Earnings Preview

지주업

정부정책과(상법 · 세법개정) 주식시장 상승의 콜라보

양지환 jhwan.yang@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

- 투자의견 비중확대 유지. Top-Pick은 두산, 차선호주는 SK, LG를 제시
- 주식시장 상승에 따라 자회사들의 지분가치 증가로 지주사 NAV 증가
- 현재의 Target 할인율 30%로 축소 시 목표주가 18~100% 추가 상승

투자의견 비중확대 유지, Top-Pick은 두산, Second Picks SK, LG 제시

지주회사에 대한 투자의견 비중확대를 유지하며, 주식시장 상승에 따른 자회사들의 지분 가치와 NAV 증가를 반영하여 목표주가를 상향 조정

정부 정책의 수혜로 지주회사에 대한 할인율이 축소될 가능성이 높지만, 최근 주식시장 상승에 따라 자회사들의 지분가치가 증가하여 할인율을 축소하지 않아도 대부분의 지주회사의 NAV가 증가. 할인율 축소에 대한 부분까지 감안할 경우 지주회사들의 상승여력은 충분. 당사가 적용하고 있는 Target 할인율은 대부분 50% 이상인데, 30%로 Target 할인율 축소를 가정하면 신규로 제시하는 목표주가 대비로도 18%~100% 추가 상승하기 때문(관련 내용은 2p 표 1, 2를 참고).

정부의 상법과 세법 개정에 따른 수혜는 지주회사가 가장 명확

정부는 1차와 2차 상법 개정을 통해 ① 이사의 충실의무 대상을 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대하고, ② 집중투표제를 도입한데 이어 ③ 3차 상법 개정 및 배당소득 분리과세를 추진. 정부의 두 차례의 상법 개정은 첫째, 회사 경영상의 중요한 의사 결정시 최대주주와 일반주주의 이익이 상충되는 행위를 제한, 둘째, 이사회의 독립성을 강화해 주주의 이익이 증가할 것으로 기대

또한 3차 상법 개정(자사주 소각)과 배당소득 분리 과세의 통과는 실질적인 EPS와 DPS의 상승 및 세금 절감을 통해 주주의 이익을 증대할 것으로 예상

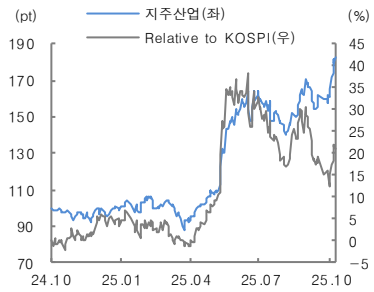
지주회사 2025년 3분기 실적은 대부분 시장 기대치를 충족할 전망

당사에서 커버하고 있는 7개 지주회사의 3분기 실적은 대부분 시장 컨센서스 및 당사 추정에 부합할 것으로 전망. 각 회사별 3Q25 실적 Preview 및 SOTP Valuation변화는 뒤에 이어지는 기업별 세부 자료를 참고

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
두산	Buy	1,000,000 (↑)
SK	Buy	340,000 (↑)
LG	Buy	98,000 (↑)
HD현대	Buy	220,000 (↑)
한화	Buy	115,000 (↑)
CJ	Buy	220,000 (→)
효성	Buy	150,000 (↑)

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.8	17.1	86.7	86.0
상대수익률	1.1	-5.2	19.5	21.8



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	313,040	319,331	341,840	356,687	371,723
영업이익	14,319	12,494	17,923	25,586	20,950
세전순이익	5,425	8,025	14,629	21,438	15,983
총당기순이익	4,226	5,878	12,973	15,570	11,276
지배지분순이익	936	892	4,833	5,556	4,258
EPS	2,636	2,528	13,954	16,135	12,365
PER	41.8	41.5	14.6	12.7	16.5
BPS	209,993	228,816	247,319	265,136	276,155
PBR	0.5	0.5	0.8	0.8	0.7
ROE	1.3	1.1	5.8	6.3	4.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 두산, SK, LG, HD현대, 한화, CJ, 효성 합산, 대신증권 Research Center

표 1. 지주회사 투자의견 및 목표주가 (단위: 원, %)

	두산	SK	LG	HD 현대	한화	CJ	효성
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(신규)	**1,000,000**	**340,000**	**98,000**	**220,000**	**115,000**	**220,000**	**150,000**
목표주가(기존)	810,000	270,000	89,000	180,000	100,000	220,000	115,000
변동률	23.5%	25.9%	10.1%	22.2%	15.0%	0.0%	30.4%
현재주가(10/24)	801,000	237,500	80,200	181,600	94,800	170,800	113,800
Upside	**24.8%**	**43.2%**	**22.2%**	**21.1%**	**21.3%**	**28.8%**	**31.8%**
NAV	23,397	37,012	29,900	31,901	19,938	10,012	7,175
목표할인율(신규)	**50%**	**50%**	**50%**	**50%**	**60%**	**40%**	**65%**
목표할인율(기존)	55%	50%	50%	50%	60%	40%	65%

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 목표할인율 30% 가정 시 지주회사 투자의견 및 목표주가 (단위: 원, %)

	두산	SK	LG	HD 현대	한화	CJ	효성
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(가정)	**1,292,000**	**475,000**	**136,000**	**315,000**	**201,000**	**259,000**	**300,000**
목표주가(신규)	1,000,000	340,000	98,000	220,000	115,000	220,000	150,000
변동률	29.2%	39.7%	38.8%	43.2%	74.8%	17.7%	100.0%
현재주가(10/24)	801,000	237,500	80,200	181,600	94,800	170,800	113,800
Upside	**61.3%**	**100.0%**	**69.6%**	**73.5%**	**112.0%**	**51.6%**	**163.6%**
NAV	23,397	37,012	29,900	31,901	19,938	10,012	7,175
목표할인율(가정)	**30%**	**30%**	**30%**	**30%**	**30%**	**30%**	**30%**
목표할인율(신규)	55%	50%	50%	50%	60%	40%	65%

자료: 대신증권 Research Center

Earnings Preview

두산 (000150)

AI, 반도체, 원전 & 로봇

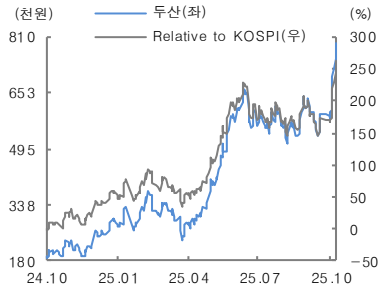
양지환

jhwan.yang@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	1,000,000 상향
현재주가 (25.10.24)	801,000 지주업종

KOSPI	3883.68
시가총액	15,271십억원
시가총액비중	0.69%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	791,000원 / 191,300원
120일 평균거래대금	922억원
외국인지분율	15.11%
주요주주	박정원 외 26 인 40.11% 국민연금공단 9.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.6	41.8	180.0	278.5
상대수익률	17.5	15.7	79.3	150.5



- 두산에너빌리티와 두산로보틱스 지분가치 증가 반영 TP 100만원으로 상향
- Data Center 투자 확대, 반도체 호황, 원전 르네상스 시대의 핵심 수혜
- 2026~27년까지 성장 지속. 두산테스나와 M&A는 Upside 요인

투자의견 매수, 목표주가 1,00,000원으로 23.4% 상향

목표주가 상향은 두산에너빌리티와 두산로보틱스의 주가 상승에 따른 NAV 증가를 반영하였으며, NAV 대비 Target 할인율은 50% 적용해서 산출

두산은 자체사업을 통해 AI와 반도체 산업의 호황의 수혜를 직접적으로 받을 것으로 예상하며, 자회사인 두산에너빌리티와 두산로보틱스를 통해 글로벌 원전사업 확대와 휴머로이드 로봇 시장 성장의 수혜를 간접적으로 받을 것으로 전망

당사는 9/30 '바다는 비에 젖지 않는다' 자료를 통해 두산의 전자BG의 성장은 2027년까지 지속될 것으로 전망하였으며, 이는 AI, Data Center에 대한 투자와 반도체 업황 Up-Cycle 진입에 근거함. 단기 실적 및 주가 변동에 흔들리지 말고 전략 종목으로 장기 투자하는 것이 수익률을 극대화할 수 있을 것으로 판단

2025년 3분기 실적 시장 컨센서스에 부합 전망

두산의 2025년 3분기 실적은 매출액 4조 3,415억원(+11.9% yoy), 영업이익 3,708억원(+236.5% yoy)로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상

두산의 전자BG 사업 매출액은 4,243억원(+70% yoy, -10.9% qoq)로 추정하며, 전자BG를 포함한 자체사업 영업이익은 1,250억원(+252% yoy)로 예상함. 전자BG부문의 실적이 전분기 대비 감소할 것으로 예상하나, 단기 변동 요인으로 우려할 바 아니라고 판단. 연결자회사인 두산에너빌리티의 실적은 매출액 3조 6,986억원(+8.9% yoy), 영업이익 2,691억원(+134.4% yoy)로 전망(시장 컨센서스를 95%만 반영)

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,879	5,346	4,341	4,341	11.9	-18.8	4,676	5,028	-3.3	15.8
영업이익	110	358	371	371	236.5	3.6	387	467	123.5	25.9
순이익	-88	79	36	36	흑전	-54.6	90	4	흑전	-90

자료: 두산, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	19,014	20,089	20,993
영업이익	1,436	1,004	1,394	1,836	2,074
세전순이익	451	593	896	1,367	1,624
총당기순이익	272	302	457	697	828
지배지분순이익	-388	-226	142	216	257
EPS	-18,133	-10,562	6,614	10,087	11,984
PER	NA	NA	119.6	78.4	66.0
BPS	75,846	69,123	75,028	84,433	95,765
PBR	1.2	3.7	10.5	9.4	8.3
ROE	-22.7	-14.6	9.2	12.7	13.3

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	19,014	20,089	19,014	20,089	0.0	0.0
판매비와 관리비	2,218	2,415	2,218	2,415	0.0	0.0
영업이익	1,394	1,836	1,394	1,836	0.0	0.0
영업이익률	7.3	9.1	7.3	9.1	0.0	0.0
영업외손익	-498	-469	-498	-469	적자유지	적자유지
세전순이익	896	1,367	896	1,367	0.0	0.0
지배지분순이익	142	216	142	216	0.0	0.0
순이익률	2.4	3.5	2.4	3.5	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	6,614	10,087	6,614	10,087	0.0	0.0

자료: 두산, 대신증권 Research Center

표 1. 두산 SOTP Valuation

구분		Valuation 방식	12M Forward	Multiple	Value	Weight(% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA	556	9	5,005	21.4
	소계---(1)				5,005	21.4
지분가치	상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**시가총액**	**지분가치**	
		두산에너빌리티	30.4	50,604	15,379	65.7
		두산로보틱스	68.2	4,667	3,181	13.6
		오리콤	60.9	72	44	0.2
		소계---(2)			**18,603**	**79.5**
	비상장자회사	**계열사명**	**지분율**		**장부가액**	
		HyAxiom	86.2		255	1.1
		두산모빌리티이노베이션	91.6		206	0.9
		두산포트폴리오홀딩스	100.0		202	0.9
		두산로지스틱스솔루션	100.0		89	0.4
		두산에너지솔루션아메리카	100.0		44	0.2
		기타			145	0.6
		소계---(3)			**943**	**4.0**
	지분가치 합계				**19,546**	**83.5**
순차입금(별도)---(4)					1,153	-4.9
순자산가치(NAV)---(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					**23,397**	**100.0**
할인율---(6)					50%	
Target NAV---(7)=((2)+(3))*(1-(6))-(4)+(1)					**13,624**	
발행주식수---(8)					16,523,835	
자기주식---(9)					2,961,319	
유통주식수---(10)=(8)-(9)					13,562,516	
목표주가(11)=(7)/(10)					**1,004,560**	
현재가(10/24)					801,000	
Upside Potential					25.4	

표 2. 두산 분기 및 연간 연결 실적 추정표 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**4,462**	**4,592**	**3,878**	**5,200**	**4,299**	**5,346**	**4,341**	**5,028**	**18,133**	**19,014**	**20,089**
Change(% yoy)	*2.6*	*-7.6*	*-14.5*	*-1.4*	*-3.7*	*16.4*	*11.9*	*-3.3*	*-5.2*	*4.9*	*5.7*
매출원가	3,676	3,791	3,295	4,409	3,583	4,347	3,445	3,963	15,171	15,338	15,838
% of 매출액	82.4	82.5	85.0	84.8	83.4	81.3	79.4	78.8	83.7	80.7	78.8
Change(% yoy)	*2.2*	*-6.9*	*-12.3*	*-1.1*	*-2.5*	*14.7*	*4.6*	*-10.1*	*-4.5*	*1.1*	*3.3*
매출총이익	786	802	583	791	716	999	896	1,065	2,962	3,676	4,251
GPM	17.6	17.5	15.0	15.2	16.6	18.7	20.6	21.2	16.3	19.3	21.2
Change(% yoy)	*4.5*	*-10.6*	*-25.4*	*-2.8*	*-9.0*	*24.7*	*53.6*	*34.7*	*-8.7*	*24.1*	*15.6*
판관비	438	465	473	582	517	642	525	598	1,958	2,282	2,415
% of 매출액	9.8	10.1	12.2	11.2	12.0	12.0	12.1	11.9	10.8	12.0	12.0
Change(% yoy)	*5.8*	*20.9*	*2.4*	*6.3*	*17.9*	*38.0*	*11.0*	*2.8*	*8.3*	*16.5*	*5.8*
영업이익	**348**	**337**	**110**	**209**	**198**	**358**	**371**	**467**	**1,004**	**1,394**	**1,836**
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	4.6	6.7	8.5	9.3	5.5	7.3	9.1
Change(% yoy)	*2.9*	*-34.2*	*-65.5*	*-21.6*	*-43.0*	*6.2*	*236.5*	*123.5*	*-30.1*	*38.9*	*31.7*
Ⅰ. 사업부문별 매출액 (십억원)											
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 전자 BG	187	235	250	336	403	476	424	464	1,007	1,767	2,002
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 디지털이노베이션	67	72	68	81	71	73	68	85	288	297	303
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 두타몰	11	10	11	10	11	10	11	10	41	42	42
1. 두산자체사업 (해외법인포함) FCP	5	8	15	13	0	0	0	0	41	0	0
1. 두산자체사업 (해외법인포함) **소계**	**269**	**325**	**343**	**440**	**485**	**559**	**504**	**559**	**1,377**	**2,106**	**2,348**
2. 두산에너빌리티	4,098	4,150	3,396	4,589	3,749	4,569	3,699	4,294	16,233	16,310	17,119
3. 두산밥캣(에너빌리티연결법인)	2,395	2,237	1,778	2,142	2,098	2,201	1,778	2,064	8,551	8,142	7,980
4. 두산로보틱스	11	14	15	6	5	5	11	8	47	29	42
5. 기타	84	102	125	164	60	214	128	168	476	569	581
합계	**4,462**	**4,592**	**3,878**	**5,200**	**4,299**	**5,346**	**4,341**	**5,028**	**18,133**	**19,014**	**20,089**
Ⅱ. 사업부문별 매출액 증감											
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 전자 BG	9.6	11.8	12.8	58.1	116.0	102.5	70.0	38.0	23.7	75.4	13.3
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 디지털이노베이션	5.0	7.1	1.8	0.4	6.4	0.8	1.0	4.5	3.4	3.2	2.1
1. 두산자체사업 (해외법인포함) 두타몰	-20.4	7.8	0.9	6.5	-0.9	1.0	3.4	5.1	-3.3	2.1	0.3
1. 두산자체사업 (해외법인포함) FCP	-32.9	-6.8	222.2	-41.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-5.3	-100.0	0.0
1. 두산자체사업 (해외법인포함) **소계**	**5.6**	**10.1**	**13.1**	**35.4**	**80.1**	**71.8**	**47.1**	**26.9**	**16.9**	**52.9**	**11.5**
2. 두산에너빌리티	1.4	1.4	-8.6	-18.3	-5.5	-8.5	10.1	8.9	-6.4	-7.7	0.5
3. 두산밥캣(에너빌리티연결법인)	-0.4	-0.4	-16.3	-24.9	-7.5	-12.4	-1.6	0.0	-3.7	-12.4	-4.8
4. 두산로보틱스	2.7	2.7	14.5	21.5	-63.5	-51.5	-68.6	-25.0	25.0	-11.7	-37.8
5. 기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	54.1	19.6
합계	**2.6**	**2.6**	**-7.6**	**-14.5**	**-1.4**	**-3.7**	**16.4**	**11.9**	**-3.3**	**-5.2**	**4.9**
Ⅲ. 사업부문별 영업이익											
1. 두산자체사업(해외법인포함)	24	38	36	44	121	142	125	143	141	531	597
2. 두산에너빌리티	358	310	115	235	142	271	269	361	1,018	1,044	1,359
3. 두산밥캣(에너빌리티연결법인)	326	240	126	180	200	204	164	199	871	767	815
5. 기타	-27	-3	-29	-55	-67	-40	-23	-37	-114	-167	-120
합계	**348**	**337**	**110**	**209**	**198**	**358**	**371**	**467**	**1,004**	**1,394**	**1,836**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	19,014	20,089	20,993
매출원가	15,885	15,171	15,403	15,838	16,396
매출총이익	3,245	2,962	3,611	4,251	4,597
판매비와관리비	1,809	1,958	2,218	2,415	2,524
영업이익	1,436	1,004	1,394	1,836	2,074
영업이익률	7.5	5.5	7.3	9.1	9.9
EBITDA	2,141	1,771	2,113	2,558	2,814
영업외손익	-985	-411	-498	-469	-450
관계기업손익	-42	28	28	28	28
금융수익	664	1,330	961	968	974
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,064	-1,546	-1,254	-1,221	-1,197
외환관련손실	370	571	282	288	293
기타	-542	-223	-233	-244	-255
법인세비용차감전순손익	451	593	896	1,367	1,624
법인세비용	-179	-291	-439	-670	-796
계속사업순손익	272	302	457	697	828
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	302	457	697	828
당기순이익률	1.4	1.7	2.4	3.5	3.9
비지배지분순이익	660	528	315	481	571
지배지분순이익	-388	-226	142	216	257
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	56	25	26	26
포괄순이익	297	863	709	954	1,090
비지배지분포괄이익	710	1,027	489	658	752
지배지분포괄이익	-413	-164	220	296	338

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,446	11,913	13,277	14,372	15,568
현금및현금성자산	3,539	3,704	4,556	5,122	5,817
매출채권 및 기타채권	3,652	3,868	4,128	4,421	4,714
재고자산	2,927	3,136	3,289	3,475	3,631
기타유동자산	1,328	1,205	1,304	1,354	1,406
비유동자산	16,840	18,230	18,344	18,505	18,748
유형자산	6,509	7,013	7,022	7,072	7,197
관계기업투자금	405	425	665	905	1,145
기타비유동자산	9,927	10,793	10,657	10,528	10,405
자산총계	28,287	30,143	31,621	32,878	34,316
유동부채	11,439	11,024	11,895	11,885	11,755
매입채무 및 기타채무	4,994	4,337	4,458	4,606	4,730
차입금	1,717	3,081	2,931	2,881	2,881
유동성채무	2,271	791	1,750	1,700	1,500
기타유동부채	2,456	2,816	2,756	2,698	2,643
비유동부채	5,641	7,229	6,821	6,470	6,090
차입금	2,935	4,403	4,103	3,803	3,403
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,706	2,827	2,718	2,667	2,687
부채총계	17,080	18,254	18,716	18,355	17,844
지배지분	1,624	1,480	1,607	1,808	2,051
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	208	-82	24	204	425
기타자본변동	-589	-490	-470	-448	-426
비지배지분	9,583	10,409	11,299	12,715	14,421
자본총계	11,207	11,889	12,905	14,523	16,472
순차입금	3,974	5,207	4,866	3,901	2,608

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-18,133	-10,562	6,614	10,087	11,984
PER	NA	NA	119.6	78.4	66.0
BPS	75,846	69,123	75,028	84,433	95,765
PBR	1.2	3.7	10.5	9.4	8.3
EBITDAPS	99,966	82,704	98,668	119,457	131,425
EV/EBITDA	7.2	11.5	14.9	12.5	11.5
SPS	893,375	846,803	887,972	938,158	980,375
PSR	0.1	0.3	0.9	0.8	0.8
CFPS	108,635	98,376	112,368	132,654	144,095
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	12.6	-5.2	4.9	5.7	4.5
영업이익 증가율	27.6	-30.1	38.9	31.7	13.0
순이익 증가율	흑전	11.1	51.2	52.5	18.8
수익성					
ROIC	5.7	3.3	4.3	5.7	6.3
ROA	5.3	3.4	4.5	5.7	6.2
ROE	-22.7	-14.6	9.2	12.7	13.3
안정성					
부채비율	152.4	153.5	145.0	126.4	108.3
순차입금비율	35.5	43.8	37.7	26.9	15.8
이자보상배율	3.1	2.0	2.9	4.1	4.9

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,909	308	1,258	1,475	1,646
당기순이익	272	302	457	697	828
비현금항목의 가감	2,054	1,804	1,949	2,144	2,258
감가상각비	704	767	719	722	741
외환손익	10	-74	-31	-32	-33
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,340	1,111	1,262	1,454	1,550
자산부채의 증감	433	-1,053	-359	-384	-362
기타현금흐름	-850	-746	-790	-982	-1,078
투자활동 현금흐름	-1,106	-995	-791	-841	-941
투자자산	-201	-139	-245	-245	-245
유형자산	-571	-639	-579	-629	-729
기타	-333	-216	33	33	33
재무활동 현금흐름	636	574	158	-752	-952
단기차입금	-142	1,448	-150	-50	0
사채	602	651	-100	-100	0
장기차입금	529	-535	-200	-200	-400
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-125	-36	-36	-36
기타	-234	-865	643	-366	-516
현금의 증감	1,465	165	852	567	695
기초 현금	2,074	3,539	3,704	4,556	5,122
기말 현금	3,539	3,704	4,556	5,122	5,817
NOPLAT	867	512	710	936	1,057
FCF	757	351	779	958	998

자료: 두산, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

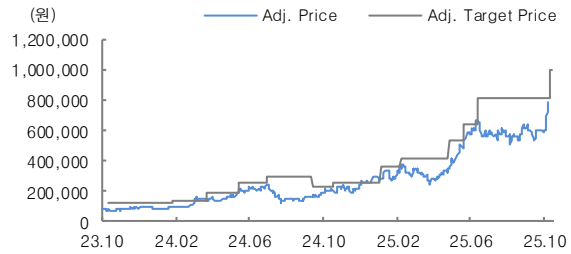
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

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.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.27	25.09.30	25.07.27	25.06.27	25.06.04	25.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,000,000	810,000	810,000	810,000	640,000	540,000
괴리율(평균,%)		(27.58)	(28.77)	(28.14)	(4.60)	(19.14)
괴리율(최대/최소,%)		(2.35)	(19.01)	(19.01)	4.69	0.00
제시일자	**25.03.27**	**25.02.19**	**25.01.17**	**24.10.31**	**24.09.25**	**24.07.12**
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	360,000	250,000	230,000	300,000
괴리율(평균,%)	(25.95)	(20.79)	(15.27)	(4.43)	(17.53)	(46.38)
괴리율(최대/최소,%)	(10.48)	(10.48)	(0.14)	20.00	(8.70)	(20.17)
제시일자	**24.05.27**	**24.05.02**	**24.04.04**	**24.02.07**	**23.10.24**	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	250,000	190,000	190,000	130,000	120,000	
괴리율(평균,%)	(14.21)	(18.80)	(24.69)	(9.10)	(28.62)	
괴리율(최대/최소,%)	(3.40)	1.79	(13.68)	24.62	(19.17)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251021)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

Earnings Preview

SK (034730)

이제부터 실적 개선 시작

양지환

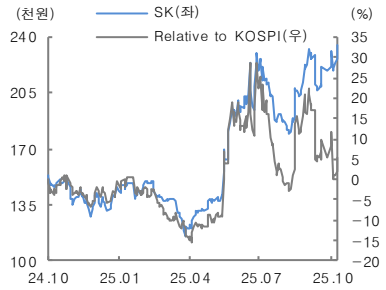
jhwan.yang@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	340,000 상향
현재주가 (25.10.24)	237,500 지주업종

- SK스퀘어 주가 상승에 따른 NAV 증가 반영하여 TP 25.9% 상향
- 25년 3분기 SK스퀘어 개선, SK이노베이션 턴어라운드로 기대 상회 전망
- 26년 반도체 호황 지속과 SKIET, SKC, SKT 실적 NAV 증가 기대

KOSPI	3883.68
시가총액	17,138십억원
시가총액비중	0.78%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	235,000원 / 115,400원
120일 평균거래대금	547억원
외국인지분율	26.01%
주요주주	최태원 외 33 인 25.45% 국민연금공단 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	9.6	82.9	60.7
상대수익률	-8.1	-10.6	17.1	6.4



투자의견 매수, 목표주가 340,000원으로 25.9% 상향

목표주가 상향은 SK스퀘어를 필두로 한 자회사들의 주가 상승에 따른 NAV 증가 반영하였으며, NAV 대비 Target 할인율은 50% 적용

2024년말부터 진행한 그룹사 리밸런싱 효과에 따른 재무비율 개선으로 순차입금 및 이자비용 감소세에 진입. SK하이닉스 실적 호조 및 주가 상승으로 자회사인 SK스퀘어의 지분가치 증가. 정유화학 구조조정 및 2차전지산업 턴어라운드 초기로 SK이노베이션의 실적 턴어라운드까지 이어지며 분기실적 YoY 개선 국면 진입

2026년 SKT의 정상화, 반도체 업황 호황에 따른 SK하이닉스와 SK스퀘어의 실적 개선, 그리고 장기간 부진했던 SK이노베이션과 SKC까지 업황 개선 가능할 전망. 그 동안의 부진에서 벗어나 2026년 지주회사 내에서 가장 드라마틱한 개선세를 보일 가능성이 높다는 판단

25년 3분기 매출 29.5조원, 영업이익 6,943억원으로 기대치 상회할 전망

SK의 2025년 3분기 연결 실적은 SK스퀘어의 실적 호조와 SK이노베이션의 영업이익 흑자전환으로 시장 기대치를 상회할 가능성이 높다는 판단

주요 연결회사별 실적은 (증감은 YoY) [SK이노베이션] 매출액 19조 4,452억원(+9.7%), 영업이익 1,615억원(흑자전환), [SK스퀘어] 매출액 4,804억원(+5%), 영업이익 1조 5,525억원(+33.6%), [SK텔레콤] 매출액 3조 9,380억원(-13.1%), 영업이익 234억원(-95.6%) 등으로 추정. [SK 별도] 매출액 7,604억원(+3.2%), 영업이익 1,901억원(+53.2% yoy)로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전 추정	당사 추정	YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	30,637	30,142	29,453	29,453	-3.9	-2.3	29,923	30,424	0.6	3.3
영업이익	452	-74	694	694	53.5	흑전	606	233	흑전	-66.5
순이익	512	548	327	327	-36.1	-40.3	514	-1,810	적지	적전

자료: SK, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	128,798	124,690	121,250	124,367	129,342
영업이익	4,754	2,355	1,526	3,511	3,705
세전순이익	-854	1,097	2,147	3,034	2,413
총당기순이익	-406	529	4,040	2,376	1,909
지배지분순이익	-777	-1,293	1,414	831	668
EPS	-10,496	-17,618	19,350	11,379	9,146
PER	NA	NA	12.1	20.7	25.7
BPS	280,055	342,278	374,891	396,443	408,065
PBR	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
ROE	-3.7	-5.6	5.4	3.0	2.3

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	121,250	124,367	121,250	124,367	0.0	0.0
판매비와 관리비	8,253	8,500	8,253	8,500	0.0	0.0
영업이익	1,526	3,511	1,526	3,511	0.0	0.0
영업이익률	1.3	2.8	1.3	2.8	0.0	0.0
영업외손익	621	-477	621	-477	0.0	적자유지
세전순이익	2,147	3,034	2,147	3,034	0.0	0.0
지배지분순이익	1,414	831	1,414	831	0.0	0.0
순이익률	3.3	1.9	3.3	1.9	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	19,350	11,379	19,350	11,379	0.0	0.0

자료: SK, 대신증권 Research Center

표 1. SK SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

구분		Valuation 방식		2025F	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA		335	2,013	5.4
	로열티	DCF		344	4,918	13.3
	소계——(1)				**6,931**	**18.7**
지분가치	상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**시가총액**	**Value**	**Weight**
		SK 바이오팜	64.0	8,473.5	5,425	14.7
		SK 텔레콤	30.6	11,727.5	3,585	9.7
		SK 스퀘어	31.8	34,261.8	10,891	29.4
		SK 이노베이션	55.9	21,351.4	11,938	32.3
		SK 네트웍스	43.9	1,027.8	451	1.2
		SKC	43.9	4,101.1	1,800	4.9
		에스엠코어	26.6	328.0	87	0.2
		SK 리츠	32.1	1,534.6	493	1.3
		소계——(2)			**34,671**	**93.7**
	비상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**장부가액**	**Value**	**Weight**
		SK 에코플랜트	95.7	910.7	911	2.5
		SK 해운	16.3	206.3	206	0.6
		SK 팜테코	100.0	1,651.2	1,651	4.5
		SK 실트론	51.0	622.6	623	1.7
		소계——(3)			**3,391**	**9.2**
	지분가치 합계				**38,062**	**102.8**
순차입금(별도)——(4)					7,981	-21.6
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					**37,012**	**100.0**
할인율——(6)					50%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))					18,506	
발행주식수——(8)					72,502,703	
자기주식——(9)					17,982,354	
유통주식수——(10)=(8)-(9)					54,520,349	
목표주가(11)=(7)/(10)					**339,433**	
현재가(10/24)					237,500	
Upside Potential					42.9	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. SK 분기 및 연간 매출 전망 (단위: 십억원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		**33,027**	**30,796**	**30,637**	**30,230**	**31,230**	**30,142**	**29,453**	**30,424**	**124,691**	**121,249**	**124,367**
Change(% yoy)		*1.0*	*-3.5*	*-9.5*	*-12.2*	*-5.4*	*-2.1*	*-3.9*	*0.6*	*-6.2*	*-2.8*	*2.6*
매출원가		29,435	28,568	28,187	28,185	28,810	27,971	26,890	27,970	114,375	111,641	112,356
% of 매출액		89.1	92.8	92.0	93.2	92.3	92.8	91.3	91.9	91.7	92.1	90.3
Change(% yoy)		*-0.3*	*-3.1*	*-3.0*	*-13.2*	*-2.1*	*-2.1*	*-4.6*	*-0.8*	*-5.1*	*-2.4*	*0.6*
매출총이익		3,592	2,629	2,450	2,045	2,420	2,171	2,563	2,455	10,716	9,609	12,011
GPM		10.9	8.5	8.0	6.8	7.7	7.2	8.7	8.1	8.6	7.9	9.7
Change(% yoy)		*13.2*	*7.4*	*-49.0*	*4.3*	*-32.6*	*-17.4*	*4.6*	*20.0*	*-13.5*	*-10.3*	*25.0*
판관비		2,111	1,985	1,998	2,535	2,063	2,010	1,869	2,222	8,629	8,163	8,500
% of 매출액		6.4	6.4	6.5	8.4	6.6	6.7	6.3	7.3	6.9	6.7	6.8
Change(% yoy)		*6.0*	*3.3*	*-4.3*	*18.3*	*-2.3*	*1.2*	*-6.5*	*-12.3*	*6.0*	*-5.4*	*4.1*
영업이익		**1,481**	**602**	**452**	**-490**	**357**	**162**	**694**	**233**	**2,045**	**1,445**	**3,511**
OPM		4.5	2.0	1.5	-1.6	1.1	0.5	2.4	0.8	1.6	1.2	2.8
Change(% yoy)		*25.4*	*13.9*	*-83.3*	*169.7*	*-75.9*	*-73.1*	*53.5*	*-147.5*	*-51.8*	*-29.3*	*142.9*
I. 부문별 매출액												
1. SK (별도)	1. IT 서비스	599	630	584	793	583	650	614	845	2,606	2,692	2,818
	2. 배당	559	80	70	60	122	248	68	58	769	497	820
	3. 상표권	79	86	82	82	82	103	79	81	330	344	329
	소계	**1,236**	**796**	**736**	**936**	**788**	**1,004**	**760**	**984**	**3,704**	**3,535**	**3,967**
2. SK 이노베이션		18,894	18,911	17,718	19,487	21,317	19,580	19,445	19,500	75,009	79,843	80,639
3. SK 텔레콤		4,475	4,422	4,532	4,512	4,454	4,339	3,938	4,387	17,941	17,118	17,581
4. SK 스퀘어		498	469	458	482	403	407	480	530	1,907	1,820	1,911
5. SK 네트웍스		2,477	1,690	1,642	1,849	1,637	1,516	1,914	1,759	7,657	6,826	7,001
6. SKC		415	473	462	371	438	467	494	491	1,722	1,891	2,173
7. SK 에코플랜트		2,063	2,204	2,105	2,946	2,611	3,189	2,347	3,005	9,318	11,151	11,849
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	2,108	2,026	2,439	2,209	19,075	8,782	9,227
단순합계		36,701	33,971	32,592	41,629	33,755	32,527	31,817	32,866	144,894	130,966	134,348
연결조정		-2,438	-3,175	-1,955	-11,399	-2,525	-2,385	-2,364	-2,442	-18,967	-9,716	-9,981
연결매출액		**34,263**	**30,796**	**30,637**	**30,230**	**31,230**	**30,142**	**29,453**	**30,424**	**125,927**	**121,249**	**124,367**
II. 부문별 영업이익												
1. SK(별도)		606	131	124	137	176	331	190	139	998	836	1,024
2. SK 이노베이션		586	-158	-484	170	-215	-418	161	124	114	-348	1,598
3. SK 텔레콤		498	538	533	254	567	338	23	230	1,823	1,159	1,819
4. SK 스퀘어		324	775	1,162	1,652	1,652	1,401	1,552	1,710	3,913	6,316	7,618
5. SK 네트웍스		62	-14	29	37	16	43	34	29	114	122	129
6. SKC		-76	-63	-62	-76	-74	-70	-28	-20	-277	-192	61
7. SK 에코플랜트		57	70	-11	117	57	150	50	114	232	371	488
8. SK E&S		457	193	519	0	0	0	0	0	1,169	0	0
단순합계		2,515	1,471	1,810	2,291	2,179	1,776	1,984	2,327	8,087	8,265	12,739
연결조정		-1,034	-870	-1,358	-2,781	-1,823	-1,614	-1,289	-2,094	-6,042	-6,820	-9,228
연결영업이익		**1,481**	**602**	**452**	**-490**	**357**	**162**	**694**	**233**	**2,045**	**1,445**	**3,511**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	128,798	124,690	121,250	124,367	129,342
매출원가	116,610	113,999	112,216	113,139	117,604
매출총이익	12,189	10,692	9,034	11,228	11,738
판매비와관리비	8,052	8,629	8,253	8,500	8,840
영업이익	4,754	2,355	1,526	3,511	3,705
영업이익률	3.7	1.9	1.3	2.8	2.9
EBITDA	13,125	10,447	9,375	12,276	13,263
영업외손익	-5,608	-1,259	621	-477	-1,292
관계기업손익	-2,359	3,812	4,193	3,187	2,422
금융수익	7,086	6,813	5,848	5,804	5,761
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-9,453	-10,178	-9,088	-9,129	-9,129
외환관련손실	3,508	3,626	2,269	2,201	2,135
기타	-881	-1,706	-333	-339	-346
법인세비용차감전순손익	-854	1,097	2,147	3,034	2,413
법인세비용	-571	-748	-258	-759	-603
계속사업순손익	-1,424	349	1,890	2,276	1,809
중단사업순손익	1,018	180	2,150	100	100
당기순이익	-406	529	4,040	2,376	1,909
당기순이익률	-0.3	0.4	3.3	1.9	1.5
비지배지분순이익	370	1,821	2,626	1,544	1,241
지배지분순이익	-777	-1,293	1,414	831	668
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-20	495	125	113	56
포괄순이익	-609	5,479	5,290	3,501	2,472
비지배지분포괄이익	504	4,946	3,438	2,275	1,607
지배지분포괄이익	-1,113	533	1,851	1,225	865

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	64,835	67,463	70,136	69,515	67,507
현금및현금성자산	22,684	24,647	27,741	25,953	22,359
매출채권 및 기타채권	17,057	16,776	16,555	17,048	17,749
재고자산	15,007	13,638	13,262	13,603	14,147
기타유동자산	10,087	12,402	12,578	12,911	13,253
비유동자산	142,136	147,515	158,461	167,681	175,212
유형자산	73,494	80,364	88,525	95,521	101,518
관계기업투자금	26,538	31,108	35,452	38,789	41,361
기타비유동자산	42,104	36,043	34,484	33,372	32,334
자산총계	206,970	214,978	228,597	237,197	242,720
유동부채	65,353	71,533	75,962	77,396	78,571
매입채무 및 기타채무	29,144	29,892	29,540	29,859	30,368
차입금	17,388	20,003	20,076	20,150	20,224
유동성채무	13,019	14,789	19,000	19,500	19,500
기타유동부채	5,802	6,849	7,345	7,887	8,479
비유동부채	63,738	63,157	65,065	67,196	68,829
차입금	48,570	48,073	50,073	52,073	53,573
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15,168	15,084	14,992	15,123	15,255
부채총계	129,091	134,690	141,026	144,592	147,400
지배지분	20,727	25,115	27,393	28,968	29,817
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,985	13,198	13,198	13,198	13,198
이익잉여금	13,668	11,882	12,910	13,360	13,647
기타자본변동	-1,942	19	1,269	2,394	2,956
비지배지분	57,152	55,173	60,178	63,638	65,503
자본총계	77,879	80,288	87,571	92,605	95,320
순차입금	59,964	62,016	65,369	69,923	75,321

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-10,496	-17,618	19,350	11,379	9,146
PER	NA	NA	12.1	20.7	25.7
BPS	280,055	342,278	374,891	396,443	408,065
PBR	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
EBITDAPS	177,341	142,376	128,310	168,002	181,507
EV/EBITDA	9.9	12.1	15.2	12.3	11.9
SPS	1,740,299	1,699,362	1,659,389	1,702,051	1,770,133
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	190,287	157,844	201,658	213,720	227,460
DPS	5,000	7,000	7,000	7,000	7,000

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	11,354	8,110	11,518	11,035	11,914
당기순이익	-406	529	4,040	2,376	1,909
비현금항목의 가감	14,489	11,053	10,695	13,241	14,711
감가상각비	8,988	8,384	8,595	9,548	10,364
외환손익	-194	367	67	43	20
지분법평가손익	2,359	-3,812	-4,193	-3,187	-2,422
기타	3,336	6,114	6,227	6,837	6,749
자산부채의 증감	1,383	737	52	-702	-916
기타현금흐름	-4,112	-4,209	-3,269	-3,879	-3,790
투자활동 현금흐름	-21,628	-12,158	-18,002	-16,998	-16,235
투자자산	-2,237	766	-4,364	-3,358	-2,594
유형자산	-18,719	-15,265	-15,265	-15,265	-15,265
기타	-671	2,341	1,627	1,625	1,623
재무활동 현금흐름	11,524	5,085	5,919	2,212	1,212
단기차입금	-1,144	3,074	74	74	74
사채	7,254	3,806	1,000	1,000	500
장기차입금	0	0	1,000	1,000	1,000
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1,674	-1,815	-386	-382	-382
기타	7,087	20	4,231	520	20
현금의 증감	1,290	1,963	3,094	-1,787	-3,595
기초 현금	21,394	22,684	24,647	27,741	25,953
기말 현금	22,684	24,647	27,741	25,953	22,359
NOPLAT	7,932	749	1,343	2,633	2,778
FCF	-2,475	-6,557	-5,736	-3,493	-2,531

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-2.5	-3.2	-2.8	2.6	4.0
영업이익 증가율	-41.7	-50.5	-35.2	130.0	5.5
순이익 증가율	적전	흑전	663.9	-41.2	-19.6
수익성					
ROIC	7.7	0.7	1.2	2.1	2.2
ROA	2.4	1.1	0.7	1.5	1.5
ROE	-3.7	-5.6	5.4	3.0	2.3
안정성					
부채비율	165.8	167.8	161.0	156.1	154.6
순차입금비율	77.0	77.2	74.6	75.5	79.0
이자보상배율	1.5	0.6	0.4	0.9	0.9

자료: SK, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

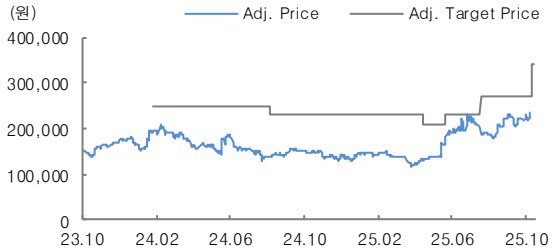
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

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.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK(034730) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.27	25.08.01	25.06.04	25.04.28	25.02.18	24.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	340,000	270,000	230,000	210,000	230,000	230,000
괴리율(평균,%)		(22.99)	(10.67)	(31.79)	(41.61)	(37.50)
괴리율(최대/최소,%)		(12.96)	0.00	(13.95)	(34.78)	(32.04)
제시일자	**24.09.25**	**24.08.18**	**24.08.07**	**24.02.07**		
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy		
목표주가	230,000	230,000	250,000	250,000		
괴리율(평균,%)	(35.96)	(37.23)	(44.93)	(32.71)		
괴리율(최대/최소,%)	(32.04)	(32.26)	(44.60)	(17.00)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251021)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

Earnings Preview

LG (003550)

2026년 주목할 지주회사 – 주가는 지금부터 반영 중

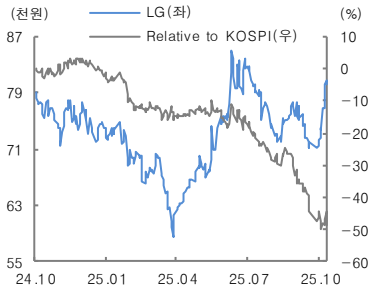
양지환

jihwan.yang@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	98,000 상향
현재주가 (25.10.24)	80,200 지주업종

KOSPI	3941.59
시가총액	12,565십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	771십억원
52주 최고/최저	84,900원 / 58,500원
120일 평균거래대금	213억원
외국인지분율	35.42%
주요주주	구광모 외 29 인 42.54% 국민연금공단 8.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.9	1.3	23.4	5.5
상대수익률	-4.9	-18.0	-21.0	-30.9



- 투자의견 매수 유지. LG화학 및 전자 지분가치 증가 반영 TP 10.1% 상향
- LG화학 LG엔솔 지분가치 증가와 보유 지분 활용으로 자산 효율성 제고
- LG전자 인도법인 상장으로 기업가치 증대 및 배당 확대에 대한 기대

투자의견 매수, 목표주가 98,000원으로 10.1% 상향

목표주가 상향은 LG화학과 LG전자 등 핵심 자회사들의 주가 상승에 따른 NAV 증가를 반영하였으며, NAV 대비 Target 할인율은 50%를 적용

LG는 2025년 정부의 상법 개정과 주식시장 활성화를 위한 대주주 양도세 기준 완화, 그리고 배당소득 분리과세 등의 시행 등으로 지주회사 주가 상승국면에도 주가가 크게 상승하지 못한 대표적인 지주회사로 판단

LG의 상대적 주가 부진은 ① AI, 반도체, 조선, 방산, 원전 등 주식시장의 상승을 이끌었던 산업에 속한 자회사 부재, ② 핵심 자회사인 LG화학과 LG전자의 업황 부진에 따른 자회사 주가 약세, ③ 핵심 비상장 자회사였던 LG씨앤에스의 상장 이후 주가 부진과 그 외 주목할 만한 비상장 자회사 부재 등으로 평가

하지만 이제 LG에 대한 시각을 달리할 필요가 있음. 이유는 ① ESS에 대한 수요 증가와 2차 전지 산업의 회복에 대한 기대감 유입 ② 화학산업의 구조조정으로 2026년부터 LG화학의 실적 개선 ③ 행동주의 펀드의 요구를 촉매로 LG화학의 자산 효율성 제고와 기업가치 증대 노력 가속화 ④ LG전자 인도법인 상장을 통한 현금 유입으로 기업가치 증대 및 배당 확대 가능성 등이 전망되기 때문

25년 3분기 실적 전자와 화학 계열 선방으로 시장 기대치에 부합할 전망

2025년 3분기 LG의 실적은 매출액 2조 510억원(+5.5% yoy), 영업이익 4,123억원(-13.5% yoy)로 시장 기대치 부합할 것으로 예상. 연결자회상인 LG씨앤에스의 실적은 매출 1조 5,535억원(+8% yoy), 영업이익 1,460억원(+2.3% yoy)로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,944	1,798	1,956	2,051	5.5	14.1	1,998	2,593	45.4	26.4
영업이익	477	277	317	412	-13.5	48.9	420	142	흑전	-65.4
순이익	370	205	212	276	-25.6	34.7	315	60	흑전	-78.1

자료: LG, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,445	7,176	8,378	9,720	10,119
영업이익	1,589	967	1,470	1,861	1,728
세전순이익	1,618	1,007	1,466	1,860	1,730
총당기순이익	1,414	790	1,180	1,497	1,393
지배지분순이익	1,261	575	1,121	1,422	1,323
EPS	7,867	3,585	7,036	9,046	8,414
PER	10.9	20.1	11.4	8.9	9.5
BPS	162,977	168,930	174,467	183,086	188,599
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE	4.9	2.2	4.1	5.0	4.5

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	8,283	9,720	8,378	9,720	1.1	0.0
판매비와 관리비	427	527	433	527	1.2	0.0
영업이익	1,375	1,861	1,470	1,861	6.9	0.0
영업이익률	16.6	19.1	17.5	19.1	0.9	0.0
영업외손익	-4	-1	-4	-1	적자유지	적자유지
세전순이익	1,371	1,860	1,466	1,860	6.9	0.0
지배지분순이익	1,048	1,422	1,121	1,422	6.9	0.0
순이익률	13.3	15.4	14.1	15.4	0.8	0.0
EPS(지배지분순이익)	6,581	9,046	7,036	9,046	6.9	0.0

자료: LG, 대신증권 Research Center

표 1. LG SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

구분		Valuation 방식			2025F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	로열티	DCF			354		5,054	16.9
	임대료	DCF			148	WACC=7%, g=0%	2,119	7.1
	소계——(1)'						**7,173**	**24.0**
지분가치	상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**시가총액**			**Value**	
		LG 전자	35.1	14,595			5,123	17.1
		LG 화학	34.9	27,602			9,633	32.2
		LG 생활건강	34.0	4,407			1,500	5.0
		LG 유플러스	37.7	6,439			2,425	8.1
		LG 씨앤에스	45.0	6,143			2,764	9.2
		HS 애드	35.0	145			51	0.2
		소계——(2)			**59,330**		**21,495**	**71.9**
	비상장자회사	**계열사명**	**지분율**				**Value**	
		디앤오	100.0				250	0.8
		LG 경영개발원	100.0				17	0.1
		LG 스포츠	100.0				106	0.4
		ZKW Holding GmbH	30.0				39	0.1
		소계——(3)					**412**	**1.4**
	지분가치 합계						**21,908**	**73.3**
순차입금(별도)——(4)							-819	2.7
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)							**29,900**	**100.0**
할인율——(6)							50%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))							**14,950**	
발행주식수——(8)							156,279,548	
자기주식——(9)							3,029,581	
유통주식수——(10)=(8)-(9)							153,249,967	
목표주가(11)=(7)/(10)							**97,552**	
현재가(10/24)							80,200	
Upside Potential							21.63	

표 2. LG 의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**1,624**	**1,824**	**1,944**	**1,798**	**1,936**	**1,798**	**2,051**	**2,593**	**7,190**	**8,378**	**9,720**
Change(% yoy)	*-1.5*	*-4.0*	*4.4*	*-11.6*	*19.3*	*-1.4*	*5.5*	*44.2*	*-3.4*	*16.5*	*16.0*
매출원가	1,091	1,394	1,358	1,943	1,209	1,413	1,528	2,326	5,786	6,476	7,332
% of 매출액	67.2	76.4	69.9	108.0	62.4	78.6	74.5	89.7	80.5	77.3	75.4
Change(% yoy)	*4.4*	*4.1*	*8.2*	*7.9*	*10.8*	*1.3*	*12.5*	*19.7*	*6.4*	*11.9*	*13.2*
매출총이익	533	430	586	-144	727	385	523	267	1,404	1,902	2,389
GPM	32.8	23.6	30.1	-8.0	37.6	21.4	25.5	10.3	19.5	22.7	24.6
Change(% yoy)	*-11.9*	*-23.3*	*-3.4*	*-161.6*	*36.5*	*-10.4*	*-10.8*	*-284.7*	*-30.0*	*35.4*	*25.6*
판관비	110	121	109	83	89	108	111	124	423	433	527
% of 매출액	6.8	6.6	5.6	4.6	4.6	6.0	5.4	4.8	5.9	5.2	5.4
Change(% yoy)	*10.7*	*13.8*	*12.7*	*-28.0*	*-19.0*	*-10.3*	*1.3*	*50.5*	*1.3*	*2.3*	*21.9*
영업이익	**423**	**309**	**477**	**-227**	**638**	**277**	**412**	**142**	**981**	**1,470**	**1,861**
OPM	26.0	17.0	24.5	-12.6	32.9	15.4	20.1	5.5	13.7	17.5	19.1
Change(% yoy)	*-16.3*	*-32.0*	*-6.5*	*-290.0*	*51.0*	*-10.5*	*-13.5*	*-162.7*	*-38.2*	*49.7*	*26.7*
Ⅰ. 부문별 매출액											
1. 배당수익	363	0	69	0	281	0	0	0	363	281	323
2. 상표권수익	83	87	90	96	87	82	88	96	356	354	373
3. 임대수익	35	36	36	36	37	37	37	38	143	148	154
소계(별도 합)	**482**	**123**	**195**	**132**	**404**	**119**	**126**	**134**	**863**	**783**	**850**
4. LG CNS	1,070	1,450	1,438	2,024	1,211	1,460	1,553	2,206	5,983	6,431	6,932
5. 디앤오	77	69	61	79	80	65	64	83	286	291	306
6. 기타	71	99	105	81	75	106	110	85	354	375	394
소계(연결자회사 합)	**1,218**	**1,618**	**1,604**	**2,184**	**1,366**	**1,631**	**1,727**	**2,374**	**6,623**	**7,097**	**7,631**
연결조정(지분법손익)	319	123	261	-471	482	93	198	85	232	859	1,239
차이	-395	-40	-116	-46	-316	-45	-108	-45	-596	-514	-545
연결매출액	**1,624**	**1,824**	**1,944**	**1,798**	**1,936**	**1,798**	**2,051**	**2,593**	**7,190**	**8,378**	**9,720**
Ⅱ. 부문별 영업이익											
1. 별도 영업이익	428	48	125	53	349	41	75	54	655	518	579
2. LG CNS	32	138	143	200	79	141	146	199	513	564	557
3. 디앤오	9	-7	-4	9	10	-11	-2	6	7	3	6
4. 기타	-3	11	21	-16	-5	15	15	-31	13	-6	4
연결조정(지분법 손익)	319	123	261	-471	482	93	198	-35	232	739	1,119
차이	-364	-3	-70	-2	-277	-1	-20	-50	-438	-348	-404
합계	**423**	**309**	**477**	**-227**	**638**	**277**	**412**	**142**	**981**	**1,470**	**1,861**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,445	7,176	8,378	9,720	10,119
매출원가	5,439	5,747	6,476	7,332	7,842
매출총이익	2,006	1,429	1,902	2,389	2,277
판매비와관리비	417	462	433	527	549
영업이익	1,589	967	1,470	1,861	1,728
영업이익률	21.3	13.5	17.5	19.1	17.1
EBITDA	1,777	1,161	1,628	2,010	1,869
영업외손익	29	40	-4	-1	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	128	131	99	100	100
외환관련이익	24	46	20	20	20
금융비용	-58	-34	-26	-27	-27
외환관련손실	3	4	4	4	4
기타	-41	-57	-77	-74	-71
법인세비용차감전순손익	1,618	1,007	1,466	1,860	1,730
법인세비용	204	217	286	363	337
계속사업순손익	1,414	790	1,180	1,497	1,393
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,414	790	1,180	1,497	1,393
당기순이익률	19.0	11.0	14.1	15.4	13.8
비지배지분순이익	153	216	59	75	70
지배지분순이익	1,261	575	1,121	1,422	1,323
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	8	103	51	49	46
포괄순이익	1,489	1,815	1,692	1,984	1,855
비지배지분포괄이익	158	226	85	99	93
지배지분포괄이익	1,332	1,590	1,608	1,885	1,762

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,199	5,064	5,512	6,469	7,182
현금및현금성자산	779	1,380	1,856	2,452	3,031
매출채권 및 기타채권	1,674	1,777	2,059	2,373	2,466
재고자산	70	51	59	69	72
기타유동자산	2,677	1,856	1,539	1,576	1,614
비유동자산	25,054	26,575	26,780	27,004	27,238
유형자산	1,525	1,546	1,511	1,481	1,455
관계기업투자금	21,206	22,370	22,640	22,911	23,181
기타비유동자산	2,322	2,659	2,629	2,613	2,602
자산총계	30,253	31,639	32,292	33,473	34,420
유동부채	1,937	2,245	2,144	2,273	2,301
매입채무 및 기타채무	1,476	1,533	1,617	1,730	1,741
차입금	3	6	6	6	6
유동성채무	16	200	0	0	0
기타유동부채	443	506	522	538	555
비유동부채	1,299	1,262	1,280	1,298	1,316
차입금	549	390	390	390	390
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	751	872	890	908	927
부채총계	3,237	3,507	3,424	3,571	3,617
지배지분	26,129	27,083	27,792	28,787	29,654
자본금	802	802	786	786	786
자본잉여금	2,968	2,968	2,968	2,968	2,968
이익잉여금	21,301	21,325	21,968	22,881	23,663
기타자본변동	1,059	1,989	2,070	2,152	2,237
비지배지분	888	1,049	1,077	1,115	1,149
자본총계	27,016	28,133	28,868	29,902	30,803
순차입금	-2,109	-1,986	-2,687	-3,309	-3,914

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,867	3,585	7,036	9,046	8,414
PER	10.9	20.1	11.4	8.9	9.5
BPS	162,977	168,930	174,467	183,086	188,599
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	11,083	7,240	10,221	12,785	11,887
EV/EBITDA	7.0	9.1	6.7	5.2	5.2
SPS	46,440	44,757	52,593	61,822	64,356
PSR	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
CFPS	5,920	6,624	9,526	12,099	11,222
DPS	3,100	3,100	3,300	3,500	3,500

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	3.6	-3.6	16.8	16.0	4.1
영업이익 증가율	-18.2	-39.2	52.0	26.6	-7.2
순이익 증가율	-33.2	-44.1	49.3	26.9	-7.0
수익성					
ROIC	65.2	33.7	50.5	60.9	55.1
ROA	5.3	3.1	4.6	5.7	5.1
ROE	4.9	2.2	4.1	5.0	4.5
안정성					
부채비율	12.0	12.5	11.9	11.9	11.7
순차입금비율	-7.8	-7.1	-9.3	-11.1	-12.7
이자보상배율	40.0	35.8	74.5	94.3	87.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	883	1,361	1,312	1,614	1,625
당기순이익	1,414	790	1,180	1,497	1,393
비현금항목의 가감	-465	272	338	405	372
감가상각비	188	194	158	149	141
외환손익	-2	-24	-11	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-651	102	190	267	242
자산부채의 증감	-295	134	25	18	142
기타현금흐름	229	166	-230	-307	-282
투자활동 현금흐름	-179	-66	-385	-396	-397
투자자산	-2	114	-259	-269	-270
유형자산					-106
기타	-71	-78	-25	-25	-26
재무활동 현금흐름	-976	-706	-700	-516	-547
단기차입금	-284	3	0	0	0
사채	30	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	-15	0	0
현금배당	-527	-550	-478	-510	-540
기타	-195	-159	-207	-6	-6
현금의 증감	-272	601	476	596	579
기초 현금	1,051	779	1,380	1,856	2,452
기말 현금	779	1,380	1,856	2,452	3,031
NOPLAT	1,389	759	1,183	1,498	1,391
FCF	1,439	828	1,240	1,546	1,430

자료: LG., 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

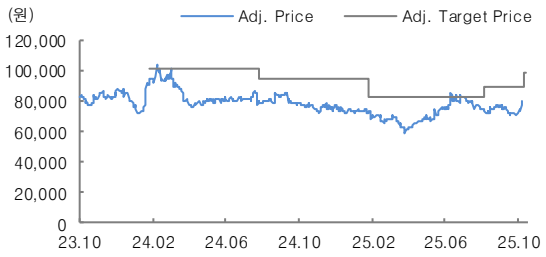
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

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.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

LG(003550) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.27	25.08.18	25.08.06	25.07.27	25.06.27	25.06.04
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	98,000	89,000	83,000	83,000	83,000	83,000
괴리율(평균,%)		(16.30)	(9.40)	(13.82)	(14.36)	(17.07)
괴리율(최대/최소,%)		(10.00)	(7.23)	2.29	2.29	2.29
제시일자	**25.02.06**	**24.11.22**	**24.11.15**	**24.09.25**	**24.08.08**	**24.05.09**
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	83,000	95,000	95,000	95,000	95,000	101,000
괴리율(평균,%)	(19.14)	(18.71)	(16.81)	(16.42)	(13.91)	(16.36)
괴리율(최대/최소,%)	(10.36)	(9.68)	(9.68)	(9.68)	(9.68)	2.48
제시일자	**24.02.07**					
투자의견	Buy					
목표주가	101,000					
괴리율(평균,%)	(12.85)					
괴리율(최대/최소,%)	2.48					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251021)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

Earnings Preview

HD현대 (267250)

조선, 전력기기에 정유까지

양지환

jhwan.yang@daishin.com

투자의견 BUY (매수, 유지)

6개월 목표주가 220,000 (상향)

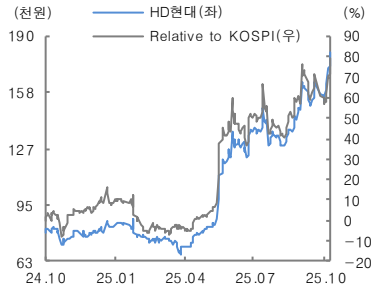
현재주가 181,600 (25.10.24)

지주업종

- 조선, 전력기기 등 주요 자회사 주가 상승에 따른 NAV 증가로 TP 상향
- 2025년 3분기 실적 전 계열사 실적 개선으로 기대치 상회할 전망
- 한미 조선협력, 전력기기 수주잔고 증가, 오일뱅크 실적 개선 등 호재 만발

KOSPI	3883.68
시가총액	14,274십억원
시가총액비중	0.65%
자본금(보통주)	81십억원
52주 최고/최저	180,700원 / 66,900원
120일 평균거래대금	351억원
외국인지분율	25.56%
주요주주	정몽준 외 8 인 37.19% 국민연금공단 7.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.6	32.8	152.7	123.9
상대수익률	1.4	8.4	61.8	48.2



투자의견 매수, 목표주가 220,000원으로 22.2% 상향

목표주가 상향은 한국조선해양, 현대일렉트릭 등 주요 자회사들의 실적 개선과 주가 상승에 따른 NAV 증가 반영 때문이며, NAV 대비 Target 할인율은 50% 적용

HD현대의 2025년 3분기 실적은 조선부문(한국조선해양, 현대마린솔루션 등)과 현대일렉트릭의 실적 호조세 지속과 현대오일뱅크의 실적 턴어라운드에 따라 당사의 기존 예상 및 시장 컨센서스를 상회하는 양호한 실적을 시현할 것으로 전망

2026년에도 NAV의 지속적인 증가를 기대할 수 있을 것으로 예상. 주된 이유는 ① 2026년 HD현대중공업과 HD현대미포조선의 합병, HD현대건설기계와 HD현대인프라코어의 합병 이후 시너지 효과 기대, ② 정유업황의 턴어라운드와 화학산업의 구조조정으로 2026년 현대오일뱅크의 실적 및 지분가치 개선, ③ 로봇시장의 성장에 따른 HD현대로보틱스의 IPO 추진 등이 전망되기 때문

25년 3분기 매출액 17.9조원, 영업이익 1.57조원으로 컨센 상회할 전망

HD현대의 2025년 3분기 실적은 조선과 현대일렉트릭의 실적 호조세 지속과 현대오일뱅크의 실적 턴어라운드로 당사의 기존 추정 및 시장 기대치 상회할 전망

주요 연결 자회사 실적은 (증감은 yoy) [한국조선해양] 매출액 7조 4,284억원(+18.9%), 영업이익 9,329억원(+134.2%), [현대사이트솔루션] 매출액 1조 9,414억원(+9.5%), 영업이익 1,022억원(+40.3%), [현대오일뱅크] 매출액 7조 676억원(-6.9%), 영업이익 3,039억원(흑자전환), [현대마린솔루션] 매출액 5,234억원(+13.5%), 영업이익 945억원(+13.3%)으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전 추정	당사 추정	YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	16,599	17,211	17,559	17,851	7.5	3.7	17,144	17,673	3.4	-1.0
영업이익	432	1,139	1,335	1,570	263.9	37.9	1,421	1,705	94.2	8.6
순이익	-33	121	256	76	흑전	-37.6	315	697	243.8	821.7

자료: HD현대, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	61,331	67,766	69,822	73,213	76,728
영업이익	2,032	2,983	5,701	7,528	4,693
세전순이익	958	2,369	4,756	6,845	4,026
총당기순이익	786	1,930	3,710	5,339	3,140
지배지분순이익	264	509	1,113	1,602	942
EPS	3,348	6,444	14,089	20,277	11,926
PER	18.9	12.3	12.5	8.7	14.7
BPS	92,762	109,824	122,917	142,919	155,527
PBR	0.7	0.7	1.4	1.2	1.1
ROE	3.6	6.4	12.1	15.3	8.0

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	69,419	72,178	69,822	73,213	0.6	1.4
판매비와 관리비	3,766	3,886	3,787	3,941	0.6	1.4
영업이익	5,210	5,878	5,701	7,528	9.4	28.1
영업이익률	7.5	8.1	8.2	10.3	0.7	2.1
영업외손익	-945	-683	-945	-683	적자유지	적자유지
세전순이익	4,266	5,195	4,756	6,845	11.5	31.8
지배지분순이익	998	1,216	1,113	1,602	11.5	31.8
순이익률	4.8	5.6	5.3	7.3	0.5	1.7
EPS(지배지분순이익)	12,637	15,389	14,089	20,277	11.5	31.8

자료: HD현대, 대신증권 Research Center

표 1. HD 현대 SOTP Valuation

구분	영업수익	2025F		적용배수	Value	Weight of NAV
영업가치	로열티	30.0		14.3	428.6	1.3
	임대료수익	40.0		14.3	571.4	1.8
	소계	**70.0**			**1000.0**	**3.1**
지분가치	**계열사**	**지분율**	**장부가액**	**시가총액**	**Value**	
	현대오일뱅크(연결)	73.9		6,372	4,706	14.8
	현대마린솔루션	55.4		11,073	6,134	19.2
	한국조선해양	36.6		32,697	11,980	37.6
	현대일렉트릭	38.9		24,728	9,609	30.1
	현대사이트솔루션	80.2	878		878	2.8
	현대로보틱스	90.0	237		237	0.7
	소계				**33,545**	**105.2**
순차입금	HD 현대				2,643	-8.3
	합계				**2,643**	**-8.3**
순자산가치(NAV)					**31,901**	**100.0**
할인율					50%	
Target NAV					**15,951**	
발행주식수					78,993,085	
자기주식					8,324,655	
유통주식수					70,668,430	
목표주가					**225,712**	
현재주가 (10/24)					181,600	
Upside					24.3	

표 2. HD 현대 분기 및 연간 연결 실적 추정표 (단위: 십억원, 억원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		**16,482**	**17,555**	**16,599**	**17,097**	**17,087**	**17,211**	**17,851**	**17,673**	**67,734**	**69,822**	**73,213**
Change(% yoy)		*7.9*	*12.4*	*21.0*	*2.3*	*3.7*	*-2.0*	*7.5*	*3.4*	*10.4*	*3.1*	*4.9*
매출원가		14,953	15,784	15,284	15,286	14,896	15,060	15,352	15,026	61,307	60,334	61,744
% of 매출액		90.7	89.9	92.1	89.4	87.2	87.5	86.0	85.0	90.5	86.4	84.3
Change(% yoy)		*6.8*	*9.3*	*24.1*	*-2.0*	*-0.4*	*-4.6*	*0.4*	*-1.7*	*8.8*	*-1.6*	*2.3*
매출총이익		1,530	1,771	1,315	1,811	2,191	2,151	2,499	2,647	6,427	9,488	11,469
GPM		9.3	10.1	7.9	10.6	12.8	12.5	14.0	15.0	9.5	13.6	15.7
Change(% yoy)		*20.3*	*49.8*	*-6.2*	*63.3*	*43.2*	*21.4*	*90.1*	*46.2*	*29.4*	*47.6*	*20.9*
판관비		736	892	884	933	905	1,012	929	942	3,444	3,787	3,941
% of 매출액		4.5	5.1	5.3	5.5	5.0	5.9	5.2	5.3	5.1	5.4	5.4
Change(% yoy)		*-0.3*	*25.6*	*20.3*	*24.2*	*22.9*	*13.5*	*5.2*	*1.0*	*17.4*	*10.0*	*4.1*
영업이익		**794**	**880**	**431**	**878**	**1,286**	**1,139**	**1,570**	**1,705**	**2,983**	**5,701**	**7,528**
OPM		4.8	5.0	2.6	5.1	7.5	6.6	8.8	9.6	4.4	8.2	10.3
Change(% yoy)		*48.8*	*86.2*	*-35.4*	*145.3*	*62.1*	*29.4*	*264.0*	*94.2*	*46.8*	*91.1*	*32.1*
I. HD 현대 및 주요 계열사 매출액												
HD 현대	현대로보틱스	372	697	598	482	545	732	627	511	2,149	2,415	2,595
	HD 현대 (별도)	2,547	282	843	432	2,792	361	175	175	4,104	3,503	3,500
	소계	**2,919**	**979**	**1,441**	**914**	**3,337**	**1,093**	**802**	**686**	**6,253**	**5,918**	**6,095**
1.HD 마린솔루션		3,830	4,379	4,613	4,634	4,856	4,677	5,234	5,473	17,456	20,240	23,152
2. HD 현대사이트솔루션		22,029	20,131	17,733	17,838	19,668	21,400	19,414	19,949	77,731	80,431	86,782
2-1.HD 현대건설기계(연결)		9,791	8,530	8,163	7,497	7,753	8,274	8,569	8,532	33,981	33,128	38,404
2-2.HD 현대인프라코어(연결)		11,573	11,082	9,098	9,389	9,167	10,661	10,845	11,417	41,142	42,089	48,378
3.HD 현대일렉트릭(연결)		8,010	9,169	7,887	8,157	10,147	9,062	9,954	10,741	33,223	39,904	46,072
4.HD 현대오일뱅크(연결조정후)		78,788	78,440	75,898	71,559	71,247	65,417	70,676	71,836	304,685	279,176	261,961
5.HD 한국조선해양		55,156	66,155	62,458	71,617	67,717	74,284	74,284	70,693	255,386	286,978	315,135
소계		**167,813**	**178,274**	**168,589**	**173,805**	**173,635**	**174,840**	**179,562**	**178,692**	**688,481**	**706,729**	**733,102**
연결조정		-5,908	-3,704	-4,039	-3,747	-6,103	-3,822	-1,850	-2,650	-17,398	-14,425	-7,063
합계		**164,824**	**175,549**	**165,991**	**170,972**	**170,869**	**172,111**	**178,514**	**176,729**	**677,336**	**698,222**	**732,133**
II. HD 현대 및 주요 계열사 영업이익												
HD 현대 (별도)	현대로보틱스	-34	3	16	3	-58	29	345	41	-12	357	944
	HD 현대 (별도)	2,723	70	70	70	2,675	70	70	70	2,933	2,885	3,080
	소계	**2,689**	**73**	**86**	**73**	**2,617**	**99**	**415**	**111**	**2,921**	**3,242**	**4,024**
1.HD 마린솔루션		515	710	834	659	830	830	945	981	2,718	3,586	4,623
2. HD 현대사이트솔루션		1,629	1,694	728	273	1,201	1,514	1,022	989	4,324	4,726	5,516
2-1.HD 현대건설기계(연결)		536	586	430	353	208	260	333	315	1,905	1,116	1,955
2-2.HD 현대인프라코어(연결)		928	815	207	-109	407	688	689	674	1,842	2,458	3,561
3.HD 현대일렉트릭(연결)		1,288	2,100	1,638	1,663	2,182	2,091	2,471	2,596	6,689	9,340	12,049
4.HD 현대오일뱅크(연결조정후)		3,052	734	-2,681	1,475	311	-2,413	3,039	3,520	2,580	4,457	10,064
5.HD 한국조선해양		1,602	3,764	3,984	4,991	8,592	9,536	9,329	10,978	14,341	38,435	48,480
연결조정		-2,768	-247	-820	-815	-2,799	-415	-1,517	-2,124	-4,650	-6,855	-9,477
총 연결 영업이익		**7,937**	**8,799**	**4,315**	**8,319**	**12,864**	**11,389**	**15,704**	**17,050**	**29,370**	**57,007**	**75,280**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	61,331	67,766	69,822	73,213	76,728
매출원가	56,366	61,339	60,334	61,744	67,904
매출총이익	4,965	6,427	9,488	11,469	8,824
판매비와관리비	2,934	3,444	3,787	3,941	4,131
영업이익	2,032	2,983	5,701	7,528	4,693
영업이익률	3.3	4.4	8.2	10.3	6.1
EBITDA	3,790	4,898	7,498	9,317	6,474
영업외손익	-1,073	-614	-945	-683	-667
관계기업손익	4	-11	-11	-11	-11
금융수익	2,462	3,074	2,528	2,723	2,689
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-4,081	-7,364	-4,051	-3,984	-3,932
외환관련손실	1,676	1,805	1,260	1,197	1,137
기타	542	3,688	590	589	587
법인세비용차감전순손익	958	2,369	4,756	6,845	4,026
법인세비용	-172	-439	-1,046	-1,506	-886
계속사업순손익	786	1,930	3,710	5,339	3,140
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	786	1,930	3,710	5,339	3,140
당기순이익률	1.3	2.8	5.3	7.3	4.1
비지배지분순이익	521	1,421	2,597	3,737	2,198
지배지분순이익	264	509	1,113	1,602	942
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-22	-19	-19	-20	-20
포괄순이익	566	1,744	3,518	5,142	2,937
비지배지분포괄이익	380	1,306	2,463	3,599	2,056
지배지분포괄이익	186	438	1,055	1,543	881

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	32,083	35,593	34,975	38,266	40,132
현금및현금성자산	4,401	5,667	12,111	14,424	15,273
매출채권 및 기타채권	5,677	5,848	6,046	6,341	6,648
재고자산	9,416	10,007	10,311	10,812	11,331
기타유동자산	12,589	14,070	6,507	6,690	6,880
비유동자산	35,900	38,274	38,348	38,437	38,542
유형자산	25,052	26,262	26,369	26,466	26,554
관계기업투자금	509	285	300	315	330
기타비유동자산	10,339	11,726	11,679	11,656	11,658
자산총계	67,983	73,867	73,323	76,703	78,673
유동부채	28,532	32,333	30,461	29,953	29,709
매입채무 및 기타채무	8,326	10,153	10,510	10,993	11,499
차입금	2,258	984	934	884	834
유동성채무	3,908	3,470	2,178	2,078	2,178
기타유동부채	14,040	17,725	16,839	15,997	15,197
비유동부채	16,219	15,148	13,331	12,415	11,599
차입금	11,960	10,194	9,116	8,538	7,960
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4,259	4,954	4,215	3,877	3,640
부채총계	44,751	47,482	43,792	42,367	41,308
지배지분	7,328	8,675	9,710	11,290	12,286
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,252	4,750	4,750	4,750	4,750
이익잉여금	2,439	3,021	3,880	5,227	5,915
기타자본변동	-445	823	998	1,231	1,539
비지배지분	15,904	17,710	19,821	23,047	25,080
자본총계	23,232	26,385	29,531	34,336	37,365
순차입금	13,784	11,226	1,502	-1,995	-3,724

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,348	6,444	14,089	20,277	11,926
PER	18.9	12.3	12.5	8.7	14.7
BPS	92,762	109,824	122,917	142,919	155,527
PBR	0.7	0.7	1.4	1.2	1.1
EBITDAPS	47,985	62,010	94,917	117,943	81,956
EV/EBITDA	9.2	7.2	4.7	3.7	5.4
SPS	776,414	857,868	883,902	926,832	971,320
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
CFPS	46,105	59,719	85,903	108,476	72,021
DPS	3,700	3,600	3,600	3,600	3,600

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	0.8	10.5	3.0	4.9	4.8
영업이익 증가율	-40.0	46.8	91.1	32.1	-37.7
순이익 증가율	-64.8	145.6	92.2	43.9	-41.2
수익성					
ROIC	5.9	8.9	16.3	20.7	12.3
ROA	3.0	4.2	7.7	10.0	6.0
ROE	3.6	6.4	12.1	15.3	8.0
안정성					
부채비율	192.6	180.0	148.3	123.4	110.6
순차입금비율	59.3	42.5	5.1	-5.8	-10.0
이자보상배율	2.2	3.1	6.8	9.5	6.2

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	3,935	7,511	7,956	9,138	6,899
당기순이익	786	1,930	3,710	5,339	3,140
비현금항목의 가감	2,856	2,787	3,076	3,230	2,549
감가상각비	1,759	1,915	1,797	1,789	1,781
외환손익	0	0	-740	-1,003	-1,019
지분법평가손익	-4	11	11	11	11
기타	1,101	861	2,007	2,432	1,775
자산부채의 증감	1,631	3,764	2,750	2,573	2,557
기타현금흐름	-1,338	-970	-1,579	-2,005	-1,348
투자활동 현금흐름	-2,622	-2,401	-2,100	-2,106	-2,112
투자자산	-153	28	-108	-112	-117
유형자산	-2,053	-1,686	-1,686	-1,686	-1,686
기타	-417	-743	-306	-308	-309
재무활동 현금흐름	-906	-3,927	-6,277	-4,584	-4,384
단기차입금	0	0	-50	-50	-50
사채	0	0	-550	-300	-300
장기차입금	0	0	-528	-278	-278
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-389	-325	-254	-254	-254
기타	-517	-3,602	-4,894	-3,702	-3,502
현금의 증감	406	1,267	6,444	2,313	849
기초 현금	3,995	4,401	5,667	12,111	14,424
기말 현금	4,401	5,667	12,111	14,424	15,273
NOPLAT	1,666	2,430	4,447	5,872	3,661
FCF	1,200	2,479	4,519	5,936	3,717

자료: HD현대, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

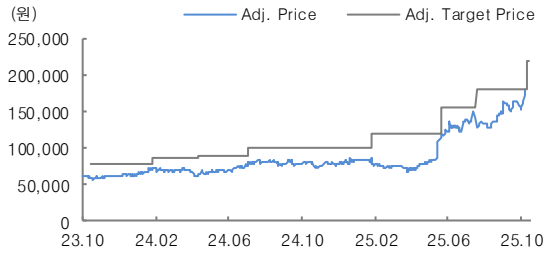
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

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.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

HD현대(267250) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.27	25.08.06	25.08.01	25.06.04	25.02.06	25.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	220,000	180,000	180,000	155,000	120,000	100,000
괴리율(평균,%)		(18.41)	(26.72)	(14.77)	(35.17)	(16.31)
괴리율(최대/최소,%)		0.39	(25.72)	(3.35)	(5.92)	(13.30)
제시일자	**24.11.06**	**24.09.25**	**24.07.26**	**24.07.17**	**24.05.22**	**24.04.25**
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	90,000	90,000
괴리율(평균,%)	(20.32)	(20.08)	(19.54)	(20.13)	(22.19)	(25.96)
괴리율(최대/최소,%)	(14.40)	(16.10)	(16.10)	(19.30)	(11.22)	(23.89)
제시일자	**24.02.07**	**23.10.29**	**23.10.27**			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	87,000	78,000	78,000			
괴리율(평균,%)	(21.07)	(19.39)				
괴리율(최대/최소,%)	(17.01)	(5.64)	(100.00)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251021)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

Earnings Preview

한화 (000880)

야구만 잘하는게 아니야

양지환

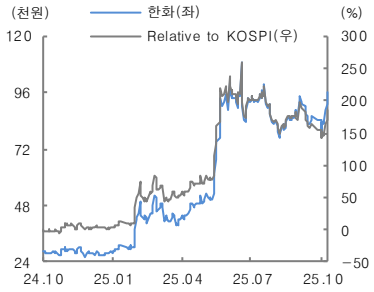
jihwan.yang@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	115,000 상향
현재주가 (25.10.24)	94,800 지주업종

- 한화에어로스페이스 주가상승에 따른 NAV 증가 반영해 TP 15% 상향
- 25년 3분기 비금융은(솔루션 제외) 실적 개선, 금융은 다소 부진할 전망
- 한화에어로스페이스의 주가 방향성이 한화 주가의 핵심 요인

KOSPI	3883.68
시가총액	7,988십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	375십억원
52주 최고/최저	108,800원 / 26,300원
120일 평균거래대금	498억원
외국인지분율	18.22%
주요주주	한화에너지 외 8 인 55.86% 국민연금공단 5.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.2	4.0	116.0	245.1
상대수익률	-5.2	-15.1	38.3	128.4



투자의견 매수, 목표주가 115,000원으로 15% 상향

목표주가 상향은 한화에어로스페이스의 주가 상승에 따른 지분가치 및 NAV 증가를 반영한데 기인하며, NAV 대비 Target 할인율은 60%로 적용

한화에어로스페이스의 지분가치가 동사의 NAV에서 차지하는 비중이 78%에 달하는 점을 감안하여 당사 커버리지 지주사 평균 대비 높은 60%의 할인율 적용

한미조선협력에 대한 기대감으로 한화오션의 시가총액이 40조원을 상회하면서, 한화오션의 지분 30%를 보유하고 있는 한화에어로스페이스의 시가총액도 50조원을 넘어간 상황. 향후 한화의 주가의 방향은 한화오션과 에어로스페이스에 연동될 것으로 예상

25년 3분기 매출액 16.8조원, 영업이익 약 1조원으로 컨센 부합할 전망

한화의 25년 3분기 실적은 한화에어로스페이스의 실적 호전으로 개선세가 유지될 것으로 전망. 별도 실적은 매출액 1조 3,227억원(+5.2% yoy), 영업이익 848억원(+44% yoy)로 추정. 별도 부문별로(증감은 yoy) [글로벌] 매출액 4,054억원(+5.8%), 영업이익 154억원(-26.3%), [건설] 매출액 8,499억원(+5.1%), 영업이익 263억원(흑전)으로 추정. 주요 연결대상 자회사의 경우 [한화에어로] 매출액 6조 6,923억원(+154.3%), 영업이익 8,958억원(+87.7%), [한화솔루션] 매출액 3조 3,901억원(+22.2% yoy), 영업손실 1,156억원(적자확대)로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	12,218	19,242	16,709	16,800	37.5	-12.7	16,667	23,132	28.5	37.7
영업이익	525	1,335	1,353	1,026	95.3	-23.1	1,070	1,566	39.0	52.6
순이익	278	74	223	88	-68.4	17.7	141	291	-59.4	232.3

자료: 한화, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	53,135	55,647	75,817	78,927	82,084
영업이익	2,412	2,416	4,999	7,814	5,537
세전순이익	2,247	2,068	3,566	6,303	3,965
총당기순이익	1,636	1,690	2,568	4,538	2,854
지배지분순이익	380	773	539	953	599
EPS	3,886	7,916	5,702	10,079	6,339
PER	6.6	3.4	16.9	9.5	15.2
BPS	110,214	109,720	118,241	127,557	133,086
PBR	0.2	0.2	0.8	0.8	0.7
ROE	3.5	7.2	4.9	8.2	4.9

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	73,121	79,743	75,817	78,927	3.7	-1.0
판매비와 관리비	5,856	6,503	5,876	6,436	0.3	-1.0
영업이익	5,704	7,643	4,999	7,814	-12.4	2.2
영업이익률	7.8	9.6	6.6	9.9	-1.2	0.3
영업외손익	-494	-496	-1,433	-1,511	적자유지	적자유지
세전순이익	5,210	7,147	3,566	6,303	-31.6	-11.8
지배지분순이익	894	1,227	539	953	-39.7	-22.3
순이익률	5.8	7.3	3.4	5.8	-2.4	-1.6
EPS(지배지분순이익)	9,458	12,973	5,702	10,079	-39.7	-22.3

자료: 한화, 대신증권 Research Center

표 1. 한화 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식		2025F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	자체사업 EBITDA	EV/EBITDA		226	4.5	1,017	5.1
	로열티	DCF		180	WACC=7%, g=0%	2,571	12.9
	소계---(1)					**3,589**	**18.0**
지분가치		**계열사명**	**지분율**	**시가총액**		**Value**	**Weight**
	상장자회사	한화솔루션	36.7	5,183		1,901	9.5
		한화에어로스페이스	30.0	51,924		15,584	78.2
		한화비전	34.1	2,620		893	4.5
		한화생명	43.2	2,745		1,187	6.0
		한화갤러리아	36.7	1,068		392	2.0
		소계---(2)				**19,957**	**100.1**
		계열사명	**지분율**	**장부가액**		**Value**	**Weight**
	비상장자회사	한화호텔앤드리조트	49.8	249		249	1.2
		한화로보틱스	68.0	42		42	0.2
		한화모멘텀	100.0	238		238	1.2
		소계---(3)				**530**	**2.7**
	지분가치 합계					**20,486**	**102.8**
순차입금(별도)---(4)						4,138	-20.8
순자산가치(NAV)---(5)=(1)+(2)+(3)-(4)						19,938	100.0
할인율---(6)						60%	
Target NPV---(7)=(5)*(1-(6))						**7,975**	
발행주식수---(8)						74,958,735	
자기주식---(9)						5,583,253	
유통주식수---(10)=(8)-(9)						69,375,482	
목표주가(11)=(7)/(10)						**114,956**	
현재가(10/24)						94,800	
Upside Potential						21.3%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한화의 분기 및 연간 연결 실적 (단위: 십억원, %)

			1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액			**12,435**	**12,993**	**12,218**	**17,995**	**16,643**	**19,242**	**16,800**	**23,132**	**55,641**	**75,818**	**78,927**
Change(% yoy)			*-13.4*	*4.3*	*2.3*	*24.3*	*33.8*	*48.1*	*37.5*	*28.5*	*4.5*	*36.3*	*4.1*
매출원가			11,116	11,385	10,647	15,564	14,329	16,531	14,413	19,670	48,712	64,943	64,677
% of 매출액			89.4	87.6	87.1	86.5	86.1	85.9	85.8	85.0	87.5	85.7	81.9
Change(% yoy)			*-8.1*	*2.1*	*0.0*	*18.7*	*28.9*	*45.2*	*35.4*	*26.4*	*3.6*	*33.3*	*-0.4*
매출총이익			1,319	1,608	1,571	2,431	2,314	2,711	2,387	3,463	6,930	10,875	14,250
GPM			10.6	12.4	12.9	13.5	13.9	14.1	14.2	15.0	12.5	14.3	18.1
Change(% yoy)			*-41.7*	*23.6*	*21.8*	*77.7*	*75.4*	*68.6*	*51.9*	*42.4*	*11.4*	*56.9*	*31.0*
판관비			1,084	1,079	1,046	1,298	1,242	1,376	1,361	1,897	4,507	5,876	6,436
% of 매출액			8.7	8.3	8.6	7.2	7.5	7.2	8.1	8.2	8.1	7.7	8.2
Change(% yoy)			*17.1*	*6.0*	*15.2*	*14.2*	*14.6*	*27.5*	*30.1*	*46.2*	*13.0*	*30.4*	*9.5*
영업이익			**236**	**529**	**525**	**1,133**	**1,073**	**1,335**	**1,026**	**1,566**	**2,423**	**4,999**	**7,814**
OPM			1.9	4.1	4.3	6.3	6.4	6.9	6.1	6.8	4.4	6.6	9.9
Change(% yoy)			*-82*	*87*	*37*	*389*	*355*	*153*	*95*	*38*	*8*	*106*	*56*
I. 한화 및 주요 계열사 매출액													
비금융	한화(별도)	글로벌	386	340	383	331	306	330	405	358	1,440	1,399	1,445
		모멘텀	120	202	0	0	0	0	0	0	322	0	0
		건설	958	968	809	1,010	654	738	850	1,147	3,745	3,388	3,562
		기타	188	47	65	72	143	63	67	78	376	351	366
		소계	1,652	1,557	1,257	1,413	1,103	1,130	1,323	1,583	5,878	5,138	5,373
	한화솔루션	(연결)	2,393	2,679	2,773	4,643	3,094	3,117	3,390	4,835	12,488	14,436	14,437
	에어로스페이스	(연결)	1,848	2,786	2,631	4,831	5,484	6,274	6,692	8,651	12,097	27,101	30,994
	비금융합계		**5,894**	**7,022**	**6,661**	**10,466**	**10,133**	**11,044**	**11,936**	**15,593**	**30,043**	**48,706**	**53,065**
금융	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**	**8,198**	**4,864**	**7,539**	**24,873**	**27,112**	**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**	**19,242**	**16,800**	**23,132**	**55,641**	**75,818**	**78,927**
II. 한화 및 주요 계열사 영업이익													
비금융	한화(별도)	소계	184	-22	59	87	152	130	85	107	308	474	514
	한화솔루션	(연결)	-217	-108	-81	107	30	102	-116	174	-298	191	835
	에어로스페이스	(연결)	37	337	477	893	561	864	896	1,222	1,744	3,543	5,630
	비금융합계		**4**	**208**	**455**	**1,087**	**743**	**1,096**	**865**	**1,504**	**1,754**	**4,184**	**7,312**
금융	**금융합계**		**401**	**401**	**380**	**35**	**281**	**410**	**361**	**140**	**253**	**1,362**	**1,316**
기타 및 연결조정			-255	-107	-255	-107	-46	-285	-200	0	-50	-250	-694
총 연결 영업이익			**150**	**480**	**150**	**480**	**444**	**1,083**	**953**	**1,457**	**955**	**1,507**	**2,423**

자료: 대신증권 Research Center
주: 금융부문 실적은 발표 이전으로 확정치가 아닌 당사 추정치로

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	53,135	55,647	75,817	78,927	82,084
매출원가	46,735	48,724	64,942	64,677	69,854
매출총이익	6,400	6,923	10,875	14,250	12,231
판매비와관리비	3,988	4,507	5,876	6,436	6,693
영업이익	2,412	2,416	4,999	7,814	5,537
영업이익률	4.5	4.3	6.6	9.9	6.7
EBITDA	3,966	4,018	6,677	9,593	7,408
영업외손익	-165	-348	-1,433	-1,511	-1,573
관계기업손익	49	23	161	164	168
금융수익	239	235	241	248	256
외환관련이익	802	1,081	1,081	1,081	1,081
금융비용	-903	-1,193	-1,322	-1,301	-1,263
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	449	587	-514	-623	-733
법인세비용차감전순손익	2,247	2,068	3,566	6,303	3,965
법인세비용	-611	-378	-998	-1,765	-1,110
계속사업순손익	1,636	1,690	2,568	4,538	2,854
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,690	2,568	4,538	2,854
당기순이익률	3.1	3.0	3.4	5.8	3.5
비지배지분순이익	1,255	917	2,028	3,585	2,255
지배지분순이익	380	773	539	953	599
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-35	-141	-71	-73	-75
포괄순이익	1,282	278	1,861	3,811	2,105
비지배지분포괄이익	1,327	424	1,471	3,011	1,663
지배지분포괄이익	-45	-146	391	800	442

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	60,512	83,191	81,536	84,292	85,492
현금및현금성자산	8,529	8,844	5,629	6,821	6,523
매출채권 및 기타채권	7,836	10,722	13,449	13,928	14,415
재고자산	7,750	13,350	18,190	18,936	19,693
기타유동자산	36,397	50,275	44,268	44,606	44,861
비유동자산	149,227	168,846	170,951	172,672	174,605
유형자산	22,994	31,755	33,479	34,592	35,603
관계기업투자금	7,230	4,390	4,141	3,906	3,684
기타비유동자산	119,002	132,700	133,330	134,174	135,318
자산총계	209,738	252,037	252,486	256,963	260,096
유동부채	40,441	58,787	56,846	57,536	57,536
매입채무 및 기타채무	10,269	13,508	14,911	15,215	15,524
차입금	13,703	20,125	19,975	19,525	19,075
유동성채무	4,122	5,023	1,500	2,000	1,800
기타유동부채	12,347	20,131	20,460	20,796	21,137
비유동부채	136,099	153,688	154,354	154,889	156,091
차입금	12,482	18,781	18,131	17,431	16,931
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	123,617	134,907	136,223	137,458	139,160
부채총계	176,539	212,475	211,200	212,424	213,627
지배지분	10,791	10,714	11,181	12,062	12,585
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	1,793	1,793	1,793
이익잉여금	7,599	8,131	8,598	9,479	10,002
기타자본변동	1,348	316	316	316	316
비지배지분	22,408	28,848	30,105	32,477	33,885
자본총계	33,199	39,562	41,286	44,539	46,469
순차입금	108,826	127,503	127,587	126,735	127,372

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,886	7,916	5,702	10,079	6,339
PER	6.6	3.4	16.9	9.5	15.2
BPS	110,214	109,720	118,241	127,557	133,086
PBR	0.2	0.2	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	40,502	41,149	70,611	101,449	78,335
EV/EBITDA	33.7	39.5	24.8	17.4	22.8
SPS	542,690	569,862	801,772	834,658	868,045
PSR	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
CFPS	31,268	28,802	79,835	109,589	85,388
DPS	750	800	800	850	900

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	4.4	4.7	36.2	4.1	4.0
영업이익 증가율	1.8	0.2	106.9	56.3	-29.1
순이익 증가율	-18.6	3.4	51.9	76.8	-37.1
수익성					
ROIC	6.5	5.1	7.2	10.3	7.1
ROA	1.2	1.0	2.0	3.1	2.1
ROE	3.5	7.2	4.9	8.2	4.9
안정성					
부채비율	531.8	537.1	511.6	476.9	459.7
순차입금비율	327.8	322.3	309.0	284.5	274.1
이자보상배율	2.7	2.0	3.8	6.0	4.4

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	3,793	6,881	2,420	9,164	7,555
당기순이익	1,636	1,690	2,568	4,538	2,854
비현금항목의 가감	1,426	1,122	4,982	5,825	5,220
감가상각비	1,554	1,602	1,678	1,779	1,870
외환손익	-453	-2,079	-83	-83	-83
지분법평가손익	-49	-23	-161	-164	-168
기타	375	1,621	3,548	4,293	3,600
자산부채의 증감	-2,381	-420	-2,840	1,835	1,822
기타현금흐름	3,112	4,489	-2,289	-3,034	-2,342
투자활동 현금흐름	-6,668	-14,049	-2,600	-2,330	-2,626
투자자산	-2,661	-9,591	-435	-661	-953
유형자산	-4,132	-5,282	-3,187	-2,687	-2,687
기타	125	824	1,022	1,018	1,014
재무활동 현금흐름	1,799	7,179	-4,510	-836	-1,341
단기차입금	0	0	-150	-450	-450
사채	0	0	-250	-500	-200
장기차입금	4,166	7,566	-400	-200	-300
유상증자	0	-15	0	0	0
현금배당	-74	-74	-72	-72	-77
기타	-2,294	-298	-3,638	386	-314
현금의 증감	-1,067	316	-3,215	1,192	-299
기초 현금	9,596	8,529	8,844	5,629	6,821
기말 현금	8,529	8,844	5,629	6,821	6,523
NOPLAT	1,756	1,975	3,599	5,626	3,987
FCF	-1,246	-2,289	1,777	4,405	2,857

자료: 한화, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

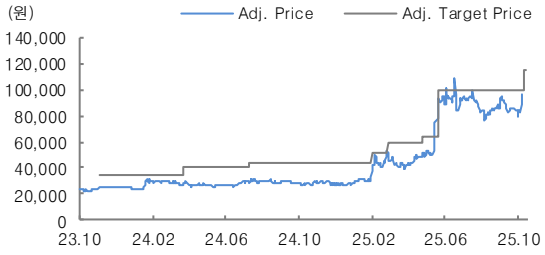
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

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.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화(000880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.27	25.06.04	25.05.07	25.04.01	25.03.11	25.02.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	115,000	100,000	64,000	60,000	60,000	52,000
괴리율(평균,%)		(10.89)	(8.47)	(26.21)	(25.90)	(14.20)
괴리율(최대/최소,%)		8.80	45.94	(18.00)	(18.92)	0.58
제시일자	**25.01.23**	**24.11.05**	**24.09.25**	**24.07.23**	**24.05.02**	**24.04.04**
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	43,000	43,000	40,000	40,000
괴리율(평균,%)	(27.35)	(33.06)	(32.26)	(30.95)	(32.14)	(32.33)
괴리율(최대/최소,%)	(12.33)	(26.86)	(26.86)	(26.86)	(26.38)	(26.38)
제시일자	**24.03.03**	**24.02.07**	**23.11.16**			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	35,000	35,000	34,000			
괴리율(평균,%)	(17.48)	(15.82)	(25.59)			
괴리율(최대/최소,%)	(12.71)	(12.71)	(8.53)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251021)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

Earnings Preview

CJ (001040)

화장품 조정에 동반 약세 중

- 화장품 섹터 3Q25 실적 기대 하회로 올영 실적 기대감 낮아져 동반 조정
- 25년 3분기 올리브영 1.46조원(+18.2% yoy)로 성장세 지속될 전망
- CJ제일제당 실적 부진 영향으로 연결 실적은 컨센서스 소폭 하회 예상

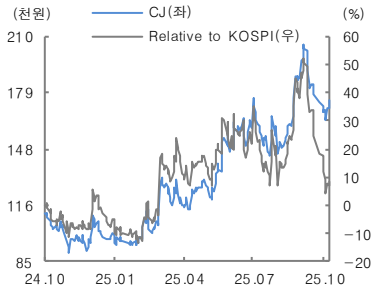
양지환

jhwan.yang@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	220,000 유지
현재주가 (25.10.24)	170,800 지주업종

KOSPI	3883.68
시가총액	5,937십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	147십억원
52주 최고/최저	205,500원 / 90,000원
120일 평균거래대금	319억원
외국인지분율	14.09%
주요주주	이재현 외 7 인 47.59% 국민연금공단 12.94%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.9	8.6	53.7	62.5
상대수익률	-23.1	-11.4	-1.6	7.6



투자의견 매수, 목표주가 220,000원 유지

코스피의 상승에도 CJ의 상장 자회사들의 주가는 큰 변동이 없어 NAV 증가 크지 않아 기존 목표주가를 유지. CJ의 NAV 대비 Target 할인율은 40%를 적용

CJ의 주가는 25년 2분기 실적 발표 이후 올리브영의 깜짝 실적과 이선호씨의 지주사 복귀에 따른 CJ와 CJ올리브영의 합병 기대감에 208,500원까지 상승. 하지만, 25년 3분기 화장품 업체들의 실적이 시장의 컨센서스를 하회할 것이라는 전망에 동반 조정국면에 진입한 것으로 판단

당사는 25년 3분기 CJ올리브영의 매출 성장세는 지속되고 있는 것으로 추정. 근거는 ① 25년 7~8월 외국인 입국자수는 355만명(+19.6% yoy)를 기록, ② 올리브영이 속한 전문몰의 25년 7~8월 매출액은 2조 2,920억원(+21.8% yoy)으로 높은 성장세가 지속되고 있기 때문. 참고로 2분기 올리브영 매출 성장률은 21%(yoy), 전문몰 매출 성장률은 +14.9%(yoy)를 기록했으며, 외국인 입국자수 증가율은 +15.3%(yoy)를 기록

25년 3분기 매출 11.5조원, 영업이익 6,615억원으로 컨센 소폭 하회할 전망

CJ의 2025년 3분기 실적은 연결자회사인 CJ제일제당과 CGV의 실적이 다소 부진할 것으로 예상됨에 따라 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망

주요 연결자회사별 실적은(증감은 yoy) [CJENM] 매출액 1조 2,514억원(+11.3%), 영업이익 248억원(+95.5%), [CJ제일제당] 매출액 7조 6,526억원(+2.8%), 영업이익 3,773억원(-9.3%), [CJ올리브영] 매출액 1조 4,588억원(+18.2% yoy) 예상

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	10,845	11,119	11,549	11,499	6.0	3.4	11,558	11,947	2.3	3.9
영업이익	675	615	686	661	-2.0	7.6	704	647	2.7	-2.2
순이익	-167	164	79	73	흑전	-55.3	105	-60	적전	적전

자료: CJ, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	41,353	43,647	45,166	47,887	49,850
영업이익	2,039	2,547	2,458	2,690	3,047
세전순이익	986	709	1,437	1,692	2,068
총당기순이익	525	151	704	829	1,013
지배지분순이익	195	100	246	290	355
EPS	5,462	2,817	6,912	8,138	9,943
PER	17.3	35.2	25.2	21.4	17.5
BPS	154,609	153,068	157,699	163,577	170,910
PBR	0.6	0.6	1.1	1.1	1.0
ROE	3.6	1.8	4.4	5.1	5.9

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	45,324	48,102	45,166	47,887	-0.4	-0.4
판매비와 관리비	10,559	11,105	10,523	11,056	-0.3	-0.4
영업이익	2,504	2,817	2,458	2,690	-1.8	-4.5
영업이익률	5.5	5.9	5.4	5.6	-0.1	-0.2
영업외손익	-1,021	-997	-1,021	-997	적자유지	적자유지
세전순이익	1,482	1,819	1,437	1,692	-3.0	-7.0
지배지분순이익	254	312	246	290	-3.0	-7.0
순이익률	1.6	1.9	1.6	1.7	0.0	-0.1
EPS(지배지분순이익)	7,129	8,749	6,912	8,138	-3.0	-7.0

자료: CJ, 대신증권 Research Center

표 1. CJ SOTP Valuation

구분		Valuation 방식	12M Forward	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	로열티	DCF	151	WACC=7%, g=0%	2,150	21.5%
	임대료	DCF		WACC=7%, g=0%	394	3.9%
	소계——(1)				**2,544**	**25.4%**
지분가치	상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**시가총액**	**Value**	**Weight**
		CJ 제일제당	44.6	3,523	1,571	15.7%
		CJ ENM	40.1	1,507	604	6.0%
		CJ CGV	50.9	846	431	4.3%
		CJ 프레시웨이	47.1	305	143	1.4%
		소계——(2)			**2,749**	**27.5%**
	비상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**추정 기업가치**	**Value**	**Weight**
		CJ 푸드빌	84.2	285	240	2.8%
		CJ 올리브영	51.2	8,979	4,597	89.7%
		CJ 인베스트먼트	100.0	22	22	0.2%
		기타	0.0	7	7	0.1%
		소계——(3)			**4,866**	**48.6%**
	지분가치 합계				**7,615**	**76.1%**
순차입금(별도)——(4)					148	-1.5
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					**10,012**	**100.0**
할인율——(6)					40%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))					**6,007**	
보통주 발행주식수——(8)					29,176,998	
보통주 자기주식수——(9)					2,118,543	
보통주 유통주식수——(10)=(8)-(9)					27,058,455	
목표주가(11)=(7)/(10)					**222,008**	
현재가(10/24)					170,800	
Upside Potential					29.98	

표 2. CJ의 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		**10,436**	**10,683**	**10,845**	**11,683**	**10,600**	**11,119**	**11,499**	**11,947**	**43,647**	**45,166**	**47,887**
%yoy		*6.7*	*3.8*	*2.1*	*9.5*	*1.6*	*4.1*	*6.0*	*2.3*	*5.5*	*3.5*	*6.0*
매출원가		7,434	7,486	7,670	8,433	7,534	7,900	8,194	8,555	31,023	32,181	34,141
% of 매출액		71.2	70.1	70.7	72.2	71.1	71.0	71.3	71.6	71.1	71.3	71.3
%yoy		*4.0*	*0.3*	*1.3*	*8.5*	*1.3*	*5.5*	*6.8*	*1.5*	*3.6*	*3.7*	*6.1*
매출총이익		3,002	3,197	3,175	3,250	3,067	3,220	3,305	3,392	12,624	12,984	13,745
GPM		28.8	29.9	29.3	27.8	28.9	29.0	28.7	28.4	28.9	28.7	28.7
%yoy		*14.2*	*13.0*	*4.3*	*12.3*	*2.1*	*0.7*	*4.1*	*4.4*	*10.8*	*2.9*	*5.9*
판관비		2,426	2,530	2,500	2,620	2,532	2,601	2,644	2,745	10,076	10,522	11,056
% of 매출액		23.2	23.7	23.1	22.4	23.1	23.4	23.0	23.0	23.1	23.3	23.1
%yoy		*5.5*	*8.6*	*3.9*	*12.8*	*4.4*	*2.8*	*5.8*	*4.8*	*7.7*	*4.4*	*5.1*
영업이익		**576**	**666**	**675**	**630**	**535**	**619**	**661**	**647**	**2,547**	**2,462**	**2,690**
OPM		5.5	6.2	6.2	5.4	5.0	5.6	5.8	5.4	5.8	5.5	5.6
%yoy		*74.9*	*33.6*	*5.9*	*9.9*	*-7.1*	*-7.1*	*-2.0*	*2.7*	*24.9*	*-3.3*	*9.2*
I. CJ 및 주요 계열사 매출액												
CJ (별도)"	로열티수익	28	29	29	49	27	30	33	46	135	136	155
	배당수익	59	10	8	7	59	59	8	7	84	133	140
	임대료수익	1	23	1	1	2	23	1	2	28	27	28
	소계	**88**	**62**	**39**	**58**	**87**	**112**	**42**	**55**	**246**	**296**	**323**
상장	CJ 제일제당	7,216	7,239	7,414	7,490	7,208	7,237	7,626	7,653	29,359	29,724	30,798
	CJ 프레시웨이	731	811	832	850	799	811	911	920	3,225	3,441	3,610
	CJ ENM	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,165	1,251	1,628	5,231	5,182	5,751
	CJ CGV	393	430	547	588	534	430	573	588	1,958	2,124	2,283
	소계	**9,495**	**9,645**	**9,918**	**10,716**	**9,679**	**9,643**	**10,360**	**10,789**	**39,773**	**40,471**	**42,443**
비상장	CJ 푸드빌	218	220	217	255	230	239	227	268	909	965	1,039
	CJ 올리브네트웍스	168	0	0	0	0	0	0	0	168	0	0
	CJ 올리브영	1,079	1,208	1,234	1,269	1,234	1,462	1,459	1,480	4,790	5,635	6,395
	소계	**1,465**	**1,428**	**1,451**	**1,524**	**1,464**	**1,701**	**1,686**	**1,749**	**5,867**	**6,600**	**7,434**
기타 및 연결조정		-611	-451	-562	-615	-629	-337	-590	-646	-2,239	-2,202	-2,312
총 연결 매출액		**10,436**	**10,683**	**10,845**	**11,683**	**10,600**	**11,119**	**11,499**	**11,947**	**43,647**	**45,166**	**47,887**
II. CJ 및 주요 계열사 영업이익												
CJ (별도)		68	26	8	36	27	62	12	15	136	117	127
상장	CJ 제일제당	376	384	416	377	333	353	377	378	1,553	1,441	1,559
	CJ 프레시웨이	11	32	28	23	11	27	33	29	94	100	110
	CJ ENM	12	35	13	44	1	29	25	53	104	108	121
	CJ CGV	5	22	32	17	3	2	18	21	76	44	39
	소계	**471**	**499**	**497**	**497**	**375**	**473**	**465**	**496**	**1,964**	**1,810**	**1,955**
기타 및 연결조정		38	142	171	124	133	83	184	136	474	536	607
총 연결 영업이익		**576**	**666**	**675**	**656**	**535**	**619**	**661**	**647**	**2,547**	**2,462**	**2,690**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	41,353	43,647	45,166	47,887	49,850
매출원가	29,955	31,023	32,185	34,141	35,294
매출총이익	11,397	12,624	12,981	13,745	14,556
판매비와관리비	9,358	10,076	10,523	11,056	11,509
영업이익	2,039	2,547	2,458	2,690	3,047
영업이익률	4.9	5.8	5.4	5.6	6.1
EBITDA	5,099	6,268	5,294	5,176	5,294
영업외손익	-1,053	-1,839	-1,021	-997	-980
관계기업손익	-52	35	35	35	35
금융수익	668	1,055	1,055	1,055	1,055
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,493	-1,933	-1,901	-1,865	-1,836
외환관련손실	342	551	551	551	551
기타	-177	-995	-210	-222	-234
법인세비용차감전순손익	986	709	1,437	1,692	2,068
법인세비용	-461	-558	-733	-863	-1,055
계속사업순손익	525	151	704	829	1,013
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	525	151	704	829	1,013
당기순이익률	1.3	0.3	1.6	1.7	2.0
비지배지분순이익	330	51	458	539	659
지배지분순이익	195	100	246	290	355
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	8	75	78	82	86
포괄순이익	609	898	1,489	1,653	1,878
비지배지분포괄이익	356	585	968	1,074	1,221
지배지분포괄이익	253	313	521	578	657

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	14,584	14,690	16,391	17,857	19,177
현금및현금성자산	3,646	3,156	4,963	5,681	6,343
매출채권 및 기타채권	4,587	4,925	5,091	5,381	5,593
재고자산	3,170	3,082	3,190	3,382	3,520
기타유동자산	3,181	3,525	3,147	3,413	3,720
비유동자산	32,620	32,807	31,173	30,035	29,391
유형자산	14,306	14,313	13,845	13,531	13,432
관계기업투자금	1,934	1,694	1,422	1,150	879
기타비유동자산	16,379	16,801	15,906	15,354	15,080
자산총계	47,204	47,497	47,564	47,892	48,568
유동부채	15,637	17,297	16,645	16,255	15,968
매입채무 및 기타채무	5,533	5,363	5,457	5,625	5,747
차입금	3,937	4,923	4,423	3,923	3,503
유동성채무	3,226	4,248	4,100	4,100	4,150
기타유동부채	2,940	2,764	2,666	2,607	2,568
비유동부채	13,674	12,453	12,636	12,672	12,785
차입금	7,287	5,731	5,751	5,551	5,351
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,387	6,722	6,884	7,121	7,434
부채총계	29,311	29,751	29,281	28,927	28,753
지배지분	5,514	5,459	5,624	5,834	6,095
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,063	4,038	4,184	4,373	4,613
기타자본변동	279	249	269	289	310
비지배지분	12,379	12,287	12,659	13,131	13,720
자본총계	17,893	17,746	18,283	18,965	19,815
순차입금	14,013	14,733	11,933	10,203	8,690

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,462	2,817	6,912	8,138	9,943
PER	17.3	35.2	25.2	21.4	17.5
BPS	154,609	153,068	157,699	163,577	170,910
PBR	0.6	0.6	1.1	1.1	1.0
EBITDAPS	142,970	175,762	148,455	145,122	148,432
EV/EBITDA	5.8	4.8	5.8	5.7	5.4
SPS	1,159,517	1,223,839	1,266,430	1,342,728	1,397,780
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	146,632	174,358	161,187	157,513	160,494
DPS	3,000	3,000	3,000	3,500	4,000

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	1.0	5.5	3.5	6.0	4.1
영업이익 증가율	-5.3	24.9	-3.5	9.4	13.3
순이익 증가율	-23.6	-71.2	365.8	17.7	22.2
수익성					
ROIC	4.1	2.1	4.6	5.3	6.2
ROA	4.3	5.4	5.2	5.6	6.3
ROE	3.6	1.8	4.4	5.1	5.9
안정성					
부채비율	163.8	167.6	160.2	152.5	145.1
순차입금비율	78.3	83.0	65.3	53.8	43.9
이자보상배율	2.2	2.6	2.6	3.0	3.5

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,017	4,831	3,575	3,215	3,244
당기순이익	525	151	704	829	1,013
비현금항목의 가감	4,705	6,067	5,044	4,788	4,711
감가상각비	3,060	3,721	2,836	2,486	2,246
외환손익	13	194	190	190	190
지분법평가손익	52	-35	-35	-35	-35
기타	1,580	2,187	2,053	2,147	2,309
자산부채의 증감	249	-967	-677	-812	-727
기타현금흐름	-461	-420	-1,497	-1,591	-1,753
투자활동 현금흐름	-2,365	-2,188	-1,238	-1,416	-1,710
투자자산	-46	36	73	29	-24
유형자산	-1,345	-973	-1,178	-1,278	-1,478
기타	-975	-1,251	-133	-167	-207
재무활동 현금흐름	-2,974	-3,217	-3,516	-3,589	-3,472
단기차입금	-1,474	785	-500	-500	-420
사채	1,523	1,133	-130	-150	-150
장기차입금	1,470	562	150	-50	-50
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-316	-264	-101	-101	-114
기타	-4,177	-5,433	-2,935	-2,788	-2,738
현금의 증감	-375	-490	1,806	718	662
기초 현금	4,021	3,646	3,156	4,963	5,681
기말 현금	3,646	3,156	4,963	5,681	6,343
NOPLAT	1,085	543	1,205	1,318	1,493
FCF	1,208	1,617	2,491	2,154	1,890

자료: CJ, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

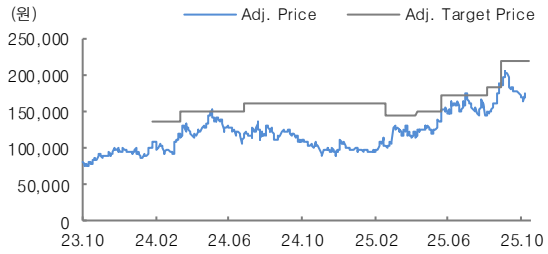
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

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.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ(001040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.27	25.09.11	25.08.18	25.06.04	25.05.19	25.04.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000	220,000	182,000	172,000	150,000	150,000
괴리율(평균,%)		(16.63)	(9.84)	(8.96)	(14.43)	(16.18)
괴리율(최대/최소,%)		(6.59)	3.52	2.27	1.27	(13.20)
제시일자	**25.03.03**	**25.01.09**	**24.09.25**	**24.08.18**	**24.07.09**	**24.05.31**
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	145,000	160,000	160,000	160,000	160,000	150,000
괴리율(평균,%)	(18.54)	(38.03)	(30.98)	(24.50)	(24.24)	(15.23)
괴리율(최대/최소,%)	(9.52)	(29.06)	(15.69)	(15.69)	(15.69)	1.80
제시일자	**24.04.26**	**24.04.01**	**24.03.24**	**24.02.29**	**24.02.23**	**24.02.07**
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	150,000	150,000	135,000	135,000	135,000
괴리율(평균,%)	(13.88)	(18.92)	(20.52)	(24.94)	(25.53)	(23.93)
괴리율(최대/최소,%)	1.80	(11.93)	(13.47)	(11.11)	(20.15)	(20.15)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251021)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

Earnings Preview

효성 (004800)

연결은 효성티앤에스 지분법은 중공업이 하드캐리

- 자회사 효성중공업 주가 상승에 따른 NAV 증가 반영해 TP 30.4% 상향
- 연결자회사인 효성티앤에스와 지분법 적용 효성중공업이 실적 개선 주축
- 효성화학의 재무적인 리스크로 지주회사 중 NAV 대비 가장 저평가

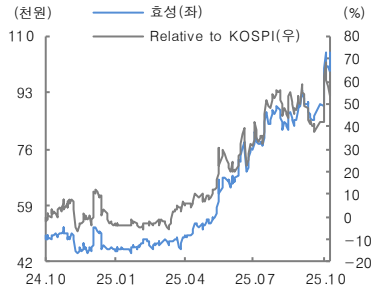
양지환

jihwan.yang@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	150,000 상향
현재주가 (25.10.24)	113,800 지주업종

KOSPI	3883.68
시가총액	1,764십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	87십억원
52주 최고/최저	105,400원 / 44,300원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	16.01%
주요주주	조현준 외 13 인 57.30% 국민연금공단 6.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.6	36.2	110.8	110.0
상대수익률	5.1	11.1	35.0	39.0



투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 30.4% 상향

목표주가 상향은 효성중공업의 주가 상승에 따른 지분가치 및 NAV 증가를 반영하였으며, NAV 대비 Target 할인율은 65%로 당사 커버리지 지주사 평균 대비 높은 할인율 적용

다른 지주사 대비 높은 할인율을 적용한 이유는 ① 효성화학의 재무적인 리스크를 반영, ② 동사 NAV에서 효성중공업이 차지하는 비중이 72%를 상회하는 점을 감안한 결과. 효성의 2025년 3분기 실적은 지분법 적용 자회사인 효성중공업의 깜짝 실적과 연결대상 자회사인 효성티앤에스의 실적 개선 지속세로 당사 추정을 상회하는 어닝 서프라이즈을 시현할 가능성이 높다는 판단

현재 거래정지 중인 효성화학이 투자의 리스크 요인이라고 판단되나, 동사의 화학 지분가치가 300억원에 불과하여 추가적인 지원만 없다면 효성화학의 주가 영향력은 크지 않을 전망

2025년 3분기 실적 당사 추정을 상회할 가능성 상존

효성의 2025년 3분기 실적은 매출액 6,025억원(+4.3% yoy), 영업이익 929억원(+96% yoy)로 추정, 다만, 최근 3분기 실적을 발표한 전력기기업체들의 실적이 호조세를 보이고 있고, 효성티앤에스의 미주 및 유럽에서의 실적 개선이 이어지고 있어 당사 추정을 상회할 가능성도 존재. 효성티앤에스의 2025년 3분기 실적은 매출액 3,660억원, 영업이익 344억원, 지분법 손익은 584억원으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	578	602	602	602	4.3	0.1	602	634	-10.7	5.3
영업이익	47	99	93	93	95.8	-6.3	93	101	-21.8	8.9
순이익	332	72	58	57	-82.9	-20.5	58	65	-44.8	14.1

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,847	2,273	2,393	2,484	2,608
영업이익	58	221	375	346	166
세전순이익	18	182	360	336	158
총당기순이익	0	484	315	294	139
지배지분순이익	0	453	259	241	114
EPS	3	24,073	15,445	14,388	6,787
PER	19,547.8	1.9	6.8	7.3	15.5
BPS	116,969	114,515	141,235	152,143	155,452
PBR	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7
ROE	0.0	19.6	11.4	9.8	4.4

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,393	2,484	2,393	2,484	0.0	0.0
판매비와 관리비	289	326	284	326	-1.7	0.0
영업이익	375	346	375	346	0.0	0.0
영업이익률	15.7	13.9	15.7	13.9	0.0	0.0
영업외손익	-15	-10	-15	-10	적자유지	적자유지
세전순이익	360	336	360	336	0.0	0.0
지배지분순이익	259	241	259	241	0.0	0.0
순이익률	13.2	11.8	13.2	11.8	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	15,443	14,388	15,445	14,388	0.0	0.0

자료: 효성, 대신증권 Research Center

표 1. 효성 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

(단위: 십억원, %, 원/주)			2025F		적용배수	Value	Weight
	로열티		45		14	642.9	9.0%
	소계					**642.9**	**9.0%**
지분가치	**상장자회사**	**계열사명**	**지분율**	**시가총액**		**지분가치**	
		효성 ITX	37.9	148		56	0.8%
		효성화학	20.2	148		30	0.4%
		효성중공업	32.5	16,048		5,211	72.6%
		효성티앤씨	20.3	941		191	2.7%
		소계		**17,284**		**5,488**	**76.5%**
	비상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**Book value**	**적용배수**	**Value**	**Weight**
		효성굿스프링스	100	77	1.0	77	1.1%
		효성투자개발	59	365	1.0	365	5.1%
		효성티앤에스	54	148	1.0	148	2.1%
		기타		260	1.0	260	3.6%
		소계				**850**	**11.8%**
그 외	안양공장부지	(BV=470십억원)				410	5.7%
지분가치 합계						**7,390**	
순차입금(별도)						215	-3.0%
순자산가치						**7,175**	
주당순자산가치						429,176	
할인율						65%	
Target NPV						2,511	
발행주식수---(8)						16,740,407	
자기주식---(9)						22,803	
유통주식수---(10)=(8)-(9)						16,717,604	
목표주가						**150,212**	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 효성 분기 및 연간 매출 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**837**	**564**	**578**	**710**	**554**	**602**	**602**	**634**	**2,689**	**2,393**	**2,484**
% 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
영업이익	**26**	**38**	**47**	**130**	**82**	**99**	**93**	**101**	**241**	**375**	**346**
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*
사업부문별 매출액											
효성 별도											
소계	141	78	91	190	125	138	127	131	499	521	531
연결자회사											
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
자회사 지분법이익	**5.9**	**6.7**	**29.8**	**115.7**	**51.4**	**54.6**	**58.4**	**56.3**	**158.1**	**220.7**	**253.7**
연결조정	-23	-387	1	-7	-12	-16	-5	-21	-416	-54	-60
합계	**837**	**564**	**578**	**710**	**554**	**602**	**602**	**634**	**2,689**	**2,393**	**2,484**
사업부문별 영업이익											
효성별도	3.4	3.6	16.5	115.0	60.0	62.5	51.2	58.9	139	233	182
연결자회사											
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
합계	**26**	**38**	**47**	**130**	**82**	**99**	**93**	**101**	**241**	**375**	**346**

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,847	2,273	2,393	2,484	2,608
매출원가	1,519	1,753	1,734	1,812	2,099
매출총이익	329	520	659	672	509
판매비와관리비	271	298	284	326	342
영업이익	58	221	375	346	166
영업이익률	3.1	9.7	15.7	13.9	6.4
EBITDA	166	329	459	422	236
영업외손익	-40	-39	-15	-10	-8
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	166	140	79	76	74
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-213	-191	-109	-102	-99
외환관련손실	139	110	40	36	34
기타	7	12	15	16	17
법인세비용차감전순손익	18	182	360	336	158
법인세비용	-27	-13	-45	-42	-20
계속사업순손익	-9	169	315	294	139
중단사업순손익	9	316	0	0	0
당기순이익	0	484	315	294	139
당기순이익률	0.0	21.3	13.2	11.8	5.3
비지배지분순이익	-1	31	57	53	25
지배지분순이익	0	453	259	241	114
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	9	9	9	9
포괄순이익	-1	572	405	385	232
비지배지분포괄이익	0	56	73	69	42
지배지분포괄이익	-1	516	332	316	190

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,767	1,022	1,269	1,487	1,559
현금및현금성자산	148	109	320	505	531
매출채권 및 기타채권	623	410	431	447	469
재고자산	778	440	455	472	495
기타유동자산	218	63	63	63	63
비유동자산	3,322	3,319	3,302	3,293	3,290
유형자산	1,019	921	885	855	829
관계기업투자금	1,660	1,602	1,627	1,653	1,678
기타비유동자산	644	796	790	786	783
자산총계	5,089	4,341	4,571	4,780	4,848
유동부채	1,709	1,352	1,250	1,220	1,214
매입채무 및 기타채무	547	394	402	407	415
차입금	798	480	530	480	430
유동성채무	167	300	130	130	150
기타유동부채	197	177	188	203	219
비유동부채	604	485	574	601	611
차입금	159	55	85	95	105
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	445	430	490	506	507
부채총계	2,313	1,836	1,824	1,821	1,825
지배지분	2,465	2,156	2,364	2,547	2,602
자본금	105	87	87	87	87
자본잉여금	955	816	816	816	816
이익잉여금	6,319	6,669	6,878	7,060	7,115
기타자본변동	-4,915	-5,416	-5,416	-5,416	-5,416
비지배지분	312	349	383	412	421
자본총계	2,776	2,504	2,747	2,959	3,023
순차입금	991	867	615	401	345

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3	24,073	15,445	14,388	6,787
PER	19,547.8	1.9	6.8	7.3	15.5
BPS	116,969	114,515	141,235	152,143	155,452
PBR	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	7,898	17,502	27,390	25,191	14,103
EV/EBITDA	15.8	6.1	6.0	6.1	10.7
SPS	87,666	120,734	142,923	148,360	155,778
PSR	0.7	0.4	0.7	0.7	0.7
CFPS	9,634	13,262	4,904	2,578	-8,575
DPS	3,000	3,000	3,500	3,500	3,500

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	399	465	442	409	237
당기순이익	-9	169	315	294	139
비현금항목의 가감	203	-235	-233	-251	-282
감가상각비	109	108	83	76	70
외환손익	11	-7	-6	-10	-12
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	84	-336	-310	-316	-340
자산부채의 증감	210	246	137	137	127
기타현금흐름	-5	285	223	229	253
투자활동 현금흐름	-105	-227	-61	-61	-61
투자자산	-70	-203	-25	-25	-25
유형자산	-32	-39	-39	-39	-39
기타	-2	15	3	3	3
재무활동 현금흐름	-287	-247	-69	-27	-7
단기차입금	-123	-215	50	-50	-50
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	12	190	30	10	10
유상증자	0	-101	0	0	0
현금배당	-125	-74	-50	-59	-59
기타	-51	-48	-99	71	91
현금의 증감	4	-39	212	185	26
기초 현금	144	148	109	320	505
기말 현금	148	109	320	505	531
NOPLAT	-30	205	328	302	145
FCF	31	275	362	329	166

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-50.3	23.0	5.3	3.8	5.0
영업이익 증가율	-11.1	283.5	69.6	-7.9	-51.9
순이익 증가율	적전	흑전	-34.9	-6.8	-52.8
수익성					
ROIC	-1.4	11.5	21.1	19.8	9.6
ROA	1.1	4.7	8.4	7.4	3.5
ROE	0.0	19.6	11.4	9.8	4.4
안정성					
부채비율	83.3	73.3	66.4	61.5	60.4
순차입금비율	35.7	34.6	22.4	13.5	11.4
이자보상배율	0.9	3.2	6.0	5.8	2.9

자료: 효성, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

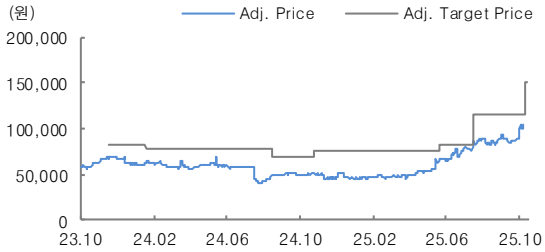
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

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.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

효성(004800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.27	25.07.29	25.06.04	25.05.07	25.02.04	24.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	115,000	82,000	75,000	75,000	75,000
괴리율(평균,%)		(22.96)	(10.63)	(23.90)	(36.19)	(36.91)
괴리율(최대/최소,%)		(8.35)	2.44	(10.53)	(28.80)	(30.13)
제시일자	24.09.25	24.08.29	24.07.30	24.02.26	24.02.07	24.01.30
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	70,000	70,000	79,000	79,000	79,000	79,000
괴리율(평균,%)	(28.72)	(28.96)	(44.41)	(24.82)	(20.33)	(19.57)
괴리율(최대/최소,%)	(25.43)	(25.43)	(37.22)	(11.52)	(17.59)	(17.59)
제시일자	23.11.30					
투자의견	Buy					
목표주가	82,000					
괴리율(평균,%)	(21.67)					
괴리율(최대/최소,%)	(15.73)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251021)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[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:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

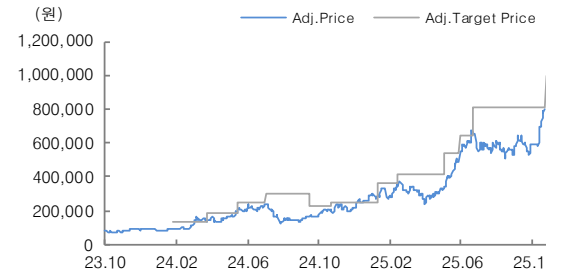
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

(기준일자: 20251022)

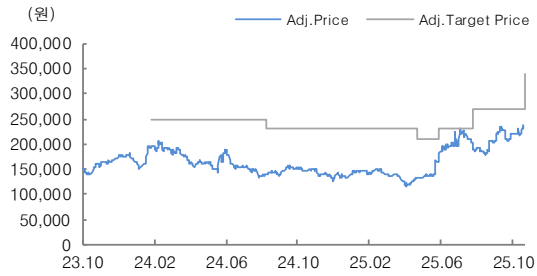
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산(000150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



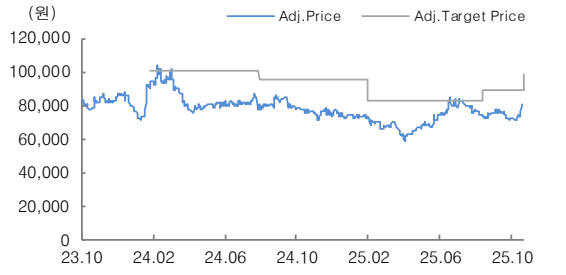
제시일자	25.10.27	25.09.30	25.07.27	25.06.27	25.06.04	25.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,000,000	810,000	810,000	810,000	640,000	540,000
괴리율(평균,%)		(26.94)	(28.77)	(28.14)	(4.60)	(19.14)
괴리율(최대/최소,%)		(1.11)	(19.01)	(19.01)	4.69	0.00
제시일자	**25.03.27**	**25.02.19**	**25.01.17**	**24.10.31**	**24.09.25**	**24.07.12**
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	360,000	250,000	230,000	300,000
괴리율(평균,%)	(25.95)	(20.79)	(15.27)	(4.43)	(17.53)	(46.38)
괴리율(최대/최소,%)	(10.48)	(10.48)	(0.14)	20.00	(8.70)	(20.17)
제시일자	**24.05.27**	**24.05.02**	**24.04.04**	**24.02.07**		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	250,000	190,000	190,000	130,000		
괴리율(평균,%)	(14.21)	(18.80)	(24.69)	(9.10)		
괴리율(최대/최소,%)	(3.40)	1.79	(13.68)	24.62		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

SK(034730) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



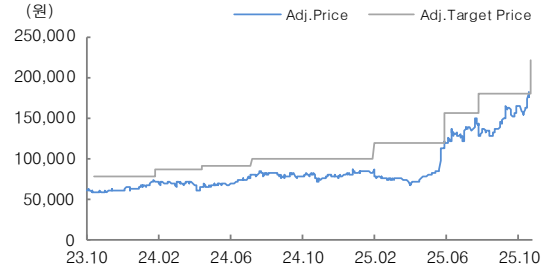
제시일자	25.10.27	25.08.01	25.06.04	25.04.28	25.02.18	24.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	340,000	270,000	230,000	210,000	230,000	230,000
괴리율(평균,%)		(22.63)	(10.67)	(31.79)	(41.61)	(37.50)
괴리율(최대/최소,%)		(12.04)	0.00	(13.95)	(34.78)	(32.04)
제시일자	**24.09.25**	**24.08.18**	**24.08.07**	**24.02.07**		
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy		
목표주가	230,000	230,000	250,000	250,000		
괴리율(평균,%)	(35.96)	(37.23)	(44.93)	(32.71)		
괴리율(최대/최소,%)	(32.04)	(32.26)	(44.60)	(17.00)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

LG(003550) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



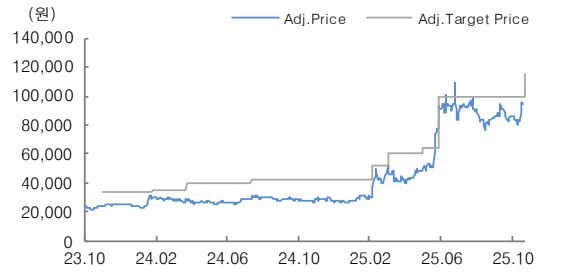
제시일자	25.10.27	25.08.18	25.08.06	25.07.27	25.06.27	25.06.04
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	98,000	89,000	83,000	83,000	83,000	83,000
괴리율(평균,%)		(15.99)	(9.40)	(13.82)	(14.36)	(17.07)
괴리율(최대/최소,%)		(9.21)	(7.23)	2.29	2.29	2.29
제시일자	**25.02.06**	**24.11.22**	**24.11.15**	**24.09.25**	**24.08.08**	**24.05.09**
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	83,000	95,000	95,000	95,000	95,000	101,000
괴리율(평균,%)	(19.14)	(18.71)	(16.81)	(16.42)	(13.91)	(16.36)
괴리율(최대/최소,%)	(10.36)	(9.68)	(9.68)	(9.68)	(9.68)	2.48
제시일자	**24.02.07**					
투자의견	Buy					
목표주가	101,000					
괴리율(평균,%)	(12.85)					
괴리율(최대/최소,%)	2.48					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

HD현대(267250) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



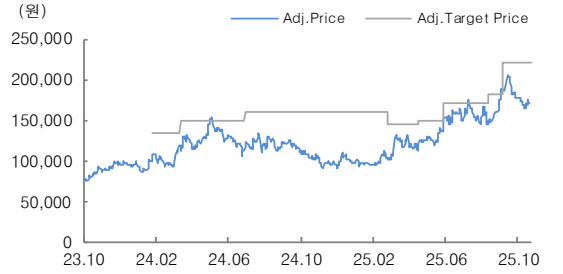
제시일자	25.10.27	25.08.06	25.08.01	25.06.04	25.02.06	25.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	220,000	180,000	180,000	155,000	120,000	100,000
괴리율(평균,%)		(17.76)	(26.72)	(14.77)	(35.17)	(16.31)
괴리율(최대/최소,%)		0.89	(25.72)	(3.35)	(5.92)	(13.30)
제시일자	**24.11.06**	**24.09.25**	**24.07.26**	**24.07.17**	**24.05.22**	**24.04.25**
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	90,000	90,000
괴리율(평균,%)	(20.32)	(20.08)	(19.54)	(20.13)	(22.19)	(25.96)
괴리율(최대/최소,%)	(14.40)	(16.10)	(16.10)	(19.30)	(11.22)	(23.89)
제시일자	**24.02.07**	**23.10.29**	**23.10.27**			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	87,000	78,000	78,000			
괴리율(평균,%)	(21.07)	(19.39)				
괴리율(최대/최소,%)	(17.01)	(5.64)	(100.00)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

한화(000880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



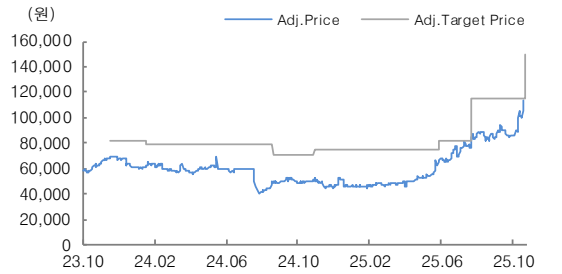
제시일자	25.10.27	25.06.04	25.05.07	25.04.01	25.03.11	25.02.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	115,000	100,000	64,000	60,000	60,000	52,000
괴리율(평균,%)		(10.77)	(8.47)	(26.21)	(25.90)	(14.20)
괴리율(최대/최소,%)		8.80	45.94	(18.00)	(18.92)	0.58
제시일자	**25.01.23**	**24.11.05**	**24.09.25**	**24.07.23**	**24.05.02**	**24.04.04**
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	43,000	43,000	40,000	40,000
괴리율(평균,%)	(27.35)	(33.06)	(32.26)	(30.95)	(32.14)	(32.33)
괴리율(최대/최소,%)	(12.33)	(26.86)	(26.86)	(26.86)	(26.38)	(26.38)
제시일자	**24.03.03**	**24.02.07**	**23.11.16**			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	35,000	35,000	34,000			
괴리율(평균,%)	(17.48)	(15.82)	(25.59)			
괴리율(최대/최소,%)	(12.71)	(12.71)	(8.53)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

CJ(001040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.27	25.09.11	25.08.18	25.06.04	25.05.19	25.04.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000	220,000	182,000	172,000	150,000	150,000
괴리율(평균,%)		(17.03)	(9.84)	(8.96)	(15.05)	(15.93)
괴리율(최대/최소,%)		(6.59)	3.52	2.27	(6.93)	(13.20)
제시일자	**25.03.03**	**25.01.09**	**24.09.25**	**24.08.18**	**24.07.09**	**24.05.31**
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	145,000	160,000	160,000	160,000	160,000	150,000
괴리율(평균,%)	(18.54)	(38.03)	(30.98)	(24.50)	(24.24)	(15.23)
괴리율(최대/최소,%)	(9.52)	(29.06)	(15.69)	(15.69)	(15.69)	1.80
제시일자	**24.04.26**	**24.04.01**	**24.03.24**	**24.02.29**	**24.02.23**	**24.02.07**
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	150,000	150,000	135,000	135,000	135,000
괴리율(평균,%)	(13.88)	(18.92)	(20.52)	(24.94)	(25.53)	(23.93)
괴리율(최대/최소,%)	1.80	(11.93)	(13.47)	(11.11)	(20.15)	(20.15)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

효성(004800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.10.27	25.07.29	25.06.04	25.05.07	25.02.04	24.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	115,000	82,000	75,000	75,000	75,000
괴리율(평균,%)		(22.28)	(10.63)	(23.90)	(36.19)	(36.91)
괴리율(최대/최소,%)		(1.04)	2.44	(10.53)	(28.80)	(30.13)
제시일자	**24.09.25**	**24.08.29**	**24.07.30**	**24.02.26**	**24.02.07**	**24.01.30**
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	70,000	70,000	79,000	79,000	79,000	79,000
괴리율(평균,%)	(28.72)	(28.96)	(44.41)	(24.82)	(20.33)	(19.57)
괴리율(최대/최소,%)	(25.43)	(25.43)	(37.22)	(11.52)	(17.59)	(17.59)
제시일자	**23.11.30**					
투자의견	Buy					
목표주가	82,000					
괴리율(평균,%)	(21.67)					
괴리율(최대/최소,%)	(15.73)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						