

지주업 / ESG

중복상장 규제와 미리 보는 주주총회

- 중복상장 규제, 지주회사의 역할과 재무안정성 부각
- 주주총회(1) '3% 룰', 개정 상법을 미리 보다
- 주주총회(2) 중복상장 규제가 만드는 출구 전략

중복상장 규제, 지주회사의 역할과 재무안정성이 부각될 전망

2026년 7월 시행되는 중복상장 규제는 자회사 상장을 '원칙적 금지, 예외적 허용'으로 전환하고, 예외 허용의 핵심 요건으로 모회사 일반주주의 실질적 동의 절차를 요구. 그 결과, 두 가지 변화가 예상. 첫째, 구조개편을 추진하는 기업은 결집한 일반주주 의결권과 개정 상법이라는 관문을 마주. 둘째, 자회사의 분리 상장 경로가 막히면서 자금조달에 모회사의 역할이 커지고, 이에 따라 지주회사의 재무 안정성이 핵심 변수로 부각될 전망.

미리 보는 주주총회(1) '3% 룰', 개정 상법을 미리 보다

비상장 자회사 휴온스랩을 상장 계열사 휴온스가 흡수·합병하면서, 지주사 휴온스글로벌 주주의 가치가 휴온스 주주·오너로 이전되는 구조 형성. 이에 반발한 소액주주 연대가 결집하자 회사는 임시주총 소집과 3% 룰의 자발적 준용을 검토. 같은 지분 구조라도 '개별 3%'와 '합산 3%'는 일반주주 의결권의 실효성을 정반대로 가름. 결집한 일반주주 의결권과 개정 상법이라는 관문이 가치 이전을 추진하는 기업 앞에 놓이게 됨을 앞당겨 보여주는 사례.

미리 보는 주주총회(2) 중복상장 규제가 만드는 출구 전략

SK에코플랜트는 중복상장 규제 환경에서 지주회사의 역할이 커지는 출구 전략을 보여주는 사례. 2022년 상장을 전제로 총 8,000억원의 F 자금을 유치했으나, 중복상장 금지 기조 강화로 예정된 IPO 출구가 막힘. 이에 상장 대신 환매로 선회, 지주사 SK주의 직접 매입과 SK에코플랜트의 자기주식 취득으로 투자금 반환을 마무리. 모회사와 자회사가 분담해 F를 환매·정산하는 방식은 상장 출구가 막힌 기업의 한 경로. 결과적으로 SK에코플랜트의 가치는 비상장 상태로 지주사에 귀속. 이 과정에서 지주회사의 재무 안정성이 한층 중요해질 것으로 판단.

지주회사 주요 재무안정성 지표

(단위: 십억원)

	SK	HD현대	두산	한화	LG	CJ	효성
현금및현금성자산	1,433	16	1,625	549	451	14	1
단기금융자산	205	0	17	53	850	3	0
단기차입금	410	200	1,391	2,705	0	0	253
유동성사채	1,460	159	85	694	0	150	0
유동성장기차입금	420	655	305	690	0	0	0
사채	6,110	971	56	852	0	150	0
장기차입금	200	506	150	750	0	0	240
순차입금	6,961	2,475	345	5,090	-1,301	283	491
부채비율	41%	32%	47%	70%	8%	14%	28%
차입금의존도	31%	27%	27%	48%	0%	9%	14%
자기자본비율	59%	68%	53%	30%	92%	86%	72%

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center



이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA chery.lee@daishin.com

투자 의견

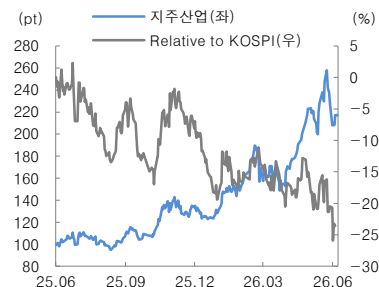
Overweight

비중 확대

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
SK	Buy	880,000원
HD현대	Buy	410,000원
두산	Buy	2,220,000원
한화	Buy	163,000원
LG	Buy	130,000원
CJ	Buy	260,000원
효성	Buy	300,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	30.3	63.2	116.3
상대수익률	-6.6	-10.4	-16.3	-22.3



Contents

Part 1. 중복상장 규제 가이드라인	07
- 모회사 주주의 동의 절차를 의무화	
Part 2. 미리 보는 주주총회	15
- "3% 룰", 개정 상법을 미리 보다	
- 중복상장 규제가 만드는 출구 전략	
Part 3. 기업분석	33
두산 (000150)	
SK (034730)	

Summary

중복상장 규제, 지주회사의 역할과 재무안정성이 부각될 전망

2026년 7월 시행되는 중복상장 규제는 자회사 상장을 '원칙적 금지, 예외적 허용'으로 전환하고, 예외 허용의 핵심 요건으로 모회사 일반주주의 실질적 동의 절차를 요구한다. 이는 자회사 상장이라는 자본조달을 이사회의 일방적 권한에서 분리해 일반주주의 동의 아래 둔다는 의미다. 그 결과 두 가지 변화가 예상된다. ①첫째, 구조개편을 추진하는 기업은 결집한 일반주주 의결권과 개정 상법이라는 관문을 마주하게 된다. ②둘째, 자회사의 분리상장 경로가 막히면서 자금조달에서 모회사의 역할이 커지고, 이에 따라 지주회사의 재무 안정성이 밸류에이션의 핵심 변수로 부각될 전망이다.

① '3% 룰' 개정 상법을 미리 보다

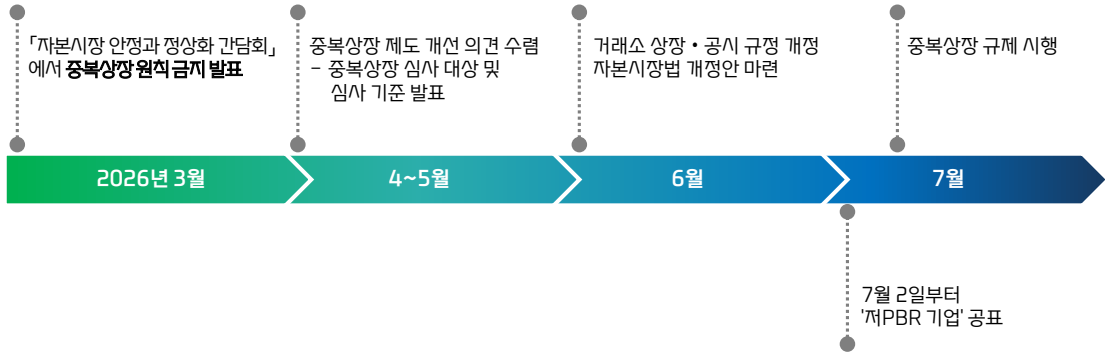
휴온스그룹의 자회사 합병은 첫 번째 변화, 즉 중복상장 규제가 겨냥하는 모회사 일반주주 가치 훼손이 드러난 사례다. 비상장 자회사 휴온스랩을 상장 계열사 휴온스가 흡수합병하면서, 지주사 휴온스글로벌 주주에게 귀속될 가치가 휴온스 주주·오너로 이전되는 구조가 형성됐다. 이에 반발한 소액주주 연대가 12.16%를 결집하자 회사는 임시주총 소집과 3% 룰의 자발적 준용을 검토하며 선회했다. 같은 지분 구조라도 '개별 3%'(최대주주 및 특수관계인 15.36% 잔존, 정족수 미달로 관철 난망)와 '합산 3%'(최대주주 및 특수관계인 합산 57.14%가 3%로 묶여 소액주주 표가 향방을 가름)는 일반주주 의결권의 실효성을 가른다. 휴온스 사례는 자본시장의 변화를 앞당겨 보여준다. 중복상장에 준하는 가치 이전을 추진하는 기업은 결집한 일반주주 의결권, 그리고 개정 상법이라는 두 관문을 마주하게 된다.

② 중복상장 규제가 만드는 출구 전략

SK에코플랜트는 두 번째 변화, 즉 규제 환경에서 지주회사의 역할이 커지는 출구 전략을 보여주는 사례다. 2022년 상장을 전제로 전환우선주와 구주를 합쳐 총 8,000억원의 F1 자금을 유치했으나, 중복상장 금지 기조 강화와 회계처리 위반에 따른 징계로 예정된 IPO 출구가 막혔다. 이에 상장 대신 환매로 방향을 틀어, 지주사 SK(株)의 직접 매입(약 3,985억원, 지분 71.2%)과 SK에코플랜트의 자기주식 취득(약 6,500억원)으로 투자금 반환이 마무리됐다. 모회사와 자회사가 분담해 F1을 환매·정산하는 이 방식은 상장 출구가 막힌 기업이 택할 수 있는 한 경로이나, 환매를 감당할 여력을 갖춘 모회사를 전제로 한다. 결과적으로 AI 인프라로 재편된 SK에코플랜트의 가치는 비상장 상태로 지주사에 귀속되며, 이 과정에서 지주회사의 재무 안정성이 한층 중요해질 것으로 판단한다.

Key Charts

중복상장 규제 타임라인



자료: 대신증권 Research Center

지주회사 재무 안정성 지표

(단위: 십억원, %)

	SK	HD 현대	두산	한화	LG	CJ	효성
현금 및 현금성자산	1,433	16	1,625	549	451	14	1
단기금융상품	205	0	17	53	850	3	0
단기차입금	410	200	1,391	2,705	0	0	253
유동성사채	1,460	159	85	694	0	150	0
유동성장기차입금	420	655	305	690	0	0	0
사채	6,110	971	56	852	0	150	0
장기차입금	200	506	150	750	0	0	240
총차입금	8,600	2,491	1,987	5,692	-	300	493
순차입금	6,961	2,475	345	5,090	-1,301	283	491
부채비율	41%	32%	47%	70%	8%	14%	28%
차입금의존도	31%	27%	27%	48%	0%	9%	14%
자기자본비율	59%	68%	53%	30%	92%	86%	72%

자료: Quantwise(각 사 1 분기 사업보고서 기준), 대신증권 Research Center

지주회사 투자의견 및 목표주가

(단위: 원, 십억원)

	SK	HD 현대	두산	한화	LG	CJ	효성
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가	880,000	410,000	2,220,000	163,000	130,000	260,000	300,000
현재주가(6/15)	646,000	268,000	1,709,000	120,200	118,400	174,300	191,400
Upside	36.2%	53.0%	30.0%	35.6%	9.8%	49.2%	56.7%
NAV	896,610	384,421	302,728	245,831	367,452	75,253	117,322
목표할인율	41.0%	25.0%	38.0%	62.0%	40.0%	55.0%	68.0%
최대 할인율	74.0	74.2	86.4	80.4	73.7	79.7	79.5
최소 할인율	9.4	34.6	-10.2	43.0	45.9	19.6	20.2
평균 할인율	53.5	53.6	61.0	64.6	63.3	65.5	60.3

자료: 대신증권 Research Center

Part 1.

중복상장 규제
가이드라인

Part 1. 중복상장 규제 가이드라인

모회사 주주의 동의를 의무화하는 것이 규제의 핵심

자본시장 체질개선 방안을 통해 4대 정책 방향 발표

지난 3월 18일, 금융위원회는 「자본시장 체질개선 방안」을 통해 ①신뢰 회복, ②주주 보호 강화, ③자본시장 혁신, ④시장접근성 제고라는 4대 정책 방향을 발표했다. 이 중 투자자들이 가장 주목해야 할 대목은 ‘주주보호’ 항목이다. 금융당국은 주주보호의 핵심 과제로 ‘중복상장 금지’와 ‘낮은 주가 방치 해소(벨류업)’를 전면에 내세우며, 그동안 한국 주식시장에서 만연했던 모회사 기업가치 훼손 관행을 차단하겠다는 의지를 표명했다.

이 중 주주보호 강화로서 중복상장 원칙적 금지, 예외적 허용 추진

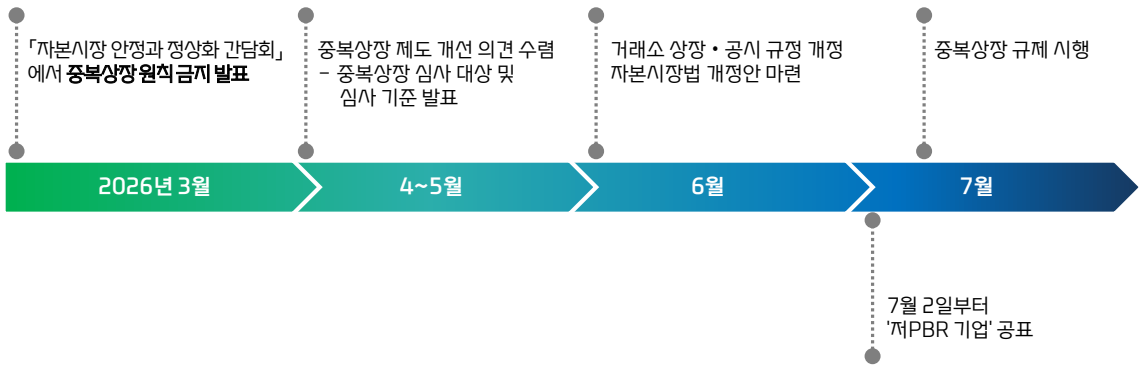
이러한 정책적 의지는 한 달 뒤인 4월 16일 발표한 「중복상장 제도개선 추진방안」에서 구체적인 심사 요건으로 실체화되었다. 금융당국은 자회사 상장을 ‘원칙적 금지, 예외적 허용’으로 규정하고, 예외 허용을 위한 3대 종합 심사 기준으로 ①영업 독립성, ②경영 독립성, ③투자자 보호를 제시했다.

‘모회사 주주의 동의 의무화’가 핵심

이 3대 요건 중 규제의 진정한 본질은 단연 ‘투자자 보호’다. 영업 및 경영 독립성이 재무 데이터나 임원 구성 등 기업 내부의 구조적 정비를 통해 증명할 수 있는 정량적 요건이라면, 투자자 보호 요건은 철저히 외부 주주를 향해 있기 때문이다. 금융당국은 예외 상장 심사 과정에서 ‘모회사 일반주주의 동의 여부’와 주주 소통 절차를 핵심적으로 확인하겠다고 밝혔다.

결론적으로, 이번 중복상장 규제의 핵심은 단순한 상장 심사 기준의 상향에 그치지 않는다. 자회사 상장이라는 자본조달 행위를 이사회의 일방적 권한에서 분리하여, 모회사 일반주주의 동의 절차 아래 종속시켰다는 데 방점이 찍혀 있다. 오는 7월 규정 시행을 앞두고, 시장은 이러한 거버넌스 패러다임의 변화를 지주사 밸류에이션에 선반영해야 할 시점이다.

그림 1. 중복상장 규제 타임라인



자료: 대신증권 Research Center

표 1. 자본시장 체질개선 방향 및 중복상장 심사 요건

구분	주요 내용	세부 요건 및 시사점
자본시장 체질개선 4대 방향	①신뢰, ②주주보호, ③혁신, ④시장 접근성	코리아 디스카운트 해소 및 자본시장 선진화 추진
②주주보호 중점 과제	기업가치 훼손 방지	중복상장 원칙적 금지, 만성적 저평가(주가 방치) 해소
중복상장 예외적 허용 3대 심사 기준	①영업 독립성	모회사 및 계열사와의 매출·매입 등 거래 의존도 심사
	②경영 독립성	모-자회사 간 임원 겸직 제한 등 독립적 의사결정 체계 확보
	③투자자 보호	모회사 일반주주의 실질적 동의 여부 및 주주 소통 절차 확인

자료: 금융위원회, 한국거래소, 대신증권 Research Center

표 2. 추진과제 향후 계획

추진과제	조치사항	일정
1. 중복상장 원칙금지		
1-1. 한국거래소 중복상장 원칙금지	거래소 상장규정 개정	2026년 6월
1-2. 중복상장시 주주충실의무 적용	거래소 상장·공시규정 개정, 자본시장법 개정안 마련	2026년 6월
2. 낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손 방지		
2-1. 합병 등에 공정가액·외부평가 도입	신속 입법지원(既발의)	계속
2-2. 저PBR 기업 공표·태그표출 도입	시스템 개편 및 내부지침 마련	2026년 7월
2-3. 장부가치-공정가치 차이 공시 도입	K-IFRS 개정	2026년 9월
3. 스톱워드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화		
3-1. 스톱워드십코드 고려요소 확대	스튜어드십코드 개정	2026년 6월
3-2. 스톱워드십코드 제3자 점검체계 신설 및 통합공시	이행점검체계 신설	2026년 하반기
3-3. 법령해석 관련 불확실성 해소	법령해석집 개정	2026년 하반기

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

[참조①] 소수주주 다수결(Majority of Minority)

MoM은
지배주주 의결권 제외

소수주주 다수결(MoM)은 회사의 특정 거래에 관하여 이해관계가 있는 지배주주를 제외한 나머지 소수주주들의 승인을 통하여 거래의 정당성을 확보하는 의사결정방식이다. 지배주주의 지분율이 아무리 높더라도 해당 거래의 승인 여부가 오직 일반주주의 의사에 동착된다는 점에서 주주 보호 효율성이 강한 제도로 평가받는다.

MoM은 소액주주 권익 보호를 극대화할 수 있는 방법이지만, 국내 자본시장 환경에서는 두 가지 구조적 제약이 상존해왔다. 첫째는 소액주주의 낮은 주주총회 참여율로 인해 의결 정족수 확보 자체가 어렵다는 현실적 문제다. 둘째는 법리적 쟁점으로, 법무부가 지난해 말 「기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인」을 제정할 당시 일부 주주에게 불비례적으로 큰 거부권을 부여해 ‘주주평등원칙’을 훼손할 소지가 있다는 이유로 MoM을 일반적인 공정성 강화 조치로 권고하지 않았다는 점이다.

테슬라 일론 머스크의
성과급 패키지는
MoM으로 가결

그럼에도 불구하고 MoM의 실질적 작동 가능성을 증명한 글로벌 사례로는 테슬라(Tesla)의 머스크 성과급 패키지 재비준 표결을 꼽을 수 있다. 테슬라는 2024년 6월 13일 주주총회에서 일론 머스크의 2018년 성과급 패키지(CEO Performance Award) 안건을 재비준하며, 머스크 본인과 동생(Kimbal Musk)의 지분을 제외한 ‘이해관계 없는 주주(disinterested)’ 기준을 자발적으로 적용했다.

표결 결과, 지배주주 측 지분을 제외하고도 약 72%의 압도적인 찬성을 얻어 안건이 가결되었다. 이는 MoM이 지배주주의 영향력을 견제하는 동시에 진정한 일반주주의 의사를 직접 묻는 실효적 장치로 기능할 수 있음을 시사한다. 한편, 같은 주주총회에서 진행된 본사 이전(텍사스 재편입) 안건 역시 머스크 형제 지분을 배제한 기준으로 약 84% 찬성을 기록하며 가결되었다.

그림 2. 주주평등원칙 훼손 등을 이유로 MoM을 일반적 공정성 강화 조치로 권고하지 않음

마. 이해관계 없는 주주의 승인 문제

이해관계 없는 주주의 승인(disinterested shareholders' approval) 또는 소수주주의 다수결(majority of minority)은 해당 거래에 이해관계가 없는 주주들이 보유한 의결권의 과반수 찬성을 거래의 조건으로 정하고, 이를 미리 공표한 상태에서 주주총회에서 해당 승인 절차를 진행하는 것을 의미한다. 일부 국가에서는 이해상충 거래를 진행함에 있어 공정성을 확보하기 위한 조치 중 하나로 소수주주의 다수결을 요구 또는 권장하는 경우가 있다.20) 이를 채택하면 해당 사안에 대하여 이해관계를 가진 주주를 제외한 나머지 주주들의 과반수의 찬성이 있는 때에만 해당 거래를 진행할 수 있으므로, 이들의 찬성을 얻을 수 있을 정도로 거래의 조건이 공정하게 (즉 일반주주들에게 불리하지 않게) 설정되어야 한다. 따라서 일정한 경우에는 거래의 공정성을 확보하여 회사 및 전체 주주의 이익을 보호하는 데에 기여할 수 있다. 그러나 다음과 같은 문제점 내지 부작용을 고려하면 이를 일반적인 공정성 강화 조치로 권고하기는 어렵다고 판단된다.

- 이를 시행하면 일부 주주들이 거래에 관한 결정권 내지 거부권을 갖게 되는데, 이는 그들이 가지는 지분적 권리에 비해 불비례적으로 큰 힘을 행사하는 것으로서 주주평등원칙에 반하는 측면이 있으며, 일부 주주들이 이를 남용하여 자신들의 요구사항을 관철하기 위해 이용하는 등의 행태를 벌인다면 회사와 전체 주주에게 유익한 거래를 하지 못하게 되는 등의 부작용이 발생할 수 있다.

자료: 법무부 「기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인」, 대신증권 Research Center

그림 3. 테슬라 주주총회 안건 - "일론 머스크 형제가 직·간접적으로 보유한 지분의 의결권을 표결에서 배제하고" 성과급 패키지 재비준 (Proposal 4) 표결

(3) Pursuant to the Ratification Disinterested Standard, the votes were as follows:

For
1,348,109,854
Against
528,908,419
Broker Non-Votes
335,111,943

Accordingly, the votes cast in factor of approving Proposal 4 constituted approximately 72% of all votes cast in person or by proxy at the Annual Meeting on the proposal, excluding votes of shares owned, directly or indirectly, by Messrs. Elon and Kimbal Musk.

자료: SEC EDGAR (Tesla, Inc. Form 8-K (June 13, 2024)), 대신증권 Research Center

표 3. 테슬라 일론 머스크의 성과급 패키지에 대한 MoM 표결 결과

적용 기준	찬성	반대	가결 비율
NASDAQ 기준 (출석 표결 과반)	1,760,780,650 주	528,908,419 주	약 77%
정관 기준 (출석 의결권 과반)	1,760,780,650 주	528,908,419 주	약 76%
이해관계 없는 주주 기준 (머스크 형제 지분 제외 = MoM)	1,348,109,854 주	528,908,419 주	약 72%

자료: SEC EDGAR (Tesla, Inc. Form 8-K (June 13, 2024)), 대신증권 Research Center

[참조②] 3% 룰(Rule) 적용 일반결의

최대주주와
특수관계인 의결권
3%까지 제한

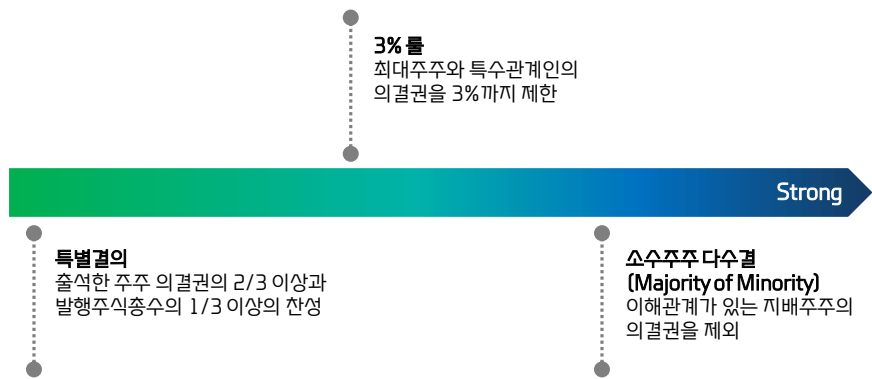
'3% 룰'은 감사위원을 선임·해임할 때 적용하는 상법상 제도를 준용하는 방식이다. 자회사 상장 추진 여부를 결정하는 주주총회 안건 표결 시, 최대주주와 특수관계인의 의결권을 지분율과 관계없이 3%까지만 제한하는 것이 골자다.

이 방식은 소수주주 다수결(MoM)과 주주총회 특별결의의 중간 성격을 띠는 현실적인 절충안으로 평가받는다. 높은 지배주주 지분율을 보유한 국내 상장기업의 특성상, 3% 룰이 가동되면 지배주주의 지배력이 강제로 제한되는 반면 결집된 일반주주의 의결권이 캐스팅 보트를 쥐게 되므로 실질적인 주주 보호 효과를 기대할 수 있기 때문이다.

일반주주의
주총 참석과 의결권
행사가 중요해질 것

다만, 3% 룰을 적용한 일반결의 역시 정족수 확보라는 대안적 한계가 존재한다. 일반주주의 주주총회 참여를 이끌어내지 못할 경우, 일반결의 가결 요건인 '발행주식총수의 4분의 1이상 찬성' 정족수를 충족하지 못해 안건 자체가 무산될 우려가 있다.

그림 4. 주주 동의 방식별 의결권 제한 강도 스펙트럼



자료: 대신증권 Research Center

[참조③] 주주총회 특별결의

출석 의결권 2/3 이상

특별결의는 상법 제434조(정관변경의 특별결의)에 근거하여, 출석한 주주 의결권의 3분의 2 이상과 발행주식총수의 3분의 1 이상의 찬성을 요구하는 의사결정 방식이다. 일반 보통결의보다 높은 의결 허들을 설정함으로써, 기업의 정관 변경이나 합병·분할, 영업양수도 등 주주의 이해관계와 직결되는 중대한 사안에 대해 폭넓은 동의를 구하는 정형화된 제도다.

과거 분할 전 (주)포스코가 철강 자회사의 정관에 '상장 시 지주사 주총 특별결의 승인' 요건을 반영했던 사례처럼, 특별결의는 자본시장에서 선제적인 주주 보호 장치로 활용되어 왔다.

대주주 지분율이 높은 기업에는 실효성 제한

그러나 중복상장 규제 맥락에서 특별결의 방식이 소액주주를 위한 실질적 견제 수단으로 작동하기에는 구조적 한계가 있다. 대주주 및 특수관계인, 그리고 우호 지분율이 높은 경우, 이들의 지분만으로 출석 의결권 2/3 요건을 충족할 수 있기 때문이다. 결과적으로 특별결의는 주주의 동의를 구했다는 형식적 명분을 제공하는 데 그칠 뿐, 일반주주 보호 장치로서 실효성이 제한적이라는 평가를 받는다.

표 4. 보통결의 vs. 특별결의

구분	상법 근거 조항	출석 주주 요건 (의결권 기준)	전체 주주 요건 (발행주식총수 기준)	적용 안건 예시
보통결의	제 368 조 제 1 항	과반수 (1/2 초과)	4분의 1 이상	이사·감사 선임, 배당, 재무제표 승인
특별결의	제 434 조	3분의 2 이상	3분의 1 이상	정관변경, 합병·분할, 영업양수도

자료: 법제처 국가법령정보센터, 대신증권 Research Center

그림 5. 분할 전 (주)포스코가 물적분할 승인을 위한 임시주총을 소집, 신설 철강 자회사 정관에 '상장 시 지주사(포스코홀딩스) 주총 특별결의 승인' 요건을 반영

<p>지주회사 주주총회 특별결의 요건을 철강자회사 정관에 반영</p>	<p>(신설)</p>	<p>제9조 (주권의 상장) 본 회사가 한국거래소의 유가증권시장 또는 이와 유사한 국내외 증권시장에 주권을 상장하고자 하는 경우 사전에 단독주주인 주식회사 포스코홀딩스(2022년 3월 2일 사명변경 예정)의 주주총회 특별결의에 의한 승인을 얻어야 한다. ※ 제9조 신설로 수정전 정관의 기존 제9조부터의 조항은 모두 이후 조항으로 조항번호 변경</p>
--	-------------	--

자료: DART, 대신증권 Research Center

Part 2.

미리 보는 주주총회

"Full report는 대신증권 법인영업본부에 문의 바랍니다. 감사합니다."

Part 3.

기업분석

두산 (000150)

이경연
이채리 RA

kyungyeon.lee@daisin.com
cherry.lee@daisin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

2,220,000

상향

현재주가

(26.06.15)

1,709,000

지주업종

NAV의 절반은 전자BG다

- AI CCL 사이클 국면, 전자BG 영업가치 상승에 따른 목표주가 상향
- 하이엔드 믹스 개선으로 ASP 38.5% 상승, P·Q 동반 랠리
- 자체사업 NAV 비중 51.7%, 사업지주 재평가로 할인을 추가 축소 여지

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 2,220,000원으로 상향(+15.6%)

목표주가 상향은 자체사업 가치와 지분가치 상승에 기인. 전자BG 영업 가치에 글로벌 피어 3사(EMC, TUC, ITEQ)의 평균 EV/EVITDA 멀티플 28.6배를 상향 적용하여 산출. 목표 할인율은 NAV 대비 38% 적용. 동사는 자체사업이 NAV에서 차지하는 비중이 48.6%로 가장 높고, 전자BG OPM은 '26년 1분기 30.1%로 글로벌 경쟁업체를 압도하는 최고 수준을 유지하며 자체사업 경쟁력을 입증. 자체사업 가치 재평가가 진행 되는 과정에서 할인을 추가 축소 여지가 충분하다고 판단.

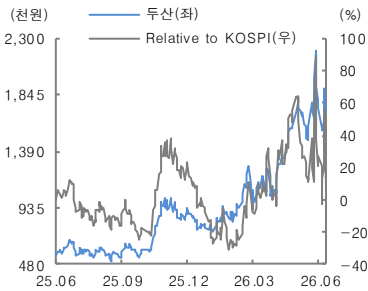
시가 쏘아 올린 판가(P)와 수요(Q)의 동반 랠리

전자BG는 글로벌 AI 인프라 투자 확대로 핵심 소재인 High-End CCL 이 강한 수요 국면에 진입. N사향 블랙웰 GPU 서버용 CCL 납품이 본격화된 2024년 11월을 기점으로 매출이 레벨업되었고, 하이엔드 비중 확대('24년 73%→'25년 82%)와 판가 전가력에 힘입어 ASP는 '24년 3분기 49,676원에서 '26년 1분기 68,799원으로 38.5% 상승. 태국 신공장 증설로 증장기 외형 성장 여력도 확보.

연결자회사 두산에너지빌리티의 원전 수주 랠리(2025년 6.8조)도 지분 가치를 뒷받침. 여기에 두산테스나를 통한 반도체 밸류체인 수직계열화가 더해지면, 사업지주로서의 정체성 강화될 것으로 전망.

KOSPI	8,545.98
시가총액	30,321십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	2,203,000원 / 508,000원
120일 평균거래대금	1,398억원
외국인지분율	20.22%
주요주주	박정원 외 26 인 41.08% 국민연금공단 9.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	55.5	102.0	200.4
상대수익률	-7.2	-0.2	-3.3	1.7



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	21,881	26,149	32,033
영업이익	1,004	1,063	2,017	2,453	3,017
세전순이익	593	490	1,442	1,956	2,526
총당기순이익	302	250	1,123	1,663	2,198
지배지분순이익	-226	76	169	249	330
EPS	-10,562	3,546	7,992	11,828	15,636
PER	NA	220.3	150.5	101.7	76.9
BPS	69,123	72,953	81,328	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	23.3	21.6	20.6
ROE	-14.6	5.0	10.3	14.0	17.4

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

투자 포인트① 자체사업(전자BG) 경쟁력

두산은 지난 2025년 6월 자회사 두산로보틱스 지분을 담보로 5,500억 원의 자금을 차입하면서 자산 규모가 일시적으로 증가해, 공정거래법상 지주회사 요건(자회사 주주가액 합계액이 자산총액의 절반 이상)에 미달하게 되었다. 이에 따라 현재 법적 지주회사 지위에서는 제외되었으나, 이는 오히려 실질적 사업지주회사로서 지니는 본연의 기업가치에 집중할 수 있는 포인트라 판단한다. 이에 따라 밸류에이션의 핵심인 자체사업, 특히 전자BG의 펀더멘털과 성장성에 주목해야 할 시점이다.

전자BG의 고성장

동사의 자체사업인 전자BG는 고성장 궤도에 진입하며 전사 실적을 견인하고 있다. 2026년 1분기 두산의 연결 기준 매출액은 4조 7,110억 원을 기록한 가운데, 자체사업 내 전자BG의 분기 매출액은 5,280억 원으로 전년 동기 대비 약 31%의 괄목할 만한 외형 성장을 달성했다. 글로벌 AI 가속기 및 데이터센터 수요 급증과 맞물려 기관 핵심 소재인 CCL 시장이 구조적 호황기를 맞이하면서, 전자BG는 동사의 핵심 성장 동력으로 자리매김했다.

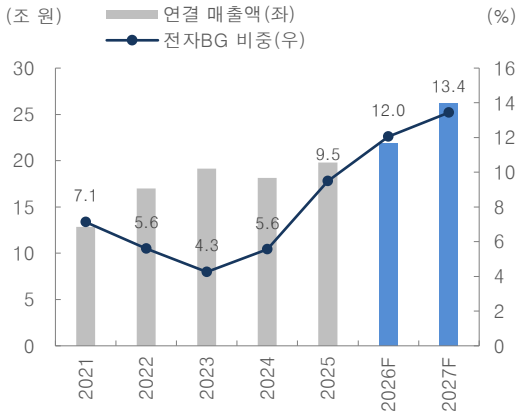
High-End 믹스 개선이 이끄는 질적 성장과 수익성 레벨업

이러한 탑라인 성장의 질적 개선을 주도하는 것은 하이엔드(High-End) 제품군이다. 극한의 데이터 처리 속도와 내열성을 요구하는 AI 인프라 확충에 따라 고속·고다층·저손실 하이엔드 CCL 수요가 집중되면서, 전자BG 내 하이엔드 제품 비중은 2024년 73%에서 2025년 82%까지 확대되었다. 고부가 제품 중심의 믹스 개선은 수익성 개선으로 이어졌다. 동사의 자체사업(해외법인 포함) 영업이익은 2026년 1분기 1,660억 원을 기록하며 전년 동기 대비 약 37.1% 증가하는 이익 창출력을 시현했다.

글로벌 AI 수요에 선제 대응하는 Capex 모멘텀

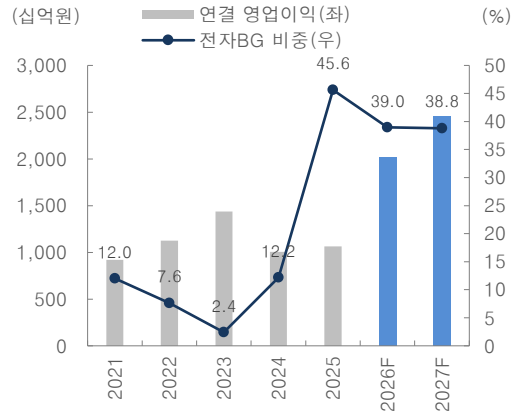
폭발적으로 늘어나는 글로벌 수요에 대응하기 위한 동사의 적극적인 증설 투자는 향후 탑라인 성장 모멘텀을 더욱 가속화할 전망이다. 동사는 태국 Araya 산업단지에 약 1,800억 원을 투입해 전자BG 신공장을 설립하기로 확정했다. 2028년 본격 양산을 목표로 하는 이번 증설은 향후 800G 통신장비 및 차세대 AI 가속기용 High-End CCL 시장의 글로벌 수요를 흡수할 것으로 전망한다. 이는 전방 수요를 바탕으로 글로벌 시장 점유율을 확대하고 매출 상단을 열어두는 중장기적 성장 랠리의 시작이라 판단한다.

그림 1. 연결 연간 매출액 및 전자BG 비중



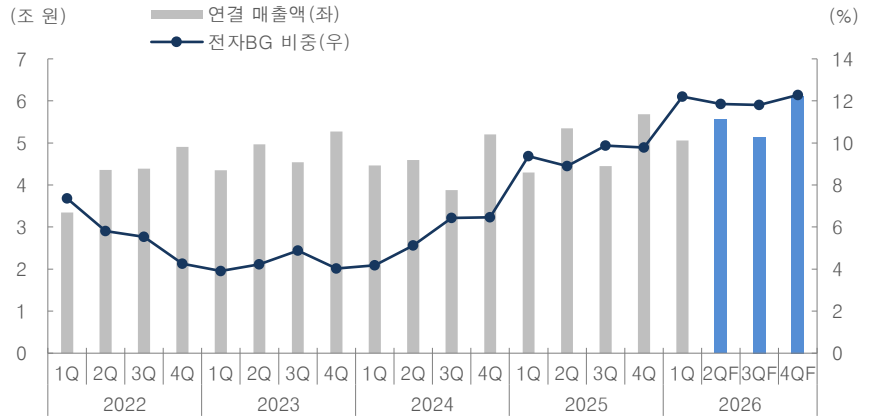
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 2. 연결 연간 영업이익 및 전자BG 비중



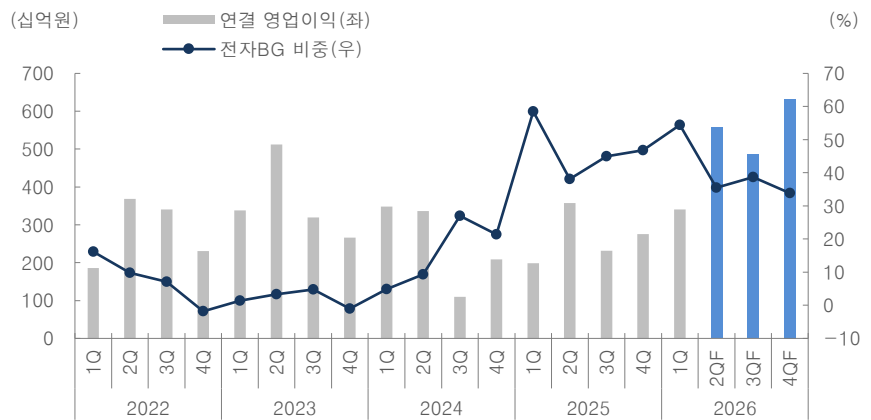
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 3. 연결 분기별 매출액 및 전자BG 비중



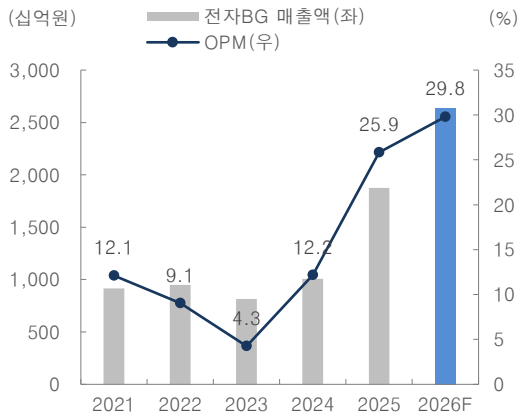
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 4. 연결 분기별 영업이익 및 전자BG 비중



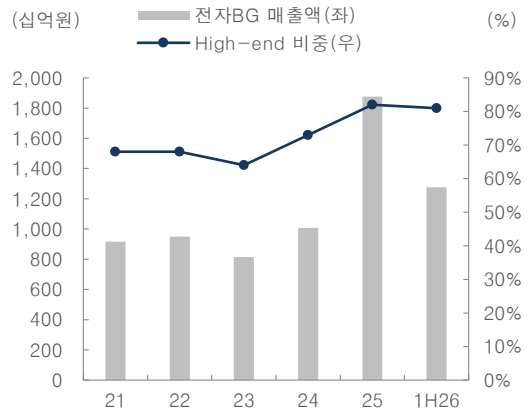
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 5. 전자BG 별도 실적 추이



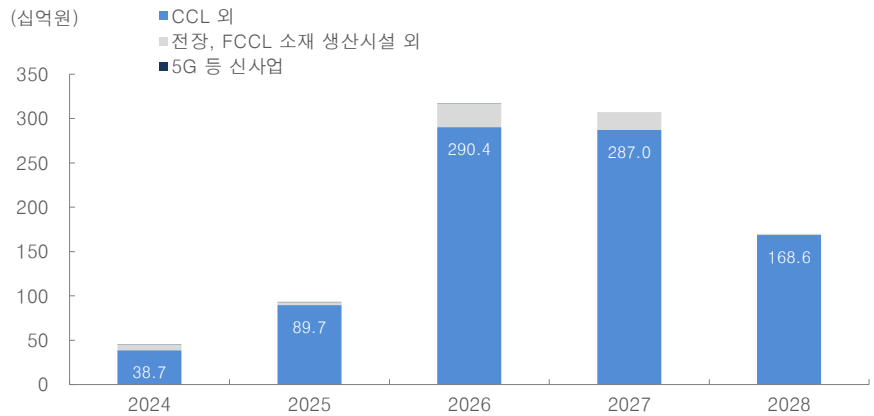
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 6. High-end 매출 비중 증가하며 성장 견인



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 7. 전자BG 향후 투자 계획



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 8. 전자BG 해외 공장 신설 계획



- 증설배경**
 - AI가속기/800G 등 High-end CCL 시장 지속 성장 전망
 - '28년 이후 수요 대응을 위한 신규거점 구축 필요성 증가
- 증설개요**
 - 위치 : 태국 Araya 산업단지
 - 부지면적 : 약 2.2만평 (최대 8기 설치가능 부지 확보)
 - 설비규모 : 2기 (초기 최소규모 설비투자 집행 후 단계적 증설 추진 예정)
 - 투자금액 : 약 1,800억원
 - 증설 일정 : 법인설립 → 현지 승인 및 인허가 → 건설시공/설비구축 → 시양산 및 안정화 → 본격 양산('28년 중)
- 기대효과**
 - AI 기존 고객사 向 안정적인 공급지속
 - 신규 고객사 및 Application 다각화를 통한 중장기 성장 모멘텀 확보

자료: 두산, 대신증권 Research Center

투자 포인트② 시가 쏘아 올린 판가(P)와 수요(Q)의 동반 랠리

High-End CCL 슈퍼 사이클

동사의 핵심 소재인 High-End CCL은 전 세계적인 AI 인프라 투자 확대에 의해 강한 수요 국면에 진입했다. 이는 수출입 통계와 동사의 원재료 매입 추이에서 확인된다. 2026년 1분기 CCL 수출 물량은 불과 한 개 분기만에 2024년 연간 수출량에 육박하는 수준을 기록하며 수요 증가를 방증하고 있다. 이에 대응하기 위해 두산의 CCL 제조용 원재료 매입액 역시 2025년 가파르게 급증했다.

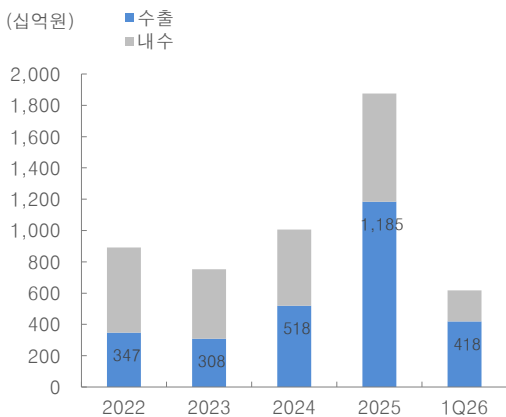
판가(P) 상승과 탑라인의 레벨업

외형 성장의 핵심 트리거는 N사향 매출이다. 동사는 2024년 11월부터 N사향 블랙웰 GPU 기반 랙 스케일 서버 내 컴퓨터 트레이용 CCL을 본격적으로 납품하기 시작했다. 이 시점을 기점으로 전자BG의 분기별 매출액은 폭발적으로 증가했다('25년 1분기 +116% YoY). 기저효과로 인해 전년 동기 대비 증가율 자체는 점진적으로 안정화될 수 있으나 절대적인 매출 규모(Q)는 이미 새로운 레벨로 안착했다. 더욱 고무적인 것은 질적 성장(P)이 동반되고 있다는 점이다. 고열과 고속 데이터 처리를 견뎌야 하는 AI 가속기용 소재의 특성상 판가 전가력이 높아, 전자BG의 평균 제품판매단가(ASP)는 2024년 3분기 49,676원에서 2026년 1분기 68,799원으로 38.5% 상승하며 가파른 우상향을 추세를 그리고 있다.

글로벌 피어(Peer)를 압도하는 수익성

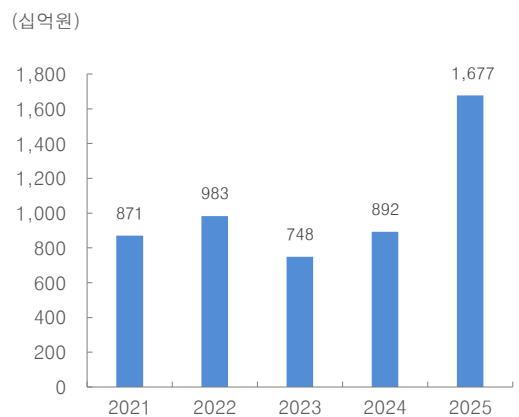
고부가 제품 중심의 믹스 개선과 N사향 물량 확대는 수익성 개선으로 이어졌다. 동사의 전자BG OPM은 N사향 납품이 본격화된 2025년 1분기부터 대만 등 글로벌 주요 경쟁업체들을 상회하는 가장 높은 수준을 기록하기 시작했으며, 2026년 1분기에는 30.1%라는 마진율을 달성했다. 동사의 주가 역시 2024년 11월 N사향 벤더 진입이라는 모멘텀이 확인된 시점부터 가파른 추세적 우상향을 시현 중이다. 향후 AI 인프라 시장의 확장이 지속되는 한, 압도적인 수익성을 증명한 전자BG의 실적 고성장과 기업가치의 리레이팅 기조는 유지될 전망이다.

그림 9. 전자BG CCL(주) 수출 추이



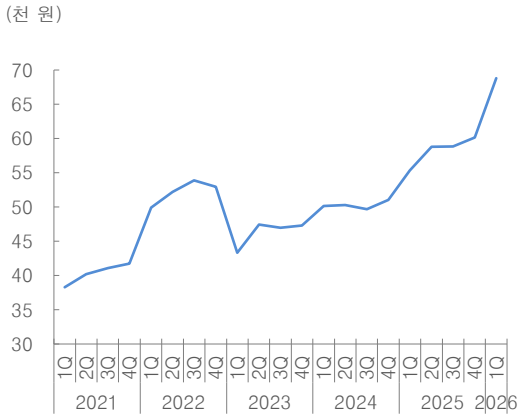
주) CCL 등
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 10. CCL 제조 등 원재료 매입액 추이



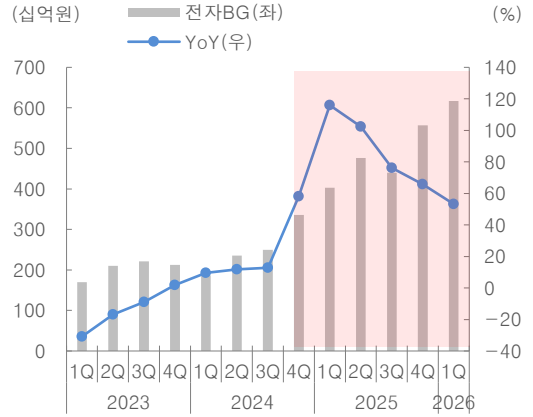
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 11. CCL ASP 추이



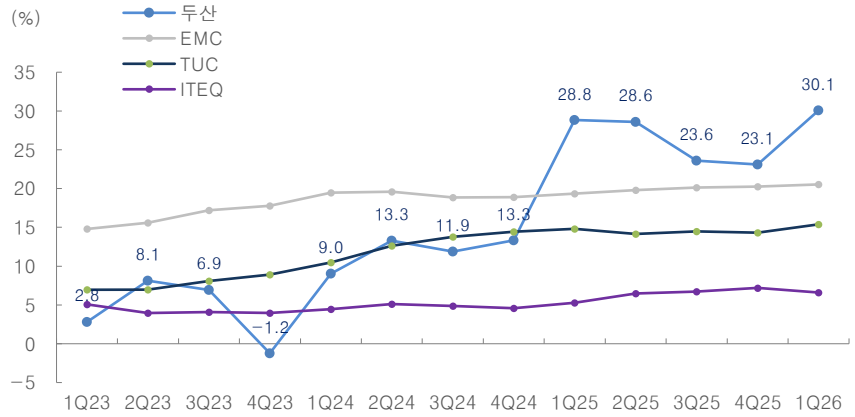
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 12. 전자BG 분기별 매출액



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 13. 전자BG 영업이익률은 2025년 1분기부터 경쟁업체 대비 가장 높은 수준



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 두산 주가 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

[참조] 동박적층판(Copper Clad Laminate, CCL)

인쇄회로기판(PCB)의
핵심 원소재

CCL은 모든 전자기기의 뼈대가 되는 인쇄회로기판(PCB)의 핵심 원소재이다. 수지(Resin), 유리섬유 등으로 구성된 절연체 위아래에 동박(Copper Foil)을 샌드위치처럼 적층해 만든다. 겉면의 동박은 미세 회로가 되어 전기 신호를 전달하고, 내부의 절연체는 층간 신호 간섭을 차단한다. 이 CCL을 여러 겹 쌓아 가공하면 최종 PCB가 완성된다.

AI 시대,
CCL 수요 증가

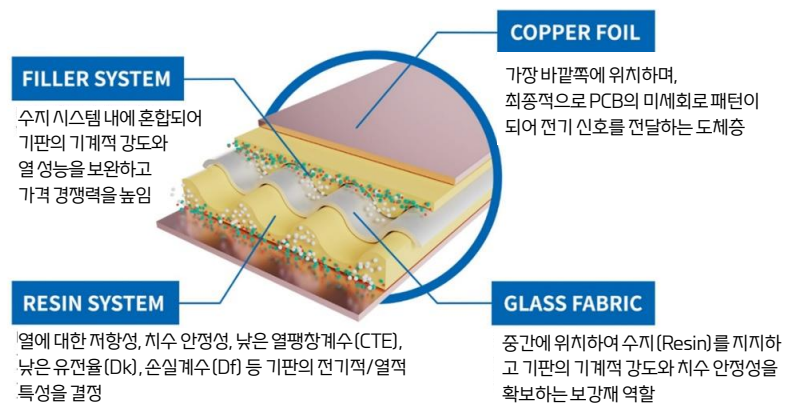
엔비디아 GPU 등 최신 AI 가속기와 데이터센터 서버는 방대한 데이터를 초고속으로 처리하며 극한의 환경에 노출된다. 이로 인해 이러한 환경을 받쳐주는 기판 소재인 하이엔드 CCL의 성능이 전체 시스템의 효율을 좌우하게 된다.

하이엔드 CCL 성능을 좌우하는 핵심적인 지표는 유전율(Dk), 손실계수(Df), 유리 전이 온도(Tg) 등이 있다.

- 유전율(Dk - Dielectric Constant): 신호 전송 속도에 영향을 미치며, 낮을수록 신호 전송 속도가 빨라진다.
- 손실계수(Df - Dissipation Factor): 신호가 지나갈 때 에너지가 열로 소실되는 비율로, 낮을수록 신호 유실이 적다.
- 유리 전이 온도(Tg - Glass Transition Temperature): 소재가 고체에서 고무 상태로 변하기 시작하는 온도를 나타낸다. 높을수록 높은 온도에서도 기계적 강도를 유지하며 고열 발생 시 기판의 신뢰성을 보장한다.
- 열팽창계수(CTE - Coefficient of Thermal Expansion): 온도 변화에 따른 크기 변화율이다. AI칩의 극심한 발열과 냉각 과정에서 기판이 팽창/수축하며 휘어지는 휨 현상을 막기 위한 핵심 요소이다.

AI 가속기에 사용되는 하이엔드급 CCL은 표준 등급 대비 유전율(Dk)과 손실계수(Df)를 극단적으로 낮추고, 유리 전이 온도(Tg)와 열팽창계수(CTE)를 개선하여 극한의 고속 데이터 처리 및 고열 환경을 견딜 수 있도록 설계된다.

그림 15. CCL 구성



자료: 두산, 대신증권 Research Center

표 1. 대만 EMC의 CCL 등급별 스펙

등급(Product)	소재 분류	유전율(Dk)	손실계수(Df)	유리 전이 온도(Tg)
EM-370(Z)	일반 / Mid-Loss	3.8 ~ 4.1	0.010 ~ 0.015	210°C
EM-888	Low-Loss	3.6 ~ 3.8	0.005 ~ 0.007	175°C 이상
EM-890K	Very Low-Loss	3.2 ~ 3.4	0.003 ~ 0.004	170 ~ 200°C
EM-892K	Ultra Low-Loss	2.8 ~ 3.0	0.0015 ~ 0.002	200°C 이상
EM-892K2	Extreme Low-Loss	2.6 ~ 2.8	0.001 이하	200°C 이상

자료: EMC, 대신증권 Research Center

표 2. 두산 전자BG의 CCL 등급별 스펙

등급(Product)	소재 분류	유전율(Dk)	손실계수(Df)	유리 전이 온도(Tg)
DS-7402	일반 / Mid-Loss	4.21	0.014	165°C
DS-7409DV (T)	Low-Loss	3.3	0.0045	225°C
DS-7409DJG (N)	Very Low-Loss	3.1	0.002	220°C
DS-7409DON2	Ultra Low-Loss	2.7	0.0015	220°C
DS-9530	Extreme Low-Loss	3.0	0.001	220°C

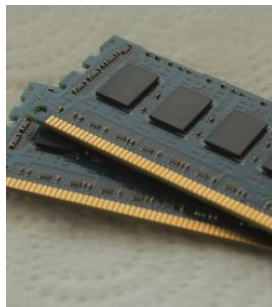
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 16. CCL 제품 포트폴리오 및 주요 전방 산업

스마트 디바이스



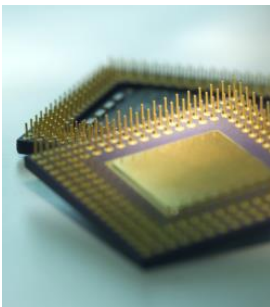
메모리 모듈 & SSD



네트워크 장비 - 서버, AI 가속기 등



IC 패키지 - 메모리, 비메모리



자동차 전장



5G/6G 통신



자료: 두산, 대신증권 Research Center

투자 포인트③ 연결 자회사의 성장성

두산에너지빌리티의 수주 랠리

두산의 순자산가치(NAV)에서 가장 큰 지분가치(약 40%)를 차지하는 핵심 상장 자회사 두산에너지빌리티는 글로벌 원전 시장의 구조적 개화와 함께 본격적인 수주 업사이클에 진입했다. 2024년 0.9조 원에 불과했던 원자력 부문 수주는 2025년 6.8조 원으로 폭발적으로 증가했고, 2026년에도 5.0조 원 규모의 견고한 수주 목표를 설정하며 가시성을 높이고 있다. 고무적인 점은 수주 포트폴리오의 질적 다각화다. 2025년 3.4조 원의 신규 수주를 기록하며 핵심 축으로 부상한 복합EPC 부문은 2026년에도 3.0조 원의 수주를 이어갈 전망이며, 가스/수소(2026년 목표 3.1조 원) 및 신재생(2026년 목표 1.1조 원) 부문의 고른 약진이 더해지고 있다. 대형 원전 및 SMR(소형모듈원전), 대형 가스터빈 등 고부가가치 중심의 수주 잔고 확충은 자회사의 실적 안정성과 지분가치 리레이팅을 뒷받침한다.

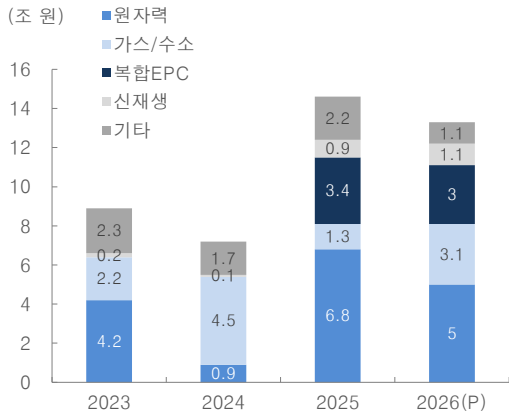
신증설 및 개보수 투자 계획

한편, 동사의 선제적인 자본 지출(CAPEX) 확대에도 주목해야 한다. 두산에너지빌리티의 신증설 및 개보수 관련 향후 투자 계획은 2024년 728억 원, 2025년 848억 원 수준이었으나 2026년 4,033억 원, 2027년 5,687억 원으로 수직 상승을 예고하고 있다. 이러한 대규모 CAPEX가 마무리되는 시점부터 자회사의 외형은 퀀텀 점프를 맞이할 것으로 판단한다.

두산로보틱스의 글로벌 확장

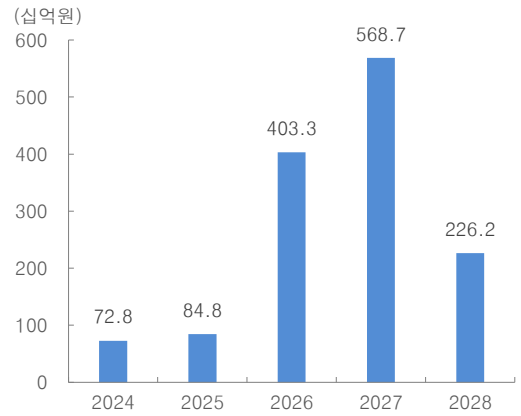
또 다른 연결 상장 자회사인 두산로보틱스 역시 그룹의 중장기 성장 내러티브를 다채롭게 구성하고 있다. 로봇 산업의 구조적 성장 속에서 두산로보틱스가 보여주는 글로벌 시장 침투율 확대와 포트폴리오 다변화 모멘텀은 지주회사인 두산의 밸류에이션 매력도를 한층 높여주는 지분가치 프리미엄 요인이다.

그림 17. 두산에너지빌리티의 에너지원별 수주 실적



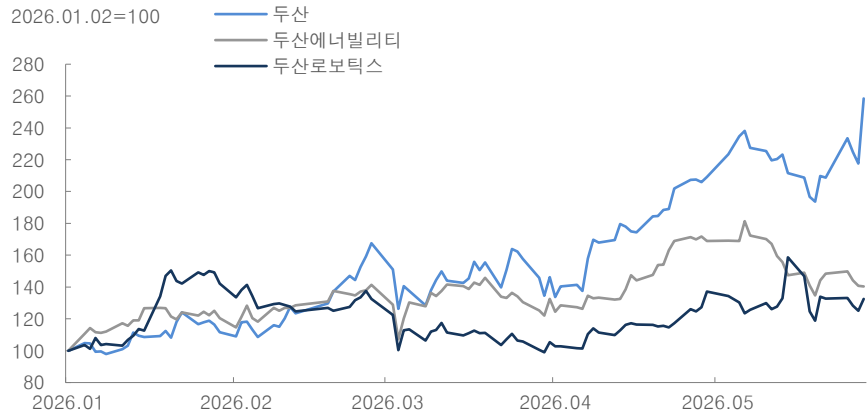
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 18. 신증설/개보수 등 향후 투자 계획



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 19. 두산, 두산에너지빌리티, 두산로보틱스 주가 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

Valuation

두산에 대해 투자의견 매수(BUY), 목표주가 2,220,000원으로 +15.6% 상향한다. 목표주가는 순자산가치(NAV)에 목표 할인율 38%를 적용하여 산출했다. 현재 주가(6월 15일 1,709,000원) 기준 상승 여력은 29.9%다.

[영업가치] 자체사업 이익의 대부분은 전자BG에서 발생한다. 전자BG의 기업가치는 23.6조로 추정한다. 전자BG 가치는 2026F EBITDA 8,270억 원에 글로벌 피어 업체인 EMC, TUC, ITEQ의 EV/EVITDA 멀티플 평균(28.6)을 적용해 산출했다.

[지분가치] 두산에너지빌리티, 두산로보틱스, 오리콤 등 상장사 지분가치는 시가를 적용해 산출했다. 비상장사인 두산모빌리티이노베이션, 두산포트폴리오홀딩스, 두산로지스틱스 솔루션 등은 장부가를 적용하여 산출했다.

[할인율] 목표 NAV 대비 할인율은 38%를 적용했다. 이는 Initiation의 할인율 산정 로직을 계승한 것으로, 2025년 상법 1차 개정안의 국회 통과(2025.07.03)를 계기로 지주회사 섹터 전반에 모멘텀이 형성되었던 기간(2025.05.28~2025.07.03) 중 관찰된 최소 할인율을 기준으로 삼았다. 2025년이 코리아 디스카운트 전반에 초점이 맞춰진 해였다면, 2026년은 중복상장 규제, 상속·증여세법 개정, 저PBR 개혁 등 지주회사를 겨냥한 정책이 본격화되는 국면이다. 일련의 거버넌스 개혁이 지주회사 할인율을 구조적으로 축소시키는 방향으로 작동하는 만큼, 동 기간의 최소 할인율을 적용하는 것이 타당하다고 판단한다.

또한 동사는 자회사 지분가치 비중이 높은 타 지주회사와 달리 자체사업(전자BG)이 NAV에서 차지하는 비중이 51.7%로 높다. 유통주식 수 기준 6월 12일 현재 시가총액은 약 25.8조 원으로, NAV(49.1조 원) 대비 시장이 반영 중인 할인율은 약 47%다. 이러한 점을 감안하면 38%의 할인율은 보수적인 수준이며, 동사의 NAV 대비 할인율은 추가 축소될 여지가 충분하다고 판단한다.

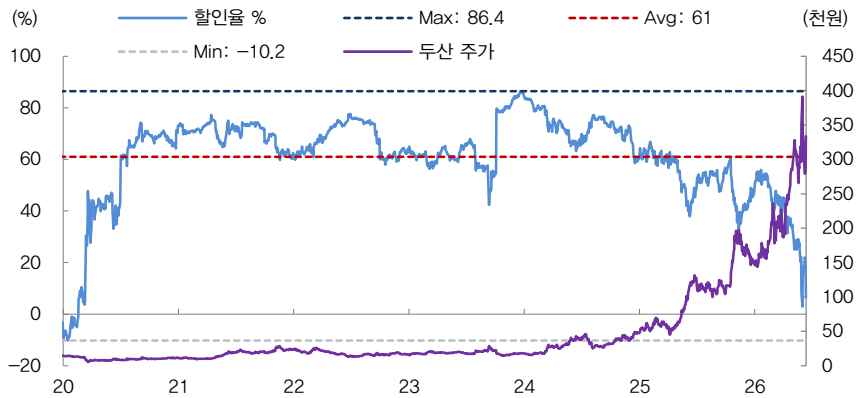
[할인율 추가 축소 요인: 반도체 밸류체인 확장] 할인율 축소 가능성은 동사의 반도체 밸류체인 확장 전략에서도 뒷받침된다. 그룹 자회사 두산테스나는 테스트 수요 증가에 대응하기 위한 일련의 설비투자 공시를 발표했다. 세 건의 공시 - ①반도체 테스트 장비 양수금액 상향, ②테스트 장비 신규 양수 결정, ③공장 신설 투자 재개가 공통적으로 시사하는 바는, 중장기 테스트 물량 증가에 안정적으로 대응하며 외형 성장의 기반을 확충하고 있다는 점이다. AI 반도체 수요 확대로 고부가 테스트 물량이 늘어나는 가운데, 두산테스나(후공정 테스트)-세미파이브(ASIC 설계)로 이어지는 반도체 밸류체인의 수직 계열화는 동사의 사업가치를 확대한다. 이는 자체사업 비중이 높은 동사에 적용되어 온 지주사 디스카운트 명분을 약화시키는 요인으로, 앞서 제시한 NAV 대비 할인율의 추가 축소 가능성을 뒷받침한다고 판단한다.

표 3. 두산 SOTP Valuation

구분	Valuation 방식	2026F	Multiple	Value	Weight(% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	827	28.6	23,644	48.6%
	소계—(1)			23,644	
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	지분가치	
	두산에너지빌리티	30.4	63,928	19,430	39.9%
	두산로보틱스	68.1	7,221	4,918	10.1%
	오리콤	60.9	59	36	0.1%
	소계—(2)		66,851	23,036	
지분가치	계열사명	지분율	장부가액		
	HyAxiom	86.2	255	255	0.5%
	두산모빌리티노베이션	91.6	206	206	0.4%
	두산포트폴리오홀딩스	100.0	281	281	0.6%
	두산로지스틱스솔루션	100.0	57	57	0.1%
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44	44	0.1%
	기타		168	168	0.3%
소계—(3)			1,011	2.1%	
지분가치 합계				25,396	
순차입금(별도)—(4)				345	-0.7%
순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				48,694	
할인율—(6)				38%	
Target NAV—(7)=(2)+(3)*(1-(6))-(4)+(1)				30,190	
발행주식수—(8)				16,193,835	
자기주식—(9)				2,588,924	
유통주식수—(10)=(8)-(9)				13,604,911	
목표주가(11)=(7)/(10)				2,220,000	
현재가(06/12)				1,709,000	
Upside Potential				29.9%	

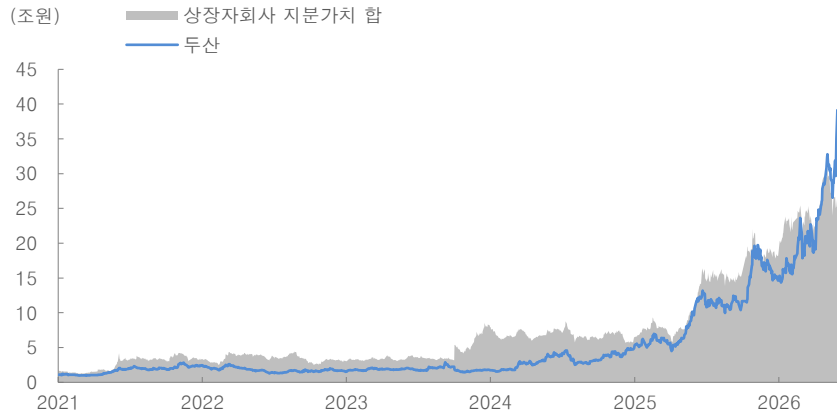
자료: 대신증권 Research Center

그림 20. 두산 NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 21. 두산 시가총액과 상장자회사 지분가치 합



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 4. Peer Valuation

(단위: 십억원, 백만 USD, %)

		두산	EMC	TUC	ITEQ
시가총액		28,145	54,706	13,053	2,902
Sales	2025	19,784.1	94,260.6	30,340.2	33,098.3
	2026F	21,611.8	5,339.2	1,823.5	1,437.4
	2027F	24,314.3	8,820.2	2,832.5	1,774.7
OP	2025	1,062.7	614.8	139.8	76.7
	2026F	1,739.3	1,333.5	393.5	137.2
	2027F	2,443.3	2,595.9	700.1	217.9
OP margin	2025	5.4%	0.7%	0.5%	0.2%
	2026F	8.0%	25.0%	21.6%	9.5%
	2027F	10.0%	29.4%	24.7%	12.3%
P/E	2025	185.1	39.5	40.7	27.3
	2026F	55.4	52.8	44.2	33.3
	2027F	33.5	27.3	23.6	20.5
P/B	2025	6.9	11.7	7.7	1.9
	2026F	15.0	24.3	16.9	4.1
	2027F	10.8	16.7	11.6	3.6
ROE	2025	3.8	34.2	20.7	7.2
	2026F	27.7	49.5	44.6	13.1
	2027F	31.1	59.3	55.2	19.6
EV/EBITDA	2025	14.1	28.1	29.2	10.6
	2026F	16.8	39.1	31.1	15.6
	2027F	13.2	21.2	18.9	11.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 22. 두산의 반도체 밸류체인 확장 구조

구분	기업	역할	주요 내용
반도체 후공정 검사	두산테스나	반도체 테스트	수익성 개선 진행
반도체 설계	세미파이브	ASIC 설계	SI 반도체 설계 협력
기초 소재	SK실트론	웨이퍼 생산	인수 추진

자료: 대신증권 Research Center

그림 23. 두산과 두산테스나를 통해 5.91% 지분 확보

두산의 타법인출자 현황 중			
법인명	최초취득일자	출자목적	기말 지분율
세미파이브	2023.04.06	경영참여	3.62%
두산테스나의 타법인출자 현황 중			
법인명	최초취득일자	출자목적	기말 지분율
세미파이브	2023.04.06	경영참여	1.96%

자료: 각 사 2025 사업보고서, 대신증권 Research Center

그림 24. 2025년 10월 양수를 결정한 반도체 테스트 장비의 양수금액 상향 조정

3. 결정사항

항 목	조정사유	정 정 전	정 정 후
2. 양수내역	테스트물량 증가에 따른 기계장치 추가 취득	2. 양수내역 - 양수금액 (원) : 171,383,843,760 - 자산총액대비 (%) : 21.76	2. 양수내역 - 양수금액 (원) : 205,308,472,800 - 자산총액대비 (%) : 26.06
6. 거래상대방		Advantest Corporation, 세메스(주), INTER ACTION Corporation	Advantest Corporation, 세메스(주), INTER ACTION Corporation, 아드반테스트코리아(주)
8. 외부평가에 관한 사항		8. 외부평가에 관한 사항 - 외부평가 기간 : 2025.09.22 ~ 2025.10.15,	8. 외부평가에 관한 사항 - 외부평가 기간 : 2026.04.16 ~ 2026.04.28.
14. 기타 투자판단과 관련한 주요사항		2) 상기 양수금액은 체세공과금 및 부대비용 등을 제외한 금액으로 이사회 결의일 기준 매매기준율 (940.88원/JPY)를 적용하여 원화로 환산한 금액입니다. 양수금액은 실제 기계장치의 수입일자의 환율에 따라 변동될 수 있습니다. 3) 상기 양수예정일자의 계약체결일은 이사회 승인일 기준이며, 양수기준일은 기계장치의 최종 입고 예정일입니다. 기계장치는 순차적으로 입고될 예정이며, 상기 양수예정일자는 거래업체와 협의에 따라 변경될 수 있습니다.	2) 상기 양수금액은 체세공과금 및 부대비용 등을 제외한 금액으로 이사회 결의일 기준 매매기준율 (924.24원/JPY)를 적용하여 원화로 환산한 금액입니다. 양수금액은 실제 기계장치의 수입일자의 환율에 따라 변동될 수 있습니다. 3) 상기 양수예정일자의 계약체결일과 이사회결의일 (결정일)은 최초 이사회 승인일 (2025.10.15) 기준이며, 양수기준일은 기계장치의 최종 입고 예정일입니다. 기계장치는 순차적으로 입고될 예정이며, 상기 양수예정일자는 거래업체와 협의에 따라 변경될 수 있습니다.

자료: DART(2026.04.28, [정정] 주요사항보고서(유형자산양수결정)), 대신증권 Research Center

그림 25. 테스트 장비 신규 양수 결정

1. 자산구분		기계장치
- 자산명		반도체 Test 장비
2. 양수내역	양수금액(원)	190,877,096,349
	자산총액(원)	703,775,464,359
	자산총액대비(%)	27.12
3. 양수목적		테스트 수요 증가 대응
4. 양수영향		매출 및 이익 증대
5. 양수예정일자	계약체결일	2026년 04월 28일
	양수기준일	2026년 10월 30일
	등기예정일	-
6. 거래상대방	회사명(성명)	TERADYNE (ASIA) Pte.,LTD, 세메스(주), HON PRECISION INC, Micro Control Company
	자본금(원)	428,125,579,900
	주요사업	반도체 테스트 장비 제조
	본점소재지(주소)	싱가포르/한국/대만/미국
	회사와의 관계	-

자료: DART(2026.04.28, 주요사항보고서(유형자산양수결정)), 대신증권 Research Center

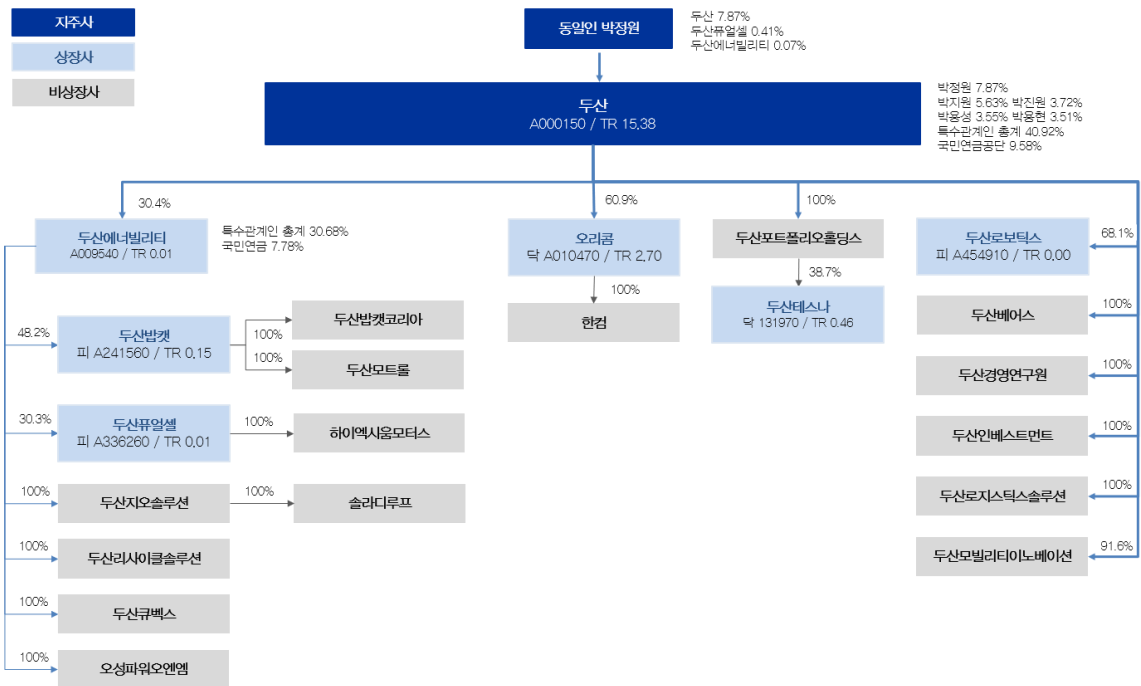
그림 26. 일시 보류되었던 공장 신설 투자를 재개하며 투자금액 상향

신규 시설 투자 등

1. 투자구분	신규시설투자	
2. 투자내역	투자금액(원)	230,341,806,850
	자기자본(원)	403,637,414,864
	자기자본대비(%)	57.1
	대규모법인여부	미해당
3. 투자목적	중장기 성장 기반 확보를 위한 공장 신설	
4. 투자기간	시작일	2024-07-04
	종료일	2027-11-30
5. 이사회결의일(결정일)	2024-07-04	
-사외이사 참석여부	참석(명)	3
	불참(명)	0
6. 감사(감사위원) 참석여부	참석	
7. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
- 상기 '2. 투자내역'의 투자금액은 토지 취득금액, 부가세 및 제세공과금이 제외된 금액임. - 상기 투자에 소요되는 자금은 보유현금 및 차입을 통해 충당할 예정임.		

자료: DART(2026.04.28, [정정] 신규시설투자등), 대신증권 Research Center

그림 27. 두산 지배구조



자료: 두산 사업보고서(2025.12), 대신증권 Research Center

표 5. 두산 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,711	5,344	4,959	5,954	19,784	20,968	23,560
Change(% yoy)	-3.7	16.4	14.8	9.4	9.6	0.0	11.4	4.7	9.1	6.0	12.4
매출원가	3,583	4,412	3,695	4,801	3,864	4,341	4,046	4,861	16,490	17,112	18,813
% of 매출액	83.4	82.5	83.0	84.4	82.9	82.4	83.4	84.6	83.4	81.6	79.9
Change(% yoy)	-2.5	16.4	12.1	8.9	7.8	-1.6	9.5	1.3	8.7	3.8	9.9
매출총이익	716	935	758	886	847	1,003	913	1,093	3,294	3,856	4,747
GPM	16.6	17.5	17.0	15.6	18.0	18.8	18.4	18.4	16.6	18.4	20.1
Change(% yoy)	-9.0	16.6	29.9	12.0	18.4	7.3	20.5	23.4	11.2	17.1	23.1
판매비	517	577	527	611	521	594	552	626	2,231	2,293	2,586
% of 매출액	12.0	10.8	11.8	10.7	10.7	9.4	10.9	10.8	11.3	10.9	11.0
Change(% yoy)	18.0	24.1	11.3	5.0	0.7	3.0	4.8	2.5	13.9	2.8	12.8
영업이익	198	358	231	275	326	409	361	467	1,063	1,563	2,161
OPM	4.6	6.7	5.2	4.8	6.9	7.7	7.3	7.8	5.4	7.5	9.2
Change(% yoy)	-43.0	6.2	109.9	31.7	64.3	14.3	56.1	69.7	5.9	47.1	38.3

I. 부문별 매출액 (십억원)											
전자BG	403	476	440	557	528	542	587	679	1,876	2,336	2,899
1. 두산저체사업 (해외법인포함)	71	73	75	87	72	73	78	87	306	310	319
디지털이노베이션	71	73	75	87	72	73	78	87	306	310	319
두타몰	11	10	10	9	10	10	10	10	39	40	40
소계	485	559	524	653	610	625	675	776	2,221	2,686	3,258
2. 두산에너지빌리티	3,749	4,569	3,880	4,860	3,911	4,385	4,021	4,684	17,058	17,001	18,028
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	2,098	2,201	2,115	2,377	2,186	2,314	2,178	2,415	8,792	9,093	10,127
4. 두산로보틱스	5	5	10	13	18	19	21	26	33	84	147
기타 및 연결조정	-2,038	-1,987	-2,077	-2,217	-2,014	-1,999	-1,936	-1,947	-8,320	-7,896	-8,000
연결매출액	4,299	5,346	4,452	5,687	4,711	5,344	4,959	5,954	19,784	20,968	23,560

I. 부문별 매출액 증감											
전자BG	116	102	76	66	31	14	33	22	86	25	24
1. 두산저체사업 (해외법인포함)	7	1	10	8	1	1	5	0	6	1	3
디지털이노베이션	7	1	10	8	1	1	5	0	6	1	3
두타몰	-1	1	-11	-6	-7	2	4	9	-4	2	0
소계	83	76	60	53	26	12	29	19	66	21	21
2. 두산에너지빌리티	-9	10	14	6	4	-4	4	-4	5	0	6
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	-12	-2	19	11	4	5	3	2	3	3	11
4. 두산로보틱스	-51	-69	1	13	241	319	107	100	-30	155	75
기타 및 연결조정	-12	-7	27	13	-1	1	-7	-12	4	-5	1
연결매출액	-4	16	15	9	10	0	11	5	9	6	12

II. 부문별 영업이익											
1. 두산저체사업(해외법인포함)	121	142	109	132	166	175	193	222	504	756	832
2. 두산에너지빌리티	142	92	43	168	132	148	121	183	446	584	889
3. 두산팍켓(에너지빌리티연결법인)	200	204	134	148	157	193	138	186	686	674	818
기타 및 연결조정	-253	-65	-39	-157	-109	-150	-52	-136	-514	-447	-837
연결영업이익	198	358	231	275	326	409	361	467	1,063	1,563	2,161

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	21,881	26,149	32,033
매출원가	15,171	16,371	18,237	21,800	26,587
매출총이익	2,962	3,413	3,644	4,349	5,446
판매비와관리비	1,958	2,351	1,627	1,896	2,429
영업이익	1,004	1,063	2,017	2,453	3,017
영업이익률	5.5	5.4	9.2	9.4	9.4
EBITDA	1,771	1,871	2,821	3,255	3,814
영업외손익	-411	-573	-575	-497	-491
관계기업손익	28	26	25	26	24
금융수익	1,330	1,123	968	973	979
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,546	-1,513	-1,356	-1,283	-1,278
외환관련손실	571	571	440	423	452
기타	-223	-209	-211	-213	-216
법인세비용차감전순손익	593	490	1,442	1,956	2,526
법인세비용	-291	-241	-319	-293	-328
계속사업순손익	302	250	1,123	1,663	2,198
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	302	250	1,123	1,663	2,198
당기순이익률	1.7	1.3	5.1	6.4	6.9
비재배분순이익	528	174	955	1,413	1,868
재배분순이익	-226	76	169	249	330
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	56	33	33	33	34
포괄순이익	863	578	1,455	1,997	2,536
비재배분포괄이익	1,027	444	1,236	1,698	2,155
재배분포괄이익	-164	134	218	300	380

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-10,562	3,546	7,992	11,828	15,636
PER	NA	220.3	150.5	101.7	76.9
BPS	69,123	72,953	81,328	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	23.3	21.6	20.6
EBITDAPS	82,704	87,561	133,821	154,391	180,887
EV/EBITDA	11.5	16.3	17.5	15.3	13.2
SPS	846,803	925,675	1,037,833	1,240,281	1,519,344
PSR	0.3	0.8	1.8	1.5	1.2
CFPS	98,376	109,856	156,808	177,382	203,716
DPS	2,000	4,000	4,400	4,840	4,850

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-5.2	9.1	10.6	19.5	22.5
영업이익 증가율	-30.1	5.9	89.8	21.6	23.0
순이익 증가율	11.1	-17.4	350.2	48.0	32.2
수익성					
ROC	3.1	3.1	8.9	11.9	14.8
ROA	3.4	3.4	6.0	7.2	8.6
ROE	-14.6	5.0	10.3	14.0	17.4
안정성					
부채비율	153.5	169.1	151.5	137.9	132.0
순차입금비율	43.8	40.8	31.6	25.5	24.3
이자보상배율	2.0	2.1	4.3	6.0	8.2

자료: 두산, 대신증권 Research Center

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,913	14,193	15,406	16,444	17,516
현금및현금성자산	3,704	4,928	5,473	5,654	5,358
매출채권 및 기타채권	3,868	4,758	5,221	5,807	6,684
재고자산	3,136	3,011	3,173	3,399	3,844
기타유동자산	1,205	1,497	1,539	1,583	1,630
비유동자산	18,230	18,734	18,434	18,131	17,834
유형자산	7,013	7,110	7,019	6,934	6,853
관계기업투자금	425	417	368	315	262
기타비유동자산	10,793	11,208	11,046	10,882	10,719
자산총계	30,143	32,928	33,840	34,575	35,350
유동부채	11,024	13,754	13,624	13,596	13,895
매입채무 및 기타채무	5,658	6,719	6,792	6,973	7,442
차입금	3,081	3,986	3,906	3,828	3,752
유동성채무	791	1,593	1,561	1,515	1,469
기타유동부채	1,494	1,456	1,364	1,280	1,233
비유동부채	7,229	6,939	6,762	6,444	6,217
차입금	4,403	3,649	3,602	3,449	3,313
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,827	3,290	3,159	2,995	2,904
부채총계	18,254	20,693	20,386	20,040	20,112
자배지분	1,480	1,559	1,715	1,852	1,942
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,928	1,932	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	-82	-81	16	86	102
기타자본변동	-490	-416	-354	-286	-212
비재배지분	10,409	10,675	11,740	12,683	13,296
자본총계	11,889	12,234	13,454	14,535	15,238
순차입금	5,207	4,989	4,247	3,706	3,707

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	308	982	1,784	2,284	2,687
당기순이익	302	250	1,123	1,663	2,198
비현금항목의 가감	1,804	2,098	2,183	2,077	2,097
감가상각비	767	809	805	802	797
외환손익	-74	73	134	117	146
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,111	1,216	1,244	1,158	1,154
자산부채의 증감	-1,053	-697	-858	-878	-1,033
기타현금흐름	-746	-669	-664	-578	-574
투자활동 현금흐름	-985	-430	-480	-477	-479
투자자산	-139	332	46	51	51
유형자산	-639	-546	-546	-546	-546
기타	-216	-216	21	19	17
재무활동 현금흐름	574	700	-255	-381	-367
단기차입금	1,448	926	-80	-78	-77
사채	166	107	-25	-32	-15
장기차입금	-535	-21	-21	-121	-121
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-125	-147	-72	-77	-83
기타	-381	-164	-57	-72	-71
현금의 증감	165	1,224	545	181	-296
기초 현금	3,539	3,704	4,928	5,473	5,654
기말 현금	3,704	4,928	5,473	5,654	5,358
NOPLAT	512	541	1,571	2,085	2,624
FCF	351	453	1,806	2,317	2,851

기업분석

SK
(034730)

이경연
이채리 RA

kyungyeon.lee@daishin.co
m
cherry.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

880,000

유지

현재주가

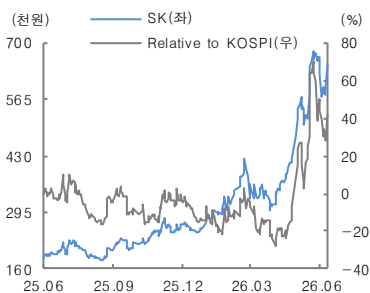
(26.06.15)

646,000

지주업종

KOSPI	8,545.98
시가총액	47,073십억원
시가총액비중	0.71%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	680,000원 / 178,900원
120일 평균거래대금	980억원
외국인지분율	30.04%
주요주주	최태원 외 33 인 25.42% 국민연금공단 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.4	95.2	149.4	238.9
상대수익률	12.6	25.3	19.4	14.8



메모리부터 전력까지, AI 풀스택*

*Full-Stack: 메모리, 데이터센터, 에너지, 전기화(Electrification) 등 AI 인프라 전반을 아우르는 역량

- SK에코플랜트 F 환매 종결 → 지분율 71.2%로 상승
- 실적 개선 본격화 시점에 비상장 자회사 가치의 온전한 귀속
- 상장 자회사 지분가치 상승 여력 유효

투자의견 매수, 목표주가 880,000원 유지

SK에 대한 투자의견 매수, 목표주가 88만원을 유지. 현재 NAV 대비 할인율은 53.26%이며, PBR 1.5배로 밸류에이션 매력 충분. 비상장 자회사 SK에코플랜트 지분 취득과 포트폴리오 리밸런싱을 통해 NAV 할인율이 지속 축소될 전망.

SK에코플랜트, 어닝 서프라이즈와 F 환매 종결

SK에코플랜트 1분기 어닝 서프라이즈(매출 4조 8,997억, 영업이익 9,310억원)는 반도체 가격 상승에 따른 에센코어 실적이 견인. 수주잔액 내 Hi-Tech(반도체 Fab, AI 데이터 센터) 비중 약 25%로 2026년 연간 고마진 실적 개선 전망.

앞서 4월 SK(주)가 F 보유 보통주 및 전환우선주를 매입해 지분율 71.2%로 상승. 6월 10일 SK에코플랜트 임시주주총회에서는 F 잔여 전환우선주 전량 매입을 가결, 6월 11일 취득 완료. 비상장 자회사 실적 개선이 본격화되는 시점에 지분율 확대에 따른 지분가치 상승에 긍정적.

NAV 상방 요인 점검: 상장 자회사 주가와 SK실트론 매각

[SK스퀘어] SK하이닉스의 최대주주(지분율 20.1%) SK스퀘어가 NAV의 62.9% 차지. SK하이닉스 실적 향상과 ADR 발행 등으로 추가 주가 상승 여지. [SK이노베이션] 1분기 턴어라운드 이어 연간 흑자전환이 유력해 보유 상장 자회사 지분가치 동반 상승 가능. 일각에서는 SK실트론 매각 무산 가능성 제기. 다만 AI 투자 확대에 따른 실리콘 웨이퍼 전략적 가치 상승에 기인한 최종 SPA 체결 지연으로 판단. 6월 내 협상 마무리 예상.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	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	1.3	1.1	0.9
ROE	-5.6	6.4	27.4	20.9	17.2

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

영업자산 가치 재평가

매각 지연, 가치평가 차이

지난해 12월 SK가 두산을 SK실트론 매각 우선협상대상자로 선정한 이후 최종 주식매매 계약(SPA) 체결이 지연되면서, 일각에서는 매각 무산 가능성이 제기되고 있다. 그러나 협상 장기화의 본질은 거래 무산이 아니라 가치평가를 둘러싼 시각 차이에 있다고 판단한다.

2026년 현재 매각 구조는 SK(주)가 보유한 경영권 지분 70.6%(직접 보유 51.0%+총수익스왑프(TRS) 19.6%)와 최태원 회장 지분 29.4%로 구성된다. 두산이 70.6%를 먼저 인수한 뒤 29.4%를 이어받는 방안과 100%를 한 번에 인수하는 방안이 있을 수 있다. 시장이 평가하는 SK실트론 기업가치(EV)는 약 5조 원이다. 2025년 말 순차입금(2조 4,244억 원)을 차감한 100% 기준 주식가치는 2조 5,756억 원이며, 여기에 경영권 프리미엄이 더해진 수준이 실제 인수가 될 것으로 추정된다.

핵심 변수는 기준 EBITDA다. 2024년 EBITDA(6,398억 원)를 적용하면 EV/EVITDA는 약 7.8배로 글로벌 웨이퍼 피어 평균과 견줄 만한 수준이다. 그러나 전망 수요 둔화와 SiC 전력반도체 사업 부진(2025년 영업권 손상차손 등 4,141억 원 인식)으로 2025년 EBITDA는 4,593억 원으로 감소했고, 올해 1분기 EBITDA도 전년 동기 대비 31.7% 줄어든 720억 원에 그쳤다.

6월 내 마무리 예상

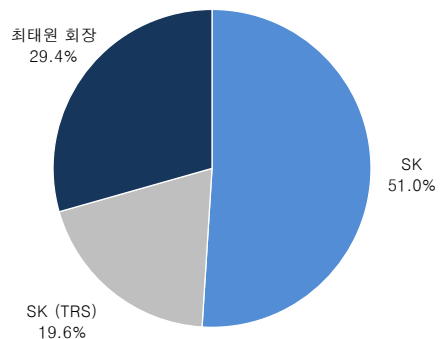
실적 저하와 SiC 리스크, 지속 증가하는 순차입금을 보수적으로 반영하면, 거론되는 5조 원은 2025년 EBITDA 기준 EV/EBITDA 10.9배에 달해 부담스러운 가격이 된다. 반면, 웨이퍼 업황 사이클의 시차, AI·HBM 투자 확대에 따른 실리콘 웨이퍼의 전략적 가치 상승, 글로벌 피어의 주가 강세를 반영하면 자산 가치의 상향 재평가가 정당화된다. 최근 반도체 호황으로 후자의 시각에 힘이 실리면서 매각가를 둘러싼 간극이 벌어진 것으로, 이는 가치 재평가에 따른 SPA 지연으로 판단한다. 최종 협상은 6월 내 마무리될 것으로 예상된다.

그림 1. SK 실트론 기업가치 약 5조 원 안팎

그림 2. SK 실트론 지분구조

반도체 슈퍼사이클에 '5조 딜' SK실트론 매각 지연

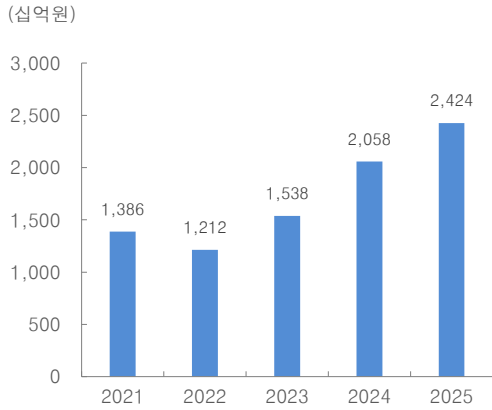
초호황에 높아진 SK실트론 기업가치...셀법 복잡해져 리밸런싱 SK그룹, 재무구조 개선→AI반도체 생태계 강화



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

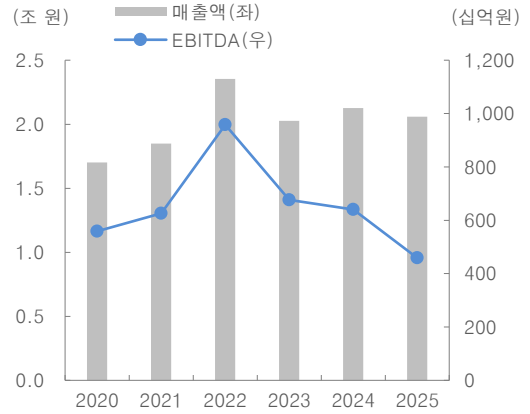
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 3. SK 실트론 순차입금



자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 4. SK 실트론 실적



자료: DART, 대신증권 Research Center

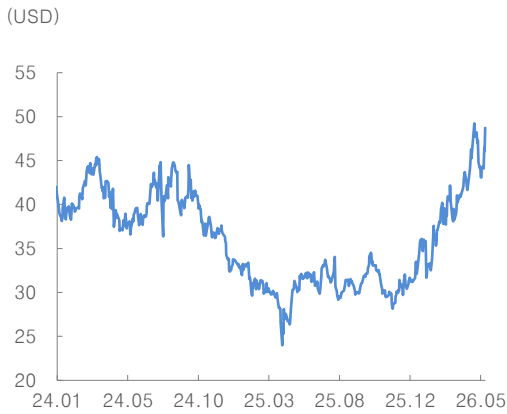
표 1. 글로벌 웨이퍼 제조업체 Peer Valuation

(단위: 백만 USD, %)

		Shin-Etsu	SUMCO	GlobalWafers	Siltronic
시가총액		92,828	8,641	13,058	3,269
Sales	2025	16,814.2	2,740.2	1,949.7	1,522.3
	2026F	16,167.3	2,749.3	2,073.8	1,491.6
	2027F	17,553.8	2,965.5	2,526.4	1,671.7
OP	2025	4,871.8	9.0	277.9	-29.8
	2026F	4,088.0	-55.7	301.5	-243.4
	2027F	4,785.6	250.1	506.5	-131.2
OP margin	2025	29.0%	0.3%	14.3%	-2.0%
	2026F	25.3%	-2.0%	14.5%	-16.3%
	2027F	27.3%	8.4%	20.1%	-7.8%
P/E	2025	15.7	-	26.6	-
	2026F	28.6	-	43.2	-
	2027F	24.2	55.0	29.8	-
P/B	2025	1.8	0.9	2.1	0.8
	2026F	3.2	2.5	4.1	1.8
	2027F	3.0	2.4	3.9	2.0
ROE	2025	12.0	-2.0	7.9	-3.6
	2026F	10.8	-3.3	10.0	-12.1
	2027F	12.7	3.7	13.2	-9.2
EV/EBITDA	2024	12.5	6.4	9.5	6.9
	2025	6.8	7.3	14.2	8.6
	2026F	15.2	13.5	23.4	14.1
	2027F	13.0	11.2	17.3	10.1

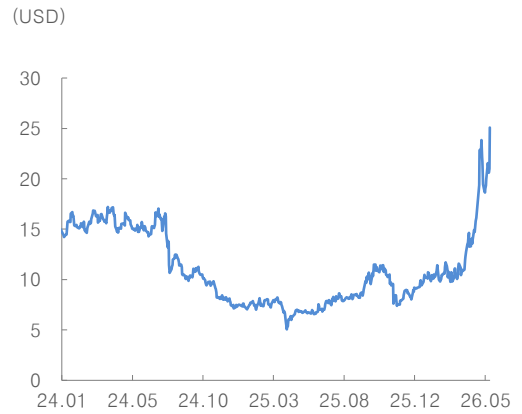
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. Shin-Etsu 주가 추이



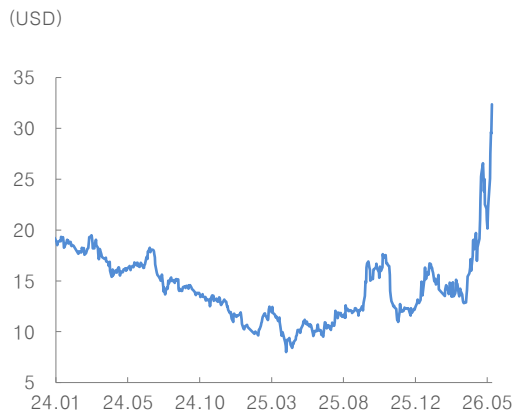
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. SUMCO 주가 추이



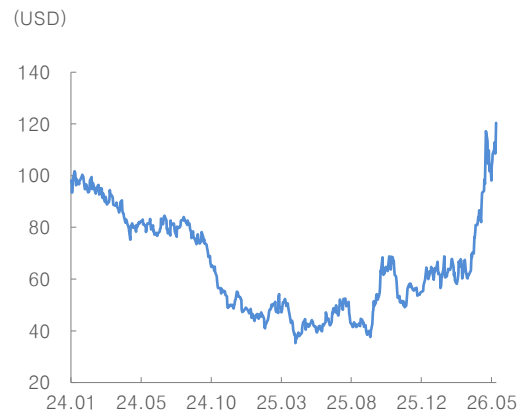
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. GlobalWafers 주가 추이



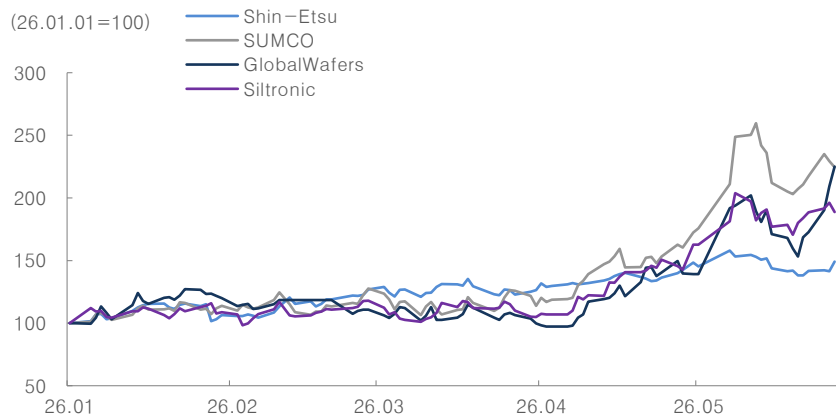
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. Siltronic 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 글로벌 웨이퍼 제조업체 주가 추이



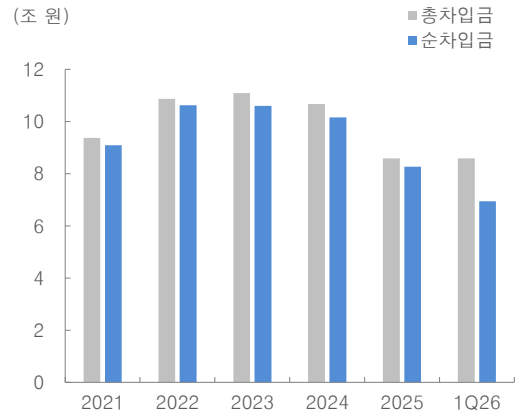
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 대형 자산 유동화로 차입금 감축

일시	주요 내용
2021년 2월	SK바이오팜 지분 11% 매각(1.1조 원)
2021년 12월	ESR케이만 지분 3.1% 매각(3,500억 원)
2025년 3월	SK스페셜티 지분 85% 매각(2.6조 원)
2026년 2월	SK바이오팜 지분 13.9%를 PRS 계약을 통해 1.25조 원에 매각
현재 진행 중	SK실트론 매각 추진

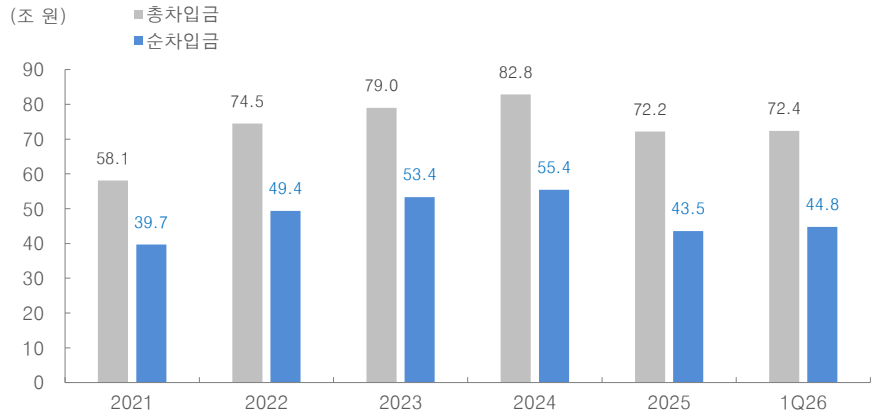
자료: 대신증권 Research Center

그림 11. SK 별도 차입금 추이



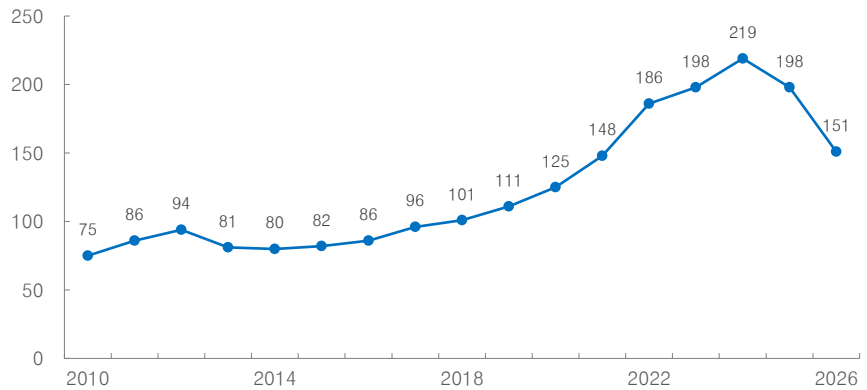
자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 12. SK 연결 기준 차입금 추이



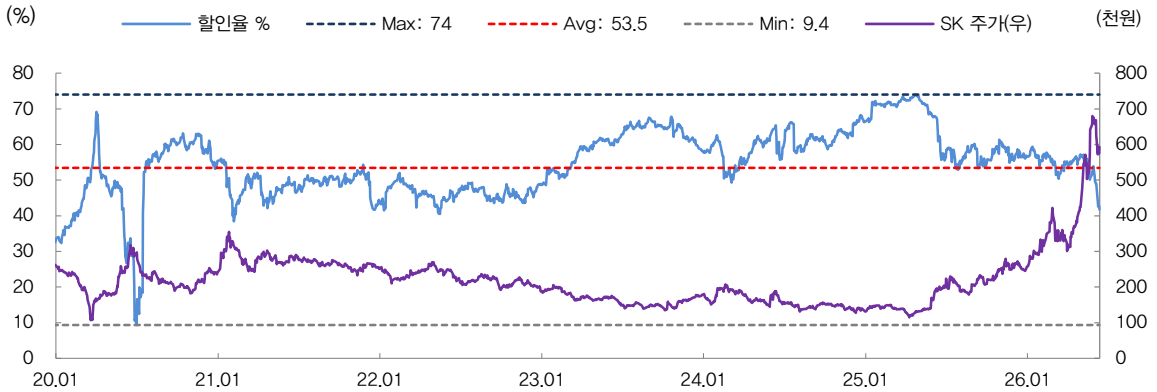
자료: SK, 대신증권 Research Center

그림 13. SK(주), '24년 219개에 달했던 계열사 수를 151개까지 줄이며 중복사업 통합



자료: 공정거래위원회, 대신증권 Research Center

그림 14. SK NAV 대비 할인율



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 2.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	2.5%
	로열티	DCF	769		10,988	11.5%
	소계—(1)				13,332	14.0%
지분가치	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight	
	SK 바이오팜	64.0	7,064	4,522	4.7%	
	SK 텔레콤	30.6	22,639	6,921	7.3%	
	SK 스퀘어	32.2	186,457	59,985	62.9%	
	상장자회사	SK 이노베이션	52.1	19,052	9,924	10.4%
	SK 네트워크	48.4	2,578	1,248	1.3%	
	SKC	40.6	7,098	2,202	2.3%	
	에스엠코어	5.5	71	4	0.0%	
	SK 리츠	0.5	1,758	8	0.0%	
	소계—(2)		9,746	84,815	88.9%	
비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight	
	SK 에코플랜트	71.2	1,271	1,963.6 ^{주)}	2.1%	
	SK 팜테코	86.6	1,651	1,651	1.7%	
	SK 실트론	51.0	623	623	0.7%	
소계—(3)			4,237	4.4%		
지분가치 합계			85,820			
순차입금(별도)—(4)				6,961	-7.3%	
순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				95,423		
할인율—(6)				41.0%		
Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))				56,300		
발행주식수—(8)				72,502,703		
자기주식—(9)				17,980,699		
유통주식수—(10)=(8)-(9)				54,522,004		
목표주가(11)=(7)/(10)				1,030,000		
현재가(06/12)				646,000		
Upside Potential				59.4%		

주)2026.06.15 기준 K-OTC 시가총액 2,757,865 백만원 적용

자료: 대신증권 Research Center

표 3.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
Change(% yoy)	-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
Change(% yoy)	-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
Change(% yoy)	-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
Change(% yoy)	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
Change(% yoy)	-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
I 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

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	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
법인세비용차감전순이익	1,329	2,637	16,754	16,015	15,951
법인세비용	-770	-281	-335	-320	-479
계속사업순이익	559	2,356	16,419	15,694	15,472
중단사업순이익	-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
지배지분순이익	-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
지배지분포괄이익	533	1,608	8,340	8,018	7,922

재무상태표	(단위: 십억원)				
	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
재고자산	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
지배지분	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
비지배지분	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

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	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
PBS	342,278	344,705	448,537	547,373	644,252
PBR	0.4	0.7	1.3	1.1	0.9
EBITDAPS	142,931	128,577	322,037	311,399	309,340
EV/EBITDA	12.1	13.8	6.7	7.0	7.4
SPS	1,681,771	1,679,284	2,067,728	2,111,693	2,175,044
PSR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
CFFS	157,844	144,827	334,242	323,483	321,300
DPS	7,000	8,000	8,800	9,680	10,648

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	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

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	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
자본법평가손익	-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	-8,473	-8,473	-8,473	-8,473
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

[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

Overweigh(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):

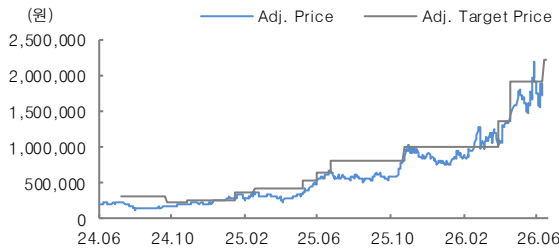
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

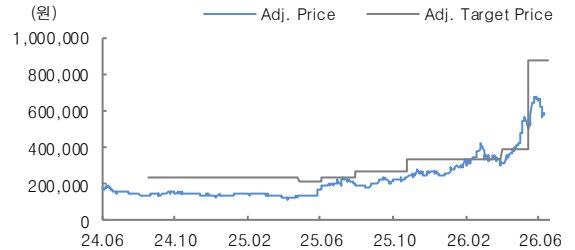
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.06.16	26.05.22	26.05.17	26.04.30	26.04.23	26.04.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	2,220,000	1,920,000	1,920,000	1,920,000	1,920,000	1,370,000
과리율(평균%)		(11.92)	(14.80)	(13.26)	(17.98)	(5.79)
과리율(최대/최소%)		14.74	(5.36)	(5.36)	(16.88)	(23.43)
제시일자	26.04.06	26.04.02	25.10.26	25.09.30	25.07.27	25.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,370,000	1,370,000	1,000,000	810,000	810,000	810,000
과리율(평균%)	(6.57)	(21.57)	(6.01)	(26.94)	(28.70)	(28.14)
과리율(최대/최소%)	4.96	(21.31)	27.80	(1.11)	(19.01)	(19.01)
제시일자	25.06.04	25.05.10	25.03.27	25.02.19	25.01.17	24.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	640,000	540,000	420,000	420,000	360,000	250,000
과리율(평균%)	(5.02)	(20.34)	(25.95)	(20.79)	(15.27)	(4.43)
과리율(최대/최소%)	4.69	(5.56)	(10.48)	(10.48)	(0.14)	20.00
제시일자	24.09.25	24.07.12				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	230,000	300,000				
과리율(평균%)	(17.53)	(46.38)				
과리율(최대/최소%)	(8.70)	(20.17)				

SK(034730) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.06.16	26.05.22	26.05.17	26.04.22	26.04.06	26.04.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	880,000	880,000	880,000	390,000	390,000	390,000
과리율(평균%)		(30.56)	(36.52)	7.91	(9.53)	(19.68)
과리율(최대/최소%)		(22.73)	(27.05)	46.41	(0.90)	(19.49)
제시일자	25.10.26	25.08.01	25.06.04	25.04.28	25.02.18	24.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	340,000	270,000	230,000	210,000	230,000	230,000
과리율(평균%)	(12.64)	(22.63)	(10.48)	(32.60)	(41.61)	(37.50)
과리율(최대/최소%)	24.26	(12.04)	0.00	(19.29)	(34.78)	(32.04)
제시일자	24.09.25	24.08.18				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	230,000	230,000				
과리율(평균%)	(35.96)	(37.23)				
과리율(최대/최소%)	(32.04)	(32.26)				
제시일자	24.09.25					
투자의견	Buy					
목표주가	230,000					
과리율(평균%)	(35.96)					
과리율(최대/최소%)	(32.04)					