

2025.06

지주

- Value-up 모멘텀 약화. 상법 개정안 통과 기대감

- Analyst 양지환
02-769-2738
jihwan.yang@daishin.com



지주회사 전성시대?

지주회사에 대한 투자의견 비중확대 유지. Top-Pick은 두산

- 2024년 제 21대 대통령 선거일인 6월 3일을 전후로 지주회사의 주가 대폭 상승. 주된 이유는 이재명 대통령 당선 이후 1)상법 개정안 통과, 2)자사주 강제 소각, 3)지배구조개편, 4)Korea Discount 해소로 저PBR 종목들의 Valuation 정상화 등에 대한 기대감의 반영
- 지주회사의 경우 대기업 그룹의 최상위 지배회사의 특성상 오너일가의 지분율이 높아, 경영상의 주요 의사결정과정에서 일반주주 보다 는 대주주의 이익을 우선시하는 경향이 존재. 상법 개정안 통과 시 주주가치의 제고와 할인율 축소가 나타날 수 있다고 시장에서 기대. 또한 자사주를 강제 소각을 검토하겠다는 부분도 지주사 주가의 Re-rating 요소로 작용하고 있는 것으로 판단.
- 참고로 롯데지주, SK, 두산, HD현대 등은 10% 이상의 자사주를 보유. 지배구조개편과 관련해 한화, CJ, HD현대 등 아직 승계 및 계열분 리 작업이 끝나지 않은 지주사들의 주가 상승에 영향. CJ는 비상장 핵심 자회사 CJ올리브영과의 합병 기대감이 주가 상승을 견인

지주회사 투자의견 및 목표주가							
	SK	LG	HD현대	CJ	한화	효성	두산
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(신규)	230,000	83,000	155,000	172,000	100,000	82,000	640,000
목표주가(기존)	210,000	83,000	120,000	150,000	64,000	75,000	540,000
변동률	9.5%	0.0%	29.2%	14.7%	56.3%	9.3%	18.5%
현재주가(06/23)	195,800	81,800	129,300	157,100	93,800	68,200	624,000
Upside	17.5%	1.5%	19.9%	9.5%	6.6%	20.2%	2.6%
NAV	24,387	23,121	21,983	8,462	17,336	3,908	14,317
목표할인율(신규)	50%	45%	50%	45%	60%	65%	55%
목표할인율(기존)	55%	50%	60%	50%	74%	65%	60%

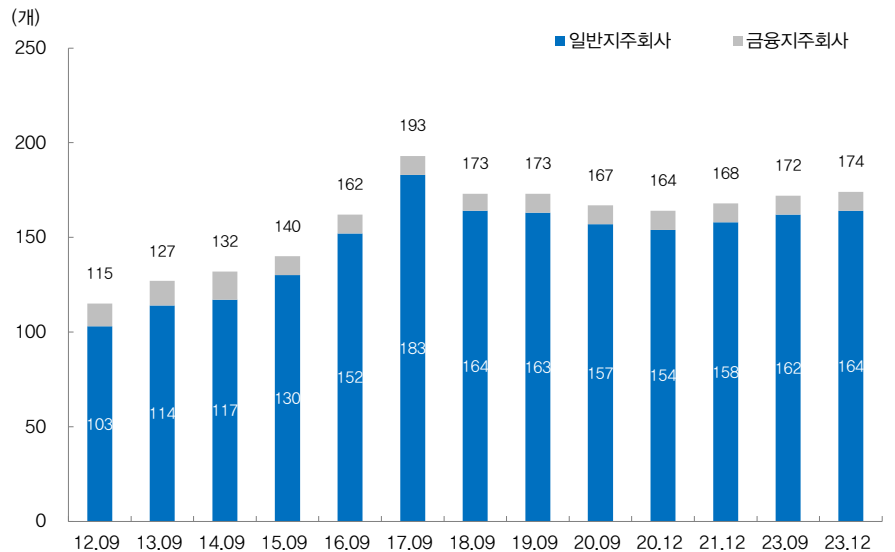
자료: 대신증권 Research Center

지주회사 : 주식 소유를 통해 다른 회사를 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사

지주회사는 공정거래법상 지주비율 요건을 충족할 경우 자동적으로 전환

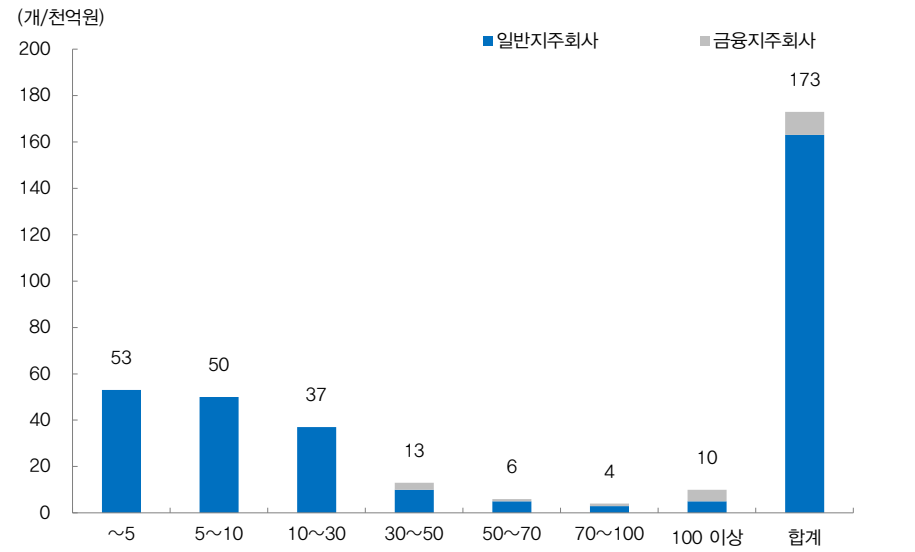
- 공정거래법상 지주회사는 자산총액 5천억원 이상이면서 소유하는 자회사의 주식가액의 합계액이 자산총액의 50% 이상인 회사
- 지주회사체제에 수반되는 과도한 지배력 확장을 억제하면서 단순하고 투명한 출자구조가 유지되도록 출자단계 및 지분율 규제, 상호 출자금지 등 제도적 장치를 구비
- 2017년에는 지주회사 수가 193개로 전년대비 31개사가 증가하여 가장 많은 증가세를 기록. 이는 2017년부터 지주사 전환을 위한 지주비율 산정 시 자산총액 기준을 1,000억원에서 5,000억원으로 상향 조정함에 따라 2016~2017년 전환 기업이 늘어났기 때문
- 지주회사의 수는 2017년 193개를 기록한 이후 감소세에 진입. 2020년에는 167개, 2023년에는 174개를 기록
- 자산 규모별로 볼 때, 자산총액 5천억 미만의 지주사가 가장 많은 53개 기록, 1조원 미만의 지주사는 103개로 집계

연도별 지주회사 수 추이



자료: 공정거래위원회, 대신증권 Research Center

자산규모 별 지주회사 수



자료: 공정거래위원회, 대신증권 Research Center

지주회사는 공정거래법상 행위제한 사항을 두고 엄격하게 관리

지주회사는 공정거래법상 지주비율 요건을 충족할 경우 전환되며, 지주회사로 전환 시 행위제한 요건 존재

- 지주회사는 자본총액의 2배를 초과하는 부채를 보유하는 행위 제한. 부채비율 200% 미만으로 유지. 지주회사 전환 혹은 설립 당시 200%를 넘어가는 부채비율은 2년 안에 이를 해소하는 것이 원칙
- 지주회사는 상장 자회사의 지분은 30% 이상 보유해야 하며, 비상장 자회사의 경우는 50% 이상의 지분을 필수 보유. 지주회사로 전환 혹은 설립될 당시 주식보유기준 미만으로 보유하고 있는 경우 2년 내 기준 충족이 요구됨. 자회사가 아닌 회사가 자회사에 해당하게 되고 자회사 주식보유기준에 미달한 경우 그 회사가 자회사에 해당하는 날로부터 1년 이내 요건 충족이 원칙
- 계열회사가 아닌 국내 회사의 주식을 5% 이상 소유하는 행위 금지. 금융업 또는 보험업을 영위하는 자회사의 주식 소유 금지
- 증손회사의 경우는 의무보유지분비율이 100%

규제 대상 별 지주회사 행위제한 사항

규제대상	규제내용	규정
지주회사	지주회사의 사업목적 제한 – 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것이 주된 사업 목적이어야 함	제2조제1항제2호
	지주회사 부채비율 200% 이내 유지	제8조제2항제1호
	비계열사 주식 5% 초과 소유 금지 일반지주회사의 금융회사주식 소유 금지	제8조제2항제3호 제8조제2항제4호"
공통규제 (지주회사, 자/손자회사)	자기가 지배하는 회사 외의 계열회사 주식 소유 금지 – 수직적 출자구조 유지 의무	제8조제2항제3호 제8조제3항제2호 제8조제4항
	지주회사→자회사, 자회사→손자회사 지분의무 보유 (상장 30%, 비상장 50% 이상)	제8조제2항제2호 제8조제3항제1호"
손자회사	일반지주회사 및 자회사의 금융자회사 및 금융손자회사 금지	제8조제2항제5호 제8조제3항제3호 제8조제4항제4호
	행위제한 위반에 대해 전환당시 유예기간 2년, 일정요건의 경우 1년	제8조 각 항, 각 호
증손회사	100% 증손회사외 계열사 주식소유 금지	제8조제4항
	국내 계열회사 주식 소유 금지	제8조제5항

지주회사로 전환하는 대기업 집단은 2023년 12월말 기준 43개로 전년대비 5개 증가

전체 지주회사의 평균 지주비율은 79.9% (일반지주 79.3%, 금융지주 89.4%)

- 2023년 9월말 기준 지주회사로 전환된 대기업 집단은 SK, LG, 포스코, 롯데, GS 등 38개
2023년 12월말에는 현대백화점, OCI, 동국제강, 원익, 파라다이스 등이 추가되어 43개로 증가
- 전체 지주회사의 평균 지주비율은 79.9%이며, 이중 일반 지주회사는 79.3%, 금융지주는 89.4%로 금융지주의 지주비율이 더 높음
(* 지주비율이란 해당회사의 자산총액에서 자회사 주식가액의 총 합계액이 차지하는 비율, 50% 초과시 지주회사에 해당)
- 지주비율이 60% 미만인 지주회사는 19개사(11%)에 불과, 지주비율이 90% 이상인 지주회사가 57개(35.8%)로 가장 많은 비중 차지

지주회사 전환 대기업 현황 (2023년 12월말 기준)

2023년 12월 기준 지주회사 전환 대기업 현황

SK, LG, 포스코, 롯데, HD현대, GS, 농협, CJ, 한진, LS, 두산, DL,
셀트리온, 중흥건설, 현대백화점, 부영, 하림, HDC, 효성, 코오롱, OCI,
태영, 세아, LX, 에코프로, 한국엔컴퍼니(구 한국타이어), 동원, KG,
HL(한라), 아모레퍼시픽, 애경, 삼양, 동국제강, 아이에스지주, DN,
고려에이치씨, BGF, 하이트진로, 농심, 한솔, 반도홀딩스, 원익, 파라다이스
등 총 43개 기업

지주비율별 지주회사 수

(단위: 개, %)

지주비율	60%미만	60~70%	70~80%	80~90%	90~100%	합계
일반지주	19	34	27	26	57	163
금융지주	0	0	0	5	5	10
합계	19	34	27	31	62	173
비중 (%)	11	19.7	15.6	17.9	35.8	100

자료: 공정거래위원회, 대신증권 Research Center

자료: 공정거래위원회, 대신증권 Research Center

지주사 NAV 대비 할인율 축소 기대

지주사(일반+금융지주)에 대한 기관 및 외국인 순매수 확대

- 일본 증시부양 정책의 효과를 경험한 투자자들은 지주사(일반지주 및 금융지주) 대규모 순매수로 정부 정책 기대감을 나타내는 모습
- KOSPI200에 속한 지주사는 약 39개사(일반지주 29개사, 금융지주 10개사), 지주사의 합산 시가총액은 216조원으로 KOSPI 전체 시가총액의 13.3%에 불과한 규모
- 반면 KOSPI200에서 영업이익 및 당기순이익이 차지하는 비율이 30% 이상인 점을 감안할 때 극도로 저평가 되어 있는 상황
- 지주사의 평균 PBR(시가총액/순자산가액)은 0.56배로 KOSPI200 PBR 0.95배 대비 현저히 낮은 수준

1월 29일 ~ 2월 2일 기관 및 외국인 순매수 규모

	기관 누적 순매수	외국인 누적 순매수	합계
KOSPI200	1,235.5	3,460.0	4,695.6
KOSPI100	1,012.8	3,150.3	4,163.1
지주사	895.0	679.7	1,574.7
금융지주	340.6	490.3	830.8
일반지주	554.4	189.5	743.9

KOSPI 200 vs 지주사

항목	구분	시가총액	영업이익	당기순이익	NAV	P/B (시총/NAV)
KOSPI 200	전체	1,760,531	156,530	104,039	1,848,832	0.95
	지주사	233,945	55,735	32,207	419,476	0.56
	금융지주	98,764	29,584	29,584	220,246	0.45
	일반지주	135,181	26,151	2,623	199,230	0.68
	지주/전체	13.3	35.6	31.0	22.7	

주: KOSPI 200 기업 중 지주사로 분류된 기업은 삼성물산, SK 등을 포함한 29개사,
금융지주사로 분류된 기업은 KB금융지주 등 10개사
자료: 대신증권 Research Center

주: 영업이익 및 당기순이익은 2023년 실적 컨센서스가 존재하는 기업 기준이며, 지주사는 총 27개사,
금융지주사는 총 10개사
자료: 대신증권 Research Center

지주사의 주주환원 확대 가능할까?

지주회사의 주요 수익원은 배당, 로열티 및 자체사업 EBITDA

- 지주회사들의 주요 수익원은 순수지주회사의 경우 1)자회사로부터의 배당수익, 2)브랜드 로열티, 3)임대수익 등이며, 사업지주회사의 경우 여기에 자체사업 EBITDA에서 이자비용과 CAPEX를 제외한 잉여현금흐름을 포함. 경상 수익을 제외한 비경상 수익은 보유하고 있는 지분의 매각(비상장자회사 Pre-IPO 혹은 IPO, 투자유가증권 혹은 자사주 매각)을 통해 실현 가능
- 순수지주회사들은 배당재원으로 대부분 자회사 등으로부터의 받는 배당수익을 활용하고 있으며, 사업지주회사의 경우 자체사업의 잉여현금흐름을 활용하기도 함. 2021~2023년 3분기까지 지주회사들의 수취배당금과 지급배당금을 살펴본 바에 따르면, SK, 삼성물산, LG가 배당금 기준으로 분석 시 추가적인 배당의 지급 여력이 높은 것으로 판단
- 당사 커버리지 지주사 중 로열티 수익이 많은 기업은 LG와 SK

지주회사의 최근 사업연도 배당금 수취 및 지급 추이 (상) / 지주회사의 최근 브랜드 로열티 수익 (하)

(단위: 십억원)

		삼성물산	SK	LG	HD현대	CJ	한화	효성	두산
수취배당금	2021	1,540.4	744.7	554.3	245.3	72.8	17.2	62.1	9.9
	2022	644.1	1,036.5	566.6	333.4	105.0	17.5	141.1	16.3
	2023	962.9	1,298.6	538.9	476.2	104.0	31.2	87.8	22.3
지급배당금	2021	379.4	396.5	439.5	392.2	67.2	65.4	99.5	19.9
	2022	692.7	453.3	448.8	325.1	77.2	69.8	129.4	35.7
	2023	376.4	278.8	474.6	388.6	83.9	73.7	89.6	35.7
잉여배당수익	2021	1,161.0	348.2	114.8	-146.9	5.6	-48.2	-37.4	-10.0
	2022	-48.6	583.2	117.8	8.3	27.7	-52.3	11.6	-19.4
	2023	586.5	1,019.8	64.3	87.6	20.1	-42.5	-1.8	-13.4
		SK		LG	HD현대	CJ	한화	효성	두산
로열티 수익	22A		283.0	365.5		126.3	24.9	53.8	50.0
	23A		329.4	357.2	30.0	126.0	17.4	39.4	50.0

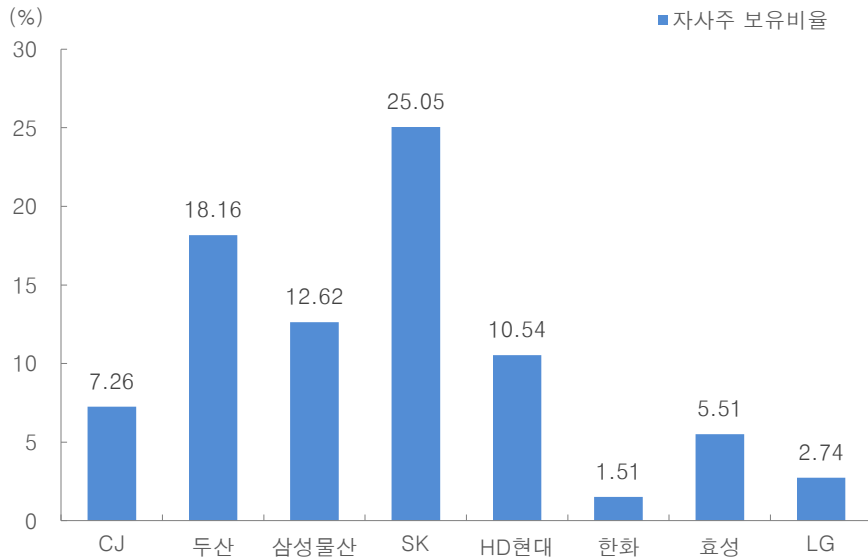
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

지주사의 주주환원 확대 가능할까?

보유 자사주 소각 발표로도 주가 재평가 가능

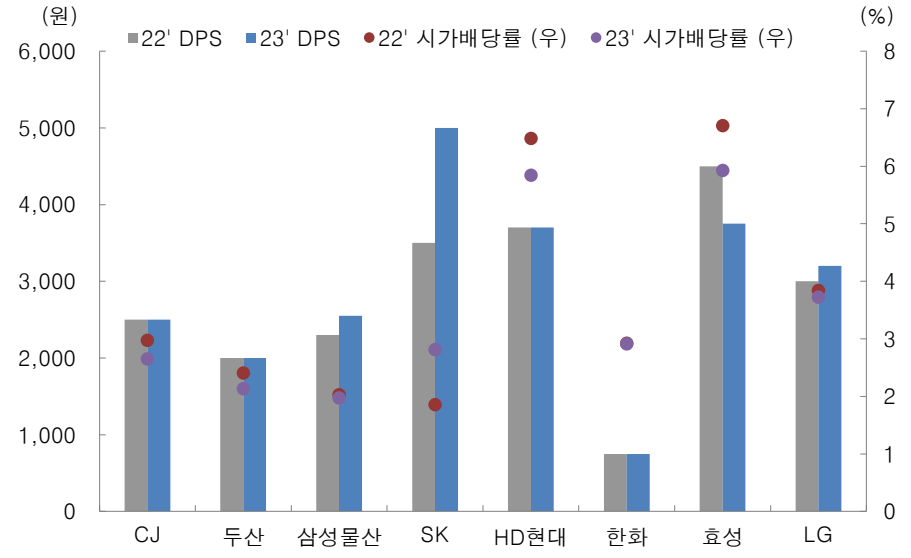
- 삼성물산은 23.4Q 실적발표를 통해 자사주 소각 계획 발표, 보통주 23,422천주, 우선주 159천주를 향후 3년에 걸쳐 소각할 예정
- 자사주는 기타자본으로 분류되어 이미 자본에 포함되어 있지 않으며, 배당의 대상도 아니기에 기존 보유 자사주를 소각한다고 해서 EPS나 BPS의 증가와는 무관. 그럼에도 동사의 자사주 소각이 주가에 긍정적으로 영향을 미치는 이유는 1)자사주가 M&A 혹은 임직원에 대한 Incentive 재원으로 활용되어 재유통되는 사례가 빈번한 점, 2)보유 중이던 자사주 12.6%의 전량 소각으로 전례가 없이 큰 규모로 이루어진 점, 3)시장에서 예상하던 것보다 빠르게 진행되는 점 때문인 것으로 추정
- 정부가 기업 경영권 방어제도 도입을 추진하는 점도 자사주 소각에 긍정적으로 작용할 전망. 오너일가의 지분율이 낮은 경우 자사주가 경영권 방어의 수단으로 활용되는 경우도 있음. 정부가 차등의결권, 포이즌 필을 도입하는 이유도 이러한 구조적 문제를 극복하기 위한 것으로 판단

지주사별 자사주 보유비율



자료: DART, 대신증권 Research Center

지주사별 DPS 및 시가배당률



자료: DART, 대신증권 Research Center

지주사의 주주환원 확대 가능할까?

지주회사의 배당확대를 위해서는 자회사들의 배당확대가 필수적

지주회사별 배당 및 주주환원 정책 비교

	배당 정책	자사주 소각 계획
삼성물산	계열사 배당 수취액의 50~70% 재배당	향후 3년간 보유 중인 자사주 전량 소각(2,472만주)
SK	- 반기배당 실행, 경상 배당수입의 30% 이상을 배당 - 배당액 선공개 정책 추진	22~25년까지 매년 시총 1% 이상의 자사주 매입 계획 22년말~23년 3월까지 취득한 1.3% 신탁을 통해 지난해 매입한 자기주식 전량 소각 (약 2천억원)
LG	별도 기준 당기순이익의 50% 이상 배당	23~24년 말까지 5천억원 규모의 자기주식 취득 결정
HD현대	- 분기배당 실행 22~24년간 별도 기준 당기순이익의 70% 이상 배당	—
CJ	별도 기준 당기순이익의 70% 이상 배당	—

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

한국거래소의 밸류업 지수 발표

개발배경 및 경과

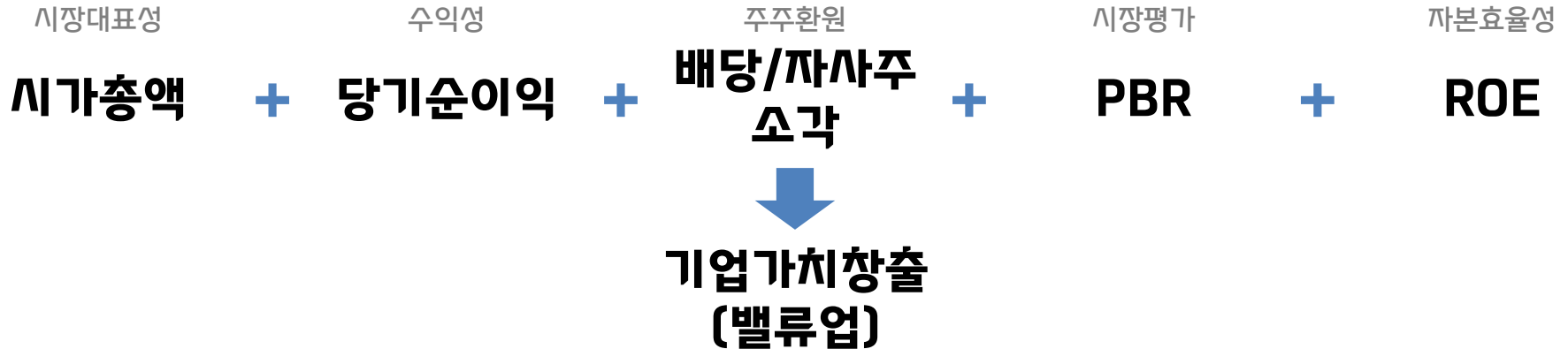
- 한국거래소는 2024년 9월 24일 [코리아 밸류업 지수]의 구성종목 및 선정기준 발표
- 개발 배경은 정부의 기업 밸류업 지원방안(2024년 2월 26일)의 일환으로 '기업가치 우수기업에 대한 시장평가 및 투자유도' 목적
- 시가총액, 거래대금 등 규모 요건 이외에 수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성 등 다양한 질적요건을 충족하는 대표기업들로 구성
- 연기금, 자산운용사 등 시장참가자들의 다양한 의견을 수렴하고, 각계 전문가 자문 등을 거쳐 최종 확정

지수 개요		종목 선정 방식	
지수 명칭	코리아 밸류업 지수 (Korea Value-up Index)	시장대표성	시총 상위 '400위' 이내
기준시점/기준지수	24.1.2 = 1,000pt	수익성	최근 '2년 연속 적자' 또는 '2년 합산 손익 적자'가 아님
구성종목	100 종목	주주환원	최근 '2년 연속 배당' 또는 '자사주 소각'을 실시
정기변경	연 1회 *매년 6월 선물만기일 다음 거래일	시장평가	PBR 순위가 '전체' 또는 '산업군 내' 50% 이내
가중방식	유동시가총액 가중방식 (비유동주식수는 지수 산출 시 제외)	자본효율성	상위 모든 조건을 충족한 기업 중 '자본효율성 평가(산업군별 ROE 순위비율)'가 우수한 기업 순으로 최종 100종목 선정
비중상한	15% (개별종목의 지수내 비중은 15%로 제한)		

밸류업 지수 개발배경 및 경과	
개발배경	기업 밸류업 지원방안의 일환으로 기업가치 우수 기업에 대한 시장평가 및 투자유도를 위한 지수 개발
	시총, 거래대금 등 규모 요건 이외에 수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성 등 다양한 질적요건을 충족하는 대표기업들로 구성
	지수 상품화 및 투자 활성화, 지수 편입 동기부여 등을 통해 기업들의 자발적인 기업가치 제고 노력을 지원
개발경과	그간 거래소는 최적의 밸류업 지수 개발을 위해 지수 컨셉 도출, 세부 선정기준 마련, 지수 성과 검증 및 분석 등 실시
	지수 개발 전 단계에서 연기금, 자산운용사 등 시장참가자들의 다양한 의견을 수렴, 각계 전문가 자문 등을 거쳐 최종 확정

한국거래소의 밸류업 지수 발표

다양한 평가지표를 적용한 '5단계 스크리닝' 을 통한 종목 선별



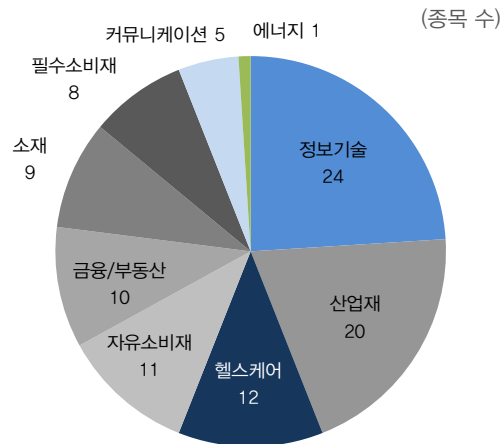
종목 선정 방식		
심사대상	유니버스	유가증권시장 및 코스닥시장 상장종목(보통주)
	제외종목	신규상장종목, 유동비율 10% 미만, 관리/투환/실질검사, 최근 사업년도 자본잠식, 기타 부적합 종목 등
5단계 스크리닝	1) 시장대표성	유가+코스닥 시총 400위 이내 (시총 약 5,000억원 이상, 누적 시총 90% 수준)
	2) 수익성	① 최근 2년 연속 적자기업 ② 최근 2년 손익 합산 시 적자기업 제외
	3) 주주환원	최근 2년 연속 '배당 or 자사주 소각' 실시
	4) 시장평가	최근 2년 평균 PBR 기준 ① 산업군별 순위비율 상위 50% 이내 또는 ② 전체 순위비율 상위 50% 이내
	5) 자본효율성	상위 모든 조건을 충족한 기업 중, 최근 2년 평균 ROE 기준 산업군별로 순위비율 상위기업 100종목 선정
특례요건		밸류업 조기 공시기업은 최소요건(수익성/시총/유동성 등) 충족 시 최우선적으로 편입
		1단계: 조기 공시기업 특례 편입
		2단계: 표창기업 특례 편입
		3단계: 공시이행기업 중심의 지수 구성

한국거래소의 밸류업 지수 발표

밸류업지수 종목구성 및 지수성과

- 전체 산업군의 대표 종목이 고르게 편입되어 한국 경제와 산업구조를 적정하게 반영
- 그 동안 시장에서 투자자들이 생각했던 종목과 다른 방향으로 종목이 구성되면서 밸류업 지수 발표 이후 시장 혼란 가중
- 정보기술(IT), 산업재, 헬스케어 등 시장에서 생각지 못했던 산업의 종목들이 다수 편입
- 유가증권과 코스닥 종목 수 비중이 7:3비율로 구성되었는데, 코스닥 기업들이 대거 편입되는 점은 예상치 못했던 부분
- 최근 5년, 3년, 1년 동안의 대표지수와의 기간별 수익률에서 양호한 성과를 시현한 것으로 기록
- 밸류업지수의 정기변경시점은 매년 6월 선물옵션만기일의 다음주

밸류업지수 구성종목의 산업군별 분포



밸류업지수 구성종목의 시장분포

	종목 수	종목수비중(%)	시가총액비중(%)
유가증권	67	67.0	95.3
코스닥	33	33.0	4.7
전체	100	100	100

밸류업지수 및 시장대표지수의 기간별 수익률 비교 (~24년 8월 말)

(%)	최근 5년	최근 3년	최근 1년
밸류업지수	43.5	-7	12.5
코스피 200	33.7	-16.5	-4.3
KRX 300	34.3	-14.4	4.9

밸류업지수 및 시장대표지수간 투자지표 비교

(배, %)	PBR	PER	ROE	배당 수익률	배당 성향
밸류업지수	2.6	18.4	15.6	2.2	23.9
코스피 200	2	11.2	9.3	2.3	17.5
KRX 300	3.2	12.6	10.4	1.8	15.9

자료: 한국거래소, 대신증권 Research Center

한국거래소의 밸류업 지수 발표

밸류업 지수 연평균 종목 교체율 21.2%, 턴오버 비율 14.5%

- 연평균 종목 교체율(정기변경 시 교체종목수를 구성종목수로 나눈 비율): 21.2%
- 턴오버 비율(정기변경 시 교체종목의 시가총액을 전체 구성종목의 시가총액으로 나눈 비율): 14.5%
- 종목교체율과 턴오버 비율 제한으로 ETF 운용상 안정성을 저해하지 않도록 관리

밸류업 지수 및 코스피 200 지수 산출기준 비교

		밸류업지수	코스피 200
구성종목 수		100	200
유니버스		유가증권시장+코스닥시장	유가증권시장
선정기준	계량요건	시가총액, 거래대금, 유동비율	시가총액, 거래대금, 유동비율
	질적요건	수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성, 밸류업 공시여부 등	X
	산업분류	GICS	GICS
비중상한		15%	X
특징		밸류업지표 우수기업 중심	시가총액 상위기업 중심

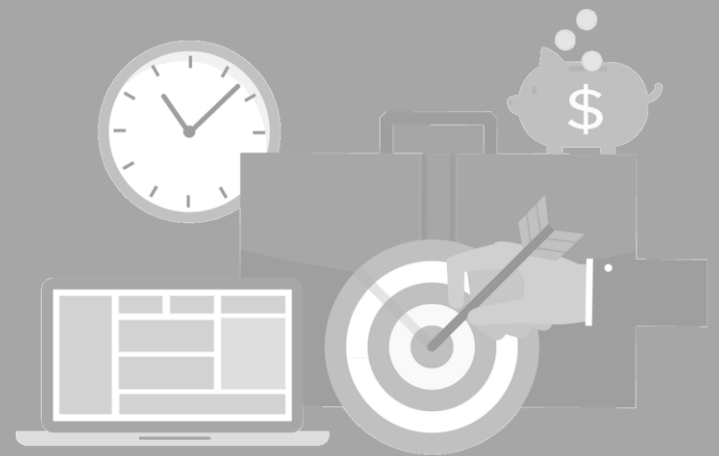
자료: 한국거래소, 대신증권 Research Center

코리아 밸류업지수 구성종목 리스트

1	정보기술	비에이치	21	정보기술	해성디에스	41	산업재	한국항공우주	61	자유소비	현대차*	81	소재	효성첨단소재
2	정보기술	피에스케이	22	정보기술	드림텍	42	산업재	한화에어로스페이스	62	자유소비	한세실업	82	소재	TKG휴켄스
3	정보기술	이수페타시스	23	정보기술	넥스틴	43	산업재	LIG넥스원	63	자유소비	F&F	83	소재	동진씨미캠
4	정보기술	LG이노텍	24	정보기술	심텍	44	산업재	HD현대일렉트릭	64	자유소비	메가스터디교육	84	소재	효성티앤씨
5	정보기술	코미코	25	산업재	팬오션	45	헬스케어	셀트리온	65	자유소비	기아	85	소재	솔브레인
6	정보기술	한미반도체	26	산업재	HD현대인프라코어	46	헬스케어	종근당	66	자유소비	쿠쿠홈시스	86	소재	한솔케미칼
7	정보기술	포스코DX	27	산업재	에스에프에이	47	헬스케어	클래시스	67	자유소비	골프존	87	필수소비	오리온
8	정보기술	DB하이텍	28	산업재	경동나비엔	48	헬스케어	씨젠	68	금융/부동산	신한지주*	88	필수소비	KT&G
9	정보기술	티씨케이	29	산업재	포스코인터내셔널	49	헬스케어	케어젠	69	금융/부동산	키움증권	89	필수소비	오뚜기
10	정보기술	HPSP	30	산업재	두산밥캣	50	헬스케어	JW중외제약	70	금융/부동산	메리츠금융지주	90	필수소비	동서
11	정보기술	이녹스첨단소재	31	산업재	현대글로비스	51	헬스케어	동국제약	71	금융/부동산	한국금융지주	91	필수소비	콜마비엔에이치
12	정보기술	삼성전자	32	산업재	현대엘리베이	52	헬스케어	엘앤씨바이오	72	금융/부동산	미래에셋증권*	92	필수소비	롯데칠성
13	정보기술	두산테스나	33	산업재	대한항공	53	헬스케어	한미약품	73	금융/부동산	우리금융지주*	93	필수소비	BGF리테일
14	정보기술	SK하이닉스	34	산업재	NICE평가정보	54	헬스케어	메디톡스	74	금융/부동산	다우데이타	94	필수소비	삼양식품
15	정보기술	리노공업	35	산업재	에코프로에이치엔	55	헬스케어	덴티움	75	금융/부동산	삼성화재	95	커뮤/서비스	엔씨소프트
16	정보기술	하나머티리얼즈	36	산업재	HMM	56	헬스케어	파마리서치	76	금융/부동산	DB손해보험	96	커뮤/서비스	제일기획
17	정보기술	주성엔지니어링	37	산업재	윤성예프앤씨	57	자유소비	케이카	77	금융/부동산	현대해상	97	커뮤/서비스	에스엠
18	정보기술	LX세미콘	38	산업재	에스원	58	자유소비	코웨이	78	소재	고려아연	98	커뮤/서비스	JYP Ent.
19	정보기술	원익QnC	39	산업재	한진칼	59	자유소비	에스엘	79	소재	동원시스템즈	99	커뮤/서비스	SOOP
20	정보기술	파크시스템스	40	산업재	한전KPS	60	자유소비	힐라홀딩스	80	소재	나노신소재	00	에너지	S-Oil

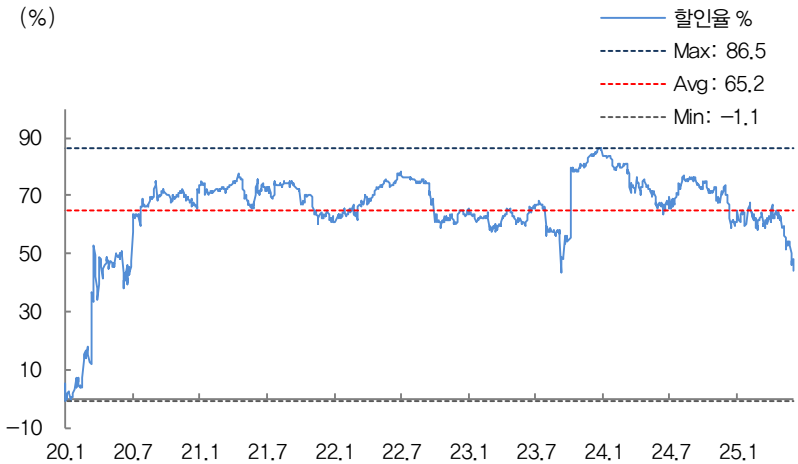
기업분석

- 두산(000150)
- 한화(000880)
- HD현대(267250)
- LG(003550)
- CJ(001040)
- SK(034730)
- 효성(004800)

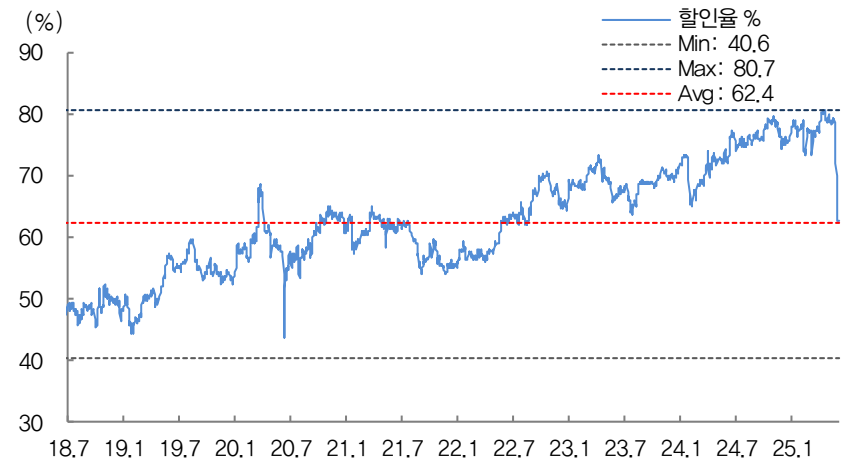


NAV 대비 할인율

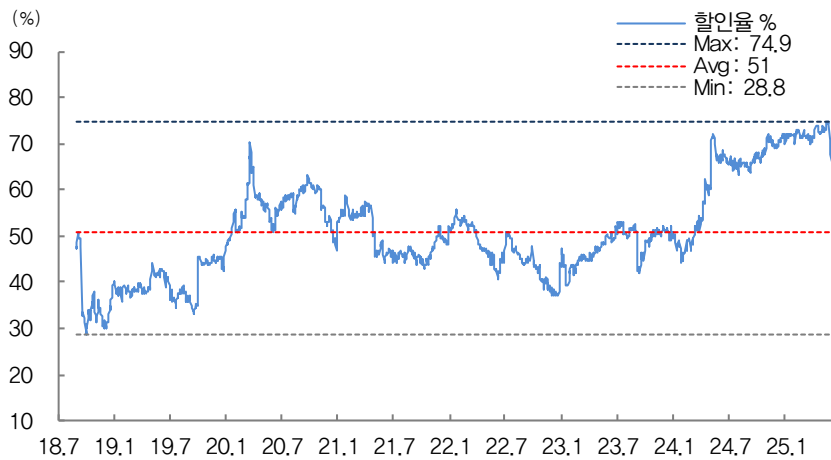
두산



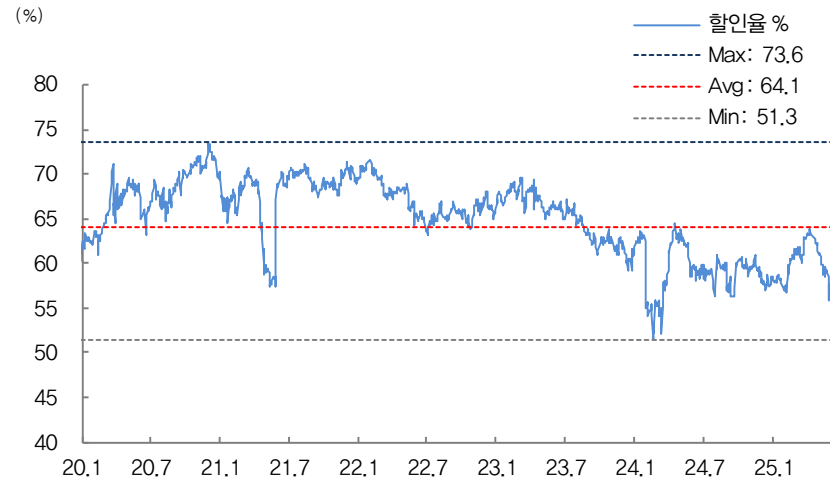
한화



HD현대

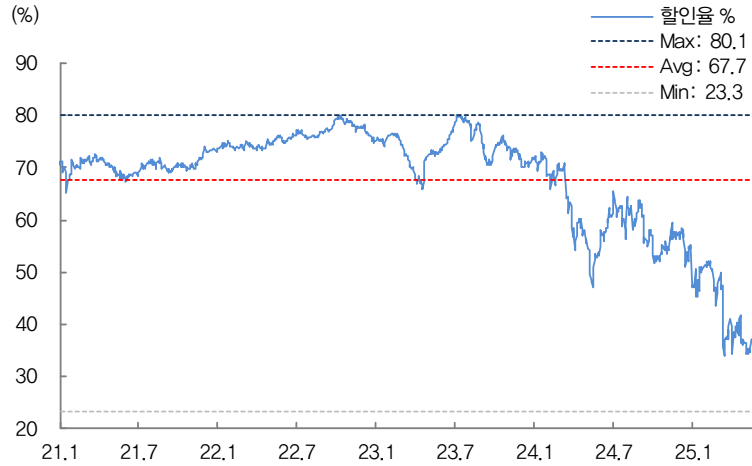


LG

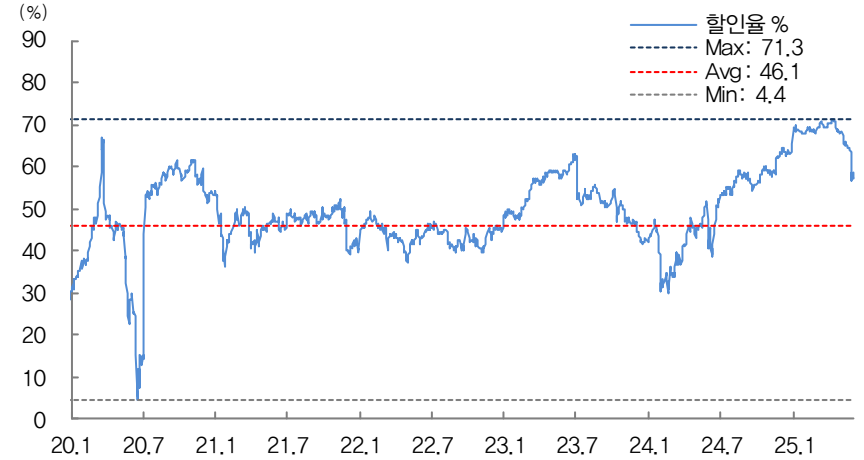


NAV 대비 할인율

CJ



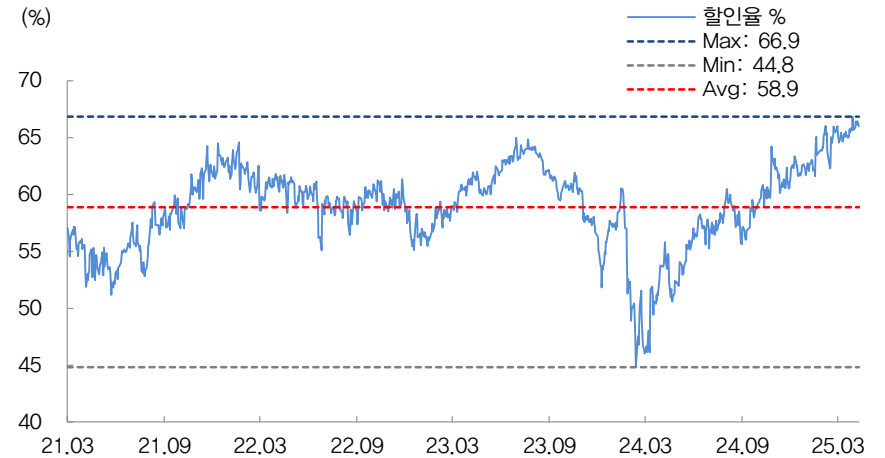
SK



효성



삼성물산



두산(000150)

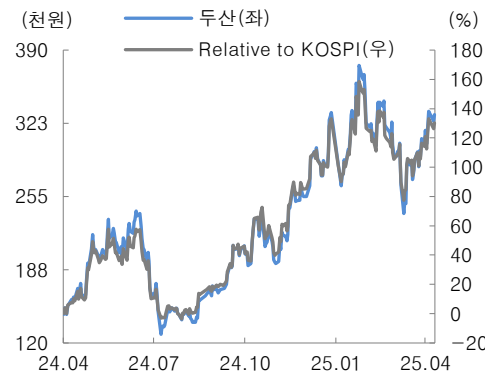
달라진 두산, 달라질 주가

투자 의견	BUY
목표주가	540,000원
현재주가 (25.05.09)	345,000원

KOSPI	2579.48
시가총액	6,449십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	376,000원 / 128,100원
120일 평균거래대금	445억원
외국인지분율	11.27%
주요주주	박정원 외 26 인 40.11%
	국민연금공단 8.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	32.7	16.6	40.9	106.6
상대수익률	20.1	14.0	39.9	119.8

- 투자 의견 매수 유지하며, 목표주가 540,000원으로 28.6% 상향. 2025년 전자BG의 매출액 추정치를 1조 6,755억원으로 직전 추정 대비 +30.7% 상향하며, 전자BG를 포함한 자체사업 추정 EBITDA는 5,413억원으로 +119.2% 상향. 이에 따라 자체사업부문의 가치는 기존 2.7조원에서 4.9조원으로 상향. 25년 2분기에도 N사향 네트워크보드용 CCL 매출 증가 추세 유효. 전자BG 부문의 25년 영업이익률은 30%에 육박할 것으로 기대. 26년~27년으로 갈수록 High End 매출 비중이 상승하며 추가적인 수익성 개선도 가능할 전망. 현재 북미 N사 AI가속기의 Computing Board에 공급하는 제품 이외에 추가적으로 1)Switch Board향 제품 공급 추진, 2)GB200에 이어 GB300으로 변경 시 물량 증가, 3)미국 Big Tech 2개 기업과의 ASIC 관련 제품 공급, 4)블랙웰 이후 루빈 시리즈용 CCL 공급 추진 등 다양한 모멘텀 보유하고 있어 향후 3년간 전자BG 매출액의 급격한 성장 및 수익성 개선 가능할 것으로 예상
- 2025년 1분기 연결 실적 부진했지만, 자체사업 실적은 높아진 기대치 상회. 두산의 2025년 1분기 연결 매출액은 4.3조원, 영업이익 1,985억원으로 당사 및 시장 기대치를 하회. 이는 연결 대상인 두산에너지빌리티의 부진이 주 원인. 자체사업만 놓고 보면 사상최대의 실적을 시현하며 시장의 기대치를 상회



(십억원, 원, 배, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	17,064	18,580	19,416
영업이익	1,436	1,004	1,329	1,832	1,319
세전순이익	451	593	832	1,363	869
총당기순이익	272	302	424	695	443
지배지분순이익	-388	-226	131	215	137
EPS	-18,133	-10,562	6,138	10,060	6,415
PER	NA	NA	53.8	32.9	51.5
BPS	75,846	69,123	74,552	83,930	89,693
PBR	1.2	3.7	4.4	3.9	3.7
ROE	-22.7	-14.6	8.5	12.7	7.4

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

두산(000150)

두산의 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식		2025F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA		541	9	4,872	34.0
	소계---(1)				4,872	34.0
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		
		두산에너지빌리티	30.4	26,231	7,973	55.7
		오리콤	60.9	74	45	0.3
		두산로보틱스	68.2	3,076	2,098	14.7
		소계---(2)			10,115	70.7
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액		
		두산베어스	100.0	15.6	16	0.1
		두산경영연구원	100.0	8.0	8	0.1
		두산모빌리티이노베이션	86.1	72.3	72	0.5
		두산로지스틱스솔루션	100.0	89.4	89	0.6
		두산포트폴리오홀딩스	100.0	253.9	254	1.8
		두산에너지솔루션아메리카	100.0	44.4	44	0.3
		소계---(3)			484	3.4
	지분가치 합계				10,599	74.0
순차입금(별도)---(4)					1,155	-8.1
순자산가치(NAV)---(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					14,317	100.0
할인율---(6)					55%	
Target NAV---(7)=(5)*(1-(6))					8,664	
발행주식수---(8)					16,523,835	
자기주식---(9)					2,961,319	
유통주식수---(10)=(8)-(9)					13,562,516	
목표주가(11)=(7)/(9)					638,851	
현재가(06/04)					540,000	
Upside Potential					18.3	

자료: 대신증권 Research Center

두산(000150)

분기 및 연간 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %.)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	4,462	4,592	3,878	5,200	4,299	4,222	4,019	4,655	18,133	17,194	18,462
Change(% yoy)	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-3.7	-8.1	3.6	-10.5	-5.2	-5.2	7.4
매출원가	3,676	3,791	3,295	4,409	3,665	3,378	3,226	3,713	15,171	13,982	14,720
% of 매출액	82.4	82.5	85.0	84.8	85.3	80.0	80.3	79.8	83.7	81.3	79.7
Change(% yoy)	2.2	-6.9	-12.3	-1.1	-0.3	-10.9	-2.1	-15.6	-4.5	-7.6	5.3
매출총이익	786	802	583	791	634	844	793	941	2,962	3,212	3,742
GPM	17.6	17.5	15.0	15.2	14.7	20.0	19.7	20.2	16.3	18.7	20.3
Change(% yoy)	4.5	-10.6	-25.4	-2.8	-19.4	5.5	35.6	19.0	-8.7	8.4	16.5
판매비	438	465	473	582	436	431	408	475	1,958	1,750	1,940
% of 매출액	9.8	10.1	12.2	11.2	10.1	10.2	10.2	10.2	10.8	10.2	10.5
Change(% yoy)	5.6	20.9	2.4	6.3	-0.7	-7.2	-13.6	-18.3	8.3	-10.6	10.6
영업이익	348	337	110	209	198	412	385	466	1,004	1,462	1,802
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	4.6	9.8	9.6	10.0	5.5	8.5	9.8
Change(% yoy)	2.9	-34.2	-65.5	-21.6	-43.0	22.5	249.4	123.0	-30.1	45.6	23.3

I. 사업부문별 매출액 (십억원)

전자BG	187	235	250	336	403	412	424	437	1,007	1,675	1,927
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	67	72	68	81	71	73	68	85	288	298	304
디지털이노베이션	11	10	11	10	11	9	11	10	41	41	42
두타올	5	8	15	13	0	0	0	0	41	0	0
FCP	5	8	15	13	0	0	0	0	41	0	0
소계	269	325	343	440	485	494	504	532	1,377	2,015	2,272
2. 두산에너지리티	4,098	4,150	3,396	4,589	3,749	3,606	3,369	3,947	16,233	14,670	15,659
3. 두산팍켄(에너지리티연결법인)	2,395	2,237	1,778	2,142	2,098	1,989	1,874	1,993	8,551	7,953	8,020
4. 두산로보틱스	11	14	15	6	5	18	19	9	47	50	62
5. 기타	84	102	125	164	60	104	128	168	476	459	468
합계	4,462	4,592	3,878	5,200	4,299	4,222	4,019	4,655	18,133	17,194	18,462

II. 사업부문별 매출액 증감

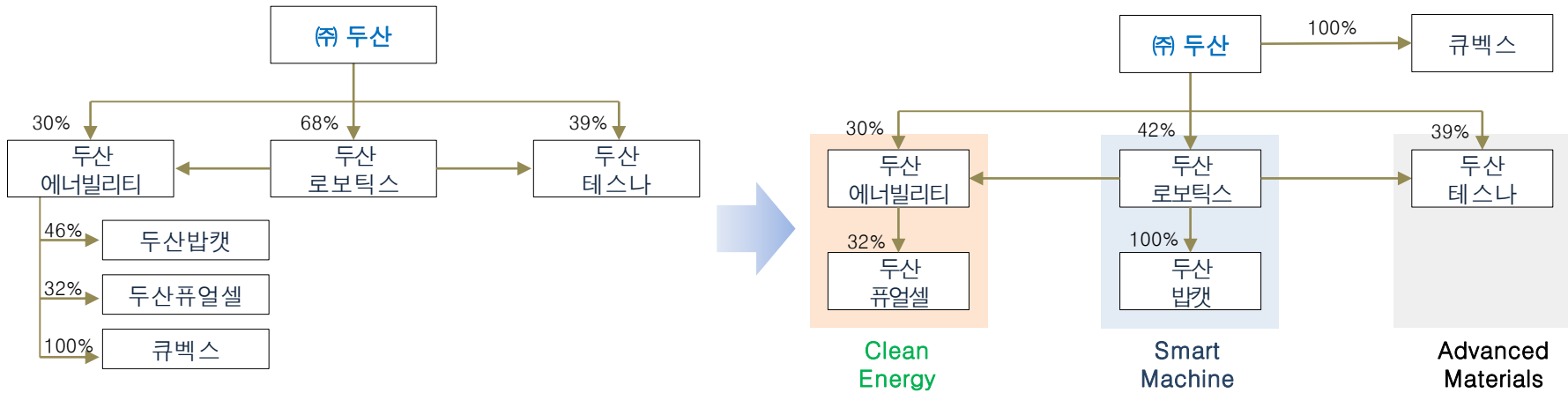
전자BG	9.6	11.8	12.8	58.1	116.0	75.0	70.0	30.0	23.7	66.4	15.0
1. 두산자체사업 (해외법인포함)	5.0	7.1	1.8	0.4	6.4	1.8	1.0	4.5	3.4	3.4	2.1
디지털이노베이션	-20.4	7.8	0.9	6.5	-0.9	-5.1	3.4	5.1	-3.3	0.7	0.4
두타올	-32.9	-6.8	222.2	-41.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-5.3	-100.0	0.0
FCP	-32.9	-6.8	222.2	-41.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-5.3	-100.0	0.0
소계	5.6	10.1	13.1	35.4	80.1	52.0	47.1	20.8	16.9	46.3	12.8
2. 두산에너지리티	1.4	-8.6	-18.3	-5.5	-8.5	-13.1	-0.8	-14.0	-7.7	-9.6	6.7
3. 두산팍켄(에너지리티연결법인)	-0.4	-16.3	-24.9	-7.5	-12.4	-11.1	5.4	-7.0	-12.4	-7.0	0.8
4. 두산로보틱스	2.7	14.5	21.5	-63.5	24.5	22.5	21.8	35.0	-11.7	6.8	24.6
5. 기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	54.1	-3.5	2.0
전체	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-3.7	-8.1	3.6	-10.5	-5.2	-5.2	7.4

III. 사업부문별 영업이익

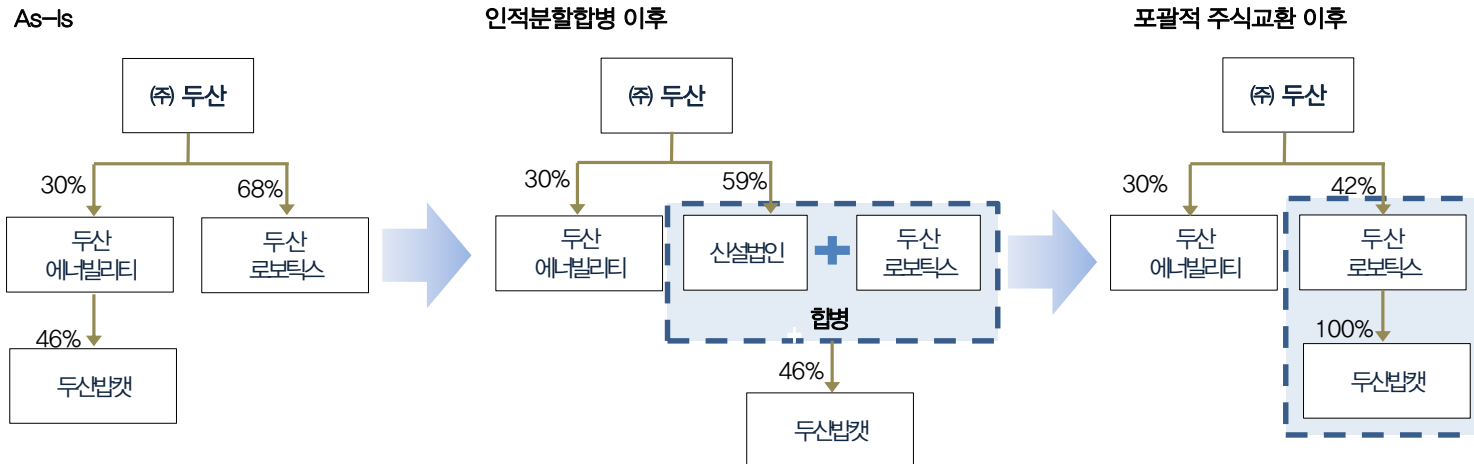
1. 두산자체사업(해외법인포함)	24	38	36	44	121	126	131	138	141	516	574
2. 두산에너지리티	358	310	115	235	142	289	277	365	1,018	1,074	1,315
3. 두산팍켄(에너지리티연결법인)	326	240	126	180	200	215	192	210	871	818	901
5. 기타	-27	-3	-29	-55	-67	-3	-23	-37	-114	-131	-87
합계	348	337	110	209	198	412	385	466	1,004	1,462	1,802

두산(000150)

그룹 사업구조 개편



인적분할합병 / 포괄적 주식교환 절차



두산(000150)

그룹 사업구조 개편

신설분할법인 합병가치 산정

	평가금액	주당평가액	비고
자산가치	1.62조	10,219원	분석 기준일 증가 반영
수익가치	1.62조	10,223원	두산밥캣 기준 시가 반영
주당 합병가치	1.62조	10,221원	본질가치

두산로보틱스 합병가치 산정

	주당평가액	평가금액	비고
A. 1개월 가중평균 주가	82,859 원		6/11~7/10
B. 1주일 가중평균 주가	77,482 원		7/4~7/10
C. 이사회 전일 증가	80,000 원		7/10
주당 합병가치 (A,B,C 산술평균)	80,114 원	5.19조	기준시가

분할합병비율 산정

	두산로보틱스	신설분할법인	비고
분할비율		0.2474030	신설분할법인 순자산 / 두산에너지리티 순자산
주당 합병가치	80,144 원	10,221원	
합병비율	1	0.1275856	
분할합병비율 (분할비율x합병비율)		0.0315651	

두산로보틱스 교환가치 산정

	주당평가액	평가금액	비고
A. 1개월 가중평균 주가	82,859 원		6/11~7/10
B. 1주일 가중평균 주가	77,482 원		7/4~7/10
C. 이사회 전일 증가	80,000 원		7/10
주당 교환가치 (A,B,C 산술평균)	80,114 원	5.19조	기준시가

두산밥캣 교환가치 산정

	주당평가액	평가금액	비고
A. 1개월 가중평균 주가	50,543원		6/11~7/10
B. 1주일 가중평균 주가	50,292 원		7/4~7/10
C. 이사회 전일 증가	51,000 원		7/10
주당 교환가치 (A,B,C 산술평균)	50,612 원	5.07조	기준시가

교환비율 산정

	두산로보틱스	두산밥캣
주당 교환가치	80,114 원	50,612 원
교환비율	1	0.6317462

한화(000880)

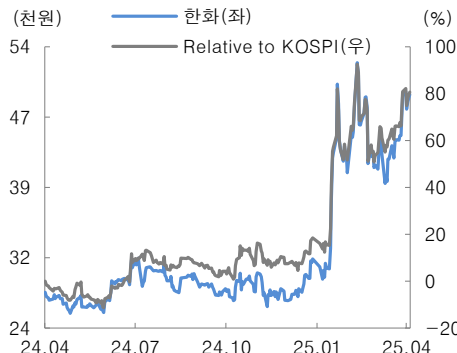
현주가 NAV 대비 할인율 80%

투자의견	BUY
목표주가	64,000원
현재주가 (25.05.07)	48,750원

KOSPI	2559.79
시가총액	4,094십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	375십억원
52주 최고/최저	52,300원 / 25,550원
120일 평균거래대금	244억원
외국인지분율	15.65%
주요주주	한화에너지 외 7인 55.85%
	국민연금공단 6.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.5	60.3	78.8	79.8
상대수익률	8.2	57.7	77.6	88.5

- 투자이건 매수, 목표주가 64,000원으로 6.7% 상향. 목표주가 상향은 한화에어로스페이스, 한화솔루션, 그리고 한화비전 등 자회사 주가 상승에 따른 지분가치 증가를 반영. 한화에어로스페이스의 지분가치가 동사의 NAV에서 차지하는 비중이 약 74%에 달해 에어로스페이스 주가 변동에 따른 NAV의 변동성이 커진 것을 반영해 Target 할인율을 기존 70%에서 74%로 상향. 25년 1분기 한화의 별도 실적은 당사 추정을 하회. 건설부문이 예상보다 좋은 실적을 거두었지만, 기타 부문의 영업이익이 예상을 하회하였기 때문. 한화에어로스페이스의 주주배정 유상증자규모의 축소로 동사의 증자 참여 규모도 6,035억원으로 감소할 예정. 증자 대금은 은행권 차입을 통해 조달한 이후 2025~26년 이라크로부터 수령할 예정인 미수금 및 손실보상 총당금 약 5.2억불로 총당할 전망. 증자 참여에 따른 2025년말 차입금 증가규모는 약 2~3천억원 수준으로 예상. 한화에어로스페이스와 자회사들 주가 상승에 따른 지분 가치 증가에 비해 동사의 주가 상승은 저조한 상황으로 현 주가 수준은 NAV대비 80%에 거래되는 중
- 2025년 1분기 별도 실적 매출액 1조 6,524억원, 영업이익 1,518억원 시현. 건설부문은 대형프로젝트 준공 및 플랜트 사업부문 양도에 따라 외형이 감소했으나, 원가율 개선으로 영업이익은 증가. 1분기 수주금액은 147억원으로 미진한 상황이지만, 연간 목표 수주금액 4.1조원 달성에 큰 영향은 없을 전망. 글로벌 부문은 석유화학 트레이딩 매출 감소 영향으로 매출 및 이익이 감소. 여수 질산공장 가동 시점은 3월말에서 6월말로 연기. 기타 부문은 배당 감소로 예상보다 부진한데 한화생명이 배당을 실시하지 못하면서 배당금 564억원이 감소한 영향



(십억원, 원, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	53,135	55,647	65,743	67,815	70,528
영업이익	2,412	2,416	4,564	5,283	4,757
세전순이익	2,247	2,068	4,070	4,787	4,274
총당기순이익	1,636	1,690	3,327	3,913	3,494
지배지분순이익	380	773	699	822	734
EPS	3,886	7,916	7,388	8,689	7,759
PER	6.6	3.4	6.6	5.6	6.3
BPS	110,214	109,720	117,087	124,146	130,830
PBR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
ROE	3.5	7.2	6.4	7.2	6.1

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

한화(000880)

한화의 Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식	2025F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업EBITDA	186	4.0	743	4.3
	로열티	180	WACC=7%, g=0%	2,571	14.8
	소계---(1)			3,314	19.1
지분가치	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight
	한화솔루션	36.7	5,140	1,886	10.9
	한화에어로스페이스	32.7	39,492	12,922	74.5
	한화비전	34.1	2,595	884	5.1
	한화생명	43.2	2,527	1,093	6.3
	한화갤러리아	36.7	882	324	1.9
	소계---(2)			17,108	98.7
	계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight
	한화호텔앤드리조트	49.8	249	249	1.4
	한화로보틱스	68.0	42	42	0.2
	한화모멘텀	100.0	238	238	1.4
	소계---(3)			530	3.1
	지분가치 합계			17,638	101.7
	순차입금(별도)---(4)			3,616	-20.9
	순자산가치(NAV)---(5)=(1)+(2)+(3)-(4)			17,336	100.0
	할인율---(6)			60%	
	Target NPV---(7)=(5)*(1-(6))			6,935	
	발행주식수---(8)			74,958,735	
	자기주식---(9)			5,583,253	
	유통주식수---(10)=(8)-(9)			69,375,482	
	목표주가(11)=(7)/(9)			99,956	
	현재가(06/04)			93,400	
	Upside Potential			7.0%	

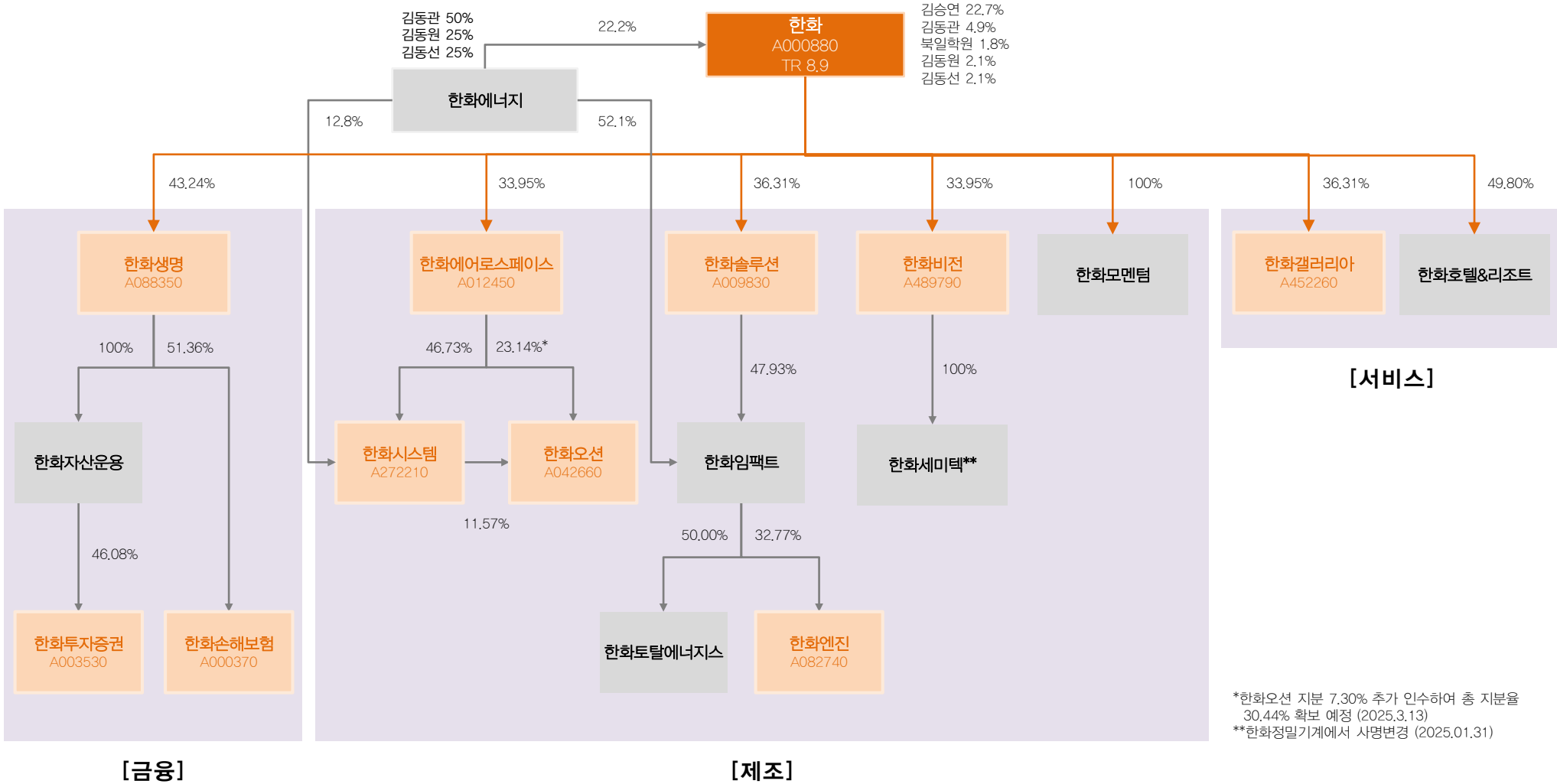
자료: 대신증권 Research Center

한화(000880)

분기 및 연간 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

			1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액			12,435	12,993	12,218	17,995	16,643	17,246	16,709	22,524	55,641	73,122	79,743
Change(% yoy)			-13.4	4.3	2.3	24.3	33.8	32.7	36.8	25.2	4.5	31.4	9.1
매출원가			11,116	11,385	10,647	15,564	14,329	14,459	14,002	18,771	48,712	61,561	65,597
% of 매출액			89.4	87.6	87.1	86.5	86.1	83.8	83.8	83.3	87.5	84.2	82.3
Change(% yoy)			-8.1	2.1	0.0	18.7	28.9	27.0	31.5	20.6	3.6	26.4	6.6
매출총이익			1,319	1,608	1,571	2,431	2,314	2,787	2,707	3,752	6,930	11,561	14,146
GPM			10.6	12.4	12.9	13.5	13.9	16.2	16.2	16.7	12.5	15.8	17.7
Change(% yoy)			-41.7	23.6	21.8	77.7	75.4	73.4	72.2	54.4	11.4	66.8	22.4
판매비			1,084	1,079	1,046	1,298	1,242	1,414	1,353	1,847	4,507	5,856	6,503
% of 매출액			8.7	8.3	8.6	7.2	7.5	8.2	8.1	8.2	8.1	8.0	8.2
Change(% yoy)			17.1	6.0	15.2	14.2	14.6	31.0	29.3	42.3	13.0	29.9	11.0
영업이익			236	529	525	1,133	1,073	1,373	1,353	1,905	2,423	5,704	7,643
OPM			1.9	4.1	4.3	6.3	6.4	8.0	8.1	8.5	4.4	7.8	9.6
Change(% yoy)			-82	87	37	389	355	160	158	68	8	135	34
I. 한화 및 주요 계열사 매출액													
비 금 용	한화(별도)	글로벌	386	340	383	331	306	335	405	358	1,440	1,405	1,451
		모멘텀	120	202	0	0	0	0	0	0	322	0	0
		건설	958	968	809	1,010	654	886	850	1,147	3,745	3,537	3,723
		기타	188	47	65	72	143	49	67	78	376	337	351
	한화솔루션 (연결)	소계	1,652	1,557	1,257	1,413	1,103	1,271	1,323	1,583	5,878	5,279	5,525
		(연결)	2,393	2,679	2,773	4,643	3,094	3,204	3,807	4,733	12,488	14,839	15,710
		에어로스페이스 (연결)	1,848	2,786	2,631	4,831	5,484	6,073	6,162	8,134	12,097	25,853	30,249
		비금융합계	5,894	7,022	6,661	10,466	10,133	11,051	11,845	14,984	30,043	48,013	53,882
금 용	한화생명 (별도)	6,528	6,015	4,722	7,320	6,510	6,195	4,864	7,539	24,585	25,108	25,862	
	금융합계	6,543	6,033	4,767	7,529	6,510	6,195	4,864	7,539	24,873	25,108	25,862	
기타 및 연결조정			-1	-62	790	0	0	0	0	0	726	0	0
총 연결 매출액			12,435	12,993	12,218	17,995	16,643	17,246	16,709	22,524	55,641	73,122	79,743
II. 한화 및 주요 계열사 영업이익													
비 금 용	한화(별도)	소계	184	-22	59	87	152	63	77	101	308	393	356
	한화솔루션 (연결)	(연결)	-217	-108	-81	107	30	111	230	324	-298	695	690
	에어로스페이스 (연결)	(연결)	37	337	477	893	561	884	988	1,418	1,744	3,852	5,873
	비금융합계		4	208	455	1,087	743	1,058	1,296	1,843	1,754	5,167	7,252
금융	금융합계		401	380	35	281	410	361	39	253	1,362	1,138	991
기타 및 연결조정			-255	-107	-46	-285	-200	-100	-50	-250	-694	-600	-600
총 연결 영업이익			150	480	444	1,083	953	1,319	1,284	1,846	2,423	5,704	7,643



HD현대(267250)

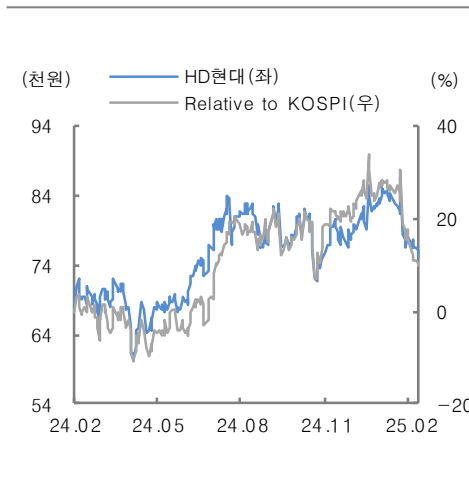
2025년 건설기계 빼고 다 좋아

투자의견	BUY
목표주가	120,000원
현재주가 (25.02.25)	75,200원

KOSPI	2,630.29
시가총액	5,940십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	81십억원
52주 최고/최저	86,700원 / 60,500원
120일 평균거래대금	134억원
외국인지분율	20.82%
주요주주	정몽준 외 9 인 37.19%
	국민연금공단 8.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.9	-6.7	-8.2	8.5
상대수익률	-14.1	-10.1	-5.7	10.1

- 투자의견 매수 유지하며, 목표주가 120,000원으로 20% 상향. 목표주가 상향은 자회사 주가 상승에 따른 보유 지분가치 증가를 반영하였으며, 2025년 당사 지주 업종 Top-pick의견 유지. HD현대의 2024년 4분기 실적은 시장 컨센서스를 상회하는 양호한 실적을 시현. 현대일렉트릭과 현대사이트솔루션, 그리고 마린솔루션의 실적이 컨센서스를 하회했지만, 한국조선해양과 현대오일뱅크의 실적이 예상을 상회하며 부진한 부문을 상쇄
- 2025년 조선부문과 일렉트릭의 업황 및 실적 개선세가 지속될 것으로 예상되며, 24년 부진했던 정유 부문도 개선 가능성이 높다는 판단임. 25년 상반기 건설기계부문의 실적이 다소 우려되지만, 회사측은 채널 경쟁력 강화 및 라인업 확충을 통해 어려운 업황을 타개한다는 계획을 밝힘. 마린솔루션도 핵심 사업 매출 성장률 20%와 높은 수익성을 유지할 전망
- 24년 4분기 실적 연결 매출 17.9조, 영업이익 8,782억원으로 기대치 상회. 연결 자회사별 실적은(% yoy) [HD현대오일뱅크] 매출액 7조 1,560억원(-9.6%), 영업이익 1,475억원(+5,800%) [HD한국조선해양] 매출액 7조 1,617억원(+19.6%), 영업이익 4,991억원(+209.8%) [HD현대사이트솔루션] 매출액 1조 7,838억원(-6.4%), 영업이익 273억원(-55.0%) [HD현대일렉트릭] 매출액 8,157억원(+2.3%), 영업이익 1,663억원(+33.4%) [HD현대마린솔루션] 매출액 4,634억원(+20.0%), 영업이익 659억원(+29.2%) [HD현대로보틱스] 매출액 482억원(+2.3%), 영업이익 3억원(흑자전환)을 기록. 4분기 배당은 900원으로 다소 아쉽



(십억원, 원, 배, %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	60,850	61,331	67,766	70,064	73,638
영업이익	3,387	2,032	2,983	4,648	4,896
세전순이익	2,896	958	2,369	3,835	4,129
총당기순이익	2,235	786	1,930	3,124	3,364
지배지분순이익	1,409	264	509	940	1,013
EPS	17,832	3,348	6,444	11,905	12,818
PER	3.2	18.9	11.7	6.3	5.9
BPS	94,758	92,762	96,062	104,918	114,693
PBR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE	20.4	3.6	6.8	11.8	11.7

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

HD현대(267250)

HD현대의 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	영업수익	2025F	시가총액	적용배수	Value	Weight of NAV
영업가치	로열티	30.0		14.3	428.6	1.9
	임대료수익	40.0		14.3	571.4	2.6
	소계	70.0			1000.0	4.5
지분가치	계열사	지분율	장부가액	시가총액	Value	
	현대오일뱅크(연결)	73.9		6,372	4,706	21.4
	현대마린솔루션	55.4		8,065	4,468	20.3
	한국조선해양	36.6		22,117	8,104	36.9
	현대일렉트릭	38.9		13,626	5,295	24.1
	현대사이트솔루션	80.2	878		878	4.0
	현대로보틱스	90.0	237		237	1.1
	소계				23,687	107.8
순차입금	HD현대				2,704	-12.3
	합계				2,704	-12.3
순자산가치					21,983	100.0
할인율					50%	
Target NAV					10,992	
발행주식수					78,993,085	
자기주식					8,324,655	
유통주식수					70,668,430	
목표주가					155,537	
현재주가 (06/04)					120,300	
Upside					29.3	

자료: 대신증권 Research Center

HD현대(267250)

분기 및 연간 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

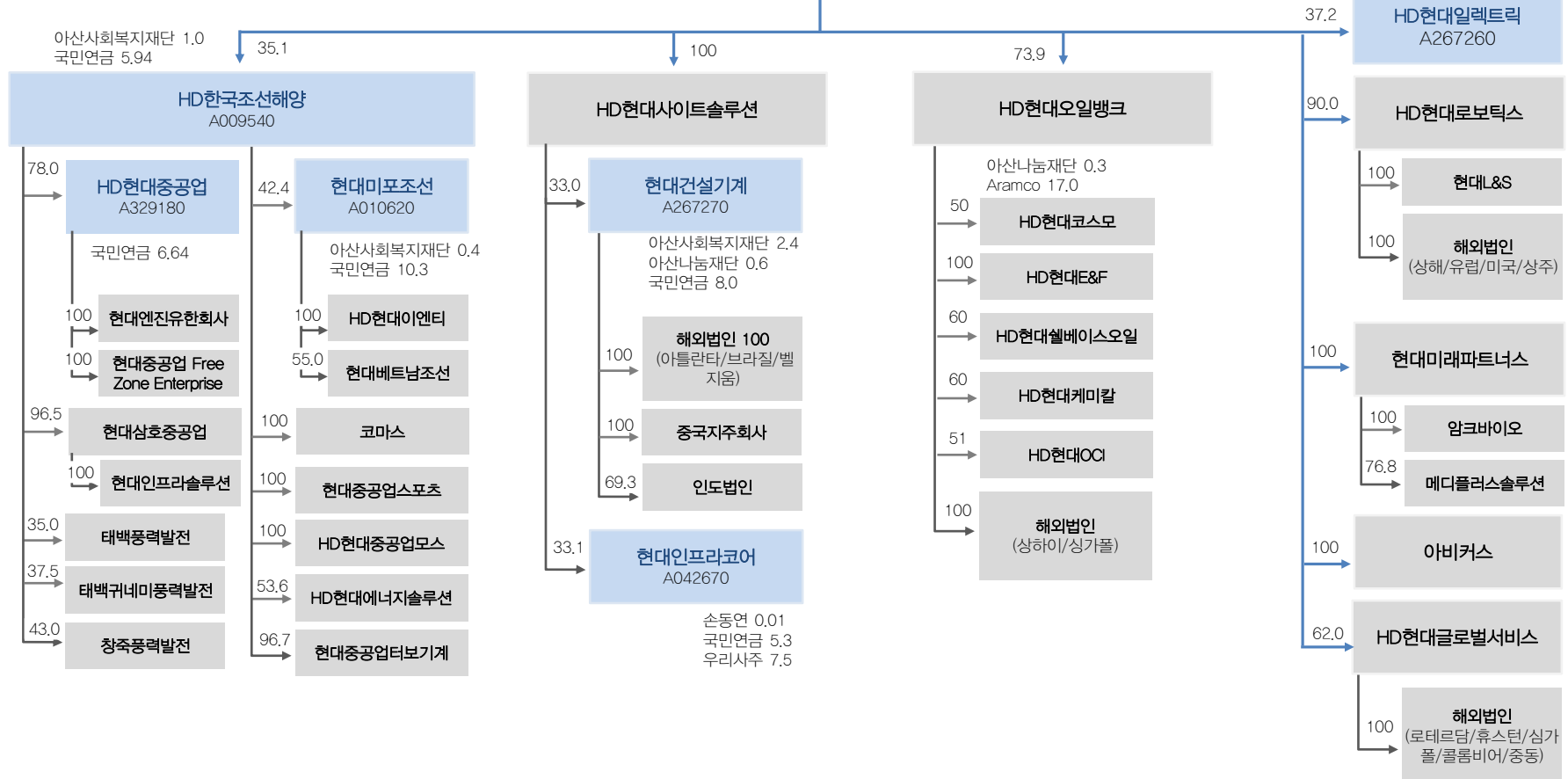
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	16,482	17,555	16,599	17,097	17,087	17,301	17,559	17,563	67,734	69,509	73,087
Change(% yoy)	7.9	12.4	21.6	2.3	3.7	-1.4	5.6	2.7	10.4	2.6	5.1
매출원가	14,953	15,784	15,284	15,286	14,896	15,150	15,336	15,208	61,307	60,590	63,435
% of 매출액	90.7	89.9	92.1	89.4	87.2	87.6	87.3	86.6	90.5	87.2	86.8
Change(% yoy)	6.6	9.3	24.1	-2.6	-0.4	-4.0	0.3	-0.5	8.6	-1.2	4.7
매출총이익	1,530	1,771	1,315	1,811	2,191	2,151	2,223	2,355	6,427	8,919	9,652
GPM	9.3	10.1	7.9	10.6	12.8	12.4	12.7	13.4	9.5	12.8	13.2
Change(% yoy)	20.3	49.6	-6.2	63.3	43.2	21.4	69.0	30.0	29.4	38.6	8.2
판매비	736	892	884	933	905	860	887	905	3,444	3,557	3,742
% of 매출액	4.5	5.1	5.3	5.5	5.0	5.0	5.1	5.2	5.1	5.1	5.1
Change(% yoy)	-0.3	25.6	20.3	24.2	22.9	-3.5	0.4	-3.0	17.4	3.3	5.2
영업이익	794	880	431	878	1,286	1,290	1,335	1,450	2,983	5,362	5,910
OPM	4.8	5.0	2.6	5.1	7.5	7.5	7.6	8.3	4.4	7.7	8.1
Change(% yoy)	48.6	86.2	-35.4	145.3	62.1	46.6	209.5	65.1	46.6	79.7	10.2
I. HD현대 및 주요 계열사 매출액											
HD현대	현대로보틱스	372	697	598	482	545	732	627	511	2,149	2,415
	HD현대 (별도)	2,547	282	843	432	2,792	175	175	175	4,104	3,317
	소계	2,919	979	1,441	914	3,337	907	802	686	6,253	5,732
1.HD마린솔루션		3,830	4,379	4,613	4,634	4,856	5,236	5,314	5,484	17,456	20,890
2. HD현대사이트솔루션		22,029	20,131	17,733	17,838	19,668	17,366	18,524	19,578	77,731	75,137
2-1.HD현대건설기계(연결)		9,791	8,530	8,163	7,497	8,077	7,369	8,311	8,451	33,981	32,208
2-2.HD현대인프라코어(연결)		11,573	11,082	9,098	9,389	10,433	9,998	10,214	11,127	41,142	41,771
3.HD현대일렉트릭(연결)		8,010	9,169	7,887	8,157	10,147	10,087	9,339	10,401	33,223	39,973
4.HD현대오일뱅크(연결조정후)		78,788	78,440	75,898	71,559	71,247	74,879	70,676	71,836	304,685	288,637
5.HD한국조선해양		55,156	66,155	62,458	71,617	67,717	67,182	72,781	70,292	255,386	277,973
소계		167,813	178,274	168,589	173,805	173,635	174,750	176,634	177,591	688,481	702,610
연결조정		-5,908	-3,704	-4,039	-3,747	-6,103	-2,650	-1,850	-2,650	-17,398	-13,253
합계		164,824	175,549	165,991	170,972	170,869	173,007	175,586	175,627	677,336	695,089
II. HD현대 및 주요 계열사 영업이익											
HD현대 (별도)	현대로보틱스	-34	3	16	3	-58	29	345	41	-12	357
	HD현대 (별도)	2,723	70	70	70	2,675	70	70	70	2,933	2,885
	소계	2,689	73	86	73	2,617	99	415	111	2,921	3,242
1.HD마린솔루션		515	710	834	659	830	880	920	948	2,718	3,578
2. HD현대사이트솔루션		1,629	1,694	728	273	1,201	720	738	719	4,324	3,378
2-1.HD현대건설기계(연결)		536	586	430	0	190	249	326	345	1,552	1,110
2-2.HD현대인프라코어(연결)		928	815	207	0	413	471	412	373	1,950	1,670
3.HD현대일렉트릭(연결)		1,288	2,100	1,638	1,663	2,182	2,152	1,950	2,209	6,689	8,493
4.HD현대오일뱅크(연결조정후)		3,052	734	-2,681	1,475	311	2,621	3,039	3,520	2,580	9,491
5.HD한국조선해양		1,602	3,764	3,984	4,991	8,592	7,769	7,414	8,772	14,341	32,547
연결조정		-2,768	-247	-820	-815	-2,799	-1,340	-1,123	-1,781	-4,650	-7,042
총 연결 영업이익		7,937	8,799	4,315	8,319	12,864	12,901	13,353	14,498	29,370	53,616

정몽준

정몽준 26.6
정기선 5.26
아산사회복지재단 3.9
아산나눔재단 0.49
국민연금 8.22

HD현대
A267250

아산사회복지재단 2.2
아산나눔재단 0.6
국민연금 8.21



LG(003550)

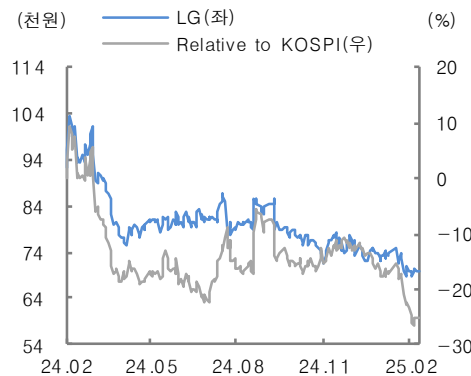
기대 곳은 상장 자회사 뿐

투자의견	BUY
목표주가	83,000원
현재주가 (25.02.25)	69,900원

KOSPI	2,630.29
시가총액	11,169십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	787십억원
52주 최고/최저	101,500원 / 68,500원
120일 평균거래대금	125억원
외국인지분율	35.30%
주요주주	구광모 외 29 인 41.70%
	국민연금공단 8.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.0	-8.7	-12.7	-31.1
상대수익률	-8.4	-12.1	-10.4	-30.2

- 투자의견 매수, 목표주가 83,000원으로 12.6% 하향. 목표주가 하향은 LG씨앤에스 상장에 따른 지분가치 변화를 반영. 당사는 LG씨앤에스의 상장 이전 지분가치를 약 3.5조원으로 평가하였으나, 상장 이후 지분율 감소(50%→45%)와 시가총액(5.6조원)을 반영한 동사의 지분가치는 약 2.4조원으로 1조원 이상 감소.
- 2024년 4분기 LG의 실적은 당사 및 시장 기대치를 크게 하회하는 부진한 실적을 시현함. 연결 자회사인 LG 씨앤에스와 디앤오의 실적 개선에도 불구하고, 전자와 화학 실적 부진으로 지분법 손실이 크게 증가하였기 때문임
- 2024년 기말 배당금은 3,100원으로 전년과 동일하게 유지. 주가 상승을 위해서는 전자 및 화학 계열사들의 업황 호전과 실적 개선이 뒷받침되어야 할 것. 비상장 자회사 중 동사의 NAV를 크게 증가시킬 만한 후보 기업 부재로 향후 주가는 상장 자회사의 주가의 영향력이 커질 전망
- 24년 4분기 실적 지분법 손실 증가에 따라 시장 컨센서스를 크게 하회. LG의 24년 4분기 실적은 매출액 약 1.8조원(-11.6% yoy), 영업손실 2,272억원(적자전환 yoy)으로 시장 기대치를 크게 하회. 연결자회사의 실적은(증감은 yoy) [LG씨앤에스] 매출액 2조 242억원(+6.2%), 영업이익 2,001억원(+1.6%), [디앤오] 매출액 787억원(-1.0%), 영업이익 86억원(+353%)을 기록. 전자/화학 등 계열사로부터의 지분법손실은 4,713억원으로 전년동기대비 -3,642억원 확대



(십억원, 원, 배, %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,186	7,445	7,190	9,074	9,419
영업이익	1,941	1,589	982	1,623	2,333
세전순이익	2,046	1,618	1,022	1,601	2,306
총당기순이익	2,116	1,414	804	1,260	1,815
지배지분순이익	1,980	1,261	589	923	1,329
EPS	12,347	7,867	3,673	5,755	8,288
PER	6.3	10.9	19.0	12.1	8.4
BPS	158,757	162,977	164,803	168,815	175,247
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	8.5	4.9	2.2	3.4	4.8

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

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식	2025F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)	
영업가치	로열티	DCF	373	WACC=7%, g=0%	5,322	20.1	
	임대료	DCF	149		2,126	8.0	
	소계---(1)				7,448	28.2	
자분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value		
		LG전자	35.1	12,224	4,291	16.2	
		LG화학	34.9	14,295	4,989	18.9	
		LG생활건강	34.0	5,334	1,815	6.9	
		LG유플러스	37.7	5,868	2,210	8.4	
		LG씨앤에스	45.0	9,437	4,247	16.1	
		HS애드	35.0	128	45	0.2	
		소계---(2)		47,285	17,596	66.6	
	비상장자회사	계열사명	지분율		Value		
		디앤오	100.0		250	0.9	
		경영개발원	100.0		17	0.1	
		엘지스포츠	100.0		106	0.4	
		ZKW Holding GmbH	30.0		39	0.1	
		소계---(3)			412	1.6	
	자분가치 합계				18,008	68.1	
	순차입금(별도)---(4)					-982	3.7
	순자산가치(NAV)---(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					26,439	100.0
할인율---(6)					45%		
Target NPV---(7)=(5)*(1-(6))					14,541		
발행주식수---(8)					157,267,274		
자기주식---(9)					6,059,161		
유통주식수---(10)=(8)-(9)					151,208,113		
목표주가(11)=(7)/(9)					96,167		
현재가(06/23)					81,800		
Upside Potential					17.56		

분기 및 연간 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	1,624	1,824	1,944	1,798	1,936	2,153	2,159	2,554	7,190	8,802	10,386
Change(% yoy)	-1.5	-4.0	4.4	-11.6	19.3	18.0	11.0	42.1	-3.4	22.4	18.0
매출원가	1,091	1,394	1,358	1,943	1,209	1,576	1,554	2,331	5,786	6,671	7,544
% of 매출액	67.2	76.4	69.9	108.0	62.4	73.2	72.0	91.2	80.5	75.8	72.6
Change(% yoy)	4.4	4.1	8.2	7.9	10.6	13.1	14.4	20.0	6.4	15.3	13.1
매출총이익	533	430	586	-144	727	576	605	224	1,404	2,132	2,842
GPM	32.8	23.6	30.1	-8.0	37.6	26.8	28.0	8.8	19.5	24.2	27.4
Change(% yoy)	-11.9	-23.5	-3.4	-161.6	36.5	34.1	3.2	-254.7	-30.0	51.6	33.5
판매비	110	121	109	83	89	123	117	123	423	451	566
% of 매출액	6.8	6.6	5.6	4.6	4.6	5.7	5.4	4.8	5.9	5.1	5.5
Change(% yoy)	10.7	13.6	12.7	-28.0	-19.0	1.6	6.6	48.2	1.3	6.7	25.5
영업이익	423	309	477	-227	638	454	488	101	981	1,681	2,276
OPM	26.0	17.0	24.5	-12.6	32.9	21.1	22.6	4.0	13.7	19.1	21.9
Change(% yoy)	-16.3	-32.0	-6.5	-290.0	51.0	46.6	2.4	-144.4	-38.2	71.2	35.5
I. 부문별 매출액											
1. 배당수익	363	0	69	0	281	0	0	0	363	281	443
2. 상표권수익	83	87	90	96	87	90	95	101	356	373	390
3. 임대수익	35	36	36	36	37	37	37	38	143	149	155
소계(별도 합)	482	123	195	132	404	128	132	139	863	803	988
4. LG CNS	1,070	1,450	1,438	2,024	1,211	1,566	1,553	2,206	5,983	6,537	7,045
5. 디앤오	77	69	61	79	80	73	64	83	286	299	314
6. 기타	71	99	105	81	75	104	110	85	354	373	391
소계(연결자회사 합)	1,218	1,618	1,604	2,184	1,366	1,742	1,727	2,374	6,623	7,209	7,751
연결조정(지분법손익)	319	123	261	-471	482	283	300	42	232	1,107	1,647
차이	-395	-40	-116	-46	-316	-35	-136	-45	-596	-532	-666
연결매출액	1,624	1,824	1,944	1,798	1,936	2,153	2,159	2,554	7,190	8,802	10,386
II. 부문별 영업이익											
1. 별도 영업이익	428	48	125	53	349	50	79	56	655	533	697
2. LG CNS	32	138	143	200	79	125	117	199	513	519	567
3. 디앤오	9	-7	-4	9	10	-6	-2	6	7	8	8
4. 기타	-3	11	21	-16	-5	17	15	-31	13	-4	5
연결조정(지분법 손익)	319	123	261	-471	482	283	300	-78	232	987	1,527
차이	-364	-3	-70	-2	-277	-15	-20	-50	-438	-362	-527
합계	423	309	477	-227	638	454	488	101	981	1,681	2,276



As of 2025-2-21
보통주 보유주식 기준

구광모

15.95

LG

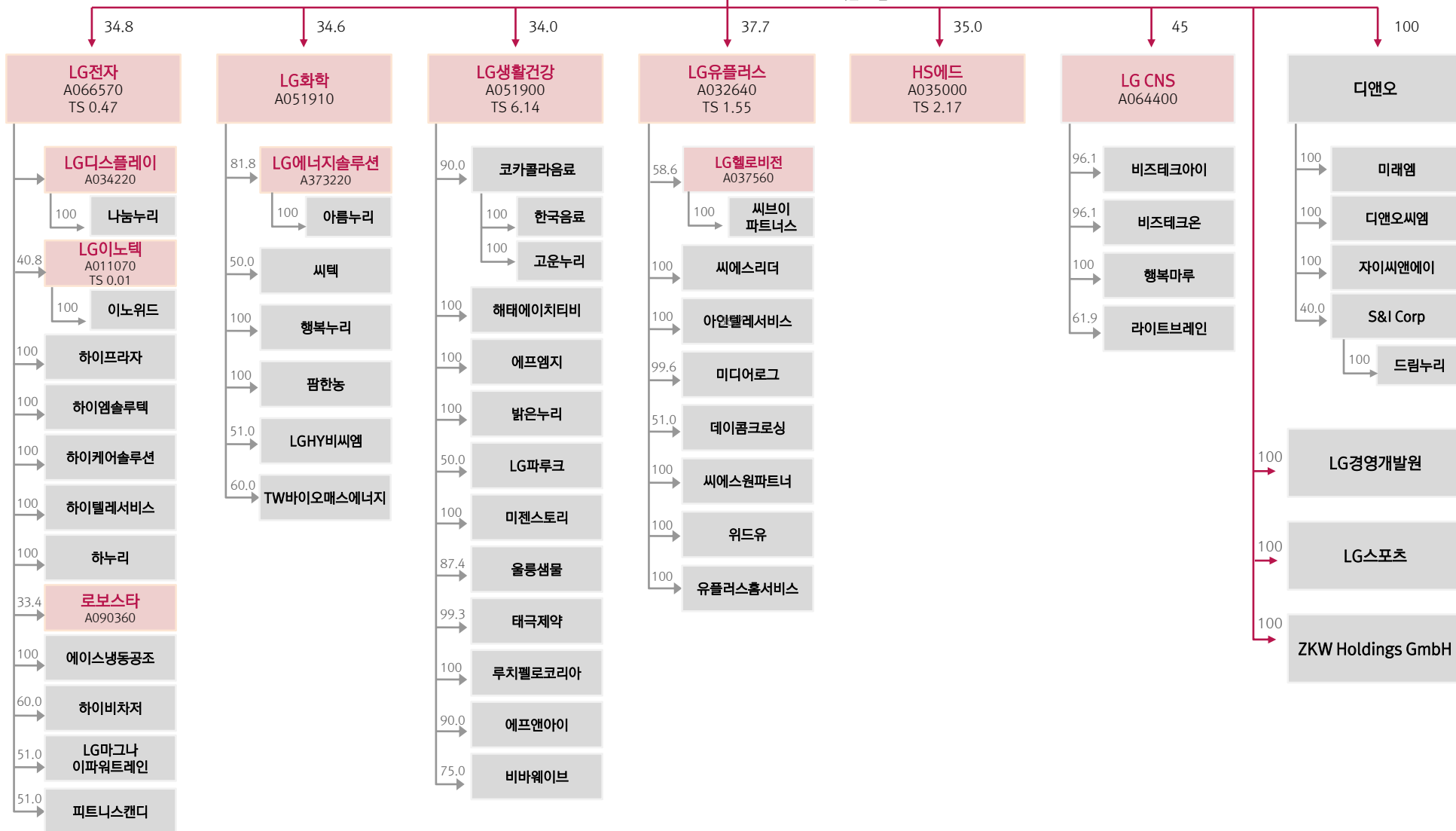
A003550
TS3.88

구본식 4.48
김영식 4.20
구본능 3.05
구연경 2.92
구형모 1.60
구본준 1.04
LG재단 포함 1.83

지주사

상장사

비상장사



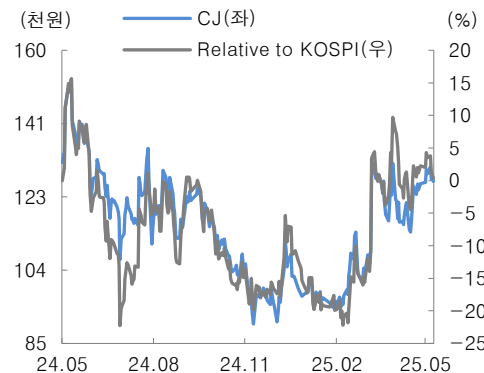
상장 자회사 부진, 비상장 견조

투자의견	BUY
목표주가	150,000원
현재주가 (25.05.16)	124,500원

KOSPI	2621.36
시가총액	4,294십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	147십억원
52주 최고/최저	152,700원 / 90,000원
120일 평균거래대금	142억원
외국인지분율	11.29%
주요주주	이재현 외 7 인 47.78%
	국민연금공단 10.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.5	30.0	40.4	-15.3
상대수익률	3.5	28.5	29.5	-11.8

- 투자자의견 매수, 목표주가 150,000원 유지. CJ의 2025년 1분기 실적은 매출액은 당사 추정과 유사했지만, 영업이익은 추정치를 약 12% 하회. 주된 이유는 CJ제일제당과 CJENM, 그리고 CJCGV 등 상장 자회사들의 실적 부진 때문. 비상장 자회사인 CJ올리브영과 CJ푸드빌은 양호한 성장세를 시현. 특히, CJ올리브영은 전년동기대비 매출액이 14.4% 증가하며, 당사의 추정을 약 5%p 이상 상회하는 성장세를 기록. CJ올리브영은 25년 1분기 오프라인 매출은 약 15% 증가하고, 온라인 매출은 약 14%의 증가세를 기록. CJ올리브영의 온라인 매출 비중은 28.9%를 차지하며 지속적으로 성장 중. 올리브영의 오프라인 매출액 증가는 방한 외국인 수요 증가에 따른 외국인 관광객들의 매출 증대 때문으로, 최근 중국인 관광객 유입이 빠르게 증가하고 있는 점이 영향을 미친 것으로 추정. 2025년 4월 인천공항 통계를 기반으로 2019년 동월대비 중국 노선의 수요는 89.1%까지 회복되었는데, 이는 2024년 12월 76.8% 대비 크게 상승한 수치
- 25년 1분기 매출액 10.6조원, 영업이익 5,350억원으로 기대치 하회. CJ별도부문은 매출액 868억원(-1.2% yoy), 영업이익 274억원(-59.4% yoy) 기록. 주요 연결자회사의 실적은(증감은 yoy) [CJ제일제당] 매출액 7.2조원(-0.1%), 영업이익 3,332억원(-11.4%), [CJENM] 매출액 1.14조원(-1.4%), 영업이익 7억원(-94.3%), [CJ프레시웨이] 매출액 7,986억원(+9.2%), 영업이익 106억원(+0.6%), [CGV] 매출액 5,336억원(+35.8%), 영업이익 32억원(-29.5%), [CJ올리브영] 매출액 1조 2,342억원(+14.4%), [CJ푸드빌] 매출액 2,298억원(+5.6%)



(십억원, 원, 배, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	41,353	43,647	45,562	48,450	50,436
영업이익	2,039	2,547	2,664	3,190	3,149
세전순이익	986	709	1,393	1,945	1,924
총당기순이익	525	151	683	953	943
지배지분순이익	195	100	239	334	330
EPS	5,462	2,817	6,699	9,353	9,253
PER	17.3	35.2	18.9	13.5	13.7
BPS	154,609	153,068	157,486	164,579	171,222
PBR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
ROE	3.6	1.8	4.3	5.8	5.5

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

CJ의 Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식		12M Forward	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)		
영업가치	로열티	DCF	139	WACC=7%, g=0%	1,980	23.4		
	임대료	DCF	13	WACC=7%, g=0%	190	2.2		
	소계---(1)				2,170	25.6		
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value			
		CJ 제일제당	44.6	3,470	1,546	18.3		
		CJ ENM	40.1	1,325	531	6.3		
		CJ CGV	50.9	774	394	4.7		
		CJ 프레시웨이	47.1	310	146	1.7		
		소계---(2)				2,617	30.9	
		비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	추정 기업가치	적용배수	Value
	CJ 올리브영		51.2	347	7,183	0.51	3,674	43.4
	CJ푸드빌		84.7	36	285	0.85	241	2.8
	소계---(3)				3,915	46.3		
	지분가치 합계				8,702	102.8		
순차입금(별도)---(4)					240	-2.8		
순자산가치(NAV)---(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					8,462	100.0		
할인율---(6)					45%			
Target NPV---(7)=(5)*(1-(6))					4,654			
보통주 발행주식수---(8)					29,176,998			
보통주 자기주식수---(9)					2,118,536			
보통주 유통주식수---(10)=(8)-(9)					27,058,462			
목표주가(11)=(7)/(9)					172,008			
현재가(06/04)					151,900			
Upside Potential					13.2			

자료: 대신증권 Research Center

분기 및 연간 연결 실적 추정

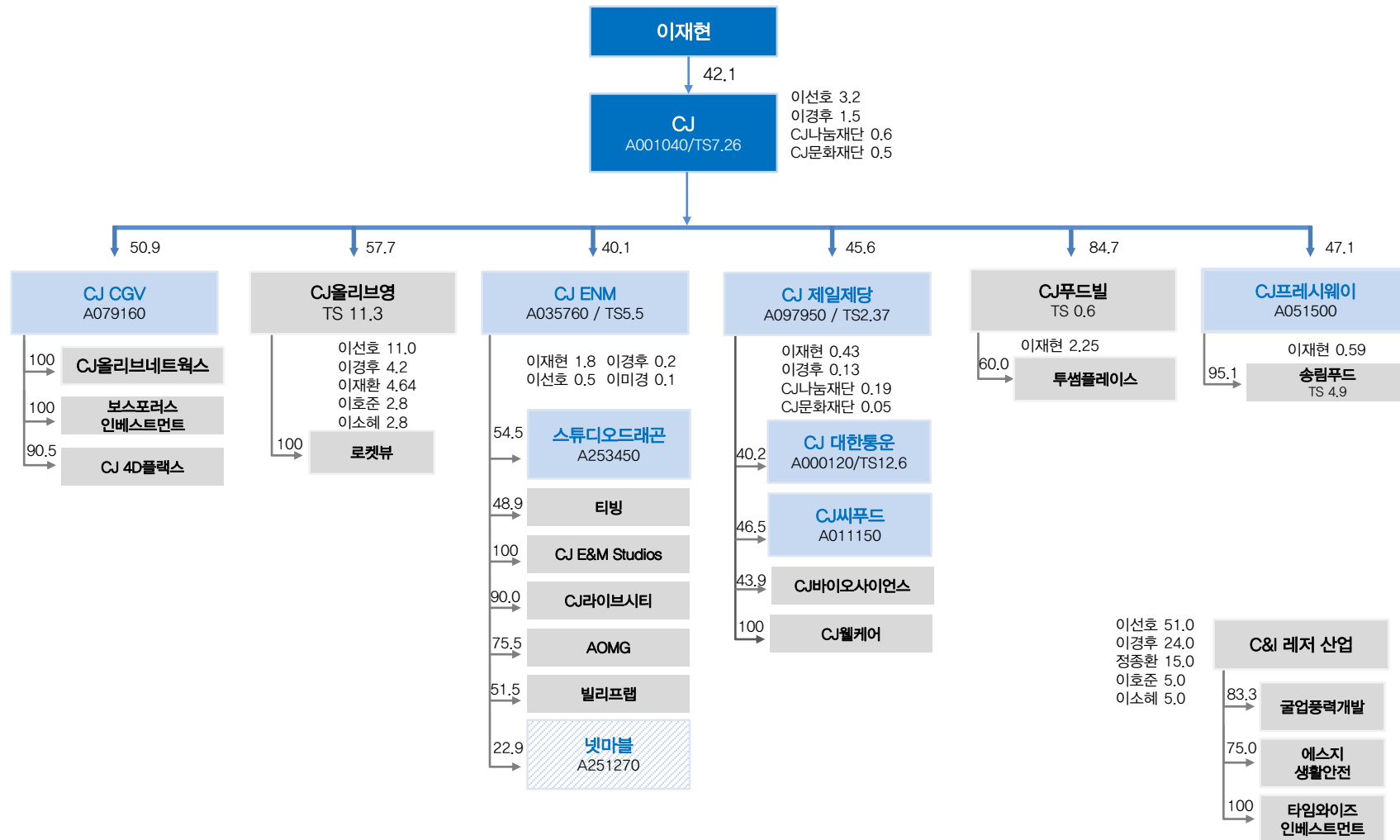
(단위: 십억원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		10,436	10,683	10,845	11,683	10,600	11,293	11,571	12,089	43,647	45,554	48,160
%yoy		6.7	3.6	2.1	9.5	1.6	5.7	6.7	3.5	5.5	4.4	5.7
매출원가		7,434	7,486	7,670	8,433	7,534	8,026	8,166	8,612	31,023	32,337	33,993
% of 매출액		71.2	70.1	70.7	72.2	71.1	71.1	70.6	71.2	71.1	71.0	70.6
%yoy		4.0	0.3	1.3	8.5	1.3	7.2	6.5	2.1	3.6	4.2	5.1
매출총이익		3,002	3,197	3,175	3,250	3,067	3,267	3,406	3,478	12,624	13,218	14,167
GPM		28.8	29.9	29.3	27.8	28.9	28.9	29.4	28.8	28.9	29.0	29.4
%yoy		14.2	13.0	4.3	12.3	2.1	2.2	7.3	7.0	10.8	4.7	7.2
판매비		2,426	2,530	2,500	2,620	2,532	2,605	2,651	2,766	10,076	10,554	11,055
% of 매출액		23.2	23.7	23.1	22.4	23.1	23.1	22.9	22.9	23.1	23.2	23.0
%yoy		5.5	8.6	3.9	12.6	4.4	3.0	6.1	5.6	7.7	4.7	4.6
영업이익		576	666	675	630	535	662	754	712	2,547	2,664	3,112
OPM		5.5	6.2	6.2	5.4	5.0	5.9	6.5	5.9	5.8	5.8	6.5
%yoy		74.9	33.6	5.9	9.9	-7.1	-0.6	11.8	13.0	24.9	4.6	16.6
I. CJ 및 주요 계열사 매출액												
CJ (별도)"	로열티수익	28	29	29	49	27	32	33	46	135	139	157
	배당수익	59	10	8	7	59	11	8	7	84	85	89
	임대료수익	1	23	1	1	2	9	1	2	28	13	16
	소계	88	62	39	58	87	52	43	55	246	237	262
상장	CJ제일제당	7,216	7,239	7,414	7,490	7,208	7,425	7,693	7,756	29,359	30,082	31,279
	CJ프레시웨이	731	811	832	850	799	877	903	908	3,225	3,487	3,735
	CJ ENM	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,267	1,280	1,704	5,231	5,390	5,719
	CJ CGV	393	430	547	588	534	569	626	592	1,958	2,320	2,460
	소계	9,495	9,645	9,918	10,716	9,679	10,139	10,503	10,959	39,773	41,280	43,194
비상장	CJ푸드빌	218	220	217	255	230	242	227	268	909	967	1,041
	CJ올리브네트웍스	168	0	0	0	0	0	0	0	168	0	0
	CJ올리브영	1,079	1,208	1,234	1,269	1,234	1,335	1,388	1,453	4,790	5,410	6,119
	소계	1,465	1,428	1,451	1,524	1,464	1,576	1,616	1,721	5,867	6,377	7,160
기타 및 연결조정		-611	-451	-562	-615	-629	-474	-590	-646	-2,239	-2,339	-2,456
총 연결 매출액		10,436	10,683	10,845	11,683	10,600	11,293	11,571	12,089	43,647	45,554	48,160
II. CJ 및 주요 계열사 영업이익												
CJ (별도)		68	26	8	36	27	15	12	15	136	69	127
상장	CJ제일제당	376	384	416	377	333	380	440	419	1,553	1,572	1,726
	CJ프레시웨이	11	32	28	23	11	34	33	29	94	107	119
	CJ ENM	12	35	13	44	1	39	40	69	104	149	211
	CJ CGV	5	22	32	17	3	30	34	29	76	95	121
	소계	471	499	497	497	375	498	558	561	1,964	1,993	2,304
기타 및 연결조정		38	142	171	124	133	149	184	136	474	602	681
총 연결 영업이익		576	666	675	656	535	662	754	712	2,547	2,664	3,112



As of 2024.06.30

지주사
상장사
비상장사
기업집단 밖 상장사



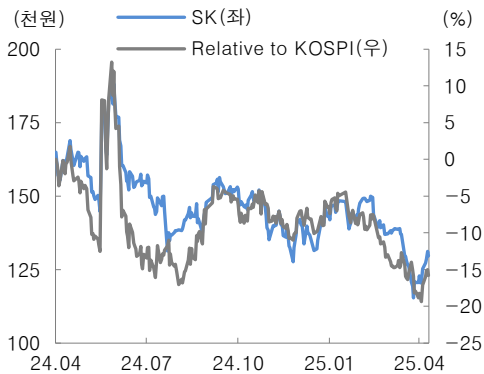
리밸런싱, 재무구조 개선 주력

투자의견	BUY
목표주가	210,000원
현재주가 (25.04.28)	131,400원

KOSPI	2522.33
시가총액	9,470십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	188,600원 / 115,400원
120일 평균거래대금	148억원
외국인지분율	23.43%
주요주주	최태원 외 42인 25.5%
	국민연금공단 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.5	-12.7	-10.9	-19.9
상대수익률	-2.4	-12.2	-8.8	-15.1

- 투자의견 매수, 목표주가 210,000원으로 8.7% 하향. SK는 2024년부터 10월말 밸류업 공시를 통해 밝힌 바대로 Portfolio Rebalancing을 진행 중. 포트폴리오 통합으로 SK이노베이션과 E&S의 합병, SK온과 엔템, 트레이딩 인터네셔널 합병, SK에코플랜트와 에센코어의 통합이 진행되었으며, SK스페셜티 매각, 렌터카 매각 등이 신속하게 성사. 이 외에도 SK실트론의 매각도 추진하는 등 당사의 예상보다 강도 높은 디레버리징을 추진하는 모습. SK의 이같은 디레버리징은 차입금을 획기적인 수준으로 감축해 재무구조를 개선하고 미래성장투자를 위한 재원을 확보하기 위한 목적으로 완료되면 기업가치 상승에 기여할 것으로 분석. 24년말 SK의 별도 순차입금은 약 10조원으로 산출되는데, 25년 1분기말에는 약 8조원 수준으로 감소할 것으로 예상. 25년 예상 배당금은 주당 5천원+ α 로 현 주가 기준 배당수익률은 6% 수준
- 2025년 1분기 SK의 연결 실적은 매출액 32조 5,425억원(-1.5% yoy), 영업이익 1조 5,513억원(+3.5% yoy)로 당사의 직전 추정을 하회할 것으로 예상. SK하이닉스의 깜짝 실적으로 SK스퀘어의 실적이 예상을 상회할 것으로 보이지만, SK이노베이션의 1분기 영업이익이 시장 기대치를 크게 하회할 것으로 전망되기 때문. 2024년 11월 SKE&S와 합병한 SK이노베이션의 1분기 영업이익 컨센서스는 연초 4천억원 수준에서 최근 860억원까지 하향 조정된 모습. SK이노베이션을 제외한 SK텔레콤, SK스퀘어, 그리고 SK바이오팜 등은 1분기 양호한 실적을 시현할 것으로 전망



(십억원, 원, 배, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	128,798	124,690	125,707	129,341	134,514
영업이익	4,754	2,355	5,995	7,718	5,102
세전순이익	-854	1,097	5,209	5,807	2,347
총당기순이익	-406	529	1,837	2,027	927
지배지분순이익	-777	-1,293	643	709	324
EPS	-10,496	-17,618	8,799	9,710	4,438
PER	NA	NA	14.7	13.4	29.2
BPS	280,055	342,278	364,340	384,223	391,136
PBR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
ROE	-3.7	-5.6	2.5	2.6	1.1

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

SK의 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식		2025F	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA		340	2,039	8.4
	로열티	DCF		319	4,555	18.7
	소계---(1)				6,594	27.0
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight
		SK바이오팜	64.0	7,134.3	4,567	18.7
		SK 텔레콤	30.6	11,104.6	3,395	13.9
		SK스퀘어	31.8	14,619.3	4,647	19.1
		SK 이노베이션	55.9	13,245.8	7,406	30.4
		SK 네트워크	43.9	906.1	398	1.6
		SKC	43.9	3,347.6	1,470	6.0
		에스엠코어	26.6	279.3	74	0.3
		SK리츠	32.1	1,325.7	426	1.7
		소계---(2)			22,383	91.8
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight
		SK에코플랜트	95.7	910.7	911	3.7
		SK 해운	16.3	206.3	206	0.8
		SK팜테코	100.0	1,651.2	1,651	6.8
		SK 실트론	51.0	622.6	623	2.6
		소계---(3)			3,391	13.9
	지분가치 합계				25,774	105.7
순차입금(별도)---(4)				7,981	-32.7	
순자산가치(NAV)---(5)=(1)+(2)+(3)-(4)				24,387	100.0	
할인율---(6)				50%		
Target NPV---(7)=(5)*(1-(6))				12,193		
발행주식수---(8)				72,502,703		
자기주식---(9)				17,982,354		
유통주식수---(10)=(8)-(9)				54,520,349		
목표주가(11)=(7)/(9)				223,650		
현재가(06/04)				180,700		
Upside Potential				23.8		

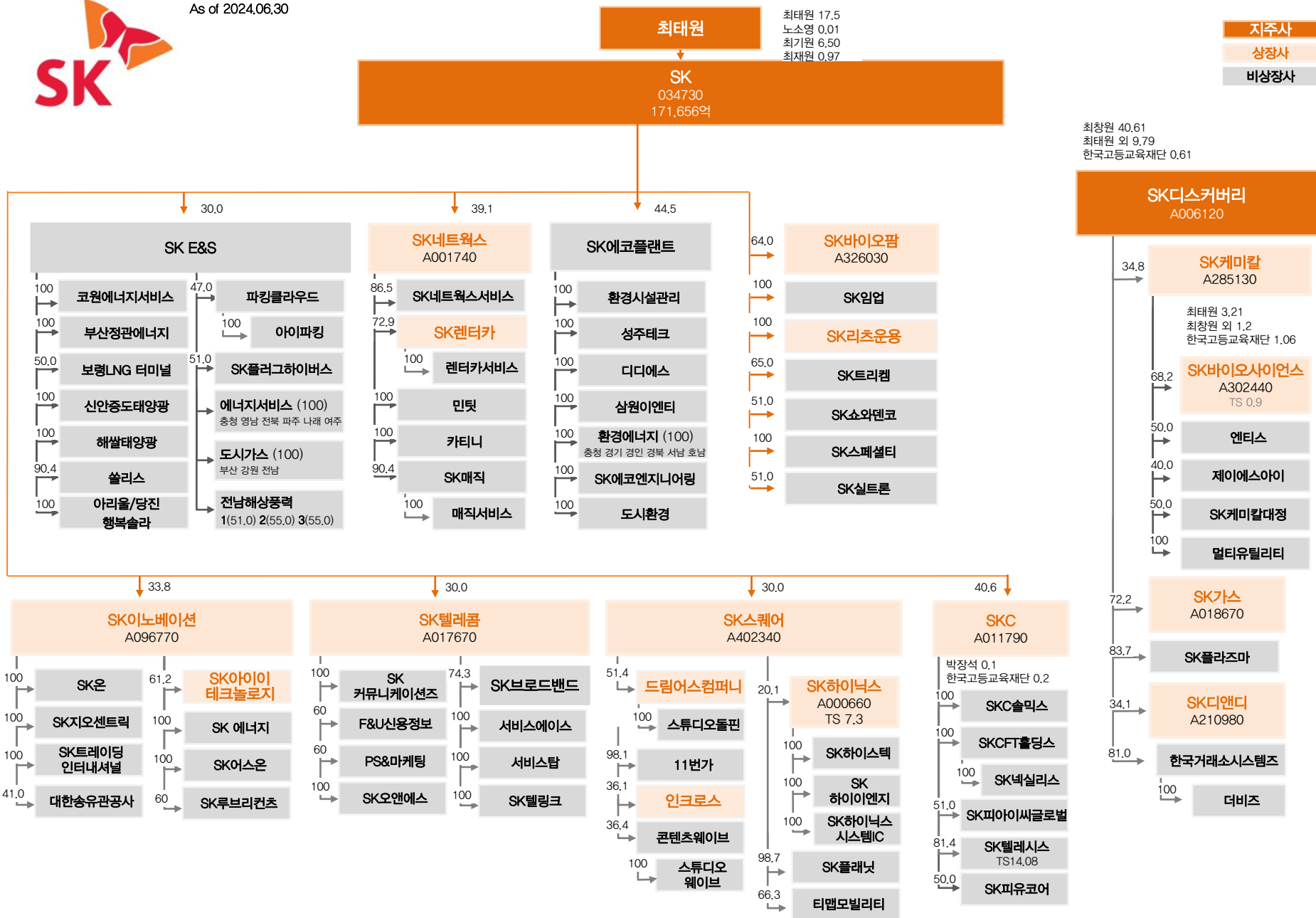
분기 및 연간 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	
매출액	33,027	30,796	30,637	30,230	32,542	30,517	30,870	31,777	124,691	125,707	129,425	
Change(% yoy)	1.0	-3.5	-9.5	-12.2	-1.5	-0.9	0.8	5.1	-6.2	0.8	3.0	
매출원가	29,422	28,568	28,187	28,185	29,036	27,389	27,400	27,977	114,362	111,802	111,669	
% of 매출액	89.1	92.8	92.0	93.2	89.2	89.7	88.8	88.0	91.7	88.9	86.3	
Change(% yoy)	-0.4	-3.1	-3.0	-12.7	-1.5	-4.1	-2.6	-0.7	-5.0	-2.2	-0.1	
매출총이익	3,606	2,629	2,450	2,045	3,506	3,128	3,470	3,801	10,730	13,905	17,756	
GPM	10.9	8.5	8.0	6.8	10.8	10.3	11.2	12.0	8.6	11.1	13.7	
Change(% yoy)	13.7	7.4	-49.0	-5.7	-2.7	19.0	41.6	85.6	-14.6	29.6	27.7	
판매비	2,111	1,985	1,998	2,535	2,030	1,901	1,958	2,321	8,629	8,211	8,716	
% of 매출액	6.4	6.4	6.5	8.4	6.2	6.2	6.3	7.3	6.9	6.5	6.7	
Change(% yoy)	6.0	3.5	-4.5	18.5	-3.6	-4.2	-2.0	-8.4	6.0	-4.6	6.2	
영업이익	1,495	602	452	-490	1,476	1,227	1,512	1,480	2,058	5,694	9,040	
OPM	4.5	2.0	1.5	-1.6	4.5	4.0	4.9	4.7	1.7	4.5	7.0	
Change(% yoy)	26.5	13.9	-83.5	-1,953.5	-1.2	103.9	234.5	-402.1	-53.7	176.6	58.6	
I. 부문별 매출액												
1. SK(별도)	1. IT서비스	599	630	584	793	622	646	614	845	2,606	2,727	2,854
	2. 배당	559	80	70	60	614	82	72	62	769	831	899
	3. 상표권	79	86	82	82	82	78	79	81	330	319	329
	소계	1,236	796	736	936	1,319	806	765	987	3,704	3,876	4,081
2. SK이노베이션	18,894	18,911	17,718	19,487	21,084	20,032	20,369	20,648	75,009	82,133	83,858	
3. SK텔레콤	4,475	4,422	4,532	4,512	4,504	4,479	4,552	4,569	17,941	18,104	18,433	
4. SK스퀘어	498	469	458	482	488	478	480	530	1,907	1,977	2,076	
5. SK네트웍스	2,477	1,690	1,642	1,849	1,852	1,599	1,923	1,914	7,657	7,287	7,449	
6. SKC	415	473	462	371	451	462	473	464	1,722	1,850	2,188	
7. S에코플랜트	2,063	2,204	2,105	2,946	2,228	2,314	2,347	3,005	9,318	9,894	10,518	
8. SK E&S	3,569	2,330	2,663	0	0	0	0	0	8,562	0	0	
9.기타	3,074	2,677	2,277	11,047	3,228	2,797	2,439	2,209	19,075	10,673	11,209	
단순합계	36,701	33,971	32,592	41,629	35,154	32,966	33,348	34,327	144,894	135,795	139,812	
연결조정	-2,438	-3,175	-1,955	-11,399	-2,612	-2,449	-2,478	-2,550	-18,967	-10,089	-10,387	
연결매출액	34,263	30,796	30,637	30,230	32,542	30,517	30,870	31,777	125,927	125,707	129,425	
II. 부문별 영업이익												
1. SK(별도)	606	131	124	137	773	122	217	139	998	1,251	1,278	
2. SK이노베이션	586	-158	-484	170	69	131	318	349	114	867	4,726	
3. SK텔레콤	498	538	533	254	535	552	555	346	1,823	1,988	2,092	
4. SK스퀘어	324	775	1,162	1,652	1,037	1,125	1,302	1,495	3,913	4,960	6,373	
5. SK네트웍스	62	-14	29	37	21	29	38	38	114	126	150	
6. SKC	-76	-63	-62	-76	-52	-31	-16	-6	-277	-104	19	
7. S에코플랜트	70	70	-11	117	76	116	106	105	246	402	428	
8. SK E&S	457	193	519	0	0	0	0	0	1,169	0	0	
단순합계	2,528	1,471	1,810	2,291	2,460	2,044	2,519	2,466	8,101	9,490	15,066	
연결조정	-1,034	-870	-1,358	-2,781	-984	-818	-1,008	-986	-6,042	-3,796	-6,027	
연결영업이익	1,495	602	452	-490	1,476	1,227	1,512	1,480	2,058	5,694	9,040	



As of 2024.06.30



효성(004800)

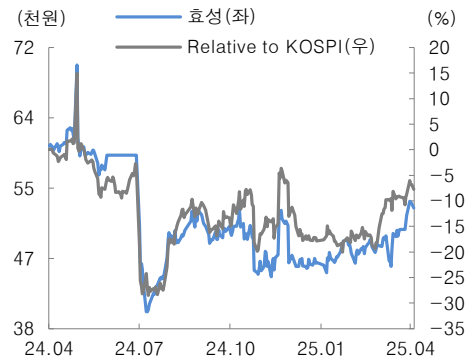
화학만 정상화되면 좋는데...

투자의견	BUY
목표주가	75,000원
현재주가 (25.05.07)	53,800원

KOSPI	2559.79
시가총액	881십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	87십억원
52주 최고/최저	69,900원 / 40,050원
120일 평균거래대금	12억원
외국인지분율	7.37%
주요주주	조현준 외 11 인 57.75%
	국민연금공단 5.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.2	15.1	4.4	-12.3
상대수익률	5.0	13.2	3.7	-8.1

- 투자의견 매수, 목표주가 75,000원 유지. 효성의 2025년 1분기 실적은 당사 추정을 크게 상회하는 깜짝 실적을 시현. 주된 이유는 1)효성화학이 발행한 영구채에 대한 회계처리방식 변경으로 지분법 유입, 2)효성티앤씨의 1분기 실적 시장 기대치 상회, 3)효성티앤에스와 그 외 연결 대상 자회사들의 실적 호전 때문. 특히 효성화학이 특수가스사업부 매각에 따라 세전 및 당기순이익이 흑자로 전환한 점이 가장 큰 요인. 또한 효성화학은 비나케미칼의 지분 49%를 담보로 약 3,800억원의 자금 조달을 추진 중으로 유동성 관련한 리스크는 피크를 지나고 있는 것으로 판단(지주사는 나머지 지분을 담보로 신용공여). 효성중공업, 효성티앤씨의 지분법 이익은 개선될 여지가 크고 효성티앤에스 및 기타 자회사들의 손익도 개선되고 있어 최악의 상황은 지나고 있는 것으로 보임. 2024년 최악의 한해에도 주당 3천원의 배당을 실시한 점을 고려할 때, 올해에도 최소 3천원 이상의 배당을 실시할 것으로 전망
- 25년 1분기 실적 매출액 5,539억원, 영업이익 818억원으로 깜짝 실적 시현. 주요 회사별 실적은 [효성] 매출액 1,252억원(+208%), 영업이익 600억원(흑전), [효성티앤에스] 매출액 3,123억원(+27.2%), 영업이익 149억원(흑전), [FMK] 매출액 664억원(+35.8%), 영업이익 11억원(흑전), [효성굿스프링스] 매출액 513억원(-13.6%), 영업이익 67억원(+13.6%), [지분법손익] 효성티앤씨(33억원), 효성화학(46억원), 효성중공업(302억원), 기타(133억원)



(십억원, 원, 배, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,847	2,273	2,451	2,539	2,666
영업이익	58	221	213	142	168
세전순이익	18	182	173	105	133
총당기순이익	0	484	161	98	123
지배지분순이익	0	453	145	88	111
EPS	3	24,073	8,632	5,247	6,625
PER	19,547.8	1.9	6.1	10.0	7.9
BPS	116,969	114,515	134,423	136,440	139,585
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	0.0	19.6	6.6	3.9	4.8

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

효성(004800)

효성의 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

(단위: 십억원, %, 원/주)			2025F		적용배수	Value	Weight
	로열티		45		14	642.9	16.5%
	소계					642.9	16.5%
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		지분가치	
		효성ITX	37.9	139		53	1.4%
		효성화학	20.2	148		30	0.8%
		효성중공업	32.5	5,595		1,817	46.5%
		효성티앤씨	20.3	1,015		206	5.3%
		소계		6,896		2,105	53.9%
	비상장자회사	계열사명	지분율	Book value	적용배수	Value	Weight
		효성굿스프링스	100	77	1.0	77	2.0%
		효성투자개발	59	365	1.0	365	9.3%
		효성티앤에스	54	148	1.0	148	3.8%
		기타		260	1.0	260	6.7%
		소계				850	21.7%
	그 외	안양공장부지 (BV=470십억원)				410	10.5%
지분가치 합계						4,008	
순차입금(별도)						100	-2.6%
순자산가치						3,908	
주당순자산가치						233,759	
할인율						65%	
Target NPV						1,368	
발행주식수---(8)						16,740,407	
자기주식---(9)						22,803	
유통주식수---(10)=(8)-(9)						16,717,604	
목표주가						81,816	

자료: 대신증권 Research Center

효성(004800)

분기 및 연간 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	837	564	578	710	554	582	597	718	2,689	2,451	2,539
% yoy	4.6	-37.7	-28.2	-23.2	-33.6	3.1	3.5	1.7	-21.6	-8.9	3.6
매출원가	733	460	448	496	394	449	480	589	2,136	1,912	2,062
% of 매출액	87.6	81.5	77.5	69.8	71.2	77.2	80.4	82.0	79.4	78.0	81.2
% yoy	2.4	-43.2	-34.5	-39.5	-46.5	-2.3	7.2	18.8	-29.5	-10.5	7.5
매출총이익	103.7	104.7	129.9	214.6	159.8	132.9	116.8	129.2	552.8	538.7	477.0
GPM	12.4	18.5	22.5	30.2	28.8	22.8	19.6	18.0	20.6	22.0	18.8
% yoy	23.1	7.4	7.5	102.4	54.1	27.0	-10.1	-39.8	35.5	-2.6	-11.5
판관비	75	63	79	67	80	80	77	79	284	317	328
연구개발비	3.6	3.7	3.0	4.0	3.8	3.9	3.2	4.2	14.3	15.0	15.8
영업이익	26	38	47	130	82	49	37	46	241	213	142
OPM	3.1	6.8	8.2	18.2	14.8	8.4	6.1	6.4	9.0	8.7	5.6
% yoy	115.1	104.3	7.2	564.1	219.5	27.6	-22.6	-64.5	155.2	-11.4	-33.5
사업부문별 매출액											
효성 별도											
소계	141	78	91	190	125	79	93	197	499	495	503
연결자회사											
효성티앤에스	246	382	379	380	312	392	400	390	1,387	1,494	1,566
기타	474	491	107	147	128	123	109	152	1,218	512	530
소계	719	873	486	527	440	515	509	541	2,606	2,005	2,096
자회사 지분법이익	5.9	6.7	29.8	115.7	51.4	34.8	39.3	49.1	158.1	174.7	338.3
연결조정	-23	-387	1	-7	-12	-12	-5	-21	-416	-50	-60
합계	837	564	578	710	554	582	597	718	2,689	2,451	2,539
사업부문별 영업이익											
효성별도	3.4	3.6	16.5	115.0	60.0	4.0	7.9	17.8	139	90	36
연결자회사											
효성티앤에스	-2.0	32.1	17.5	12.3	14.9	31.3	21.6	18.7	60	87	78
기타	23.0	5.9	5.0	2.2	12.2	9.9	3.8	5.8	36	32	19
자회사 지분법이익	5.9	6.7	29.8	115.7	51.4	34.8	39.3	49.1	158	175	338
연결조정	1.2	-3.4	8.4	0.0	-5.3	3.5	3.3	3.8	6	5	9
합계	26	38	47	130	82	49	37	46	241	213	142

자료: 대신증권 Research Center

효성(004800)

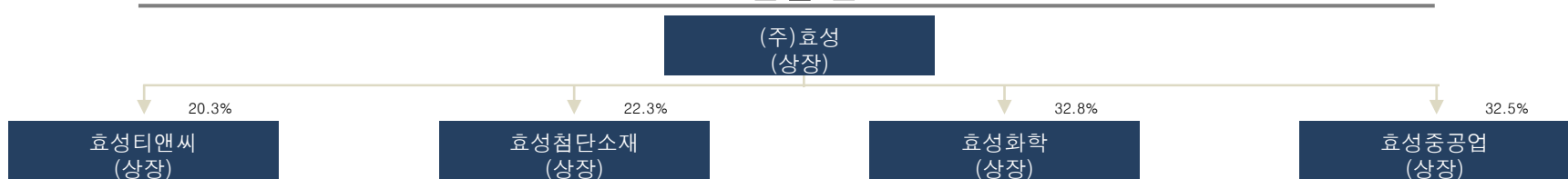
분할 개요 및 분할 구조

	존속 지주	신설 지주
회사	주식회사 효성	HS효성
업종	지주회사	지주회사
주요자회사	티앤씨, 화학, 중공업 등	첨단소재, 도요타 등
분할비율	0.8179485	0.1820515
자본금	86,175백만원	19,180백만원
액면가	5,000원	5,000원
발행주식총수	보통주: 16,740,407주	보통주: 3,725,927주

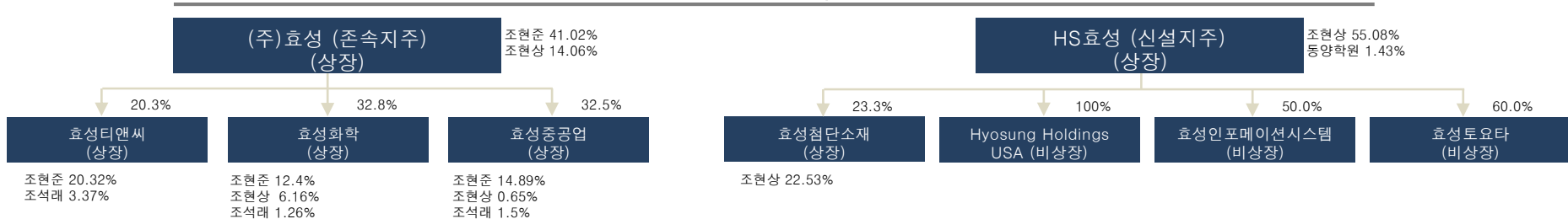
조석래 명예회장 보유주식수				
효성	효성티앤씨	효성중공업	효성첨단소재	효성화학
2,135,823	393,391	983,730	462,229	238,707

상속가액						
	효성	효성티앤씨	효성중공업	효성첨단소재	효성화학	합계
4개월평균주가	59,743	336,020	289,935	346,931	64,544	
상속가액	1,276	1,322	2,852	1,604	154	7,208
상속세	766	793	1,711	962	92	4,325

분할 전



분할 후

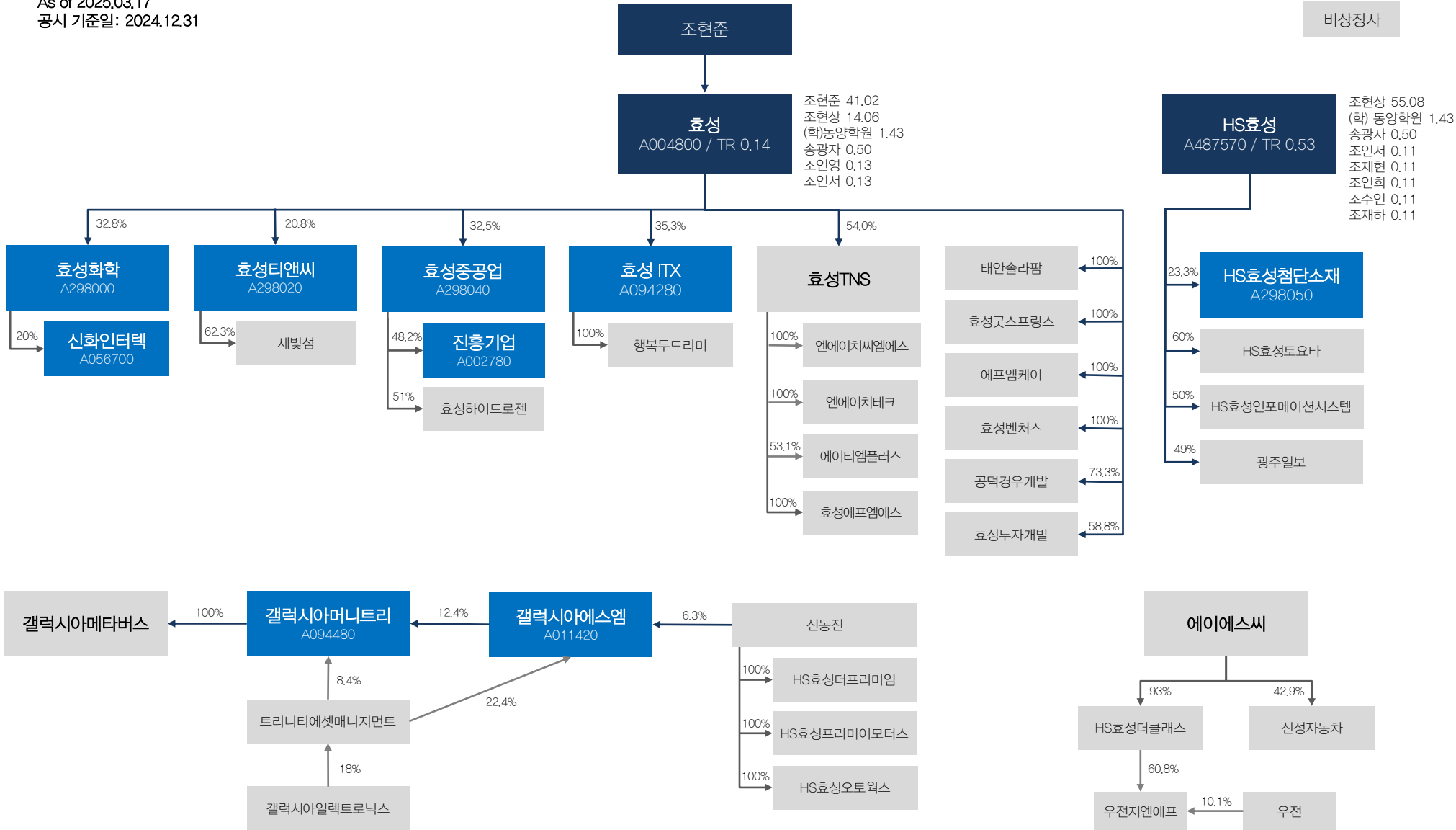


As of 2025.03.17
공시 기준일: 2024.12.31

지주사

상장사

비상장사



Compliance Notice

- 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.