

# 지주업

## 지주회사 기본서 Holding Company 101

- 중복상장 규제, PBR 개혁 모멘텀으로 지주사 NAV 대비 할인율 축소 기대
- 핵심 자회사 가치의 온전한 귀속과 주주 간 이해관계 일치가 핵심
- 당사 커버리지 지주사 중 최선호주 CJ, 차선호주 SK 제시

### 불과 1년 전, 상법 개정을 예상했나요?

약 1년 전, 자본시장과 국민의 뜨거운 열망에도 불구하고 상법 개정안이 거부권 행사로 한 차례 좌초되며 우리는 정치적 프로세스의 높은 벽을 실감. 그러나 2025년 5월부터 강한 정책 모멘텀이 점화되며 지주사들은 전례 없는 랠리를 펼쳤고, 연이은 법 개정으로 거버넌스 개혁 현실화. 이 거대한 반전은 시장을 바꾸는 정책의 힘을 증명. 이에 따라 과거의 학습 효과를 바탕으로 판도를 바꿀 다음 정책적 파도에 한발 앞서 올라타야 할 시점.

### 지금 지주회사에 주목해야 하는 이유

올해 주식시장에서 가장 파괴력 있는 모멘텀으로 작용할 '상속·증여세법 개정'과 '저PBR 개혁' 압력이 정조준하고 있는 타겟이 지주회사이기 때문. 특히 최대주주의 지분 상속 과정에서 발생할 세금 이슈와 상장주식 물납 허용 가능성은 모든 주주의 이해관계가 '주가 상승'이라는 한 방향으로 일치하게 함. 여기에 자본시장법 개정을 통한 PBR 개혁 압박까지 더해진 지금이 지주사 투자의 골든타임.

### 그럼 무엇을 사야 하나 - Top pick CJ, 차선호주 SK

강력한 정책 수혜와 펀더멘털 개선이 기대되는 Top Pick으로 CJ, 차선호주로 SK 제시. CJ는 중복상장 규제로 핵심 자회사 CJ올리브영의 IPO가 제한되어 그 가치가 온전히 지주사에 귀속될 가능성 높음. 또한, CJ올리브영에 대한 실질 지분을 상승과 현재 미발표된 밸류업 카드가 주가 상승을 이끌 것으로 전망. 차선호주 SK는 636조 원에 달하는 SK하이닉스 가치의 구조적 귀속 매력과 함께, 기보유 자사주(24.8%) 전량 소각이라는 압도적 주주환원으로 밸류에이션 리레이팅을 증명할 것으로 판단.

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	318,040	343,235	353,671	372,666	389,649
영업이익	12,519	16,961	19,688	24,487	26,544
세전순이익	8,242	12,378	15,447	20,702	22,982
총당기순이익	5,863	11,037	14,815	19,845	22,091
지배지분순이익	885	4,219	6,211	8,438	9,520
EPS	2,511	12,181	18,228	24,849	28,038
PER	41.8	17.0	15.0	11.0	9.8
BPS	228,927	245,598	267,134	283,822	314,198
PBR	0.5	0.8	1.0	1.0	0.9
ROE	1.1	5.1	7.1	9.0	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 두산, 한화, CJ, LG, 효성, SK, HD현대 합산. 대신증권 Research Center

이경연  
이채리 RA

kyungyeon.lee@daishin.com  
cherry.lee@daishin.com

투자 의견

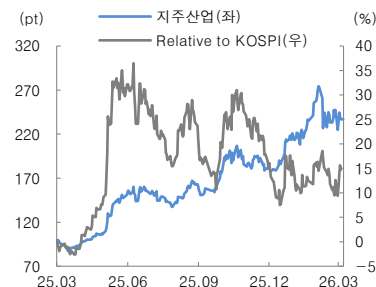
## Overweight

비중확대, 신규

### Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
CJ	Buy	260,000원
SK	Buy	390,000원
HD현대	Buy	300,000원
두산	Buy	1,370,000원
LG	Buy	110,000원
한화	Buy	130,000원
효성	Buy	180,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.8	13.5	13.7	6.0
상대수익률	11.9	10.3	14.9	0.4





# Contents

<b>Part 1. 지주회사란?</b>	<b>07</b>
(1) 한국 지주회사의 유형별 구조도	
(2) 공정거래법이 규정하는 지주회사	
(3) 주주환원의 원천과 밸류에이션 핵심 변수	
<b>Part 2. 지금 지주회사에 주목해야 하는 이유</b>	<b>35</b>
[Review 2025] 구속력 있는 정책이 만든 거대한 파도	
[Outlook 2026] 모멘텀 ① 중복상장 규제	
- 일본 증시의 중복상장 변화	
[Outlook 2026] 모멘텀 ② 한국형 PBR 개혁	
- 상속·증여세법 개정 vs. 자본시장법 개정	
<b>Part 3. 기업분석</b>	<b>65</b>
CJ (001040)	
SK (034730)	
HD현대 (267250)	
두산 (000150)	
LG (003550)	
한화 (000880)	
효성 (004800)	

# SUMMARY

## 새로운 파동의 시작, 지주업 '비중확대(Overweight)' 신규 제시 - 최선호주 CJ, 차선호주 SK

코스피가 과거의 박스권을 돌파하며 역사적 신고가라는 새로운 영역에 진입했다. 이는 단순히 지수 포인트의 앞자리가 바뀌었음을 넘어, 한국 주식시장이 기존에 움직이던 범위를 탈피해 완전히 새로운 파동(Wave)을 타고 움직이고 있음을 의미한다. 당사는 이러한 구조적 변화의 중심에서 지주회사 섹터에 대한 투자의견을 '비중확대(Overweight)'로 제시한다. 당사 커버리지 중 정책 수혜가 기대되는 CJ를 최선호주(Top pick)로, 압도적 주주환원을 앞세운 SK를 차선호주로 제시한다.

## 2025년에 시장은 이미 응답했다. 이제 2026년의 파도를 볼 차례다.

2025년에는 구속력 있는 정책이 외국인 투자자의 자금 유입과 기업의 행동 변화를 동시에 이끌어낼 수 있다는 것을 증명한 해였다. 작년의 랠리가 '코리아 디스카운트의 근본'을 타격한 상법 개정에서 비롯되었다면, 2026년은 무엇이 다를까? 올해는 지주사 고유의 디스카운트를 겨냥하는 '중복상장 규제', 'PBR 개혁', '상속·증여세법 개정'이라는 더욱 강력한 모멘텀이 대기하고 있다.

## 중복상장 규제와 PBR 개혁: NAV 디스카운트 해소 정조준

「중복상장 규제 가이드라인」은 핵심 자회사 IPO를 차단하여, 성장 가치가 지주사에 온전히 귀속되도록 강제한다. 더불어 자본시장법 개정에 따른 '저PBR 개혁' 압력은 저평가된 지주사들에게 자사주 소각과 배당 확대 등 기업가치 제고를 통한 강도 높은 체질 개선을 요구할 것으로 예상된다.

## 상속·증여세법 개정: 모든 주주의 '이해관계 일치'

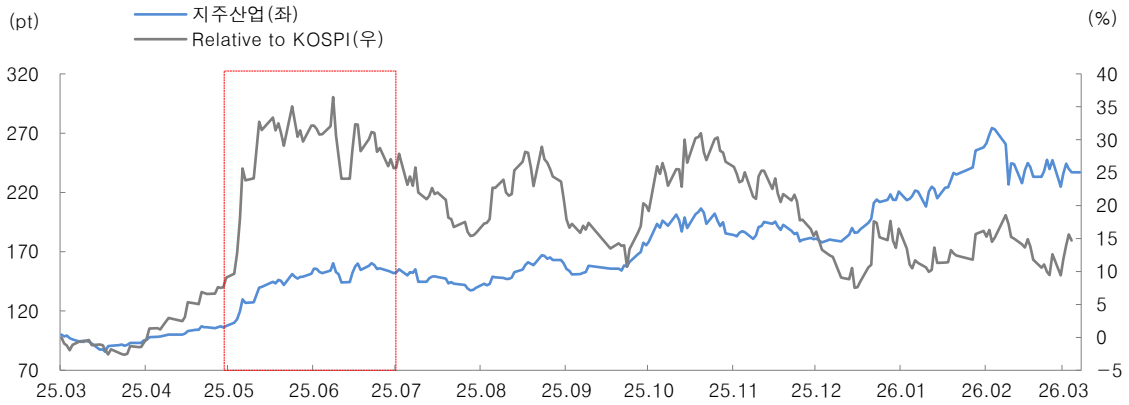
지주사 저평가의 근원이었던 시가 기반의 상속세 산정 구조가 바뀐다. 상속·증여세법 개정과 상장주식 물납 허용 가능성은 모든 주주가 주가 부양을 원하게 만든다. 모든 주주가 '주가 상승'이라는 단일 목표를 향해 뛰는 이 구조적 전환은 지주사 랠리의 가장 강력한 심리적 동력이라 판단한다.

## Top Pick CJ, 차선호주 SK

- 최선호주 CJ(목표주가 260,000원): 중복상장 규제의 수혜주로, 핵심 자회사인 CJ올리브영의 IPO가 제한됨에 따라 이익 성장 가치가 지주사에 귀속될 전망이다. 올리브영 실질 지분을 상승 효과와 미발표 밸류업 카드가 핵심 촉매다.
- 차선호주 SK(목표주가 390,000원): 636조 원 규모의 SK하이닉스 가치 귀속 매력과 함께, 기보유 자사주(24.9%) 전량 소각이라는 압도적 주주환원으로 PBR 개혁의 모범 답안을 증명할 것으로 판단한다.

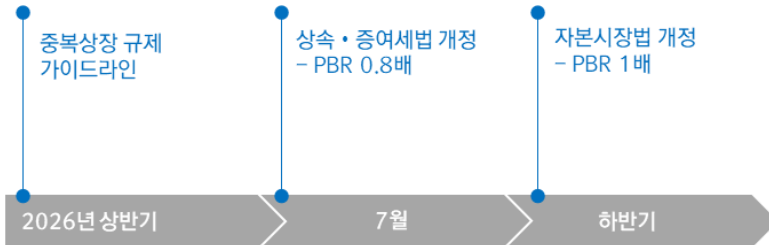
# Key Charts

## 2025년, 구속력 있는 정책이 만든 거대한 파도 → 지주산업 랠리



자료: 대신증권 Research Center

## 2026년, 지주회사를 주목해야 하는 이유 – “아직 보여 줄 게 많다”



자료: 대신증권 Research Center

## 지주회사 투자이견 및 목표주가

(단위: 원, %)

	CJ	SK	HD 현대	두산	LG	한화	효성
투자이견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(신규)	260,000	390,000	300,000	1,370,000	110,000	130,000	180,000
현재주가(4/1)	201,000	321,000	247,000	1,115,000	87,200	113,800	138,100
Upside	28.4%	19.3%	21.5%	22.9%	26.1%	14.2%	30.3%
NAV	11,677	46,447	27,887	29,775	26,684	26,402	10,609

자료: 대신증권 Research Center



Part 1.

피주회사란?

## Part 1. 지주회사란?

### (1) 한국 지주회사의 유형별 구조도

#### 금융지주 vs. 일반지주

지주회사란 법적으로는 '주식 소유를 통해 국내 회사의 사업 내용을 지배하는 것'을 주된 사업으로 하는 회사이지만, 투자자의 관점에서는 자본 배치(Capital Allocation)의 성격과 적용 법령에 따라 구분하는 것이 실질적이다.

- ① **금융지주회사**는 「금융지주회사법」에 근거하며, 은행, 증권, 보험 등 금융업을 영위하는 자회사를 소유한다. 산업자본의 리스크가 금융 시스템으로 전이 되는 것을 막기 위해 비금융회사의 주식 소유가 엄격히 제한되는 금산분리 원칙이 적용된다.
- ② **일반지주회사**는 금융지주회사를 제외한 지주회사로, 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률(공정거래법)」의 규제를 받는다. 자산총액이 5,000억 원 이상이고, 자회사 주식가액 합계가 자산총액의 50% 이상인 경우 지주회사로 성립된다. 이들은 경제력 집중 억제를 위해 부채비율 200% 제한 등의 행위제한 규제를 받는다.

이러한 일반지주회사는 자체 사업 영위 여부에 따라 '순수지주회사'와 '사업지주회사'로 세분화된다.

#### 순수지주 vs. 사업지주

- ②-a. **순수지주회사**는 독립적인 사업 없이 자회사 지분 보유를 통한 지배를 유일한 목적으로 한다. 이들의 매출과 현금흐름은 전적으로 자회사로부터 수취하는 배당금, 브랜드 로열티, 그리고 경영 자문 수수료 등으로 구성되며, 자체적인 설비투자(CAPEX) 부담이 적어 배당 여력이 상대적으로 높은 특징이 있다. 커버리지 기업 중에서는 LG, HD현대, CJ, 효성이 대표적인 순수지주회사에 해당하며, 자회사의 실적이 지주회사의 연결 실적과 NAV(순자산 가치)에 직결되는 구조를 가진다.
- ②-b. **사업지주회사**는 자회사를 지배하는 동시에 지주회사 자체적으로도 고유의 사업을 영위한다. 자체 사업의 영업이익이 현금흐름의 중요한 축을 담당하므로, 밸류에이션 시 지분 가치와 자체 사업 가치를 합산하는 SOTP(Sum of the Parts) 방식이 필수적이다. 커버리지 기업 중 IT 서비스 사업을 영위하는 SK, 건설 및 글로벌 부문을 보유한 한화, 그리고 전자BG 사업을 보유한 두산이 이에 해당하며, 자체 사업의 성장성이 지주회사 디스카운트를 해소하는 핵심 요인이 되기도 한다.

## 투자형 지주회사(Investment Holding Co.)의 부상

최근 시장에서 주목하는 유형은 ‘투자형 지주회사’이다. 이는 법적 구분이라기보다 경영 전략에 따른 분류이다. 과거의 지주회사가 자회사 지분을 ‘영구 보유’하며 배당과 로열티만 수취하는 수동적 관리자였다면, 투자형 지주회사는 자본 효율성을 극대화하는 ‘적극적 자본 배분가’를 자처한다. 이들은 상속기에 접어든 자산(Legacy Asset)을 매각하여 현금을 확보하고, 이를 배터리, 바이오, AI 등 고성장 미래 사업에 재투자하는 동태적 포트폴리오 관리를 핵심 역량으로 삼는다. 이러한 투자형 지주회사로의 진화는 만성적인 지주회사 디스카운트를 해소할 수 있는 효과적인 대안으로 평가받고 있다.

그림 1. 스페이스 X에 투자한 미래에셋벤처투자(주)를 보유한 미래에셋증권 주가



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## (2) 공정거래법이 규정하는 지주회사

### 기업집단 vs. 지주회사

‘기업집단(Group)’과 지주회사(Holding Company)’의 가장 큰 차이는 ‘법인격(Legal Personality)’의 유무이다. 우리가 흔히 부르는 ‘삼성그룹’, ‘SK그룹’과 같은 기업집단은 법적으로 실체가 없는 관념적인 집합체이다. 따라서 기업집단 자체는 주식을 발행할 수도, 투자의 대상이 될 수도 없다. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 ‘공정거래법’)이 ‘기업집단’을 정의한 목적은 동일인(총수)의 지배력이 미치는 범위를 확정하여 일감 몰아주기나 부당지원 행위와 같은 경제력 집중을 감시하기 위함이다(공정거래법 제4장). 이에 따라, 기업집단과 관련된 이슈는 주로 거버넌스나 평판 리스크(Reputation risk)로 연결된다.

반면, 지주회사는 상법상 실체가 존재하는 회사이자 명확한 투자의 대상이다. 지주회사는 공정거래법상 자산총액과 지분을 요건을 충족하여 신고된 회사로, 부채비율이나 자회사 지분율 강제와 같은 구조적 규제를 직접적으로 적용받는다.

표 1. 범위의 체계화: 기업집단 vs. 지주회사

	기업집단 (Business Group)	지주회사 (Holding Company)
정의	동일인이 사실상 지배하는 회사의 집단	주식 소유로 사업을 지배하는 법인
실체(Entity)	법인격 없음 (관념적 집합체)	법인격 있음 (실체적 투자 대상)
규제 내용	지정된 대규모기업집단(공정거래법 제 31 조) - 공시대상 (자산총액 5조원 이상) - 상호출자제한 (자산총액이 국내총생산액의 0.5%에 해당하는 금액 이상)	성립 요건을 갖춘 지주회사(공정거래법 시행령 제 3 조) - 자산총액 5,000억 원 이상 - 자회사의 주식 가액의 합계액이 자산총액의 50% 이상
핵심 리스크	부당지원, 일감 몰아주기 등 그룹 전체의 리스크	부채비율, 자회사 지분율 요건 등 지주회사 자체의 규제
법적 근거	공정거래법 제 2 조 제 11 호	공정거래법 제 2 조 제 7 호

자료: 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(약칭: 공정거래법), 대신증권 Research Center

표 2. ‘기업집단’과 ‘지주회사’를 정의하는 공정거래법 제 2 조

제2조 제7호
<p>“지주회사”란 주식(지분을 포함한다. 이하 같다)의 소유를 통하여 국내 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령으로 정하는 금액 이상의 회사를 말한다. 이 경우 주된 사업의 기준은 대통령령으로 정한다.</p> <p>제 3 조(지주회사의 기준) ① …(중략)… 2. 제 1 호 외의 경우: …(중략)… 현재의 대차대조표상 자산총액이 5천억원(법 제 18 조제 1 항 제 2 호에 따른 벤처지주회사의 경우에는 300 억원) 이상인 회사</p> <p>② 법 제 2 조제 7 호 후단에 따른 주된 사업의 기준은 회사가 소유하고 있는 자회사의 주식(지분을 포함한다. 이하 같다) 가액의 합계액(…중략…)이 해당 회사 자산총액의 100 분의 50 이상인 것으로 한다.</p>
제2조 제11호
<p>“기업집단”이란 동일인이 다음 각 목의 구분에 따라 대통령령으로 정하는 기준에 따라 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사의 집단을 말한다.</p> <p>가. 동일인이 회사인 경우: 그 동일인과 그 동일인이 지배하는 하나 이상의 회사의 집단</p> <p>나. 동일인이 회사가 아닌 경우: 그 동일인이 지배하는 둘 이상의 회사의 집단</p>

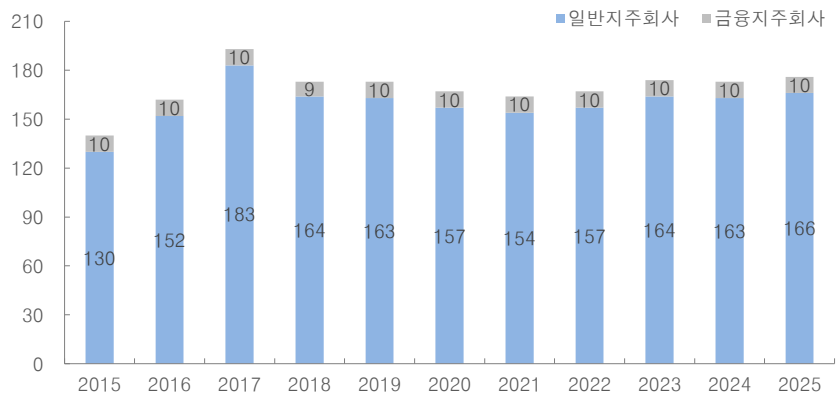
자료: 국가법령정보센터, 대신증권 Research Center

### 지주회사 성립 요건과 강제성

공정거래법상 자산총액 5,000억 원 이상인 회사가 소유하고 있는 자회사의 주식 가액의 합계가 회사 자산총액의 50% 이상이 되면 지주회사로 성립된다. 이 요건을 충족하면 해당 회사는 공정거래위원회에 신고해야 하며, 신고 시점부터 지주회사로서의 엄격한 행위제한 규제를 적용받게 된다. 다만, 법적 요건을 비자발적으로 충족했거나 준비 기간이 필요한 경우를 고려하여, 행위제한 위반 사항을 해소할 수 있도록 통상 2년의 유예기간이 부여된다.

국내 지주회사 수는 2017년 193개로 정점을 찍은 후, 2025년 말 기준 176개 수준이다. 2017년 급증과 이후의 조정은 지주회사 성립 자산 요건이 기존 1,000억 원에서 5,000억 원으로 상향 조정된 정책 변화에 기인한다. 현재 자산 5,000억 원 미만임에도 지주회사로 분류된 46개사\*(전체의 약 26%)는 법 개정 이전 전환되어 지위를 인정받은 사례들이다.

그림 2. 연도별 지주회사 수 추이



자료: 공정거래위원회, 대신증권 Research Center

표 3. 지주비율<sup>주)</sup>별 지주회사 수

(단위: 개, %)

	~ 60미만	60 이상 ~70 미만	70 이상 ~80 미만	80 이상 ~90 미만	90 이상 ~100 미만	합계
일반지주	17	38	31	27	52	165
금융지주	0	1	1	4	5	11
합계	17	39	32	31	57	176
비중 (%)	9.7	22.2	18.2	17.6	32.4	100.0

주) 해당회사의 자산총액에서 자회사 주식 가액의 총 합계액이 차지하는 비율

자료: 공정거래위원회, 대신증권 Research Center

표 4. 176 개 지주회사의 자산총액 및 지주비율

(단위: 억 원, %)

연번	지주회사명	구분	설립/전환일	자산총액	지주비율
1	(주)엘지	일반	2001/04/03	99,279	67.3
2	(주)세아홀딩스	일반	2001/07/03	11,534	90.5
3	한국지주(주)*	일반	2002/05/27	3,211*	66.7
4	(주)대웅	일반	2002/10/02	5,439	82.2
5	(주)농심홀딩스	일반	2003/07/10	5,842	94.1
6	(주)이수*	일반	2003/08/01	3,313*	68.4
7	한화임팩트(주)	일반	2004/01/01	66,489	80.1
8	(주)지에스	일반	2004/07/07	69,810	79.7
9	대상홀딩스(주)	일반	2005/08/01	5,335	69.8
10	평화홀딩스(주)*	일반	2006/05/02	1,764*	70.0
11	(주)노루홀딩스*	일반	2006/06/02	3,897*	64.4
12	KPX 홀딩스(주)	일반	2006/09/01	5,712	56.6
13	(주)한국전자홀딩스*	일반	2006/09/09	1,538 *	82.0
14	(주)아모레퍼시픽그룹	일반	2007/01/01	21,173	69.8
15	(주)네오위즈홀딩스*	일반	2007/04/26	2,746*	60.9
16	제이더블유홀딩스(주) *	일반	2007/07/02	3,574*	74.9
17	(주)한진중공업홀딩스*	일반	2007/08/01	3,714*	89.7
18	씨제이(주)	일반	2007/09/04	34,704	91.4
19	(주)진양홀딩스*	일반	2008/01/07	2,658*	62.9
20	(주)SNT 홀딩스*	일반	2008/02/01	4,584*	89.9
21	(주)반도홀딩스	일반	2008/03/03	19,001	91.3
22	(주)풍산홀딩스	일반	2008/07/01	5,195	66.0
23	(주)엘에스	일반	2008/07/02	54,053	90.2
24	하이트진로홀딩스(주)	일반	2008/07/03	16,314	98.4
25	일진홀딩스(주) *	일반	2008/07/04	2,858*	92.1
26	키스코홀딩스(주)	일반	2008/09/03	5,532	89.4
27	(주)풀무원	일반	2008/09/30	5,880	81.9
28	(주)디와이홀딩스	일반	2008/12/23	5,153	99.8
29	(주)유승홀딩스*	일반	2009/06/01	4,233*	83.9
30	한세에스 24 홀딩스(주)	일반	2009/06/30	7,450	98.4
31	(주)영원무역홀딩스	일반	2009/07/02	7,243	51.3
32	씨지엔코리아홀딩스(주)	일반	2009/07/28	11,557	93.2
33	(주)부영	일반	2009/12/30	21,154	94.4
34	케이씨그린홀딩스(주) *	일반	2010/01/01	1,635*	72.7
35	(주)코오롱	일반	2010/01/01	17,570	66.0
36	CS 홀딩스(주) *	일반	2010/01/05	1,762*	71.0
37	한미사이언스(주)	일반	2010/07/05	7,761	68.1
38	(주)셀트리온홀딩스	일반	2010/11/25	48,151	98.0
39	(주)에실로코리아*	일반	2011/01/01	1,686*	76.3
40	보운(주) *	일반	2011/01/01	4,168*	94.4
41	(주)하림지주	일반	2011/01/04	26,001	91.0
42	에스케이이노베이션(주)	일반	2011/01/04	350,280	59.5
43	(주)에스제이엠홀딩스*	일반	2011/03/15	1,807*	75.0
44	(주)삼양홀딩스	일반	2011/11/03	26,437	55.2
45	(주)엘아이지	일반	2011/11/10	6,737	88.0
46	코암시앤시개발(주) *	일반	2012/01/01	3,039*	93.6
47	삼양라운드스퀘어(주)	일반	2012/01/01	5,815	58.9
48	(주)대명화학	일반	2012/01/01	11,606	58.1
49	신송홀딩스(주) *	일반	2012/01/01	1,445*	98.2
50	지에스에너지(주)	일반	2012/01/03	66,780	67.5

연번	지주회사명	구분	설립/전환일	자산총액	지주비율
51	(주)와이비엠홀딩스	일반	2012/03/30	5,505	97.7
52	(주)퍼시스홀딩스*	일반	2012/07/01	3,392*	73.0
53	에이케이홀딩스(주)	일반	2012/09/01	9,759	90.8
54	우양수산(주) *	일반	2012/09/13	1,216*	93.5
55	콜마홀딩스(주)	일반	2012/10/02	5,329	57.7
56	아이에스지(주)	일반	2012/11/01	8,842	76.9
57	(주)심팩홀딩스	일반	2012/11/01	5,384	74.4
58	(주)고려에이치씨	일반	2012/12/26	16,847	99.4
59	(주)넥센	일반	2013/01/01	7,643	51.3
60	한국엔컴퍼니(주)	일반	2013/07/06	31,731	63.0
61	(주)한진칼	일반	2013/08/01	32,090	86.7
62	동진홀딩스(주) *	일반	2013/12/10	1,035*	97.8
63	(주)신라홀딩스*	일반	2014/04/28	2,537*	99.4
64	코스맥스비티아이(주)	일반	2014/08/16	5,551	66.9
65	에이치엘홀딩스(주)	일반	2014/09/02	21,788	68.8
66	동아쏘시오홀딩스(주)	일반	2014/10/30	9,702	76.3
67	디와이(주) *	일반	2014/12/03	2,289*	81.9
68	(주)서연*	일반	2014/12/19	3,259*	74.1
69	(주)아성에이치엠피	일반	2015/01/01	11,137	71.9
70	디엘에너지(주)	일반	2015/01/01	12,343	68.2
71	한솔홀딩스(주) *	일반	2015/01/02	4,637*	70.1
72	(주)디앤비컴퍼니*	일반	2015/05/18	3,432*	88.5
73	(주)골프존홀딩스	일반	2015/06/30	8,332	76.3
74	에스케이(주)	일반	2015/08/03	272,331	60.1
75	(주)콘텐트리중앙	일반	2015/08/06	10,267	63.9
76	(주)서원홀딩스	일반	2015/12/30	5,556	82.8
77	(주)아성	일반	2016/01/01	10,864	90.4
78	(주)종근당홀딩스*	일반	2016/01/01	4,158*	82.0
79	(주)경신홀딩스	일반	2016/01/04	6,122	93.2
80	남성홀딩스(주)	일반	2016/01/04	7,393	93.5
81	(주)모립*	일반	2016/03/31	3,040*	81.3
82	(주)휴온스글로벌*	일반	2016/05/03	4,769*	68.1
83	(주)원익홀딩스	일반	2016/07/28	10,187	72.2
84	(주)바츠로테크*	일반	2016/09/02	1,332*	61.3
85	(주)재능홀딩스*	일반	2016/12/13	3,942*	93.7
86	플라에너지앤마린(주)	일반	2016/12/27	5,666	99.6
87	(주)홈센타홀딩스*	일반	2017/01/01	2,153*	65.1
88	(주)피에이치씨*	일반	2017/01/01	4,863*	66.9
89	(주)뉴스테이허브제 1 호위탁관리부동산투자회사*	일반	2017/01/01	4,415*	98.2
90	샘표(주) *	일반	2017/01/20	2,108*	68.8
91	(주)크라운해태홀딩스*	일반	2017/03/02	3,563*	98.7
92	(주)성우홀딩스*	일반	2017/03/31	1,827*	92.3
93	(주)이건홀딩스*	일반	2017/04/03	2,168*	94.3
94	에이치디현대(주)	일반	2017/04/05	90,342	91.1
95	(주)경동인베스트*	일반	2017/04/10	2,937*	82.6
96	(주)피에문테	일반	2017/04/12	9,197	96.1
97	매일홀딩스(주) *	일반	2017/05/01	3,667*	69.8
98	(주)고영홀딩스*	일반	2017/05/15	2,374*	80.5
99	(주)에이에스씨*	일반	2017/05/26	2,542*	95.3
100	(주)이녹스*	일반	2017/06/01	2,645*	89.2

지주회사 기본서

연번	지주회사명	구분	설립/전환일	자산총액	지주비율
101	(주)디에스티아이*	일반	2017/06/12	2,283*	82.4
102	미원홀딩스(주) *	일반	2017/06/23	2,912*	86.3
103	롯데지주(주)	일반	2017/10/12	87,415	91.1
104	(주)오리온홀딩스	일반	2017/11/15	20,438	85.0
105	에스케이디스커버리(주)	일반	2017/12/01	18,016	79.9
106	(주)파라다이스글로벌	일반	2018/01/01	8,435	76.1
107	(주)뉴스테이허브제 3 호위탁관리부동산투자회사	일반	2018/01/01	8,400	88.2
108	(주)비지에프	일반	2018/03/09	16,467	77.3
109	쿠쿠홀딩스(주)	일반	2018/05/15	6,475	69.3
110	(주)세아제강지주	일반	2018/09/03	8,620	69.6
111	에이치디씨(주)	일반	2018/09/21	24,181	69.5
112	한일홀딩스(주)	일반	2018/11/08	8,860	79.9
113	엘에스에이홀딩스(주)	일반	2019/01/01	5,906	94.2
114	(주)효성	일반	2019/01/01	25,915	60.6
115	에이치디한국조선해양(주)	일반	2019/06/03	120,573	70.1
116	조선해지와의홀딩스(주)	일반	2019/06/27	9,258	93.8
117	(주)귀뚜라미홀딩스	일반	2019/12/26	14,251	73.7
118	(주)미스토홀딩스	일반	2020/01/02	8,461	57.9
119	(주)대덕	일반	2020/08/18	5,313	61.6
120	(주)티와이홀딩스	일반	2020/09/01	13,740	63.8
121	해성산업(주)	일반	2020/11/02	8,032	59.8
122	디바인코리아홀딩스(주)	일반	2020/12/31	8,774	99.0
123	디바인산업가스(주)	일반	2020/12/31	24,520	99.9
124	솔브레인홀딩스(주)	일반	2021/01/01	11,467	77.0
125	디엘(주)	일반	2021/01/04	37,443	79.7
126	글로벌고메이서비스(주)	일반	2021/01/06	17,367	100.0
127	(주)엘엑스홀딩스	일반	2021/05/03	10,396	72.9
128	(주)이지홀딩스	일반	2021/05/18	5,565	60.9
129	(주)두산	일반	2021/07/01	50,535	61.3
130	에이치디현대사이트솔루션(주)	일반	2021/08/19	20,276	67.5
131	(주)에프앤에프홀딩스	일반	2021/08/31	19,596	86.8
132	(주)에코비트	일반	2021/10/05	11,346	77.9
133	에스케이스퀘어(주)	일반	2021/11/02	71,175	70.3
134	(주)에코프로	일반	2021/11/05	16,201	53.9
135	(주)빚썬홀딩스	일반	2022/01/01	10,704	93.8
136	(주)에메랄드에스피비이	일반	2022/01/01	28,329	93.3
137	포스코홀딩스(주)	일반	2022/03/02	506,338	74.7
138	(주)세아베스틸지주	일반	2022/04/05	17,758	89.7
139	두산포트폴리오홀딩스(주)	일반	2022/04/27	5,193	88.9
140	에스케이씨(주)	일반	2022/04/29	29,007	84.7
141	동원산업(주)	일반	2022/11/02	31,662	62.9
142	케이지에코솔루션(주)	일반	2023/01/01	7,896	93.5
143	(주)천보	일반	2023/01/01	6,909	63.4
144	한국콜마(주)	일반	2023/01/01	14,107	52.9
145	(주)디엔오토모티브	일반	2023/01/01	19,078	51.8
146	(주)지엠티홀딩스	일반	2023/01/01	18,555	100.0
147	원에코(주)	일반	2023/01/01	7,702	101.2
148	중흥토건(주)	일반	2023/01/01	54,203	61.0
149	(주)현대지에프홀딩스	일반	2023/03/01	17,214	84.4
150	코리아시큐리티홀딩스(주)	일반	2023/06/19	48,291	99.4

연번	지주회사명	구분	설립/전환일	자산총액	지주비율
151	오씨아이홀딩스(주)	일반	2023/09/22	23,911	55.2
152	리뉴웬(주)	일반	2023/10/05	5,287	96.4
153	동국홀딩스(주)	일반	2023/10/19	6,790	60.7
154	(주)시알홀딩스	일반	2023/11/10	7,222	67.2
155	(주)엘티	일반	2023/12/01	5,753	97.4
156	(주)한국일보사	일반	2024/01/01	5,809	77.3
157	(주)아케마코리아홀딩	일반	2024/01/01	9,841	99.7
158	싱웨이코리아(주)	일반	2024/01/01	7,624	98.5
159	(주)지에스이앤알	일반	2024/01/03	12,141	73.5
160	티앤제이인베스트먼트(주)	일반	2024/05/02	5,129	96.9
161	(주)에이치에스효성	일반	2024/07/01	6,204	53.3
162	한화인더스트리얼솔루션즈(주)	일반	2024/09/02	5,357	96.0
163	이엔에스시티가스부산(주)	일반	2024/10/11	14,865	50.2
164	이엔에스시티가스(주)	일반	2024/10/11	50,135	51.8
165	(주)지에스피앤엘	일반	2024/12/02	7,835	99.3
166	한앤코오스카홀딩스(주)	일반	2024/12/30	8,424	77.6
167	(주)신한금융지주회사	금융보험	2001/09/01	376,723	83.1
168	한국투자금융지주(주)	금융보험	2003/01/11	109,041	80.0
169	(주)하나금융지주	금융보험	2005/12/01	256,009	93.4
170	(주)케이비금융지주	금융보험	2008/09/29	298,068	90.1
171	(주)BNK 금융지주	금융보험	2011/03/15	70,505	94.0
172	(주)메리츠금융지주	금융보험	2011/03/28	52,405	82.5
173	(주)디지비금융지주	금융보험	2011/05/17	47,400	86.9
174	농협금융지주(주)	금융보험	2012/03/02	268,366	93.1
175	(주)JB 금융지주	금융보험	2013/07/01	34,208	81.3
176	(주)우리금융지주	금융보험	2019/01/11	263,530	91.9

주) \*표시 기업은 자산총액 5,000억 원 미만임에도 지주회사로 분류된 46 개사(법 개정 이전 지주회사로 전환되어 지위를 인정받은 기업)

자료: 공정거래위원회, Quantwise, 대신증권 Research Center

### 지주회사 및 자회사의 행위제한 규제

- 지주회사는 ‘경제력 집중 억제’라는 정책적 목적하에 설립 단계부터 운영에 이르기까지 공정거래법의 엄격한 통제를 받는다. 특히 공정거래법 제18조는 이를 3단계로 구분하여 행위제한 의무를 부과한다.

#### 1) 지주회사의 행위제한 (공정거래법 제18조 제2항)

그룹의 최상단에 위치한 지주회사는 재무건전성 유지와 자회사 지배라는 본연의 목적을 위해 가장 포괄적인 규제를 받는다.

- **부채보유 제한:** 지주회사는 자본총액의 2배(200%)를 초과하는 부채를 보유할 수 없다. 무리한 차입을 통한 지배력 확장을 막기 위함이다.
- **자회사 소유 제한(지분율 규제):** 자회사의 발행주식총수 중 상장법인은 30%, 비상장법인은 50% 이상을 의무적으로 소유해야 한다.
- **계열회사 소유 제한:** 지주회사는 ‘자회사’ 외의 다른 국내 계열회사 주식을 소유할 수 없다. 즉, 계열사 간 복잡한 출자 고리를 끊고 수직적 지배구조만 허용한다는 의미다.
- **비계열사 주식 소유 제한:** 계열회사가 아닌 국내 회사의 주식을 5% 초과하여 소유할 수 없다. (단, 벤처지주회사 등 예외 존재)

#### 2) 일반지주회사 자회사의 행위제한 (공정거래법 제18조 제3항)

- **손자회사 소유 제한(지분율 규제):** 자회사가 손자회사를 지배하려면, 지주회사와 동일하게 상장 30%, 비상장 50% 이상의 지분을 소유해야 한다.
- **계열회사 소유 제한:** 자회사는 ‘손자회사’가 아닌 다른 국내 계열회사의 주식을 소유할 수 없다.

#### 3) 일반지주회사 손자회사(증손회사)의 행위제한 (공정거래법 제18조 제4항, 제5항)

지주회사 체제의 최하단인 손자회사 단계에서는 투자가 더욱 엄격하게 제한된다. 이 규제는 중간지주사의 M&A를 가로막는 장벽으로 작용해왔다.

- **국내 계열회사 주식 소유 금지:** 원칙적으로 손자회사는 국내 계열회사(증손회사)의 주식을 소유할 수 없다. 단, 손자회사가 국내 계열회사(증손회사)의 발행주식총수 100%를 소유하는 경우에는 가능하다.

표 5. 규제 대상 별 행위제한

규제 대상	규제내용
지주회사	<b>(부채 보유 제한)</b> 지주회사는 자본총액의 2 배를 초과하는 부채를 보유하는 행위를 할 수 없음. 다만, 지주회사로 전환되거나 설립 당시 2 배를 초과하는 경우에는 2 년간 유예 가능
	<b>(자회사 소유 제한)</b> 지주회사는 자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 50%(상장 또는 공동출자 또는 국외상장 30%, 벤처지주회사 20%) 이상 소유해야 함. 다만, 법령(공정거래법 제 18 조 제 2 항 제 2 호 각 목)에 따른 사유로 자회사 주식 보유기준이 미만인 경우에는 일정 기간 유예 가능
	<b>(계열회사 소유 제한)</b> 지주회사는 자회사 외의 국내 계열회사의 주식 소유를 할 수 없음. 다만, 법령에 따른 사유로 자회사 주식 보유기준이 미만인 경우에는 일정기간 유예 가능
지주회사의 자회사	<b>(계열회사 외 회사 소유 제한)</b> 계열회사가 아닌 국내 회사(민간투자사업법인 제외)의 주식 5% 초과 소유(벤처지주회사 또는 계열회사 외 국내회사의 주가가액 합계액이 자회사의 주가가액 합계액의 15% 미만인 지주회사는 제외)를 할 수 없음. 다만, 법령에 따른 사유로 자회사 주식 보유 기준이 미만인 경우에는 일정 기간 유예 가능
	<b>(금산분리원칙)</b> ①금융지주회사인 경우, 금융회사 외의 국내 회사의 주식 소유 금지, ②일반지주회사인 경우, 국내 금융회사의 주식 소유(벤처투자회사 및 신기술금융전문회사 제외)를 금지. 다만, 지주회사로 전환되거나 설립 당시 2 배를 초과하는 경우에는 2 년간 유예 가능
	<b>(손자회사 소유 제한)</b> 손자회사의 주식을 50%(상장 또는 공동출자 30%, 벤처지주회사 20%) 이상 소유해야 함
지주회사의 손자회사(증손회사)	<b>(계열회사 소유 제한)</b> 손자회사가 아닌 국내 계열회사의 주식 소유 금지
	<b>(금산분리원칙)</b> 금융회사를 영위하는 회사를 손자회사로 지배하는 행위 금지. 다만, 상장지주회사와 달리 주식 소유 자체가 금지되는 것은 아님.
	<b>(손자회사의 계열회사 소유 제한)</b> 국내 계열회사의 주식 소유 금지. 다만, ①증손회사가 될 당시 소유하고 있던 국내 계열회사 주식은 2 년 유예, ②주식을 소유하고 있는 회사가 국내 계열회사에 해당하게 되는 경우 1 년 유예, ③ 국내 계열회사(금융회사 제외)의 주식을 100% 소유, ④손자회사가 벤처지주회사인 경우에는 국내 계열회사(금융회사 제외) 주식 50% 소유하는 경우는 가능
	<b>(증손회사의 계열회사 소유 제한)</b> 국내 계열회사의 주식 소유 금지. 다만, ①증손회사가 될 당시 소유하고 있던 국내 계열회사 주식은 2 년 유예, ②주식을 소유하고 있는 회사가 국내 계열회사에 해당하게 되는 경우 1 년 유예, ③ 손자회사가 벤처지주회사가 벤처지주회사에 해당하지 않게 되어 계열회사의 주식에 미달하게 되는 경우 1 년 유예

자료: 국가법령정보센터, 대신증권 Research Center

### 금산분리 원칙의 예외(CVC 허용)와 규제 완화

일반지주회사는 산업자본의 금융 지배를 막는 ‘금산분리 원칙’에 따라 금융·보험업 영위가 엄격히 금지된다. 그러나 벤처 생태계 활성화를 위해 2021년 12월 법이 개정되면서 일반지주회사도 제한적으로 기업형 벤처캐피탈(Corporate Venture Capital)을 보유할 수 있게 되었다.

단, 금산분리 원칙 훼손을 방지하기 위해 다음과 같은 안전장치가 적용된다.

- **완전 자회사 원칙:** 일반지주회사가 CVC의 발행주식총수 100%를 소유해야 한다.
- **업무 범위 제한:** 용자(대출) 등 타 금융업무는 금지되며, ‘투자’ 행위만 허용된다.
- **채무건전성:** CVC는 부채비율을 200% 이내로 유지해야 한다.
- **펀드 조성 제한:** 펀드 조성 시 조성액의 40% 이내에서만 외부 자금을 조달할 수 있다(내부 자금 60% 이상 강제).

공정거래위원회는 「2025년 주요업무 추진계획」을 통해 CVC 관련 규제를 대폭 완화하겠다고 발표했다. 이는 지주회사가 스타트업 투자를 통해 신성장 동력을 확보하는 데 강력한 모멘텀이 될 전망이다.

- **①외부자금 조달 한도 상향(40%→50%):** 펀드 결성 시 외부 출자 비중 한도가 50%로 늘어난다. 이는 지주회사가 적은 자기자본으로도 더 큰 규모의 펀드(AUM)를 조성하여 레버리지 효과를 극대화할 수 있음을 의미한다.
- **②해외 투자 비중 확대(20%→30%):** CVC 총자산의 20%로 묶여 있던 해외 투자 한도가 30%로 상향된다. 이를 통해 AI, 바이오 등 국내에 국한되지 않은 글로벌 유망 섹터로 포트폴리오를 다변화할 수 있는 길이 열렸다.

정부의 규제 완화 기조는 CVC에만 그치지 않는다. 최근 발표된 「국가첨단전략산업법」 특례는 반도체 등 국가전략기술 분야에 한해 손자회사의 증손회사 지분을 요건을 100%에서 50%로 완화하고, 공동 출자까지 허용하는 내용을 담고 있다. 이는 그동안 100% 룰에 묶여 있던 반도체 소재·부품·장비 기업에 대한 지주회사의 투자가 본격화될 수 있음을 시사한다.

그림 3. 일반지주회사 소속 CVC 설립 및 운영 현황

### V 일반지주회사 소속 CVC 설립 · 운영현황

< CVC 제도 개요 >

- 공정거래법상 CVC는 일반지주회사가 주식을 100% 소유하는 벤처투자회사(벤처투자법) 및 신기술사업금융전문회사(여신전문금융업법)를 의미
  - 그간 금산분리 원칙에 따라 일반지주회사는 금융회사인 CVC 보유가 금지되었으나, 경제여건의 변화 등으로 벤처투자 촉진 필요성이 증대됨에 따라 '21.12.31.부터 제한적 소유를 허용
- 제도시행에 따른 부작용 우려를 해소하기 위하여 CVC 행위제한 규정(공정거래법 제20조 제3항) 등 안전장치도 함께 마련
  - '투자'행위만 허용(용자 등 타금융업 금지), 부채비율 200% 이내 제한, 펀드 조성시 CVC 계열사 등 외 외부자금은 40% 이내 제한 등

자료: 공정거래위원회(2025.06.26), 대신증권 Research Center

그림 4. 공정거래위원회가 발표한 "대기업집단 규율과 혁신 인센티브"

### 첨단전략·벤처산업 투자를 활성화하겠습니다

#### 반도체 「국가첨단전략산업법」 특례 관련 안전장치 마련

- ✓ 「국가첨단전략산업법」 특례가 무분별한 지배력 확장으로 이어지지 않도록 안전장치 마련
  - \* 증손회사 의무지분을 완화 및 금융리스업 허용

특례대상	반도체 산업
심사·승인	공정위 사전심사·승인 및 5년 주기 재심사
지역균형	지방 투자 조건

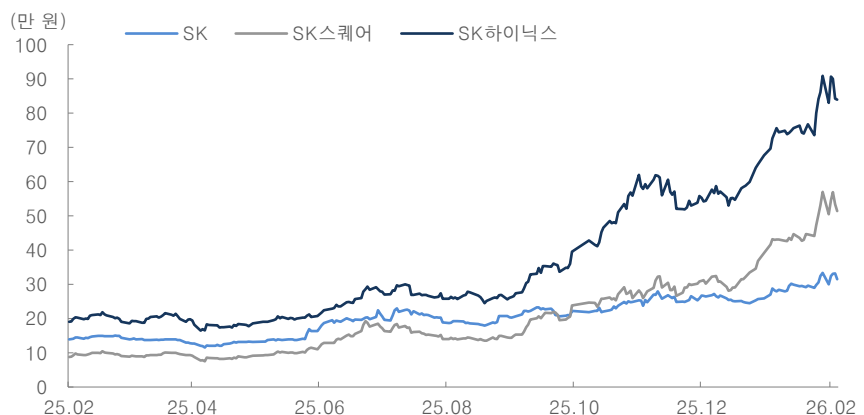
#### 일반지주회사 CVC 관련 제도개선

- ✓ 펀드별 외부출자 비중 40%→50%, 총자산 중 해외투자 비중 20%→30% 상향
- ➔ 일반지주회사 CVC 벤처투자 규모 확대 및 글로벌 유망 기술에 대한 전략적 투자 활성화



자료: 공정거래위원회 업무보고(2025.12.19), 대신증권 Research Center

그림 5. 일반지주회사 CVC 관련 제도 개선에 따른 수혜 지주회사 주가 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 6. 대기업집단 소속 벤처캐피탈(VC) 현황

(단위: 백만 원, %)

구분	기업집단명	VC명	자산총액	자본총액 (A)	부채총액 (B)	부채비율 (B/A)		
지주회사 보유 대기업 집단	체제 내	포스코	포스코기술투자(주)	295,122	195,823	99,299	50.7	
		GS	(주)에스벤처스	14,460	14,184	276	2.0	
		CJ	씨제이인베스트먼트(주)	24,798	22,477	2,321	10.3	
		두산	(주)두산인베스트먼트	9,754	8,767	987	11.3	
		효성	효성벤처스(주)	7,208	6,186	1,022	16.5	
		LX	(주)엘엑스벤처스	11,342	11,039	303	2.7	
		세아	(주)세아기술투자	9,442	9,206	236	2.6	
		동원	동원기술투자(주)	32,100	31,550	550	1.7	
		동국제강	동국인베스트먼트(주)	10,006	9,336	670	7.2	
		빗썸	(주)빗썸인베스트먼트	8,129	8,085	44	0.5	
	일반 지주	롯데	롯데벤처스(주)	24,001	22,521	1,480	6.6	
		GS	엑스플로인베스트먼트(주)	10,679	10,154	525	5.2	
		신세계	(주)시그나이트	29,115	28,707	408	1.4	
		코오롱	(주)코오롱인베스트먼트	79,917	73,677	6,240	8.5	
		체제 밖	OO	에스지씨파트너스(주)	4,726	4,285	441	10.3
			에코프로	(주)에코프로파트너스	7,004	6,310	694	11.0
			중앙	(주)에이치알지	8,801	8,750	51	0.6
			농심	(주)농심캐피탈	322,608	81,106	241,501	297.8
			DN	(주)브레이브뉴인베스트먼트	10,284	9,518	766	8.0
			원익	원익투자파트너스(주)	74,240	56,576	17,664	31.2
금융지주	농협	엔에이치벤처투자(주)	53,867	53,140	727	1.4		
지주회사 미보유 대기업집단	삼성	삼성벤처투자(주)	229,477	199,455	30,022	15.1		
		KT	(주)케이티인베스트먼트	26,468	25,260	1,208	4.8	
	카카오	(주)카카오벤처스	295,487	253,752	41,735	16.4		
		(주)에스엠컬처파트너스	50,878	50,035	843	1.7		
	미래에셋	미래에셋캐피탈(주)	6,154,720	1,394,657	4,760,064	341.3		
		미래에셋벤처투자(주)	360,705	321,223	39,482	12.3		
	호반건설	(주)플랜에이치벤처스	7,194	6,998	196	2.8		
		(주)코너스톤투자파트너스	73,910	71,532	2,378	3.3		
	다우기움	기움인베스트먼트(주)	101,204	92,099	9,105	9.9		
		기움캐피탈(주)	2,552,685	393,863	2,158,822	548.1		
	삼천리	(주)블루코너	6,650	6,601	49	0.7		
		(주)삼천리인베스트먼트	29,036	28,651	385	1.3		
	크라프트	(주)본엔젤스벤처파트너스	747,279	675,048	72,231	10.7		
	유진	(주)힐스프링인베스트먼트	7,157	6,720	437	6.5		
	대광	(주)모비딕벤처스	2,820	2,670	150	5.6		
	현대해상화재보험	(주)에이치지이니셔티브	15,752	15,219	533	3.5		
	사조	(주)퓨른인베스트먼트	12,559	11,086	1,473	13.3		

자료: 공정거래위원회 「2025년 공정거래법상 지주회사 및 기업형 벤처캐피탈 현황 분석 결과」, 대신증권 Research Center

## 헛갈리기 쉬운 용어 Q&A

Q1. 지주회사를 분석할 때 왜 ‘연결재무제표’가 아닌 ‘별도재무제표’를 봐야 할 때가 있나요?

A. 네, 지주회사의 실질적인 배당 여력을 파악하고자 할 때입니다. 일반적으로 회사의 성장은 ‘연결’ 영업이익을 보지만, 주주환원의 재원이 되는 현금은 ‘별도’ 재무제표에서 확인해야 하기 때문입니다.

지주회사의 연결 이익이 아무리 커도, 이는 자회사들의 이익을 장부상 합산한 수치일 뿐 지주회사의 직접적 현금이 아닙니다. 실제 주주에게 줄 배당금은 자회사로부터 수취한 배당금, 브랜드 수수료 등이 인식되는 별도재무제표상의 잉여현금흐름(FCF)에서 지급됩니다. 따라서 주주환원 여력을 계산할 때 ‘별도’ 기준을 봐야 합니다.

Q2. ‘순환출자’와 ‘상호출자’는 같은 말 아닌가요?

A. 아닙니다. 출자의 ‘구조’와 이를 해소해야 하는 ‘법적 의무’가 다릅니다.

- 순환출자(A→B→C→A): 계열사들이 고리 형태로 출자하여 가공자본을 만드는 구조입니다. 현재 신규 순환출자는 금지되어 있으며, 합병/분할 등 경영권 변동 이벤트 발생 시 기존 고리를 법적으로 해소(강제 매각)해야 하는 의무가 생깁니다.
- 상호출자(A↔B): 두 회사가 서로의 주식을 보유하는 맞교환 형태입니다. 자산 10조 원 이상 상호출자제한기업집단은 이를 원천적으로 금지하므로, 발견 즉시 해소해야 합니다.

### (3) 주주환원의 원천과 밸류에이션 핵심 변수

지주회사의 수익원은 크게 ①자회사로부터의 배당수익과 ②배당외수익(상표권 사용료, 부동산임대료, 경영관리 및 자문 수수료)으로 분류되며, 사업지주회사의 경우 여기에 ③ 자체사업 매출이 추가된다. 경상 수익 외의 비경상 수익은 보유 지분의 매각(비상장 자회사 IPO, 유가증권 처분 등)을 통해 실현된다.

공정거래위원회에 따르면, 순수지주회사 매출의 평균 51.5%가 자회사 배당금에서 나오지만, 상표권 수수료 등 배당외수익 역시 현금흐름의 중요한 축을 담당한다. 따라서 지주회사 밸류에이션의 시작점은 “이러한 다각화된 수익원이 지주회사의 현금흐름으로 얼마나 전이되는가,” 그리고 “확보된 현금을 주주환원에 쓸 수 있는 구조인가”를 파악하는데 있다.

표 7. 총수 있는 전환집단 소속 대표지주회사의 매출액<sup>주)</sup> 대비 배당수익 비중 분포

배당수익 비중	전환집단 지주회사	회사 수
70% 이상	(주)농심홀딩스(100%), (주)티와이홀딩스(99.9%), OCI 홀딩스(주)(96.0%), (주)영원무역홀딩스(87.4%), 하이트진로홀딩스(주)(84.4%), (주)셀트리온홀딩스(78.9%), (주)하림지주(77.3%), (주)GS(74.9%), DL(주)(74.7%), HD 현대(주)(74.3%), (주)아모레퍼시픽홀딩스(74.1%)	11 개
70%~50%	HDC(주)(68.4%), (주)현대지에프홀딩스(67.9%), (주)한진칼(66.9%), (주)세아홀딩스(63.7%), 동국홀딩스(주)(55.7%), (주)BGF(55.6%), AK 홀딩스(주)(52.4%)	7 개
50%~30%	(주)LX 홀딩스(49.3%), (주)LG(46.4%), (주)코오롱(41.9%), 롯데지주(주)(36.7%), CJ(주)(34.1%)	5 개
30%~0%	SK(주)(22.2%), 한솔홀딩스(주)(17.1%), (주)에코프로(13.0%), KG 에코솔루션(주)(9.4%), (주)삼양홀딩스(8.6%), 동원산업(주)(6.0%), 한국엔컴퍼니(주)(5.0%), (주)LS(4.5%), (주)부영(0.0%)	9 개
<b>합 계</b>		<b>32 개</b>

주) (주)효성은 배당수익을 매출액(영업이익)으로 계상하지 않고, 기타수익, 금융수익 등으로 계상하여 제외  
 자료: 각 사 감사보고서, 공정거래위원회 「2025년 공정거래법상 지주회사 소유·출자현황 및 수익구조 분석(2025.12)», 대신증권 Research Center

표 8. 총수 있는 전환집단 소속 대표지주회사<sup>주)</sup>의 배당외수익 수입원별 수취 현황

유형	전환집단 지주회사	회사 수
배당외수익 미수취	KG 에코솔루션(주), (주)농심홀딩스	2 개
상표권사용료	(주)한진칼, (주)셀트리온홀딩스	2 개
상표권사용료+부동산임대료	(주)LG, CJ(주), (주)부영, (주)하림지주	4 개
부동산임대료+경영관리 및 자문수수료	(주)현대지에프홀딩스, (주)티와이홀딩스, (주)아모레퍼시픽홀딩스, (주)영원무역홀딩스	4 개
상표권사용료+경영관리 및 자문수수료	한국엔컴퍼니(주), (주)LX 홀딩스, AK 홀딩스(주), 하이트진로홀딩스(주), 한솔홀딩스(주)	5 개
상표권사용료+부동산임대료+경영관리 및 자문수수료	SK(주), 롯데지주(주), HD 현대(주), (주)GS, (주)LS, DL(주), HDC(주), (주)코오롱, OCI 홀딩스(주), (주)세아홀딩스, (주)에코프로, 동원산업(주), 동국홀딩스(주), (주)삼양홀딩스, (주)BGF	15 개
<b>합 계</b>		<b>32 개</b>

주) 커버리지 기업 중 (주)효성은 상품권사용료+부동산임대료+경영관리 및 자문 수수료를 배당외수익 수입원으로 수취  
 자료: 공정거래위원회 「2025년 공정거래법상 지주회사 소유·출자현황 및 수익구조 분석(2025.12)」, 대신증권 Research Center

①자회사 배당 정책의 민감도

순수지주회사의 별도 재무제표 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 단연 배당수익이다. 따라서 자회사의 단순 이익 성장(EPS Growth)보다 배당성향(Payout Ratio)의 상향 여부가 지주회사 주가에 직접적인 영향을 미친다.

- **배당의 파이프라인 효과:** 자회사가 벌어들인 이익이 지주회사로 원활하게 흘러들어야 지주회사의 배당 여력도 커진다. 최근 상장기업들의 주주환원이 강화되는 추세는 지주회사 입장에서 ‘현금 유입(Cash Flow)의 증가’를 의미한다.
- **CAPEX 사이클과 FCF:** 핵심 자회사가 대규모 설비투자를 마치고 회수기에 진입하여 잉여현금흐름이 흑자로 돌아서는 시점이 중요하다. 이때가 자회사의 배당 지급 능력이 극대화되는 시기이며, 이는 곧 지주회사의 주주환원 확대로 이어지는 선순환 고리가 된다.

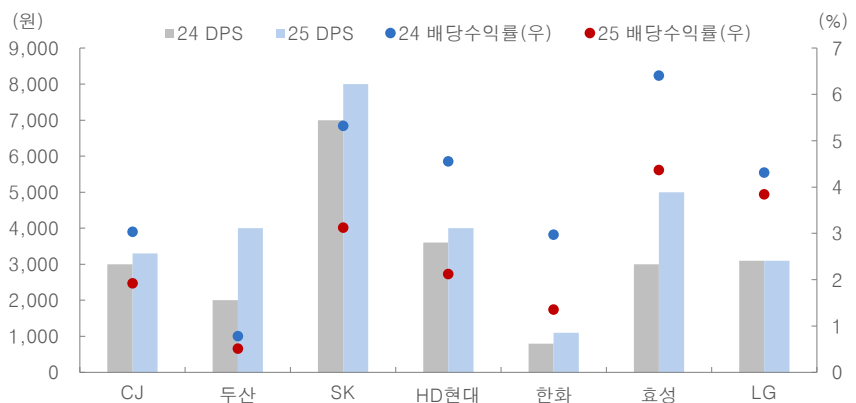
표 9. 커버리지 지주회사의 연도별 배당금 수취 및 지급 추이

(단위: 십억원, %)

		SK	HD현대	두산	LG	한화	CJ	효성
수취배당금	2021년	745	245	10	554	17	73	62
	2022년	1,037	333	16	567	18	105	141
	2023년	1,299	476	22	539	32	104	88
	2024년	822	325	28	432	164	83	53
	2025년	482	389	16	390	105	92	59
지급배당금	2021년	397	392	20	440	65	67	100
	2022년	453	325	36	449	70	77	129
	2023년	279	389	36	475	74	84	90
	2024년	275	325	36	484	74	101	60
	2025년	385	191	36	632	6	101	50
재배당율	2021년	53.5	160.0	200.0	79.4	382.4	91.8	161.3
	2022년	43.7	97.6	225.0	79.2	388.9	73.3	91.5
	2023년	21.5	81.7	163.6	88.1	231.3	80.8	102.3
	2024년	33.5	100.0	128.6	112.0	45.1	121.7	113.2
	2025년	79.9	49.1	225.0	162.1	5.7	109.8	84.7

자료: DART, 대신증권 Research Center \*2025년은 9월 분기보고서 기준

그림 6. '24~'25년 지주회사별 DPS 및 시가배당률 비교



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 10. CJ그룹 내 상장회사 배당 현황 (보통주+우선주)

(각 회계년도 말 기준, 단위: 백만원, %)

기업명	회계 년도	현금배당				당기 순이익	현금배당 성향 (%)	정관상 중간/분기 배당조항
		중간배당	분기배당	결산배당	총액			
CJ (주)	2024			1,007	1,007	1,005	100.2	제 34 조의 2 (분기배당)
	2023			1,007	1,007	1,948	51.7	
	2022			839	839	2,021	41.5	
CJ제일제당(주)	2024		481	481	962	1,482	64.9	제 34 조의 2 (분기배당)
	2023		481	401	882	3,859	22.9	
	2022		481	401	882	5,959	14.8	
CJ씨푸드(주)	2024					50	0.0	제 46 조의 2 (분기배당)
	2023					44	0.0	
	2022					74	0.0	
CJ바이오사이언스(주)	2024					-306	0.0	-
	2023					-209	0.0	
	2022					-338	0.0	
CJ대한통운(주)	2024			160	160	2,485	6.4	제 39 조의 2 (분기배당)
	2023			100	100	2,248	4.4	
	2022			100	100	1,816	5.5	
CJ프레시웨이(주)	2024			53	53	259	19.5	제 45 조 (분기배당)
	2023			53	53	545	8.9	
	2022			42	42	491	8.5	
CJ CGV(주)	2024					-1,710	0.0	제 42 조의 2 (중간배당)
	2023					-962	0.0	
	2022					-1,662	0.0	
(주)CJ ENG	2024					-5,034	0.0	제 50 조의 2 (분기배당)
	2023					-3,159	0.0	
	2022					-1,201	0.0	
스튜디오드래곤(주)	2024					335	0.0	-
	2023					301	0.0	
	2022					506	0.0	

자료: 대신증권 Research Center, Dart

\*배당이 존재하나 음(-)의 당기순이익을 가지는 기업의 경우 현금배당성향에 N/A 표기

표 11. SK 그룹 내 상장회사 배당 현황 (보통주+우선주, 리츠 제외)

(각 회계년도 말 기준, 단위: 백만원, %)

기업명	회계 년도	현금배당				당기 순이익	현금배당 성향 (%)	정관상 중간/분기 배당조항
		중간배당	분기배당	결산배당	총액			
SK(주)	2024	82,627		302,994	385,621	-1,292,684	N/A	제 47 조 (중간배당)
	2023	83,649		192,820	276,469	-776,798	N/A	
	2022	85,035		195,114	280,149	1,098,683	25.5	
(주)드림어스컴퍼니	2024					-17,773	0.0	-
	2023					-2,902	0.0	
	2022					27,270	0.0	
(주)아이에스시	2024			16,576	16,576	54,664	30.3	제 58 조 (분기배당)
	2023			4,093	4,093	13,203	31.0	
	2022			10,000	10,000	43,955	22.8	
(주)에스엠코어	2024					11,415	0.0	-
	2023					-18,653	0.0	
	2022			1,385	1,385	2,470	56.1	
SK 가스(주)	2024	17,950		53,850	71,800	178,836	40.2	제 42 조의 2 (중간배당)
	2023	17,950		53,850	71,800	316,291	22.7	
	2022	8,975		49,363	58,338	257,078	22.7	
SK 네트워크(주)	2024	19,401		38,805	58,207	47,835	121.7	제 44 조의 2 (중간배당)
	2023			40,506	40,506	-711	N/A	
	2022			26,250	26,250	86,440	30.4	
SK 디스커버리(주)	2024	9,510		22,890	32,401	25,194	128.6	제 40 조의 2 (중간배당)
	2023	9,878		23,473	33,352	191,035	17.5	
	2022	9,946		23,708	33,654	427,432	7.9	
SK 디앤디(주)	2024	3,721		7,442	11,164	44,195	25.3	제 45 조의 2 (중간배당)
	2023	8,876		10,920	19,796	103,078	19.2	
	2022	9,676		10,120	19,796	76,652	25.8	
SK 바이오사이언스(주)	2024					-53,881	0.0	제 35 조의 2 (중간배당)
	2023					22,318	0.0	
	2022					122,452	0.0	
SK 바이오팜(주)	2024					240,738	0.0	제 46 조 (중간배당)
	2023					-32,883	0.0	
	2022					-139,431	0.0	
SK 스퀘어(주)	2024					3,713,971	0.0	제 59 조 (중간배당)
	2023					-1,287,048	0.0	
	2022					259,768	0.0	
SKC(주)	2024					-443,483	0.0	제 43 조의 2 (중간배당)
	2023					-275,534	0.0	
	2022					-68,358	0.0	
SK 아이이테크놀로지(주)	2024					-246,615	0.0	제 45 조 (중간배당)
	2023					82,158	0.0	
	2022					-29,681	0.0	
SK 오션플랜트(주)	2024					16,390	0.0	-
	2023					57,475	0.0	
	2022					22,253	0.0	
SK 이노베이션(주)	2024			297,557	297,557	-2,259,957	N/A	제 44 조 (중간배당)
	2023					256,250	0.0	
	2022			499,198	499,198	1,569,023	31.8	
SK 이터닉스(주)	2024					22,381	0.0	제 44 조의 2 (중간배당)
	2023							
	2022							
SK 케미칼(주)	2024	7,676		14,491	22,167	8,839	250.8	제 50 조의 1 (중간배당)
	2023	7,676		4,896	12,572	39,864	31.5	
	2022	7,667		21,208	28,875	191,266	15.1	
SK 텔레콤(주)	2024	530,082		223,531	753,613	1,250,155	60.3	제 54 조의 3 (분기배당)
	2023	542,282		223,335	765,617	1,093,611	70.0	
	2022	542,876		180,967	723,842	912,400	79.3	
SK 하이닉스(주)	2024	619,881		900,209	1,520,091	19,788,681	7.7	제 54 조의 2 (분기배당)
	2023	619,280		206,442	825,721	-9,112,428	N/A	
	2022	618,885		206,295	825,180	2,229,560	37.0	
인크로스(주)	2024			2,921	2,921	9,733	30.0	-
	2023			3,875	3,875	12,637	30.7	
	2022			4,688	4,688	15,409	30.4	

자료: 대신증권 Research Center, Dart

\*배당이 존재하나 음(-)의 당기순이익을 가지는 기업의 경우 현금배당성향에 N/A 표기

표 12. HD현대 그룹 내 상장회사 배당 현황 (보통주 + 우선주)

(각 회계년도 말 기준, 단위: 백만원, %)

기업명	회계년도	현금배당				당기 순이익	현금배당 성향 (%)	정관상 중간/분기 배당조항
		중간배당	분기배당	결산배당	총액			
HD 한국조선해양(주)	2024			360,645	360,645	1,172,336	30.8	제 49 조의 2 (분기배당)
	2023					221,711	0.0	
	2022					-216,950	0.0	
HD 현대미포(주)	2024			28,318	28,318	105,530	26.8	제 44 조의 2 (분기배당)
	2023					-142,939	0.0	
	2022					-44,581	0.0	
HD 현대마린솔루션(주)	2024		20,003	121,039	141,041	227,940	61.9	제 40 조 (분기배당)
	2023			100,000	100,000	151,116	66.2	
	2022			90,000	90,000	104,927	85.8	
HD 현대에너지솔루션(주)	2024					114	0.0	제 48 조 (중간배당)
	2023					-2,864	0.0	
	2022			6,720	6,720	60,610	11.1	
HD 현대(주)	2024		190,805	63,602	254,406	509,021	50.0	제 61 조 (분기배당)
	2023		127,203	134,270	261,473	264,481	98.9	
	2022		63,602	261,473	325,075	1,408,623	23.1	
HD 현대건설기계(주)	2024			8,815	8,815	99,970	8.8	제 61 조 (분기배당)
	2023			12,742	12,742	139,419	9.1	
	2022			31,856	31,856	111,519	28.6	
HD 현대일렉트릭(주)	2024		39,592	152,969	192,561	501,567	38.4	제 61 조 (분기배당)
	2023			35,993	35,993	259,153	13.9	
	2022			17,996	17,996	162,486	11.1	
HD 현대중공업(주)	2024			185,536	185,536	621,509	29.9	제 47 조의 2 (분기배당)
	2023					24,686	0.0	
	2022					-352,065	0.0	
HD 현대인프라코어(주)	2024			13,447	13,447	108,373	12.4	제 56 조 (분기배당)
	2023			21,949	21,949	230,719	9.5	
	2022			47,447	47,447	229,771	20.6	
HD 현대마린엔진(주)	2024					75,775	0.0	제 47 조의 2 (분기배당)
	2023					31,642	0.0	
	2022					14,144	0.0	

자료: 대신증권 Research Center, Dart

\*배당이 존재하나 음(-)의 당기순이익을 가지는 기업의 경우 현금배당성향에 N/A 표기

표 13. 두산그룹 내 상장회사 배당 현황 (보통주 + 우선주)

(각 회계년도 말 기준, 단위: 백만원, %)

기업명	회계년도	현금배당				당기 순이익	현금배당 성향 (%)	정관상 중간/분기 배당조항
		중간배당	분기배당	결산배당	총액			
두산	2024			35,851	35,851	-226,167	N/A	제 44 조의 3 (분기배당)
	2023			35,772	35,772	-388,279	N/A	
	2022			35,772	35,772	-696,399	N/A	
두산퓨얼셀	2024					-10,475	0.0	제 58 조 (분기배당)
	2023					-8,500	0.0	
	2022					3,684	0.0	
두산로보틱스	2024					-35,651	0.0	제 46 조의 2 (분기배당)
	2023					-15,874	0.0	
	2022					-12,548	0.0	
두산에너빌리티	2024					111,365	0.0	제 44 조의 3 (분기배당)
	2023					55,598	0.0	
	2022					-772,493	0.0	
두산밥캣	2024		80,074	79,012	159,086	563,363	28.2	제 55 조 (분기배당)
	2023		80,122	80,122	160,244	921,479	17.3	
	2022		60,130	75,162	135,292	644,056	21.0	
오리콤	2024			3,146	3,146	9,821	32.0	제 41 조의 2 (분기배당)
	2023			3,133	3,133	9,835	31.9	
	2022			3,133	3,133	12,286	25.5	
두산테스나	2024			3,078	3,078	36,781	8.4	제 55 조의 2 (분기배당)
	2023			3,078	3,078	49,077	6.3	
	2022			2,719	2,719	52,333	5.2	

자료: 대신증권 Research Center, Dart

\*배당이 존재하나 음(-)의 당기순이익을 가지는 기업의 경우 현금배당성향에 N/A 표기

표 14. LG 그룹 내 상장회사 배당 현황 (보통주 + 우선주)

(각 회계년도 말 기준, 단위: 백만원, %)

기업명	회계년도	현금배당				당기 순이익	현금배당 성향(%)	정관상 중간/분기 배당조항
		중간배당	분기배당	결산배당	총액			
LG	2024			478,180	478,180	574,727	83.2	제 39 조의 2 (중간배당)
	2023			483,737	483,737	1,261,219	38.4	
	2022			474,545	474,545	1,979,569	24.0	
LG 화학	2024			78,659	78,659	-690,854	N/A	제 35 조의 1 (중간배당)
	2023			274,347	274,347	1,337,812	20.5	
	2022			783,135	783,135	1,845,363	42.4	
LG 에너지솔루션	2024					-1,018,741	0.0	제 45 조 (중간배당)
	2023					1,237,180	0.0	
	2022					767,236	0.0	
LG 생활건강	2024			58,751	58,751	189,135	31.1	제 35 조의 1 (중간배당)
	2023			58,751	58,751	142,755	41.2	
	2022			67,129	67,129	236,572	28.4	
LG 전자	2024	90,000		90,925	180,925	367,515	49.2	제 45 조 (중간배당)
	2023			144,912	144,912	712,902	20.3	
	2022			126,905	126,905	1,196,442	10.6	
LG 디스플레이	2024					-2,562,606	0.0	제 43 조의 2 (중간배당)
	2023					-2,733,742	0.0	
	2022					-3,071,565	0.0	
LG 이노텍	2024			49,459	49,459	449,274	11.0	제 54 조 (중간배당)
	2023			61,764	61,764	565,201	10.9	
	2022			98,208	98,208	979,849	10.0	
로보스타	2024					2,217	0.0	-
	2023					693	0.0	
	2022					3,282	0.0	
LG 유플러스	2024	107,457		171,881	279,338	374,464	74.6	제 54 조 (중간배당)
	2023	107,457		171,881	279,338	622,773	44.9	
	2022	107,457		171,881	279,338	663,055	42.1	
LG 헬로비전	2024					-106,228	0.0	제 44 조의 2 (중간배당)
	2023			9,294	9,294	-45,353	N/A	
	2022			9,294	9,294	-26,025	N/A	
LG 시엔에스	2024			145,794	145,794	364,512	40.0	제 43 조의 2 (중간배당)
	2023			132,540	132,540	332,322	39.9	
	2022			103,765	103,765	265,376	39.1	
HS 애드	2024			8,914	8,914	22,686	39.3	제 44 조의 2 (중간배당)
	2023			7,923	7,923	16,201	45.0	
	2022			6,483	6,483	18,133	35.8	

자료: 대신증권 Research Center, Dart

\*배당이 존재하나 음(-)의 당기순이익을 가지는 기업의 경우 현금배당성향에 N/A 표기

표 15. 한화그룹 내 상장회사 배당 현황 (보통주+우선주), 리츠 제외

(각 회계년도 말 기준, 단위: 백만원, %)

기업명	회계년도	현금배당				당기 순이익	현금배당 성향 (%)	정관상 중간/분기 배당조항
		중간배당	분기배당	결산배당	총액			
(주)한화	2024			72,163	72,163	772,976	9.3	
	2023			73,731	73,731	380,490	19.4	-
	2022			73,731	73,731	1,312,179	5.6	
한화비전(주)	2024					3,211	0.0	제 44 조 제 2 항 (중간배당)
한화솔루션(주)	2024			51,695	51,695	-1,368,980	N/A	
	2023			51,694	51,694	-88,223	N/A	-
	2022					439,647	0.0	
한화갤러리아(주)	2024					-18,842	0.0	-
	2023					-30,102	0.0	
한화엔진(주)	2024					79,160	0.0	
	2023					-426	0.0	-
	2022					-40,272	0.0	
한화에어로스페이스(주)	2024			159,133	159,133	2,298,945	6.9	
	2023			91,025	91,025	817,510	11.1	-
	2022			50,569	50,569	169,444	29.8	
한화시스템(주)	2024			65,448	65,448	445,379	14.7	
	2023			52,358	52,358	343,083	15.3	제 44 조의 2 (중간배당)
	2022			46,789	46,789	-80,760	N/A	
한화오션(주)	2024					528,213	0.0	
	2023					160,044	0.0	-
	2022					-1,744,778	0.0	
한화생명보험(주)	2024					737,254	0.0	
	2023			112,709	112,709	758,480	14.9	제 45 조의 2 (중간배당)
	2022					733,365	0.0	
한화손해보험(주)	2024					345,967	0.0	
	2023			36,624	36,624	212,757	14.8	제 41 조의 2 (중간배당)
	2022					219,231	0.0	
한화투자증권(주)	2024					33,890	0.0	
	2023					9,298	0.0	-
	2022					-54,867	0.0	

자료: 대신증권 Research Center, Dart

\*배당이 존재하나 음(-)의 당기순이익을 가지는 기업의 경우 현금배당성향에 N/A 표기

표 16. 효성그룹 내 상장회사 배당 현황 (보통주 + 우선주)

(각 회계년도 말 기준, 단위: 백만원, %)

기업명	회계 년도	현금배당			당기 순이익	현금배당 성향 (%)	정관상 중간/분기 배당조항
		중간배당	분기배당	결산배당 총액			
(주)효성	2024			50,153	50,153	453,158	11.1
	2023			59,728	59,728	68	87,537.0
	2022			89,592	89,592	15ss,648	572.5
효성티앤씨(주)	2024			43,157	43,157	134,542	32.1
	2023			43,157	43,157	93,197	46.3
	2022			43,157	43,157	11,591	372.3
효성중공업(주)	2024			46,559	46,559	222,633	20.9
	2023			23,279	23,279	115,982	20.1
	2022					10,216	0.0
효성화학(주)	2024					-325,724	0.0
	2023					-346,913	0.0
	2022					-480,867	0.0
에이치에스효성첨단소재(주)	2024			29,042	29,042	49,837	58.3
	2023			29,042	29,042	44,934	64.6
	2022			67,020	67,020	125,340	53.5
(주)에이치에스효성	2024					2,212	0.0
	2023						-
	2022						-
(주)갤럭시아에스엠	2024						-
	2023						-
	2022						-
갤럭시아머니트리(주)	2024			1,765	1,765	951	185.6
	2023			1,765	1,765	-351	N/A
	2022			1,765	1,765	5,416	32.6
신화인터텍(주)	2024					844	0.0
	2023					-16,211	0.0
	2022					-8,405	0.0
진흥기업(주)	2024					2,179	0.0
	2023					45,311	0.0
	2022					49,561	0.0
효성아이티엑스(주)	2024		5,359	3,577	8,935	11,768	75.9
	2023		5,359	3,577	8,935	14,579	61.3
	2022		5,359	3,577	8,935	14,921	59.9

자료: 대신증권 Research Center, Dart

\*배당이 존재하나 음(-)의 당기순이익을 가지는 기업의 경우 현금배당성향에 N/A 표기

## ②브랜드 로열티: 배당외수익의 핵심 Cash Cow

지주회사가 수취하는 ‘배당외수익’ 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 상표권 사용료(브랜드 로열티)다. 2025년 기준 전체 전환집단 지주회사의 상표권 사용료 수취액은 약 1조 4,653억 원으로, 부동산 임대수익(보증금 및 임대료 합계 약 5,640억 원)이나 경영관리 수수료(약 2,112억 원)를 압도한다. 특히 당사 커버리지 지주회사 중 상표권 수취액 규모는 LG→SK→CJ 순으로 컸으며, 매출액 내 비중은 CJ(54.8%), LG(38.1%) 순으로 높게 나타났다. 주목할 점은 CJ의 경우 커버리지 기업 중 전년 대비 상표권 수취액이 가장 큰 폭으로 증가하며 브랜드 가치의 수익화가 가속화되고 있었다.

- **하방 경직성(Buffer):** 계열사 매출액에서 광고선전비 등을 제외한 금액에 일정 요율(통상 0.2~0.3%)을 곱하여 산정되는 브랜드 수수료는 지주회사의 가장 안정적인 현금원이다. 자회사의 이익이 변동해도 매출액은 상대적으로 일정하게 유지되므로, 브랜드 로열티는 지주회사의 현금흐름 하방을 지지하는 역할을 한다.
- **성장의 한계(Regulatory Cap):** 다만, 이를 구조적인 성장 동력으로 보기는 어렵다. 공정거래위원회가 총수 일가의 사익 편취 수단으로 브랜드 수수료를 예의주시하고 있어 요율 인상이 사실상 불가능하기 때문이다. 따라서 로열티는 ‘성장’보다는 ‘안정’의 관점에서 밸류에이션에 반영해야 한다고 판단한다.

표 17. 총수 있는 전환집단 소속 대표지주회사의 배당외수익 수입원별 수취 현황

(단위: 백만원)

집단명	대표 지주회사명	상표권 사용료	부동산임대료		경영관리 및 자문수수료
			보증금	임대료	
SK	SK(주)	309,712	26,190	41,380	368
LG	(주)LG	354,493	69,423	110,520	-
롯데	롯데지주(주)	127,684	20	5,449	46,141
HD 현대	HD 현대(주)	35,801	34,591	64,878	4,512
GS	(주)GS	102,028	30,489	36,820	2,398
한진	(주)한진칼	38,656	-	-	-
CJ	CJ(주)	134,739	524	5,761	-
LS	(주)LS	50,612	97	82	9,141
DL	DL(주)	18,303	-	183	1,513
셀트리온	(주)셀트리온홀딩스	6,356	-	-	-
현대백화점	(주)현대지에프홀딩스	0	11,612	1,796	25,812
한국엔컴퍼니그룹	한국엔컴퍼니(주)	45,545	-	-	9,025
부영	(주)부영	628	2,118	2,102	-
하림	(주)하림지주	8,049	4,672	534	-
HDC	HDC(주)	11,101	1,077	1,409	221
코오롱	(주)코오롱	31,153	7,879	14,188	96
OCI	OCI 홀딩스(주)	4,795	563	4,057	378
LX	(주)LX 홀딩스	32,524	-	-	610
세아	(주)세아홀딩스	2,533	1,418	421	10,729
태영	(주)티와이홀딩스	-	9	0.2	11
KG	KG 에코솔루션(주)	-	-	-	-
에코프로	(주)에코프로	2,864	261	335	29,616
동원	동원산업(주)	13,229	18,242	19,498	5,621
아모레퍼시픽	(주)아모레퍼시픽홀딩스	0	2,644	2,431	8,800
애경	AK 홀딩스(주)	7,276	-	-	5,671
동국제강	동국홀딩스(주)	14,728	4,308	6,932	2,670
삼양	(주)삼양홀딩스	12,981	3,040	3,014	23,266
BGF	(주)BGF	17,514	6,216	2,846	2,001
하이트진로	하이트진로홀딩스(주)	6,067	-	-	268
농심	(주)농심홀딩스	-	-	-	-
한솔	한솔홀딩스(주)	14,635	-	-	10,066
영원	(주)영원무역홀딩스	-	1,831	2,230	7,829
효성	(주)효성	61,372	4,781	5,079	4,397
합계		1,465,378	232,005	331,945	211,160

자료: 기업집단현황공시(2025.05), 공정거래위원회, 대신증권 Research Center

표 18. 커버리지 지주회사별 상표권 사용거래 현황

(단위: 십억 원)

티커	지주회사명	상표권 사용료 산정기준	매출액 2025년 (A)	상표권 사용료 수취금액		비중 (B/A)
				2024년	2025년 (B)	
A034730	SK	(매출액-광고선전비)X0.2%	122,703	318.3	243.1	0.20%
A267250	HD 현대	(매출액-특수관계자 매출액-광고선전비)X0.14%X 상표권 소유회사간 권리지분율	71,259	33.7	11.4	0.02%
A000150	두산	(매출액-매출조정항목)X0.3%	19,784	27.8	20.3	0.10%
A003550	LG	(매출액-광고선전비)X0.2%	7,253	354.5	253.6	3.50%
A000880	한화	(지급회사 매출액-지급회사 광고선전비)X0.3%	74,785	179.6	104.4	13.96%
A001040	CJ	(대상매출액-광고선전비)X0.4%	-	126.0	91.5	-
A004800	효성	(연결매출액-연결광고선전비-상표권사용법인간매출액- 기타 매출차감액)X0.4%	2,432	56.7	33.8	1.39%

자료: 공정거래위원회, Quantwise, DART, 대신증권 Research Center

### ③ 자체사업: 할인율 축소의 열쇠

SK, 두산, 한화와 같이 별도의 사업 부문을 영위하는 사업지주회사에게 있어, 자체사업의 성과는 만성적인 지주회사 디스카운트(NAV 대비 할인율)를 축소시킬 수 있는 확실한 촉매제(Catalyst)이다.

- **더블 카운팅(Double Counting)에서의 해방:** 통상 상장 자회사의 지분 가치는 모자회사 동시 상장에 따른 중복 계상 이슈로 인해 시장에서 50~60% 수준의 할인율을 적용받는다. 반면, 지주회사가 직접 영위하는 자체사업은 이러한 할인 요인이 없다.
- **밸류에이션의 차별화:** 자체사업의 영업가치는 할인 없이 동종 업계의 멀티플(EV/EBITDA 등)을 적용해 시가총액에 반영된다. 따라서 순자산가치 내에서 자체사업의 이익 기여도가 커질수록, 해당 지주회사가 적용받는 할인율은 이론적으로 낮아지게 된다.
- **리레이팅의 조건:** 시장이 지주회사를 단순한 ‘지분 보유자(Holding)’가 아닌 ‘성장하는 사업체(Operating)’로 인식하는 순간, 밸류에이션 리레이팅이 발생한다고 생각한다. 즉, 자체사업의 이익 체력이 강화되거나 고성장 신사업이 자체사업으로 내재화될 때가 매수의 기회가 된다고 판단한다.



## Part 2.

지금 지주회사에  
주목해야 하는 이유

## Part 2. 지금 지주회사에 주목해야 하는 이유

### [Review 2025] 구속력 있는 정책이 만든 거대한 파도

지주회사 섹터는 ‘정부 정책(Policy)’이라는 거대한 흐름(Beta)에 더 민감하게 반응하는 특징이 있다. 따라서 2026년 투자를 위해서는 2025년의 학습 효과와 앞으로 다가올 정책의 차이점을 분석할 필요가 있다.

#### 자발적 참여보다 구속력 있는 법에 더 빠르게 반응한 외국인 투자자

외국인 지분을 추이는 정책의 ‘강제성’이 시장에 미치는 영향을 보여주는 지표라 생각한다. 2024년 한국형 밸류업 프로그램 예고 이후 외국인 지분율은 완만한 상승세를 보였다. 그러나 기업의 자발적 참여에 기대던 캠페인의 한계가 있었다. 2024년 12월 정치적 소요로 시장 전체의センチ먼트가 훼손되며 그 흐름은 단발성에 그쳤다.

변곡점은 2025년 새로운 정부 출범을 앞두고 대통령 후보 공약집에 포함된 상법 개정이었다. 그리고 대통령 당선 후 이사의 충실의무 확대를 필두로 한 법적 강제성의 등장과 함께, 외국인 지분율은 이전과 비교할 수 없는 속도로 상승하기 시작했다. 이후 2차, 3차 상법 개정이 연달아 완료되며 상승 기울기는 더욱 가팔라졌다.

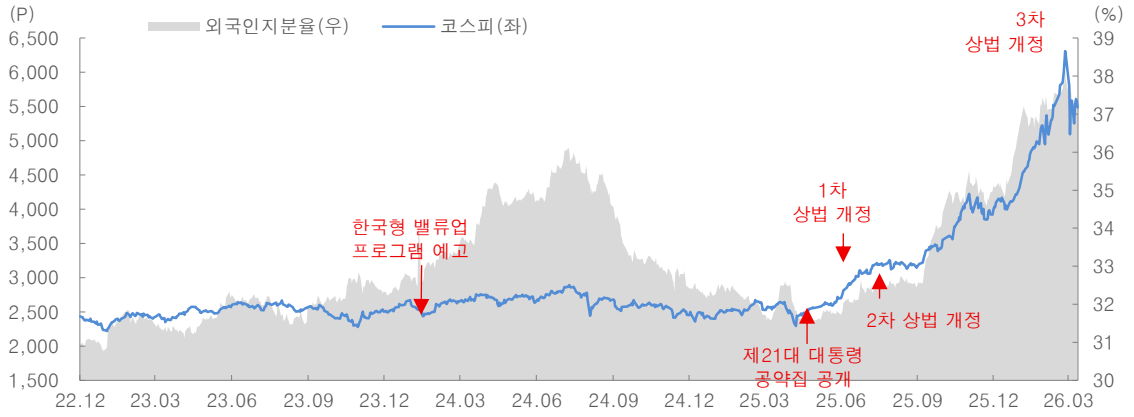
#### 구속력 있는 정책, 기업 행동을 바꾸다

외국인만 반응한 것이 아니었다. 기업들도 즉각적으로 움직였다. 가장 선명한 증거는 자사주 소각 데이터다. 2025년 유가증권시장 자사주 소각 규모는 전년 대비 146% 급증한 약 30조 원으로 역대 최대치를 경신했다. 주목할 점은 이것이 과거처럼 대형사 한 기업이 주도한 결과가 아니라는 점이다. 과거에는 대형 상장기업 1개사의 소각 비중이 전체의 92.5%에 달했다. 반면 2025년의 흐름은 금융지주를 필두로 다수의 상장사가 동참한 결과로, 시장 전반의 체질 개선을 의미한다.

3차 상법 개정을 앞두고 기업들의 반응은 더욱 가속화 되었다. 국회 본회의 통과 전부터 기업들은 이미 움직이기 시작했다. 2026년 2월 유가증권시장 주식 소각 공시는 48건으로 1월(10건) 대비 4.8배 급증했으며, 3월 13일 기준 소각 예정금액은 28.3조 원으로 전년 연간(30조 원)의 94.6%에 달했다. 법 시행 이전에 이미 이 같은 속도로 반응이 나타난다는 것은 구속력 있는 정책의 신호 효과(Signaling effect)가 작동했음을 의미한다.

기업들의 변화는 수치를 넘어 행동의 질적 전환으로도 나타났다. SK, HD현대, 두산, LG, 한화, CJ, 효성 등 주요 지주회사들이 배당 및 자사주 소각 정책을 구체적인 수치로 명문화했다. 특히 SK, 두산, 한화 등은 「자기주식 보유·처분계획 승인의 건」을 2026년 주주총회 별도 안건으로 상정하여, 자사주 처리 방향을 이사회가 단독으로 결정하는 것이 아니라 주주총회에서 결의하는 상법 취지를 적극적으로 이행했다. 자발적 밸류업에 이어 구속력 있는 상법 개정이 맞물리며, 한국 자본시장이 ‘희석의 시대’를 끝내고 ‘환원의 시대’로 진입했음을 알리는 시그널이다.

그림 7. 코스피 지수와 외국인 지분을 추이



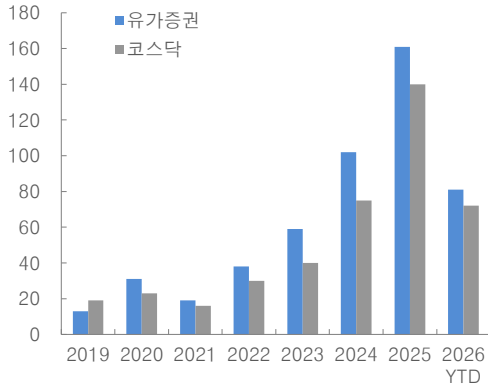
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 8. 유가증권 시장 주식 소각 금액



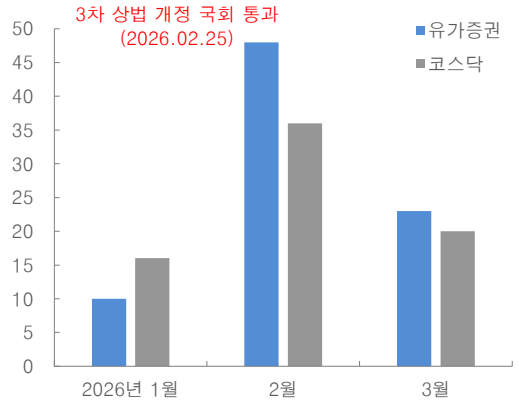
자료: DART, Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 9. 연간 주식 소각 결정 공시 건수 추이



자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 10. 2026년 월별 주식 소각 공시 건수



자료: DART, 대신증권 Research Center

표 19. 커버리지 지주회사의 주주환원 정책

티커	기업명	배당 정책 및 자사주 소각 계획	밸류업 공시
A034730	SK	<ul style="list-style-type: none"> <li>연간 주당 최소 배당금 5,000 원(보통주 기준)</li> <li>자산 매각 이익 등을 활용하여 시가총액의 1~2% 규모의 자기주식 매입·소각 또는 정기 배당 시 추가 배당금 지급</li> </ul>	2024-10-28
A267250	HD 현대	<ul style="list-style-type: none"> <li>FY2025~FY2027 배당성향 70% 이상(별도 재무제표 당기순이익 기준, 단, 영업외에서 발생할 수 있는 일회성 손익은 배당성향 계산 시 제외 가능)</li> </ul>	2024-12-16
A00150	두산	<ul style="list-style-type: none"> <li>FY2025~FY2027 보통주 발행주식 총수의 약 6% 이상을 매년 균등하게 소각</li> </ul>	2026-04-01
A003550	LG	<ul style="list-style-type: none"> <li>별도 재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상 이익 제외)의 60% 이상</li> </ul>	2024-11-22
A000880	한화	<ul style="list-style-type: none"> <li>2026년부터 최소 DPS 1,000 원</li> <li>임직원 성과보상분 제외 보통주 자사주 즉시 소각, 제 1 우선주 전량 장외매수 및 소각</li> </ul>	2026-01-14
A001040	CJ	<ul style="list-style-type: none"> <li>FY2023~FY2025 별도 재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상이익 제외)의 70% 이상</li> </ul>	2026-03-27
A004800	효성	<ul style="list-style-type: none"> <li>연결 지배기업지분 순이익 기준 배당성향 25% 이상 목표</li> </ul>	2026-03-20

자료: DART, 한국 ESG 연구소, 대신증권 Research Center

표 20. 자발적 참여를 유도하는 밸류업 프로그램과 구속력 있는 법 개정 주요 내용

구분	주요 내용	현황	시행 시기
밸류업 프로그램	상장기업에 「기업가치 제고 계획」 수립 및 공시를 촉구 - 시장대표성(시가총액), 수익성(당기순이익), 주주환원(배당 및 자사주 소각), 시장평가(PBR), 자본효율성(ROE) 개선에 상장기업들의 자발적인 참여를 유도	2024년 2월 예고 2024년 5월 발표	자발적 참여
1차 상법 개정	이사의 충실의무 확대	입법 완료	2025.07.22
	사외이사 명칭을 '독립이사'로 변경하고 독립이사 비율 상향	입법 완료	2026.07.23
	전자주주총회 의무화	입법 완료	2027.01.01
2차 상법 개정	집중투표제 의무화	입법 완료	2026.09.10
	감사위원 분리선출 확대	입법 완료	2026.09.10
3차 상법 개정	자기주식 취득한 날로부터 1년 이내 소각 의무	입법 완료	2026.03.06

자료: 금융위원회, 국회의안정보시스템, 대신증권 Research Center

## [Outlook 2026] 모멘텀(1) 중복상장 규제

### 한국형 모자회사 중복상장에 따른 '지주사 디스카운트' 해소의 원년

과거 한국 주식시장에서는 핵심 사업부를 물적분할한 뒤 자회사를 상장시키는 이른바 '쪼개기 상장'이 빈번하게 자행되었다. 그러나 2021년, 청와대 국민청원 게시판에 상장 기업의 물적분할과 자회사 상장을 막아달라는 글이 올라오며 주식시장 내부의 불만이 거대한 사회적 담론으로 폭발하는 변곡점을 맞이했다. 모회사와 자회사가 동시에 상장하면, 동일한 사업가치가 두 곳에 이중으로 반영되어 모회사의 기업가치가 구조적으로 희석된다. 이것이 한국형 지주회사 디스카운트의 핵심 원인이었다.

그렇다면 이 문제는 어떻게 해소될 수 있을까? 해답은 이미 우리보다 앞서 이 문제를 공론화하고 제도적으로 대응해온 일본 시장에 있다. 일본의 경험은 중복상장 해소가 모회사의 기업가치(PBR) 개선으로 이어진다는 것을 실증적으로 보여준다. 그리고 2026년, 한국은 일본의 경로를 빠르게 추격하고 있다. 시장의 학습과 제도의 진화가 맞물리며, 중복상장 불가는 단순한 권고를 넘어 시장의 확고한 불문율로 격상되고 있다.

그림 11. 주식시장 내부의 불만이 거대한 사회적 담론이 되게 한 국민청원



#### 청원내용

안녕하세요. \*\*\*\* 주식을 가진 개인 투자자입니다.

오늘 장에서 주주인 저희들 의견이 전혀 반영되지 않은채 오늘 물적 분할 승인에 대한 뉴스가 나왔습니다. 저희가 가진 주식이 적어서 그런지 몰라도 주주에 한 사람이 저희들의 의견이 전혀 반영되지 않은채 회사에 이익을 위해서 물적 분할을 결정했다고 하더군요.

일단 저희 대부분은 뉴빅딜 관련주, 전기차 관련주, 배터리 관련주라고 생각해서 \*\*\*\*에 투자했습니다. 그런데 분사를 하면 저희가 투자한 이유와는 전혀 다른 화학 관련주에 투자한 것이 되고 이로 인해 저희의 손해는 어디서도 보상 받을 수 없게 되었습니다.

주식은 미래성을 보고 투자를 하는 경우가 대부분인데 미래성이 있는 배터리 분야는 분사를 해 버리고 저희에게 의견을 묻지도 않는다면 저희 같은 개인 투자자는 저희의 시간과 노력 그리고 저희 투자금까지 모른 것을 손해보게 됩니다.

그리고 소액이지만 저희도 주주가 확실하구요.

요새 ipo에 해도 돈이 몰린다는 것을 압니다.

세계 1등 배터리 기업이니 돈이 엄청 몰리겠죠.

하지만 저희의 이익으로 ipo로 몰린 돈으로 \*\*\*\*이 세계 일류 기업이 된다 한들 저희 개미들에게는 믿을 수 없는 기업 개미를 동치는 기업일 뿐입니다.

부동산 투기가 아닌 건전한 투자를 위해서 주식 시장에 대한 투자를 정부가 지지한다고 합니다.

자료: 언론보도 이미지 캡처, 대신증권 Research Center

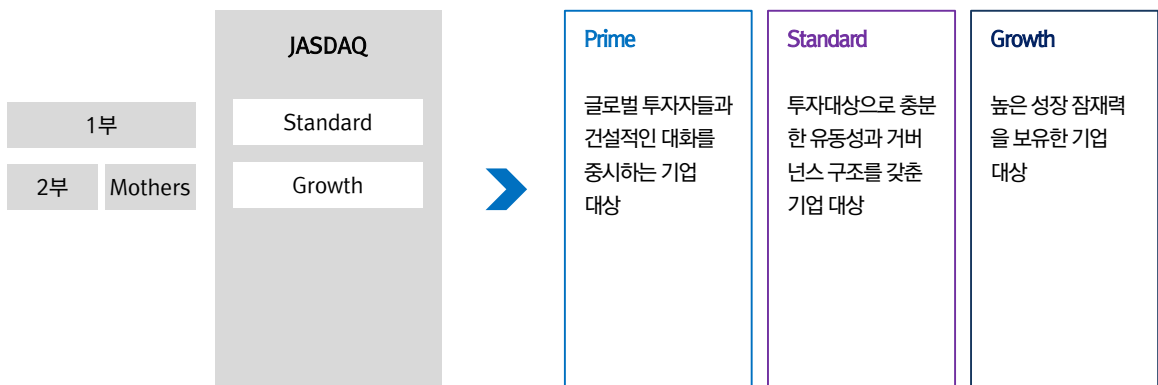
## 일본 증시의 중복상장 변화

### 글로벌 표준을 향한 일본의 거버넌스 개혁

우리나라 밸류업 정책의 벤치마크인 일본 또한 상장기업들이 안고 있던 중복상장 문제를 공론화하고, 기업들이 스스로 개선하도록 압박하는 제도를 시행했다. 이러한 정책적 노력의 배경에는 글로벌 투자자들에게 일본 시장의 거버넌스가 ‘글로벌 표준’으로 진화하고 있음을 보여주려는 ‘시장 신뢰’ 목적이 있다. 일본거래소그룹(JPX) 자료에 따르면, 그 결과로 일본의 상장 자회사 수와 비중은 지속적인 감소세를 보이고 있다. 모회사들은 기존 상장 자회사의 잔여 지분을 매입하여 완전 자회사로 편입시키거나, 시너지가 부족한 자회사 지분을 매각하는 방식을 적극적으로 취하고 있다.

2026년 3월 8일 기준, 일본 주식시장은 프라임(Prime) 1,589개사, 스탠다드(Standard) 1,571개사, 그로쓰(Growth) 600개사로 구성되어 있다. 이 중 모회사와 자회사가 동시 상장된 중복상장 기업 수는 프라임 58개사, 스탠다드 76개사, 그로쓰 32개사로, 전체 평균 중복상장 비율은 4.4% 수준이다.

그림 12. 일본 도쿄증권거래소의 상장시장 구조 개편(2022년 4월)



자료: JPX, 대신증권 Research Center

표 21. 일본 주식 시장별 중복상장 현황

시장 구분	기업 수 <sup>주)</sup>	중복상장 자회사 수	중복 상장 비율
Tokyo Prime	1,589	58	3.7%
Tokyo Standard	1,571	76	4.8%
Tokyo Growth	600	32	5.3%
<b>합계</b>	<b>3,760</b>	<b>166</b>	<b>4.4%</b>

주) 2026.03.08 기준

자료: Bloomberg, 대신경제연구소, 대신증권 Research Center

### 중복상장<sup>1</sup> 해소가 모회사 기업가치에 미친 영향

일본의 「자본비용과 주가를 고려한 경영 이행 방안」(2023년 1월 도입)을 벤치마크로 삼아 한국에 「밸류업 프로그램」이 도입(2024년 5월)되었다는 점에서, 제도 도입 전후 중복상장 변화와 모회사 기업가치(PBR) 변화의 관계는 중요한 시사점을 제공한다. 이를 분석하기 위해 2022년 말 기준 상장을 유지하고 있으며, 현재도 상장 중인 모회사 3,290개사를 대상으로, 2022년 12월 31일과 2026년 3월 8일의 PBR 변화를 비교·분석했다.

분석 결과, 프라임 시장에서 중복상장 구조 변화에 따른 모회사 PBR 증가율의 차별화가 명확하게 확인된다. 중복상장을 해소한 모회사의 평균 증가율은 56.8%로, 프라임 시장 전체 평균(49.1%)을 7.7%p 상회했다. 반면 중복상장이 오히려 증가한 모회사의 평균 PBR 증가율은 48.1%에 그쳐, 해소 기업과 증가 기업 간 격차는 8.7%p에 달했다. 중복상장 감소 > 시장 평균 > 중복상장 증가 기업이라는 뚜렷한 서열이 형성된 것이다.

스탠다드 시장에서는 상반된 결과가 관찰되었으나, 이는 두 가지 이유로 해석한다. 첫째, 표본 부족 문제다. 중복상장 증가·감소 기업이 각각 10개 미만으로, 통계적 유의성이 제한적이다. 둘째, 스탠다드 시장 내 중복상장 해소 기업은 단 1개의 자회사 상장폐지만 진행된 경우로, 단일 상장폐지만으로는 복잡한 지배구조 개선이 실질적으로 이루어졌다고 시장이 평가하지 않았을 가능성이 높다.

표 22. 일본 주식 시장별 중복상장을 해소한 모회사 수

시장 구분	분석대상 모회사 수 <sup>주)</sup>	중복상장 감소한 모회사 수	중복상장 증가한 모회사 수	중복상장 유지한 모회사 수
Tokyo Prime	1,497	86	8	1,403
Tokyo Standard	1,398	9	2	1,387
Tokyo Growth	395	6	-	389
합계	3,290	101	10	3,179

주) [표 22] 기업 수와 차이는 모회사인데 2022년 당시 상장되어 있지 않거나(213개사), 본인이 자회사인 기업(256개)  
 자료: Bloomberg, 대신경제연구소, 대신증권 Research Center

표 23. 자회사 중복상장을 해소한 모회사 평균 PBR 상승<sup>주)</sup>이 전체 평균을 상회(프라임 시장)

전체 평균 PBR 상승률 (A)	49.1%
자회사 중복상장 증가한 모회사 평균 PBR 상승률	48.1%
자회사 중복상장 감소한 모회사 평균 PBR 상승률 (B)	56.8%
차이 (B-A)	7.7%

주) 일본의 「자본비용과 주가를 고려한 경영 이행 방안」 도입 전(2022.12.31)과 후(2026.03.08) 비교  
 자료: Bloomberg, 대신경제연구소, 대신증권 Research Center

<sup>1</sup> 일본에서는 이를 「親子上場(친자상장, おやこじょうじょう)의 해소」라고 부른다.

### 해소 규모가 클수록 강해지는 기업가치 개선 효과

실제로 프라임 시장 내부에서도 중복상장 해소 규모에 따라 기업가치 개선 효과가 차별화된다. 시장 전반의 주가 상승 효과를 통제하기 위해 'PBR 상승률/주가 상승률' 지표를 활용했다. 이 비율이 1을 초과하면 주가 상승을 뛰어넘는 PBR 개선, 즉 실질적인 디스카운트 해소가 이루어졌음을 의미한다.

자회사 1개 상장폐지 기업의 경우 이 비율이 0.8로, 주가 상승 대비 PBR 상승이 뒤따르지 못해 디스카운트 해소 효과가 제한적이었다. 반면 자회사 2개 이상 상장폐지 기업은 1.3으로 주가 상승을 이기는 PBR 개선이 나타났으며, 3개 상장폐지 기업은 1.8에 달했다.

특히 자회사 3개를 상장폐지한 기업들은 기업가치 제고 정책이 본격화된 2023~2025년 3년간 중복상장 해소를 지속적으로 추진해온 사례에 해당한다. 연속적인 지배구조 개편 노력이 단순한 구조 변화를 넘어, 경영진의 거버넌스 개선 의지와 실행력으로 시장에서 재평가 받았을 가능성이 높다고 판단한다.

### 한국에 주는 시사점

일본의 경험이 한국 투자자들에게 시사하는 바는 명확하다. 중복상장 해소는 단순히 지배구조 문제를 정리하는 것을 넘어, 모회사의 기업가치가 온전히 시장에서 인정받는 구조로의 전환을 의미한다. 그리고 그 효과는 해소의 규모와 지속성에 비례해 커진다. 2026년 상반기 한국거래소의 중복상장 가이드라인 발표를 앞두고, 일본이 먼저 걸어간 이 경로는 향후 한국 지주회사 밸류에이션 리레이팅의 방향성을 가늠하는 유효한 나침반이다.

표 24. 프라임(Prime) 시장 내 중복상장 해소 규모에 따른 기업가치 개선 효과

	분석 기업 수	평균 주가 상승률	평균 PBR 상승률	PBR 상승률/주가 상승률
Prime 자회사 <u>1개</u> 감소	65	61.5%	50.1%	0.8
<u>2개 이상</u>	21	59.3%	77.5%	1.3
Prime 자회사 2개 이상 감소	16	52.6%	56.0%	1.1
<u>3개</u>	5	80.8%	146.2%	1.8
합계	86			

자료: Bloomberg, 대신경제연구소, 대신증권 Research Center

표 25. 중복상장을 해소(상장폐지, 완전자회사화)한 프라임 시장 86 개사

티커	기업명	중복상장 감소 수	PBR	
			2022.12.31	2026.03.08
9432 JP Equity	NTT INC	-3	1.5	1.3
5802 JP Equity	SUMITOMO ELEC IN	-3	0.6	3.1
8058 JP Equity	MITSUBISHI CORP	-3	0.8	2.1
8267 JP Equity	AEON CO LTD	-3	2.4	4.9
8001 JP Equity	ITOCHU CORP	-3	1.3	2.3
5401 JP Equity	NIPPON STEEL COR	-2	0.5	0.6
6594 JP Equity	NIDEC CORP	-2	2.6	1.5
9069 JP Equity	SENKO GROUP HOLD	-2	0.9	1.4
8053 JP Equity	SUMITOMO CORP	-2	0.7	1.5
3003 JP Equity	HULIC CO LTD	-2	1.2	1.6
4088 JP Equity	AIR WATER INC	-2	0.8	1.1
8002 JP Equity	MARUBENI CORP	-2	1.0	2.1
8020 JP Equity	KANEMATSU CORP	-2	0.7	2.0
5019 JP Equity	IDEMITSU KOSAN C	-2	0.5	1.0
9628 JP Equity	SAN HOLDINGS	-2	0.6	0.8
8750 JP Equity	DAI-ICHI LIFE HO	-2	1.0	1.4
8766 JP Equity	TOKIO MARINE HD	-2	1.5	2.2
3288 JP Equity	OPEN HOUSE GROUP	-2	1.7	2.1
3050 JP Equity	DCM HD	-2	0.7	0.7
3076 JP Equity	AI HOLDINGS CORP	-2	1.6	1.3
6209 JP Equity	NPR-RIKEN CORP	-2	0.3	0.8
5122 JP Equity	OKAMOTO INDS INC	-1	0.9	1.0
3105 JP Equity	NISSHINBO HD	-1	0.6	0.9
4078 JP Equity	SAKAI CHEM INDUS	-1	0.4	0.8
8591 JP Equity	ORIX CORP	-1	0.7	1.2
5233 JP Equity	TAIHEYO CEMENT	-1	0.5	0.7
2809 JP Equity	KEWPIE	-1	1.3	1.9
6701 JP Equity	NEC CORP	-1	0.8	2.9
9602 JP Equity	TOHO CO LTD	-1	2.2	2.6
1801 JP Equity	TAISEI CORP	-1	1.0	3.5
9401 JP Equity	TBS HOLDINGS INC	-1	0.4	0.8
1803 JP Equity	SHIMIZU CORP	-1	0.6	2.5
4063 JP Equity	SHIN-ETSU CHEM	-1	1.7	2.7
9735 JP Equity	SECOM CO LTD	-1	1.4	1.9
4005 JP Equity	SUMITOMO CHEM CO	-1	0.6	0.8
1911 JP Equity	SUMITOMO FOREST	-1	0.7	0.9
4507 JP Equity	SHIONOGI & CO	-1	2.0	1.9
6504 JP Equity	FUJI ELECTRIC CO	-1	1.5	2.2
1878 JP Equity	DAITO TRUST CONS	-1	2.4	2.5
1925 JP Equity	DAIWA HOUSE INDU	-1	0.9	1.2
8359 JP Equity	HACHIJUNI NAGANO	-1	0.3	0.8
9042 JP Equity	HANKYU HANSHIN H	-1	1.0	0.9
8242 JP Equity	H2O RETAILING	-1	0.6	0.9

티커	기업명	중복상장 감소 수	PBR	
			2022.12.31	2022.12.31
1808 JP Equity	HASEKO	-1	0.9	1.6
3407 JP Equity	ASAHI KASEI CORP	-1	0.7	1.2
9832 JP Equity	AUTOBACS SEVEN	-1	0.9	1.0
4631 JP Equity	DIC CORP	-1	0.5	0.8
7751 JP Equity	CANON INC	-1	0.9	1.1
9502 JP Equity	CHUBU ELEC POWER	-1	0.5	0.6
5406 JP Equity	KOBE STEEL LTD	-1	0.3	0.7
8031 JP Equity	mitsui & co	-1	1.0	2.0
6503 JP Equity	mitsub elec corp	-1	0.9	2.7
4183 JP Equity	mitsui chemicals	-1	0.7	0.9
7280 JP Equity	mitsuba corp	-1	0.3	0.6
8154 JP Equity	KAGA ELECTRONICS	-1	0.9	1.1
9008 JP Equity	KEIO CORP	-1	1.7	1.1
2503 JP Equity	KIRIN HOLDINGS C	-1	1.6	1.6
9503 JP Equity	KANSAI ELEC PWR	-1	0.7	0.8
6141 JP Equity	DMG MORI CO LTD	-1	1.7	1.6
7552 JP Equity	HAPPINET CORP	-1	1.0	2.3
7593 JP Equity	VT HOLDINGS CO	-1	0.9	0.9
9435 JP Equity	HIKARI TSUSHIN	-1	1.6	1.7
6178 JP Equity	JAPAN POST HOLDI	-1	0.3	0.6
6750 JP Equity	ELECOM CO LTD	-1	1.4	1.4
8739 JP Equity	SPARX GROUPS CO	-1	2.8	2.1
8306 JP Equity	mitsubishi ufj f	-1	0.6	1.5
8015 JP Equity	TOYOTA TSUSHO	-1	0.9	2.2
6371 JP Equity	TSUBAKIMOTO CHAI	-1	0.5	0.9
6947 JP Equity	ZUKEN INC	-1	1.8	2.5
9793 JP Equity	DAISEKI CO LTD	-1	3.0	2.3
9842 JP Equity	ARCLANDS CORP	-1	0.6	0.9
2170 JP Equity	LINK AND MOTIVAT	-1	8.3	4.5
9143 JP Equity	SG HOLDINGS CO L	-1	2.2	1.7
3445 JP Equity	RS TECHNOLOGIES	-1	2.5	1.4
2117 JP Equity	WELLNEO SUGAR CO	-1	0.8	1.3
2734 JP Equity	SALA CORP	-1	0.7	0.8
2337 JP Equity	ICHIGO INC	-1	1.3	1.7
3391 JP Equity	TSURUHA HOLDINGS	-1	1.8	1.9
5076 JP Equity	INFRONEER HOLDIN	-1	0.8	1.1
6560 JP Equity	LTS INC	-1	4.7	1.6
3289 JP Equity	TOKYU FUDOSAN HD	-1	0.7	1.2
3612 JP Equity	WORLD CO LTD	-1	0.6	1.3
4480 JP Equity	MEDLEY INC	-1	8.6	4.1
9434 JP Equity	SOFTBANK CORP	-1	3.9	3.5
3993 JP Equity	PKSHA TECHNOLOGY	-1	1.8	2.9
4384 JP Equity	RAKSUL INC	-1	9.2	6.7

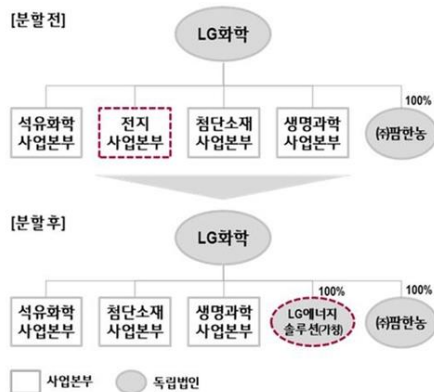
자료: Bloomberg, 대신경제연구소, 대신증권 Research Center

Case 1. (과거) 이슈의 촉발과 멈추지 않는 진통

2020년 10월, LG화학은 핵심인 전자사업본부를 물적분할하여 LG에너지솔루션을 신설했다. 당시 지분 10.4%를 보유했던 국민연금은 주주 가치 희석 우려를 표명하며 반대표를 던졌으나, 2021년 LG에너지솔루션은 114조 원이라는 역대 최대 청약 증거금을 기록하며 화려하게 상장했다. 그러나 이 흥행의 이면에는 모회사 LG화학 주주들의 극심한 가치 훼손과 ‘한국형 모자회사 더블 카운팅’이라는 논란이 남았다.

이 상흔은 단기적 이슈로 끝나지 않았다. 국민연금은 2024년 8월 LG화학의 보유 목적을 ‘일반투자’로 변경하여 적극적 주주권 행사를 예고했고, 2025년에는 비공개 증점관리 대상 기업으로 지정했다. 나아가 2025년 말, 영국계 행동주의 펀드 팰리서캐피탈(Palliser Capital)은 LG에너지솔루션 지분 매각을 통한 대규모 자사주 매입 등을 요구하며 압박 수위를 높였다. 2026년 3월 31일 LG화학 정기주주총회에는 팰리서캐피탈이 제안한 ‘권고적 주주제안의 도입’과 ‘선임독립이사 선임’ 관련 정관 변경 안건이 상정되었다. 의결 정족수 3분의 2 이상의 찬성이 필요한 특별결의 사항으로, LG에너지솔루션 지분 유동화를 통한 주주환원 요구가 시장에서 얼마나 파괴력을 가질지 가늠할 이벤트가 될 것이다.

그림 13. LG 화학의 LG 에너지솔루션 분할 발표



자료: LG화학 보도자료(2020.09.17), 대신증권 Research Center

그림 14. 지배구조 개편 안건에 대한 국민연금 의결권 행사내역

의안번호	의안내용	행사내용	반대사유	근거조항
제1호	회사분할승인	반대	분할계획의 취지 및 목적에는 공감하나, 지분가치 희석 가능성 등 국민연금의 주주 가치 훼손 우려	세부기준 39조

자료: 국민연금, 대신증권 Research Center

그림 15. LG 화학 지분구조 및 임시주주총회(2020.10.30) 결과



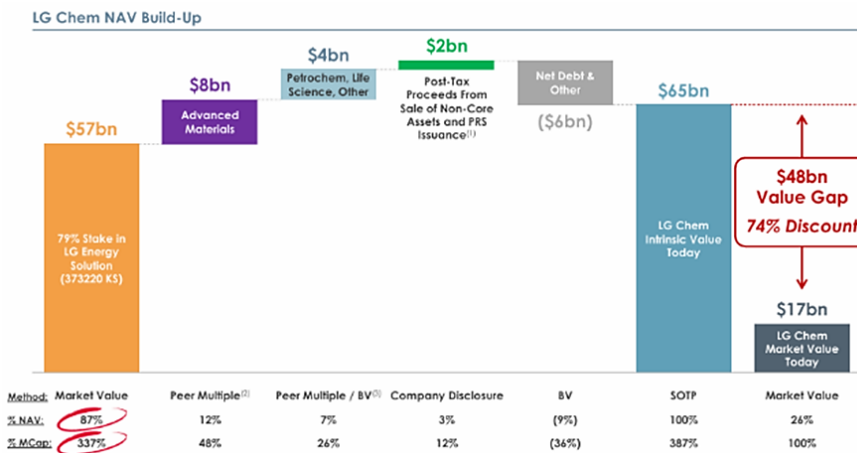
자료: LG화학 3분기보고서(2020), LG화학 지배구조보고서(2020), 대신증권 Research Center

표 26. 지배구조 개편 및 행동주의 캠페인 일지

일자	내용
2020.09.17	[분할 계획 발표] LG 화학 이사회는 전지사업본부를 물적분할하여 신설법인 'LG 에너지솔루션' 설립을 결의.
2020.10.30	[임시주주총회 승인] LG 화학 임시주주총회에서 물적분할 안건이 가결. 찬성률 82.2%로 통과.
2020.12.01	[LG 에너지솔루션 공식 출범] LG 에너지솔루션이 LG 화학의 10% 자회사로 공식 출범.
2021.06.08~11.30	[상장예비심사 신청 및 승인] LG 에너지솔루션의 IPO 절차가 본격적으로 시작.
2022.01.11~01.12	[기관 수요예측] 수요예측에서 국내 기관 1536 곳, 해외 기관 452 곳 등 총 1988 개 기관이 참여하여 유가증권시장 IPO 수요예측 역사상 최고 경쟁률인 '2023:1'을 기록. 전체 주문 규모는 1경 5,203 조 원으로 유가증권시장 역대 최대 주문액이 몰리며 흥행에 성공.
2022.01.18~01.19	[일반 투자자 청약] 증거금 약 114 조 원이 모이며 국내 IPO 역사상 최대 기록을 경신.
2022.01.27	[유가증권시장 상장] 시초가 59 만 7,000 원으로 시작하여 상장 이후 시가총액 2위에 등극.
2025.10.22	[행동주의 펀드 등장] 행동주의 펀드 팰리서캐피탈은 LG 화학에 LG 에너지솔루션 지분 매각을 통한 대규모 자사주 매입, 이사회 개편 및 자본 배분 정책 개선 등을 공개적으로 요구하며 주주 가치 제고 방안을 제안.
2026.02.23	[팰리서캐피탈 가치분 신청] 정기주주총회에 주주 제안을 안건으로 상정하도록 하는 의안 상정 가치분 신청 제기.
2026.02.26	[팰리서캐피탈 주주 제안] 정관 변경 안건을 통해 권고적 주주제안과 선임독립이사 선임에 관한 내용을 상정.

자료: 언론 보도, 대신경제연구소, 대신증권 Research Center

그림 16. 팰리서캐피탈의 LG 화학 밸류업 요구 사항



자료: Paliser Capital 「Unlocking LG Chem's Deep Discount」 (2025.10.22), 대신증권 Research Center

그림 17. 정기주주총회 부의 안건에 포함된 팰리서캐피탈의 주주제안

주주총회 소집 결의

1. 구분	정기주주총회	
2. 일시	2026-03-31	09 : 00
3. 장소	서울특별시 영등포구 여의대로 128 L6트윈타워 동관 지하1층 커넥트홀	
4. 의안 주요내용	<p>☐ 제 25기 정기주주총회 회의 목적사항</p> <p>※ 보고안건</p> <p>가. 제 25기(2025.1.1 ~ 2025.12.31) 감사보고                  나. 제 25기(2025.1.1 ~ 2025.12.31) 영업보고                  다. 주요주주 등 이해관계자와의 거래 보고                  라. 내부회계관리제도 운영실태보고</p> <p>※ 부의안건</p> <p>○제 1호 의안 : 제 25기 재무제표 승인의 건                  - 이익잉여금처분계산서(안) 포함                  (1주당 배당예정액: 보통주 2,000원, 우선주 2,050원)</p> <p>○제 2호 의안 : 정관 변경의 건</p> <p>- 제 2-1호 (이사회안): 집중투표제 배제 조항 삭제                  - 제 2-2호 (이사회안): 전자주주총회 제도 도입                  - 제 2-3호 (이사회안): 독립이사로 명칭 변경                  - 제 2-4호 (이사회안): 감사위원 분리선출 인원 확대                  - 제 2-5호 (이사회안): 감사위원 선/해임 시 의결권 제한 강화                  - 제 2-6호 (이사회안): 정관 정비                  - 제 2-7호 (주주제안): 권고적 주주제안의 도입                  - 제 2-8호 (주주제안): 선임독립이사 선임</p> <p>※ 주주제안자는 팰리서캐피탈마스터펀드리미티드 (Palliser Capital Master Fund Ltd) 외 1인입니다.</p> <p>○제 3호 의안 : 주주제안의 건                  (제 3호 의안은 제 2-7호 의안이 가결될 경우에만 상정되고, 그 외의 경우에는 자동 폐기됨)</p>	

자료: DART, 대신증권 Research Center

표 27. 2026년 정기주주총회 부의 안건에 포함된 팰리서캐피탈의 주주제안

제2호 의안: (주주제안에 따른) 정관 변경의 건

제 14 조의 3 (권고적 주주제안)

- ① 6개월 전부터 계속하여 이 회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 1천분의 5 이상에 해당하는 주식을 보유한 주주는 이사에 게 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전 연도의 정기주주총회일에 해당하는 그 해의 해당일, 이하 이 조에서 같다)의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 법령 또는 이 정관이 주주총회 결의사항으로 정하지 않은 사항이더라도 회사의 지배구조, 자본 배분 정책, 임원 보상 정책 및 주주환원 정책 등 주주 및 회사 이익 보호에 관한 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안(이하 "권고적 주주제안")할 수 있다.
- ② 제 1 항의 주주는 이사에게 주주총회일의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 회의의 목적으로 할 사항에 추가하여 당해 주주가 제출하는 의안의 요령을 상법 제 363 조에서 정하는 통지에 기재할 것을 청구할 수 있다.
- ③ 이사는 권고적 주주제안이 있는 경우에는 이를 이사회에 보고하고, 이사회는 주주제안의 내용이 법령 또는 정관에 반하거나, 양립할 수 없는 경우를 제외하고는 이를 주주총회 목적사항으로 하여야 한다. 이 경우 주주제안을 한 자의 청구가 있는 때에는 주주총회에서 당해 의안을 설명할 기회를 주어야 한다.
- ④ 권고적 주주제안에 대한 주주총회 결의는 제 18 조의 방법으로 하되, 그 결과는 당 회사를 구속하지 않는다.
- ⑤ 권고적 주주제안이 제 4 항에 따른 방법으로 가결된 경우, 회사는 주주제안이 있었던 주주총회 이후 처음으로 열리는 정기주주총회에서 그 이행 여부 및 구체적인 이행 내용을 보고하여야 하고, 이행하지 않은 경우에는 그 사유를 보고하여야 한다.

제 23 조의 1 (선임독립이사)

- ① 이사회는 독립이사(본 조의 독립이사는 이 정관의 사외이사와 같은 의미를 가진다. 이하 같다) 중 1 인을 독립이사를 대표하는 독립이사("선임 독립이사")로 선임할 수 있다. 단, 선임독립이사는 제 29 조 제 3 항 단서에 따라 선임된 독립이사인 감사위원회 위원 중에서 선임하도록 한다.
- ② 선임독립이사의 임기는 해당 독립이사의 임기로 한다.
- ③ 선임독립이사는 다음 각호의 업무를 수행한다.
  - 1. 독립이사 전원으로 구성되는 독립이사회의 소집 및 주재, 독립이사 의견 수렴 및 이사회와 경영진에게 전달
  - 2. 이사회 일정, 안건 부의 제안 등 이사회 운영 관련 협의
  - 3. 주주, 이사회, 경영진 간 원활한 커뮤니케이션 지원
  - 4. 주주 권익 보호를 위한 주주 면담 및 이사회와 경영진에게 주주 의견 수렴 결과 전달
  - 5. 독립이사의 효율적인 업무 수행 등에 필요한 정보 전달 등 지원
- ④ 이 회사는 선임독립이사가 제 3 항의 업무를 수행할 수 있도록 충분한 정보를 제공하는 등 적극 협조하여야 한다.

제 3 호 의안: 주주제안 건

제 3-1 호: 기업가치 제고계획에 NAV 할인율을 주요 재무지표로 공개하는 내용의 건

회사의 기업가치 제고계획에 NAV 할인율을 주요 재무지표로 포함하고, 매 분기마다 회사가 NAV 할인율을 산정 및 검토하여 공개하도록 권고함.

제 3-2 호: 기존 경영진 보상 계획에 주식연계보상을 도입하고 NAV 할인율 및 자기자본이익률(ROE)을 추가적인 핵심성과지표(KPI)로 연계하는 안에 대한 보상위원회 검토의 건

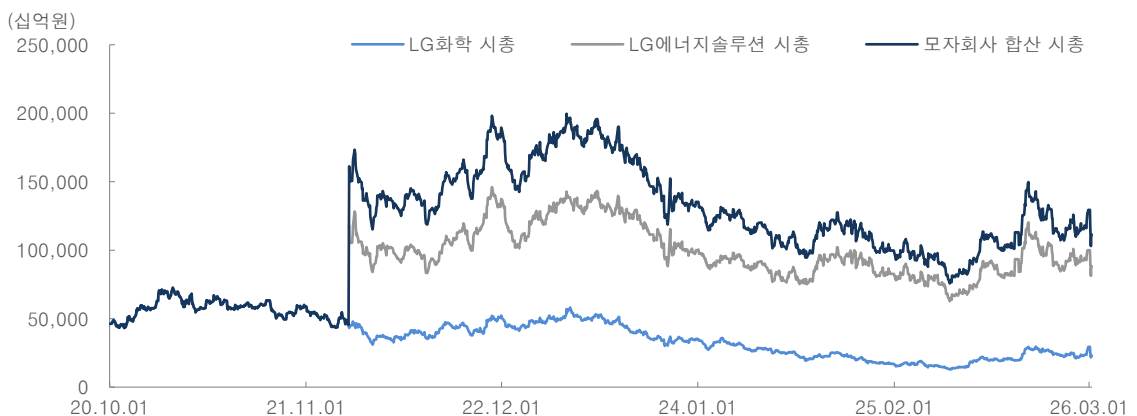
회사의 보상위원회가 기존 경영진 보상 계획에 (i) 경영진 보상의 일부를 주식으로 지급하는 주식연계보상을 도입하고 (ii) NAV 할인율 및 자기자본이익률(ROE)을 기존 경영진 보상에 관한 핵심성과지표(KPI) 중의 하나로 반영함으로써 주주 친화적 보상체계의 수립을 검토하고, 검토 결과를 2026년 12월 31일까지 공개하도록 권고함.

제 3-3 호: LG 에너지솔루션 지분 유동화 규모를 확대하고 이에 따른 추가 자금을 활용하여 자기주식 매입 및 소각을 실행하는 내용의 주주환원 정책 보강의 건

이사회가 LG 에너지솔루션 보유 지분을 기존 발표 수준의 70% 미만으로 낮추고 추가로 확보한 자금으로 자기주식 매입 및 소각을 진행하여 2026.1.29. 자 공시 주주 환원 정책을 보강하고, 상기 제안에 대한 검토 결과를 2026년 12월 31일까지 공개하도록 권고함.

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 18. 물적분할 후 자회사 상장 전후 기업가치 추이



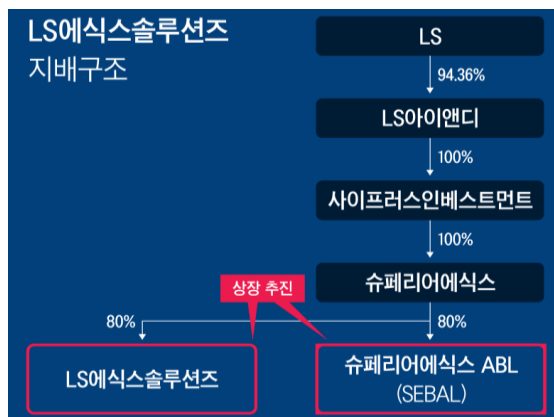
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

**Case 2. (현재) 다층적 중복상장 시도와 시장의 철퇴**

2025~2026년 자본시장을 달군 L그룹의 IPO 추진은 과거와는 결이 다른 중복상장 이슈를 던졌다. L그룹은 2008년 지주사 체제 전환 이후, 미국 나스닥 상장사였던 슈퍼리에에식스(Superior Essex)를 인수하며 다층적인 지배구조(지주회사→자회사→사이프러스인베스트먼트→슈페리에에식스→에식스솔루션즈)를 형성했다.

지주회사가 추진한 자회사 상장은 기존 상장사의 핵심 부문을 분할하는 방식이 아니라, M&A로 편입된 증손회사를 상장시키는 형태였다. 그러나 투자자들은 방식의 차이일 뿐, 결국 모회사와 자회사(증손회사)에 동일한 사업가치가 이중으로 반영되어 모회사 디스카운트를 유발한다는 ‘본질’을 꿰뚫었다. 과거 물적분할 사태로 학습된 시장은 즉각 반발했고, 대통령의 경고까지 이어지며 결국 IPO는 철회되었다. 이는 중복상장 금지의 영역이 단순한 ‘물적분할 후 상장’을 넘어 ‘M&A 및 신설 법인을 통한 다층적 상장’까지 전방위적으로 확대되었음을 알리는 상징적 사건이라 판단한다.

**그림 19. 다층적인 지배구조**



자료: 인베스트 조선, 대신증권 Research Center

**표 28. 중복상장 발표에서 철회까지 논란 일지**

일자	내용
2025.11.07	[상장 예비심사 청구] 미국 계열사인 에식스솔루션즈의 코스피 상장을 위해 한국거래소에 예비심사를 신청.
2025.11.20	[기업설명회 개최] 에식스솔루션즈 국내 재상장에 대한 설명회를 개최하고, 내년 1분기 중 자기주식 50만주 소각과 ROE 8% (2024년 말 기준 5.1%), 배당금 매년 5% 이상 증액, 2030년까지 배당금 30% 이상 증가 및 중간배당 계획 등 추가적인 주주환원 계획을 발표.
2026.01.12	[소액주주 반발 격화] 소액주주 플랫폼 '액트' 등을 중심으로 '쪼개기 상장' 반대 탄원서 제출.
2026.01.22	[대통령 공식 지적] 대통령이 "L자 들어가는 주식은 안 산다"는 여론을 언급하며 중복상장 문제를 직접 비판.
2026.01.26	[상장 철회] 주주 보호와 신뢰 제고를 이유로 에식스솔루션즈의 상장 예비심사 신청 철회를 공식 발표. 2월 중 자사주 50만 주 추가 소각, 총 2000억 원 규모의 자사주 소각 원료 계획과 배당금 전년 대비 40% 이상 인상 및 2030년까지 PBR 2배 이상 확대하는 주주환원 정책 발표.
2026.02.11	[배당확대 및 자기주식 소각] 현금배당 2,500 원(전년 대비 51% 상승), 자사주 50만 주 소각 결정 발표.

자료: 언론 보도, 대신경제연구소, 대신증권 Research Center

그림 20. 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 29. '중복상장' 핵심 정리

구분	내용
의미	모회사와 자회사가 함께 상장하여 모회사 기업가치가 희석될 수 있는 지배구조
대표 유형	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대기업 물적분할 후 자회사 상장</li> <li>• 신규 법인 설립 후 상장</li> <li>• 기존 법인 인수 후 상장</li> </ul>
향후 계획	한국거래소는 중복상장 가이드라인을 마련하여 2026년 상반기 중 공개 → 의견 수렴을 거쳐 세칙 개정 추진 예정

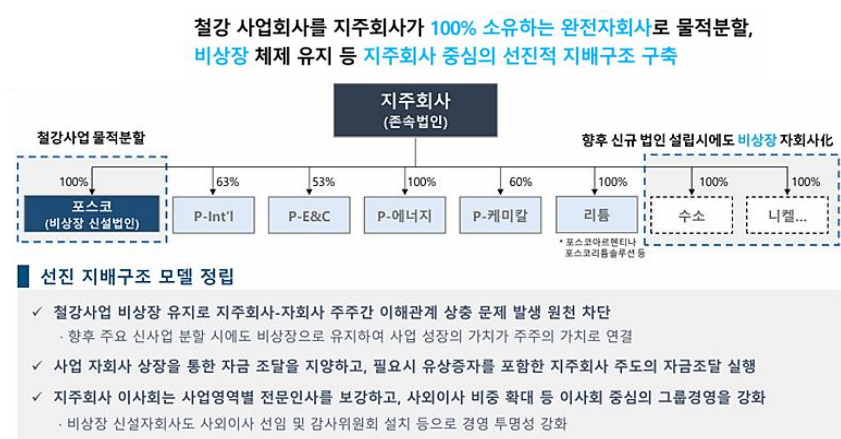
자료: 대신증권 Research Center

Case 3. (Best Practice) 비상장 유지 원칙과 정관의 힘

POSCO홀딩스의 지주회사 전환 과정은 투자자의 신뢰를 어떻게 지켜내는지 보여주는 모범 사례라고 판단한다. 2022년 1월, (주)포스코는 철강 생산 및 판매 부문을 단순 물적 분할하여 비상장 신설법인(주식회사 포스코)으로 분리하고, 존속회사를 상장 지주회사(POSCO홀딩스)로 전환했다.

이 Best Practice의 핵심은 분할에 앞서 2021년 12월 이사회가 결의한 ‘정관 개정’에 있다. 신설 철강 자회사가 향후 증시 상장을 추진할 경우, 반드시 단독 주주인 POSCO홀딩스의 ‘주주총회 특별결의’를 통해 사전 승인을 받도록 정관에 명시한 것이다. 모회사 일반 주주들에게 자회사 상장에 대한 실질적인 거부권을 부여한 이 조치는 주요 기관투자자들의 찬성을 이끌어냈다. 자회사를 비상장으로 유지하여 이해 상충을 원천 차단하고, 중복상장 가능성에 겹겹이 자물쇠를 채운 이 구조는 지주회사 전환이 주주가치 훼손으로 이어지지 않음을 증명한 긍정적인 레퍼런스(Reference)라 평가한다.

그림 21. (주)포스코 지주회사 체제 전환 계획 발표



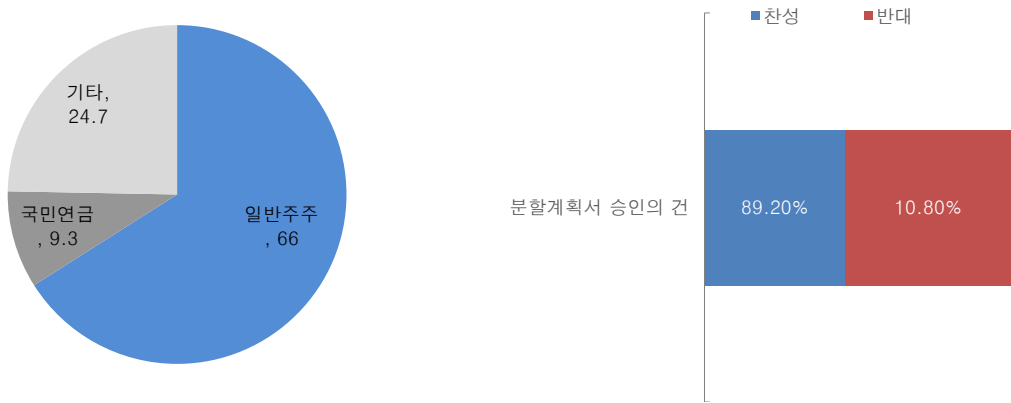
자료: (주)포스코 지주회사 체제 전환 계획 및 2030 중장기 성장전략(2021.12.10), 대신증권 Research Center

그림 22. 회사 정관 개정을 포함한 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회 소집

<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(2022년3월2일 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

그림 23. POSCO 홀딩스 지분구조 및 임시주주총회(2022.01.28) 결과



자료: POSCO홀딩스 사업보고서(2022), POSCO홀딩스 지배구조보고서(2022), 대신증권 Research Center

그림 24. POSCO 홀딩스 주가 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## [애널리스트 뷰] 지주사 디스카운트 해소의 원년

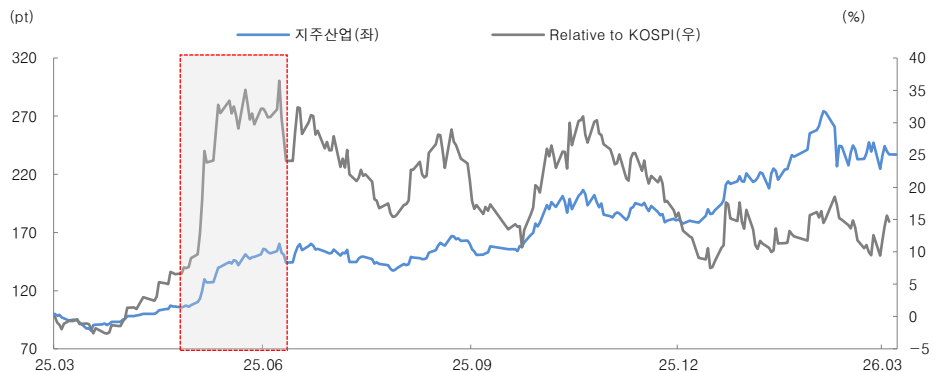
Case 1, Case 2, 그 가운데 Best Practice까지 일련의 과정은 곧 다가올 거대한 제도적 변화의 전주다. 한국거래소는 올해 상반기에 「모자회사 중복상장 가이드라인」을 발표할 예정이다. 당국은 과거 물적분할 문제 정비를 넘어, 새로운 사례로 등장한 M&A나 신설법인을 통한 상장외의 경우에도 모자회사 중복상장을 원칙적으로 금지하는 강력한 잣대를 준비 중이다.

‘가이드라인’이기에 법률적 강제성을 띠지 않더라도, 거래소의 상장 심사 단계에서 실질적인 거부권으로 작용할 것이 자명하다. 이는 곧 자회사의 가치가 고스란히 지주회사의 시가총액으로 수렴되는 정상적인 밸류에이션 환경이 조성됨을 의미한다.

2025년 지주회사 밸리의 기저에는 대통령 공약으로 가시화된 상법 개정 기대감이 자리하고 있었다. 이는 코리아 디스카운트의 근본을 타격하는 조치였다. 2026년 시행될 중복상장 규제 가이드라인은 여기서 한 발 더 나아가 ‘지주회사 디스카운트’를 정조준한다.

물론 기존에 이미 중복상장된 기업들에게 상장폐지나 단일 상장사 구조로의 전환을 소급하여 강제하지는 않을 것이다. 하지만 시장을 짓누르던 ‘미래의 잠재적 쪼개기 상장 리스크’가 소멸되었다는 사실 하나만으로도 지주회사에 강력한 트리거가 되기에 충분하다. 2026년은 한국형 지주회사가 만성적인 디스카운트를 털어내고, 온전한 기업가치를 인정받는 원년이 될 것이다.

그림 25. '상법 개정'이 포함된 대통령 공약 발표 후 지주산업 밸리



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 26. 금융당국이 발표한 [주주보호] 제도 개편 중 ①중복상장 원칙 금지

**나. [주주보호] 주주가치가 존중되는 기업문화 조성**

▶ 일반주주 권익 강화와 투자자 감시(Stewardship) 확대를 통해 기업이 스스로 저평가 요인을 해소하도록 유도

**1. 중복상장\* 원칙금지** ※모회사가 상장된 상태에서 자회사 상장(모회사와 동시 상장)

□ **[현행]** 해외 주요국 대비 중복상장 비중이 높은 편\*으로, 중복상장이 핵심사업 분리, 대주주 지배력 강화 등으로 이어지는 경향

\* 상장사 간 자본보유 시총 기준 중복상장 비율(코스피+코스닥, '24년)  
: 한국 18.4%, 미국 0.4%, 일본 4.4%, 중국 2.0%, 대만 3.2%

○ 특히, 유망 자회사 중복상장은 모회사 주가에 악영향을 미치는 경우가 많아 모회사 일반주주 피해 우려

□ **[개선]** 중복상장에 따른 모회사 일반주주 권익 침해 방지장치 마련

① 한국거래소 상장심사시 중복상장 원칙금지\*

\* 일반주주 동의, 국내상장 필요성 등을 종합 고려하여 예외적인 경우만 허용

- 쪼개기 상장(물적·인적분할 후 상장) 뿐만 아니라 실질적 지배력을 기준으로 중복상장 심사대상·심사기준을 명확히 정립\*

※ 심사대상 및 심사기준(안) \* '26.2Q 의견수렴 예정

- [대상(안)] ① 상장회사의 외부감사법상 종속회사 또는 ② 상장회사의 공정거래법상 계열회사로서 수직적 지배관계에 있는 회사(손자회사 등 포함)를 상장하는 경우
- [심사기준(안)] 상장필요성, 주주소통, 일반주주보호, 영업의 독립성, 경영의 독립성 등을 중심으로 설정

② 자회사 중복상장시 모회사 이사회에 주주 충실의무 부여 (자회사의 해외 중복상장시에도 적용 가능)

\* 한국거래소 상장심사를 통한 중복상장 원칙금지는, 자회사를 해외거래소에 상장시키는 경우에는 규율 불가능 → 이사의 주주충실의무를 통해 범위 확대·보완

- 자회사 중복상장 추진시 모회사 이사회가 일반주주 관점에서 영향 평가\* 및 공시 등을 수행하도록 의무 부과

\* 모회사 주주 관점에서 중복상장이 부정적이면 실질적으로 추진 제한

※ [필요조치] ① 거래소 상장규정 개정(~'26.6월)

② 거래소 상장·공시규정 개정(~'26.6월), 자본시장법 개정안 마련(~'26.6월)

자료: 금융위원회(2026.03.18, 자본시장 체질개선 방안), 대신증권 Research Center

[Outlook 2026] 모멘텀(2) 한국형 PBR 개혁

(2-1) 상속·증여세법 개정 - 밸류업의 법적 동기 부여

현재 발의된 「상속세 및 증여세법 개정안」은 최대주주가 주가를 낮게 유지하려는 유인을 제거하고, 주가를 정상가치(PBR 1배 수준)로 부양할 때 세제 혜택을 주는 ‘당근과 채찍’ 구조로 설계되었다.

승계를 앞둔 상장기업의 최대주주는 최대 60%(최고세율 50%+할증세율 20%)에 달하는 징벌적 상속세 부담을 줄이기 위해, 주가를 순자산가치(NAV) 대비 낮은 수준으로 방치할 유인이 존재했다. 낮은 주가가 곧 절세였기 때문이다.

그러나 이번 상속·증여세법 개정안은 이러한 게임의 법칙을 뒤집었다. “주가를 낮추면 더 많은 세금을 내고, 주가를 제값으로 올리면 혜택을 주는” 구조다. 즉 승계를 앞둔 최대주주가 인위적으로 주가를 누를 실익이 사라지고, 오히려 밸류업(Value-up)에 나설 수밖에 없는 법적 동기를 부여하는 3가지 핵심 조항은 다음과 같다.

그림 27. 회장 별세 이후 주가 흐름



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 28. 「상속세 및 증여세법」 下 재산의 평가

제63조(유가증권 등의 평가) ① 유가증권 등의 평가는 다음 각 호의 어느 하나에서 정하는 방법으로 한다. < 개정 2013. 5. 28., 2016. 12. 20.>

1. 주식등의 평가

가. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 증권시장에서 거래되는 주권상장법인의 주식등 중 대통령령으로 정하는 주식등(이하 이 호에서 “상장주식”이라 한다)은 평가기준일(평가기준일이 공휴일 등 대통령령으로 정하는 매개가 없는 날인 경우에는 그 전일을 기준으로 한다) 이전·이후 각 2개월 동안 공표된 매일의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따라 거래소허가를 받은 거래소(이하 “거래소”라 한다) 최종 시세가액(거래실적 유무를 따지지 아니한다)의 평균액(평균액을 계산할 때 평가기준일 이전·이후 각 2개월 동안에 증자·합병 등의 사유가 발생하여 그 평균액으로 하는 것이 부적당한 경우에는 평가기준일 이전·이후 각 2개월의 기간 중 대통령령으로 정하는 바에 따라 계산한 기간의 평균액으로 한다). 다만, 제38조에 따라 합병으로 인한 이익을 계산할 때 합병(분할합병을 포함한다)으로 소멸하거나 흡수되는 법인 또는 신설되거나 존속하는 법인이 보유 한 상장주식의 시가는 평가기준일 현재의 거래소 최종 시세가액으로 한다.

자료: 국가법령정보센터, 대신증권 Research Center

①PBR 0.8배 룰 (개정안 제63조제3항)

개정안은 상장주식이라 하더라도 PBR이 0.8배에 미치지 못할 경우, 시장가격이 아닌 ‘비상장주식 보충적 평가방법’을 적용하여 순자산가치의 80%를 과세표준으로 강제하는 조항을 신설했다.

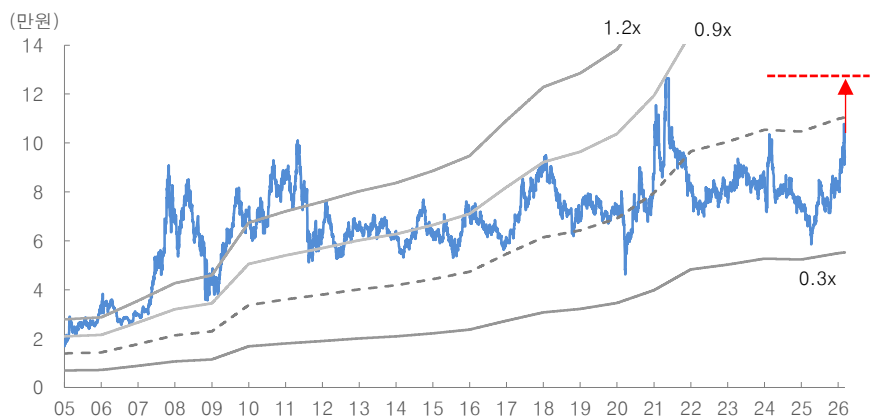
지금까지는 주가가 장부가의 절반에 불과해도 그 낮은 시장가격을 기준으로 세금을 냈다. 하지만 개정안이 통과되면, 대주주가 주가를 아무리 낮게 유지하려 해도 PBR 0.8배 미만 구간에서는 세금이 장부가(NAV) 기준으로 부과된다. 즉, 주가 억제를 통한 절세 효과가 소멸되는 것이다. 이는 지주회사의 주가가 최소한 0.8배 수준까지 회복되어야 할 강력한 하방 경직성을 제공한다.

표 30. 개정안 제 63 조제 3 항 신·구조문 대비표

현행	개정안
제 63 조(유가증권 등의 평가)	제 63 조(유가증권 등의 평가)
1. 주식등의 평가 (생략)	1. ————— (생략)
2. (생략)	2. (현행과 같음)
② (생략)	② (현행과 같음)
<u>(신설)</u>	③ 제 1 항제 1 호가목에도 불구하고 대통령령으로 정하는 최대주주 또는 최대출자자 및 그의 특수관계인에 해당하는 주주등(이하 이 조 및 제 73 조에서 “최대주주등”이라 한다)의 상장주식을 제 1 항제 1 호가목의 방법으로 평가한 1 주당 가액이 대통령령으로 정하는 1 주당 순자산가치에 100 분의 80 을 곱한 금액(이하 이 항에서 “자산평가최저주식가액”이라 한다)보다 낮은 경우에는 제 1 항제 1 호나목의 방법으로 평가한 1 주당 가액(그 가액이 자산평가최저주식가액보다 낮은 경우에는 자산평가최저주식가액을 말한다)을 상장주식의 가액으로 한다.

자료: 상속세 및 증여세법 일부개정법률안(의안번호 10445), 대신증권 Research Center

그림 29. 저평가 지주사들이 0.8 배까지 갭(Gap) 메우기에 나설 수밖에 없는 구조



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

②최대주주 할증평가 폐지 (개정안 제63조제4항)

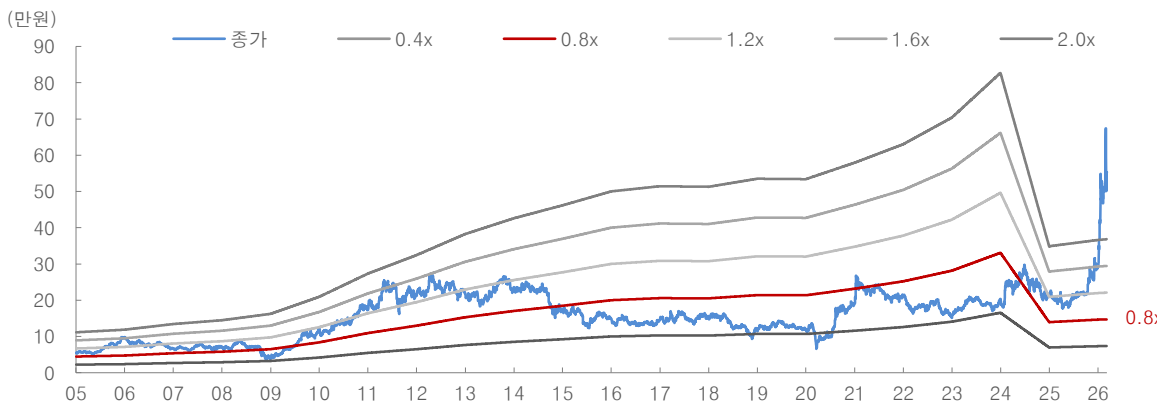
주가가 순자산가치를 반영하여 정상적으로 형성된 경우, 기업 승계 시 확일적으로 부여되던 ‘최대주주 주식 20% 할증평가’ 규정이 폐지된다. 기존에는 경영권 프리미엄 명목으로 최대주주 지분에 20%를 가산하여 세금을 매겼으나, 개정안은 상장주식에 한해 이 가산 규정을 삭제했다. ①PBR 0.8배 룰이 ‘채찍’이라면, ②할증 폐지는 최대주주가 주가를 제값으로 받도록 유도하는 ‘당근’으로 작용하여 밸류업을 가속화 할 것으로 예상된다.

표 31. 개정안 제 63 조제 4 항 신·구조문 대비표

현행	개정안
<p><b>제 63 조(유가증권 등의 평가)</b></p> <p>3. 주식등의 평가 (생략)</p> <p>4. (생략)</p> <p>② (생략)</p> <p>〈신설〉</p> <p>③ 제 1 항제 1 호, 제 2 항 및 제 60 조제 2 항을 적용할 때 대통령령으로 정하는 최대주주 또는 최대출자자 및 그의 특수관계인에 해당하는 주주등(이하 이 항에서 “최대주주등”이라 한다)의 주식등(대통령령으로 정하는 중소기업, 대통령령으로 정하는 중견기업 및 평가기준일이 속하는 사업연도 전 3년 이내의 사업연도부터 계속하여 「법인세법」 제 14 조제 2 항에 따른 결손금이 있는 법인의 주식등 등 대통령령으로 정하는 주식등은 제외한다)에 대해서는 제 1 항제 1 호 및 제 2 항에 따라 평가한 가액 또는 제 60 조제 2 항에 따라 인정되는 가액에 그 가액의 100분의 20을 가산한다. 이 경우 최대주주등이 보유하는 주식등의 계산방법은 대통령령으로 정한다.</p>	<p><b>제 63 조(유가증권 등의 평가)</b></p> <p>3. 주식등의 평가 (생략)</p> <p>4. (생략)</p> <p>② (생략)</p> <p>③ 〈신설〉</p> <p>④ 제 1 항제 1 호나목 ————— 최 대주주등의 —————</p> <p>————— 제 1 항제 1 호나목</p>

자료: 상속세 및 증여세법 일부개정법률안(의안번호 10445), 대신증권 Research Center

그림 30. H사 주가 추이



자료: DART, 대신증권 Research Center

표 30. 개정안을 적용한 상속세 시나리오

(단위: 주, 원, 억원)

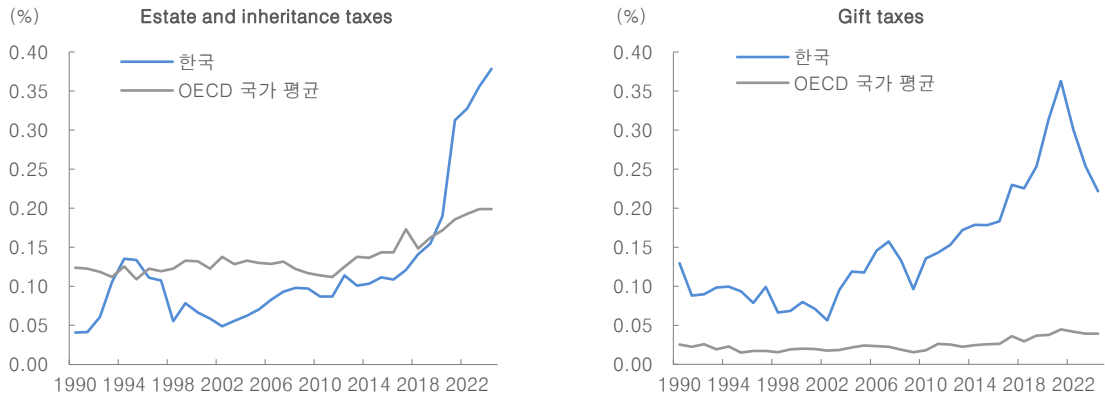
시나리오 구분	시나리오 1. 기존 상증세법 적용	시나리오 2-1. 개정안 적용 PBR > 0.8	시나리오 2-2. 개정안 적용 PBR < 0.8
총수 보유주식수(A)*	11,395,859	11,395,859	11,395,859
주당 주가(B)**	522,000 주 <sup>1)</sup>	522,000	236,500 주 <sup>2)</sup>
주식가치(AxB)	59,486	59,486	26,951
증감액	11,897	-	-
과세 대상액	71,384	59,486	26,951
최고세율 50% 적용 시	35,692	29,743	13,476
10년 분할납부 가정 시	3,569	2,974	1,348

자료: DART(회사 25,12,31 사업보고서 기준), 대신증권 Research Center

주 1) 주가 522,000 원: 최근종가(26.03.19)

주 2) 주가 236,500 원: PBR 0.8x 수준을 만족하는 가장 최근 종가(24.08.08)

그림 31. OECD 회원국의 상속세율



자료: OECD Data Explorer, 대신증권 Research Center

주: (1) Estate Tax: 유산세(사망자가 남긴 재산에 과세) (2) Inheritance Tax: 유산취득세(상속인이 받은 재산에 과세) (3) Gift Tax(증여세): 생전에 증여한 재산에 과세)  
Unit of measure: Percentage of GDP

③ 상장주식 물납 허용 (개정안 제73조)

거액의 상속세 납부를 위해 상속인(최대주주 일가)이 지분을 급하게 처분하는 경우가 있다. 이 과정에서 발생하는 주가 급락과 소액주주 피해를 방지하기 위해, 상장주식으로 세금을 납부하는 것이 허용된다.

지금까지 상속인들은 현금 마련을 위해 물려받은 지분을 블록딜(시간 외 대량매매) 방식으로 매각해야 했다. 이 과정에서 통상 시장 가격 대비 5~10% 할인된 가격으로 대규모 물량이 출회되며, 이것이 주가 하락의 트리거로 작용해왔다.

현행법은 부동산과 비상장주식에 대해서만 제한적으로 물납을 허용했으나, 개정안은 이를 '최대주주등의 상장주식'까지 확대했다. 이로써 상속 이벤트 발생 시 시장을 짓누르던 대규모 매도 물량 출회(Overhang)와 할인 매각 우려가 해소되어, 지주회사의 주가 변동성이 축소될 전망이다.

표 32. 개정안 제 73 조 신·구조문 대비표

현행	개정안
<p><b>제 73조(물납)</b> ① 납세지 관할 세무서장은 다음 각 호의 요건을 모두 갖춘 경우에는 대통령령으로 정하는 바에 따라 납세의무자의 신청을 받아 물납을 허가할 수 있다. 다만, 물납을 신청한 재산의 관리·처분이 적당하지 아니하다고 인정되는 경우에는 물납허가를 하지 아니할 수 있다.</p> <p>1. 상속재산(제 13 조에 따라 상속재산에 가산하는 증여재산 중 상속인 및 수유자가 받은 증여재산을 포함한다) 중 부동산과 유가증권(국내에 <u>소재하는 부동산</u> 등 대통령령으로 정하는 물납에 충당할 수 있는 재산으로 한정한다)의 가액이 해당 상속재산가액의 2분의 1을 초과할 것</p> <p>2. 3. (생략)</p> <p>② (생략)</p>	<p><b>제 73 조(물납)</b> ① _____</p> <p>_____.</p> <p>_____.</p> <p>_____.</p> <p>1. _____</p> <p>_____ <u>소재하는 부동산과 최대주주등의 상장주식</u> _____</p> <p>_____</p> <p>2. 3. (현행과 같음)</p> <p>② (현행과 같음)</p>

자료: 상속세 및 증여세법 일부개정법률안(의안번호 10445), 대신증권 Research Center

그림 32. 상속세 자원 마련을 위한 블록딜 매각 이후 주가 흐름



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## (2-2) 자본시장법 개정 - 한국형 PBR 개혁

두 번째 발의안은 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안으로, PBR(주가순자산 비율)이 2개 사업연도 이상 계속하여 1미만인 주권상장법인을 정조준한다. 해당 요건에 해당하는 상장법인은 반드시 정기주주총회 1주 전까지 금융위원회와 거래소에 「기업가치 제고 계획서」를 제출해야 한다. 계획서에는 해당 사업연도의 배당가능이익 처분 계획, 자기주식의 취득·소각·처분 계획, 사업구조 개선 계획 등이 구체적으로 기재되어야 하며, 미제출 시 1억 원 이하의 과태료를 부과하는 조항을 신설하여 제도의 실효성을 강제했다.

이 개정안은 앞서 언급된 「상속·증여세법 개정안」(0.8배 룰)의 한계를 보완하며, 한국 산업의 구조적 특성을 반영했다는 점에서 주목할 만하다. 세 가지 측면에서 차별화된다.

- **(한국 산업 특성을 고려)** 반도체, 자동차, 철강 등 대규모 설비투자가 필수적인 자본 집약적 제조업이 주력인 한국 증시 특성상, 구조적으로 PBR이 낮게 형성될 수밖에 없는 펀더멘털적 요인이 존재한다. 이를 상속세 과세 기준과 연동하는 것은 기업에 과도한 부담을 지울 수 있다는 시장의 우려를 반영했다.
- **(실질적인 주주환원 유도)** 세금이라는 ‘결과’와 연동하여 압박하는 방식을 넘어, 배당 확대나 자사주 소각 등 시장이 직접 체감할 수 있는 실질적인 ‘주주환원 액션(Action)’을 법적으로 유도한다.
- **(밸류에이션 눈높이 상향)** 코리아 디스카운트가 점진적으로 해소되고 있는 현재의 시장 흐름을 감안할 때, 세법 개정안의 ‘PBR 0.8배’ 기준은 낮다는 지적을 수용하여 정상 가치의 기준을 PBR 1배로 끌어 올렸다.



그림 33. 금융당국이 발표한 [주주보호] 제도 개편 중 ②낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손 방지

**2. 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지**

**(1) M&A시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화**

- [현행]** 계열사간 합병시 상장사의 합병가액을 주가에 기초하도록 하고 있어 합병 시기조율 등을 통해 합병가액 조정 가능
- [개선]** 합병 등\* 추진시 공정가액\*\* 산정 및 외부평가 의무화
  - \* 합병, 분할, 중요한 자산·영업 양수도, 포괄적 주식교환·이전
  - \*\* 주가, 자산가치, 수익가치(현금흐름·배당 등) 등을 종합적으로 고려해 산정

※ [필요조치] 관련 자본시장법 개정안 기발의 → 신속한 입법 지원

**(2) 저PBR 기업의 기업가치 제고 노력 유도**

- [현행]** 낮은 PBR에도 불구하고 대주주 이익(예: 지배력 확대 용이)을 위해 주가가 낮더라도 방치
- [개선]** 저PBR\* 기업 리스트를 KRX 밸류업 홈페이지에 상시 공표하고, 종목명에 태그(저PBR) 표출 (naming & shaming)
  - \* [기준] PBR이 동일업종 내 2분기 연속 하위 20%<sup>예시</sup> / [주기] 매반기 선정 (예: 4·10월)
  - 다만, 기업가치 제고 계획 공시\*를 수행한 경우 공표·태그표출을 일정기간 면제하여 기업의 능동적인 가치제고 노력 유도
  - \* PBR 현황진단 - 목표설정 - 실행계획 등의 내용이 포함되는 경우에만 인정

※ [필요조치] 거래소 시스템 개편 및 내부지침 마련 (~26.7월)

**(3) 재평가 기준 자산가치 공시 도입**

- [현행]** 일부 기업들이 자산가치 상승에도 불구하고 이를 시가(또는 공정가치)로 재평가하지 않아\* 기업가치가 왜곡되는 문제
  - \* K-IFRS는 유무형자산의 원가-공정가치간 중요한 차이가 있을 경우 공정가치 평가를 권장하나 권장사항에 불과하여 대다수(약 95%)의 상장사는 원가법 적용중
  - 회사가 보유한 자산의 실질 가치변동에 대해 투자자가 올바르게 판단하는데 한계

자료: 금융위원회(2026.03.18, 자본시장 체질개선 방안), 대신증권 Research Center

### [애널리스트 뷰] 2026년, 꺼지지 않는 지주회사 모멘텀과 투자 기회

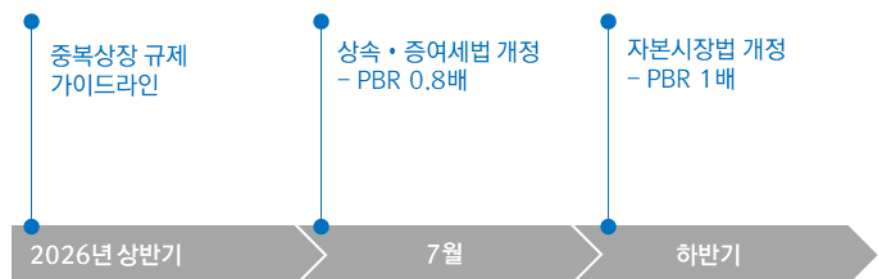
기업의 가치를 결정하는 궁극적인 잣대는 결국 '주가'다. 효율적 시장 가설을 철학으로 치부하더라도, 극심한 유동성 풀림이 지배하는 현실의 증시가 늘 합리적인 것만은 아니다. 그렇다면 대주주가 강세장에서 사망하면 막대한 상속세를 내고, 약세장에서는 세금을 적게 내는 제도가 과연 합당할까. 주가와 함께 실질적인 자산가치(NAV)를 함께 고려하여 과세의 형평성을 맞추는 것이 타당하다.

한국 증시의 만성적인 디스카운트 근본 원인은 '높은 상속세'와 그에 따른 지배주주와 소액주주 간의 이해관계 불일치에 있었다. 따라서 주가 누르기를 차단하려는 일련의 법안들은 비정상적인 시장을 정상화하는 거대한 동력이자, 법·제도 개혁에 따른 지주회사 리레이팅의 결정적 분기점이 될 것이다.

투자 전략 관점에서 두 법안의 시간적 허들은 다르다. 첫 번째 「상속·증여세법 개정안」은 오는 7월 발표되는 정부의 세제 개편안에 포함되어야만 향후 추진이 가능하다. 만약 7월 정부안에 담기지 못한다면 해당 모멘텀은 단기적으로 꺾일 수밖에 없다. 반면 두 번째 「자본시장법 개정안」은 이번 국회 임기 내내 주요 안건으로 논의되며 하반기까지 흔들림 없는 추진 동력을 제공할 것이다.

두 법안 중 어느 것이 최종적으로 국회의 문턱을 넘을지는 고도의 정무적 판단이 개입되는 영역이므로, 투자자가 선볼리 예단할 수는 없다. 그러나 중요한 사실은 하나다. '주가 누르기를 타파하겠다'는 강력한 정책 모멘텀이 2026년 내내 소멸하지 않고 지속된다는 점이다. 이는 시장 환경이 그 어느 때보다 투자자에게 유리하게 조성되고 있음을 의미하며, 우리가 2026년 지주회사의 거대한 랠리를 더욱 강하게 확신하는 이유다.

그림 34. 지주회사 모멘텀 타임라인



자료: 대신증권 Research Center



Part 3.

기업분석

# CJ

## (001040)

**이경연** kyungyeon.lee@daisin.com  
**이채리 RA** chery.lee@daisin.com

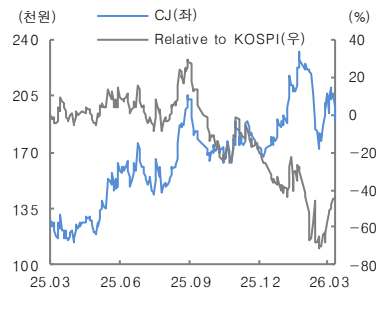
투자의견 BUY

6개월 목표주가 260,000  
 신주

현재주가 201,000  
 (26.04.01) 신주  
 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	6,811십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	147십억원
52주 최고/최저	232,000원 / 113,500원
120일 평균거래대금	274억원
외국인지분율	15.68%
주요주주	이재현 외 7 인 47.59% 국민연금공단 13.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.5	9.9	3.0	62.5
상대수익률	6.9	-8.3	-30.2	-20.2



Initiation

# 올리브영 지배력 확대, 그리고 밸류업 카드

- 중복상장 규제 강화로 CJ올리브영의 존속법인 귀속 가치 상승
- 또한 올리브영에 대한 (주)CJ의 의결권 기준 실질 지분율 상승
- 미발표된 「기업가치 제고 계획」 등 밸류업 잠재력 보유

### 투자의견 매수, 목표주가 260,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 260,000원과 투자의견 ‘매수 (BUY)’를 제시한다. 타겟 할인율은 55%를 적용했다. 전체 NAV 의 약 60%를 차지하는 핵심 비상장 자회사 CJ올리브영(추정 기업가치 6.9조 원, 지분율 66.1%)은 최근 중복상장 규제 강화로 IPO 실현 가능성이 낮아졌다. 이는 오히려 핵심 자회사 가치가 지주사인 존속법인에 온전히 귀속됨을 의미하여, 올리브영 지분가치의 25%를 추가 복원하여 목표주가에 반영했다.

### 자회사 지배력 강화와 펀더멘털 도약, 그리고 밸류업 모멘텀

2026년 연결 기준 매출액은 46.2조 원, 영업이익은 2.8조 원으로 추정된다. 핵심 자회사인 CJ올리브영은 외국인 오프라인 매출 비중이 25%를 돌파하고 쇼핑 수요가 비수도권으로 확산되며 전사 실적을 강력하게 견인하고 있다. 주목할 점은 (주)CJ의 올리브영에 대한 의결권 기준 실질 지분율이 51.2%에서 66.1%로 상승했다는 점이다. 이는 핵심 자회사에 대한 지주사의 실질 지배력과 가치 귀속분이 확대되었음을 의미한다. 이처럼 견고해진 자회사 펀더멘털과 이익 창출력을 바탕으로 2025년 결산배당 DPS를 3,300원으로 10% 상향했다. 향후 「기업가치 제고 계획」을 통해 기 보유한 자사주 활용 방안과 배당 정책이 구체화될 경우, 주가 상승 촉매로 작용할 것으로 판단한다.

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	43,647	45,019	46,209	48,059	49,982
영업이익	2,532	2,528	2,834	2,953	3,071
세전순이익	694	578	847	1,195	1,474
총당기순이익	136	143	424	717	1,032
지배지분순이익	94	143	225	395	578
EPS	2,643	4,019	6,296	11,062	16,200
PER	37.5	42.8	30.0	17.1	11.7
BPS	152,881	146,056	145,013	143,934	143,423
PBR	0.6	1.2	1.3	1.3	1.3
ROE	1.7	2.7	4.3	7.7	11.3

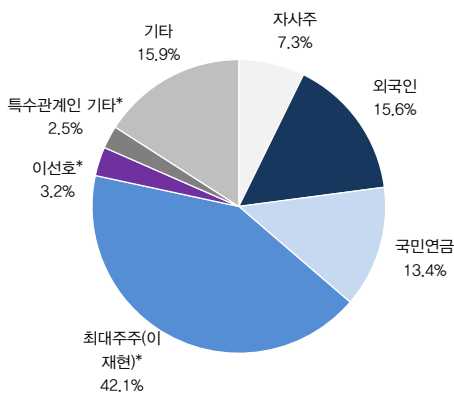
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: CJ, 대신증권 Research Center

표1. CJ 자기주식 보고서

방향	정책	내용
자기주식	보유현황	'25 연말 기준, 총발행주식수의 5.98%인 2,132,797 주의 자기주식 보유
	취득·처분·소각 계획	- 단기계획(6개월): 없음 - 장기계획: 없음 - 보유하고 있는 자기주식은 단기 기간 동안 계속 보유할 예정 - 중장기 주주가치를 제고할 수 있는 방향으로 활용하기 위해 전략적 보유
	기타 투자자 보호 사항	- 보유 중인 자기주식은 주주가치 제고 가능한 방향으로 활용 예정이며, 그 방안이 구체화되는 시점에 이사회 및 주주총회 승인, 투자자 소통 후 실행할 예정

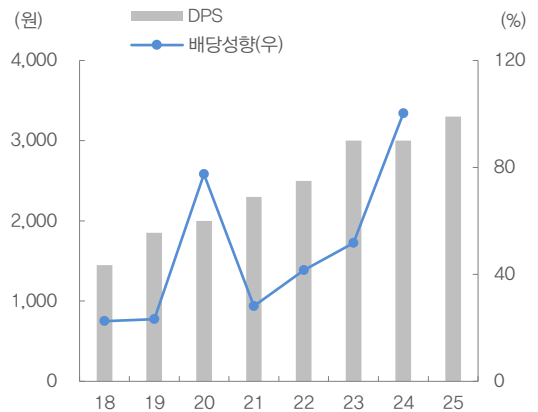
자료: CJ, 대신증권 Research Center

그림 1. CJ 지분구조



주: \*는 특수관계인  
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 2. CJ 연간 DPS 및 배당성향 추이



자료: DART, 대신증권 Research Center

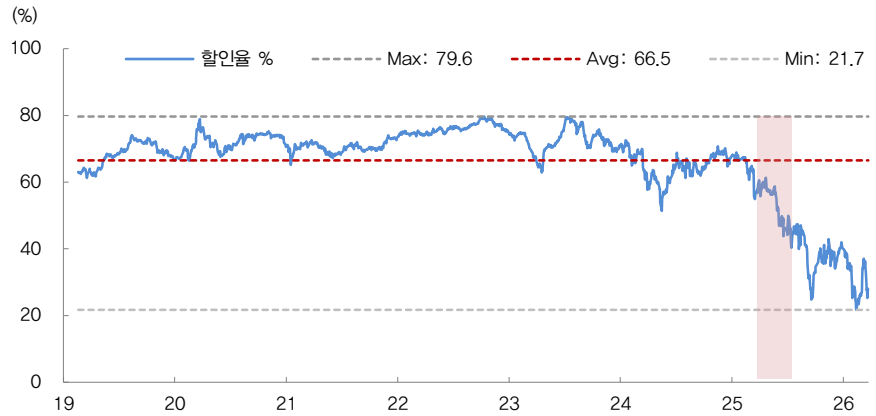
표2. CJ 산하 상장자회사 DPS 5개년 추이

(단위: 원)

	CJ CGV A079160	CJ ENM A035760	CJ 제일제당 A097950	CJ 프레시웨이 A051500
2021	-	2,100	5,000	300
2022	-	-	5,500	350
2023	-	-	5,500	450
2024	-	-	6,000	450
2025	-	-	6,000	500

자료: 쿼티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 3. CJ NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

표3. CJ SOTP Valuation

구분	Valuation 방식	2025F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	로열티	DCF	135 WACC=7%, g=0%	1,929	16.5%
	임대료	DCF	26 WACC=7%, g=0%	371	3.2%
	소계—(1)			<b>2,300</b>	<b>19.7%</b>
상장자회사	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>시가총액</b>	<b>Value</b>	<b>Weight</b>
	CJ 제일제당	44.6	3,312	1,476	12.6%
	CJ ENM	40.1	1,252	502	4.3%
	CJ CGV	50.9	815	415	3.6%
	CJ 프레시웨이	47.1	362	171	1.5%
	소계—(2)		<b>5,741</b>	<b>2,563</b>	<b>21.9%</b>
지분가치	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>추정 기업가치</b>	<b>Value</b>	<b>Weight</b>
	CJ푸드빌	84.7	211	179	1.5%
	CJ 올리브영	66.1	10,401	6,875	58.9%
	CJ인베스트먼트	100.0	22	22	0.2%
	기타		11	11	0.1%
소계—(3)			<b>7,086</b>	<b>60.7%</b>	
<b>지분가치 합계</b>				<b>9,649</b>	
순차입금(별도)—(4)				272	-2.3%
<b>순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)</b>				<b>11,677</b>	
할인율—(6)				<b>55%</b>	
<b>Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))+(CJ 올리브영*0.25<sup>주</sup>)</b>				<b>6,974</b>	
보통주 발행주식수—(8)				29,176,998	
보통주 자기주식수—(9)				2,118,543	
보통주 유통주식수—(10)=(8)-(9)				27,058,455	
<b>목표주가(11)=(7)/(10)</b>				<b>258,000</b>	
현재가(04/01)				201,000	
Upside Potential				28.4%	

주)올리브영 지분가치의 25%를 추가 복원하여 목표주가에 반영  
 자료: 대신증권 Research Center

표4. CJ의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	
<b>매출액</b>	10,600	11,119	11,429	11,481	10,843	11,261	11,737	12,368	44,629	46,209	48,059	
% <i>o</i> y	1.6	4.1	5.4	-1.7	2.3	1.3	2.7	7.7	2.3	3.5	4.0	
<b>매출원가</b>	7,534	7,903	8,144	8,385	7,774	8,052	8,308	8,659	31,965	32,793	34,105	
% <i>d</i> 매출액	71.1	71.1	71.3	73.0	71.7	71.5	70.8	70.0	71.6	71.0	71.0	
% <i>o</i> y	1.3	5.5	6.1	-0.5	3.2	1.9	2.0	3.3	3.0	2.6	4.0	
<b>매출총이익</b>	3,067	3,216	3,285	3,096	3,069	3,209	3,429	3,709	12,664	13,416	13,954	
GPM	28.9	28.9	28.7	27.0	28.3	28.5	29.2	30.0	28.4	29.0	29.0	
% <i>o</i> y	2.1	0.8	3.6	-5.0	0.1	-0.2	4.4	19.8	0.3	5.9	4.0	
<b>판매비</b>	2,532	2,602	2,619	2,562	2,481	2,467	2,673	2,961	10,314	10,582	11,001	
% <i>d</i> 매출액	23.9	23.4	22.9	22.3	22.9	21.9	22.8	23.9	23.1	22.9	22.9	
% <i>o</i> y	4.4	2.7	4.7	-2.1	-2.0	-5.2	2.1	15.6	2.4	2.6	4.0	
<b>영업이익</b>	535	615	666	712	588	742	756	748	2,527	2,834	2,953	
OPM	5.0	5.5	5.8	6.2	5.4	6.6	6.4	6.0	5.7	6.1	6.1	
% <i>o</i> y	-7.2	-6.7	-0.7	10.8	9.9	20.7	13.6	5.1	-0.8	12.1	4.2	
<b>I 부문별 매출액</b>												
CJ (별도)	로열티수익	27	30	31	47	27	29	31	48	135	135	142
	배당수익	23	59	10	8	26	72	12	9	99	119	126
	임대료수익	1	23	1	1	1	23	1	1	27	26	27
	<b>소계</b>	51	112	43	56	54	124	44	58	261	280	295
상장	CJ제일제당	7,208	7,237	7,440	7,197	7,122	7,182	7,436	7,622	29,082	29,362	30,342
	CJ프레시웨이	799	883	901	908	841	942	971	981	3,491	3,735	3,836
	CJENM	1,138	1,313	1,246	1,457	1,181	1,324	1,311	1,472	5,154	5,288	5,468
	CJCGV	534	492	583	589	552	511	584	672	2,197	2,319	2,429
	<b>소계</b>	9,679	9,925	10,169	10,151	9,696	9,959	10,302	10,747	39,924	40,704	42,075
비상장	CJ푸드빌	230	239	265	278	261	272	298	308	1,013	1,139	1,188
	CJ올리브영	1,234	1,462	1,557	1,611	1,401	1,602	1,704	1,806	5,864	6,513	6,953
	<b>소계</b>	1,464	1,701	1,822	1,889	1,662	1,874	2,002	2,114	6,877	7,652	8,141
기타 및 연결조정	-593	-619	-606	-615	-569	-696	-611	-551	-2,433	-2,427	-2,452	
<b>연결매출액</b>	10,600	11,119	11,428	11,481	10,843	11,261	11,737	12,368	44,629	46,209	48,059	
<b>I 부문별 영업이익</b>												
CJ (별도)	27	62	21	31	32	74	24	37	142	167	173	
상장	CJ제일제당	333	349	347	289	282	332	346	311	1,318	1,271	1,315
	CJ프레시웨이	11	27	34	29	14	37	36	32	101	119	127
	CJENM	1	29	18	48	32	52	39	71	95	194	202
	CJCGV	3	2	23	33	24	37	33	43	62	137	147
	<b>소계</b>	375	469	442	431	352	458	454	457	1,717	1,721	1,791
기타 및 연결조정	-14	27	21	-8	-14	28	22	-8	26	28	29	
<b>총 연결 영업이익</b>	535	615	666	712	588	742	756	748	2,527	2,834	2,953	

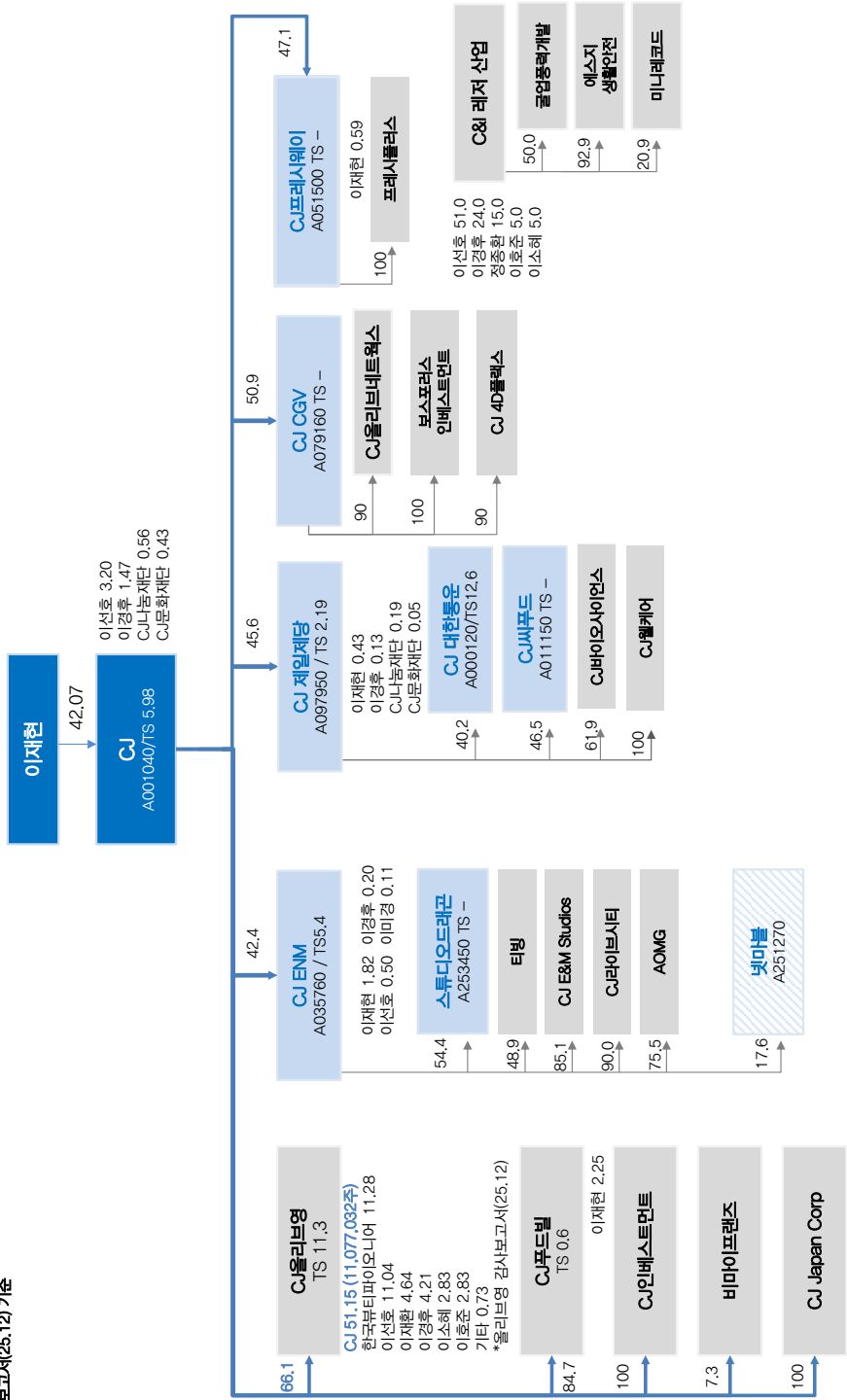
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. CJ 지배구조

- 지주사
- 상장사
- 비상장사
- 기명집단 밖 상장사



각 사 사업보고서(25.12) 기준



자료: 대신증권 Research Center

재무제표

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	43,647	45,019	46,209	48,059	49,982
매출원가	31,034	32,051	32,793	34,105	35,469
매출총이익	12,613	12,968	13,416	13,954	14,513
판매비와관리비	10,081	10,441	10,582	11,001	11,442
영업이익	2,532	2,528	2,834	2,953	3,071
영업이익률	5.8	5.6	6.1	6.1	6.1
EBITDA	6,268	6,048	6,065	6,337	6,388
영업외손익	-1,839	-1,949	-1,987	-1,758	-1,597
관계기업손익	35	66	63	64	62
금융수익	1,055	767	758	758	755
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,933	-1,494	-1,506	-1,308	-1,172
외환관련손실	551	288	287	285	288
기타	-995	-1,289	-1,302	-1,272	-1,242
법인세비용차감전순이익	694	578	847	1,195	1,474
법인세비용	557	436	424	478	442
계속사업순이익	136	143	424	717	1,032
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	136	143	424	717	1,032
당기순이익률	0.3	0.3	0.9	1.5	2.1
비재배분순이익	42	-1	199	323	454
재배분순이익	94	143	225	395	578
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	75	-13	2	0	0
포괄순이익	882	11	447	713	1,032
비재배분포괄이익	576	-68	210	321	454
재배분포괄이익	307	78	237	392	578

**Valuation 지표** (단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,643	4,019	6,296	11,062	16,200
PER	37.5	42.8	30.0	17.1	11.7
BPS	152,881	146,056	145,013	143,934	143,423
PBR	0.6	1.2	1.3	1.3	1.3
EBITDAPS	175,762	169,574	170,073	177,676	179,126
EV/EBITDA	4.9	5.5	5.4	5.1	5.0
SPS	1,223,839	1,262,314	1,295,686	1,347,559	1,401,480
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	174,358	163,934	165,012	173,508	175,910
DPS	3,000	3,300	3,630	3,995	4,395

**재무비율** (단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	5.5	3.1	2.6	4.0	4.0
영업이익 증가율	24.2	-0.2	12.1	4.2	4.0
순이익 증가율	-74.0	4.6	197.0	69.3	43.8
수익성					
ROC	1.9	2.4	5.5	7.1	8.8
ROA	5.3	5.4	6.1	6.6	7.0
ROE	1.7	2.7	4.3	7.7	11.3
안정성					
부채비율	167.8	176.0	168.8	164.6	160.1
순차입금비율	84.6	90.7	86.9	86.6	84.7
이자보상배율	2.6	2.7	3.0	3.9	5.0

자료: CJ, 대신증권 Research Center

**재무상태표** (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	14,184	13,735	13,039	13,091	13,285
현금및현금성자산	3,186	2,587	2,536	2,318	2,286
매출채권 및 기타채권	5,154	4,813	4,728	4,856	4,938
재고자산	3,175	2,949	2,773	2,884	2,999
기타유동자산	2,669	3,386	3,002	3,032	3,063
비유동자산	33,297	33,231	32,379	31,276	30,180
유형자산	14,431	14,831	14,926	15,006	15,072
관계기업투자금	1,694	1,590	1,717	1,845	1,971
기타비유동자산	17,172	16,810	15,735	14,425	13,138
자산총계	47,481	46,966	45,418	44,366	43,465
유동부채	17,278	17,303	16,679	16,055	15,660
매입채무 및 기타채무	5,414	5,184	4,883	4,505	4,291
차입금	5,211	4,565	4,474	4,384	4,340
유동성채무	4,250	3,996	3,936	3,818	3,779
기타유동부채	2,403	3,559	3,386	3,349	3,249
비유동부채	12,472	12,646	11,843	11,541	11,095
차입금	5,738	6,081	5,686	5,572	5,316
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,734	6,565	6,157	5,969	5,780
부채총계	29,750	29,949	28,522	27,596	26,755
자배지분	5,452	5,209	5,172	5,133	5,115
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,032	4,060	4,063	4,060	4,073
기타자본변동	249	-23	-63	-99	-130
비자배지분	12,278	11,808	11,724	11,637	11,595
자본총계	17,730	17,017	16,895	16,770	16,710
순차입금	15,007	15,440	14,685	14,529	14,161

**현금흐름표** (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	4,831	4,987	3,829	3,695	4,162
당기순이익	136	143	424	717	1,032
비현금항목의 가감	6,082	5,704	5,461	5,471	5,242
감가상각비	3,736	3,520	3,231	3,384	3,317
외환손익	194	-125	-46	-45	-36
지분법평가손익	-35	-66	-63	-64	-62
기타	2,187	2,376	2,339	2,196	2,023
자산부채의 증감	-967	-298	-801	-1,381	-1,173
기타현금흐름	-420	-561	-1,255	-1,112	-939
투자활동 현금흐름	-2,188	-3,323	-2,264	-2,166	-2,106
투자자산	36	186	-134	-35	24
유형자산					-973
기타	-1,251	-1,318	61	61	60
재무활동 현금흐름	-3,217	-2,117	-2,587	-2,349	-2,376
단기차입금	785	38	-91	-89	-44
사채	1,133	1,789	-211	-100	-111
장기차입금	562	1,207	-184	-14	-145
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-264	-286	-111	-98	-108
기타	-5,433	-4,865	-1,989	-2,048	-1,968
현금의 증감	-495	-598	-51	-218	-33
기초 현금	3,646	3,156	2,587	2,536	2,318
기말 현금	3,151	2,558	2,536	2,318	2,286
NOPLAT	498	623	1,417	1,772	2,150
FCF	1,587	807	2,313	2,820	3,131

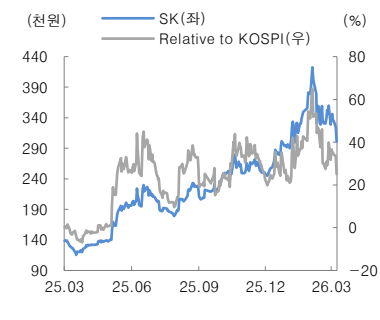
SK  
(034730)

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

투자 의견 BUY  
신규  
6개월 목표주가 390,000  
신규  
현재주가 321,000  
지주업종  
(26.04.01)

KOSPI	5478.7
시가총액	23,411십억원
시가총액비중	0.70%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	422,500원 / 115,400원
120일 평균거래대금	751억원
외국인지분율	28.38%
주요주주	최태원 외 31 인 25.41% 국민연금공단 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.0	25.1	53.6	147.9
상대수익률	-8.8	-3.7	-3.1	14.1



# 636조 그늘 아래 23조, 빛을 발할 주주환원

- SK하이닉스 시총 636조 대비 (주)SK 시총 23조
- 증손회사 가치가 지주회사에 반영되는 과정이 핵심 투자 포인트
- 고배당기업 과세 특례 요건 충족+자사주 전량 소각=주주환원 모범생

## 투자 의견 매수, 목표주가 390,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 390,000원과 투자 의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 상법 개정이 공식화된 날부터 1차 상법 개정이 통과된 날까지의 할인을 최저값인 55%를 적용했다. 전체 NAV의 46%를 SK스퀘어 지분가치가 차지하며, SK스퀘어는 SK하이닉스 지분 20%를 보유한 중간지주회사다. 636조에 달하는 SK하이닉스 시총이 SK스퀘어를 거쳐 (주)SK에 반영되는 구조임에도 (주)SK 시총은 23조에 불과해, 최대주주의 낮은 지분율과 맞물려 경영권 방어 차원에서도 디스카운트 해소 유인은 어느 지주사보다 강하다고 판단한다.

## 펀더멘털 턴어라운드와 모범적인 밸류업 모멘텀

2026년 연결 기준 매출액은 122조 원, 영업이익은 4.8조 원으로 추정된다. 원가율 개선과 판관비 통제 효과로 이익 체력이 회복되며 2025년 대비 실적 턴어라운드를 시현할 전망이다. 이처럼 회복된 펀더멘털은 선도적인 주주환원 정책을 뒷받침하는 핵심 동력이 될 것으로 판단한다. 2025년 보통주 기준 총 8,000원(중간배당 1,500원+결산배당 6,500원)의 DPS를 지급하며 고배당 기업 배당소득 과세 특례 요건을 충족했다. 3월 주주총회에 상정된 기보유 자사주 전량 소각 안건 통과는 밸류업의 핵심 촉매다. 2027년 1월까지 소각 완료될 경우, 유통주식수 축소에 따른 주당가치 상승과 외국인 수급 유입 효과가 극대화될 것으로 판단한다.

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	123,400	122,703	122,103	127,000	133,680
영업이익	2,396	1,818	4,851	6,822	7,434
세전순이익	1,329	2,637	5,753	7,643	8,181
총당기순이익	529	3,555	6,585	8,446	8,973
지배지분순이익	-1,293	1,597	3,293	5,067	5,653
EPS	-17,618	21,863	45,061	69,352	77,364
PER	-7.5	11.7	6.7	4.3	3.9
BPS	342,278	344,705	369,683	351,660	342,250
PBR	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9
ROE	-5.6	6.4	12.6	19.2	22.3

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

표1. SK 기업가치 제고계획

방향	정책	내용
자본효율성(ROE) 개선	ROE 타겟	- 장기 Target 으로 ROE 10% 이상 달성
	포트폴리오 리밸런싱	- 자회사 간 시너지 창출 및 비핵심 자산 매각을 통한 포트폴리오 최적화
	재무구조 개선	- 획기적인 수준의 차입금 감축으로 재무구조 개선 및 미래 성장투자 재원확보
주주환원 규모 확대	기존 중기 정책 (22~25년)	- 경상적 배당수입의 30% 이상 현금배당 - 투자 성과의 일정 비율 공유 - 자산매각이익 등을 활용하여 '25년까지 매년 시가총액 1% 이상 자기주식 매입·소각
	변경안 (FY24~FY26)	- 연간 주당 최소 배당금 보통주 기준 5,000 원 설정 - 자산매각이익 등을 활용하며 시가총액의 1~2% 규모의 자기주식 매입·소각 또는 정기 배당 시 추가배당금 지급

자료: SK, 대신증권 Research Center

표2. SK 자기주식 보유·처분계획

(단위: 주)

구분	취득방법	주식의 종류	보유 개시 시점 기준 <sup>주1</sup>		처분 예정 시점 기준 <sup>주2</sup>	
			시점	수량	시점	수량
임직원 보상	특정목적취득	보통주	26.03.26	3,288,098	~29.03 <sup>주3</sup>	0
	배당가능이익으로 직접 취득	보통주	26.03.26	7,000,583	~27.01 <sup>주4</sup>	0
자기주식 소각	특정목적취득	보통주	26.03.26	7,692,018	~27.01 <sup>주4</sup>	0
	특정목적취득	우선주	26.03.26	1,787	~27.01 <sup>주4</sup>	0

주 1: 자기주식보유처분계획을 승인받은 주주총회일을 보유 개시 시점으로 함

주 2: 처분 또는 소각 예정 수량의 전량 처분 또는 소각 완료 시점 기준

주 3: 주식매수선택권 등 현재까지 부여한 주식보상의 행사기간 만료일 기준이며 향후 임직원에게 대한 주식보상 추가 부여 등에 따라 달라질 수 있음

주 4: 2026.3.10 이사회에서 결의한 소각 예정 시점임

자료: SK 주주총회소집공고(26.03.10)\_제 5 호 의안: 자기주식보유처분계획 승인, 대신증권 Research Center

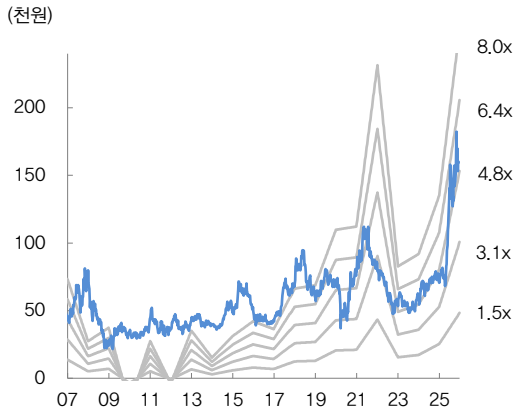
표3. SK 산하 상장자회사 DPS 5개년 추이

(단위: 원)

	SK 이노베이션 A096770	SK 네트워크스 A001740	SK 바이오팜 A326030	SK 리츠 A395400	SK 텔레콤 A017670	SK 스퀘어 A402340	SKC A011790
2021	-	120	-	70	2,660	-	1,100
2022	-	120	-	66	3,320	-	1,100
2023	-	200	-	91	3,540	-	-
2024	2,000	300	-	66	3,540	-	-
2025	-	250	-	-	-	-	-

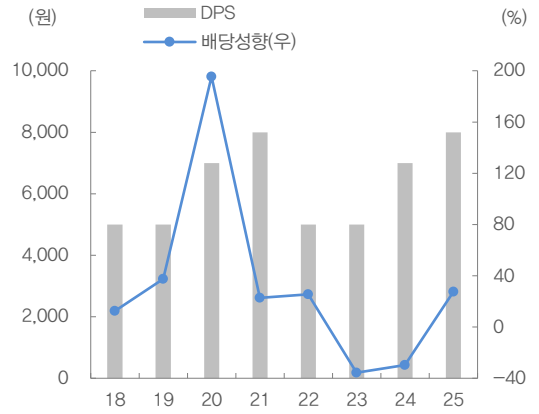
자료: 쉐어앤워터즈, 대신증권 Research Center

그림 1. SK 12M FWD P/B band



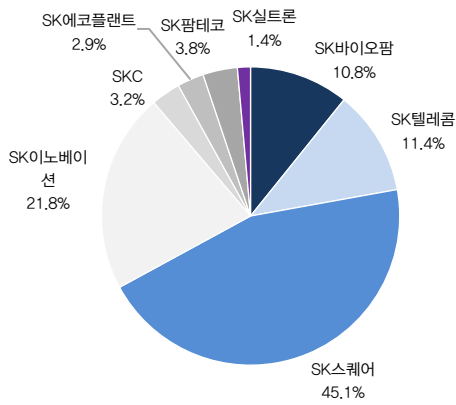
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 2. SK 연간 DPS 및 배당성향 추이



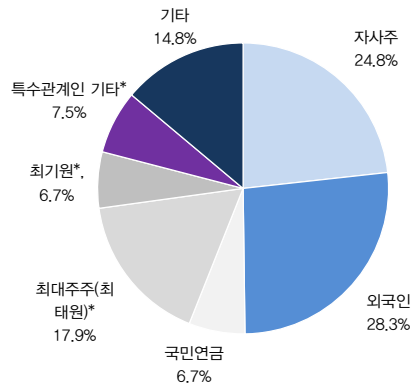
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 3. SK NAV 구성



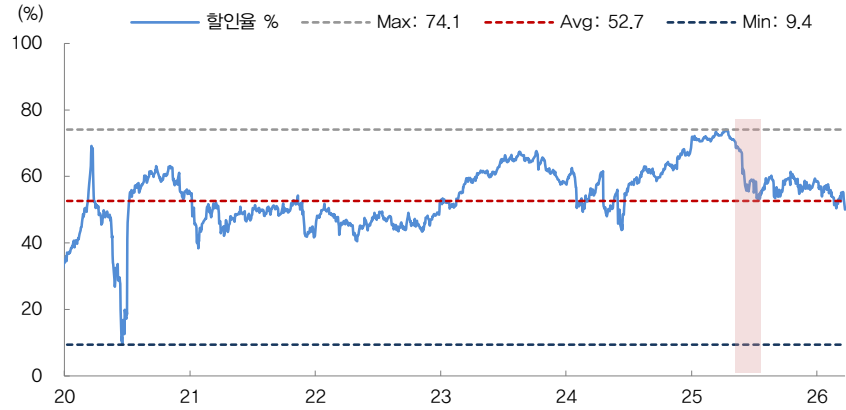
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 4. SK 지분구조



주: \*는 특수관계인  
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 5. SK NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

표4. SK SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

구분	Valuation 방식	2026F	적용배수	Value	Weight (% of NAV)	
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	335	6	2,010	4.3%
	로열티	DCF	380		5,429	11.7%
	<b>소계—(1)</b>				<b>7,439</b>	<b>16.0%</b>
상장자회사	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>시가총액</b>	<b>Value</b>	<b>Weight</b>	
	SK 바이오팜	64.0	7,753	4,963	10.7%	
	SK 텔레콤	30.6	16,861	5,155	11.1%	
	SK 스퀘어	32.1	66,176	21,269	45.8%	
	SK 이노베이션	52.1	19,357	10,082	21.7%	
	SK 네트워크	43.9	1,235	542	1.2%	
	SKC	40.6	3,730	1,516	3.3%	
	에스엠코어	5.5	102	6	0.0%	
	SK 리츠	0.5	1,911	9	0.0%	
	<b>소계—(2)</b>		<b>5,067</b>	<b>43,541</b>	<b>93.7%</b>	
비상장자회사	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>장부가액</b>	<b>Value</b>	<b>Weight</b>	
	SK 에코플랜트	66.7	1,271	1,271	2.7%	
	SK 해운	16.4	202	202	0.4%	
	SK 팜테크	86.6	1,651	1,651	3.6%	
	SK 실트론	51.0	623	623	1.3%	
<b>소계—(3)</b>			<b>3,747</b>	<b>8.1%</b>		
<b>지분가치 합계</b>				<b>47,288</b>		
순차입금(별도)—(4)				8,280	-17.8%	
<b>순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)</b>				<b>46,447</b>		
할인율—(6)				<b>55%</b>		
Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))				<b>20,901</b>		
발행주식수—(8)				72,502,703		
자기주식—(9)				17,980,699		
유통주식수—(10)=(8)-(9)				54,522,004		
<b>목표주가(11)=(7)/(10)</b>				<b>383,000</b>		
현재가(04/01)				321,000		
Upside Potential				19.3%		

자료: 대신증권 Research Center

표5. SK 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>31,230</b>	<b>30,142</b>	<b>31,041</b>	<b>30,290</b>	<b>30,530</b>	<b>30,394</b>	<b>30,413</b>	<b>30,766</b>	<b>122,703</b>	<b>122,103</b>	<b>127,000</b>
<i>Change(% yoy)</i>	-3.7	-2.8	3.3	-3.0	-2.2	0.8	-2.0	1.6	-1.6	-0.5	4.0
매출원가	28,938	28,116	28,378	28,145	27,482	27,287	27,016	27,437	113,577	109,222	111,899
% of 매출액	92.7	93.3	91.4	92.9	90.7	92.4	90.1	92.9	92.6	89.5	88.1
<i>Change(% yoy)</i>	-0.1	-1.1	2.4	-2.6	-5.0	-2.9	-4.8	-2.5	-0.4	-3.8	2.5
매출총이익	2,292	2,026	2,664	2,145	3,048	3,107	3,397	3,329	9,126	12,881	15,101
GPM	7.3	6.7	8.6	7.1	10.0	10.2	11.2	10.8	7.4	10.5	11.9
<i>Change(% yoy)</i>	-33.8	-21.4	14.2	-7.5	33.0	53.4	27.5	55.2	-14.6	41.1	17.2
판매비	2,063	2,100	2,009	2,328	2,150	2,150	2,150	2,300	8,500	8,750	9,000
% of 매출액	6.6	7.0	6.5	7.7	6.4	6.6	6.4	8.2	6.9	7.2	7.1
<i>Change(% yoy)</i>	1.5	7.0	5.1	-14.5	4.2	2.4	7.0	-1.2	-1.5	2.9	2.9
<b>영업이익</b>	<b>229</b>	<b>-74</b>	<b>654</b>	<b>392</b>	<b>898</b>	<b>957</b>	<b>1,247</b>	<b>1,029</b>	<b>1,201</b>	<b>4,131</b>	<b>6,101</b>
OPM	0.7	-0.2	2.1	1.3	2.9	3.1	4.1	3.3	1.0	3.4	4.8
<i>Change(% yoy)</i>	-84.0	-112.0	55.3	-197.3	292.1	-1,396	90.6	162.5	-41.8	243.8	47.7
<b>I. 부문별 매출액</b>											
1. SK (별도)											
1. IT 서비스	564	627	669	850	590	660	700	895	2,710	2,845	2,987
2. 배당	122	249	106	15	135	276	114	16	491	540	594
3. 상표권	82	103	92	92	85	105	95	95	369	380	390
<b>소계</b>	<b>788</b>	<b>1,004</b>	<b>865</b>	<b>950</b>	<b>810</b>	<b>1,041</b>	<b>909</b>	<b>1,006</b>	<b>3,606</b>	<b>3,765</b>	<b>3,971</b>
2. SK이노베이션 E&S	21,147	19,307	20,533	19,310	19,594	18,484	18,596	19,180	80,296	75,855	79,857
3. SK텔레콤	4,454	4,339	3,978	4,330	4,404	4,388	4,466	4,474	17,101	17,732	18,098
4. SK스퀘어	403	407	408	200	423	427	428	210	1,417	1,488	1,563
5. SK네트웍스	1,637	1,516	1,973	1,610	1,648	1,550	1,994	1,689	6,736	6,880	7,060
6. SKC	438	467	506	420	474	508	521	526	1,832	2,029	2,401
7. SK에코플랜트	2,611	3,189	3,248	3,144	2,819	3,348	3,622	3,207	12,191	12,996	13,256
<b>소계</b>	<b>30,689</b>	<b>29,224</b>	<b>30,646</b>	<b>29,014</b>	<b>29,363</b>	<b>28,705</b>	<b>29,627</b>	<b>29,286</b>	<b>119,573</b>	<b>116,980</b>	<b>122,234</b>
기타 및 연결조정	-246	-86	-469	326	357	649	-122	474	-476	1,357	794
<b>연결매출액</b>	<b>31,230</b>	<b>30,142</b>	<b>31,041</b>	<b>30,290</b>	<b>30,530</b>	<b>30,394</b>	<b>30,413</b>	<b>30,766</b>	<b>122,703</b>	<b>122,103</b>	<b>127,000</b>
<b>II. 부문별 영업이익</b>											
1. SK(별도)											
1. SK이노베이션 E&S	-45	-418	573	340	449	388	535	516	451	1,888	2,266
2. SK텔레콤	567	338	48	110	506	521	517	305	1,064	1,850	1,977
3. SK스퀘어	1,652	1,401	2,646	3,100	2,854	3,769	6,305	8,171	8,799	21,098	22,874
4. SK네트웍스	16	43	22	10	24	29	34	33	92	120	128
5. SKC	-74	-70	-53	-120	-50	-38	-25	-17	-317	-130	62
6. SK에코플랜트	57	153	157	-50	96	167	163	112	316	538	401
<b>소계</b>	<b>2,174</b>	<b>1,447</b>	<b>3,394</b>	<b>3,390</b>	<b>3,879</b>	<b>4,836</b>	<b>7,528</b>	<b>9,120</b>	<b>10,405</b>	<b>25,365</b>	<b>27,707</b>
기타 및 연결조정	-2,121	-1,852	-2,936	-3,098	-3,265	-4,129	-6,454	-8,229	-10,009	-22,079	-22,521
<b>연결영업이익</b>	<b>229</b>	<b>-74</b>	<b>654</b>	<b>392</b>	<b>898</b>	<b>957</b>	<b>1,247</b>	<b>1,029</b>	<b>1,201</b>	<b>4,131</b>	<b>6,101</b>

자료: 대신증권 Research Center



재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	123,400	122,703	122,103	127,000	133,680
매출원가	112,900	113,115	109,222	111,899	117,768
매출총이익	10,499	9,588	12,881	15,101	15,912
판매비와관리비	8,396	8,488	8,750	9,000	9,200
영업이익	2,396	1,818	4,851	6,822	7,434
영업이익률	1.9	1.5	4.0	5.4	5.6
EBITDA	10,488	9,395	12,444	14,447	15,104
영업외손익	-1,067	819	902	821	748
관계기업손익	3,811	8,838	8,910	8,820	8,830
금융수익	6,800	7,393	7,347	7,369	7,350
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-10,100	-10,199	-10,165	-10,136	-10,158
외환관련손실	3,615	2,630	2,554	2,584	2,629
기타	-1,579	-5,213	-5,190	-5,232	-5,274
법인세비용차감전순이익	1,329	2,637	5,753	7,643	8,181
법인세비용	770	281	288	229	286
계속사업순이익	559	2,356	5,465	7,414	7,895
중단사업순이익	-31	1,199	1,120	1,032	1,078
당기순이익	529	3,555	6,585	8,446	8,973
당기순이익률	0.4	2.9	5.4	6.7	6.7
비지배지분순이익	1,821	1,958	3,293	3,378	3,320
지배지분순이익	-1,293	1,597	3,293	5,067	5,653
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	495	91	90	89	88
포괄순이익	5,479	4,461	7,482	9,333	9,852
비지배지분포괄이익	4,946	2,853	3,741	3,733	3,645
지배지분포괄이익	533	1,608	3,741	5,600	6,207

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-17,618	21,863	45,061	69,352	77,364
PER	NA	11.7	6.7	4.3	3.9
BPS	342,278	344,705	369,683	351,660	342,250
PBR	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9
EBITDAPS	142,931	128,577	170,305	197,722	206,711
EV/EBITDA	12.1	13.8	10.5	9.2	8.9
SPS	1,681,771	1,679,284	1,671,068	1,738,087	1,829,508
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	157,844	144,827	183,134	209,586	218,764
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	-0.5	4.0	5.3
영업이익 증가율	-49.6	-24.1	166.7	40.6	9.0
순이익 증가율	-230.1	572.3	85.2	28.3	6.2
수익성					
ROC	0.9	1.5	4.7	6.8	7.3
ROA	1.1	0.8	2.3	3.2	3.5
ROE	-5.6	6.4	12.6	19.2	22.3
안정성					
부채비율	167.8	149.2	144.0	146.7	147.2
순차입금비율	77.2	59.1	54.6	57.4	59.6
이자보상배율	0.7	0.6	1.6	2.2	2.4

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	67,431	71,677	72,907	71,364	70,403
현금및현금성자산	24,647	25,214	26,647	25,377	24,229
매출채권 및 기타채권	16,776	15,936	15,900	15,813	15,988
채고자산	13,638	13,640	13,574	13,335	13,368
기타유동자산	12,370	16,886	16,786	16,839	16,818
비유동자산	147,546	141,843	141,354	142,225	142,042
유형자산	80,364	69,788	71,643	73,416	75,140
관계기업투자금	31,140	37,786	37,196	38,016	37,846
기타비유동자산	36,043	34,269	32,515	30,793	29,056
자산총계	214,978	213,520	214,260	213,590	212,445
유동부채	71,533	67,125	66,919	67,131	66,415
매입채무 및 기타채무	29,892	28,154	28,030	28,030	27,224
차입금	20,003	11,714	11,831	11,950	11,962
유동성채무	14,789	14,941	14,776	14,924	14,984
기타유동부채	6,849	12,316	12,222	12,228	12,247
비유동부채	63,157	60,703	59,522	59,895	60,093
차입금	48,073	45,546	44,468	44,766	45,064
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15,084	15,157	15,054	15,129	15,029
부채총계	134,690	127,828	126,441	127,027	126,508
자배지분	25,115	25,187	27,012	25,695	25,008
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	13,198	12,046	11,009	10,809	10,609
이익잉여금	11,882	13,011	15,863	14,736	14,238
기타자본변동	19	113	124	134	144
비자배지분	55,173	60,504	60,807	60,867	60,928
자본총계	80,288	85,691	87,819	86,563	85,936
순차입금	62,016	50,628	47,932	49,727	51,211

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	8,320	6,099	10,053	12,293	12,422
당기순이익	529	3,555	6,585	8,446	8,973
비현금항목의 가감	11,053	7,027	6,796	6,868	7,012
감가상각비	8,384	8,295	8,313	8,346	8,392
외환손익	368	-228	-318	-298	-248
지분법평가손익	-3,811	-8,838	-8,800	-8,700	-8,700
기타	6,112	7,798	7,601	7,520	7,567
자산부채의 증감	947	-968	-809	-582	-1,076
기타현금흐름	-4,209	-3,516	-2,520	-2,439	-2,487
투자활동 현금흐름	-12,158	-537	-2,527	-3,921	-2,911
투자자산	766	3,814	572	-822	188
유형자산					-15,265
기타	2,341	4,122	5,374	5,374	5,373
재무활동 현금흐름	4,875	-5,038	-1,841	-196	-439
단기차입금	3,074	-7,806	117	118	12
사채	3,806	4,588	-55	-502	-502
장기차입금	0	0	-1,023	800	800
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1,815	-1,544	-441	-485	-533
기타	-189	-275	-440	-127	-216
현금의 증감	1,963	567	1,433	-1,270	-1,148
기초 현금	22,684	24,647	25,214	26,647	25,377
기말 현금	24,647	25,214	26,647	25,377	24,229
NOPLAT	1,008	1,625	4,608	6,617	7,173
FCF	-6,298	-65	3,335	5,377	5,979

자료: SK, 대신증권 Research Center

Initiation

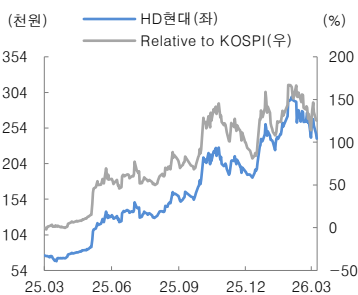
# HD현대 (267250)

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

투자 의견 **BUY**  
신규  
6개월 목표주가 **300,000**  
신규  
현재주가 **247,000**  
(26.04.01) 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	19,511십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	81십억원
52주 최고/최저	298,000원 / 66,900원
120일 평균거래대금	474억원
외국인지분율	26.49%
주요주주	정몽준 외 5인 37.12% 국민연금공단 7.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.6	31.0	57.6	233.8
상대수익률	-3.8	0.8	-0.6	53.6



## 자회사 상장 규제, 열리는 가치

- 중복상장 규제로 HD현대로보틱스 IPO 중단
- 로봇산업 가치가 지주사에 귀속되며 그간 할인되었던 가치 재발견 가능
- 분기배당 정착 및 자사주(10.5%) 활용을 통한 추가 모멘텀 잠재

### 투자 의견 매수, 목표주가 300,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 300,000원과 투자 의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 25%를 적용했다. 전체 NAV의 41.6%를 HD현대일렉트릭이, 33.1%를 한국조선해양이 차지하며, 전력 인프라와 조선·해양 업황 호조가 지분가치 상승을 이끌고 있다. 특히 중복상장 규제로 HD현대로보틱스 IPO가 중단된 상황에서, 상장 계획이 철회될 경우 성장성 높은 로봇산업 가치가 HD현대에 온전히 귀속되며, 그간 할인되어 인식되었던 밸류에이션 재발견이 가능하다.

### 구조적 실적 성장과 밸류업 모멘텀의 조화

2026년 연결 기준 매출액은 78조 원, 영업이익은 7.5조 원으로 추정된다. 핵심 계열사인 HD현대일렉트릭과 HD한국조선해양의 펀더멘털 개선이 그룹 전체의 이익 성장을 견인할 전망이다. 이러한 안정적인 현금창출력을 바탕으로 1~3분기 각 900원, 4분기 1,300원 등 연간 4,000원의 분기배당 정책을 안착시켰다. 2027년까지 ROE 8~10% 달성 및 별도 순이익의 70% 이상 배당을 약속한 가운데, 향후 HD현대오일뱅크 실적 회복에 따른 배당 재개 시 지주사의 배당 재원은 더욱 확대될 것이다. 무엇보다 기보유 자사주(10.5%)에 대한 구체적인 소각 계획 등 추가적인 기업가치 제고 방안이 발표될 경우, 추가 재평가 촉매로 작용할 것으로 판단한다. 더불어 최대주주의 지분 상속 과정에서 상장주식 물납이 허용될 가능성을 고려할 때, 추가 상승이 최대주주의 이해관계와도 부합한다는 점이 긍정적이다.

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	67,766	71,259	73,673	77,611	80,871
영업이익	2,983	6,100	3,112	3,942	4,315
세전순이익	2,369	4,797	1,919	2,843	3,196
총당기순이익	1,930	3,675	1,554	2,388	2,685
지배지분순이익	509	963	1,057	1,194	1,342
EPS	6,444	12,187	13,381	15,116	16,992
PER	12.3	15.5	17.9	15.8	14.1
BPS	109,824	128,066	138,004	159,360	198,903
PBR	0.7	1.5	1.7	1.5	1.2
ROE	6.4	10.2	10.1	10.2	9.5

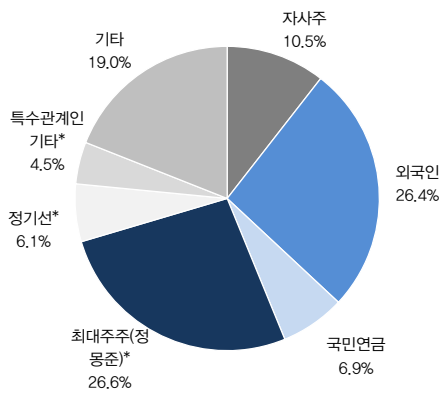
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: HD현대, 대신증권 Research Center

표1. HD현대 기업가치 제고방안

방향	정책	내용
ROE 개선	ROE 목표	- 2027년까지 ROE 목표 8~10% 달성
배당정책 강화	배당성향	- 2027년까지 별도 당기순이익 대비 70% 이상 배당을 지속적으로 추진
	분기배당 지속	- 주주유동성 제고 및 배당락 효과 분산을 위해 '23년부터 실시한 분기배당 지속
지배구조 개선	핵심지표	- 지배구조 핵심지표 준수를 63.7%→86.7%로 향상
	배당기준일	- 투자자가 배당 확인 후 투자할 수 있도록 배당금 결정 이후 배당기준일 설정(2월예정)
	내부감사지원조직	- 감사위원회의 역량 강화를 위해 내부감사지원조직 신설
주주소통 제고	투명하고 충실한 소통	1. 소통채널 확대: 분기별 NDR 실시 등 2. 충실한 자료 제공: 분기별 국문·영문 IR자료 게재 3. 시장 피드백 청취 및 보완: 매년 기업가치 제고계획 공시에 보완 반영·실시

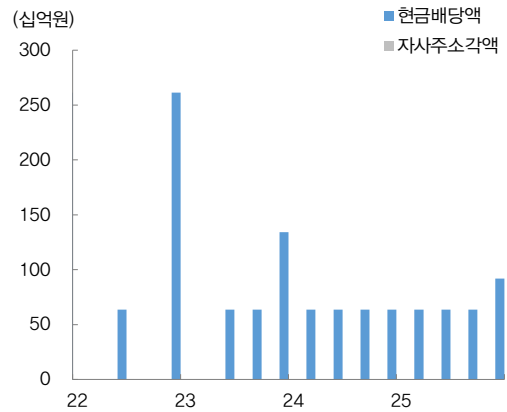
자료: HD 현대, 대신증권 Research Center

그림 1. HD 현대 지분구조



주: \*는 특수관계인  
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 2. HD 현대 총주주환원



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

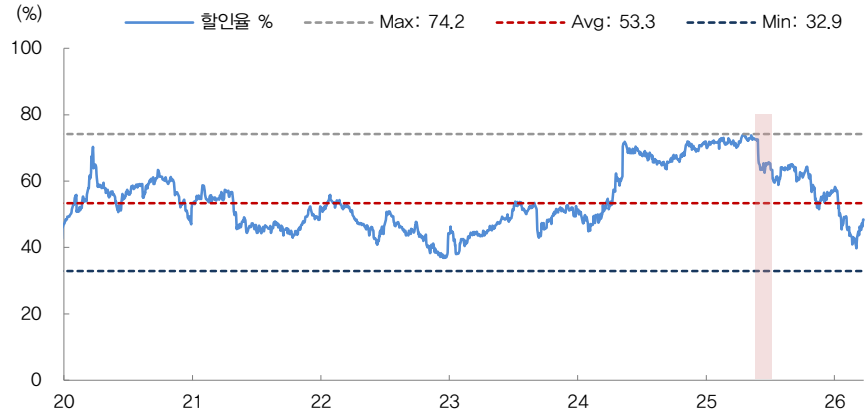
표2. HD현대 산하 상장자회사 DPS 5개년 추이

(단위: 원)

	HD 한국조선해양 A009540	HD 현대일렉트릭 A267260	HD 현대마린솔루션 A443060
2021	-	-	27,500
2022	-	500	2,000
2023	-	1,000	2,500
2024	5,100	5,350	3,150
2025	12,300	7,100	3,950

자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 3. HD현대 NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

표3. HD현대 SOTP Valuation

구분	영업수익	2026F	적용배수	Value	Weight of NAV	
영업가치	로열티	47	WACC=7%, g=0%	671	2.4%	
	임대료수익	60	WACC=7%, g=0%	857	3.1%	
	<b>소계</b>	<b>107</b>		<b>1,529</b>	<b>5.5%</b>	
지분가치	<b>계열사</b>	<b>지분율</b>	<b>시가총액</b>	<b>장부가액</b>	<b>Value</b>	
	현대오일뱅크(연결)	73.9		2,395	2,395	8.6%
	현대마린솔루션	55.3	8,410		4,652	16.6%
	한국조선해양	35.1	26,363		9,241	33.1%
	현대일렉트릭	35.7	32,515		11,621	41.6%
	현대사이트솔루션	100.0		884	884	3.2%
	현대로보틱스	81.8		237	237	0.8%
	<b>소계</b>		<b>62,389</b>	<b>3,515</b>	<b>27,222</b>	<b>103.9%</b>
순차입금(별도)				2,610	-9.3%	
순자산가치(NAV)				<b>27,948</b>		
할인율				<b>25%</b>		
Target NAV				<b>20,961</b>		
발행주식수				78,993,085		
자기주식				8,324,655		
유통주식수				70,668,430		
목표주가				<b>297,000</b>		
현재주가 (04/01)				247,000		
Upside				20.2%		

자료: 대신증권 Research Center

표4. HD현대 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, 억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>17,087</b>	<b>17,211</b>	<b>18,224</b>	<b>18,737</b>	<b>18,542</b>	<b>19,487</b>	<b>19,935</b>	<b>20,112</b>	<b>71,259</b>	<b>78,076</b>	<b>82,091</b>
<i>Change(% yoy)</i>	3.5	-2.0	9.8	9.6	8.5	13.2	9.4	7.3	5.2	9.6	5.1
매출원가	14,896	15,060	15,596	15,651	15,773	16,487	16,982	17,024	61,204	66,266	69,155
% of 매출액	87.2	87.5	85.6	83.5	85.1	84.6	85.2	84.6	85.9	84.9	84.2
<i>Change(% yoy)</i>	-0.6	-4.6	2.0	2.4	5.9	9.5	8.9	8.8	-0.2	8.3	4.4
매출총이익	2,191	2,151	2,628	3,086	2,769	3,000	2,953	3,088	10,056	11,810	12,936
GPM	12.8	12.5	14.4	16.5	14.9	15.4	14.8	15.4	14.1	15.1	15.8
<i>Change(% yoy)</i>	43.2	21.4	99.8	70.4	26.4	39.5	12.4	0.1	56.5	17.4	9.5
판매비	905	1,012	926	1,114	1,021	1,068	1,092	1,114	3,956	4,295	4,514
% of 매출액	5.3	5.9	5.1	5.9	4.9	5.2	5.3	5.3	5.6	5.5	5.5
<i>Change(% yoy)</i>	22.9	13.5	4.8	19.4	12.9	5.6	18.0	0.0	14.9	8.6	5.1
<b>영업이익</b>	<b>1,286</b>	<b>1,139</b>	<b>1,702</b>	<b>1,972</b>	<b>1,748</b>	<b>1,932</b>	<b>1,861</b>	<b>1,974</b>	<b>6,100</b>	<b>7,515</b>	<b>8,422</b>
OPM	7.5	6.6	9.3	10.5	9.4	9.9	9.3	9.8	8.6	9.6	10.3
<i>Change(% yoy)</i>	62.1	29.4	294.5	124.6	35.9	69.6	9.3	0.1	104.5	23.2	12.1
<b>I. 부문별 매출액</b>											
현대로보틱스	54	62	66	81	60	69	72	89	263	290	320
HD 현대 HD 현대 (별도)	279	47	152	48	296	41	157	44	526	537	580
<b>소계</b>	<b>334</b>	<b>109</b>	<b>217</b>	<b>129</b>	<b>356</b>	<b>110</b>	<b>229</b>	<b>132</b>	<b>526</b>	<b>537</b>	<b>580</b>
1. HD 현대오일뱅크	7,125	6,542	7,329	7,030	7,563	7,160	7,926	7,884	28,025	30,533	32,117
2. HD 현대일렉트릭	1,015	906	995	1,163	1,222	1,141	1,189	1,422	4,080	4,974	5,230
3. HD 현대마린솔루션	486	468	513	516	526	541	587	586	1,983	2,240	2,354
4. HD 한국조선해양	6,772	7,428	7,582	8,152	7,593	8,529	8,218	8,624	29,933	32,964	34,653
5. HD 현대사이트솔루션	1,967	2,140	2,053	2,077	1,923	2,384	2,261	1,825	8,237	8,393	8,821
<b>소계</b>	<b>17,364</b>	<b>17,484</b>	<b>18,471</b>	<b>18,938</b>	<b>18,827</b>	<b>19,755</b>	<b>20,181</b>	<b>20,341</b>	<b>72,257</b>	<b>79,104</b>	<b>83,175</b>
연결조정	-610	-382	-464	-330	-641	-378	-475	-361	-1,787	-1,855	-1,984
<b>연결매출액</b>	<b>17,087</b>	<b>17,211</b>	<b>18,224</b>	<b>18,737</b>	<b>18,542</b>	<b>19,487</b>	<b>19,935</b>	<b>20,112</b>	<b>71,259</b>	<b>78,076</b>	<b>82,091</b>
<b>II. 부문별 영업이익</b>											
현대로보틱스	-6	-1	-8	-7	3	5	5	3	-22	16	16
HD 현대 HD 현대 (별도)	261	26	129	24	282	26	143	28	439	479	527
<b>소계</b>	<b>255</b>	<b>25</b>	<b>121</b>	<b>17</b>	<b>285</b>	<b>31</b>	<b>148</b>	<b>31</b>	<b>417</b>	<b>495</b>	<b>543</b>
1. HD 현대오일뱅크	31	-241	191	493	160	140	145	160	474	605	525
2. HD 현대일렉트릭	218	209	247	321	380	350	370	450	995	1,550	1,710
3. HD 현대마린솔루션	83	83	94	91	105	110	120	120	350	455	475
4. HD 한국조선해양	859	954	1,054	1,038	948	1,085	998	1,143	3,905	4,174	5,000
5. HD 현대사이트솔루션	120	151	143	53	140	230	210	110	467	690	710
연결조정	-286	-43	-156	-47	-270	-14	-130	-40	-531	-454	-541
<b>연결영업이익</b>	<b>1,286</b>	<b>1,139</b>	<b>1,702</b>	<b>1,972</b>	<b>1,748</b>	<b>1,932</b>	<b>1,861</b>	<b>1,974</b>	<b>6,100</b>	<b>7,515</b>	<b>8,422</b>

자료: 대신증권 Research Center



재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	67,766	71,259	73,673	77,611	80,871
매출원가	61,339	61,204	66,266	69,155	71,873
매출총이익	6,427	10,056	7,407	8,456	8,998
판매비와관리비	3,444	3,956	4,295	4,514	4,683
영업이익	2,983	6,100	3,112	3,942	4,315
영업이익률	4.4	8.6	4.2	5.1	5.3
EBITDA	4,898	8,156	5,191	6,037	6,434
영업외손익	-614	-1,303	-1,193	-1,099	-1,119
관계기업손익	-11	48	43	44	46
금융수익	3,074	2,905	2,865	2,916	2,868
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-7,364	-4,084	-3,932	-3,893	-3,869
외환관련손실	1,805	2,209	2,195	2,200	2,208
기타	3,688	-172	-169	-166	-163
법인세비용차감전순이익	2,369	4,797	1,919	2,843	3,196
법인세비용	-439	-1,121	-365	-455	-511
계속사업순이익	1,930	3,675	1,554	2,388	2,685
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,930	3,675	1,554	2,388	2,685
당기순이익률	2.8	5.2	2.1	3.1	3.3
비배지분순이익	1,421	2,713	497	1,194	1,342
지배지분순이익	509	963	1,057	1,194	1,342
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-19	97	98	99	100
포괄순이익	1,744	4,650	2,538	3,382	3,688
비배지분포괄이익	1,306	3,192	812	1,691	1,844
지배지분포괄이익	438	1,458	1,726	1,691	1,844

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	6,444	12,187	13,381	15,116	16,992
PER	12.3	15.5	17.9	15.8	14.1
BPS	109,824	128,066	138,004	159,360	198,903
PBR	0.7	1.5	1.7	1.5	1.2
EBITDAPS	62,010	103,256	65,717	76,420	81,444
EV/EBITDA	7.2	5.2	8.0	6.7	6.1
SPS	857,868	902,097	932,653	982,506	1,023,771
PSR	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
CFPS	59,719	104,484	76,871	87,665	92,769
DPS	3,600	4,000	4,400	4,840	5,330

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	10.5	5.2	3.4	5.3	4.2
영업이익 증가율	46.8	104.5	-49.0	26.7	9.5
순이익 증가율	145.6	90.4	-57.7	53.6	12.4
수익성					
ROC	8.9	17.0	8.5	10.5	11.1
ROA	4.2	8.0	4.1	5.4	5.9
ROE	6.4	10.2	10.1	10.2	9.5
안정성					
부채비율	180.0	159.4	129.8	119.2	101.6
순차입금비율	42.5	23.1	7.9	3.1	-0.7
이자보상배율	3.1	7.1	4.4	5.9	6.9

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	35,593	39,633	32,840	33,525	34,215
현금및현금성자산	5,667	6,367	7,308	7,629	7,823
매출채권 및 기타채권	5,848	6,481	6,467	6,368	6,350
재고자산	10,007	10,225	10,241	10,245	10,230
기타유동자산	14,070	16,558	8,825	9,284	9,812
비유동자산	38,274	39,053	39,152	39,293	39,457
유형자산	26,262	28,161	28,338	28,496	28,639
관계기업투자금	285	291	339	389	440
기타비유동자산	11,726	10,601	10,475	10,408	10,379
자산총계	73,867	78,686	71,992	72,818	73,673
유동부채	32,333	33,637	28,653	28,102	26,138
매입채무 및 기타채무	10,153	10,447	9,254	9,530	8,949
차입금	984	1,198	958	948	939
유동성채무	3,470	3,375	3,037	3,007	2,977
기타유동부채	17,725	18,617	15,403	14,617	13,272
비유동부채	15,148	14,714	12,017	11,503	10,992
차입금	10,194	10,018	7,818	7,523	7,228
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4,954	4,695	4,199	3,979	3,763
부채총계	47,482	48,351	40,670	39,605	37,129
지배지분	8,675	10,116	10,901	12,588	15,712
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	4,750	5,685	5,685	5,685	5,685
이익잉여금	3,021	3,132	3,010	2,984	2,874
기타자본변동	823	1,218	2,125	3,838	7,072
비배지분	17,710	20,219	20,421	20,625	20,831
자본총계	26,385	30,335	31,322	33,213	36,543
순차입금	11,226	6,994	2,479	1,034	-270

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	7,511	7,385	5,886	7,263	6,725
당기순이익	1,930	3,675	1,554	2,388	2,685
비현금항목의 가감	2,787	4,578	4,518	4,537	4,644
감가상각비	1,915	2,057	2,079	2,094	2,119
외환손익	0	0	300	261	323
지분법평가손익	11	-48	-43	-44	-46
기타	861	2,569	2,182	2,226	2,248
자산부채의 증감	3,764	174	544	1,113	193
기타현금흐름	-970	-1,042	-731	-775	-797
투자활동 현금흐름	-2,401	-4,746	-2,255	-2,321	-2,368
투자자산	28	-35	2	-6	-3
유형자산	-1,686	-2,003	-2,003	-2,003	-2,003
기타	-743	-2,708	-254	-312	-362
재무활동 현금흐름	-3,927	-1,945	-5,250	-2,836	-2,867
단기차입금	0	0	-240	-10	-9
사채	0	0	-1,600	-600	-600
장기차입금	0	0	-1,100	-195	-195
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-325	-254	-283	-311	-342
기타	-3,602	-1,691	-2,028	-1,721	-1,721
현금의 증감	1,267	700	940	321	194
기초 현금	4,401	5,667	6,367	7,308	7,629
기말 현금	5,667	6,367	7,308	7,629	7,823
NOPLAT	2,430	4,674	2,521	3,311	3,624
FCF	2,479	4,451	2,241	2,997	3,284

자료: HD 현대, 대신증권 Research Center

Initiation

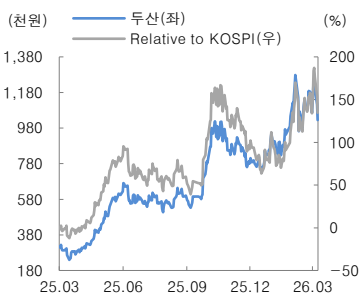
# 두산 (000150)

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

투자 의견 **BUY**  
신규  
6개월 목표주가 **1,370,000**  
신규  
현재주가 **1,115,000**  
(26.04.01) 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	20,332십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	1,278,000원 / 239,500원
120일 평균거래대금	1,235억원
외국인지분율	18.77%
주요주주	박정원 외 26 인 41.08% 국민연금공단 9.97%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.8	42.8	98.4	276.1
상대수익률	-0.6	9.8	25.1	73.1



## 성장도, 환원도, ‘정석’으로 간다

- 두산에너지빌리티(NAV 비중 64.1%) 가치 부각
- AI·반도체 호조로 전자BG 매출 2.3조 원 돌파
- 자사주 연내 소각 및 결산배당 상향 등 주주환원 모범 답안 제시

### 투자 의견 매수, 목표주가 1,370,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 1,370,000원과 투자 의견 ‘매수(BUY)’를 제시한다. 타겟 할인율은 38%를 적용했다. 전체 NAV의 64.5%를 두산에너지빌리티 지분가치가 차지하며, 원자력 및 가스터빈 등 고수익 포트폴리오 확대와 함께 2030년 장기 수주 목표 실행이 본격화되며 지주사 가치 상승을 강하게 이끌고 있다. 지분가치의 약 12.6%를 차지하는 두산로보틱스의 잠재력과 탄탄한 자체사업 수익성이 뒷받침되며, 밸류에이션 재평가 국면이 지속될 것으로 판단한다.

### 압도적 자체사업 성장과 상법 개정 대응의 정석

2026년 연결 기준 매출액은 20.9조 원, 영업이익은 1.5조 원으로 추정된다. 특히 핵심 자체사업인 전자BG는 AI 및 하이엔드 반도체 수요의 구조적인 성장세에 힘입어 2026년 연간 매출액 2조 원을 달성할 전망이다. 이처럼 흔들림 없는 자체사업과 자회사 실적 호조를 바탕으로 2025년 결산 배당 DPS를 전년 대비 2배 상향한 4,000원으로 결정하며 배당소득 분리과세 요건을 충족했다. 주목할 점은 보유 자사주 15.4% 중 임직원 보상 목적(RSU)을 제외한 12.2% 전량을 2026년 연내 소각하기로 결의했다는 것이다. 이는 시장의 주주환원 요구에 원칙적으로 응답한다는 경영 의지가 자 주가 상승 촉매라 판단한다.

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	20,968	23,560	25,452
영업이익	1,004	1,063	1,563	2,161	2,450
세전순이익	593	490	988	1,664	1,959
총당기순이익	302	250	770	1,415	1,705
지배지분순이익	-226	76	116	212	256
EPS	-10,562	3,546	5,479	10,064	12,129
PER	-24.1	220.3	187.3	101.9	84.6
BPS	69,123	72,953	78,814	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	13.0	11.7	11.1
ROE	-14.6	5.0	7.2	12.1	13.5

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

표1. 두산 자기주식 보고서

방향	정책	내용
	보유현황	'24년말 기준 보통주식 3,000,866 주(18.2%), 종류주식 612,104 주(12.5%)
	보유목적	주주가치 제고 및 임직원 보상지급(RSU) 등
	취득계획	현재까지 확정된 바 없음
자기주식	소각 및 처분계획	- 보통주에 대해 '25년부터 3개년간 최소 99만주(약 6%) 이상을 매년 균등소각 (연간 33만주, 약 2% 이상) - 대내외 불확실성 및 주가 변동성 등 고려 소각 시기는 매년 별도 이사회 승인 득한 후 진행 - (주) 두산은 '22년 임직원 보상을 위한 RSU(Restricted Stock Unit) 제도를 도입하였으며, '25년 2월 25일 지급 조건을 충족한 39,547 주에 대하여 보유한 자기주식으로 지급을 완료 - '23년 및 '24년 부여한 RSU는 지급 조건이 충족되는 '26년(44,260주 예상) 및 '27년(42,885주 예상) 지급 예정. 구체적인 지급 수량은 향후 지급조건 충족 여부에 따라 변경 가능
	기타 투자자 보호 사항	- 상기의 자기주식 소각 및 처분 계획은 향후 시장상황 및 경영환경 변화에 따라 변경될 수 있으며, 이에 따른 계획의 구체적인 실행에 관하여는 해당 시점에 개최되는 별도의 이사회 승인을 포함하여 관련 법령상의 절차를 거쳐 이루어질 예정

자료: 두산, 대신증권 Research Center

표2. 두산 자기주식 보유·처분계획

(단위: 주)

	시기	종류	주식 수	비고
<b>1. 자기주식 현황</b>				
	25년말	자기주식	3,243,423	발행주식 총수 대비 약 15.4%
	26년 2월	보통주	42,395	RSU로 처분
		보통주	2,588,924	
	26년 3월 (주주총회 전)	제1우선주	564,242	기존 보유 자기주식 / 배당가능 이익 내 취득 및 특정 목적에 의한 취득
		제2우선주	47,862	
		총계	3,201,028	
<b>2. 보유처분계획</b>				
(1) 보유예정	향후 25년말	보통주	632,500	
		보통주	1,956,424	
(2) 소각예정	26년 연내	제1우선주	564,242	보유수량 외 잔여 자사주
		제2우선주	47,862	
		총계	2,568,528	
(3) 처분예정	27년 2월	보통주	85,749*	위 보유분 중 임직원 보상을 위해 '24년 기 부여한 보통주

자료: 두산 주주총회소집공고(26.03.16) 제 5호 의안: 자기주식보유처분계획 승인의 건, 대신증권 Research Center

주\* 처분 대상 주식은 보상 대상자의 기득조건 충족 여부, 지급 방법의 변경 등으로 85,749주 한도 내에서 변동될 수 있음

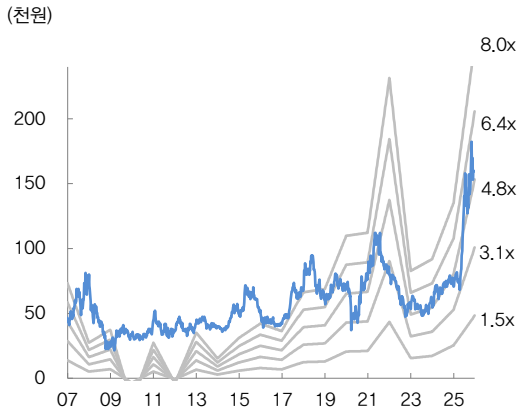
표3. 두산 산하 상장자회사 DPS 5개년 추이

(단위: 원)

	두산에너지	오리콤	두산로보틱스
	A034020	A010470	A454910
2021	-	220	-
2022	-	270	-
2023	-	270	-
2024	-	270	-
2025	-	270	-

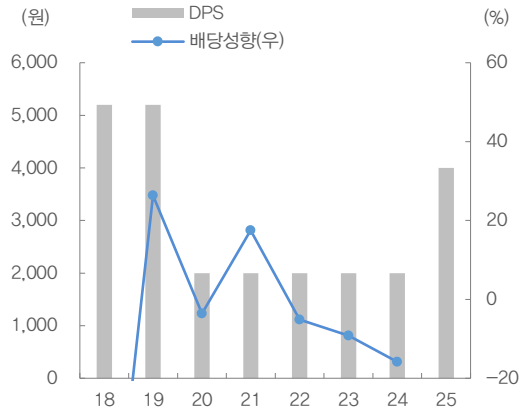
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 1. 두산 12M FWD P/B band



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 2. 두산 연간 DPS 및 배당성향 추이



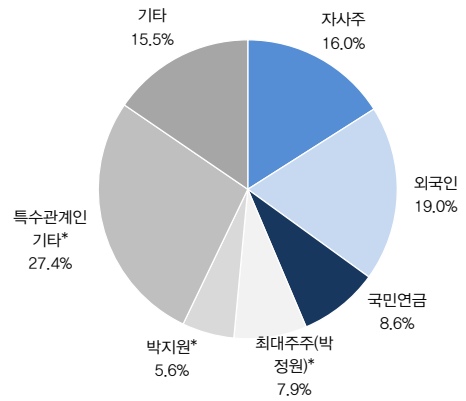
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 3. 시가총액, 영업가치 및 지분가치 추이



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 4. 두산 지분구조



자료: DART, 대신증권 Research Center 주: \*는 특수관계인

그림 5. 두산 NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

표4. 두산 SOTP Valuation

구분	Valuation 방식	2026F	Multiple	Value	Weight(% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	776	9.0	6,984	23.2%
	소계—(1)			6,984	
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	지분가치	
	두산에너지빌리티	30.4	63,800	19,391	64.5%
	두산로보틱스	68.1	5,484	3,735	12.4%
	오리콤	60.9	73	44	0.1%
	소계—(2)		68,414	22,891	
지분가치	계열사명	지분율	장부가액		
	HyAxiom	86.2	255	255	0.8%
	두산모빌리티이노베이션	91.6	206	206	0.7%
	두산포트폴리오홀딩스	100.0	281	281	0.9%
	두산로지스틱스솔루션	100.0	57	57	0.2%
	두산에너지솔루션아메리카	100.0	44	44	0.1%
	기타		168	168	0.6%
소계—(3)			1,011	3.4%	
지분가치 합계				24,182	
순차입금(별도)—(4)				1,112	-3.7%
순자산가치(NAV)—(5)-(1)+(2)+(3)-(4)				30,054	
할인율—(6)				38%	
Target NAV—(7)-(2)+(3)*(1-(6))-(4)+(1)				18,634	
발행주식수—(8)				16,193,835	
자기주식—(9)				2,588,924	
유통주식수—(10)=(8)-(9)				13,604,911	
목표주가(11)=(7)/(10)				1,370,000	
현재가(04/01)				1,115,000	
Upside Potential				22.9%	

자료: 대신증권 Research Center

표5. 두산 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	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. 두산자재사업 (해외법인포함)											
디지털이노베이션	71	73	75	87	72	73	78	87	306	310	319
두타물	11	10	10	9	10	10	10	10	39	40	40
<b>소계</b>	<b>485</b>	<b>559</b>	<b>524</b>	<b>653</b>	<b>610</b>	<b>625</b>	<b>675</b>	<b>776</b>	<b>2,221</b>	<b>2,686</b>	<b>3,258</b>
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
<b>연결매출액</b>	<b>4,299</b>	<b>5,346</b>	<b>4,452</b>	<b>5,687</b>	<b>4,711</b>	<b>5,344</b>	<b>4,959</b>	<b>5,954</b>	<b>19,784</b>	<b>20,968</b>	<b>23,560</b>

I. 부문별 매출액 증감											
전자BG	116	102	76	66	31	14	33	22	86	25	24
1. 두산자재사업 (해외법인포함)											
디지털이노베이션	7	1	10	8	1	1	5	0	6	1	3
두타물	-1	1	-11	-6	-7	2	4	9	-4	2	0
<b>소계</b>	<b>83</b>	<b>76</b>	<b>60</b>	<b>53</b>	<b>26</b>	<b>12</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>66</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
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
<b>연결매출액</b>	<b>-4</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>12</b>

II. 부문별 영업이익											
1. 두산자재사업(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
<b>연결영업이익</b>	<b>198</b>	<b>358</b>	<b>231</b>	<b>275</b>	<b>326</b>	<b>409</b>	<b>361</b>	<b>467</b>	<b>1,063</b>	<b>1,563</b>	<b>2,161</b>

자료: 대신증권 Research Center



재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	20,968	23,560	25,452
매출원가	15,171	16,371	17,112	18,813	20,220
매출총이익	2,962	3,413	3,856	4,747	5,232
판매비와관리비	1,968	2,351	2,293	2,586	2,782
영업이익	1,004	1,063	1,563	2,161	2,450
영업이익률	5.5	5.4	7.5	9.2	9.6
EBITDA	1,771	1,871	2,368	2,963	3,247
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
법인세비용차감전순이익	593	490	988	1,664	1,959
법인세비용	291	241	218	250	255
계속사업순이익	302	250	770	1,415	1,705
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	302	250	770	1,415	1,705
당기순이익률	1.7	1.3	3.7	6.0	6.7
비재배지분순이익	528	174	655	1,202	1,449
지배지분순이익	-226	76	116	212	256
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	56	33	33	33	34
포괄순이익	863	578	1,101	1,749	2,043
비재배지분포괄이익	1,027	444	936	1,487	1,736
지배지분포괄이익	-164	134	165	262	306

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-10,562	3,546	5,479	10,064	12,129
PER	NA	220.3	187.3	101.9	84.6
BPS	69,123	72,963	78,814	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	13.0	11.7	11.1
EBITDAPS	82,704	87,561	112,309	140,556	154,014
EV/EBITDA	11.5	16.3	14.6	11.8	10.8
SPS	846,803	925,675	994,530	1,117,470	1,207,209
PSR	0.3	0.8	1.0	0.9	0.8
CFPS	98,376	109,856	135,296	163,547	176,842
DPS	2,000	4,000	4,400	4,840	4,850

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-5.2	9.1	6.0	12.4	8.0
영업이익 증가율	-30.1	5.9	47.1	38.3	13.4
순이익 증가율	11.1	-17.4	208.6	83.7	20.5
수익성					
ROC	3.1	3.1	7.0	10.5	12.3
ROA	3.4	3.4	4.7	6.4	7.1
ROE	-14.6	5.0	7.2	12.1	13.5
안정성					
부채비율	153.5	169.1	155.2	135.3	126.2
순차입금비율	43.8	40.8	35.1	24.1	21.0
이자보상배율	2.0	2.1	3.3	5.3	6.7

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	11,913	14,193	14,839	16,068	16,641
현금및현금성자산	3,704	4,928	5,137	5,864	5,864
매출채권 및 기타채권	3,868	4,758	5,123	5,558	6,092
재고자산	3,136	3,011	3,040	3,063	3,054
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	33,274	34,200	34,475
유동부채	11,024	13,754	13,473	13,220	13,020
매입채무 및 기타채무	5,658	6,719	6,641	6,598	6,567
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	20,235	19,664	19,237
자배지분	1,480	1,559	1,662	1,852	1,942
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,928	1,932	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	-82	-81	-37	86	102
기타자본변동	-490	-416	-354	-286	-212
비자배지분	10,409	10,675	11,377	12,683	13,296
자본총계	11,889	12,234	13,038	14,535	15,238
순차입금	5,207	4,989	4,583	3,496	3,200

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	308	982	1,511	2,166	2,491
당기순이익	302	250	770	1,415	1,705
비현금항목의 가감	1,804	2,098	2,082	2,034	2,024
감가상각비	767	809	805	802	797
외환손익	-74	73	134	117	146
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,111	1,216	1,144	1,114	1,080
자산부채의 증감	-1,053	-697	-778	-748	-736
기타현금흐름	-746	-669	-564	-534	-501
투자활동 현금흐름	-995	-430	-480	-477	-479
투자자산	-139	332	46	51	51
유형자산					-639
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	166	1,224	209	727	1
기초 현금	3,539	3,704	4,928	5,137	5,864
기말 현금	3,704	4,928	5,137	5,864	5,864
NOPLAT	512	541	1,218	1,837	2,132
FCF	351	453	1,452	2,069	2,358

자료: 두산, 대신증권 Research Center

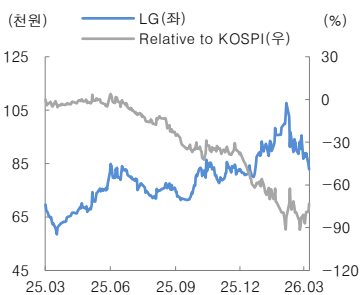
# LG (003550)

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

투자 의견 **BUY**  
신규  
6개월 목표주가 **110,000**  
신규  
현재주가 **87,200**  
(26.04.01) 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	13,647십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	786십억원
52주 최고/최저	107,700원 / 58,500원
120일 평균거래대금	302억원
외국인지분율	35.98%
주요주주	구광모 외 29인 42.54% 국민연금공단 8.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-19.0	8.1	22.3	34.2
상대수익률	-7.7	-16.9	-22.9	-38.3



## 낮은 PBR이 만드는 역설적 기회

- 커버리지 중 유일한 별도 순현금 보유→주주환원 여력 차별화
- 상법 개정 이전 기보유 자사주 전량 소각 선언, '26년 상반기 완료
- 커버리지 최저 PBR 0.5배→PBR 개혁 압력 수혜 기대

### 투자 의견 매수, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 110,000원과 투자 의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 상법 개정이 공식화된 날부터 1차 개정이 통과된 날까지의 할인을 최저값인 40%를 적용했다. 커버리지 지주사 중 유일하게 약 1조3천억 원 규모의 별도 순현금을 보유하고 있다. 이에 재무건전성과 주주환원 여력이 타사 대비 추가적인 할인을 축소를 정당화한다고 판단한다. 아울러 PBR이 커버리지 내 최저 수준인 0.5배에 머물러 있어, 향후 자본시장법 개정에 따른 밸류업 압력이 가해질 경우 강력한 기업 가치 제고 수혜가 기대된다.

### 차별화된 자원 기반의 주주환원과 실적 턴어라운드

2026년 연결 기준 매출액은 8.1조 원, 영업이익은 1.3조 원으로 추정된다. 핵심 자회사들의 수익성 회복과 더불어 상표권 및 임대수익 등 지주사 고유의 현금창출력이 뒷받침된 결과다. 이처럼 탄탄한 재원을 바탕으로 2025년 보통주 연간 DPS 3,100원(중간배당 1,000원 포함)으로 유지하며 배당소득 분리과세 요건을 충족했다. 특히, 최근 4,000억 원 규모의 광화문빌딩 매각 대금이 세후 유입되며 향후 추가적인 주주환원 및 미래 투자 자원까지 확보한 상태. 주목할 점은 자사주 소각 의무화 이전부터 선제적으로 전량 소각을 선언했으며, 2026년 상반기 내 소각 완료할 예정이다. 이는 상법 개정 이후에도 '소각을 전제로 한 자사주 매입'이 내부 정책으로 작동하는 모범 선례가 될 것으로 판단한다.

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,176	7,253	8,110	8,500	8,847
영업이익	967	912	1,312	1,365	1,494
세전순이익	1,007	1,335	1,748	1,806	1,939
총당기순이익	790	1,000	1,416	1,463	1,600
지배지분순이익	575	737	750	775	848
EPS	3,585	4,628	4,772	4,932	5,393
PER	20.1	17.4	17.4	16.8	15.4
BPS	168,930	180,223	193,558	206,942	223,807
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	2.2	2.6	2.5	2.5	2.5

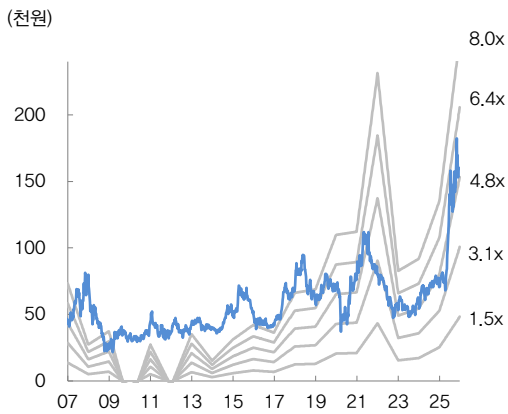
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: LG, 대신증권 Research Center

표1. LG 기업가치 제고계획

방향	정책	내용
자사주 소각	기보유 자사주	[계획] '26년까지 기보유 자사주 전량 소각 [현황] '25년 기보유 자사주 1/2 소각 완료('25.09.04) '26년 상반기 잔여 자사주(약 2.0%) 전량 소각 예정 (향후 추가적인 자사주 매입 결정 시 소각을 전제)
	광화문빌딩 매각대금	- 광화문빌딩 25.12.31 매각대금 세후 4,000억원 규모 - 향후 1) 미래투자 2) 주주환원 재원으로 활용 방안 검토 (구체적인 방안 및 시기는 이사회에서 결정 후 시장과 소통 예정)
배당정책	배당성향	[계획] 최소 배당성향 10%p 상향 (50%→60%) [현황] FY24 별도 조정 당기순이익 기준 배당성향 76%
	중간배당	[계획] 중간배당 실시 [현황] '25년 9월 중간배당 주당 1,000원 지급 및 배당기준일 유연화
ROE	연결 ROE 전망	- '25.2Q Low-Single(2.8%) - '25~'26년(E) Mid-Single(4~6%)
	향후 ROE 목표	- '27년(E) ROE 목표 8~10%

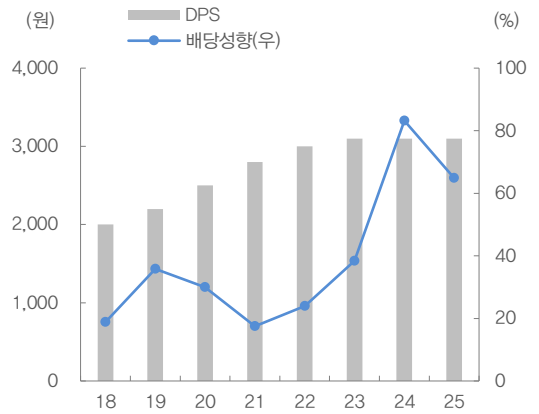
자료: LG, 대신증권 Research Center

그림 1. LG 12M FWD P/B band



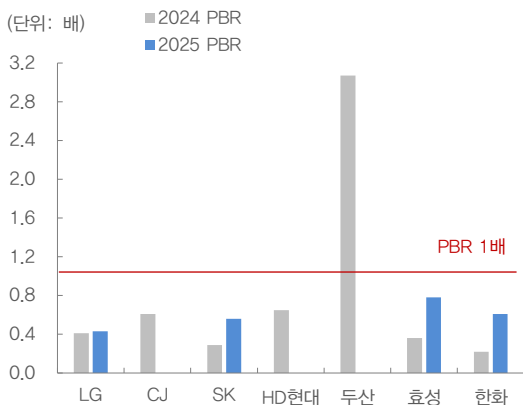
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 2. LG 연간 DPS 및 배당성향 추이



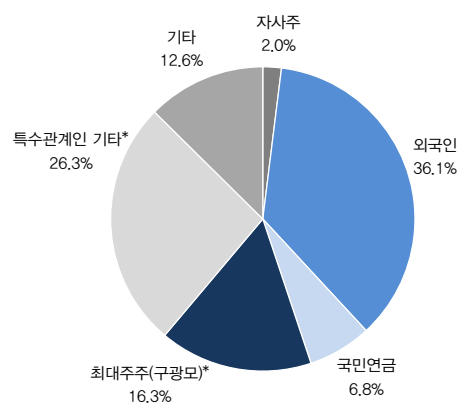
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 3. 커버리지 지주회사의 PBR 비교



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 4. LG 지분구조



자료: DART, 대신증권 Research Center 주: \*는 특수관계인

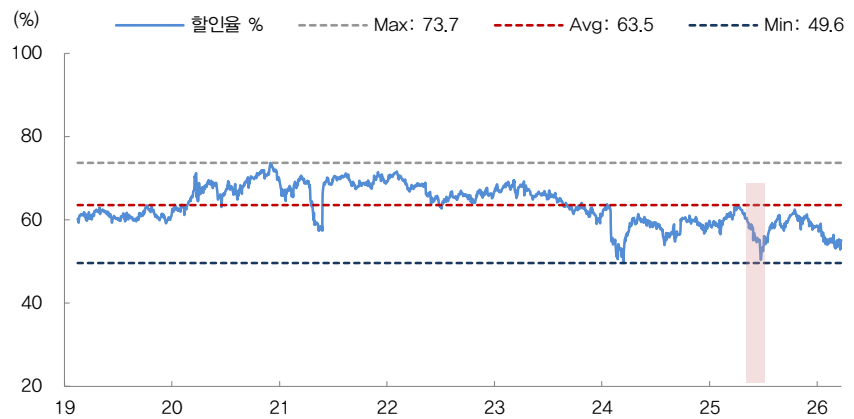
표2. LG 산하 상장자회사 DPS 5개년 추이

(단위: 원)

	LG 전자 A066570	LG 화학 A051910	LG 생활건강 A051900	LG 유플러스 A032640	LG 씨엔에스 A064400	HS애드 A035000
2021	850	12,000	12,000	550	1,090	350
2022	700	10,000	4,000	650	1,190	400
2023	800	3,500	3,500	650	1,520	450
2024	1,000	1,000	3,500	650	1,672	550
2025	1,350	2,000	2,000	660	1,850	550

자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 5. LG NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

표3. LG SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

구분		2026F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)	
영업가치	로열티	357		5,095	19.1%	
	임대료	122		1,739	6.5%	
	소계—(1)			<b>6,834</b>		
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	
		LG 전자	35.3	18,325	6,461	24.2%
		LG 화학	34.9	22,060	7,709	28.9%
		LG 생활건강	38.3	6,723	2,572	9.6%
		LG 유플러스	34.7	3,879	1,347	5.0%
		LG 씨앤에스	35.8	133	47	0.2%
		HS 애드	45.0	5,765	2,592	9.7%
		소계—(2)		<b>50,987</b>	<b>18,090</b>	67.8%
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	
		디앤오	100.0	250	250	0.9%
		LG 경영개발원	100.0	17	17	0.1%
		LG 스포츠	100.0	106	106	0.4%
		ZKW Holding GmbH	30.0	39	39	0.1%
소계—(3)			<b>412</b>	1.5%		
지분가치 합계				<b>18,502</b>		
순차입금(별도)—(4)				-1,348	5.1%	
순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				<b>26,684</b>		
할인율—(6)				<b>40%</b>		
Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))				<b>16,010</b>		
발행주식수—(8)				154,221,585		
자기주식—(9)				3,029,581		
유통주식수—(10)=(8)-(9)				151,192,004		
목표주가(11)=(7)/(10)				<b>106,000</b>		
현재가(04/01)				87,200		
Upside Potential				21.6%		

자료: 대신증권 Research Center

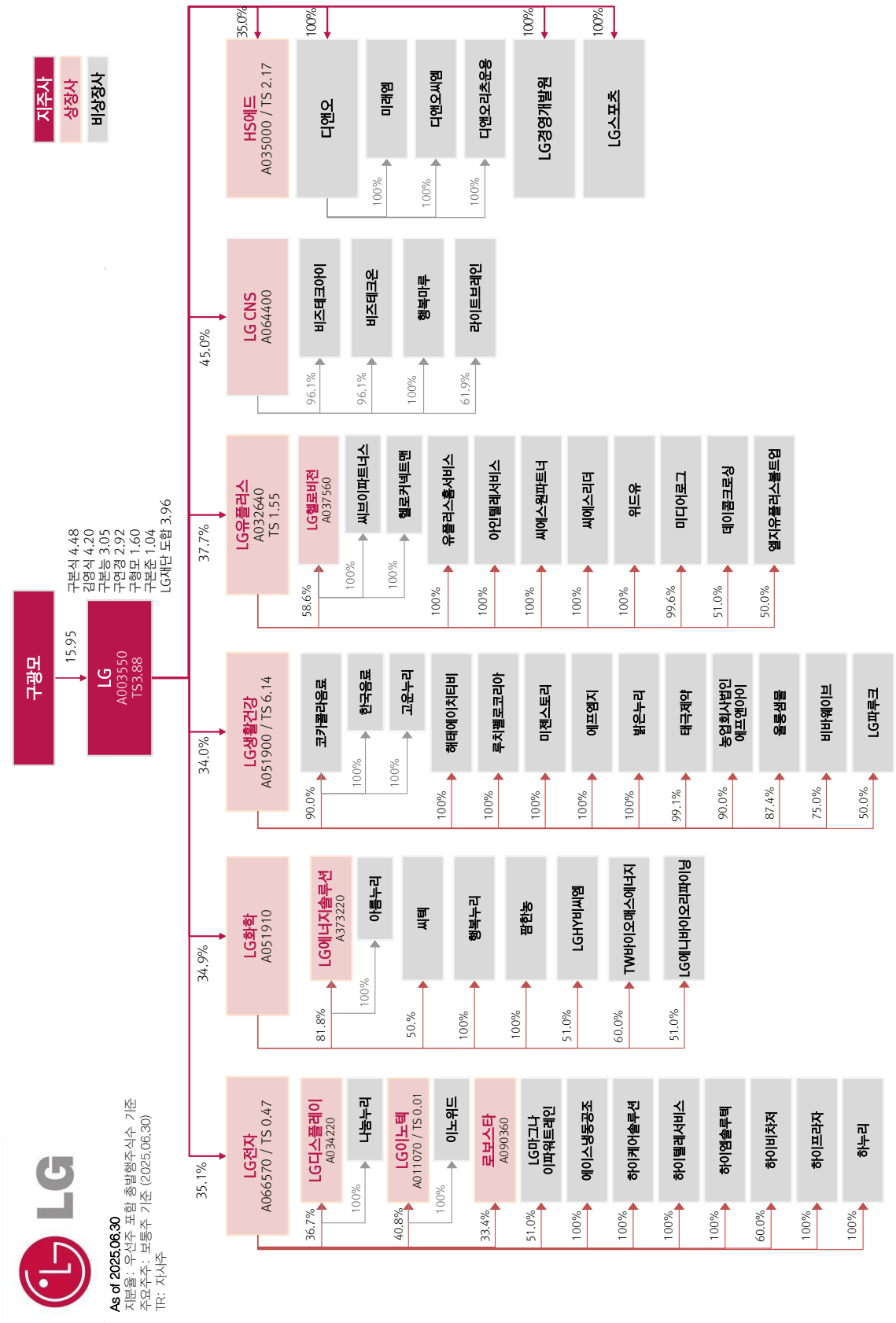
표4. LG의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>1,936</b>	<b>1,798</b>	<b>1,996</b>	<b>1,523</b>	<b>2,095</b>	<b>1,933</b>	<b>2,122</b>	<b>1,960</b>	<b>7,253</b>	<b>8,110</b>	<b>8,500</b>
Change(% yoy)	19.2	-1.4	2.7	-14.6	8.2	7.5	6.3	28.7	1.1	11.8	4.8
매출원가	1,209	1,413	1,476	1,801	1,285	1,503	1,552	1,730	5,899	6,070	6,358
% of 매출액	62.4	78.6	73.9	118.3	60.6	72.9	69.1	100.4	81.3	74.8	74.8
Change(% yoy)	10.8	1.3	8.7	-5.4	6.3	6.4	5.2	-4.0	2.6	2.9	4.7
매출총이익	727	385	520	-279	810	430	570	230	1,354	2,040	2,142
GPM	37.6	21.4	26.1	-18.3	38.7	22.2	26.9	11.7	18.7	25.2	25.2
Change(% yoy)	36.5	-10.5	-11.2	132.2	11.4	11.7	9.5	-182.5	-5.2	50.7	5.0
판관비	89	108	101	143	99	135	134	360	442	728	777
% of 매출액	4.6	6.0	5.1	9.4	5.5	5.9	5.4	7.0	6.1	9.0	9.1
Change(% yoy)	-19.0	-10.3	-7.2	17.3	11.0	24.9	32.1	152.1	-4.4	64.9	6.7
<b>영업이익</b>	<b>638</b>	<b>277</b>	<b>419</b>	<b>-422</b>	<b>711</b>	<b>295</b>	<b>436</b>	<b>-130</b>	<b>912</b>	<b>1,312</b>	<b>1,365</b>
OPM	33.0	15.4	21.0	-27.7	33.9	15.3	20.5	-6.6	12.6	16.2	16.1
Change(% yoy)	51.0	-10.5	-12.1	74.3	11.4	6.5	4.1	-69.2	-5.7	43.8	4.0
<b>I. 부문별 매출액</b>											
1. 배당수익	281	0	108	0	290	0	140	0	389	430	450
2. 상표권수익	87	82	87	93	86	85	91	95	349	357	351
3. 임대수익	37	37	37	37	30	30	30	30	147	122	122
<b>소계(별도 합)</b>	<b>404</b>	<b>119</b>	<b>232</b>	<b>130</b>	<b>406</b>	<b>115</b>	<b>262</b>	<b>125</b>	<b>885</b>	<b>908</b>	<b>923</b>
4. LG CNS	1,359	1,657	1,742	1,936	1,277	1,524	1,610	2,062	6,694	6,473	7,200
5. 디앤오	84	69	72	80	83	88	84	86	306	341	361
6. 기타	77	109	106	96	97	93	96	94	387	380	401
<b>소계(연결자회사 합)</b>	<b>1,521</b>	<b>1,835</b>	<b>1,920</b>	<b>2,111</b>	<b>1,457</b>	<b>1,705</b>	<b>1,790</b>	<b>2,242</b>	<b>7,387</b>	<b>7,194</b>	<b>7,962</b>
자회사 지분법 이익	362	199	250	-745	184	196	358	252	67	990	948
연결조정	-351	-355	-406	27	48	-83	-288	-660	-1,085	-983	-1,333
<b>연결매출액</b>	<b>1,936</b>	<b>1,798</b>	<b>1,996</b>	<b>1,523</b>	<b>2,095</b>	<b>1,933</b>	<b>2,122</b>	<b>1,960</b>	<b>7,253</b>	<b>8,110</b>	<b>8,500</b>
<b>II. 부문별 영업이익</b>											
1. 별도 영업이익	349	41	167	41	366	27	161	-65	597	489	490
2. LG CNS	79	141	120	212	81	118	132	202	552	532	540
3. 디앤오	11	-10	2	6	11	-10	1	6	9	8	11
4. 기타	-5	14	17	-21	2	15	13	-20	5	10	11
자회사 지분법 이익	362	199	250	-745	184	196	358	252	67	990	948
연결조정	-159	-108	-137	85	68	-51	-229	-506	-318	-718	-634
<b>합계</b>	<b>638</b>	<b>277</b>	<b>419</b>	<b>-422</b>	<b>711</b>	<b>295</b>	<b>436</b>	<b>-130</b>	<b>912</b>	<b>1,312</b>	<b>1,365</b>

자료: 대신증권 Research Center

그림 6. LG 지배구조



자료: 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,176	7,253	8,110	8,500	8,847
매출원가	5,747	5,899	6,070	6,358	6,541
매출총이익	1,429	1,354	2,040	2,142	2,306
판매비와관리비	462	442	728	777	812
영업이익	967	912	1,312	1,365	1,494
영업이익률	13.5	12.6	16.2	16.1	16.9
EBITDA	1,161	1,143	1,541	1,591	1,718
영업외손익	40	423	436	441	445
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	131	109	112	112	113
외환관련이익	46	26	23	23	23
금융비용	-34	-37	-31	-29	-29
외환관련손실	4	8	7	7	7
기타	-57	351	355	358	362
법인세비용차감전순손익	1,007	1,335	1,748	1,806	1,939
법인세비용	217	335	332	343	339
계속사업순손익	790	1,000	1,416	1,463	1,600
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	790	1,000	1,416	1,463	1,600
당기순이익률	11.0	13.8	17.5	17.2	18.1
비배지분순이익	216	263	665	688	752
지배지분순이익	575	737	750	775	848
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	103	135	137	138	139
포괄순이익	1,815	2,354	2,783	2,844	2,995
비배지분포괄이익	226	265	1,308	1,337	1,408
지배지분포괄이익	1,590	2,089	1,475	1,507	1,587

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	3,585	4,628	4,772	4,932	5,393
PER	20.1	17.4	17.4	16.8	15.4
BPS	168,930	180,223	193,558	206,942	223,807
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	7,240	7,178	9,799	10,118	10,926
EV/EBITDA	9.1	10.2	7.2	5.9	4.1
SPS	44,757	45,529	51,580	54,060	56,267
PSR	1.6	1.8	1.6	1.5	1.5
CFPS	6,624	6,694	11,563	11,905	12,737
DPS	3,100	3,100	3,450	3,755	4,175

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-3.6	1.1	11.8	4.8	4.1
영업이익 증가율	-39.2	-5.7	43.8	4.0	9.5
순이익 증가율	-44.1	26.5	41.5	3.4	9.4
수익성					
ROC	33.7	29.0	38.0	34.7	38.7
ROA	3.1	2.8	3.8	3.8	3.9
ROE	2.2	2.6	2.5	2.5	2.5
안정성					
부채비율	12.5	12.0	8.9	7.6	6.6
순차입금비율	-7.1	-8.5	-11.1	-15.6	-21.1
이자보상배율	35.8	31.7	56.1	63.4	70.4

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,064	5,698	6,550	8,294	10,746
현금및현금성자산	1,380	1,511	2,450	4,204	6,662
매출채권 및 기타채권	1,777	1,746	1,762	1,760	1,768
재고자산	51	66	63	68	66
기타유동자산	1,856	2,375	2,274	2,262	2,250
비유동자산	26,575	28,285	28,481	28,685	28,893
유형자산	1,546	1,656	1,601	1,549	1,498
관계기업투자금	22,370	23,676	23,928	24,180	24,432
기타비유동자산	2,659	2,953	2,952	2,956	2,962
자산총계	31,639	33,983	35,031	36,980	39,639
유동부채	2,245	2,338	1,882	1,811	1,791
매입채무 및 기타채무	1,533	1,408	1,138	1,115	1,113
차입금	6	0	0	0	0
유동성채무	200	333	326	320	313
기타유동부채	506	597	418	376	365
비유동부채	1,262	1,310	991	787	664
차입금	390	160	112	106	101
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	872	1,150	879	682	563
부채총계	3,507	3,648	2,873	2,598	2,456
자배지분	27,083	28,709	30,434	32,538	35,190
자본금	802	801	801	801	801
자본잉여금	2,968	3,137	3,137	3,137	3,137
이익잉여금	21,325	21,397	21,669	21,913	22,184
기타자본변동	1,989	3,374	4,827	6,687	9,068
비지배지분	1,049	1,626	1,724	1,843	1,993
자본총계	28,133	30,335	32,158	34,381	37,183
순차입금	-1,986	-2,566	-3,567	-5,377	-7,836

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,361	1,015	1,231	1,534	1,686
당기순이익	790	1,000	1,416	1,463	1,600
비현금항목의 가감	272	66	402	409	403
감가상각비	194	231	229	226	224
외환손익	-24	4	5	5	5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	102	-169	169	178	174
자산부채의 증감	134	-189	-317	-59	-42
기타현금흐름	166	137	-270	-279	-275
투자활동 현금흐름	-66	-543	-332	-413	-414
투자자산	114	-854	-252	-252	-252
유형자산					-101
기타	-78	461	70	-10	-11
재무활동 현금흐름	-706	-342	36	26	-18
단기차입금	3	-5	0	0	0
사채	0	-160	-48	-6	-4
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-550	-746	-478	-531	-577
기타	-159	569	563	563	563
현금의 증감	601	132	939	1,754	2,457
기초 현금	779	1,380	1,511	2,450	4,204
기말 현금	1,380	1,511	2,450	4,204	6,662
NOPLAT	759	683	1,063	1,106	1,233
FCF	828	750	1,122	1,156	1,280

자료: LG, 대신증권 Research Center

Initiation

# 한화 (000880)

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

투자 의견 **BUY**  
신규  
6개월 목표주가 **130,000**  
신규  
현재주가 **113,800**  
지주업종  
(26.04.01)

## 자회사 비상과 주주환원의 궤도 진입

- 한화에어로스페이스 주가 상승에 따른 NAV 증가
- 2026년 영업이익 5.76조 원 전망 및 예측가능한 배당 명문화
- 기보유 자사주 소각 계획 확정으로 주당가치 제고 기대

### 투자 의견 매수, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

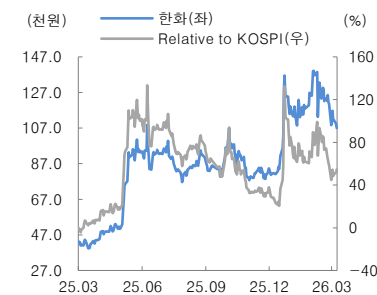
SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 130,000원과 투자 의견 '매수 (BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 67%를 적용했다. 전체 NAV의 84%를 한화에어로스페이스 지분가치가 차지하며, 방산 및 우주항공 등 주력 산업의 탁월한 성장 모멘텀이 지주사의 기업가치 상승을 강력하게 견인하고 있다. 비록 단일 자회사에 대한 지분가치 의존도가 높은 점은 주가 변동성 요인으로 작용할 수 있으나, 향후 지주회사 타겟팅 정책이 현실화되는 과정에서 할인율은 점진적으로 축소될 여지가 존재한다고 판단한다.

### 안정적 실적 기반의 예측가능한 주주환원

2026년 연결 기준 매출액은 80조 원, 영업이익은 5.8조 원으로 추정된다. 방산 부문의 호조와 자체사업의 안정적인 현금창출력이 전사 실적 성장을 이끌 전망이다. 이러한 탄탄한 이익 체력을 바탕으로 예측가능한 주주환원 정책을 내재화한 점이 돋보인다. 2026년 지급 기준 보통주 최소 DPS 1,000원을 명문화하여 직전 배당 대비 최소 25% 상향을 확정 지었다. 아울러 모멘텀 분할 시 주식매수청구권 행사로 취득한 자사주 약 445만 주를 전량 소각하고, 기보유 자사주 약 113만 주는 임직원 보상 재원으로 활용하는 등 총 558만여 주에 대한 명확한 처분 계획을 가결했다. 명문화된 배당 하방 경직성과 자사주 소각을 통한 유통주식 수 축소는 긍정적으로 평가한다.

KOSPI	5478.7
시가총액	9,403십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	353십억원
52주 최고/최저	139,200원 / 39,400원
120일 평균거래대금	505억원
외국인지분율	18.33%
주요주주	한화에너지 외 7 인 55.85% 국민연금공단 5.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.7	39.5	34.2	163.4
상대수익률	-5.1	7.3	-15.4	21.2



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	55,647	74,785	80,132	85,363	88,143
영업이익	2,416	4,147	5,768	6,957	7,314
세전순이익	2,068	2,011	3,809	5,119	5,610
총당기순이익	1,690	1,992	3,786	5,093	5,582
지배지분순이익	773	372	435	438	447
EPS	7,916	3,939	4,768	4,861	4,956
PER	3.4	20.7	22.5	22.0	21.6
BPS	110,190	125,211	143,896	172,893	226,563
PBR	0.2	0.7	0.7	0.6	0.5
ROE	7.2	3.3	3.5	3.1	2.5

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

표1. 한화 기업가치 제고계획

방향	정책	내용
주주환원정책 강화	자사주 소각	- 보유 자사주 약 445 만주(약 5.9%) 소각 - 제 1 우선주 전량 매입 및 소각
	최소 DPS	- 보통주 최소 DPS '26년 지급 기준 최소 1,000 원( 직전 배당 대비 25% 상승)
ROE 제고	ROE 향상 ↑	- 부문별 수익성장을 통한 연결순이익 증가로 2030년 (주)한화 연결 ROE 12% 달성
	COE 감소 ↓	- 인적분할을 통한 사업리스트 감소 → 복합기업 할인 축소
지배구조 개선	정책	- 최고경영자 승계정책 마련 및 운영 ('25) - 집중 투표제 실시 ('27)*, 전자 주주총회 실시 ('27)*
	주주총회	- 주주제안 관련 권리 및 절차를 홈페이지 통해 안내 검토 - 외국인 주주 의견권 침해 방지를 위한 전담 직원 배정 검토
	이사회	- 사외이사의 독립이사 변경 ('26)* - 기존 사외이사 뿐만 아니라 사내이사까지 대상에 포함하는 이사후보추천위원회로 범위 확대 검토
	감사위원회	- 독립적 감사지원부서 설치 ('25), 감사위원 분리 선출 ('26)* - 감사위원 선임 시 대주주 의견권 합산 3%로 일괄 제한 ('26)*
	배당	- 배당정책 및 배당실시 계획을 연 1 회 이상 주주에게 통지 - 현금 배당관련 예측가능성 제공 ('25 결산기배당) : 결산배당 시 배당 받을 주주가 정해지기 이전 배당금액 확정
자본배분 계획	주주환원(25%)	- 최소 DPS 1,000 원 +α , 잉여현금흐름 및 배당재원 고려한 추가배당 적극검토
	미래전략투자(30%)	- 2030년까지 총 7,000 억원 투자 - 1) R&D 2,000 억원 2) 지분투자 2,000 억원 3) 시설투자 3,000 억원
	재무구조 개선 및 운영자금(45%)	- 차입금 지속상환을 통한 재무건전성 개선, 이자 현금지출 지속감축

자료: 한화, 대신증권 Research Center 주:\*는 상법개정안 대응을 위한 지배구조 개선항목

표2. 한화 자기주식 보유·처분계획

(단위: 주)

분류	주식종류	주식수	비고
현재보유	보통주	1,132,437	장내 취득
	보통주	4,450,816	모멘텀 분할 시 주주의 주식매수청구권 행사로 인해 취득, 소각예정
	합계	5,583,253	보상목적의 보통주 1,132,437 주에 대해 각 주식보상제도 운영에 따른 지급 시점까지 보유 예정이며, '27년 정기주주총회에서 관련 사항 보고 예정
처분대상	보통주	1132437*	장내 취득, 임직원 보상 재원으로 활용할 예정 임직원 보상 제도에 따른 지급 시점에 맞추어 순차적으로 처분 예정이며 '27년 정기주주총회에서 관련 사항 보고 예정

자료: 한화 주주총회소집공고(26.03.20) 제 2호 의안: 자기주식보유처분계획 승인의 건, 대신증권 Research Center  
주\*해당 임직원 보상 재원의 세부 처분 수량 및 시기는 주식보상계획, 경영성과 수준 및 보상시점 추가 등에 따라 점진적으로 결정됨

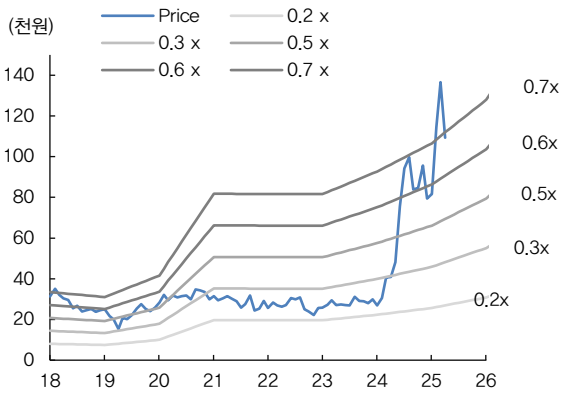
표3. 한화 산하 상장자회사 DPS 5개년 추이

(단위: 원)

	한화생명 A088350	한화에어로스페이스 A012450	한화솔루션 A009830	한화비전 A489790	한화갤러리아 A452260
2021	-	700	-	-	-
2022	-	1,000	-	-	-
2023	150	1,800	300	-	-
2024	-	3,500	300	-	-
2025	-	7,000	-	-	-

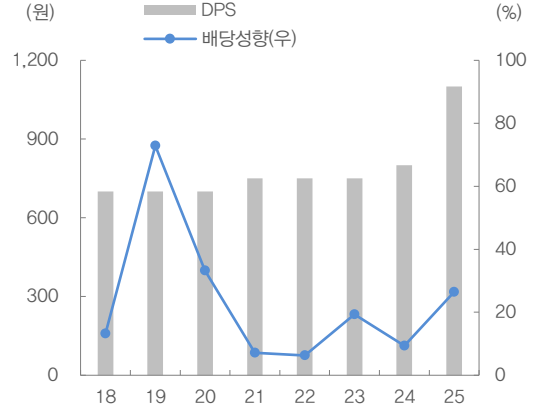
자료: 쿼티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 1. 한화 12M FWD P/B band



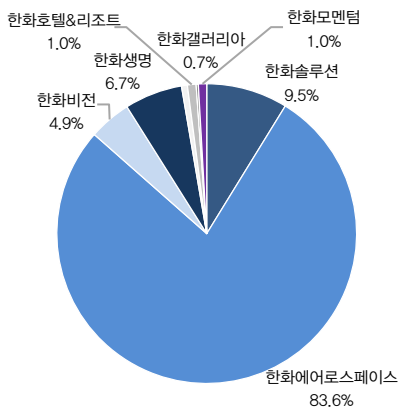
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 2. 한화 연간 DPS 및 배당성향 추이



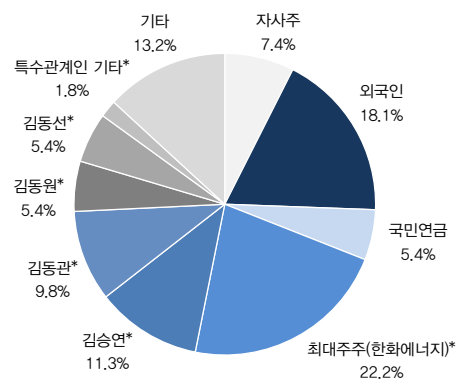
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 3. 한화 NAV 구성



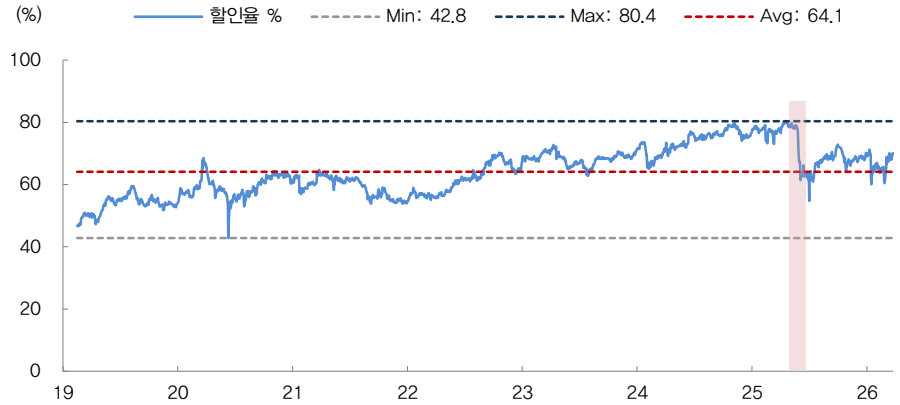
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 4. 한화 지분구조



주: \*는 특수관계인  
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 5. 한화 NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

표4. 한화 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식	2026F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)	
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	147	3.5	515	1.9%
	로열티	DCF	167	WACC=7%, g=0%	2,386	9.0%
	<b>소계—(1)</b>			<b>2,900</b>	<b>11.0%</b>	
상장자회사	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>시가총액</b>	<b>Value</b>	<b>Weight</b>	
	한화솔루션	36.7	6,455	2,368	9.0%	
	한화에어로스페이스	32.2	68,734	22,121	83.8%	
	한화비전	34.0	3,817	1,296	4.9%	
	한화생명	43.2	4,126	1,784	6.8%	
	한화갤러리아	36.7	487	179	0.7%	
	<b>소계—(2)</b>			<b>83,131</b>	<b>27,569</b>	<b>104.4%</b>
지분가치	<b>계열사명</b>	<b>지분율</b>	<b>장부가액</b>	<b>Value</b>	<b>Weight</b>	
	한화호텔앤드리조트	49.8	249	249	0.9%	
	한화로보틱스	68.0	63	63	0.2%	
	한화모멘텀	100.0	238	238	0.9%	
<b>소계—(3)</b>			<b>550</b>	<b>2.1%</b>		
<b>지분가치 합계</b>				<b>28,119</b>		
순차입금(별도)—(4)				4,617	-17.5%	
<b>순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)</b>				<b>26,402</b>		
할인율—(6)				67%		
<b>Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))</b>				<b>8,713</b>		
발행주식수—(8)				74,958,735		
자기주식—(9)				5,583,253		
유통주식수—(10)=(8)-(9)				69,375,482		
<b>목표주가(11)=(7)/(10)</b>				<b>126,000</b>		
현재가(04/01)				113,800		
Upside Potential				10.7%		

자료: 대신증권 Research Center

표5. 한화의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F		
<b>매출액</b>	<b>16,643</b>	<b>19,242</b>	<b>17,787</b>	<b>21,114</b>	<b>17,984</b>	<b>20,242</b>	<b>19,438</b>	<b>22,468</b>	<b>74,785</b>	<b>80,132</b>	<b>85,363</b>		
Change(% yoy)	33.8	48.1	45.6	17.3	8.1	5.2	9.3	6.4	34.4	29.0	26.2		
<b>매출원가</b>	<b>14,328</b>	<b>16,531</b>	<b>15,065</b>	<b>18,271</b>	<b>15,312</b>	<b>17,114</b>	<b>15,844</b>	<b>19,411</b>	<b>64,195</b>	<b>67,681</b>	<b>71,369</b>		
% of 매출액	86.1	85.9	84.7	86.5	85.1	84.5	81.5	86.4	85.8	337.6	334.2		
Change(% yoy)	28.9	45.2	41.5	17.3	6.9	3.5	5.2	6.2	31.8	21.8	21.9		
<b>매출총이익</b>	<b>2,314</b>	<b>2,711</b>	<b>2,722</b>	<b>2,843</b>	<b>2,672</b>	<b>3,128</b>	<b>3,594</b>	<b>3,057</b>	<b>10,591</b>	<b>12,451</b>	<b>13,994</b>		
GPM	13.9	14.1	15.3	13.5	14.9	15.5	18.5	13.6	14.2	62.4	65.8		
Change(% yoy)	75.4	68.6	73.2	17.3	15.4	15.4	32.0	7.5	53.0	70.4	48.2		
<b>판관비</b>	<b>1,242</b>	<b>1,376</b>	<b>1,378</b>	<b>1,674</b>	<b>1,461</b>	<b>1,614</b>	<b>1,462</b>	<b>2,146</b>	<b>5,670</b>	<b>6,683</b>	<b>7,037</b>		
% of 매출액	7.5	7.2	7.7	7.9	8.1	8.0	7.5	9.6	7.6	33.2	32.7		
Change(% yoy)	14.6	27.5	31.7	29.0	17.6	17.3	6.1	28.2	25.8	69.2	20.3		
<b>영업이익</b>	<b>1,073</b>	<b>1,335</b>	<b>1,344</b>	<b>404</b>	<b>1,211</b>	<b>1,514</b>	<b>2,132</b>	<b>911</b>	<b>4,156</b>	<b>5,768</b>	<b>6,957</b>		
OPM	6.4	6.9	7.6	1.9	6.7	7.5	11.0	4.1	5.6	29.2	33.1		
Change(% yoy)	354.9	152.5	155.8	-64.1	12.9	13.4	58.6	125.3	72.0	210.2	80.2		
<b>I. 부문별 매출액</b>													
비 금 영	한화(별도)	글로벌	306	330	314	328	298	312	308	342	1,277	1,260	1,336
		건설	654	738	704	615	641	721	681	811	2,711	2,854	3,105
		기타	143	63	59	66	112	123	118	136	331	489	521
		소계	1,103	1,130	1,076	1,009	1,051	1,156	1,107	1,289	4,318	4,603	4,962
	한화솔루션 (연결)	3,094	3,117	3,364	3,757	3,310	3,243	3,557	4,186	13,333	14,296	16,752	
에어로스페이스 (연결)	5,484	6,311	6,486	8,421	5,713	6,548	6,773	8,570	26,703	27,605	34,616		
<b>비금융합계</b>		<b>10,133</b>	<b>11,016</b>	<b>11,350</b>	<b>13,647</b>	<b>10,462</b>	<b>11,384</b>	<b>11,895</b>	<b>14,526</b>	<b>46,145</b>	<b>48,267</b>	<b>52,877</b>	
금 영	한화생명 (별도)	6,455	7,790	5,847	7,344	6,613	7,913	6,013	7,613	27,436	28,152	29,952	
	<b>금융합계</b>	<b>6,971</b>	<b>8,198</b>	<b>6,270</b>	<b>7,563</b>	<b>7,332</b>	<b>8,522</b>	<b>6,724</b>	<b>8,124</b>	<b>29,002</b>	<b>30,702</b>	<b>32,562</b>	
기타 및 연결조정		-461	28	167	-96	190	336	819	-182	-361	1,163	-76	
<b>연결매출액</b>		<b>16,643</b>	<b>19,242</b>	<b>17,787</b>	<b>21,114</b>	<b>17,984</b>	<b>20,242</b>	<b>19,438</b>	<b>22,468</b>	<b>74,785</b>	<b>80,132</b>	<b>85,363</b>	
<b>I. 부문별 영업이익</b>													
비 금 영	한화(별도)	소계	152	130	65	-12	153	63	66	58	335	340	367
		한화솔루션 (연결)	30	102	-7	-478	-5	96	190	276	-353	556	427
		에어로스페이스 (연결)	561	865	856	753	704	872	940	1,175	3,035	3,692	4,117
	<b>비금융합계</b>		<b>787</b>	<b>1,153</b>	<b>945</b>	<b>280</b>	<b>868</b>	<b>1,074</b>	<b>1,260</b>	<b>1,571</b>	<b>3,165</b>	<b>4,773</b>	<b>5,560</b>
금융	<b>금융합계</b>	<b>629</b>	<b>437</b>	<b>516</b>	<b>300</b>	<b>919</b>	<b>1,176</b>	<b>1,157</b>	<b>1,249</b>	<b>1,882</b>	<b>4,501</b>	<b>4,906</b>	
기타 및 연결조정		-344	-255	-117	-176	-576	-736	-285	-1,909	-892	-3,506	-3,509	
<b>연결영업이익</b>		<b>1,073</b>	<b>1,335</b>	<b>1,344</b>	<b>404</b>	<b>1,211</b>	<b>1,514</b>	<b>2,132</b>	<b>911</b>	<b>4,156</b>	<b>5,768</b>	<b>6,957</b>	

자료: 대신증권 Research Center

주: 금융부문 실적은 발표 이전으로 확정치가 아닌 당사 추정치로



재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	55,647	74,785	80,132	85,363	88,143
매출원가	48,724	64,747	67,681	71,369	74,651
매출총이익	6,923	10,038	12,451	13,994	13,492
판매비와관리비	4,507	5,891	6,683	7,037	6,178
영업이익	2,416	4,147	5,768	6,957	7,314
영업이익률	4.3	5.5	7.2	8.1	8.3
EBITDA	4,018	6,505	7,900	8,811	9,012
영업외손익	-348	-2,136	-1,959	-1,838	-1,704
관계기업손익	23	153	148	150	148
금융수익	235	403	39	39	39
외환관련이익	1,081	1,351	1,071	1,071	1,071
금융비용	-1,193	-1,598	-1,040	-911	-764
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	587	-1,095	-1,106	-1,117	-1,128
법인세비용차감전순이익	2,068	2,011	3,809	5,119	5,610
법인세비용	378	19	23	26	28
계속사업순이익	1,690	1,992	3,786	5,093	5,582
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,690	1,992	3,786	5,093	5,582
당기순이익률	3.0	2.7	4.7	6.0	6.3
비배지분순이익	917	1,619	3,350	4,655	5,135
지배지분순이익	773	372	435	438	447
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-144	108	109	110	111
포괄순이익	249	3,070	4,875	6,193	6,693
비배지분포괄이익	410	2,206	4,315	5,661	6,158
지배지분포괄이익	-161	864	561	533	535

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	7,916	3,939	4,768	4,861	4,956
PER	3.4	20.7	22.5	22.0	21.6
BPS	110,190	125,211	143,896	172,893	226,563
PBR	0.2	0.7	0.7	0.6	0.5
EBITDAPS	41,149	68,786	86,526	97,783	100,008
EV/EBITDA	8.7	7.1	6.8	6.5	7.4
SPS	569,862	790,860	877,616	947,305	978,156
PSR	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	28,802	61,653	95,822	107,080	109,182
DPS	800	1,100	1,210	1,335	1,465

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	4.7	34.4	7.1	6.5	3.3
영업이익 증가율	0.2	71.6	39.1	20.6	5.1
순이익 증가율	3.4	17.8	90.1	34.5	9.6
수익성					
ROC	5.1	8.2	9.9	11.0	11.2
ROA	1.0	1.5	2.0	2.5	2.6
ROE	7.2	3.3	3.5	3.1	2.5
안정성					
부채비율	534.1	497.4	421.4	338.4	236.4
순차입금비율	8.8	5.8	8.4	0.5	-6.5
이자보상배율	2.1	2.6	5.7	7.9	10.0

자료: 한화, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	83,305	105,999	94,235	94,173	95,874
현금및현금성자산	8,844	14,685	10,462	10,033	11,103
매출채권 및 기타채권	8,472	8,536	8,470	8,526	8,511
재고자산	13,464	16,070	16,026	16,219	16,747
기타유동자산	52,525	66,708	59,277	59,395	59,513
비유동자산	168,927	183,330	186,022	185,216	185,034
유형자산	31,821	37,085	39,988	39,385	39,414
관계기업투자금	4,392	4,964	5,234	5,506	5,776
기타비유동자산	132,714	141,281	140,800	140,325	139,844
자산총계	252,232	289,329	280,257	279,389	280,908
유동부채	58,787	79,882	73,429	66,429	61,718
매입채무 및 기타채무	13,551	20,742	18,796	17,350	17,258
차입금	20,125	29,679	28,859	25,859	22,859
유동성채무	2,657	4,424	4,203	4,035	3,793
기타유동부채	22,454	25,037	21,571	19,185	17,808
비유동부채	153,667	161,012	153,081	149,228	135,674
차입금	18,781	23,423	22,191	20,959	19,727
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	134,886	137,588	130,890	128,269	115,948
부채총계	212,455	240,894	226,510	215,657	197,392
지배지분	10,760	11,840	13,139	15,580	20,416
자본금	474	474	452	452	452
자본잉여금	1,793	2,090	2,090	2,090	2,090
이익잉여금	8,159	8,479	8,816	9,153	9,490
기타자본변동	333	797	1,780	3,884	8,383
비배지분	29,018	36,595	40,608	48,153	63,100
자본총계	39,778	48,435	53,747	63,732	83,516
순차입금	3,493	2,821	4,529	323	-5,419

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	6,881	8,320	6,738	7,906	9,330
당기순이익	1,690	1,992	3,786	5,093	5,582
비현금항목의 가감	1,122	3,838	4,963	4,556	4,257
감가상각비	1,602	2,358	2,132	1,854	1,698
외환손익	-2,079	-221	109	109	109
지분법평가손익	-23	-153	-148	-150	-148
기타	1,621	1,855	2,870	2,743	2,598
자산부채의 증감	-420	-571	-1,016	-875	214
기타현금흐름	4,489	3,062	-995	-868	-723
투자활동 현금흐름	-14,049	-12,800	-4,262	-488	-954
투자자산	-9,591	-7,366	-281	-284	-282
유형자산					-5,282
기타	824	99	521	520	520
재무활동 현금흐름	7,179	10,330	346	-1,761	-1,843
단기차입금	0	0	-820	-3,000	-3,000
사채	0	0	-500	-500	-500
장기차입금	7,566	7,662	-732	-732	-732
유상증자	-15	0	-22	0	0
현금배당	-74	-72	-99	-101	-109
기타	-298	2,740	2,519	2,572	2,498
현금의 증감	316	5,840	-4,223	-429	1,070
기초 현금	8,529	8,844	14,685	10,462	10,033
기말 현금	8,844	14,685	10,462	10,033	11,103
NOPLAT	1,975	4,108	5,733	6,922	7,277
FCF	-2,289	393	3,214	7,902	7,732

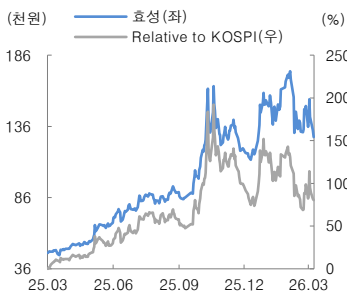
# 효성 (004800)

이경연 kyungyeon.lee@dashin.com  
이채리 RA cherylee@dashin.com

투자 의견 **BUY**  
신규  
6개월 목표주가 **180,000**  
신규  
현재주가 **138,100**  
(26.04.01) 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	2,312십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	87십억원
52주 최고/최저	174,700원 / 45,550원
120일 평균거래대금	81억원
외국인지분율	20.86%
주요주주	조현준 외 13 인 57.23% 국민연금공단 6.66%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.3	20.4	61.0	182.4
상대수익률	-6.9	-7.4	1.5	30.0



## 극심한 저평가

- 효성중공업 주가 급등으로 할인율은 역사적 최고치 근접
- DPS 67% 상향으로 고배당기업 과세 특례 요건 충족
- 자사주 사실상 전무→신규 매입·소각 프로그램 도입 시 신호 효과 극대화

### 투자 의견 매수, 목표주가 180,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 180,000원과 투자 의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 현재 시장이 반영한 최대 디스카운트 수준을 보수적으로 적용해 72%를 산정했다. 전체 NAV의 75.7%를 핵심 상장 자회사인 효성중공업 지분가치가 차지하고 있다. 최근 전력기기 호황에 따른 효성중공업의 주가 급등으로 지주사의 전체 NAV는 크게 확대되었으나, (주)효성의 주가가 이를 온전히 따라가지 못하면서 할인율은 역사적 최고치에 근접해 있다.

### 배당의 예측가능성과 신규 주주환원 모멘텀

2026년 연결 기준 매출액은 2.5조 원, 영업이익은 4,230억 원으로 추정된다. 핵심 자회사들의 견조한 실적 성장이 지주사의 현금창출력을 안정적으로 뒷받침할 전망이다. 이러한 펀더멘털을 기반으로 연결 지배기업지분 순이익의 25% 이상 배당을 목표로 명문화했으며, 2025년 결산배당 DPS를 5,000원으로 전년 대비 67% 상향해 고배당기업 과세 특례 요건을 충족했다. 세제 혜택 기간 동안 배당금 증액을 통해 주주 가치를 지속적으로 방어할 것으로 예상된다. 주목할 점은 (주)효성의 현재 기보유 자사주가 0.1%(2만2,800여 주)로 사실상 전무하다는 것이다. 당장 소각할 물량이 없다는 의미이기도 하지만, 역설적으로 향후 주주 가치 제고를 위해 신규 자사주 매입 및 소각 프로그램이 도입될 경우 시장에 미치는 신호 효과가 클 수 있음을 시사한다. 역사적 최고치에 달한 할인율 축소를 위한 자본 배치 정책이 가시화된다면 주가 재평가 촉매로 작용할 것으로 판단한다.

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,273	2,432	2,476	2,573	2,674
영업이익	221	393	248	287	467
세전순이익	182	531	383	432	622
총당기순이익	484	422	280	324	516
지배지분순이익	453	330	336	356	397
EPS	24,073	19,707	20,066	21,267	23,720
PER	1.9	5.8	6.4	6.0	5.4
BPS	114,515	145,969	161,645	178,335	197,404
FBR	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	19.6	14.3	13.0	12.5	12.6

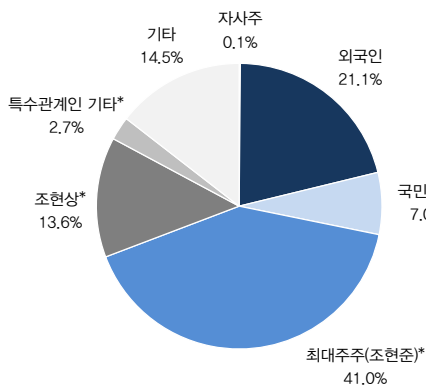
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 효성, 대신증권 Research Center

표1. 효성 기업가치 제고계획

방향	정책	내용
기업가치제고	배당성향	연결 지배기업지분 순이익 기준 배당성향 25% 이상 목표
	계획수립	회사의 과거 수준, 동종업계의 배당성향 추세, 경기에 따른 현금흐름 변화 및 주주가치 제고 등을 감안하여 배당 목표 결정
	기타 투자판단 중요사항	- 조세특례제한법 제 104 조의 27 에 따른 고배당기업에 해당하며, 2026 년에 최초로 기업가치 제고 계획을 공시하는 경우에 해당하여 기업가치 제고 계획 첨부 없이 주요 내용을 기재

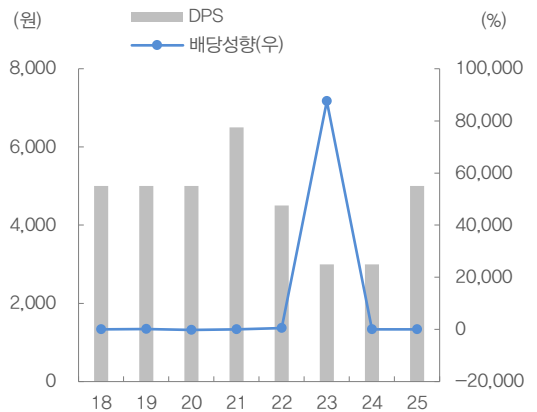
자료: 효성, 대신증권 Research Center

그림 1. 효성 지분구조



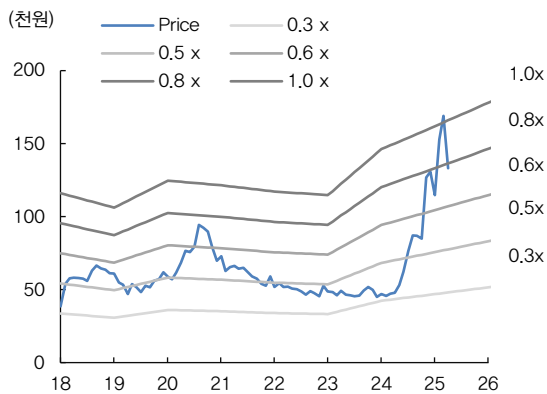
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 2. 효성 연간 DPS 및 배당성향 추이



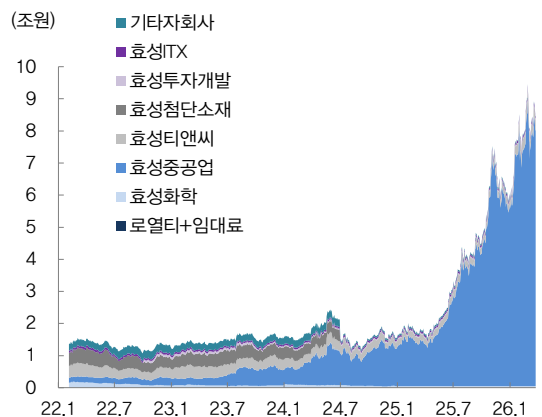
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 3. 효성 12M FWD P/B band



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 4. 효성 지분가치



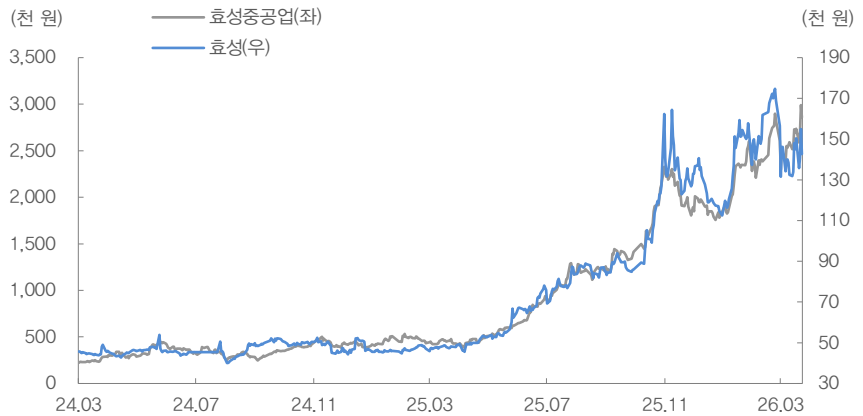
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 5. 역사적 최고치에 근접한 효성의 NAV 대비 할인율



자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 연결자회사 효성중공업과 동행하는 효성 주가



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

표2. 효성 산하 상장자회사 DPS 5개년 추이

(단위: 원)

	효성화학 A298000	효성티앤씨 A298020	효성중공업 A298040	효성 ITX A094280
2021	-	50,000	-	750
2022	-	10,000	-	750
2023	-	10,000	2,500	750
2024	-	10,000	5,000	750
2025	-	10,100	7,500	750

자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

표3. 효성 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식	2026F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)		
영업가치	로열티	59	WACC=7%, g=0%	846.6	8.0%		
	소계—(1)			846.6	8.0%		
지분가치	<b>계열사명</b>		<b>지분율</b>	<b>시가총액</b>	<b>Value</b>	<b>Weight</b>	
	상장자회사	효성 ITX	37.9	142	54	0.5%	
		효성화학	32.8	148	48	0.5%	
		효성중공업	32.5	24,738	8,033	75.7%	
		효성티앤씨	20.8	1,731	360	3.4%	
		소계—(2)			26,759	8,495	80.1%
	비상장자회사	<b>계열사명</b>		<b>지분율</b>	<b>장부가액</b>	<b>Value</b>	<b>Weight</b>
		효성굿스프링스	100.0	86	86	0.8%	
		효성투자개발	59.0	412	412	3.9%	
		효성티앤에스	54.0	207	207	2.0%	
기타			559	559	5.3%		
소계—(3)				1,265	11.9%		
그 외	안양공장부지 (BV=410십억원)			410	3.9%		
<b>지분가치 합계</b>				<b>11,016</b>			
순차입금(별도)—(4)				407	-3.8%		
<b>순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)</b>				<b>10,609</b>			
할인율—(6)				<b>72%</b>			
<b>Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))</b>				<b>2,971</b>			
발행주식수—(8)				16,740,407			
자기주식—(9)				22,803			
유통주식수—(10)=(8)-(9)				16,717,604			
<b>목표주가(11)=(7)/(10)</b>				<b>178,000</b>			
현재가(04/01)				138,100			
Upside Potential				28.9%			

자료: 대신증권 Research Center

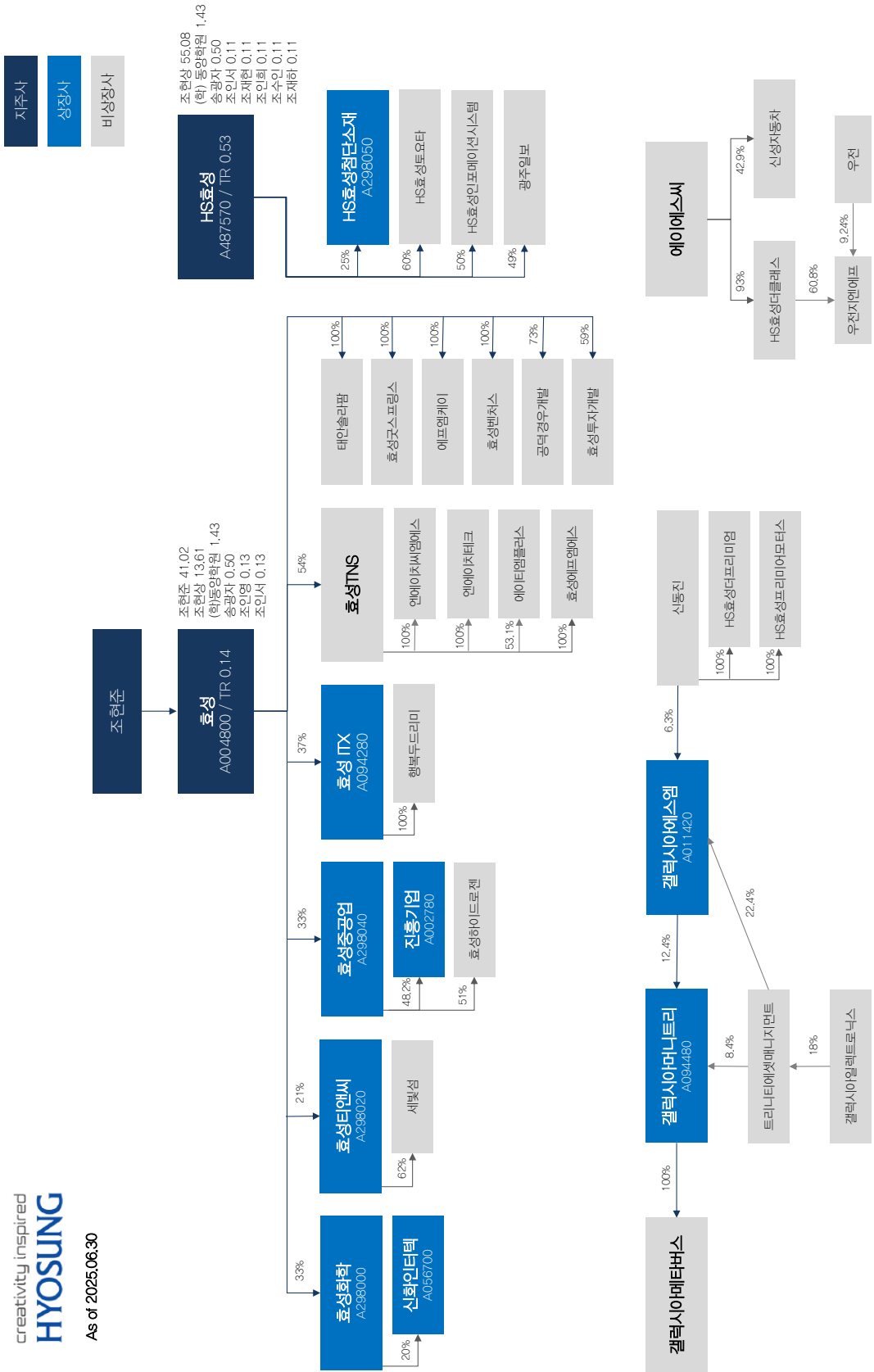
표4. 효성 분기 및 연간 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>837</b>	<b>564</b>	<b>578</b>	<b>710</b>	<b>554</b>	<b>602</b>	<b>602</b>	<b>634</b>	<b>2,689</b>	<b>2,393</b>	<b>2,484</b>
% yoy	4.6	-37.7	-28.2	-23.2	-33.8	6.7	4.3	-10.7	-21.8	-11.0	3.8
매출원가	733	460	448	496	401	429	435	463	2,136	1,729	1,812
% of 매출액	87.6	81.5	77.5	69.8	72.4	71.3	72.2	73.1	79.4	72.3	73.0
% yoy	2.4	-43.2	-34.5	-39.5	-45.3	-6.6	-2.9	-6.5	-29.5	-19.1	4.8
매출총이익	103.7	104.7	129.9	214.6	152.6	172.6	167.8	170.8	552.8	663.8	671.7
GPM	12.4	18.5	22.5	30.2	27.6	28.7	27.8	26.9	20.6	27.7	27.0
% yoy	23.1	7.4	7.3	102.4	47.2	65.0	29.2	-20.4	35.3	20.1	1.2
판관비	75	63	79	67	68	71	72	67	284	278	323
연구개발비	3.6	3.7	3.0	4.0	2.4	2.5	2.6	3.0	14.3	10.5	11.0
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>130</b>	<b>82</b>	<b>99</b>	<b>93</b>	<b>101</b>	<b>241</b>	<b>375</b>	<b>346</b>
OPM	3.1	6.8	8.2	18.2	14.8	16.5	15.4	16.0	9.0	15.7	13.9
% yoy	115.1	104.3	7.2	564.1	219.5	159.4	96.0	-21.9	155.2	55.8	-7.8
<b>사업부문별 매출액</b>											
<b>효성 별도</b>											
소계	141	78	91	190	125	138	127	131	499	521	531
<b>연결자회사</b>											
효성티앤에스	246	382	379	380	312	346	366	373	1,387	1,397	1,466
기타	474	491	107	147	128	135	114	152	1,218	529	547
소계	719	873	486	527	440	480	480	524	2,606	1,925	2,013
<b>자회사 지분법이익</b>	<b>5.9</b>	<b>6.7</b>	<b>29.8</b>	<b>115.7</b>	<b>51.4</b>	<b>54.6</b>	<b>58.4</b>	<b>56.3</b>	<b>158.1</b>	<b>220.7</b>	<b>253.7</b>
연결조정	-23	-387	1	-7	-12	-16	-5	-21	-416	-54	-60
<b>합계</b>	<b>837</b>	<b>564</b>	<b>578</b>	<b>710</b>	<b>554</b>	<b>602</b>	<b>602</b>	<b>634</b>	<b>2,689</b>	<b>2,393</b>	<b>2,484</b>
<b>사업부문별 영업이익</b>											
<b>효성 별도</b>											
소계	3.4	3.6	16.5	115.0	60.0	62.5	51.2	58.9	139	233	182
<b>연결자회사</b>											
효성티앤에스	-2.0	32.1	17.5	12.3	14.9	37.8	34.4	33.2	60	120	135
기타	23.0	5.9	5.0	2.2	12.2	8.4	4.0	5.8	36	30	20
자회사 지분법이익	5.9	6.7	29.8	115.7	51.4	54.6	58.4	56.3	158	221	254
연결조정	1.2	-3.4	8.4	0.0	-5.3	-9.6	3.3	3.4	6	-8	9
<b>합계</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>130</b>	<b>82</b>	<b>99</b>	<b>93</b>	<b>101</b>	<b>241</b>	<b>375</b>	<b>346</b>

자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 효성 지배구조



creativity inspired  
**HYOSUNG**  
 As of 2025.06.30

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,273	2,432	2,476	2,573	2,674
매출원가	1,753	1,756	1,911	1,968	1,928
매출총이익	520	676	565	605	746
판매비와관리비	298	283	317	318	279
영업이익	221	393	248	287	467
영업이익률	9.7	16.2	10.0	11.2	17.5
EBITDA	329	497	353	390	557
영업외손익	-39	138	135	145	155
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	140	259	257	254	256
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-191	-211	-213	-201	-194
외환관련손실	110	140	139	137	133
기타	12	90	91	92	93
법인세비용차감전순이익	182	531	383	432	622
법인세비용	13	109	104	108	106
계속사업순이익	169	422	280	324	516
중단사업순이익	316	0	0	0	0
당기순이익	484	422	280	324	516
당기순이익률	21.3	17.4	11.3	12.6	19.3
비배지분순이익	31	92	-56	-32	119
지배지분순이익	453	330	336	356	397
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	0	0	0	0
포괄순이익	572	419	277	320	512
비배지분포괄이익	56	80	-55	-32	118
지배지분포괄이익	516	339	332	352	394

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	24,073	19,707	20,066	21,267	23,720
PER	1.9	5.8	6.4	6.0	5.4
BPS	114,515	145,969	161,645	178,335	197,404
PBR	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	17,502	29,713	21,085	23,279	33,293
EV/EBITDA	6.1	6.7	9.7	8.7	5.8
SPS	120,734	145,260	147,906	153,700	159,733
PSR	0.4	0.8	0.9	0.8	0.8
CFPS	13,262	19,704	11,861	14,160	24,281
DPS	3,000	5,000	5,500	6,050	6,700

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	23.0	7.0	1.8	3.9	3.9
영업이익 증가율	283.5	77.7	-36.9	15.7	62.7
순이익 증가율	-110,625.6	-12.8	-33.7	15.6	59.3
수익성					
ROC	11.5	19.5	10.8	12.3	21.6
ROA	4.7	8.1	4.6	5.2	8.2
ROE	19.6	14.3	13.0	12.5	12.6
안정성					
부채비율	73.3	88.5	73.7	61.7	47.4
순차입금비율	34.6	34.5	25.7	21.0	13.3
이자보상배율	3.2	6.3	3.8	5.2	9.1

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,022	1,324	1,400	1,376	1,406
현금및현금성자산	109	300	389	375	391
매출채권 및 기타채권	410	352	336	322	334
채고자산	440	370	371	373	374
기타유동자산	63	302	304	306	308
비유동자산	3,319	4,063	4,096	4,267	4,288
유형자산	921	1,076	1,130	1,186	1,178
관계기업투자금	1,602	1,589	1,574	1,695	1,730
기타비유동자산	796	1,398	1,391	1,386	1,380
자산총계	4,341	5,387	5,496	5,643	5,695
유동부채	1,352	1,305	1,185	1,092	982
매입채무 및 기타채무	394	380	345	328	306
차입금	391	584	525	473	426
유동성채무	300	0	0	0	0
기타유동부채	266	341	315	291	251
비유동부채	485	1,224	1,147	1,060	848
차입금	55	738	721	686	538
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	430	487	427	375	311
부채총계	1,836	2,530	2,332	2,152	1,831
자배지분	2,156	2,444	2,706	2,985	3,305
자본금	87	87	87	87	87
자본잉여금	816	813	813	813	813
이익잉여금	6,669	6,952	7,204	7,468	7,764
기타자본변동	-5,416	-5,408	-5,398	-5,383	-5,360
비배지분	349	414	458	505	559
자본총계	2,504	2,857	3,164	3,491	3,864
순차입금	867	987	815	733	513

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	465	421	42	115	259
당기순이익	169	422	280	324	516
비현금항목의 가감	-235	-92	-81	-87	-109
감가상각비	108	104	105	103	90
외환손익	-7	-7	4	6	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-336	-190	-190	-195	-201
자산부채의 증감	246	76	-15	14	-17
기타현금흐름	285	15	-141	-136	-131
투자활동 현금흐름	-227	-679	-285	-420	-258
투자자산	-203	-276	12	-123	-37
유형자산					-39
기타	15	-253	-147	-147	-147
재무활동 현금흐름	-247	440	-191	-212	-329
단기차입금	-215	236	-58	-53	-47
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	190	540	-17	-35	-148
유상증자	-101	0	0	0	0
현금배당	-74	-67	-84	-92	-101
기타	-48	-269	-32	-32	-32
현금의 증감	-39	191	88	-14	16
기초 현금	148	109	300	389	375
기말 현금	109	300	389	375	391
NOPLAT	205	313	181	215	387
FCF	275	249	127	159	319

자료: 효성, 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 투자 의견

- Overweight(비중확대):  
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutra(중립):  
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소):  
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자 의견

- 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

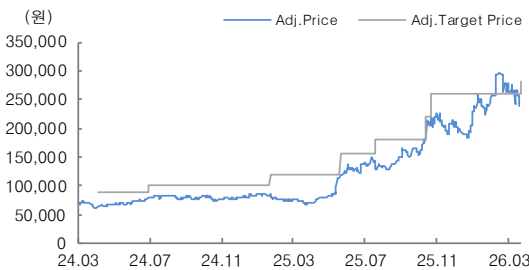
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.4%	9.6%	0.0%

(기준일자: 20260330)

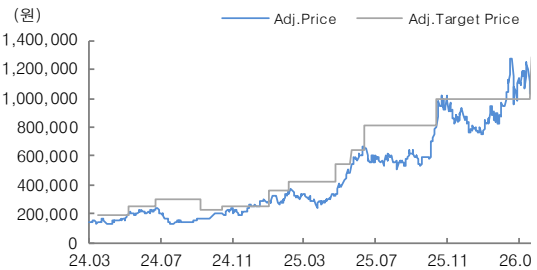
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ(001040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



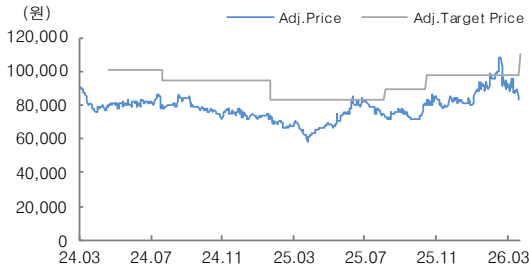
제시일자	26.04.02	담당자 변경	26.03.11	25.10.26	25.09.11	25.08.18
투자의견	Buy		6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000		220,000	220,000	220,000	182,000
과리율(평균%)			(10.82)	(15.46)	(17.03)	(10.63)
과리율(최대/최소%)			(4.55)	5.45	(6.59)	2.97
제시일자	25.06.04	25.05.19	25.04.23	25.03.03	25.01.09	24.09.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	172,000	150,000	150,000	145,000	160,000	160,000
과리율(평균%)	(8.88)	(15.05)	(15.93)	(18.54)	(38.03)	(30.98)
과리율(최대/최소%)	2.27	(6.93)	(13.20)	(9.52)	(29.06)	(15.69)
제시일자	24.08.18	24.07.09	24.05.31	24.04.26		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	160,000	160,000	150,000	150,000		
과리율(평균%)	(24.50)	(24.24)	(13.35)	(8.14)		
과리율(최대/최소%)	(15.69)	(15.69)	1.80	1.80		
제시일자	24.08.18					
투자의견	Buy					
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

SK(034730) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



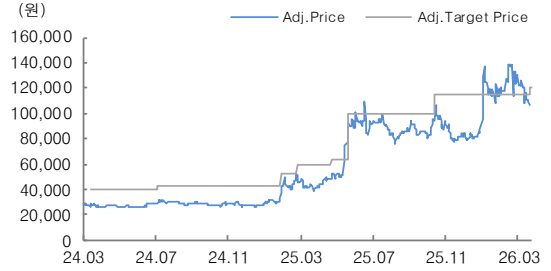
제시일자	26.04.02	담당자 변경	25.10.26	25.08.01	25.06.04	25.04.28
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	390,000		340,000	270,000	230,000	210,000
과리율(평균%)			(12.70)	(22.63)	(10.48)	(32.60)
과리율(최대/최소%)			24.26	(12.04)	0.00	(19.29)
제시일자	25.02.18	24.10.30	24.09.25	24.08.18		
투자의견	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy		
목표주가	230,000	230,000	230,000	230,000		
과리율(평균%)	(41.61)	(37.50)	(35.96)	(37.23)		
과리율(최대/최소%)	(34.78)	(32.04)	(32.04)	(32.26)		
제시일자	24.08.18					
투자의견	Buy					
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

HD현대(267250) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



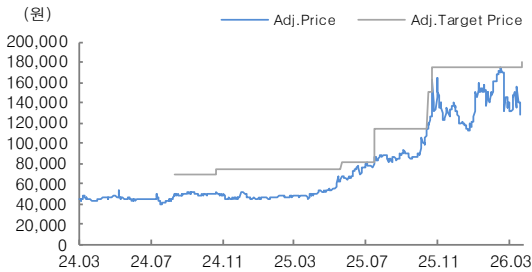
제시일자	26.04.02		25.11.04	25.10.26	25.08.06	25.08.01
투자의견	Buy	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000		260,000	220,000	180,000	180,000
과리율(평균%)			(10.57)	(4.32)	(17.76)	(27.22)
과리율(최대/최소%)			14.62	(0.45)	0.89	(26.39)
제시일자	25.06.04	25.02.06	25.01.17	24.11.06	24.09.25	24.07.26
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	155,000	120,000	100,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균%)	(14.71)	(35.17)	(16.31)	(20.32)	(20.09)	(19.54)
과리율(최대/최소%)	(3.35)	(5.92)	(13.30)	(14.40)	(16.10)	(16.10)
제시일자	24.07.17	24.05.22	24.04.25			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	100,000	90,000	90,000			
과리율(평균%)	(20.13)	(22.19)	(25.96)			
과리율(최대/최소%)	(19.30)	(11.22)	(23.89)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



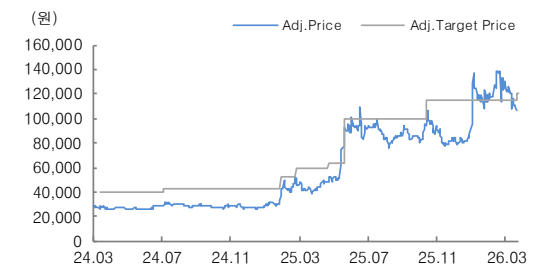
제시일자	26.04.02	담당자 변경	25.10.26	25.09.30	25.07.27	25.06.27
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,370,000		1,000,000	810,000	810,000	810,000
과리율(평균%)			(6.18)	(26.94)	(28.70)	(28.14)
과리율(최대/최소%)			27.80	(1.11)	(19.01)	(19.01)
제시일자	25.06.04	25.05.10	25.03.27	25.02.19	25.01.17	24.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	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	24.05.27	24.05.02	24.04.04	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	230,000	300,000	250,000	190,000	190,000	
과리율(평균%)	(17.53)	(46.38)	(14.21)	(18.80)	(24.69)	
과리율(최대/최소%)	(6.70)	(20.17)	(3.40)	1.79	(13.68)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

LG(003550) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



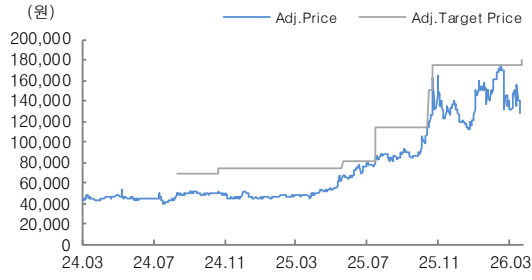
제시일자	26.04.02	담당자 변경	25.10.26	25.08.18	25.08.06	25.07.27
투자의견	Buy		Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	110,000		98,000	89,000	83,000	83,000
과리율(평균%)			(11.27)	(15.99)	(9.40)	(13.82)
과리율(최대/최소%)			9.90	(9.21)	(7.23)	2.29
제시일자	25.06.27	25.06.04	25.02.06	24.11.22	24.11.15	24.09.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	83,000	83,000	83,000	95,000	95,000	95,000
과리율(평균%)	(14.36)	(17.07)	(19.14)	(18.71)	(16.81)	(16.42)
과리율(최대/최소%)	2.29	2.29	(10.36)	(9.68)	(9.68)	(9.68)
제시일자	24.08.08	24.05.09				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	95,000	101,000				
과리율(평균%)	(13.91)	(19.62)				
과리율(최대/최소%)	(9.68)	(14.16)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

한화(000880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.04.02	담당자 변경	25.10.26	25.06.04	25.05.07	25.04.01
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000		115,000	100,000	64,000	60,000
과리율(평균%)			(10.16)	(10.77)	(11.49)	(26.21)
과리율(최대/최소%)			21.04	8.80	20.63	(18.00)
제시일자	25.03.11	25.02.12	25.01.23	24.11.05	24.09.25	24.07.23
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	52,000	43,000	43,000	43,000	43,000
과리율(평균%)	(25.90)	(14.20)	(27.35)	(33.06)	(32.26)	(30.95)
과리율(최대/최소%)	(18.92)	0.58	(12.33)	(26.86)	(26.86)	(26.86)
제시일자	24.06.02	24.04.04				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	40,000	40,000				
과리율(평균%)	(32.14)	(32.33)				
과리율(최대/최소%)	(26.38)	(26.38)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

효성(004800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.04.02	담당자 변경	25.11.03	25.10.26	25.07.29	25.06.04
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000		175,000	150,000	115,000	82,000
과리율(평균%)			(20.32)	(14.07)	(22.28)	(10.99)
과리율(최대/최소%)			(0.17)	8.27	(1.04)	(0.85)
제시일자	25.05.07	25.02.04	24.11.06	24.09.25	24.08.29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	75,000	75,000	75,000	70,000	70,000	
과리율(평균%)	(24.64)	(36.19)	(36.91)	(28.72)	(28.96)	
과리율(최대/최소%)	(10.93)	(28.80)	(30.13)	(25.43)	(25.43)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						