Morning Meeting Notes

2025-06-16

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

SK(BUY/223,000)시장 기대 확산 중. 구체적 가능성도 함께 감안할 필요
현대지에프홀딩스(BUY/8,900)지주회사의 이상적인 기업가치 제고 추진, PBR도 아직 매력 보유
[크레딧] Credit Weekly - 화학업 구조조정, 이란 공습 안전자산 선호

주식시장

국내 증시는 지정학적 리스크 상승에 하락 마감. 장중 이스라엘의 이란 공습 소식에 위험회피 심리 확산되며 증시 전반적으로 하락했으나 일부 업종은 강세 시현. 중동 갈등 확대로 방산주 모멘텀 생성되며 풍산, LIG넥스원 등 급등. 해상운임 상승에 해운주 또한 강세. 한편, 삼성전자, LG전자 등은 가전제품 철강관세 적용 예정 소식에 하락
미국 증시는 이스라엘과 이란의 무력 충돌로 위험회피 심리가 확산되며 하락 마감. 전날 이스라엘이 이란의 주요 거점을 기습 공격한 데 이어, 이날 이란이 이스라엘을 향해 수백 발의 미사일을 보복 발사하면서 지정학적 불확실성이 극대화. 방산주와 에너지주는 지정학 리스크 수혜로 강세를 보였으나, 나머지 업종들은 하락

금리&환율

국고채 금리는 혼조 마감. 이스라엘 공습에 국제 유가 상승 기대감 확대되자 국고채 단기물은 약세 보였으나, 장기물은 위험회피심리 확대에 영향 받으며 강세 마감
미국채 금리는 상승 마감. 이스라엘-이란 군사 충돌로 인한 원유 급등이 인플레이션 우려를 자극하며 금리 상승 요인으로 작용. 또한, 미시간대 소비자심리지수의 예상 밖 강세에 영향받은 모습
원/달러 환율은 전장 대비 10.90원 상승한 1,369.60원에 마감. 환율은 하락 출발하였으나, 이스라엘 공군이 이란을 공습했다는 소식과 함께 상승 전환. 지정학적 불확실성으로 안전 자산 선호 심리가 급속도로 확산되는 모습
달러인덱스는 98.14로 상승. 이스라엘 공습으로 위험회피 심리가 강해지며 달러는 강세 양상. 그러나, 오후들어 미국의 재정 및 관세정책 우려로 달러 상승폭 줄이며 마무리

Trump Watch

美, 가전에 '50% 철강관세'
미국 트럼프 행정부가 냉장고, 세탁기 등 주요 가전제품에 사용된 철강 파생제품에 23일부터 50% 고율 관세를 부과하기로 하면서 삼성전자·LG전자 등 국내 가전업계가 긴급 대응에 나섬
삼성전자와 LG전자는 미국 현지 공장에서 일부 제품을 생산하지만, 대부분의 부품과 완제품을 한국·멕시코 등에서 수출하고 있어 관세 부담을 피하기 어렵고, 제품 가격 인상과 수익성 악화가 불가피할 전망

New Publications

[자산배분] 자산배분 전략: 초저금리와 인플레를 넘어, 전략은 원칙에서 시작한다 (2025-06-13)
[중국] 2025년 하반기 중국 경제/증시 전망 - 망진자(亡秦者)는 호야(胡也) (2025-06-12)
[방산]MADEX 2025참관기 - 智者圖勝, 善者制勢(2025-06-05)
[미국주식] 2025년 하반기 미국 전망 - 착륙 줄타기 속 AI phase 3(2025-06-02)
[자산배분] 2025년 하반기 자산배분 전략 - 정책 변화에 대응하라(2025-05-29)
[반도체] 대만 Computex 방문 후기 - Team Taiwan이 더욱 강해지고 있다(2025-05-28)
[투자전략] 2025 하반기 투자전략 전망 - 국가의 시간(The Time of Nations)(2025-05-27)

Rating, Target Price Changes

SK	BUY	165,000 원 ▷	BUY	223,000 원	(2025-06-16)
현대지에프홀딩스	BUY	6,600 원 ▷	BUY	8,900 원	(2025-06-16)
CJ프레시웨이	BUY	31,000 원 ▷	BUY	36,000 원	(2025-06-12)
한화	BUY	59,000 원 ▷	BUY	86,000 원	(2025-05-30)
삼성증권	BUY	59,000 원 ▷	BUY	68,000 원	(2025-05-29)
피엔에이치테크	BUY	12,000 원 ▷	M.PERFORM	5,500 원	(2025-05-28)
심텍	BUY	30,000 원 ▷	BUY	23,000 원	(2025-05-28)
두산테스나	BUY	40,000 원 ▷	BUY	32,000 원	(2025-05-28)
칩스앤미디어	BUY	23,000 원 ▷	BUY	22,000 원	(2025-05-28)
아세아시멘트	BUY	13,000 원 ▷	BUY	14,000 원	(2025-05-27)
한일시멘트	BUY	19,000 원 ▷	M.PERFORM	19,000 원	(2025-05-27)
현대힘스	INITIATION	▷	BUY	30,000 원	(2025-05-27)
롯데케미칼	M.PERFORM	90,000 원 ▷	M.PERFORM	65,000 원	(2025-05-27)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
SK하이닉스	181,122	한화오션	77,461
현대차	47,015	파마리서치	45,382
기아	43,138	LIG넥스원	44,094
HD현대미포	38,088	한국항공우주	31,245
한화	34,834	한전기술	30,095

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
두산에너빌리티	-131,712	삼성전자	-212,188
한화에어로스페이스	-88,239	SK하이닉스	-117,047
HMM	-65,118	한화	-49,681
카카오	-61,258	KODEX 코스닥150레버리지	-43,672
현대건설	-29,685	SK이노베이션	-41,024

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,894.62	-0.87	+10.19
대형주	2,881.70	-0.73	+10.21
중형주	3,231.56	-1.80	+9.93
소형주	2,443.58	-1.63	+9.27
KOSDAQ	768.86	-2.61	+6.04

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-1,794	4,081	-2,304
누적순매수(D-20)	-50,387	42,178	8,385

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	250,181	247,325	149,381

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	102.17	-3.05	+27.14
금융	624.36	-0.55	+20.12
운수장비	3,876.41	+0.24	+10.11
유통	399.14	-1.92	+15.38
음식료	4,364.17	-0.70	+3.12
의약품	15,259.82	-1.71	+4.17
전기전자	24,160.25	-1.59	+6.17
철강금속	5,573.25	+2.34	+9.36
화학	3,608.52	-2.07	+9.11
유틸리티	909.74	-2.37	+0.97
통신	480.00	-0.11	+2.30

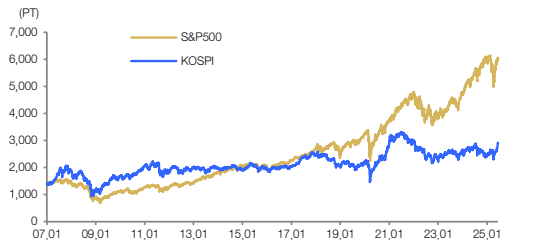
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,976.97	-1.13	+0.31
NASDAQ	19,406.83	-1.30	+1.02
일본	37,834.25	-0.89	+0.21
중국	3,377.00	-0.75	+0.28
독일	23,516.23	-1.07	-1.06

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.46	+3.30	+14.30
국고채 (10년)	2.82	-0.80	+14.30
은행채AAA (3년)	2.75	+3.70	+15.00
미국국채 (2년)	3.95	+3.75	-5.45
미국국채 (10년)	4.40	+4.05	-7.80

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,369.60	+0.80	-1.44
원/백 엔	950.31	+0.35	-0.41
원/위안	190.72	+0.68	-1.06
달러/유로	1.15	-0.31	+3.42
위안/달러	7.18	+0.12	-0.39
엔/달러	144.12	+0.45	-1.03
Dollar Index	98.14	+0.28	-2.80

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	72.98	+7.26	+16.79
금 (usd/oz)	3,452.80	+1.48	+8.33
BDI	1,904.00	+9.55	+45.90
천연가스(NYMEX)	3.58	+2.55	+7.41

KOSPI, S&P 추이



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

SK (034730)

Analyst 김한이 haneykim@hmsec.com

시장 기대 확산 중. 구체적 가능성도 함께 감안할 필요

BUY **TP 223,000원**

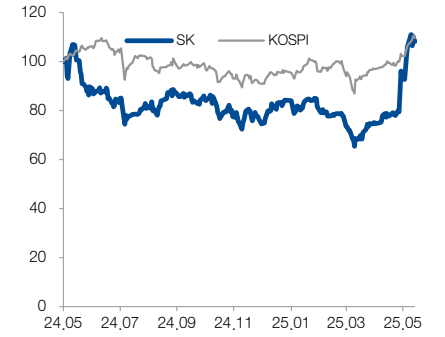
현재주가 (6/13)	190,600원
상승여력	17.0%
시가총액	13,819십억원
발행주식수	72,503천주
자본금/액면가	16십억원/200원
52주 최고가/최저가	195,700원/115,400원
일평균 거래대금 (60일)	32십억원
외국인 지분율	23.72%
주요주주 지분율	
최태원 외 33인	25.47%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	39.8	39.0	35.4
상대주가(%p)	26.0	23.6	16.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	9,365	16,640	165,000
After	9,365	16,640	223,000
Consensus	18,041	19,419	202,100
Cons. 차이	-48.1%	-14.3%	10.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY 유지, TP 22.3만원으로 상향. 최근 시장 기대 확산되며 할인이 줄어든 점 반영하여 NAV에 적용하는 목표 할인율을 65%에서 58%로 하향 조정. 현재 64.1%
- 실로 오랜만의 가격배수 재평가(multiple re-rating). NAV 변동 크지 않고, 할인 확대의 주된 원인이었던 그룹 재무부담 증가, 즉 연결 순부채 증가세는 좀처럼 감소세를 확인하기 어려워 보임에도 시가총액 상승, NAV 할인율이 1개월 전 72.0%에서 현 64.1%로 하락
- SK실트론 매각 보도에 '미확정'으로 공시된 상태. 매각 가능성과, 보유 자기주식이 24.8%에 달하는 점에 시장이 주목하는 것으로 파악. 자기주식 중에는 과거 2007년 SK가 인적분할-지주회사로 전환하며 현물출자-유상증자 과정에서 과세 이연되었던 수량이, 2015년 합병 과정에서 포합주식으로서 자기주식이 된 수량이 존재. 이에 따라 일부 소각 시 해당 세금의 일부가 발생할 가능성을 감안해야 할 듯. 중장기 관점에서, 전분기말 순부채 8조원 상회하는 가운데 회사의 의사결정 가시화될 가능성을 감안해볼 필요
- 1Q25 연결 순부채 전분기대비 증가하였으나 지주회사 SK의 순부채는 감소한 점은 이상적. 적극적 divest 지속에 따른 재무구조 개선 기대와, 법안 개정 기대가 시장 전체의 할인을 해소해 가는 과정에서 '크게 저평가된 주식'들이 주목받는 한 양호한 흐름 지속 가능할 것

주요이슈 및 실적전망

- NAV 38.5조원. 최근 1개월간 상장지분가치 변동 폭 은 크지 않고, 5월 12일 의결된 영업양도 및 현물출자 의사결정에 따라 영업가치 감소 및 비상장지분가치 변동 가능성 발생. 작년부터 진행된 리밸런싱에도 순부채 감소세는 아직 눈에 띄게 확인되기 이전이나 시가총액 상승하여 valuation re-rating
- 최근 분기보고서 공시기준일 이후, 비상장지분 매각, 추가취득 및 현물출자 발생. 특히 5월 12일, 판교데이터센터를 5,068억원에 손자회사 SK브로드밴드에 양도 결정한 것 외에도, 부동산 임대차계약상 지위를 이전 결정했으며 합병 전 SK머티리얼즈 산하에 속해있던 자회사들을 SK에코플랜트에 현물출자하고 SK에코플랜트 신주를 교부받을 예정. 양도 거래일은 6월 30일, 신주 교부 일자는 12월 중으로 아직 발생 전이며, 현물출자유상증자는 재무제표상 비상장지분가치 장부가액에는 변화가 없으나 SK의 영업수익, 즉 IT서비스 매출액과 배당수익 등 현금흐름 감소 예상되는 항목들

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	128,798	4,754	-777	13,742	-10,616	적전	NA	0.6	9.2	NA	2.8
2024	124,690	2,355	-1,293	10,739	-17,809	적지	NA	0.4	11.4	NA	5.3
2025F	126,361	4,224	679	16,247	9,365	흑전	20.4	0.5	7.8	2.7	3.7
2026F	131,359	5,833	1,206	15,002	16,640	77.7	11.5	0.5	8.8	4.7	3.7
2027F	136,003	7,891	1,734	14,896	23,921	43.8	8.0	0.5	9.2	6.4	3.7

* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 직전분기 최근 공시 이후, 영업가치 및 비상장지분가치 변동 요인

결정일	거래(예정)일	내용
3월 21일	4월 8일	ION Clean Energy 전환우선주 일체 매각. 장부가 28.9십억원
3월 7일	4월 30일	SK시그넷 유상증자 참여. 115십억원 추가 취득
5월 12일	5월 중	SK와 SK스페셜티㈜간 체결한 부동산 임대차계약상 지위(거래금액 21,970백만원)를 SK머티리얼즈퍼포먼스㈜로 이전
5월 12일	5월 13일	SK머티리얼즈퍼포먼스 유상증자 참여. 30.8십억원
5월 12일	6월 30일	판교 데이터센터를 종속기업인 SK브로드밴드㈜에게 506.8십억원에 양도
5월 12일	12월 1일	SK에코플랜트에 현물출자. 279.9십억원 (신주 12월 2일 발행 예정) - 에스케이트리켐㈜ 보통주 3,250,000주, - 에스케이레조낙㈜ 보통주 2,142,000주, - 에스케이머티리얼즈제이엔씨㈜ 보통주 46,585주
5월 12일	12월 2일	SK머티리얼즈퍼포먼스㈜ 발행주식 전부를 종속기업인 SK에코플랜트㈜에게 이전하고, SK에코플랜트㈜ 신주를 교부받는 포괄적 주식교환
5월 12일	6월 이후	JV Partner인 Group14 Technologies, Inc.의 유상증자 참여, 종속기업인 에스케이머티리얼즈그룹포틴㈜의 보통주 일체를 Group14 Technologies, Inc.에 현물출자 하기로 결정
미확정		SK실트론 매각 보도, 미확정 공시

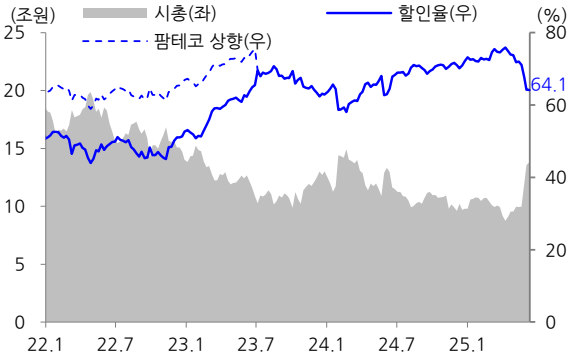
자료: SK, 현대차증권

〈그림2〉 SK 자기주식 보유현황

취득 방법		취득(계약체결) 결정 공시일자	주식 종류	취득 기간	취득 목적	최초보유 예상기간	최초 취득수량	변동 수량		기말 수량	비고
								처분(-)	소각(-)		
배당가능이익 범위이내취득	직접 취득	2015.08.28	보통주	2015.09.01 ~2015.11.11	주가 안정을 통한 주주가치 제고	6개월 이상	3,514,276	33,693	-	3,480,583	-
		2019.10.01	보통주	2019.10.02 ~2019.12.11	주가 안정을 통한 주주가치 제고	6개월 이상	3,520,000	-	-	3,520,000	-
	신탁계약에 의한 취득	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타 취득		-	보통주	2015.08.03	합병관련 포합주식	-	11,010,816	43,163	-	10,967,653	-
		-	보통주	2015.08.03	합병관련 단주매입	-	8,316	-	-	8,316	-
		-	보통주	2021.12.09	합병관련 단주매입	-	5,601	-	-	5,601	-
		-	보통주	2022.01.26 ~2022.07.28	합병관련 주식매수청구분 매입	-	201	-	-	201	-
		-	우선주	2015.08.03	합병관련 단주매입	-	1,339	-	-	1,339	-
		-	우선주	2015.08.03	합병소멸법인 旣보유 자기주식	-	448	-	-	448	-
총계							18,060,997	76,856	-	17,984,141	-

자료: SK, 현대차증권

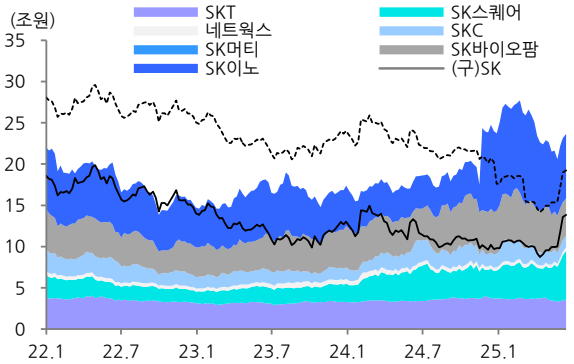
<그림3> 시가총액 vs. 할인율



자료: 현대차증권

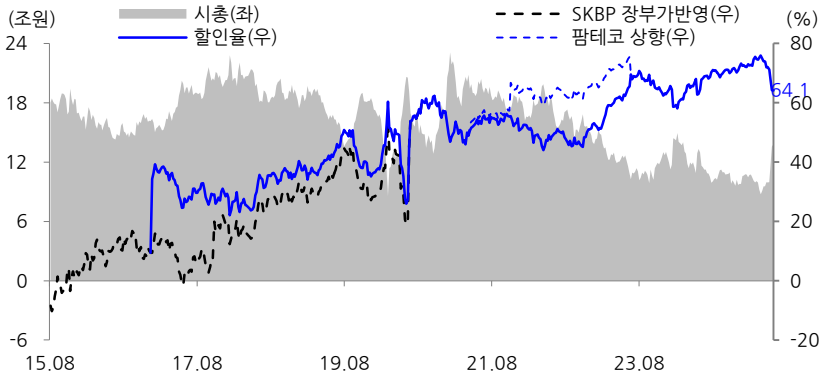
주: SK팜테코 투자유치금액 역산하여 할인율 추이에 2023.7~ 소급 반영. 그 이전은 2021.11부터 14.4조원 반영

<그림4> 시가총액, EV vs. 상장지분가치



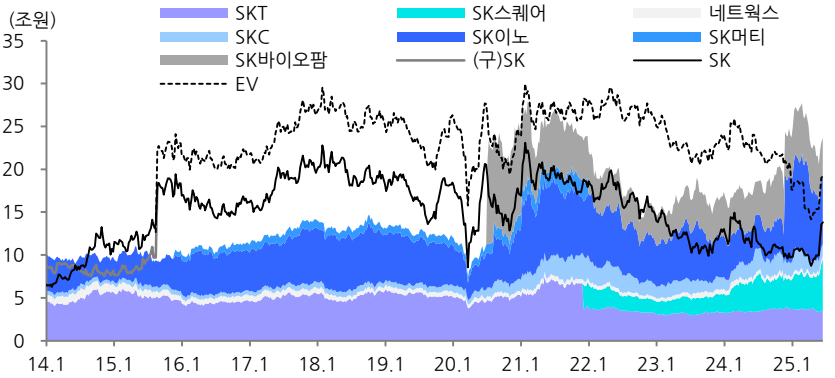
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림5> 시가총액 vs. 할인율 (장기)



자료: SK, 현대차증권

<그림6> 시가총액, EV vs. 상장지분가치 (장기)



자료: SK, 현대차증권

〈그림7〉 TP 산출

(십억원,%,원)			평가금액	비중	비고
영업가치			5,276	13.7	24A 기준
	24A EBITDA	배수(x)			
사업	187	6.5	1,217	3.2	6월 예정된 판교데이터센터 이전에 따른 감소분 확인 필요
브랜드로열티			3,294	8.5	
임대료수익등			766	2.0	SK스페셜티와의 임대차계약 이전에 따른 변동분 확인 필요
상장자회사			23,660	61.4	전일 종가
	지분율	시총			
SK이노베이션	55.9%	13,986	7,820	20.3	
텔레콤	30.6%	11,728	3,585	9.3	
스퀘어	32.0%	18,397	5,892	15.3	
네트웍스	43.9%	957	420	1.1	
SKC	40.6%	3,480	1,414	3.7	
SK바이오팜	64.0%	7,072	4,527	11.7	
비상장자회사			11,579	30.0	**직전분기 공시 기준. 이후 변동된 그림 1 의 항목들은 순차입금(직전분기 공시 기준) 과 매칭 위해 반영하기 이전**
E&S					합병 소멸
에코플랜트	62.1%		911	2.4	현물출자로 장부가 변동 반영
실트론	51.0%	3,521	1,796	4.7	24A EBITDA 5.5x
SK팜테코		4,714	4,054	10.5	14% 660bn에 인수 보도(CPS)
기타비상장			4,818	12.5	SK스페셜티 장부가 0.6조원 제외
자기주식	24.8%	8,773	3,427	8.9	
순차입금			5,407	-14.0	직전 분기 별도, SK스페셜티 매각대금 2.7조원 발생 반영
NAV(십억원)			38,534	100.0	
목표할인율			58%		
TP(원)			223,000		

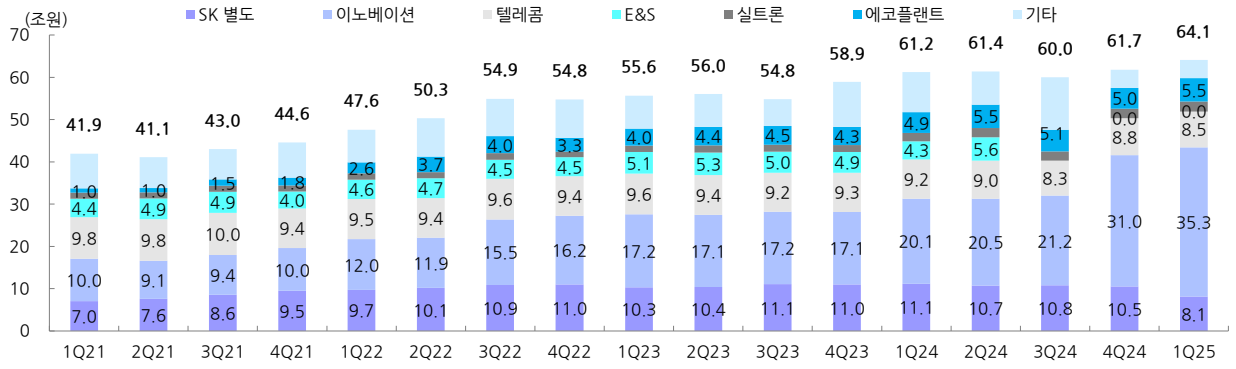
자료: 현대차증권

〈그림8〉 SK스페셜티 매각 결정 공시 주요 내용

구분	내용
이사회 결의일	2024-12-23
처분예정일	2025-06-13
발행주식총수(주)	15,000,000
처분주식수(주)	12,750,001
처분금액(백만원)	2,700,844
처분후 소유주식수(주)	2,249,999
처분후 지분비율(%)	15.00
계약내용	**매도인의 동반매도청구권** - 거래종결 후, 매도인은 매수인이 대상회사 발행 주식의 전부 또는 일부를 제3자에게 양도하고자 하는 경우 매도인의 소유 주식을 동반 매도할 것을 청구할 수 있는 권리를 보유함 **매수인의 동반매도요구권** - 거래종결 후, 매수인은 경영권 지분을 제3자에게 양도하고자 하는 경우 매도인의 주식 전부 또는 일부를 동반 매도할 것을 요구할 수 있는 권리를 보유함
처분금액의 조정 *기간 경과 가산금 제외 기준	상기 처분금액 외에 당사는 매수인으로부터 SK스페셜티㈜의 2025년 경영실적에 따라 최대 약 850억원*의 Earn Out을 지급 받을 수 있으며, 거래 종결 이후 신사업 양산 매출 발생에 따라 최대 약 680억원*의 Earn Out을 지급 받을 수 있음 (양산 매출 조건 미달성이 확정되는 경우 당사는 매수자에게 약 170억원* 지급 필요)

자료: DART, 현대차증권

〈그림9〉 SK 연결기준 순부채 (순차입금 및 리스부채 포함)



자료: SK, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	128,798	124,690	126,361	131,359	136,003
증가율 (%)	-2.5	-3.2	1.3	4.0	3.5
매출원가	116,610	113,999	113,349	116,400	118,663
매출원가율 (%)	90.5	91.4	89.7	88.6	87.3
매출총이익	12,189	10,692	13,012	14,959	17,340
매출이익률 (%)	9.5	8.6	10.3	11.4	12.7
증가율 (%)	-22.1	-12.3	21.7	15.0	15.9
판매관리비	8,052	8,629	8,788	9,126	9,449
판관비율(%)	6.3	6.9	7.0	6.9	6.9
EBITDA	13,742	10,739	16,247	15,002	14,896
EBITDA 이익률 (%)	10.7	8.6	12.9	11.4	11.0
증가율 (%)	-18.9	-21.9	51.3	-7.7	-0.7
영업이익	4,754	2,355	4,224	5,833	7,891
영업이익률 (%)	3.7	1.9	3.3	4.4	5.8
증가율 (%)	-41.7	-50.5	79.4	38.1	35.3
영업외손익	-3,248	-5,071	-3,799	-3,916	-4,035
금융수익	7,086	6,813	6,891	6,969	7,049
금융비용	9,453	10,178	10,472	10,656	10,844
기타영업외손익	-881	-1,706	-218	-229	-240
종속/관계기업관련손익	-2,359	3,812	191	196	202
세전계속사업이익	-854	1,097	616	2,114	4,059
세전계속사업이익률	-0.7	0.9	0.5	1.6	3.0
증가율 (%)	적전	흑전	-43.8	243.2	92.0
법인세비용	571	748	-1,324	-1,333	-897
계속사업이익	-1,424	349	1,940	3,447	4,955
중단사업이익	1,018	180	0	0	0
당기순이익	-406	529	1,940	3,447	4,955
당기순이익률 (%)	-0.3	0.4	1.5	2.6	3.6
증가율 (%)	적전	흑전	266.7	77.7	43.7
지배주주지분 순이익	-777	-1,293	679	1,206	1,734
비지배주주지분 순이익	370	1,821	1,261	2,241	3,221
기타포괄이익	-203	4,950	0	0	0
총포괄이익	-609	5,479	1,940	3,447	4,955

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	64,835	67,463	79,183	88,688	95,101
현금성자산	22,684	24,647	33,676	38,514	39,158
단기투자자산	3,503	4,357	4,415	4,590	4,752
매출채권	13,879	13,454	13,635	14,174	14,675
재고자산	15,007	13,638	13,821	14,368	14,876
기타유동자산	9,575	11,353	13,623	17,029	21,627
비유동자산	142,136	147,515	138,744	135,050	135,542
유형자산	73,494	80,364	70,830	63,974	59,155
무형자산	18,587	15,905	14,257	12,869	11,700
투자자산	36,070	39,597	39,811	40,078	40,346
기타비유동자산	13,985	11,649	13,846	18,129	24,341
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	206,970	214,978	217,927	223,738	230,643
유동부채	65,353	71,533	71,972	73,393	74,413
단기차입금	17,388	20,003	19,803	19,605	19,408
매입채무	12,949	12,753	12,924	13,435	13,910
유동성장기부채	13,019	14,789	14,937	15,086	14,935
기타유동부채	21,997	23,988	24,308	25,267	26,160
비유동부채	63,738	63,157	64,112	65,437	66,749
사채	29,309	26,034	26,815	27,620	28,448
장기차입금	19,261	22,039	22,039	22,039	22,039
장기금융부채	1,269	1,082	1,082	1,082	1,082
기타비유동부채	13,899	14,002	14,176	14,696	15,180
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	129,091	134,690	136,084	138,830	141,162
지배주주지분	20,727	25,115	25,409	26,234	27,587
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,985	13,198	13,198	13,198	13,198
자본조정 등	-1,960	-1,948	-1,948	-1,948	-1,948
기타포괄이익누계액	18	1,967	1,967	1,967	1,967
이익잉여금	13,668	11,882	12,176	13,001	14,354
비지배주주지분	57,152	55,173	56,434	58,674	61,895
자본총계	77,879	80,288	81,843	84,908	89,482

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	11,354	8,110	11,779	9,845	7,932
당기순이익	-406	529	1,940	3,447	4,955
유형자산 상각비	7,232	6,531	10,375	7,781	5,836
무형자산 상각비	1,756	1,853	1,648	1,388	1,169
외환손익	-194	367	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	1,383	737	-1,993	-2,575	-3,826
기타	1,583	-1,907	-191	-196	-202
투자활동으로인한현금흐름	-21,628	-12,158	-3,119	-5,454	-7,457
투자자산의 감소(증가)	2,887	621	-24	-71	-66
유형자산의 감소	196	409	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-18,915	-15,673	-841	-925	-1,017
기타	-5,796	2,485	-2,254	-4,458	-6,374
재무활동으로인한현금흐름	11,524	5,085	369	448	168
차입금의 증가(감소)	1,791	2,591	0	0	0
사채의증가(감소)	1,565	-3,275	781	804	829
자본의 증가	574	4,213	0	0	0
배당금	-1,674	-1,815	-385	-382	-382
기타	9,268	3,371	-27	26	-279
기타현금흐름	40	926	0	0	0
현금의증가(감소)	1,290	1,963	9,029	4,839	644
기초현금	21,394	22,684	24,647	33,676	38,514
기말현금	22,684	24,647	33,676	38,514	39,158

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-5,572	7,208	26,756	47,544	68,346
EPS(지배순이익 기준)	-10,616	-17,809	9,365	16,640	23,921
BPS(자본총계 기준)	1,055,780	1,098,793	1,120,076	1,162,028	1,224,622
BPS(지배지분 기준)	280,985	343,711	347,737	359,026	377,538
DPS	5,000	7,000	7,000	7,000	7,000
P/E(당기순이익 기준)	-31.9	18.2	7.1	4.0	2.8
P/E(지배순이익 기준)	-16.8	-7.4	20.4	11.5	8.0
P/B(자본총계 기준)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	9.2	11.4	7.8	8.8	9.2
배당수익률	2.8	5.3	3.7	3.7	3.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	271.2	77.7	43.8
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	흑전	77.7	43.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-0.5	0.7	2.4	4.1	5.7
ROE(지배순이익 기준)	-3.7	-5.6	2.7	4.7	6.4
ROA	-0.2	0.3	0.9	1.6	2.2
안정성 (%)					
부채비율	165.8	167.8	166.3	163.5	157.8
순차입금비율	71.9	72.1	69.9	69.7	68.4
이자보상배율	1.5	0.6	1.1	1.4	1.9

** K-IFRS 연결 기준*

현대지에프홀딩스 (005440)

Analyst 김한이 haneykim@hmsec.com

지주회사의 이상적인 기업가치 제고 추진, PBR도 아직 매력 보유

BUY **TP 8,900원**

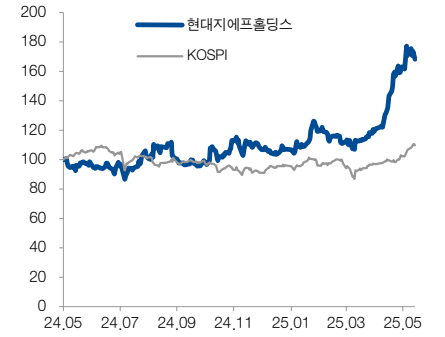
현재주가 (6/13)	7,690원
상승여력	15.7%
시가총액	1,199십억원
발행주식수	155,904천주
자본금/액면가	79십억원/500원
52주 최고가/최저가	8,100원/3,960원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인 지분율	5.06%
주요주주 지분율	
정지선외2인	77.15%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	27.5	49.6	49.0
상대주가(%p)	14.9	33.0	28.4

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	2,125	2,307	6,600
After	2,521	2,348	8,900
Consensus	2,096	1,863	8,540
Cons. 차이	20.3%	26.0%	4.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY 유지, TP 8,900원으로 상향. 대표 자회사들 지분가치 상승으로 증가한 NAV에 회사가 향후 목표하고 있는 상표권 가치를 가산하여 TP를 산출함. 목표 할인율을 기존 34%에서 전저점인 29%로 하향하였으며 추가 주가상승이 가능하다고 판단하는데, 이유는 1) 현대백화점, 현대그린푸드, 현대홈쇼핑 등 대표 자회사들이 적극적인 자기주식 매입 소각 진행 중임에 따라 상장지분가치 증가 기대 긍정적이며 2) 자회사 연결편입 과정에서 발생한 염가매수차익 효과로 회사는 아직 PBR이 0.3x 수준으로 높지 않은 수준이기 때문. 올해부터 반기배당 시작된다는 점도 여전히 긍정적인 투자포인트
- 지주회사로서 자회사들과 동반하여 이상적인 기업가치제고 지속 추진 중. 자회사 지분가치 증가에 동행하며 상승하여 한동안 valuation 수준은 일정하게 유지된 편이었으나 최근 1개월간은 드라마틱한 할인 축소 시현. 기업가치제고 외에도 시장 전체의 저평가 해소 기대 확산되는 과정에서 PBR도 저평가된 동사의 매력 부각된 것으로 판단
- 기존에 제시했던 바와 같이 a) 주주환원 확대, b) NAV 증대 - 그 방안으로 자회사 기업가치 제고 및 자회사 지분율 확대, c) NAV 할인율 축소 위한 자체수익원 확보 등 삼박자 고른 이행 중

주요이슈 및 실적전망

- 지주회사 체제 내 주요 자회사들의 주주환원, 기업가치제고 노력 꾸준히 이어지는 중. 매 분기 실적 발표될 때마다 새로운 제고방안이 기대되는 그룹
- 지난 5월 현대백화점, 현대그린푸드, 현대이지웰은 자기주식 취득 결정 각각 3개월간 1.5%, 1.0%, 3.0% 규모 취득 예정. NAV 기여도가 각 27%, 12%, 4%인 자회사들로, 지난 11월 현대지에프홀딩스, 현대백화점, 현대그린푸드, 한섬 등 그룹사들이 기업가치제고계획을 발표한 데 이어 지난 5월 현대이지웰, 현대퓨처넷도 발표
- 자회사들의 꾸준한 자기주식 매입 및 소각, 수익성 개선 노력 등에 힘입어 상장지분가치는 지난해 기업가치제고계획 발표 직전 1.0조원, 4분기 실적발표 이후 1.2조원, 1분기 실적발표 이후 현재 1.4조원까지 상승

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,629	-11	1,127	47	11,170	1,755.9	0.3	0.2	31.1	49.8	5.5
2024	7,409	198	699	416	4,483	-59.9	1.1	0.2	8.9	23.0	4.3
2025F	8,632	450	393	576	2,521	-43.8	3.1	0.3	10.6	11.1	3.6
2026F	8,948	504	366	628	2,348	-6.9	3.3	0.3	10.1	9.4	3.8
2027F	9,276	521	375	632	2,404	2.4	3.2	0.3	10.3	8.9	4.1

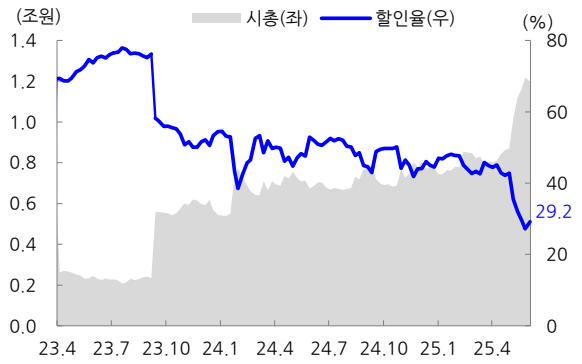
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> NAV 산출

(십억원, 천주, %, 원)	지분율	기업가치	평가금액	비중	비고
영업가치			**579**	**29.6**	**24A 10x**
임대수익			39	2.0	
경영자문			258	13.2	
부동산가치			22	1.1	
상표권가치			260	13.3	향후 5년 내 회사의 목표치 반영
상장자회사			**1,413**	**72.3**	**전일종가**
현대백화점	**33.4%**	1,584	529	27.1	'24.11 자기주식 3.3% 소각. 홀딩스의 장내 매수
현대홈쇼핑	**57.4%**	656	376	19.3	24.6 백화점 소유 7.3% 취득
현대그린푸드	39.0%	582	227	11.6	자기주식 2.2% 취득 후 소각. 지분율 상승
현대리바트	41.2%	164	68	3.5	
현대에버다임	45.2%	143	64	3.3	
현대퓨처넷	**0.0%**	357	-	-	25.2 현대홈쇼핑에 처분
현대이지웰	50.0%	154	77	4.0	
대원강업	30.4%	233	71	3.6	25.1 홈쇼핑, 백화점으로부터 추가 취득금액 반영
비상장자회사 외			**215**	**11.0**	**직전분기 장부가액**
현대자동차	0.4%		177	9.1	반기마다 평가손익 인식
현대드림투어	100.0%		6	0.3	
씨엔에스푸드시스템	100.0%		17	0.9	
현대아이티앤이	-		-	-	
현대에이앤아이	-		-	-	현대 A&I 가 자기주식으로 취득
한무쇼핑	0.4%		-	-	
한국경제신문	6.2%		14	0.7	
자기주식	-		-	-	
순차입금			**253**	**12.9**	**직전 분기 별도**
NAV(십억원)			**1,953**	**100.0**	
총주식수(천주)			155,904		
목표 할인율			29%		34%에서 하향
TP(원)			**8,900**		

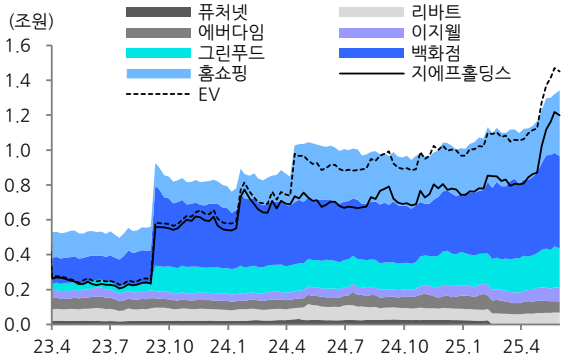
자료: 현대차증권

<그림2> 시가총액 vs. 할인율



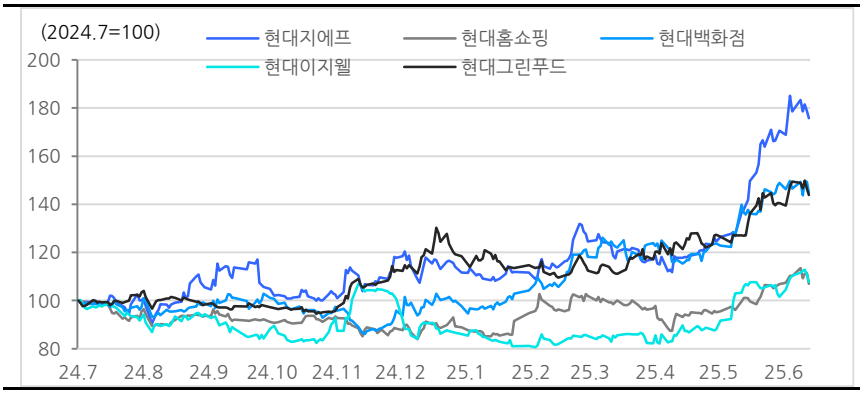
자료: 현대차증권

<그림3> 시가총액, EV vs. 상장지분가치



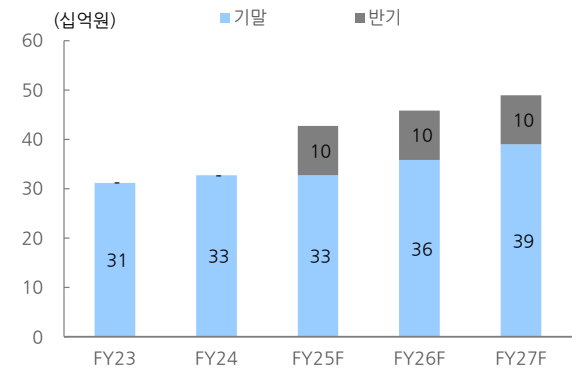
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림4> 자회사, 현대지에프홀딩스 주가 추이 : 동반 상승 중



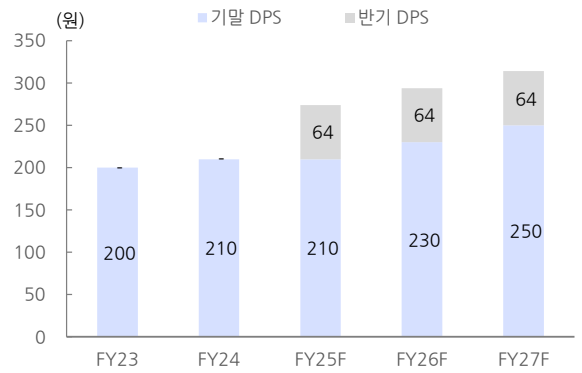
자료: 현대차증권

<그림5> 배당총액 추이



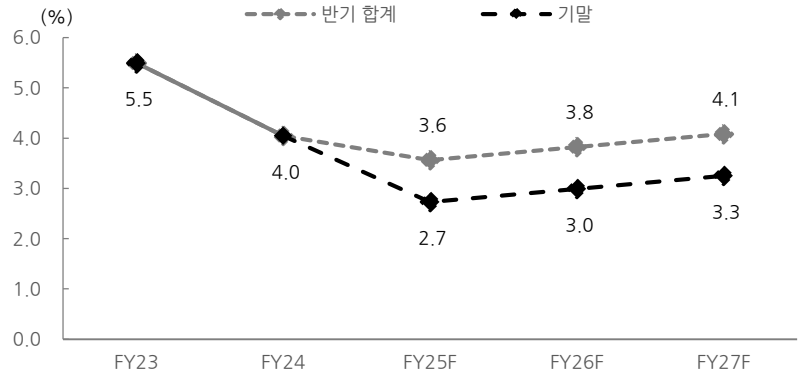
자료: 현대차증권

<그림6> DPS 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림7> 배당수익률 추이



자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,629	7,409	8,632	8,948	9,276
증가율 (%)	34.3	181.8	16.5	3.7	3.7
매출원가	2,231	5,300	6,451	6,448	6,790
매출원가율 (%)	84.9	71.5	74.7	72.1	73.2
매출총이익	398	2,109	2,180	2,500	2,486
매출이익률 (%)	15.1	28.5	25.3	27.9	26.8
증가율 (%)	42.1	429.9	3.4	14.7	-0.6
판매관리비	409	1,911	1,730	1,996	1,965
판관비율(%)	15.6	25.8	20.0	22.3	21.2
EBITDA	47	416	576	628	632
EBITDA 이익률 (%)	1.8	5.6	6.7	7.0	6.8
증가율 (%)	4.4	785.1	38.5	9.0	0.6
영업이익	-11	198	450	504	521
영업이익률 (%)	-0.4	2.7	5.2	5.6	5.6
증가율 (%)	적지	흑전	127.3	12.0	3.4
영업외손익	-1,040	409	113	112	112
금융수익	17	61	102	104	106
금융비용	14	42	47	50	52
기타영업외손익	-1,043	390	58	58	58
종속/관계기업관련손익	1,814	131	180	86	88
세전계속사업이익	763	739	742	702	721
세전계속사업이익률	29.0	10.0	8.6	7.8	7.8
증가율 (%)	흑전	-3.1	0.4	-5.4	2.7
법인세비용	-251	-58	203	193	198
계속사업이익	1,014	798	539	509	523
중단사업이익	86	-6	0	0	0
당기순이익	1,101	792	539	509	523
당기순이익률 (%)	41.9	10.7	6.2	5.7	5.6
증가율 (%)	2,346.7	-28.1	-31.9	-5.6	2.8
지배주주지분 순이익	1,127	699	393	366	375
비지배주주지분 순이익	-26	93	146	143	148
기타포괄이익	21	-34	-2	-2	-2
총포괄이익	1,122	758	537	506	520

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,198	3,883	3,868	3,979	4,130
현금성자산	77	256	97	110	159
단기투자자산	4	18	18	19	20
매출채권	581	898	988	1,024	1,061
재고자산	425	1,318	1,357	1,407	1,459
기타유동자산	40	285	299	310	321
비유동자산	3,854	6,202	6,544	6,529	6,497
유형자산	747	2,020	1,968	1,915	1,867
무형자산	177	883	790	699	616
투자자산	2,753	2,495	2,982	3,110	3,211
기타비유동자산	177	804	804	805	803
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,052	10,085	10,412	10,507	10,627
유동부채	866	2,025	1,900	1,660	1,406
단기차입금	220	619	519	369	169
매입채무	348	529	450	315	299
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	298	877	931	976	938
비유동부채	665	1,068	1,025	897	796
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	50	50	50	50
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	665	1,018	975	847	746
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,531	3,093	2,926	2,557	2,202
지배주주지분	2,703	3,370	3,718	4,039	4,366
자본금	79	79	79	79	79
자본잉여금	131	144	144	144	144
자본조정 등	-43	-45	-45	-45	-45
기타포괄이익누계액	162	167	165	163	161
이익잉여금	2,373	3,024	3,375	3,698	4,027
비지배주주지분	818	3,622	3,769	3,911	4,059
자본총계	3,521	6,992	7,487	7,950	8,425

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	45	360	244	207	266
당기순이익	1,101	792	539	509	523
유형자산 상각비	50	151	63	63	59
무형자산 상각비	8	66	63	61	53
외환손익	0	-8	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-43	-89	-219	-318	-258
기타	-1,071	-552	-202	-108	-111
투자활동으로인한현금흐름	-47	-196	-269	-4	27
투자자산의 감소(증가)	-1,475	261	-307	-42	-13
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-34	-93	-11	-11	-10
기타	1,461	-366	49	49	50
재무활동으로인한현금흐름	22	13	-135	-191	-244
차입금의 증가(감소)	-0	50	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-284	13	0	0	0
배당금	-19	-78	-43	-43	-46
기타	325	28	-92	-148	-198
기타현금흐름	0	2	0	0	0
현금의증가(감소)	20	179	-159	13	50
기초현금	57	77	256	97	110
기말현금	77	256	97	110	159

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	10,909	5,080	3,459	3,263	3,353
EPS(지배순이익 기준)	11,170	4,483	2,521	2,348	2,404
BPS(자본총계 기준)	22,584	44,849	48,020	50,994	54,038
BPS(지배지분 기준)	17,334	21,615	23,848	25,907	28,002
DPS	200	210	274	294	314
P/E(당기순이익 기준)	0.3	1.0	2.2	2.4	2.3
P/E(지배순이익 기준)	0.3	1.1	3.1	3.3	3.2
P/B(자본총계 기준)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1
P/B(지배지분 기준)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	31.1	8.9	10.6	10.1	10.3
배당수익률	5.5	4.3	3.6	3.8	4.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	2,253.9	-53.4	-31.9	-5.7	2.8
EPS(지배순이익 기준)	1,755.9	-59.9	-43.8	-6.9	2.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	38.5	15.1	7.4	6.6	6.4
ROE(지배순이익 기준)	49.8	23.0	11.1	9.4	8.9
ROA	26.7	10.5	5.3	4.9	4.9
안정성 (%)					
부채비율	43.5	44.2	39.1	32.2	26.1
순차입금비율	2.5	순현금	15.4	15.3	15.1
이자보상배율	NA	5.5	9.8	10.5	10.3

** K-IFRS 연결 기준*

Analyst 이화진 hlee@hmsec.com

Credit Weekly

화학업 구조조정, 이란 공습 안전자산 선호

발행감소에도 A등급과 BBB등급 고금리 크레딧 발행 이어져

- 회사채 월별 발행은 4월 11조원, 5월 4.6조원, 6월 현재 2.3조원으로 감소했지만, A등급과 BBB등급 발행이 다수 있었음. 집단에너지사업과 태양광 사업을 영위하는 한화에너지(A+)는 2년/3년 1,200억원 발행에 6~8배 이상 수요가 응찰. -9bp/-12bp로 낙찰. 1,700억원 증액 발행됨
- 현대케피코(A+)는 2년/3년 1,400억원 발행에 6~8배 수요가 모집되었고, -10bp/-15bp로 결정되면서 2,000억원으로 증액 발행함. 화학업과 열병합발전, 리조트 사업을 영위하는 금호석유화학(A+)은 3년/5년 800억원 발행에 4~7배 수요가 응찰. -9bp/-37bp에 낙찰되었고, 1천억 원으로 증액을 결정함
- HL D&I (구 한라건설)(BBB+)은 1년/1.5년 600억원 발행 절대 금리 6%/6.09%로 결정되면서 700억원으로 증액 발행함. 원전관련 발전 담수설비 사업을 영위하는 두산에너빌리티(BBB+)는 2년/3년 800억원 발행에 2배 미만 응찰. 0bp/-25bp로 낙찰됨. 계열사 에너지부문 호조로 전망이 긍정적으로 상향된 현대코퍼레이션홀딩스(A-)는 2년 200억원 발행 3배이상 수요가 응찰했고, 등급 민평 -20bp로 낙찰됨

화학업 자발적 구조조정의 청신호, 이스라엘의 이란 공습에 따른 확전 우려

- 6월 11일 롯데케미칼은 대산에 보유한 설비를 HD현대케미칼로 넘기는 방안이 나옴. HD현대케미칼은 롯데케미칼 40%, HD현대오일뱅크 60% 지분을 보유한 합작 법인임. 통합 이후 일부 시설을 폐쇄해 공급량을 줄이면서 공급 과잉에 대응하려는 것으로 보임. 향후 추가적인 합작 법인 설립 통한 통폐합 가능성도 언급되고 있음
- 화학업은 공급과잉 지속, 중국 자급률 상승과 수요감소에 따른 구조적인 문제로 업황 부진이 장기화됨. 자발적 통폐합 추진을 통한 공급 과잉 해소의 실마리를 찾은 것은 긍정적임. 기존 합작법인이 있었던 롯데케미칼과 HD현대오일뱅크 외에 추가적인 통폐합 추진은 시간이 필요할 것으로 보임
- 사모펀드 관련 레버리지를 400%에서 200%로 축소하는 법안이 발의됨. MBK파트너스가 높은 레버리지를 활용해 기업을 인수한 후 발생한 일부 문제점을 개선하고자 한 것으로 알려짐. 다만, 기업인수와 별개인 크레딧 시장에서 우호적 수급 요인으로 작용했던 레버리지 펀드에도 적용이 된다면 일부 신규 설정 펀드에서 크레딧 매수가 감소할 수 있고, 심리에도 영향을 줄 수 있음. 크레딧이 수급의 힘으로 강했던 점을 감안하면 일시적인 크레딧 스프레드 확대 요인이 될 수 있어 모니터링이 필요함
- 미 국제무역법원은 트럼프가 국가비상경제권법을 근거로 부과한 관세(보복관세, 상호관세)가 위법(재정적자 지속된 문제)이라고 판결함. 이후 항소심이 진행 중이며, 판결까지 관세부과를 유지할지 여부에 대한 결정이 6월 10일 '관세 부과 지속'으로 결정됨. 품목별 관세는 유지됨. 관세관련 불확실성은 새로운 국면에서 지속되고 있으며, 국가별 협상도 진행되고 있음

- 최근 무디스는 관세 관련 영향에 대해 하반기부터 관세 영향이 나타날 수 있다고 예상함. 상반기 재고가 소진되면서, 가격 전가 시 판가 상승에 따른 수요가 감소하고, 가격 전가 실패 시에는 기업 마진하락으로 결국 영업 현금흐름 저하로 이어질 것으로 예상함. 우량기업들은 최근까지 수익성이 개선되면서 현금유동성 버퍼가 있어 충격 흡수가 가능할 것으로 보임. 2차 전지는 생산라인 전환이 가능한 자동차 산업과 달리, 공급 과잉과 기존 결정된 투자로 차입 부담이 지속될 것으로 보임.
가장 우려가 컸던 AMPC는 전면 폐지가 아닌 2031년까지 1년 단축으로 결정된 점은 다행이지만, 세액 공제 제 3자 양도 2028년 폐지, 구매자 지원금 최대 $7,500 올해 말 종료는 회계 반영과 수요 측면에 영향이 있을 수 있음
- 채권 시장은 미국 재정적자 확대, 채권 공급 부담 우려로 장기물 중심으로 금리가 상승하면서 10년 4.5% 30년 5%에 근접함. 이후 인플레이션 지표(CPI; 소비자물가지수)가 예상보다 안정적이고, 고용 둔화(연속 실업수당청구건수 증가)로 금리 인하 기대감이 부각되면서, 2년/10년/30년 3.9%/4.3%/4.8% 수준으로 하락함
- 금일 국내 채권 시장은 이스라엘의 이란 공습으로 장기물 금리는 하락하고, 유가와 환율은 상승함. 13일 이스라엘이 이란 수도 테헤란을 공습해 이슬람혁명수비대 총사령관이 사망한 것으로 보도됨. 한편, 단기 채권 금리는 12일 한은 총재의 매파적 발언(과도한 금리인하는 실물경기 회복보다 수도권 부동산 가격 상승 우려) 영향으로 약세를 나타냄
- 이스라엘의 이란 공습 이후 확전 여부, 정부의 경기 부양책 추진 속도와 추경 규모, 주택공급 관련 채권 발행 규모 등 불확실성 확대와 공급 부담으로 변동성이 확대되면서 크레딧 스프레드는 보합세를 전망함

<표 1> 주간 금리 및 스프레드 변동 (6/12일 기준)

구분	금리(%)					크레딧 스프레드(bp)					전주 대비 스프레드 변동(bp)					전월 대비 스프레드 변동(bp)				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
국고채	2.27	2.42	2.57	2.78	2.82	-	-	-	-	-	2.6	1	-2.5	-0.4	-7	-1.2	7.2	9.2	14.7	11.0
특수채 AAA	2.45	2.68	2.76	2.88	3.02	17.8	25.8	18.9	10.0	20.4	-5.5	1.5	-0.7	-3.8	4.0	-6.1	0.0	-4.6	-4.7	1.3
은행채 AAA	2.53	2.71	2.85	3.01	3.38	25.4	29.1	28.0	22.5	55.8	-3.1	1.5	-0.6	-3.9	3.1	-0.4	0.6	-2.5	-5.3	1.4
여전채 AA+	2.56	2.84	2.99	3.41	4.22	28.9	41.4	42.0	63.3	139.6	-4.3	0.9	-0.6	-3.3	3.5	-7.2	-4.5	-2.8	-4.8	2.7
여전채 AA-	2.63	2.98	3.29	3.84	4.61	36.2	55.3	71.9	105.9	179.1	-4.3	0.6	-0.6	-3.4	3.5	-7.4	-5.0	-2.9	-4.7	2.8
여전채 A+	3.27	3.83	4.44	4.73	5.31	99.7	140.3	186.3	195.2	249.0	-4.3	0.6	-0.7	-3.3	3.5	-7.4	-4.6	-2.6	-4.5	2.8
회사채 AAA	2.53	2.80	2.95	3.04	3.40	26.2	37.6	37.8	25.6	57.7	-5.2	-0.3	-1.3	-3.6	3.7	-9.3	-4.9	-3.2	-4.9	2.5
회사채 AA+	2.58	2.87	3.03	3.14	3.68	30.7	44.7	46.0	36.2	86.4	-5.1	-0.2	-0.3	-3.3	3.7	-10.3	-4.2	-2.1	-4.9	2.4
회사채 AA0	2.61	2.90	3.10	3.24	4.02	33.7	47.9	52.7	46.0	120.4	-5.1	-0.1	-0.3	-3.4	3.7	-10.2	-4.1	-1.8	-4.9	2.4
회사채 AA-	2.64	2.95	3.20	3.44	4.38	37.1	53.2	63.1	65.8	156.3	-5.1	-0.1	-0.4	-3.3	3.7	-10.2	-3.8	-1.9	-4.8	2.4
회사채 A+	2.85	3.32	3.87	4.16	4.96	57.4	90.0	129.7	137.6	213.9	-4.8	0.3	-0.7	-3.7	3.9	-8.0	-1.0	-1.8	-4.8	2.5
회사채 A0	3.00	3.59	4.31	4.61	5.42	73.1	116.7	173.4	182.5	260.0	-4.6	1.1	0.0	-3.4	3.9	-7.7	0.2	-0.9	-4.2	2.7
회사채 A-	3.27	4.04	4.89	5.13	5.93	100.1	161.7	232.0	235.0	311.1	-4.7	1.2	0.0	-3.4	3.9	-7.4	0.6	-0.8	-4.2	2.7
회사채 BBB+	4.39	6.33	6.79	6.93	7.42	212.2	390.8	421.4	414.8	459.7	-5.0	1.2	0.0	-3.4	3.9	-7.4	0.4	-0.5	-4.2	2.7

주: 민평3사 기준, 전월대비 스프레드 변동 중 국고채는 금리 변동.
자료: Infomax, 현대차증권

<표 2> 신용등급 변경 (5/8-6/12)

회사명	변경일	평가기관	직전등급	변경등급	등급변동	적용등급	구분	비고
에이치디현대중공업	2025-05-08	KR	A0	A+	상향	A+	유지	- 수주잔고의 개선과 생산성 향상으로 수익성 제고 - 매출 성장과 높은 수익성 유지 전망
엠지캐피탈	2025-05-09	KIS, NICE	A-	A0	상향	A0	상승	- 대규모 유상증자로 효과로 재무안정성 개선 전망 - 새마을금고 계열 편입에 따른 수혜 가능성
삼성바이오로직스	2025-05-12	KIS, KR	AA-	AA0	상향	AA0	상승	- 대규모 설비와 우호적 수주여건으로 사업경쟁력 강화 - 우수한 영업이익창출력으로 안정적 재무구조 유지
에이비엘생명보험(후)	2025-05-12	KR	A0↑	A+	상향	A0	유지	- 우리금융그룹 편입 예정으로, 계열 지원가능성 존재 - 양호한 수익성 및 우수한 시장점유율 보유
DB 생명보험(후)	2025-05-12	NICE	A+	AA-	상향	A+	유지	- 보험이익창출력 기반으로 우수한 수익성 시현 중 - 우수한 수준의 자본적정성 유지 전망
푸본현대생명보험(후)	2025-05-13	NICE	A+	A0	하향	A0	유지	- 보험이익창출력 개선이 더디게 진행될 전망 - 자기자본 관리부담이 가중되고 있으며, 이에 대한 대응 수준이 미흡
HD 현대일렉트릭	2025-05-13	KIS	A0	A+	상향	A+	상승	- 글로벌 업황 호조에 기반한 외형 확대 - 양호한 영업현금창출력을 기반으로 완화된 재무부담 유지 전망
한진칼	2025-05-16	KR, NICE	BBB+	A-	상향	A-	상승	- 아시아나항공 인수로 강화된 시장지위로 사업 펀더멘탈 강화 가능성 - 우수한 네트워크 경쟁력으로 견조한 이익창출 추이를 이어갈 전망
대한항공	2025-05-16	3 사	A-	A0	상향	A0	상승	- 아시아나항공 인수로 시장지위 강화 및 사업역량 제고 전망 - 인수로 인한 막대한 투자자금 소요에도 우수한 재무안정성 유지 전망
엘지씨엔에스	2025-05-19	KIS, NICE	AA-	AA0	상향	AA0	상승	- 우수한 수주경쟁력과 공고한 Captive 수요 보유 - 향상된 영업이익창출력으로 우수한 재무안정성 유지 전망
이랜드리테일(ICR)	2025-05-26	NICE	BBB+	BBB0	하향	BBB0	유지	- 민간소비 부진 및 이커머스 성장에 따른 영업실적 저하 - 영업이익 감소 및 당기순손실 지속으로 재무안정성 하락
HD 현대일렉트릭	2025-05-28	NICE	A0	A+	상향	A+	유지	- 우호적인 수급 환경으로 매출 지속적 확대 전망 - 투자부담 존재하나 우수한 재무안전성 유지 전망
더케이저축은행(ICR)	2025-05-30	KR	BBB0	BBB-	하향	BBB-	하락	- 부동산 여신 부실화로 인해 수익성 저하 - 적자 지속에 따른 자본감소로 레버리지 부담 증가
엘지씨엔에스	2025-06-04	KR	AA-	AA0	상향	AA0	유지	- 풍부한 대내외 SI 수요 및 높은 수주경쟁력 보유 - 안정적 현금창출력과 IPO 로 재무안전성 큰 폭으로 개선됨

자료: 신평사, 현대차증권

<표 3> 신용등급 전망 변경 (5/9-6/12)

회사명	변경일	평가기관	직전등급/아웃룩	변경등급/아웃룩	적용등급	구분	비고
우리금융저축은행(ICR)	2025-05-09	NICE	A0/S	A0/N	전망 하향	A0	- 지속적인 이자비용 부담으로 23~24년간 순손실 기록 - 부동산 PF 환경 악화로 자산건전성 악화
비에스한양	2025-05-12	KIS	BBB+/S	BBB+/N	전망 하향	BBB+	- 에너지사업 관련 재무부담 확대 - 운전자금 부담 및 계열 대여금으로 인한 재무안전성 하락
현대글로비스	2025-05-12	KR	AA0/S	AA0/P	전망 상향	AA0	- 우량한 계열과의 사업연계와 비계열 물량 증대로 우수한 실적 - 대규모 투자 계획에도 실질적 무차입구조로 재무안전성 우수
한화오션	2025-05-13	NICE, KR	BBB+/S	BBB+/P	전망 상향	BBB+	- 조선 시장 내의 우수한 시장지위 보유 - 고선가 물량 매출 증가 및 수익성 개선
풍산	2025-05-13	KR	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	- 방산 부문 호황으로 우수한 영업실적 이어질 전망 - 우수한 영업현금창출력으로 인해 재무안전성 유지 전망
한국항공우주산업	2025-05-14	NICE	AA-/S	AA-/P	전망 상향	AA-	- 군수 부문 안정적인 매출 기반으로 우수한 영업수익성 유지 전망 - 독점적인 시장지위 보유 및 재무안전성 우수
통영에코파워(HDC 지급보증)	2025-05-14	NICE	AA0/N	AA0/S	전망 상향	AA0	- 상업 가동 이후 안정적인 현금창출로 재무구조 개선 전망 - 상업 가동 이후 양호한 영업실적 시현 중
한진	2025-05-16	KR, NICE	BBB+/S	BBB+/P	전망 상향	BBB+	- 안정적 이익창출력 기반 양호한 재무안정성 유지 전망 - CAPEX 부담 완화에 따른 현금흐름 개선
롯데손해보험(후)	2025-05-22	KR, KIS	A-/S	A-/N	전망 하향	A-	- 퇴직연금 부문의 이자부담으로 저조한 수익성 지속 - 저하된 자본적정성 및 자본비율 유지능력
롯데손해보험(신종)	2025-05-22	KR, KIS	BBB+/S	BBB+/N	전망 하향	BBB+	- 퇴직연금 부문의 이자부담으로 저조한 수익성 지속 - 저하된 자본적정성 및 자본비율 유지능력
현대코퍼레이션	2025-05-30	3 사	A0/S	A0/P	전망 상향	A0	- 주요 사업부문 실적 호조로 매출 개선세 - 현대그룹 고객기반 토대로 한 양호한 사업안전성
통영에코파워(HDC 권면)	2025-06-04	NICE	A0/S	A0/P	전망 상향	A0	- 상업 가동 이후 안정적인 현금창출로 재무구조 개선 전망 - 상업 가동 이후 양호한 영업실적 시현 중
케이카캐피탈	2025-06-09	KIS, KR	BBB0/S	BBB0/P	전망 상향	BBB0	- 케이카와의 영업적 연계에 따른 안정적인 영업기반 - 자금조달구조 개선세 및 우수한 수익성 보유
키움에프앤아이	2025-06-12	NICE	A-/S	A-/P	전망 상향	A-	- NPL 자산 기반의 영업자산 규모 확대로 양호한 수익성 시현 - 유상증자 및 자체 이익 누적으로 우수한 자본적정성 유지

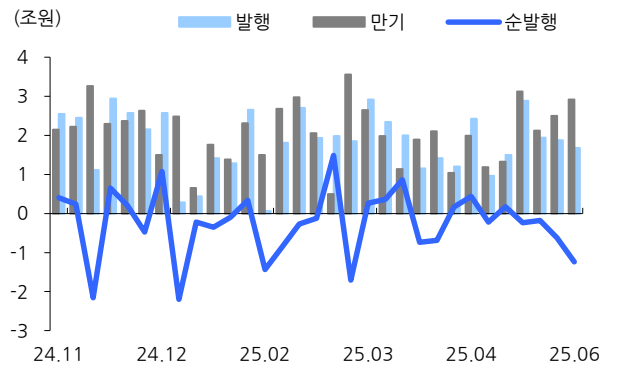
자료: 신평사, 현대차증권

<표 4> 수요예측 (25.05.13~25.06.12)

발행종목	수요 예측일	발행일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp, %)			낙찰 (bp, %)	유효 수요 (억원)	유효 경쟁률 (배)	발행목적	개별민평 (%)
							기준	하단	상단					
SK리츠	2025-05-13	2025-05-20	AA-	700	1,200	2.0	개별민평	-30	30	-6	3,450	4.93	차환자금	3.29%
SK리츠	2025-05-13	2025-05-20	AA-	800	900	3.0	개별민평	-30	30	-6	2,800	3.50	차환자금	3.36%
메리츠금융지주	2025-05-19	2025-05-27	AA0	800	800	1.0	개별민평	-40	20	-11	6,050	7.56	차환자금	3.21%
메리츠금융지주	2025-05-19	2025-05-27	AA0	1,000	2,000	2.0	개별민평	-40	20	-14	9,750	9.75	차환자금, 기타자금	3.21%
대한항공	2025-05-19	2025-05-28	A0	200	200	2.0	개별민평	-30	30	-8	1,390	6.95	차환자금	3.35%
대한항공	2025-05-19	2025-05-28	A0	1,400	2,300	3.0	개별민평	-30	30	-2	4,840	3.46	차환자금	3.50%
대한항공	2025-05-19	2025-05-28	A0	400	1,000	5.0	개별민평	-30	30	-10	1,670	4.18	차환자금	3.98%
GS파워	2025-05-20	2025-05-27	AA0	500	1,100	3.0	개별민평	-30	30	-3	3,900	7.80	차환자금, 시설자금	2.98%
GS파워	2025-05-20	2025-05-27	AA0	800	1,400	5.0	개별민평	-30	30	-3	3,600	4.50	차환자금, 시설자금	3.07%
GS파워	2025-05-20	2025-05-27	AA0	300	500	7.0	개별민평	-30	30	-2	800	2.67	차환자금	3.24%
한진	2025-05-20	2025-05-28	BBB+	250	400	2.0	개별민평	-50	50	0	600	2.40	차환자금	3.87%
한진	2025-05-20	2025-05-28	BBB+	500	1,100	3.0	개별민평	-50	50	4	1,220	2.44	차환자금	4.32%
KB증권	2025-05-20	2025-05-28	AA+	1,000	2,200	2.0	개별민평	-30	30	-5	5,300	5.30	차환자금	3.07%
KB증권	2025-05-20	2025-05-28	AA+	2,000	3,800	3.0	개별민평	-30	30	-7	12,200	6.10	차환자금	3.14%
SBS	2025-05-21	2025-05-28	AA0	400	600	2.0	개별민평	-30	30	-4	2,000	5.00	차환자금, 운영자금	3.06%
SBS	2025-05-21	2025-05-28	AA0	600	900	3.0	개별민평	-30	30	0	3,600	6.00	차환자금, 운영자금	3.16%
해태제과식품	2025-05-21	2025-05-28	A0	500	600	3.0	개별민평	-30	30	-45	3,750	7.50	차환자금	3.83%
이지스자산운용	2025-05-21	2025-05-29	A-	100	360	1.0	개별민평	-30	30	30	460	4.60	차환자금	5.58%
이지스자산운용	2025-05-21	2025-05-29	A-	300	440	2.0	개별민평	-30	30	29	460	1.53	차환자금	5.73%
SK	2025-05-21	2025-05-29	AA+	1,300	2,400	3.0	개별민평	-30	30	-2	6,400	4.92	차환자금	3.06%
SK	2025-05-21	2025-05-29	AA+	900	1,100	5.0	개별민평	-30	30	-2	2,600	2.89	차환자금	3.15%
SK	2025-05-21	2025-05-29	AA+	300	300	10.0	개별민평	-30	30	-15	1,000	3.33	차환자금	3.51%
CJ CGV(신종)	2025-05-22	2025-05-29	BBB+	400	400	NC30	절대금리	5.80%	6.10%	6.10%	100	0.25	운영자금	-
한화에너지	2025-05-22	2025-06-02	A+	400	400	2.0	개별민평	-30	30	-9	3,430	8.58	차환자금	3.25%
한화에너지	2025-05-22	2025-06-02	A+	800	1,300	3.0	개별민평	-30	30	-12	4,940	6.18	차환자금	3.42%
경남은행	2025-05-23	2025-06-04	AA+	1,500	2,000	3.0	개별민평	-10	10	0	3,700	2.47	운영자금	-
신한라이프생명보험(후)	2025-05-27	2025-06-05	AA+	3,000	5,000	NC10	절대금리	3.30%	3.90%	3.40%	12,140	4.05	차환자금, 운영자금	-
현대케피코	2025-05-28	2025-06-09	A+	500	700	2.0	개별민평	-30	30	-10	3,300	6.60	차환자금, 운영자금	3.23%
현대케피코	2025-05-28	2025-06-09	A+	900	1,300	3.0	개별민평	-30	30	-15	7,300	8.11	운영자금	3.37%
금호석유화학	2025-05-28	2025-06-09	A+	500	600	3.0	개별민평	-30	30	-9	3,750	7.50	차환자금, 운영자금	3.32%
금호석유화학	2025-05-28	2025-06-09	A+	300	400	5.0	개별민평	-30	30	-37	1,270	4.23	운영자금	3.77%
맥쿼리인프라	2025-05-30	2025-06-11	AA	1,000	1,000	5.0	개별민평	-30	30	-7	2,100	2.10	차환자금	3.23%
HL D&I	2025-06-09	2025-06-17	BBB+	400	440	1.0	절대금리	6.00%	7.00%	6.00%	1,140	2.85	차환자금	6.43%
HL D&I	2025-06-09	2025-06-17	BBB+	200	460	1.5	절대금리	6.20%	7.20%	6.09%	980	4.90	차환자금	6.76%
코오롱인더	2025-06-10	2025-06-17	A0	400	650	2.0	개별민평	-30	30	-1	1,320	3.30	차환자금	3.34%
코오롱인더	2025-06-10	2025-06-17	A0	400	700	3.0	개별민평	-30	30	2	1,000	2.50	차환자금	3.57%
두산에너빌리티	2025-06-10	2025-06-17	BBB+	300	460	2.0	개별민평	-30	30	0	510	1.70	차환자금	3.78%
두산에너빌리티	2025-06-10	2025-06-17	BBB+	500	820	3.0	개별민평	-30	30	-25	910	1.82	차환자금	4.49%
현대코퍼레이션홀딩스	2025-06-11	2025-06-18	A-	200	270	2.0	등급민평	-30	30	-20	750	3.75	차환자금, 운영자금	-
에스케이브로드밴드	2025-06-11	2025-06-19	AA0	2,500		5.0	개별민평	-30	30				영업양수자금	-
에스케이브로드밴드	2025-06-11	2025-06-19	AA0	500		10.0	개별민평	-30	30				영업양수자금	-
우리은행(후)	2025-06-12	2025-06-23	AA0	2,700		10.0	개별민평	30	70				운영자금	-
S-OIL	2025-06-16	2025-06-24	AA0	1,800		3.0	개별민평	-30	30				차환자금, 시설자금	
S-OIL	2025-06-16	2025-06-24	AA0	700		5.0	개별민평	-30	30				차환자금, 시설자금	3.08%
S-OIL	2025-06-16	2025-06-24	AA0	500		10.0	개별민평	-30	30				차환자금, 시설자금	3.41%
이지스레지던스리츠	2025-06-23	2025-06-23	A-	300		1.0	절대금리	4.50%	4.50%	4.50%			ESG(사회적채권)	5.37%

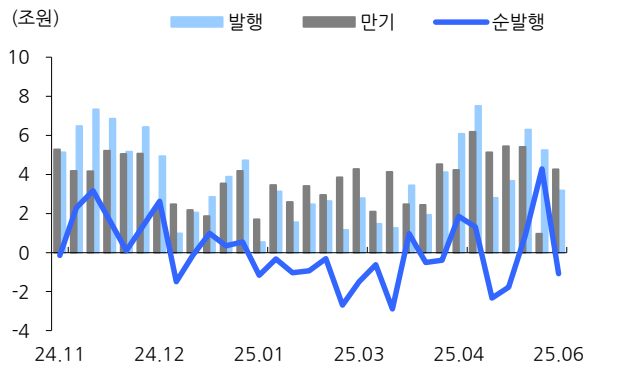
주: 날짜는 수요예측일 기준
자료: 다트공시, 현대차증권

<그림 1> 공사채 발행, 만기, 순발행



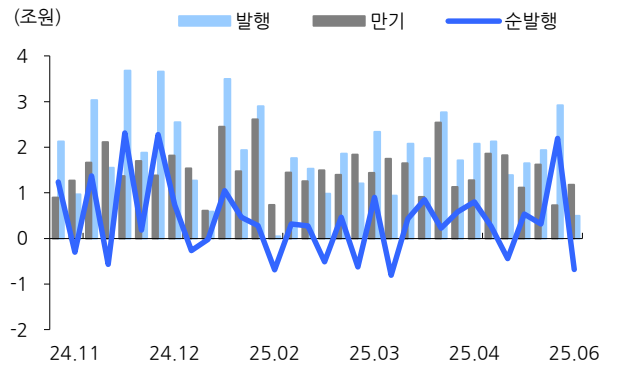
주: 직전 주말까지 주간단위 순발행. 단, 발행 없는 주에는 순발행 집계하지 않음
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 2> 은행채 발행, 만기, 순발행



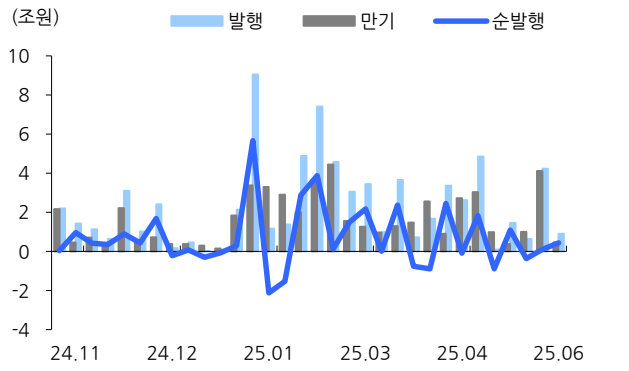
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 3> 여전채 발행, 만기, 순발행



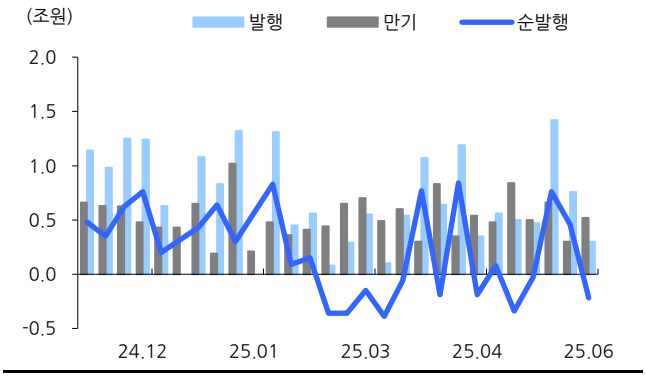
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 4> 회사채 발행, 만기, 순발행



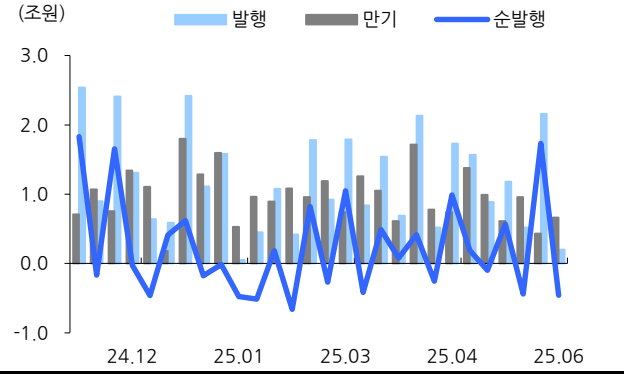
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 5> 카드 발행, 만기, 순발행



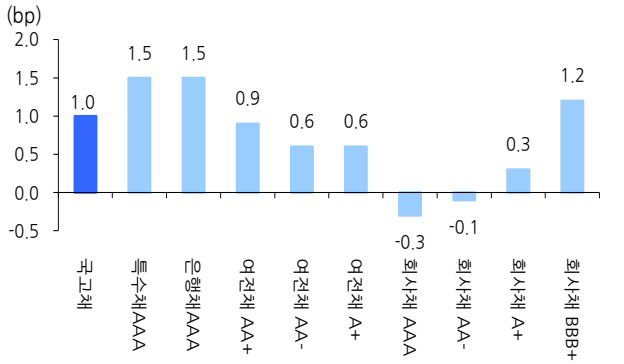
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 6> 캐피탈 발행, 만기, 순발행



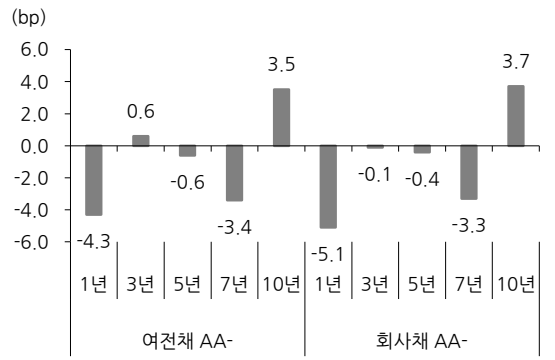
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 7> 전주대비스프레드 변동(3년물)



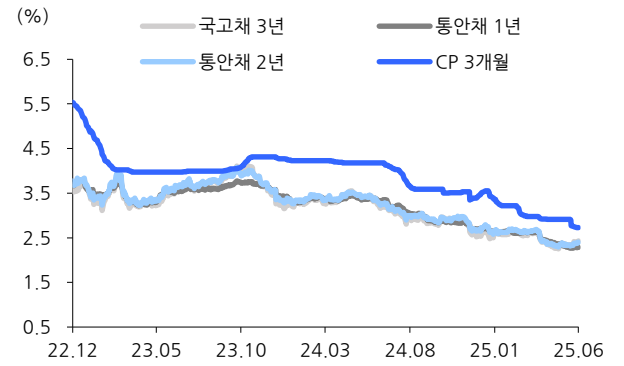
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 8> 전주대비 여전채, 회사채 스프레드 변화



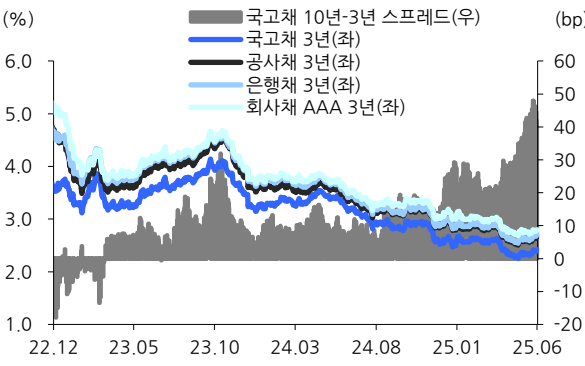
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 9> 국고채 3년, 통안채 1,2년, CP 3개월 금리



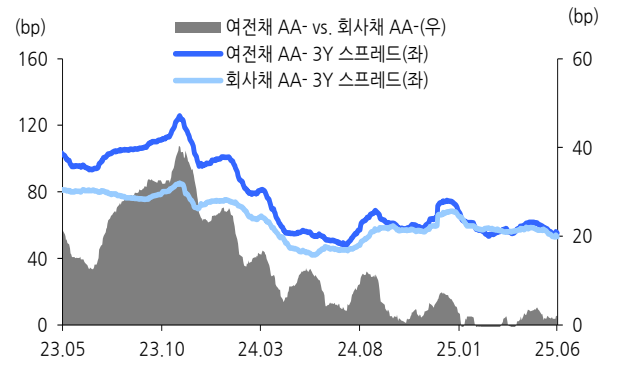
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 10> 국고채, 공사채, 은행채, 회사채 AAA 3년



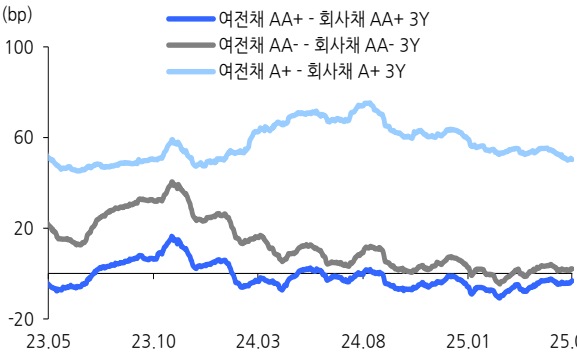
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 11> 여전채 AA- vs. 회사채 AA-



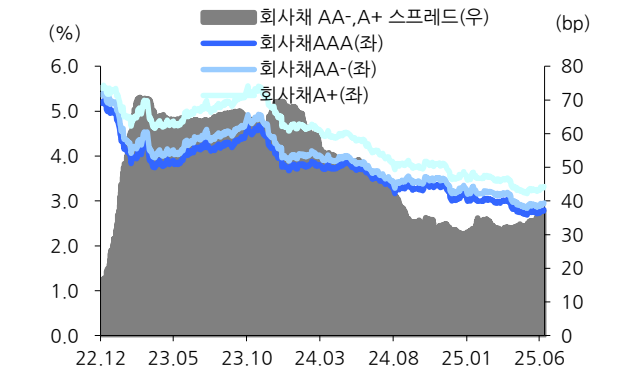
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 12> 여전채 vs. 회사채



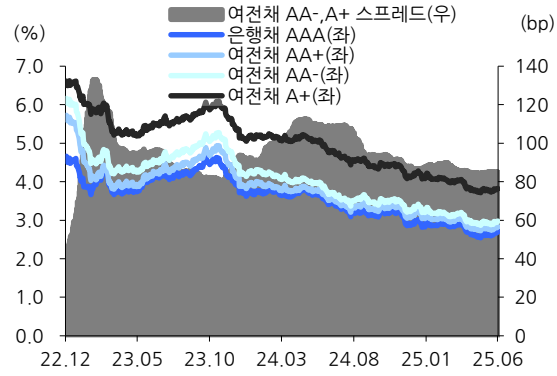
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 13> 회사채 AAA, AA-, A+ 금리



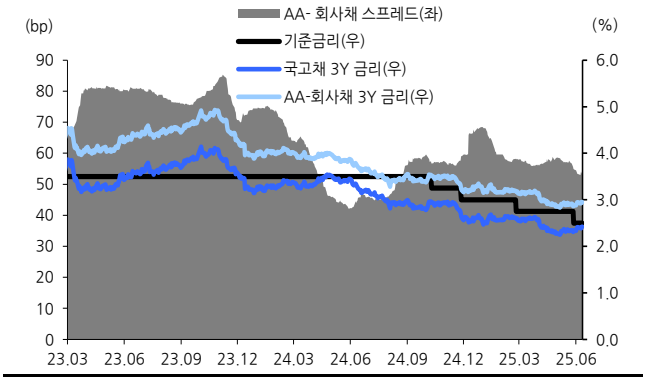
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 14> 은행채 AAA, 여전채 AA+, AA-, A+금리



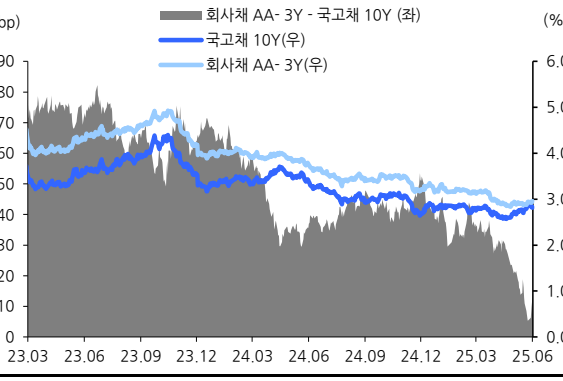
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 15> 회사채 AA-vs 국고채



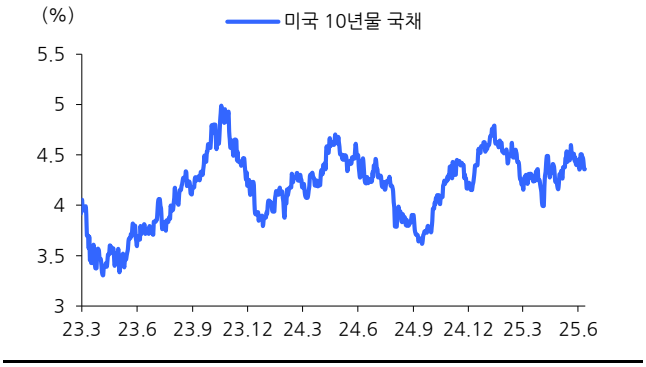
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 16> 회사채 3Y - 국고채 10Y



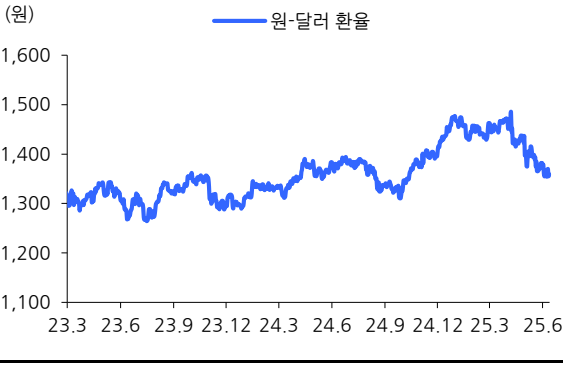
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 17> 미국채 10년



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 18> 원달러 환율

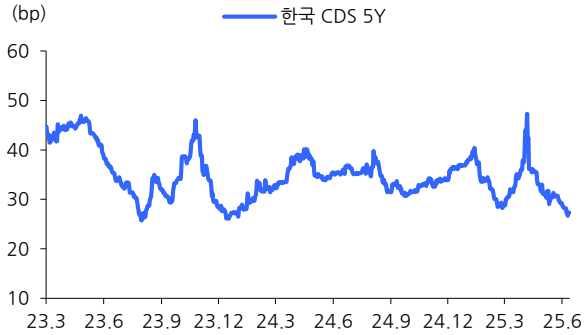


자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 19> WTI 유가

자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 20> 일별 CDS 프리미엄

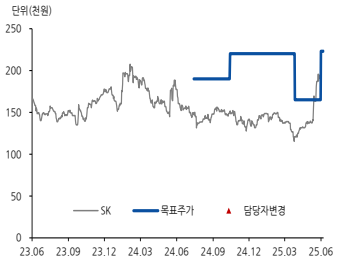


자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.29	BUY	190,000	-23.36	-17.74
2024.10.29	BUY	220,000	-36.33	-30.86
2025.04.11	BUY	165,000	-11.63	18.61
2025.06.16	BUY	223,000		

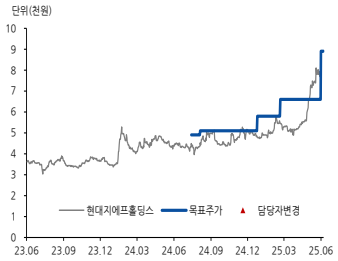
▶ 최근 2년간 SK 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.29	BUY	4,900	-13.03	-9.80
2024.08.20	BUY	5,100	-6.38	3.33
2025.01.09	BUY	5,800	-12.06	-0.52
2025.03.07	BUY	6,600	-10.07	22.73
2025.06.16	BUY	8,900		

▶ 최근 2년간 현대지에프홀딩스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	166건	92.7%
보유	13건	7.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.