DPS 배당성향 부채비율 시가총액	6.70 1.03 2672.42 0.21 66.38 36.04

자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 23. 인프라 관련 ETF 소개(이어서)

(단위: %, 배, 원, 십억원)

구분	상품설명	구분	내용	상위 10 개 구성종목
TIGER 리츠 부동산 인프라	국내 최초 부동산 상장 리츠, 인프라 펀드에 투자하는 인컴형 ETF 로 Fnguiide 리츠부동산인프라 지수를 기초지수로 하여 국내 국내거래소에 상장된 주식 및 집합투자증권에 투자신탁 자산총액의 60% 이상을 투자 기초 지수에 포함된 주식을 해당 비율만큼 모두 포함하는 완전 복제방식으로 구성함	운용사	미래에셋자산운용	맥쿼리인프라 SK 리츠 KB 발해인프라 롯데리츠 ESR 켄달스퀘어리츠 한화리츠 신한알파리츠 제이알글로벌리츠 맵스리얼티 코람코라이프인프라리츠
		종목코드	329200	
		기초지수	FnGuide 리츠부동산인프라 지수	
		상장일	2019-07-19	
		시가총액	1027.0	
		20 일 평균 거래대금	12.3	
		총보수	0.08%	
		분배금 기준일	- 지급기준일: 매월 마지막영업일 - 지급시기 : 지급기준일 익영업일로부터 제 7 영업일 이내	
		정기변경	6 월, 12 월	
TIGER 리츠 부동산 인프라 TOP10 액티브	ETF 순자산가치의 변화가 비교지수인 "KEDI 리츠부동산인프라 TOP 10 지수(PR)" 변화를 초과하도록 운용하는 것을 목적 유가증권 시장에 상장된 사회기반시설투융자회사와 부동산투자회사 종목으로 포트폴리오를 구성할 예정이나, 리츠 신규상장·유상증자 등의 이벤트에 적극적으로 대응하는 액티브 전략을 활용하여 초과수익을 추구할 예정	운용사	미래에셋자산운용	맥쿼리인프라 SK 리츠 ESR 켄달스퀘어리츠 신한알파리츠 롯데리츠 한화리츠 코람코라이프인프라리츠 디앤디플랫폼리츠 삼성 FN 리츠 이리츠코크렙
		종목코드	0086B0	
		기초지수	KEDI 리츠부동산인프라 TOP10 지수	
		상장일	2025.07.29	
		시가총액	102.7	
		20 일 평균 거래대금	1.2	
		총보수	0.06%	
		분배금 기준일	- 지급기준일 : 매월 15 일 - 지급시기 : 지급기준일 익영업일로부터 제 7 영업일 이내	
		정기변경	6 월, 12 월	
KODEX 한국 부동산 리츠 인프라	국내 상장된 부동산 관련 집합투자증권(REITs, 리츠)을 주된 투자대상으로 신탁재산의 50% 이상을 투자하고, 그외 국내 상장된 인프라 관련 집합투자증권, 국내 주식 등에 투자하며, 한국거래소(KRX)가 산출·발표하는 'KRX 부동산리츠인프라 지수'를 기초지수로 설정함	운용사	삼성자산운용	맥쿼리인프라 KB 발해인프라 SK 리츠 ESR 켄달스퀘어리츠 롯데리츠 제이알글로벌리츠 신한알파리츠 코람코라이프인프라리츠 한화리츠 KB스타리츠
		종목코드	476800	
		기초지수	KRX 부동산리츠인프라 지수	
		상장일	2024.03.05	
		시가총액	527.3	
		20 일 평균 거래대금	7.8	
		총보수	0.09%	
		분배금 기준일	매월 15 일	
		정기변경	6 월, 12 월	
PLUS K 리츠	국내 상장 리츠에 투자하는 최초 ETF 로 소액으로 우량 부동산 투자가 가능하며 인플레이션 헤지가 가능함 기초 지수인 FnGuide 리츠 지수는 유가증권시장 및 코스닥 시장에 상장된 보통주 종목 중 특별자산군(REITs)에 속하는 기업들로 구성하여 국내 상장 리츠 부문의 성과를 추종하도록 개발된 지수임	운용사	한화자산운용	SK 리츠 ESR 켄달스퀘어리츠 신한알파리츠 제이알글로벌리츠 롯데리츠 한화리츠 코람코라이프인프라리츠 KB 스타리츠 삼성FN리츠 디앤디플랫폼리츠
		종목코드	429740	
		기초지수	FnGuide 리츠 지수	
		상장일	2022.05.24	
		시가총액	9.7	
		20 일 평균 거래대금	0.03	
		총보수	0.25%	
		분배금 기준일	매월 말일	
		정기변경	6 월, 12 월	

자료 : 신영증권 리서치센터

참고 : 매매차익은 비과세, 분배금은 배당소득세 과세(현금 분배금 15.4%

*TIGER리츠부동산TOP10액티브의 경우 매매차익에 대해 배당소득세(15.4%) 과세

도표 24. 인프라 관련 ETF 소개(해외)

(단위: %, 배, 원, 십억원)

구분	상품설명	구분	내용	상위 10 개 구성종목
Global X Data Center & Digital (DTCR)	Global X Data Center & Digital Infrastructure ETF 는 미국에 설립된 상장지수펀드(ETF). 이 펀드는 Solactive Data Center REITs & Digital Infrastructure 지수의 성과를 추종하는 것을 목표로 설정됨. 해당 ETF 는 데이터센터 리츠, 통신 타워 및 디지털 인프라 리츠, 디지털 하드웨어 기업들에 투자함	운용사	Global X Management Co	EQUINIX INC DIGITAL REALTY TRUST INC AMERICAN TOWER CORP CROWN CASTLE INC APPLIED DIGITAL CORP WINBOND ELECTRONICS CORP KEPPEL DC REIT NEXTDC LTD
		티커	DCTR US	
		기초지수	Solactive Data Center REITs & Digital Infrastructure Index	
		상장일	2020.10.29	
		시가총액	869.2	
		20 일 평균 거래대금	16.5	
		총보수	0.50%	
		분배금 기준일	6 월, 12 월	
		정기변경	2 월, 8 월	
Global X US Infra (PAVE.US)	Global X U.S. Infrastructure Development ETF 는 미국에 설립된 상장지수펀드(ETF)임. 이 ETF 는 건설·엔지니어링, 원자재 생산 및 기타 관련 기업을 포함하여, 미국 내 인프라 개발과 관련된 미국 상장 기업들의 성과를 측정하는 'U.S. Infrastructure Development Index'를 추종함. 시설을 직접 공사 및 수행하는 산업재 및 소재 기업의 비중이 높음	운용사	Global X Management Co	HOWMET AEROSPACE PARKER HANNIFIN QUANTA SERVICES SEMPRA NORFOLK SOUTHERN CRH FASTENAL
		티커	PAVE US	
		기초지수	U.S. Infrastructure Development Index	
		상장일	2017.03.08	
		시가총액	13,836.9	
		20 일 평균` 거래대금	78.3	
		총보수	0.47%	
		분배금 기준일	6 월, 12 월	
		정기변경	매년 1 월 말일마다 변경	

자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

참고 : '과세내용:-매매차익: 22% (양도소득세 20% + 지방소득세 2%)(기본과세 면제 한도 250만원 이상분부터 적용), 현금분배금*15%,(분배금의 배당소득세는 현지 원천징수)

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
SK이터닉스(475150.KS)	매수(신규)	25,000원(신규)
HDC(012630.KS)	매수(신규)	32,000원(신규)
맥쿼리인프라(088980.KS)	매수(신규)	13,000원(신규)
삼성물산(028260.KS)	매수(신규)	280,000원(신규)
Fermi inc.(FRMI)	-	-
CoreWeave(CRWV)	-	-
Equinix(EQIX)	-	-
Brookfield Renewable Corp (BEPC)	-	-

SK이터닉스(475150.KS)

신재생에너지 인프라 파트너

매수(신규)

현재주가(11/25) 18,190원
목표주가(12M,신규) 25,000원

분석의 기본 가정

- RE100 이니셔티브 강화
- 국내 신재생에너지 발전 지원 정책 지속

- **선도 그린에너지 디벨로퍼의 역량**

  동사는 전체 3.0GW의 파이프라인 보유하고 있는 국내 Top tier 신재생 에너지 디벨로퍼 기업임. 개발-구조화금융-운용/Exit 등 전체 인프라 투자 사업에서의 역량을 갖추었음. 특히 해상풍력 개발에서의 두각을 나타내고 있으며 신안우이(390MW), 인천굴업도 1차(255MW)이 각각 2026년, 2027년 착공이 예정됨에 따라 개발이익이 가시화될 것으로 보임

- **Recurring income 비중 확대**

  최근 태양광 솔라닉스 구조화 상품을 통해 RE100 상대 기업과의 30년 장기계약을 체결한 바 있음. 상업운전이 개시되는 2026년을 기점으로 전력 판매 및 용역 매출과 이익이 점증되는 구조임. 이에 2027년부터 계속사업 이익 비중이 높아지면서 안정적인 현금흐름을 보유한 인프라기업으로의 매력을 갖추게 됨

- **투자의견 매수, 목표주가 25000원 신규 커버리지 개시**

  신재생에너지 투자 확대가 기대되는 시점에서 인프라 투자 파트너로서 역량과 신뢰를 갖춘 기업임. 투자의견 매수, 목표주가 25000원으로 신규 커버지를 개시함

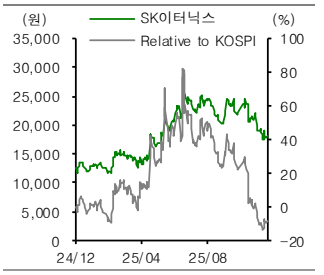
결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	-	332	411	516	151
영업이익(십억원)	-	38	57	61	69
세전손익(십억원)	-	27	42	47	59
지배순이익(십억원)	-	22	34	38	48
EPS(원)	-	811	1,013	1,126	1,417
증감율(%)	-	na	25.0	11.1	25.8
ROE(%)	-	9.2	13.2	13.1	14.7
PER(배)	-	14.9	18.0	16.2	12.8
PBR(배)	-	1.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	-	10.5	11.1	9.7	12.8

Key Data	(기준일: 2025. 11. 25)
KOSPI(pt)	3857.78
KOSDAQ(pt)	856.03
액면가(원)	200
시가총액(억원)	6,140
발행주식수(천주)	33,754
평균거래량(3M,주)	820,257
평균거래대금(3M, 백만원)	18,012
52주 최고/최저	28,900 / 11,700
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	4.1
주요주주 지분율(%)	
SK디스커버리 외 2 인	31.1 %
한앤코대블유피홀딩스 유한회사	12.5 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.4	-17.1	-10.0	30.1
KOSPI대비상대수익률	-12.5	-31.0	-39.5	-14.5

Company vs KOSPI composite



개발-구조화-Exit-운용
인프라 투자 역량의 결정체

대체투자 개발에서의 오랜 업역 선도 디벨로퍼

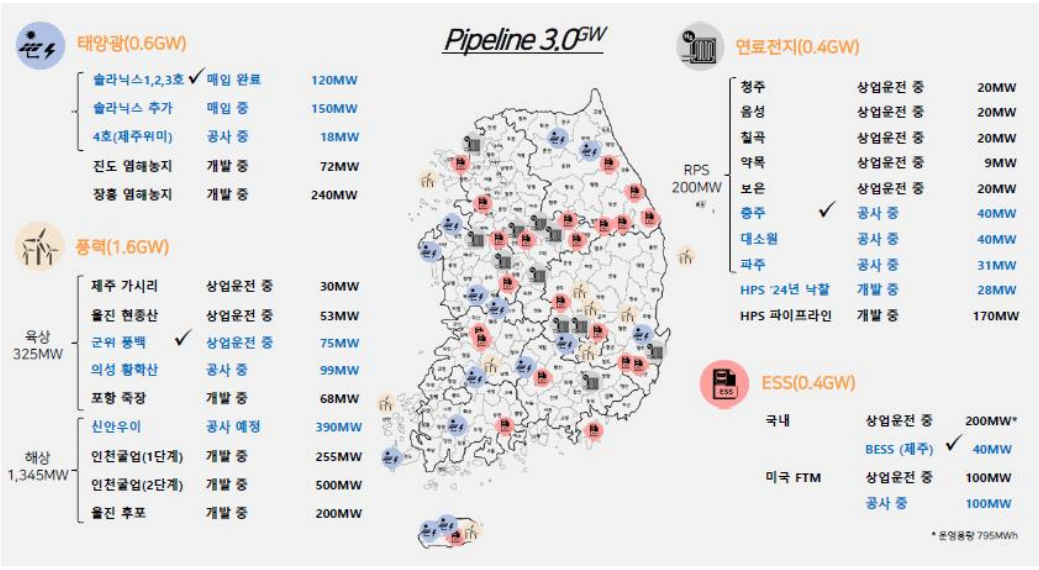
부동산과 인프라는 대체투자(Private Market) 영역에서 본질적으로 다르지 않은 하나의 상품군으로 취급된다. 초기 개발부터 금융 구조화, 운용 및 Exit에 이르기까지 상품의 특성(Asset Class)에 따라 전략만 달라질 뿐, 요구되는 핵심 역량은 매우 흡사하다. SK이터닉스는 분할 신설 전 존속 법인인 SK디앤디(2004년 설립) 시절부터 선도 신재생에너지 디벨로퍼로서 그린 인프라 개발 역량을 축적해 왔다.

해상풍력에서의 독보적인 개발 능력

2025년 9월말 현재 SK이터닉스가 현재 개발 중이거나 확보한 신재생에너지 발전 용량은 3.0GW규모로, 풍력발전(1.6GW) 부문에서 상위 5위의 선두 그룹에 해당된다. 특히 신안우이(390MW), 인천굴업(755MW), 울진 후보(200MW) 등 해상풍력에서 독보적인 개발 능력을 보유하고 있다.

신재생에너지 디벨로퍼의 *첫번째 핵심 역량은 대규모 개발 부지를 선점하고 인허가를 완료하는 능력*이다. 까다로운 국내 환경에서 대규모 부지를 선점하고 주민 민원에 대응하면 인허가를 완료하는 난이도 높은 영역이다. 전력계통에 대한 완벽한 이해도와 부지 개발의 신속함을 갖춘 초기 개발 역량은 신규 플레이어의 진입을 막는 높은 장벽이며, 선도 디벨로퍼만이 가진 가장 강력한 무기라고 할 수 있다.

도표 1. SK이터닉스 파이프라인 현황



자료 : SK이터닉스, 신영증권 리서치센터

금융 구조화 능력의 중요성

다음으로 중요한 역량은 *금융 구조화 능력이다*. 장기 PPA 협상, 자금 조달, 재무 모델링, 특히 인프라는 30년 이상의 장기 현금흐름을 예측하고 프로젝트 안정성을 극대화할 수 있는 금융 설계 능력이 필요하다. 성공적인 사업 파트너로서 개발 트랙레코드를 보유하고 있고, 투자자 및 금융기관에게 장기간 수익을 창출해내는 능력은 단기간에 쌓을 수 없다.

태양광 장기 직접PPA 계약 잇따른 성공으로 구조화 금융 능력 검증

최근 동사는 태양광 분야에서 장기 직접PPA 계약을 잇달아 성공시켜 주목된다. 직접PAA 구조를 활용해 RE100 고객사에게 안정적인 신재생에너지 전력을 공급하고 동사는 20년 이상의 장기계약을 이끌어냈다. 구체적으로 솔라닉스 1호는 '26년1월부터 30년 최소 보장 공급 1945억원의 계약을 확보했으며, 2호 역시 '28년6월부터 25년간 최소 보장 공급 2031억원의 계약을 체결했다. 3호에 이어 연내 추가 프로젝트(5호) 수주를 예정하고 있으며, 2026년에는 기존 계약 용량의 1.5배에 달하는 최대 200MW의 구조화 프로젝트 계약 체결을 목표로 하고 있다.

도표 2. 태양광 발전자원 구조화 – 솔라닉스 파이프라인 현황

구분	내용	개발용역 (억원)	인식	규모	조건
1 호	직접 PPA	102	4q24	40MW	30 년간 최소 보장공급 1945 억원('26.1~)
2 호	직접 PPA	112	2q25	40MW	25 년간 최소 보장공급 2031 억원('28.6~)
3 호	제 3 자 PPA	112	2q25, 3q25	40MW	25 년간 모니터링 서비스('26.1H~)
5 호	-	-	4q25	-	-
신규	-	-	2026	150MW~200MW	-

자료 : SK이터닉스, 신영증권 리서치센터

수익성 극대화를 위한 Exit, 운용 전략

개발과 구조화금융이 성공적인 프로젝트를 '출발'시키는 동력이라면, 그 프로젝트의 궁극적인 수익성을 결정하고 가치를 극대화하는 것은 후속 단계인 운용과 Exit 역량이다. 동사는 2015년 제주 가시리 육상 풍력발전소(MW)를 현재까지 10여년동안 무사고로 관리하며 안정적인 매출과 수익을 입증하고 있으며, 울진 현종산(53MW), 군위 풍백(75MW) 등 총 158MW의 육상 풍력 자산을 안정적으로 운영하고 있다. 단일 프로젝트가 큰 해상풍력의 경우 적절한 개발권 매각 등을 통해 조기 Exit으로 수익을 현실화하는 등, 운영과 Exit의 조화를 통해 수익을 극대화하고 있다.

신뢰의 인프라 투자 파트너
투자의견 매수, 목표주가 25,000원

투자의견 매수
목표주가 25000원
신규 커버리지 개시

SK이터닉스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 25000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 2026년 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 25.5%, 6.4% 증가한 5162억원, 609억원으로 추정되며, 이는 연료전지(대소원40MW, 파주31MW) 준공에 따른 EPC 인도매출(약 3100억원)과 의성황학산 Procurement 인도매출(1100억원)이 크게 기여할 것으로 보인다. 현재 진행중인 신안우이 및 인천굴업도 해상풍력 발전 사업에 대한 개발정산 이익이 인식되는 시점에 따라 추가 매출 상향의 여지가 있다.

2026년 연료전지 및
육상풍력 준공으로
매출 상승
이후 계속 이익 비중 확대

2027년부터 인도매출 공백에 따라 매출액은 크게 감소하지만 영업이익과 순이익은 오히려 증가하는 모습을 보이며 인프라 운용사로서의 이익 창출 능력은 한층 강화되어 긍정적이다. 이는 솔라닉스 전력판매 개시와 함께 안정적인 매출과 이익이 점증되는 모습으로 해당 프로젝트 누적에 따라 동사 전체 이익에서 recurring income이 차지하는 비중은 계속 증가할 것으로 전망된다. 2024년 분할 이후 현재까지 배당을 지급하지는 않았으나, 대형 EPC 준공 이후 계속사업 이익 비중이 높아지면서 현금 체력을 키워나가고 있어 2026년 결산 시점부터는 배당 지급이 가능할 것으로 전망된다.

도표 3. SK이터닉스 실적 table (단위: 억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	3Q26	3Q26	4Q26	2025F	2026F	2027F
매출액	259	653	464	2,736	191	1,879	2,785	307	4,113	5,162	1,506
신재생	179	582	385	2,391	111	1,849	2,745	227	3,537	4,932	1,246
ESS	80	71	80	115	80	30	40	80	576	230	260
매출총이익	59	160	72	899	112	405	631	287	1,189	1,435	920
영업이익	11	96	12	454	81	124	185	219	572	609	695
세전이익	2	168	-72	324	70	179	130	99	422	478	595
지배순이익	10	143	-51	240	57	145	105	80	342	387	482
증가율(yoy)											
매출액	438.5%	366.8%	-71.0%	78.8%	-26.3%	187.6%	499.9%	-88.8%	23.8%	25.5%	-70.8%
영업이익	154.7%	흑전	-91.9%	80.5%	663.5%	28.8%	1482.5%	-51.8%	52.1%	6.4%	14.1%
세전이익	흑전	흑전	적전	26.1%	3205.7%	6.3%	흑전	-69.4%	53.6%	13.1%	24.4%
지배순이익	흑전	흑전	적전	21.3%	479.8%	1.2%	흑전	-66.6%	52.8%	13.1%	24.4%
매출총이익률	22.6%	24.4%	15.5%	32.8%	58.5%	21.6%	22.6%	93.5%	28.9%	27.8%	61.1%
영업이익률	4.1%	14.7%	2.5%	16.6%	42.5%	6.6%	6.6%	71.3%	13.9%	11.8%	46.1%

자료 : SK이터닉스, 신영증권 리서치센터

도표 4. SK이터닉스 파이프라인

(단위: 억원)

구분	구분	내용	개발용역	인식	규모	조건
태양광 (솔라닉스)	1 호	직접 PPA	102	4q24	40MW	30 년간 최소 보장공급 1945 억원('26.1~)
	2 호	직접 PPA	112	2q25	40MW	25 년간 최소 보장공급 2031 억원('28.6~)
	3 호	제 3 자 PPA	112	2q25,3q25	40MW	25 년간 모니터링 서비스('26.1H~)
	5 호	-	-	-	50MW	-
	신규			2026	150MW~ 200MW	-
풍력			매출	인식	규모	
	군위	EPC	1,800	'22~'25	75MW	진행기준
	의성황학산	EP	1,190	'23~'26	99MW	인도기준
	포항죽장구분	내용	-	'26~	68MW	-
	신안우이	미정	-		390MW	미정
	인천굴업도 1 차	미정	-		255MW	미정
	인천굴업도 2 차	미정	-		500MW	미정
연료전지			매출	인식	규모	
	충주	EPC	1,719	4q25	40MW	인도기준
	대소원	EPC	1,719	2q26	40MW	인도기준
	파주	EPC	1,415	3q26	11MW/20MW	인도기준
	HPS(이천, 파주 1/2)	-	110	2q25~1q26	28MW	개발용역

자료 : SK이터닉스, 신영증권 리서치센터

도표 5. SK이터닉스 valuation

구분	내용	비고
'27F FFO	697	
당기순이익	482	
부동산관련감가상각비	215	
P/FFO	12.0	글로벌 인프라기업 평균(15.0x) 20% 할인
적정 가치	8,359	
발행주식총수(천 주)	33,669	
적정 주가(원)	24,826	

자료 : 신영증권 리서치센터

SK이터닉스(475150.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**0**	**3,322**	**4,113**	**5,162**	**1,506**
증가율(%)	NA	NA	23.8	25.5	-70.8
매출원가	**0**	**2,757**	**2,924**	**3,727**	**586**
원가율(%)	NA	83.0	71.1	72.2	38.9
매출총이익	**0**	**565**	**1,189**	**1,435**	**920**
매출총이익률(%)	NA	17.0	28.9	27.8	61.1
판매비와 관리비 등	**0**	**188**	**617**	**826**	**226**
판관비율(%)	NA	5.7	15.0	16.0	15.0
영업이익	**0**	**376**	**572**	**609**	**695**
증가율(%)	NA	NA	52.1	6.5	14.1
영업이익률(%)	NA	11.3	13.9	11.8	46.1
EBITDA	**0**	**600**	**775**	**785**	**772**
EBITDA마진(%)	NA	18.1	18.8	15.2	51.3
순금융손익	**0**	**-95**	**-269**	**-194**	**-261**
이자손익	0	-150	-161	-126	-212
외화관련손익	0	-3	-109	-69	-50
기타영업외손익	**0**	**26**	**29**	**29**	**29**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**-33**	**90**	**25**	**127**
법인세차감전계속사업이익	**0**	**275**	**422**	**469**	**590**
계속사업손익법인세비용	**0**	**51**	**80**	**89**	**112**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**0**	**224**	**342**	**380**	**478**
증가율(%)	NA	NA	52.7	11.1	25.8
순이익률(%)	NA	6.7	8.3	7.4	31.7
지배주주지분 당기순이익	0	224	342	380	478
증가율(%)	NA	NA	52.7	11.1	25.8
기타포괄이익	**0**	**6**	**6**	**6**	**6**
총포괄이익	**0**	**229**	**348**	**386**	**484**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**0**	**2,550**	**8,532**	**4,928**	**2,440**
현금및현금성자산	0	666	1,751	2,796	519
매출채권 및 기타채권	0	176	522	156	51
재고자산	0	592	5,141	860	753
비유동자산	**0**	**4,767**	**6,223**	**6,970**	**9,113**
유형자산	0	2,355	2,040	872	1,012
무형자산	0	67	59	51	45
투자자산	0	1,973	3,754	5,676	7,686
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**0**	**7,317**	**14,755**	**11,898**	**11,553**
유동부채	**0**	**2,971**	**9,001**	**5,760**	**4,932**
단기차입금	0	90	140	140	140
매입채무및기타채무	0	408	1,958	558	390
유동성장기부채	0	1,293	981	931	881
비유동부채	**0**	**1,927**	**2,987**	**3,087**	**3,187**
사채	0	539	599	699	799
장기차입금	0	920	1,920	1,920	1,920
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**0**	**4,897**	**11,987**	**8,846**	**8,118**
지배주주지분	**0**	**2,420**	**2,767**	**3,052**	**3,434**
자본금	0	67	68	68	68
자본잉여금	0	2,137	2,137	2,137	2,137
기타포괄이익누계액	0	3	8	14	20
이익잉여금	0	214	556	835	1,212
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**0**	**2,420**	**2,767**	**3,052**	**3,434**
총차입금	**0**	**3,236**	**4,034**	**4,084**	**4,134**
순차입금	**-141**	**2,247**	**2,100**	**1,106**	**3,433**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**0**	**668**	**2,085**	**2,116**	**75**
당기순이익	**0**	**224**	**342**	**380**	**478**
현금유출이없는비용및수익	**0**	**408**	**586**	**493**	**484**
유형자산감가상각비	0	215	194	168	71
무형자산상각비	0	9	9	8	7
영업활동관련자산부채변동	**0**	**145**	**1,396**	**1,456**	**-566**
매출채권의감소(증가)	0	89	-347	367	104
재고자산의감소(증가)	0	916	-4,550	4,281	107
매입채무의증가(감소)	0	263	1,550	-1,400	-168
투자활동으로인한현금흐름	**0**	**-669**	**-110**	**627**	**-671**
투자자산의 감소(증가)	0	-2,006	-1,813	-1,955	-2,042
유형자산의 감소	0	2	121	1,000	0
CAPEX	0	-126	0	0	-211
단기금융자산의감소(증가)	0	-126	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**0**	**-504**	**797**	**49**	**-53**
장기차입금의증가(감소)	0	589	1,000	0	0
사채의증가(감소)	0	489	60	100	100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**-1,687**	**-1,748**	**-1,628**
현금의 증가	**0**	**-505**	**1,085**	**1,044**	**-2,277**
기초현금	0	1,171	666	1,752	2,796
기말현금	0	666	1,752	2,796	519

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	0	811	1,013	1,126	1,417
BPS	0	7,193	8,210	9,052	10,186
DPS	0	0	0	300	300
Multiples (배)					
PER	0.0	14.9	18.0	16.2	12.8
PBR	0.0	1.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	0.0	10.5	11.1	9.7	12.8

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	na	na	25.0%	11.1%	25.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	na	na	29.2%	1.3%	-1.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	0.0%	9.2%	13.2%	13.1%	14.7%
ROE(지배순이익 기준)	0.0%	9.2%	13.2%	13.1%	14.7%
ROIC	0.0%	10.9%	23.0%	-308.7%	-50.0%
WACC	7.2%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
안전성(%)					
부채비율	0.0%	202.4%	433.2%	289.9%	236.4%
순차입금비율	NA	92.9%	75.9%	36.2%	100.0%
이자보상배율	0.0	2.0	2.5	2.6	2.9

HDC(012630.KS)

인프라 지주의 매력

매수(신규)

현재주가(11/25) 17,310원
목표주가(12M,신규) 32,000원

분석의 기본 가정
- 코리아 밸류업 정책 기조 강화
- SMP 단가 점진적 우상향

• 종합 인프라 투자 포트폴리오

HDC는 국내 인프라 디벨로퍼 선구자로, 국내 최초 민간제안 SOC 사업인 서울춘천고속도로를 성공적으로 운영하고 있음. 북항아이브리지, 마산항, 인천신항만배후단지 등 항만/물류 부문에서 강점을 보이고 있으며, 최근 통영에코파워 상업개시와 함께 인프라 분야로 포트폴리오를 확대하고 있음

• 반복 이익 비중 확대에 지주의 배당 매력이 더해졌다

통영에코파워 이익 기여로 인해 동사의 반복 영업이익은 연간 4천억원대에 달할 것으로 전망되며, 이는 배당을 지급하는 지주회사에서 지속적인 현금흐름을 창출한다는 점에서 매우 긍정적인 요소임. 2026년 연결종속회사 대부분의 실적 개선이 전망되는 상황에서 이익 체력의 확대는 곧 배당 상향으로 이어질 수 있음

• 투자의견 매수, 목표주가 32,000원, 신규 커버리지 개시

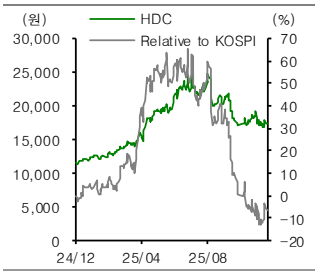
HDC에 대해 투자의견 매수, 목표주가 32,000원을 제시하면 신규 커버리지를 개시함. 에너지 인프라 비중 확대에 지주회사로서의 배당 매력이 더해지는 동사에 주목해야 함

Key Data	(기준일: 2025. 11. 25)
KOSPI(pt)	3857.78
KOSDAQ(pt)	856.03
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	10,341
발행주식수(천주)	59,742
평균거래량(3M,주)	165,993
평균거래대금(3M, 백만원)	3,094
52주 최고/최저	24,800 / 11,240
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(25F,%)	2.2
외국인지분율(%)	20.3
주요주주 지분율(%)	
정몽규 외 9 인	42.2 %
브이아이피자산운용	7.6 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-16.2	-14.9	48.6
KOSPI대비상대수익률	-1.0	-30.3	-42.8	-2.4

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	5,908	6,200	6,941	7,328	7,910
영업이익(십억원)	313	345	693	739	887
세전손익(십억원)	345	347	606	702	854
지배순이익(십억원)	113	146	286	342	418
EPS(원)	1,892	2,450	4,790	5,726	6,991
증감율(%)	흑전	29.4	95.5	19.5	22.1
ROE(%)	4.6	5.7	10.3	11.2	12.3
PER(배)	3.6	4.9	3.6	3.0	2.5
PBR(배)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	12.2	12.5	4.9	4.4	3.4

종합 인프라 투자 포트폴리오

국내 민간 주도 인프라 개발의 선구자

HDC의 전신 현대산업개발은 SOC 사업에 있어 기존의 정부 발주 사업을 넘어 최초로 민간이 직접 기획하고 제안하는 '민간 제안 SOC' 사업을 성공적으로 추진한 바 있는, 국내 민간 주도 인프라 개발의 선구자이다. '서울-춘천 고속도로'는 2001년 최초 제안한 이후 2009년 상업 운전이 개시되었다. 개통 초기부터 예상 통행량(44,900세대) 대비 37.6% 초과 달성(일평균 61,780세대)하면서 정부의 재정 지원이 조기에 중단되는 등 성공적인 SOC 개발 프로젝트 사례이다. 현재도 서창-김포고속도로, 시흥서울연결도로 등 사업을 새롭게 추진하고 있다. 또한 부산신항의 BNCT 터미널, 마산항 마산아이포트, 인천신항 배후단지 개발 참여 등 항만 및 물류 인프라에도 광범위하게 투자하고 있어 우리나라 도로/항만 인프라 포트폴리오를 두루 갖춘 인프라 기업으로 볼 수 있다.

도표 1. HDC 인프라 포트폴리오

자료 : HDC, 신영증권 리서치센터

CI를 넘어 인프라 투자/운용사로

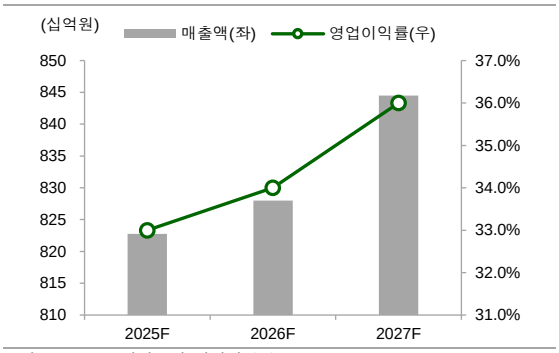
대부분의 건설사는 SOC사업에 참여할 때, 일부 지분 투자를 통해 EPC 금액을 확보하고 이후 Re-fi를 통해 지분 정리에 나서는, 수주 확보 전략에 그친다는 한계가 있다. HDC 역시 초기 SOC 사업 진출에 있어 건설투자자(CI)의 제한된 접근이 주요 목적이었을 것이다. 그러나 지속적으로 Recurring Revenue를 확대하고자 하는 오래된 그룹의 경영 목적이, 서울춘천, 북항아이브리지라는 성공적인 프로젝트에 이어, **통영에코파워**를 통해 비로소 실현되고 본격적인 그룹 전환을 예고하고 있어 주목된다.

에너지와 지주의 시너지

반복 이익 규모 확대
안정적인 배당 현금 마련

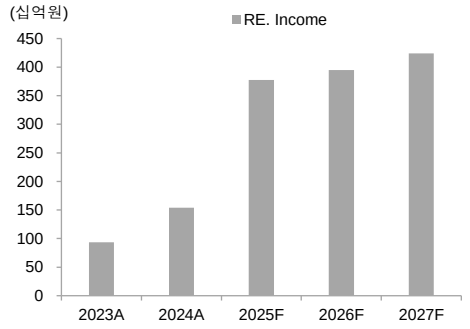
통영에코파워의 성공은 단순히 '돈 잘 버는 자회사 하나가 추가되었다'로 그치지 않는다. 이는 HDC 그룹 차원에서 건설업의 변동성을 완화하고, 확실한 현금 흐름을 공급하여 지주의 배당 매력을 높여주는 '기업가치 재평가'의 근거이다. 통영에코파워가 상업개시 이전 HDC의 반복 이익은 지주(별도)와 유통 사업부에 국한되어 연간 1000억원 내외의 실적을 기록하고 있었다. 발전소가 본격 가동된 이후 현재는 약 4천억원에 육박하는 반복 이익을 창출하는 체력을 갖추게 되었다.

도표 2. 통영에코파워 매출액 및 영업이익률 전망



자료 : HDC, 신영증권 리서치센터

도표 3. 통영에코파워 상업개시 이후 증가한 Recurring income



자료 : HDC, 신영증권 리서치센터
참고 : Recurring income=지주(별도)+유통+발전 영업이익 합산

도표 4. HDC 실적 table

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	3Q26	3Q26	4Q26	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,566	1,819	1,822	1,734	1,735	1,806	1,807	1,980	6,200	6,941	7,328	7,910
지주	38	12	11	12	38	11	12	12	72	73	73	73
건설	1,011	1,289	1,533	1,231	1,185	1,274	1,271	1,487	4,687	4,885	5,217	5,739
발전	208	204	240	170	210	208	215	195	212	823	828	844
유통	28	27	30	41	30	31	35	43	114	125	139	153
유화	258	263	255	258	261	271	263	276	1,004	1,034	1,071	1,101
매출원가	1,305	1,548	1,523	1,428	1,448	1,515	1,506	1,659	5,450	5,803	6,127	6,532
영업이익	155	166	196	176	179	184	191	185	345	693	739	887
세전이익	135	138	162	169	161	167	193	181	347	605	702	854
지배순이익	70	61	73	81	77	82	95	88	146	286	342	418
증가율(yoy)												
매출액	14.2%	18.1%	16.1%	0.8%	10.8%	-0.7%	-0.8%	14.2%	4.9%	11.9%	5.6%	7.9%
영업이익	104.8%	97.6%	111.2%	90.8%	15.8%	10.8%	-2.9%	5.3%	10.3%	101.0%	6.7%	20.1%
세전이익	89.7%	62.0%	74.7%	72.8%	19.1%	21.3%	18.8%	6.7%	0.7%	74.1%	16.0%	21.7%
지배순이익	193.0%	89.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.4%	95.3%	19.7%	22.1%
매출원가율	83.4%	85.1%	83.6%	82.3%	83.4%	83.9%	83.4%	83.8%	87.9%	83.6%	83.6%	82.6%
영업이익률	9.9%	9.1%	10.5%	10.1%	10.3%	10.2%	10.5%	9.3%	5.6%	10.0%	10.1%	11.2%

자료 : HDC, 신영증권 리서치센터

투자의견 매수, 목표주가 32,000원

투자의견 매수
목표주가 32,000원
신규 커버리지 개시

HDC에 대해 투자의견 매수, 목표주가 32,000원을 제시하면 신규 커버리지를 개시한다. 2026년 HDC 그룹 전부문에서의 실적 호조가 기대된다. 건설자회사인 HDC현대산업개발의 서울원역세권 공정 본격화 함께 매출 및 이익 상승이 기대되며, 최근 유통 사업부문 역시 호조세를 띄고 있다. 2026년 전사 매출은 전년 대비 5.6% 상승한 7.3조원을, 영업이익은 6.7% 증가한 7390억원이 전망된다.

자회사의 배당 지급 여력이 확대되고 있는 상황에서 HDC 별도 순이익도 증가, 이에 주주환원정책에서 제시한 '별도 당기순이익의 20% 이상 현금배당'이 유지만 되어도 주당 배당금은 상향될 여지가 충분하다. 실적 개선과 배당 지급액도 증가하는 HDC에 대해 주목해야 한다.

도표 5. HDC Valuation

구분	지분율	평가액	비고
투자자산가치		2,115	
상장사 - 종가		746	
HDC 현대산업개발	42.7%	571	
HDC 현대 EP	59.4%	77	
HDC 랩스	45.2%	98	
비상장사		1,369	
통영에코파워	60.5%	1,162	26F 세후 영업이익 X 7 배
HDC 아이파크몰	87.1%	207	26F 세후 영업이익 X 5 배
부동산가치		228	
브랜드가치		11	예상 연간 로열티 수입
순현금		130	
총 기업가치		2,484	
조정 후 기업가치		1,576	상장사 30%/비상장사 50% 할인율 적용
주식 수(천주)		49,502	자사주 제외, 우선주 포함
주당 NAV(원)		31,836	
적정 주가(원)		32,000	

자료 : 신영증권 리서치센터

HDC(012630.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**59,083**	**62,003**	**69,406**	**73,281**	**79,102**
증가율(%)	17.1	4.9	11.9	5.6	7.9
매출원가	**52,335**	**54,504**	**58,034**	**61,273**	**65,325**
원가율(%)	88.6	87.9	83.6	83.6	82.6
매출총이익	**6,748**	**7,498**	**11,372**	**12,007**	**13,777**
매출총이익률(%)	11.4	12.1	16.4	16.4	17.4
판매비와 관리비 등	**3,622**	**4,051**	**4,442**	**4,617**	**4,904**
판관비율(%)	6.1	6.5	6.4	6.3	6.2
영업이익	**3,126**	**3,447**	**6,930**	**7,390**	**8,873**
증가율(%)	97.2	10.3	101.0	6.6	20.1
영업이익률(%)	5.3	5.6	10.0	10.1	11.2
EBITDA	**4,367**	**4,723**	**10,235**	**10,078**	**11,058**
EBITDA마진(%)	7.4	7.6	14.7	13.8	14.0
순금융손익	**38**	**-224**	**433**	**936**	**1,432**
이자손익	37	-302	495	997	1,494
외화관련손익	1	78	-61	-61	-61
기타영업외손익	**257**	**357**	**-1,200**	**-1,200**	**-1,654**
종속및관계기업 관련손익	**27**	**-107**	**-107**	**-107**	**-107**
법인세차감전계속사업이익	**3,449**	**3,474**	**6,056**	**7,020**	**8,544**
계속사업손익법인세비용	**1,320**	**871**	**1,514**	**1,741**	**2,119**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**2,129**	**2,603**	**4,542**	**5,279**	**6,425**
증가율(%)	475.4	22.3	74.5	16.2	21.7
순이익률(%)	3.6	4.2	6.5	7.2	8.1
지배주주지분 당기순이익	1,131	1,464	2,861	3,421	4,176
증가율(%)	흑전	29.4	95.4	19.6	22.1
기타포괄이익	**-249**	**-203**	**-76**	**-76**	**-76**
총포괄이익	**1,880**	**2,400**	**4,466**	**5,203**	**6,350**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**65,907**	**71,594**	**76,639**	**84,344**	**92,593**
현금및현금성자산	7,560	10,941	24,850	32,994	40,911
매출채권 및 기타채권	26,039	25,144	23,473	22,172	21,079
재고자산	21,783	25,252	18,265	19,284	20,816
비유동자산	**49,305**	**52,389**	**51,331**	**48,984**	**47,140**
유형자산	22,301	25,633	22,428	19,821	17,700
무형자산	537	529	430	350	286
투자자산	5,517	5,773	6,113	6,454	6,794
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**115,212**	**123,983**	**127,970**	**133,328**	**139,732**
유동부채	**41,799**	**48,297**	**47,815**	**47,993**	**48,295**
단기차입금	12,144	14,291	13,291	13,291	13,291
매입채무및기타채무	11,220	10,917	11,435	11,613	11,914
유동성장기부채	7,479	9,856	9,856	9,856	9,856
비유동부채	**24,266**	**24,698**	**24,898**	**25,098**	**25,098**
사채	5,778	2,924	3,124	3,324	3,324
장기차입금	9,347	13,246	13,246	13,246	13,246
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**66,065**	**72,995**	**72,713**	**73,091**	**73,393**
지배주주지분	**25,381**	**26,408**	**28,996**	**32,119**	**35,972**
자본금	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987
자본잉여금	6,445	6,445	6,445	6,445	6,445
기타포괄이익누계액	225	154	78	2	-73
이익잉여금	36,499	37,705	40,369	43,567	47,496
비지배주주지분	**23,766**	**24,580**	**26,260**	**28,118**	**30,367**
자본총계	**49,148**	**50,988**	**55,256**	**60,237**	**66,339**
총차입금	**37,662**	**43,035**	**42,235**	**42,435**	**42,435**
순차입금	**25,348**	**27,103**	**13,518**	**5,303**	**-2,904**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**2,443**	**5,090**	**18,499**	**9,868**	**9,886**
당기순이익	**2,129**	**2,603**	**4,542**	**5,279**	**6,425**
현금유출이없는비용및수익	**3,167**	**3,567**	**4,492**	**3,599**	**2,978**
유형자산감가상각비	1,148	1,176	3,205	2,607	2,121
무형자산상각비	92	100	100	80	64
영업활동관련자산부채변동	**-2,808**	**-363**	**9,613**	**863**	**236**
매출채권의감소(증가)	-3,782	32	1,671	1,301	1,093
재고자산의감소(증가)	-71	-2,110	6,987	-1,020	-1,532
매입채무의증가(감소)	556	-316	518	178	302
투자활동으로인한현금흐름	**-4,657**	**-4,759**	**-1,785**	**-1,803**	**-1,822**
투자자산의 감소(증가)	269	-362	-447	-447	-447
유형자산의 감소	3	10	0	0	0
CAPEX	-3,454	-3,224	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-1,055	-237	-253	-271	-290
재무활동으로인한현금흐름	**1,920**	**2,971**	**-1,543**	**-566**	**-791**
장기차입금의증가(감소)	9,406	9,405	0	0	0
사채의증가(감소)	674	-1,150	200	200	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-73**	**79**	**-1,262**	**645**	**645**
현금의 증가	**-367**	**3,381**	**13,909**	**8,144**	**7,917**
기초현금	7,928	7,560	10,941	24,850	32,994
기말현금	7,560	10,941	24,850	32,994	40,911

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	1,892	2,450	4,790	5,726	6,991
BPS	44,863	46,828	51,159	56,386	62,836
DPS	300	350	400	450	500
Multiples (배)					
PER	3.6	4.9	3.6	3.0	2.5
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	12.2	12.5	4.9	4.4	3.4

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	흑전	29.4%	95.5%	19.5%	22.1%
EBITDA(발표기준) 증가율	67.5%	8.2%	116.7%	-1.5%	9.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	4.4%	5.2%	8.6%	9.1%	10.2%
ROE(지배순이익 기준)	4.6%	5.7%	10.3%	11.2%	12.3%
ROIC	3.6%	3.8%	8.4%	10.4%	13.2%
WACC	2.2%	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%
안전성(%)					
부채비율	134.4%	143.2%	131.6%	121.3%	110.6%
순차입금비율	51.6%	53.2%	24.5%	8.8%	-4.4%
이자보상배율	3.1	2.7	5.6	5.9	7.1

맥쿼리인프라(088980.KS)

여전히 매력적인 대안

매수(신규)

현재주가(11/25) 11,400원
목표주가(12M, 신규) 13,000원

분석의 기본 가정
- 민간투자 활성화 지원 기조
- 장기 투자 목적 증시 유입 자금 증가

- **시대에 맞추는 인프라 player**

동사는 인프라 자산을 담은 상장 인프라 펀드임. 설립 초기 정부 수익보장을 중심으로 한 Green field 전략이 주를 이뤘다면, 2020년 이후부터는 한국 경제 성숙도에 맞춰 Brownfield와 Secondary 중심 전략으로 전환하고 있음. 이는 장기 인프라 자산의 성격에 맞는 수익률 극대화 전략임

- **변하지 않은 장기투자의 매력**

2006년 상장 이후 2025년 10월까지 매월 1주씩 매수, 분배금 전액을 재투자했을 시 연평균 수익률은 9.2%에 달함. 포트폴리오 전환기에 '24년 분배금이 일시 하락했으나, '26년 분배금 하락은 제한적일 것으로 보임. 이에 안정적인 분배금의 매력이 견조한 상황으로 여전히 장기투자의 매력적인 대안임

- **투자의견 매수, 목표주가 13,000원, 신규 커버리지 개시**

맥쿼리인프라에 대해 투자의견 매수, 목표주가 13,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시함. 퇴직연금 등 장기 투자 성경의 자금이 증시로 꾸준히 유입되는 환경에서 안정적 분배금 track record를 보유하고 있는 동사의 투자 매력도가 한층 부각될 것으로 보임

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
운용수익(억원)	3,961	4,221	4,487	4,602	4,935
세전손익(억원)	3,262	3,481	3,758	3,866	4,183
당기순이익(억원)	3,262	3,481	3,758	3,866	4,183
EPS(원)	782	782	785	807	873
증감율(%)	3.5%	6.7%	8.0%	2.9%	8.2%
BPS(원)	6,682	7,129	7,108	7,069	7,234
주당 분배금(원)	775	760	760	760	800
부채비율(%)	15%	12%	13%	14%	14%

Key Data	(기준일: 2025. 11. 25)
KOSPI(pt)	3857.78
KOSDAQ(pt)	856.03
액면가(원)	0
시가총액(억원)	54,789
발행주식수(천주)	478,922
평균거래량(3M,주)	1,166,356
평균거래대금(3M, 백만원)	13,240
52주 최고/최저	11,980 / 10,360
52주 일간Beta	0.2
배당수익률(25F,%)	6.6
외국인지분율(%)	9.2
주요주주 지분율(%)	
미래에셋자산운용	6.1 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.2	-1.3	-1.4	1.4
KOSPI대비상대수익률	3.4	-17.9	-33.7	-33.4

Company vs KOSPI composite

시대에 맞춘 운용 전략의 변화

인프라 자산을 담는 펀드 운용사는 맥쿼리자산운용

맥쿼리인프라는 「사회기반시설에대한민간투자법」(이하 "민투법")에 정의된 국내 사회기반시설 자산으로 구성된 인프라 펀드이다. '펀드'가 상장되어 있는 것이며, 해당 펀드를 맥쿼리자산운용이 운용하고 있다. 민투법 상 인프라 펀드는, 유료도로, 교량, 터널, 항만, 도시가스와 같은 인프라 자산의 시행(건설 및 운영)을 목적으로 설립된 법인의 주식 및 채권 또는 동 법인이 투자한 회사의 주식 또는 지분에 투자할 수 있다.

도표 1. 맥쿼리인프라 기본 개요

항목	내용
펀드명칭	맥쿼리한국인프라투융자회사
펀드종류	투자회사/특별자산펀드/환매금지형/추가형
금융투자협회 펀드코드	35801
설립일	2002 년 12 월 12 일
등록일	2002 년 12 월 26 일
상장일	2006 년 03 월 15 일
결산일	매년 12 월 31 일
존속기간	펀드설립일부터 정관에서 정한 청산일까지
자산운용회사 (법인이사)	맥쿼리자산운용(주)

자료 : 맥쿼리인프라, 신영증권 리서치센터

도표 2. 맥쿼리인프라 투자 포트폴리오 – 2000년 민간투자 활성화 초기(Greenfield)

자산명	사업시행법인	지분율(%)	사업시행			자산현황
			실시협약기간(년)	MRG(년)	시작	
광주 제 2 순환도로, 1 구간	광주순환도로투자(주)	100.0	28	투자비 보전	2001 년 1 월	운영중
광주 제 2 순환도로, 3-1 구간	광주순환(주)	75.0	30	30	2004 년 12 월	운영중
마창대교	(주)마창대교	70.0	30	30	2008 년 7 월	운영중
부산항 신항 2-3 단계	비엔씨티(주)	30.0	28.3	0	2012 년 1 월	운영중
부산항신항 제 2 배후도로	부산신항제이배후도로(주)	47.6	30	0	2017 년 1 월	운영중
서울-춘천 고속도로	서울-춘천고속도로(주)	18.2	30	15	2009 년 7 월	운영중
수정산터널	수정산투자(주)	100.0	25	25	2002 년 4 월	운영중
용인-서울 고속도로	경수고속도로(주)	43.8	30	10	2009 년 7 월	운영중
우면산터널	우면산인프라웨이(주)	36.0	30	해당없음	2004 년 1 월	운영중
인천국제공항 고속도로	신공항하이웨이(주)	24.1	30	20	2001 년 1 월	운영중
인천-김포 고속도로	인천김포고속도로㈜	22.8	30	해당 없음	2017 년 3 월	운영중
인천대교	인천대교(주)	64.1	30	15	2009 년 10 월	운영중
천안-논산 고속도로	천안논산고속도로(주)	60.0	30	20	2002 년 12 월	운영중
동부간선도로 지하화	동서울지하도로㈜	40.0	30	해당 없음	운영개시일로부터 30년	건설중
동북선 도시철도	동북선도시철도(주)	30.0	30	해당 없음	2027 년 (예상)	건설중

자료 : 맥쿼리인프라, 신영증권 리서치센터

한국 경제 성숙도에 따른 운용 전략의 변화

맥쿼리인프라는 한국 경제의 성숙도에 맞춘 전략적인 인프라 투자로 펀드 수익을 극대화하고 있다. 설립 초기에는 국내 민간투자사업 태동기에 발맞춰 개발 단계의 자본 조달을 책임지는 '그린필드 플레이어'로, 불확실성이 높은 개발 단계이기에 정부의 수익 보장(MRG) 등을 통해 고위험·고수익을 추구하는 전략으로 포트폴리오를 구성했다. 해당 포트폴리오를 통한 안정적 분배금 지급 시기를 거쳐, 운연 자산 만료를 앞두고 2020년부터는 성숙된 한국 경제에 맞춰 건설 리스크가 제거된 운영 단계(Brownfield) 자산에 집중하고 있다.

도표 3. 맥쿼리인프라는 Core & Value-add 전략으로 진화 중

구분	구분	내용				
투자 자산	전통적 인프라	도로, 항만, 철도, 공항, 송전망, 가스 배관				
	에너지 전환 인프라	풍력, 태양광, 수소, CCUS, SMR, 원전, 에너지 서비스				
	디지털 인프라	데이터센터, 통신타워, 해저 케이블, 광섬유망				
	사회 인프라	병원, 학교, 노인주택, 기숙사, 공공임대				
투자 단계	**구분**	**Greenfield**		**Brownfield**		**Secondary**
	단계	신규 건설		운영 중 자산		기존 펀드/프로젝트 지분
	Risk	매우 높음		중간(CAPEX 지출 규모)		낮음
	주요 전략	Value-Add/ Opportunistic		Core+/ Value-Add		Core/ Core+
	현금흐름	건설 중 현금흐름 없음		중간~점진 증가		즉시 발행, 안정적
	IRR	12~18% 이상		8~14%		5~10%
투자 전략	**구분**	**Core**	**Core+**	**Value-add**	**Opportunistic**	**Infra Debt**
	전략 목적	매우 안정	안정/소폭 성장	성장 및 재평가	높은 성장/ 재구조화	채권/대출 기반 안정적 이자
	Risk	낮음	낮음~중간	중간~높음	매우 높음	매우 낮음
	현금흐름	높음	중간~높은	중간 (개선 후 증가)	낮음 개선 후 상승	높음
	IRR	5~9%	8~12%	12~16%	15% 이상	3~7%(Senior) 6~10%(Mezzanine)
	레버리지 활용도	낮음	중간	중간~높음	높음	매우 낮음
	계약/요금 구조	장기 계약, CPI 연동	장기 계약 (일부 재계약)	재계약/운영 효율 개선 필요	계약 구조 불확실	선순위 또는 담보·보증 기반

자료 : Preqin, BCG, 신영증권 리서치센터

도표 4. 맥쿼리인프라 투자 포트폴리오 – 2020년 이후(Brownfield/Secondary)

자산명	사업시행법인(주)/ 대상자산	지분율 (%)	투자목적회사	설립년도/ 준공년도	사업시행		사업 현황
					실시협약기간 (년)	지분 인수일	
서라벌도시가스㈜	서라벌도시가스㈜	100.0	보문클린에너지(유)	2000	영속	2021 년 6 월	운영중
씨앤씨티에너지㈜	씨앤씨티에너지㈜	48.0	해당 없음	1985	영속	2023 년 6 월	운영중
하남데이터센터㈜	데이터센터건물/구축물/설비	100.0	그린디지털인프라㈜	2023	영속	2025 년	운영중
해양에너지㈜	해양에너지㈜	100.0	영산클린에너지(유)	1982	영속	2021 년 6 월	운영중

자료 : 맥쿼리인프라, 신영증권 리서치센터

요구수익률 변화에 따른 포트폴리오 조정

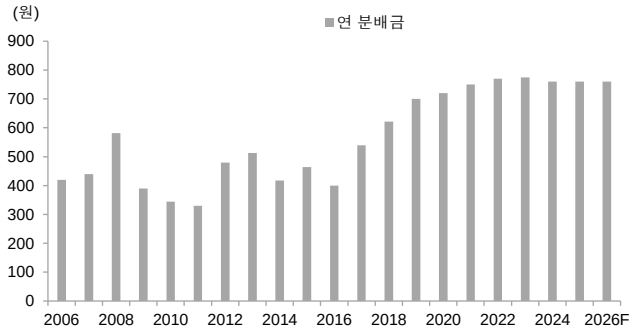
그린필드 개발 자산 대비 기대수익률이 낮은 포트폴리오이기에 오래된 고객 입장에서는 상대적으로 매력도가 낮아지는 요인으로 비춰질 수 있다. 그러나 한국의 요구 수익률이 낮아진 만큼, 운용 전략 역시 대외환경에 맞춰 진화되어야 하며, 맥쿼리자산운용은 이에 적극적으로 대응하고 있는 것으로 해석해야 한다.

주가 상승보다는 분배금과 복리 효과

진짜 매력은 분배금과 복리 투자

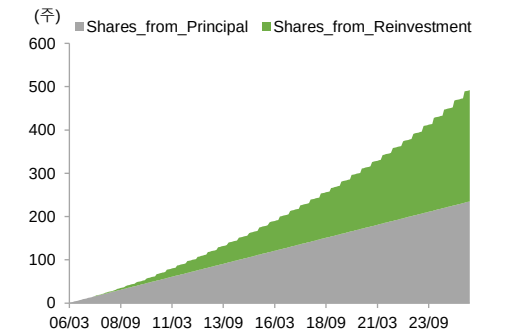
맥쿼리인프라 투자 매력은 주가 상승 여력보다는 지속적인 분배금 유입과, 재투자를 통한 복리 효과에 있다. 2006년 상장 이래 연 2회 분배금을 지속 지급하고 있으며, 지난 2025년 10월까지 매월 1주씩 매입하고 분배금을 전액 재투자했다면 연환산 수익률은 약 9.2%에 달하는 것으로 계산된다. 같은 방식으로 만일 분배금을 재투자 재원으로 사용하지 않았을 경우는 연환산 수익률은 6.8%에 그친다.

도표 5. 맥쿼리인프라 연 분배금 지급 추이 및 전망



자료 : 맥쿼리인프라, 신영증권 리서치센터

도표 6. 분배금 재투자 가정 – 현 보유주식의 절반 이상은 분배금으로 매입



자료 : 맥쿼리인프라, 신영증권 리서치센터
참고 : 상장(2006년)부터 매월 말일 1주씩 시장가로 매입, 분배금은 전체 재투자 재원으로 활용(유상 증자 미참여)

도표 7. 맥쿼리인프라 분배금 재투자 시뮬레이션

구분	수치 (추산)	비고
투자 기간	약 19 년 7 개월 (236 개월)	2006.03.15 ~ 2025.10.30
총 매수 원금	약 2,050,000 원	매월 1 주 매수 비용의 합
최종 보유 주식수	약 485 주	원금 매수(236 주) + 배당 재투자(249 주)
최종 평가액	약 5,577,500 원	2025.10.30 주가 11,500 원 기준
총 수익률	약 +172%	(평가액 – 원금) / 원금
연환산 수익률(IRR)	약 9.2%	배당 재투자 포함 복리 수익률

자료 : 신영증권 리서치센터
참고 : 매월 말일 종가로 1주 매입, 유상증자 미참여, 배당소득세는 고려하지 않은 계산 결과임

Ramp up까지의 기다림
투자의견 매수, 목표주가 13,000원

운용 전략 전환 과정
일시적인 과도기

맥쿼리인프라에 대해 투자의견 매수, 목표주가 13,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 현재 동사는 그린필드에서 브라운필드/세컨더리로의 운영 전략을 전환하는 과정으로, 자산 변동에 따른 수익 부침이 다소 발생하고 있는 상황이다. 2025년 백양터널 자산 매각에 따른 청산배당을 끝으로 2026년 해당 파이프라인에서의 운영 수익이 종료되었다. 한편 2024년 영업 불황으로 비엔씨티 후순위 채권 이자율을 재조정하면서 이자 수익이 하락하는 등 수익성에도 부정적인 이벤트가 발생한 바 있다. 이에 2024년 분배금은 전년(775원) 대비 하락한 760원을 지급한 바 있다.

영속 법인 비중 확대로
오히려 안정적 현금 확보
'27년 데이터센터 ramp
up 효과
Dry powder로 성장

투자의견 매수
목표주가 13,000원

그럼에도 불구하고 여전히 매력적인 이유는, 1)도시가스사 인수 이후 영속형 법인 비중 확대(사업종료기한 등이 존재하지 않는 포트폴리오) 2)하남 데이터센터 99% 임대차계약 계열 완료, 2027년 중순 Ramp up 이후 임대수익이 발생할 것으로 전망됨. 3)2026년 분배금 하락 리스크는 제한적(수익 성장 및 이자비용 하락 효과)인 가운데, 현재 확보한 Dry powder를 활용한 신규 투자 가능성이 열려 있어, 향후 성장성에 대해 주목받을 수 있는 시기이다. 긴 호흡에서의 대체투자 매력을 메워주는 맥쿼리인프라에 주목해야 한다.

도표 8. 맥쿼리인프라 Valuation

구분	내용
12 개월 Fwd 배당금(원)	760
배당성장률	0.5%
요구수익률	6.25%
risk free	2.25%
risk premium	4.00%
market premium	10.00%
beta	0.4
적정 주가	13,283

자료 : 신영증권 리서치센터

맥쿼리인프라(088980.KS) 추정 재무제표

Income Statement

(억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
운용수익	**3,961**	**4,221**	**4,487**	**4,602**	**4,935**
증가율(%)	5.2%	6.6%	6.3%	2.6%	7.2%
이자수익	2,897	2,847	3,016	3,317	3,505
배당수익	1,063	1,374	1,471	1,285	1,430
운용비용	**699**	**740**	**729**	**736**	**753**
증가율(%)	13.8%	5.9%	-1.5%	0.9%	2.3%
운용수수료	448	479	491	515	540
이자비용	216	223	200	183	174
세전계속사업	**3,262**	**3,481**	**3,758**	**3,866**	**4,183**
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	**3,262**	**3,481**	**3,758**	**3,866**	**4,183**
증가율(%)	3.5%	6.7%	8.0%	2.9%	8.2%
순이익률(%)	82.3%	82.5%	83.8%	84.0%	84.8%

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

(억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
운용자산	**24,994**	**29,046**	**29,595**	**30,096**	**31,199**
현금및현금성	235	489	384	312	232
대출금	17,036	20,443	21,001	21,384	22,482
지분증권	7,723	8,114	8,210	8,400	8,485
자산총계	**33,391**	**38,296**	**38,407**	**38,506**	**39,333**
운용부채	**4,056**	**3,982**	**4,192**	**4,471**	**4,504**
사채	3,092	3,982	3,712	3,511	3,484
장기차입금	964	0	480	960	1,020
기타부채	217	172	175	180	184
부채총계	**4,273**	**4,154**	**4,367**	**4,651**	**4,688**
자본금	28,074	32,972	32,972	32,972	32,972
이익잉여금	1,045	1,170	1,068	883	1,673
자본총계	**29,119**	**34,142**	**34,040**	**33,855**	**34,645**

Cashflow Statement

(억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산운용활동	**541**	**-963**	**3,362**	**3,471**	**3,702**
재무활동으로	**-582**	**1,217**	**-3,466**	**-3,543**	**-3,781**
자본의증가	3,610	4,931	0	0	0
차입금의증가	-847	-91	210	279	33
분배금 지급	3,138	3,356	3,476	3,640	3,640
현금의 증가	**-40**	**254**	**-104**	**-73**	**-79**
기초현금	275	235	489	384	312
기말현금	235	489	384	312	232

Valuation Indicator

구분	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	782	782	785	807	873
BPS	6,682	7,129	7,108	7,069	7,234
DPS	775	760	760	760	800
Financial Ratio					
EPS(지배순이	3.5%	6.7%	8.0%	2.9%	8.2%
DPS증가율	0.6%	-1.9%	0.0%	0.0%	5.3%
부채비율	15%	12%	13%	14%	14%

삼성물산(028260.KS)

자회사 가치에 Edge 한 포인트 추가

매수(신규)

현재주가(11/25) 228,500원
목표주가(12M,신규) 280,000원

분석의 기본 가정
- 코리아 밸류업 정책 기조 강화
- 할인점은 인플레이션 수혜와 회사 내 효율화 작업이 시너지지지고

- **자회사 성장과 주주환원 정책의 Catalyst 모두 충족**

2026년 삼성물산은 새로운 주주환원정책을 공시할 계획임. 삼성전자를 중심으로 한 자회사의 중기 호실적이 예상되며, 자사주 소각을 마친 상황이라 배당 정책에 대한 비중이 증가할 것으로 보임. 재배당률에 대한 적극적 이행 조치 등이 기대됨

- **2026년은 사업가치도 활짝, 인프라 개발의 Edge**

Captive 수주 공백으로 주춤했던 건설 부문 매출액도, P5 본격 공정 진행에 따라 다시금 상승 Cycle에 진입할 것으로 보임. 여기에 SMR 및 태양광 등 전력 인프라 부문에서의 설계, 개발 성과가 가시화되고 있음

- **투자의견 매수, 목표주가 280,000원, 신규 커버리지 개시**

삼성물산에 대해 투자의견 매수, 목표주가 28만원을 제시하며 신규 커버리지를 개시함. 주주환원 정책에 대한 기대감이 고조되는 시기에 가장 적합한 기업이며, 특히 인프라 개발에서의 Edge가 더해져 영업가치에서의 성장도 주목해야 함

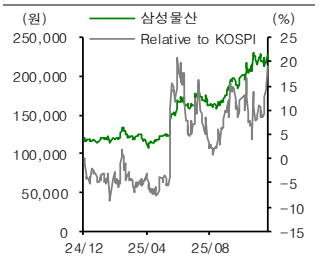
결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	41,896	42,103	40,471	43,135	45,862
영업이익(십억원)	2,870	2,983	3,334	3,992	4,468
세전손익(십억원)	3,549	3,722	3,898	4,318	4,653
지배순이익(십억원)	2,218	2,230	2,046	2,267	2,443
EPS(원)	11,824	12,280	11,884	13,224	14,249
증감율(%)	9.0	3.9	-3.2	11.3	7.8
ROE(%)	7.3	6.8	6.4	6.7	6.7
PER(배)	11.0	9.3	19.2	17.3	16.0
PBR(배)	0.7	0.6	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	8.1	6.7	10.4	9.4	8.8

Key Data	(기준일: 2025. 11. 25)
KOSPI(pt)	3857.78
KOSDAQ(pt)	856.03
액면가(원)	100
시가총액(억원)	388,396
발행주식수(천주)	171,444
평균거래량(3M,주)	363,551
평균거래대금(3M, 백만원)	73,816
52주 최고/최저	231,000 / 108,300
52주 일간Beta	0.9
배당수익률(25F,%)	1.2
외국인지분율(%)	28.8
주요주주 지분율(%)	
이재용 외 14 인	36.4 %
케이씨씨	10.0 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	37.2	60.9	84.7
KOSPI대비상대수익률	11.7	14.1	8.1	21.4

Company vs KOSPI composite



투자의견 매수, 목표주가 280,000원

지분가치 재평가
주주환원 정책
Catalyst 충족

투자의견 매수
목표주가 280,000원

삼성물산에 대해 투자의견 매수, 목표주가 280,000원을 제시하며 신규 커버지를 개시한다. 동사는 삼성그룹 지배구조의 정점에 있는 사실상의 사업형 지주회사로서 보유한 자회사 지분가치와 주주환원 정책이 Key Catalyst이다. 현재 동사의 지분가치에 대한 시장 재평가 기대와 함께 2026년 새로운 주주환원 정책 발표를 앞두고 있어 두 요소를 모두 충족한 상황이다. 2026년 기업 가치는 더욱 공고해질 것으로 판단된다.

도표 1. 삼성물산 Valuation

구분	지분율	평가액	비고
투자자산가치		38,581	상장사 50% 할인율 적용
상장사 - 종가(11/24)			
삼성전자	5.0%	28,621	
삼성생명	19.3%	5,589	
삼성바이오로직스	43.1%	35,693	
삼성에피스홀딩스	43.1%	4,703	
삼성 SDS	17.1%	2,207	
삼성 E&A	7.0%	348	
영업가치		6,668	
건설		3,844	26F 세후 영업이익 X 7 배
상사		1,566	26F 세후 영업이익 X 5 배
패션/식음료		1,258	26F 세후 영업이익 X 5 배
부동산가치		24	
총 기업가치		45,273	
주식 수(천주)		163,635	자사주 제외, 우선주 포함
주당 NAV(원)		**276,668**	
적정 주가(원)		**280,000**	

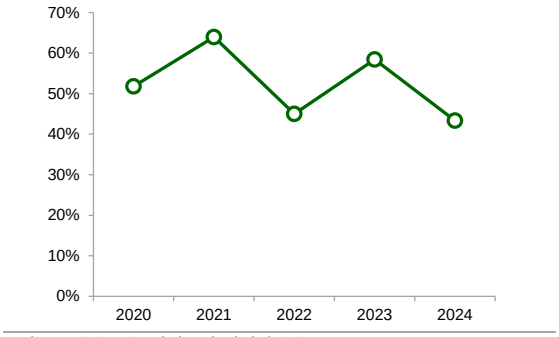
자료 : 신영증권 리서치센터

새로운 주주환원 정책에 대한 기대

재배당률
목표치 달성에 대한
이행 의지

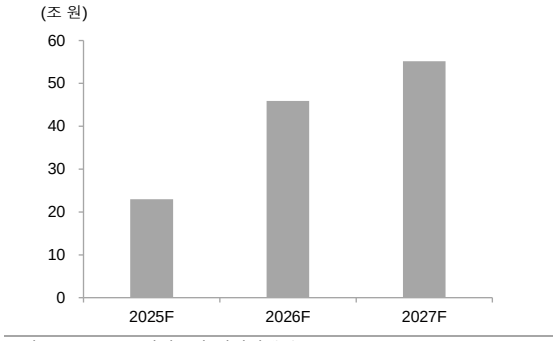
삼성물산은 지난 2023년 2월, 3개년 주주환원 정책을 발표한 바 있다. 배당은 관계사 배당수익의 60~70% 수준을 환원하며, 보유 자사주를 5년간 분할 소각한다는 내용이었다. 결과적으로 자사주 소각을 당초 제시한 목표데로 진행되고 있으나, 재배당률은 목표치에 미달하고 있어 아쉬움이 남는다. 따라서 2026년 새롭게 제시하는 주주환원 정책에는 재배당률 목표치 달성을 위한 구체적인 이행 계획이 담길 지 주목된다.

도표 2. 삼성물산 재배당률 추이(별도)



자료 : 삼성물산, 신영증권 리서치센터
참고 : 별도 현금흐름 상의 배당금 수익(FY-1)과 배당금 지급(FY0) 시차 조정 계산 값

도표 3. 삼성전자 배당 재원, FCF 3개년 전망치

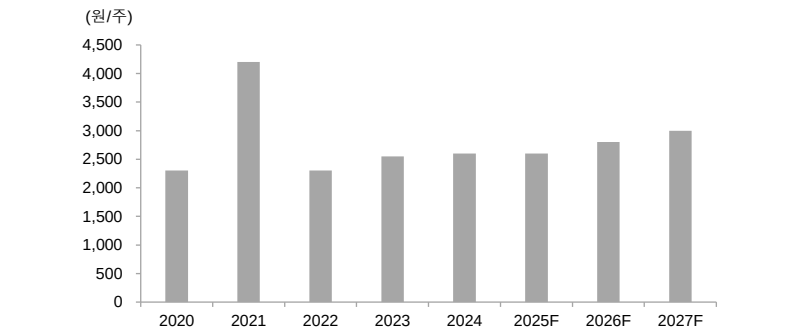


자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

재원도 늘고
배당의 주주환원정책
비중도 늘어난 상황

특히 주요 자회사인 삼성전자의 향후 3개년간 강력한 실적 성장을 예고한 상황으로 주요 배당재원이 증가할 것으로 기대되고 있다. 잔여 소각 대상인 자기주식수도 크게 줄어들어('25년 1월 780만주 소각 결정, 잔여 자기주식수 780만주) 주주환원 정책에 있어 배당의 중요성이 높아졌다. 배당재원은 늘어나고, 배당 정책 중요도가 높아지면서 삼성물산의 배당 정책 역시 강화될 것으로 기대된다.

도표 4. 삼성물산 배당금 추정



자료 : 신영증권 리서치센터

건설에서 보여주는 사업가치의 Edge

주택 정비사업
Captive 수주 재도약
인프라 개발(SMR)
발전사업권 매각(태양광)

건설 영업가치 상승에
주목

2026년은 삼성물산의 사업부문, 특히 건설에서의 괄목할 성장이 기대된다. 국내 주요 정비사업장에서의 수주 물량을 대거 확보하면서, 2025년 3분기 확보한 국내 주택 시공권은 7.0조원에 달해 이미 연간 가이던스 5조원을 넘어선 상황이다. 양극화가 심화되고 있는 상황에서 오히려 서울 중심 지역에서의 가격 상승은 지속되어 정비사업 수익성이 개선되는 효과를 낳고 있다. 참여 가능한 건설사들도 제한되어 Top tier 기업들에게 수주가 집중되는 현상은 지속될 것으로 전망된다.

여기에 주춤했던 삼성그룹 captive 물량이 본격적으로 확대, 최근 삼성전자의 평택 P5 투자가 본격화되면서 공정 진행이 빨라질 것으로 기대된다. 삼성물산과 삼성E&A가 그룹 공사를 수행하고 있어 삼성물산은 영업가치에서의 수주, 매출 증가와 더불어 자회사(삼성E&A)의 기업가치 상승까지 수혜를 볼 수 있다. 한편 SMR과 태양광 등 에너지 인프라 부문에서의 개발/설계에서의 성과 역시 동사 영업가치 multiple을 상향하는 주요 근거가 된다.

도표 5. 삼성물산 에너지 인프라 개발 추진 내용

구분	내용
SMR	루마니아 SMR - 뉴스케일파워와 FEED 2 단계 진행, '26 년말 FID 종결 및 착공 예상 GVH 사와 전략적 파트너십 체결('25.10 월) - 유럽 동남아 중동 지역 전략적 파트너, 사업 초기단계부터 EPC 전 과정 참여 계획 - 스웨덴 에스토니아에서 BWRX-300 모듈 탑재한 SMR 사업 추진 중 SMR 밸류체인 확대 - 미국기계학회로부터 원자력 배관 시스템 설계 인증서 취득('25.9 월)
태양광	카타르 Dukhan 태양광 프로젝트 2000MW - 전체 1.5 조원 수준 지난 '22 년 수주한 카타르 태양광 프로젝트(875MW) 성공적 수행에 이은 후속 프로젝트 수주 태양광 개발 프로젝트 - 2025 년 3 분기 파이프라인 21.9GW 보유 - 호주 던모어 300MW 태양광 발전소+150MW/300MWh BESS - 미국 태양광 진출(2018) 이래 2021년 첫 매각 성공 이후 4년 연속 매각 이익 증가, 2023년 3GW 매각 성공 - LS일레트릭과 합작 법인, 텍사스 주 500MW BESS 공동 개발

자료 : 언론 보도, 삼성물산, 신영증권 리서치센터

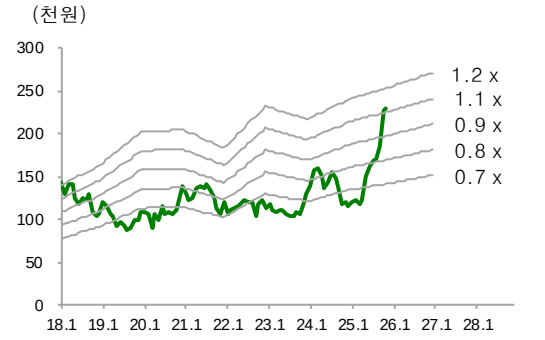
도표 6. 삼성물산 실적 table

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	3Q26	3Q26	4Q26	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,737	10,022	10,151	10,561	9,807	10,876	11,212	11,240	42,103	40,471	43,135	45,862
건설	3,620	3,395	3,090	3,746	3,642	3,811	3,781	3,751	18,655	13,851	14,985	16,097
상사	3,436	3,776	3,885	3,590	3,442	3,881	3,911	3,893	12,997	14,687	15,127	15,581
바이오	1,298	1,290	1,660	1,612	1,315	1,594	1,942	1,999	4,547	5,860	6,850	7,837
기타	1,383	1,561	1,516	1,614	1,408	1,590	1,578	1,597	5,904	6,073	6,173	6,347
매출원가	7,984	8,221	8,100	8,461	8,022	8,712	8,914	8,923	34,996	32,766	34,570	36,579
영업이익	724	753	993	863	755	1,033	1,155	1,049	2,983	3,334	3,992	4,468
세전이익	1,204	753	1,205	963	1,253	1,033	1,283	1,134	3,722	4,125	4,703	5,202
지배순이익	733	353	566	514	753	498	608	611	2,230	2,166	2,469	2,731
증가율(yoy)												
매출액	-9.8%	-8.9%	-1.5%	5.7%	0.7%	8.5%	10.5%	6.4%	0.5%	-3.9%	6.6%	6.3%
영업이익	1.7%	-16.4%	34.9%	36.1%	4.2%	37.3%	16.2%	21.5%	3.9%	11.7%	19.7%	11.9%
세전이익	13.2%	-27.7%	56.1%	13.8%	4.1%	37.3%	6.4%	17.7%	0.5%	-2.9%	14.0%	10.6%
지배순이익	0.7%	-38.8%	26.4%	7.6%	2.7%	41.3%	7.3%	18.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출원가율	82.0%	82.0%	79.8%	80.1%	81.8%	80.1%	79.5%	79.4%	83.1%	81.0%	80.1%	79.8%
영업이익률	7.4%	7.5%	9.8%	8.2%	7.7%	9.5%	10.3%	9.3%	7.1%	8.2%	9.3%	9.7%

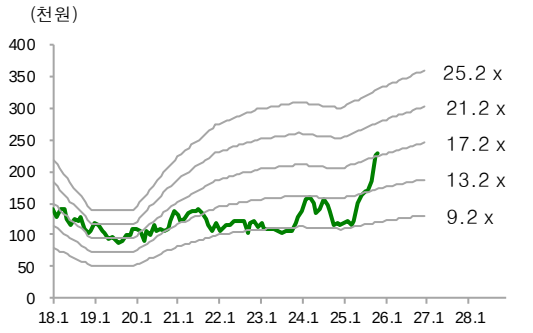
자료 : 삼성물산, 신영증권 리서치센터

도표 7. 12개월 Fwd PBR Band Chart



자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 8. 12개월 Fwd PER Band Chart



자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

삼성물산(028260.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**418,957**	**421,032**	**404,707**	**431,348**	**458,619**
증가율(%)	-2.9	0.5	-3.9	6.6	6.3
매출원가	**353,287**	**349,956**	**327,659**	**345,703**	**365,788**
원가율(%)	84.3	83.1	81.0	80.1	79.8
매출총이익	**65,669**	**71,076**	**77,048**	**85,645**	**92,831**
매출총이익률(%)	15.7	16.9	19.0	19.9	20.2
판매비와 관리비 등	**36,968**	**41,242**	**43,708**	**45,723**	**48,155**
판관비율(%)	8.8	9.8	10.8	10.6	10.5
영업이익	**28,702**	**29,834**	**33,340**	**39,922**	**44,676**
증가율(%)	13.5	3.9	11.8	19.7	11.9
영업이익률(%)	6.9	7.1	8.2	9.3	9.7
EBITDA	**36,911**	**39,165**	**42,545**	**47,960**	**52,038**
EBITDA마진(%)	8.8	9.3	10.5	11.1	11.3
순금융손익	**345**	**763**	**275**	**279**	**295**
이자손익	-50	10	-116	-112	-96
외화관련손익	395	753	391	391	391
기타영업외손익	**5,617**	**6,064**	**4,798**	**2,418**	**998**
종속및관계기업 관련손익	**831**	**564**	**564**	**564**	**564**
법인세차감전계속사업이익	**35,495**	**37,225**	**38,977**	**43,184**	**46,533**
계속사업손익법인세비용	**8,304**	**9,505**	**9,744**	**10,796**	**11,633**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**27,191**	**27,720**	**29,232**	**32,388**	**34,900**
증가율(%)	6.8	1.9	5.5	10.8	7.8
순이익률(%)	6.5	6.6	7.2	7.5	7.6
지배주주지분 당기순이익	22,183	22,303	20,463	22,671	24,430
증가율(%)	8.5	0.5	-8.3	10.8	7.8
기타포괄이익	**56,529**	**-50,025**	**2,979**	**2,979**	**2,979**
총포괄이익	**83,720**	**-22,305**	**32,212**	**35,367**	**37,879**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**189,776**	**201,810**	**183,253**	**183,185**	**186,238**
현금및현금성자산	31,195	36,224	34,489	37,673	40,243
매출채권 및 기타채권	72,831	83,259	78,954	78,187	79,705
재고자산	44,701	51,259	46,120	49,155	52,263
비유동자산	**471,495**	**418,095**	**473,768**	**501,554**	**553,506**
유형자산	69,638	86,499	87,925	91,907	96,935
무형자산	64,308	61,871	61,871	61,871	61,871
투자자산	304,240	234,174	288,422	312,226	359,150
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**661,270**	**619,904**	**657,022**	**684,739**	**739,744**
유동부채	**147,591**	**147,473**	**156,641**	**153,574**	**175,610**
단기차입금	13,767	8,221	11,221	11,221	11,221
매입채무및기타채무	67,066	68,206	72,770	79,013	85,738
유동성장기부채	14,408	12,760	6,760	6,760	6,760
비유동부채	**114,708**	**99,846**	**99,846**	**99,846**	**99,846**
사채	6,741	16,162	16,162	16,162	16,162
장기차입금	9,335	1,258	1,258	1,258	1,258
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**262,299**	**247,319**	**256,487**	**253,421**	**275,456**
지배주주지분	**342,381**	**310,687**	**329,866**	**350,934**	**373,434**
자본금	187	185	177	177	177
자본잉여금	106,957	106,955	106,955	106,955	106,955
기타포괄이익누계액	132,395	82,278	85,257	88,236	91,216
이익잉여금	126,617	140,144	156,351	174,440	193,960
비지배주주지분	**56,590**	**61,899**	**70,668**	**80,385**	**90,855**
자본총계	**398,971**	**372,585**	**400,534**	**431,319**	**464,288**
총차입금	**53,063**	**46,934**	**43,934**	**43,934**	**43,934**
순차입금	**-693**	**-5,889**	**-2,563**	**-2,672**	**-3,034**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**27,987**	**33,069**	**62,190**	**36,254**	**60,325**
당기순이익	**27,191**	**27,720**	**29,232**	**32,388**	**34,900**
현금유출이없는비용및수익	**12,318**	**13,703**	**18,110**	**17,990**	**18,137**
유형자산감가상각비	8,209	9,331	9,205	8,038	7,362
무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동	**-10,625**	**-7,271**	**24,708**	**-3,216**	**19,018**
매출채권의감소(증가)	1,107	-9,660	4,305	767	-1,517
재고자산의감소(증가)	-2,062	-6,551	5,139	-3,036	-3,108
매입채무의증가(감소)	-2,271	-3,133	4,564	6,243	6,725
투자활동으로인한현금흐름	**-21,054**	**-17,595**	**-140,038**	**-112,190**	**-136,547**
투자자산의 감소(증가)	-77,133	70,630	-53,685	-23,240	-46,360
유형자산의 감소	235	420	0	0	0
CAPEX	-12,287	-16,281	-10,630	-12,020	-12,390
단기금융자산의감소(증가)	4,608	5,963	4,282	3,075	2,208
재무활동으로인한현금흐름	**-18,181**	**-12,983**	**-9,721**	**-6,713**	**-7,040**
장기차입금의증가(감소)	10,057	1,420	0	0	0
사채의증가(감소)	0	12,962	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-8	0	0
기타현금흐름	**440**	**2,538**	**85,833**	**85,833**	**85,833**
현금의 증가	**-10,809**	**5,029**	**-1,735**	**3,184**	**2,570**
기초현금	42,004	31,195	36,224	34,489	37,673
기말현금	31,195	36,224	34,489	37,673	40,243

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	11,824	12,280	11,884	13,224	14,249
BPS	193,323	180,536	199,945	212,233	225,357
DPS	2,550	2,600	2,600	2,800	3,000
Multiples (배)					
PER	11.0	9.3	19.2	17.3	16.0
PBR	0.7	0.6	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.1	6.7	10.4	9.4	8.8

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	9.0%	3.9%	-3.2%	11.3%	7.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	17.0%	6.1%	8.6%	12.7%	8.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	7.6%	7.2%	7.6%	7.8%	7.8%
ROE(지배순이익 기준)	7.3%	6.8%	6.4%	6.7%	6.7%
ROIC	22.6%	1.3%	12.8%	15.9%	18.2%
WACC	9.8%	9.7%	10.3%	10.3%	10.3%
안전성(%)					
부채비율	65.7%	66.4%	64.0%	58.8%	59.3%
순차입금비율	-0.2%	-1.6%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
이자보상배율	11.3	13.3	15.9	19.1	21.3

Fermi inc(FRMI)

전력 인프라 전쟁: Project Matador

Bloomberg 평균목표주가	USD 33.13
현재주가	USD 14.34 (상승여력 131.0%)

*Bloomberg 기준

• 기업 개요

Fermi는 25년 1월 설립 후, 25년 10월 나스닥에 상장한 데이터센터/인프라 개발 REITs임. 텍사스 아마릴로에 위치한 부지(Project Matador)에 원전, 천연가스, 태양광을 결합한 자체 전력망 구축으로 2038년까지 11GW 발전소로부터 데이터센터를 동시에 공급하는 모델을 추진하고 있음

• 최근 실적 & 동향

Fermi는 현재 매출 발생 전 단계로 3Q25 순손실 3.47억 달러(EPS -0.74$)를 기록하였으며, 1~9월 누적 순손실 3.53억 달러를 기록함. 현대건설과 10월, 웨스팅하우스의 AP1000 노형을 활용한 대형원전 FEED 계약을 체결함. 26년까지 1.1GW 전력망 확충을 위해 Simens Energy로부터 가스터빈 공급계약을 체결하였으며, 현재 부지 공사 진행 중임

• 투자포인트

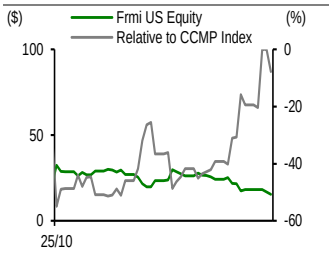
원전, 가스, 태양광을 결합한 11GW 수준의 신뢰성 높은 전력인프라로 동사 전력에 대한 시장의 수요는 높다고 판단됨. Simens, GE Vernova, 현대건설, 두산에너빌리티와 협력을 맺어, 인허가 및 조달 리스크는 크게 완화된 상황임. 전력 가격 상승으로 장기 임대 전력계약 체결 시 적자 규모를 줄여 나갈 것으로 보임

Key Data	(기준일: 2025. 11. 21)
현재주가(USD)	14.34
시가총액(bil USD)	9
시가총액(억원)	129,443
52주 최고/최저(USD)	36.99 / 13.64
평균거래대금(90일)	-
배당수익률(26F, %)	-
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Distribution/Wholesale
주요주주(%)	
1. MELISSA A NEUGEBAUER	15.4
2. CADDIS HLDG LLC	11.7

Company Performance

주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	-33.9	-	-
상대주가	-31.9	-	-

Company vs 시장 composite



결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	3Q24	3Q25
매출액(십억달러)	-	-	-	-	-
영업이익(십억달러)	-	-	-	-	-0.35
영업이익률(%)	-	-	-	-	-
지배순이익(십억달러)	-	-	-	-	-0.35
EPS(달러)	-	-	-	-	-0.74
ROE(%)	-	-	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-	-

주: GAAP / Non-GAAP
자료 : Bloomberg 컨센서스 기준

도표 1. Matador 프로젝트 개요

구분	내용
위치/부지	텍사스 아마릴로(팬핸들) 인근. 약 5,700~5,800에이커
프로젝트 성격	AI 데이터센터 단지와 자체 전력망 동시 개발 프로젝트
전력 구조	11GW: 원전 4GW + SMR 2GW + 가스발전 4GW + 태양광/ESS 1.75GW
데이터센터 규모	하이퍼스케일/AI용 대규모 상면(보도 기준 수천만 sqft급) 단계적 조성
복합가스화력발전	Siemens Energy SST-600 가스터빈 3기(1.1GW) 공급 계약 체결
대형 원자력 발전	Westinghouse(AP1000), 현대건설 FEED 참여, 두산에너빌리티
투자 규모 추정치	언론 추정치 최대 5,000억 불 규모

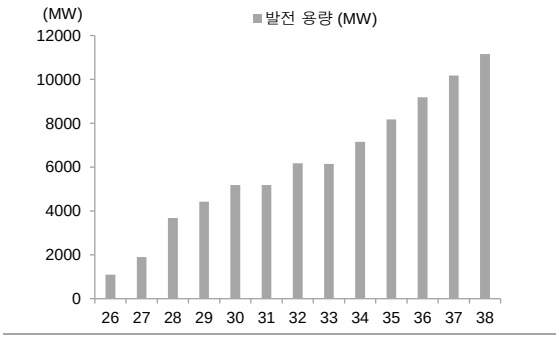
자료 : Fermi, 신영증권 리서치센터

도표 2. Matador Phase 주요 내용

단계	주요 진행 사항
Phase 0	Fermi가 Matador 부지 작업을 위해 인프라를 건설하는 단계 (현재 진행 중) Xcel Energy의 자회사 SPS로부터 200MW 전력을 공급받기 위한 전력망 연결 공사 수행 아마릴로 시의 용수 서비스, FiberLight와 AT&T의 광통신 인프라, 천연가스 공급망을 연결하는 인프라/토목 공사 진행 Simens 터빈 설치를 위한 기초 구조물과, 250만 피트의 초기 데이터센터 부지 개발 진행
Phase 1	'26년 초까지 1.1GW 전력을 공급하는 인프라 구축을 완료 Fermi 소유의 복합화력 가스 발전소와 이동식 천연가스 발전 설비를 통해 전력 생산 Phase 1 진행하는 동안, 입주사 확보와 전력 계통 연결 작업을 동시에 진행 400MW의 Simes 6x1 SGT-800 복합 사이클 시스템 장비구매 계약을 체결 (3Q26 가동 예정) 180MW 의 GE사의 6B급 프레임급 가스터빈 3대와 중고 증기 터빈 1대를 인수. 수리 및 개조 이후 사용 예정 320MW급 TM2500 임대를 통해 피크 전력 수요를 커버. GE사의 항공 파생형 터빈으로 수요에 맞춰 빠른 가동이 용이함 200MW의 전력을 SPS로부터 확보 (초기에는 86MW 전력 공급 이후, 입주사 증가에 따라 200MW 까지 확대)
Phase 2	전력 생산량 증가에 맞춰 추가 데이터센터 부지 개발 작업 개시 100만 평방피트의 추가 데이터센터 공간 개발을 위해 건설 EPC와 협상 진행 중 각 전력원과 데이터센터 내 유휴부지에 보조 태양광 발전소를 설치하고, BESS 시스템을 확충하여 전력계통 신뢰성 확보 추가적인 천연가스 복합화력 발전소 건설을 위해 Simens와 SGT 400+MW급 설비 협상 중 (27년 도입 목표) Phase 2는 '27년 3분기까지 완료가 목표
Phase 3	AP1000 웨스팅하우스 원자로 건설과 신규 복합사이클 천연가스 발전소 건설 작업 수행 '25년 7월 28일 현대건설과 MOU를 체결하였으며, '24년 8월 2일 웨스팅 하우스와 서비스 계약을 체결 1) 계약 체결 후 6개월 이내 FEED 완료, 2) '26년 중순까지 포괄 파트너로 참여, 3) 3Q26 EPC 개시 요건 포함 '25년 8월 25일 두산에너빌리티와 양해각서 체결. 두산이 생산한 기자재를 EPC 사에게 제공하여 원자로 건설 진행 '25년 8월 25일 한국수력원자력, 삼성물산과 Matador 프로젝트 개발 및 실행 및 투자에 관한 포괄적인 MOU 체결
Phase 4	Phase 3에서 개시된 원자력 발전소 확대와 데이터센터 추가 공간 확보를 진행 1호기 준공 후 2~4호기까지 단계적인 건설이 진행될 예정이며, 원자로 건설에 맞춰 추가 BESS 설비 확충 예정 SMR 상용화 타임라인에 맞춰 2GW의 SMR 발전을 통해 부족한 전력 수요를 보충

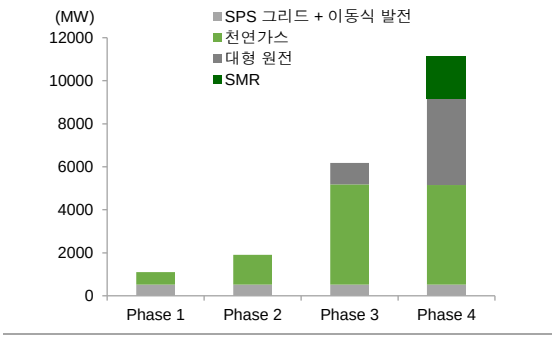
자료 : Fermi, 신영증권 리서치센터

도표 3. Fermi 발전 용량 전망('26~'38)



자료 : Fermi, 신영증권 리서치센터

도표 4. Phase별 발전원 용량 추이



자료 : Fermi, 신영증권 리서치센터

CoreWeave(CRWV)

선제 투자의 중요성

Bloomberg 평균목표주가 USD 130.07

현재주가 USD 71.65 (상승여력 81.5%)

*Bloomberg 기준

- **기업 개요**

Coreweave는 대규모 GPU 인프라를 기반으로 생성형 AI·고성능 컴퓨팅(HPC)을 서비스하는 기업임. 2017년 암호화폐 채굴사로 출발해, Nvidia의 고성능 GPU를 활용한 AI 특화 클라우드 인프라 사업자로 전환. 현재 미국과 유럽 등지에 30개 이상의 데이터센터와 25만대 GPU 클러스터를 운영하며, Nvidia와의 독점 파트너십을 기반으로 AI 인프라를 AI 스타트업과 빅테크(마이크로소프트/메타)로부터 AI 클라우드 서비스를 제공하고 있음

- **최근 실적 & 동향**

3Q25 매출 13.6억 달러(YoY+134%)를 기록. 조정 영업이익 가이드라인이 시장 추정치를 하회하였음. 메타와 오픈AI향 매출 수주잔고는 556억 달러로 상승하였으나, 데이터센터 개발 지연으로 연간 매출 가이던스를 소폭 조정하였음. 기존에 추진하였던 Core Scientific 인수는 주주 반대로 무산되면서, 자체 전력 파이프라인 확장 전략에 대한 수정은 불가피한 상황임

- **투자포인트**

Nvidia가 지분을 투자한 전략적 파트너로서 최신 블랙웰 칩을 우선 배정받았음. 이에 고객 유치 우위 확보. 빅테크의 범용 클라우드 대비 AI 연산에 특화되면서, 경쟁사 대비 50% 저렴한 연산비용과 연산속도를 제공할 수 있음 보유 GPU를 담보로 자금을 조달하는 금융 구조로, 주주가치 희석을 완화하면서 인프라 공격적 확장 중에 있음

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	3Q24	3Q25
매출액(십억달러)	0.23	1.92	5.12	0.58	1.36
영업이익(십억달러)	-0.01	0.32	0.72	0.12	0.05
영업이익률(%)	-4.3	16.7	14.1	20.69	3.68
지배순이익(십억달러)	-0.59	-0.86	-0.60	-0.36	-0.11
EPS(달러)	-61.80	-79.27	-1.42	-	-0.22
ROE(%)	-	-	-29.10	-	-
PER(배)	-	-	-	-	-

주: GAAP / Non-GAAP

자료 : Bloomberg 컨센서스 기준

Key Data (기준일: 2025. 11. 21)

현재주가(USD)	71.65
시가총액(bil USD)	36
시가총액(억원)	531,403
52주 최고/최저(USD)	187.00 / 33.52
평균거래대금(90일)	3.4 bil USD
배당수익률(26F, %)	0.0
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Software
주요주주(%)	
1. MAGNETAR FINANCIAL L	17.7
2. JANE STREET GROUP LL	6.9

Company Performance

주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	-42.7	-33.3	-
상대주가	-41.0	-43.5	-

Company vs 시장 composite

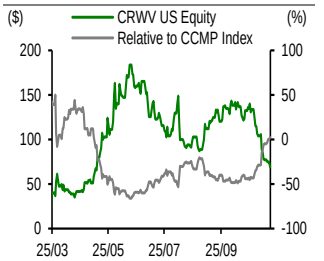


도표 1. 사업 포트폴리오 현황

(단위: 십억 USD)

구분	자산 명칭	주요 구성 요소	핵심 특징 및 투자 포인트
반도체 칩	GPU 클러스터	NVIDIA H100, H200 Blackwell (GB200, GB300) CPU 및 가속기	NVIDIA로부터 최우선으로 물량 공급
			최신 칩 활용으로 기존 클라우드 대비 성능 우위
			AI 모델 학습/추론 수요 증가에 따른 수혜
인프라 권리	전력 용량	가동 용량: 590MW 계약 용량: 2.9GW 글로벌 데이터센터 임대권	부동산 소유 대신 전력 사용권 확보
			전력난 시대에 기확보된 2.9GW 용량은 경쟁우위 요소
			전 세계 주요 거점 및 선두 AI 개발사 고객으로 확보
네트워크/저장	고속 인프라	InfiniBand 스위치/케이블 AI 전용 스토리지 하드웨어	단일 클러스터 성능 극대화가 기술우위로 작용
			GPU 간 통신 속도를 높여 학습 시간을 단축
소프트웨어	풀 스택 AI 플랫폼	자체 오케스트레이션 툴(Kubernetes) AI 에이전트 훈련 (OpenPipe 등) CoreWeave Federal (정부향)	하드웨어 효율성 증대를 위한 소프트웨어 회사 지속 인수
			단순 임대를 넘어선 플랫폼화 구축
			머신러닝 운영 플랫폼 전환으로 고객 락인 효과 수혜

자료 : 신영증권 리서치센터

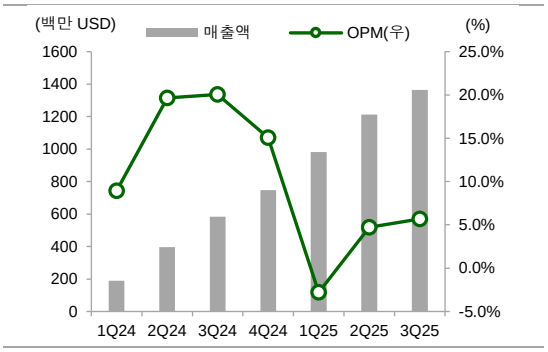
도표 2. 실적 table

(단위: 십억 USD)

결산기(12 월)	2025F				2026F				2025F	2026F	2027F
	1QA	2QA	3QA	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	0.98	1.21	1.36	1.5373	2.3	2.8	3.2	3.6	5.1	11.9	0.23
증감율(yoy)	415.8%	202.5%	134.5%	105.0%	134.7%	131.4%	135.3%	134.2%	165.6%	133.3%	-98.1%
영업이익	-0.03	0.02	0.05	0.1	0.4	0.5	0.7	0.8	0.7	2.4	-0.01
증감율(yoy)	-250.0%	-75.0%	-58.3%	-9.1%	-1433.3%	2400.0%	1300.0%	700.0%	118.8%	242.9%	-100.4%
영업이익율	-3.1%	1.7%	3.7%	6.5%	17.4%	17.9%	21.9%	22.2%	13.7%	20.2%	-4.3%
당기순이익	-0.26	-0.29	-0.11	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.6	-0.1	-0.59
증감율(yoy)	100.0%	-9.4%	-69.4%	500.0%	-23.1%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-30.2%	-83.3%	490.0%

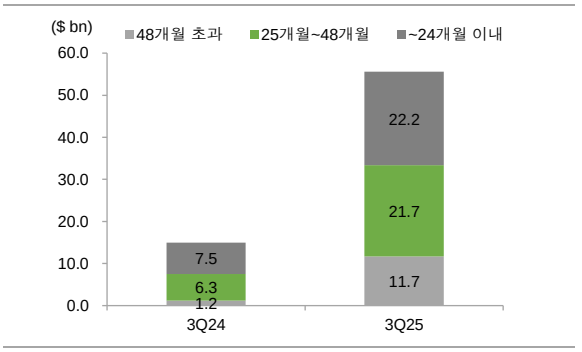
자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 분기별 매출 및 OPM 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 수주기간 별 수주잔고 추이



자료 : Coreweave, 신영증권 리서치센터

Equinix(EQIX)

규모의 효과, 확장성은 현재 진행형

Bloomberg 평균목표주가	USD 967.83
현재주가	USD 754.68 (상승여력 28.2%)

*Bloomberg 기준

• 기업 개요

Equinix는 세계 최대 데이터센터 플랫폼으로 현재 33개 국가에 260개의 데이터센터를 운영하고 있음. Colocation 서비스 수익이 전체 매출의 70%를 차지하고 있으며, Interconnection 매출 비중이 17% 비중을 차지함

• 최근 실적 & 동향

3Q25 매출 23.2억 달러(YoY+5.1%), 조정 EBITDA 11.5억 달러(EBITDA 마진율 50%)로 견조하 수익성 기록 중임. 또한 대형 캠퍼스 딜 클로징 지연과 환율 영향으로 25년 매출 가이던스 소폭 하향 조정하였음. AI 대응을 위한 Capex확대 및 xScale 전략을 통한 규모의 경제 구축 흐름은 지속되고 있음

• 투자포인트

AI·하이브리드 클라우드 확산으로 3Q25 연간 총예약이 3.94억달러로 사상 최대를 기록. Interconnection 매출도 4.22억 달러(YoY+10%) 기록하며, 고마진 부문 매출이 확대되는 모습임. 5개 부지에서 900MW+급 초대형 데이터센터 프로젝트 추진을 통해 중장기 외형 성장 방향성은 유지되고 있음

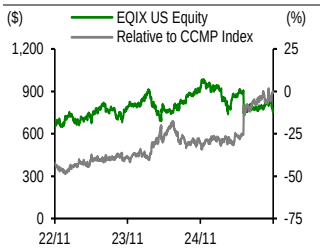
Key Data (기준일: 2025. 11. 21)

현재주가(USD)	754.68
시가총액(bil USD)	74
시가총액(억원)	1,089,323
52주 최고/최저(USD)	994.03 / 701.41
평균거래대금(90일)	0.4 bil USD
배당수익률(25F, %)	2.5
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	REITS
주요주주(%)	
1. VANGUARD GROUP	13.5
2. 블랙록	11.0

Company Performance

주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	-20.3	-23.8	-29.1
상대주가	-39.7	-23.4	-18.0

Company vs 시장 composite



결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	3Q24	3Q25
매출액(십억달러)	8.19	8.75	9.25	2.20	2.32
영업이익(십억달러)	1.44	1.33	1.97	0.43	0.47
영업이익률(%)	17.6	15.2	21.3	19.55	20.26
지배순이익(십억달러)	0.97	0.82	1.45	0.30	0.37
EPS(달러)	10.35	8.54	14.79	3.11	3.82
ROE(%)	8.04	8.14	10.70	8.39	9.69
PER(배)	78.53	85.32	51.02	79.14	57.04

주: GAAP / Non-GAAP
자료 : Bloomberg 컨센서스 기준

도표 1. 투자 포트폴리오 현황

자산명	주요 제품	타겟 고객	핵심 특징 및 투자 포인트
IBX Data Centers	리테일 코로케이션 (Retail Colocation)	네트워크 통신사, 금융기관, 일반 기업,콘텐츠 제공사(CDN)	매출의 대부분 차지하며, 높은 마진율 기록
			랙/케이지 단위 소량 임대
			주요 대도시 거점 기반으로 성장
xScale Data Centers	하이퍼스케일	CSP (클라우드 서비스 제공사) : AWS, Azure, Google, Oracle	JV(합작투자) 구조를 통한 자본 효율화
			장기 계약 기반의 안정적 현금 흐름
			IBX 센터와의 근접성을 통한 생태계 확장
Interconnection (Equinix Fabric)	상호 연결 서비스	데이터센터 입주사 전체	타 데이터센터 사업자 대비 진입장벽을 구축
			반복 매출 발생을 통해 실적 안정성 확보
			고객 락인 효과
Digital Services	Metal Network Edge	하이브리드 클라우드 사업자	서비스형 인프라(IaaS) 성격
			물리적 인프라의 활용도 증대

자료 : Equinix, 신영증권 리서치센터

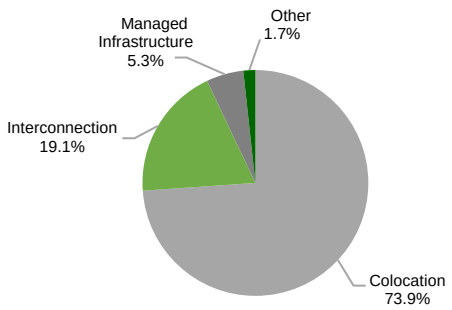
도표 2. 실적 table

(단위: 십억 USD)

결산기(12 월)	2024				2025F				2024A	2025F	2026F
	1QA	2QA	3QA	4QF	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	2.13	2.16	2.20	2.28	2.30	2.40	2.40	2.50	8.19	8.80	9.50
증감율(yoy)	6.5%	6.9%	6.8%	8.3%	8.0%	11.1%	9.1%	9.5%	12.8%	7.4%	8.0%
영업이익	0.36	0.44	0.43	0.40	0.50	0.50	0.50	0.50	1.44	1.60	2.00
증감율(yoy)	-5.3%	33.3%	13.2%	14.3%	38.9%	13.6%	16.3%	25.0%	20.0%	11.1%	25.0%
영업이익율	16.9%	20.4%	19.5%	17.5%	21.7%	20.8%	20.8%	20.0%	17.6%	18.2%	21.1%
당기순이익	0.23	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.97	1.10	1.30
증감율(yoy)	-11.5%	42.9%	7.1%	30.4%	30.4%	0.0%	0.0%	0.0%	38.6%	13.4%	18.2%
주당 AFFO	8.91	9.24	9.08	7.95	9.71	9.94	9.85	9.1	32.24	35.16	40.6
증감율(yoy)	3.4%	14.6%	7.07%	8.5%	9.0%	7.6%	8.5%	14.5%	8.9%	9.1%	15.5%

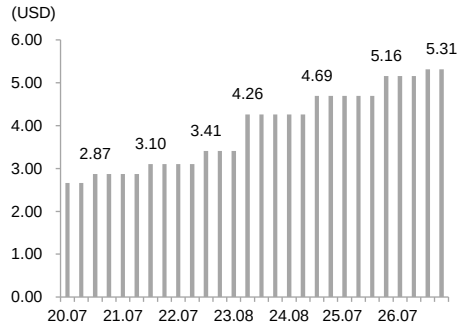
자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 부문별 매출 비중 (3Q25 기준)



자료 : Equinix, 신영증권 리서치센터

도표 4. 주당 배당금 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

Brookfield Renewable Corp(BEPC)

안정적 포트폴리오에 AI 성장을 더하다

Bloomberg 평균목표주가	USD 42.80
현재주가	USD 41.26 (상승여력 3.7%)

*Bloomberg 기준

• **기업 개요**

Brookfield Renewable Partners는 Brookfield 산하의 재생에너지 전문 기업으로, 수력, 풍력, 태양광, ESS 등 34GW 규모의 다각화된 포트폴리오를 운영함

• **최근 실적 & 동향**

3Q25 총 FFO가 3.02억 달러를 기록(YoY+10%). 이는 수력 발전 호조와 개발 인수 효과 영향 때문임. 수력 분야에서 캐나다 지역 발전량 호조 및 전력 가격 상승으로 미국 내 자산가치가 상승하였음. 51%의 지분을 가진 웨스팅하우스의 실적 호조 및 미국 정부와의 파트너십 체결로 솔루션 부문의 낙관적인 전망 제시. 마이크로소프트와 10.5GW 규모의 계약과 Bloom Energy와 AI 전용 인프라 파트너십 체결하면서, AI 에너지 트랜드에 수혜

• **투자포인트**

안정적인 발전이 가능한 수력 발전 중심 포트폴리오를 바탕으로, 마이크로소프트 외, 타 빅테크와 추가 계약도 기대됨. 원자력 설계 선두주자인 웨스팅하우스의 최대주주로서 미국 정부의 주도하에 외형 확장 기대. 경영진의 연평균 10% 수준의 FFO 성장과 매년 5~9% 수준의 배당 성장 가이드라인 제공하는 등 주주 친화적인 태도도 긍정적인 포인트임

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	3Q24	3Q25
매출액(십억달러)	5.04	5.88	5.48	1.47	1.60
영업이익(십억달러)	1.25	1.29	1.57	0.33	0.26
영업이익률(%)	24.8	21.9	28.6	22.45	16.25
지배순이익(십억달러)	-0.09	-0.26	-0.45	-0.09	-0.07
EPS(달러)	-	-	-0.78	-	-
ROE(%)	-1.61	-4.58	-6.86	-3.93	-7.09
PER(배)	-	-	-	-	-

주: GAAP / Non-GAAP
자료 : Bloomberg 컨센서스 기준

Key Data (기준일: 2025. 11. 21)

현재주가(USD)	41.26
시가총액(bil USD)	14
시가총액(억원)	205,771
52주 최고/최저(USD)	45.10 / 23.73
평균거래대금(90일)	0.0 bil USD
배당수익률(26F, %)	3.3
국가	US
상장거래소	New York
산업	Electric
주요주주(%)	
1. 브룩필드	7.0
2. AMERICAN NATIONAL GR	6.3

Company Performance

주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.6	41.3	29.9
상대주가	6.5	30.8	22.5

Company vs 시장 composite

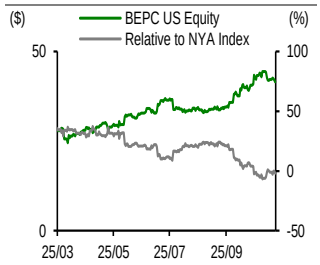


도표 1. 사업 포트폴리오 현황

자산 유형	세부 내용	주요 투자 포인트
수력 발전	북미, 콜롬비아, 브라질 등의 대규모 댐 및 수력 발전소	신규 건설 및 복잡한 인허가로 높은 진입장벽 보유
		전력 가격 연동으로 인플레이션 헤지
풍력 & 태양광	1) 육상/해상 풍력 단지 2) 상업용/주거용 태양광	신재생 기술 발전에 따른 마진 개선
		기업 전력구매계약(PPA) 수요 급증
		리파워링을 통한 자산 가치 증대
지속가능 솔루션	원자력 (Westinghouse 51%) 에너지 저장 장치 (BESS) 탄소 포집 (CCS)	AI 데이터센터 전력 수요의 핵심 (원자력)
		전력망 안정화 서비스
		친환경 기술 선점

자료 : 신영증권 리서치센터

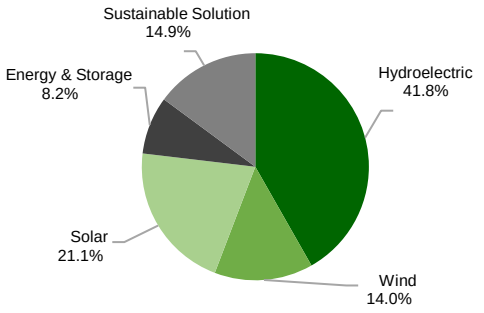
도표 2. 실적 table

(단위: 십억 USD)

결산기(12 월)	2024				2025F				2024A	2025F	2026F
	1QA	2QA	3QA	4QA	1QA	2QA	3QA	4QF			
매출액	1.13	0.99	1.04	0.99	0.91	0.95	0.93	1.7	4.14	5.5	3.97
증감율(yoy)	5.6%	10.0%	11.8%	-7.5%	-19.5%	-4.0%	-10.6%	71.7%	4.3%	32.9%	-27.8%
영업이익	0.33	0.28	0.29	0.49	0.22	0.29	0.31	0.2	1.36	0.5	1.59
증감율(yoy)	-17.5%	3.7%	-3.3%	-15.5%	-33.3%	3.6%	6.9%	-59.2%	-14.5%	-63.2%	218.0%
영업이익율	29.2%	28.3%	27.9%	49.5%	24.2%	30.5%	33.3%	11.8%	32.9%	9.1%	40.1%
당기순이익	0.49	-0.34	-0.67	0.76	0.01	-1.41	-0.23	-0.3	0.24	-0.8	-0.18
증감율(yoy)	-145.8%	-217.2%	-150.0%	-201.3%	-98.0%	314.7%	-65.7%	-139.5%	-233.3%	-433.3%	-77.5%
주당 FFO	2.08	2.08	2.05	2.05	2.05	2.03	2.08	0.5	2.15	2.05	2.5
증감율(yoy)	1.6%	-4.6%	2.7%	-4.7%	-1.4%	-2.4%	1.5%	-75.6%	0.0%	-4.7%	22.0%

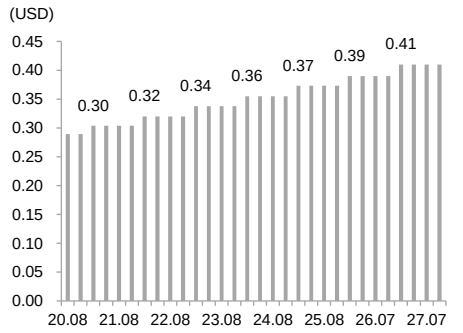
자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 부문별 매출 비중(3Q25 기준)



자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 주당 배당금 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
맥쿼리인프라	-	-	-	-	-	-	-	-
HDC	-	O	-	-	-	-	-	-
삼성물산	-	-	-	-	-	-	-	-
SK이터닉스	-	-	-	-	-	-	-	-

맥쿼리인프라 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-11-25	매수	13000		

HDC : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-11-25	매수	32000		

삼성물산 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-11-25	매수	280000		

SK이터닉스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-11-25	매수	25000		