



2026년 1월 27일 | 키움증권 리서치센터

2026 JICHELIN GUIDE

2026 지수랭 가이드
산업분석 | 지주 (Overweight)

보험/증권/지주 Analyst 안영준 yj.ahn@kiwoom.com

Contents



2026 지수랭 가이드	2
Intro	3
Executive Summary	4
I. 持株에서 支柱로	5
> 더 이상 'Holding' Company가 아니다	5
> 상법 개정으로 자회사 밸류 유출 우려 해소	11
II. 지주회사 NAV 할인의 함정	14
> 지주회사의 NAV 할인은 당연하다	14
> 할인을 축소란, '온전한 가치'를 받게 될 가능성의 상승	15
III. 지수랭 가이드 평가표	16
> 지주회사 주가 동인의 핵심 5가지 요인	
- 업황/성장성/재무전략/지배구조/자본정책	16
> 5가지 요인에 근거한 지주회사 Pentagonal Analysis	18
기업분석	23
> HD현대 (267250)	24
> LG (003550)	32
> SK (034730)	40
> 한화 (000880)	48
> 코오롱 (002020)	56

Compliance Notice

- 당사는 1월 27일 현재 보고서에 언급된 종목들 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

2026 지수랭 가이드

>>> 3세 경영과 4차산업혁명, 그리고 지주

지주회사 제도는 과거 순환출자 제도의 문제점을 해소하기 위해 도입되었다. 지금의 대기업 그룹 창업주와 2세들은 빠르게 발전하는 우리나라 경제에 맞춰 사세를 경쟁적으로 확장했고, 지금의 기업 규모와 그 과실은 그들의 전략이 옳았다는 것을 증명한다.

하지만 시대는 변했다. 4차산업혁명이라는 대격변에서, 규모의 경제보다는 핵심 기술의 보유 여부가 성패를 좌우한다. 그룹의 미래를 이끌어갈 고도화된 기술과 역량은 인적/재무적 자원의 집중과, 이를 극한으로 활용할 수 있는 경영진의 추진력에서 탄생한다.

지금 우리나라의 기업집단은 큰 변화의 앞에서 가장 중요한 기로에 서 있다. 지주회사의 역할은 과거와 같이 단순히 자회사를 지배하는 것에서 그치지 않고, 주도적으로 새로운 미래를 준비하는 그룹의 'Head Company'가 될 것으로 예상된다.

>>> 지주사 투자 판단 기준 5가지

가격은 가치에 대한 시장에서의 합의이다. 지주회사의 주가와 NAV의 대부분을 차지하는 상장자회사의 주가는 이미 시장에서 합의된 상수이다. 이에 따라 지주회사에 대한 투자 판단 시 NAV 할인율보다는 지금의 가격에 반영이 되어있지 않은 요인들을, 즉 시장의 비효율성을 찾아내는 것이 적합하다고 판단한다.

지주회사 가격의 비효율을 담은 요인으로 업황/성장성/재무전략/지배구조/자본정책 등으로 선정했다. 미래 NAV의 증가, 알려지지 않은 자산의 새로운 가격 발견 기회, 주주가치 제고 등의 가능성이 높아질 때 시장에서 지주회사 가격이 상승할 것으로 판단했다.

>>> 지주회사 전체적으로 레벨 업 구간,

Top Pick: HD현대

기업집단에서 지주회사의 역할이 확대되고 있는 것과 더불어 상법 개정 등으로 가치 유출에 대한 우려가 낮아지고 있는 바 모든 지주회사들에 대한 후호적인 접근을 권고한다. 최선호주로는 자회사(HD한국조선해양, HD현대일렉트릭)의 강한 업황과 동시에 성장성과 자본정책도 높지 평가되는 HD현대를 제시한다.

>>> Intro

미식가들의 성서로 알려진 '미슐랭 가이드(MICHELIN Guide)'는 126년 전인 1900년, 자동차 여행 계획 안내를 위한 목적으로 창간되었습니다. 여행자들에게 공정하고 유익한 정보를 제공하겠다는 소명 의식 하에 가이드에 레스토랑과 호텔의 광고를 수록하지 않는다는 원칙을 세웠고, 이러한 전통은 백 년이 지난 오늘날까지 이어져오고 있습니다. 높은 독립성과 공정성을 기반으로 미슐랭 가이드는 그 신뢰도를 인정받게 되었으며, 특히나 큰 호응을 얻은 레스토랑 추천 섹션은 식당을 평가하는 세계적으로 독보적인 '기준'이 되었습니다.

미슐랭 가이드는 재료의 퀄리티 / 요리 기술의 숙련도 / 맛의 조화 / 음식의 개성 / 일관성 등 5가지의 기준으로 레스토랑을 평가한다고 합니다. 5가지 기준으로 평가 후 레스토랑에는 미슐랭 스타가 부여되는데, 각 스타의 개수가 의미하는 것은 이렇습니다.

미슐랭 3 스타 - 해당 식당을 위해 특별히 여행을 떠날 만하다 (Worth a special journey)

미슐랭 2 스타 - 다소 떨어져 있어도 우회할 만한 가치가 있다 (Worth a detour)

미슐랭 1 스타 - 해당 지역을 방문한다면 들러 볼 가치가 있다 (Worth a stop)

미슐랭 가이드의 목적은 식당의 우열을 정하는 데 있지 않습니다. 모든 식당은 요리 재료, 조리법, 스타일, 구성 등이 제각기 다릅니다. 가이드의 목적은 그저 여행자에게 탁월한 요리 경험을 할 수 있다는 것을 전달하기 위함입니다.

이번 '2026 지슐랭 가이드' 자료는 천차만별인 식당처럼 제각기 다른 특성을 가진 지주회사의 투자 매력도를 어떻게 투자자에게 효과적으로 전달할 수 있을 지에 대한 고민에서 시작했습니다. 이미 가격으로 고착화된 NAV와 할인율보다는, 업황 / 성장성 / 재무전략 / 지배구조 / 자본정책 등 지주회사의 5가지 핵심 평가 기준을 선정하였습니다. 각 요인에 대해 1 ~ 5점을 부여하고, 이를 바탕으로 지주회사의 투자 매력도를 점검하고자 합니다. 점수의 의미는 이렇습니다.

지슐랭 5점 - 해당 요인 때문만이라도 지주회사를 매수할 만한 이유가 된다

지슐랭 4점 - 전반적으로 지주회사 주가에 긍정적인 영향이 예상된다

지슐랭 3점 - 단기간에 특별한 모멘텀으로 작용하지 않을 가능성이 높다

지슐랭 2점 - 전반적으로 지주회사 주가에 부정적인 영향이 예상된다

지슐랭 1점 - 해당 요인은 지주회사 매수 고려 시 강력한 걸림돌로 작용할 것으로 예상된다

지슐랭 가이드의 심사위원(Mystery Diners)은 바로 투자자 여러분들입니다. 여러 재료들의 품미가 어우러지는 요리처럼, 지주회사의 주가는 다양한 산업과 여러 이슈들이 서로 얹혀져 복합적으로 움직입니다. 본 자료의 분석이 시장의 비효율을 찾아 여행하고 있는 투자자들에게 가이드가 될 수 있기를 희망합니다.

>>> Executive Summary

국내 주요 기업의 3세 경영이 본격화되고 있다. 그룹의 초대 회장은 규모의 경제를 실현시키며 외형 성장에 주력했으며, 이를 이어받은 2세들은 높은 기술력을 확보하여 핵심 사업 부문의 역량을 글로벌 최고 수준으로 끌어올렸다. 그리고 지금, 3세대 경영진들은 4차산업혁명의 중심에서 기술적 통찰력과 글로벌 기업과의 협업 능력 등을 시험받으며 그룹의 명운을 좌우할 주인공으로 서서히 자리잡고 있다.

세대를 거치며 기업집단의 형태도 그에 맞게 변모해왔다. 성장에 중점을 둔 1세대는 적은 자본으로 레버리지 효과를 극대화할 수 있는 순환출자 형태의 지배구조를 형성했다. 순환출자는 빠른 성장에는 효율적이었으나 외환위기를 거치며 연쇄 부실 위험이 발현되었고, 이후 정부 주도 하에 지주회사 체제로의 전환이 이루어졌다. 2세 경영 하에서는 경영권 승계와 지주사 전환 필요성이 동시에 대두되었고, 기업간의 분할/합병/계열분리 등이 복잡하게 수행된 끝에 지주회사 체제의 기틀이 마련되었다.

3세 경영의 시작과 함께 지주회사 중심 지배구조가 완성된 지금, 다음과 같은 특징들에 주목해야 한다.

- 1) 그룹에서 오너의 지분은 사업자회사가 아닌 지주회사에 집중되어 있으며, 사업자회사의 대주주는 오너가 아닌 지주회사이다. 직접 소유는 주주환원 확대 시 오너의 효용이 크다는 것을 의미한다.
- 2) 공정거래법에 의거, 지주회사는 상장 사업자회사의 지분 최소 30% 이상을 확보 중이다. 즉, 사업자회사에 대한 경영권 위협의 가능성은 적으며, 지주사의 사업 포트폴리오 구성 계획에 따라 좌우된다.
- 3) 소액주주 권리가 중시되면서, 이전과 같은 물적분할이나 자회사 쪼개기 상장 등을 통한 그룹으로의 자금 조달은 어려워졌다. 사업자회사의 증자에 지주회사가 참가하는 식의 자금조달이 늘어나고 있다.

이러한 특징으로 **향후 그룹의 모든 경영활동과 관련된 이벤트는 이전과 달리 사업자회사가 아닌 지주회사가 주체가 될 것**이며, 이 과정에서 지주회사의 재평가가 이루어질 것으로 예상된다. 모든 경영활동이라 함은 주주환원, M&A, 자금조달, 신사업 등 주가 움직임의 원인이 되는 활동들을 전부 포함한다.

투자자의 관점에서는, **정태적인 NAV 할인율 축소 기대감보다는 동태적인 이벤트에 근거한 새로운 접근 방식을 권고**한다. 365일 할인하는 상품은 시장에서 할인가를 정가로 받아들여질 것이며, 가격 상승은 어떠한 '사건'의 영향을 받아야 이루어질 것이다. 기업의 주가는(특히 지주회사는) 사건의 발생 가능성이 기대감으로 관심도가 높아질 때 움직인다고 판단하며, 이에 따라 확률론적 접근이 유효할 것이라고 판단한다.

투자 시 참고해야 할 주요 주가 동인으로는 **핵심사업 업황/성장성/주주환원/재무건전성/지배구조** 등의 5가지로 제시한다. 정책 등 외부 요인들로 지주회사 전반적인 리레이팅이 진행되는 가운데, 개별 지주회사의 주가는 위 5가지 요인들에 대한 기대감이 시장에서 얼마나 반영되는 지에 따라 차별화될 것으로 전망한다.

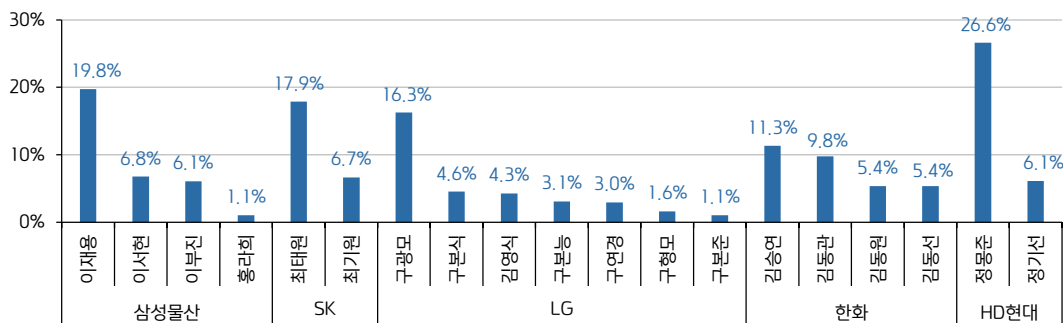
I. 持株에서 支柱로

>>> 더 이상 'Holding' Company가 아니다

지주회사에서 '지주'는 持株, 즉 주식을 가지고 있는 회사를 의미한다. 자체 사업을 영위하는 경우도 있으나, 사업자회사의 주식을 보유함으로써 이를 지배/관리하는 것이 지주회사의 본연 사업이다. 이러한 연유로 우리나라 주식시장에서 지주회사가 소외되어온 것은 어찌 보면 당연하다. 단순히 자산(주식이든, 부동산이든)을 보유하고 있는 것만으로는 해당 자산의 가격이 오르더라도 매각 및 이익의 분배가 이루어지지 않는다면 평가이익일 뿐이지, 새로운 가치가 창출되는 것은 아니기 때문이다. 지주회사 체제 전환 과도기였던 근 20년간 지주회사의 자본은 대부분 자신(지주회사의 주주)이 아닌 자회사 지분 확보를 위해서만 사용되어왔다.

그러나 시대는 변했다. 국내 주요 그룹에서 3세 경영의 시작과 함께 지분 정리와 지배구조 개편이 진행되었으며, 그 결과 오너는 지주회사의 지분을, 지주회사는 사업자회사의 지분을 보유하는 체제가 완성되었다. 2세에서 3세로의 지주회사 지분 및 경영권 이전도 대부분 마무리되었다. 국내 주요 그룹 지주회사의 주요 주주구성은 다음과 같다.

국내 주요 그룹 지주회사 1% 이상 지분 보유 중인 개인주주



주: 3Q25 분기보고서 보통주 지분율 기준. 삼성물산/한화는 공정거래법상 지주회사는 아니나 실질적으로 지주회사 취급
자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

위와 같은 지주회사 체제로의 전환과 3세의 지주회사 지분 증가가 시사하는 바는 다음과 같다.

- 1) 주요 그룹에서 상속/증여 이슈가 대부분 해소됨에 따라 지주회사 주가 상승이 대주주에 비우호적일 것이라는 인식이 완화되고 있다.
- 2) 지주회사에 대한 지분을 상승으로 지주회사의 주주환원 확대는 대주주의 효용 증가에 직접적으로 기여하게 되었다.
- 3) 그룹의 자금 조달 능력과 사업 포트폴리오 구성 시 협상력 등은 물론 대주주의 재산 중 상당 부분도 지주회사의 주가와 연동되는 구조가 만들어졌다.

결과적으로, 지주회사는 이전처럼 자회사를 지배하는 것에 그치는 것이 아니라 자금조달이나 주주환원 등 그룹 전체의 경영활동에서 핵심적인 역할을 담당하게 되었다고 할 수 있다.

지주회사의 역할이 확대된 근거로는 1) 최근 기업집단에 속한 사업자회사의 자금 조달 시 지주회사의 적극적인 참여가 시장에서 필수적인 행동으로 인식되고 있다는 점과 2) 상속/증여 및 지배구조 개편 마무리 이후 오너의 지주회사 지분 중 상당수는 주식담보대출로 질권이 설정되어 있다는 것을 들 수 있다.

최근 급변하는 산업 구조에 대응하기 위해 국내 기업들은 새로운 사업 영역에 대규모 투자를 단행하며 대응하고 있다. 이러한 장기 투자는 단기적인 실적으로 연결되기는 어려운 만큼 채권 발행보다는 증자를 통해 자금 조달이 이루어진다. 통상 증자는 발행주식수 증가로 지분율 희석 등에 따른 주가 하락이 우려되는 동시에 증자 효과에 대한 불확실성이 있는 바 최대주주의 참여도가 흥행을 결정하는 주요 요인이다.

증자 시 최대주주의 역할은 소액주주 권리 보장이 중요시되면서 이전보다 커졌다. 최근 국내 주요 그룹의 사업회사 중 유상증자를 단행한 기업의 최대주주는 공시를 통해 배정 물량의 100~120%를 청약할 것임을 밝혔는데, 해당 증자가 기존 주주에게 불리한 것이 아니라는 것을 적극적으로 호소하는 동시에 그룹의 대외 신뢰도를 제고하려는 움직임으로 판단된다. 더욱이 금융감독원은 올해부터 유상증자 중점 심사 제도를 도입하여 주식가치 희석과 일반주주 권익 훼손 우려 등을 집중적으로 심사 중이다.

향후에도 사업자회사가 증자를 통해 대규모 자금을 조달할 경우 지주회사나 모회사의 적극적인 참여(출자)가 필수적일 것으로 예상되며, 이에 따라 지주회사는 그룹의 용이한 자금조달을 위해 재무 건전성 및 대외 신뢰도 등을 향상시키는 것을 주요 목표로 삼을 것이다. 주주 권리가 강조된 상법 개정안으로 지주회사가 아닌 타 계열사의 지원도 어려움에 따라 지주회사의 역할이 강조될 것이다.

주요 그룹 사업자회사의 유상증자 사례 정리

납입일	기업명	최대주주	증자 총액	최대주주 출자액	최대주주 공시 청약률	최대주주 지분율	
						증자 전	증자 후
2025-08-12	LS 마린솔루션	LS 전선	418	291	100%	66.8%	67.8%
2025-07-29	포스코퓨처엠	포스코홀딩스	1,107	529	100%	59.7%	58.2%
2025-07-09	한화에어로스페이스	한화	2,919	795	100%	32.7%	32.2%
2025-05-30	삼성 SDI	삼성전자	1,655	320	120%	19.6%	19.4%
2025-04-17	이수페타시스	이수	283	58	120%	21.2%	21.5%
2025-03-07	현대차증권	현대차	162	30	100%	25.4%	22.2%
2024-12-12	에코프로에이치엔	에코프로	175	53	120%	31.4%	31.1%
2024-03-14	LG 디스플레이	LG 전자	1,292	470	120%	37.9%	36.7%
2023-11-16	한화오션	한화에어로스페이스	1,497	313	100%	24.1%	23.2%
2023-09-19	SK 이노베이션	SK	1,143	335	100%	34.9%	34.5%
2023-01-31	롯데케미칼	롯데지주	1,216	294	120%	25.6%	25.3%
2022-06-24	에코프로비엠	에코프로	625	231	100%	47.6%	45.4%
2022-04-15	삼성바이오로직스	삼성물산	3,201	1,217	100%	43.4%	43.1%
2022-02-18	두산에너지빌리티	두산	1,148	252	70%	39.3%	37.0%

주: 1) 한화에어로스페이스는 위 유상증자와 별개로 한화에너지/한화에너지싱가폴/한화임팩트파트너스 등 계열사로부터 1.3조원 출자 받음

2) 금융감독원은 삼성SDI와 한화에어로스페이스의 유상증자부터 유상증자 중점심사 시작

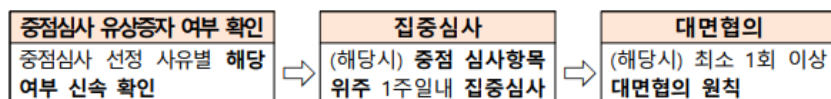
자료: dart, 키움증권 리서치센터

금융감독원이 발표한 유상증자 심사개선 방안 - 주식가치 희석/일반주주 권익 훼손 여부 점검 계획

붙임2 유상증자 심사개선 방안

1 심사절차 개선(안)

- 중점심사 유상증자 해당시 IPO심사절차를 준용하여 집중심사



2 중점심사 유상증자* 선정기준

대분류	소분류	선정기준***
주식가치 희석화 우려	① 증자비용	증자규모 및 증자비용 등 고려
일반주주 권익훼손 우려**	② 할인율	증자규모 및 할인율 등 고려
재무위험 과다	③ 신사업투자 등	자금사용목적의 타법인출자 또는 신규사업 연관성 고려
주관사의 주의의무 소홀	④ 경영권 분쟁발생	경영권 분쟁 소송이 진행되었거나 진행중
	⑤ 한계기업 등	최근 3년 연속 재무실적 부실 또는 재무구조 악화 등
	⑥ IPO 실적 과다 추정	IPO 후 실적 괴리율 등 고려
	⑦ Due Diligence 소홀	다수의 정정요구를 받은 주관사의 인수·주선 참여

* 주식 관련 사채(CB, BW 등) 발행 포함

** ③,④ 외 정성적 중점심사 유상증자 기준을 탄력적으로 운용 예정

*** 규모, 비율 등 계량기준은 비공개 운영

3 중점 심사항목

- (공통 심사항목) 유상증자 당위성, 주주소통 절차, 기업실사 내용, 이사회 논의내용 등을 명확히 기재
- (중점심사 지정사유별 심사항목) 해당 이슈가 발생하게 된 경위, 회사에 미치는 영향 및 향후 대응방안 등을 충실히 기재

중점심사 지정사유	심사항목
공통	유상증자 당위성 및 의사결정과정, 동 사항들의 이사회 논의 여부 및 그 논의내용, 소액주주 등의 이해 고려여부 및 주주 보호 방안 관련 개선계획, 기업실사 합리적 수행여부 등
증자비용, 할인율	증자비용, 할인율 적정성에 대한 검토여부 및 검토내용, 이에 대한 이사회 논의여부 및 그 내용 등
신사업투자 등	신규사업 진출위험, 기존 사업에 미치는 영향, 타법인 인수시 가격 적정성 검토여부 및 주요 검토내용 등
경영권 분쟁발생	경영권 분쟁 상황에서 유상증자 추진 배경 및 목적, 관련 법률적 위험 등
한계기업 등	재무지표 악화 경위, 이로 인해 발생할 수 있는 위험 및 이를 극복하기 위한 회사의 대응방안 등
IPO 실적 과다 추정	상장시 자금사용 계획과 달리 자금이 추가로 필요하게 된 경위, 괴리율 발생원인 및 회사의 대응방안 등

자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

또 주목할 점은 오너들이 현금 확보를 위해 보유한 지주회사의 지분을 적극적으로 활용하고 있다는 점이다. 주요 기업 집단의 오너가 가지고 있는 자산은 대부분 지주회사의 지분으로 구성되어 있는데, 그룹 전체의 경영권을 유지하기 위해 해당 지분을 판매하기는 어렵다. 이에 따라 오너들은 세금 납부 등으로 현금이 필요한 경우 보유한 지주회사 지분을 담보로 설정한 대출을 적극적으로 활용하고 있다.

공시된 자료에 따르면, 국내 주요 그룹의 오너들은 보유한 지주회사 지분을 담보로 적게는 2,000억원부터 많게는 7,000억원의 대출계약을 체결한 상황이다. 대출계약에 활용되고 있는 지주회사의 지분은 5~15% 수준에 달하며, 상속세/증여세 연부연납을 위해 법원에 공탁된 물량까지 합산한다면 활용되고 있는 지분은 더욱 많아진다.

삼성물산 주요 개인주주의 주식담보대출 현황

이름	주식수 (천주)	계약상대방	체결(변경)일	만기일	시총 비중	대출금액 (십억원)	이자율	담보유지비율
이부진	2,206	하나은행	2021-04-29	해지시까지	1.30%	150	3.82%	
이부진	2,450	한국증권금융	2025-04-29	2026-04-29	1.44%	180	3.84%	110%
이서현	1,164	하나은행	2021-04-28	해지시까지	0.68%	80	3.81%	
이서현	2,524	한국증권금융	2025-04-29	2026-04-29	1.48%	180	3.84%	110%
홍라희	900	BNK 투자증권	2025-10-28	2026-01-26	0.53%	100	4.10%	140%
합계	9,244				5.43%	690		

주: 세금 납부를 위한 법원 공탁 물량은 제외한 담보계약만 표기
자료: dart, 키움증권 리서치센터

SK 주요 개인주주의 주식담보대출 현황

이름	주식수 (천주)	계약상대방	체결(변경)일	만기일	시총 비중	대출금액 (십억원)	이자율	담보유지비율
최태원	2,383	한국증권금융	2025-12-01	2026-11-30	3.29%	400	3.99%	110%
최태원	340	하나은행	2025-09-01	2025-08-31	0.47%	37	3.64%	
최태원	316	한국투자증권	2025-11-12	2026-02-11	0.44%	53	3.95%	140%
최기원	680	한국증권금융	2025-04-19	2026-04-18	0.94%	33	3.97%	110%
최기원	210	교보증권	2025-10-13	2026-01-12	0.29%	25	4.10%	140%
최기원	166	BNK 증권	2025-11-04	2026-02-03	0.23%	18	4.20%	140%
최유진	9	대신증권	2025-08-18	2026-02-17	0.01%	1	5.10%	150%
최영진	1	대신증권	2025-08-18	2026-02-17	0.00%	0	5.10%	150%
최영근	100	한국증권금융	2025-03-19	2026-03-18	0.14%	5	4.15%	110%
고재윤	12	유안타증권	2025-11-24	2026-02-23	0.02%	1	5.70%	140%
합계	4,218				5.83%	572		

자료: dart, 키움증권 리서치센터

LG 주요 개인주주의 주식담보대출 현황

이름	주식수 (천주)	계약상대방	체결(변경)일	만기일	시총 비중	대출금액 (십억원)	이자율	담보유지비율
구광모	1,100	한국증권금융	2023-06-29	2026-06-29	0.71%	63	3.76%	110%
구광모	300	한국증권금융	2024-06-28	2026-06-28	0.19%	17	3.76%	110%
구광모	200	한국증권금융	2024-07-31	2026-07-31	0.13%	18	3.73%	110%
구본능	979	한국증권금융	2024-11-26	2026-11-26	0.63%	38	3.98%	110%
구광모	2,950	한국증권금융	2024-11-29	2026-11-29	1.91%	128	3.99%	110%
구광모	1,850	한국증권금융	2025-02-27	2026-02-27	1.20%	60	4.03%	110%
김선훈	166	한국증권금융	2025-02-27	2026-02-27	0.11%	7	4.03%	110%
구미정	692	한국증권금융	2025-04-28	담보해지시	0.45%	30	4.60%	133%
구광모	200	한국증권금융	2025-06-27	2026-06-27	0.13%	15	3.76%	110%
구광모	200	한국증권금융	2025-08-01	2026-08-01	0.13%	18	3.72%	110%
김선정	19	한국증권금융	2025-11-28	2026-11-28	0.01%	1	4.09%	110%
김서은	19	한국증권금융	2025-11-28	2026-11-28	0.01%	1	4.09%	110%
합계	8,676				5.61%	395		

주: 세금 납부를 위한 법원 공탁 물량은 제외한 담보계약만 표기
 자료: dart, 키움증권 리서치센터

한화 주요 개인주주의 주식담보대출 현황

이름	주식수 (천주)	계약상대방	체결(변경)일	만기일	시총 비중	대출금액 (십억원)	이자율	담보유지비율
김승연	2,400	우리은행	2025-04-10	2026-04-10	3.20%	34	3.95%	
김승연	2,100	하나은행	2025-04-10	2026-04-10	2.80%	34	3.84%	
김승연	2,200	국민은행	2025-04-10	2026-04-10	2.93%	29	3.79%	
김승연	336	한국증권금융	2025-07-17	2026-07-17	0.45%	3	4.31%	110%
김동관	1,300	한국증권금융	2025-03-18	2026-03-18	1.73%	18	4.23%	110%
김동원	450	우리은행	2025-11-27	2026-11-27	0.60%	12	4.06%	
김동선	1,891	한국증권금융	2025-10-02	2026-03-20	2.52%	94	3.97%	110%
김동관	600	국민은행	2025-07-31	2026-07-31	0.80%	20	3.76%	
합계	11,277				15.03%	243		

자료: dart, 키움증권 리서치센터

HD현대 주요 개인주주의 주식담보대출 현황

이름	주식수 (천주)	계약상대방	체결(변경)일	만기일	시총 비중	대출금액 (십억원)	이자율	담보유지비율
정몽준	8,247	KEB 하나은행	2025-04-02	2026-04-01	10.44%	262	4.03%	
정몽준	1,967	KEB 하나은행	2025-07-31	2026-07-30	2.49%	60	3.72%	
정몽준	1,208	교보증권	2025-12-08	2026-03-07	1.53%	50	4.30%	180%
정기선	1,774	KEB 하나은행	2025-09-25	2026-09-24	2.25%	40	3.75%	
합계	13,196				16.71%	411		

자료: dart, 키움증권 리서치센터

오너의 지주회사 지분 활용도 확대를 통해

1) 지금은 경영 3세로의 지주회사 지분 이전이 완료된 상황으로 과거 상속세 산정 기준 등으로 지주회사의 주가가 낮을수록 오너에게 유리하다는 주장은 설득력을 잃게 되고,

2) 반대로 대출과 담보유지비율 등을 고려하면 오너에게도 주가가 높은 쪽이 더욱 유리하다고 판단해야 할 것이며,

3) 아직 세금 납부 이슈가 끝나지 않은 그룹에서는 오너의 현금흐름 수요가 여전히 남아있을 것으로 보이는 가운데, 향후 주가 상승에 따른 담보 확대와 현금배당의 주주환원을 통한 유동성 확보는 대외적으로 낮은 리스크로 현금흐름 수요를 충족시킬 수 있는 방법으로 예상된다는 점 등을 생각해볼 수 있다.

결과적으로는 과거 지주회사의 디스카운트 요인으로 지적되던 대주주와 소액주주 이익의 불일치가 앞으로는 크게 완화될 것이며, 오히려 그룹에서 주주환원 확대 정책을 시행할 경우에는 지주회사가 대표격이 될 것으로 예상해볼 수 있다.

그룹 내에서 지주회사의 역할이 'Holding Company'였다면, 이제는 달라진 대내외 여건으로 인해 그룹의 사업을 진행하는 데에서도, 주주환원 등 자본 배분을 하는 데에서도 핵심적인 역할을 수행하는 그룹의 'Head Company'가 될 것으로 기대된다.

>>> 상법 개정으로 자회사 밸류 유출 우려 해소

지주회사에 대한 또다른 변화는 상법개정 등 정책의 영향으로 비상장 자회사의 밸류가 지주회사로부터 유출될 가능성도 크게 완화되었다는 것이다. 그간 국내 자본시장에서는 지주회사의 성장성 높은 자회사 혹은 사업부가 별도로 분할 상장되어 자본을 조달하는 경우가 많았으며, 이는 시장에서 지주회사의 가치를 산정할 때 상장 가능성이 있는 자회사의 가치는 중복상장에 우려로 제외되는 결과로 이어졌다.

중복상장 구조 그 자체의 문제도 있을 것이나, 오랜 기간 이러한 형태가 이어져온 바 현재 시장가격에는 미래에 추가적인 액션이 없다면 이를 모두 반영되었다고 판단한다. 중요한 것은 향후에 추가적인 중복상장 구조가 만들어질 가능성이며, 이 가능성이 현저히 줄어들었다는 것에 주목해야 한다.

중복상장 구조가 만들어지면서 지주회사의 가치가 훼손되는 경우는 크게 두 가지인데, 첫 번째는 물적분할을 포함한 100% 지분을 보유한 자회사의 상장(포개기 상장), 두 번째는 인적분할 시 자사주에 신주 배정(자사주의 마법)이다. 이와 별개로 인적분할 후 오너의 지주회사로의 사업자회사 지분 현물출자를 통한 그룹 지배력 강화 구조 형성도 있으나, 행위 자체보다는 분할비율의 합리성이 주요 논의사항일 것이다.

물적분할과 포개기 상장에 따른 소액주주 권익 훼손 방지는 이재명 대통령의 주요 상법 관련 공약 중 하나였다. 상법개정안 주요 공약 4가지 중 이사의 주주총실의무 도입과 집중투표제 의무화는 통과되었으며, 자사주 원칙적 소각과 포개기 상장 금지 법안은 아직 논의 중이다. 현재 국회에 상정되어 논의되고 있는 자본시장법 개정안을 살펴보면, 물적분할에 의해 설립된 것을 포함한 자회사가 별도로 상장하는 경우 상장주식총수의 100분의 30 이상(법안에 따라 최대 70)을 모회사 주주에게 우선적으로 배정하도록 하는 내용을 담고 있다. 해당 법안이 통과될 경우, 지주회사의 주주가 사업자회사 상장 시 지분을 배정받지 못하면서 발생하는 주주가치 훼손이 어느정도 완화될 것으로 기대해볼 수 있다. 또한, 자회사의 상장 신주를 배정받기 위해 지주회사로의 수급이 유입될 가능성도 높다.

논의되고 있는 자본시장법 개정안에는 물적분할과 포개기 상장에 따른 소액주주 권익 훼손 외에도 경영권 매각 시 의무인수제도 도입, 합병 시 합병비율에 대한 문제, 자진상장폐지를 위한 공개매수 시 공개매수가격 산정 문제, 유상증자 할인율 및 공시 시각 등에 대한 내용도 담고 있다. 이에 따라 자본시장법개정안이 통과될 경우 소액주주의 권익이 상당부분 향상될 수 있을 것으로 기대된다.

국회에서 논의 중인 자본시장법개정안(의안번호 2206908)의 주요 내용

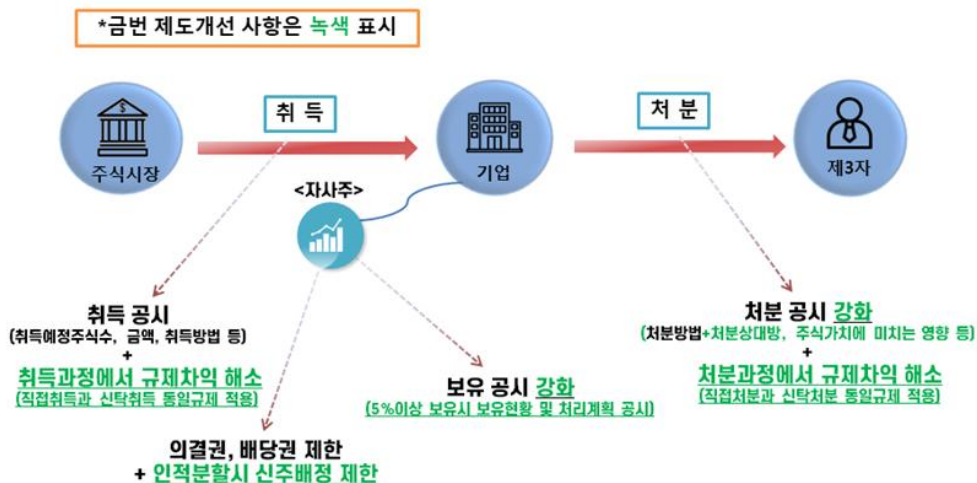
자본시장법개정안 주요 내용	법안이 제시하는 실제 사례와 문제점
(안 제 133 조의 2) 발행주식 총수 100 분의 25 이상 매수로 기업 지배권 인수 시 잔여주식 전부에 대해 의무공개매수 제도 도입	KB 금융지주가 현대증권 지분 22.56% 매입 시 지배주주 지분 인수가격은 주당 23,182 원, 소액주주 주식매수 청구권은 주당 6,637 원에 불과. 미래에셋증권이 대우증권 지분 43% 인수 시 지배주주에게는 주당 16,518 원, 소액주주는 주당 7,999 원으로 주식매수 청구권 부여. 기업인수 시 지배주주 소유의 지분은 <u>경영권 프리미엄</u> 을 반영해 높은 가격에 매수하면서 일반주주의 주식은 <u>혈값으로 인수</u>
(안 제 165 조의 4 제 2 항, 제 165 조의 5 제 3 항) 상장법인 합병 시 합병비율은 주가가격/자산가치/ 수익가치 등을 종합적으로 고려하도록 외부평가기관의 평가를 받게 하도록 함	삼성물산-제일모직, 두산밥캣-두산로보틱스 사례와 같이 건설한 사업·재무구조를 가진 주식상장법인이 상대적으로 규모가 작거나 부실한 계열사와 <u>부당한 합병비율</u> 로 합병하는 경우, 합병 계열사에 대한 지배력을 강화한 지배주주나 재벌 기업집단과 달리 장기투자하고 있던 일반주주는 예상하지 못한 피해를 입게 됨
(안 제 165 조의 7 제 4 항) 상장법인의 자회사(물적분할 포함)를 별도 상장하는 경우 상장 주식총수의 100 분의 30 이상을 모회사의 주주에게 우선적으로 배정하도록 함	미래 유망성장산업인 2 차 전지사업을 <u>물적분할</u> 하여 자회사를 설립한 후 상장하여 미래 유망성장사업을 잃은 모회사 주식이치가 떨어져 일반주주가 피해를 입은 LG 화학과 SK 이노베이션 사례와 같이 자회사 상장에 따른 모회사 일반주주의 피해
(안 제 141 조제 3 항) 상장법인이 자진 상장폐지를 목적으로 나머지 지분을 공개매수하는 경우 주가가격/자산가치/수익가치 등을 고려하여 산정된 공정한 금액으로 공개매수하도록 함	내부 이익잉여금 상당히 유보되어 있고 매년 흑자를 내는 주식상장법인임에도 불구하고 기업 인수인이 주식상장법인을 <u>자진 상장폐지</u> 하여 일반주주가 피해를 입은 신성통상 사례와 같은 상장폐지 시 일반주주의 피해를 방지
(안 제 165 조의 6 제 5 항 및 제 6 항, 제 161 조제 1 항) 유상증자를 하는 경우 발행가액은 대통령령 기준가액의 100 분의 10 이내의 할인율을 적용하도록 하고, 경영권 분쟁 기간 동안에는 유상증자를 금지하며, 주요사항은 거래소의 매매거래시간 종료 2 시간 전까지 제출하도록 함	지나치게 낮은 할인율로 유상증자를 하면 유상증자에 참여하지 않는 일반주주는 주식이치 희석으로 피해를 입게 되므로 유상증자 전 주식 처분 등의 대응조치를 하게 되는데, 최근에는 이수페타시스 사례와 같이 일반주주가 주식을 처분하는 등의 대응 조치를 하지 못하도록 금요일 저녁에 유상증자를 공시한 후 월요일 주식시장 개장 시 주가가 폭락하여 일반주주가 피해를 입거나, 고려아연 지배권 분쟁 시 유상증자 사례처럼 경영권 분쟁 과정에서 지배주주의 지분확대 목적으로 저가로 <u>유상증자</u> 를 시도하여 일반주주가 피해를 입는 사례 발생

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

인적분할 시 자사주에 신주를 배정하여 대주주의 지분율이 상승하게 되는 ‘자사주의 마법’ 역시 앞으로 일어날 가능성은 현저히 낮아졌다. 2024년말부터 시행된 자본시장법 시행령으로 인적분할 시 자사주에 대한 신주배정이 제한되었으며 자사주 보유/처분 등 과정에서의 공시도 강화되었다. 기존 지주회사의 디레이팅 요인 중 하나였던 자사주의 마법이 원칙적으로 이미 금지된 상황이다.

금융위원회의 상장법인 자기주식 제도개선 주요내용(2024년 12월 24일 배포)

<참고: 상장법인 자기주식(자사주) 제도개선 주요내용>



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

더불어 최근에는 상법 개정으로 주주의 권익이 침해되는 행위가 발생하기 어려운 상황이며, 보유 자사주에 대한 의무 소각도 논의되고 있는 바 이전과 같은 지주회사 지분가치 희석 우려는 크게 낮아졌다는 판단이다.

결과적으로, 기존 지주회사 디레이팅 요인이었던 쪼개기 상장과 자사주의 마법이 모두 금지되었으며, 이는 곧 이전처럼 분할/합병에 따른 주주가치 훼손이 더 이상 발생하지 않을 것이라고 기대해볼 수 있다. 자회사의 중복상장 등 지주회사 주주의 권익을 훼손하는 행동이 법적으로 어려워졌으며, 이는 곧 자회사의 밸류가 지주회사의 밸류에 갇히게 된 것을 의미한다. 따라서 그동안 분할에 대한 우려로 제대로 반영되어오지 못한 자회사의 밸류가 점진적으로는 온전히 지주회사의 가치에 반영될 수 있을 것으로 기대된다.

II. 지주회사 NAV 할인의 함정

>>> 지주회사의 NAV 할인은 당연하다

통상 지주회사의 가치를 논할 때 기준이 되는 것은 NAV(Net Asset Value, 순자산가치)이다. 지주회사의 시장가격이 보유하고 있는 자회사 지분의 시장가격에 대비했을 때 한참 못 미친다는 것을 NAV 대비 할인되고 있다고 표현한다. 그러나 지주회사 주식 가치 상승의 근거를 NAV보다 현재가가 낮기 때문이라고 보는 것은, 할인의 이유를 차치하고서라도 부적절하고 판단한다. 365일 할인하는 상품은 할인된 가격이 시장에서 정가라고 받아들여질 것이다. NAV 할인이 당연하다고 보는 구체적인 근거는 다음과 같다.

1. 시장에서 합의된 자회사 주식 가격이 합리적이라면, 같은 시장에서의 지주회사 주식 가격도 합리적이다.

NAV 계산은 상장된 자회사의 지분가치를 평가하는 것에서 출발한다. 자회사의 지분가치를 계산할 때는 시장가격을 사용하는데, 시장가격은 해당 자산이 실제로 거래되는 합의가 이루어진 가장 합리적인 가격이다. 문제는 지주회사의 주식도 동일한 시장에 상장되어 가격이 매겨지고 있다는 것이다. 이미 시장가격이 합의된 자산(지주회사 주식 가치)을 다른 자산(자회사 주식 가치)의 시장가격을 기준으로 새로운 가치를 매긴다는 것은, 동일한 시장에서 한 자산에 대해 매겨진 가격은 인정하면서 또다른 자산에 대한 가격은 부정하는 모순이 생기게 된다.

2. 주식시장은 기업이 보유한 자산을 미래 활용 계획이 없다면 그 가치를 온전히 반영하지 않는다.

주식시장에는 주식의 가격이 기업의 청산가치보다 낮은, PBR 1배 미만인 기업이 상당히 많다. 이는 비합리적이라고 생각할 수도 있으나, '계속기업의 가정'이 회계적 개념에 국한되지 않고 주식시장에도 적용되고 있기 때문에 지극히 당연하다. 계속기업의 가정 하에 ROE보다 자본비용이 높다면 그 기업의 가치는 해당 시점의 청산가치보다 적은 것이 당연한 것처럼, 기업이 아무리 가치가 높은 자산을 보유하고 있다고 하더라도 해당 시점에 그 자산에 대한 미래 활용 가능성이 0이라면 주식 가격에 반영되지 않는 것이 당연하다. 경영진 교체 등 자산의 활용 가능성이 달라지는 경우에 이는 경영권 프리미엄이라는 명목으로 새로운 가격을 형성한다. 따라서 지주회사가 보유하고 있는 자회사의 지분을 활용할 가능성(매각 등)은 통상 매우 낮으므로, NAV 대비 지주회사 주식의 시장가격이 낮은 것은 당연하다.

따라서, 지주회사를 투자할 때에는 단순히 NAV 할인율에 매몰되어서는 안 된다. 정태적인 NAV 할인율 축소 기대감보다는 동태적인 이벤트에 근거한 새로운 접근 방식을 권고한다.

>>> 할인율 축소란, ‘온전한 가치’를 받게 될 가능성의 상승

지주회사 NAV 할인율은 어떠한 사건을 통해 해당 자산이 시장에서 거래되어 주주들이 온전한 가치를 누리게 될 가능성을 의미한다고 판단한다. 지주회사의 모든 주주가 기업이 가지고 있는 자산(상장자회사 지분을 포함한)의 가치가 자신에게까지 온전히 전달될 것이라고 예상한다면 시장 가격에서는 할인이 발생하지 않을 것이기 때문이다. PBR이 극도로 낮은 기업이라도 기업 청산을 선언할 경우 시장가격이 즉각적으로 청산가치에 수렴하게 되는 것과 같은 논리이다.

그러나 투자 기간 내에 지주회사의 자산 가치가 본인에게까지 이어질 것으로 생각하는 주주의 비중은 일부에 불과할 것이다. 청산 기업의 사례처럼 자산 가치가 주주에게 이어지기 위해서는 자산 매각 → 현금 확보 → 배당이라는 일련의 과정을 통해야 하는데, 해당 과정들을 거치면서 가치의 전달이 가능할 것이라고 생각하는 주주의 비중은 조금씩 더 감소할 것이다.

중요한 것은 가치의 전달이 일어날 것으로 믿든 믿지 않든, 주주들의 생각은 시장에서 합의되는 하나의 ‘가격’으로 형성된다는 것이다. 즉, 우리는 가격과 할인율을 통해 NAV가 주주에게 전달되는 것에 대한 시장에서의 기대감을 가늠해볼 수 있다.

이러한 시각으로 지주회사의 NAV 할인율을 바라보면 투자자가 할 일은 명확하다. 보유한 자산이 새롭게 시장에서 평가될 가능성이 높은 기업을 찾는 것이다. 보유자산이 재평가되는 계기는 비상장 자회사의 매각, 상장, 분할/합병을 통한 지배구조 개편 등이 대표적일 것이다. 한 층 더 들어가본다면, 대주주가 구상하고 있는 사업 전략이나 재무 현황 등을 통해 해당 계기들이 일어날 지의 여부를 생각해볼 수 있을 것이다. 이는 다방면에서의 입체적인 분석을 통해야만 가능할 것이다.

이에 따라 지주회사 밸류에이션에서 상장된 자회사의 할인율은 조정하지 않을 계획이다. 지주회사가 상장된 자회사의 지분을 경영권이 아닌 일부만 매각하는 경우는 극히 드물기 때문이다. 즉 주주에게 실제 효용으로 돌아올 가능성이 높아지지 않을 자산으로 판단한다. 대신 최근 일정 기간의 평균적인 할인율을 적용한다. 다른 조건들에 의해 발생한 할인율 조정을 배제하고, 증시의 장세 혹은 NAV의 급증에 따른 할인율 축소 등 일시적인 노이즈를 최소화하기 위함이다.

III. 지숄랭 가이드 평가표

>>> 지주회사 주가 동인의 핵심 5가지 요인

- 업황/성장성/재무전략/지배구조/자본정책

지주회사의 주가가 상승하는 경우는 1) 자회사 주가 상승 등으로 NAV 자체의 증가, 2) M&A 혹은 지분 매각 등으로 시장가격 대비 보유자산의 할인율 축소, 3) 주주환원 확대 등 주주 효용 증가 등이 발생할 때로 판단한다. 따라서 해당 요인들이 발생할 가능성이 어느 정도인지 파악하고, 이를 기반으로 지주회사 투자 전략을 수립하는 것이 합리적이라고 판단한다.

이처럼 미래에 지주회사의 주가 상승을 기대할 수 있는 상황이 일어날 가능성을 가능해볼 수 있는 요인은 핵심사업 업황/신사업 성장성/재무전략/지배구조/자본정책 등으로 제시한다. NAV의 증가는 그룹 핵심사업 업황과 신사업 성장성 등으로, 보유자산의 할인율 축소는 재무전략과 지배구조, 주주환원은 자본정책을 기반으로 예상이 가능하다.

지주회사 주가 상승 조건 및 주요 판단 요인과 선정 이유

주가 상승 조건	판단 요인	선정 이유 및 주안점
NAV의 증가	핵심사업 업황	- 반도체, 화학, 조선 등 그룹의 핵심 사업 영역의 업황에 따라 사업 자회사의 주가 및 지주회사의 NAV 변동 - 지주회사 주가의 중장기 방향성을 결정짓는 1차적인 요인
	신사업 성장성	- 비상장 자회사 등 신사업 영역은 NAV 산정 시 영향이 미미, 성장성을 인정받는다면 NAV 큰 폭 증가 가능 - 상법 개정(포개기 상장 금지 등)으로 그간 시장에서 인정받지 못한 비상장 자회사 밸류가 지주회사 가치에 반영될 가능성 향상
보유자산 할인율 축소	재무전략	- 자산 매각/M&A 등 발생 시 해당 자산 할인율 축소 및 사업 포트폴리오 시너지 기대감 등이 시장에서 반영됨 - 재무 현황 등 새로운 딜을 수행할 여건이 되는 지와 그룹의 사업 포트폴리오 구성 목표 등이 주요할 것
	지배구조	- 금산분리 완화/스튜어드십코드/행동주의와 경영권 분쟁 등 지배구조 변화 가능성 상승 중 - 오너의 지분 구조와 현황을 파악하는 것도 중요
주주가치 제고	자본정책	- 주주환원 확대 등 자본정책은 주가 변동과 직결되는 요인 - 주주환원 관심도 확대로 프리미엄을 점진적으로 부여 중, 지주회사도 자본정책에 따라 이에 동참할 가능성

자료: 키움증권 리서치센터

5가지 요인을 지주회사 주가의 핵심 동인으로 선택한 이유는 다음과 같다.

1. 핵심사업 업황

지주회사는 자회사의 주식을 소유/지배하는 것이 주 사업 목적인 만큼 그 가치의 기준점은 NAV에 있다. 상승한 것처럼 NAV 대비 지주회사의 가치가 시장에서 할인되는 것은 당연하나, 사업자회사의 주가가 충분히 올라 기대수익률이 상대적으로 낮아진다면 이후에는 해당 자회사의 지분을 보유한 지주회사 주식에 대한 수요로 이어진다. 반대로 핵심사업 업황 부진 및 자회사 주가의 하락세가 이어질 경우에는 다른 요인들이 없다면 지주회사의 주가 상승도 기대하기 어렵다. 따라서 지주회사 주가의 중장기 방향성을 결정짓는 1차적인 요인은 핵심사업의 업황 및 이에 따른 NAV 변동이다.

2. 신사업 성장성

지주회사의 역할 중 하나는 그룹의 새로운 미래 먹거리를 발굴하는 것이며, 신사업에 대한 투자도 주도적으로 단행한다. 지주회사가 가지고 있는 비상장 자회사 중 높은 성장성이 시장에서 인정받게 될 경우 NAV는 새로운 기업의 가치의 반영으로 증가하며, 이에 따른 지주회사의 주가 상승을 기대할 수 있다. 특히, 이전과 달리 지주회사 주주의 권익을 훼손시키는 분할 상장 등은 법적으로 불가능하기 때문에 신사업 성장성에 대한 가치는 지주회사의 가치에 온전히 반영될 수 있을 것으로 기대된다.

3. 재무전략

자체사업을 제외한 지주회사 본연의 가치는 재무전략, 즉 그룹의 자본 배치 역량에서 창출된다. 투자자가 투자 포트폴리오를 구성하여 위험 대비 수익을 극대화하기 위해 부단히 노력하는 것처럼, 지주회사 역시 그룹의 효율적 자본 배치라는 임무를 수행한다. 그룹의 자본 배치와 사업 포트폴리오 등이 미래 주주가치를 증가시킬 수 있을 것인지를 판별해야 한다. 유동비율과 현금흐름 등 재무 현황은 M&A 등 추가적인 자본 활용 가능성을 가늠해볼 수 있는 지표가 될 수 있을 것이며, 자본 활용 시에는 시나리오에 따라 지주회사에 대한 시장의 평가가 어떠한 지를 예상해보고 이를 투자 근거로 사용할 수 있을 것이다.

4. 지배구조

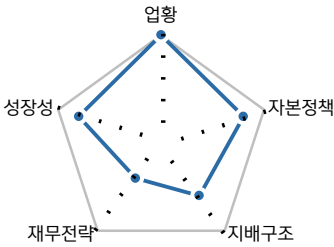
그룹의 지배구조 역시 보유자산 활용 가능성을 예상해볼 수 있는 요인이다. 과거에는 그룹 지배력 강화를 위한 지주회사 체제로의 전환이 지배구조 변동의 주요 촉매였다면, 향후에는 금산분리 완화, 스튜어드십 코드 강화와 행동주의 활성화로 인한 경영권 분쟁 등 외부적인 요인에 따른 지배구조 전환 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 추가적으로 오너의 지분율과 자금 현황 등을 파악하는 것도 중요할 것으로 판단한다. 그룹의 지배구조 변동 가능성을 점검하고, 이에 근거하여 미래 발생할 수 있는 사건을 예상하여 투자 전략을 수립하는 것도 유효할 것으로 보인다.

5. 자본정책

지주회사는 그룹 지배구조의 최상단에 있는 만큼 타 업종 대비 주주환원에 적극적인 모습을 보인다. 주주환원 확대는 주가 대비 주주환원 수익률의 상승으로 이어지며 이는 곧 주가 상승에 직접적인 역할을 하기 때문에 자본정책 및 주주환원 규모의 변동 여부도 주의 깊게 볼 필요가 있다. 특히 최근 주주환원에 대한 시장의 관심도가 높아지고 있는 바, 자사주 소각이나 DPS 우상향 등 주주에게 우호적인 자본정책을 제시한 지주회사에 대해서는 이에 근거한 주가 상승을 기대해볼 수 있을 것이다.

>>> 5가지 요인에 근거한 지주회사 Pentagonal Analysis

HD현대의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
HD현대	조선해양 선박서비스 전력기기 정유		HD한국조선해양 / HD현대마린솔루션 / HD현대일렉트릭 / HD현대오일뱅크(비상장)
Pentagonal Analysis	주요 요인	점수	판단 이유
	업황	5	- 조선/전력기기 호조 지속 예상, 정유 반등 기대 - 장기적인 업황 호조 사이클 기대
	성장성	4	- 팔란티어의 AI SW 도입으로 본업 효율화 기대 - HD 현대로보틱스 기업가치 새롭게 부각될 가능성
	재무전략	2	- 2 조원대 후반의 순차입금 규모가 지속되는 중 - 우호적인 업황에 기반한 재무구조 개선 기대
	지배구조	3	- 자사주 10% 보유 중으로 향후 활용처 주목 - 장기적 관점에서의 지분구조 변동 가능성
	자본정책	4	- '27년까지 별도순이익의 70% 이상 배당 추진 - 그룹 전반적인 배당 확대 기조 지속 예상
	총 평점	3.6	- 자회사와 함께 업황/배당 기반 양호한 흐름 예상 - 단기적으로 로보틱스의 지분가치 반영 기대
	Keyword	조선 / 전력기기 / NAV / 로봇 / 주주환원	

자료: 키움증권 리서치센터

업황 호조가 장기간 이어질 것으로 예상된다는 점이 가장 큰 장점이다. 안정적인 NAV 증가 및 이에 따른 주가 상승을 기대해볼 수 있다. 추가로 주목할 부분은 그룹 전반적으로 강한 주주환원 의지를 보이고 있는 것과 연내 상장을 추진 중인 HD 현대로보틱스이다. HD 한국조선해양과 HD 현대일렉트릭 모두 주주환원 정책으로 30% 이상의 성향을 제시하고 있는 바 실적 성장에 따른 배당금수익 증가를 기대해볼 수 있는 동시에 HD 현대는 배당성향 70% 이상 유지를 추진 중이다. 향후에도 적극적인 주주환원 기조는 이어질 것으로 예상된다. HD 현대로보틱스의 상장은 그 기업가치가 현재 HD 현대의 기업가치의 크게 반영되고 있지는 않은 것으로 보이며, 이에 따라 지분가치가 점진적으로 반영될 것으로 기대된다.

LG의 Pentagonal Analysis

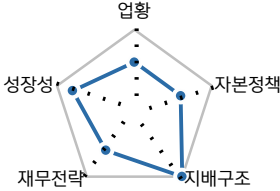
기업명	주요 산업		주요 자회사
LG	전기전자 석유화학/배터리 IT서비스 통신		LG화학 / LG전자 / LG씨엔에스 / LG유플러스
Pentagonal Analysis	주요 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- LG 씨엔에스의 이익 성장 가시화는 긍정적 - 주요 자회사 24~25년 바닥으로 턴어라운드 기대
	성장성	5	- 로봇과 AI 기반의 장기적인 성장성 기대 - AI 연구원의 SW + 전자의 로봇 사업의 성장 기대
	재무전략	3	- 약 8,000억원의 순현금 보유 중인 상태 - 양호한 현금흐름을 미래투자/주주환원 사용 계획
	지배구조	2	- '26 1H까지 보유한 자사주 전량 소각 예정 - 안정적인 그룹 지배구조로 변화 가능성 낮음
	자본정책	4	- 최소 배당성향 별도 조정 순이익 기준 60% 설정 - 전자/화학 등과 함께 강한 주주환원 의지 피력
	총 평점	3.4	- 피지컬 AI 그룹사간 수직적 계열화 가능성 주목 - 높은 주주환원 의지는 주가 하방 지지 기대
	Keyword	로봇 / 피지컬 AI / 국가대표 AI / 주주환원	

자료: 키움증권 리서치센터

업황 회복 지연 및 새로운 주가 상승 동력 부재 등으로 상대적으로 부진한 주가 흐름을 보여왔으나, AI 역량 재평가에 따른 긍정적인 흐름을 기대해볼 수 있다. 특히 정부의 독자 AI 파운데이션 모델 사업(국가대표 AI) 1차 평가에서 LG AI 연구원의 모델 '엑사원'이 가장 뛰어난 성능을 보이며 1위를 차지한 것은 물론 글로벌 주요 경쟁사 대비로도 우수한 성능을 보이고 있는 것으로 알려졌다. 정부의 국가대표 AI 선별 사업은 6개월마다 평가를 진행하여 2027년 상반기 최종 2팀을 선정할 계획인 바, LG의 AI 역량은 단기에 그치지 않을 가능성이 높다. 국가대표 AI 1차 평가에서 LG AI 연구원/SK 텔레콤과 함께 생존한 AI 기업 '업스테이지'는 2조원 이상의 기업가치로 상장을 준비 중인 것으로 알려진 바, LG의 AI 역량에 대한 추가적인 가치 부여는 합리적이라는 판단이다. 국정과제에서의 우수한 성과를 고려한다면, 높은 확장성 등에 따른 밸류에이션 프리미엄 요인도 기대할 수 있다.

그룹사의 역량을 기반으로 하는 피지컬 AI 수직계열화 가능성도 주목할 필요가 있다. AI 연구원의 SW 역량을 입증했으며 LG 전자는 최근 CES에서 가사로봇 '클로이드'와 액추에이터 브랜드 '악시움'을 공개하기도 했다. 계열사간 HW/SW 결합을 통한 그룹의 피지컬 AI 수직계열화에 성공한다면 강한 경쟁력으로 작용할 것으로 기대된다.

SK의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
SK	지주(반도체) 석유화학/배터리 통신		SK스퀘어 / SK이노베이션 / SK텔레콤
Pentagonal Analysis	주요 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- 반도체 호조에도 실질 기여는 적음 - 석화 반등 중이나, 배터리 추가 회복 확인 필요
	성장성	4	- 그린/첨단소재/디지털/바이오 중심 성장 계획 - SK 팜테코 주목, 26년말 세종 공장 가동 목표
	재무전략	3	- 포트폴리오 리밸런싱/재무구조 개선 지속 - 순차입금 감소 추세, SK 실트론 매각 추진 중
	지배구조	5	- 자사주 25% 보유 중, 단순 전량 소각 어려울 것 - 다만 지분구조 감안 시 지분 확보 경쟁 가능성
	자본정책	3	- FY26 까지 연간 최소 DPS 5,000 원 제시 - 시총 1~2% 자기주식 소각 or 추가 배당 계획
	총 평점	3.6	- 약 25%의 자사주 소각 기대감 유효 - 자산 효율화와 동반된 기업가치 제고 기대
	Keyword	AI / 비만치료제 / 상법 개정 / 금산분리	

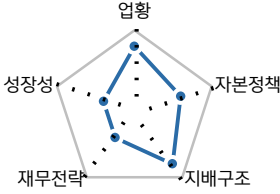
자료: 키움증권 리서치센터

SK의 주목할 부분은 1) 비만치료제에 대한 시장의 관심도가 증가하고 있는 가운데 국내 공장 신설 및 펩타이드 생산을 계획 중인 SK 팜테코의 기업가치가 부각될 가능성이 있고, 2) 그룹 재무구조 개선이 진행 중인 가운데 금산분리 완화 논의 등으로 자회사에 대한 지주사의 자금 지원 부담은 축소될 것으로 예상되며, 3) 자기주식 비중이 약 25%에 달하는 가운데 상법 개정으로 그 활용도가 제한되면서 의결권을 가진 주식의 가치가 더욱 상승할 것으로 예상된다는 것이다.

NAV 중 가장 큰 비중은 SK 스퀘어의 지분가치인데, 추가 상승분은 점진적으로 반영될 것으로 예상된다. 다만 실적 중 가장 큰 비중을 차지하는 SK 이노베이션의 업황 부진이 이어지고 있다는 점은 부담인데, 올해부터의 실적 턴어라운드 가능성을 기대해볼 수 있다.

기업가치 제고 계획으로는 ROE 개선('27년 10% 목표)과 주주환원 확대를 통해 2027년 PBR 1 배를 제시했다. 재무구조 개선을 통해 적극적으로 차입금을 감축할 계획이며, (연 DPS 최소 5,000 원 + 시가총액 1~2% 규모의 자기주식 매입/소각 또는 추가 배당)의 주주환원 정책도 발표한 바 추가 하방 지지도 기대해볼 수 있다.

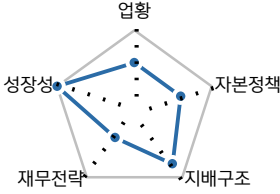
한화의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
한화	방산/조선 금융 태양광		한화에어로스페이스 / 한화생명 / 한화솔루션
Pentagonal Analysis	주요 요인	점수	판단 이유
	업황	4	- 한화에어로스페이스의 폭발적 성장 진행 중 - 다만 태양광/금융 사업은 업황 회복 확인 필요
	성장성	2	- 당분간 핵심사업에 집중할 것으로 전망 - 분할 이후 신설법인의 비전/로보틱스 등 기대
	재무전략	2	- 방산/조선 등 핵심사업 투자 중심의 재무전략 - 자본 유입 45%를 재무건전성 개선에 활용 계획
	지배구조	4	- 인적분할 후 추가적인 지분구조 변경 기대감 - 분할 후 합산 시가총액은 더욱 커질 것으로 기대
	자본정책	3	- 5.9% 자사주 소각 및 DPS 최소 1,000 원 제시 - 향후 추가적인 현금흐름 기반 주주환원 확대 기대
	총 평점	3.0	- 분할일(7/1)까지 변동성 축소와 양호한 흐름 예상 - 존속법인의 재무전략, 신설법인 성장성 증명 중요
	Keyword	방산 / 조선 / NAV / 인적분할 / 지배구조	

자료: 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스의 지분가치가 NAV 의 대부분을 차지하고 있는데, 업황 호조가 장기간 지속될 것으로 예상된다는 점은 긍정적이다. 태양광/금융 업황 반등이 이루어질 경우 추가적인 업사이드를 기대해볼 수 있다. 건설 자체사업의 영향으로 상대적으로 큰 순차입금 규모와 우주 등 신사업 관련 역량이 아직까지 부각되지는 않고 있는 점은 향후 지켜볼 필요가 있다. 최근 인적분할(존속법인 76.3% - 에어로스페이스/솔루션/생명 등, 신설법인 23.7% - 갤러리아/비전/모멘텀/로보틱스 등)을 통한 기업가치와 주주가치 제고 계획을 발표했는데, 주주환원 확대 및 시장에서의 지주회사 기업가치 재평가 기대감 등으로 양호한 주가 흐름을 이어갈 수 있을 것으로 예상된다. 지주회사 및 PBR 이 낮은 자회사들의 긍정적인 흐름이 기대된다. 분할 이후에는 상대적으로 높은 부채비율에 대한 존속법인의 재무전략과 신설법인의 신규 투자에 대한 성장성을 시장에서 인정해주는 지를 주목할 필요가 있다.

코오롱의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
코오롱	제약/바이오 산업재/화학/패션 건설 복합소재		코오롱티슈진 / 코오롱생명과학 / 코오롱인더 / 코오롱글로벌 / 코오롱스페이스웍스(비상장)
Pentagonal Analysis	주요 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- 아라미드 업황 회복 기대 + 패션 성장 중 - 비주택 부문 수주잔고 확대로 건설 실적 반등 중
	성장성	5	- 티슈진/생명과학 등 바이오 자회사 기대감 유효 - 인더/스페이스웍스의 복합소재 성장성 기대
	재무전략	2	- 상대적으로 부채 규모 컸으나 개선 중인 추세 - 업황 반등 및 실적 턴어라운드로 추가 개선 기대
	지배구조	4	- 지분구조상 주주환원 확대 가능성 상승 기대 - 장기적 관점에서의 지분구조 변동 가능성
	자본정책	3	- 실적 반등에 따른 주주환원 재원 확보 예상 가능 - 사업구조 재편 이후 주주환원 확대 기조 기대
	총 평점	3.4	- 바이오 자회사 지분가치 반영 예상 가능 - 업황 반등 및 지분구조성 주주환원 확대 기대
	Keyword	바이오 / 소재 / NAV	

자료: 키움증권 리서치센터



기업분석

HD현대
(267250)

BUY(Initiate)/목표주가 297,000원
독보적 업황과 로봇으로의 확장

LG
(003550)

BUY(Initiate)/목표주가 115,000원
AI 역량 부각, 피지컬 AI 수직계열화 주목

SK
(034730)

BUY(Initiate)/목표주가 373,000원
재무구조 개선 중. AI/바이오 성장성 기대

한화
(000880)

BUY(Initiate)/목표주가 141,000원
인적분할, $0.76+0.24 = 1+\alpha$

코오롱
(002020)

Not Rated
바이오 지분가치만 따져도 너무 싼 주가

HD현대 (267250)



BUY(Initiate)

목표주가 297,000원

주가(1/27) 237,500원

 보험/증권/지주 Analyst 안영준
 yj.ahn@kiwoom.com

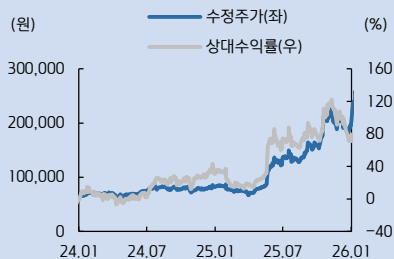
Stock Data

KOSPI	5,084.85pt	
시가총액	187,609억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	259,500원	66,900원
최고/최저가 대비 등락	-8.48%	255.01%
주가수익률	절대	상대
	1M	25.7%
	6M	66.5%
	1Y	181.4%
		282.6%

Company Data

발행주식수	78,993천주
일평균 거래량(3M)	212천주
외국인 지분율	25.94%
배당수익률(25E)	2.5%
BPS(25E)	115,929원
주요 주주	정몽준 외 8인 37.19%

Price Trend



독보적 업황과 로봇으로의 확장

>>> 조선과 전력기기의 장기 사이클

HD현대의 NAV에서 높은 비중을 차지하는 자회사인 HD한국조선해양과 HD현대일렉트릭 모두 우호적인 장기 사이클에 진입하고 있으며, 최소 내년까지 큰 폭의 성장을 이어갈 것으로 기대된다. 더불어 HD건설기계 (HD현대건설기계와 HD현대인프라코어의 합병법인)도 글로벌 건설기계 수요 증가에 힘입어 합병 관련 비용 인식에도 수익성 개선세를 보일 것으로 예상 중이다. NAV의 장기 우상향 및 이에 따른 긍정적인 주가 흐름을 기대해볼 수 있다.

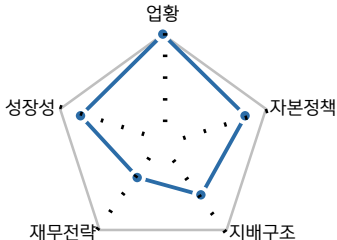
>>> 로봇틱스 사업의 성공적 안착이 관건

HD현대에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 297,000원으로 커버리지를 개시한다. 산업용 로봇 분야에 강점을 가진 자회사 HD현대로보틱스의 연내 상장을 추진 중이다. HD현대의 주가는 로봇 사업 영역의 성장보다는 조선/전력기기 호조의 영향이 컸던 것으로 판단되는 바, 중복상장 우려보다는 상장의 가격 발견 기능에 따른 NAV의 증가를 기대할 수 있다는 판단이다. 더불어 상대적으로 부채 부담이 높아 재무적 역량을 발휘하는 것이 중요해진 가운데, 원활한 자금 조달이 이루어지는 지에 대해 주목할 필요가 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	60,849.7	61,331.3	67,765.6	71,445.1	76,653.4
영업이익	3,387.0	2,031.6	2,983.2	5,065.9	6,656.4
EBITDA	4,968.7	3,790.4	4,898.3	7,523.2	9,008.2
세전이익	2,896.4	958.2	2,369.3	3,983.6	5,598.0
순이익	2,235.0	785.8	1,930.2	3,245.3	4,560.5
지배주주지분순이익	1,408.6	264.5	509.0	855.8	1,202.7
EPS(원)	17,832	3,348	6,444	10,834	15,225
증감률(% YoY)	흑전	-81.2	92.5	68.1	40.5
PER(배)	3.2	18.9	12.3	17.4	15.5
PBR(배)	0.60	0.68	0.72	1.63	1.89
EV/EBITDA(배)	6.8	9.0	6.7	5.9	5.6
영업이익률(%)	5.6	3.3	4.4	7.1	8.7
ROE(%)	20.4	3.6	6.4	9.6	12.7
순차입금비용(%)	57.9	57.2	33.5	31.1	25.4

자료: 키움증권 리서치센터

HD현대의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
HD현대	조선해양 선박서비스 전력기기 정유		HD한국조선해양 / HD현대마린솔루션 / HD현대일렉트릭 / HD현대오일뱅크(비상장)
Pentagonal Analysis	주가 요인	점수	판단 이유
	업황	5	- 조선/전력기기 호조 지속 예상, 정유 반등 기대 - 장기적인 업황 호조 사이클 기대
	성장성	4	- 팔란티어의 AI SW 도입으로 본업 효율화 기대 - HD 현대로보틱스 기업가치 새롭게 부각될 가능성
	재무전략	2	- 2 조원대 후반의 순차입금 규모가 지속되는 중 - 우호적인 업황에 기반한 재무구조 개선 기대
	지배구조	3	- 자사주 10% 보유 중으로 향후 활용처 주목 - 장기적 관점에서의 지분구조 변동 가능성
	자본정책	4	- '27년까지 별도순이익의 70% 이상 배당 추진 - 그룹 전반적인 배당 확대 기조 지속 예상
	총 평점	3.6	- 자회사와 함께 업황/배당 기반 양호한 흐름 예상 - 단기적으로 로보틱스의 지분가치 반영 기대
	Keyword	조선 / 전력기기 / NAV / 로봇 / 주주환원	

자료: 키움증권 리서치센터

업황 호조가 장기간 이어질 것으로 예상된다는 점이 가장 큰 장점이다. 안정적인 NAV 증가 및 이에 따른 주가 상승을 기대해볼 수 있다. 추가로 주목할 부분은 그룹 전반적으로 강한 주주환원 의지를 보이고 있는 것과 연내 상장을 추진 중인 HD 현대로보틱스이다. HD 한국조선해양과 HD 현대일렉트릭 모두 주주환원 정책으로 30% 이상의 성향을 제시하고 있는 바 실적 성장에 따른 배당금수익의 증가를 기대해볼 수 있는 동시에 HD 현대는 배당성향 70% 이상 유지를 추진 중이다. 향후에도 적극적인 주주환원 기조는 이어질 것으로 예상된다. HD 현대로보틱스의 상장은 그 기업가치가 현재 HD 현대의 기업가치의 크게 반영되고 있지는 않은 것으로 보이며, 이에 따라 지분가치가 점진적으로 반영될 것으로 기대된다.

HD현대의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	35,915	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	28,059	
HD한국조선해양	11,060	
HD현대일렉트릭	12,365	
HD현대마린솔루션	4,634	
비상장사/그 외 (C)	7,857	HD현대오일뱅크 외 장부가치
HD현대오일뱅크	6,647	기업가치 9조원 가정
HD현대사이드솔루션	884	
HD현대로보틱스	237	
그 외	89	
사업부문 (D, 십억원)	170	
사업가치	170	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5배
순차입금 (E, 십억원)	2,743	
NAV (F, 십억원)	33,342	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	78,993	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	422,091	(H) = (F)/(G)
현재 추가 (원)	237,500	
할인율	44%	

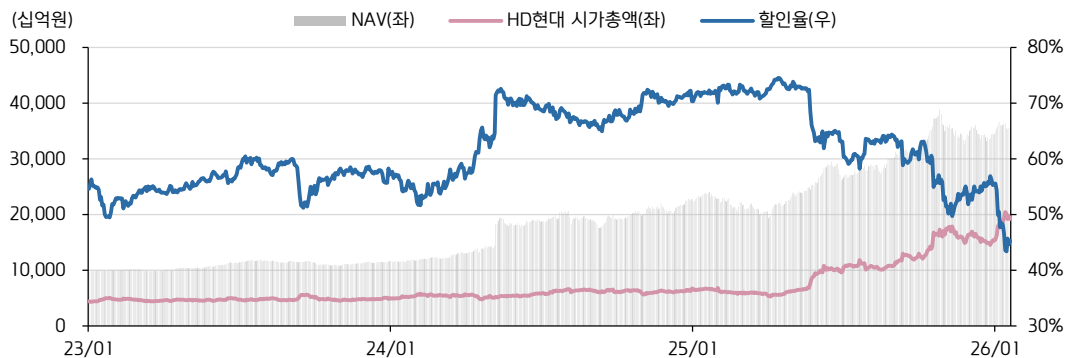
자료: HD현대, FnGuide, 키움증권 리서치센터

HD현대의 목표주가 산출

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	26,043	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	15,152	6개월 평균 할인율 적용(46%)
비상장사/그 외 (C)	10,892	
HD현대로보틱스	3,272	5조원 밸류 가정 * 지분율 82% * 지분 희석 등 고려하여 20% 할인
사업부문 (D, 십억원)	170	
순차입금 (E, 십억원)	2,743	
목표 시가총액 (F, 십억원)	23,470	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	78,993	보통주 기준
목표 주가 (H, 원)	297,000	(H) = (F)/(G), 천원 미만 절사
현재 추가 (원)	237,500	
상승여력	25%	

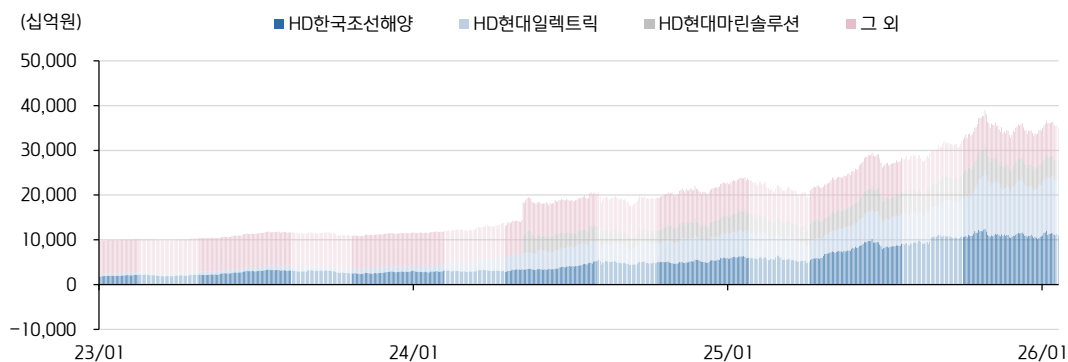
자료: HD현대, FnGuide, 키움증권 리서치센터

HD현대의 시가총액, NAV, 할인율 추이



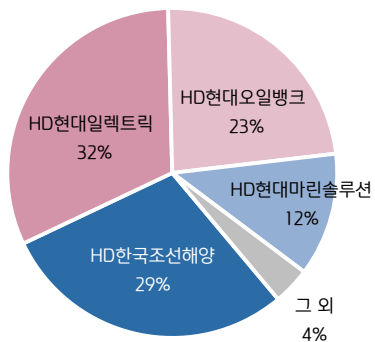
자료: 전자공시시스템, FnGuide, HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 NAV 구성 추이



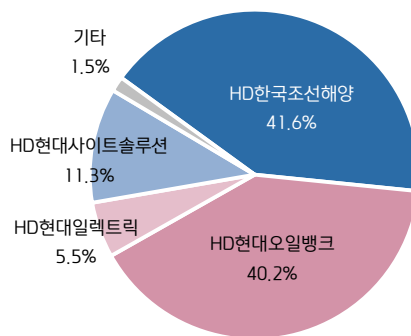
자료: 전자공시시스템, FnGuide, HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 NAV 구성 비중



주: 순차입금 제외 비중
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 매출액 구성 비중



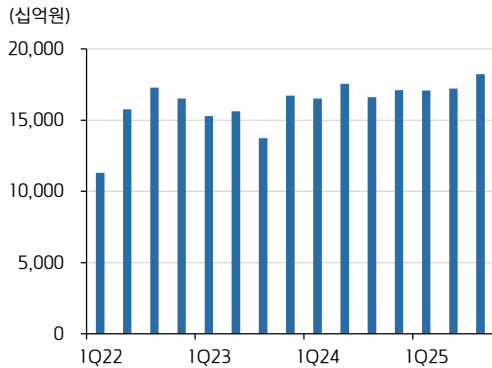
주: 연결 기준
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대 연결 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F
매출액	16,514.4	17,554.8	16,599.2	17,097.2	17,086.9	17,211.0	18,224.4	18,922.8	67,765.6	71,445.1
(YoY)	8%	12%	21%	2%	3%	-2%	10%	11%	10%	5%
영업이익	793.6	879.8	431.6	878.1	1,286.4	1,138.9	1,702.4	938.3	2,983.2	5,065.9
(YoY)	49%	86%	-35%	145%	62%	29%	294%	7%	47%	70%
OPM	4.8%	5.0%	2.6%	5.1%	7.5%	6.6%	9.3%	5.0%	4.4%	7.1%
순이익	508.3	544.1	101.7	776.1	777.4	488.0	986.9	993.0	1,930.2	3,245.3
(YoY)	319%	192%	-83%	흑전	53%	-10%	870%	28%	146%	68%
지배순이익	203.2	136.2	(33.1)	202.7	219.2	121.2	174.6	340.8	509.0	855.8
(YoY)	227%	774%	적전	흑전	8%	-11%	흑전	68%	92%	68%

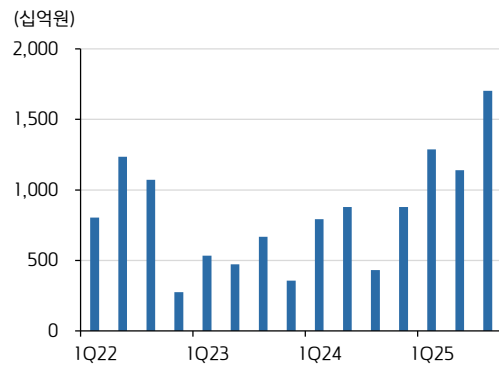
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 분기별 연결 매출액 추이



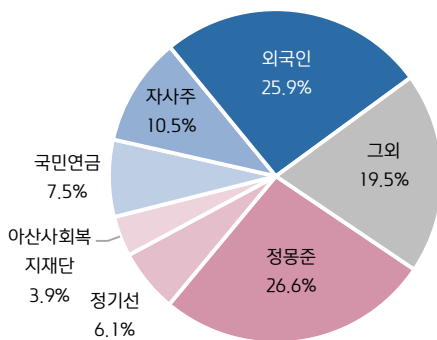
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 분기별 연결 영업이익 추이



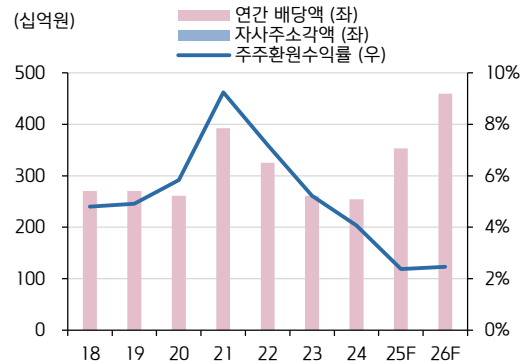
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 주주 구성



자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 주주환원



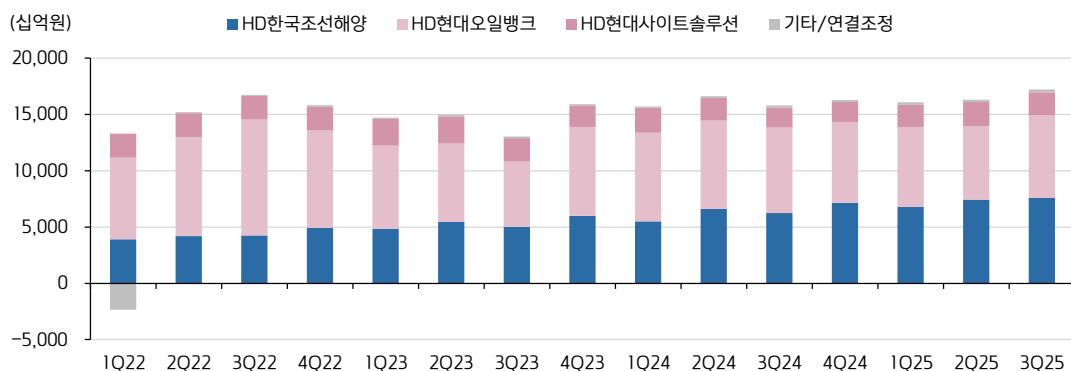
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대 주요 자회사의 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F
매출액	16,514	17,555	16,599	17,097	17,087	17,211	18,224	18,923	67,766	71,445
(YoY)	8%	12%	21%	2%	3%	-2%	10%	11%	10%	5%
HD현대별도	281.9	28.2	84.3	43.2	279.2	47.3	151.5	118.5	437.6	596.6
배당금수익	254.7	0.0	55.5	14.8	250.2	17.4	121.8	88.9	325.0	478.3
임대수익	17.0	17.3	17.4	17.4	18.0	18.1	18.1	18.3	69.1	72.4
용역수익	10.3	10.9	11.4	11.1	10.9	11.9	11.6	11.4	43.6	45.8
HD한국조선해양	5,515.6	6,615.5	6,245.8	7,161.7	6,771.7	7,428.4	7,581.4	7,965.5	25,538.6	29,747.1
HD현대오일뱅크	7,878.8	7,844.0	7,589.8	7,156.0	7,124.7	6,541.7	7,328.5	7,807.2	30,468.6	28,802.1
HD현대사이트솔루션	2,202.9	2,013.1	1,773.3	1,783.8	1,966.8	2,140.1	2,052.6	2,067.8	7,773.1	8,227.3
HD현대일렉트릭	801.0	916.9	788.8	815.7	1,014.7	906.2	995.4	1,131.4	3,322.4	4,047.7
기타/연결조정	635.1	1,054.1	906.0	952.5	944.6	1,053.5	1,110.3	963.8	3,547.7	4,072.1
영업이익	793.6	879.8	431.6	878.2	1,286.4	1,138.9	1,702.4	1,572.2	2,983.2	5,699.9
(YoY)	49%	86%	-35%	145%	62%	29%	294%	79%	47%	91%
HD현대별도	265.3	4.1	61.6	17.4	260.5	25.9	129.3	66.6	348.4	482.3
HD한국조선해양	160.2	376.5	398.4	499.1	859.2	953.6	1,053.8	1,151.6	1,434.1	4,018.2
HD현대오일뱅크	305.2	73.4	(268.1)	147.5	31.1	(241.3)	191.2	7.5	258.0	(11.5)
HD현대사이트솔루션	162.9	169.4	72.8	27.3	120.1	151.4	143.2	114.7	432.4	529.4
HD현대일렉트릭	128.8	210.1	163.8	166.3	218.2	209.1	247.1	278.4	669.0	952.8
기타/연결조정	(228.7)	46.4	3.1	20.6	(202.7)	40.1	(62.2)	(46.6)	(158.7)	(271.3)

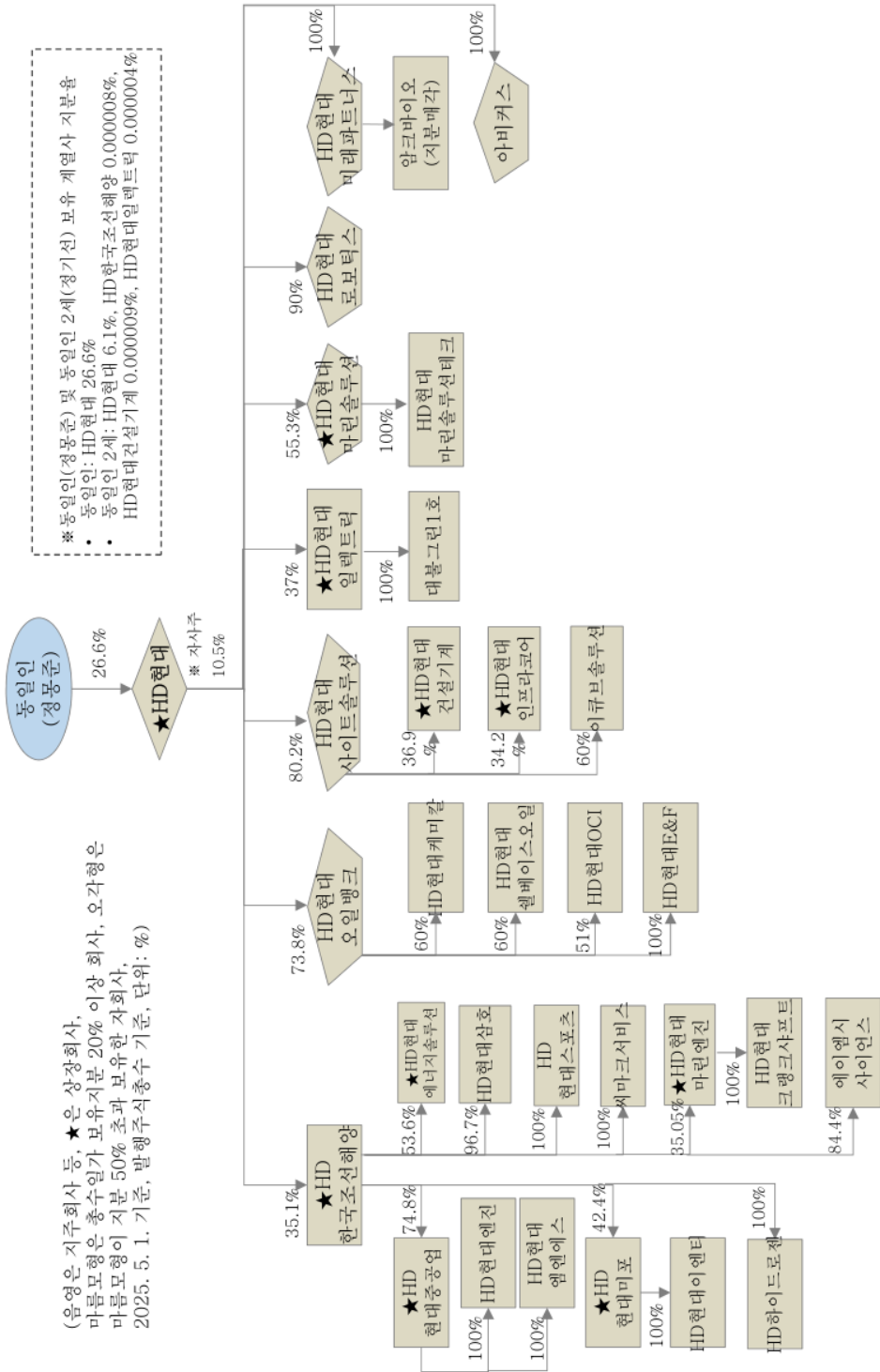
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대 주요 자회사의 분기 매출액 추이



자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

(음영은 지주회사 등, ★은 상장회사, 마름모꼴은 총수일이 보유지분 20% 이상 회사, 오각형은 마름모꼴이 지분 50% 초과 보유한 지회사, 2025. 5. 1. 기준, 발행주식총수 기준, 단위: %)



- 동일인: HD현대 26.6%
- 동일인 2세: HD현대 6.1%, HD한국조선해양 0.0000008%, HD현대건설기계 0.0000009%, HD현대일렉트릭 0.0000004%

※ 동일인(정몽준) 및 동일인 2세(경기선) 보유 계열사 지분을

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	60,849.7	61,331.3	67,765.6	71,445.1	76,653.4
매출원가	54,883.1	56,366.0	61,338.7	62,761.6	66,110.4
매출총이익	5,966.6	4,965.3	6,426.9	8,683.5	10,543.0
판매비	2,579.6	2,933.7	3,443.7	3,617.6	3,886.5
영업이익	3,387.0	2,031.6	2,983.2	5,065.9	6,656.4
EBITDA	4,968.7	3,790.4	4,898.3	7,523.2	9,008.2
영업외손익	-490.6	-1,073.3	-613.9	-1,082.3	-1,058.5
이자수익	171.9	274.4	298.7	294.1	323.5
이자비용	640.5	911.7	973.2	979.1	985.7
외환관련이익	2,721.1	1,757.0	2,549.3	1,687.1	1,720.1
외환관련손실	2,694.8	1,675.9	1,804.7	1,357.0	1,341.8
종속 및 관계기업손익	-63.4	4.2	-11.4	-11.4	-11.4
기타	15.1	-521.3	-672.6	-716.0	-763.2
법인세차감전이익	2,896.4	958.2	2,369.3	3,983.6	5,598.0
법인세비용	661.4	172.4	439.1	738.3	1,037.5
계속사업손손익	2,235.0	785.8	1,930.2	3,245.3	4,560.5
당기순이익	2,235.0	785.8	1,930.2	3,245.3	4,560.5
지배주주순이익	1,408.6	264.5	509.0	855.8	1,202.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	114.6	0.8	10.5	5.4	7.3
영업이익 증감율	226.7	-40.0	46.8	69.8	31.4
EBITDA 증감율	156.4	-23.7	29.2	53.6	19.7
지배주주순이익 증감율	흑전	-81.2	92.4	68.1	40.5
EPS 증감율	흑전	-81.2	92.5	68.1	40.5
매출총이익율(%)	9.8	8.1	9.5	12.2	13.8
영업이익률(%)	5.6	3.3	4.4	7.1	8.7
EBITDA Margin(%)	8.2	6.2	7.2	10.5	11.8
지배주주순이익률(%)	2.3	0.4	0.8	1.2	1.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,133.8	3,934.9	7,511.5	6,335.6	8,177.4
당기순이익	2,235.0	785.8	1,930.2	3,245.3	4,560.5
비현금항목의 가감	2,687.5	2,856.1	2,787.2	4,257.2	4,428.2
유형자산감가상각비	1,378.0	1,534.9	1,671.1	2,231.1	2,127.3
무형자산감가상각비	203.7	224.0	244.1	226.2	224.4
지분법평가손익	-170.7	-51.8	-67.6	-11.4	-11.4
기타	1,276.5	1,149.0	939.6	1,811.3	2,087.9
영업활동자산부채증감	-1,838.1	1,630.7	3,764.4	247.4	879.4
매출채권및기타채권의감소	-71.2	-327.1	45.2	-541.3	-345.8
재고자산의감소	-1,767.2	108.4	-265.1	-543.4	-769.1
매입채무및기타채무의증가	-406.3	472.0	962.0	1,171.9	1,474.1
기타	406.6	1,377.4	3,022.3	160.2	520.2
기타현금흐름	-950.6	-1,337.7	-970.3	-1,414.3	-1,690.7
투자활동 현금흐름	1,235.4	-2,622.4	-2,400.9	-3,174.7	-3,862.5
유형자산의 취득	-1,965.9	-2,093.8	-1,724.6	-2,021.3	-2,615.6
유형자산의 처분	36.2	40.8	38.7	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-95.2	-130.9	-141.9	-170.3	-305.2
투자자산의감소	2,610.8	-80.0	287.0	-95.4	-23.1
단기금융자산의감소	-985.3	79.4	-248.9	-276.6	-307.3
기타	1,634.8	-437.9	-611.2	-611.1	-611.3
재무활동 현금흐름	-1,537.4	-905.8	-3,927.1	-3,856.5	-3,941.3
차입금의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-325.1	-388.6	-325.1	-254.4	-339.2
기타	-1,212.3	-517.2	-3,602.0	-3,602.1	-3,602.1
기타현금흐름	25.9	-0.9	83.1	404.4	257.8
현금/현금성자산의 순증	1,857.7	405.7	1,266.6	-291.2	631.4
기초현금및현금성자산	2,137.1	3,994.8	4,400.5	5,667.1	5,375.9
기말현금및현금성자산	3,994.8	4,400.5	5,667.1	5,375.9	6,007.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	30,130.8	32,083.1	35,592.8	38,077.6	41,698.7
현금 및 현금성자산	3,994.8	4,400.5	5,667.1	5,375.9	6,007.3
단기금융자산	2,319.7	2,240.2	2,489.2	2,765.7	3,073.1
매출채권및기타채권	5,148.6	5,677.3	5,848.5	6,389.8	6,735.6
재고자산	9,470.7	9,416.3	10,007.1	10,550.5	11,319.6
기타유동자산	9,197.0	10,348.8	11,580.9	12,995.7	14,563.1
비유동자산	35,440.1	35,899.7	38,273.8	41,681.0	45,967.4
투자자산	862.0	946.2	647.8	731.8	743.5
유형자산	24,219.9	25,052.5	26,262.5	26,052.7	26,541.0
무형자산	4,374.2	4,274.6	4,314.7	4,258.8	4,339.6
기타비유동자산	5,984.0	5,626.4	7,048.8	10,637.7	14,343.3
자산총계	65,570.9	67,982.8	73,866.7	79,758.6	87,666.1
유동부채	26,274.6	28,532.2	32,333.1	35,289.4	38,722.7
매입채무및기타채무	7,864.5	8,325.6	10,153.4	11,325.2	12,799.3
단기금융부채	6,884.8	6,495.1	4,883.8	4,938.7	4,995.3
기타유동부채	11,525.3	13,711.5	17,295.9	19,025.5	20,928.1
비유동부채	16,032.6	16,218.8	15,148.5	15,212.3	15,640.4
장기금융부채	12,908.4	13,436.6	12,116.9	12,314.4	12,529.0
기타비유동부채	3,124.2	2,782.2	3,031.6	2,897.9	3,111.4
부채총계	42,307.2	44,751.0	47,481.6	50,501.7	54,363.1
지배지분	7,485.2	7,327.6	8,675.3	9,157.6	9,846.0
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	5,253.3	5,252.2	4,750.2	4,750.2	4,750.2
기타자본	-900.3	-854.1	281.1	281.1	281.1
기타포괄손익누계액	396.1	408.8	541.5	507.1	445.2
이익잉여금	2,654.7	2,439.2	3,021.1	3,537.7	4,288.1
비지배지분	15,778.4	15,904.3	17,709.8	20,099.2	23,457.0
자본총계	23,263.7	23,231.8	26,385.1	29,256.8	33,303.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	17,832	3,348	6,444	10,834	15,225
BPS	94,758	92,762	109,824	115,929	124,644
CFPS	62,315	46,105	59,719	94,977	113,791
DPS	4,600	3,700	3,600	4,800	6,400
주가배수(배)					
PER	3.2	18.9	12.3	17.4	15.5
PER(최고)	3.7	22.5	13.2		
PER(최저)	2.6	16.2	9.2		
PBR	0.60	0.68	0.72	1.63	1.89
PBR(최고)	0.70	0.81	0.77		
PBR(최저)	0.48	0.58	0.54		
PSR	0.07	0.08	0.09	0.21	0.24
PCFR	0.9	1.4	1.3	2.0	2.1
EV/EBITDA	6.8	9.0	6.7	5.9	5.6
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	14.5	33.3	13.2	10.5	9.9
배당수익률(%보통주, 현금)	8.1	5.8	4.5	2.5	2.7
ROA	4.4	1.2	2.7	4.2	5.4
ROE	20.4	3.6	6.4	9.6	12.7
ROIC	5.4	3.9	6.4	11.3	13.8
매출채권회전율	14.0	11.3	11.8	11.7	11.7
재고자산회전율	7.9	6.5	7.0	7.0	7.0
부채비율	181.9	192.6	180.0	172.6	163.2
순차입금비율	57.9	57.2	33.5	31.1	25.4
이자보상배율	5.3	2.2	3.1	5.2	6.8
총차입금	19,793.2	19,931.8	17,000.8	17,253.1	17,524.3
순차입금	13,478.8	13,291.0	8,844.5	9,111.4	8,443.9
NOPLAT	4,968.7	3,790.4	4,898.3	7,523.2	9,008.2
FCF	-716.3	2,619.6	6,140.7	4,671.7	5,832.9

LG (003550)



BUY(Initiate)

목표주가 115,000원

주가(1/27) 91,100원

 보험/증권/지주 Analyst 안영준
 yj.ahn@kiwoom.com

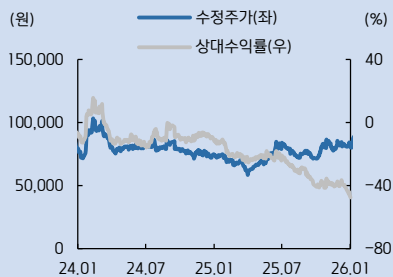
Stock Data

KOSPI		5,084.85pt	
시가총액		140,496억 원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		93,300원	58,500원
최고/최저가 대비 등락		-2.36%	55.73%
주가수익률		절대	상대
	1M	11.8%	22.9%
	6M	15.0%	65.2%
	1Y	23.8%	124.3%

Company Data

발행주식수	160,323천주
일평균 거래량(3M)	329천주
외국인 지분율	35.74%
배당수익률(25E)	4.0%
BPS(25E)	180,192원
주요 주주	구광모 외 29인
	42.54%

Price Trend



AI 역량 부각, 피지컬 AI 수직계열화 주목

>>> 업황 회복 진행 중 + LG씨엔에스 지분 가치 부각

핵심 자회사인 LG전자와 LG화학의 실적 반등이 진행 중에 있으며, 한국은행 주관 CBDC 사업 '프로젝트 한강' 재가동에 따라 시스템 구축을 담당하는 LG씨엔에스의 가치도 부각되고 있다. 핵심 자회사들의 가치 상승 기조가 이어질 것으로 예상됨에 따라 NAV 증가에 따른 긍정적인 주가 흐름을 기대해볼 수 있다.

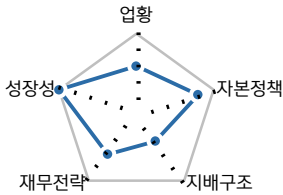
>>> 국가대표 AI 선정 가능성 + 그룹 내 AI 수직계열화에 주목

LG에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 115,000원으로 커버리지를 개시한다. 핵심 자회사의 양호한 흐름이 이어지는 가운데 최근 정부의 독자 AI 파운데이션 모델 사업에서 LG AI 연구원이 우수한 성과를 기록함에 따라 해당 가치가 부각될 가능성이 높다. 해당 프로젝트는 2027년 상반기까지 예정되어 있는 바 점진적으로 가치가 반영될 것으로 예상된다. AI 소프트웨어 역량을 입증하고 있는 동시에 LG전자의 로봇과 액추에이터 등 부품 생산 역량 향상이 결합된다면 그룹 내 피지컬 AI 수직계열화 가능성을 예상해볼 수 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,186.0	7,445.3	7,175.5	7,671.7	8,851.4
영업이익	1,941.4	1,589.0	966.8	1,621.3	1,740.3
EBITDA	2,119.9	1,776.9	1,160.7	1,807.9	1,916.6
세전이익	2,045.6	1,618.4	1,007.1	1,708.2	1,890.7
순이익	2,115.8	1,414.3	790.5	1,340.8	1,484.0
지배주주지분순이익	1,979.6	1,261.2	574.7	1,273.8	1,409.8
EPS(원)	12,347	7,867	3,585	7,945	8,794
증감률(% YoY)	-20.3	-36.3	-54.4	121.6	10.7
PER(배)	6.3	10.9	20.1	10.2	10.6
PBR(배)	0.49	0.53	0.43	0.45	0.49
EV/EBITDA(배)	5.3	7.0	9.1	5.5	5.4
영업이익률(%)	27.0	21.3	13.5	21.1	19.7
ROE(%)	8.5	4.9	2.2	4.6	4.7
순차입금비용(%)	-7.9	-7.8	-7.1	-12.6	-17.0

자료: 키움증권 리서치센터

LG의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
LG	전기전자 석유화학/배터리 IT서비스 통신		LG화학 / LG전자 / LG씨앤에스 / LG유플러스
Pentagonal Analysis	주가 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- LG 씨앤에스의 이익 성장 가시화는 긍정적 - 주요 자회사 24~25 년 바닥으로 턴어라운드 기대
	성장성	5	- 로봇과 AI 기반의 장기적인 성장성 기대 - AI 연구원의 SW + 전자의 로봇 사업의 성장 기대
	재무전략	3	- 약 8,000 억원의 순현금 보유 중인 상태 - 양호한 현금흐름을 미래투자/주주환원 사용 계획
	지배구조	2	- '26 1H 까지 보유한 자사주 전량 소각 예정 - 안정적인 그룹 지배구조로 변화 가능성 낮음
	자본정책	4	- 최소 배당성향 별도 조정 순이익 기준 60% 설정 - 전자/화학 등과 함께 강한 주주환원 의지 피력
	총 평점	3.4	- 피지컬 AI 그룹사간 수직적 계열화 가능성 주목 - 높은 주주환원 의지는 주가 하방 지지 기대
	Keyword	로봇 / AI / 국가대표 AI / 주주환원	

자료: 키움증권 리서치센터

업황 회복 지연 및 새로운 주가 상승 동력 부재 등으로 상대적으로 부진한 주가 흐름을 보여왔으나, AI 역량 재평가에 따른 긍정적인 흐름을 기대해볼 수 있다. 특히 정부의 독자 AI 파운데이션 모델 사업(국가대표 AI) 1 차 평가에서 LG AI 연구원의 모델 '엑사원'이 가장 뛰어난 성능을 보이며 1 위를 차지한 것은 물론 글로벌 주요 경쟁사 대비로도 우수한 성능을 보이고 있는 것으로 알려졌다. 정부의 국가대표 AI 선별 사업은 6 개월마다 평가를 진행하여 2027 년 상반기 최종 2 팀을 선정할 계획인 바, LG 의 AI 역량은 단기에 그치지 않을 가능성이 높다. 국가대표 AI 1 차 평가에서 LG AI 연구원/SK 텔레콤과 함께 생존한 AI 기업 '업스테이지'는 2 조원 이상의 기업가치로 상장을 준비 중인 것으로 알려진 바, LG 의 AI 역량에 대한 추가적인 가치 부여는 합리적이라는 판단이다. 국정과제에서의 우수한 성과를 고려한다면, 높은 확장성 등에 따른 밸류에이션 프리미엄 요인도 기대할 수 있다.

그룹사의 역량을 기반으로 하는 피지컬 AI 수직계열화 가능성도 주목할 필요가 있다. AI 연구원의 SW 역량을 입증했으며 LG 전자는 최근 CES 에서 가사로봇 '클로이드'와 액추에이터 브랜드 '악시움'을 공개하기도 했다. 계열사간 HW/SW 결합을 통한 그룹의 피지컬 AI 수직계열화에 성공한다면 강한 경쟁력으로 작용할 것으로 기대된다.

LG의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	21,772	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	20,918	
LG전자	5,820	
LG화학	7,659	
LG유플러스	2,684	
LG생활건강	1,470	
LG씨앤에스	3,285	
비상장사/그 외 (C)	854	장부가치
디앤오	250	
그 외	604	
사업부문 (D, 십억원)	1,313	
사업가치	1,313	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5배
순차입금 (E, 십억원)	(814)	
NAV (F, 십억원)	23,899	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	154,222	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	154,965	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	91,100	
할인율	41%	

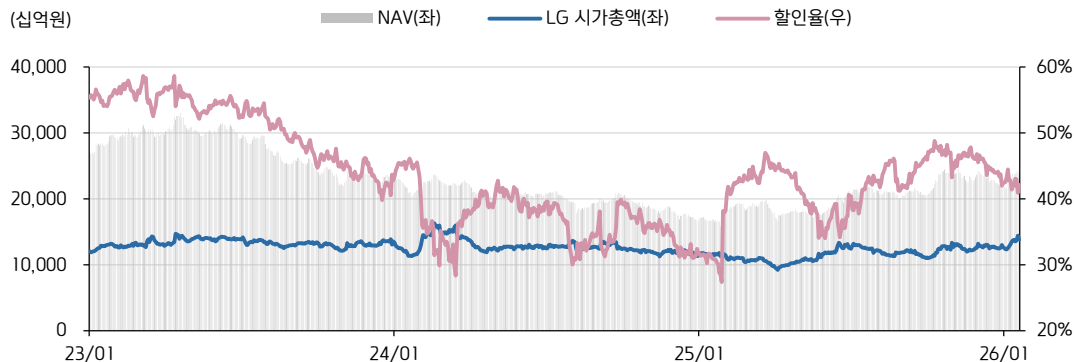
자료: LG, FnGuide, 키움증권 리서치센터

LG의 목표주가 산출

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	15,614	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	12,760	6개월 평균 할인율 적용(39%)
비상장사/그 외 (C)	2,854	
LG AI 연구원	2,000	국가대표 AI 성과에 따라 peer '업스태이지'의 기업가치 참고, AI 모델 '엑사원'의 가치 2조원 부여
사업부문 (D, 십억원)	1,313	
순차입금 (E, 십억원)	(814)	
목표 시가총액 (F, 십억원)	17,741	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	154,222	보통주 기준
목표 주가 (H, 원)	115,000	(H) = (F)/(G), 천원 미만 절사
현재 주가 (원)	91,100	
상승여력	26%	

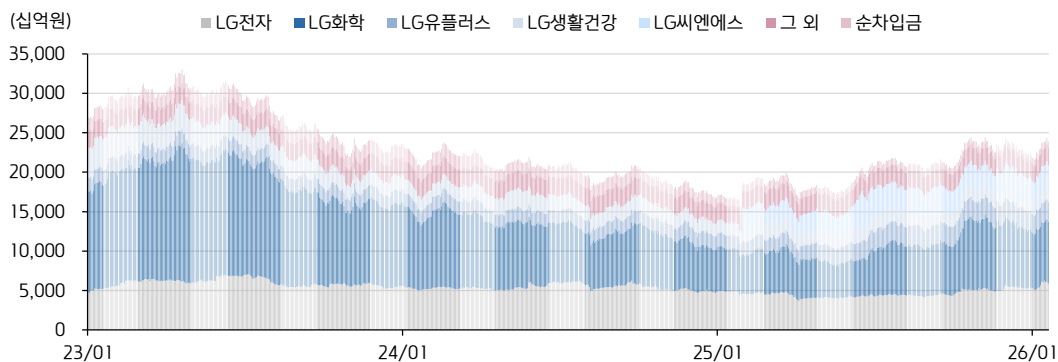
자료: LG, FnGuide, 키움증권 리서치센터

LG의 시가총액, NAV, 할인율 추이



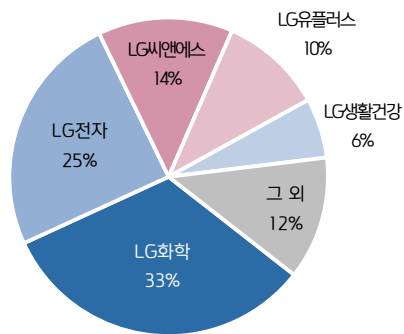
자료: 전자공시시스템, FnGuide, LG, 키움증권 리서치센터

LG의 NAV 구성 추이



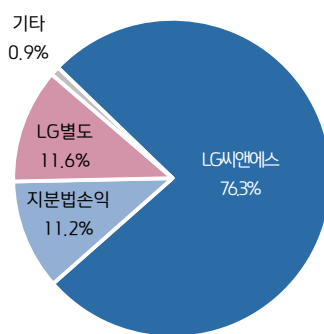
자료: 전자공시시스템, FnGuide, LG, 키움증권 리서치센터

LG의 NAV 구성 비중



주: 순차입금 제외 비중
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 매출액 구성 비중



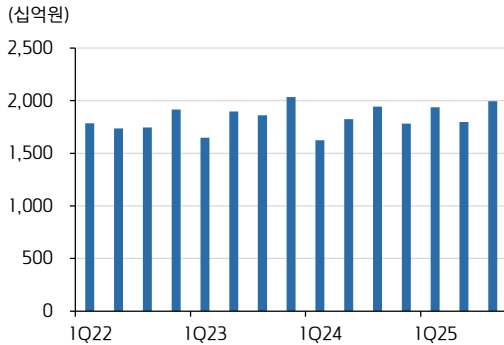
주: 연결 기준
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG 연결 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F
매출액	1,623.8	1,824.0	1,944.2	1,783.5	1,936.1	1,797.7	1,996.2	1,941.7	7,175.5	7,671.7
(YoY)	-2%	-4%	4%	-12%	19%	-1%	3%	9%	-4%	7%
영업이익	422.6	309.4	476.7	(241.9)	638.0	276.9	418.9	287.4	966.8	1,621.3
(YoY)	-16%	-32%	-6%	적전	51%	-11%	-12%	흑전	-39%	68%
OPM	26.0%	17.0%	24.5%	-13.6%	33.0%	15.4%	21.0%	14.8%	13.5%	21.1%
순이익	368.4	290.4	442.9	(311.2)	608.5	244.2	373.4	114.7	790.5	1,340.8
(YoY)	-21%	-31%	-5%	적전	65%	-16%	-16%	흑전	-44%	70%
지배순이익	344.8	251.3	370.3	(391.7)	580.3	204.6	315.3	173.6	574.7	1,273.8
(YoY)	-24%	-37%	-13%	적지	68%	-19%	-15%	흑전	-54%	122%

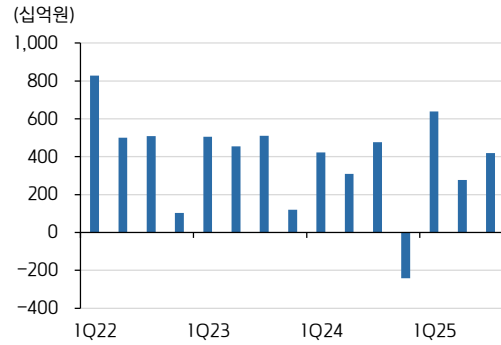
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 분기별 연결 매출액 추이



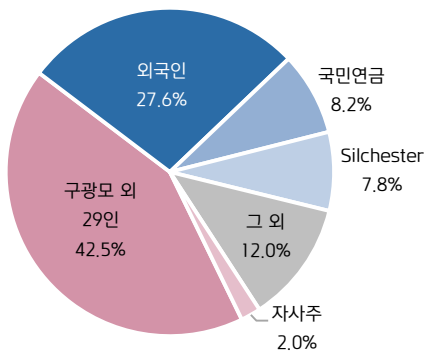
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 분기별 연결 영업이익 추이



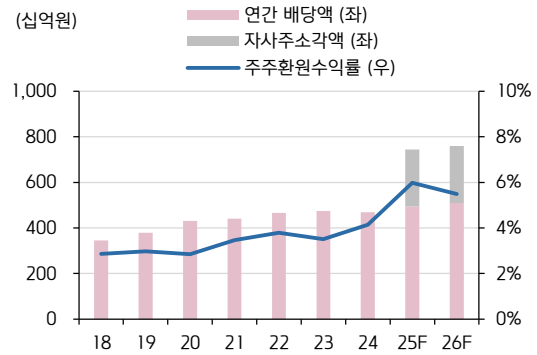
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 주주 구성



자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 주주환원



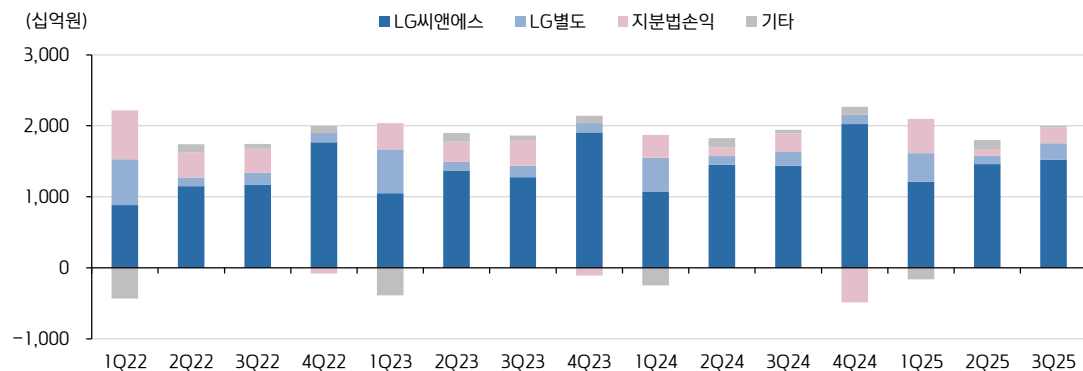
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG 주요 자회사의 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F
매출액	1,624	1,824	1,944	1,783	1,936	1,798	1,996	1,942	7,176	7,672
(YoY)	-2%	-4%	4%	-12%	19%	-1%	3%	9%	-4%	7%
LG별도	481.6	123.3	194.8	132.0	404.3	118.7	232.1	130.9	931.6	886.1
배당금수익	363.4	0.0	68.7	0.0	280.9	0.0	108.4	0.0	432.1	389.3
로열티수익	83.1	87.5	90.1	95.7	86.8	82.0	87.0	93.3	356.4	349.1
임대수익	35.0	35.8	36.0	36.3	36.6	36.7	36.7	37.5	143.1	147.6
지분법손익	318.7	122.8	261.5	(486.0)	482.1	92.9	223.3	102.7	217.0	901.0
LG씨앤에스	1,070.4	1,449.7	1,438.4	2,024.2	1,211.4	1,460.2	1,522.3	1,584.1	5,982.6	5,778.0
조정 및 기타	(246.9)	128.3	49.6	113.3	(161.7)	126.0	18.4	124.0	44.3	106.7
(지분법 대상)										
LG전자	21,095.9	21,694.5	22,176.4	22,761.5	22,739.8	20,735.1	21,873.8	23,853.8	87,728.2	89,202.5
LG화학	11,609.4	12,241.9	12,620.3	12,497.7	12,171.0	11,417.7	11,196.2	11,211.8	48,969.4	45,996.7
LG유플러스	3,577.0	3,493.7	3,801.3	3,753.2	3,748.1	3,844.4	4,010.8	3,926.1	14,625.2	15,529.4
LG생활건강	1,728.7	1,759.7	1,713.6	1,609.9	1,697.9	1,604.9	1,580.0	1,522.8	6,811.9	6,405.5
영업이익	422.6	309.4	476.7	(241.9)	638.0	276.9	418.9	287.6	966.8	1,621.4
(YoY)	-16%	-32%	-6%	적전	51%	-11%	-12%	흑전	-39%	68%
LG별도	428.3	47.7	125.5	53.4	348.6	40.6	167.1	76.1	654.7	632.4
LG씨앤에스	32.3	137.7	142.8	200.1	78.9	140.8	120.2	215.3	512.9	555.2
조정 및 기타	(37.9)	124.1	208.5	(495.4)	210.5	95.5	131.7	(3.8)	(200.8)	433.9
(지분법 대상)										
LG전자	1,335.2	1,197.3	751.9	135.3	1,259.1	639.4	688.9	(109.4)	3,419.7	2,478.0
LG화학	264.6	392.5	489.5	(219.1)	447.0	476.8	679.7	53.6	927.5	1,657.1
LG유플러스	220.9	254.0	246.0	142.2	255.4	304.5	161.7	224.0	863.1	945.6
LG생활건강	151.0	158.5	106.1	43.4	142.4	54.8	46.2	5.5	459.1	248.9

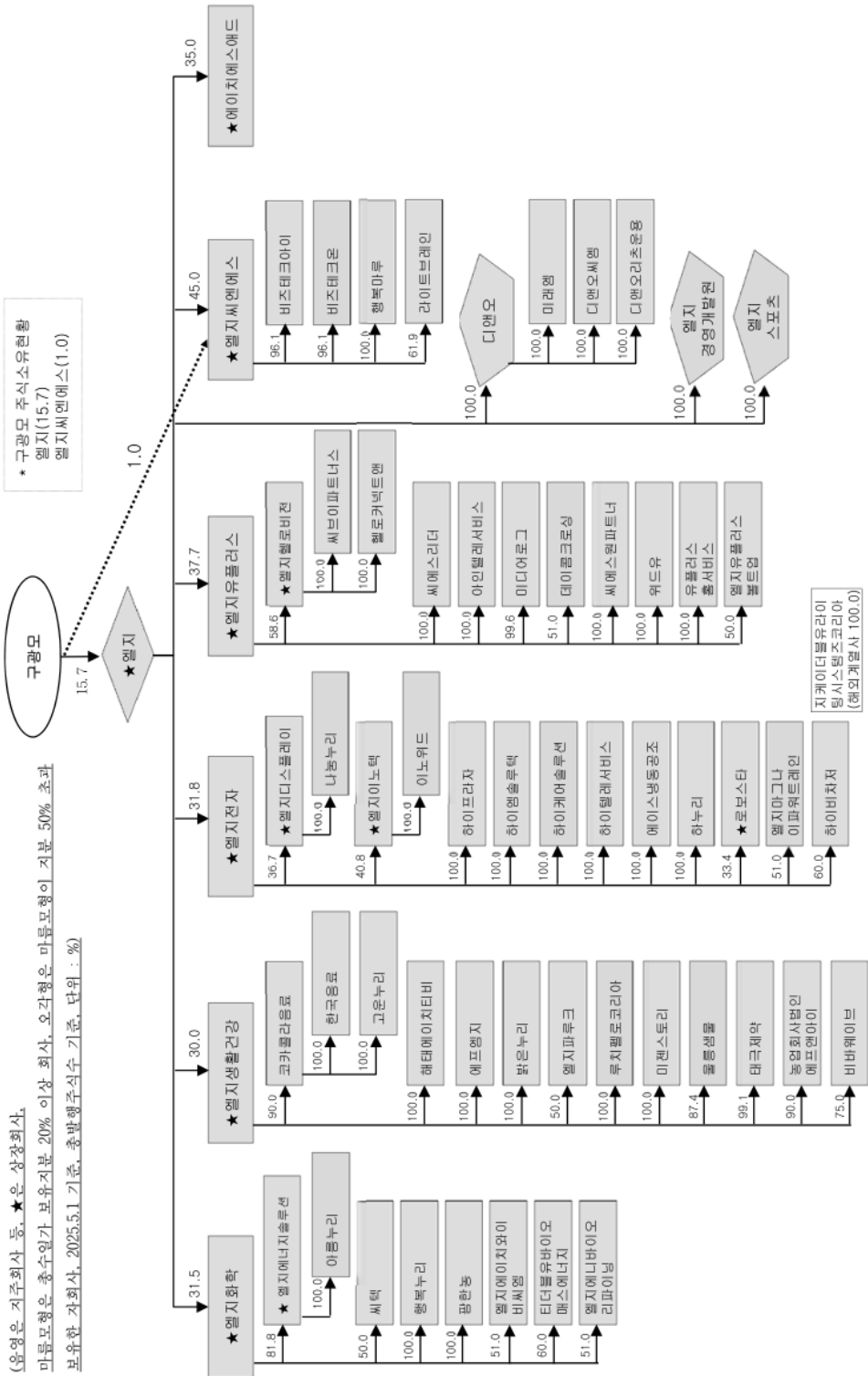
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG 연결 매출액 구성 추이



자료: LG, 키움증권 리서치센터

4. 「엘지」 소유지분도



자료: 공정거래위원회

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	7,186.0	7,445.3	7,175.5	7,671.7	8,851.4
매출원가	4,853.2	5,439.0	5,746.8	5,559.7	6,550.1
매출총이익	2,332.8	2,006.4	1,428.7	2,112.0	2,301.4
판매비	391.4	417.4	461.9	490.7	561.0
영업이익	1,941.4	1,589.0	966.8	1,621.3	1,740.3
EBITDA	2,119.9	1,776.9	1,160.7	1,807.9	1,916.6
영업외손익	104.2	29.4	40.3	86.9	150.3
이자수익	70.1	121.4	103.0	170.2	233.6
이자비용	20.4	39.7	27.0	27.0	27.0
외환관련이익	26.7	29.9	55.4	27.2	27.2
외환관련손실	31.0	22.1	20.4	16.3	16.3
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	58.8	-60.1	-70.7	-67.2	-67.2
법인세차감전이익	2,045.6	1,618.4	1,007.1	1,708.2	1,890.7
법인세비용	527.1	204.1	216.6	367.4	406.7
계속사업손익	1,518.5	1,414.3	790.5	1,340.8	1,484.0
당기순이익	2,115.8	1,414.3	790.5	1,340.8	1,484.0
지배주주순이익	1,979.6	1,261.2	574.7	1,273.8	1,409.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.8	3.6	-3.6	6.9	15.4
영업이익 증감율	-21.1	-18.2	-39.2	67.7	7.3
EBITDA 증감율	-19.6	-16.2	-34.7	55.8	6.0
지배주주순이익 증감율	-22.8	-36.3	-54.4	121.6	10.7
EPS 증감율	-20.3	-36.3	-54.4	121.6	10.7
매출총이익율(%)	32.5	26.9	19.9	27.5	26.0
영업이익률(%)	27.0	21.3	13.5	21.1	19.7
EBITDA Margin(%)	29.5	23.9	16.2	23.6	21.7
지배주주순이익률(%)	27.5	16.9	8.0	16.6	15.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	641.0	882.7	1,361.5	1,892.4	1,885.0
당기순이익	2,115.8	1,414.3	790.5	1,340.8	1,484.0
비현금항목의 가감	-1,212.1	-465.1	271.5	365.0	330.4
유형자산감가상각비	149.5	155.2	164.2	162.6	157.5
무형자산감가상각비	29.0	32.7	29.7	24.0	18.8
지분법평가손익	-2,056.8	-905.4	-238.4	0.0	0.0
기타	666.2	252.4	316.0	178.4	154.1
영업활동자산부채증감	-453.2	-295.0	133.9	96.7	-43.6
매출채권및기타채권의감소	-254.5	-144.5	-67.4	-122.9	-292.2
재고자산의감소	-4.5	-11.8	19.4	-3.5	-8.3
매입채무및기타채무의증가	20.9	25.4	-12.4	85.3	162.9
기타	-215.1	-164.1	194.3	137.8	94.0
기타현금흐름	190.5	228.5	165.6	89.9	114.2
투자활동 현금흐름	-175.1	-179.3	-66.2	400.9	318.3
유형자산의 취득	-160.3	-111.4	-101.7	-135.4	-214.6
유형자산의 처분	19.7	5.1	0.3	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-31.8	-26.0	-23.1	0.0	0.0
투자자산의감소	-4,383.2	-503.5	-1,420.4	-270.1	-270.1
단기금융자산의감소	-74.9	-43.4	606.2	-66.1	-69.4
기타	4,455.4	499.9	872.5	872.5	872.4
재무활동 현금흐름	-653.0	-976.1	-706.2	-484.4	-499.6
차입금의 증가	25.9	-256.0	1.8	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	-167.8	-180.6	-151.7	0.0	0.0
배당금지급	-496.4	-526.6	-550.1	-478.2	-493.3
기타	-14.7	-12.9	-6.2	-6.2	-6.3
기타현금흐름	-1.2	0.8	11.9	-109.5	-109.5
현금/현금성자산의 순증	-188.2	-271.8	600.9	1,699.3	1,594.2
기초현금및현금성자산	1,239.0	1,050.7	778.9	1,379.8	3,079.2
기말현금및현금성자산	1,050.7	778.9	1,379.8	3,079.2	4,673.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	5,083.4	5,199.5	5,064.1	6,803.1	8,658.1
현금 및 현금성자산	1,050.7	778.9	1,379.8	3,079.2	4,673.4
단기금융자산	1,884.4	1,927.8	1,321.6	1,387.7	1,457.0
매출채권및기타채권	1,522.4	1,673.7	1,777.1	1,900.2	2,192.2
재고자산	58.2	70.2	50.8	54.3	62.6
기타유동자산	567.7	748.9	534.8	381.9	272.9
비유동자산	24,550.3	25,053.6	26,575.1	26,794.0	27,102.5
투자자산	21,317.4	21,821.0	23,241.4	23,511.5	23,781.7
유형자산	1,524.4	1,525.0	1,545.9	1,518.7	1,575.8
무형자산	151.1	142.7	117.3	93.2	74.5
기타비유동자산	1,557.4	1,564.9	1,670.5	1,670.6	1,670.5
자산총계	29,633.7	30,253.1	31,639.3	33,597.1	35,760.6
유동부채	2,524.4	1,937.1	2,244.8	2,330.2	2,493.0
매입채무및기타채무	1,368.4	1,475.9	1,532.8	1,618.1	1,781.0
단기금융부채	674.0	18.1	205.9	205.9	205.9
기타유동부채	482.0	443.1	506.1	506.2	506.1
비유동부채	875.1	1,299.5	1,261.8	1,261.8	1,261.8
장기금융부채	184.7	581.6	487.7	487.7	487.7
기타비유동부채	690.4	717.9	774.1	774.1	774.1
부채총계	3,399.5	3,236.6	3,506.6	3,592.0	3,754.9
지배지분	25,452.4	26,128.9	27,083.4	28,888.8	30,815.2
자본금	801.6	801.6	801.6	801.6	801.6
자본잉여금	2,967.7	2,967.7	2,967.7	2,967.7	2,967.7
기타자본	-1,733.1	-1,913.7	-2,065.3	-2,065.3	-2,065.3
기타포괄손익누계액	2,795.6	2,972.2	4,053.9	5,079.0	6,104.0
이익잉여금	20,620.5	21,301.1	21,325.5	22,105.9	23,007.3
비지배지분	781.8	887.6	1,049.3	1,116.3	1,190.5
자본총계	26,234.2	27,016.5	28,132.6	30,005.1	32,005.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	12,347	7,867	3,585	7,945	8,794
BPS	158,757	162,977	168,930	180,192	192,208
CFPS	5,636	5,920	6,624	10,640	11,317
DPS	3,000	3,100	3,100	3,200	3,300
주가배수(배)					
PER	6.3	10.9	20.1	10.2	10.6
PER(최고)	7.0	12.5	28.9		
PER(최저)	5.6	9.4	19.8		
PBR	0.49	0.53	0.43	0.45	0.49
PBR(최고)	0.54	0.60	0.61		
PBR(최저)	0.44	0.46	0.42		
PSR	1.74	1.85	1.61	1.69	1.69
PCFR	13.9	14.5	10.9	7.6	8.2
EV/EBITDA	5.3	7.0	9.1	5.5	5.4
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	22.0	33.5	59.3	36.1	33.6
배당수익률(% 보통주, 현금)	3.8	3.6	4.3	4.0	3.5
ROA	7.7	4.7	2.6	4.1	4.3
ROE	8.5	4.9	2.2	4.6	4.7
ROIC	92.3	62.9	36.2	62.3	68.5
매출채권회전율	5.2	4.7	4.2	4.2	4.3
재고자산회전율	128.1	116.0	118.7	146.1	151.4
부채비율	13.0	12.0	12.5	12.0	11.7
순차입금비율	-7.9	-7.8	-7.1	-12.6	-17.0
이자보상배율	95.1	40.0	35.8	60.1	64.5
총차입금	858.7	599.7	693.6	693.6	693.6
순차입금	-2,076.4	-2,107.0	-2,007.8	-3,773.2	-5,436.8
NOPLAT	2,119.9	1,776.9	1,160.7	1,807.9	1,916.6
FCF	1,334.1	1,140.6	1,007.6	1,420.5	1,284.1

SK (034730)



BUY(Initiate)

목표주가 373,000원

주가(1/27) 298,000원

 보험/증권/지주 Analyst 안영준
 yj.ahn@kiwoom.com

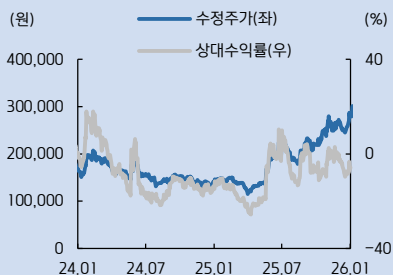
Stock Data

KOSPI	5,084.85pt	
시가총액	216,058억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	301,500원	115,400원
최고/최저가 대비 등락	-1.16%	158.23%
주가수익률	절대	상대
1M	17.6%	24.1%
6M	46.8%	83.2%
1Y	100.7%	201.6%

Company Data

발행주식수	73,069천주
일평균 거래량(3M)	222천주
외국인 지분율	27.78%
배당수익률(25E)	2.7%
BPS(25E)	457,044원
주요 주주	최태원 외 33인 25.46%

Price Trend



재무구조 개선 중. AI/바이오 성장성 기대

>>> Divest + 업황 턴어라운드 진행 중

비핵심사업 매각 등을 통해 포트폴리오 리밸런싱 및 재무구조 개선을 단행하고 있다. 작년 SK스페셜티와 데이터센터 매각에 이어 SK실트론 매각도 진행 중이며, 향후에도 적극적으로 차입금을 감축한다는 전략이다. 자본효율성 향상 및 주주환원 확보 등 긍정적 영향이 기대된다. 업황은 SK이노베이션이 관건인데, 추가 회복 확인이 필요하다. 작년 석유화학에 이어 정부 차원에서의 배터리 산업 구조조정 가능성도 주목해야 한다.

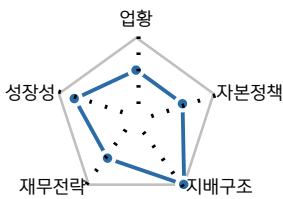
>>> 지분율과 AI/바이오 성장성에 주목

SK에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 373,000원으로 커버리지를 개시한다. 자기주식 비중이 24.8%로 상법 개정 수혜를 기대해볼 수 있는 가운데 지분 구조 상 주식의 가치가 부각될 가능성이 있다. 추가적인 포인트는 AI와 바이오 경쟁력이다. 정부의 '독자 AI 파운데이션 모델 사업'에서 SK텔레콤 컨소시엄의 역량이 인정받은 바 컨소시엄에 동참 중인 SK의 자체사업 SK AX의 경쟁력도 부각될 것으로 기대된다. 바이오 사업은 비만치료제에 대한 관심이 높아지는 가운데 SK팜테코가 연내 국내 공장에서 수주 물량에 대한 원재료 생산을 계획 중인 측면이 부각될 수 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	132,079.4	128,798.5	124,690.4	125,597.7	131,852.3
영업이익	8,161.3	4,754.0	2,355.3	1,556.0	3,428.8
EBITDA	16,944.9	13,741.9	10,739.2	9,814.9	10,793.6
세전이익	5,900.0	-853.6	1,096.6	5,897.2	5,476.5
순이익	3,966.2	-406.4	528.8	6,193.9	4,107.4
지배주주지분순이익	1,098.7	-776.8	-1,292.7	3,716.4	2,464.4
EPS(원)	14,705	-10,496	-17,618	50,861	33,728
증감률(% YoY)	-46.7	적전	적지	흑전	-33.7
PER(배)	12.9	-17.0	-7.5	5.0	8.9
PBR(배)	0.65	0.63	0.38	0.56	0.54
EV/EBITDA(배)	7.0	9.8	12.1	13.8	13.0
영업이익률(%)	6.2	3.7	1.9	1.2	2.6
ROE(%)	5.1	-3.7	-5.6	12.7	6.7
순차입금비율(%)	76.1	75.3	76.7	64.4	59.2

자료: 키움증권 리서치센터

SK의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
SK	지주(반도체) 석유화학/배터리 통신		SK스퀘어 / SK이노베이션 / SK텔레콤
Pentagonal Analysis	주요 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- 반도체는 양호한 업황 지속 전망 - 석화 반등 중이나, 배터리 추가 회복 확인 필요
	성장성	4	- 그린/첨단소재/디지털/바이오 중심 성장 계획 - SK 팜테코 주목, 26 년말 세종 공장 가동 목표
	재무전략	3	- 포트폴리오 리밸런싱/재무구조 개선 지속 - 순차입금 감소 추세, SK 실트론 매각 추진 중
	지배구조	5	- 자사주 25% 보유 중. 단순 전량 소각 어려울 것 - 다만 지분구조 감안 시 지분 확보 경쟁 가능성
	자본정책	3	- FY26 까지 연간 최소 DPS 5,000 원 제시 - 시총 1~2% 자기주식 소각 or 추가 배당 계획
	총 평점	3.6	- 약 25%의 자사주 소각 기대감 유효 - 자산 효율화와 동반된 기업가치 제고 기대
	Keyword	AI / 비만치료제 / 상법 개정 / 금산분리	

자료: 키움증권 리서치센터

SK 의 주목할 부분은 1) 비만치료제에 대한 시장의 관심도가 증가하고 있는 가운데 국내 공장 신설 및 펩타이드 생산을 계획 중인 SK 팜테코의 기업가치가 부각될 가능성이 있고, 2) 그룹 재무구조 개선이 진행 중인 가운데 금산분리 완화 논의 등으로 자회사에 대한 지주사의 자금 지원 부담은 축소될 것으로 예상되며, 3) 자기주식 비중이 약 25%에 달하는 가운데 상법 개정으로 그 활용도가 제한되면서 의결권을 가진 주식의 가치가 더욱 상승할 것으로 예상된다.

NAV 중 가장 큰 비중은 SK 스퀘어의 지분가치인데, 추가 상승분은 점진적으로 반영될 것으로 예상된다. 다만 실적 중 가장 큰 비중을 차지하는 SK 이노베이션의 업황 부진이 이어지고 있다는 점은 부담인데, 올해부터의 실적 턴어라운드 가능성을 기대해볼 수 있다.

기업가치 제고 계획으로는 ROE 개선('27 년 10% 목표)과 주주환원 확대를 통해 2027 년 PBR 1 배를 제시했다. 재무구조 개선을 통해 적극적으로 차입금을 감축할 계획이며, (연 DPS 최소 5,000 원 + 시가총액 1~2% 규모의 자기주식 매입/소각 또는 추가 배당)의 주주환원 정책도 발표한 바 추가 하방 지지도 기대해볼 수 있다.

SK의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	51,947	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	42,623	
SK이노베이션	9,821	
SK텔레콤	4,560	
SK스퀘어	20,024	
SK네트웍스	466	
SKC	1,764	
SK바이오팜	5,988	
비상장사/그 외 (C)	9,324	매각 논의 중인 SK실트론 외 장부가
SK팜테코	1,651	
SK실트론	2,824	매각 진행 중, 논의 기업가치 4조원 * TRS 포함 지분 70.6%
SK에코플랜트	911	
그 외	1,848	
사업부문 (D, 십억원)	2,090	
사업가치	2,090	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5배
순차입금 (E, 십억원)	8,416	
NAV (F, 십억원)	45,621	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	72,503	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	629,230	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	298,000	
할인율	53%	

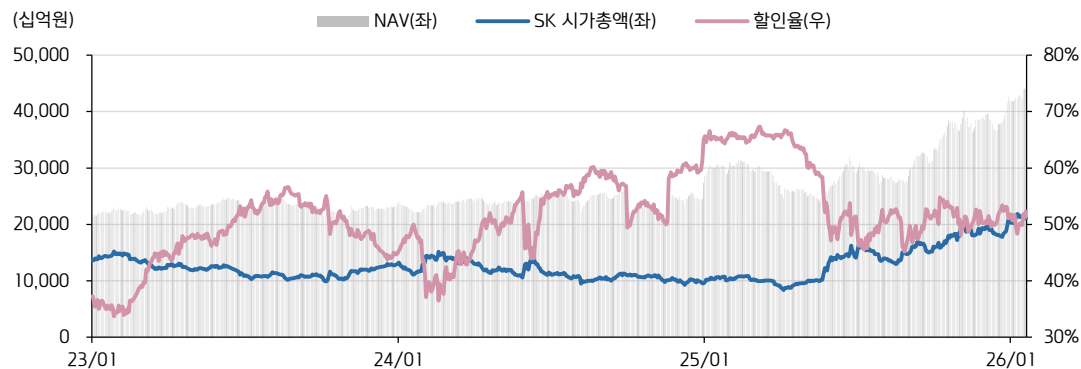
자료: SK, FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK의 목표주가 산출

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	33,410	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	21,737	최근 6개월 평균 할인율 적용 (49%)
비상장사/그 외 (C)	11,673	
SK팜테코	4,000	vs. 장부가 1,651십억원, 2023년 pre-IPO 투자 시 기업가치
사업부문 (D, 십억원)	2,090	
순차입금 (E, 십억원)	8,416	
목표 시가총액 (F, 십억원)	27,085	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	72,503	보통주 기준
목표 주가 (H, 원)	373,000	(H) = (F)/(G), 천원 미만 절사
현재 주가 (원)	298,000	
상승여력	25%	

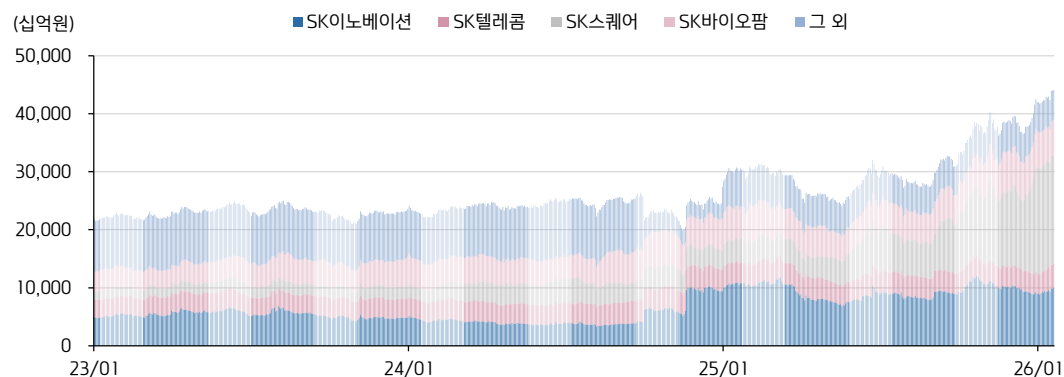
자료: SK, FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK의 시가총액, NAV, 할인율 추이



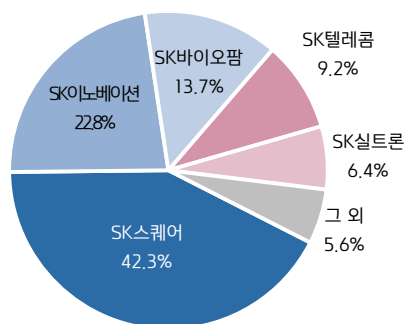
자료: 전자공시시스템, FnGuide, SK, 키움증권 리서치센터

SK의 NAV 구성 추이



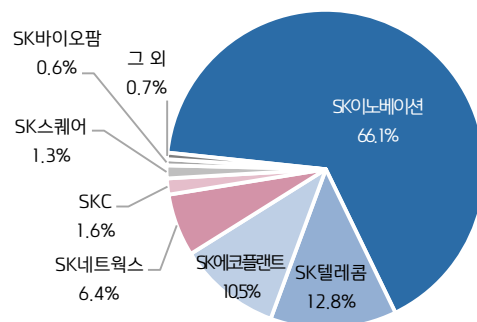
자료: 전자공시시스템, FnGuide, SK, 키움증권 리서치센터

SK의 NAV 구성 비중



주: 순차입금 제외 비중
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 매출액 구성 비중



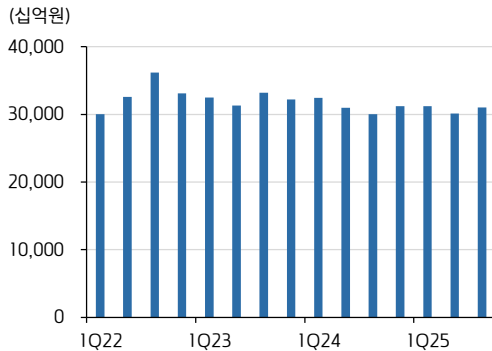
주: 연결 기준
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK 연결 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F
매출액	32,432.9	30,998.8	30,046.7	31,212.1	31,229.9	30,142.0	31,041.4	33,184.5	124,690	125,597
(YoY)	0%	0%	-10%	-3%	-4%	-3%	3%	6%	-3%	1%
영업이익	1,469.1	725.9	482.0	(321.7)	399.8	199.6	827.4	129.2	2,355.3	1,556.0
(YoY)	24%	12%	-82%	적전	-73%	-73%	72%	흑전	-50%	-34%
OPM	4.5%	2.3%	1.6%	-1.0%	1.3%	0.7%	2.7%	0.4%	1.9%	1.2%
순이익	725.3	454.1	1,147.9	(1,798.4)	3,590.7	976.8	2,680.0	(1,053.6)	528.8	6,193.9
(YoY)	흑전	흑전	-17%	적지	395%	115%	133%	적지	흑전	1071%
지배순이익	157.4	181.0	511.5	(2,142.6)	2,349.1	547.5	950.9	(131.2)	(1,292.7)	3,716.4
(YoY)	28%	흑전	57%	적지	1392%	203%	86%	적지	적지	흑전

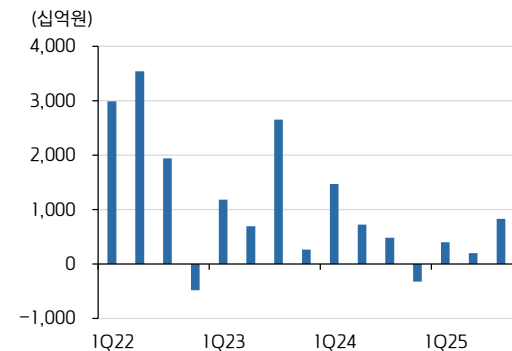
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 분기별 연결 매출액 추이



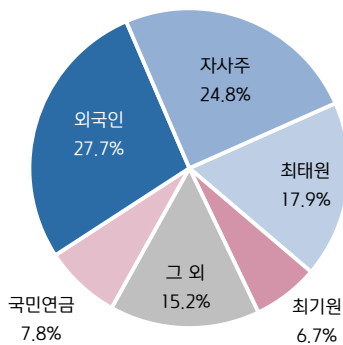
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 분기별 연결 영업이익 추이



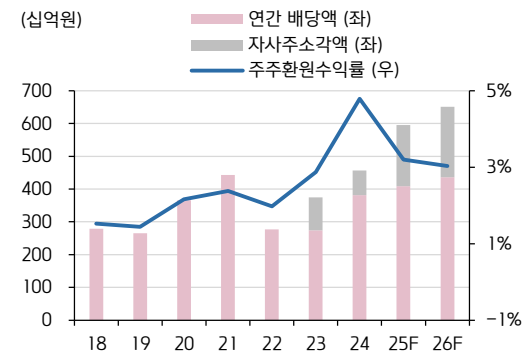
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 주주 구성



자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 주주환원



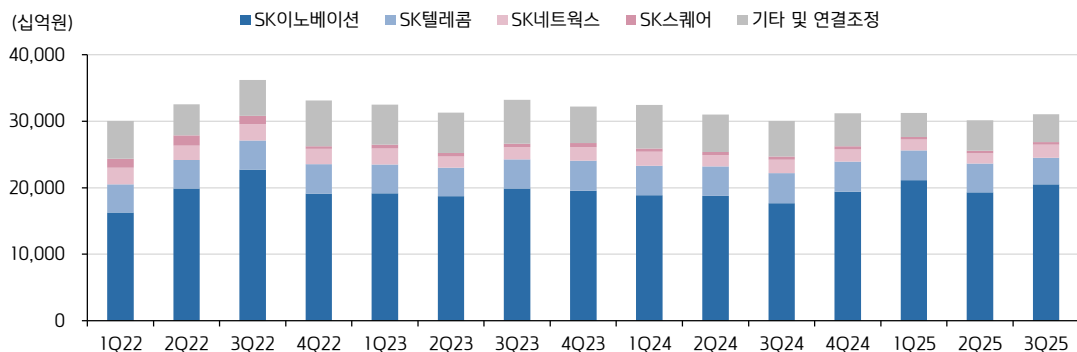
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK 주요 자회사의 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F
매출액	32,433	30,999	30,047	31,212	31,230	30,142	31,041	32,038	124,690	125,597
(YoY)	0%	-1%	-10%	-3%	-4%	-3%	3%	3%	-4%	1%
SK별도	1,236.9	796.3	736.5	937.1	787.5	1,003.8	865.0	965.6	3,706.8	3,622.0
용역수익	527.3	613.4	565.0	775.6	563.7	627.0	665.4	668.0	2,481.2	2,524.0
배당금수익	609.6	79.7	70.0	60.3	121.7	249.0	106.1	187.9	819.6	664.6
로열티수익	79.1	85.7	82.4	82.4	82.2	102.8	92.3	89.0	329.5	366.2
임대수익	21.0	17.6	19.2	18.9	20.0	25.1	1.3	20.8	76.6	67.2
SK이노베이션	18,855.1	18,799.1	17,657.1	19,405.7	21,146.6	19,306.6	20,533.2	20,048.8	74,717.0	81,035.2
SK텔레콤	4,474.6	4,422.4	4,532.1	4,511.5	4,453.7	4,338.8	3,978.1	4,315.4	17,940.6	17,085.9
SK스퀘어	498.3	468.6	457.5	482.3	402.8	406.6	407.9	487.5	1,906.6	1,704.8
SK네트웍스	2,075.6	1,690.0	2,042.9	1,848.9	1,636.7	1,516.3	1,972.6	1,746.1	7,657.3	6,871.7
SKC	398.8	453.4	443.7	425.6	438.5	467.3	506.0	499.2	1,721.6	1,911.0
SK바이오팜	114.0	134.0	136.6	163.0	144.4	176.3	191.7	201.8	547.6	714.2
SK에코플랜트	2,063.1	2,203.9	1,969.7	3,342.0	2,610.5	3,188.7	3,248.3	2,546.4	9,578.7	11,593.9
영업이익	1,469.1	725.9	482.0	(321.7)	399.8	199.6	827.4	622.0	2,355.3	1,556.0
(YoY)	24%	5%	-82%	적전	-73%	-73%	72%	흑전	-51%	-34%
SK별도	606.4	130.6	124.1	137.4	176.2	330.9	196.9	227.7	998.3	931.6
SK이노베이션	624.7	(45.8)	(423.3)	159.9	(44.6)	(417.6)	573.5	413.5	315.5	524.8
SK텔레콤	498.5	537.5	533.3	254.2	567.4	338.3	48.4	199.0	1,823.4	1,153.1
SK스퀘어	323.8	774.8	1,162.0	1,652.0	1,652.3	1,401.1	2,645.5	1,319.9	3,912.6	7,018.8
SK네트웍스	19.5	29.1	28.6	36.7	16.5	43.0	22.4	32.4	113.9	114.3
SKC	(72.3)	(61.6)	(59.6)	(83.3)	(74.5)	(70.2)	(52.8)	(42.3)	(276.8)	(239.7)
SK바이오팜	10.3	26.1	19.3	40.7	25.7	61.9	70.1	56.2	96.3	213.9
SK에코플랜트	56.6	69.8	(6.7)	124.4	57.0	152.7	157.4	45.9	244.0	412.9

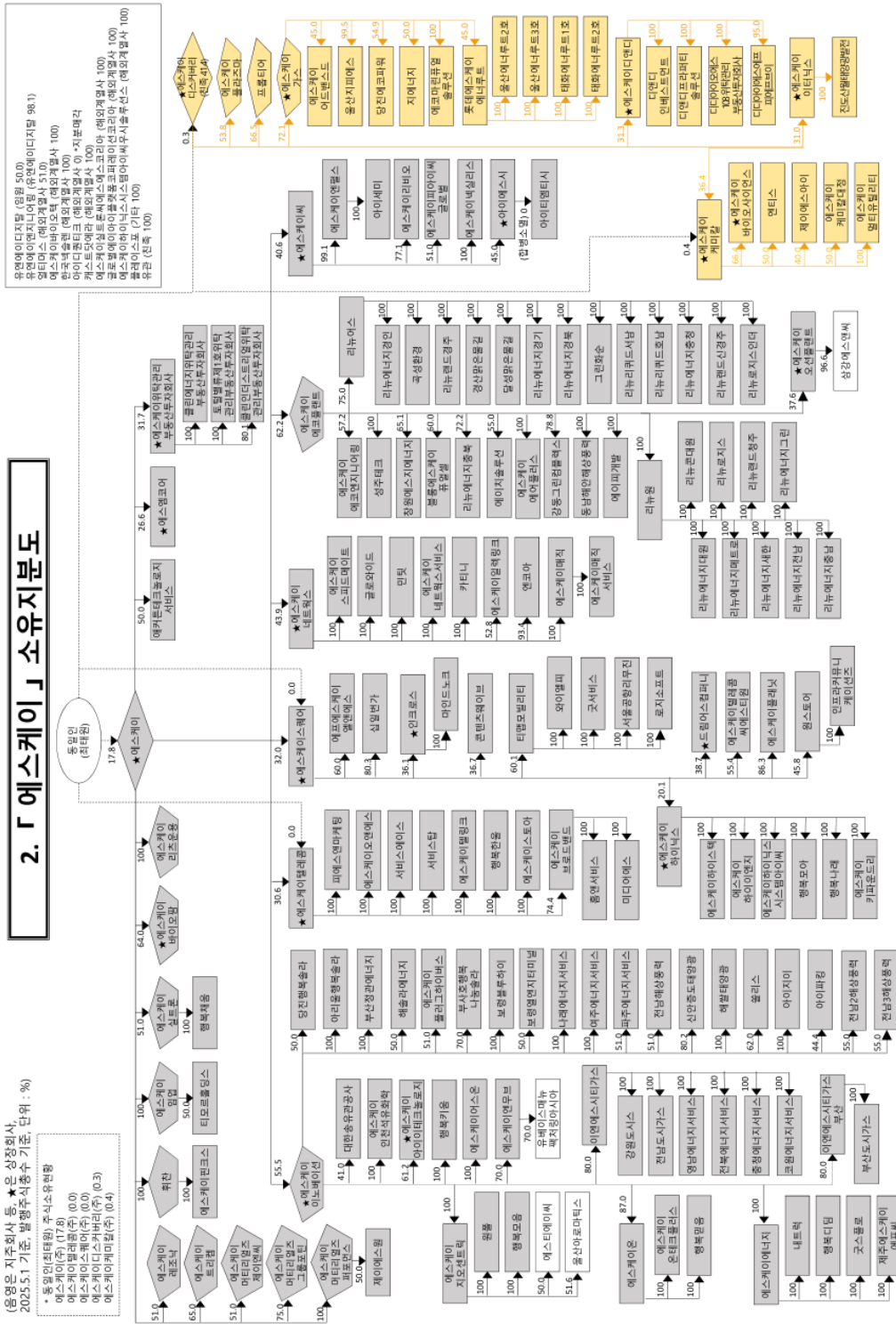
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK 주요 자회사의 분기 매출액 추이



자료: SK, 키움증권 리서치센터

* 동일인(단체) 주식소유현황
 에스케이(주) (17.8)
 에스케이비탈(주) (0.0)
 에스케이피(주) (0.0)
 에스케이디스커버리(주) (0.3)
 에스케이비탈(주) (0.4)



포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	132,079.4	128,798.5	124,690.4	125,597.7	131,852.3
매출원가	116,435.6	116,609.6	113,998.9	115,400.5	119,528.4
매출총이익	15,643.8	12,188.9	10,691.5	10,197.3	12,323.9
판매비	7,482.5	8,052.0	8,628.6	8,641.3	8,895.1
영업이익	8,161.3	4,754.0	2,355.3	1,556.0	3,428.8
EBITDA	16,944.9	13,741.9	10,739.2	9,814.9	10,793.6
영업외손익	-2,261.3	-5,607.6	-1,258.7	4,341.3	2,047.8
이자수익	469.9	869.2	949.1	1,202.8	1,396.7
이자비용	2,045.3	3,088.0	3,693.3	3,877.2	4,124.3
외환관련이익	4,350.9	3,350.9	3,167.1	2,247.4	2,247.4
외환관련손실	4,726.4	3,507.6	3,625.8	2,339.2	2,339.2
종속 및 관계기업손익	84.2	-2,359.5	3,812.0	4,974.4	5,223.2
기타	-394.6	-872.6	-1,867.8	2,133.1	-356.0
법인세차감전이익	5,900.0	-853.6	1,096.6	5,897.2	5,476.5
법인세비용	2,375.6	570.6	747.8	1,474.3	1,369.1
계속사업손익	3,524.4	-1,424.3	348.8	4,422.9	4,107.4
당기순이익	3,966.2	-406.4	528.8	6,193.9	4,107.4
지배주주순이익	1,098.7	-776.8	-1,292.7	3,716.4	2,464.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	35.9	-2.5	-3.2	0.7	5.0
영업이익 증감율	67.9	-41.7	-50.5	-33.9	120.4
EBITDA 증감율	27.9	-18.9	-21.9	-8.6	10.0
지배주주순이익 증감율	-44.1	-170.7	66.4	-387.5	-33.7
EPS 증감율	-46.7	적전	적지	흑전	-33.7
매출총이익율(%)	11.8	9.5	8.6	8.1	9.3
영업이익률(%)	6.2	3.7	1.9	1.2	2.6
EBITDA Margin(%)	12.8	10.7	8.6	7.8	8.2
지배주주순이익률(%)	0.8	-0.6	-1.0	3.0	1.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7,677.7	11,353.9	8,110.3	10,839.9	6,394.5
당기순이익	3,966.2	-406.4	528.8	6,193.9	4,107.4
비현금항목의 가감	13,725.5	14,489.4	11,053.0	8,590.9	7,396.2
유형자산감가상각비	7,048.8	7,231.9	6,530.6	6,610.7	5,976.8
무형자산감가상각비	1,734.8	1,756.1	1,853.3	1,648.2	1,388.1
지분법평가손익	-964.6	-3,783.6	-5,098.4	-4,974.4	-5,223.2
기타	5,906.5	9,285.0	7,767.5	5,306.4	5,254.5
영업활동자산부채증감	-6,422.2	1,382.8	737.4	-154.0	-1,370.1
매출채권및기타채권의감소	-3,880.2	1,240.3	1,570.0	10.2	-904.3
재고자산의감소	-5,508.6	880.8	1,465.7	-99.2	-684.1
매입채무및기타채무의증가	3,817.2	548.7	-1,954.5	1,092.4	1,697.6
기타	-850.6	-1,287.0	-343.8	-1,157.4	-1,479.3
기타현금흐름	-3,591.8	-4,111.9	-4,208.9	-3,790.9	-3,739.0
투자활동 현금흐름	-14,959.1	-21,627.8	-12,157.9	-8,364.5	-7,196.1
유형자산의 취득	-14,000.1	-18,915.2	-15,673.5	-11,220.9	-10,045.1
유형자산의 처분	1,358.0	196.1	408.8	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-581.9	-480.0	-16.6	0.0	0.0
투자자산의감소	211.7	-1,241.6	-44.1	270.5	270.5
단기금융자산의감소	2,463.1	728.7	433.2	-148.3	-155.7
기타	-4,409.9	-1,915.8	2,734.3	2,734.2	2,734.2
재무활동 현금흐름	16,012.7	11,524.0	5,084.6	3,219.4	5,169.6
차입금의 증가	15,627.2	6,110.6	6,879.5	3,585.0	5,535.2
자본금, 자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1,708.4	-1,674.0	-1,815.0	-385.6	-385.6
기타	2,093.9	7,087.4	20.1	20.0	20.0
기타현금흐름	344.9	39.8	926.3	1,539.0	1,117.0
현금/현금성자산의 순증	9,076.3	1,289.8	1,963.4	7,233.9	5,485.0
기초현금및현금성자산	12,317.6	21,393.9	22,683.7	24,647.0	31,880.9
기말현금및현금성자산	21,393.9	22,683.7	24,647.0	31,880.9	37,365.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	64,993.6	64,834.6	67,462.9	75,807.9	84,246.9
현금 및 현금성자산	21,393.9	22,683.7	24,647.0	31,880.9	37,365.9
단기금융자산	4,128.0	3,399.3	2,966.1	3,114.4	3,270.1
매출채권및기타채권	18,011.3	17,057.0	16,775.7	16,765.4	17,669.8
재고자산	15,552.3	15,006.6	13,638.5	13,737.7	14,421.8
기타유동자산	5,908.1	6,688.0	9,435.6	10,309.5	11,519.3
비유동자산	129,512.3	142,135.6	147,514.9	155,180.8	162,813.7
투자자산	35,928.9	34,811.0	38,667.2	43,371.1	48,323.7
유형자산	59,921.9	73,494.4	80,363.7	84,974.0	89,042.4
무형자산	20,184.6	18,587.3	15,904.8	14,256.6	12,868.5
기타비유동자산	13,476.9	15,242.9	12,579.2	12,579.1	12,579.1
자산총계	194,505.9	206,970.3	214,977.8	230,988.7	247,060.7
유동부채	63,053.2	65,353.3	71,532.8	72,729.5	76,543.6
매입채무및기타채무	28,078.8	29,143.9	29,891.9	30,984.3	32,681.9
단기금융부채	30,175.4	31,682.3	35,970.8	36,358.6	38,744.5
기타유동부채	4,799.0	4,527.1	5,670.1	5,386.6	5,117.2
비유동부채	59,643.9	63,737.9	63,157.4	67,213.0	70,798.8
장기금융부채	49,976.7	53,035.6	53,256.9	57,312.5	60,898.2
기타비유동부채	9,667.2	10,702.3	9,900.5	9,900.5	9,900.6
부채총계	122,697.1	129,091.2	134,690.2	139,942.5	147,342.4
지배지분	21,595.5	20,726.7	25,114.6	33,395.6	40,424.8
자본금	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
자본잉여금	8,411.0	8,985.0	13,197.9	13,197.9	13,197.9
기타자본	-2,009.1	-1,960.1	-1,948.4	-1,948.4	-1,948.4
기타포괄손익누계액	258.9	17.6	1,967.0	6,917.3	11,867.6
이익잉여금	14,918.6	13,668.1	11,881.9	15,212.6	17,291.5
비지배지분	50,213.2	57,152.3	55,172.9	57,650.5	59,293.5
자본총계	71,808.8	77,879.1	80,287.5	91,046.2	99,718.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	14,705	-10,496	-17,618	50,861	33,728
BPS	289,037	280,985	343,711	457,044	553,242
CFPS	236,788	190,287	157,844	202,341	157,436
DPS	5,000	5,000	7,000	7,000	7,000
주가배수(배)					
PER	12.9	-17.0	-7.5	5.0	8.9
PER(최고)	18.5	-19.6	-12.0		
PER(최저)	12.9	-12.8	-7.2		
PBR	0.65	0.63	0.38	0.56	0.54
PBR(최고)	0.94	0.73	0.62		
PBR(최저)	0.65	0.48	0.37		
PSR	0.11	0.10	0.08	0.15	0.17
PCFR	0.8	0.9	0.8	1.3	1.9
EV/EBITDA	7.0	9.8	12.1	13.8	13.0
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	7.0	-67.4	72.2	6.2	9.3
배당수익률(% 보통주, 현금)	2.6	2.8	5.3	2.7	2.3
ROA	2.2	-0.2	0.3	2.8	1.7
ROE	5.1	-3.7	-5.6	12.7	6.7
ROIC	5.7	3.8	0.0	1.0	2.2
매출채권회전율	8.3	7.3	7.4	7.5	7.7
재고자산회전율	10.1	8.4	8.7	9.2	9.4
부채비율	170.9	165.8	167.8	153.7	147.8
순차입금비율	76.1	75.3	76.7	64.4	59.2
이자보상배율	4.0	1.5	0.6	0.4	0.8
총차입금	80,152.1	84,717.9	89,227.7	93,671.1	99,642.7
순차입금	54,630.2	58,634.9	61,614.5	58,675.8	59,006.7
NOPLAT	16,944.9	13,741.9	10,739.2	9,814.9	10,793.6
FCF	-5,761.0	-4,947.8	-6,143.3	-1,949.0	-1,478.8

한화 (000880)



BUY(Initiate)

목표주가 141,000원

주가(1/27) 113,800원

 보험/증권/지주 Analyst 안영준
 yj.ahn@kiwoom.com

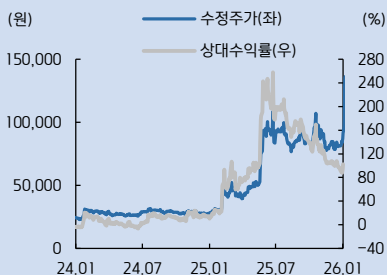
Stock Data

KOSPI	5,084.85pt		
시가총액	85,303억 원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	136,500원	29,200원	
최고/최저가 대비 등락	-16.63%	289.73%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	39.5%	28.6%
	6M	14.0%	64.6%
	1Y	263.0%	364.6%

Company Data

발행주식수	94,562천주
일평균 거래량(3M)	588천주
외국인 지분율	18.99%
배당수익률(25E)	1.2%
BPS(25E)	136,541원
주요 주주	한화에너지 외 7인 55.85%

Price Trend

인적분할, $0.76+0.24 = 1+\alpha$

>>> 에어로스페이스의 성장과 함께 성장 중

핵심 자회사인 한화에어로스페이스의 폭발적인 성장에 따른 NAV 증가 기조가 이어질 것으로 예상된다. 향후 자금조달 및 사업전략 등에서 지주회사의 역할이 커질 것으로 예상됨에 따라 이전보다 지분가치에 대한 할인율은 축소될 것으로 기대해볼 수 있다. 그 외 태양광 업황 반등과 금융사 배당 재개 등이 이루어진다면 추가적으로 긍정적인 영향이 예상된다.

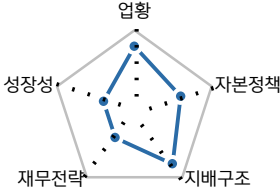
>>> 인적분할, 긍정적 흐름 기대

한화에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 141,000원으로 커버리지를 개시한다. 핵심사업 및 투자 등에 대한 주 인적분할을 통해 신설법인 76.3% : 종속법인 23.7% (자사주 소각 전)의 분할을 발표했는데, 주주환원 발표와 더불어 두 지주회사에 대해 각각의 재평가 기대감이 반영되며 우호적인 흐름이 예상된다. 분할 후 추가적인 지분 구조 기대감을 가져본다면 지주회사 및 PBR이 낮은 자회사들의 지분가치가 더욱 부각될 가능성이 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	50,886.7	53,134.8	55,646.8	73,997.2	78,987.1
영업이익	2,369.6	2,411.9	2,416.1	4,663.8	5,049.6
EBITDA	3,726.7	3,965.6	4,018.2	7,042.4	7,288.9
세전이익	2,133.9	2,246.6	2,068.0	3,915.2	4,298.5
순이익	2,009.0	1,635.5	1,690.4	2,936.4	3,223.9
지배주주지분순이익	1,174.4	380.5	773.0	880.9	967.2
EPS(원)	11,995	3,886	7,916	9,316	10,228
증감률(% YoY)	20.6	-67.6	103.7	17.7	9.8
PER(배)	2.1	6.6	3.4	8.8	12.2
PBR(배)	0.23	0.23	0.24	0.60	0.78
EV/EBITDA(배)	9.5	5.2	8.6	6.0	5.9
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.3	6.3	6.4
ROE(%)	14.4	3.5	7.2	7.5	6.9
순차입금비용(%)	32.0	-11.8	8.4	10.5	-0.4

자료: 키움증권 리서치센터

한화의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
한화	방산/조선 금융 태양광		한화에어로스페이스 / 한화생명 / 한화솔루션
Pentagonal Analysis	주요 요인	점수	판단 이유
	업황	4	- 한화에어로스페이스의 폭발적 성장 진행 중 - 다만 태양광/금융 사업은 업황 회복 확인 필요
	성장성	2	- 당분간 핵심사업에 집중할 것으로 전망 - 분할 이후 신설법인의 비전/로보틱스 등 기대
	재무전략	2	- 방산/조선 등 핵심사업 투자 중심의 재무전략 - 자본 유입 45%를 재무건전성 개선에 활용 계획
	지배구조	4	- 인적분할 후 추가적인 지분구조 변경 기대감 - 분할 후 합산 시가총액은 더욱 커질 것으로 기대
	자본정책	3	- 5.9% 자사주 소각 및 DPS 최소 1,000 원 제시 - 향후 추가적인 현금흐름 기반 주주환원 확대 기대
	총 평점	3.0	- 분할일(7/1)까지 변동성 축소와 양호한 흐름 예상 - 존속법인의 재무전략, 신설법인 성장성 증명 중요
	Keyword	방산 / 조선 / NAV / 인적분할 / 지배구조	

자료: 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스의 지분가치가 NAV 의 대부분을 차지하고 있는데, 업황 호조가 장기간 지속될 것으로 예상된다는 점은 긍정적이다. 태양광/금융 업황 반등이 이루어질 경우 추가적인 업사이드를 기대해볼 수 있다. 건설 자체사업의 영향으로 상대적으로 큰 순차입금 규모와 우주 등 신사업 관련 역량이 아직까지 부각되지는 않고 있는 점은 향후 지켜볼 필요가 있다. 최근 인적분할(존속법인 76.3% - 에어로스페이스/솔루션/생명 등, 신설법인 23.7% - 갤러리아/비전/모멘텀/로보틱스 등)을 통한 기업가치와 주주가치 제고 계획을 발표했는데, 주주환원 확대 및 시장에서의 지주회사 기업가치 재평가 기대감 등으로 양호한 주가 흐름을 이어갈 수 있을 것으로 예상된다. 지주회사 및 PBR 이 낮은 자회사들의 긍정적인 흐름이 기대된다. 분할 이후에는 상대적으로 높은 부채비율에 대한 존속법인의 재무전략과 신설법인의 신규 투자에 대한 성장성을 시장에서 인정해주는 지를 주목할 필요가 있다.

한화의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	26,762	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	25,670	
한화에어로스페이스	22,547	
한화솔루션	1,771	
한화생명	1,352	
비상장사/그 외 (C)	1,092	
사업부문 (D, 십억원)	1,708	
사업가치	1,708	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5배
순차입금 (E, 십억원)	5,259	
NAV (F, 십억원)	23,211	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	74,959	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	309,653	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	113,800	
할인율	63%	

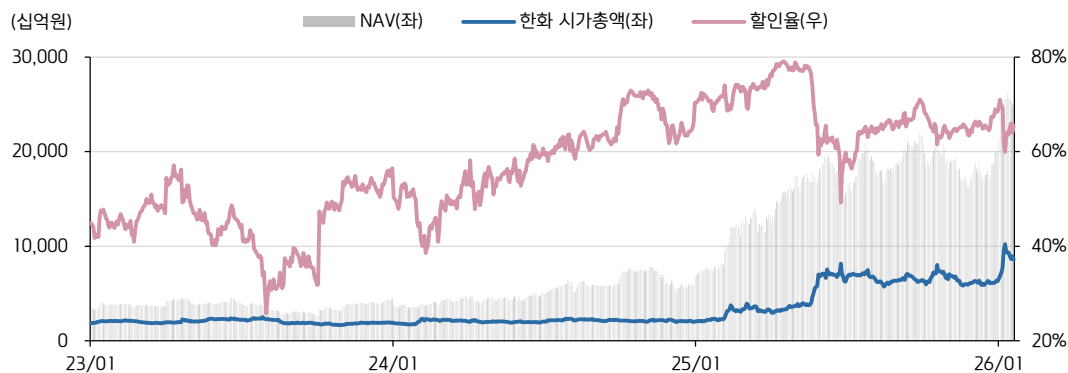
자료: 한화, FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화의 목표주가 산출

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	14,183	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	13,092	6개월 평균 할인율 적용(49%)
비상장사/그 외 (C)	1,092	
사업부문 (D, 십억원)	1,708	
순차입금 (E, 십억원)	5,259	
목표 시가총액 (F, 십억원)	10,633	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	74,959	보통주 기준
목표 주가 (H, 원)	141,000	(H) = (F)/(G), 천원 미만 절사
현재 주가 (원)	113,800	
상승여력	24%	

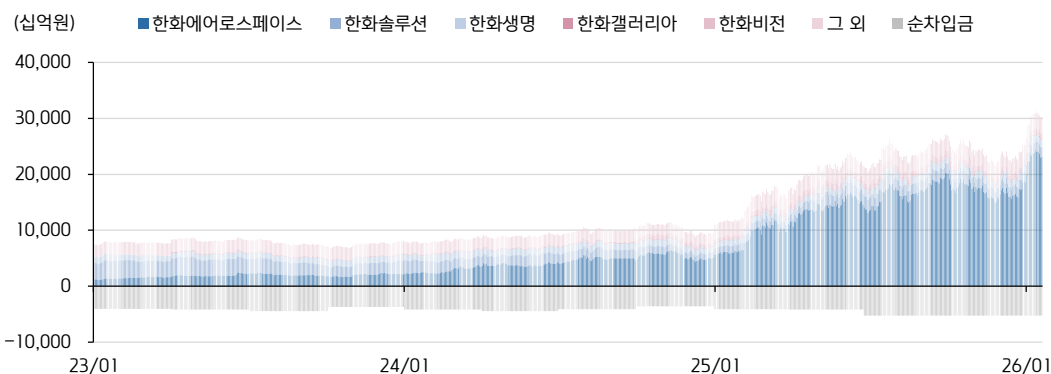
자료: 한화, FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화의 시가총액, NAV, 할인율 추이



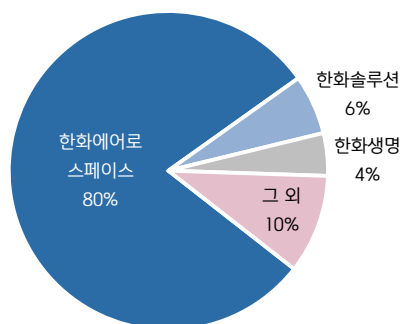
자료: 전자공시시스템, FnGuide, 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 NAV 구성 추이



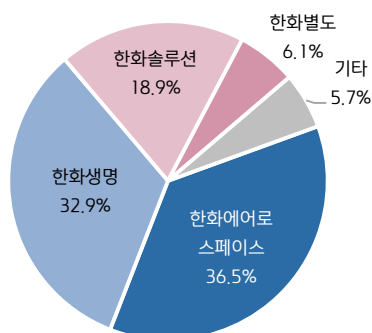
자료: 전자공시시스템, FnGuide, 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 NAV 구성 비중



주: 순차입금 제외 비중
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 매출액 구성 비중



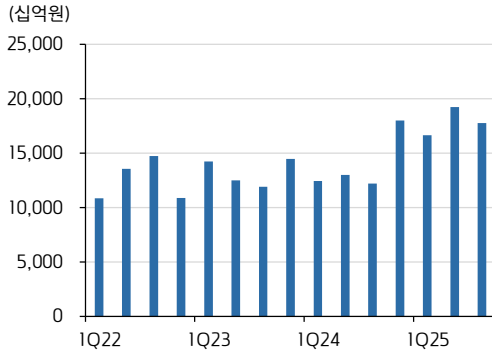
주: 연결 기준
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화 연결 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F
매출액	12,435.4	12,992.7	12,218.3	18,000.5	16,642.6	19,242.2	17,786.6	20,325.8	55,646.8	73,997.2
(YoY)	-13%	4%	3%	24%	34%	48%	46%	13%	5%	33%
영업이익	235.8	528.6	525.4	1,126.3	1,072.6	1,334.8	1,344.2	912.2	2,416.1	4,663.8
(YoY)	-82%	14%	37%	386%	355%	153%	156%	-19%	0%	93%
OPM	1.9%	4.1%	4.3%	6.3%	6.4%	6.9%	7.6%	4.5%	4.3%	6.3%
순이익	(221.5)	37.2	188.5	1,686.3	465.7	268.7	1,025.8	1,176.2	1,690.4	2,936.4
(YoY)	적전	-90%	59%	16194%	흑전	623%	444%	-30%	3%	74%
지배순이익	(154.3)	(68.3)	277.7	717.8	85.9	74.5	365.4	355.2	773.0	880.9
(YoY)	적전	적전	707%	흑전	흑전	흑전	32%	-51%	103%	14%

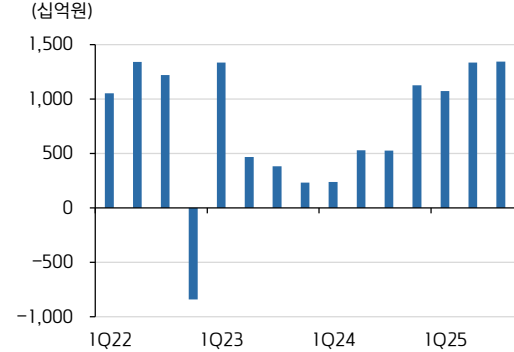
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 분기별 연결 매출액 추이



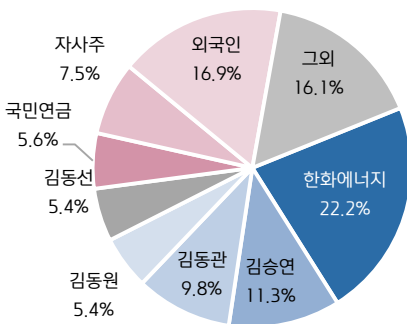
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 분기별 연결 영업이익 추이



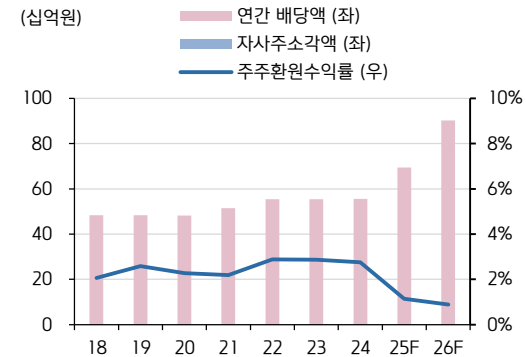
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 주주 구성



자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 주주환원



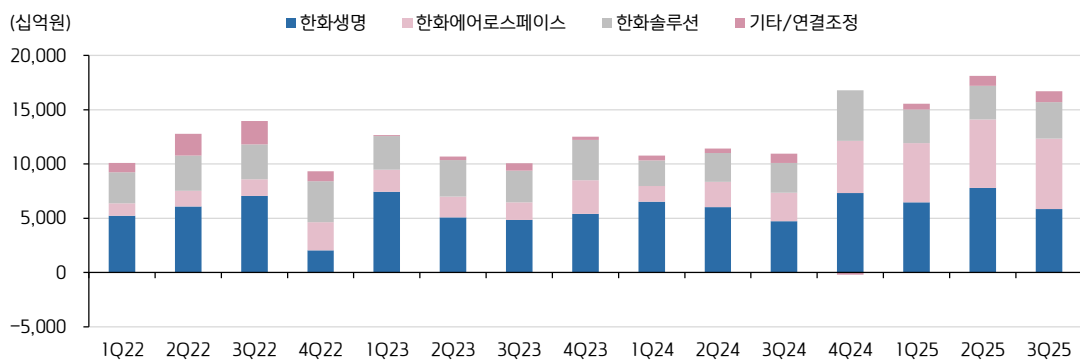
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화 주요 자회사의 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F
매출액	12,435	12,993	12,218	18,000	16,643	19,242	17,787	20,326	55,647	73,997
(YoY)	-13%	4%	3%	24%	34%	48%	46%	13%	5%	33%
한화별도	1,652.4	1,556.5	1,257.0	1,416.7	1,102.5	1,130.2	1,076.1	1,109.9	5,882.6	4,418.7
건설	958.4	967.7	808.7	1,013.0	653.6	737.6	704.0	701.3	3,747.8	2,796.5
글로벌	386.1	340.2	383.2	330.5	305.9	329.5	313.5	315.1	1,440.0	1,264.0
그 외	307.9	248.6	65.1	73.2	143.0	63.1	58.6	93.5	694.8	358.2
한화생명	6,527.8	6,014.7	4,722.2	7,320.6	6,455.0	7,790.1	5,847.0	6,635.6	24,585.2	26,727.8
한화에어로스페이스	1,449.1	2,334.8	2,631.2	4,825.0	5,484.2	6,311.0	6,486.5	8,623.8	11,240.1	26,905.5
한화솔루션	2,353.4	2,651.8	2,745.9	4,643.0	3,094.5	3,117.3	3,364.3	3,470.6	12,394.0	13,046.7
기타/연결조정	452.7	435.0	862.0	(204.8)	506.4	893.7	1,012.6	485.9	1,545.0	2,898.6
영업이익	235.8	528.6	525.4	1,126.3	1,072.6	1,334.8	1,344.2	1,165.0	2,416.1	4,663.8
(YoY)	-82%	14%	37%	386%	355%	153%	156%	3%	0%	93%
한화별도	183.7	(21.7)	58.9	87.4	151.8	129.7	65.0	72.9	308.2	419.4
한화생명	400.9	379.6	128.2	188.3	371.4	240.7	354.9	85.7	1,097.0	1,052.7
한화에어로스페이스	17.7	337.2	477.2	899.7	560.8	864.5	856.4	1,210.1	1,731.9	3,491.8
한화솔루션	(214.6)	(112.2)	(80.3)	107.0	30.3	102.1	(7.4)	(121.0)	(300.2)	4.0
기타/연결조정	(151.9)	(54.3)	(58.6)	(156.0)	(41.7)	(2.1)	75.3	(82.7)	(420.7)	(51.2)

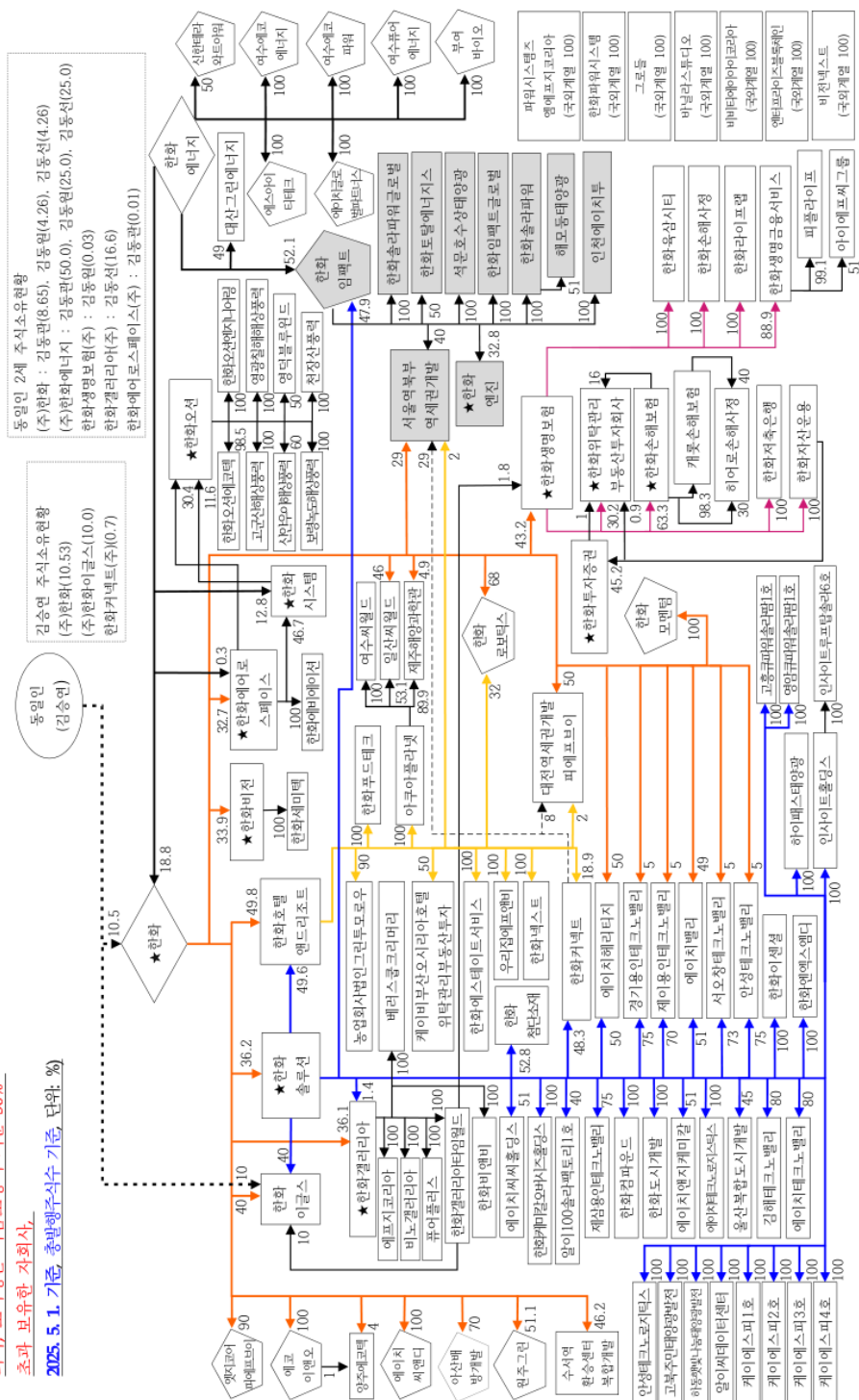
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화 주요 자회사의 분기 매출액 추이



자료: 한화, 키움증권 리서치센터

(음영은 지주회사 등, ★은 상장회사,
마름모형은 총수익가 보유지분 20% 이상
회사, 오각형은 마름모형이 지분 50%
초과 보유한 자회사,
2025. 5. 1. 기준, 총발행주식수 기준, 단위: %)



자료: 공정거래위원회

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	50,886.7	53,134.8	55,646.8	73,997.2	78,987.1
매출원가	45,087.1	46,735.1	48,723.7	63,267.6	67,534.0
매출총이익	5,799.6	6,399.7	6,923.1	10,729.6	11,453.1
판매비	3,430.0	3,987.8	4,507.0	6,065.8	6,403.6
영업이익	2,369.6	2,411.9	2,416.1	4,663.8	5,049.6
EBITDA	3,726.7	3,965.6	4,018.2	7,042.4	7,288.9
영업외손익	-235.7	-165.3	-348.1	-748.6	-751.0
이자수익	5.8	7.9	9.4	10.6	12.7
이자비용	548.5	905.3	1,186.2	1,357.9	1,480.3
외환관련이익	1,042.8	802.2	1,080.8	1,080.8	1,080.8
외환관련손실	1,161.2	758.9	997.6	997.6	997.6
종속 및 관계기업손익	-76.0	49.5	22.8	22.8	22.8
기타	501.4	639.3	722.7	492.7	610.6
법인세차감전이익	2,133.9	2,246.6	2,068.0	3,915.2	4,298.5
법인세비용	125.0	611.1	377.6	978.8	1,074.6
계속사업손익	2,009.0	1,635.5	1,690.4	2,936.4	3,223.9
당기순이익	2,009.0	1,635.5	1,690.4	2,936.4	3,223.9
지배주주순이익	1,174.4	380.5	773.0	880.9	967.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.7	4.4	4.7	33.0	6.7
영업이익 증감율	-19.1	1.8	0.2	93.0	8.3
EBITDA 증감율	-10.7	6.4	1.3	75.3	3.5
지배주주순이익 증감율	20.6	-67.6	103.2	14.0	9.8
EPS 증감율	20.6	-67.6	103.7	17.7	9.8
매출총이익율(%)	11.4	12.0	12.4	14.5	14.5
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.3	6.3	6.4
EBITDA Margin(%)	7.3	7.5	7.2	9.5	9.2
지배주주순이익률(%)	2.3	0.7	1.4	1.2	1.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,406.3	3,793.4	6,881.0	2,154.9	7,493.1
당기순이익	2,009.0	1,635.5	1,690.4	2,936.4	3,223.9
비현금항목의 가감	866.4	1,426.0	1,122.1	5,925.6	6,002.5
유형자산감가상각비	1,154.8	1,319.0	1,369.4	1,931.0	1,836.2
무형자산감가상각비	202.3	234.6	232.7	447.6	403.1
지분법평가손익	-76.0	-49.5	-22.8	-22.8	-22.8
기타	-414.7	-78.1	-457.2	3,569.8	3,786.0
영업활동자산부채증감	-3,992.4	-2,380.5	-420.3	-4,381.1	809.0
매출채권및기타채권의감소	-1,843.9	-304.0	-1,277.1	-3,535.6	-961.4
재고자산의감소	-669.9	-1,053.9	-1,724.9	-4,402.5	-1,197.1
매입채무및기타채무의증가	-474.1	64.4	-105.9	4,222.3	3,647.4
기타	-1,004.5	-1,087.0	2,687.6	-665.3	-679.9
기타현금흐름	5,532.3	3,112.4	4,488.8	-2,326.0	-2,542.3
투자활동 현금흐름	-3,612.5	-6,668.2	-14,049.2	-2,981.9	-2,282.4
유형자산의 취득	-1,540.5	-4,280.4	-5,594.9	-3,946.0	-3,153.1
유형자산의 처분	106.3	148.0	312.8	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-251.0	-275.6	-271.6	0.0	0.0
투자자산의감소	-1,024.6	-108,211	-4,661.9	418.8	418.8
단기금융자산의감소	-148.1	-30,366.9	-6,245.1	-1,866.2	-1,959.5
기타	-754.6	136,318.4	2,411.5	2,411.5	2,411.4
재무활동 현금흐름	3,192.0	1,798.6	7,178.9	6,288.6	4,583.2
차입금의 증가	2,867.3	4,166.2	7,566.3	6,490.5	4,803.0
자본금, 자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	-9.1	0.0	-183.9	0.0	0.0
배당금지급	-69.9	-73.7	-73.7	-72.2	-90.0
기타	403.7	-2,293.9	-129.8	-129.7	-129.8
기타현금흐름	8.3	8.8	305.0	-1,442.1	-1,812.1
현금/현금성자산의 순증	1,994.1	-1,067.5	315.6	4,019.4	7,981.9
기초현금및현금성자산	7,602.1	9,596.2	8,528.7	8,844.3	12,863.8
기말현금및현금성자산	9,596.2	8,528.7	8,844.3	12,863.8	20,845.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	22,317.0	60,511.6	83,191.4	97,662.7	110,442.6
현금 및 현금성자산	6,673.0	8,528.7	8,844.3	12,863.8	20,845.7
단기금융자산	712.6	31,079.5	37,324.6	39,190.9	41,150.4
매출채권및기타채권	5,055.6	7,836.0	10,721.6	14,257.2	15,218.6
재고자산	6,557.5	7,749.7	13,350.4	17,752.9	18,950.0
기타유동자산	3,318.3	5,317.7	12,950.5	13,597.9	14,277.9
비유동자산	29,535.2	149,226.6	168,845.6	170,017.0	170,534.8
투자자산	5,429.0	113,690.2	118,374.9	117,978.9	117,582.9
유형자산	15,852.3	22,994.3	31,755.5	33,770.4	35,087.3
무형자산	4,101.2	4,981.9	10,585.9	10,138.3	9,735.2
기타비유동자산	4,152.7	7,560.2	8,129.3	8,129.4	8,129.4
자산총계	196,976.9	209,738.1	252,037.0	267,679.6	280,977.3
유동부채	21,094.6	40,440.5	58,787.3	66,821.6	73,027.5
매입채무및기타채무	5,445.3	10,268.8	13,507.9	17,730.2	21,377.6
단기금융부채	8,658.4	19,764.1	26,733.0	30,545.0	33,103.5
기타유동부채	6,990.9	10,407.6	18,546.4	18,546.4	18,546.4
비유동부채	14,500.8	136,098.9	153,687.9	157,043.3	159,594.7
장기금융부채	9,354.6	15,925.8	22,776.1	26,131.5	28,682.9
기타비유동부채	5,146.2	120,173.1	130,911.8	130,911.8	130,911.8
부채총계	163,801.0	176,539.4	212,475.2	223,864.9	232,622.1
지배지분	10,813.2	10,791.0	10,714.1	12,911.6	15,195.3
자본금	489.6	489.6	474.1	474.1	474.1
자본잉여금	1,338.1	1,354.8	1,793.2	1,793.2	1,793.2
기타자본	43.8	81.3	-70.9	-70.9	-70.9
기타포괄손익누계액	1,168.1	1,266.3	386.6	1,793.1	3,199.6
이익잉여금	7,773.5	7,599.1	8,131.2	8,922.1	9,799.3
비지배지분	22,362.7	22,407.7	28,847.6	30,903.1	33,159.9
자본총계	33,175.9	33,198.7	39,561.8	43,814.7	48,355.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	11,995	3,886	7,916	9,316	10,228
BPS	110,440	110,214	113,303	136,541	160,691
CFPS	29,368	31,268	28,802	93,717	97,570
DPS	750	750	800	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	2.1	6.6	3.4	8.8	12.2
PER(최고)	2.7	8.7	4.1		
PER(최저)	1.9	5.5	2.9		
PBR	0.23	0.23	0.24	0.60	0.78
PBR(최고)	0.30	0.31	0.28		
PBR(최저)	0.21	0.20	0.20		
PSR	0.05	0.05	0.05	0.10	0.15
PCFR	0.9	0.8	0.9	0.9	1.3
EV/EBITDA	9.5	5.2	8.6	6.0	5.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	2.8	3.4	3.3	2.4	2.2
배당수익률(%·보통주·현금)	2.9	2.9	3.0	1.2	0.8
ROA	1.0	0.8	0.7	1.1	1.2
ROE	14.4	3.5	7.2	7.5	6.9
ROIC	10.9	12.9	1.0	6.5	6.6
매출채권회전율	11.6	8.2	6.0	5.9	5.4
재고자산회전율	8.7	7.4	5.3	4.8	4.3
부채비율	493.7	531.8	537.1	510.9	481.1
순차입금비율	32.0	-11.8	8.4	10.5	-0.4
이자보상배율	4.3	2.7	2.0	3.4	3.4
총차입금	18,013.0	35,689.9	49,509.1	56,676.5	61,786.3
순차입금	10,627.4	-3,918.4	3,340.1	4,621.8	-209.8
NOPLAT	3,726.7	3,965.6	4,018.2	7,042.4	7,288.9
FCF	-2,014.7	-1,605.3	-3,936.0	-2,450.6	3,682.3

코오롱 (002020)



Not Rated

주가(1/27) 52,900원

보험/증권/지주 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

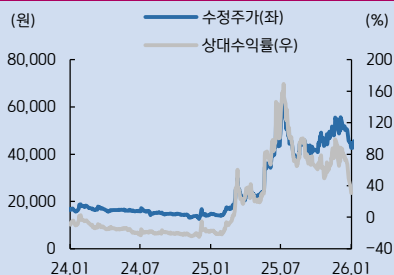
Stock Data

KOSPI		5,084.85pt
시가총액		6,828억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	61,000원	14,000원
최고/최저가 대비 등락	-13.28%	277.86%
주가수익률	절대	상대
	1M	4.8% 21.5%
	6M	7.4% 60.9%
	1Y	274.1% 375.8%

Company Data

발행주식수	13,703천주
일평균 거래량(3M)	152천주
외국인 지분율	10.91%
배당수익률(24)	3.9%
BPS(24)	120,681원
주요 주주	이웅열 외 4인 51.70%

Price Trend



바이오 지분가치만 따져도 너무 싼 주가

>>> 시총 6,828억원 vs. 지분가치 6조원

상장사의 지분가치만 6조원 이상이며, 순차입금을 제외해도 NAV는 약 5.6조원으로 추정된다. 현재 시가총액이 6,000억원대 후반 수준임을 감안하면 NAV 대비 할인율은 88%에 달한다. 최근 시장에서 코오롱티슈진의 골관절염 치료제 'TG-C'에 대한 기대감으로 지분가치가 급격히 상승하고 있는데, 통상 NAV의 증가는 지주회사의 주가에 점진적으로 반영된다는 특성을 고려한다면 추후 할인을 축소에 따른 양호한 흐름을 기대해볼 수 있을 것이다. 상법 개정에 대한 기대감으로 최근 지주회사 전반적인 할인을 축소가 이어지고 있다는 점도 긍정적이다.

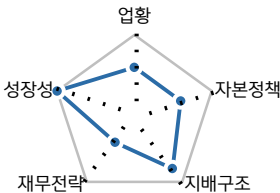
>>> 코오롱인더와 복합소재 성장성도 주목

제약/바이오 자회사들과 더불어 복합소재의 성장성도 기대된다. 코오롱인더는 조선업 활황 및 통신 소재 수요 증가 등으로 화학 부문의 수익성 개선이 이어지고 있으며, 아라미드 공장 가동을 상승과 코오롱스포츠 차이나의 가파른 실적 증가(3Q25 매출 +84% YoY) 등으로 수익성 추가적인 성장이 기대된다. 2024년 복합소재 계열사를 일원화하여 출범한 코오롱스페이스웍스는 그룹의 새로운 성장 동력으로 예상되며, 모빌리티/우주항공 등 다양한 영역에서의 활용을 기대해볼 수 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	4,890.2	5,410.4	5,659.9	5,878.4	6,028.4
영업이익	271.4	332.2	317.5	99.3	-89.6
EBITDA	356.0	413.7	390.9	182.9	8.3
세전이익	182.4	242.1	287.0	22.4	214.3
순이익	152.5	156.8	194.8	15.4	157.6
지배주주지분순이익	137.2	128.4	159.9	8.6	170.3
EPS(원)	10,013	9,369	11,668	625	12,429
증감률(% YoY)	흑전	-6.4	24.5	-94.6	1,888.1
PER(배)	2.2	3.5	1.9	27.8	1.1
PBR(배)	0.44	0.55	0.27	0.22	0.12
EV/EBITDA(배)	4.8	4.5	4.6	12.1	356.6
영업이익률(%)	5.5	6.1	5.6	1.7	-1.5
ROE(%)	22.3	17.2	16.7	0.8	12.5
순차입금비율(%)	156.7	127.8	98.8	133.0	88.9

자료: 키움증권 리서치센터

코오롱의 Pentagon Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
코오롱	제약/바이오 산업재/화학/패션 건설 복합소재		코오롱티슈진 / 코오롱생명과학 / 코오롱인더/ 코오롱글로벌 / 코오롱스페이스웍스(비상장)
Pentagonal Analysis	주요 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- 아라미드 업황 회복 기대 + 패션 성장 중 - 비주력 부문 수주잔고 확대로 건설 실적 반등 중
	성장성	5	- 티슈진/생명과학 등 바이오 자회사 기대감 유효 - 인더/스페이스웍스의 복합소재 성장성 기대
	재무전략	2	- 상대적으로 부채 규모 컸으나 개선 중인 추세 - 업황 반등 및 실적 턴어라운드로 추가 개선 기대
	지배구조	4	- 지분구조상 주주환원 확대 가능성 상승 기대 - 장기적 관점에서의 지분구조 변동 가능성
	자본정책	3	- 실적 반등에 따른 주주환원 재원 확보 예상 가능 - 사업구조 재편 이후 주주환원 확대 기조 기대
	총 평점	3.4	- 바이오 자회사 지분가치 반영 예상 가능 - 업황 반등 및 지분구조상 주주환원 확대 기대
	Keyword	바이오 / 소재 / NAV	

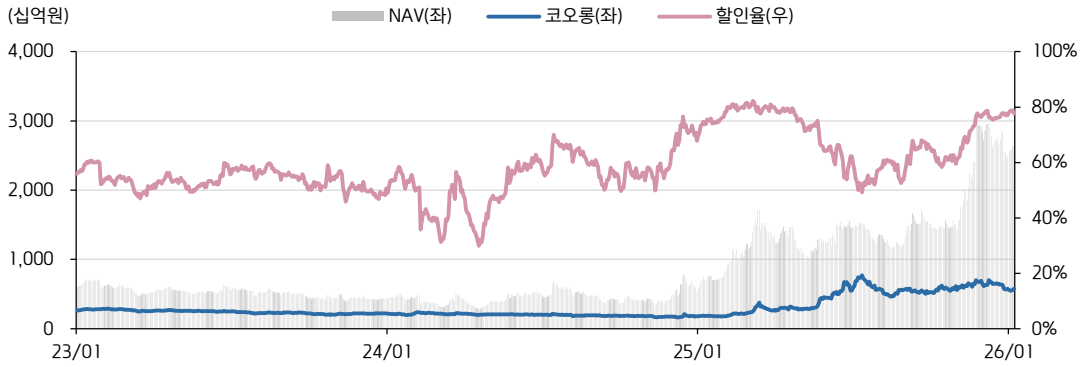
자료: 키움증권 리서치센터

코오롱의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	6,554	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	6,241	
코오롱티슈진	5,418	
코오롱인더스트리	473	
코오롱생명과학	349	
비상장사/그 외 (C)	313	
코오롱스페이스웍스	106	
사업부문 (D, 십억원)	53	
사업가치	53	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5배
순차입금 (E, 십억원)	1,008	
NAV (F, 십억원)	5,599	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	12,908	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	433,759	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	52,900	
할인율	88%	

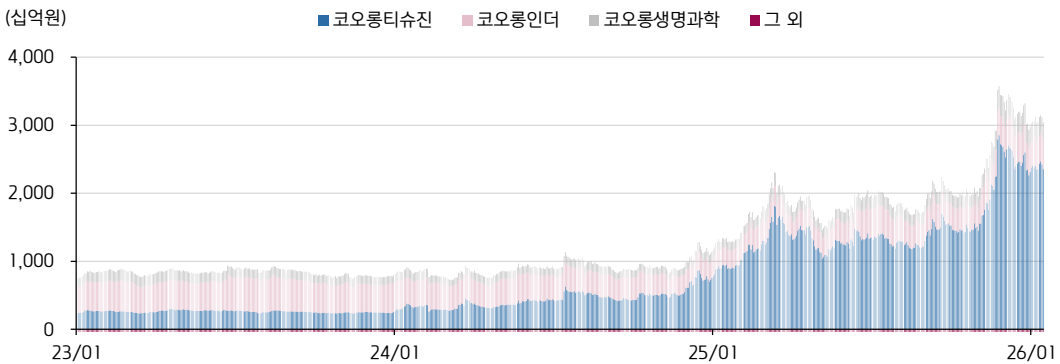
자료: 코오롱, FnGuide, 키움증권 리서치센터

코오롱의 시가총액, NAV, 할인율 추이



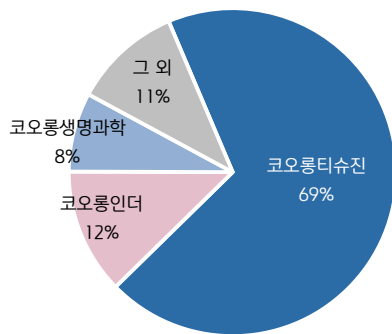
자료: 전자공시시스템, FnGuide, 코오롱, 키움증권 리서치센터

코오롱의 NAV 구성 추이



자료: 전자공시시스템, FnGuide, 코오롱, 키움증권 리서치센터

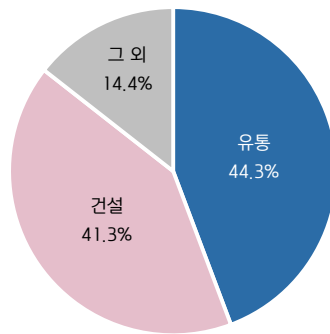
코오롱의 NAV 구성



주: 순차입금 제외 비중

자료: 코오롱, 키움증권 리서치센터

코오롱의 매출액 구성 비중



주: 2024년 연결 기준, 지분법이익 대상 기업 제외

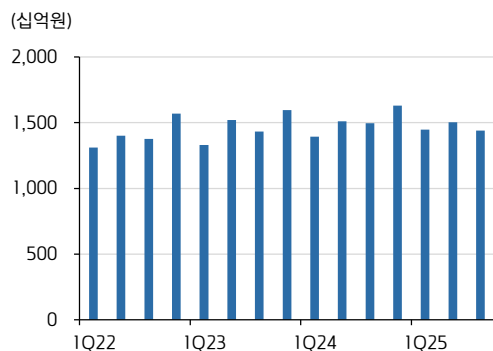
자료: 코오롱, 키움증권 리서치센터

코오롱 연결 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
매출액	1,392.6	1,510.7	1,495.5	1,629.5	1,448.1	1,465.6	1,439.9
(YoY)	5%	-1%	4%	2%	4%	-3%	-4%
영업이익	25.5	14.1	(19.3)	(109.9)	39.7	42.1	67.6
(YoY)	-45%	-68%	적전	적지	55%	198%	흑전
OPM	1.8%	0.9%	-1.3%	-6.7%	2.7%	2.9%	4.7%
순이익	(6.2)	270.5	(55.0)	(51.7)	(28.9)	(74.8)	6.5
(YoY)	적전	1509%	적지	적지	적지	적전	흑전
지배순이익	(2.4)	284.8	(39.3)	(72.8)	(16.0)	(36.7)	5.9
(YoY)	적전	2154%	적지	적지	적지	적전	흑전

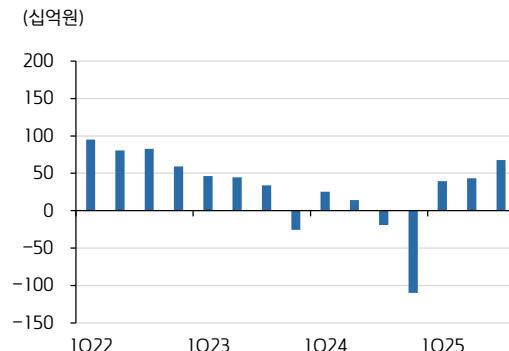
자료: 코오롱, 키움증권 리서치센터

코오롱의 분기별 연결 매출액 추이



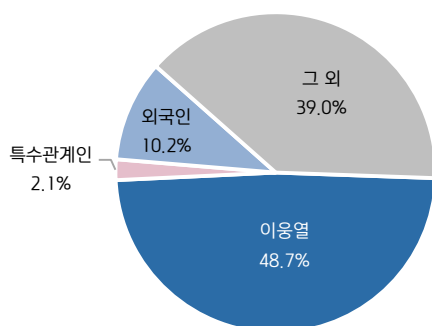
자료: 코오롱, 키움증권 리서치센터

코오롱의 분기별 연결 영업이익 추이



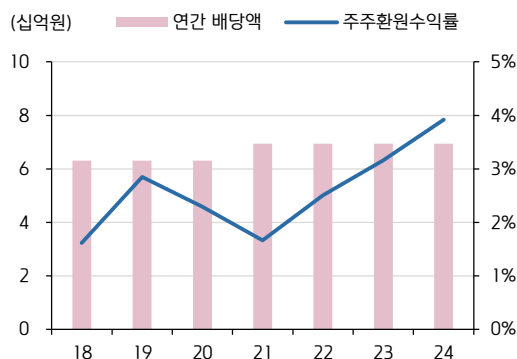
자료: 코오롱, 키움증권 리서치센터

코오롱의 주주 구성



자료: 코오롱, 키움증권 리서치센터

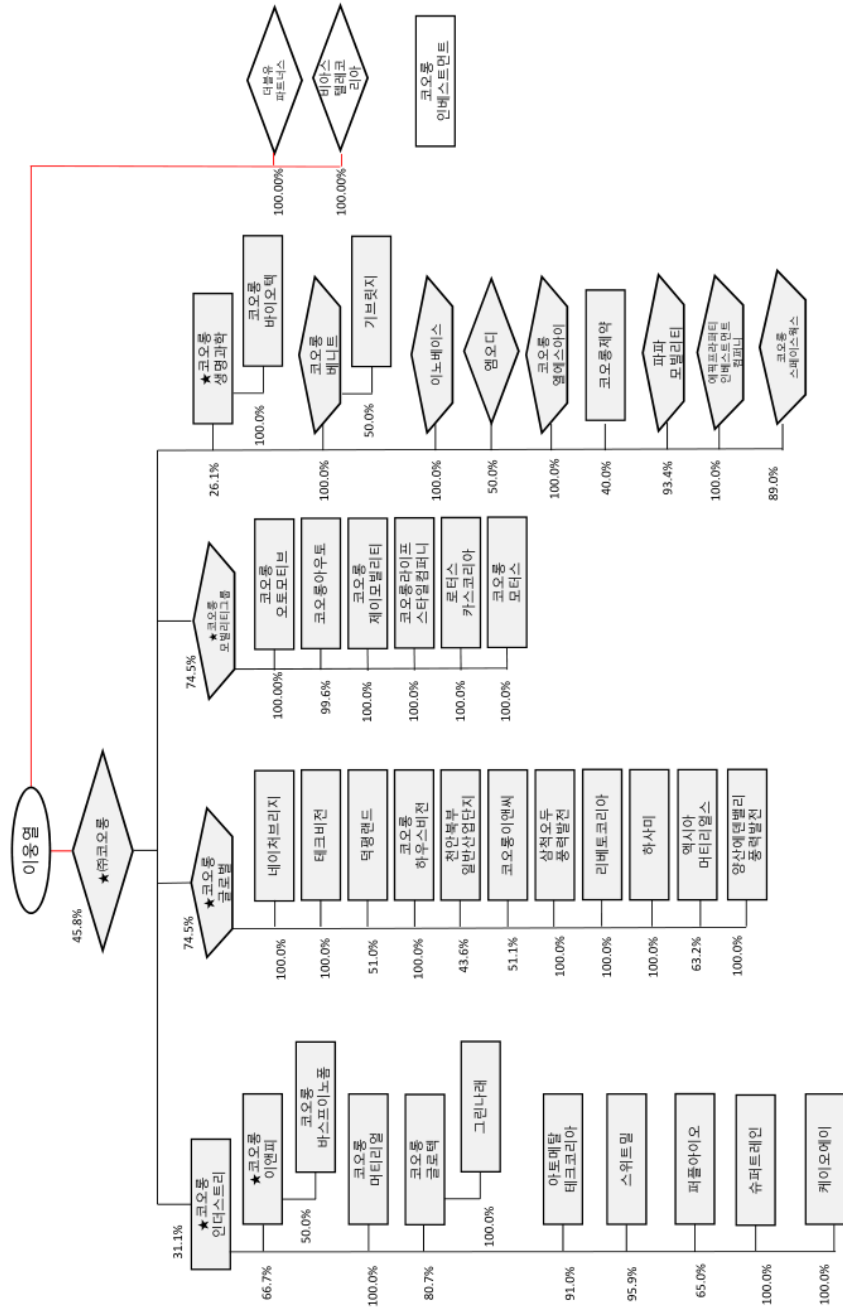
코오롱의 주주환원



자료: 코오롱, 키움증권 리서치센터

38. 「코오롱」 소유지분도

(음영은 지주회사 등, ★은 상장회사,
마름모형은 종수일가 보유지분 20% 이상 회사, 오각형은 마름모형이 지분 50% 초과 보유한 회사,
2025.5.1 기준, 발행주식총수 기준, 단위 : %)



자료: 공정거래위원회

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	4,890.2	5,410.4	5,659.9	5,878.4	6,028.4
매출원가	4,292.6	4,747.5	4,974.4	5,412.8	5,661.8
매출총이익	597.6	662.9	685.5	465.6	366.6
판매비	326.1	330.7	368.0	366.3	456.1
영업이익	271.4	332.2	317.5	99.3	-89.6
EBITDA	356.0	413.7	390.9	182.9	8.3
영업외손익	-89.1	-90.1	-30.5	-76.9	303.9
이자수익	6.6	9.8	25.1	27.4	39.4
이자비용	61.5	48.4	69.0	119.0	184.1
외환관련이익	17.5	10.1	18.4	16.6	22.4
외환관련손실	13.6	19.0	27.7	18.9	44.3
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-38.1	-42.6	22.7	17.0	470.5
법인세차감전이익	182.4	242.1	287.0	22.4	214.3
법인세비용	55.1	85.3	92.2	7.4	53.3
계속사업손익	127.3	156.8	194.8	15.0	161.0
당기순이익	152.5	156.8	194.8	15.4	157.6
지배주주순이익	137.2	128.4	159.9	8.6	170.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.1	10.6	4.6	3.9	2.6
영업이익 증감율	101.9	22.4	-4.4	-68.7	-190.2
EBITDA 증감율	61.2	16.2	-5.5	-53.2	-95.5
지배주주순이익 증감율	흑전	-6.4	24.5	-94.6	1,880.2
EPS 증감율	흑전	-6.4	24.5	-94.6	1,888.1
매출총이익율(%)	12.2	12.3	12.1	7.9	6.1
영업이익률(%)	5.5	6.1	5.6	1.7	-1.5
EBITDA Margin(%)	7.3	7.6	6.9	3.1	0.1
지배주주순이익률(%)	2.8	2.4	2.8	0.1	2.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	333.1	223.9	239.1	-106.5	-186.9
당기순이익	152.5	156.8	194.8	15.4	157.6
비현금항목의 가감	162.3	216.0	172.1	191.8	-30.9
유형자산감가상각비	78.2	75.2	67.2	78.4	91.8
무형자산감가상각비	6.3	6.3	6.2	5.1	6.0
지분법평가손익	-96.2	-114.8	-97.2	-50.8	-416.2
기타	174.0	249.3	195.9	159.1	287.5
영업활동자산부채증감	71.1	-52.3	-18.4	-209.6	-164.8
매출채권및기타채권의감소	-59.8	-24.3	-94.0	-76.5	29.1
재고자산의감소	14.8	31.9	-44.0	-42.6	-97.8
매입채무및기타채무의증가	144.5	-75.9	62.3	174.0	-83.3
기타	-28.4	16.0	57.3	-264.5	-12.8
기타현금흐름	-52.8	-96.6	-109.4	-104.1	-148.8
투자활동 현금흐름	-64.8	-191.1	-301.4	-210.4	-35.5
유형자산의 취득	-22.7	-23.5	-47.4	-63.9	-111.4
유형자산의 처분	2.2	11.5	6.8	6.2	403.4
무형자산의 순취득	-3.5	-0.6	-2.0	-2.5	-73.5
투자자산의감소	-115.7	-198.5	-149.5	21.3	-169.4
단기금융자산의감소	-6.7	-21.9	-133.3	54.6	-63.6
기타	81.6	41.9	24.0	-226.1	-21.0
재무활동 현금흐름	-283.2	-6.1	205.3	358.8	224.5
차입금의 증가	-234.8	50.6	257.6	437.2	293.3
자본금, 자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	0.6	0.0	0.0	-12.2	0.0
배당금지급	-9.2	-9.5	-10.2	-10.1	-10.6
기타	-39.8	-47.2	-42.1	-56.1	-58.2
기타현금흐름	-5.3	1.0	-16.2	1.6	-6.2
현금/현금성자산의 순증	-20.2	27.8	126.8	43.6	-4.1
기초현금및현금성자산	177.1	156.9	184.6	311.5	355.1
기말현금및현금성자산	156.9	184.6	311.5	355.1	350.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	1,352.0	1,422.8	1,685.0	2,025.6	2,342.6
현금 및 현금성자산	156.9	184.6	311.5	355.1	350.9
단기금융자산	89.4	111.3	244.6	189.9	253.5
매출채권및기타채권	809.7	857.3	805.8	1,041.0	1,127.6
재고자산	215.8	182.4	216.4	291.5	396.0
기타유동자산	80.2	87.2	106.7	148.1	214.6
비유동자산	2,356.2	2,543.5	2,974.1	3,205.8	4,697.9
투자자산	972.6	1,171.1	1,320.6	1,299.3	1,468.8
유형자산	479.0	469.6	538.4	594.3	856.9
무형자산	119.8	113.9	121.3	169.5	1,143.0
기타비유동자산	784.8	788.9	993.8	1,142.7	1,229.2
자산총계	3,708.1	3,966.3	4,659.0	5,231.4	7,040.5
유동부채	2,210.1	2,046.8	2,341.1	2,630.8	3,061.2
매입채무및기타채무	949.4	919.3	935.2	1,037.3	946.7
단기금융부채	1,073.0	890.7	1,140.4	1,312.9	1,648.2
기타유동부채	187.7	236.8	265.5	280.6	466.3
비유동부채	688.9	931.6	1,017.6	1,290.1	1,631.5
장기금융부채	440.9	667.6	700.9	975.0	1,043.0
기타비유동부채	248.0	264.0	316.7	315.1	588.5
부채총계	2,899.0	2,978.4	3,358.7	3,920.9	4,692.6
지배지분	673.4	821.2	1,091.7	1,072.9	1,653.7
자본금	68.5	68.5	68.5	68.5	68.5
자본잉여금	399.0	392.8	387.5	372.9	366.3
기타자본	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
기타포괄손익누계액	-74.3	-43.2	-52.3	-51.5	394.0
이익잉여금	274.2	397.1	682.1	677.1	818.8
비지배지분	135.7	166.6	208.7	237.7	694.2
자본총계	809.1	987.9	1,300.3	1,310.5	2,347.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
주당지표(원)					
EPS	10,013	9,369	11,668	625	12,429
BPS	49,143	59,931	79,668	78,295	120,681
CFPS	22,973	27,206	26,779	15,119	9,249
DPS	500	550	550	550	550
주가배수(배)					
PER	2.2	3.5	1.9	27.8	1.1
PER(최고)	2.9	5.0	3.1		
PER(최저)	0.9	2.1	1.8		
PBR	0.44	0.55	0.27	0.22	0.12
PBR(최고)	0.59	0.78	0.46		
PBR(최저)	0.18	0.33	0.26		
PSR	0.06	0.08	0.05	0.04	0.03
PCFR	0.9	1.2	0.8	1.2	1.5
EV/EBITDA	4.8	4.5	4.6	12.1	356.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	4.1	4.4	3.6	45.1	4.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.3	1.7	2.5	3.2	3.9
ROA	4.2	4.1	4.5	0.3	2.6
ROE	22.3	17.2	16.7	0.8	12.5
ROIC	20.4	28.0	32.0	7.1	1.5
매출채권회전율	6.3	6.5	6.8	6.4	5.6
재고자산회전율	21.8	27.2	28.4	23.1	17.5
부채비율	358.3	301.5	258.3	299.2	199.9
순차입금비율	156.7	127.8	98.8	133.0	88.9
이자보상배율	4.4	6.9	4.6	0.8	-0.5
총차입금	1,513.9	1,558.3	1,841.3	2,287.8	2,691.1
순차입금	1,267.6	1,262.4	1,285.2	1,742.9	2,086.7
NOPLAT	356.0	413.7	390.9	182.9	8.3
FCF	325.7	250.6	295.6	-108.1	181.8

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

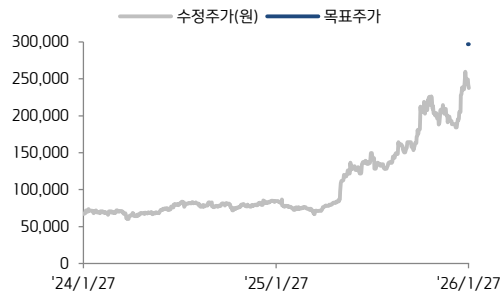
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
HD현대 (267250)	2026-01-27	BUY(Initiate)	297,000원	6개월		
LG (003550)	2026-01-27	BUY(Initiate)	115,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
SK (034730)	2026-01-27	BUY(Initiate)	373,000원	6개월		
한화 (000880)	2026-01-27	BUY(Initiate)	141,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

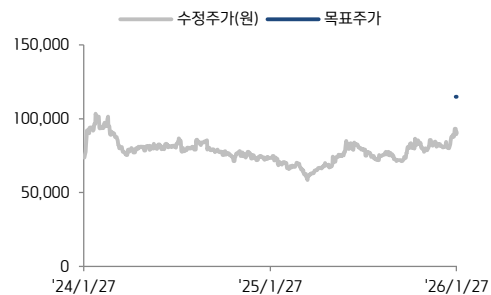
HD현대 (267250)



SK (034730)



LG (003550)



한화 (000880)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%