

2026년 09월 16일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 지주

왕좌의 게임

증권/보험/지주 Analyst 안영준 | RA 박정현



Contents



왕좌의 게임	2
--------	---

Executive Summary	3
-------------------	---

Key Chart	4
-----------	---

I. 한국 자본시장 대격변	5
----------------	---

- > 상법 개정 1년, 자본시장 관심도 큰 폭 증가 5
- > 상법 개정은 자본시장 대격변 신호탄에 불과 6

II. 의결권이라는 옵션 가격의 상승	9
----------------------	---

- > 주식의 가치 = 사업가치 + 의결권 가치 9
- > 자본시장 규제 변화, 의결권 내재가치 상승 10
- > 내년 주총부터 본격 개편, 연말까지 의결권 시간가치 상승 12

III. 의결권 가치가 가장 큰 회사는 지주사	13
------------------------------	----

- > 의결권 가치 상승은 이미 주가에 반영되기 시작 13
- > 의결권의 내재가치는 지주회사가 가장 크다 14

IV. 어떤 지주회사를 보아야 하는가	15
----------------------	----

- > 주주총회에서 선임하는 이사의 수 15
- > 지배주주의 의결권 지분율 16
- > 기관과 외국인 등 주요 주주 구성 17
- > 의결권 결집 가능성과 과거 주주총회 이력 17

기업분석	19
------	----

- > HD현대 (267250) 20
- > LG (003550) 28
- > SK (034730) 36
- > 한화 (000880) 43
- > 효성 (004800) 50
- > LX홀딩스 (383800) 55

Compliance Notice

- 당사는 9월 16일 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.

왕좌의 게임

>>> 잊고 있던 의결권 가치의 부각

주식의 가치는 회사의 사업가치와 의결권 가치로 구분된다. 사업가치는 회사의 미래 현금흐름에 대한 가치라면, 의결권 가치는 회사의 미래 현금흐름에 중대한 영향을 미치는 의사결정에 참여할 권리에 대한 가치이다.

그간 우리나라 주식시장에서 의결권 가치는 상대적으로 소외됐다. 새로운 산업, 신기술, 수출 등으로 미래 현금흐름이 급속도로 증가하는 구간에서, 상대적으로 천천히 움직이는 의결권의 가치는 희석되기 마련이기 때문이다. 제도적인 부분도 의결권 가치가 부각되기 어려운 환경이었다.

그러나 상법 개정 이후 시장은 성장 못지않게 분배도 중요하다는 합의점에 도달하고 있으며, 내년까지 예정된 자본시장 규제의 급격한 변화는 이를 뒷받침하고 있다. 잊고 있었던 의결권의 가치가 부각되기 시작했다.

>>> 2027년 주총, 의결권 확보 경쟁 심화

세 차례에 걸친 상법 개정과 최근 논의되고 있는 다양한 자본시장 규제는 모두 의결권 가치 상승으로 귀결된다. 집중투표제 의무화는 의결권의 영향력을 향상시키며, 스튜어드십코드 개정은 의결권 결집 비용을 크게 축소시키고, 의무공개인수제도와 베어허그 M&A 등은 의결권이 통제하는 권리를 대폭 확대한다.

이러한 제도 변화는 2027년 정기 주주총회부터 일제히 도입되기 시작한다. 이를 기점으로 의결권의 가치가 크게 증가할 것이며, 이는 주식의 가격에 점진적으로 반영될 것으로 예상된다.

>>> 의결권 가치가 큰 지주 업종 관심 필요

의결권의 가치는 사업회사보다 지주회사가 더 큰데, 지주회사의 이사회는 그룹 차원의 자본 배분에 대한 의사결정을 하기 때문이다. 또한 지주회사의 주가에는 사업가치가 적은 만큼 의결권 가치 상승에 따른 민감도도 클 것으로 예상할 수 있다.

최선호주로는 실적이 뒷받침되면서 의결권 가치가 부각될 것으로 예상되는 HD현대와 SK를 제시한다. 특히 상대적으로 적은 자본으로 다수 의결권 확보가 가능한 중소 지주사들에 대한 관심도를 확대할 필요가 있다.

>>> Executive Summary

의결권은 주주가 회사의 경영활동에 참여할 수 있는 유일한 통로이다. 그럼에도 불구하고 우리나라 주식시장에서 의결권의 가치는 주식의 가격 구성 요소로는 거의 인정받지 못했는데, 일반주주가 보유한 주식의 의결권은 시장에서 사실상 사표(死票)처럼 여겨졌기 때문이다.

그러나 최근 시장에서는 의결권의 가치가 상승하고 있으며 가격에도 반영되고 있다. 의결권의 가치를 가격으로 확인할 수 있는 수단은 보통주의 우선주의 가격 괴리로, 두 주식의 가장 큰 차이는 의결권의 유무이다. 우선주가 주주환원에 대한 우선권이 있음에도 불구하고 최근 보통주 대비 우선주의 가격은 하락세를 이어가고 있는데, 주주환원에 대한 시장의 관심도가 향상되고 있음에도 불구하고 괴리가 커지고 있다는 점은 그만큼 의결권의 가치를 보통주의 가격에 반영하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

의결권 가치 상승의 배경에는 상법 개정으로 시작된 규제에 따른 자본시장의 대전환이다. 당국은 자본시장 체질개선을 골자로 다양한 정책을 시행 중인데, 기 진행된 상법 개정 이외에도 의무공개인수제도, 베어허그 M&A 도입 등을 논의 중이다. 최근 이루어지고 있는 일련의 규제 변화가 관통하는 주제는 이사회 구성과 역할 변화 및 주주에 대한 책임 강화인데, 이에 따라 일반주주의 의결권 가치가 증가하는 결과로 이어지고 있는 것이다.

대표적인 예로는 상법 개정을 통해 도입되는 집중투표제 의무화와 감사위원 분리선출 인원 확대, 최근 논의 중인 5% 를 완화 등이다. 집중투표제 및 감사위원 분리선출 인원 확대로 일반주주의 이사회 의석 확보 가능성이 크게 향상되었으며, 5% 를 완화가 이루어질 경우에는 주요 기관투자자의 연대가 가능해져 주주의 결집비용이 크게 축소된다. 그간 사표처럼 취급되던 일반주주의 의결권이 제도 변화로 인해 그 가치가 부활하고 있는 것이다.

의결권의 가치는 사업회사보다 지주회사가 더 크다. 사업회사의 이사회는 해당 회사에 국한되어 경영활동에 대한 의사결정을 하며 상대적으로 논쟁의 여지가 적다. 그러나 지주회사는 그룹 전체의 자본 배분을 결정한다는 측면에서 책임의 무게가 다르다. 주가 측면에서도 사업회사의 주가는 사업가치의 변동에 의해 좌우되는 경향이 크나, 지주회사는 보유한 대규모 자산을 어떻게 활용하는 지에 따라 NAV 할인율이 결정된다.

2027년 정기 주주총회는 자본시장 규제 변화가 일시에 적용되기 시작하는 시점이다. 해당 시점을 기점으로 의결권의 가치가 부각될 것이며, 기한이 다가올수록 의결권 가치 상승은 주가에 점진적으로 반영될 것으로 판단한다. 의결권의 가치 상승폭은 이사회와 주요 주주 구성, 최대주주의 지분율 등을 감안하여 미리 가늠해볼 수 있을 것이다. 의결권의 가치가 일시에 반영되는 모델에 올라타야 할 시점이다.

>>> Key Chart

국내 주요 상장기업 보통주 대비 우선주 가격 비율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

향후 예정된 자본시장 관련 주요 규제 변화

제도 변화	시행 예정일	주요 내용
감사위원 분리선출 확대	2026/9/10	제도 내용: 대규모 상장사에 대해 감사위원 중 다른 이사들과 분리하여 선출하는 감사위원의 수를 기존 1명에서 2명으로 확대
		상세설명: 감사위원회 위원은 주주총회에서 선임된 이사 중에서 선출하나, 이 경우 대주주가 이사를 선임했다면 3% 를 적용에도 감사위원이 대주주를 견제하기 어려움. 분리선출은 감사위원이 되는 이사와 감사위원이 되지 않는 이사를 분리하여 선출하며, 3% 룰을 적용하여 감사위원을 선임
		기대효과: 소수주주가 감사위원을 선임할 가능성이 높아지며, 감사위원회의 독립성 확보 가능
합병가액 산정기준 시가 → 공정가액	2026 년 말	제도 내용: 상장사가 계열사와 합병 시 합병가액 산정 기준을 시가가 아닌 공정가액으로 변경
		상세설명: 합병가액을 시장가격에 의존하다보니 지배주주 등이 유리한 거래조건을 형성하고자 의도적으로 시장가격이 저평가된 시기를 선택하여 합병을 추진할 수 있어 향후 합병가액 산정 시 시가/자산가치/수익가치 등을 종합적으로 고려한 공정가액을 적용하도록 변경. 추가적으로 의견서 공시 등 절차적 장치도 강화
		기대효과: 유리한 합병가액 산정을 위한 주가 누르기 유인 축소 및 일반주주의 합병 타당성 판단 용이, 주주 충실의무와 결합하여 권리구제에도 활용 가능
집중투표제 의무화	2027/1/1	제도 내용: 대규모 상장사에 대해 집중투표제를 배제할 수 없도록 함
		상세설명: 집중투표제는 이사 선임결의 시 1 주마다 선임할 이사의 수와 동일한 의결권을 부여하며 해당 의결권을 한 명에게 집중하여 투표할 수 있도록 하는 제도
		기대효과: 소수주주의 이사 선임 가능성이 향상되어 기존 대주주 중심 이사회를 견제하는 역할을 할 수 있음
전자주주총회 의무화	2027/1/1	제도 내용: 대규모 상장사에 대해 전자주주총회 개최를 의무화하고, 의결권 대리 간편화
		상세설명: 전자주주총회 개최는 기존 선택사항이었으나, 향후 자산총액 2 조원 상장사에 대해서는 의무적으로 개최해야 하며, 의결권을 대리 행사하는 경우 기존에는 서면 증명서를 제출해야 했으나 법안 개정에 따라 서면 또는 전자문서를 통해서도 가능
		기대효과: 주주의 의결권 행사 편의성과 행사 가능성 확대
스튜어드십코드 개정안 의결	2027/1/1	제도 내용: 한국 ESG 기준원은 2016 년 기관투자자의 수탁자 책임 활동 및 의결권 행사 등의 기준이 되는 스튜어드십코드를 2016 년 제정, 이후 10 년만에 첫 개정안 발표
		상세설명: 주요 개정 내용으로는 1) 적용 자산군이 국내 상장주식에서 채권/인프라/비상장/해외 등으로 확대, 2) 점검 대상으로 '재무적으로 중대한 ESG 요소' 도입, 3) 기관투자자의 협력적 관여 근거 마련, 4) 기관투자자의 매년 수탁자책임 이행 점검 명문화 등
		기대효과: 기관투자자의 수탁자 책임 활동 및 협력 가능성 확대, 주주제안 증가

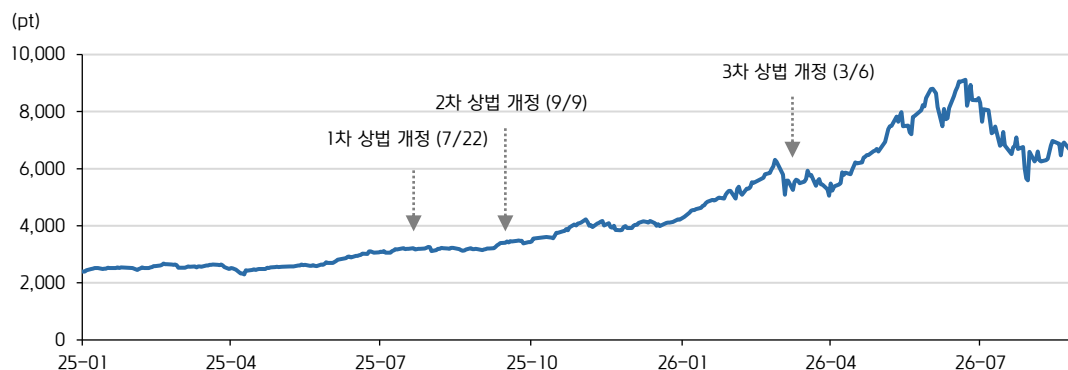
자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

I. 한국 자본시장 대격변

>>> 상법 개정 1년, 자본시장 관심도 큰 폭 증가

첫번째 상법 개정안이 시행된 뒤로 1년여가 지났다. 2025년 7월 당시 3,200pt였던 코스피 지수는 꾸준히 상승하여 2026년 6월 최고점으로 9,385pt를 기록하기도 했는데, 1년 만에 약 190%라는 유례없는 상승세를 보인 것이다. 물론 증시 상승의 원인으로 상법 개정만을 지목할 수는 없겠으나, 그 영향이 전혀 없었다고 말하는 어려울 것이다.

1~3차 상법 개정안 공포 시기



주: 1, 3차 상법 개정안은 공포한 날부터 시행, 2차 상법 개정안은 공포 1년 후인 2026년 9월 10일 시행 예정
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

1~3차 상법 개정안의 주요 내용

항목	공포일	시행일	주요 내용
1차 상법 개정	2025/7/22	2025/7/22	이사의 충실의무가 기존 '회사'에서 '주주'로 확대
		2026/7/23	이사 총수 중 독립이사 의무 선임 비율을 기존 4분의 1 이상에서 3분의 1 이상으로 확대
		2026/7/23	감사위원 선출 시 최대주주와 특수관계인의 의결권을 3%로 제한
		2027/1/1	주요 상장사 전자주주총회 의무화
2차 상법 개정	2025/9/9	2026/9/10	자산총액 2조원 이상 상장사에 대해 집중투표제 의무화
		2026/9/10	자산총액 2조원 이상 상장사에 대해 의무 분리선출 감사위원의 수를 기존 1명에서 2명으로 확대
3차 상법 개정	2026/3/6	2026/3/6	자사주 취득일 1년 내 소각 의무화 (기 보유 자사주 1년 6개월 유예)

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

>>> 상법 개정은 자본시장 대격변 신호탄에 불과

상법 개정은 자본시장 대격변의 신호탄에 불과하다. 상법 개정과 별개로 중복상장의 원칙적 금지, 스튜어드십코드 개정안 의결, 상장법인 합병가액 산정 기준 변경 등 다양한 규제 변화가 올해 7~8월 중 추가적으로 이루어졌다. 작년부터 1년여의 시간 동안 10개 이상의 자본시장과 관련된 굵직한 규제 변화가 이루어지는 등 우리나라 증시 환경은 그 어느 때보다 빠르게 바뀌고 있다.

이처럼 최근 급격한 자본시장 규제 변화의 배경에는 당국이 적극적으로 추진하고 있는 자본시장 체질개선 정책이 있다. 당국은 지난 3월 자본시장 체질 개선 방안을 발표하며 자본시장에 대해 적극적으로 강력한 정책을 펼칠 것을 시사했으며, 이에 따른 세부 규제가 시행되고 있다. 자본시장 규제 변화 흐름이 단기에 그치지 않을 것으로 봐야 하는 이유다.

정부의 자본시장 체질개선 방안 주요 추진 과제

Ⅲ. [2단계] 자본시장 체질개선 방안			
4대 정책방향 (신뢰, 주주보호, 혁신, 시장접근성)을 일관되게, 그리고 더욱 강력하게 추진			
신뢰	주주보호	혁신	시장접근성
추진 과제			
신뢰	◆ “주가조작·분식회계 = 패가망신”, “부실기업 = 퇴출” 원칙 착근 ① 주가조작 적발역량 및 처벌 강화 ② 회계부정 엄단 등 회계투명성 강화 ③ 자본시장 평가인프라 기관의 객관성·공정성 제고 ④ 부실·저성과 기업 신속퇴출 1) 엄격·신속한 상장폐지, 2) M&A 활성화를 통한 퇴출유도		
주주 보호	◆ 주주 중심 기업문화 정착을 위한 주주권익 확립 및 투자자 감시 강화 ① 중복상장 원칙금지 ② 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지 1) M&A시 공정가액 산정, 2) 저PBR 기업 가치제고, 3) 보유자산 재평가 ③ 스튜어드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화		
혁신	◆ 혁신기업의 단계별 성장사다리 조성을 위한 시장개편 추진 ① 코넥스 시장의 인큐베이팅 기능 활성화 ② 코스닥 시장의 경쟁력 및 역동성 제고 1) 맞춤형 기술특례상장 확대 2) 모험자본 생태계(회수시장) 개선을 통한 상장 전 기업성숙 지원 3) 코스닥 세그먼트 분리로 역동성과 경쟁력 제고 ③ 국민성장펀드 및 대형IB 모험자본 공급 본격 가동		
시장 접근성	◆ 국내외 자금이 자본시장에 장기·안정적으로 투자될 수 있도록 투자환경을 한층 개선 ① 세제지원 신상품 조속 출시 등 국내 장기투자 기반 마련 ② 외환·증권시장 시스템 선진화를 통한 외국인 투자촉진 ③ 토큰증권을 통한 디지털 자본시장 확대		

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

향후 예정된 자본시장 관련 규제 변화를 정리하면 다음과 같다.

향후 예정된 자본시장 관련 주요 규제 변화

제도 변화	시행 예정일	주요 내용	
감사위원 분리선출 확대	2026/9/10	제도 내용	대규모 상장사에 대해 감사위원 중 다른 이사와 분리하여 선출하는 감사위원의 수를 기존 1명에서 2명으로 확대
		상세설명	감사위원회 위원은 주주총회에서 선임된 이사 중에서 선출하나, 이 경우 대주주가 이사를 선임했다면 3% 를 적용에도 감사위원이 대주주를 견제하기 어려움. 분리선출은 감사위원이 되는 이사와 감사위원이 되지 않는 이사를 분리하여 선출하며, 3% 를 적용하여 감사위원을 선임
		기대효과	소수주주가 감사위원을 선임할 가능성이 높아지며, 감사위원회의 독립성 확보 가능
합병가액 산정기준 시가 → 공정가액	2026 년 말	제도 내용	상장사가 계열사와 합병 시 합병가액 산정 기준을 시가가 아닌 공정가액으로 변경
		상세설명	합병가액을 시장가격에 의존하다보니 지배주주 등이 유리한 거래조건을 형성하고자 의도적으로 시장가격이 저평가된 시기를 선택하여 합병을 추진할 수 있어 향후 합병가액 산정 시 시가/자산가치/수익가치 등을 종합적으로 고려한 공정가액을 적용하도록 변경. 추가적으로 의견서 공시 등 절차적 장치도 강화
		기대효과	유리한 합병가액 산정을 위한 주가 누르기 유인 축소 및 일반주주의 합병 타당성 판단 용이, 주주 충실의무와 결합하여 권리구제에도 활용 가능
집중투표제 의무화	2027/1/1	제도 내용	대규모 상장사에 대해 집중투표제를 배제할 수 없도록 함
		상세설명	집중투표제는 이사 선임결의 시 1 주마다 선임할 이사의 수와 동일한 의결권을 부여하며 해당 의결권을 한 명에게 집중하여 투표할 수 있도록 하는 제도
		기대효과	소수주주의 이사 선임 가능성이 향상되어 기존 대주주 중심 이사회를 견제하는 역할을 할 수 있음
전자주주총회 의무화	2027/1/1	제도 내용	대규모 상장사에 대해 전자주주총회 개최를 의무화하고, 의결권 대리 간편화
		상세설명	전자주주총회 개최는 기존 선택사항이었으나, 향후 자산총액 2 조원 상장사에 대해서는 의무적으로 개최해야 하며, 의결권을 대리 행사하는 경우 기존에는 서면 증명서를 제출해야 했으나 법안 개정에 따라 서면 또는 전자문서를 통해서도 가능
		기대효과	주주의 의결권 행사 편의성과 행사 가능성 확대
스튜어드십코드 개정안 의결	2027/1/1	제도 내용	한국 ESG 기준원은 2016 년 기관투자자의 수탁자 책임 활동 및 의결권 행사 등의 기준이 되는 스튜어드십코드를 2016 년 제정, 이후 10 년만에 첫 개정안 발표
		상세설명	주요 개정 내용으로는 1) 적용 자산군이 국내 상장주식에서 채권/인프라/비상장/해외 등으로 확대, 2) 점검 대상으로 '재무적으로 중대한 ESG 요소' 도입, 3) 기관투자자의 협력적 관여 근거 마련, 4) 기관투자자의 매년 수탁자책임 이행 점검 명문화 등
		기대효과	기관투자자의 수탁자 책임 활동 및 협력 가능성 확대, 주주제안 증가

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

법인 통과로 시행이 예정되어 있는 규제들을 비롯하여 '5% 룰'이라고 불리는 대량보유보고제도, 주주총회 소집 공고 기간, 의무공개인수제도, 베어허그 도입 등 자본시장과 관련된 다양한 규제에 대한 논의도 진행 중이다.

8월 14일 발의된 자본시장법 개정안은 대량보유 보고의 기준이 되는 '특별관계자'의 범위에서 의결권을 위임받아 행사하는 경우를 제외하는 내용을 담고 있다. 기존에는 의결권 공동 행사에 합의한 자도 특별관계자에 포함되며, 합산 지분율이 5%를 초과할 경우 지분 변동 공시가 의무화되는 등 현실적으로 의결권 공동 행사에 어려움이 있었다. 이번 개정안은 의결권을 공동으로 행사하는 경우 특별관계자의 범위에서 제외하여 적극적인 주주활동을 활성화하려는 취지이다.

8월 18일 발의된 상법 개정안은 주주총회 소집 시 공고 기간을 현행 2주에서 4주로 확대하는 내용을 담고 있다. 법안의 취지는 주주에게 충분한 안건 검토 및 의사결정 기간을 보장하기 위함으로, 이에 따른 기대효과로는 주주의 정보접근권 확대와 의결권 행사 보장 및 기업지배구조 개선 등이다.

8월 19일 발의된 자본시장법 개정안은 의무공개매수제도 도입에 관한 내용이다. 최대주주 지분 양수도 시 현행 주식매수청구권 등은 일반주주에게 경영권 프리미엄을 보장해주지 못하며, 일정 비중 이상의 주식을 일정 가격으로 의무적으로 취득하도록 하는 것이다. 과거 증권거래법상에서는 상장사 주식 25% 이상을 취득하는 경우 총 지분의 50%+1주 이상이 되도록 공개매수하도록 한 바 있다.

추가적으로, 자본시장법 개정을 통해 '베어허그 M&A'를 활성화하는 방안도 최근 논의되고 있는 것으로 알려졌다. 베어허그는 적대적 M&A로 분류되는 방법 중 하나로, 이사회에 시가보다 높은 인수가를 제시하는 방식이다. 논의되고 있는 법안은 M&A 과정에서 이사회가 공개매수에 대해 의무적으로 의견을 표명하도록 하는 내용이다. 그간 관련 내용은 임의 공시 사항으로 구체적인 내용을 알 수 없었으나, 해당 법안 통과 시 이에 대한 이사회의 의견 공개를 포함해 주주들의 판단 및 요구가 이루어질 것으로 예상된다.

현재 논의 중인 자본시장 관련 주요 규제 변화

제도 변화	주요 내용	기대 효과
5% 룰 완화	의결권 공동 행사의 경우 특별관계자에서 제외	공동 의결권 행사 및 주주제안 확대
주총 소집 공고 연장	주총 소집 공고 현행 2주 → 4주	주주 정보접근권 확대 및 의결권 행사 보장
의무공개인수제도	상장사 경영권 매각 시 일정 지분 의무공개매수	일반주주의 주식 가격에도 경영권 프리미엄 반영
베어허그 도입	M&A 제안 시 정보 공개 및 이사회 의견서 의무 제출	이사회의 주주가치 제고 노력 확대

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

II. 의결권이라는 옵션 가격의 상승

>>> 주식의 가치 = 사업가치 + 의결권 가치

주식의 가치는 사업가치와 의결권 가치로 구분된다.

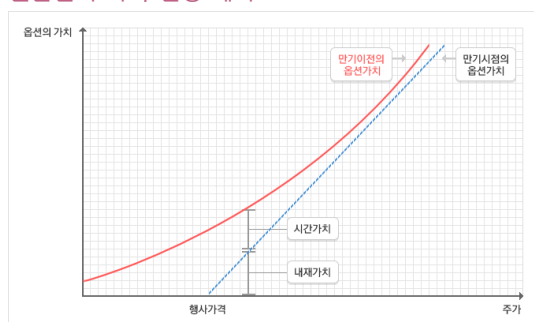
사업가치는 해당 기업이 영위하는 사업을 통해 벌어들이는 현금흐름에 대한 가치로, 기업의 이익과 미래에 예상되는 이익 등에 의해 좌우된다. 흔히 펀더멘털이라고 불리는 부분이 기업의 사업적인 가치를 의미한다.

의결권 가치는 기업에 대한 중요한 의사결정에 참여할 수 있는 가치이다. 기업의 인수합병이나 경영진의 교체, 창출한 이익의 분배 등 기업에 대해 이루어지는 다양한 의사결정은 기업의 미래 현금흐름을 급격히 변동시킬 수 있는 것은 물론 주식의 시장가격에 즉각적으로 반영되어 주주의 이익 혹은 손실로도 직결된다. 통상 기업 경영에 있어 중대한 변동사항이 있을 경우 해당 기업의 주식 가격은 빠르게 이를 반영하는 반면 채권의 가격은 거의 변동이 없는데, 이러한 현상을 통해 기업 의사결정에 대한 권리인 의결권 역시 주식의 가치를 구성하는 주요 요인이라고 판단할 수 있다.

의결권은 옵션과 유사한 성격을 가진다. 정해진 시점에 행사함으로써 그 효용이 확정된다는 점에서 그렇다. 옵션의 가치는 내재가치와 시간가치로 구성된다. 내재가치는 내가격(권리 행사 시 바로 이익이 발생하는 상황)일 때에만 양의 값을 가지며, 시간가치는 일반적으로 만기에 가까워질수록 줄어들게 된다.

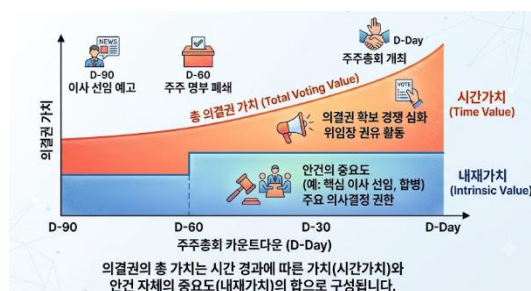
의결권의 내재가치는 주주총회 등에서 행사 시 기업의 의사결정에 유의미한 영향을 줄 가능성이 있다. 의결권이 의사결정에 영향을 주지 못하는 사표(死票)가 될 가능성이 큰 경우 주식 가격에 의결권의 가치가 반영되어 있다고 말하기는 어려울 것이며, 반대로 의결권의 영향력이 큰 경우에는 이러한 내재가치를 주가가 상승하며 반영할 것이다. 다만 의결권의 시간가치는 일반적인 옵션과 다른데, 의사결정 시점에 가까워질수록 그 가치는 커진다. 주주총회 시점이 다가올수록 의결권 확보 경쟁은 더욱 치열해지기 때문이다.

콜옵션의 가격 결정 예시



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

시간 경과에 따른 의결권의 가치 도식화



자료: 키움증권 리서치센터

>>> 자본시장 규제 변화, 의결권 내재가치 상승

이전 장에서 논의한 자본시장에 대한 규제 변화는 모두 의결권의 내재가치 상승으로 귀결된다.

의결권의 내재가치는 기업 의사결정에 영향을 줄 수 있는지에 따라 결정되는데, 세부적으로는 다음과 같은 요소들을 생각해볼 수 있다.

1) 행사 가능성

의결권을 아무리 많이 보유하더라도 기업의 정관이나 이사의 임기 등에 의해 제도적으로 이사회 의석을 확보할 수 없고, 이에 따라 주요 안건의 결과를 바꿀 수 없다면 의결권의 가치는 0에 수렴하게 된다. 제도적으로 의결권 행사가 유의미해야 내재가치가 있다고 할 수 있다.

2) 결집 비용

소수의 의결권으로는 주요 의사결정에 영향을 주기는 사실상 불가능하며, 주주간의 연대가 필수적으로 요구된다. 다만 주주 연대 및 의결권 공동 행사를 위해서는 경제적/비경제적 비용이 발생하며, 이러한 비용을 상쇄하고도 남을 만큼 효용이 커야만 의결권 집결 가능성 상승 및 의결권의 내재가치 상승을 기대할 수 있다

3) 통제 대상의 범위

주식의 의결권을 통해 선임할 수 있는 이사의 수 혹은 이사회가 통제하는 자산과 의사결정의 크기가 클수록 내재가치도 상승한다. 기업이 이미 합리적인 경영활동을 하고 있다면, 의결권 확보를 통해 행하는 다른 행동들에 대한 명분도 부족할 것이다. 통제 대상의 범위는 지주회사의 의결권이 사업회사 대비 내재가치가 크다고 판단할 근거가 되기도 하는데, 지주회사는 지배구조 등 경영활동에 있어서 시장에서 합리적인 의사결정에 대한 다양한 이견이 있을 가능성이 더욱 크기 때문이다.

그간 우리나라 상장기업의 주가에 의결권의 가치가 차지하는 비중이 적었던 이유는 대주주가 아닌 일반주주의 주식 의결권에는 내재가치가 발현되기 어려운 환경이었기 때문이다. 단순투표제에서는 과반 주주가 이사회 전체를 구성할 수 있었으며, 5% 룰에 의해 결집 비용은 극대화되었다. 핵심 성장 사업은 분할 등으로 모회사 이사회의 통제 범위를 벗어나기도 했다.

그러나 최근 시행되거나 예정된 자본시장 규제 변화는 의결권의 내재가치를 향상시키는 환경을 조성할 것으로 예상되며, 이에 따라 의결권의 내재가치 확대에 따른 주식의 가치 상승을 기대해볼 수 있다고 판단한다.

자본시장 규제가 의결권의 내재가치에 미치는 예상 영향을 정리하면 다음과 같다.

자본시장 규제와 의결권 내재가치 상승에 대한 기여

내재가치 요소	관련 자본시장 규제	내재가치 증진 기대 근거
행사 가능성	감사위원 분리선출 인원 확대	감사위원 선출 시 최대주주의 의결권은 3%로 제한되므로, 분리선출되는 감사위원의 수 증가는 일반주주가 의결권을 통해 이사회의 영향력을 행사할 가능성이 향상됨을 의미
	집중투표제 의무화	단순투표제 하에서는 과반주주가 이사 전원 선임 가능. 집중투표제 도입 시 이론적으로 선임 이사 N명 중 $1/(N+1)$ 의 지분을 확보한다면 1명의 이사 선임이 가능해짐. 집중투표제 의무화로 이사 선임을 위해 필요한 지분율이 크게 하락함
결집 비용	전자주주총회 의무화	주주총회 참석 및 의결권 행사에 대한 물리적 부담이 없어지고 의결권 대리 행사가 전자문서를 통해 가능해져 의결권 행사에 대한 비용이 하락
	스튜어드코드십 개정안 + 5% 룰 완화	스튜어드코드십 개정안으로 기관투자자의 협력적 관여 근거 마련 및 수탁자책임 이행 결과 공시 의무화 등이 도입되었으며, 5% 룰 완화 시에는 의결권 공동 행사에 대한 법적 부담도 해소됨. 이에 따라 의결권 결집 비용이 크게 감소
	주총 소집 공고 기간 연장	주주총회 이전 소집 공고 기간이 2주에서 4주로 연장되면서 안건 검토와 의결권 행사 방향 결정 및 기관투자자의 협력적 관여 등이 논의될 수 있는 물리적 기간 증가에 따른 판단 비용 등의 감소
통제 가능한 범위	합병가액 산정기준 시가 → 공정가액	주가가 낮은 시점을 선택하여 계열사와 합병 및 자산가치 이전 등이 이루어지는 통로를 봉쇄하여 의결권이 통제하는 자산이 보존되게 됨
	의무공개인수제도 도입	지배권 이전 시 경영권 프리미엄이 일반주주의 주식 가격에도 적용되어 과거 지배주주의 보유지분 가격에만 적용되던 경영권 통제에 대한 의결권의 가치가 일반주주의 주식 가격에도 반영. 일반주주 의결권의 통제 범위 확대
	베어허그 M&A 도입	임의 공시 대상이었던 M&A 제안에 대한 이사회의 의견 표명이 의무화되어 일반주주의 정보 접근성이 확대되어 이에 따라 이전보다 의결권 행사를 통해 통제할 수 있는 범위가 확대됨

자료: 키움증권 리서치센터

결론적으로, 최근 이어지고 있는 일련의 자본시장 관련 규제들은 모두 의결권의 내재가치를 상승시키는 요인들이며, 이에 따라 의결권의 가치 상승폭이 큰 기업들에 대한 주가 상승을 기대해볼 수 있을 것이다.

>>> 내년 주총부터 본격 개편, 연말까지 의결권 시간가치 상승

2027년 정기 주주총회는 자본시장 규제 변화들이 처음으로 동시에 작동하게 되는 지점이다. 상법 개정을 통해 도입된 집중투표제 의무화와 감사위원 분리선출 인원 확대 등도 2027년 정기 주주총회부터 본격적으로 도입되며, 스튜어드십코드 개정안과 전자주주총회 의무화 등 역시 내년부터 도입된다.

주주총회에서 의결권의 가치가 부각되기 시작하는 지점은 내년 주주총회이나, 의결권의 시간가치는 연말까지 상승할 것으로 예상된다. 국내 상장사는 통상 12월 결산이며 의결권 기준일은 12월 31일이다. 내년 개최되는 주주총회에서 의결권을 행사하기 위해서는 12월 31일을 기준으로 주주명부에 등재되어 있어야 한다(수도결제 고려 시 2영업일 전에 보유하고 있어야 함).

내년 주주총회까지의 의결권과 관련한 주요 일정은 다음과 같다.

2027년 정기 주주총회까지의 주요 일정

시점	일정	주요 사항
2026년 12월 28일	내년 주주총회 의결권 행사를 위한 보유 기준일	연말 휴장과 수도결제를 고려했을 때 의결권 행사를 위한 마지막 매수일
2026년 12월 31일	주주명부 기준일	정기 주주총회 참석을 위한 기준일
2027년 2월 중순	집중투표 청구 기한 (주주총회 6주 전)	발행주식총수 1% 이상 보유한 주주가 정기주총 6주 전까지 집중투표 시행을 요구해야 함
2027년 2월 하순~3월 초	주주총회 소집공고 (개정 시 주주총회 4주 전)	선임 예정 이사 수와 후보, 정관 변경 안건 유무 등
2027년 3월 하순	정기 주주총회 개최	이사 선임 표결, 감사위원 분리 선출, 안건별 찬반

자료: 키움증권 리서치센터

III. 의결권 가치가 가장 큰 회사는 지주사

>>> 의결권 가치 상승은 이미 주가에 반영되기 시작

의결권 가치 상승은 보통주와 우선주의 괴리율을 통해 확인할 수 있다. 우선주는 배당에 대한 우선권을 갖는 대신 의결권이 없으므로, 같은 회사가 발행한 보통주와 우선주의 가격 차이는 시장이 의결권에 매기고 있는 값에 해당한다고 할 수 있다.

국내 주요 상장기업의 보통주 대비 우선주 가격 차이의 추이를 보면, 자사주 의무 소각에 대한 내용을 담은 3차 상법 개정안에 대한 논의가 시작된 이후 우선주의 주가는 상대적으로 하락세를 보여왔다. 그간 우선주의 주가는 보통주 대비 60% 내외 선에서 움직이는 모습을 보였으나, 3차 상법 개정안이 발의된 2025년 11월부터 하락하기 시작하였고, 최근 우선주는 평균적으로 보통주 대비 50% 미만의 가격을 보이고 있다. 해당 우선주의 가격 하락 이유는 자사주의 성격을 통해 추론해볼 수 있는데, 자사주는 회사가 보유하고 있을 경우에는 의결권이 없는 주식으로 분류되나 매각/교환 등 이른바 '자사주의 부활'이 이루어질 경우에는 의결권이 되살아나게 된다. 즉, 이전에는 회사가 보유한 자사주에 대해 의결권 부활 및 주주의 의결권 지분이 희석될 가능성이 있었으나, 자사주 의무 소각에 대한 법안이 통과되면서 해당 가능성이 사라지게 된 것이다. 의결권 희석에 대한 가능성이 사라지면서 한 주당 실질적인 의결권 비중은 상승하였고, 이는 곧 의결권 가치 상승 및 우선주 대비 보통주의 프리미엄 확대로 이어진 것이다.

주목할 점은 자사주 의무 소각 법인이 통과된 이후에도 우선주의 상대적 주가 하락세는 이어지고 있다는 점이다. 자사주 소각에 대한 유예 기간이 있기는 하나, 자사주의 부활은 주주의 의결권 가치 훼손으로 해석될 수 있어 이사의 주주 충실 의무를 저촉할 여지가 있어 자사주 부활 가능성 소멸은 시장가격에 이미 반영되었을 가능성이 높다.

현재 이어지고 있는 우선주의 주가 하락은 의결권 내재가치의 상승에 기인하는 것으로 판단한다. 각종 자본시장 규제 변화로 의결권의 내재가치가 점진적으로 커지고 있는데, 이러한 영향으로 보통주 대비 우선주의 가격 비중은 낮아지고 있는 것이다. 최근 주주환원이 부각되던 시기 그 괴리가 잠깐 좁혀지기도 했으나, 여전히 하락 추세는 진행 중인 모습이다.

국내 주요 상장기업 보통주 대비 우선주 가격 비율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

>>> 의결권의 내재가치는 지주회사가 가장 크다

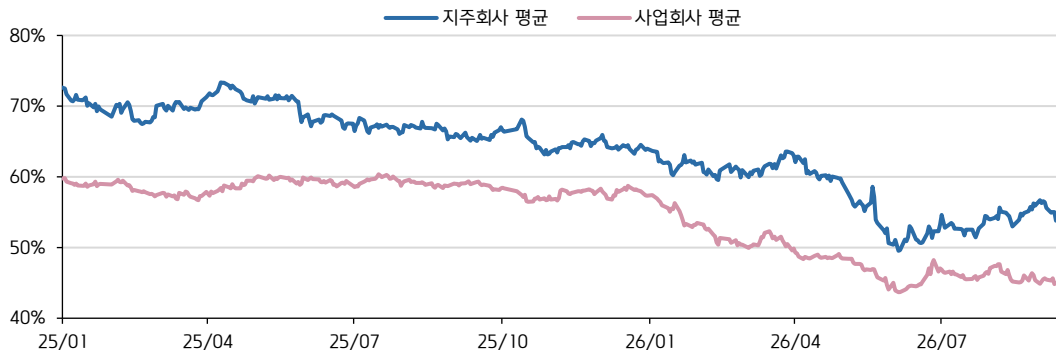
앞서 논의한 것처럼 의결권의 내재가치는 기업의 의사결정에 참여하는 데에서 발생하며, 그 영향력에 비례한다고 볼 수 있다. 이러한 관점에서 지주회사 의결권의 가치는 일반적인 사업회사보다 더 크다고 할 수 있는데, 사업회사의 이사회는 사업적인 측면에서의 투자와 운영을 주로 다룬다면, 지주회사의 이사회는 계열회사에 대한 출자, 배당 수취 및 재분배, 그룹 사업 포트폴리오 구성 등 그룹 차원의 거시적인 사안에 대해 결정한다. 사업자회사의 경영에 직접 참여하지는 않으나, 그룹 차원의 자본배분을 결정한다는 점에서 의결권이 통제하는 의사결정의 범위가 가장 넓다고 할 수 있다.

추가적으로 지주회사의 의결권은 계층을 타고 증폭된다는 특징을 가진다. 사업회사의 의결권은 그 회사의 이사회를 구성하는 데에서 효력이 끝나지만, 지주회사의 의결권은 지주회사의 의결권을 구성하고 그 이사회가 다시 자회사 주주총회에서 행사할 의결권의 방향을 결정한다. 공정거래법상 지주회사는 상장 자회사에 대해 지분 30% 이상을 보유해야 하며, 지주회사의 이사회는 자회사의 의결권을 최소 30% 보유한 최대주주로서 자회사 이사회 구성에 참여하게 되는 것이다.

또한 지주회사는 사업회사 대비 주가의 의결권 가치 변동에 따른 주가 민감도도 크다. 사업회사의 주가는 실적 등 사업가치와 연동되어 움직이나, 지주회사의 주가는 통상적으로 자회사 지분가치와 할인율에 의해 좌우된다. 지주회사의 할인율은 보유 자산의 가치가 주주에게 전달될 가능성을 나타낸다고 할 수 있는데, 그 가능성을 결정하는 자본배분은 이사회의 결의사항이다. 지주회사의 주가는 결국 일반주주의 의결권 가치가 할인율과 주가를 결정하는 구조라고 할 수 있으며, 시장에서 의결권의 내재가치가 부각될 경우 가장 강한 상승을 기대할 수 있을 것이다.

지주회사의 보통주 대비 우선주 가격은 통상 사업회사보다 높은데, 이는 일반적으로 지주회사의 주주환원율이 더 높은 것에 기인한다. 최근 자본시장 규제 변경 논의 이후에는 지주회사의 우선주 괴리율 변동폭이 더 컸는데, 이를 통해 의결권 가치가 시장에서 인정받게 될 경우 지주회사의 의결권 가치가 보다 더 부각될 것임을 알 수 있다.

국내 주요 지주회사/사업회사의 평균 보통주 대비 우선주 가격 비율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

IV. 어떤 지주회사를 보아야 하는가

의결권의 가치는 기업 의사결정의 결과를 바꿀 수 있을 때 발생하며, 그 가능성은 이사회와 주주 구성에 따라 달라진다. 이러한 관점에서 의결권의 가치 판별에 필요한 기준은 4가지로 정리할 수 있는데, 1) 주총 선임 이사의 수, 2) 지배주주 지분율, 3) 주요 주주 구성, 4) 결집 가능성과 과거 주주총회 이력 등이다.

>>> 주주총회에서 선임하는 이사의 수

집중투표제 도입 시 해당 주주총회에서 N명의 이사를 선임할 경우 소수주주가 k석의 의석을 확보하기 위한 지분 문턱은 $k/(N+1)$ 로 결정된다. 예를 들어 주주총회에서 3명의 이사를 선임할 경우 1명 이사의 선임을 위해서는 25% ($1/(3+1)$)를 초과하는 지분이 필요한데, 최대주주가 75%의 지분을 보유하고 있다면 3명의 후보에게 각각 25%씩 투표할 것이며 다른 주주들의 표를 모두 모으더라도 최대주주의 득표율인 25%를 넘는 것이 불가능하다.

주의할 점은 주주총회에서 이사를 1명만 선임하는 경우에는 원칙적으로 집중투표제를 청구할 수 없다는 점이다. 정관상 이사의 수를 줄이거나 시차임기제를 도입하여 이사를 동시에 선임하지 않도록 하는 경우에는 집중투표제 도입에 따른 의결권 가치 상승 기대감은 퇴색될 가능성이 높다. 따라서 의결권 가치 상승 가능성을 판단하기 위해서는 주주총회에서 선임하는 이사의 수가 몇 명일 지를 우선적으로 보아야 한다.

주요 지주사들의 2027년 정기 주주총회 예정 이사 선임 수

기업	총 이사 수	내년 임기 만료 이사 수	지배주주 의결권 지분율	지배주주 보장 의석 수	예상 경합 의석 수	1석 확보를 위한 최소 지분율
SK	8	3	33.9%	1	2	25.0%
HD 현대	5	2	43.7%	1	1	33.3%
LG	7	2	45.3%	1	1	33.3%
한화	7	3	61.6%	2	1	25.0%
효성	8	6	58.2%	4	2	14.3%

주: 출석율은 고려하지 않음
자료: dart, 키움증권 리서치센터

>>> 지배주주의 의결권 지분율

선임 이사 수가 소수주주 측 인사의 이사회 진입 가능성을 1차적으로 결정한다면, 이후에 보아야 할 것은 지배주주의 지분율이다. 선임 이사 수와 지배주주 지분율을 함께 보면 이사회에서 지배주주에게 몇 석이 보장되어 있는지를 판단할 수 있기 때문이다. 주의할 점은 자기주식을 배제한 유효지분율을 기준으로 판단해야 한다는 점과, 3% 룰이 적용되는 감사위원 선임에서는 지배주주의 높은 지분율이 오히려 약점으로 작용한다는 점이다.

이사회 구성 시 지배주주가 확실하게 가져갈 수 있는 의석은 유효지분율에 선임 이사 수에 1을 더한 값을 곱하여 구할 수 있다. 여기서 유효지분율을 계산할 때에는 분모에 발행주식수가 아닌 자기주식과 출석하지 않은 주주의 의결권은 제외된다. 지배주주는 사실상 전량 출석한다고 가정하는 것이 합리적이기 때문이다. 이렇게 산출된 값과 선임하는 전체 이사 수와의 차이가 소수주주가 가져갈 가능성이 있는 의석 수가 될 것이다.

지배주주는 지분율이 높을수록 이사회 의석 확보에 유리하나, 감사위원 선출 시에는 3% 룰 적용으로 지분율에 관계없이 최대 3%까지만 의결권을 행사할 수 있다. 이 때 최대주주의 의결권은 특수관계인이 보유한 지분까지 합산하여 3%로 제한되며, 3%를 초과하여 보유한 다른 모든 주주에게도 적용된다.

중요한 점은 3% 룰로 인해 지배주주의 의결권이 제한되면서 전체 의결권의 크기 역시 줄어든다는 점이다. 지배주주가 60%를 보유하고 나머지 40%가 여러 주주에게 3% 미만으로 나뉘어 있는 회사를 가정하면, 감사위원 안건에서 실제로 행사되는 의결권은 지배주주의 3%와 나머지 40%를 합한 43%이다. 반대 진영이 22%만 모으면 과반의 의결권을 확보할 수 있는 것이다. 반대로 지배주주의 지분율이 30%라면 총 의결권은 73%이며, 과반 확보를 위해서는 37%의 의결권이 필요하다. 지배주주의 지분율이 높을수록 소액주주 연대로 감사위원이 선임될 가능성이 높을 수 있는 것이다. 다만, 3% 룰은 모든 주주에게 적용되기에 지배주주가 아닌 한 주주가 지분을 대량으로 확보하고 있더라도 감사위원 선임에 유리하다고 볼 수는 없다. 다수 주주의 연대 및 결집비용 부담이 필요한 구조이다.

지배주주 지분율에 따른 감사위원 선임 안건의 의결권 축소

지배주주 지분율	행사 가능 지분	상실 지분	실제 총 의결권	지배주주 비중	과반 지분
30%	3%	27%p	73%	4.1%	37%
40%	3%	37%p	63%	4.8%	32%
50%	3%	47%p	53%	5.7%	27%
60%	3%	57%p	43%	7.0%	22%
70%	3%	67%p	33%	9.1%	17%

주: 1) 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수 기준. 지배주주 지분율은 최대주주 및 특수관계인 합산

2) 비지배주주는 모두 3% 미만으로 분산 보유하고 있다고 가정. 지배주주 비중 = 3% ÷ 표결 참여 의결권 합계

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 기관과 외국인 등 주요 주주 구성

소액주주의 이사회 진입 가능성이 높은 환경이 마련되더라도 의결권을 활용하고자 하는 실질적인 주체가 없다면 그 가치는 상승하기 어렵다. 결집의 출발점이 될 수 있는 주주로는 연기금, 외국인, 일반투자 목적의 5% 이상 투자자 등이다. 해당 유형 투자자의 합산 지분이 이사회 의석을 확보할 정도로 충분하다면 의결권 가치가 부각될 가능성이 높다.

주목할 부분은 스튜어드십코드 개정안과 현재 논의 중인 5% 룰 완화이다. 스튜어드십코드 개정안으로 수탁자책임 활동 범위와 공시 수준이 강화되었는데, 이에 따라 기관투자자의 의결권이 이전보다 더 적극적으로 행사될 것으로 예상되며 특히 공동 의결권 행사 가능성도 높아지고 있는 상황이다. 외국인투자자의 경우에는 그간 주주총회 소집 공고 기간이 짧아 의결권을 행사하기 어렵다는 지적이 많았는데, 소집 공고 기간이 연장될 경우 적극적인 의결권 행사를 기대할 수 있다. 일반투자 목적의 주식 대량보유공시는 그 자체로 적극적인 주주활동을 수행하겠다는 의미로, 해당 지분의 존재 여부 역시 의결권 가치 상승에 주요 요인으로 작용할 수 있다.

결론적으로 기업의 주요 주주 구성에 연기금, 외국인, 일반투자 목적의 5% 이상 투자자가 있을 경우 적극적인 의결권 행사 가능성이 크게 증가할 것으로 예상되며, 소수주주의 결집 주체로 작용할 가능성도 높아진다.

>>> 의결권 결집 가능성과 과거 주주총회 이력

과거 주주총회에서 나온 안건별 반대 의결률은 결집 가능한 표의 규모를 보여주는 가장 직접적인 지표이다. 과거 안건 반대 의결률은 실제로 주주총회에서 의견 충돌이 발생했다는 것을 나타내는 동시에 소액주주들의 표가 한 방향으로 결집했다는 증거이기 때문이다. 과거 반대 의결률과 이사 선임을 위해 필요한 소액주주의 지분율을 비교해보면 향후 소액주주가 이사회 구성에 참가할 가능성이 높을 것임을 추론해볼 수 있다.

특히 과거 반대 의결률이 정관 변경이나 이사 임기 변경처럼 지배구조에 관한 안건에서 높았던 경우는 더욱 유의미하고 판단할 수 있다. 이는 다수의 주주들이 이전부터 이사회 구성에 대해 반대 의견을 가지고 있다고 해석할 수 있으며, 향후 집중투표제가 본격적으로 도입될 경우 이사회 구성이 달라질 가능성이 높을 것임을 암시한다.

의결권 가치 상승 가능성 판별 기준 요약

기준	측정 지표	의결권 가치 상승 방향
주총 선임 이사 수	당해 임기만료 이사 수, 정관상 이사 정원, 임기 연장 및 일괄 선임 이력	선임 이사 수가 많을수록 문턱 하락. 1명 이하이면 집중투표 적용 대상 아님
지배주주 지분율	유효지분율, 보장 의석, 자기주식 비중, 감사위원 안건 의결권 축소율	지분율이 낮을수록 이사회 경로에서, 높을수록 감사위원 경로에서 상승
주요 주주 구성	연기금·일반투자 목적 5% 이상 보유자·외국인 지분율, 보유 목적, 지분 분포	합산 지분이 1석 문턱을 상회할수록 상승. 경로에 따라 집중형과 분산형의 유불리가 반대
결집 가능성/과거 주총 이력	안건별 최대 반대의결률, 반대 안건의 성격, 주주제안 이력, 출석률	문턱 대비 반대의결률이 높을수록, 지배구조 안건에서 발생했을수록 상승

자료: 키움증권 리서치센터

주요 지주사들의 주주총회 및 지분 관련 주요 지표

기업	내년 선출 이사 수	지배주주 의결권 지분율	1석 확보를 위한 최소 지분율	주요 주주 구성			과거 3개년 주총 안건 최고 반대율	
				합계	국민연금	외국인	안건	반대/기권 비율
SK	3	33.9%	25.0%	38.06%	7.75%	30.31%	'24. 3. 27 사외이사 선임	35.6%
HD 현대	2	43.7%	33.3%	34.36%	7.47%	26.89%	'25. 3. 27 이사보수한도 승인	30.7%
LG	2	45.3%	33.3%	43.03%	6.42%	36.61%	'24. 3. 27 이사보수한도 승인	13.7%
한화	3	61.6%	25.0%	29.24%	7.88%	21.36%	'24. 3. 28 사외이사인 감사위원회 위원 선임	28.17%
효성	6	58.2%	14.3%	28.18%	6.66%	21.52%	'26. 3. 20 이사보수한도 승인	31.4%

자료: dart, 키움증권 리서치센터



기업분석

HD현대
(267250)

BUY(Maintain) 목표주가 400,000원
본격 이익 확대 모멘텀 진입

LG
(003550)

BUY(Maintain) 목표주가 200,000원
AI로 되찾은 그룹 성장성

SK
(034730)

BUY(Maintain) 목표주가 740,000원 (상향)
초점은 NAV 증가에서 할인율 축소로 전환될 것

한화
(000880)

BUY(Maintain) 목표주가 169,000원
분할 이후 다음 모멘텀 모색

효성
(002020)

Not Rated
과도한 할인율 지속 중

LX홀딩스
(383800)

Not Rated
0.3배 극도로 낮은 PBR

HD현대 (267250)



BUY(Maintain)

목표주가 400,000원

주가(9/16) 215,500원

보험/증권/지주 Analyst 안영준
RA 박정현

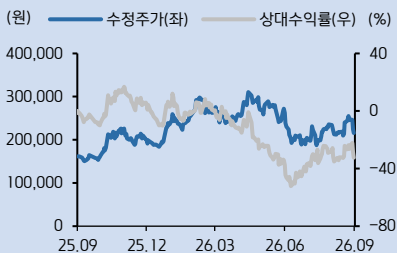
Stock Data

KOSPI	6,717.97pt		
시가총액	170,230억 원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	310,500원	150,600원	
최고/최저가 대비 등락	-30.60%	43.09%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-8.1%	-2.0%
	6M	-18.8%	13.2%
	1Y	33.2%	128.9%

Company Data

발행주식수	78,993천주
일평균 거래량(3M)	157천주
외국인 지분율	26.84%
배당수익률(26E)	3.3%
BPS(26E)	154,764원
주요 주주	정몽준 외 5인 37.12%

Price Trend



본격 이익 확대 모멘텀 진입

>>> 이익 확장 사이클 초입

핵심 자회사인 HD한국조선해양과 HD현대일렉트릭의 이익 성장세가 향후에도 이어질 것으로 예상되는 동시에 정유 부문에서의 호실적도 이어지며 그룹 전체적으로 이익 확장 사이클이 지속될 것으로 예상된다. 특히 정유 부문은 대외적 불확실성에도 불구하고 다각화된 원유 조달과 차별화된 정제 인프라를 기반으로 높은 수준의 정제마진이 이어질 것으로 기대된다. 놀려있던 정유 부문의 이익이 개선세로 돌아서면서 전체 수익성 회복 흐름이 이어질 것으로 예상된다.

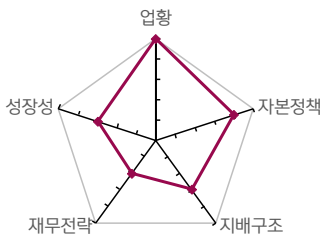
>>> 주주환원도 큰 폭 증가할 것

HD현대에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 400,000원을 유지한다. 그룹 핵심 사업이 큰 폭의 성장을 이어갈 것으로 예상되며, 실적 증가는 주주환원으로 연결될 것으로 보인다. 올해 기 지급된 중간배당을 포함한 연간 총 DPS는 6,500원으로 전년 대비 63% 증가할 것으로 전망한다. NAV 대비 할인율은 최근 축소 기조가 이어지며 40% 수준까지 하락했는데, 자본시장 규제 변화에 힘입어 이러한 기조가 이어질 것으로 예상된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	67,765.6	71,259.4	83,157.0	90,045.4	99,191.0
영업이익	2,983.2	6,099.6	13,443.3	14,115.3	14,131.6
EBITDA	4,898.3	8,156.5	15,863.8	16,237.5	16,332.3
세전이익	2,369.3	4,796.6	12,707.6	13,453.6	13,809.6
순이익	1,930.2	3,675.5	9,737.4	10,309.1	10,581.8
지배주주지분순이익	509.0	962.7	2,550.5	2,700.2	2,771.6
EPS(원)	6,444	12,187	32,287	34,183	35,087
증감률(% YoY)	92.5	89.1	164.9	5.9	2.6
PER(배)	12.3	15.5	6.2	5.8	5.7
PBR(배)	0.72	1.47	1.29	1.09	0.95
EV/EBITDA(배)	6.7	5.0	2.5	2.2	2.0
영업이익률(%)	4.4	8.6	16.2	15.7	14.2
ROE(%)	6.4	10.2	22.8	20.3	17.9
순차입금비율(%)	33.5	17.7	-10.2	-30.6	-44.3

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 호조도 지속될 것 - 장기적인 업황 호조 사이클 기대
	성장성	3	- 팔란티어의 AI SW 도입으로 본업 효율화 기대 - HD 현대로보틱스 상장 시 NAV 증가 전망
	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	3.4	- 정유 부문의 강한 턴어라운드 기대 - 자회사와 함께 업황/배당 기반 양호한 흐름 예상
	Keyword	조선 / 전력기기 / 정유 / NAV / 주주환원	

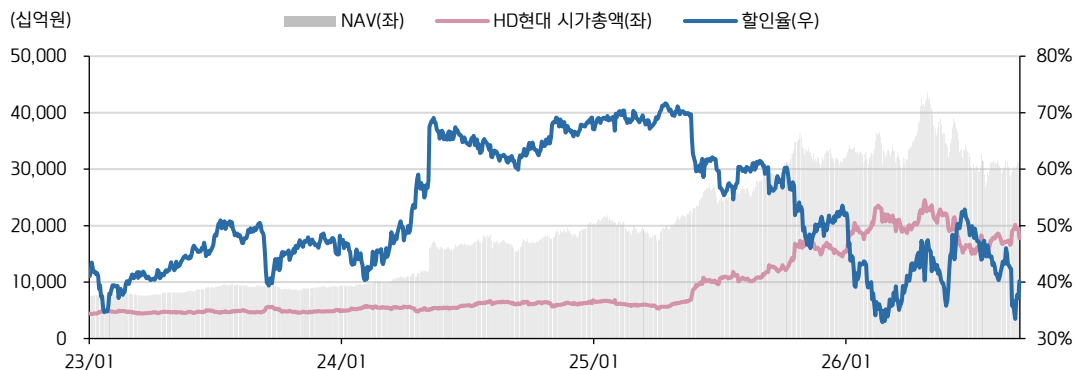
자료: 키움증권 리서치센터

HD현대의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	31,759	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	23,902	
HD한국조선해양	8,791	
HD현대일렉트릭	9,356	
HD현대마린솔루션	5,755	
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)	2,230	
NAV (F, 십억원)	29,699	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	78,993	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	375,965	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	225,000	
할인율	40%	

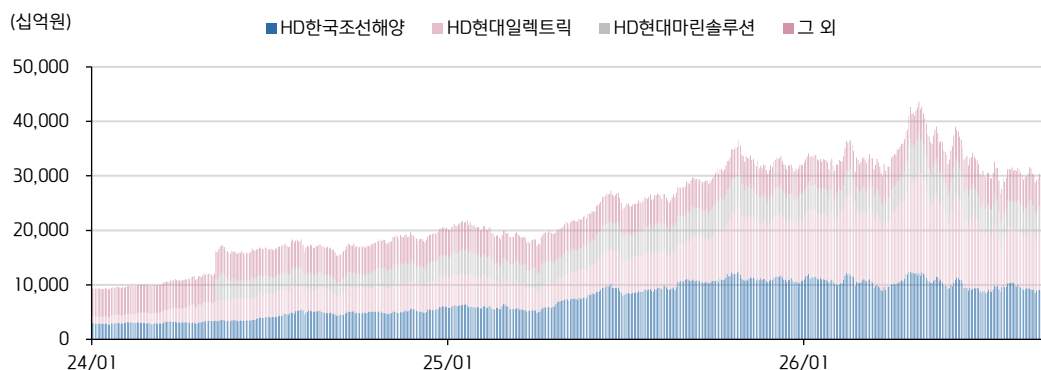
자료: HD현대, FnGuide, 키움증권 리서치센터

HD현대의 시가총액, NAV, 할인율 추이



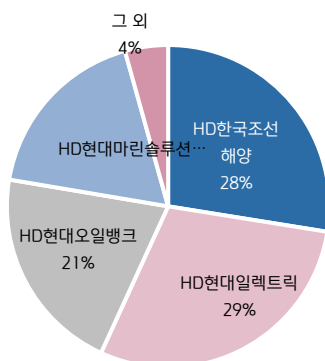
자료: 전자공시시스템, FnGuide, HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 NAV 구성 추이



자료: 전자공시시스템, FnGuide, HD현대, 키움증권 리서치센터

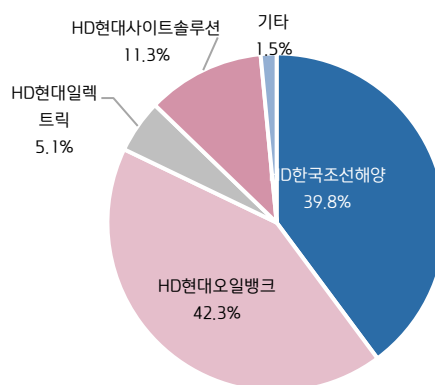
HD현대의 NAV 구성 비중



주: 순차입금 제외 비중

자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 매출액 구성 비중



주: 연결 기준

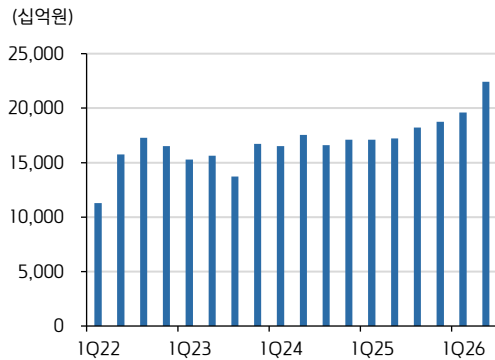
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대 연결 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	17,087	17,211	18,224	18,737	19,602	22,409	20,611	20,535	71,259	83,157
(YoY)	3%	-2%	10%	10%	15%	30%	13%	10%	5%	17%
영업이익	1,286	1,139	1,702	1,972	2,835	4,125	3,311	3,172	6,100	13,443
(YoY)	62%	29%	294%	125%	120%	262%	94%	61%	104%	120%
OPM	7.5%	6.6%	9.3%	10.5%	14.5%	18.4%	16.1%	15.4%	8.6%	16.2%
순이익	777	488	987	1,423	2,023	3,173	1,289	1,429	3,675	7,914
(YoY)	53%	-10%	870%	83%	160%	550%	31%	0%	90%	115%
지배순이익	219	121	175	448	781	1,331	419	474	963	3,005
(YoY)	8%	-11%	흑전	121%	256%	998%	140%	6%	89%	212%

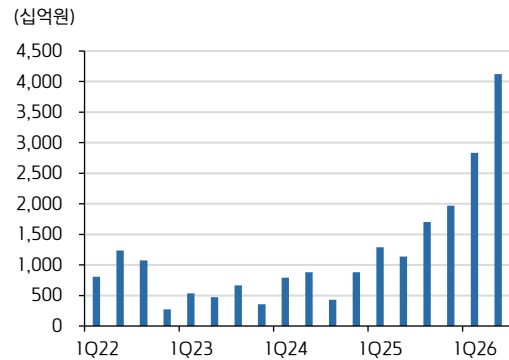
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 분기별 연결 매출액 추이



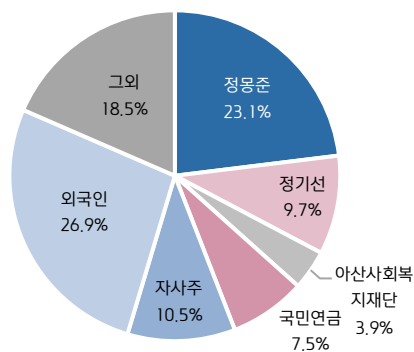
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 분기별 연결 영업이익 추이



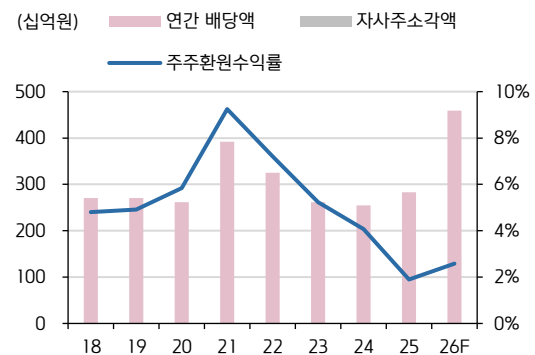
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 주주 구성



자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대의 주주환원



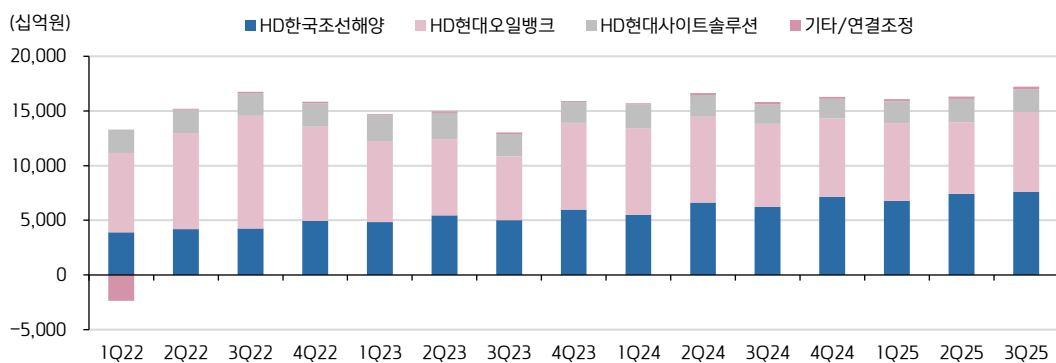
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대 주요 자회사의 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	17,087	17,211	18,224	18,737	19,602	22,409	20,247	21,025	71,259	83,283
(YoY)	3%	-2%	10%	10%	15%	30%	11%	12%	5%	17%
HD현대별도	279.2	47.3	151.5	48.0	372.9	77.2	231.8	70.8	526.1	745.1
배당금수익	250.2	17.4	121.8	17.4	338.4	38.9	200.1	38.9	406.8	616.2
임대수익	18.0	18.1	18.1	18.0	18.5	18.6	18.8	19.0	72.2	75.0
용역수익	10.9	11.9	11.6	12.7	16.0	12.1	12.8	12.9	47.1	53.8
HD한국조선해양	6,771.7	7,428.4	7,581.4	8,151.6	8,140.9	8,927.0	8,571.9	9,185.1	29,933.2	34,824.9
HD현대오일뱅크	7,124.7	6,541.7	7,328.5	7,030.0	7,715.5	9,477.4	8,572.9	7,856.1	28,024.9	33,621.9
HD현대사ایت솔루션	1,966.8	2,140.1	2,052.6	2,077.2	2,383.1	2,523.5	2,126.5	2,239.1	8,236.7	9,272.2
HD현대일렉트릭	1,014.7	906.2	995.4	1,163.2	1,036.5	1,141.8	1,195.4	1,321.7	4,079.5	4,695.3
기타/연결조정	944.6	1,053.5	1,110.3	1,430.3	989.5	1,411.9	1,108.0	1,183.9	4,538.6	4,693.3
영업이익	1,286.4	1,138.9	1,702.4	1,972.0	2,834.8	4,124.6	3,310.8	3,172.3	6,099.7	13,442.5
(YoY)	62%	29%	294%	125%	120%	262%	94%	61%	104%	120%
HD현대별도	260.5	25.9	129.3	23.5	352.8	52.2	163.7	49.8	439.2	618.5
HD한국조선해양	859.2	953.6	1,053.8	1,037.9	1,356.0	1,645.1	1,586.3	1,657.5	3,904.5	6,244.9
HD현대오일뱅크	31.1	(241.3)	191.2	493.0	933.5	1,824.1	1,193.0	1,006.9	474.0	4,957.5
HD현대사ایت솔루션	120.1	151.4	143.2	52.7	207.5	272.0	116.3	146.1	467.4	741.9
HD현대일렉트릭	218.2	209.1	247.1	320.9	258.3	287.0	316.1	370.3	995.3	1,231.7
기타/연결조정	(202.7)	40.1	(62.2)	44.0	(273.3)	44.2	(64.5)	(58.4)	(180.7)	(352.0)

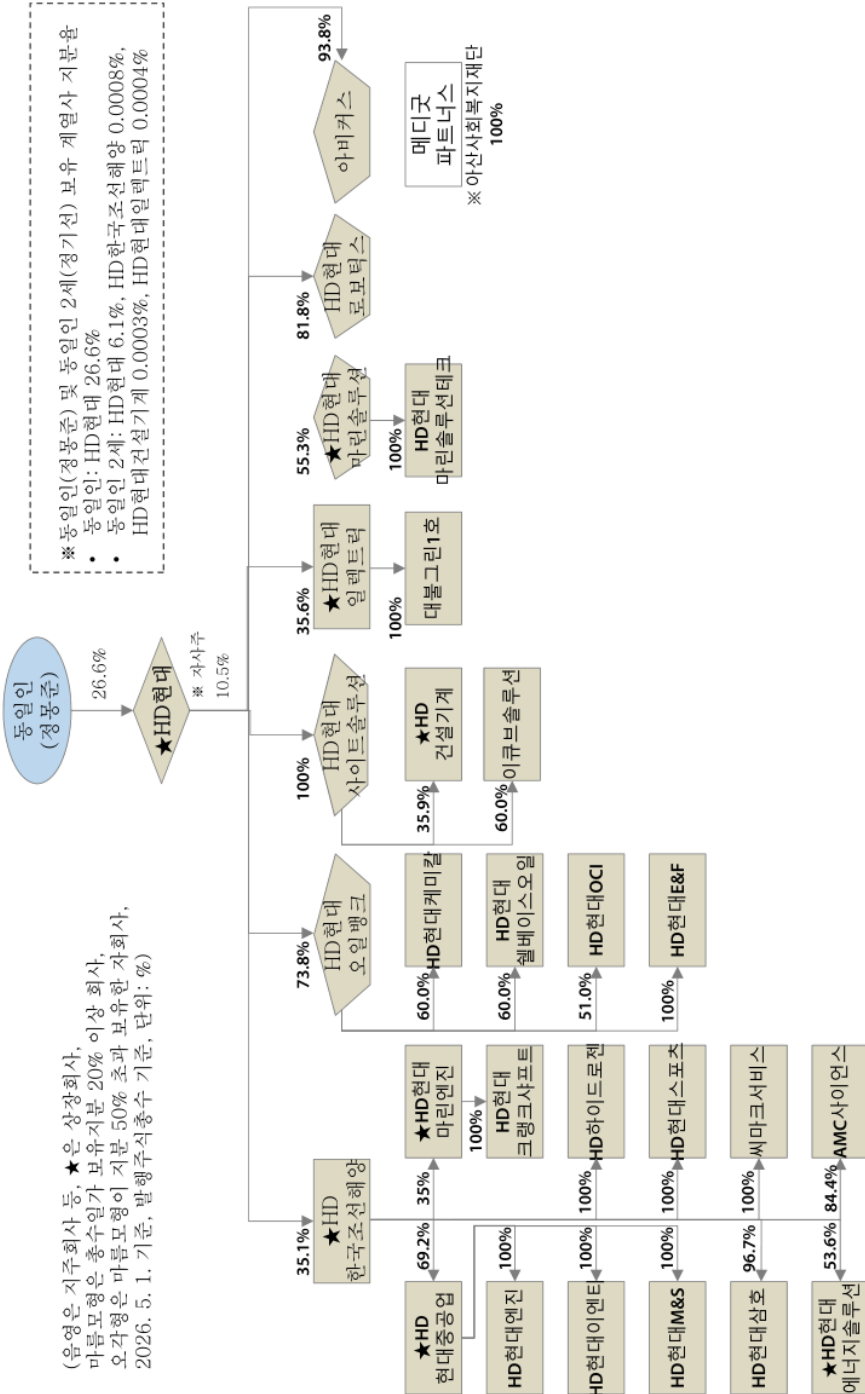
자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

HD현대 주요 자회사의 분기 매출액 추이



자료: HD현대, 키움증권 리서치센터

8. HD현대 소유지분도



자료: 공정거래위원회

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	67,765.6	71,259.4	83,157.0	90,045.4	99,191.0
매출원가	61,338.7	61,203.8	65,284.9	71,135.9	79,848.7
매출총이익	6,426.9	10,055.6	17,872.1	18,909.5	19,342.2
판매비	3,443.7	3,956.0	4,428.8	4,794.3	5,210.6
영업이익	2,983.2	6,099.6	13,443.3	14,115.3	14,131.6
EBITDA	4,898.3	8,156.5	15,863.8	16,237.5	16,332.3
영업외손익	-613.9	-1,303.0	-735.7	-661.6	-322.1
이자수익	298.7	342.4	617.8	934.0	1,239.0
이자비용	973.2	858.2	852.8	851.5	842.9
외환관련이익	2,549.3	1,939.8	1,723.8	1,709.1	1,716.5
외환관련손실	1,804.7	2,209.0	1,660.7	1,827.7	1,744.2
종속 및 관계기업손익	-11.4	48.3	48.3	48.3	48.3
기타	-672.6	-566.3	-612.1	-673.8	-738.8
법인세차감전이익	2,369.3	4,796.6	12,707.6	13,453.6	13,809.6
법인세비용	439.1	1,121.1	2,970.1	3,144.5	3,227.7
계속사업순손익	1,930.2	3,675.5	9,737.4	10,309.1	10,581.8
당기순이익	1,930.2	3,675.5	9,737.4	10,309.1	10,581.8
지배주주순이익	509.0	962.7	2,550.5	2,700.2	2,771.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.5	5.2	16.7	8.3	10.2
영업이익 증감율	46.8	104.5	120.4	5.0	0.1
EBITDA 증감율	29.2	66.5	94.5	2.4	0.6
지배주주순이익 증감율	92.5	89.1	164.9	5.9	2.6
EPS 증감율	92.5	89.1	164.9	5.9	2.6
매출총이익율(%)	9.5	14.1	21.5	21.0	19.5
영업이익률(%)	4.4	8.6	16.2	15.7	14.2
EBITDA Margin(%)	7.2	11.4	19.1	18.0	16.5
지배주주순이익률(%)	0.8	1.4	3.1	3.0	2.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	7,511.5	7,384.9	13,854.0	15,351.9	15,815.1
당기순이익	1,930.2	3,675.5	9,737.4	10,309.1	10,581.8
비현금항목의 가감	2,787.2	4,578.0	7,026.4	6,584.9	6,433.0
유형자산감가상각비	1,671.1	1,806.0	2,181.5	1,869.5	1,949.7
무형자산감가상각비	244.1	250.9	239.0	252.7	250.9
지분법평가손익	-67.6	-49.0	-48.3	-48.3	-48.3
기타	939.6	2,570.1	4,654.2	4,511.0	4,280.7
영업활동자산부채증감	3,764.4	173.5	288.3	1,512.8	1,624.8
매출채권및기타채권의감소	45.2	-451.1	-888.8	-715.2	-763.5
재고자산의감소	-265.1	-246.7	-1,707.3	-988.5	-1,312.4
매입채무및기타채무의증가	962.0	142.7	1,853.9	1,658.5	2,043.2
기타	3,022.3	728.6	1,030.5	1,558.0	1,657.5
기타현금흐름	-970.3	-1,042.1	-3,198.1	-3,054.9	-2,824.5
투자활동 현금흐름	-2,400.9	-4,746.3	-1,198.0	-1,382.0	-1,629.5
유형자산의 취득	-1,724.6	-2,159.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	38.7	155.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-141.9	-121.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소	287.0	55.9	-22.9	-7.3	-15.1
단기금융자산의감소	-249.9	-2,501.2	-998.3	-1,197.9	-1,437.5
기타	-610.2	-176.8	-176.8	-176.8	-176.9
재무활동 현금흐름	-3,927.1	-1,944.9	-1,973.2	-2,149.9	-2,192.3
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	-254.4	-282.7	-459.3	-501.7
기타	-3,602.0	-1,690.5	-1,690.5	-1,690.6	-1,690.6
기타현금흐름	83.1	6.7	-2,197.1	-1,808.4	-2,222.8
현금/현금성자산의 순증	1,266.6	700.4	8,485.7	10,011.6	9,770.6
기초현금및현금성자산	4,400.5	5,667.1	6,367.5	14,853.2	24,864.7
기말현금및현금성자산	5,667.1	6,367.5	14,853.2	24,864.7	34,635.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	35,592.8	39,632.7	52,394.3	65,661.4	79,498.8
현금 및 현금성자산	5,667.1	6,367.5	14,853.2	24,864.7	34,635.3
단기금융자산	2,490.2	4,991.4	5,989.7	7,187.6	8,625.1
매출채권및기타채권	5,848.5	6,481.4	7,370.2	8,085.4	8,848.9
재고자산	10,007.1	10,225.5	11,932.7	12,921.2	14,233.5
기타유동자산	11,579.9	11,566.9	12,248.5	12,602.5	13,156.0
비유동자산	38,273.8	39,053.2	39,395.2	39,626.9	40,080.0
투자자산	647.8	640.2	711.4	767.1	830.5
유형자산	26,262.5	28,161.0	27,802.5	28,217.4	28,431.8
무형자산	4,314.7	4,309.7	4,385.7	4,423.4	4,460.4
기타비유동자산	7,048.8	5,942.3	6,495.6	6,219.0	6,357.3
자산총계	73,866.7	78,685.9	91,789.5	105,288.3	119,578.7
유동부채	32,333.1	33,637.1	37,267.3	40,957.3	45,208.7
매입채무및기타채무	10,153.4	10,447.4	12,301.4	13,959.9	16,003.0
단기금융부채	4,883.8	5,040.3	5,001.6	5,036.7	5,048.9
기타유동부채	17,295.9	18,149.4	19,964.3	21,960.7	24,156.8
비유동부채	15,148.5	14,713.7	14,891.2	14,912.2	14,913.6
장기금융부채	12,116.9	11,699.9	11,796.6	11,902.2	11,888.7
기타비유동부채	3,031.6	3,013.8	3,094.6	3,010.0	3,024.9
부채총계	47,481.6	48,350.8	52,158.5	55,869.5	60,122.3
지배자본	8,675.3	10,116.4	12,225.3	14,404.1	16,631.6
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	4,750.2	5,684.9	5,684.9	5,684.9	5,684.9
기타자본	281.1	195.5	195.5	195.5	195.5
기타포괄손익누계액	541.5	1,022.1	1,039.9	1,020.3	1,020.3
이익잉여금	3,021.1	3,132.4	5,223.5	7,422.0	9,649.5
비지배자본	17,709.8	20,218.7	27,405.7	35,014.6	42,824.8
자본총계	26,385.1	30,335.1	39,631.0	49,418.7	59,456.4

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	6,444	12,187	32,287	34,183	35,087
BPS	109,824	128,066	154,764	182,346	210,545
CFPS	59,719	104,484	212,219	213,867	215,397
DPS	3,600	4,000	6,500	7,100	7,700
주가배수(배)					
PER	12.3	15.5	6.2	5.8	5.7
PER(최고)	13.2	19.4	10.3		
PER(최저)	9.2	5.4	5.5		
PBR	0.72	1.47	1.29	1.09	0.95
PBR(최고)	0.77	1.85	2.15		
PBR(최저)	0.54	0.52	1.15		
PSR	0.09	0.21	0.19	0.18	0.16
PCFR	1.3	1.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.7	5.0	2.5	2.2	2.0
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	13.2	7.7	4.7	4.9	5.1
배당수익률(% ,보통주, 현금)	4.5	2.1	3.3	3.6	3.9
ROA	2.7	4.8	11.4	10.5	9.4
ROE	6.4	10.2	22.8	20.3	17.9
ROIC	6.4	15.3	27.5	30.9	31.5
매출채권회전율	11.8	11.6	12.0	11.7	11.7
재고자산회전율	7.0	7.0	7.5	7.2	7.3
부채비율	180.0	159.4	131.6	113.1	101.1
순차입금비율	33.5	17.7	-10.2	-30.6	-44.3
이자보상배율	3.1	7.1	15.8	16.6	16.8
총차입금	17,000.8	16,740.2	16,798.2	16,938.9	16,937.5
순차입금	8,843.5	5,381.4	-4,044.6	-15,113.4	-26,322.9
NOPLAT	4,898.3	8,156.5	15,863.8	16,237.5	16,332.3
FCF	6,140.7	5,606.3	12,669.9	14,570.0	14,563.6

LG (003550)



BUY(Maintain)

목표주가 200,000원

주가(9/16) 112,200원

보험/증권/지주 Analyst 안영준
RA 박정현

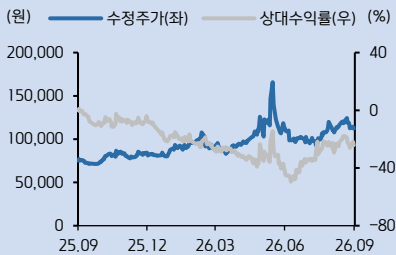
Stock Data

KOSPI	6,717.97pt	
시가총액	169,637억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	165,800원	71,300원
최고/최저가 대비 등락	-32.33%	57.36%
주가수익률	절대	상대
1M	-0.4%	-2.2%
6M	17.5%	19.0%
1Y	49.2%	144.4%

Company Data

발행주식수	160,323천주
일평균 거래량(3M)	361천주
외국인 지분율	36.68%
배당수익률(26E)	3.7%
BPS(26E)	191,295원
주요 주주	구광모 외 29인 43.39%

Price Trend



AI로 되찾은 그룹 성장성

>>> 자회사 컨센서스 지속 상향 중

핵심 자회사인 LG전자와 LG화학의 컨센서스 상향이 지속적으로 이루어지고 있다. 26년/27년 매출액 성장률 컨센서스는 LG전자 8%/5%, LG화학 22%/13% 등으로 이전보다 높은 수준을 이어갈 것으로 예상되며, 자회사 매출액 성장으로 NAV 증가 및 브랜드 로열티 수익 확대에 이어질 것으로 기대된다. 그간 상대적으로 핵심 사업의 성장이 크지 않았던 것이 약점 요인이었으나, 이제는 턴어라운드에 따른 수혜를 기대해볼 수 있는 상황이다.

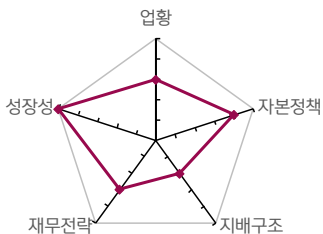
>>> AI 모델 개발 역량 부각 기대

LG에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 200,000원을 유지한다. 핵심 자회사의 양호한 흐름이 이어지는 가운데 LG AI 연구원의 AI 모델 개발 역량이 부각될 것으로 기대된다. 특히 최근 'LG AI 토크 콘서트 2026'을 통해 자체 AI 모델 엑사원의 실제 산업에서의 활용 예시를 선보이며 유수 기업들과 협업을 진행 중임을 시사했는데, 머지않아 시장에서 그 가치를 인정받을 수 있을 것으로 예상된다. 장기적으로는 피지컬 AI 시대의 수혜도 기대해볼 수 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	7,175.5	7,252.5	8,158.0	8,950.6	9,644.9
영업이익	966.8	912.2	1,113.9	1,225.9	1,324.6
EBITDA	1,160.7	1,143.4	1,366.9	1,468.4	1,551.1
세전이익	1,007.1	1,334.9	1,222.4	1,367.4	1,500.8
순이익	790.5	1,000.1	915.8	1,024.5	1,124.4
지배주주지분순이익	574.7	737.2	675.1	755.2	828.9
EPS(원)	3,585	4,628	4,294	4,803	5,272
증감률(% YoY)	-54.4	29.1	-7.2	11.9	9.8
PER(배)	20.1	17.4	27.0	24.1	22.0
PBR(배)	0.43	0.44	0.61	0.58	0.55
EV/EBITDA(배)	9.1	10.2	11.8	10.2	8.9
영업이익률(%)	13.5	12.6	13.7	13.7	13.7
ROE(%)	2.2	2.6	2.3	2.5	2.6
순차입금비용(%)	-7.1	-8.5	-11.9	-15.4	-18.7

자료: 키움증권 리서치센터

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	- 안정적인 그룹 지배구조로 변화 가능성 낮음 - 향후 적극적 경영 행보 기대
	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	

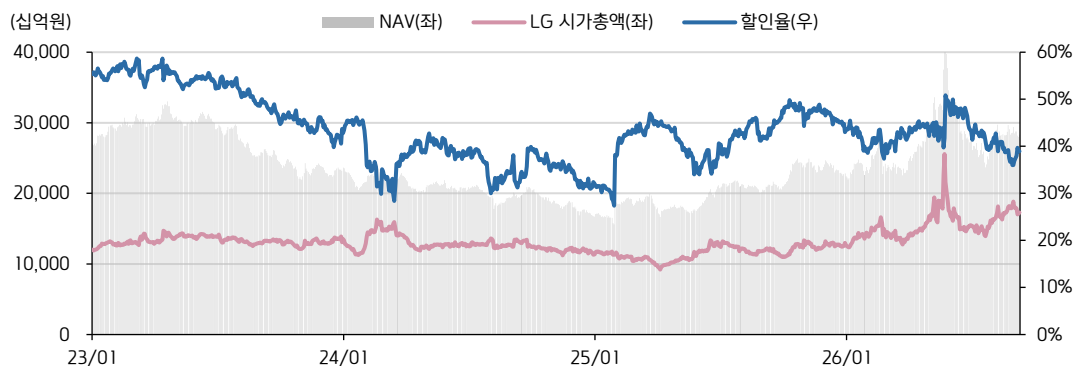
자료: 키움증권 리서치센터

LG의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	25,702	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	24,859	
LG전자	11,605	
LG화학	6,045	
LG유플러스	2,442	
LG생활건강	1,606	
LG씨애펜에스	3,162	
비상장사/그 외 (C)	843	장부가치
디앤오	250	
그 외	593	
사업부문 (D, 십억원)	1,313	
사업가치	1,313	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5배
순차입금 (E, 십억원)	(1,297)	
NAV (F, 십억원)	28,312	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	151,192	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	187,261	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	114,300	
할인율	39%	

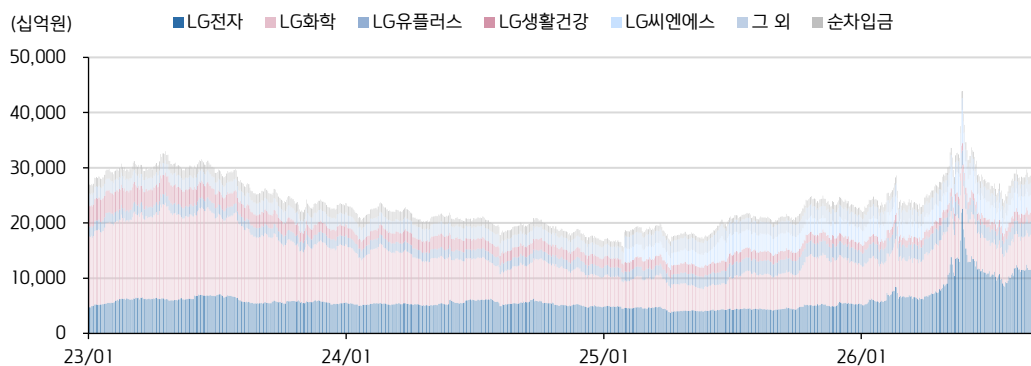
자료: LG, FnGuide, 키움증권 리서치센터

LG의 시가총액, NAV, 할인율 추이



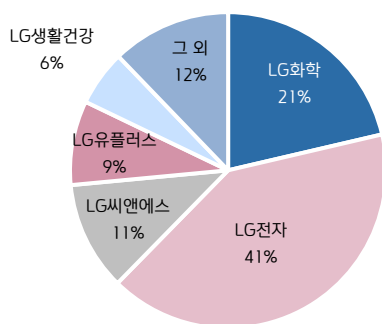
자료: 전자공시시스템, FnGuide, LG, 키움증권 리서치센터

LG의 NAV 구성 추이



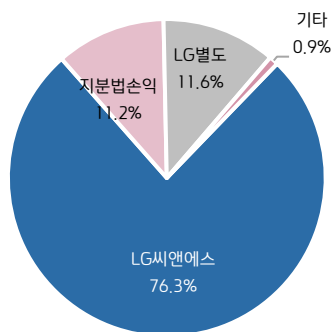
자료: 전자공시시스템, FnGuide, LG, 키움증권 리서치센터

LG의 NAV 구성 비중



주: 순차입금 제외 비중
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 매출액 구성 비중



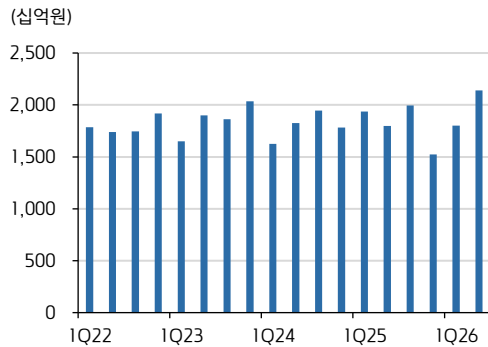
주: 연결 기준
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG 연결 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
매출액	1,936	1,798	1,996	1,523	1,801	2,140	1,911	2,306	7,253	8,158
(YoY)	19%	-1%	3%	-15%	-7%	19%	-4%	51%	1%	12%
영업이익	638	277	419	(422)	414	533	192	(25)	912	1,114
(YoY)	51%	-11%	-12%	적지	-35%	92%	-54%	적지	-6%	22%
OPM	33.0%	15.4%	21.0%	-27.7%	23.0%	24.9%	10.1%	-1.1%	12.6%	13.7%
순이익	608	244	373	(226)	379	534	239	259	1,000	1,412
(YoY)	65%	-16%	-16%	적지	-38%	119%	-36%	흑전	27%	41%
지배순이익	580	205	315	(363)	340	466	170	175	737	1,151
(YoY)	68%	-19%	-15%	적지	-41%	128%	-46%	흑전	28%	56%

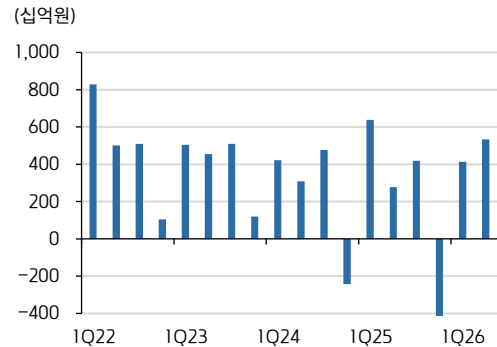
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 분기별 연결 매출액 추이



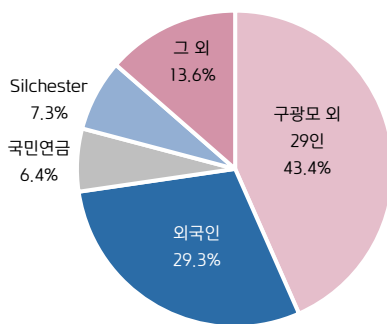
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 분기별 연결 영업이익 추이



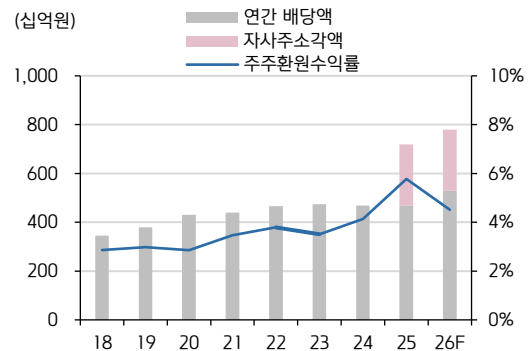
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 주주 구성



자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG의 주주환원



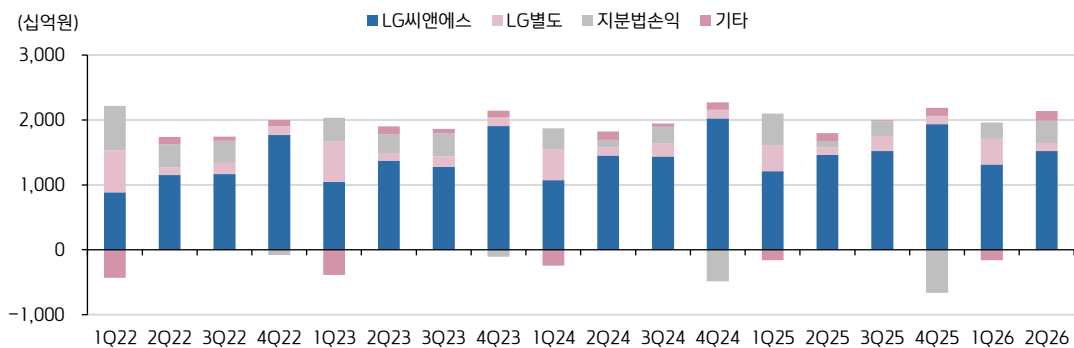
자료: LG, 키움증권 리서치센터

LG 주요 자회사의 분기실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
매출액	1,936	1,798	1,996	1,523	1,801	2,139.6	1,911.0	2,306.5	7,253	8,158
(YoY)	19%	-1%	3%	-15%	-7%	19%	-4%	51%	1%	12%
LG별도	404.3	118.7	232.1	129.8	393.1	123.2	244.6	130.3	885.0	891.2
배당금수익	280.9	0.0	108.4	0.0	275.2	0.0	113.8	0.0	389.3	389.0
로열티수익	86.8	82.0	87.0	93.2	88.2	92.3	93.5	93.8	349.0	367.7
임대수익	36.6	36.7	36.7	36.6	29.7	30.9	37.3	36.5	146.7	134.5
지분법손익	482.1	92.9	223.3	(664.4)	251.5	348.1	24.1	37.1	133.9	660.8
LG씨앤에스	1,211.4	1,460.2	1,522.3	1,935.7	1,315.0	1,520.8	1,626.1	2,108.2	6,129.6	6,570.1
조정 및 기타	(161.7)	126.0	18.4	121.4	(159.0)	147.5	16.2	30.9	104.1	35.6
(지분법 대상)										
LG전자	22,739.8	20,735.1	21,873.8	23,852.2	23,727.2	23,826.5	24,316.4	24,925.5	89,200.9	96,795.6
LG화학	12,171.0	11,417.7	11,196.2	11,530.0	12,246.8	14,175.9	14,844.9	15,544.9	46,314.9	56,812.5
LG유플러스	3,748.1	3,844.4	4,010.8	3,848.4	3,803.7	3,694.9	3,931.2	3,958.8	15,451.7	15,388.6
LG생활건강	1,697.9	1,604.9	1,580.0	1,472.8	1,576.6	1,657.4	1,654.4	1,568.6	6,355.5	6,457.0
영업이익	638.0	276.9	418.9	(421.7)	413.8	533.0	192.1	(24.7)	912.2	1,114.2
(YoY)	51%	-11%	-12%	적지	-35%	92%	-54%	적지	-6%	22%
LG별도	348.6	40.6	167.1	40.9	337.3	44.6	137.8	72.1	597.1	591.8
LG씨앤에스	78.9	140.8	120.2	212.0	94.2	127.9	135.6	224.7	551.8	582.3
조정 및 기타	210.5	95.5	131.7	(674.5)	(17.7)	(59.9)	(81.2)	(321.5)	(236.8)	(480.3)
(지분법 대상)										
LG전자	1,259.1	639.4	688.9	(109.4)	1,673.7	1,579.1	1,058.6	363.9	2,478.0	4,675.3
LG화학	447.0	476.8	679.7	(413.3)	(49.7)	599.6	190.6	688.6	1,190.2	1,429.0
LG유플러스	255.4	304.5	161.7	170.5	272.3	344.5	300.1	225.1	892.1	1,142.0
LG생활건강	142.4	54.8	46.2	(72.7)	107.8	102.8	111.0	59.7	170.7	381.3

자료: LG, FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

LG 연결 매출액 구성 추이



자료: LG, 키움증권 리서치센터

보유한 자회사, 2026.5.1 기준, 총발행주식수 기준, 단위 : %)



자료: 공정거래위원회

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,175.5	7,252.5	8,158.0	8,950.6	9,644.9
매출원가	5,746.8	5,898.8	6,548.4	7,184.6	7,742.0
매출총이익	1,428.7	1,353.7	1,609.6	1,765.9	1,902.9
판매비	461.9	441.6	495.7	540.0	578.3
영업이익	966.8	912.2	1,113.9	1,225.9	1,324.6
EBITDA	1,160.7	1,143.4	1,366.9	1,468.4	1,551.1
영업외손익	40.3	422.7	108.4	141.5	176.1
이자수익	103.0	80.1	109.9	143.0	177.6
이자비용	27.0	28.7	28.7	28.7	28.7
외환관련이익	55.4	30.9	27.0	27.0	27.0
외환관련손실	20.4	40.2	32.2	32.2	32.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-70.7	380.6	32.4	32.4	32.4
법인세차감전이익	1,007.1	1,334.9	1,222.4	1,367.4	1,500.8
법인세비용	216.6	334.8	306.5	342.9	376.4
계속사업순손익	790.5	1,000.1	915.8	1,024.5	1,124.4
당기순이익	790.5	1,000.1	915.8	1,024.5	1,124.4
지배주주순이익	574.7	737.2	675.1	755.2	828.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.6	1.1	12.5	9.7	7.8
영업이익 증감율	-39.2	-5.6	22.1	10.1	8.1
EBITDA 증감율	-34.7	-1.5	19.5	7.4	5.6
지배주주순이익 증감율	-54.4	28.3	-8.4	11.9	9.8
EPS 증감율	-54.4	29.1	-7.2	11.9	9.8
매출총이익율(%)	19.9	18.7	19.7	19.7	19.7
영업이익률(%)	13.5	12.6	13.7	13.7	13.7
EBITDA Margin(%)	16.2	15.8	16.8	16.4	16.1
지배주주순이익률(%)	8.0	10.2	8.3	8.4	8.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,361.5	1,015.1	662.1	944.4	1,043.6
당기순이익	790.5	1,000.1	915.8	1,024.5	1,124.4
비현금항목의 가감	271.5	66.2	-0.4	-7.5	-24.8
유형자산감가상각비	164.2	204.4	228.5	224.1	212.5
무형자산감가상각비	29.7	26.8	24.5	18.5	14.0
지분법평가손익	-238.4	-134.0	0.0	0.0	0.0
기타	316.0	-31.0	-253.4	-250.1	-251.3
영업활동자산부채증감	133.9	-188.6	-322.8	-138.8	-123.4
매출채권및기타채권의감소	-67.4	-20.0	-218.0	-190.8	-167.2
재고자산의감소	19.4	-15.4	-8.2	-7.2	-6.3
매입채무및기타채무의증가	-12.4	-119.1	85.1	74.6	65.5
기타	194.3	-34.1	-181.7	-15.4	-15.4
기타현금흐름	165.6	137.4	69.5	66.2	67.4
투자활동 현금흐름	-66.2	-543.2	540.5	293.3	-117.4
유형자산의 취득	-101.7	-151.4	-223.5	-188.4	-206.0
유형자산의 처분	0.3	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-23.1	-12.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소	-1,420.4	-1,599.4	-252.2	-252.2	-252.2
단기금융자산의감소	606.2	-517.8	-720.8	-1,003.2	-1,396.3
기타	872.5	1,736.9	1,737.0	1,737.1	1,737.1
재무활동 현금흐름	-706.2	-342.5	-508.8	-690.3	-705.4
차입금의 증가	1.8	-165.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의증가	0.0	599.7	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	-151.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-550.1	-745.6	-478.2	-659.6	-674.7
기타	-6.2	-30.7	-30.6	-30.7	-30.7
기타현금흐름	11.9	2.2	-168.7	-168.7	-168.7
현금/현금성자산의 순증	600.9	131.6	525.1	378.6	52.0
기초현금및현금성자산	778.9	1,379.8	1,511.5	2,036.5	2,415.2
기말현금및현금성자산	1,379.8	1,511.5	2,036.5	2,415.2	2,467.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,064.1	5,697.8	7,170.1	8,750.2	10,372.3
현금 및 현금성자산	1,379.8	1,511.5	2,036.5	2,415.2	2,467.2
단기금융자산	1,321.6	1,839.4	2,560.2	3,563.4	4,959.6
매출채권및기타채권	1,777.1	1,746.1	1,964.1	2,155.0	2,322.1
재고자산	50.8	65.6	73.8	81.0	87.3
기타유동자산	534.8	535.2	535.5	535.6	536.1
비유동자산	26,575.1	28,285.1	28,507.9	28,705.9	28,937.7
투자자산	23,241.4	24,840.8	25,093.0	25,345.2	25,597.4
유형자산	1,545.9	1,656.4	1,651.4	1,615.7	1,609.2
무형자산	117.3	107.9	83.4	64.9	51.0
기타비유동자산	1,670.5	1,680.0	1,680.1	1,680.1	1,680.1
자산총계	31,639.3	33,982.9	35,678.0	37,456.1	39,309.9
유동부채	2,244.8	2,337.8	2,423.0	2,497.6	2,563.1
매입채무및기타채무	1,532.8	1,407.9	1,493.1	1,567.7	1,633.1
단기금융부채	205.9	333.0	333.0	333.0	333.0
기타유동부채	506.1	596.9	596.9	596.9	597.0
비유동부채	1,261.8	1,310.2	1,310.2	1,310.2	1,310.2
장기금융부채	487.7	452.5	452.5	452.5	452.5
기타비유동부채	774.1	857.7	857.7	857.7	857.7
부채총계	3,506.6	3,648.1	3,733.2	3,807.8	3,873.3
자본총계	27,083.4	28,708.5	30,077.8	31,512.0	33,004.8
자본금	801.6	801.3	801.3	801.3	801.3
자본잉여금	2,967.7	3,136.6	3,136.6	3,136.6	3,136.6
기타자본	-2,065.3	-1,815.0	-1,815.0	-1,815.0	-1,815.0
기타포괄손익누계액	4,053.9	5,189.2	6,542.9	7,896.7	9,250.5
이익잉여금	21,325.5	21,396.5	21,412.0	21,492.5	21,631.5
비지배자본	1,049.3	1,626.3	1,867.0	2,136.3	2,431.8
자산총계	28,132.6	30,334.8	31,944.8	33,648.3	35,436.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	3,585	4,628	4,294	4,803	5,272
BPS	168,930	182,586	191,295	200,416	209,910
CFPS	6,624	6,694	5,822	6,468	6,993
DPS	3,100	3,100	4,300	4,400	4,500
주가배수(배)					
PER	20.1	17.4	27.0	24.1	22.0
PER(최고)	28.9	19.8	35.4		
PER(최저)	19.8	12.6	18.3		
PBR	0.43	0.44	0.61	0.58	0.55
PBR(최고)	0.61	0.50	0.80		
PBR(최저)	0.42	0.32	0.41		
PSR	1.61	1.77	2.23	2.03	1.89
PCFR	10.9	12.1	19.9	17.9	16.6
EV/EBITDA	9.1	10.2	11.8	10.2	8.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	59.3	46.9	71.0	64.9	60.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	4.3	3.8	3.7	3.8	3.9
ROA	2.6	3.0	2.6	2.8	2.9
ROE	2.2	2.6	2.3	2.5	2.6
ROIC	36.2	33.3	32.8	34.9	36.6
매출채권회전율	4.2	4.1	4.4	4.3	4.3
재고자산회전율	118.7	124.6	117.0	115.7	114.7
부채비율	12.5	12.0	11.7	11.3	10.9
순차입금비율	-7.1	-8.5	-11.9	-15.4	-18.7
이자보상배율	35.8	31.7	38.8	42.6	46.1
총차입금	693.6	785.5	785.5	785.5	785.5
순차입금	-2,007.8	-2,565.4	-3,811.2	-5,193.0	-6,641.3
NOPLAT	1,160.7	1,143.4	1,366.9	1,468.4	1,551.1
FCF	1,007.6	647.9	541.2	833.8	889.5

SK (034730)



BUY(Maintain)

목표주가 740,000원 (상향)

주가(9/16) 551,000원

보험/증권/지주 Analyst 안영준
RA 박정현

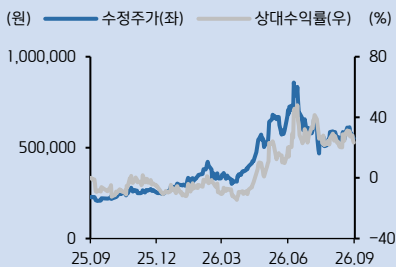
Stock Data

KOSPI	6,717.97pt		
시가총액	399,490억 원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	858,000원	206,500원	
최고/최저가 대비 등락	-35.78%	166.83%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-6.6%	-2.1%
	6M	53.1%	24.8%
	1Y	142.7%	235.0%

Company Data

발행주식수	73,069천주
일평균 거래량(3M)	239천주
외국인 지분율	30.17%
배당수익률(26E)	1.6%
BPS(26E)	391,200원
주요 주주	최태원 외 33인
	25.40%

Price Trend



초점은 NAV 증가에서 할인율 축소로 전환될 것

>>> 지분가치가 부각되며 상승한 주가

연초 이후 주가는 2배 이상 상승했는데, 그룹 내 핵심 계열사인 SK하이닉스 주가 상승에 힘입어 보유 중인 SK스퀘어의 지분가치가 크게 증가한 것이 주요했다. 또한, SK실트론 매각 결의(2027년 1월 31일 처분 예정)와 기 보유 자사주 약 20% 소각 계획 발표(2027년 1월 4일 예정) 등 포트폴리오 리밸런싱 및 주주가치 제고 행보를 연이어 보여주고 있다는 점도 긍정적으로 반영된 것으로 보인다.

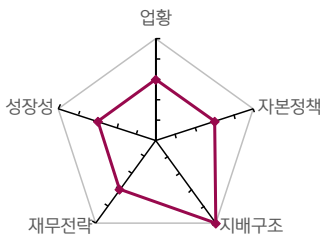
>>> 내년 주총까지 할인율 추가 축소 전망

SK에 대해 투자 의견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 NAV 증가와 자기주식 소각 예정 등을 반영하여 740,000원으로 상향조정한다. NAV 증가에 발맞춰 주가 상승이 이루어졌다면, 최대주주 지분율 등 감안 시 내년 주주총회까지 의결권의 가치 확대 및 NAV 할인율 축소 폭은 상대적으로 클 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	123,399.7	122,703.3	128,813.8	135,228.5	141,962.7
영업이익	2,396.0	1,818.5	3,018.0	2,451.3	3,206.4
EBITDA	10,779.9	10,113.6	10,844.9	9,028.1	8,812.7
세전이익	1,328.9	2,637.0	5,573.9	3,412.8	5,438.8
순이익	528.8	3,555.2	4,979.6	3,048.9	4,858.9
지배주주지분순이익	-1,292.7	1,597.5	2,987.8	2,134.2	3,401.2
EPS(원)	-17,618	21,863	40,890	29,208	46,548
증감률(% YoY)	적지	흑전	87.0	-28.6	59.4
PER(배)	-7.5	11.7	13.5	18.9	11.8
PBR(배)	0.38	0.74	1.41	1.29	1.15
EV/EBITDA(배)	12.1	13.7	14.0	17.4	18.5
영업이익률(%)	1.9	1.5	2.3	1.8	2.3
ROE(%)	-5.6	6.4	11.1	7.1	10.3
순차입금비율(%)	76.7	57.4	54.5	56.5	57.9

자료: 키움증권 리서치센터

SK의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
SK	지주(반도체) 석유화학/배터리 통신		SK스퀘어 / SK이노베이션 / SK텔레콤
Pentagonal Analysis	주가 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- 반도체는 양호한 업황 지속 전망 - 석화 반등 중이나, 배터리 부진 지속
	성장성	3	- 그린/첨단소재/디지털/바이오 중심 성장 계획 - SK 팜테코, 미국 AI 투자 법인 등 주목
	재무전략	3	- 포트폴리오 리밸런싱/재무구조 개선 지속 - 향후 투자 비전 제시 전망
	지배구조	5	- 내년 자사주 20% 소각 예정 - 지분구조 감안 시 의결권 가치 상승 전망
	자본정책	3	- FY26 까지 연간 최소 DPS 5,000 원 제시 - 시총 1~2% 자기주식 소각 or 추가 배당 계획
	총 평점	3.4	- 내년 주주총회까지 의결권 가치 상승 전망 - 자산 효율화와 동반된 기업가치 제고 기대
	Keyword	AI / 비만치료제 / 상법 개정 / 금산분리	

자료: 키움증권 리서치센터

SK의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	76,772	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	66,272	
SK이노베이션	12,478	
SK텔레콤	5,784	
SK스퀘어	42,493	
SK네트웍스	624	
SKC	1,830	
SK바이오팜	3,064	
비상장사/그 외 (C)	10,500	매각 논의 중인 SK실트론 외 장부가
SK팜테코	1,651	
SK실트론	4,000	'27년 1월 매각 예정, 언아웃 조항 고려 약 4조원 추정
SK에코플랜트	911	
그 외	3,938	
사업부문 (D, 십억원)	2,090	
사업가치	2,090	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5배
순차입금 (E, 십억원)	8,520	
NAV (F, 십억원)	70,343	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	72,503	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	1,164,249	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	550,000	
할인율	53%	

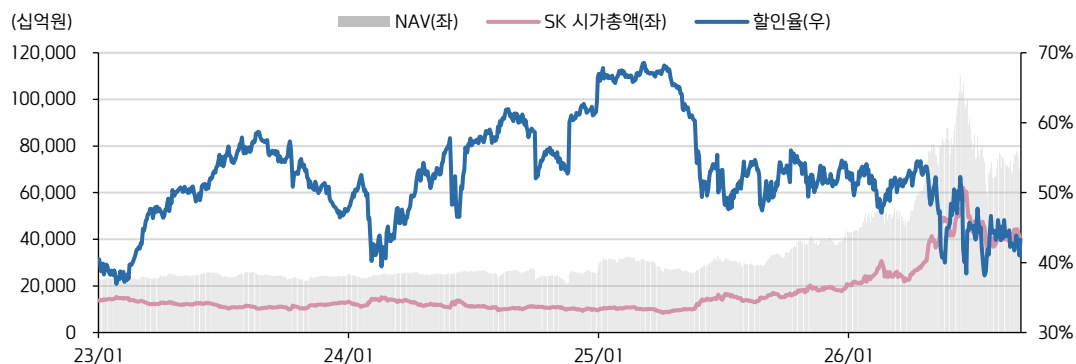
자료: SK, FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK의 목표주가 산출

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	49,299	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	36,450	최근 6개월 평균 할인율 적용 (49%)
비상장사/그 외 (C)	12,849	
SK팜테코	4,000	vs. 장부가 1,651십억원, 2023년 pre-IPO 투자 시 기업가치
사업부문 (D, 십억원)	2,090	
순차입금 (E, 십억원)	8,520	
목표 시가총액 (F, 십억원)	42,869	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	57,810	보통주 기준, 내년 1월 자사주 1,469만주 소각 예정임을 감안
목표 주가 (H, 원)	740,000	(H) = (F)/(G), 만원 미만 절사
현재 주가 (원)	550,000	
상승여력	35%	

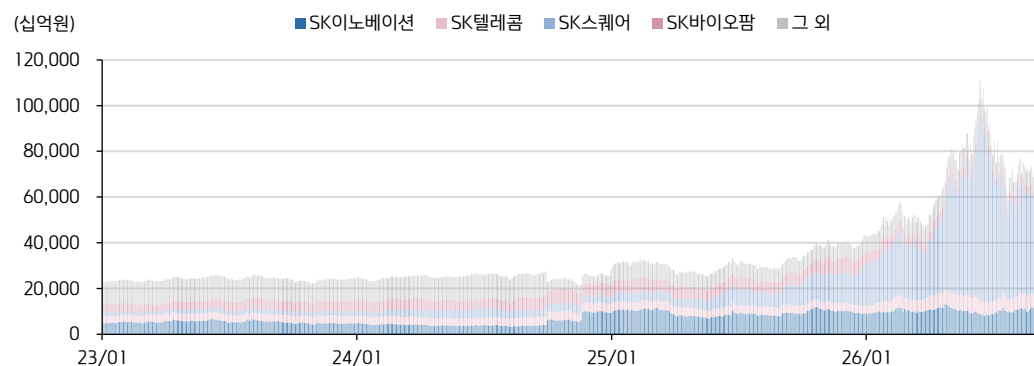
자료: SK, FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK의 시가총액, NAV, 할인율 추이



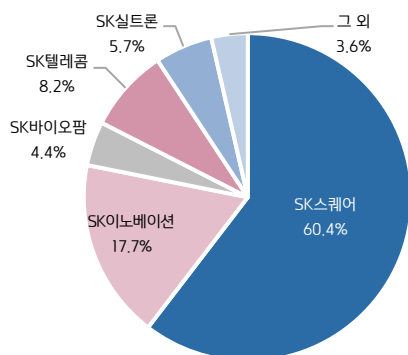
자료: 전자공시시스템, FnGuide, SK, 키움증권 리서치센터

SK의 NAV 구성 추이



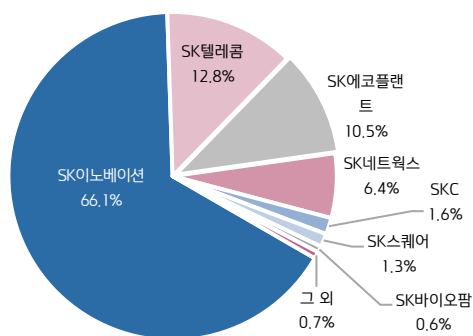
자료: 전자공시시스템, FnGuide, SK, 키움증권 리서치센터

SK의 NAV 구성 비중



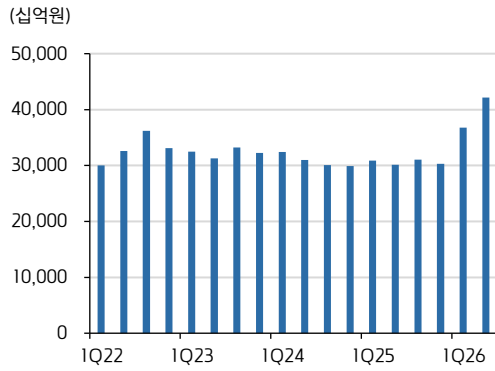
주: 순차입금 제외 비중
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 매출액 구성 비중



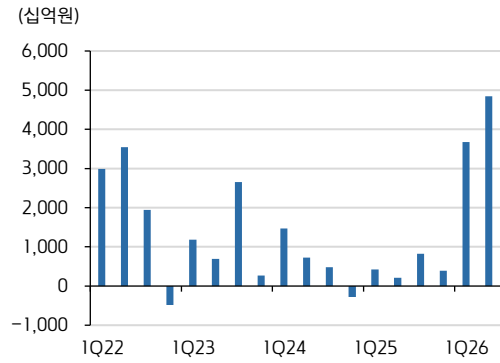
주: 연결 기준
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 분기별 연결 매출액 추이



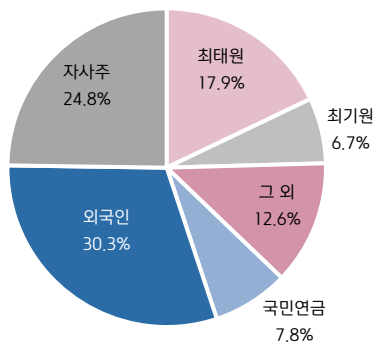
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 분기별 연결 영업이익 추이



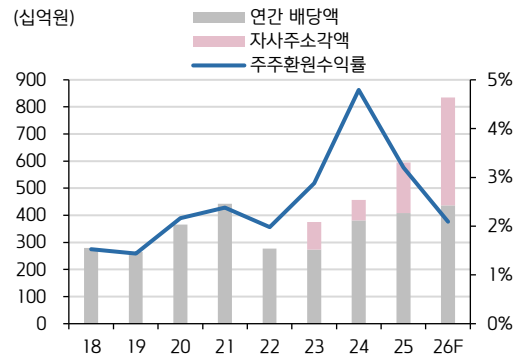
자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 주주 구성



자료: SK, 키움증권 리서치센터

SK의 주주환원



자료: SK, 키움증권 리서치센터

자료: 공정거래위원회



포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	123,399.7	122,703.3	128,813.8	135,228.5	141,962.7
매출원가	112,900.5	113,115.4	117,013.0	123,751.0	129,435.5
매출총이익	10,499.2	9,587.9	11,800.7	11,477.5	12,527.2
판매비	8,395.5	8,488.1	8,782.8	9,026.2	9,320.8
영업이익	2,396.0	1,818.5	3,018.0	2,451.3	3,206.4
EBITDA	10,779.9	10,113.6	10,844.9	9,028.1	8,812.7
영업외손익	-1,067.1	818.5	2,555.9	961.5	2,232.4
이자수익	959.4	865.7	968.8	976.2	963.4
이자비용	3,638.9	3,075.1	3,229.6	3,388.7	3,545.5
외환관련이익	3,152.8	2,917.7	2,321.5	2,321.5	2,321.5
외환관련손실	3,614.9	2,629.7	2,254.0	2,254.0	2,254.0
종속 및 관계기업손익	3,811.2	8,837.8	9,279.7	9,743.7	10,230.9
기타	-1,736.7	-6,097.9	-4,530.5	-6,437.2	-5,483.9
법인세차감전이익	1,328.9	2,637.0	5,573.9	3,412.8	5,438.8
법인세비용	769.6	281.2	594.3	363.9	579.9
계속사업순이익	559.3	2,355.8	4,979.6	3,048.9	4,858.9
당기순이익	528.8	3,555.2	4,979.6	3,048.9	4,858.9
지배주주순이익	-1,292.7	1,597.5	2,987.8	2,134.2	3,401.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.2	-0.6	5.0	5.0	5.0
영업이익 증감율	-49.6	-24.1	66.0	-18.8	30.8
EBITDA 증감율	-21.6	-6.2	7.2	-16.8	-2.4
지배주주순이익 증감율	흑전	-223.6	87.0	-28.6	59.4
EPS 증감율	적지	흑전	87.0	-28.6	59.4
매출총이익율(%)	8.5	7.8	9.2	8.5	8.8
영업이익률(%)	1.9	1.5	2.3	1.8	2.3
EBITDA Margin(%)	8.7	8.2	8.4	6.7	6.2
지배주주순이익률(%)	-1.0	1.3	2.3	1.6	2.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	8,319.6	6,098.8	5,748.4	3,441.4	3,322.6
당기순이익	528.8	3,555.2	4,979.6	3,048.9	4,858.9
비현금항목의 가감	11,053.0	7,027.1	8,839.7	7,046.9	5,974.8
유형자산감가상각비	6,530.6	6,632.1	6,463.9	5,430.9	4,642.9
무형자산감가상각비	1,853.3	1,663.0	1,363.0	1,146.0	963.5
지분법평가손익	-5,215.2	-14,252.2	-9,279.7	-9,743.7	-10,230.9
기타	7,884.3	12,984.2	10,292.5	10,213.7	10,599.3
영업활동자산부채증감	946.7	-967.8	-5,954.3	-4,616.5	-5,087.6
매출채권및기타채권의감소	1,570.0	-386.3	-1,184.6	-647.3	-992.6
재고자산의감소	1,465.7	-326.4	-679.3	-713.1	-748.6
매입채무및기타채무의증가	-1,954.5	620.5	-1,167.0	-915.2	-688.1
기타	-134.5	-875.6	-2,923.4	-2,340.9	-2,658.3
기타현금흐름	-4,208.9	-3,515.7	-2,116.6	-2,037.9	-2,423.5
투자활동 현금흐름	-12,157.9	-537.1	8,366.0	7,162.0	6,409.7
유형자산의 취득	-15,673.5	-9,586.4	0.0	-1,000.0	-1,500.0
유형자산의 처분	408.8	1,113.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-16.6	-398.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소	-76.5	1,280.7	1,478.5	1,478.5	1,478.5
단기금융투자자산의감소	433.2	-699.8	-864.9	-1,069.0	-1,321.2
기타	2,766.7	7,752.6	7,752.4	7,752.5	7,752.4
재무활동 현금흐름	4,875.3	-5,038.0	3,208.2	3,321.9	3,265.1
차입금의 증가	6,879.5	-3,218.3	3,924.2	4,037.9	3,981.0
자본금, 자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1,815.0	-1,544.4	-440.7	-440.7	-440.7
기타	-189.2	-275.3	-275.3	-275.3	-275.2
기타현금흐름	926.3	43.4	-14,747.3	-14,747.3	-14,747.3
현금/현금성자산의 순증	1,963.4	567.1	2,575.2	-822.1	-1,750.0
기초현금및현금성자산	22,683.7	24,647.0	25,214.1	27,789.3	26,967.3
기말현금및현금성자산	24,647.0	25,214.1	27,789.3	26,967.3	25,217.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	67,431.3	71,676.6	79,347.7	82,767.5	86,236.1
현금 및 현금성자산	24,647.0	25,214.1	27,789.3	26,967.3	25,217.3
단기금융자산	2,966.1	3,665.9	4,530.8	5,599.8	6,921.1
매출채권및기타채권	16,775.7	15,936.0	17,120.6	17,768.0	18,760.5
재고자산	13,638.5	13,640.5	14,319.8	15,032.9	15,781.5
기타유동자산	9,404.0	13,220.1	15,587.2	17,399.5	19,555.7
비유동자산	147,546.5	141,843.1	141,817.3	144,505.7	149,151.7
투자자산	38,698.7	46,255.9	54,057.1	62,322.3	71,074.6
유형자산	80,363.7	69,788.3	63,324.4	58,893.5	55,750.6
무형자산	15,904.8	11,907.9	10,544.8	9,398.9	8,435.4
기타비유동자산	12,579.3	13,891.0	13,891.0	13,891.0	13,891.1
자산총계	214,977.8	213,519.7	221,165.0	227,273.1	235,387.8
유동부채	71,532.8	67,125.3	69,326.1	71,920.3	74,711.1
매입채무및기타채무	29,891.9	28,154.2	26,987.1	26,072.0	25,383.9
단기금융부채	35,970.8	27,844.5	31,768.6	35,806.5	39,787.6
기타유동부채	5,670.1	11,126.6	10,570.4	10,041.8	9,539.6
비유동부채	63,157.4	60,703.0	60,703.0	60,703.0	60,703.0
장기금융부채	53,256.9	50,217.6	50,217.6	50,217.6	50,217.6
기타비유동부채	9,900.5	10,485.4	10,485.4	10,485.4	10,485.4
부채총계	134,690.2	127,828.3	130,029.1	132,623.4	135,414.2
지배자본	25,114.6	25,187.2	28,639.9	31,239.1	35,105.3
자본금	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
자본잉여금	13,197.9	12,046.2	12,046.2	12,046.2	12,046.2
기타자본	-1,948.4	-1,948.2	-1,948.2	-1,948.2	-1,948.2
기타포괄손익누계액	1,967.0	2,061.6	2,967.3	3,873.0	4,778.7
이익잉여금	11,881.9	13,011.4	15,558.5	17,252.0	20,212.5
비지배자본	55,172.9	60,504.1	62,496.0	63,410.6	64,868.3
자본총계	80,287.5	85,691.3	91,135.9	94,649.8	99,973.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-17,618	21,863	40,877	29,165	46,460
BPS	343,711	344,705	391,200	425,236	475,821
CFPS	157,844	144,827	189,127	138,168	148,268
DPS	7,000	8,000	9,000	10,000	11,000
주가배수(배)					
PER	-7.5	11.7	13.5	18.9	11.8
PER(최고)	-12.0	13.0	21.6		
PER(최저)	-7.2	5.3	6.2		
PBR	0.38	0.74	1.41	1.29	1.16
PBR(최고)	0.62	0.83	2.26		
PBR(최저)	0.37	0.33	0.64		
PSR	0.08	0.15	0.31	0.30	0.28
PCFR	0.8	1.8	2.9	4.0	3.7
EV/EBITDA	12.1	13.7	14.0	17.4	18.5
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	72.2	12.3	9.9	17.9	12.4
배당수익률(% 보통주, 현금)	5.3	3.1	1.6	1.8	2.0
ROA	0.3	1.7	2.3	1.4	2.1
ROE	-5.6	6.4	11.1	7.1	10.3
ROIC	0.3	1.2	2.9	2.4	3.1
매출채권회전율	7.3	7.5	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율	8.6	9.0	9.2	9.2	9.2
부채비율	167.8	149.2	142.8	140.4	135.9
순차입금비율	76.7	57.4	54.6	56.8	58.4
이자보상배율	0.7	0.6	0.9	0.7	0.9
총차입금	89,227.7	78,062.0	81,986.2	86,024.1	90,005.1
순차입금	61,614.5	49,182.0	49,722.0	53,626.6	58,209.1
NOPLAT	10,779.9	10,113.6	10,844.9	9,028.1	8,812.7
FCF	-5,674.8	-329.3	4,514.3	3,095.7	1,828.8

한화 (000880)



BUY(Maintain)

목표주가 169,000원

주가(9/16) 137,700원

보험/증권/지주 Analyst 안영준
RA 박정현

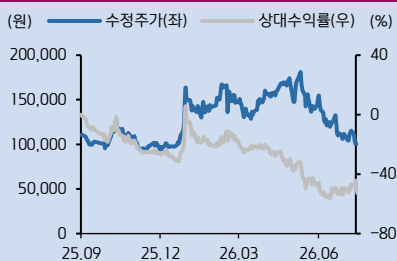
Stock Data

KOSPI	6,717.97pt	
시가총액	73,434억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	181,152원	93,277원
최고/최저가 대비 등락	-23.99%	47.62%
주가수익률	절대	상대
	1M	36.9% -3.0%
	6M	-5.0% 15.4%
	1Y	24.8% 120.8%

Company Data

발행주식수	94,562천주
일평균 거래량(3M)	192천주
외국인 지분율	23.45%
배당수익률(26E)	0.9%
BPS(26E)	131,779원
주요 주주	한화에너지 외 7인
	59.37%

Price Trend



분할 이후 다음 모멘텀 모색

>>> 에어로스페이스가 NAV 대부분을 차지

8월 1일을 기점으로 분할을 단행했으며, 한화머시너리앤서비스홀딩스가 분리상장되었다. 존속법인은 거래정지 기간 에어로스페이스의 주가 상승과 자사주 소각에 따른 주식수 감소 등의 영향으로 분할 이후 주가는 상승세를 보였다. 에어로스페이스의 지분가치가 NAV의 80% 이상을 차지하고 있어 단기적으로 주가가 연동되어 움직일 것으로 예상되는 가운데 새로운 모멘텀을 찾고 있는 구간으로 판단된다.

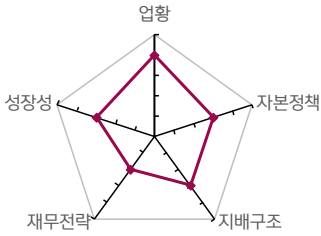
>>> 지배구조 안정화 이후 그룹 성장 기대

한화에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 169,000원을 유지한다. 분할 단행 이후 에어로스페이스를 중심으로 KAI 지분을 확대하는 등 차세대 그룹 성장 동력을 위한 지배구조 재정비에 나서고 있다. 이사의 임기가 분산되어 있어 단기적으로 의결권 가치 상승을 기대하기는 어려운 상황으로, 향후 지배구조 안정화 이후 그룹 성장에 대한 모멘텀을 다시 기대해볼 수 있을 것이라는 판단이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	55,646.8	74,785.4	81,516.1	88,852.6	96,849.3
영업이익	2,416.1	4,146.9	4,148.0	4,647.8	5,190.9
EBITDA	4,018.2	6,504.6	7,025.4	7,383.4	7,735.3
세전이익	2,068.0	2,010.6	3,109.7	3,493.5	3,907.0
순이익	1,690.4	1,991.6	3,080.3	3,460.5	3,870.2
지배주주지분순이익	773.0	372.5	576.1	647.2	723.8
EPS(원)	7,916	3,939	6,092	6,844	7,654
증감률(% YoY)	103.7	-50.2	54.7	12.3	11.8
PER(배)	3.4	20.7	23.1	20.5	18.4
PBR(배)	0.24	0.65	1.06	1.00	0.94
EV/EBITDA(배)	8.0	6.7	6.1	5.2	4.7
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.1	5.2	5.4
ROE(%)	7.2	3.3	4.7	5.0	5.3
순차입금비율(%)	2.5	0.1	-14.5	-26.2	-33.7

자료: 키움증권 리서치센터

한화의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
한화	방산/조선 금융 태양광		한화에어로스페이스 / 한화생명 / 한화솔루션
Pentagonal Analysis	주가 요인	점수	판단 이유
	업황	4	- 한화에어로스페이스의 폭발적 성장 진행 중 - 다만 태양광/금융 사업은 업황 회복 확인 필요
	성장성	3	- 당분간 핵심사업에 집중할 것으로 전망 - KAI 인수 및 수직계열화를 통한 성장 기대
	재무전략	2	- 방산/조선 등 핵심사업 투자 중심의 재무전략 - 자본 유입 45%를 재무건전성 개선에 활용 계획
	지배구조	3	- 추가적인 지분구조 변경 기대감은 유효 - 이사 임기 만료 기간 분산으로 단기 모멘텀은 부재
	자본정책	3	- 5.9% 자사주 소각 및 DPS 최소 1,000 원 제시 - 향후 추가적인 현금흐름 기반 주주환원 확대 기대
	총 평점	3.0	- NAV 대부분을 차지하는 한화에어로스페이스와 연동된 흐름 예상
	Keyword	방산 / 조선 / NAV / 지배구조	

자료: 키움증권 리서치센터

한화의 NAV 및 할인율

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	25,254	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	24,162	
한화에어로스페이스	19,480	
한화솔루션	2,347	
한화생명	2,335	
비상장사/그 외 (C)	1,092	
사업부문 (D, 십억원)	1,708	
사업가치	1,708	배당수익을 제외한 별도 EBITDA * 5배
순차입금 (E, 십억원)	5,151	
NAV (F, 십억원)	21,811	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	53,329	보통주 기준
주당 NAV (H, 원)	408,983	(H) = (F)/(G)
현재 주가 (원)	137,100	
할인율	66%	

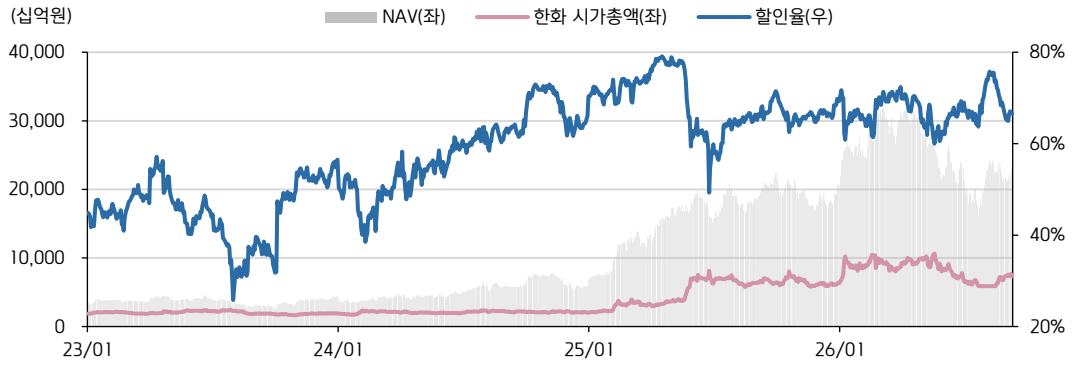
자료: 한화, FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화의 목표주가 산출

항목	금액	비고
투자부문 (A, 십억원)	10,406	(A) = (B) + (C)
주요 상장사 지분가치 (B)	9,802	6개월 평균 할인율 적용(49%)
비상장사/그 외 (C)	604	
사업부문 (D, 십억원)	1,708	
순차입금 (E, 십억원)	5,251	
목표 시가총액 (F, 십억원)	6,863	(F) = (A) + (D) - (E)
유통주식수 (G, 천주)	40,317	보통주 기준
목표 주가 (H, 원)	169,000	(H) = (F)/(G), 천원 미만 절사
현재 주가 (원)	137,100	
상승여력	24%	

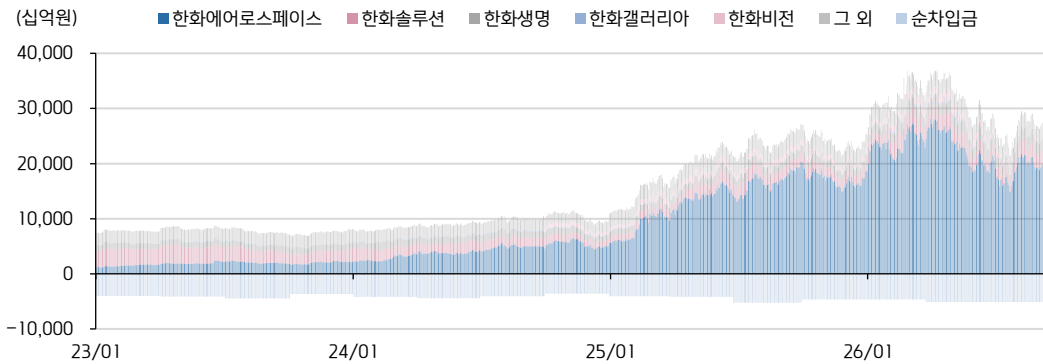
자료: 한화, FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화의 시가총액, NAV, 할인율 추이



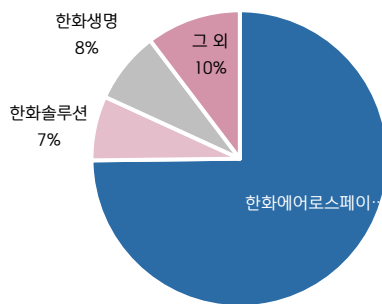
자료: 전자공시시스템, FnGuide, 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 NAV 구성 추이



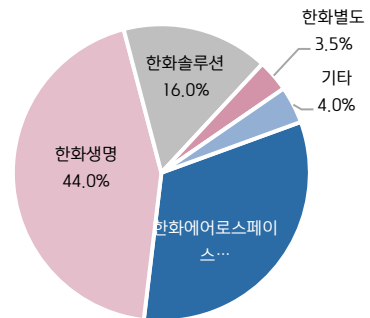
주: 분할에 따라 한화갤러리아와 한화비전은 8/1부터 NAV 산출에서 제외
 자료: 전자공시시스템, FnGuide, 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 NAV 구성 비중



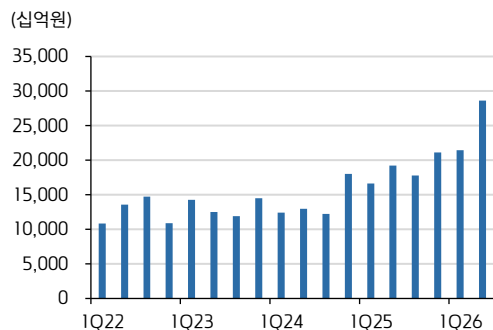
주: 순차입금 제외 비중
 자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 매출액 구성 비중



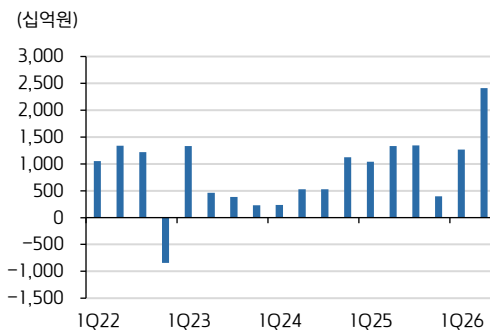
주: 연결 기준
 자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 분기별 연결 매출액 추이



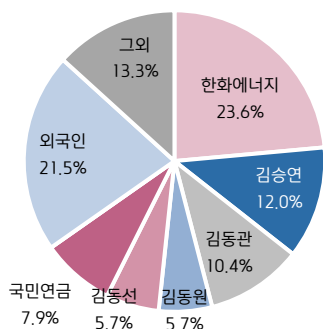
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 분기별 연결 영업이익 추이



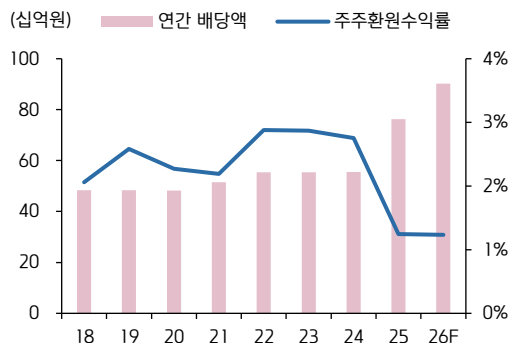
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 주주 구성



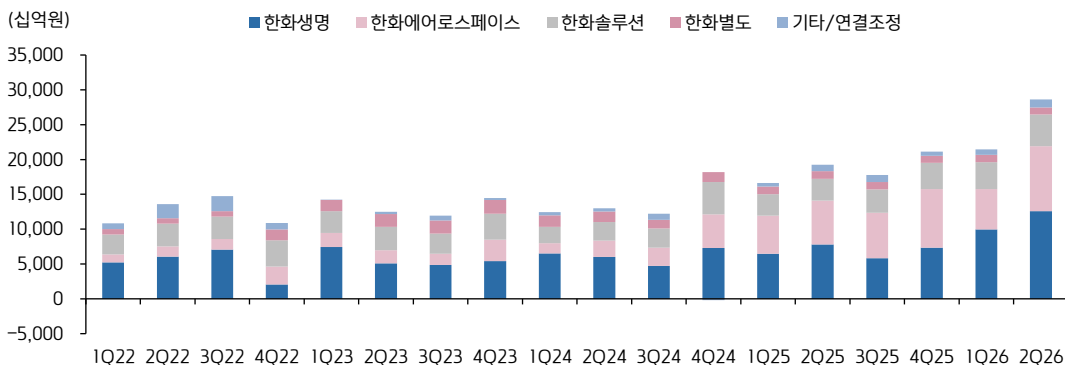
자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화의 주주환원



자료: 한화, 키움증권 리서치센터

한화 주요 자회사의 분기 매출액 추이



자료: 한화, 키움증권 리서치센터

주: 분할 전인 5월 1일 기준
자료: 공정거래위원회



주: 분할 전인 5월 1일 기준
자료: 공정거래위원회

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	55,646.8	74,785.4	81,516.1	88,852.6	96,849.3
매출원가	48,723.7	64,747.2	70,919.0	77,301.7	84,258.9
매출총이익	6,923.1	10,038.2	10,597.1	11,550.8	12,590.4
판매비	4,507.0	5,891.4	6,449.1	6,903.1	7,399.5
영업이익	2,416.1	4,146.9	4,148.0	4,647.8	5,190.9
EBITDA	4,018.2	6,504.6	7,025.4	7,383.4	7,735.3
영업외손익	-348.1	-2,136.3	-1,038.4	-1,154.3	-1,283.9
이자수익	219.4	365.1	432.1	499.0	559.1
이자비용	1,166.3	1,568.6	1,679.0	1,801.6	1,931.1
외환관련이익	1,080.8	1,351.3	1,071.1	1,071.1	1,071.1
외환관련손실	997.6	1,500.1	1,180.4	1,180.4	1,180.4
종속 및 관계기업손익	22.8	153.2	153.2	153.2	153.2
기타	492.8	-937.2	164.6	104.4	44.2
법인세차감전이익	2,068.0	2,010.6	3,109.7	3,493.5	3,907.0
법인세비용	377.6	19.0	29.4	33.0	36.9
계속사업순손익	1,690.4	1,991.6	3,080.3	3,460.5	3,870.2
당기순이익	1,690.4	1,991.6	3,080.3	3,460.5	3,870.2
지배주주순이익	773.0	372.5	576.1	647.2	723.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.7	34.4	9.0	9.0	9.0
영업이익 증감율	0.2	71.6	0.0	12.0	11.7
EBITDA 증감율	1.3	61.9	8.0	5.1	4.8
지배주주순이익 증감율	103.2	-51.8	54.7	12.3	11.8
EPS 증감율	103.7	-50.2	54.7	12.3	11.8
매출총이익율(%)	12.4	13.4	13.0	13.0	13.0
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.1	5.2	5.4
EBITDA Margin(%)	7.2	8.7	8.6	8.3	8.0
지배주주순이익률(%)	1.4	0.5	0.7	0.7	0.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	6,881.0	8,320.2	13,719.9	11,094.7	10,958.4
당기순이익	1,690.4	1,991.6	3,080.3	3,460.5	3,870.2
비현금항목의 가감	1,122.1	3,838.5	5,836.7	5,754.3	5,636.3
유형자산감가상각비	1,369.4	1,784.2	2,296.5	2,225.0	2,095.4
무형자산감가상각비	232.7	573.5	580.9	510.7	449.0
지분법평가손익	-22.8	-153.2	-153.2	-153.2	-153.2
기타	-457.2	1,634.0	3,112.5	3,171.8	3,245.1
영업활동자산부채증감	-420.3	-571.4	6,079.1	3,215.5	2,860.8
매출채권및기타채권의감소	-1,277.1	-219.3	-768.3	-837.4	-912.8
재고자산의감소	-1,724.9	-2,614.6	1,397.3	-1,320.6	-1,439.4
매입채무및기타채무의증가	-105.9	1,455.0	2,014.7	2,210.8	2,426.1
기타	2,687.6	807.5	3,435.4	3,162.7	2,786.9
기타현금흐름	4,488.8	3,061.5	-1,276.2	-1,335.6	-1,408.9
투자활동 현금흐름	-14,049.2	-12,799.8	-3,254.2	-3,242.8	-7,105.7
유형자산의 취득	-5,594.9	-5,683.8	-4,380.5	-2,294.9	-3,668.8
유형자산의 처분	312.8	150.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-271.6	-388.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소	-4,683.4	-6,216.8	-121.8	-121.8	-121.8
단기금융자산의감소	-8,494.7	-12,280.4	-10,370.9	-12,445.1	-14,934.1
기타	4,682.6	11,619.0	11,619.0	11,619.0	11,619.0
재무활동 현금흐름	7,178.9	10,329.8	7,094.3	7,638.8	7,997.7
차입금의 증가	7,566.3	7,661.8	4,452.9	5,015.3	5,392.0
자본금, 자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	-183.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-73.7	-72.2	-98.7	-116.7	-134.4
기타	-129.8	2,740.2	2,740.1	2,740.2	2,740.1
기타현금흐름	305.0	-9.9	-15,702.6	-15,752.2	-15,833.3
현금/현금성자산의 순증	315.6	5,840.3	1,857.4	-261.5	-3,982.9
기초현금및현금성자산	8,528.7	8,844.3	14,684.6	16,542.0	16,280.5
기말현금및현금성자산	8,844.3	14,684.6	16,542.0	16,280.5	12,297.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	83,305.1	105,999.0	120,568.9	138,475.3	156,056.4
현금 및 현금성자산	8,844.3	14,684.6	16,542.0	16,280.5	12,297.6
단기금융자산	39,574.2	51,854.5	62,225.4	74,670.5	89,604.6
매출채권및기타채권	8,471.8	8,536.2	9,304.4	10,141.8	11,054.6
재고자산	13,464.1	16,070.2	14,672.9	15,993.5	17,432.9
기타유동자산	12,950.7	14,853.5	17,824.2	21,389.0	25,666.7
비유동자산	168,927.1	183,330.5	185,108.6	184,942.8	186,342.3
투자자산	118,396.4	124,766.4	125,041.4	125,316.4	125,591.4
유형자산	31,821.4	37,085.3	39,169.3	39,239.2	40,812.6
무형자산	10,598.0	11,444.6	10,863.7	10,353.0	9,904.0
기타비유동자산	8,111.3	10,034.2	10,034.2	10,034.2	10,034.3
자산총계	252,232.2	289,329.4	305,677.5	323,418.1	342,398.7
유동부채	58,787.3	79,882.3	83,397.0	87,607.9	92,033.9
매입채무및기타채무	13,551.5	20,742.3	22,757.0	24,967.8	27,393.9
단기금융부채	26,733.0	38,773.0	40,273.0	42,273.0	44,273.0
기타유동부채	18,502.8	20,367.0	20,367.0	20,367.1	20,367.0
비유동부채	153,667.3	161,011.8	170,625.2	180,572.8	191,153.2
장기금융부채	22,660.3	27,813.8	31,003.3	34,205.6	37,703.5
기타비유동부채	131,007.0	133,198.0	139,621.9	146,367.2	153,449.7
부채총계	212,454.6	240,894.1	254,022.3	268,180.7	283,187.2
지배지분	10,760.0	11,840.2	12,555.9	13,324.8	14,152.6
자본금	474.1	474.1	474.1	474.1	474.1
자본잉여금	1,793.2	2,090.4	2,090.4	2,090.4	2,090.4
기타자본	-70.9	-68.0	-68.0	-68.0	-68.0
기타포괄손익누계액	404.3	864.5	1,120.7	1,376.9	1,633.1
이익잉여금	8,159.3	8,479.2	8,938.6	9,451.4	10,023.0
비지배지분	29,017.6	36,595.1	39,099.3	41,912.6	45,059.0
자본총계	39,777.6	48,435.3	51,655.2	55,237.4	59,211.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	7,916	3,939	6,092	6,844	7,654
BPS	113,787	125,211	132,779	140,911	149,664
CFPS	28,802	61,653	94,298	97,447	100,532
DPS	800	1,100	1,300	1,500	1,700
주가배수(배)					
PER	3.4	20.7	23.1	20.5	18.4
PER(최고)	4.1	28.8	24.4		
PER(최저)	2.9	6.8	13.1		
PBR	0.24	0.65	1.06	1.00	0.94
PBR(최고)	0.28	0.91	1.12		
PBR(최저)	0.20	0.21	0.60		
PSR	0.05	0.10	0.16	0.15	0.14
PCFR	0.9	1.3	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	8.0	6.7	6.1	5.2	4.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	3.3	3.8	2.9	3.0	3.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.0	1.3	0.9	1.1	1.2
ROA	0.7	0.7	1.0	1.1	1.2
ROE	7.2	3.3	4.7	5.0	5.3
ROIC	1.3	7.4	7.9	8.4	8.7
매출채권회전율	6.8	8.8	9.1	9.1	9.1
재고자산회전율	5.2	5.1	5.3	5.8	5.8
부채비율	534.1	497.4	491.8	485.5	478.3
순차입금비율	2.5	0.1	-14.5	-26.2	-33.7
이자보상배율	2.1	2.6	2.5	2.6	2.7
총차입금	49,393.3	66,586.9	71,276.3	76,478.6	81,976.6
순차입금	974.8	47.7	-7,491.1	-14,472.4	-19,925.6
NOPLAT	4,018.2	6,504.6	7,025.4	7,383.4	7,735.3
FCF	-3,840.8	-406.0	8,684.9	8,260.1	6,878.2

효성 (004800)



Not Rated

주가(9/16) 160,200원

보험/증권/지주 Analyst 안영준
RA 박정현

Stock Data

KOSPI	6,717.97pt	
시가총액	26,818억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	276,000원	84,900원
최고/최저가 대비 등락	-41.96%	88.69%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.2%
	6M	6.6%
	1Y	75.1%
		-2.1%
		17.3%
		169.5%

Company Data

발행주식수	16,740천주
일평균 거래량(3M)	26천주
외국인 지분율	21.52%
배당수익률(25)	4.4%
BPS(25)	145,969원
주요 주주	조현준 외 13인 57.23%

Price Trend



과도한 할인율 지속 중

>>> 70% 이상의 높은 NAV 할인율

지주회사 중 상대적으로 높은 수준의 NAV 할인율이 지속되고 있다. 그 배경으로는 핵심 자회사 효성중공업의 주가 급등이 지주회사 주주의 가치로 이어질 것이라는 기대감이 낮기 때문인 것으로 보이는데, 최근 자본시장 규제 영향으로 이러한 부분이 상당부분 해소될 수 있을 것으로 기대된다. 전력기기 외 화학 부문의 턴어라운드가 전체적인 실적 개선의 관건이었으나, 최근 수익성 회복이 이어지고 있다는 점도 긍정적이다.

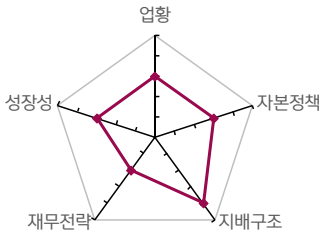
>>> 추가적인 주주환원 정책 발표와 함께 할인율 축소 기대

그룹 전반적으로 수익성 회복이 기대되는 가운데 지분법손익과 자회사 배당수익 증가 등에 따른 주주환원 규모 확대도 예상된다. 4~5%대 배당수익률을 꾸준히 유지하고 있어 주가 하방이 지지될 것으로 예상되며, 자본시장 규제 변화에 따라 지주 업종에 대한 관심도가 높아질 경우 추가적인 주가 상방 여력으로 작용할 수 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	3,536.5	3,719.3	1,847.2	2,272.8	2,431.7
영업이익	638.1	64.9	57.7	221.1	393.0
EBITDA	741.9	170.5	166.4	329.5	497.4
세전이익	636.5	20.9	18.1	181.9	530.8
순이익	538.2	24.8	-0.4	484.3	422.1
지배주주지분순이익	435.8	15.6	0.1	453.2	329.9
EPS(원)	20,683	743	3	24,073	19,707
증감률(% YoY)	흑전	-96.4	-99.6	743,293	-18.1
PER(배)	3.5	69.6	15,058.1	1.9	5.8
PBR(배)	0.59	0.43	0.42	0.36	0.79
EV/EBITDA(배)	4.3	16.0	15.8	6.1	6.7
영업이익률(%)	18.0	1.7	3.1	9.7	16.2
ROE(%)	17.9	0.6	0.0	19.6	14.3
순차입금비용(%)	27.9	33.4	35.7	34.5	34.4

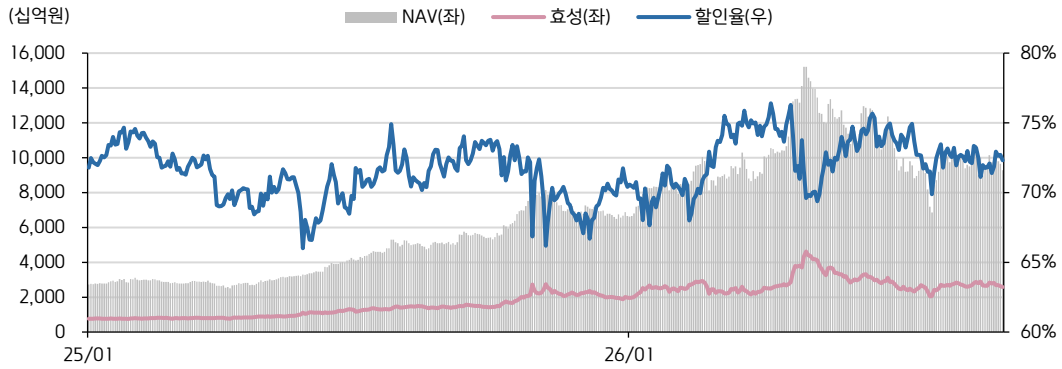
자료: 키움증권 리서치센터

효성의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
효성	전력기기 섬유/화학 금융 IT		효성중공업 / 효성티앤씨 / 효성화학 / 효성티앤에스(비상장)
Pentagonal Analysis	주가 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- 전력기기 호조 지속, 화학 업황 회복 중 - 하반기 티앤에스의 호실적도 기대
	성장성	2	- 중공업의 성장성은 두드러짐 - 화학 부문의 성장이 우선적으로 이루어져야 할 것
	재무전략	2	- 상대적으로 높은 순차입금 비율 - 향후 중공업 성장에 따른 자본 배분 기대
	지배구조	4	- 2027년 주주총회를 앞두고 다수 이사 임기 만료 - 의결권 가치 추가로 상승 가능성
	자본정책	3	- 안정적인 배당으로 꾸준히 높은 배당수익률 기록 - 실적 턴어라운드에 따른 추가적인 주주환원 확대 기대
	총 평점	2.8	- 사업 부문 전체적으로 수익성 회복 전망 - 자본 정책 및 주주환원 확대 등에 따른 할인을 축소 기대
	Keyword	화학 / 할인을 / 주주환원	

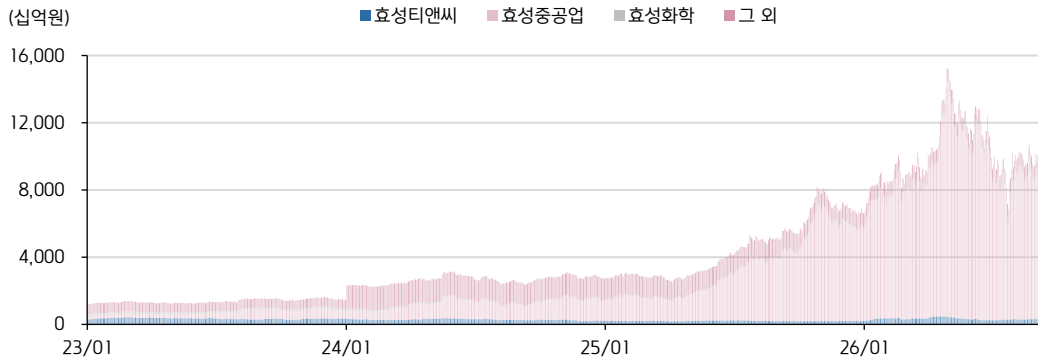
자료: 키움증권 리서치센터

효성의 시가총액, NAV, 할인율 추이



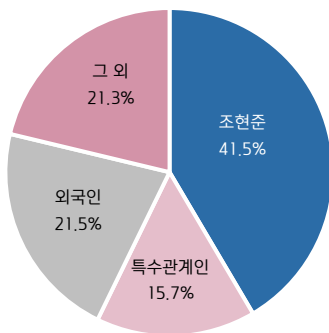
자료: 전자공시시스템, FnGuide, 효성, 키움증권 리서치센터

효성의 NAV 구성 추이



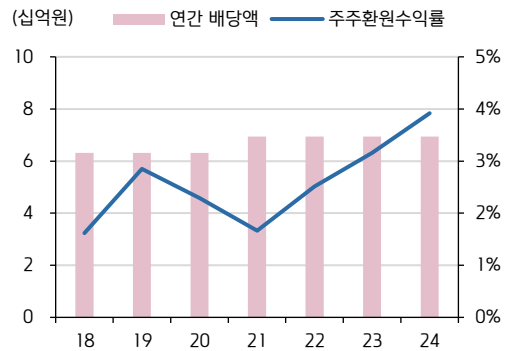
자료: 전자공시시스템, FnGuide, 효성, 키움증권 리서치센터

효성의 주주 구성



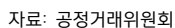
자료: 효성, 키움증권 리서치센터

효성의 주주환원



자료: 효성, 키움증권 리서치센터

(음영은 지주회사 등/ ★ 상장회사
발행총수 기준 지분율(%), 2026. 5. 1 기준)



포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	3,536.5	3,719.3	1,847.2	2,272.8	2,431.7
매출원가	2,601.6	3,344.0	1,518.6	1,753.1	1,756.0
매출총이익	934.9	375.4	328.6	519.6	675.7
판매비	296.8	310.5	270.9	298.5	282.7
영업이익	638.1	64.9	57.7	221.1	393.0
EBITDA	741.9	170.5	166.4	329.5	497.4
영업외손익	-1.7	-44.0	-39.6	-39.3	137.8
이자수익	5.0	10.1	13.0	15.2	27.0
이자비용	23.8	48.4	66.1	69.1	62.3
외환관련이익	47.4	140.3	137.2	119.3	137.8
외환관련손실	43.7	152.6	139.3	109.9	140.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.4	6.6	15.6	5.2	175.3
법인세차감전이익	636.5	20.9	18.1	181.9	530.8
법인세비용	95.9	-3.9	27.4	13.3	108.7
계속사업순손익	540.6	24.8	-9.4	168.6	422.1
당기순이익	538.2	24.8	-0.4	484.3	422.1
지배주주순이익	435.8	15.6	0.1	453.2	329.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	36.2	5.2	-50.3	23.0	7.0
영업이익 증감율	365.3	-89.8	-11.1	283.2	77.7
EBITDA 증감율	209.2	-77.0	-2.4	98.0	51.0
지배주주순이익 증감율	흑전	-96.4	-99.4	453.100.0	-27.2
EPS 증감율	흑전	-96.4	-99.6	743.293.4	-18.1
매출총이익율(%)	26.4	10.1	17.8	22.9	27.8
영업이익률(%)	18.0	1.7	3.1	9.7	16.2
EBITDA Margin(%)	21.0	4.6	9.0	14.5	20.5
지배주주순이익률(%)	12.3	0.4	0.0	19.9	13.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-71.3	168.2	398.8	464.8	421.1
당기순이익	540.6	24.8	-9.4	168.6	422.1
비현금항목의 가감	-302.9	243.4	203.4	-234.6	-92.3
유형자산감가상각비	93.5	96.1	99.1	98.4	92.7
무형자산감가상각비	10.2	9.5	9.6	9.9	11.6
지분법평가손익	-547.2	-35.2	-42.2	-158.1	-300.2
기타	140.6	173.0	136.9	-184.8	103.6
영업활동자산부채증감	-280.5	-222.1	209.9	245.8	75.8
매출채권및기타채권의감소	-181.1	79.5	7.5	26.2	59.1
재고자산의감소	-303.1	-163.5	118.7	19.4	53.1
매입채무및기타채무의증가	106.5	-95.6	21.2	36.3	-34.5
기타	97.2	-42.5	62.5	163.9	-1.9
기타현금흐름	-28.5	122.1	-5.1	285.0	15.5
투자활동 현금흐름	-71.5	-154.3	-104.9	-227.4	-679.0
유형자산의 취득	-99.3	-65.9	-44.8	-49.3	-158.9
유형자산의 처분	5.3	12.9	12.4	9.9	9.6
무형자산의 순취득	-2.0	-6.5	-3.3	10.5	-8.8
투자자산의감소	-514.2	170.6	-97.7	-139.5	-446.2
단기금융자산의감소	131.6	-61.8	123.0	140.2	-230.7
기타	407.1	-203.6	-94.5	-199.2	156.0
재무활동 현금흐름	95.7	-63.4	-286.9	-246.7	440.1
차입금의 증가	268.1	343.9	-128.1	-175.3	538.8
자본금, 자본잉여금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분	0.0	0.0	0.0	32.3	0.0
배당금지급	-138.1	-184.0	-125.1	-74.2	-66.7
기타	-34.3	-223.3	-33.7	-29.5	-32.0
기타현금흐름	7.1	11.1	-3.0	-29.5	9.3
현금/현금성자산의 순증	-40.1	-38.4	4.1	-38.8	191.5
기초현금및현금성자산	222.0	182.0	143.6	147.7	108.9
기말현금및현금성자산	182.0	143.6	147.7	108.9	300.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	1,906.5	2,060.1	1,766.6	1,021.7	1,324.5
현금 및 현금성자산	182.0	143.6	147.7	108.9	300.3
단기금융자산	207.7	269.5	146.5	6.3	237.0
매출채권및기타채권	738.2	650.9	622.9	410.1	351.8
재고자산	696.4	907.2	778.5	440.2	369.9
기타유동자산	82.2	88.9	71.0	56.2	65.5
비유동자산	3,348.9	3,207.2	3,322.2	3,319.2	4,062.6
투자자산	1,934.4	1,763.8	1,861.5	2,001.1	2,447.3
유형자산	1,000.1	1,000.0	1,018.9	921.2	1,075.9
무형자산	67.7	66.6	66.4	47.0	185.0
기타비유동자산	346.7	376.8	375.4	349.9	354.4
자산총계	5,255.4	5,267.3	5,088.9	4,340.9	5,387.1
유동부채	1,561.2	1,811.9	1,708.9	1,351.8	1,305.5
매입채무및기타채무	538.8	510.6	546.5	394.2	380.3
단기금융부채	857.6	1,123.9	1,009.4	819.4	664.8
기타유동부채	164.8	177.4	153.0	138.2	260.4
비유동부채	704.4	558.1	603.7	484.6	1,224.4
장기금융부채	366.3	256.7	276.2	160.3	855.7
기타비유동부채	338.1	301.4	327.5	324.3	368.7
부채총계	2,265.6	2,370.0	2,312.6	1,836.4	2,529.9
지배자본	2,622.8	2,555.0	2,464.7	2,155.7	2,443.6
자본금	105.4	105.4	105.4	86.7	86.7
자본잉여금	952.1	954.6	954.9	816.1	813.5
기타자본	-4,861.3	-4,861.3	-4,861.3	-5,429.2	-5,427.7
기타포괄손익누계액	-69.2	-57.9	-53.3	12.8	19.4
이익잉여금	6,495.9	6,414.3	6,319.1	6,669.3	6,951.7
비지배자본	367.0	342.3	311.6	348.8	413.6
자본총계	2,989.8	2,897.3	2,776.2	2,504.4	2,857.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
주당지표(원)					
EPS	20,683	743	3	24,073	19,707
BPS	124,474	121,259	116,969	128,771	145,969
CFPS	11,166	12,728	9,634	13,262	19,704
DPS	6,500	4,500	3,000	3,000	5,000
주가배수(배)					
PER	3.5	69.6	15,058.1	1.9	5.8
PER(최고)	4.8	98.5	16,961.5		
PER(최저)	2.7	69.5	12,846.0		
PBR	0.59	0.43	0.42	0.36	0.79
PBR(최고)	0.80	0.60	0.47		
PBR(최저)	0.46	0.43	0.36		
PSR	0.43	0.29	0.56	0.39	0.79
PCFR	6.5	4.1	5.1	3.5	5.8
EV/EBITDA	4.3	16.0	15.8	6.1	6.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	24.0	361.2	-13,632	10.4	19.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	6.9	6.7	4.7	6.4	4.4
ROA	11.1	0.5	0.0	10.3	8.7
ROE	17.9	0.6	0.0	19.6	14.3
ROIC	35.6	1.1	-1.6	12.5	22.8
매출채권회전율	5.7	5.4	2.9	4.4	6.4
재고자산회전율	6.1	4.6	2.2	3.7	6.0
부채비율	75.8	81.8	83.3	73.3	88.5
순차입금비율	27.9	33.4	35.7	34.5	34.4
이자보상배율	26.8	1.3	0.9	3.2	6.3
총차입금	1,223.9	1,380.6	1,285.6	979.7	1,520.5
순차입금	834.2	967.5	991.4	864.5	983.1
NOPLAT	741.9	170.5	166.4	329.5	497.4
FCF	332.4	-153.4	250.5	533.9	349.3

LX홀딩스 (383800)



Not Rated

주가(9/16) 8,100원

보험/증권/지주 Analyst 안영준
RA 박정현

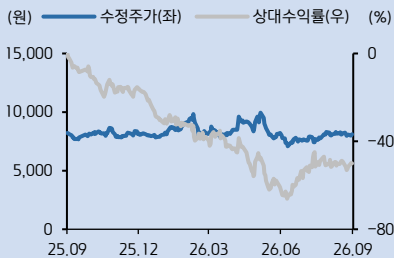
Stock Data

KOSPI		6,717.97pt	
시가총액		6,179억 원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		9,950원	7,080원
최고/최저가 대비 등락		-18.59%	14.41%
주가수익률		절대	상대
1M		-1.8%	-2.2%
6M		-7.5%	15.0%
1Y		-1.6%	95.3%

Company Data

발행주식수	77,746천주
일평균 거래량(3M)	98천주
외국인 지분율	12.74%
배당수익률(25)	3.6%
BPS(25)	25,727원
주요 주주	구분준 외 15인
	43.82%

Price Trend



0.3배의 극도로 낮은 PBR

>>> 실적 확대 + 신사업 성장

주요 자회사로 LX세미콘, LX하우시스, LX인터내셔널 등을 보유하고 있다. 그간 자회사 사업의 구조적인 수익성 저하 요인이 부정적으로 작용했으나, 최근 수익성이 빠르게 회복하고 있는 것이 주목할 필요가 있다. 세미콘의 방열기판과 MCU 등 신사업 진출, MMA 시장 성장 등을 통해 새로운 성장 동력을 마련하고 있는 모습이다.

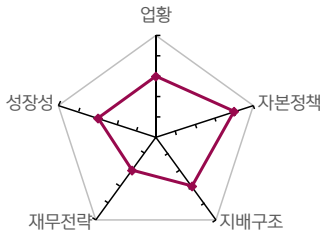
>>> 업종 관심도 확대에 따른 저평가 해소 기대

2조원에 달하는 자본을 보유하고 있음에도 불구하고 시가총액은 6천억원에 불과한 극도의 저평가 상태이다. NAV 할인을 역시 자회사 지분가치와 전년말 인수한 광화문빌딩의 가치 등을 감안하면 50%대를 기록하고 있다. 극도로 낮은 밸류에이션을 적용 받고 있어 특정 트리거가 있을 경우 빠른 주가 회복을 기대할 수 있는데, 지주 업종 전체적으로 관심도가 높아질 것으로 예상되는 바 관련 모멘텀을 기대해볼 수 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	186	237	118	195	190
영업이익	147	159	73	156	133
EBITDA	148	164	77	159	137
세전이익	148	164	82	166	142
순이익	143	170	79	160	136
지배주주지분순이익	143	170	79	160	136
EPS(원)	2,760	2,188	1,014	2,062	1,744
PER(배)	3.6	3.9	7.0	3.3	4.6
PBR(배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	4.4	2.8	3.8	1.6	6.3
영업이익률(%)	79.2	67.1	62.0	80.2	70.1
ROE(%)	10.1	11.2	4.8	9.1	7.0
부채비율(%)	2.0	1.5	2.1	1.9	17.9

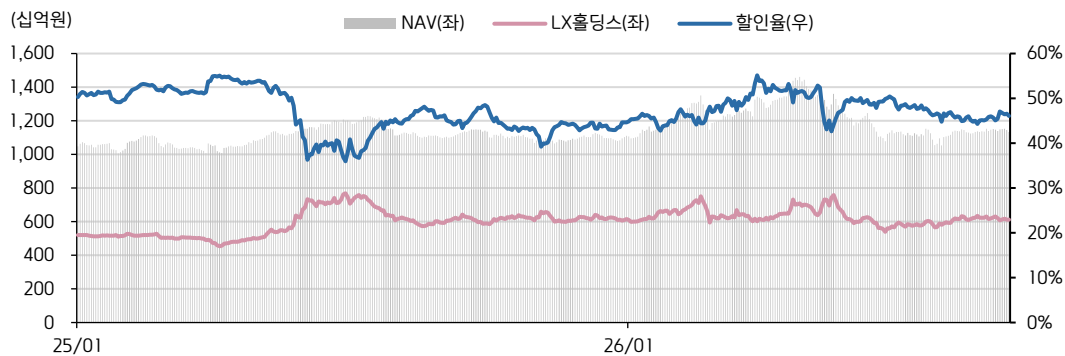
자료: 키움증권 리서치센터

LX홀딩스의 Pentagonal Analysis

기업명	주요 산업		주요 자회사
LX홀딩스	디스플레이 자원/물류 전자재 MMA		LX세미콘 / LX하우시스 / LX인터내셔널 / LX MMA(비상장)
Pentagonal Analysis	추가 요인	점수	판단 이유
	업황	3	- 운임 및 원자재 가격 상승 등으로 인터 수익성 향상 - 완성차량 공급 확대로 하우시스 실적 호조 기대
	성장성	3	- 방열기판, MCU 등 신사업 성장 기대 - 지정학적 리스크 확대로 MMA 높은 수익성 지속 전망
	재무전략	2	- 순현금 기초에서 작년말 사옥 인수로 순부채 전환 - 향후 투자를 통한 그룹 성장 동력 마련 필요
	지배구조	3	- 대주주의 지분 증여가 이어지는 중 - 자산가치 대비 극도로 낮은 시가총액
	자본정책	4	- 상대적으로 높은 수준의 배당 정책을 이어가는 중 - 지배구조 등 고려 시 추가 자본정책 확대 기대
	총 평점	3.0	- 자회사들의 실적 성장과 더불어 주주환원 확대 기대
	Keyword	Valuation / 할인율 / 주주환원	

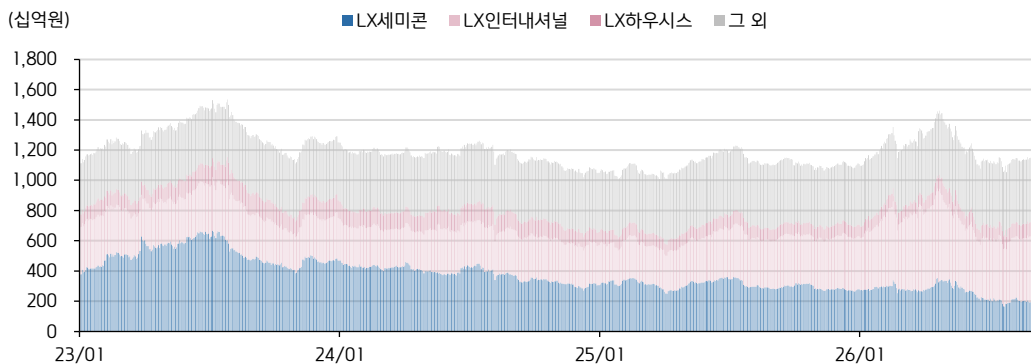
자료: 키움증권 리서치센터

LX홀딩스의 시가총액, NAV, 할인율 추이



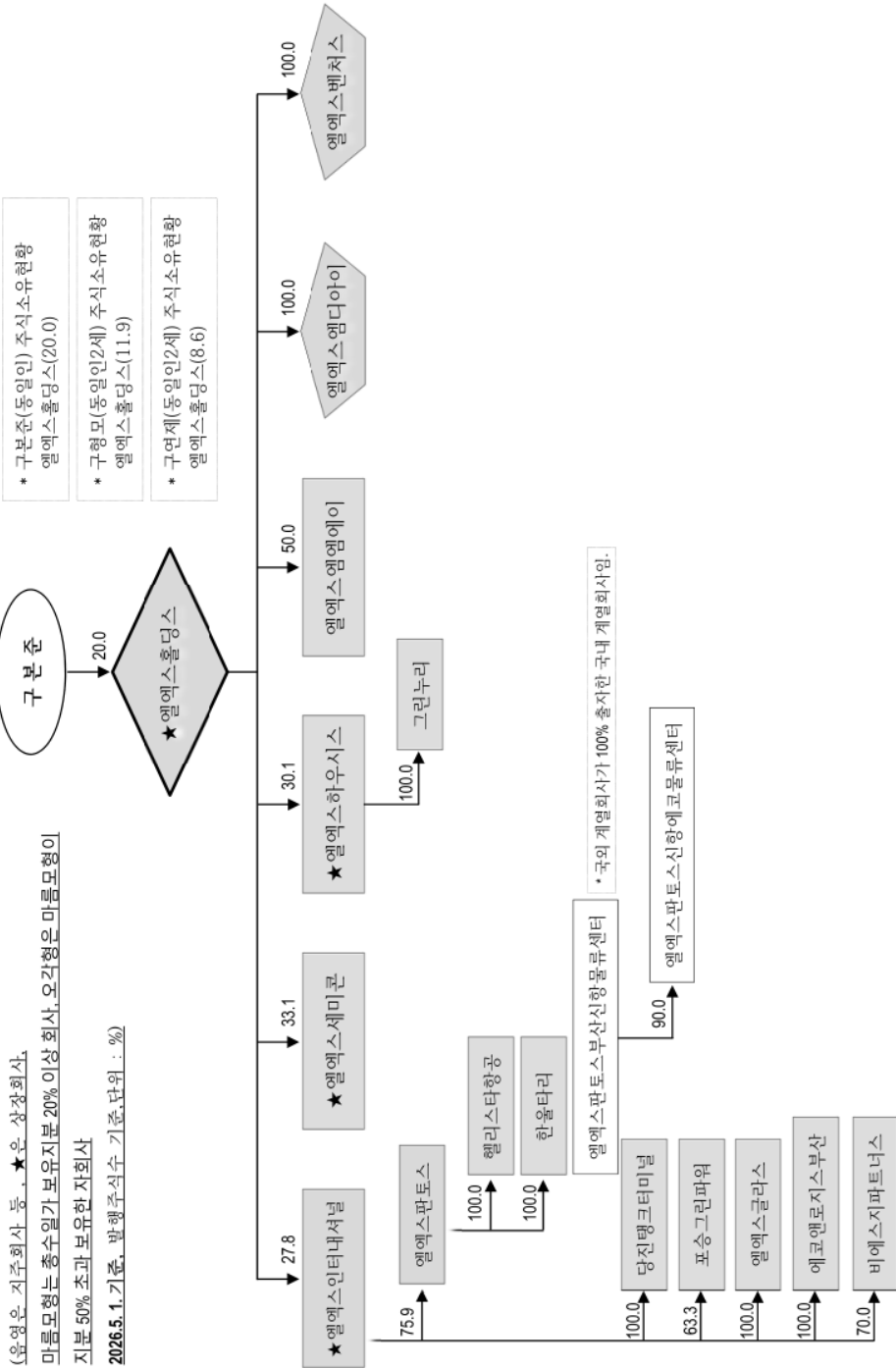
자료: 전자공시시스템, FnGuide, LX홀딩스, 키움증권 리서치센터

LX홀딩스의 NAV 구성 추이



자료: 전자공시시스템, FnGuide, LX홀딩스, 키움증권 리서치센터

43. 엘엑스 소유지분도



자료: 공정거래위원회

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	186	237	118	195	190
매출원가	8	38	5	0	13
매출원가율(%)	4.5	16.1	3.9	0.0	7.0
매출총이익	177	199	114	194	177
매출총이익률(%)	95.5	83.9	96.1	100.0	93.0
판매비	30	40	40	38	44
영업이익	147	159	73	156	133
영업이익률(%)	79.2	67.1	62.0	80.2	70.1
EBITDA	148	164	77	159	137
EBITDA Margin(%)	79.9	69.4	65.2	81.9	71.9
영업외손익	1	5	9	10	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	5	9	10	9
금융비용	0	0	0	0	1
기타	0	0	0	0	1
법인세비용차감전순손익	148	164	82	166	142
세전이익률(%)	79.7	69.1	69.8	85.3	74.8
법인세비용	5	-6	4	6	7
법인세율(%)	3.5	-3.9	4.4	3.4	4.8
계속사업순손익	143	170	79	160	136
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	143	170	79	160	136
당기순이익률(%)	76.9	71.8	66.7	82.4	71.2
지배지분순이익	143	170	79	160	136
지배지분이익률(%)	76.9	71.8	66.7	82.4	71.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	22	26	-3	67	18
포괄순이익	165	196	76	227	153

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-23	72	88	35	76
당기순이익	143	170	79	160	136
비현금항목의 가감	16	45	14	11	27
감가상각비	1	6	4	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-194	-275	-85	-154	-162
기타	209	314	95	161	186
자산부채의 증감	4	-2	9	-13	-9
기타현금흐름	0	-1	-1	-1	0
투자활동 현금흐름	-57	-27	-13	77	-577
투자자산	-1,291	-121	-6	-192	-123
유형자산	-7	0	-1	0	-52
기타	1,241	95	-5	269	-402
재무활동 현금흐름	-1	-1	-26	-23	292
단기자입금	0	0	0	0	100
단기사채	0	0	0	0	0
장기자입금	0	0	0	0	40
장기사채	0	0	0	0	160
배당금지급	0	0	-24	-21	-23
기타	-1	-1	-2	-2	15
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증감	-81	44	50	89	-209
기초 현금	173	92	136	186	275
기말 현금	92	136	186	275	66
NOPLAT	159	153	72	158	134
FCF	153	156	81	148	75

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	134	210	266	282	76
현금및현금성자산	92	136	186	275	66
매출채권및기타채권	1	3	3	6	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	41	71	78	2	10
비유동자산	1,309	1,425	1,433	1,623	2,282
유형자산	6	4	3	3	55
관계기업투자금	1,291	1,413	1,419	1,611	1,734
기타금융자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	12	9	10	9	493
자산총계	1,443	1,635	1,699	1,905	2,358
유동부채	10	12	22	14	130
매입채무및기타채무	0	0	19	12	30
차입금	0	0	0	0	100
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	10	12	3	3	0
비유동부채	18	11	14	21	228
사채	0	0	0	0	160
장기차입금	0	0	0	0	40
기타비유동부채	18	11	14	21	28
부채총계	28	24	36	36	358
지배지분	1,415	1,611	1,663	1,869	2,000
자본금	78	78	78	78	78
자본잉여금	1,183	1,183	1,183	1,183	1,183
이익잉여금	141	324	372	506	621
기타자본변동	13	26	30	103	119
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,415	1,611	1,663	1,869	2,000

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
주당지표					
EPS	2,760	2,188	1,014	2,062	1,744
PER	3.6	3.9	7.0	3.3	4.6
BPS	18,196	20,723	21,388	24,044	25,727
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	2,867	2,115	991	2,049	1,760
EV/EBITDA	4.4	2.8	3.8	1.6	6.3
SPS	3,590	3,047	1,519	2,502	2,448
PSR	2.8	2.8	4.6	2.7	3.3
CFPS	-529	-416	38	91	40
DPS	0	310	270	290	290
성장성					
매출액 증가율		27.5	-50.1	64.7	-2.1
영업이익 증가율		8.0	-54.0	113.2	-14.5
순이익 증가율		19.1	-53.7	103.3	-15.4
수익성					
ROIC	1,461.0	1,830.1	5,228.3	10,660.7	541.8
ROA	9.9	11.1	4.7	8.9	6.4
ROE	10.1	11.2	4.8	9.1	7.0
안정성					
유동비율	1,358.8	1,684.1	1,216.0	1,949.6	58.6
부채비율	2.0	1.5	2.1	1.9	17.9
이자보상배율	36,796.0	8,363.6	1,493.4	3,120.3	133.0

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.
- 위 상기 주가 및 지수 데이터는 3시 30분 기준입니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

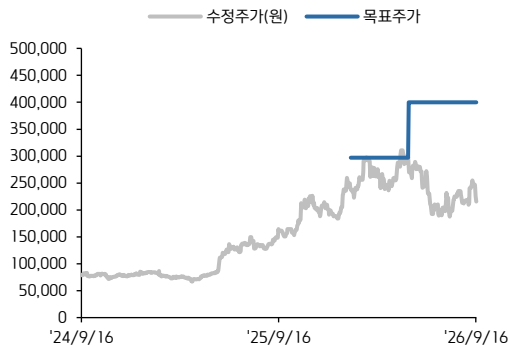
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
HD현대 (267250)	2026-01-27	BUY(Initiate)	297,000원	6개월	-10.33	4.55
	2026-05-14	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-41.66	-27.63
	2026-08-03	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-42.20	-27.63
	2026-09-16	BUY(Maintain)	400,000원	6개월		
LG (003550)	2026-01-27	BUY(Initiate)	115,000원	6개월	-13.97	27.48
	2026-06-01	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-45.49	-17.10
	2026-09-16	BUY(Maintain)	200,000원	6개월		

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	-6.18	13.27
	2026-03-17	BUY(Maintain)	373,000원	6개월	29.67	130.03
	2026-09-16	BUY(Maintain)	740,000원	6개월		
한화 (000880)	2026-01-27	BUY(Initiate)	141,000원	6개월	5.05	19.71
	2026-05-07	BUY(Maintain)	169,000원	6개월	-17.86	7.19
	2026-07-29	BUY(Maintain)	169,000원	6개월	-22.91	7.19
	2026-09-16	BUY(Maintain)	169,000원	6개월		

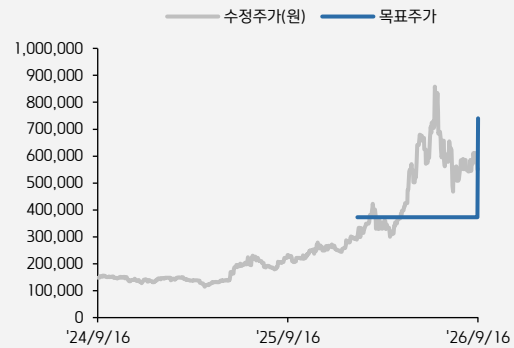
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

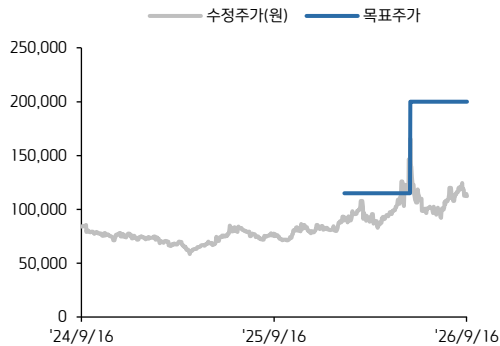
HD현대 (267250)



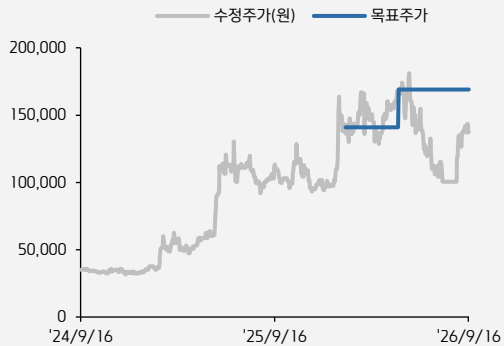
SK (034730)



LG (003550)



한화 (000880)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%