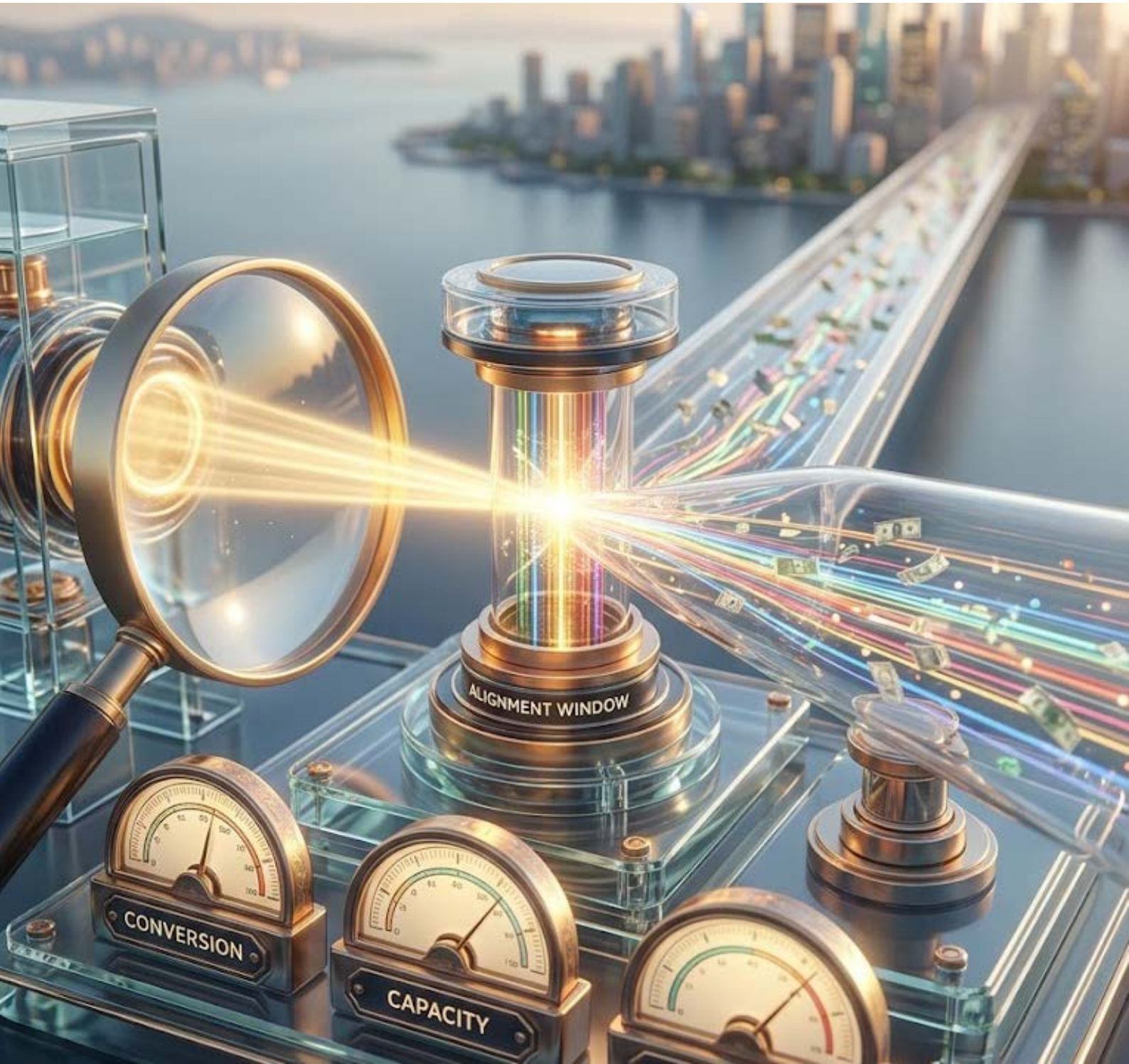
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Biz플랫폼 (비중확대/신규)

지주회사: 가치 할인 해소, 경로가 결정한다

류제현
jay.ryu@miraeasset.com



CONTENTS

Executive Summary 3

1. 목표 할인율에 대한 고민: 적정 할인율과 NAV 성장을 고려 3
2. AI 기반 NAV/배당 모델에 기반한 밸류에이션 방법론 3
3. LG, HD현대 선호: 할인율 축소 or NAV 개선 가능성 4

I. 할인: 문제설정과 표본의 설정 5

1. 문제 설정: 할인 요소의 원인과 결과 5
2. 표본: 제도의 지형과 잠재 분석 종목 7

II. 할인의 측정 12

1. 할인의 원인: 효율과 경로의 해부 12
2. 공정거래법 × 법인세법: Cash Flow Architecture 21

III. 변화의 시대: 이해관계 일치 기간 23

1. 일본의 선례와 한국의 변화 가능성 – 창은 왜 지금 열렸나 23
2. 3축 실측과 경로 스코어의 산정 27
3. 이해관계 일치의 지속 조건: 종료 경로, 중복상장 정책, 리스크와 모니터링 31

IV. VALUATION: NAV × Look-Through와 할인율 34

1. 코리아 디스카운트의 해부학: 요소와 모델의 대응 34
2. 목표 할인율 산정: 경로 스코어 35
3. TOP PICKS 선정: LG, HD현대 37
4. NAV 할인율의 수렴: 원인 분석 38

부록: 법령·방법론 주석 41ㅈ

1. 법령 상세 가이드 및 조문 요약 41
2. 방법론: 경로 스코어 밸류에이션 42
3. 정량 분해: 앵커·경로·floor·할인 해소 43

Global Company Analysis 45

LG 46
HD현대 54
한화 62
LS 70
CJ 78

Executive Summary

1. 목표 할인율에 대한 고민: 적정 할인율과 NAV 성장을 고려

NAV(순자산가치, 純資産價値)
상장·비상장 자회사 지분가치와 브랜드 가치를 더하고 순차입금·본사비용을 차감한 지주회사의 이론적 자산가치.

우리나라 지주사는 전통적으로 할인을 피할 수 없는 경우가 대부분이다. 모자회사 동시 상장·이해상충·더블 레버리지 등 단기간에 바뀌지 않을 요인을 감안할 때 구조적 할인율은 20% 대 수준이다. 나머지 20~35%p의 할인율은 **자회사로부터의 이익/현금이 주주에 도달하지 못하리라는 시장의 불신에 기인하며, 이는 장기적으로** 경영진에 대한 시장의 신뢰도에 기반한다.

경로 스코어(Pathway Score)
Conversion·Capacity·Trust 3축을 가중 평균 결합한 0~1의 값으로, 자회사 현금이 주주에 도달하는 경로의 질을 요약한다.

불신은 서사가 아니라 3축으로 실측된다. 자회사 이익이 지주를 거쳐 주주에게 환원되는 경로를 측정했다. ① Conversion(전환): 연결 지배순이익 중 지주의 현금이 되는 비율, ② Capacity(여력): 지주단 유입이 주주환원을 감당하는 배율, ③ Trust(신뢰): 주주환원 집행 사실 등을 감안하여 할인 요소를 측정했다.

Capacity는 (귀속배당+계약수익)의 주주환원 감당 배율로 채점하되, 지주회사 별도 배당금 수익과 주주배당총액을 연결한 Dividend Coverage로 1차 실측하고, 브랜드수수료·임대수익·자체사업 FCF를 포함한 Adjusted Coverage로 재원의 방어력을 교차 검증한다. 공식 배당정책의 이행은 공통 환원율이 아니라 관계사 배당 통과형·별도이익 연동형·최소 DPS 형 등 각 회사가 공시한 정책 분모와 하한에 따라 별도로 평가한다.

2. AI 기반 NAV/배당 모델에 기반한 밸류에이션 방법론

본 밸류에이션은 AI 오케스트레이션으로 구축한 두 도구 위에서 산출된다. ① 배당 모델은 DART 공시 실측으로 자회사→지주→주주의 현금 경로를 3축(Conversion·Capacity·Trust)으로 채점해 경로 스코어(0~1)를 만들고, ② NAV 엔진은 KRX 시세·DART 재무를 자동 수집해 상장 자회사 시가×지분, 비상장 EBITDA×멀티플, 브랜드 로열티 자본화, 순차입·본사비용을 결합한 NAV와 현 할인율을 산출한다. 두 도구의 산출이 각각 '얼마(NAV)'와 '얼마나 할인(경로)'을 담당한다.

목표 할인율은 이중층으로 도출한다. 첫째 층 구조 앵커는 91사 유니버스 중 측정기준이 통일된 30사(A-clean)의 횡단면 회귀로 시장이 유사 구조에 평균적으로 매기는 할인율이고, 둘째 층에서 경로 프리미엄과 NAV 성장 할증(g×(1−적정할인))을 차감한다. 목표주가 = NAV × (1−목표 할인율)이다. 잔차(현 할인율 − 목표 할인율)가 남은 리레이팅 여력이다.

추후 전 과정은 꾸준히 업데이트될 예정이다. 분리과세 지연·의무소각 규정 후퇴 등 정책 후퇴는 표본 전체의 할인을 확대할 수 있다. 한화의 인적분할('26.8)은 NAV·배당원, 할인율이 동시에 바뀌는 이벤트로 들 수 있다. 이들 이벤트와 함께 스코어 변경 → 적정 할인율 →목표주가의 변동을 계획하고 있다. A-clean 30사 표본의 Huber 로버스트 회귀로 종목별 적정 할인율을 확정했다. 목표 할인율은 경로 프리미엄과 NAV 성장 할증을 차감해 도출하였다.

3. LG, HD현대 선호: 할인율 축소 or NAV 개선 가능성

커버리지 5사 전 종목에 매수를 제시하며, LG와 HD현대를 탑픽으로 제시한다(표1 참조).

LG는 경로의 질(스코어 0.862)이 최고인데 주가가 충분히 반영되지 못했다. HD현대는 조선 집중을 반영하고도 오일뱅크 등 비상장 재평가로 NAV 성장 여지가 크다. 한화는 분할 게이트(7/15 임시주총)가 원안 가결로 해소됐다(분할기일 8/1·변경상장 8/25). 남은 확인 지점은 분할 후 존속·신설법인의 환원 규칙 공시와 솔루션 증자 납입 정합이다. LS·CJ는 IPO·가치확정 이벤트 촉매의 확정력이 낮아 목표 할인율을 커버리지 내 최고 수준(40.9%·46.0%)으로 보수 유지했으나, 촉매 공시가 확인될 때마다 스코어와 g의 재채점으로 목표주가를 갱신한다.

이해관계 일치 기간 (Alignment Window)
승계·지분 정리의 완료와 정책 패키지로 지배주주와 소수주주의 이해가 같은 방향(주가 상승·환원 확대)을 가리키게 된 기간.

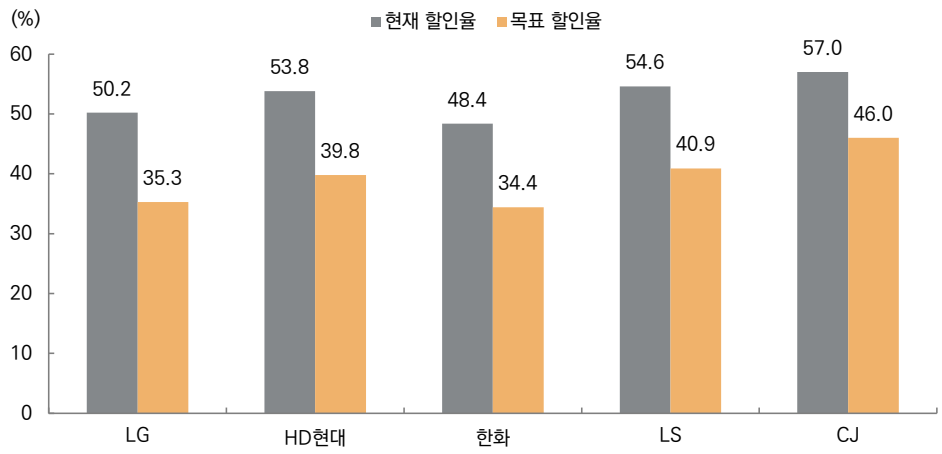
지금 우리가 지주사에 대한 관심을 가져야 할 이유로는 **이해관계 일치 기간(Alignment Window)**가 있다. 이제는 창이 열려 있고, 정책이 그 창을 넓히고 있다. 일본이 먼저 실증했다: 거래소발 규범(JPX 2023)→기업 행동(상사 누진배당·소각 제도화)→구조 재편(소니 스핀오프)의 순서로 경로가 열리자, 같은 자산에 시장이 다른 밸류에이션을 적용했다(5대 상사 P/B 0.9~1.8배). 한국은 같은 전개를 법·세제·거래소의 3중 결합(상법 개정·배당 분리과세·밸류업)으로 압축 재현 중이며, 모회사 '주주보호 5대 의무'·중복상장 원칙 금지 등으로 제도 개선이 가속화될 전망이다. 승계를 마친 지배주주에게 배당 분리과세는 환원을 '양보'가 아닌 '최적 선택'이다.

표 1. 커버리지 5사 경로 스코어 밸류에이션

종목	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	Upside (%)	현 할인율 (%)	목표 할인율 (%)	잔차 (현-목표, %p)	경로 스코어
LG	매수(Top Pick)	120,000	92,200	30.2%	50.2	35.3	14.9	0.862
HD현대	매수(Top Pick)	245,000	187,700	30.5%	53.8	39.8	14.0	0.610
한화	매수	107,000	83,800	27.7%	48.4	34.4	14.0	0.476
LS	매수	316,000	243,500	29.8%	54.6	40.9	13.7	0.467
CJ	매수	156,000	124,400	25.4%	57.0	46.0	11.0	0.545

주: 한화는 인적분할 전 기준(분할기일 2026.8.1), 시가총액·현 할인율·목표주가·Upside는 자사주 제외 주식수 기준(소각 가정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 커버리지 5사 NAV 할인율 현황



자료: 미래에셋증권 리서치센터

I. 할인: 문제설정과 표본의 설정

1. 문제 설정: 할인 요소의 원인과 결과

지주회사 분석의 출발점은 공정위 데이터다. 공정위 자료에 따르면 총수 있는 전환집단 소속 대표지주회사의 매출액 중 배당수익이 차지하는 비중은 평균 51.5%다. 이 수치는 지분법평가이익이 아니라 실제 수취한 배당금을 기준으로 하며, 지주회사의 수익원은 배당수익, 상표권사용료·부동산임대료·경영관리수수료 등 배당외수익, 그리고 사업매출로 구성된다.

이 숫자는 단순한 매출 구성 비중이 아니다. 지주회사의 본질을 보여주는 지표다. 지주회사는 제조업처럼 생산능력(CAPA), 가동률, ASP, 원가율을 통해 매출과 이익이 직접 결정되는 회사가 아니다. 지주회사의 핵심 수익은 자회사에서 이미 발생한 이익이 자회사 배당정책을 거쳐 지주회사로 올라오면서 형성된다. 따라서 지주회사는 직접 생산하는 사업회사라기보다, 자회사 현금흐름을 수취하는 회사에 가깝다.

Look-Through(투과(透過) 접근)
지주 재무제표의 장부가가 아니라 보유 지분을 투과해 자회사 자산·이익·배당의 실체를 지분율만큼 직접 합산하는 계산 방식.

이 관점에서 지주회사 밸류에이션은 일반 사업회사 밸류에이션과 출발점이 다르다. 자회사가 무엇을 생산하는지도 중요하지만, 지주회사 투자자에게 더 중요한 것은 그 자회사가 번 돈이 얼마만큼 지주회사 별도 손익과 현금흐름으로 올라오는지, 그리고 다시 최종 주주에게 배분되는지다. 자회사 가치가 아무리 커도 지주회사 주주에게 현금흐름으로 연결되지 않으면 할인율은 유지될 수 있다.

종합하면, 지주회사는 NAV 할인 업종이 아니라, 자회사 배당수익을 핵심 수익원으로 하는 현금흐름 수취 업종이다.

Hidden Value에서 Shareholder Value로

과거 지주회사 투자론의 핵심은 숨겨진 가치(hidden value)의 발견이었다. 지주회사 전환 초기에는 연결재무제표나 장부가치 아래에 가려져 있던 투자자산, 비상장 자회사, 브랜드 가치, 부동산 가치가 시장에 드러나는 과정 자체가 투자포인트였다. 당시의 질문은 "어떤 숨겨진 자산이 있는가"에 가까웠다.

이후 지주회사 체제가 성숙하면서 질문은 NAV 반영률로 이동했다. 투자자는 지주회사가 보유한 상장 자회사, 비상장 자회사, 투자부동산, 순현금 등을 합산해 NAV를 계산하고, 현재 시가총액이 그 NAV를 얼마나 할인하고 있는지를 비교했다. 이 접근은 여전히 필요하다. NAV는 지주회사가 무엇을 보유하고 있는지 보여주는 출발점이기 때문이다.

그러나 현재의 질문은 한 단계 더 나아간다. 이제 중요한 것은 숨겨진 가치가 존재하는지 여부가 아니라, 그 가치가 상장 지주회사 주주에게 실제로 귀속될 수 있는지다. 자회사 가치가 증가하더라도 그것이 지주회사 별도 FCF, 배당재원, 자사주 소각, 최종 주주환원으로 이어지지 않는다면 일반주주는 해당 가치를 온전히 향유하기 어렵다.

지주회사 투자론의 질문은 시대별로 다음과 같이 바뀌었다.

표 2. 지주회사 투자 논리

시기	투자 논리
2000년대 중반	어떤 숨겨진 가치가 숨어 있는가
2020년 전후	NAV와 실제 주가는 어떻게 연결되는가
2026년 이후	자산가치가 최종 주주가치로 전환되는가

자료: 미래에셋증권 리서치센터

따라서 2026년 이후 지주회사 밸류에이션의 핵심은 NAV를 계산하는 것뿐 아니라 NAV가 주주가치로 전환될 확률을 정량화하는 것이다. 주요 상장 자회사의 실적을 추정하려면 여전히 생산능력(CAPA), 가동률, ASP, 원가, 제품 믹스, 수주잔고, 환율, 경쟁강도 등을 봐야 한다. 이 분석은 자회사 단의 순이익 또는 FCF를 추정하는 단계다. 지주회사 분석은 그 지점에서 멈추지 않는다. 자회사 순이익이 배당가능현금으로 전환되고, 자회사 배당정책과 지주회사 보유지분율을 거쳐 지주회사 별도 수취배당으로 인식되며, 다시 지주회사 별도 비용, 세금, 이자비용, 투자, 배당정책을 거쳐 최종 주주환원으로 이어지는지를 봐야 한다.

NAV 할인은 결과 변수다

기존 지주회사 리포트는 대체로 NAV 대비 할인율의 축소를 핵심 투자포인트로 제시해 왔다. 이 접근은 보유자산의 가치를 확인하는 데 유용하다. 그러나 특정 지주회사의 discount가 왜 장기간 유지되는지, 어떤 이벤트가 할인율을 실제로 줄이는지, 같은 NAV discount라도 왜 종목별 주가 반응이 다른지 설명하기에는 한계가 있다.

NAV 할인율은 원인이 아니라 결과다. 시장이 자회사 가치가 지주회사 주주에게 온전히 전달되지 못한다고 의심한 결과가 할인으로 나타난다. 따라서 할인이 크다는 사실만으로 투자 매력이 충분히 설명되지는 않는다. 중요한 것은 그 구조 변수가 변하고 있는지다.

이 관점에서 할인율 변화 요소도 점검해야 한다. 자사주 소각, 배당 확대, 구조개편, 자산매각, 밸류업 공시는 그 자체가 할인율 축소의 본질적 원인이 아니라, 각각 자본배분 신뢰, 현금흐름 전달력, 포트폴리오 복잡성, 자본회수, 공시 품질이 변하고 있음을 시장이 확인하는 관측 신호다. 따라서 투자 질문은 얼마나 싼가가 아니라, 왜 싸고 그 이유가 줄어드는가여야 한다.

왜 지금인가: 정책·자본비용·주주환원 압력의 동시 변화

지주회사 할인은 오래된 현상이다. 그러나 과거에는 할인이 크더라도 축소를 강제하거나 유도할 외부유인이 약했다. 지금은 다르다. 밸류업, 지배구조 공시, 상법·세제 변화, 자사주 소각 논의, 자본비용에 대한 시장의 요구가 동시에 강화되고 있다.

이 변화는 단순히 정책 모멘텀이 생겼다는 뜻이 아니다. 정책은 단기 주가를 움직일 수 있지만, 지속적인 리레이팅은 정책 자체가 아니라 기업의 행동 변화에서 나온다. 지주회사에 올라온 현금이 실제로 주주에게 배분될 것이라는 신뢰가 생겨야 할인이 줄어든다. 따라서 현재 구간에서 봐야 할 것은 정책 수혜주를 넘어 정책 변화가 실제 배당결정과 자본배분 행동을 바꿀 수 있는 지주회사다. 자회사 가치가 큰 지주보다, 자회사 현금흐름이 지주회사 별도 FCF로 잘 전환되고 다시 주주에게 배분되는 지주가 우선 검토 대상이다.

2. 표본: 제도의 지형과 잠재 분석 종목

지주회사 분석의 첫 단계는 분석 모집단을 확정하는 것이다. 대기업집단과 지주회사는 같은 개념이 아니다. 대기업집단은 공정거래법상 규제와 공시의 단위이며, 지주회사는 투자자가 매수할 수 있는 상장 투자대상이다(표 3, 표 4 참조).

투자자 입장에서 중요한 것은 그룹 전체 가치가 아니라, 그 그룹 가치 중 얼마가 상장 지주회사 주주에게 귀속되는지다. 같은 그룹이라도 핵심 자산이 상장 지주회사에 직접 보유되어 있는지, 중간 지배회사나 손자회사를 통해 간접 보유되어 있는지, 핵심 현금흐름이 지주회사 별도 손익으로 올라오는지에 따라 투자 매력은 달라진다.

따라서 본 보고서의 유니버스는 단순히 한국 대기업집단 전체가 아니다. 본 보고서는 대기업집단 중 상장 지주회사 또는 지주사격 상장회사를 통해 그룹 가치와 현금흐름에 투자할 수 있는 회사를 분석 대상으로 삼는다.

공시대상기업집단, 동일인, 총수 있는 기업집단

이해관계 일치 기간 논의는 모든 기업에 동일하게 적용되지 않는다. 핵심은 지배주주의 현금흐름 유인이다. 따라서 본 보고서에서는 공시대상기업집단, 동일인, 총수 있는 기업집단이라는 한국적 지배구조 단위를 먼저 확인한다.

총수 있는 기업집단에서는 지배주주의 지배력과 현금흐름권이 일치하지 않는 경우가 많다. 지배주주는 낮은 지분율로 그룹 전체에 영향력을 행사할 수 있지만, 배당을 통해 실제로 수취하는 현금은 보유지분율에 비례한다. 이 구조에서는 배당 확대 유인이 항상 강하다고 보기 어렵다.

그러나 세제 변화, 공시 압력, 이사회 책임 강화, 주주환원 요구가 동시에 강화되면 상황이 달라질 수 있다. 지배주주와 일반주주가 배당이라는 투명한 현금흐름 경로에서 이해관계가 가까워지는 구간이 생길 수 있기 때문이다. 따라서 총수 있는 기업집단 구분은 단순 제도 설명이 아니라 이해관계 일치 기간 논의의 출발점이다.

표 3. 대기업집단 분류

구분	공시대상 기업집단	상호출자제한 기업집단
자산총액	5조 원 이상	국내총생산액의 0.5% 이상
규제 내용	대규모내부거래의 이사회 의결 및 공시	좌동
	비상장회사 등의 중요사항 공시	
	기업집단현황 등에 관한 공시	
	특수관계인인 공익법인의 이사회 의결 및 공시	
	주식소유 현황 등의 신고	
		지주회사 설립제한(채무보증 해소)
		상호출자의 금지
		순환출자의 금지
		순환출자에 대한 의결권 제한
		계열회사에 대한 채무보증의 금지
		금융회사 · 보험회사 및 공익법인의 의결권 제한

자료: 국가법령정보센터, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 기업집단 정의

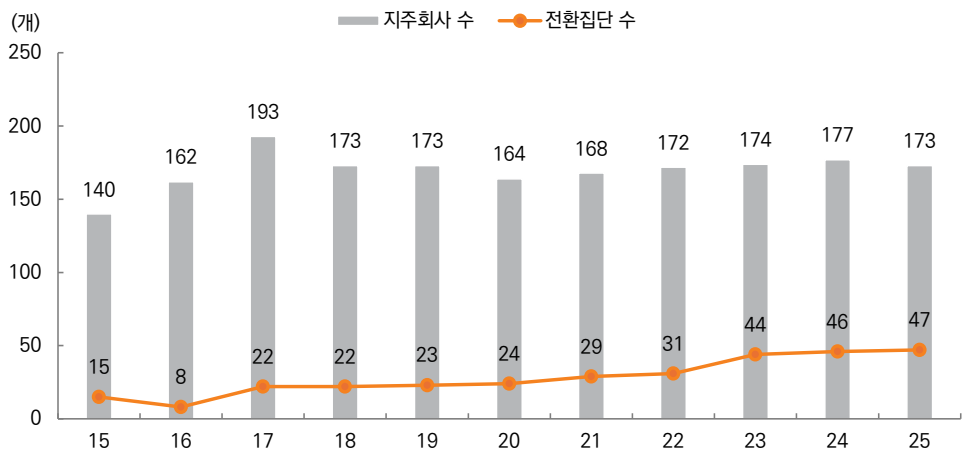
항목	내용
기업집단의 정의	동일인이 사실상 사업내용을 지배하는 회사의 집단으로서, 지분율 기준 또는 지배력 기준 등에 따른 기업집단의 범위로 계열회사 여부를 판단(법 제2조 제11호 및 시행령 제4조)
지분율 기준	동일인이 단독으로 또는 동일인관련자와 합하여 당해 회사 발행주식(우선주 제외)의 30% 이상을 소유하고 최다출자자인 회사 (시행령 제4조 제1항 제1호)
	가. 배우자, 4촌 이내의 혈족, 3촌 이내의 인척, 계열회사 지분의 1% 이상을 소유하는 5~6촌인 혈족 및 4촌인 인척, 동일인의 혼인 외 출생자의 생부나 생모
	나. 동일인 및 동일인관련자가 합하여 최다출연자이거나, 그중 1인이 설립자인 비영리법인 또는 단체 혹은 동일인 또는 동일인관련자가 임원 구성이나 사업운용 등에 지배적 영향력을 행사하는 비영리법인 또는 단체
	다. 계열회사
	라. 동일인 또는 동일인관련자(비영리법인·단체·계열회사)의 사용인(임원, 상업사용인 등)
지배력 기준	동일인이 해당 회사의 경영에 대해 지배적인 영향력을 행사하고 있다고 인정되는 회사
	가. 동일인이 다른 주요 주주와의 계약 또는 합의에 따라 대표이사를 임면한 회사 또는 임원의 100분의 50 이상을 선임하거나 선임할 수 있는 회사
	나. 동일인이 직접 또는 동일인관련자를 통해 해당 회사의 조직변경 또는 신규사업에 대한 투자 등 주요 의사결정이나 업무집행에 지배적인 영향력을 행사하고 있는 회사
	다. 동일인이 지배하는 회사(동일인이 회사인 경우에는 동일인을 포함한다. 이하 이 목에서 같다)와 해당 회사 간에 다음의 경우에 해당하는 인사교류가 있는 회사
	1) 동일인이 지배하는 회사와 해당 회사 간에 임원의 겸임이 있는 경우
	2) 동일인이 지배하는 회사의 임직원이 해당 회사의 임원으로 임명되었다가 동일인이 지배하는 회사로 복직하는 경우(동일인이 지배하는 회사 중 당초의 회사가 아닌 다른 회사로 복직하는 경우를 포함한다)
	3) 해당 회사의 임원이 동일인이 지배하는 회사의 임직원으로 임명되었다가 해당 회사 또는 해당 회사의 계열회사로 복직하는 경우
	라. 동일인 또는 동일인관련자와 해당 회사 간에 통상적인 범위를 초과하여 자금·자산·상품·용역 등의 거래 또는 채무보증이 있는 회사
	마. 그 밖에 해당 회사가 동일인의 기업집단의 계열회사로 인정될 수 있는 영업상의 표시행위를 하는 등 사회통념상 경제적 동일체로 인정되는 회사

자료: 국가법령정보센터, 미래에셋증권 리서치센터

전환집단과 대표지주회사

전환집단은 대기업집단이 지주회사 체제로 전환한 집단을 의미하며, 이 개념은 본 보고서의 유니버스 설정에서 중요하다. 공정위의 지주회사 수익구조 분석도 총수 있는 전환집단 소속 대표지주회사를 주요 분석 대상으로 삼는다.

그림 2. 지주회사 및 전환집단 변동 추이



자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

다만 지주회사 체제로 전환했다는 사실 자체가 투자포인트는 아니다. 전환 여부는 지배구조가 일정 부분 정렬되었다는 출발점일 뿐이다. 투자자에게 중요한 것은 핵심 자산과 현금흐름이 대표지주회사로 얼마나 들어오는지, 그리고 그 현금흐름이 최종 주주환원으로 연결되는지다.

이 질문은 두 갈래로 나뉜다. 하나는 그룹 내 핵심 현금창출 자산이 대표지주회사에 직접 귀속되는가라는 소유와 현금흐름 전환의 문제이고, 다른 하나는 대표지주회사에 올라온 현금이 주주환원으로 이어지는가라는 배당 정책(payout decision)과 자산 배분 신뢰성(capital allocation trust)의 문제다. 할인율의 본체는 이 두 질문의 구조를 따라 전개된다.

법정 지주회사와 경제적 지주회사

법정 지주회사와 경제적 지주회사는 구분해야 한다. 법정 지주회사는 공정거래법상 요건을 충족하는 회사이고, 경제적 지주회사는 그 요건을 충족하지 않더라도 그룹 내 주요 자회사 지분, 투자자산, 비상장 자산, 사업부 가치 등을 통해 실질적으로 그룹 가치에 대한 노출을 제공하는 상장사다.

투자 관점에서는 법정 분류보다 실질이 중요하다. 순수지주, 사업지주, 중간지주, 복합기업, 구조개편형 지주성 회사는 서로 다른 분석법이 필요하기 때문이다. 순수지주는 배당수익, 브랜드수수료, 임대료 등 반복 현금흐름과 주주환원정책이 중요하고, 사업지주는 자체사업 FCF와 투자자산 가치가 함께 중요하다. 복합기업은 SOTP와 비상장 자산의 monetization 경로가 중요하며, 구조개편형 지주는 이벤트 경로와 지배구조 변화가 핵심이다. 따라서 본 보고서의 유니버스는 법정 지주회사에 한정하지 않고 경제적 지주회사를 함께 보되, valuation 방식과 투자 질문은 유형별로 달리 적용한다.

잠재 분석 대상 8종목, 커버리지 5종목, 전체 표본은 91종목

당사 커버리지는 LG, HD현대, 한화, LS, CJ이다. 커버리지 유니버스는 세 가지 축으로 나눌 수 있다. 순수지주 또는 현금흐름 수취 구조가 비교적 명확한 Core Holdco, 자체사업·비상장 자산·투자자산 가치가 함께 중요한 SOTP·복합형, 그리고 event path와 지배구조 변화가 할인율을 움직이는 구조개편형이다. 이 구분은 종목별 결론이 아니라 분석 방법의 구분이다. 같은 NAV discount라도 순수지주, 사업지주, 복합기업, 구조개편형 회사에서 discount가 의미하는 바는 다르기 때문이다.

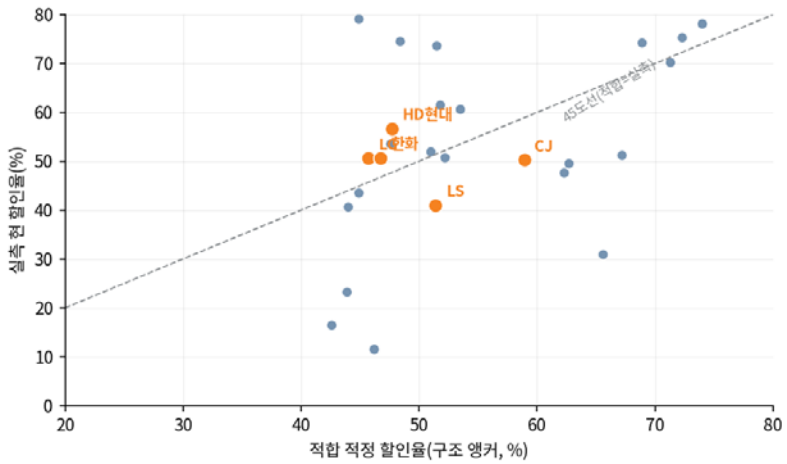
커버리지 외에도 유의할 3사(삼성물산·SK·두산, 비커버 참고)도 넓혀 모니터링할 예정이다. 이들 중에는 FY26F 지배순이익에 비해 실측 귀속배당은 크지 않다. NAV의 최대 원천이 현금 경로에서 비교적 크지 않은 경우가 있다. 환원 의지만으로는 경로가 완성되지 않음을 보여주는 대조 사례다. 반면, 규칙 있는 경로를 가지고 있는 경우도 있다. 귀속배당에 '관계사 배당수익의 60~70% 재배당'이라는 정책이 결합돼 유입과 유출을 규칙으로 연결한 많지 않은 사례이다. 그런데도 밸류업 프레임워크 공시의 부재만으로 Trust 스코어는 다소 하락하는 경우가 있다. 경로의 질과 공시의 형식이 별개 변수임을 보여준다.

전체 표본은 91종목이다. 공시대상기업집단(2025년 92개)과 거래소 상장 법인을 교차해 상장 지주회사·지주격 회사를 추출하고, 시가총액·거래 유동성·NAV 측정 가능성(상장 자회사 지분·재무 데이터 가용성)의 스크리닝을 거쳐 91사 "관찰/측정"유니버스를 확정했다. 이 중 3축(Conversion·Capacity·Trust)과 NAV의 측정 기준이 통일되는 A등급 30사(A-clean)를 회귀 표본이자 경로 스코어 순위 정규화의 공통 표본으로 사용한다. 측정 불량 6사는 제외하고, 측정 가능한 6사를 대체 편입했다.

회귀는 Huber 로버스트 방식이다. 이상 관측의 가중치를 자동으로 축소해 소수 특이 종목이 계수를 왜곡하지 못하게 한다. 그 적합 결과가 구조 앵커(적정 할인율 = 59.4 − 17.0×밸류업실행 + net벌점; net벌점 = P_ipo×δ(비상장비중 비례, cap 6%p) + (1−P_ipo)×29.1×비상장비중×(1−ρ_retain))다. 아래 산점도에서 45도선 위쪽(실측 할인 〉 적합)이 과할인 영역이며, 커버리지 5사는 모두 선 위 또는 근방에 위치한다.

순벌점(penalty)은 비상장 가치확정 이벤트의 양면성을 반영한다. IPO는 비상장 가치를 시장가로 현실화해 불투명성 벌점을 δ로 낮추는 동시에 중복상장이라는 평가 기준을 만들고, 중복상장 원칙 금지 규제로 IPO가 유보되면 가치가 지주 내에 잔류해 배당·완전귀속으로 환원되는 정도(ρ_retain)만큼 벌점이 경감되도록 설계되었다.

그림 3. Huber 로버스트 회귀: 적합 적정 할인율 vs 실측 현 할인율 (A-clean 30사)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

브릿지: 유니버스에서 구조로

유니버스는 하나의 공통점과 세 개의 차이를 갖는다. 공통점은 할인이다. 커버리지 5사 전부가 NAV 대비 40% 이상의 할인율을 가지고 있다. 이는 선진국 지주·투자회사(10~20%)의 2~3배다. 차이는 할인의 '내용물'이다: ① 지주의 형태(순수지주 4사 vs 자체 사업을 품은 사업지주 한화), ② NAV의 구성(상장 시가로 매일 검증되는 자산의 비중 vs 비상장·브랜드 등 평가 의존 자산), ③ 배당재원의 구조(다원 분산 vs 단일 원천, 상장 vs 비상장). 이 세 가지가 다르면 같은 50% 할인이라도 원인과 처방이 다르다. 그래서 할인을 하나의 숫자가 아니라 구조로 해부하는 것이 이 장의 목적이다.

해부의 틀은 2층 구조다. 아래층은 **구조 하한**(floor: 모자 동시상장(자회사 직접투자 대체재), 지배주주-소수주주 이해상충, 더블 레버리지, 세금 등 개별 기업이 단기간에 바꾸기 어려운 항목)이다. 위층은 **경로 변동분**(경영진의 선택으로 바뀌는 영역)이다. 구조 요인을 보수적으로 합산해도 floor는 20%대 초중반을 넘기 어렵고, 잔여 20~35%p는 경로에 대한 시장의 불신 비용이다. 바뀔 수 없는 것(floor)과 바뀔 수 있는 것(경로)을 구분할 필요가 있다.

II. 할인의 측정

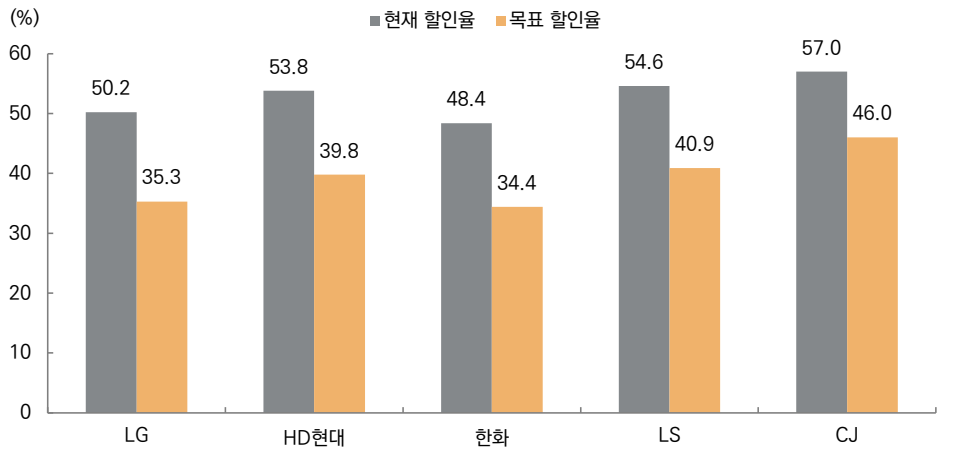
1. 할인의 원인: 효율과 경로의 해부

NAV 할인은 지주회사 밸류에이션의 출발점이지만 원인이 아니라 결과다. 특정 지주회사가 NAV 대비 40%~60% 할인되어 거래된다는 사실은 시장이 그 회사의 보유자산 가치를 그대로 인정하지 않는다는 의미이며, 그 이유가 중요하다.

시장은 지주회사에 대해 몇 가지 의심을 갖는다. 자회사 가치가 지주회사 현금흐름으로 귀결되는가, 올라온 현금이 주주에게 배분되는가, 지배주주와 일반주주의 이해가 일치하는가, 이사회가 자본비용을 의식하는가, 비핵심자산과 현금은 주주가치 친화적으로 배분되는가, 공시는 충분히 명확한가와 같은 의심이다.

따라서 할인율을 줄이기 위해서는 NAV가 더 커지는 것만으로는 부족하고 할인을 만든 구조 변수가 변해야 한다. 이 점에서 지주회사 리레이팅은 단순한 자산재평가가 아니라 자본재배치이다.

그림 4. 주요 지주/복합기업 NAV 할인율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

지분율의 삼각형과 현금흐름의 역방향성

기업집단 지배구조는 일반적으로 삼각형으로 표현된다. 최상단에는 동일인 또는 총수일가가 있고, 그 아래에 지주회사 또는 지주격 회사가 있으며, 그 하단에 자회사와 손자회사가 위치한다. 지분율의 방향은 다음의 방향으로 흘러간다.

동일인·총수일가 → 지주회사 → 자회사·손자회사

투자자입장에서는 방향이 반대이다. 지분율은 위에서 아래로 내려가지만, 현금흐름은 아래에서 위로 올라온다. 자회사가 벌어들인 이익은 자회사 배당정책을 거쳐 지주회사 별도 배당수익으로 올라오고, 지주회사는 이 현금을 배당, 자사주 소각, 투자, 부채상환, 현금유보 중 어디에 배분할지 결정한다. 최종적으로 일반주주가 수취하는 가치는 지주회사에서 주주로 나가는 Cash Outflow에 의해 결정된다.

자회사·손자회사 → 지주회사 → 동일인·일반주주

따라서 지주회사 분석은 지분도의 삼각형을 현금흐름 방향으로 뒤집어 보는 작업이다. 지분구조는 누가 누구를 지배하는지 보여주지만, 투자수익은 누가 얼마의 현금을 최종적으로 수취하는지에 의해 결정된다. 지주회사 주가가 할인되는 이유는 보유자산이 없어서가 아니다. 시장이 의심하는 것은 자회사 가치가 지주회사 별도 현금흐름으로 올라오고, 다시 일반주주에게 배분되는 경로이다.

이 관점에서 NAV 대비 할인율은 단순히 자산가치와 시가총액의 차이가 아니다. 지분구조와 현금흐름 간에 존재하는 "마찰비용(Friction Cost)"이다. 자회사 가치가 커져도 배당하지 않으면 지주회사 현금흐름은 증가하지 않는다. 지주회사로 현금이 올라와도 이를 배당이나 소각으로 쓰지 않으면 일반주주의 현금흐름 역시 늘지 않는다. 따라서 지주회사 리레이팅은 단순히 지분구조가 명확/단순하다는 사실보다, 실제 현금흐름의 증가 여부에서 발생한다.

공정거래법 × 법인세법: 자회사 → 지주 통과효율

지주회사 현금흐름은 크게 두 단계로 나뉜다. 자회사에서 지주회사로 돈이 올라오는 단계와, 지주회사에서 최종 주주에게 돈이 배분되는 단계다. 첫 번째 단계에서는 공정거래법과 법인세법이 중요한 역할을 한다. 공정거래법상 지주회사 체제에서는 자회사 보유 지분율 요건(Ownership Floor)이 존재한다. 이는 법인세법상 수입배당금 익금불산입 구간과 맞물린다. 공정거래법상 지분율 요건과 법인세법상 수입배당금 익금불산입의 결합은 자회사에서 지주로 올라오는 배당의 법인 단계 중복과세를 상당 부분 완화한다.

표 5. 공정거래법 & 법인세법상 지분율

공정거래법		법인세법	
구분	지주회사 보유 최소 지분율 요건	출자비율	익금불산입률
		20% 미만	30%
상장 자회사	30% 이상	20% ~ 50%	80%
비상장 자회사	50% 이상	50% 이상	100%

자료: 국가법령정보센터, 미래에셋증권 리서치센터

중요한 점은 익금불산입이 배당금을 늘려주는 제도가 아니라는 것이다. 자회사 배당금은 자회사 payout과 지주회사 보유지분율에 의해 결정되며, 익금불산입은 이미 결정된 배당이 지주회사 단계에서 얼마나 누수 없이 통과하는지를 결정한다. 이 구조는 모델상 세후 통과율로 반영할 수 있다.

따라서 자회사에서 지주 단계의 핵심 질문은 자회사 이익이 배당으로 전환되는가, 지주회사가 충분한 지분을 보유하고 있는가, 그 배당이 **세후로 얼마나 누수 없이** 지주회사 별도 현금흐름에 남는가로 요약된다. 지분율 요건과 익금불산입 제도는 이 과정을 상당 부분 뒷받침하므로, 법인 단계의 세금 누수 자체가 한국 지주회사 할인의 핵심 병목이라고 보기는 어렵다. 다만 자회사→지주회사 단계가 중요하지 않다는 뜻은 아니다. 현금이 배당과 계약수익 중 어떤 형태로 올라오느냐에 따라 지주회사와 자회사 소수주주 사이의 귀속은 달라진다. **세후 통과효율과 현금 포착 구조를 구분할 필요가 있다.**

두 개의 Cash Capture: 배당은 지분율을 따르고, 브랜드수수료는 계약을 따른다

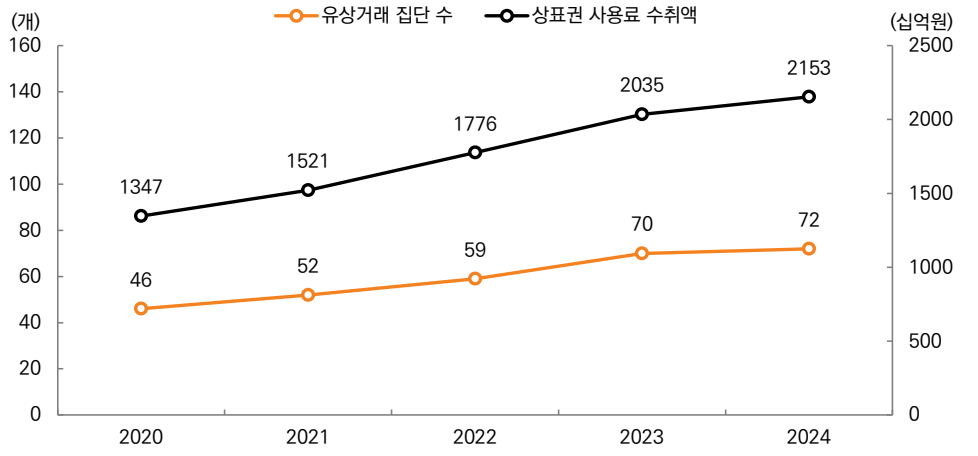
자회사에서 지주회사로 현금이 올라오는 대표적인 경로는 자회사 배당과 브랜드 라이선스 수익이다. 두 경로 모두 지주회사의 운영비와 주주배당 재원이 되고, 지주회사에 유입된 현금이 총수일가를 포함한 최종 주주에게 귀속되기 위해서는 다시 지주회사 차원의 배당 또는 자사주 취득·소각이 필요하다는 점에서는 동일하다. 차이는 그 이전 단계, 즉 **자회사 현금이 지주회사에 얼마나 포착되는가**에서 발생한다.

표 6. 상표권 사용료

구분	2024년 현황	투자 시사점
전체 상표권 유상거래 규모	2조 1,529억원	부수적인 내부거래로 보기 어려운 규모
2020년 대비 증가율	약 60%	계열사 외형 성장에 연동해 구조적으로 확대
상위 7개 집단 비중	62.4%	일부 대기업집단에 현금흐름 집중
수취회사 113개 중 지주회사	36개	수취회사 수 기준으로는 일부
매출 대비 사용료 비중 10% 이상	18개사, 모두 지주회사	경제적 의존도는 지주회사에서 집중
총수 있는 집단 지주회사 평균 비중	가중평균 9.92%	지주회사에서는 독립적 현금흐름 엔진
회사별 단순평균	17.1%	일부 지주는 별도 매출의 상당 부분을 브랜드수익에 의존

자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 상표권 사용료 집단 추이

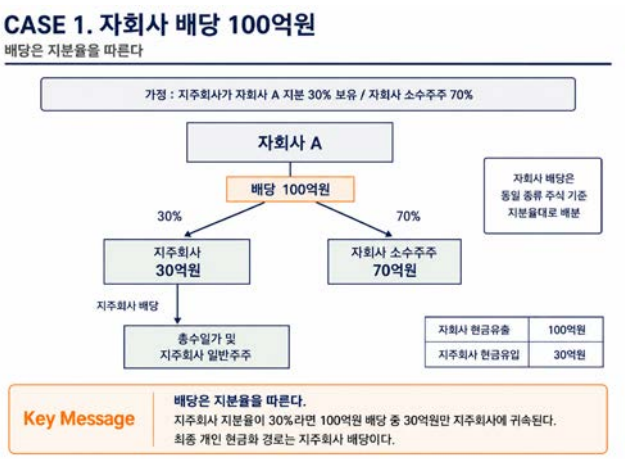


자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

자회사 배당은 세후이익의 주주 분배다. 동일 종류의 주주는 보유지분율대로 배당을 받기 때문에, 지주회사가 자회사 A의 지분 30%를 보유했다면 배당총액의 30%만 지주회사에 귀속되고 나머지 70%는 자회사 소수주주에게 지급된다. 반면 브랜드수수료는 브랜드 보유회사와 사용회사 간 계약에 따른 영업비용이다. 자회사 A가 지주회사의 브랜드를 사용하고 100억원을 지급하면 계약금액 전액이 지주회사 매출로 인식된다. **지주회사의 자회사 지분율이 30%라고 해서 사용료의 30%만 수취하는 것은 아니다.**

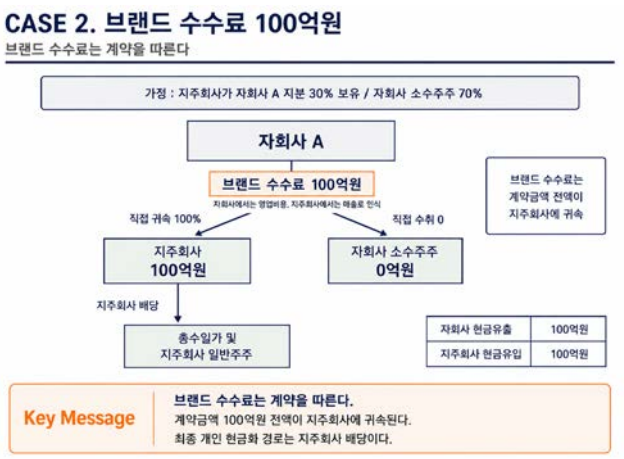
배당 경로: 100억원 × 지주회사 보유지분율 30% = 지주회사 유입 30억원
브랜드수수료 경로: 계약금액 100억원 = 지주회사 유입 100억원

그림 6. CASE 1: 자회사 배당



주: 단순 비교를 위한 예시로서 세금·회계처리·시점 차이는 반영하지 않음
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CASE 2: 브랜드 수수료



주: 단순 비교를 위한 예시로서 세금·회계처리·시점 차이는 반영하지 않음
자료: 미래에셋증권 리서치센터

동일한 100억원을 단순 비교하면 브랜드수수료가 지주회사에 집중시키는 현금은 배당의 약 3.3배다. 최종적인 개인 현금화 경로는 두 경우 모두 지주회사 배당으로 동일하지만, 지주회사 배당의 원천이 되는 현금유입액의 크기부터 달라진다. 이 때문에 브랜드수수료는 자회사 배당보다 강한 계약 기반 현금유입(**Contract-based Cash In**)으로 기능할 수 있다.

표 7. 배당과 브랜드수수료 현금흐름 구조 비교

구분	자회사 배당	브랜드수수료
법적·회계적 성격	세후이익의 주주 분배	무형자산 사용계약에 따른 영업비용
주요 산정기준	DPS·배당성향·배당총액	기준매출액 × 사용료율
지주회사 수취액	배당총액 × 자회사 지분율	계약상 사용료 전액
자회사 소수주주	지분율만큼 현금배당 수취	직접 현금수취 없음
자회사 손익 영향	이익잉여금 감소	영업비용 증가·영업이익 감소
현금흐름 반복성	자회사 이익·배당정책에 의존	기준매출·계약요율에 연동
핵심 거버넌스 쟁점	배당성향·배당원 집중	정상가격·산정근거·이해상충
최종 개인 현금화	지주회사 배당	지주회사 배당

주: 동일한 100억원 비교는 현금 귀속구조를 단순화한 사례. 배당은 세후이익의 처분이고 브랜드수수료는 세전 영업비용이므로 회계·세무상 완전히 동일한 거래가 아님. 실제 가치이전 여부는 사용료 전액이 아니라 정상가격을 초과하는 부분을 중심으로 판단해야함.
자료: 미래에셋증권 리서치센터

브랜드수수료는 통상 **기준매출액 × 사용료율**로 산정된다. 배당은 자회사 순이익과 이사회의 배당결정에 의존하지만, 브랜드수수료는 계약이 유지되고 기준매출이 발생하면 적자 또는 무배당 자회사에서도 지급될 수 있다. 공정거래위원회의 2024년 거래 분석에서도 92개 공시대상기업집단 중 72개가 상표권을 유상 거래했고, 70개 집단이 기준매출액에 사용료율을 적용했다. 전체 수취액은 2조1,529억원이었으며, 2024년 증가분의 대부분은 신규계약이 아니라 기존 집단의 수취액 증가에서 발생했다. 브랜드수익은 계열사 외형 성장에 연동되는 자산경량형 반복수익이라는 의미다.

표 8. 주요 총수 있는 기업집단 상표권 사용료 구조

기업집단	2024년 사용료 규모	기준매출액	공정위 분류상 요율 구간
LG	3,545억원	순매출액	0.2~0.3% 미만
SK	3,109억원	순매출액	0.2~0.3% 미만
한화	1,796억원	순매출액	0.3~0.4% 미만
CJ	1,347억원	순매출액	0.4~0.5% 미만
GS	1,042억원	순매출액	0.2~0.3% 미만
HD현대	534억원	순매출액	0.2% 미만
LS	506억원	순매출액	0.2~0.3% 미만
두산	278억원	순매출액	0.3~0.4% 미만

주1: 집단 내 회사별 요율에 차이가 있는 경우 공정위는 거래규모 또는 요율이 높은 회사를 기준으로 분류
주2: 표의 금액은 기업집단 전체 거래액으로, 상장 지주회사 본체의 실제 수취액과 다를 수 있음
자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

총수일가는 일반적으로 자회사보다 지주회사 지분을 직접 보유한다. 자회사 배당은 자회사 소수주주에게도 지분율대로 분산되지만, 브랜드수수료는 총수일가의 직접 현금흐름권이 높은 지주회사에 계약금액을 집중시킨다. 다만 이는 총수일가 개인에게 직접 현금이 지급된다는 의미가 아니다. 지주회사에 유입된 현금이 개인에게 귀속되려면 지주회사가 다시 배당해야 하며, 이 단계에서는 지주회사 일반주주도 지분율대로 함께 수취한다.

자회사 소수주주 관점에서는 이해상충 가능성이 생긴다. 브랜드수수료는 자회사의 영업비용으로 반영돼 영업이익과 배당가능이익을 낮추지만, 현금은 지주회사에 전액 귀속된다. 지주회사가 자회사를 100% 보유한다면 그룹 내부 이동에 가깝지만, 자회사에 소수주주가 존재하고 지주회사 보유지분율이 낮을수록 비용 부담과 현금수취 주체의 차이가 커진다.

그러나 상표권 사용료 자체가 부당한 것은 아니다. 브랜드가 자회사 영업에 경제적 편익을 제공하고 지주회사가 상표 관리·보호·전략 수립 기능을 수행한다면 정상가격 범위의 사용료는 정당한 무형자산 거래다. 거버넌스상 쟁점은 사용료의 존재가 아니라 실제 요율과 산정대상 매출, 광고선전비 차감기준, 계열사별 브랜드 편익과 이사회 승인절차가 객관적으로 입증되는지다.

공정위가 주목하는 이유도 여기에 있다. 총수 있는 집단의 상표권 수취회사 중 총수일가 지분율이 20% 이상인 회사가 받은 금액은 전체 수취액의 81.8%를 차지한다. 이는 위법성을 입증하는 수치가 아니라, 총수일가의 현금흐름권이 높은 법인으로 계약수익이 집중되는 구조를 비교·검증할 필요성을 보여주는 스크리닝 지표다.

표 9. 총수일가 지분율이 높은 수취회사에 집중된 브랜드수익

구분	총수 있는 집단 전체	총수일가 지분율 20% 이상	비중
수취회사 수	104개	58개	51.30%
상표권 사용료	1조 9,698억원	1조 6,112억원	81.80%
수취회사 매출액	74조 6,287억원	11조 7,209억원	15.70%
상표권 사용료/매출액	0.26%	1.37%	약 5.3배

자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

결론적으로 같은 브랜드수익 1원은 **Capacity에는 플러스**지만 **Trust에는 조건부**다. 반복적인 계약수익은 지주회사 배당을 방어하지만, 정상가격과 소수주주 이해상충 통제가 확인되지 않으면 현금흐름의 질에 할인요인이 생긴다.

진짜 병목은 지주 → 주주 payout decision

자회사→지주회사 단계에서는 배당과 계약수익의 현금 수취구조, 세후 통과효율과 정상가격이 중요하다. 그러나 배당과 브랜드수수료 모두 지주회사에 도달한 뒤에는 같은 병목을 만난다. 지주회사 현금이 최종 주주에게 배분되는지는 제도가 아니라 이사회와 경영진의 자본배분 결정에 달려 있다.

지주회사는 올라온 현금을 주주배당, 자사주 취득 및 소각, 부채상환, 신규투자, 자회사 지원, 비핵심자산 재투자, 현금 유보 등 여러 방식으로 사용할 수 있다. 이 중 어느 선택을 하느냐에 따라 할인율은 달라진다. 같은 수취배당을 가진 지주회사라도 한 회사는 배당정책을 명문화하고 자사주를 소각하며, 다른 회사는 현금을 유보하거나 계열사 지원에 사용할 수 있고, 시장이 두 회사에 같은 할인을 부여할 이유는 없다.

따라서 본 보고서의 핵심 명제는 자회사→지주회사 단계에서 **현금의 포착 구조와 질**을 확인하되, 지주회사에 도달한 현금이 최종 주주에게 배분되는 지주회사→주주 단계가 최종 병목이라는 것이다. 이 명제가 본 보고서의 분석 순서를 결정한다. 현금흐름 전환(FConversion)은 자회사 현금이 지주회사로 전환되는 폭과 경로를 확인하고, 배당 여력(Payout Capacity)와 신뢰 요소(Trust Factor)는 그 재원이 최종 주주환원으로 지속·집행될 수 있는지를 판단한다.

Cash in/outflow Model

본 보고서의 경로 스코어는 Cash In/Outflow 모델을 계량화한 것이다. Cash Inflow는 자회사와 보유자산에서 지주회사 본체로 들어오는 현금흐름이며, 주요 항목은 자회사 배당수익, 브랜드수수료·경영관리수수료 등 계열 계약수익, 임대수익, 자체사업 FCF와 금융수익이다. 다만 **반복성이 높다고 해서 모든 현금흐름의 질이 동일한 것은 아니다.** 배당수익은 자회사 이익과 배당정책에, 계열 계약수익은 정상가격과 거래절차에, 자체사업 FCF는 업황과 자본투입에 노출된다. 따라서 본 보고서 현금유입(Cash Inflow)의 규모뿐 아니라 귀속 기준과 위험의 종류를 함께 평가한다.

현금유출(Cash Outflow)은 지주회사에서 외부로 나가는 현금흐름이다. 다만 현금유출과 주주가치 이전은 구분해야 한다. 현금배당과 신규 자사주 취득은 당해연도의 현금유출이며, 자사주 소각은 일반주주 가치 이전을 확정하지만 기존 보유 자사주를 소각하는 경우 당해연도의 추가 현금유출은 발생하지 않는다. 신규투자, 부채상환, 자회사 지원과 현금유보는 자본배분 판단의 대상이지 즉시적인 주주환원은 아니다.

따라서 Conversion은 Cash Inflow의 폭, Capacity는 In이 Out을 감당하는 지속가능성, Trust는 Out이 실제 주주환원으로 집행될 가능성을 측정한다. 이 모델의 핵심은 지주회사 할인을 NAV 할인이 아니라 현금흐름 유입·유출(Cash-flow I/O) 할인으로 재해석하는 것이다.

표 10. 지주회사 핵심 지표

지표	산식	의미
NAV Coverage	보유 상장지분가치 / 시가총액	보유지분가치가 시가총액을 얼마나 설명하는가
Cash inflow Yield	배당수익 / 보유 상장지분가치	보유지분가치가 실제 현금흐름으로 얼마나 전환되는가
Dividend Coverage	배당금수익 / 현금배당총액	배당채널의 주주배당 커버 배율
배당수입 환원율	현금배당총액 / 배당금수익	배당 유입의 최종 주주 전달 비율
Adjusted Coverage	반복 가용현금 / 현금배당총액	계약수익·자체사업 포함 배당 방어력

자료: 미래에셋증권 리서치센터

배당수익 In-Out Bridge: 유입과 주주환원의 연결을 실측한다

앞 절에서는 자회사→지주회사 Cash In을 지분율 기반 배당, 계약 기반 브랜드수익과 자체사업 현금흐름으로 구분했다. 이하 Dividend In-Out Bridge는 이 중 회사 간 공통 비교가 가능한 배당채널만을 분리해 실측하며, 브랜드수수료 등 계약형 현금흐름은 이후 Adjusted Coverage에서 별도로 반영한다. 실제 Capacity를 비교할 때는 현금유입의 범위를 어디까지 인정하는지에 따라 결과가 달라질 수 있다. 자회사 DPS에 보유주식수를 곱한 귀속배당, 별도 손익계산서에 인식된 배당금수익, 현금흐름표상 배당금 수취액과 회사가 배당정책의 분모로 정의한 정책 기준 배당수익이 서로 일치하지 않기 때문이다.

이에 본 보고서는 전체 지주단 현금흐름을 분석하기에 앞서, 가장 직접적으로 확인할 수 있는 경로인 배당금수익과 주주배당 사이의 연결을 별도의 Dividend In-Out Bridge로 측정한다. Dividend In은 지주회사 별도재무제표에 인식된 배당금수익이며, Dividend Out은 해당 사업연도 실적에 귀속되는 현금배당금총액이다.

Dividend Coverage = 별도 배당금수익 ÷ 주주 현금배당금총액
배당수입 환원율 = 주주 현금배당금총액 ÷ 별도 배당금수익
배당채널 잔여액 = 별도 배당금수익 - 주주 현금배당금총액

Dividend Coverage는 별도재무제표에 인식된 배당금수익만으로 주주배당을 몇 배 감당할 수 있는지를 나타낸다. 1배를 넘으면 배당채널 자체로 주주배당이 커버되고, 1배를 밑돌면 브랜드수수료·임대수익·자체사업 현금흐름 또는 기존 현금 등 다른 재원이 필요하다는 뜻이다.

배당수입 환원율은 동일한 구조를 반대 방향에서 측정한다. 받은 배당금수익 중 얼마가 지주회사 주주에게 다시 배당됐는지를 보여준다. 두 지표는 역수 관계이므로 경로 스코어에 동시에 반영하지 않는다. Dividend Coverage는 재원의 여유를 측정하는 산출지표로, 배당수입 환원율은 최종 주주에게 전달되는 강도를 설명하는 해석지표로 사용한다.

Coverage가 높다고 반드시 주주가치에 긍정적인 것은 아니다. 배당금수익이 충분함에도 환원율이 낮다면 유입된 재원이 주주에게 전달되지 않고 있다는 의미이며, 해당 재원의 사용처와 자본배분 성과가 다음 판단 대상이 된다. 반대로 환원율이 100%를 웃돈다면 환원 의지가 강한 것으로 볼 수 있지만, 배당금수익 외의 계약수익·자체사업 현금흐름 또는 기존 현금에 의존하고 있는지를 함께 확인해야 한다.

배당채널 잔여액도 실제로 지주회사에 축적된 현금과 동일하지 않다. 본사 운영비용, 금융비용, 법인세, 신규 출자와 자체사업 투자가 차감되지 않았기 때문이다. 따라서 배당채널 잔여액은 해당 사업연도 배당금수익 중 주주배당과 직접 연결되지 않은 분석상 차액으로 해석한다. 그 잔여가 실제로 비용 충당, 부채상환, 자회사 지원, 신규투자 또는 현금유보 중 어디에 사용됐는지는 별도 현금흐름과 자본배분 내역을 통해 확인해야 한다.

Dividend In과 Out은 실제 현금 수취·지급 시점과 차이가 있을 수 있다. 배당금수익은 권리확정 시점에 손익으로 인식되는 반면, 해당 사업연도 배당총액은 통상 다음 사업연도에 지급되기 때문이다. 따라서 본 지표는 현금흐름표상 Cash In-Out이 아니라 동일 사업연도 기준의 배당수익-주주배당 연결지표다. 실제 유동성 분석에는 별도 현금흐름표상 배당금 수취와 배당금 지급을 별도로 사용한다.

또한 LS처럼 주요 자회사 투자에 지분법을 적용하는 회사는 수취배당이 손익계산서상 배당금수익에 충분히 나타나지 않을 수 있다. 이 경우 손익상 배당금수익 대신 별도 현금흐름표상 배당금 수취액을 병기해 회계처리 차이를 조정한다. 정책 이행 여부를 판단할 때는 공통 배당금수익이 아니라 각 회사가 공시한 정책 기준 분모를 별도로 사용한다.

삼성물산과 SK가 이 구분의 필요성을 보여준다. 삼성물산은 관계사 배당수익의 60~70%를 환원하는 통과형이므로 정책 기준 관계사 배당수익 대비 환원율이 공식 정책 이행률과 직접 대응한다. 반면 SK는 최소 DPS를 보장하는 하한형이므로 배당수입 환원율은 공식 정책 이행률이 아니라 배당채널의 재원 부담을 측정하는 분석지표다.

정보비용과 구조 복잡성

지주회사 discount의 또 다른 원인은 정보비용이다. 지주회사는 상장 자회사, 비상장 자회사, 손자회사, 해외법인, 부동산, 브랜드 수익, 자사주, 순현금, 우발채무, 구조개편 이벤트가 동시에 존재하는 복잡한 구조를 가지며, 투자자는 이 모든 항목을 해석해야 한다.

구조가 복잡할수록 시장은 보수적으로 평가한다. 핵심 자산이 어디에 있는지, 현금흐름이 어느 법인에서 발생하는지, 지주회사 주주가 무엇을 실제로 받을 수 있는지 불명확하면 discount는 유지된다. 따라서 지주회사 분석에서는 공시 품질이 중요하다. 좋은 공시는 단순히 자료를 많이 제공하는 것이 아니라, 투자자가 NAV, 별도 현금흐름, 주주환원 재원, 자본배분 방침을 연결해서 이해할 수 있게 하는 공시다. 정보비용이 낮아질수록 할인 축소 가능성은 높아진다.

자본비용 관점에서 본 할인

지주회사 할인은 자본비용 관점에서도 해석할 수 있다. 지주회사가 보유한 자산과 현금을 자본비용을 초과하는 방식으로 배분할 수 있다고 시장이 믿으면 할인율은 축소되고, 반대로 보유자산이 많아도 그 자산이 낮은 수익률로 묶여 있거나 주주환원으로 이어지지 않거나 비효율적 투자에 사용될 가능성이 크다면 할인율은 유지되거나 확대된다.

ROE-COE는 지주회사 주식의 시장평가 언어이고 ROIC-WACC는 자회사 사업과 신규투자의 효율성을 판단하는 언어이며, NAV 할인율은 이 둘을 종합한 시장의 표현이다. 따라서 지주회사 valuation에서 자본비용은 부록 산식에 그치지 않고, 보유자산·현금·자사주·비핵심자산·배당정책을 평가하는 자본배분 규율로 작동한다.

비핵심자산도 마찬가지다. 매각 가능성이 있는 자산 자체보다 중요한 것은 매각대금의 사용처다. 매각대금이 주주환원으로 이어지는지, 부채를 줄이는지, 성장투자로 재배분되는지, 아니면 그룹 내 다른 목적에 사용되는지에 따라 투자판단은 달라진다.

자사주: 취득은 현금 소진, 소각은 주주가치 이전

자사주는 지주회사 자본배분 신뢰를 판단하는 핵심 변수다. 그러나 자사주 취득을 곧바로 주주환원으로 볼 수는 없다. 자사주 취득은 회사 현금이 밖으로 나가는 현금소진(Cash Outflow)이지만, 그 자사주가 소각되지 않고 보유된다면 일반주주 가치 이전은 확정되지 않는다.

자사주는 세 단계로 나누어 봐야 한다: 취득 → 보유 → 소각 또는 처분

취득 단계에서는 회사가 현금을 사용해 주식을 매입한다. 이때 단기적으로 수급 개선과 EPS 개선 기대가 생길 수 있다. 그러나 보유 단계에서는 자사주가 여전히 회사의 선택권으로 남는다. 소각하면 유통주식수가 감소하고 일반주주 지분율이 상승하지만, 처분하면 자사주는 다시 시장 또는 제3자에게 이전될 수 있다. 특히 EB, 스왑, 우호적 제3자 처분 등에 활용될 경우 자사주는 주주환원이 아니라 지배구조 강화의 소재로 이용될 수 있다.

따라서 본 보고서는 자사주를 단순히 보유율로 평가하지 않는다. 중요한 것은 자사주가 어떻게 처리되는가다. 소각 계획이 명확한 자사주는 리레이팅 옵션이다. 반대로 소각 계획 없이 장기 보유되거나 제3자 처분 가능성이 있는 자사주는 지배구조 리스크다. 같은 자사주 보유율이라도 소각 여부에 따라 그 함의는 완전히 달라진다.

이사회와 자본비용

자본배분의 질은 결국 이사회에서 결정된다. 배당정책, 자사주 소각, 비핵심자산 매각, 신규투자 승인은 모두 이사회 의사결정 사항이며, 따라서 이사회가 자본비용과 주가를 실제로 의식하는지가 자본배분 신뢰의 핵심이다.

이 지점에서 JPX 프레임이 다시 연결된다. JPX가 요구한 것은 이사회가 자본비용을 인식하고 자본수익성을 분석하며 개선 계획을 스스로 점검하고 업데이트하는 구조였고, 지주회사에서도 이사회가 보유현금과 비핵심자산의 수익률을 자본비용과 비교하는지, 자본배분 대안을 실제로 논의하는지, 그 논의가 배당·소각·매각으로 이어지는지가 자본배분 신뢰를 결정한다.

국내 자본시장 공시 의무화 연구가 시사하는 바도 이와 같다. 지배구조 공시의 의무화는 주주권리·감사제도 관련 지표를 개선했지만 이사회 부문과 기업가치 제고 효과는 제한적이었다. 즉 공시라는 형식보다 이사회의 실질적 자본배분 감독이 기업가치와 연결된다. 따라서 본 보고서는 이사회 구성이나 공시 여부 자체보다, 이사회가 자본배분 의사결정에 실제로 관여한 흔적을 본다.

정책의 지속성(Commitment Durability)

자본배분 신뢰는 일회성 이벤트가 아니라 지속성에서 나온다. 한 번의 대규모 배당이나 자사주 소각은 주가를 단기적으로 움직일 수 있지만, 할인을 구조적으로 축소하기 위해서는 그 정책이 반복 가능하고 예측 가능해야 한다.

지속성을 판단하는 근거는 최소 배당 또는 배당성향 목표가 명문화되어 있는지, 자사주 소각이 일회성인지 반복적인지, ROE·ROIC·COE·WACC 같은 자본수익성·자본비용 지표가 목표로 제시되고 사후 점검되는지, 밸류업 계획의 이행현황이 반복적으로 업데이트되는지다. 이러한 요소가 결합될 때 시장은 자본배분 개선을 구조적 변화로 인식한다.

결국 리레이팅은 약속의 크기보다 약속의 지속성에서 나온다. 따라서 이벤트성 주주환원은 할인율 축소의 촉매로만 인정하고, Target 할인의 구조적 축소는 반복성·이사회 감독·이행 추적이 확인될 때 반영한다.

2. 공정거래법 × 법인세법: Cash Flow Architecture

공정거래법은 지분율 floor를 만든다

구조 floor
모자 동시상장·이해상충·더블 레버리지·세금 등 단기간에 바꾸기 어려운 구조 요인이 만드는 할인의 하한.

법정 지주회사 체제에서는 최소 보유 지분율 요건이 존재한다(공정거래법: 상장 자회사 20%·비상장 40%가 일반 기준이며, 2021.12.30 이후 신규 설립·전환·편입분은 상장 30%·비상장 50%. 적용 시점은 전환·편입 시기에 따라 회사별로 다르다). 이는 지주회사가 자회사의 주식을 단순히 일부 보유하는 것이 아니라, 일정 수준 이상의 지분 채널(ownership channel)을 확보하도록 만드는 장치다. 이 지분율 요건은 밸류에이션 모델의 지분율 입력값으로 해석할 수 있다. 자회사 배당이 지주회사에 도달하는 비율이 제도적으로 일정 수준 보장된다는 의미다.

법인세법은 세후 통과율 τ를 만든다

익금불산입
법인세법 18-2에 따라 자회사 수입배당금을 지분율 구간별(50% 이상 100%, 20~50% 80%)로 과세소득에서 제외하는 제도.

모자(母子) 동시상장
모회사와 자회사가 함께 상장되어 투자자가 자회사를 직접 살 수 있는 상태: 지주 할인의 대표적 구조 요인.

자회사는 이미 법인세를 낸 이익을 배당한다. 이 배당이 모회사(지주회사) 단계에서 다시 전액 과세된다면 동일 이익에 대한 법인 단계 중복과세 문제가 발생한다. 법인세법상 수입배당금 익금불산입은 이를 완화하기 위한 제도다. 그 산식을 간단히 표현하자면 다음과 같다.

τ
= 1 − (지주회사 단계의 추가 법인세 / 자회사 배당금)
= 익금불산입률 + (1 − 익금불산입률) × (1 − 법인세율)
= 1 − (1 − 익금불산입률) × 법인세율

법인세법은 익금불산입이 적용되는 출자비율 구간을 다음과 같이 두고 있다. 이 구간은 공정거래법상 지주회사 지분율 요건과 자연스럽게 맞물린다.

두 법의 결합: 5사 자회사→지주 통과율 추정

공정거래법은 ownership_i를, 법인세법은 τ를 제공한다. 두 변수를 결합하면 자회사 배당이 지주회사 별도 수익으로 전환되는 비율을 추정할 수 있다.

(자회사 i 배당 × 지분율 ownership_i × 세후 통과율 τ = 지주 별도 수취배당)

표 11. 5사 자회사별 ownership × τ 결합: 세후 통과율 매트릭스

회사	자회사	지분율 ownership(%)	익금불산입률	법인세율 (가정)	세후 통과율 τ
LG	LG화학	34.95	80%	24.20%	80% + 20% × 0.758 = 95.2%
LG	LG생활건강	34.74	80%	24.20%	95.20%
LG	LG경영개발원 (비상장 100%)	100	100%	24.20%	100% (full pass)
HD현대	HD한국조선해양	35.05	80%	24.20%	95.20%
HD현대	HD현대오일뱅크 (비상장 73.85%)	73.8	100%	24.20%	100% (full pass)
한화	한화에어로스페이스	32.18	80%	24.20%	95.20%
한화	한화에너지 → 한화(주) 22.17%	(upstream)	—	—	사실상 지주 별도 처리
LS	LS ELECTRIC	48.46	80%	24.20%	95.20%
LS	LS전선 (비상장 93.0%)	93.0	100%	24.20%	100% (full pass)
CJ	CJ제일제당	44.55	80%	24.20%	95.20%
CJ	CJ올리브영 (비상장 66.1%)	66.1	100%	24.20%	100% (full pass)

주1: 익금불산입률= 지분 50%+ 100%·20~50% 80%·20%미만 30% (법인세법 제18조의2).
주2: 법인세율 약 24.2%는 과세표준 3,000억 초과 구간
자료: 국가법령정보센터, 미래에셋증권 리서치센터

계산결과 5사 모두 높은 세후 통과율을 확보하고 있다. 이는 한국 법정 지주회사 체제가 자회사→지주 단계에서 '거의 무세에 가까운 통과'를 보장하는 cash flow architecture임을 시사한다. 즉 자회사→지주 단계는 이미 효율적이며, NAV 할인의 진짜 병목은 다른 곳에 있다.

So What: NAV 할인의 진짜 병목은 지주→주주

자회사 가치가 크고, 지분율도 높고, 세후 통과율도 95%+인데도 NAV 할인이 40~60%나 된다면 시장은 다른 병목을 보고 있다는 뜻이다. 그 병목은 지주회사에 도달한 현금이 최종 주주에게 배분되는지 여부이다. 배당정책과 자본배분에 대한 신뢰(Trust)다.

이 지점에서 배당소득 분리과세(2026.1 시행)가 중요해진다. 분리과세는 자회사→지주 단계가 아니라 지주→개인주주 단계의 세후 유인을 바꾼다. 따라서 분리과세 효과를 자회사 가치에 바로 반영하면 논리 비약이다. 분리과세는 지주 배당 정책(dividend policy)이 바뀔 가능성을 높이는 정책 변수이다.

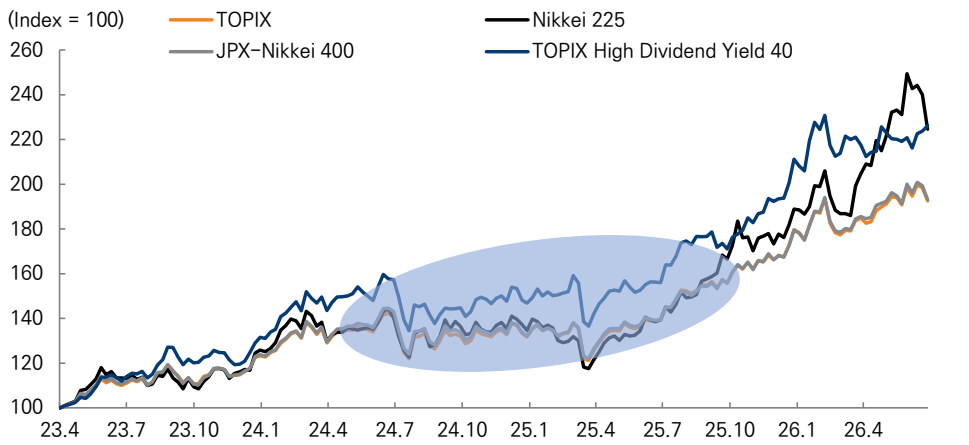
III. 변화의 시대: 이해관계 일치 기간

1. 일본의 선례와 한국의 변화 가능성 – 창은 왜 지금 열렸나

추후 할인율 분석은 하나의 전제 위에 서 있다: 경로가 좋아지면 할인은 실제로 줄어든다. 이 전제는 가설이 아니라 일본이 먼저 치른 실험의 결과다. 실험은 세 단계로 진행됐다.

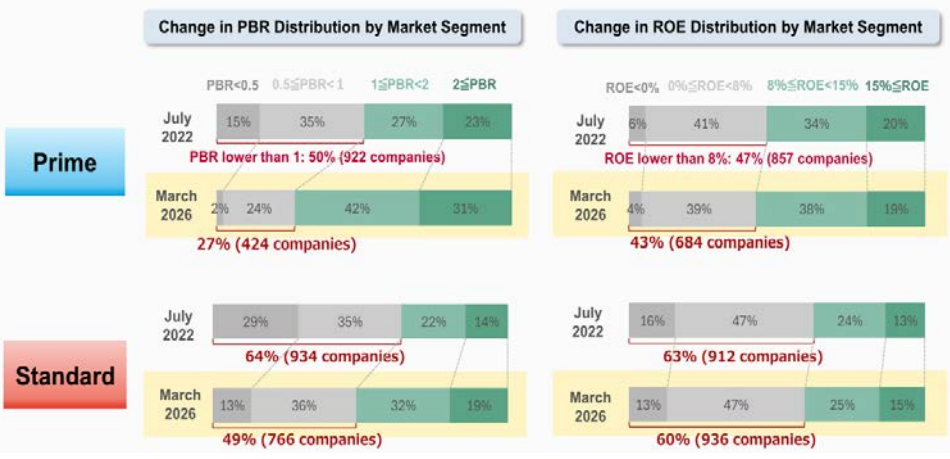
1단계: 거래소가 규범을 만들었다(JPX 자본비용 경영, 2023.3~). 도쿄증권거래소는 프라임스탠다드 전 상장사에 '자본비용과 주가를 의식한 경영'의 공시를 요구했다. 당시 일본 상장사의 43%가 PBR 1배 미만(미국 5%, 유럽 24%)이었다. 강제가 아닌 '요청 + 명단 공개(naming)'였음에도 개별 기업의 인센티브가 바뀌었고, 지주형 기업에 대한 파급이 가장 구조적이었다 – 모자(親子) 동시상장이 2006년 피크 407개에서 2024년 219개로 줄었다(완전자회사화·지분 매각). 할인의 구조 요인 1번(자회사 직접투자 대체재)이 거래소발 규범으로 해소되기 시작한 것이다. 한국 밸류업 공시제도의 원형이 바로 이것이다.

그림 8. 일본 증시: 주요 구간마다 TOPIX 고배당 40이 가장 큰 폭으로 아웃퍼폼



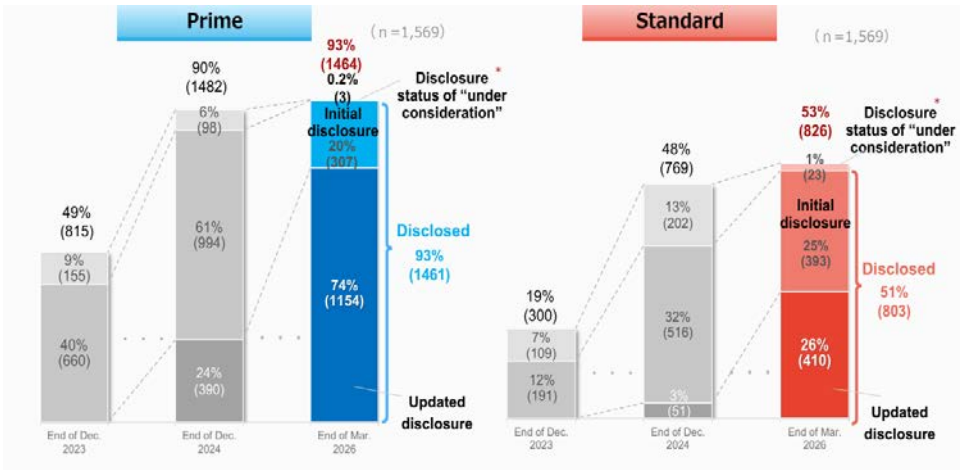
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 일본 시장구분별 PBR 1배 미만(좌) 및 ROE 8% 미만(우) 기업 비중 변화



자료: JPX, 미래에셋증권 리서치센터

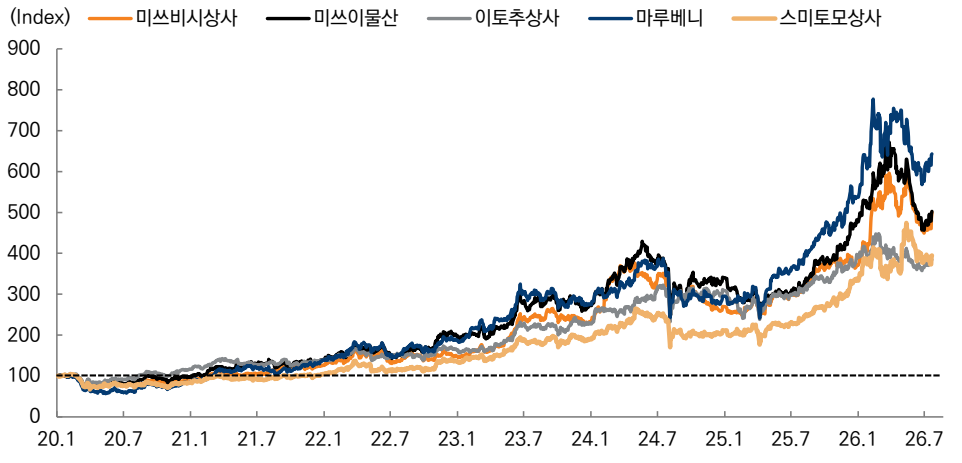
그림 10. 기업가치 제고 대응 공시 확산: Prime 93%, Standard 53%



자료: JPX, 미래에셋증권 리서치센터

2단계: 경로가 열리자 가격이 따라왔다(종합상사 재평가). 2020년 버핏이 5대 상사를 매수했을 때 5사 전부 P/B 1배 미만이었다. 이후 상사들이 실행한 것은 NAV 확장이 아니라 경로의 확장이었다(누진 배당·상시 자사주 매입의 제도화, 정책보유주식(교차출자) 매각). 2025년 5대 상사의 P/B는 0.9~1.8배(이토추 1.8배, 미쓰비시 1.16배)로 재평가됐고, 버크셔 보유분 평가액은 235억 달러(취득원가 138억 달러)가 됐다. 자산의 질이 급변한 것이 아니다. 이익이 주주에 도달하는 규칙이 바뀌자 같은 자산에 시장이 다른 밸류에이션을 부여했다.

그림 11. 일본 5대 종합상사 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

3단계: 구조 재편이 마지막 할인을 걷어냈다(소니). 2019년 Third Point가 "포트폴리오 복잡성 때문에 저평가"라며 반도체 분리를 요구했을 때 이사회는 만장일치로 거부했다. 그러나 소니는 6년에 걸쳐 스스로 결론에 도달했다. 2025년 10월 금융자회사(SFGI) 지분 80%+를 현물배당으로 분배하는 부분 스핀오프를 단행했다(일본 세제 개편의 과세이연 활용 1호급). 저마진 금융업을 분리해 핵심(엔터·게임)의 멀티플을 열었다. 행동주의의 요구를 즉시 수용하지 않아도, 경로를 막는 구조를 개선하면 재평가가 가능하다는 사례이다.

일본의 실험에는 반면교사도 있다. 소프트뱅크그룹이다. 5년 평균 약 50%의 할인은 2024년 5,000억 엔 자사주 매입에도 요지부동이다가, 2025년 말 Arm 재평가·OpenAI IPO 기대로 급축소(50%+→일시 17%)됐다. 할인을 움직인 것은 자사주가 아니라 핵심 자산 가치의 가시화였다. 그러나 그 가시화는 경로(환원 규칙·NAV 공시)의 뒷받침이 없어, 자산 가격의 부침에 따라 할인이 다시 벌어질 수 있는 임차한 리레이팅이다. 상사(경로의 제도화)와 소프트뱅크('NAV 스토리')의 대비는 한국의 한화·LS에 그대로 적용되는 교훈이다: 슈퍼사이클이 만든 할인 축소는 경로가 제도화되기 전까지는 되돌릴 수 있는 가격이다.

세 단계를 관통하는 순서에 주목해야 한다. 규범(1단계)이 먼저 오고, 개별 기업의 행동(2단계)이 따라오고, 구조 재편(3단계)이 마지막을 채웠다. 그리고 실효는 전 단계에서 행동이 따라온 기업에 국한됐다. JPX의 요청에 공시로만 응한 기업의 PBR은 그대로였다. 이 순서와 조건이 본 보고서 3축의 원형이다: 규범이 열어 준 창에서, 환원을 제도화(Trust)하고, 유입을 만들고(Conversion), 그 유입이 환원을 감당(Capacity)하는 기업만 재평가됐다.

서구의 실험은 이 실증의 대조군으로 한 문단만 요약한다.

성공사례: Investor AB(할인 30%대→약 6%: 비상장 공정가치 분기 공시 + 환원 제도화 + 재단 오너십)와 Prosus(2022.6 텐센트 매각 연동 '무기한' 자사주 프로그램으로 할인 21%p 축소, 누적 420억 달러 환원·유통주식 30% 소각)의 공통분모는 환원의 기계적 실행과 NAV의 검증 가능성이다.

실패사례: EXOR(NAV 대비 50%+ 할인에 10억 유로를 매입하고도 할인 30~35%→48% 확대), Jardine(55억 달러 구조 단순화에도 P/NAV 0.4배 지속)– 이들 사례는 환원이 간헐적이었거나 구조 단순화가 실제 실행과 결합되지 않았다. 요컨대 '얼마나'가 아니라 '어떤 규칙으로'가 결과를 나누었다. 신뢰(Trust) 체크리스트는 금액이 아니라 규칙·반복성·검증 가능성이다.

표 12. 해외 사례 성공/실패 요인 매트릭스

회사	할인 추이	핵심 촉매/원인	교훈
Investor AB	30%대 → 약 6%	비상장 공정가치 분기 공시 + 환원 제도화	투명성×실행의 결합
Prosus	21%p 축소('22~'24)	오픈엔드 자사주(텐센트 매각 연동)	기계적 실행 설계
Sony	복합할인 해소('25 SFGI 스핀오프)	6년에 걸친 자발적 구조 재편(부분 스핀오프)	구조 재편은 시간을 두고도 유효
일본 종합상사	P/B 1배 미만 → 0.9~1.8배	누진 배당·상시 자사주 제도화 + 정책보유주식 매각	경로의 제도화가 재평가의 본체
Berkshire	할인 자체가 소멸된 사례	가격민감 자사주 규칙(내재가치 하회 시 매입)	규칙 기반성의 원형
EXOR	30%대 → 48% 확대	€10억 매입에도 간헐적·비규칙 환원	규모≠신뢰
SoftBank	~50% 지속 후 '25말 일시 축소	자산 가시화(Arm·OpenAI)로만 축소: 경로 미제도화	'NAV 스토리'는 임차한 리레이팅
Jardine	P/NAV 0.4배 지속	$55억 구조 단순화에도 실행 부재	단순화는 필요조건일 뿐

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국의 변화: 인센티브가 방향을 바꿨다

일본의 3단계가 한국에서 압축적으로 재현되고 있다. 다만 동력이 다르다. 일본은 거래소의 '요청'이었지만, 한국은 법과 세제의 패키지다. ① 밸류업 공시(2024~)는 JPX의 요청을 제도로 옮겼고, ② 상법 개정(2026 시행: 이사 충실의무 확대·독립이사·집중투표제)은 지배주주-소수주주 이해상충(할인의 구조 요인 중 가장 무거운 항목)의 기대비용을 직접 올렸으며, ③ 자사주 의무소각 논의와 ④ 배당 분리과세는 지배주주 입장에서 배당의 세후 수익률을 구조적으로 바꾼다. 넷의 공통 효과는 하나다: **지배주주에게 가치 추출(터널링·일감몰아주기·저가 승계)의 기대수익은 낮아지고, 주가 상승·배당 확대의 기대수익은 높아졌다.**

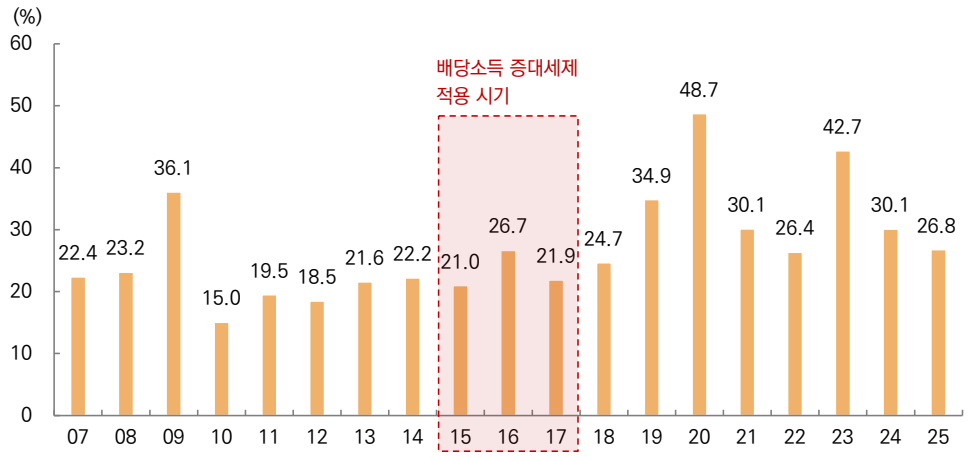
일본과의 차이는 두 가지이며, 둘 다 한국에 유리하다. 첫째, 구속력이다. JPX는 '요청 + 명단 공개'였지만 한국의 패키지는 법(상법)·세제(분리과세)·거래소(밸류업)의 3중 결합이어서, 투자자 보호 수준의 제도적 개선은 할인의 바닥(floor) 자체를 낮춘다. 둘째, 출발점이다. 한국 지주 할인(40~60%)은 개혁 전 일본보다 훨씬 깊어, 같은 폭의 경로 개선에 대해 수렴할 거리가 길다. 다만 일본의 조건부 실효는 한국에도 그대로 적용된다. 단, 우리는 공시 여부가 아니라 집행 사실을 반영한다.

한국 지주 할인의 위층(경로 변동분)은 결국 '지배주주가 소수주주와 다른 방향을 볼 것'이라는 시장의 예상이 매긴 가격인데, 그 예상의 전제가 바뀌고 있기 때문이다. 지배주주가 승계를 마쳤거나 지분율을 확보한 그룹일수록(즉 더 이상 주가가 낮을 필요가 없는 그룹일수록) 전환은 빠르다. 배당 분리과세는 이를 가속한다. 지배주주 스스로가 분리과세로 배당을 받을 유인이 생기는 순간, 배당 확대는 지배주주 자신을 위해서도 최적 선택이 된다.

배당소득 분리과세: Cash Outflow의 세후 가치 상승

배당소득 분리과세는 지주회사 리레이팅의 충분조건이 아니라 이해관계 일치기간(Alignment Window)을 확장시키는 세후 유인이다. 과거 2015년 배당소득증대세제의 경험은 세제만으로 기업 배당정책이 구조적으로 바뀌기 어렵다는 점을 보여준다. 따라서 현행 고배당기업 분리과세도 단독 정책으로 보기보다 상법 개정, 자사주 제도 변화, 밸류업 공시, 기관투자자 압력과 결합된 정책 패키지로 해석해야 한다.

그림 12. KOSPI 배당성향 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

지주회사 관점에서 이 제도의 의미는 현금 유출(Cash Outflow)의 세후 가치 개선이다. 자회사 배당수익이 지주회사로 올라온 뒤, 지주회사가 이를 배당으로 다시 배분할 경우 개인 지배주주와 일반주주 모두의 세후 수취액이 증가한다. 배당 외 가치 이전 경로의 비용이 상승하는 구간에서, 배당은 지배주주와 일반주주가 동시에 수용할 수 있는 합법적 현금흐름 경로가 된다.

표 13. 지배주주 분리과세 민감도 분석

세전 배당수취액	기존 세후수취액, 49.5%	분리과세 세후수취액, 33.0%	세후 증가액	세후수취액 증가율
10억원	5.1억원	6.7억원	1.7억원	32.70%
50억원	25.3억원	33.5억원	8.3억원	32.70%
100억원	50.5억원	67.0억원	16.5억원	32.70%
500억원	252.5억원	335.0억원	82.5억원	32.70%
1,000억원	505.0억원	670.0억원	165.0억원	32.70%

주: 기존 세율은 종합과세 최고세율 45%에 지방소득세를 포함한 49.5%, 분리과세 세율은 최고구간 30%에 지방소득세를 포함한 33.0%로 단순 가정. 실제 세후효과는 개인별 종합소득, 배당 규모, 건강보험료, 고배당기업 요건 충족 여부에 따라 달라질 수 있음.
자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 3축 실측과 경로 스코어의 산정

경로 스코어(Pathway Score)
Conversion·Capacity·Trust 3축을 가중 평균 결합한 0~1의 값으로, 자회사 현금이 주주에 도달하는 경로의 질을 요약한다.

이 전환이 만들어내는 시간의 창을 우리는 **이해관계 일치 기간(Alignment Window)**이라 부른다. 정의는 다음과 같다: 지배주주와 소수주주의 이해가 같은 방향(주가 상승·환원 확대)을 가리키는 기간이다. 즉 승계·지분 정리의 완료와 정책 패키지로 가치 추출의 기대수익이 환원의 기대수익을 밑돌게 된 상태이다. 판정 기준은 세 가지다: ① 정렬 이벤트(승계·구조재편)가 완료됐거나 경로가 확정됐는가, ② 환원의 정량이 존재하는가, ③ 이행 기록(집행실적)으로 확인되는가. 이 기준으로 커버리지 5사를 판정하면 다음과 같다.

표 14. 5개사 이해관계 일치 기간 판정

종목	정렬 이벤트(승계·구조)	환원 실행	이행 기록	판정	다음 확인 이벤트
LG	승계 완료 ('18)·순수지주 완성	별도 성향 60%+·중간배당	소각 5건· 2년차 이행	개방-성숙	'27 이후 정책 갱신
HD현대	3세 체제 안착·구조 단순	별도 성향 70%+	이행현황 공시, 소각 0건	개방-진행	첫 소각·분기배당 도입
한화	3형제 분할 승계 ('26.8 인적분할) 진행	최소 DPS 1,000·전량 소각(이벤트성)	분할 후 미검증	개방 전야	분할 후 규칙 기반 환원 공시
LS	사촌경영 승계 사이클	환원율 30% ('26.3 최초)	기록 부재	초기	첫 이행 실적
CJ	4세 승계 진행	'23~25 성향 70%+ 완주, '26 이후 미공시	완주 실적 有, 신규 실행 부재	공백 (재개방 대기)	신규 환원정책 공시

자료: 미래에셋증권 리서치센터

LG는 세 기준을 모두 충족한 유일한 종목이다. 승계가 완료됐고, 밸류업 계획을 실행하고 있으며, 이러한 점이 소각 5건·2년차 이행이라는 기록으로 확인된다. HD현대는 개방은 됐고 진행 중이다. 한화는 정렬 이벤트 자체가 진행형이다. 특히 곧 있을 인적분할은 3형제 승계 구도를 확정하는 이벤트이며, 창이 열리는지는 분할 이후의 환원 규칙이 결정한다.

판정의 용도는 서열이 아니라 시점이다. 이해관계 일치 기간이 '개방'된 종목은 경로 개선 공시가 나올 확률과 그 공시의 신뢰도가 높고, '전야'·'초기'인 종목은 이벤트가 확인될 때까지 경로 스코어가 낮게 실측되는 것이 정당하다.

표 15. 주요 복합기업/지주사 경로 스코어

종목	FY25 귀속배당 (억원, 실측)	Conversion	Capacity(Adj.)	Trust	경로 스코어
삼성물산*	7,564	28.00%	1.65배	**2/5**	0.597
LG	3,266	22.70%	1.41배	**5/5**	0.862
CJ	807	15.60%	1.46배	**2/5**	0.545
HD현대	5,386	8.20%	2.10배	**3/5**	0.61
LS	979	5.10%	1.85배	**2/5**	0.467
한화	1,162	2.50%	3.25배	**2/5**	0.476
SK*	1,090	2.00%	0.80배	**4/5**	0.547
두산*	~0	N/M	0.41배	**3/5**	0.36

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Capacity: 배당채널과 전체 지주단의 방어력

Conversion(현금흐름 전환)
연결 지배순이익 중 배당 등으로 실제 지주의 현금이 되는 비율: 경로의 폭.

Payout Capacity(환원 여력)
자회사 배당·로열티 등 지주단 현금 유입이 지주의 주주 환원 총액을 감당하는 배율: 경로의 지속 가능성.

Trust(자본배분 신뢰)
유입된 현금을 주주를 위해 배분한다는 신뢰를 공시·집행 사실 5항목으로 채점한 척도: 경로의 신뢰도.

Capacity는 지주회사에 도달한 반복 재원이 주주배당을 얼마나 지속적으로 감당할 수 있는지를 측정한다. 다만 지주회사의 현금흐름 생성기는 회사마다 다르기 때문에 재원의 범위를 두 단계로 구분한다.

Dividend Coverage = 별도 배당금수익 ÷ 주주 현금배당금총액

첫 번째는 Dividend Coverage다. 별도 배당금수익을 주주 현금배당금총액으로 나눈 값으로, 자회사 배당채널만으로 주주배당을 감당할 수 있는지를 측정한다.

Adjusted Coverage = (배당금수취 + 순계약수익 + 자체사업의 반복 FCF)
÷ 주주 현금배당금총액

두 번째는 Adjusted Coverage다. 배당수익에 상표권·브랜드수수료·임대수익과 자체사업에서 발생하는 반복 현금흐름을 더하고 관련 비용을 차감해, 전체 지주단이 주주배당을 감당하는 능력을 측정한다.

Dividend Coverage가 1배를 넘는 회사는 해당 사업연도 배당금수익만으로 주주배당을 감당할 수 있다. 그러나 Coverage가 높다고 곧바로 주주환원 수준이 높다는 뜻은 아니다. 유입이 충분한데도 배당수입 환원율이 낮다면 남은 재원의 사용처와 자본배분 성과가 다음 판단 대상이다. 반대로 Coverage가 1배를 밑돌더라도 계약수익이나 자체사업 현금흐름이 안정적으로 부족분을 보완한다면 배당 지속가능성은 유지될 수 있다.

삼성물산은 정책 기준 관계사 배당수익의 60~70%를 주주배당으로 연결하는 통과형으로, 유입과 유출의 연결이 가장 명확하다. 다만 회사 간 공통 비교에서는 전체 별도 배당금수익을 사용하고, 공식 정책 이행률은 회사가 정의한 정책 기준 관계사 배당수익을 별도 분모로 사용한다.

SK는 최소 DPS를 유지하는 과정에서 배당금수익 감소에도 주주배당을 확대해 Dividend Coverage가 1배 수준까지 하락했다. 이는 배당수익의 대부분을 환원한다는 공식 정책의 결과가 아니라, In이 감소하는 동안 Out의 하한을 유지한 결과다. 따라서 SK의 Capacity는 배당수입 환원율의 높고 낮음보다 최소배당을 지탱할 반복적인 유입이 회복되는지를 중심으로 판단해야 한다.

LG와 CJ는 배당수익 외에 상표권·브랜드수수료가 배당 방어선으로 기능한다. HD현대는 자회사 배당 중심의 정통적인 유입구조를 갖고 있지만 조선·정유 등 특정 사이클에 대한 배당원 집중도를 함께 봐야 한다. 한화와 같은 사업지주회사는 배당금수익 비중이 낮아 자체사업 FCF가 Capacity의 본체다. LS는 지분법 회계처리로 별도 손익상 배당금수익과 실제 배당금 수취액의 차이가 크므로 현금흐름표 기준 교차검증이 필요하다.

따라서 Capacity는 단일 시점의 배율이 아니라 재원의 구성, 반복성, 집중도와 비용부담을 함께 보는 지표다. 본 보고서는 Dividend Coverage를 회사 간 공통 실측치로 사용하고, Adjusted Coverage는 회사별 현금흐름 생성기의 차이를 설명하는 보조 검증지표로 활용한다.

Trust: 경로의 신뢰도

체크리스트 채점(각 1점, 사실만 인정)에서 LG가 5/5 만점 – 소각 5건('25 4,102억 3회 +'26 2건), 중간배당 1,000원 도입, 별도 성향 60%+, 2년차 이행, 이행현황 공시-으로 유일하게 전 항목을 채웠고, 광화문빌딩 매각대금의 환원 명시는 Prosus형 '자산 매각→환원의 기계적 연결'이다. 커버리지 밖 SK(4/5: 4.83조 소각·중간배당 정례)·두산(3/5: 분기배당 개시·전량 소각 계획)이 상위권이라는 점은 레짐 변화가 커버리지 경계와 무관하게 퍼지고 있다는 방증이다.

체크리스트가 등급과 다른 점이 이것이다: '다음 1점'이 무엇인지 특정하고, 그 1점이 IV장 회귀를 통해 목표주가를 바꾼다. 커버리지 기업 IR에 대한 우리의 질문이 '실적'이 아니라 '다음 공시'인 이유다. 항목의 설계도 해외 실증에서 왔다: ①·②는 환원의 제도화, ③은 규칙 기반성(Berkshire의 가격민감 규칙), ④·⑤는 반복성·검증 가능성(Investor AB의 정례 공시)에 대응한다. 전 항목이 공개 정보이므로 누구든 재채점할 수 있다. Trust를 '평판'이 아니라 '상태 변수'로 다루는 장치다.

표 16. FY25 지주단 Dividend Coverage

종목	별도 영업수익 중 배당수익 비중	Dividend Coverage	주요 보완 재원	보완 재원 특징	해석
LG	44.00%	0.81x	상표권·임대 56.0%	계약수익÷영업비용 1.72x	배당수익만으로는 부족하지만 계약수익이 방어
CJ	38.80%	0.92x	로열티·기타수익 61.2%	비배당수익÷영업비용 1.39x	브랜드수수료가 주주배당을 보완
HD현대	77.30%	1.44x	계약·임대 22.7%	비배당수익÷영업비용 1.37x	자회사 배당 중심형
SK	13.60%	1.11x	IT서비스·상표권·임대	영업수익의 86.4%가 비배당	자체사업 결합형
한화	2.30%	1.02x	제조·건설 등 자체사업	자체사업 비중 97.7%	배당 Coverage만으로 평가하기 어려움
LS	2.70%	0.24x*	지분법이익·브랜드수수료	지분법이익 비중 77.6%	손익상 배당수익이 실제 수취액을 반영하지 못함
두산	0.50%	0.12x	자체사업	자체사업 비중 99.5%	배당수익 지표의 설명력이 낮음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Brand Governance Overlay: 높은 반복성, 조건부 신뢰

앞 절의 현금 수취 구조를 실제 회사에 적용하면 브랜드수익의 투자 의미는 현금흐름 의존도와 검증 가능성에 따라 달라진다. LG와 CJ는 브랜드수익이 본사비용과 주주배당을 보완하는 핵심 방어선인 반면, SK는 IT서비스와 자회사 배당이 결합된 사업지주형 구조다. 한화는 자체사업 비중이 커 브랜드수익 감소의 재무 민감도보다 다수의 이질적인 계열사에 적용되는 요율과 편익 입증이 중요하다. 따라서 규제 노출도와 기업가치 민감도는 별개의 축으로 평가해야 한다.

본 보고서는 브랜드 수익 관련한 상황(Brand Governance Overlay)을 현 단계에서 Trust에 직접 합산하지 않고 보조지표로 사용한다. 기존 회귀와 목표 할인율의 일관성을 유지하되, 공정위의 정상가격 기준 또는 개별 조사 결과가 구체화되면 브랜드수익 전망, Trust 재평가의 트리거로 반영한다.

표 17. Brand Governance Overlay

점검 항목	투자자 확인 질문
산정대상 매출·차감항목	순매출·총매출·연결매출 중 어떤 기준을 쓰고 내부매출·광고선전비를 어떻게 차감하는가
사용료율의 객관성	업종·B2B/B2C·해외사업·브랜드 인지도 차이를 설명할 수 있는가
계열사별 경제적 편익	상장 지급회사가 브랜드 사용으로 얻는 편익과 비용이 균형적인가
절차와 외부 검증	외부 가치평가, 이사회 승인, 이해관계자 의결통제가 존재하는가
민감도와 배당 방어력	사용료가 10~20% 감소해도 Adjusted Coverage와 주주배당이 유지되는가
점검 항목	투자자 확인 질문

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Conversion: 경로의 폭과 규모

횡단면이 드러내는 것은 '연결이익의 크기'와 '경로의 폭'이 별개라는 사실이다. 비커버리지 중에서도 재배당 규칙이 유입과 유출을 연결하는 회사가 있는 반면 대형 지주임에도 핵심 자회사 전부가 무배당이어서 NAV의 몸통이 현금 경로에서 단절돼 있는('경로 없는 NAV') 경우도 있다. 자회사 호황(예: 반도체 호황)으로 NAV가 커질수록 이 단절의 비용도 커진다.

커버리지 안에서도 같은 대비가 반복된다. 한화의 귀속배당 1,162억원은 전액 에어로스페이스 단일 원천이고(솔루션·생명·갤러리아 무배당), LG는 5개 원천으로 분산된 3,266억원으로 커버리지 최고의 도달률을 보인다. 원천의 수는 그 자체로 리스크 지표다. 단일 원천의 Conversion은 그 자회사의 배당 결정 하나로 소멸할 수 있는 반면, 분산된 Conversion은 경로의 구조다. 비상장 배당원의 실측이 중요한 이유도 여기 있다: CJ의 올리브영(FY25 중간 704억원 중 귀속 377억원), HD현대의 오일뱅크, LS의 전선/MnM은 공시 화면에 잡히지 않지만 지분 50% 이상 전액 비과세로 들어오는, 질적으로 가장 높은 유입이다.

3. 이해관계 일치의 지속 조건: 종료 경로, 중복상장 정책, 리스크와 모니터링

이해관계 일치 기간은 영구적이지 않다. 종료의 경로는 네 가지이며, 각각 성격이 다르다.

① 수렴 완료형(정상 종료). 할인이 공정 수준까지 수렴해 과할인이 소진되는 경우이다. 투자자에게는 성공적 청산 시점이다. 잔차가 0에 접근한 종목은 목표를 달성한 것이므로, 그 다음의 수익원은 경로 스코어 자체의 개선(적정 할인율의 하락)뿐이다. Investor AB가 이 경로의 끝 그림이다. 할인율 한 자릿수에서는 지주가 더 이상 '할인 종목'이 아니라 '자본배분 회사'로 거래된다고 볼 수 있다.

② 일몰형. 3개년 정책이 만료된 뒤 갱신이 없는 경우이다. 당사 커버리지사에서도 이러한 회사가 관찰되며 지속 확인해야 할 이벤트이다. 실행의 공백은 Trust 스코어에서 즉시 감점되지는 않으나, 지속되면 시장은 '제도'를 '이벤트'였던 것으로 재분류한다. 리레이팅의 되돌림은 할인 확대의 형태로 온다.

③ 정책 되돌림형. 분리과세 일몰·의무소각 입법 무산·상법 재개정 등 레짐 자체의 후퇴다. 개별 기업이 통제할 수 없는 유일한 경로이며, 유니버스 전체의 floor를 다시 올린다. 개별 종목 선택으로 헤지되지 않는 만큼, 정책 트래킹은 분기 점검의 상설 항목이다.

④ 이벤트 소진형. 분할·매각 등 1회성 이벤트로 정렬을 만든 뒤 경로를 제도화하지 못하는 경우다. Jardine이 구조 단순화에도 P/NAV 0.4배에 머문 교훈 그대로, 구조 이벤트는 필요조건이지 충분조건이 아니다.

모회사 이사회 '주주보호 5대 의무' 신설 – 중복상장 금지, 기대와 한계

2026년 7월 6일 금융위원회와 한국거래소는 '중복상장 원칙 금지·예외 허용'의 세부기준을 담은 거래소 상장·공시규정 개정안과 중복상장 가이드라인 제정안을 예고했다. 3월 '자본시장 체질개선 방안'의 후속조치로, 의견수렴 후 증권선물위원회·금융위원회 의결을 거쳐 시행된다.

표 18. 모회사 이사회 '주주보호 5대 의무': 내용과 실무 포인트

구분	내용	지주사 실무 포인트
① 주주 영향평가	자회사 상장이 모회사 일반주주 가치에 미치는 영향 평가서 작성	NAV 희석·더블카운팅이 이사회 공식 문서로 정량화·기록됨
② 주주보호 방안 마련	자사주 소각, 현물배당(자회사 주식 교부) 등 보호방안 수립	상법 자사주 의무소각(1단계)과 직결: 소각 여력이 협상 카드
③ 주주 소통·동의 확인	일반주주 소통 또는 주주총회 동의(3%룰) 여부 확인	물적분할 자회사는 주주동의 필수
④ 찬반 결의·통지	이사회 최종 찬반 결의 및 자회사 통지	이사회 반대 시 자회사 단독 상장 추진 차단
⑤ 단계별 공시	영향평가부터 결의까지 각 단계 결과 공시	공시 축적 → 소송·행동주의 개입 포인트 증가
공통 요건	독립적 특별위원회 사전 심의·의결 필수, 해외거래소 상장에도 동일 적용	위반 시 제재금 최대 10억원 + 1일 매매거래정지

자료: 금융위원회, 한국거래소, 언론보도 종합, 미래에셋증권 리서치센터

2025년 말 기준 한국의 시가총액 대비 중복상장 비율은 11.2%로 미국(0.05%)·일본(4.0%)·중국(2.4%)·대만(2.7%)을 크게 웃돌며, 당국은 이 비대칭 구조를 정면 겨냥했다. 골자는 모회사 이사회에 주주충실의무를 구체화한 5대 의무를 부과하고, 거래소 상장심사에 중복상장 맞춤형 특례심사를 신설하는 것이다. 이미 가시화된 영향은 (i) LS의 미국 계열사 LS에식스솔루션즈 상장 신청 철회(2026.1), (ii) HD현대의 HD현대로보틱스 IPO 중단(2026.1), (iii) CJ올리브영의 IPO 추진 전면 보류 → 합병 시나리오 부상(2026.4). (iv) 한화그룹 옥상옥 구조 최상단 회사인 한화에너지 IPO 시나리오 가시화(2026.7)이다.

이 규제의 배경은 당사의 자체 실증으로도 확인된다. 22개 지주회사의 주간 패널로 자회사 IPO 전후 모회사 주가의 상대 성과를 측정한 결과, LG는 LG CNS 상장(2025년 2월) 후 12주간 평균 대비 언더퍼폼했다. 구주매출로 지주 지분이 축소되는 가운데 투자자에게 자회사 직접투자라는 대체재가 생기는 중복상장의 부정적 영향이다. 반면 HD현대는 HD현대마린솔루션 상장(2024년 5월) 후 긍정적인 흐름을 보였는데, 공모 흥행으로 NAV 확대 효과가 더 컸던 사례이다.

예외 허용의 관문은 자회사 유형별로 다르다. (1) 물적분할 자회사는 모회사 주주동의가 필수이며, 동의를 얻지 못하면 투자자 보호 요건 미충족으로 상장이 불가하다. (2) 일반 자회사는 주주동의를 받으면 보호 노력을 충족한 것으로 추정하고, 미동의 시 엄격한 개별심사를 받는다. (3) 매출·영업이익·자산이 모두 모회사 대비 10% 미만인 저비중 자회사는 주주동의가 면제되지만, 예상 기업가치를 고려해 중요 자회사로 인정되면 면제가 배제된다.

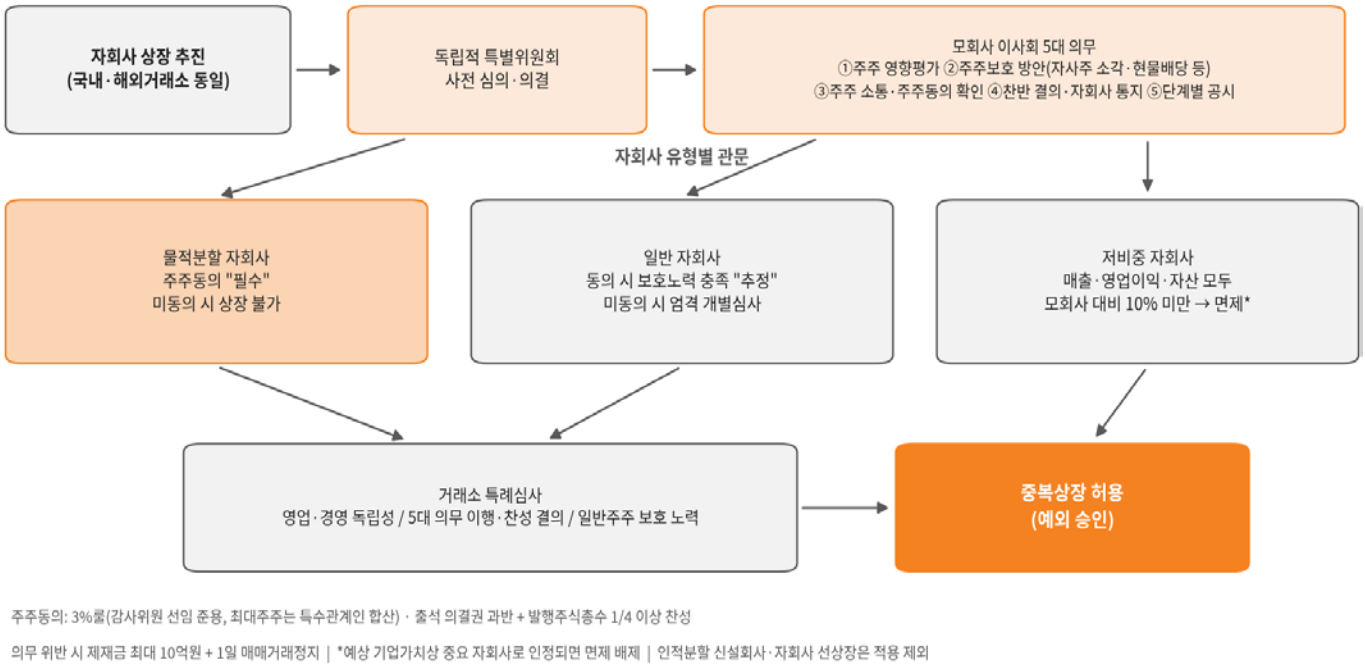
주주동의는 상법상 감사위원 선임에 준하는 3%룰(3% 초과 의결권 제한, 최대주주는 특수관계인 합산)을 적용하며, 출석 의결권 과반 + 발행주식총수 4분의 1 이상 찬성이 요건이다. 다만, 인적분할 신설회사 상장과 자회사가 모회사보다 먼저 상장한 경우는 적용 대상에서 제외된다. 한화에너지의 추후 상장 가능성이 높아지는 이유이다.

표 19. 주주보호 5대 의무 도입의 커버리지 5사 영향 점검과 적용 방안

종목	노출 이벤트 / 규제 접점	영향	적용 방안 (밸류에이션·투자판단)
CJ	올리브영 IPO 보류(2026.4). 매출 비중 10% 이상 → 저비중 면제 불가, 재추진 시 주주동의 관문	◎ 긍정	올리브영 가치의 NAV 100% 귀속 유지. 합병·완전자회사화 시나리오 강화 → 목표 할인율 축소 요인
HD현대	현대로보틱스 IPO 중단(2026.1)의 사실상 항구화	◎ 긍정	재상장 오버행 리스크 프리미엄 제거. 로보틱스 배당의 지주 유입 지속을 NAV·배당모델에 반영
LS	LS에식스솔루션즈 미국 상장 철회(2026.1) : 해외상장 동일 적용 명문화로 재추진 문턱 상승	○ 긍정	LS MnM 등 비상장 가치의 NAV 직접 귀속. 자사주 11.1% 소각 카드와 결합 시 주주환원 신뢰도 상향
한화	주력 자회사 대부분 기상장, 신규 IPO 파이프라인 제한적	△ 중립	기존 중복상장 구조는 소급 적용 없음 → 할인율 변화 제한적. 향후 분할·상장 옵션 소멸은 규율 강화 요인
LG	LG CNS 기상장(2025.2) 완료, 추가 자회사 IPO 계획 부재	△ 중립	직접 영향 제한적. 특별위·영향평가 관행 정착은 계열 자본거래 전반의 규율 수혜

자료: 각 사, 언론보도 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 5대 의무와 유형별 심사 경로



자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

IV. VALUATION: NAV × Look-Through와 할인율

1. 코리아 디스카운트의 해부학: 요소와 모델의 대응

코리아 디스카운트는 내부(거버넌스·자본배분), 구조(중복상장·비상장·자사주), 외부(매크로·유동성·MSCI)의 세 층위 여덟 요소로 해부된다(합산 최대 약 55%p). 각 요소는 서사가 아니라 모델의 특정 위치에 계량으로 반영된다. 아래 표가 그 대응 지도다.

제도 변화 효과가 충분히 실현될 경우 평균 NAV 할인율은 장기적으로 floor 수준(22~29%)까지 압축될 가능성이 있다. 본 보고서의 목표 할인율(35.3~40.9%)은 그 장기 시나리오가 아니라 12개월 내 확인 가능한 경로·성장만 반영한 보수적 중간 지점이다.

표 20. 글로벌 지주사 NAV 할인율 비교

국가/지역	대표 지주사	평균 NAV 할인율	주요 요인	제도 환경
일본	미쓰이/미쓰비시/이토추	12~18%	선진 거버넌스, 워런 버핏 매수, TSE PBR 1.0	TSE 자율 권고
유럽	Exor (피아트 모기업)	8~15%	장기 자본배분, 적극적 자회사 매각·매입	투명한 공시
미국	Berkshire Hathaway	-5~+5%	영구 자본, 자회사 인수합병 시너지	거버넌스 베스트 프랙티스
홍콩	장강실업/CK Hutchison	20~30%	가족 지배구조 + 다각화 복잡성	정치 리스크
한국	LG/SK/한화/CJ/LS	44~78% (평균 52%)	거버넌스·중복상장·복잡지배·자사주	상법 개정 진행

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 지주사 할인 요소 분석과 반영

요소	모델 반영 위치
① 거버넌스 리스크	앵커(밸류업실행 -17.0%p)·Trust축·floor 거버넌스 성분(스코어↓→floor↑)
② 자본배분 비효율	Trust 체크리스트·경로 프리미엄
③ 중복상장 복잡성	앵커 상수에 내재(중복상장 15%p)·floor cash-trap 성분(도달률↓→floor↑)
④ 비상장 가치 불확실성	앵커(net벌점)·CJ 이벤트 P_ipo=0.4·floor 세금앵커(배당 세누수) 성분
⑤ 자사주 축적	Trust 체크리스트 ①(24개월 내 소각 실행) · 의무소각
⑥ 매크로 환경	미반영
⑦ 유동성 프리미엄	floor 유동성 성분(구조 하한 약 8%p)
⑧ MSCI 미편입	미반영: 편입 진전 시 floor 하향

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 지주사 할인율 분석 결과

요인	LG	HD현대	한화	CJ	LS
기준 할인(회귀 상수)	59.4	59.4	59.4	59.4	59.4
밸류업 정량실행	-17	-17	-17	-17	-17
비상장 불투명성	0.0	3.4	0.5	6.4	1.8
가치확정 이벤트 가중	-	1.1	0.0	2.4	1.0
적정 할인율(구조 앵커)	42.4	46.9	43.0	51.2	45.3
12M 수렴속도 κ12M	0.42	0.36	0.32	0.34	0.32
경로 프리미엄	-2.5	-0.8	-0.0	-0.4	0.0
NAV 성장 할증	-4.6	-6.4	-8.6	-4.9	-4.4
목표 할인율	35.3	39.8	34.4	46.0	40.9
현 할인율(거래소)	50.2	53.8	48.4	57.0	54.6
잔차(현-목표)	14.9	14.0	14.0	11.0	13.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 목표 할인율 산정: 경로 스코어

목표주가는 두 층의 곱이다: **목표주가 = NAV × (1 − 목표 할인율) ÷ 자사주 제외 주식수.** 첫째 층 NAV는 Look-Through(투과 접근)로 계산한다: 상장 자회사는 시가총액×지분율, 비상장 자회사는 EBITDA×멀티플×(1-비유동성 할인)×지분율, 여기에 브랜드 로열티의 자본화 가치를 더하고 별도 순차입금과 본사비용의 자본화 가치를 차감한다. 지주 재무제표의 장부가가 아니라 자산의 실체를 투과해 보는 접근이다. 비유동성 할인은 기본 15%를, CJ올리브영(FY25 실측 EBITDA 10,058억원)은 pre-IPO 거래 실증의 중간 수준인 25%를 적용한다. LG는 별도 실측 임대수익(연 1,466억원)을 WACC로 무성장 자본화해 가산한다(본사비용 자본화와 대칭).

NAV와 In-Out은 서로 다른 층위다

본 보고서에서 NAV와 In-Out은 서로 다른 역할을 담당한다. NAV는 지주회사가 보유한 자산의 경제적 가치를 측정한다. 상장 자회사는 시가총액과 보유지분율을, 비상장 자회사는 이익과 적용 멀티플을 통해 평가하고, 여기에 브랜드 가치와 기타 자산을 더한 뒤 별도 순차입금과 본사비용을 차감한다.

반면 In-Out은 해당 자산가치가 실제 지주회사 현금과 최종 주주환원으로 전환되는 경로를 측정한다. 따라서 배당금수익과 계약수익을 NAV에 다시 가산하지 않으며, In-Out의 실측 결과는 NAV가 아니라 목표 할인율의 판단 근거로 사용한다.

이 구분은 동일한 개선 요인이 NAV와 할인율에 이중으로 반영되는 것을 방지한다. 자회사의 이익 증가와 비상장 자산의 재평가는 NAV를 높이고, 자회사 배당 확대와 지주회사의 환원정책 강화는 목표 할인율을 낮춘다. 목표주가의 변화가 자산가치 성장에서 나온 것인지, 주주 귀속 경로 개선에서 나온 것인지를 두 층으로 분리해 설명할 수 있다.

둘째 층 목표 할인율이 이 장의 본론이다. 목표 할인율은 애널리스트의 재량이 아니라 경로 스코어와 횡단면 회귀를 통해 산출한다.

경로 스코어는 앞서 언급한 주요 할인 요소(코리아 디스카운트 해부)가 결국 가리키는 주주 이익 환원과 자본배분 신뢰를 감안하여 산출하였다. 이는 자회사 현금이 주주에 도달하는 경로의 질을 3축으로 순위 정규화 후 가중(Trust 50/Conv 25/Cap 25)한 0~1의 값이다.

① Conversion(현금흐름 전환) = FY25 실측 귀속배당(DPS×실보유주식, 익금불산입 반영) ÷ FY26F 연결 지배순이익. 연결로 잡히는 이익 중 실제로 지주의 현금이 되는 비율: 경로의 '폭'이다.

② Capacity(환원 여력) = (귀속배당 + 브랜드 로열티 등 계약수익) ÷ 지주 배당총액. 지주단 유입이 주주 환원을 몇 배 감당하는지: 경로의 '지속 가능성'이다.

③ Trust(자본배분 신뢰) = 공시·집행 '사실'만 인정하는 체크리스트 5항목(①24개월 내 소각 실행 ②중간/분기배당 도입 ③정량 실행 ④이행 2년차 ⑤이행현황 공시, 각 1점). '검토'·'추진'은 0점: 경로의 '신뢰도'다.

이를 바탕으로 한 적정할인율 산식은 다음과 같다.

적정 할인율 = 구조 앵커(59.4 − 17.0×밸류업실행 + net벌점).

net벌점 = P_ipo×δ(비상장비중 비례, cap 6%p) + (1−P_ipo)×25.0×비상장비중×(1−ρ_retain).

목표 할인율 = max(floor, 적정 − 경로 프리미엄 − NAV 성장 할증).

NAV 성장 할증: 자산가치 성장을 목표 할인율에 반영

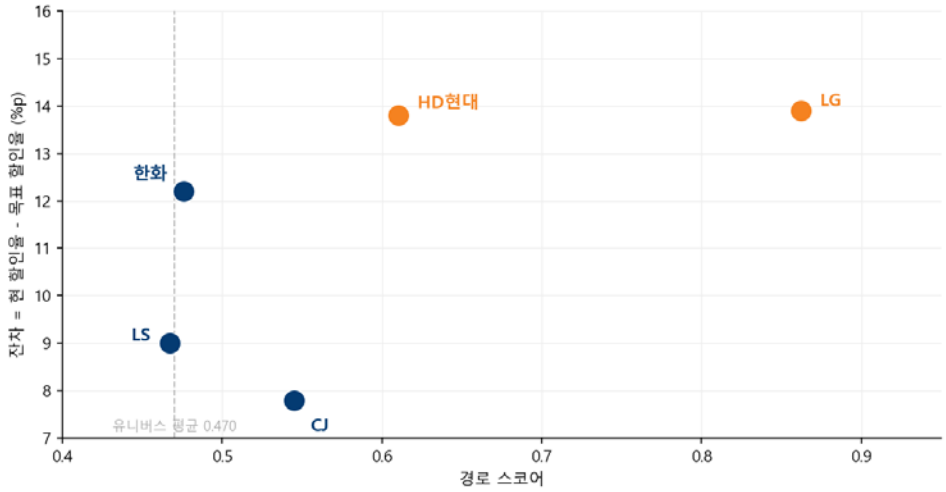
적정 할인율이 현 할인율보다 높은 종목(한화·LS)은 경로의 질만으로는 리레이팅 여력이 없다. 그러나 이들은 비상장 자산의 재평가·IPO(NAV 성장)라는 별도 상방을 갖는다. 이 성장을 NAV 성장 할증(= g×(1−적정할인))으로 계량해 목표 할인율을 적정 할인율에서 차감한다. 단 구조적 floor를 하한으로 둬(성장이 구조적 할인을 상쇄하지 못함), 목표 할인율이 floor 밑으로는 내려가지 않는다.

3. TOP PICKS 선정: LG, HD현대

2축 지도의 우상단, 즉 경로 스코어도 높으며, 잔차(현 할인율 – 목표 할인율)도 큰 종목이 Top Picks이다. 결과적인 현주가 대비 업사이드도 고려하였다. LG(스코어 0.862·잔차 +14.9%p·Upside +30.2%)와 HD현대(0.610·+14.0%p·+30.5%)가 여기 위치한다.

한화(+27.7%)는 분할 승인과 사업지주 현금흐름의 Capacity 반영, LS(+29.8%)는 IPO 촉매의 규제 반영, CJ(+25.4%)는 가치확정 이벤트(상장·합병) 대기와 상표권 규제 감안을 전제로 각각 매수의견을 제시한다.

그림 14. 경로 스코어 vs 잔차(현 할인율–목표 할인율) 산점도: 우상단이 Top Picks



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 주요 비상장 자회사·산업 현황: NAV 성장 할증 요소

종목	주요 비상장 자회사	산업	비상장 NAV 비중	성장 촉매
LG	CNS 상장완료 잠재적인 AI 비즈니스	–	0%	CNS AI/클라우드·엑사원 사업화· CNS 저평가 복원
HD현대	HD현대오일뱅크·로보틱스· 사이트솔루션	정유·로봇· 건설기계 지주	~28%	정제마진 회복·보수 멀티플(5.0x) 정상화 여지
한화	호텔앤드리조트·모멘텀· 로보틱스	레저·산업장비· 로봇	~3%(0.55조)	비상장 재평가·인적분할· 솔루션 지분 확대
CJ	CJ올리브영·푸드빌	뷰티 리테일·외식	~71%	fwd EBITDA 성장· 가치확정 이벤트(상장/합병 p=0.4)
LS	LS전선·LS MnM· 엠트론·아이앤디	전선/전력·소재	~26%	멀티플 peer 재평가·IPO 촉매

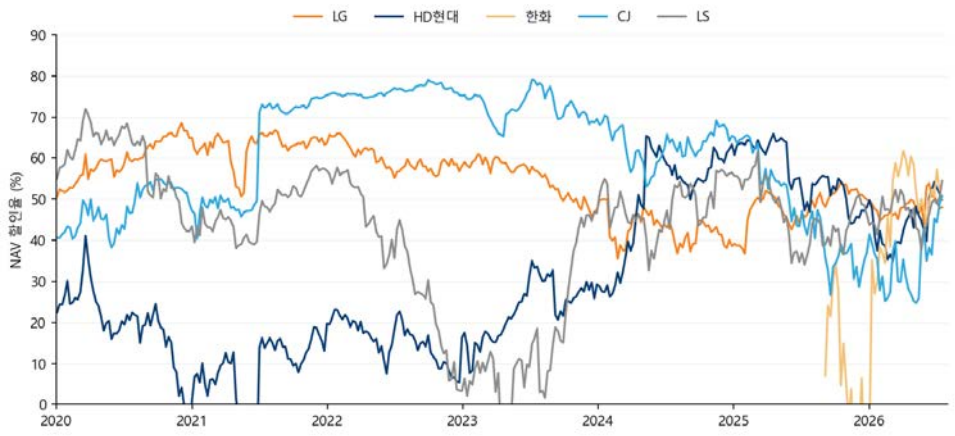
자료: 미래에셋증권 리서치센터

4. NAV 할인율의 수렴: 원인 분석

커버리지 5사의 NAV 할인율은 2024년을 기점으로 뚜렷이 수렴했다. 횡단면 표준편차가 2022~23년 27%p에서 2025년 4.5%p로 83% 축소된 뒤 3년간 낮게 유지돼(그림 16), 일시적 우연이 아닌 구조적 압축이다.

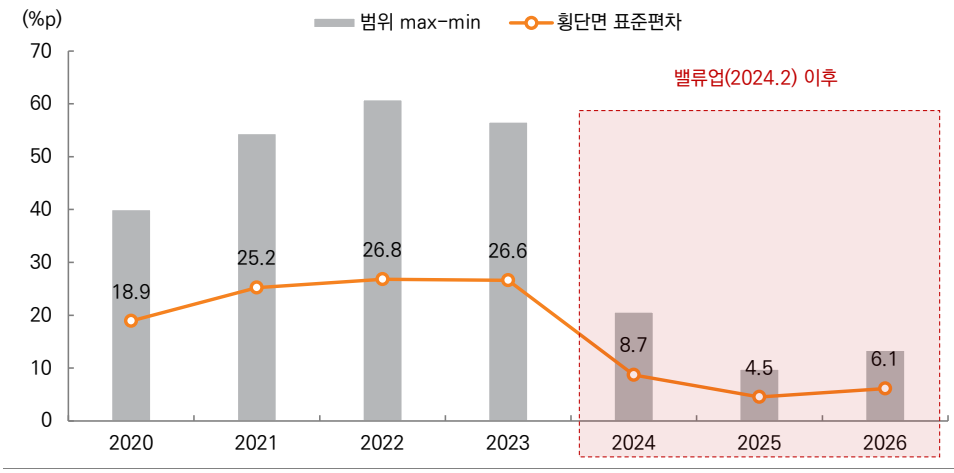
원인은 세 가지가 중첩된다. ① 양극단의 평균회귀: HD현대는 조선·전력 슈퍼사이클로 자회사 시총이 급등해 sum-of-parts 지연으로 할인이 확대(HD 2020~21년 평균 14% → 2026년 44%)됐고, CJ는 올리브영 가치 인식으로 할인이 압축(CJ 2022년 76% → 2026년 35%)됐다. ② 공통: 밸류업 프로그램(2024.2)과 거버넌스 개혁이 전 지주사를 공통의 구조적 할인 밴드로 리레이팅했다(σ 급감 시점이 촉매와 일치). ③ 구조 앵커로의 수렴: 최근 클러스터(~45~50%)가 모델의 구조 앵커 밴드(42~53%)와 일치한다. 개별 프리미엄/할인이 씻겨나가고 구조가 지배하는, 이해관계 일치 기간(Alignment Window)의 실증이다. 단 일부는 공통 시장 베타에 따른 기계적 동반이며, 2026년 σ가 소폭 재확대(CJ 재이탈)돼 영구적 수렴은 아니다.

그림 15. 커버리지 5사 NAV 할인율 주간 추이



자료: KRX, DART, 미래에셋증권 리서치센터.

그림 16. 커버리지 4사 NAV 할인율 횡단면 분산 추이



주: 한화는 시계열 이슈로 제외
자료: KRX, DART, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 주요 지주/복합기업 할인율 분석

종목	경로 스코어	현 할인율	목표 할인율	잔차(현-목표, %p)	해석
LG	0.862	50.20%	35.30%	14.9	경로 1위, 목표 대비 초과 할인 최대 (Top Pick)
HD현대	0.610	53.80%	39.80%	14.0	Capacity 최상급 + g 12% : 잔차 2위 (Top Pick)
한화	0.476	48.40%	34.40%	14.0	분할 승인·사업지주 FCF 반영 후에도 과할인
LS	0.467	54.60%	40.90%	13.7	규제 역풍 반영: 촉매 공시가 상방 트리거
CJ	0.545	57.00%	46.00%	11.0	현 할인이 앵커(51.2%)를 크게 웃도는 과할인 : 잔차의 본체는 성장 할증
SK*	0.547	43.50%	-	-	비커버(참고): 적정(43.1%) 대비 +0.4%p, 스퀘어 가치 선반영
삼성물산*	0.597	49.50%	-	-	비커버(참고): 적정(59.6%) 대비 -10.1%p, 시행 공시 시 재평가
두산*	0.360	40.60%	-	-	비커버(참고): 적정(54.4%) 대비 -13.8%p, 로보틱스·에너빌리티 성장 선반영

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 업종별 비상장 자회사 EV/EBITDA 멀티플 가정

산업	멀티플	적용 자회사	근거
정유	5.0x	HD현대오일뱅크	through-cycle 4~6x 중하단(SK이노·S-Oil·GS칼텍스 참조)
전선·HVDC	9.0x	LS전선	글로벌 케이블(Prysmian·Nexans) 10~14x 하단 대비 보수화
소재(구리)	6.0x	LS MnM	글로벌 제련(Aurubis·Boliden) 5~6x — 고려아연 분쟁 프리미엄 배제
뷰티 리테일	9.0x	CJ올리브영	글로벌 뷰티리테일 대비 보수화·DLOM 25% 병행
외식·F&B	8.0x	CJ푸드빌	글로벌 외식 peer 6~8x 상단
기계	7.0x	LS엠트론	트랙터·기계 peer 중하단
호텔·리조트	장부가	한화호텔앤드리조트	(주)한화 타법인출자 장부가 2,491억원(지분 49.8%)
산업장비	장부가	한화모멘텀	타법인출자 장부가 2,383억원(지분 100%)
로봇	장부가	한화로보틱스	타법인출자 장부가 628억원(지분 68.0%)
산업용 로봇	PSR 6.0x	HD현대로보틱스	비상장 성장주 PSR 적용
건설기계 중간지주	listed proxy	HD현대사이트솔루션	건설기계 시총×37.59%×1.0881(자체기여)×지분 100%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

리스크와 향후 체크리스트

시장 리스크: 본 밸류에이션은 NAV의 대부분이 상장 자회사 시총이므로 방산·조선·전력 등 자회사 업황의 되돌림은 목표주가에 직결된다. 성장 선반영이 풀릴 때 할인 축소가 아니라 NAV 축소로 조정받는다. NAV 성장 할증 원칙은 할인 확대를 전망하지 않을 뿐, NAV 하락을 방어하지 않는다.

정책 리스크: 배당 분리과세의 입법 지연·일몰, 자사주 의무소각 규정의 후퇴, 상법 개정 시행령의 후퇴는 레짐 전환의 미시적 기초를 약화시키며, 이 경우 경로 스코어가 같아도 floor가 올라 적정 할인율 전반이 상향(목표주가 하향)된다.

규제 리스크: 공정위는 한화(6/23~)와 CJ(7/10~) 계열의 상표권 사용료 산정 합리성에 대한 현장조사에 착수했다. 그룹 연간 로열티는 LG 3,545억원·SK 3,109억원·한화 1,796억원·CJ 1,347억원 규모로, 조사가 여타 그룹으로 확대될 가능성이 있다. 사용료율 인하로 귀결되면 ① NAV의 브랜드 자본화 가치(LG 5.0조·CJ 2.07조·HD현대 1.0조·한화 0.73조·LS 0.58조) 차감, ② Capacity의 계약수익 축소를 통해 경로 스코어와 적정 할인율에 하방 요인이 된다. 로열티가 배당 방어선인 LG·CJ의 Adjusted Coverage 평가에 직결되므로 분기 재채점의 상설 점검 항목에 포함한다.

이벤트 리스크: 한화의 분할과 같은 이벤트는 NAV 구성·별도 손익·배당원이 동시에 바뀌는 이벤트로, 분할 브리지 검증 전까지 한화의 경로 지표는 pro-forma다. 분할 후 규칙 기반 환원이 공시되면 상방, 이벤트 소진으로 판명되면 스코어 하향 요인이다. 1차 게이트인 7/15 임시주총은 원안 가결로 통과했다. 다음 확인 지점은 분할 후 환원 규칙 공시다. 이행 리스크. Trust는 공시 사실의 채점이므로 미이행이 확인되는 순간(첫 소각 지연·이행현황 미공시·정책 공백 장기화) 재채점으로 스코어가 하락하며, β를 타고 적정 할인율·목표주가가 기계적으로 하향된다. 이 프레임은 상방만이 아니라 하방으로도 자동 작동한다.

경로 스코어 밸류에이션은 1회성 스냅샷이 아니라 끊임없는 재산정 체계이다. 아래 항목을 분기마다 점검하고, 변동 시 스코어→적정 할인율→목표주가를 재산정한다.

표 26. 향후 스코어 재산정을 위한 체크리스트

점검 항목	원천	스코어 연결
지주 배당금수익·현금수취액·배당총액 및 배당커버리지	별도 재무제표·수시공시	Capacity
Trust 5항목 재채점(소각·중간배당·시행·연차·이행공시)	밸류업 공시·이사회 결의	Trust
연결 지배NI 컨센·모델 갱신(FY26F→forward 롤링)	모델·컨센서스	Conversion 분모
NAV 엔진 갱신(자회사 시총·비상장 EBITDA·순차입)	KRX·DART	현 할인율·목표주가
한화 분할 이행(브리지 정합·NewCo 편입·환원 규칙 공시)	분할 공시·상장 심사	한화 스코어·NAV 재기준
정책 트래킹(분리과세·의무소각·상법 시행령)	국회·금융위	floor·레짐 판정
잔차 재산정·의견 정합(과할인 소진 시 목표 달성 판정)	본 산식	투자의견

자료: 미래에셋증권 리서치센터

부록: 법령·방법론 주석

1. 법령 상세 가이드 및 조문 요약

A-1. 상법 주요 개정 조문

제382조의3 (이사의 충실의무 확대)

기존: '이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.' 개정: '이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. 이 경우 이사는 총주주의 이익을 보호하고 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다.' (상법 개정 공포 2025.7.22, 시행 2025.7.22)

제341조 (자기주식 의무소각): 2026.3.6 시행

원칙: 자기주식을 취득한 회사는 취득일로부터 1년 이내에 소각하여야 한다. 예외 사유: ① 임직원 주식매수선택권 행사, ② 주식교환·합병 등 법정 사유, ③ 주주총회 승인에 따른 보유·처분 계획 공시. 위반 시 이사 1인당 최대 5,000만원 과태료. 경과조치: 기존 보유 자기주식은 18개월(2027.9.6)까지 처리 또는 주총 공시 의무.

집중투표제 의무화: 자산 2조원 이상, 2026.9.10 시행

자산총액 2조원 이상 상장회사는 정관에 집중투표 배제 규정을 둘 수 없으며, 주주는 1주당 선임할 이사 수에 해당하는 의결권을 가진다.

3% 룰 강화: 2026.7.15 시행

감사위원이 되는 이사를 선임 또는 해임할 때, 최대주주/특수관계인의 합산 의결권을 3%로 제한.

A-2. 조세특례제한법: 고배당기업 분리과세

조세특례제한법 제104조의27 (가칭 '고배당기업 분리과세'). 시행일 2026.1.1

- 적용 대상: 배당성향 40% 이상 또는 '배당성향 25%+ 배당금 YoY 10%+ 증가' 기업
- 주주 선택권: 일반 배당소득 종합과세(최고 49.5%) vs 분리과세(약 30%) 중 선택
- 부가: 감액배당(자본준비금 감액 활용) 시 비과세 처리 가능

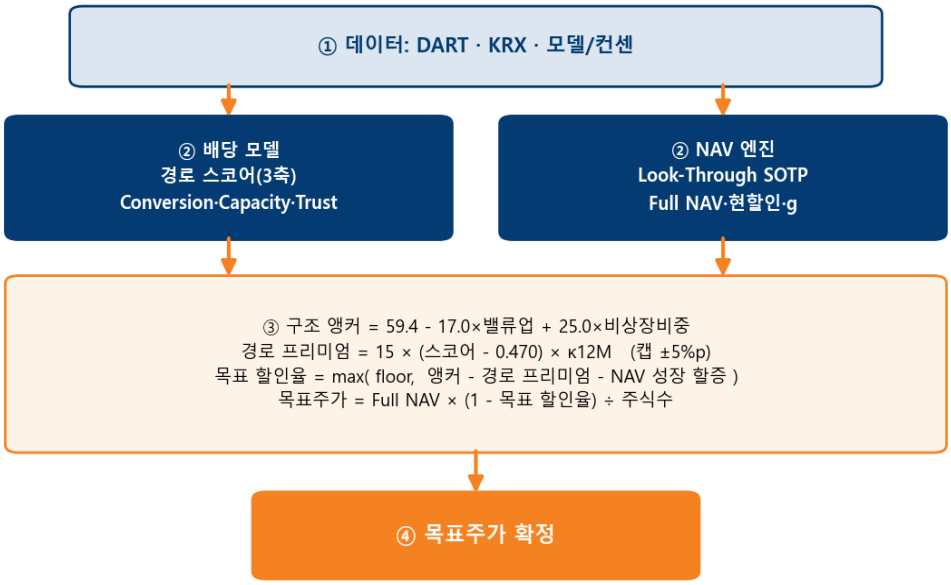
A-3. 거래소 상장·공시규정: 중복상장 원칙 금지(의결 절차 진행 중)

- 모회사 상장 시 자회사 신규상장 원칙 금지
- 예외 허용 요건 엄격화 (자회사의 사업독립성, 모회사 주주 동의, 거래소 심사)
- 모회사 이사회의 자회사 상장 영향 평가·공시 의무 강화
- 기존 중복상장 기업의 거버넌스 강화 권고

2. 방법론: 경로 스코어 밸류에이션

전 과정은 하나의 파이프라인으로 흐른다. DART·KRX·모델 데이터가 두 도구(배당 모델·NAV 엔진)로 들어가 경로 스코어와 NAV를 만들고, 회귀·산식이 적정 할인율과 두 차감항을 거쳐 목표 할인율·목표주가를 확정한다. 스냅샷이 아닌 재산정 체로, 공시 이벤트(소각·배당·분할·IPO) 발생 시 스코어→앵커→목표주가가 갱신될 수 있다.

그림 17. 밸류에이션 오케스트레이션: 데이터 → 두 도구 → 산식 → 목표주가



자료: 미래에셋증권 리서치센터.

목표주가는 두 층의 곱이다: 목표주가 = NAV × (1 − 목표 할인율) ÷ 자사주 제외 주식수(백원 단위에서 반올림해 천원 단위로 확정). NAV는 NAV 엔진이, 목표 할인율은 배당 모델과 횡단면 회귀가 담당한다. ① 배당 모델은 DART 공시 실측으로 자회사→지주→주주 현금 경로를 3축(Conversion·Capacity·Trust)으로 채점해 경로 스코어(0~1)를 만들고, ② NAV 엔진은 KRX 시세·DART 재무를 주간 단위로 자동 수집해 상장 시가×지분, 비상장 EBITDA×멀티플, 브랜드 자본화, 순차입·본사비용을 결합한 NAV와 현 할인율을 산출한다. 주식수는 총발행주식수가 아니라 자사주 제외 유통주식수를 실제 산정 기준으로 사용한다(HD현대 10.54%·LS 13.5%·CJ 7.3% 자사주 제외 반영).

목표 할인율의 이중층: 첫째 층 구조 앵커는 A-clean 30사 횡단면 회귀(59.4 − 17.0×밸류업실행 + net벌점; net벌점 = P_ipo×δ(비상장비중 비례, cap 6%p) + (1−P_ipo)×25.0×비상장비중×(1−ρ_retain); Huber, A-clean n=30)로 시장이 유사 구조에 매기는 평균 할인율이고, 둘째 층에서 경로 프리미엄($\gamma\hat{}$×(스코어−0.470)×κ12M(=0.321+0.255×(스코어−0.470)), $\gamma\hat{}$=15·캡 ±5%p)과 NAV 성장 할증(g×(1−적정))을 차감한다. 종목별 floor(22.5~29.5%)가 하한이다. 잔차 = 현 할인율 − 목표 할인율이 남은 리레이팅 여력이며, 경로 스코어와 함께 Top Pick 선정의 2축이다.

3. 정량 분해: 앵커·경로·floor·할인 해소

본 절은 목표 할인율을 구성하는 세 축 – 구조 앵커·경로 프리미엄·floor – 을 종목별로 계량 분해한다. 모든 수치는 커버리지 5사 목표주가(LG 120,000·HD현대 245,000·한화 107,000·LS 316,000·CJ 156,000원)를 그대로 재현한다.

표 27. 구조 앵커 상수(59.4%p)의 코리아 디스카운트 요소

구조 요소	할인 기여(%p)
③ 모자 동시상장(중복상장) 복잡성	15.0
① 거버넌스·이해상충(대리인비용)	16.0 (커밋 −17.0 상쇄)
이중 레버리지(지주+자회사 차입)	8.0
④ 세금·배당 pass-through 마찰	7.0
⑦ 유동성·투자자기반 부족	8.4
⑥·⑧ 정보비대칭·기타	5.0
= 구조 앵커 상수	59.4
(−) 밸류업 정량실행 커밋	−17.0
= 커밋 후 구조 기저	42.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터.

구조 앵커의 상수(59.4%p)는 코리아 디스카운트의 구조 요소로 귀속된다. 중복상장 복잡성(15%p)과 거버넌스·이해상충(16%p)이 절반 이상을 차지하며, 밸류업 정량실행 커밋(−17.0%p)은 주로 거버넌스 요소를 상쇄해 실행 후 구조 기저 42.4%p를 남긴다. 여기에 비상장 불투명성의 net벌점(= P_ipo × δ(비상장비중 비례, cap 6%p) + (1−P_ipo) × 25.0 × 비상장비중 × (1−ρ_retain))이 종목별로 가산돼 앵커가 확정된다.

표 28. 커버리지 5사 floor 8요소

floor 요소	LG	HD현대	한화	CJ	LS
세금앵커 ④(세누수+실현세)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
유동성 ⑦(구조 하한)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
cash-trap ③(도달률 구동)	+0.0	+4.0	+5.0	+8.0	+8.0
거버넌스 floor ①(스코어 구동)	+2.5	+5.5	+4.0	+4.5	+7.2
(−) 현금화완화(IPO)	0.0	0.0	0.0	−8.0	−8.0
= floor (%)	22.5	29.5	29.0	24.5	27.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

floor는 이 구조 기저의 하한을 8요소 라벨로 매핑한 값이다. BASE 20%p는 세금앵커(④ 비상장 배당 세누수+실현세, 약 12%p)와 유동성(⑦, 약 8%p)으로 구성되고, 여기에 도달률로 구동되는 cash-trap(③)과 스코어로 구동되는 거버넌스 floor(①)가 가산된다. LS·CJ는 IPO·현금화 catalyst가 trapped 비상장가치를 현금화해 floor를 8%p 완화한다. 5사 floor는 22.5(LG)~29.5%(HD현대).

경로 프리미엄은 스코어가 유니버스 평균(0.470)을 웃도는 만큼을 실증 기울기 $\gamma\hat{}15$와 12개월 수렴속도 κ12M로 환산해 목표 할인율을 낮춘다(부표 C). 캡 ±5%p 적용 시 LG −2.48%p로 가장 크고, 스코어가 평균 부근인 한화·LS는 ±0.1%p 미만으로 사실상 중립이다. NAV 성장 할증(g×(1−앵커))은 비상장 성장 여지가 큰 CJ(−9.4)·HD현대(−8.0)에서 크게 작용한다.

경로의 진짜 효과는 '얼마나 낮추나'(레벨)가 아니라 '얼마나 빨리 닫히나'(속도)에 있다(부표 D). 총여력(현 할인율−목표 할인율)은 κ12M의 속도로 수렴하며, 스코어 최고인 LG가 1년 −5.9%p로 가장 빠르고 CJ가 −2.7%p로 가장 느리다. 목표 할인율 완전 도달은 2~3년이 걸려 12개월 목표는 보수적 중간점이다.

표 29. 경로 프리미엄·12M 수렴속도(κ) 분해

경로 항목	LG	HD현대	한화	CJ	LS
경로 스코어(A-clean 30사 순위)	0.862	0.610	0.476	0.545	0.467
스코어 − 평균 0.470	+0.392	+0.140	+0.006	+0.075	−0.003
κ12M = 0.321+0.255×⊿	0.421	0.357	0.322	0.340	0.320
$\gamma\hat{}15$ × ⊿ (캡 전, %p)	+5.88	+2.11	+0.09	+1.12	−0.04
(−) 경로 프리미엄(캡후, %p)	−2.48	−0.75	−0.03	−0.38	+0.01
(−) NAV 성장 할증 g×(1−앵커)	−4.61	−6.37	−8.56	−4.88	−4.38

주: κ12M은 백테스트 실측 12개월 수렴속도. 프리미엄 부호(−)는 목표할인 인하(주가 상방).
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 경로 스코어에 따른 NAV 할인 해소

할인 해소	LG	HD현대	한화	CJ	LS
현 할인율(%)	50.2	53.8	48.4	57.0	54.6
목표 할인율(%)	35.3	39.8	34.4	46.0	40.9
총여력 = 잔차(%p)	14.9	14.0	14.0	11.0	13.7
12M 수렴속도 κ12M	0.42	0.36	0.32	0.34	0.32
1년 해소(%p)	−6.3	−5.0	−4.5	−3.7	−4.4
3년 누적 해소(%p)	−12.0	−10.3	−9.6	−7.8	−9.4
1년 후 할인율(%)	43.9	48.8	43.9	53.3	50.2

주: 1년=κ12M×총여력, 이후 잔여 갭 복리 수렴. 목표(35.9~43.9%) 완전 도달은 2~3년(12M 목표는 보수적 중간점).
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

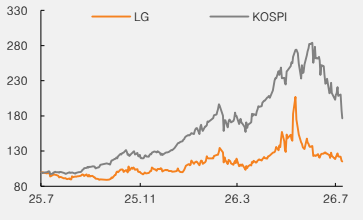
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.7.30

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**120,000원**
현재주가(26/7/29)	92,200원
상승여력	30.2%

영업이익(26F,십억원)	1,726
Consensus 영업이익(26F,십억원)	1,632
EPS 성장률(26F,%)	86.1
MKT EPS 성장률(26F,%)	261.0
P/E(26F,x)	10.7
MKT P/E(26F,x)	6.2
KOSPI	5,663.24
시가총액(십억원)	13,940
발행주식수(백만주)	151
유동주식비율(%)	56.6
외국인 보유비중(%)	36.8
베타(12M) 일간수익률	0.73
52주 최저가(원)	71,300
52주 최고가(원)	165,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.5	-0.2	16.1
상대주가	35.6	-8.0	-33.8



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

003550 · Biz플랫폼

LG

지분법 지주의 정석: 자회사 가치의 거울

투자의견 목표주가 120,000원 및 매수 의견으로 분석 개시

LG에 대해 목표주가 120,000원 및 매수 의견으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 목표 할인율 35.3%에 NAV 28.01조원을 반영하여 산출하였다. 현 할인율 50.2%와 목표 35.3%의 간극 14.9%p(현-목표 잔차)가 시장이 아직 반영하지 않은 '경로의 질 + 성장'이다. 장기적인 리레이팅 요인이다.

동사에 대한 투자포인트는 ① AI 모멘텀(엑사원·LG CNS·그룹 AX의 성장 모멘텀, +3.0조 NAV 확대 가능성)이 기대되고, ② 밸류업 이행력은 커버리지 최상(ROE·60% 환원·2026 전량소각 실행, 유일 2년차 이행) 수준이다. ③ 브랜드 로열티 자본화 가치도 높다.

순수지주, NAV의 74%가 상장 자회사 시가

LG는 2003년 국내 최초로 지주회사 체제로 전환한 순수지주회사로, 자체 영업 없이 브랜드 로열티·상장/비상장 자회사 배당·비상장 자산 가치로 수익을 창출한다. NAV 28.01조원의 대부분 (74%, 20.7조)가 상장 자회사 시가로 매일 검증되는 점이 여타 지주 대비 본질적 차별점이다.

LG전자(10.5조), LG화학(7.0조)이 NAV의 절반 이상으로 2025년 2월 상장한 LG CNS 3.3조가 AI 리레이팅 성장 축을 담당한다. 구광모 회장을 정점으로 한 순환출자 없는 단순 수직 지배구조를 갖추었다.

선도적인 기업 가치 제고 계획: 효율적 자원 배분 가능

LG는 2024년 11월 국내 지주사 중 선도적으로 기업가치 제고 계획을 공시하고, 2025년 11월 이행현황까지 공시한 커버리지 내 유일한 '2년차 이행' 종목이다. 핵심 약속은 ① 재무목표 ROE '27년 8~10% 지향, ② 주주환원 - 자사주 전량 소각('26년까지)·배당정책 개선(별도 순이익 50%→60% 이상 환원)·중간(반기)배당 실시, ③ 효율적 자원배분을 통한 ROE 개선 선순환이다.

리스크는 ① NAV 80%가 시가로 자회사(전자·화학) 주가 하락에 따른 NAV 하락 가능성, ② 주주환원 이행 지연·강도 약화, ③ WACC 상승 시 브랜드·본사비용 자본화 가치 축소 등을 들 수 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	7,176	7,253	7,243	7,873	8,617
영업이익 (십억원)	967	912	1,726	1,729	1,974
영업이익률 (%)	13.5	12.6	23.8	22.0	22.9
순이익 (십억원)	575	737	1,339	1,407	1,537
EPS (원)	3,585	4,628	8,612	9,122	9,966
ROE (%)	2.2	2.6	4.5	4.5	4.8
P/E (배)	20.1	17.4	10.7	10.1	9.3
P/B (배)	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	4.3	3.8	5.4	5.6	6.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG, 미래에셋증권 리서치센터

1. 밸류에이션 및 투자 포인트

목표주가 120,000원 및 매수 의견으로 커버리지 개시

LG에 대해 목표주가를 120,000원으로 제시하고 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표 할인율은 이중층 구조로 도출하였다. 당사 모델에 따라 할인율산정과 NAV 추정치를 통해 산출하였다. LG의 적정 할인율은 42.4%다. 여기에 ① 경로 프리미엄 2.5%p: 3축(Conversion·Adjusted Coverage·Trust) 경로 스코어 0.862의 유니버스 평균(0.470) 대비 초과분($\gamma\hat{}$=15.0×κ12M, 캡 ±5%p) ② NAV 성장 할증 4.6%p: g 8.0%(8% = CNS AI/클라우드 + 엑사원 잠재성)을 감안했다. NAV 28.01조원은 상장자회사 20.67조원(LG전자·화학·CNS·유플러스·생활건강)에 브랜드·임대 자본화 6.67조원과 순현금 1.35조원을 더하고 본사비용 0.68조원을 차감해 산출했다.

목표 할인율은 35.3%이며, NAV 28.01조원에 적용해 목표주가 120,000원, 현재가 92,200원 대비 상승여력 +30.2%이다. 현 할인율 50.2%와 목표의 간격은 시장이 아직 매기지 않은 경로의 질과 성장의 값이다.

밸류에이션의 핵심은 현재 50.2%에 달하는 NAV 할인율이 목표 35.3%로 축소되는 리레이팅 시나리오다. LG의 NAV는 상장 자회사 귀속가치가 20.67조원으로 전체의 74%를 차지한다. 브랜드·임대 자본화 6.67조원, 순현금 +1.35조원이 더해지고 본사비용 −0.68조원이 차감된다. 밸류에이션 대부분이 시가로 확인 가능한 자산으로 구성되어 할인율 축소를 정당화할 근거가 여타 지주사보다 명확하다.

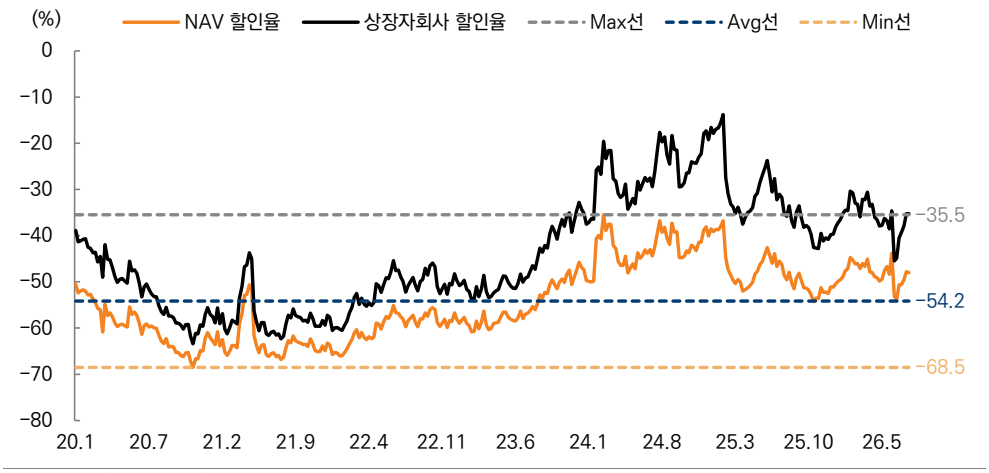
할인율 축소 촉매는 셋이다. ① 2025년 2월 LG CNS 상장으로 비상장 저평가되던 IT서비스 자산이 시장가로 현실화되고, ② 자사주 소각을 포함한 주주 환원이 실제 집행으로 입증될 것으로 보이며, ③ 지배구조 준수율 93.3%가 코리아 디스카운트 해소 국면에서 프리미엄 요인으로 작용한다.

표 31. LG NAV 브릿지 및 목표주가 산정 (조원)

구분	값	비고
상장 자회사 합계	20.67	
· LG전자	8.6	시총×지분 35.3%
· LG화학	5.7	시총×지분 34.95%
· LG CNS	2.6	시총×지분 44.96%
· LG유플러스	2.3	시총×지분 38.3%
· LG생활건강 등	1.4	시총×지분 34.7%
(+) 브랜드 로열티	6.67	로열티 자본화 5.00 + 임대수익 자본화 1.67
(+) 순현금	1.35	별도 BS 순현금
(−) 본사비용	−0.68	별도 SG&A/WACC 자본화
NAV	28.01	합계
현재 시가총액	13.94	92,200원 × 자사주 제외 주식수
현 할인율	50.20%	1 − 시총/NAV
목표 할인율	35.30%	max(floor, 앵커−프리미엄−성장할증)
주식수	151,192,004	자사주 제외
목표주가(원)	120,000	
Upside	30.20%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. LG Historical NAV 할인율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: 밸류업의 정석

① AI 모멘텀: 엑사원·CNS·그룹 AX가 여는 NAV 확대 경로

LG의 AI 자산은 '연구'에서 '산업 실증'으로 넘어왔다. LG AI연구원의 엑사원은 정부 K-AI 국가대표 파운데이션 모델로 선정(2026.1)돼 글로벌 오픈웨이트 최고 수준을 목표로 하는 K-엑사원 로드맵(MWC 2026)을 공개했고, 멀티모달 엑사원 4.5를 오픈웨이트로 공개했다. 산업 적용은 이미 매출 접점에 있다.

탈모 신소재 '람시딜'(LG생활건강, 42만개 후보물질을 하루 만에 스크리닝, 상용화 준비), GS칼텍스와 AI 데이터센터 액침냉각유 개발, 금융 특화 EXAONE BI의 런던증권거래소그룹(LSEG) 경유 미국 서비스 출시와 코스콤 계약(한·미 8,000종목 일일 분석), 국민연금 데이터 파운드리 시범(데이터 생산성 1,000배)이 그것이다. 누적 논문 363편·특허 838건은 옵션의 기술적 실체다.

수익화의 관문은 LG CNS다. 1Q26 매출 1조3,150억원 중 AI·클라우드가 7,654억원(58.2%)으로 절반을 넘었고 영업이익은 +19.4% 성장했다(AI DC 수주 효과). 2026년 컨센서스는 매출 6.63조(+8.2%)·영업이익 6,193억(+12.2%)이다. 협업역시 빅테크와 전방위적으로 일어나고 있다. OpenAI 리셀러·기업 도입 파트너(2월), Palantir Foundry·AIP(3월), Azure·AWS·Google Cloud 3사 생성형 AI 인증을 들 수 있다. 그룹은 파주에 GPU 12만장·200MW 규모 국내 수도권 최대 AI 데이터센터를 2027년 준공 목표로 구축 중이며(전자·에너지솔루션·CNS 결집), 휴머노이드 KAPEX의 두뇌로 엑사원을 쓰는 피지컬 AI까지 로드맵이 이어진다.

표 32. LG그룹 AI 밸류체인 – 실증과 NAV 경로

주체	현황·실증	협업	NAV 반영 경로
LG AI연구원 (엑사원)	K-AI 국가대표 선정, 엑사원 4.5 오픈웨이트, 람시딜·액침냉각유·EXAONE BI·데이터 파운드리	LSEG·코스콤·국민연금·GS칼텍스	g +3.0%p(사업화 옵션)
LG CNS	AI·클라우드 매출 58.2%(1Q26), OP +19.4%, AI DC 수주	OpenAI·Anthropic·Palantir, Azure·AWS·GCP 인증	상장 지분가치 3.1조 리레이팅 + g +2.3%p
파주 AIDC (그룹)	GPU 12만장·200MW, '27 준공	전자·에너지솔루션·CNS	CNS DC 매출·피지컬 AI 옵션
계열 AX (전자·화학·생건 등)	신소재·제조 AX 내재화, 그룹 전사 Claude 도입	엑사원 + 빅테크 병행	자회사 이익률 개선 → 시총 경유

자료: LG, LG CNS, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

이를 NAV로 계량하면 다음과 같다(12M, 당사 추정). 기준 시나리오에서 ① CNS AI·클라우드 매출 성장(연 15%)과 글로벌 AX peer 대비 멀티플 정상화로 지분가치 3.3조원 → 4.1조원(+0.8), ② 엑사원 사업화(BI·파운드리·신소재 라이선스 2028F 매출 1,000억~2,000억원 × PSR 8~10), ③ AIDC·피지컬 AI 옵션 +0.2조원이다. 합계 +1.4조로 NAV가 28.01조원 → 29.4조원(+4.8%)로 확대된다. 강세 시나리오(+3.0조, +10%: 엑사원 유료계약 확산·CNS AI 매출 비중 60%+·AIDC 조기 가동)가 확인되면 g 상향으로 목표주가 추가 상향이 가능하다.

표 33. AI발 NAV 확대 시나리오

시나리오	핵심 가정	NAV 증분
보수	CNS 성장 유지, 엑사원 사업화 지연	+0.5조 (+1.7%)
기준	CNS 리레이팅 +0.8조, 엑사원 옵션 +0.4조, AIDC +0.2조	+1.4조 (+4.8%)
긍정	엑사원 유료계약 확산·AI 매출 60%+·AIDC 조기 가동	+3.0조 (+10.3%)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

② 밸류업 이행력 최상

LG는 2024년 11월 국내 지주사 중 선도적으로 기업가치 제고 계획을 공시하고, 2025년 11월 이행현황까지 공시한 커버리지 내 유일한 '2년차 이행' 종목이다. 핵심 약속은 ① 재무목표 ROE '27년 8~10% 지향, ② 주주환원 – 자사주 전량 소각('26년까지)·배당정책 개선(별도 순이익 50%→60% 이상 환원)·중간(반기)배당 실시, ③ 효율적 자원배분을 통한 ROE 개선 선순환이다. 거버넌스로 보상위원회를 신규 설치했다.

표 34. LG 밸류업 이행현황

항목	계획	이행 실적	판정
ROE 목표	'27년 8~10%	연결 ROE 개선 추진	진행
배당정책	별도 순이익 60%+ (기존 50%)	FY25 배당성향 64.9%	초과달성
중간배당	반기배당 도입	FY25 첫 중간배당 주당 1,000원	완료
자사주 소각	'26년 전량 소각	24개월 5건(2025 4,102억+2026 3,300억)	이행 중

자료: 미래에셋증권 리서치센터

LG의 배당은 자회사→지주→주주로 이어지는 look-through 구조다. 상장 자회사(LG전자·화학·CNS·유플러스·생건)가 지분율대로 배당을 지급하면 LG가 별도 배당수익(FY25 약 3,581억원, 상장 귀속 3,354억+비상장)으로 수취한다. 이 과정에서 법인세법 §18-2 익금불산입(지분 ≥50% 100%·20~50% 80% 비과세)이 적용돼 지주 단계 세누수가 4~5%로 작다. LG는 이 배당수익에 브랜드 로열티·임대·보유현금을 더해 FY25 현금배당 4,782억원(DPS 3,100원, 성향 64.9%)과 자사주 소각 4,102억원, 총 8,884억원을 주주에게 환원했다. 주주환원 총액이 별도 배당수익을 2.5배가량 상회해 환원 재원 커버리지가 견고하다.

③ 비교적 모범적인 지배구조

동사는 실제로 2024년 11월 정량목표(ROE 8~10%·60% 환원·2026 전량소각)에 이어 2025년 첫 중간배당(1,000원, 1,542억)·배당성향 64.9%를 실행했다. 자사주 소각은 2025년 4,102억(3회)에 2026년 800억·2,500억이 더해지며, 광화문빌딩 매각대금 환원까지 규모·속도·신뢰도가 최상위로 지속적 할인 축소 동력이 된다.

2. 기업 소개

LG는 2003년 국내 최초로 지주회사 체제로 전환한 순수지주회사로, 자체 영업활동 없이 자회사 지분 보유·관리와 브랜드 로열티 수취로 수익을 창출한다. 전자·화학·통신·IT서비스·소비재에 걸친 국내 대표 산업 포트폴리오를 자회사로 지배한다. 별도 영업수익은 브랜드 로열티·배당금·임대수익으로 구성되며 연 8,800억~9,700억원 수준이다.

사업모델은 세 현금흐름 원천으로 요약된다. ① 자회사가 쓰는 'LG' 브랜드 로열티(계약 기반 경상수익, NAV 상 5.0조 자본화). ② 상장·비상장 자회사 배당금(지분·순이익·성향 연동). ③ 부동산 임대수익. 순수지주 특성상 연결 실적보다 자회사 개별가치 합산 NAV와 지주 할인율 변동이 주가를 결정한다.

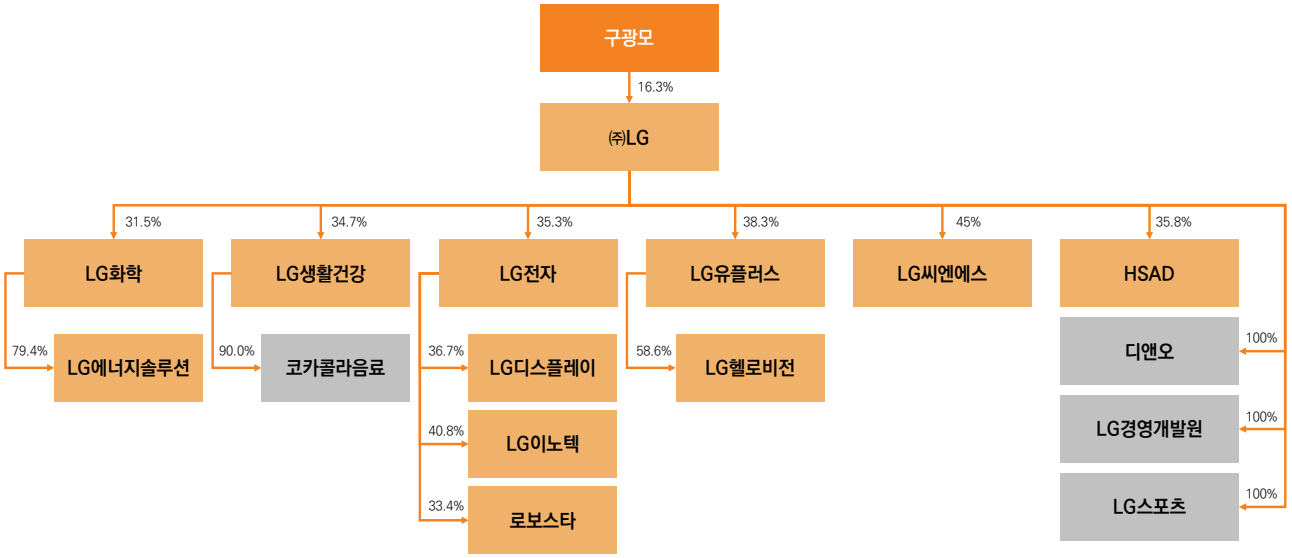
지배구조 및 주주구성

LG전자는 LG이노텍(40.8%), LG화학은 LG에너지솔루션(79.4%)·팜한농(100%), LG유플러스는 LG헬로비전(58.6%)을 손자회사로 지배한다. LGES는 LG화학 경유 간접보유로 NAV 이중계산 방지 차원에서 별도 가산하지 않는다.

동사의 지배구조는 구광모 회장을 정점으로 하는 4세 경영 체제로, 순환출자 없는 단순 수직 지배구조가 특징이다. 지주사가 자회사를, 자회사가 손자회사를 지배하는 명료한 구조로 지배구조 리스크가 낮고 NAV 산정 시 지분관계 해석이 단순하다. 이 투명성은 5사 최고인 준수율 93.3%로 뒷받침된다.

주주구성은 구광모 본인 16.60%, 친인척·LG연암학원 등 재단 포함 최대주주·특관 합산 43.39%이다. 특수관계인 40%+ 안정적 구조는 경영권 방어 강점이나 유통물량을 제약한다. 4세 승계 상속세 재원 관련 잠재 물량은 오버행 요인이나, 배당 확대가 상속세 재원과 이해가 일치해 밸류업 지속성의 구조적 동인으로도 해석된다.

그림 19. LG 지배구조 및 지분 관계도



주: 2025년 말 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 리스크 요인

투자논리의 강점(상장자회사 비중·밸류업 이행력)은 동시에 리스크의 축이기도 하다. NAV의 대부분이 시장가로 노출돼 자회사 주가에 직접 연동되고, 리레이팅은 주주환원 이행 지속성에 의존하며, 브랜드·본사비용 자본화는 할인율(WACC)에 민감하다. 아래 세 요인을 핵심 하방 변수로 점검한다.

① 자회사 주가 전이(하방)

NAV의 80%가 상장 시가라 강점이자 양면 리스크다. LG전자(10.5조)·LG화학(7.0조)의 주가 변동이 NAV의 최대 변수다.

② 주주환원 이행 지연·강도 약화

투자논리의 상당부분이 밸류업 이행 지속성에 의존한다. 자회사 실적 둔화로 배당수취가 감소하면 환원 규모·속도가 저하되어 리레이팅이 지연될 수 있다.

③ 매크로·WACC 상승

브랜드(로열티/(WACC-g))·본사비용 자본화는 WACC에 민감하다. 금리 상승 시 브랜드 가치 축소로 할인이 확대될 수 있으며, 상속세 관련 대주주 지분 출회 오버행이 상존한다.

4. 실적 전망

매출: 기업 디지털 전환과 AI로 확대

연결 매출의 대부분은 연결 편입된 LG CNS다. LG CNS는 기업 디지털전환(DX)·클라우드 전환(MSP)·생성형 AI 도입 수요로 구조적 성장이 예상된다. 이에 연결 매출은 2025년 7.3조원에서 2027년 7.9조원, 2028년 8.6조원으로 완만하나 지속적인 성장 경로를 그릴 전망이다. 별도 영업수익(브랜드 로열티·배당·임대)은 계약 기반으로 연 8,500~9,000억원 수준에서 안정적이고, 디앤오(부동산·FM)는 2,000~3,000억원 규모다.

LG CNS와 지분법 손익 개선

연결 영업이익은 2025년 9,122억원에서 2026년 1.7조원, 2027년 1.7조원, 2028년 2.0조원으로 상승할 전망이다. LG CNS 영업이익은 2025년 5,518억원에서 2026년 6,186억원, 2027년 6,730억원으로 개선되나, 별도 영업수익(배당·상표권)의 기저 변동이 이를 상쇄한다.

상장 자회사(LG전자·LG화학)의 실적 회복에 따라 지분법손익이 개선되며, 연결 순이익은 2025년 1조원에서 2026년 1.6조원으로 증가하고 2028년에는 1.8조원까지 확대될 전망이다.

표 35. LG 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	1,936	1,798	1,996	1,523	1,801	1,847	1,958	1,637	7,253	7,243	7,873
별도	404	119	232	130	393	143	153	167	885	856	886
LG CNS	1,211	1,460	1,522	1,936	1,315	1,566	1,643	2,110	6,130	6,635	7,233
디앤오	80	65	67	80	88	34	35	42	292	198	204
기타	75	106	103	93	76	55	54	48	376	232	242
연결/지분법 등	166	48	71	-716	-71	49	73	-730	-430	-679	-693
영업이익	638	277	419	-422	414	328	492	492	912	1,726	1,729
별도	349	41	167	41	337	62	86	74	597	559	577
LG CNS	79	141	120	212	94	145	146	234	552	619	673
디앤오	10	-11	1	6	15	14	1	7	6	37	40
기타	-5	15	16	-21	-9	15	16	-21	5	0	0
연결/지분법 등	205	92	115	-660	-24	94	243	198	-248	511	438
영업이익률 (%)	33.0	15.4	21.0	-27.7	23.0	17.8	25.1	30.1	12.6	23.8	22.0
세전이익	664	270	439	-38	443	343	526	499	1,335	1,811	1,825
세전순이익률 (%)	34	15	22	-2	25	19	27	30	18	25	23
순이익(지배)	580	205	315	-363	340	253	383	363	737	1,339	1,407
순이익률 (지배,%)	31.4	13.6	18.7	-14.8	21.0	15.9	23.0	26.1	10.2	18.5	17.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

LG (003550)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**7,253**	**7,243**	**7,873**	**8,617**
매출원가	**5,899**	**2,751**	**2,280**	**2,414**
매출총이익	**1,354**	**4,492**	**5,593**	**6,203**
판매비와관리비	**442**	**2,765**	**3,864**	**4,229**
조정영업이익	**912**	**1,726**	**1,729**	**1,974**
영업이익	**912**	**1,726**	**1,729**	**1,974**
비영업손익	**423**	**85**	**96**	**47**
금융손익	51	108	98	79
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,335	1,811	1,825	2,021
계속사업법인세비용	335	261	200	243
계속사업이익	1,000	1,551	1,625	1,779
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,000**	**1,551**	**1,625**	**1,779**
지배주주	737	1,339	1,407	1,537
비지배주주	263	212	219	242
총포괄이익	**2,354**	**2,822**	**1,625**	**1,779**
지배주주	2,089	2,739	1,577	1,726
비지배주주	265	83	48	52
EBITDA	1,143	1,982	1,957	2,179
FCF	864	1,252	1,802	1,940
EBITDA 마진율 (%)	15.8	27.4	24.9	25.3
영업이익률 (%)	12.6	23.8	22.0	22.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.2	18.5	17.9	17.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**5,698**	**6,485**	**6,592**	**6,716**
현금 및 현금성자산	1,511	1,984	1,532	1,041
매출채권 및 기타채권	1,688	1,814	2,040	2,287
재고자산	66	71	79	89
기타유동자산	2,433	2,616	2,941	3,299
비유동자산	**28,285**	**30,156**	**31,343**	**32,616**
관계기업투자등	23,676	25,456	26,729	28,065
유형자산	1,656	1,563	1,479	1,416
무형자산	108	107	105	102
자산총계	**33,983**	**36,641**	**37,935**	**39,331**
유동부채	**2,338**	**2,266**	**2,535**	**2,828**
매입채무 및 기타채무	675	726	816	915
단기금융부채	333	111	111	111
기타유동부채	1,330	1,429	1,608	1,802
비유동부채	**1,310**	**1,369**	**1,541**	**1,667**
장기금융부채	453	447	504	504
기타비유동부채	857	922	1,037	1,163
부채총계	**3,648**	**3,635**	**4,076**	**4,495**
지배주주지분	**28,709**	**31,217**	**31,852**	**32,587**
자본금	801	801	801	801
자본잉여금	3,137	3,137	3,137	3,137
이익잉여금	21,397	22,325	22,960	23,695
비지배주주지분	**1,626**	**1,789**	**2,007**	**2,249**
자본총계	**30,335**	**33,006**	**33,859**	**34,836**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,015**	**1,394**	**1,922**	**2,060**
당기순이익	1,000	1,551	1,625	1,779
비현금수익비용가감	66	171	330	369
유형자산감가상각비	204	233	205	183
무형자산상각비	27	24	23	22
기타	-165	-86	102	164
영업활동으로인한자산및부채의변동	-189	-111	69	76
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-20	-105	-226	-247
재고자산 감소(증가)	-15	-5	-9	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-119	47	90	99
법인세납부	-224	-323	-200	-243
투자활동으로 인한 현금흐름	**-543**	**-333**	**-388**	**-411**
유형자산처분(취득)	-150	-141	-120	-120
무형자산감소(증가)	-13	-25	-20	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-516	-139	-248	-271
기타투자활동	136	-28	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-342**	**-411**	**-714**	**-802**
장단기금융부채의 증가(감소)	68	-228	57	0
자본의 증가(감소)	169	0	0	0
배당금의 지급	-746	-154	-771	-802
기타재무활동	167	-29	0	0
현금의 증가	**132**	**473**	**-453**	**-490**
기초현금	1,380	1,511	1,984	1,532
기말현금	1,511	1,984	1,532	1,041

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	17.4	10.7	10.1	9.3
P/CF (x)	12.1	8.3	7.3	6.6
P/B (x)	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	10.2	6.3	6.6	6.2
EPS (원)	4,628	8,612	9,122	9,966
CFPS (원)	6,694	11,074	12,676	13,925
BPS (원)	184,176	204,061	208,181	212,946
DPS (원)	3,100	5,000	5,200	5,600
배당성향 (%)	46.9	48.8	48.4	47.6
배당수익률 (%)	3.8	4.9	5.1	5.5
매출액증가율 (%)	1.1	-0.1	8.7	9.5
EBITDA증가율 (%)	-1.5	73.4	-1.3	11.4
조정영업이익증가율 (%)	-5.7	89.2	0.2	14.2
EPS증가율 (%)	29.1	86.1	5.9	9.3
매출채권 회전율 (회)	4.3	4.1	4.1	4.0
재고자산 회전율 (회)	124.6	106.4	105.1	102.4
매입채무 회전율 (회)	8.0	3.9	3.0	2.8
ROA (%)	3.0	4.4	4.4	4.6
ROE (%)	2.6	4.5	4.5	4.8
ROIC (%)	28.7	62.0	66.9	76.0
부채비율 (%)	12.0	11.0	12.0	12.9
유동비율 (%)	243.7	286.1	260.1	237.4
순차입금/자기자본 (%)	-8.5	-10.3	-9.3	-8.4
조정영업이익/금융비용 (x)	31.7	66.0	68.6	71.9

자료: LG, 미래에셋증권 리서치센터

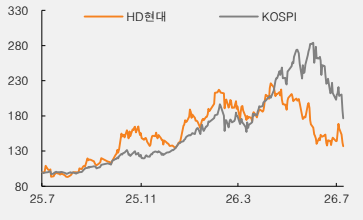
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.7.30

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**245,000원**
현재주가(26/7/29)	187,700원
상승여력	30.5%

영업이익(26F,십억원)	9,597
Consensus 영업이익(26F,십억원)	9,046
EPS 성장률(26F,%)	177.3
MKT EPS 성장률(26F,%)	261.0
P/E(26F,x)	5.6
MKT P/E(26F,x)	6.2
KOSPI	5,663.24
시가총액(십억원)	14,827
발행주식수(백만주)	79
유동주식비율(%)	52.3
외국인 보유비중(%)	27.2
베타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	127,900
52주 최고가(원)	310,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.5	-20.6	32.4
상대주가	37.1	-26.8	-24.5



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

267250 · Biz플랫폼

HD현대

경로가 열리는 조선 지주: 최상의 환원 여력

투자의견 매수와 목표주가 245,000원으로 분석 개시

HD현대에 대해 목표주가 245,000원 및 매수 의견으로 분석을 개시한다. 목표주가는 NAV 28.73조원에 할인율 39.8%을 적용하여 산출했다. 현 할인율 53.8%은 조선·전력 슈퍼사이클의 실적 레버리지와 동사의 경로 프리미엄(0.8%p)를 감안할 때 충분히 축소될 여지가 있다는 판단이다.

동사는 2026년 4월 밸류업 계획에 대한 이행현황을 공시했다. 핵심 목표는 ① FY25~27 별도 배당성향 70% 이상, ② ROE '27년 8~10%, ③ 분기배당 추진, ④ 지배구조 핵심지표 준수율 87%('27 목표)다. 배당 중심의 환원 설계가 특징이다.

기업 소개와 특징: 사업지주, NAV의 72%가 상장 자회사

HD현대는 조선(HD한국조선해양)·전력기기(HD현대일렉트릭)·선박솔루션(마린솔루션)·건설기계·에너지(오일뱅크)를 거느린 순수지주다. NAV 28.73조원의 72%(20.4조)가 상장 자회사 시가로 검증되며, 일렉트릭 7.5조·조선해양 8.3조·마린솔루션 4.5조가 핵심이고 비상장 7.78조(오일뱅크 4.56·사이트솔루션 2.32·로보틱스 0.90)가 더해진다. 그룹 연결 영업이익이 급증하는 실적 모멘텀이 최대 특징이다.

투자포인트: 성장 축의 작동, 환원으로 이어진다

HD현대에 대한 투자포인트는 먼저 자회사의 성장 축이 대부분 작동하고 있다는 점이다. ① 조선 슈퍼사이클 실적 레버리지(고선가 수주분의 매출 인식 본격화)가 본격화되고 있고, ② 전력기기(일렉트릭)의 AI 데이터센터·전력망 수요 수혜도 지속되는데다, 정제 마진 개선으로 오일뱅크 실적도 개선 가능성이 있다. 또한, ③ NAV 72%가 상장 시가로 가시성 커버리지 최상이라는 점도 주목된다. 이는 ④ 배당성향 70%+ 밸류업(수취·환원 동반 확대)로 이어진다.

리스크는 역시 업황 사이클의 하방 가능성이다. ① 조선·자회사 사이클 하방 전이, ② 에너지(오일뱅크) 정제마진 변동·비상장 가치 불확실성도 존재한다. 하지만, 이는 사이클상의 위험이며 장기적인 경쟁력을 바탕으로 지속적인 경쟁력 유지가 가능하다. 주주환원 측면에서는 ③ 유사 지주사의 공정위 상표권 사용료 조사로 동사의 상표권 사용료에 대한 NAV 하락 가능성이 있으나, 그 비중은 크지 않다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	67,766	71,259	80,620	87,440	94,564
영업이익 (십억원)	2,983	6,100	9,597	9,944	11,532
영업이익률 (%)	4.4	8.6	11.9	11.4	12.2
순이익 (십억원)	509	963	2,670	2,806	3,326
EPS (원)	6,444	12,187	33,796	35,527	42,104
ROE (%)	6.4	10.2	23.4	20.2	20.1
P/E (배)	12.3	15.5	5.6	5.3	4.5
P/B (배)	0.7	1.4	1.1	1.0	0.8
배당수익률 (%)	4.5	2.1	2.8	3.0	3.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: HD현대, 미래에셋증권 리서치센터

1. 밸류에이션 및 투자포인트

목표주가 245,000원 및 매수 의견으로 커버리지 개시

HD현대에 대해 투자의견 매수와 Top Pick을 유지하고, 목표주가를 245,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 할인율은 이중층 구조로 도출한다. 첫째 층 '구조 앵커'는 91사 유니버스 중 A-clean 30사에서 밸류업 실행과 비상장 NAV 비중으로 적정 할인율을 회귀 추정한 값으로 HD현대의 적정 할인율은 46.9%다.

둘째 층은 여기서 차감되는 두 프리미엄이다. ① 경로 프리미엄 0.8%p: 3축(Conversion·Adjusted Coverage·Trust) 경로 스코어 0.610(Adjusted Coverage 2.10배, 커버리지 최상급)의 유니버스 평균(0.470) 대비 초과분 ② NAV 성장 할증 6.4%p: g 12%(오일뱅크 정제마진·멀티플 재평가)이다. 목표 할인율은 39.8%이며, NAV 28.73조원에 적용해 목표주가 245,000원을 제시한다.

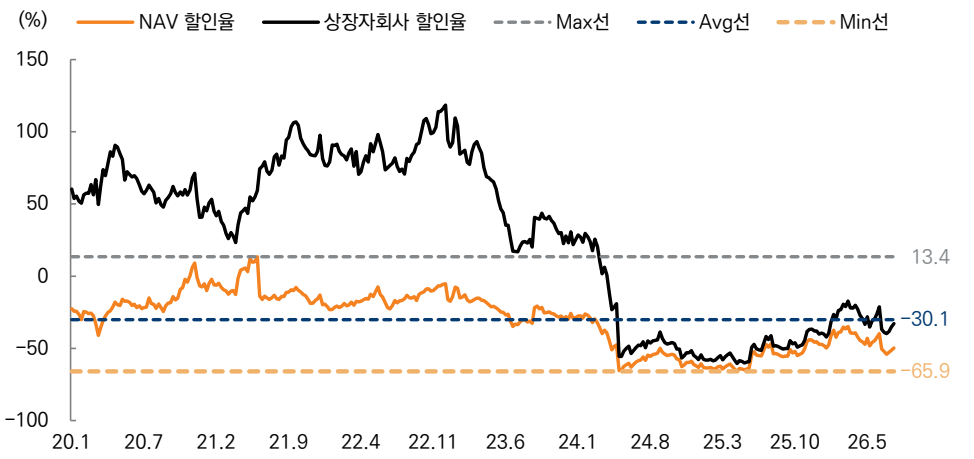
밸류에이션의 핵심은 현재 53.8%에 달하는 NAV 할인율의 축소다. HD현대의 NAV 28.73조원 중 상장 자회사 귀속가치가 20.4조원으로 72%를 차지한다. 시장에서 매일 검증 가능한 시가 기반 자산이 절대적이다. 여기에 비상장 7.78조원(오일뱅크 4.56조·사이트솔루션 2.32조·로보틱스 0.90조), 브랜드 자본화 1.0조원, 순현금 +0.05조원이 더해지고 본사비용 -0.44조원이 차감된다. 현 할인율은 5년 평균 53.7%에 근접한 역사적 밴드 상단에 있다.

표 36. HD현대 NAV 브릿지 및 목표주가 산정 (조원)

구분	값	비고
상장 자회사 합계	20.35	
· HD현대일렉트릭	7.5	시총×지분 35.7%
· HD한국조선해양	8.3	시총×지분 35.1%
· HD현대마린솔루션	4.5	시총×지분 55.32%
· HD현대사이트솔루션(비상장)	2.32	비상장사이나, HD건설기계 지분율 감안 계산
(+) 비상장 자회사	5.46	오일뱅크 5.0X, 로보틱스 0.90(PSR)
(+) 브랜드 로열티	1	로열티/(WACC−g) 자본화
(+) 순현금	0.05	별도 BS 순현금
(−) 본사비용	-0.44	별도 SG&A/WACC 자본화
NAV	28.73	합계
현재 시가총액	13.26	187,700원 × 자사주 제외 주식수
현 할인율	53.80%	1 − 시총/NAV
목표 할인율	39.80%	max(floor, 앵커-프리미엄)
주식수	70,668,430	자사주 제외
목표주가(원)	245,000	
Upside	30.50%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. HD현대 Historical NAV 할인율 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: 조선 슈퍼 사이클과 높은 주주 환원 의지

① 조선 슈퍼사이클 실적 레버리지

그룹 연결 영업이익은 2024년 3조원에서 2027년 11.3조원으로 3.8배 확대될 전망이다. 영업이익률 역시 4.4%에서 13.0%로 크게 개선되며, 레버리지 효과가 본격화될 전망이다. 고선가 수주잔고의 매출 인식과 후판가 안정으로 조선 마진이 구조적으로 레벨업하고 있고, 에너지·전력기기가 동반 가세하는 3개의 성장 축이 모두 작동할 전망이다.

② NAV 72%가 상장 시가

자회사 이익 급증은 배당수취 확대와 NAV 원천가치 재평가로 이어질 전망이다. NAV 28.73조원 중 상장자회사 20.4조원(72%)로 주요 지주회사 중 최상위를 차지하고 있다. 비상장 7.78조원은 오일뱅크(4.56조)·사이트솔루션(2.32조)·로보틱스(0.90조)로 구성돼 SOTP 산정상 불확실성이 크지 않다. 현 할인율 53.8%는 5년 평균 53.7%에 근접한 수준으로, 가시성 대비 과도한 할인이 축소될 여지가 있다.

③ 배당성향 70%+ 밸류업

FY25~27 별도 배당성향 70% 이상 명시, ROE '27 8~10%, 분기배당 추진, 2026.04 이행현황 공시로 커버리지 5사 중 LG(A+) 다음 이행력. FY25 지주 귀속배당 5,386억원(상장 4,946억+오일뱅크 440억)이 배당 재원을 뒷받침하며, 자회사 이익 정상화 구간에서 수취-환원 동반 증가가 예상된다.

표 37. 주요 자회사·사업부문과 NAV 성장 드라이버

자회사(지분)	NAV (조원)	주요 사업/부문	성장 드라이버 → NAV
HD현대일렉트릭	7.5	변압기·회전기기 ·배전기기	북미 전력망·AI DC 전력수요 → 수주·판가 동반↑
HD한국조선해양	8.3	조선 중간지주(중공업·삼호)	고선가 수주 매출 인식·LNG/이중연료 믹스
HD현대마린솔루션	4.5	선박 부품·수리 애프터마켓·친환경 개조	안정 마진 경상수익, '24 상장 가시성↑
HD현대오일뱅크	4.6	정유·석유화학·윤활기유	정제마진 사이클, 상장 시 가치 현실화
HD현대건설기계 등	1.9	건설기계 (사이트솔루션 경유)	인프라 투자 회복 시 이익 기여↑

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 기업 소개

HD현대는 2017년 현대중공업 인적분할로 출범한 순수지주회사(구 현대중공업지주)로, 자회사 지분 보유·관리, 브랜드 로열티 수취, 배당수익이 수익 원천이다. 발행주식은 78,993,085주이며, 조선·해양(한국조선해양), 에너지(오일뱅크), 전력기기(일렉트릭), 선박 애프터마켓(마린솔루션), 건설기계(사이트솔루션 산하)에 걸친 중후장대 산업 포트폴리오를 지배한다.

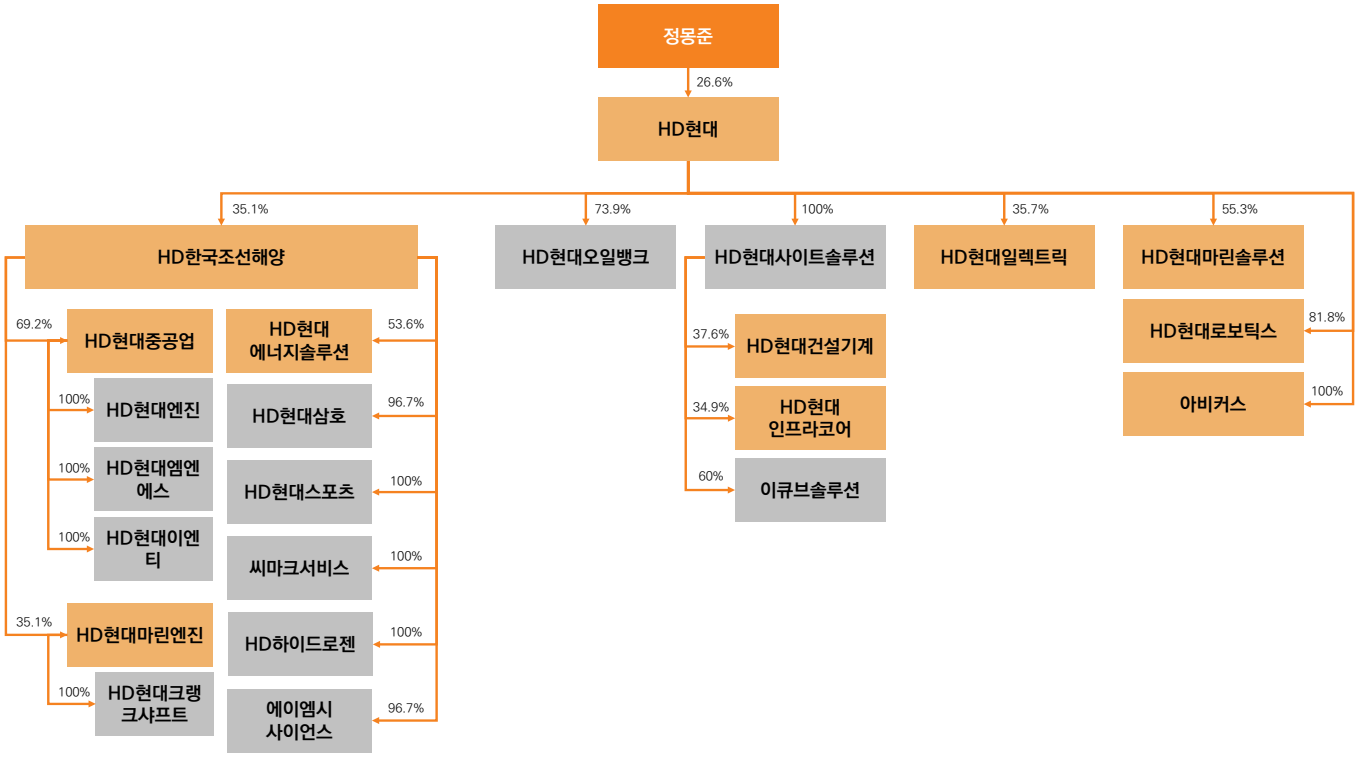
사업모델의 특징은 자회사 실적 레버리지다. 조선·정유·전력기기 모두 사이클 산업으로 업황 개선 시 자회사 이익→배당수취→지주 환원 재원의 전달 경로가 짧고 굵다. 순수지주 특성상 연결 실적의 외형보다 자회사 개별가치 합산 NAV와 지주 할인율 변동, 그리고 배당수취 흐름이 주가를 결정한다.

지배구조 및 주주구성

정몽준 아산재단 이사장(26.60%)을 정점으로 정기선 수석부회장(6.12%)으로의 승계가 진행 중인 오너 체제로, 최대주주·특수관계인 합산 37.19%(아산사회복지재단 3.90% 포함)다. 자사주가 10.54%로 커버리지 내 최대급이며, 소액·기관이 52.28%를 보유한다. 지주→중간지주(한국조선해양·사이트솔루션)→사업회사의 다층 구조가 특징으로, HD현대중공업은 한국조선해양을 경유, 건설기계·인프라코어는 사이트솔루션을 경유하는 손자회사다.

승계 관점에서 배당 확대는 대주주 재원 확보와 이해가 일치해 배당성향 70%+ 정책의 지속성을 구조적으로 뒷받침한다. 반면 자사주 10.54%는 소각 계획이 부재해 잠재 활용(교환·처분) 불확실성이 남고, 다층 지배구조는 중간지주 단계의 이중 할인 논쟁을 수반한다.

그림 21. HD현대 지배구조 및 지분 관계도



주: 2025년 말 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

주요 자회사별 사업 내용

HD한국조선해양은 HD현대가 지분 35.1%를 보유한 상장 조선 중간지주로, HD현대중공업·현대마린엔진·현대에너지솔루션를 산하에 지배한다. 2021년 이후 확보한 고선가 수주분의 매출 인식이 본격화되고 LNG선·이중연료 등 친환경 고부가 믹스가 더해지며 조선 슈퍼사이클의 한복판에 있다. 그룹 이익과 NAV의 최대 축이자 지주 배당수취에서도 1위(FY25 3,051억원)를 차지하는 핵심 자회사다.

HD현대오일뱅크는 지분 73.9%의 비상장 자회사로 NAV 귀속가치는 4.56조원이며, 정유·석유화학·윤활기유 사업을 영위한다. 정제마진 사이클에 연동되는 현금창출원으로 NAV 내 유일한 대형 비상장 자산이며, FY24 기준 지주에 440억원을 배당했다. 상장이 이뤄지면 가치 현실화 옵션이 열리지만 그 시점은 불확실하다.

HD현대일렉트릭은 지분 35.7%의 상장 자회사로 변압기·회전기기·배전기기를 생산한다. 북미 전력망 교체와 AI 데이터센터 전력수요에 힘입어 수주잔고와 판가가 동반 상승하는 전력기기 슈퍼사이클의 수혜를 누리고 있으며, FY25에 지주에 915억원을 배당했다.

HD현대마린솔루션은 지분 55.32%의 상장 자회사로 선박 부품·수리 애프터마켓과 친환경 개조 사업을 영위한다. 2024년 5월 상장으로 NAV 가시성이 높아졌으며, 안정적 마진을 갖춘 경상 수익원으로서 FY25에 지주에 980억원을 배당했다.

HD현대사이트솔루션은 지분 100%의 비상장 건설기계 중간지주로, HD현대건설기계와 HD현대인프라코어를 산하에 지배한다. 건설기계 부문의 배당은 사이트솔루션을 경유하는 구조여서 지주가 직접 수취하는 배당은 없으며, 인프라 투자 사이클이 회복되면 이익 기여가 확대될 전망이다.

3. 밸류업 이행 평가

HD현대는 2024년 12월 기업가치 제고(밸류업) 계획을 공시하고 2026년 4월 이행현황을 공시했다. 핵심 약속은 ① FY25~27 별도 배당성향 70% 이상, ② ROE '27년 8~10%, ③ 분기배당 추진, ④ 지배구조 핵심지표 준수율 87%('27 목표)다. 배당 중심의 환원 설계가 특징이다. FY25 DPS 4,000원·배당총액 2,827억원(성향 28.9%)을 집행했으며, 재원인 자회사 수취(귀속배당 약 5,386억원: 한국조선해양 3,051억·마린솔루션 980억·일렉트릭 915억·오일뱅크 440억)가 이를 뒷받침한다.

표 38. HD현대 밸류업 이행현황

항목	계획	이행 실적	판정
ROE 목표	'27년 8~10%	연결 ROE 개선 추진	진행
배당정책	별도 배당성향 70%+ (FY25~27)	FY25 DPS 4,000원·배당총액 2,827억	이행 중
분기배당	분기배당 추진	도입 추진 공시	진행
자사주 소각	-	소각 0건 (배당 중심 환원)	미실시
거버넌스	핵심지표 준수율 87%('27)	이행현황 공시(2026.04)	진행
특이사항	-	자사주 10.54% 활용 방향 미정	주시

자료: 미래에셋증권 리서치센터

HD현대의 배당은 자회사→지주→주주로 이어지는 look-through 구조다. FY25 지주 귀속 배당은 약 5,386억원으로, 한국조선해양 3,051억·마린솔루션 980억·일렉트릭 915억(상장 합계 4,946억)에 비상장 오일뱅크 440억원이 더해진다. 익금불산입(지분 ≥50% 100%·20~50% 80% 비과세)으로 지주 단계 세누수가 작으며, 이 수취가 별도 배당성향 70%+ 정책의 재원이다.

4. 리스크 요인

① 조선·자회사 사이클 전이(하방)

NAV 72%가 상장 시가라는 강점은 양면 리스크. 신조선가 하락·수주 둔화 등 조선 사이클 변곡 시 한국조선해양 주가를 통해 NAV가 직접 훼손된다. 전력기기 수주 피크아웃 논쟁도 동일 경로.

② 에너지 부문 변동성·비상장 가치 불확실성

오일뱅크(NAV 4.56조원)는 정제마진·유가에 실적이 크게 연동되고 비상장이라 가치 검증이 간접적이다. 정제마진 하강 국면에서는 에너지 부문 이익 변동성이 그룹 이익에 직접 전이되며, 상장 지연 시 가치 현실화 옵션이 이연된다.

③ 배당 일변도 환원·자사주 소각 부재

자사주 10.54%의 활용 방향 불확실성, 다층 지배구조의 이중 할인 논쟁, 승계 과정의 지분 변동 가능성이 리레이팅 속도를 제약할 수 있다.

④ 공정위 상표권(브랜드 로열티) 조사

공정거래위원회가 지주회사 상표권 사용료의 정상가격 산정 기준 마련에 착수해 한화(6/23~)·CJ(7/10~) 현장조사를 진행했다. 브랜드 로열티는 당사 NAV의 자본화 항목이자 지주 계약수익(Adjusted Coverage)의 원천이어서 요율 변동은 NAV·경로 스코어 양쪽에 전파된다. 다만, HD현대의 로열티 수취(연 약 600억원)는 브랜드 NAV 비중 3.2%로 커버리지 최소 수준이라 인하 시나리오의 목표주가 영향은 미미하다. 오히려 과소수취 제재(요율 상향 강제)가 현실화되면 NAV 상방 요인이 될 수도 있다.

⑤ 종속회사 안전·규제 리스크

2026년 6~7월 조선 종속회사에서 중대재해 3건과 생산중단·벌금이 발생했다. 조선 집중 포트폴리오의 안전·규제 리스크로, 중대재해처벌법 리스크와 함께 자회사 실적 레버리지의 하방 요인이자 분기 모니터링 항목이다.

5. 실적 전망

3대 성장 축 모두 작동

한국조선해양은 그룹 이익 증가의 최대 축이다. 2021년 이후 확보한 고선가 수주잔고의 매출 인식이 본격화되고 LNG선·이중연료 등 친환경 고부가 믹스, 후판가 안정이 겹치며 조선 마진이 단계적으로 레벨업하고 있다. 2026F~27F 영업이익률 상승(12.6%→13.0%)의 핵심 동인이다.

HD현대오일뱅크 역시 정제마진 회복과 가동률 정상화로 2025~26년 이익 개선에 기여하나, 유가·정제마진 사이클에 따라 에너지 부문 기여도의 변동 폭은 큰 편이다. HD현대일렉트릭 역시 북미 전력망 교체와 AI 데이터센터 전력수요로 변압기 수주잔고·판가가 동반 상승, 고수익성 기조가 전망 기간 내 유지된다. 조선과 함께 그룹 이익률 상향의 쌍축이다.

지배주주순이익은 2024년 5,090억원·2025년 9,630억원으로 당기순이익 대비 크게 낮았다. 한국조선해양(32.3%) 등 상장 중간지주 체제에서 소수지분 귀속이 컸던 데다 모델 집계 요인이 겹친 탓이다. 2026F 2.7조원·2027F 2.8조원으로 정상화되며 지배 기준 순이익률은 2025년 1.4%에서 2026년 3.3%, 2027년 3.2%로 상승, 지주 배당 재원(별도 성향 70%+)의 기반이 확충된다.

표 39. HD현대 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	17,087	17,211	18,224	18,737	19,602	20,543	19,835	20,641	71,259	80,620	87,440
한국조선해양	6,772	7,428	7,581	8,152	8,141	8,927	8,670	9,580	29,933	35,318	40,188
현대일렉트릭	1,015	906	995	1,163	1,037	1,142	1,203	1,327	4,079	4,708	5,470
현대마린솔루션	486	468	513	516	575	580	623	640	1,983	2,418	2,818
현대오일뱅크	7,125	6,542	7,329	7,030	7,716	7,618	7,329	7,030	28,025	29,692	29,619
현대사이트솔루션	1,967	2,140	2,053	2,077	2,383	2,517	2,193	2,222	8,237	9,315	10,012
현대로보틱스	55	60	68	81	72	76	81	91	263	320	389
별도/연결조정	-331	-333	-315	-282	-320	-317	-264	-249	-1,261	-1,150	-1,056
영업이익	1,286	1,139	1,702	1,972	2,835	2,476	2,312	1,974	6,100	9,597	9,944
영업이익률 (%)	7.5	6.6	9.3	10.5	14.5	12.1	11.7	9.6	8.6	11.9	11.4
한국조선해양	859	954	1,054	1,038	1,356	1,645	1,561	1,152	3,904	5,714	6,343
현대일렉트릭	218	209	247	321	258	287	324	377	995	1,246	1,545
현대마린솔루션	83	83	94	91	93	98	114	122	350	427	583
현대오일뱅크	31	-241	191	493	934	173	112	171	474	1,389	570
현대사이트솔루션	120	151	143	53	208	271	171	136	467	786	772
현대로보틱스	-6	-5	-4	-7	-5	-5	-4	-7	-22	-21	-21
별도/연결조정	-19	-12	-22	-16	-9	8	33	22	-70	55	152
세전이익	1,064	588	1,379	1,766	2,828	2,351	2,213	1,877	4,797	9,269	9,647
순이익(지배)	219	121	175	448	781	696	642	551	963	2,670	2,806
순이익률 (지배,%)	4.5	2.8	5.4	7.6	10.3	8.8	8.4	6.9	1.4	3.3	3.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

HD현대 (267250)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**71,259**	**80,620**	**87,440**	**94,564**
매출원가	**61,204**	**66,498**	**72,588**	**77,723**
매출총이익	**10,055**	**14,122**	**14,852**	**16,841**
판매비와관리비	**3,956**	**4,525**	**4,908**	**5,309**
조정영업이익	**6,100**	**9,597**	**9,944**	**11,532**
영업이익	**6,100**	**9,597**	**9,944**	**11,532**
비영업손익	**-1,303**	**-328**	**-297**	**-108**
금융손익	-516	-438	-309	-120
관계기업등 투자손익	48	-11	0	0
세전계속사업손익	4,797	9,269	9,647	11,424
계속사업법인세비용	1,121	2,356	2,379	2,810
계속사업이익	3,675	6,914	7,268	8,613
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**3,675**	**6,914**	**7,268**	**8,613**
지배주주	963	2,670	2,806	3,326
비지배주주	2,713	4,244	4,461	5,287
총포괄이익	**4,650**	**7,103**	**7,268**	**8,613**
지배주주	1,458	2,741	2,804	3,323
비지배주주	3,192	4,363	4,464	5,290
EBITDA	8,156	11,667	11,985	13,577
FCF	5,226	7,526	7,352	8,450
EBITDA 마진율 (%)	11.4	14.5	13.7	14.4
영업이익률 (%)	8.6	11.9	11.4	12.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.4	3.3	3.2	3.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**39,633**	**50,433**	**60,300**	**71,110**
현금 및 현금성자산	6,367	15,403	22,260	30,192
매출채권 및 기타채권	6,341	6,986	7,656	8,297
재고자산	10,225	11,264	12,346	13,380
기타유동자산	16,700	16,780	18,038	19,241
비유동자산	**39,053**	**38,615**	**38,884**	**39,383**
관계기업투자등	291	321	351	381
유형자산	28,161	28,132	28,465	29,014
무형자산	4,310	4,115	3,880	3,669
자산총계	**78,686**	**89,048**	**99,184**	**110,494**
유동부채	**33,637**	**37,996**	**41,070**	**44,008**
매입채무 및 기타채무	8,601	9,475	10,384	11,254
단기금융부채	6,143	7,708	7,874	8,033
기타유동부채	18,893	20,813	22,812	24,721
비유동부채	**14,714**	**14,579**	**14,762**	**14,937**
장기금융부채	12,980	12,669	12,669	12,669
기타비유동부채	1,734	1,910	2,093	2,268
부채총계	**48,351**	**52,575**	**55,832**	**58,946**
지배주주지분	**10,116**	**12,677**	**15,095**	**18,004**
자본금	81	81	81	81
자본잉여금	5,685	5,738	5,738	5,738
이익잉여금	3,132	5,439	7,856	10,765
비지배주주지분	**20,219**	**23,796**	**28,257**	**33,544**
자본총계	**30,335**	**36,473**	**43,352**	**51,548**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**7,385**	**9,264**	**9,491**	**10,833**
당기순이익	3,675	6,914	7,268	8,613
비현금수익비용가감	4,578	4,857	4,713	4,960
유형자산감가상각비	1,806	1,809	1,806	1,834
무형자산상각비	251	261	235	212
기타	2,521	2,787	2,672	2,914
영업활동으로인한자산및부채의변동	174	-423	182	174
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-451	-190	-548	-524
재고자산 감소(증가)	-247	-857	-1,081	-1,034
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	143	281	566	541
법인세납부	-639	-1,686	-2,379	-2,810
투자활동으로 인한 현금흐름	**-4,746**	**1,200**	**-2,381**	**-2,613**
유형자산처분(취득)	-2,003	-1,714	-2,139	-2,382
무형자산감소(증가)	-121	-29	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1,038	-232	-242	-231
기타투자활동	-3,660	3,175	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1,945**	**-1,627**	**-223**	**-258**
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,495	1,177	166	159
자본의 증가(감소)	935	53	0	0
배당금의 지급	-254	-276	-389	-417
기타재무활동	-1,131	-2,581	0	0
현금의 증가	**700**	**9,036**	**6,857**	**7,932**
기초현금	5,667	6,367	15,403	22,260
기말현금	6,367	15,403	22,260	30,192

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	15.5	5.6	5.3	4.5
P/CF (x)	1.8	1.3	1.2	1.1
P/B (x)	1.4	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA (x)	5.7	3.3	3.0	2.5
EPS (원)	12,187	33,796	35,527	42,104
CFPS (원)	104,484	149,008	151,665	171,823
BPS (원)	134,264	166,683	197,289	234,115
DPS (원)	4,000	5,200	5,600	6,000
배당성향 (%)	7.7	5.3	5.4	4.9
배당수익률 (%)	2.1	2.7	3.0	3.2
매출액증가율 (%)	5.2	13.1	8.5	8.1
EBITDA증가율 (%)	66.5	43.0	2.7	13.3
조정영업이익증가율 (%)	104.5	57.3	3.6	16.0
EPS증가율 (%)	89.1	177.3	5.1	18.5
매출채권 회전율 (회)	14.2	14.8	14.6	14.5
재고자산 회전율 (회)	7.0	7.5	7.4	7.4
매입채무 회전율 (회)	10.9	11.8	11.7	11.5
ROA (%)	4.8	8.2	7.7	8.2
ROE (%)	10.2	23.4	20.2	20.1
ROIC (%)	13.1	20.8	21.0	24.1
부채비율 (%)	159.4	144.1	128.8	114.4
유동비율 (%)	117.8	132.7	146.8	161.6
순차입금/자기자본 (%)	38.9	0.7	-15.1	-28.0
조정영업이익/금융비용 (x)	7.1	10.7	10.5	12.0

자료: HD현대, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.7.30

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**107,000원**
현재주가(26/7/29)	83,800원
상승여력	27.7%

영업이익(26F,십억원)	6,157
Consensus 영업이익(26F,십억원)	5,614
EPS 성장률(26F,%)	221.8
MKT EPS 성장률(26F,%)	261.0
P/E(26F,x)	6.6
MKT P/E(26F,x)	6.2
KOSPI	5,663.24
시가총액(십억원)	5,909
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	39.0
외국인 보유비중(%)	21.3
베타(12M) 일간수익률	0.76
52주 최저가(원)	76,600
52주 최고가(원)	150,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-19.5	-29.6	-13.4
상대주가	19.3	-35.1	-50.6



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

000880 · Biz플랫폼

한화

분할이 여는 경로: 이벤트 이후를 산다

투자의견 매수, 목표주가 107,000원으로 분석 개시

NAV 11.27조원(상장 17.09조, 순차입 6.55조 등)에 적용해 목표주가 107,000원을 제시하며, 매수 의견으로 커버리지를 개시한다. 이중층 구조로 목표 할인율 34.4%를 도출했다. 현재가 83,800원 대비 상승여력 +27.7%다. 목표주가는 분할 전 기준이며, 재상장 후 다시 산정될 예정이다. 분할·이행에 따른 가치 확장은 forward NAV 가산이 아니라 NAV 성장 할증으로 반영하였다. 인적분할안에 대한 가결로 향후 긍정적인 평가가 가능한 근거가 마련되고 있다.

기업 소개와 특징: 방산 중심 사업지주, 인적분할과 밸류업

한화는 한화에어로스페이스(방산)·솔루션(태양광/케미칼)·생명(보험)·갤러리아(유통)를 거느린 사업지주다. 상장 자회사 귀속 17.09조원의 절대 비중(13.4조원)이 에어로스페이스로, 방산 슈퍼사이클이 NAV 성장 엔진이다.

한화의 밸류업 2026은 인적분할과 연계된 이벤트 드리븐 설계가 특징이다. 보통주 4,450,816주 전량을 즉시 소각(1,264억, 3/11 집행)한 데 더해, 상장폐지된 제1우선주 156,425주를 장외매수(111억)해 소각함으로써 잔여 소액주주를 보호했다. 최소 DPS 1,000원을 초과 지급(1,100원)했고, ROE 12%('30)와 중기자본배분계획을 제시한 바 있다.

투자포인트와 리스크

투자포인트는 다음과 같다. ① 방산 슈퍼사이클의 NAV 성장, ② 인적분할·자사주 소각 = 복잡성 할인 해소의 명확한 구조 리셋 이벤트, ③ 분할 후 존속·신설 법인의 환원 규칙 구체화되고 있다는 점이다.

반면, 리스크로 들 수 있는 요소는 배당 경로에 있어 ① 한화에어로스페이스에 상당 부분 의존하고 있다는 점이며, ② 별도 법인의 고부채(순차입 6.55조) 역시 해결해야 할 과제이다. 최근 불거진 ③ 공정위 상표권 사용료 조사 역시 사용료 조정에 따른 NAV 가치 하락으로 이어질 수 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	55,647	74,785	85,328	91,718	96,908
영업이익 (십억원)	2,416	4,147	6,157	6,883	7,650
영업이익률 (%)	4.3	5.5	7.2	7.5	7.9
순이익 (십억원)	773	372	1,156	1,400	1,652
EPS (원)	7,916	3,939	12,675	15,569	18,360
ROE (%)	7.2	3.3	10.7	13.5	14.0
P/E (배)	3.4	20.7	6.6	5.4	4.6
P/B (배)	0.2	0.6	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	3.0	1.3	1.8	2.0	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화, 미래에셋증권 리서치센터

1. 밸류에이션 및 투자 포인트

목표주가 107,000원 및 매수 의견으로 커버리지 개시

한화에 대해 투자의견 매수와 목표주가 107,000원으로 분석을 개시한다. 이중층 구조에서 한화의 목표 할인율은 34.4%이며, 이를 NAV 11.27조원에 적용해 산정하였다. NAV는 상장자회사 17.09조원 + 비상장 0.55조원 + 브랜드 0.73조원에서 순차입금 6.55조원과 본사비용 0.54조원을 차감해 산출하였다. 분할·이행에 따른 가치 확장은 forward NAV 가산이 아니라 NAV 성장 할증으로 반영하였다. 인적분할안 가결로 향후 긍정적 재평가의 근거가 마련되고 있다.

한화는 귀속배당이 원천이 제한적이나, 자체사업 현금흐름은 커버리지 높은 수준이다. 인적분할로 최소 할인율(floor)이 34.5%에서 29%로 낮아지고 있다. 밸류업 2026의 최소 DPS 1,000원, 자사주 소각 등의 이행 공시로 Trust 점수가 상승한바 있다. 그 결과 경로 스코어 상승으로 할인 축소 여력이 확보되고 있다.

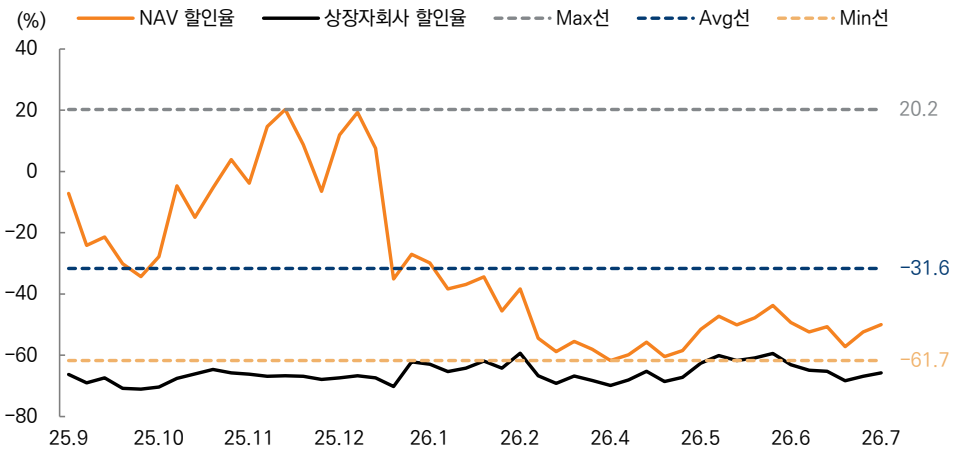
투자 포인트는 먼저 자회사의 산업상 사이클이 호조에 있다는 점이다. ① 방산 슈퍼사이클: NAV의 절대 비중을 차지하는 한화에어로스페이스가 글로벌 방산 수요 확대의 최대 수혜주이다. 이는 상장 자회사 귀속가치 17.09조원의 성장 엔진이자 NAV 자체의 확장 동력이다. ② 지배구조가 인적분할(한화M&S홀딩스)로 인해 개편될 전망이며, 자사주 소각과 함께 복잡성 할인의 원천이 이벤트로 해소되고 있다.

표 40. 한화 NAV 브릿지 및 목표주가 산정 (조원)

구분	값	비고
상장 자회사 합계	17.09	
· 한화에어로스페이스	13.4	시총×지분 32.2%
· 한화솔루션	1.4	시총×지분 36.31%
· 한화생명	1.5	시총×지분 43.2%
· 한화갤러리아 등	0.1	시총×지분 36.3%
· 한화비전	0.6	시총×지분 33.95%
(+) 비상장 자회사	0.55	호텔·모멘텀·로보틱스 장부가(타법인출자 실측)
(+) 브랜드 로열티	0.73	로열티/(WACC-g) 자본화
(-) 순차입	-6.55	별도 BS 순차입
(-) 본사비용	-0.54	별도 SG&A/WACC 자본화
NAV	11.27	합계
현재 시가총액	5.81	
현 할인율	48.40%	1 - 시총/NAV
목표 할인율	34.40%	max(floor, 앵커-프리미엄-성장할증)
주식수	69,375,482	자사주 제외 (분할전)
목표주가(원)	107,000	
Upside	27.70%	표기 목표주가/현재가 -1

주: 분할 전 기준, 한화솔루션 지분은 주주명부 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 한화 Historical NAV 할인율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: 방산 슈퍼사이클과 인적 분할

① 방산 슈퍼사이클의 NAV 성장

상장 귀속가치 17.09조원의 압도적 비중이 에어로스페이스다. 유럽 재무장·중동 수주로 방산은 다년 슈퍼사이클 초입이며, 자회사 가치 상승이 할인율 축소 없이도 NAV 자체를 키운다. 연결 영업이익 4.1조원(2025)→6.2조원(2026F)→6.9조원(2027F)의 증익 경로가 이를 수치로 뒷받침한다.

② 인적분할·소각 = 구조 리셋 이벤트

한화의 밸류업 2026은 인적분할과 연계된 이벤트가 특징이다. 보통주 4,450,816주 전량을 즉시 소각(1,264억, 3/11 집행)한 데 더해, 상장폐지된 제1우선주 156,425주를 장외매수(111억)해 소각(5/14)했다. ROE 12%('30)와 중기자본배분계획을 제시했다.

③ 강해질 밸류업에 대한 믿음

주주환원 집행은 Trust 체크리스트 '이벤트성' 판정을 유지하되 질적 개선으로 인정된다. 분할 후 존속·신설법인의 정책 승계와 '27.3 이행공시로 Trust 2→3.6이 확정되면 경로 스코어의 전제가 완성되어 목표 할인율(34.4%) 개선은 더욱 공고해질 전망이다.

표 41. 한화 주요 자회사의 성장

자회사(지분)	NAV 귀속(조원)	주요 사업/부문	성장 드라이버 → NAV
한화에어로스페이스(32.2%)	13.4	지상방산(K9·천무)·항공엔진·우주	유럽·중동 수출 슈퍼사이클, 수주잔고 급증
한화솔루션(36.31%)	1.4	태양광(큐셀)·케미칼·첨단소재	美 IRA 태양광 회복 시 옵션가치(현 무배당)
한화생명(43.2%)	1.5	보험(한화손보 경유)	금리·보험업황 연동
한화갤러리아 등(36.3%)	0.1	백화점·유통	소비 회복 시 가치 부각 옵션

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 기업 소개

한화는 그룹 지배구조 정점의 사업지주회사다. 순수지주가 아니라 건설 부문·글로벌 부문(화약·방산 무역) 등 자체사업을 별도 차원에서 직접 영위하면서, 동시에 방산(에어로스페이스)·에너지화학(솔루션)·금융(생명)·유통(갤러리아)을 자회사로 지배한다. 연결 매출 74.8조원(2025)의 대부분은 자회사 연결 편입분이다.

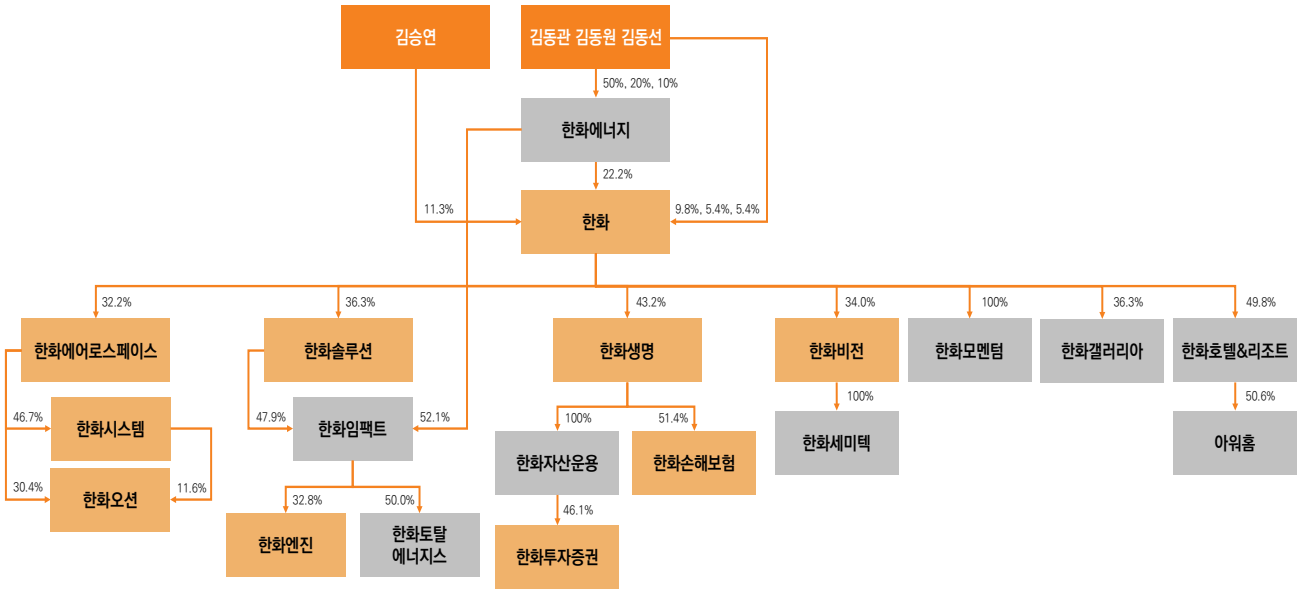
수익 원천은 ① 자체사업(건설·글로벌) 영업이익, ② 자회사 배당금, ③ 브랜드 로열티(NAV 상 0.73조 자본화)다. 순수지주 대비 자체사업이 있어 NAV 외 별도 이익 체력이 존재하지만, 그만큼 순차입금(6.55조)이 크고 자체사업 사이클이 NAV 할인율과 별개로 주가에 영향을 미친다는 점은 유의점이다.

지배구조 및 주주구성

김승연 회장에서 3형제(김동관·김동원·김동선)로 이어지는 승계 구도가 진행 중이며, 3형제가 80% 지배하는 한화에너지가 한화 지분 23.55%를 보유한 최대주주라는 점이 구조의 핵심이다. 최대주주·특수관계인 합산 59.37%(김승연 12.04%·김동관 10.38%·김동선 5.71%·김동원 5.71%·북일학원 1.94% 포함)로 커버리지 내 가장 높은 지배력을 갖췄고, 자사주 1.61%(잔여도 분할 시 전량 소각 예정), 소액주주 39.02%다.

인적분할은 이 구조의 리셋 이벤트다. 존속 한화와 신설 한화M&S홀딩스로 나뉘며, 분할과 동시에 자사주 전량(보통주 445만주) 즉시소각으로 '자사주 마법' 논란을 원천 차단하고, 제1우선주 전량 장외매수 소각으로 주식 구조를 단순화한다. 특수관계인 59.37%의 높은 지배력은 경영권 안정 요인이나 유통물량을 제약하며, 승계 관련 지배구조 재편이 추가로 이어질 수 있다는 점은 기회이자 불확실성이다.

그림 23. 한화 지배구조 및 지분 관계도



주: 2025년 말 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

주요 자회사별 사업 내용

한화에어로스페이스는 한화가 지분 32.18%를 보유한 NAV 최대 자산으로, 방산(K9·천무)·항공엔진·우주 사업을 영위한다. 유럽·중동 수출 슈퍼사이클로 수주잔고가 급증했으며, 지주 귀속배당의 단일 원천(FY25 1,162억원)이기도 하다. 한화시스템(46.7%)과 한화오션을 산하에 두는 방산·해양 중간지주 역할도 수행한다.

한화솔루션은 태양광(큐셀)·케미칼·첨단소재 사업을 영위하는 자회사다. 미국 IRA에 기반한 태양광 부문의 회복이 관건이며 현재는 무배당 상태다. 에너지 전환 국면에서 중장기 옵션 가치를 지닌 자산으로 평가한다.

한화생명은 그룹 금융 부문의 축을 담당하는 보험 자회사로, 한화손해보험을 경유해 지배한다. 실적이 금리와 보험업황에 연동되며, 현재 무배당이어서 지주 현금흐름에 대한 기여는 제한적이다.

한화갤러리아는 백화점·유통 사업을 영위하는 자회사다. 현재로서는 NAV 기여와 배당 기여가 모두 미미하지만, 소비 경기가 회복될 경우 가치가 부각될 수 있는 옵션 성격의 자산이다.

3. 밸류업 이행 평가

한화는 2026년 1월 기업가치 제고(밸류업) 계획을 공시(3월 재공시)했다. 인적분할과 연계된 이벤트 드리븐형 설계가 특징으로, ① 자사주 전량 즉시소각(보통주 445만주), ② 제1우선주 전량 장외매수 소각, ③ 최소 DPS 1,000원, ④ ROE 2030년 지배 기준 12%가 골자다.

자사주 소각 3건 등 구조 개편형 이행이 진행 중이다. FY25 DPS 1,100원으로 최소 배당 약속(1,000원)을 상회했으나, 배당성향 26.5%로 낮고 귀속배당이 에어로스페이스 단일 원천(1,162억원)에 집중된 점은 환원의 '양' 측면 한계다.

소각·분할의 구조 개편은 주주친화적이나 약속(ROE 2030)의 시계가 멀고 배당 기반이 얇다. 목표 할인율에 경로 스코어 반영 +1.5%p를 가산한 이유이며, 분할 이후 이행 트랙 축적이 재평가의 조건이다.

표 42. 한화 밸류업 이행현황

항목	계획	이행 실적	판정
자사주 소각	전량 즉시소각(보통주 445만주)	인적분할 연계 확정	확정
우선주	제1우선주 전량 장외매수 소각	공시(2026.01, 03 재공시)	확정
배당정책	최소 DPS 1,000원	FY25 DPS 1,100원	이행
ROE 목표	2030년 지배 ROE 12%	방산 증익 경로 진행	진행
거버넌스	인적분할로 구조 단순화	2026.08.01 분할·08.25 재상장	진행
특이사항	-	이벤트 드리븐(분할·소각 결합)	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한화의 배당 수취는 에어로스페이스 단일 원천이다. FY25 귀속배당 1,162억원 전액이 에어로스페이스(32.18%)에서 나오고 솔루션·생명·갤러리아는 무배당이다. 지주 배당총액은 987억원(성향 26.5%·DPS 1,100원)으로, 배당 원천의 집중과 낮은 성향이 목표 할인율에 경로 스코어 반영 +1.5%p를 가산한 근거다.

한화의 밸류업 2026은 인적분할과 연계된 이벤트 드리븐 설계가 특징이다. 보통주 4,450,816주 전량을 즉시 소각(1,264억, 3/11 집행)한 데 더해, 상장폐지된 제1우선주 156,425주를 장외매수(111억)해 소각(5/14)함으로써 잔여 소액주주를 보호했다. 최소 DPS 1,000원 커밋을 초과 지급(1,100원)했고, ROE 12%('30)와 중기자본배분계획을 제시했다.

이들 집행 사실은 Trust 체크리스트(2/5)의 '이벤트성' 판정을 유지하되 질적 개선으로 인정된다. 분할 후 존속·신설법인의 정책 승계와 '27.3 이행공시로 Trust 스코어 향상의 전제가 될 경우 목표 할인율 34.4%가 유지된다.

인적분할

분할 구조와 일정

회사분할결정 공시 기준, 한화는 인적분할로 지주회사 한화머시너리앤서비스홀딩스(Hanwha Machinery & Service Holdings, 가칭; 약칭 한화M&S홀딩스)를 신설한다. 분할비율은 존속 0.7563533 : 신설 0.2436467로 순자산 장부가액에 비례하되 기보유 자기주식 소각을 반영해 변경된 비율이다.

일정은 이사회결의 2026-01-14 → 주주총회 2026-07-15 → 분할기일 2026-08-01(거래정지 개시) → 양사 재상장 2026-08-25다. 이관 자회사는 한화비전(33.95%)·한화갤러리아(36.31%)·한화호텔앤드리조트(49.80%)·한화로보틱스(67.97%)·한화모멘텀(100%)의 5사이며, 에어로스페이스·솔루션·생명과 건설/글로벌 자체사업은 존속에 남는다.

신설회사 pro-forma 별도 재무는 자산 8,847억·자본 8,585억(부채 262억), 현금 1,000억 배부다(정정 증권신고서 2026-05-26). 공시된 분할 목적은 사업부문별 전문적 의사결정·책임경영체제 확립과 경영 투명성 증대·적정 가치평가를 통한 주주가치 제고다.

존속 vs 신설: 포트폴리오 재편의 논리

존속 한화는 방산(에어로)·에너지(솔루션)·금융(생명) 3축과 건설/글로벌 자체사업으로 재편되어 NAV의 '방산 순도'가 상승한다. 상장 귀속가치 17.09조의 절대 비중인 에어로가 더 선명하게 드러나는 구조다. 신설 한화M&S홀딩스는 시큐리티(비전)·유통(갤러리아)·호스피탈리티(호텔앤드리조트)·로보틱스·장비(모멘텀)의 중견 성장 포트폴리오로, 지주 본체에 묻혀 있던 자산군이 독립 밸류에이션을 받게 된다.

배당 측면의 정량 영향은 제한적이다. 이관 5사는 전원 무배당(payout 0)이라 존속의 귀속배당(FY25 에어로 단일 1,162억)은 분할 전후 불변이다. 다만 배당원천의 에어로스페이스 집중도는 분할로 오히려 심화되며, 이는 목표 할인율의 경로 스코어 반영 +1.5%p 가산(집중·저성향 페널티) 근거를 강화하는 요인이다.

4. 리스크 요인

① 에어로스페이스 의존

NAV·귀속배당(단일 1,162억)·증익 스토리 모두 에어로스페이스에 집중되어 있다. 방산 수주 지연, 지정학 위험 완화시 NAV 변동성 여지가 있다.

② 사업지주 고부채

순차입 6.55조는 NAV의 45%에 달해 NAV의 레버리지 민감도가 크다. 실제 2021~22년에는 부채 부담이 NAV 할인율에 영향을 끼친바 있다.

③ 공정위 상표권(브랜드 로열티) 조사

공정거래위원회가 지주회사 상표권 사용료의 정상가격 산정 기준 마련에 착수했다. 브랜드 로열티는 당사 NAV의 자본화 항목이자 지주 계약수익(Adjusted Coverage)의 원천이어서 요율 변동은 NAV·경로 스코어 양쪽에 영향을 줄 수 있다.

5. 실적 전망 (연결)

영업이익은 4.1조원(2025)→6.2조원(2026F)→6.9조원(2027F)으로 이익 성장이 매출 성장(74.8→85.3→91.7조원)을 크게 상회하는 마진 확장 국면이다. 방산 수주잔고의 매출 인식 가속과 고마진 수출 비중 확대가 전사 믹스를 개선하는 구조이다. 성장의 중심은 한화에어로스페이스다. 유럽·중동 다년 수출계약의 잔고 소진이 본격화되며 지상방산 중심 고마진 물량이 2026~27년 집중 인식된다.

건설 부문은 주택 경기 바닥 통과와 인프라·플랜트 중심 수주 정상화로 완만한 회복을, 글로벌 부문(화약·방산 무역)은 방산 사이클 낙수효과가 기대된다. 고정비 커버와 이자비용 대응 현금흐름 측면에서 하방을 지지한다. 한화생명 축은 보험손익의 급격한 개선보다 금리 환경 안정화에 따른 변동성 축소를 전제한다.

표 43. 한화 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	16,643	19,242	17,787	21,114	21,451	21,175	19,004	23,697	74,785	85,328	91,718
별도 및 기타	1,102	1,130	1,076	1,006	1,058	1,141	1,087	1,016	4,315	4,303	4,668
한화에어로스페이스	5,484	6,311	6,486	8,421	5,751	7,152	7,524	9,620	26,703	30,048	34,281
한화생명	3,587	4,829	2,824	4,051	6,825	4,554	2,683	4,994	15,291	19,056	20,145
한화솔루션	3,094	3,117	3,364	3,757	3,882	4,583	4,273	4,874	13,333	17,611	19,532
기타 및 연결조정	3,374	3,854	4,036	3,879	3,935	3,744	3,438	3,192	15,143	14,310	13,092
영업이익	1,043	1,365	1,344	395	1,267	1,588	1,707	1,596	4,147	6,157	6,883
영업이익률 (%)	6.3	7.1	7.6	1.9	5.9	7.5	9.0	6.7	5.5	7.2	7.5
별도 및 기타	152	130	65	-5	189	131	66	-5	341	381	446
한화에어로스페이스	561	865	856	808	639	1,022	1,141	1,406	3,089	4,209	4,935
한화생명	287	287	287	287	481	194	189	142	1,147	1,006	1,063
한화솔루션	30	102	-7	-490	93	307	190	286	-365	875	971
기타 및 연결조정	13	-18	143	-204	-135	-66	121	-234	-66	-314	-531
세전이익	519	527	1,123	-157	922	1,283	1,252	1,125	2,011	4,582	5,507
세전순이익률 (%)	3.1	2.7	6.3	-0.7	4.3	6.1	6.6	4.7	2.7	5.4	6.0
순이익(지배)	81	80	365	-153	145	271	357	384	372	1,156	1,400
순이익률 (지배,%)	2.6	1.5	5.8	1.1	3.6	4.7	5.3	3.8	0.5	1.4	1.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한화 (000880)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**74,785**	**85,328**	**91,718**	**96,908**
매출원가	**64,747**	**72,630**	**77,705**	**81,777**
매출총이익	**10,038**	**12,698**	**14,013**	**15,131**
판매비와관리비	**5,891**	**6,541**	**7,130**	**7,480**
조정영업이익	**4,147**	**6,157**	**6,883**	**7,650**
영업이익	**4,147**	**6,157**	**6,883**	**7,650**
비영업손익	**-2,136**	**-1,575**	**-1,376**	**-1,340**
금융손익	-1,204	-1,444	-1,558	-1,559
관계기업등 투자손익	153	277	182	219
세전계속사업손익	2,011	4,582	5,507	6,310
계속사업법인세비용	19	900	1,094	1,256
계속사업이익	1,992	3,682	4,413	5,054
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,992**	**3,682**	**4,413**	**5,054**
지배주주	372	1,156	1,400	1,652
비지배주주	1,619	2,526	3,012	3,403
총포괄이익	**3,070**	**5,359**	**4,413**	**5,054**
지배주주	864	1,333	1,098	1,257
비지배주주	2,206	4,026	3,315	3,797
EBITDA	6,505	8,865	9,896	11,019
FCF	2,636	142,395	14,823	11,842
EBITDA 마진율 (%)	8.7	10.4	10.8	11.4
영업이익률 (%)	5.5	7.2	7.5	7.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	1.4	1.5	1.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**105,999**	**250,638**	**267,556**	**280,522**
현금 및 현금성자산	14,685	152,455	165,064	174,964
매출채권 및 기타채권	8,536	9,581	10,421	11,018
재고자산	16,070	18,036	19,618	20,743
기타유동자산	66,708	70,566	72,453	73,797
비유동자산	**183,330**	**186,247**	**190,638**	**194,693**
관계기업투자등	4,964	5,571	6,060	6,407
유형자산	37,085	40,395	44,312	48,025
무형자산	11,445	11,502	11,375	11,288
자산총계	**289,329**	**436,885**	**458,195**	**475,215**
유동부채	**79,882**	**90,674**	**94,776**	**97,695**
매입채무 및 기타채무	10,350	11,616	12,635	13,360
단기금융부채	38,784	46,177	46,377	46,520
기타유동부채	30,748	32,881	35,764	37,815
비유동부채	**161,012**	**296,072**	**309,001**	**318,200**
장기금융부채	28,636	148,623	148,623	148,623
기타비유동부채	132,376	147,449	160,378	169,577
부채총계	**240,894**	**386,747**	**403,777**	**415,895**
지배주주지분	**11,840**	**9,765**	**11,031**	**12,530**
자본금	474	474	474	474
자본잉여금	2,090	2,090	2,090	2,090
이익잉여금	8,479	9,531	10,797	12,297
비지배주주지분	**36,595**	**40,374**	**43,387**	**46,790**
자본총계	**48,435**	**50,139**	**54,418**	**59,320**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**8,320**	**147,846**	**21,205**	**18,417**
당기순이익	1,992	3,682	4,413	5,054
비현금수익비용가감	3,838	3,380	4,392	4,874
유형자산감가상각비	1,784	2,114	2,465	2,862
무형자산상각비	574	594	547	506
기타	1,480	672	1,380	1,506
영업활동으로인한자산및부채의변동	-571	140,157	12,997	9,248
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-219	-956	-717	-511
재고자산 감소(증가)	-2,615	-1,116	-1,581	-1,125
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,455	471	586	417
법인세납부	-974	-916	-1,094	-1,256
투자활동으로 인한 현금흐름	**-12,800**	**-8,953**	**-7,337**	**-7,360**
유형자산처분(취득)	-5,533	-5,438	-6,382	-6,575
무형자산감소(증가)	-389	-528	-420	-420
장단기금융자산의 감소(증가)	-555	-732	-589	-419
기타투자활동	-6,323	-2,255	54	54
재무활동으로 인한 현금흐름	**10,330**	**2,191**	**-952**	**-1,028**
장단기금융부채의 증가(감소)	16,720	124,382	201	143
자본의 증가(감소)	297	0	0	0
배당금의 지급	-72	0	-134	-152
기타재무활동	-6,615	-122,191	-1,019	-1,019
현금의 증가	**5,840**	**137,770**	**12,610**	**9,900**
기초현금	8,844	14,685	152,455	165,064
기말현금	14,685	152,455	165,064	174,964

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	20.7	6.6	5.4	4.6
P/CF (x)	1.3	1.1	0.9	0.8
P/B (x)	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	14.0	3.9	2.5	1.6
EPS (원)	3,939	12,675	15,569	18,360
CFPS (원)	61,653	77,412	97,887	110,369
BPS (원)	126,620	110,157	124,236	140,910
DPS (원)	1,100	1,500	1,700	1,900
배당성향 (%)	3.8	2.8	2.7	2.6
배당수익률 (%)	1.3	1.6	1.9	2.1
매출액증가율 (%)	34.4	14.1	7.5	5.7
EBITDA증가율 (%)	61.9	36.3	11.6	11.3
조정영업이익증가율 (%)	71.6	48.5	11.8	11.1
EPS증가율 (%)	-50.2	221.8	22.8	17.9
매출채권 회전율 (회)	10.2	11.0	10.7	10.6
재고자산 회전율 (회)	5.1	5.0	4.9	4.8
매입채무 회전율 (회)	11.4	11.5	11.1	10.9
ROA (%)	0.7	1.0	1.0	1.1
ROE (%)	3.3	10.7	13.5	14.0
ROIC (%)	8.0	9.9	10.2	10.4
부채비율 (%)	497.4	771.4	742.0	701.1
유동비율 (%)	132.7	276.4	282.3	287.1
순차입금/자기자본 (%)	98.9	-24.2	-46.0	-59.2
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	4.3	4.4	4.9

자료: 한화, 미래에셋증권 리서치센터

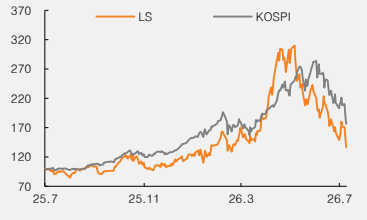
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.7.30

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**316,000원**
현재주가(26/7/29)	243,500원
상승여력	29.8%

영업이익(26F,십억원)	1,807
Consensus 영업이익(26F,십억원)	1,713
EPS 성장률(26F,%)	151.8
MKT EPS 성장률(26F,%)	261.0
P/E(26F,x)	11.4
MKT P/E(26F,x)	6.2
KOSPI	5,663.24
시가총액(십억원)	7,597
발행주식수(백만주)	31
유동주식비율(%)	54.5
외국인 보유비중(%)	18.0
베타(12M) 일간수익률	1.25
52주 최저가(원)	150,800
52주 최고가(원)	553,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-32.1	3.0	39.5
상대주가	0.7	-5.1	-20.4



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

006260 · Biz플랫폼

LS

전력 슈퍼사이클: 성장을 계량하다

투자의견 매수· 목표주가 316,000원으로 커버리지 개시

LS에 대해 목표주가 316,000원과 매수 의견으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV 대비 할인율 40.9%를 적용해 산출되었다. NAV 14.86조원은 상장사(11.91조원)와 비상장사(4.21조원, 전선·MnM)으로 구성된다. 비상장사는 국내 상장 업체(대한전선등)을 감안하여 평가한 값이다.

전력·AI 데이터센터 슈퍼사이클이 체인 전체를 관통해 연결 매출이 2024년 27조 5,447억원 → 2027년 43조 8,861억원로 두 자릿수 성장한다. 목표 할인율(40.9%)은 구조적 할인율에 성장 프리미엄을 더해 산출하였다. 상승여력은 +29.8%이다. 현 할인율 54.6%와 목표 40.9%의 간극은 비상장 소재·케이블 가치가 실제 지주사의 가치로 추가 반영될 여지가 있음을 의미한다.

기업 소개와 특징: 전력·소재 수직체인 사업지주

LS는 소재(LS MnM), 케이블(LS전선), 기기(LS일렉트릭)의 전력망 체인을 거느린 사업지주다. 투자포인트는 다음과 같다. ① 전력 슈퍼사이클 최대 수혜 포트폴리오(소재-케이블-기기 전 구간 동시 수혜)를 보유하고 있다는 점, ② 비상장사(전선·MnM)의 가치가 지속적으로 주가에 반영될 가능성이 높다. ③ 초고압·해저케이블 수주잔고 급증하고 있어 안정적인 고성장이 가능하다.

밸류업 평가와 리스크

LS는 2026년 3월 기업가치 제고(밸류업) 계획을 최초 공시했다. 핵심은 ① 주주환원율 30%까지 상향(중장기), ② 고배당 기업 유지다. 전력 인프라·AI 데이터센터 슈퍼사이클이라는 성장 스토리에 환원이 결합된 형태이다. FY25 DPS 1,650원·배당성향 25.3%로 환원 규모가 작고, 자사주 11.1%의 소각 실적은 2건에 그친다.

자회사 배당수취(일렉트릭·전선·MnM)의 성장으로 재원은 확충될 전망이다. 리스크는 ① 사이클·원자재 민감도, ② 주주환원의 낮은 기저, ③ 지분 분산·IPO 구조 리스크, ④ 공정위 상표권 사용료 조사의 신규 규제로 들 수 있다

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	27,545	31,870	39,524	43,614	48,340
영업이익 (십억원)	1,073	1,053	1,807	2,397	2,858
영업이익률 (%)	3.9	3.3	4.6	5.5	5.9
순이익 (십억원)	237	271	666	931	1,040
EPS (원)	7,371	8,458	21,295	29,842	33,345
ROE (%)	5.1	5.6	12.6	15.5	15.1
P/E (배)	12.8	23.6	11.4	8.2	7.3
P/B (배)	0.6	1.2	1.3	1.2	1.0
배당수익률 (%)	1.7	1.3	1.4	1.8	2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LS, 미래에셋증권 리서치센터

1. 밸류에이션 및 투자 포인트

투자의견 매수와 목표주가 316,000원으로 커버리지 개시

LS에 대해 투자의견 매수와 목표주가 316,000원으로 커버리지를 개시한다. 하지만, 중복상장 규제에 따라 전력·AI 데이터센터 슈퍼사이클의 성장 기대가 배당 경로에 앞서 반영된 종목으로, 상방의 원천은 할인 축소가 아니라 NAV 성장이다. 높지 않은 배당 성향(Conversion)과 Trust 수치를 가지고 있으나, 중복상장 규제에 따른 IPO 가능성 하락은 중립적으로 반영하는 대신, 비상장사의 가치는 충분히 인정하였다.

투자 포인트는 ① 전력 슈퍼사이클 최대 수혜 포트폴리오: 소재(MnM)→케이블(전선)→기기(일렉트릭)로 이어지는 수직 체인을 보유하고 있다. ② 비상장(전선·MnM) 가치 현실화: NAV 내 비상장 4.21조원은 글로벌 peer 대비 보수 멀티플(전선 9.0x·MnM 6.0x, 비유동성 할인 30%)로 평가한 값으로, 그 가치가 지속적으로 반영될 가능성이 높다.

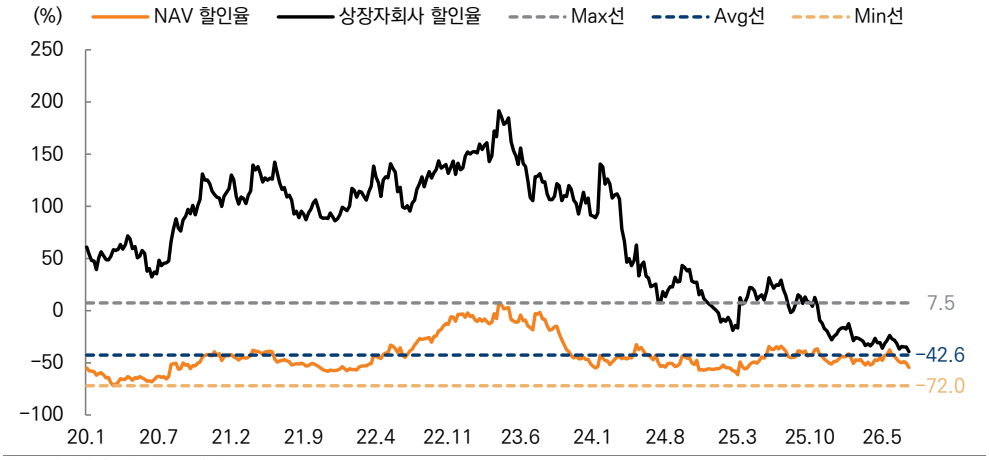
목표 할인율 40.9%의 도출은 다음과 같다(이중층 구조). 구조 앵커 적정 할인율 45.3%에 경로 프리미엄과 NAV 성장 할증을 차감해 산출하였다. 현재 할인율 54.6% 대비 잔차(현−목표) +13.7%p가 리레이팅 여력이다.

표 44. LS NAV 브릿지 및 목표주가 산정 (조원)

구분	값	비고
상장 자회사 합계	11.91	
·LS일렉트릭	11.9	시총×지분 48.46%
(+) 비상장 자회사	4.21	전선 ×9.0 · MnM 6.0x· 엠트론 7.0x· 아이앤디 장부가
(+) 브랜드 로열티	0.58	로열티/(WACC-g) 자본화
(−) 순차입	-1.54	별도 BS 순차입
(−) 본사비용	-0.29	별도 SG&A/WACC 자본화
NAV	14.86	합계
현재 시가총액	6.75	자사주 제외
현 할인율	54.60%	1 − 시총/NAV
목표 할인율	40.90%	max(floor, 앵커 45.3 − 프리미엄 − 할증)
주식수	27,734,903	자사주 제외
표기 목표주가(원)	316,000	
Upside	29.80%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. LS Historical NAV 할인율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: 전력 슈퍼사이클 수혜와 비상장 가치 현실화

① 전력 슈퍼사이클 최대 수혜 포트폴리오

AI 데이터센터 전력 수요, 노후 전력망 교체, 재생에너지 계통 투자가 겹치는 다년 사이클에서 소재(MnM)→케이블(전선)→기기(일렉트릭)의 수직 체인이 동시 수혜. 매출은 2024년 27조원에서 2027년 43조원으로 연평균 16.8% 성장하고, 같은 기간 영업이익은 1.1조원에서 2.4조원으로 2.3배 확대될 전망이다. 지주사 중 사이클 노출도가 가장 순도 높다.

② 비상장(전선·MnM) 가치 현실화 잠재

NAV 내 비상장 4.21조원은 글로벌 peer 대비 보수 멀티플(전선 9.0x·MnM 6.0x, 비유동성 할인 30%)로 평가한 값이다. 양사 모두 IPO 옵션을 보유해 상장 시 LG그룹 CNS 상장 사례처럼 시장가 검증으로 전환된다. 비상장 가치는 실적 성장과 함께 매년 증가하는 'NAV 성장 엔진'이다.

③ 상향 조건에 대한 기대

가치 상향 트리거는: ① LS전선 IPO 여부, ② LS MnM fwd EBITDA 4,500억·8x, ③ 환원율 30% '26 결산 이행(Trust 2.5)이다. 비교적 배당성향 25.3%의 개선과 비상장 배당의 정례화가 확인되면 경로 스코어가 올라 적정 할인율이 추가 하락한다.

2. 기업 소개

LS는 2008년 지주회사 체제로 전환한 LS그룹의 지주회사로, 전선·전력기기·비철금속 제련·에너지에 걸친 전력 인프라 포트폴리오를 지배한다. 상장 자회사 LS일렉트릭(48.46%)과 비상장 핵심 자회사 LS전선(93.0%)·LS MnM(75.0%)을 보유한다. 별도 수익은 자회사 배당금·브랜드 로열티(NAV 상 0.58조 자본화)로 구성된다.

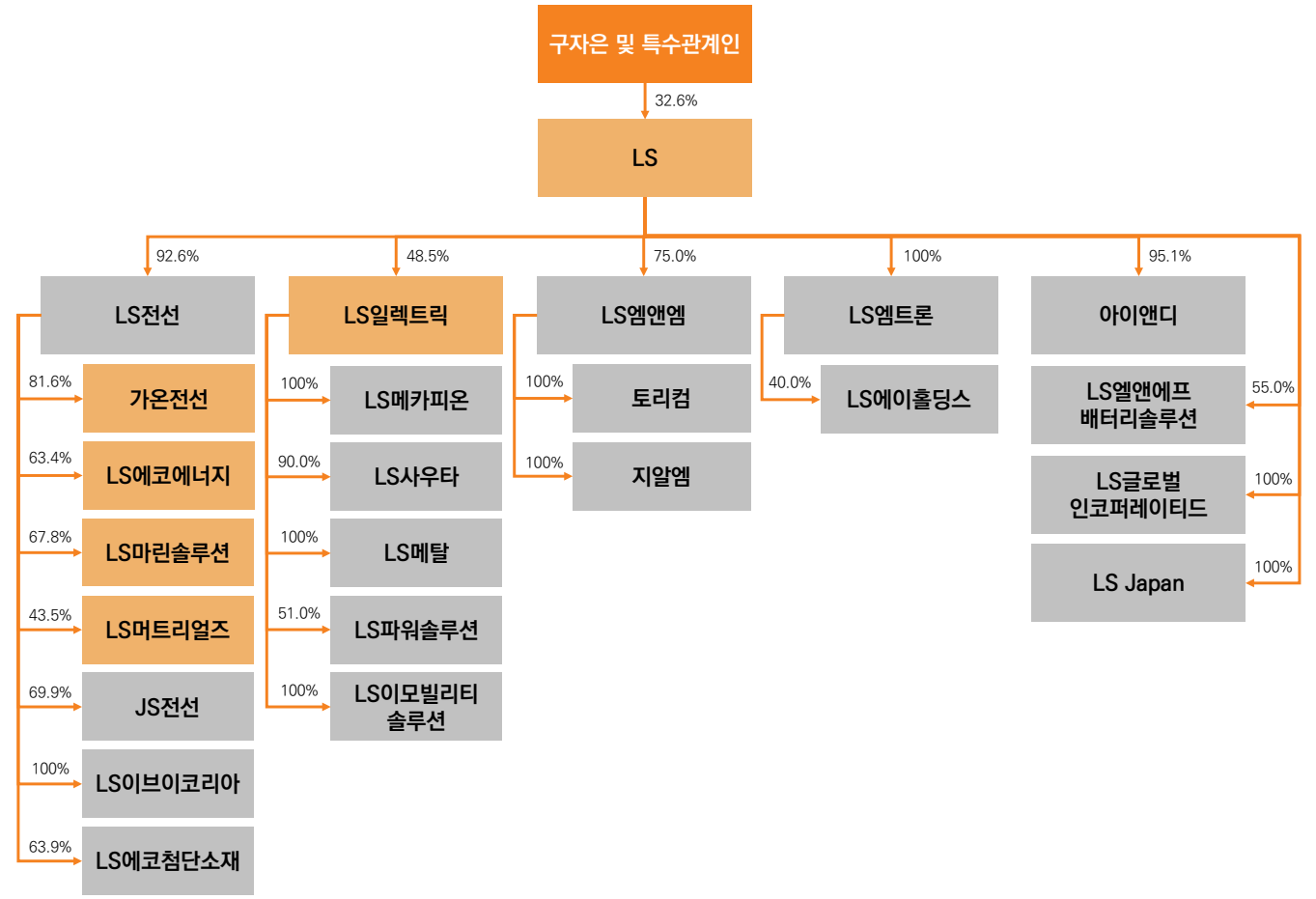
사업 포트폴리오의 특징은 '전기의 생애주기' 수직 정렬이다. 소재(MnM: 동제련·니켈·양극재) → 케이블(전선: 초고압·해저) → 기기·시스템(일렉트릭: 변압기·배전) → 에너지 유통(E1: LPG)으로 이어져, 전력 수요 증가가 계열 전반의 동시 수혜로 전이되는 구조다. AI 데이터센터·전력망 교체·재생에너지 계통 연결이라는 3중 수요가 이 체인 전체를 관통한다.

지배구조 및 주주구성

LS그룹은 구태회·구평회·구두회 3형제 가문의 사촌경영 체제로, 구자은 회장이 그룹을 이끌고 있다. 주주구성의 최대 특징은 오너 일가 지분의 분산이다. 최대주주·특수관계인 합산 32.60%이나 개인별로는 구자은 3.69%, 구동휘 3.04%, 구자용 2.43% 등 다수 일가에 잘게 나뉘어 있어, 단일 대주주가 존재하는 여타 지주사와 구조적으로 다르다. 합산 지배력은 안정적이나, 세대·가계 간 지분 정리 과정에서 거래 이벤트가 발생할 수 있는 구조다.

자사주는 11.1%로 커버리지 5사 중 최고 수준이다. 소각 실적은 2건에 그쳐 아직 '보유'에 머물러 있으나, 밸류업 정책(환원율 30% 상향)과 결합될 경우 소각·활용 여부 자체가 잠재 촉매다. 소액·기관 지분은 56.3%로 유통물량은 비교적 풍부하다.

그림 25. LS 지배구조 및 지분 관계도



주: 2025년 말 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

주요 자회사별 사업 내용

LS일렉트릭은 LS가 지분 48.46%를 보유한 상장 자회사로 초고압 변압기·배전기기·전력 시스템을 생산한다. 북미 AI 데이터센터와 전력망 투자에 힘입은 초고압 기기 수주 슈퍼사이클의 직접 수혜주이며, 상장 자회사 귀속가치의 핵심이자 FY25 지주 귀속배당 410억원을 기여한 최대 배당원이다.

LS전선은 지분 93.0%의 비상장 자회사로 초고압·해저케이블 분야의 글로벌 플레이어다. 해상풍력과 대륙간 계통 연결 수요로 해저케이블 수주잔고가 급증하고 있으며, 미국 공장 투자를 통한 북미 현지화도 진행 중이다. IPO 옵션을 보유하고 있어 상장이 이뤄지면 NAV 내 보수적 평가치가 시장가로 재평가되는 촉매가 될 수 있다.

LS MnM은 지분 75.0%의 비상장 자회사로, 동제련 기반 위에 니켈·황산니켈·전구체~양극재 소재로 사업을 확장하고 있다. EV 배터리 소재 밸류체인의 상류를 장악하는 성장축이며, LS전선과 함께 IPO 후보로서 비상장 가치 현실화의 두 번째 옵션이다.

E1은 (주)LS의 타법인출자 목록에서 확인되지 않는 그룹 계열회사로(직접 지분 0%), 본 보고서의 NAV·귀속배당 집계 대상에서 제외한다.

표 45. LS 주요 자회사·사업부문: NAV 귀속과 성장 드라이버

자회사(지분)	NAV 귀속 (조원)	주요 사업/부문	성장 드라이버 → NAV
LS일렉트릭	13.6	초고압 변압기·배전기기·전력시스템	북미 AI DC·전력망 → 초고압 수주 슈퍼사이클
LS전선	4.21*	초고압·해저케이블	해상풍력·대륙간 계통·북미 현지화, IPO 옵션
LS MnM	*합산	동제련·니켈·전구체~양극재	EV 배터리 소재 상류, IPO 옵션

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 밸류업 이행 평가

LS는 2026년 3월 기업가치 제고(밸류업) 계획을 최초 공시했다. 핵심은 ① 주주환원율 30%까지 상향(중장기), ② 고배당 기업 유지다. 전력 인프라·AI 데이터센터 슈퍼사이클이라는 성장 스토리에 환원 약속을 결합한 최초 공시형이다.

현재 기저는 낮다. FY25 DPS 1,650원·배당성향 25.3%이고, 자사주 11.1%의 소각 실적은 2건이다. 다만 자회사 배당수취(귀속 979억원 – 일렉트릭 410억·전선 260억·MnM 220억·E1 89억)의 성장으로 재원은 확충되는 방향이다. 최초 공시라 이행 트랙이 없어 목표 할인율에 경로 스코어 반영 +1.0%p를 가산했다. 환원율 30% 약속의 실제 이행과 자사주 활용 구체화가 확인되면 할인 축소의 추가 촉매가 된다.

표 46. LS 밸류업 이행현황

	계획	이행 실적	판정
주주환원율	30%까지 상향(중장기)	2026.03 최초 공시	계획
배당정책	고배당 기업 유지	FY25 DPS 1,650원·성향 25.3%	이행 중
자사주 소각		소각 2건(자사주 12.51% 보유)	일부
ROE·재무		전력 슈퍼사이클 성장 스토리	진행
거버넌스		최초 공시로 이행 트랙 축적 개시	진행

자료: 미래에셋증권 리서치센터

LS의 FY25 귀속배당은 979억원 = 상장 499억(LS일렉트릭 410 + E1 89) + 비상장 480억(LS전선 260 + LS MnM 220)이다. 비상장 92.6%·75.1% 지분은 익금불산입 100% 적용으로 세효율이 높다. 지주 배당총액은 684억원(성향 25.3%·DPS 1,650원)으로 수취 대비 환원 여력이 남아, 환원율 30% 약속의 이행 재원은 충분하다.

4. 리스크 요인

① 사이클·원자재 민감도

전선(구리)·MnM(동·니켈 가격, 제련수수료 TC/RC) 실적이 원자재 가격에 연동. 메탈 가격 급락 또는 전력 투자 사이클 둔화 시 비상장 가치평가와 NAV가 동시 하락.

② 주주환원의 낮은 기저

배당성향 25.3%·환원 규모 왜소로 경로 스코어 반영 +1.0%p를 할인에 가산했다. 밸류업이 2026.03 최초 공시로 이행 트랙이 없어(등급 B), 환원율 30% 약속의 이행이 지연되면 할인 축소도 지연된다.

③ 지분 분산·IPO 구조 리스크

오너 일가 지분 분산(합산 32.6%)은 지분 정리 이벤트 가능성을 내포. 자회사 IPO는 가치 현실화 촉매인 동시에, 상장 방식·구주매출 구조에 따라 더블카운팅 할인 논란으로 지주 할인이 오히려 확대될 수 있는 양면성이 있다.

5. 실적 전망

LS일렉트릭

북미 데이터센터·전력망 투자발 초고압 변압기·배전기기 수주가 실적을 견인한다. 초고압은 생산능력이 병목인 시장으로 수주잔고의 이익률이 계단식으로 상승하며, 2026~27년 증설분 가동이 외형과 마진을 동시에 끌어올린다. 지주 연결이익과 배당수취(FY25 410억원)의 최대 기여처다.

LS전선

해저케이블 수주잔고가 매출로 인식되는 구간에 진입한다. 해상풍력·계통 연결 프로젝트는 다년 장기계약으로 매출 가시성이 높고, 미국 공장 완공 후 북미 현지 물량이 가세하는 2027년까지 성장이 예약되어 있다. 초고압 지중 케이블의 타이트한 수급도 단가에 우호적이다.

LS MnM

동제련의 안정적 캐시카우 위에 니켈·황산니켈·양극재 소재 신규 라인이 순차 가동된다. 단기 실적은 메탈 가격·제련수수료에 연동돼 변동성이 있으나, 소재 매출 비중 확대가 이익 체력을 구조적으로 높이는 방향이다. 배당(FY25 220억원)과 IPO 옵션 가치의 원천이다.

표 47. LS 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	6,914	7,854	8,073	9,029	9,504	10,069	9,858	10,094	31,870	39,524	43,614
별도	110	128	86	74	171	262	151	111	398	695	892
LS일렉트릭	1,059	1,289	1,182	1,436	1,377	1,577	1,508	1,766	4,965	6,228	7,781
LS전선	1,944	1,889	1,887	1,868	2,044	2,621	2,455	2,433	7,588	9,553	12,114
LS아이앤디	1,168	1,250	1,203	1,237	1,492	1,320	1,318	1,291	4,859	5,422	5,851
LS엠트론	348	312	239	219	305	498	279	251	1,118	1,333	1,479
LS MnM	2,831	3,663	3,888	4,561	4,784	4,649	4,649	4,649	14,942	18,730	18,170
연결조정 등	-545	-676	-413	-365	-669	-859	-502	-407	-2,000	-2,436	-2,672
영업이익	305	236	257	255	476	546	418	366	1,053	1,807	2,397
별도	97	115	74	30	157	262	151	111	315	681	892
LS일렉트릭	91	111	102	123	127	179	168	194	426	666	988
LS전선	83	83	80	34	97	113	104	57	280	371	469
LS아이앤디	32	28	23	22	43	49	9	20	105	121	130
LS엠트론	27	19	1	-3	25	28	3	-5	44	50	55
LS MnM	75	-5	43	114	190	62	62	62	226	375	364
연결조정 등	-100	-114	-65	-64	-162	-145	-79	-71	-343	-457	-500
영업이익률 (%)	0.0	3.0	3.2	2.8	5.0	5.4	4.2	3.6	3.3	4.6	5.5
세전이익	195	229	125	133	305	428	464	194	682	1,390	1,973
순이익(지배)	87	100	66	18	156	202	220	89	271	666	931
순이익률 (지배,%)	2.0	2.1	1.3	0.8	2.5	3.1	3.5	1.4	0.8	1.7	2.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

LS (006260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**31,870**	**39,524**	**43,614**	**48,340**
매출원가	**29,037**	**35,439**	**38,614**	**42,596**
매출총이익	**2,833**	**4,085**	**5,000**	**5,744**
판매비와관리비	**1,764**	**2,279**	**2,604**	**2,886**
조정영업이익	**1,053**	**1,807**	**2,397**	**2,858**
영업이익	**1,053**	**1,807**	**2,397**	**2,858**
비영업손익	**-371**	**-417**	**-424**	**-649**
금융손익	-316	-366	-378	-383
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	682	1,390	1,973	2,209
계속사업법인세비용	194	356	528	594
계속사업이익	487	1,034	1,445	1,615
중단사업이익	-2	0	0	0
당기순이익	**485**	**1,034**	**1,445**	**1,615**
지배주주	271	666	931	1,040
비지배주주	214	368	514	574
총포괄이익	**597**	**987**	**1,445**	**1,615**
지배주주	355	720	1,053	1,177
비지배주주	242	267	391	437
EBITDA	1,585	2,382	3,042	3,589
FCF	-941	-73	-134	19
EBITDA 마진율 (%)	5.0	6.0	7.0	7.4
영업이익률 (%)	3.3	4.6	5.5	5.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.9	1.7	2.1	2.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**16,415**	**19,086**	**20,632**	**22,343**
현금 및 현금성자산	2,087	3,072	2,644	2,338
매출채권 및 기타채권	4,061	4,540	5,102	5,676
재고자산	6,679	7,467	8,391	9,335
기타유동자산	3,588	4,007	4,495	4,994
비유동자산	**8,580**	**9,402**	**10,152**	**10,901**
관계기업투자등	430	481	541	602
유형자산	5,902	6,471	7,188	7,897
무형자산	964	1,014	954	897
자산총계	**24,995**	**28,488**	**30,784**	**33,243**
유동부채	**13,776**	**15,985**	**16,888**	**17,811**
매입채무 및 기타채무	2,095	2,342	2,632	2,928
단기금융부채	8,401	9,977	10,136	10,299
기타유동부채	3,280	3,666	4,120	4,584
비유동부채	**3,540**	**3,950**	**3,994**	**4,039**
장기금융부채	3,001	3,595	3,595	3,595
기타비유동부채	539	355	399	444
부채총계	**17,315**	**19,935**	**20,882**	**21,850**
지배주주지분	**5,004**	**5,577**	**6,412**	**7,330**
자본금	161	161	161	161
자본잉여금	-188	-215	-215	-215
이익잉여금	5,025	5,613	6,448	7,366
비지배주주지분	**2,676**	**2,976**	**3,490**	**4,064**
자본총계	**7,680**	**8,553**	**9,902**	**11,394**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**206**	**886**	**1,168**	**1,403**
당기순이익	485	1,034	1,445	1,615
비현금수익비용가감	1,265	1,418	1,544	1,701
유형자산감가상각비	450	512	585	675
무형자산상각비	65	64	60	56
기타	750	842	899	970
영업활동으로인한자산및부채의변동	-958	-854	-923	-942
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-211	-324	-562	-574
재고자산 감소(증가)	-1,688	-714	-924	-944
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	359	102	290	296
법인세납부	-257	-342	-528	-594
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,690**	**-1,230**	**-1,600**	**-1,688**
유형자산처분(취득)	-1,111	-959	-1,302	-1,384
무형자산감소(증가)	-42	-6	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,308	-253	-298	-304
기타투자활동	771	-12	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**1,983**	**1,399**	**64**	**40**
장단기금융부채의 증가(감소)	2,360	1,942	160	163
자본의 증가(감소)	-245	-27	0	0
배당금의 지급	-100	0	-96	-123
기타재무활동	-32	-516	0	0
현금의 증가	**495**	**985**	**-428**	**-306**
기초현금	1,592	2,087	3,072	2,644
기말현금	2,087	3,072	2,644	2,338

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	23.6	11.4	8.2	7.3
P/CF (x)	3.7	3.1	2.5	2.3
P/B (x)	1.2	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	10.4	7.9	6.5	5.7
EPS (원)	8,458	21,295	29,842	33,345
CFPS (원)	54,665	78,382	95,800	106,256
BPS (원)	160,841	181,453	208,227	237,628
DPS (원)	2,500	3,500	4,500	5,000
배당성향 (%)	14.1	9.3	8.5	8.5
배당수익률 (%)	1.3	1.1	1.4	1.6
매출액증가율 (%)	15.7	24.0	10.3	10.8
EBITDA증가율 (%)	1.0	50.3	27.7	18.0
조정영업이익증가율 (%)	-1.9	71.6	32.7	19.3
EPS증가율 (%)	14.8	151.8	40.1	11.7
매출채권 회전율 (회)	7.9	9.2	9.0	9.0
재고자산 회전율 (회)	5.4	5.6	5.5	5.5
매입채무 회전율 (회)	15.1	16.0	15.5	15.3
ROA (%)	2.1	3.9	4.9	5.0
ROE (%)	5.6	12.6	15.5	15.1
ROIC (%)	5.5	9.0	10.7	11.6
부채비율 (%)	225.5	233.1	210.9	191.8
유동비율 (%)	119.2	119.4	122.2	125.4
순차입금/자기자본 (%)	96.5	97.1	87.1	77.5
조정영업이익/금융비용 (x)	2.7	4.1	5.3	6.3

자료: LS, 미래에셋증권 리서치센터

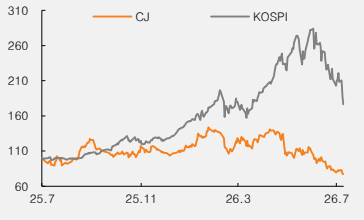
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.7.30

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**156,000원**
현재주가(26/7/29)	124,400원
상승여력	25.4%

영업이익(26F,십억원)	2,684
Consensus 영업이익(26F,십억원)	2,701
EPS 성장률(26F,%)	320.2
MKT EPS 성장률(26F,%)	261.0
P/E(26F,x)	7.4
MKT P/E(26F,x)	6.2
KOSPI	5,663.24
시가총액(십억원)	3,630
발행주식수(백만주)	29
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	17.1
베타(12M) 일간수익률	0.48
52주 최저가(원)	124,400
52주 최고가(원)	232,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-22.4	-39.2	-18.9
상대주가	15.0	-43.9	-53.7



[Biz플랫폼/스마트SCM]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

001040 · Biz플랫폼

CJ

밸류업으로 이어질 올리브영의 성장성

투자의견 목표주가 156,000원 및 매수 의견으로 커버리지 개시

CJ에 대해 목표주가 156,000원 및 매수 의견으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV 7.83조원에 목표 할인율 46.0%을 산정하여 도출했다. 할인율 57.0%는 이미 5년 평균 67.8% 대비 크게 축소되어 있는 상태이다.

동사에 대한 투자포인트는 ① 올리브영의 성장을 바탕으로 잠재 NAV 확대, 장기 가치의 현실화시 리레이팅 가능성이다. 이와 함께 ② 할인율 축소 지속'(23~25 환원정책 완주가 만든 구조 변화), ③ 향후 신규 환원정책도 기대된다.

기업 소개와 특징: 올리브영 중심 지주

CJ는 식품(CJ제일제당)·미디어(CJ ENM)·물류(대한통운)·리테일(올리브영)을 거느린 지주다. NAV 7.83조원의 66%가 비상장 CJ올리브영에서 나오며, 상장 자회사(제일제당 1.3조·ENM 0.3·CGV 0.4)는 2.0조에 그치고 브랜드 로열티 2.07조가 더해진다.

CJ올리브영은 CJ가 보유한 비상장 K뷰티 옴니채널 리테일 기업으로 NAV 귀속가치는 4.53조원이다. 국내 H&B 시장의 압도적 1위 사업자로서 외국인 관광객 구매와 글로벌몰 역직구를 통해 K-wave 수혜를 직접 누리고 있다. 그룹 최대 가치 자산이자 핵심 배당원(FY25 귀속 377억원)이다.

밸류업 평가와 잠재 리스크

CJ는 2026년 3월 기업가치 제고(밸류업) 계획을 최초 공시하며 '23~25년 별도 순이익 70%+ 배당 정책의 완주를 확인했다. FY25 배당총액 1,108억원·DPS 3,300원·배당성향 77%로 직전 정책을 초과했다. 재원인 자회사 배당도 제일제당 402억·올리브영 377억·프레시웨이 28억원으로 분산돼 지속가능성이 높다.

리스크는 ① 비상장 의존(올리브영 밸류에이션 불확실성), ② 상장 자회사 실적 변동, ③ 공정위 상표권 사용료 조사의 신규 규제이다. 승계와 관련한 지배구조 이슈도 지켜봐야 할 이슈이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	43,647	45,019	48,272	53,355	53,545
영업이익 (십억원)	2,532	2,528	2,684	2,941	3,308
영업이익률 (%)	5.8	5.6	5.6	5.5	6.2
순이익 (십억원)	94	143	602	686	797
EPS (원)	2,643	4,019	16,886	19,245	22,360
ROE (%)	1.7	2.7	10.9	11.3	11.9
P/E (배)	37.5	42.8	7.4	6.5	5.6
P/B (배)	0.6	1.1	0.7	0.7	0.6
배당수익률 (%)	3.0	1.9	2.8	3.0	3.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ, 미래에셋증권 리서치센터

1. 밸류에이션 및 투자 포인트

목표주가를 156,000원 및 매수 의견으로 커버리지를 개시

CJ에 대해 목표주가를 156,000원 및 매수 의견으로 커버리지를 개시한다. 이중층 구조에서 CJ의 구조 앵커 적정 할인율은 51.2%다. 비상장 NAV 비중 71.0%가 유니버스 중 최고이며, 가치확정 이벤트(올리브영 상장·합병 등)가 발생하면 비상장 불투명성이 소멸한다. 목표 할인율 46.0%를 NAV 7.83조원에 적용해 목표주가 156,000원을 산정했다.

밸류에이션의 요체는 할인율의 '지속가능성'이다. 현 할인율 57.0%는 유니버스 최고 수준인 비상장 비중(71.0%)이 만든 구조적 할인으로, 공시로 확정된 배당성향과 밸류업 이행이 축소를 구조적으로 지지한다. 목표 할인율(46.0%)은 구조 앵커에 경로 프리미엄 0.4%p와 올리브영 성장을 반영한 NAV 성장 할증을 차감해 도출하였다. 과거 평균 회귀가 아니라 경로 실증과 성장 계량의 결합이다.

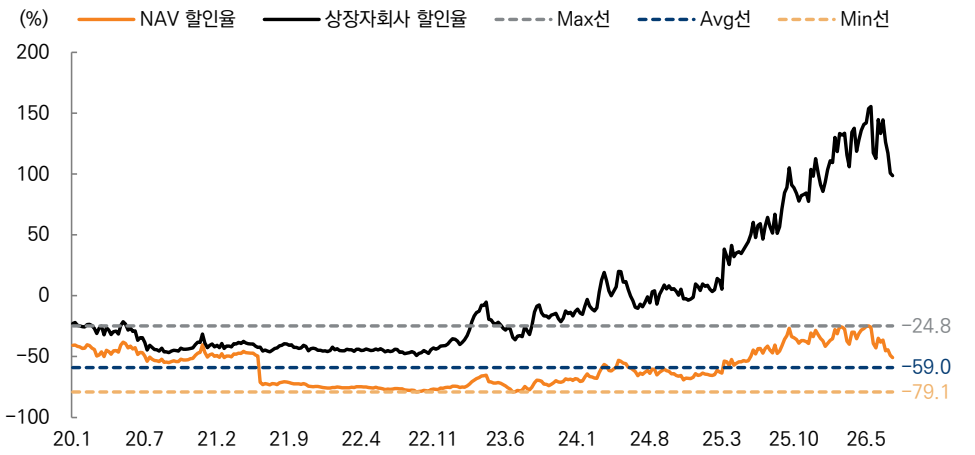
NAV 7.83조원 = 상장자회사 2.06조 + 비상장 CJ올리브영·푸드빌 5.05조 + 브랜드 2.07조 − 순차입금 0.56조 − 본사비용 0.80조이다. 올리브영 12M forward 재평가는 NAV 성장 할증으로 반영한다.

표 48. CJ NAV 브릿지 및 목표주가 산정 (조원)

구분	값	비고
상장 자회사 합계	2.06	
· CJ제일제당	1.3	시총×지분 44.55%
· CJ ENM	0.3	시총×지분 40.07%
· CJ CGV	0.4	시총×지분 50.9%
· CJ프레시웨이 등	0.1	시총×지분 47.1%
(+) 비상장 자회사	5.05	올리브영 4.53(×9.0) + 푸드빌
(+) 브랜드 로열티	2.07	로열티/(WACC−g) 자본화
(−) 순차입	-0.56	별도 BS 순차입
(−) 본사비용	-0.8	별도 SG&A/WACC 자본화
NAV	7.83	합계
현재 시가총액	3.37	자사주 제외
현 할인율	57.00%	1 − 시총/NAV
목표 할인율	46.00%	max(floor, 앵커−프리미엄−성장할증)
주식수	27,058,454	자사주 제외
표기 목표주가(원)	156,000	
Upside	25.40%	표기 목표주가/현재가 −1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. CJ Historical NAV 할인율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: 올리브영 가치 현실화와 축소된 할인의 지속

① 올리브영 5.3조원 가치의 현실화

NAV의 66%를 차지하는 올리브영은 K뷰티 리테일 고성장으로 가치가 계속 커지는 자산이다. 합병 등 가치확정 이벤트가 발생하면 리레이팅 옵션이 만들어진다. 상장 전에도 실적·배당(377억원)으로 가치가 실증되고 있다.

② 이미 축소된 할인율의 '지속'

현 할인 57.0%는 5년 평균 611.0%에서 16.5%p 낮아진 수준이나, 이는 공시로 확정된 배당성향 77%(5사 최고)와 '23~25 환원정책 완주가 만든 구조적 변화다. 배당의 원천도 올리브영·제일제당·프레시웨이로 분산돼(귀속 807억원) 지속가능성이 높다. 목표 할인율에 경로 스코어 반영했다.

③ 환원정책

밸류업 공시에서 '26 이후 신규 주주환원정책 발표를 예고했다. 직전 정책(70%+ 배당)을 완주한 트랙레코드상 신규 정책의 신뢰도가 높다.

2. 기업 소개

CJ는 식품·바이오(CJ제일제당), K뷰티 리테일(CJ올리브영), 콘텐츠(CJ ENM), 물류(CJ대한통운, 제일제당 경유 손자회사)를 지배하는 순수지주회사다. 발행주식은 29,176,998주이며, 별도 수익은 브랜드 로열티·자회사 배당금·임대수익으로 구성된다. 포트폴리오 전반이 K-푸드·K-뷰티·K-콘텐츠라는 한류(K-wave) 소비 확산의 직접 수혜 축에 놓여 있어, '한국 문화 소비의 글로벌 플랫폼'이라는 정체성이 여타 산업지주와 차별화된다.

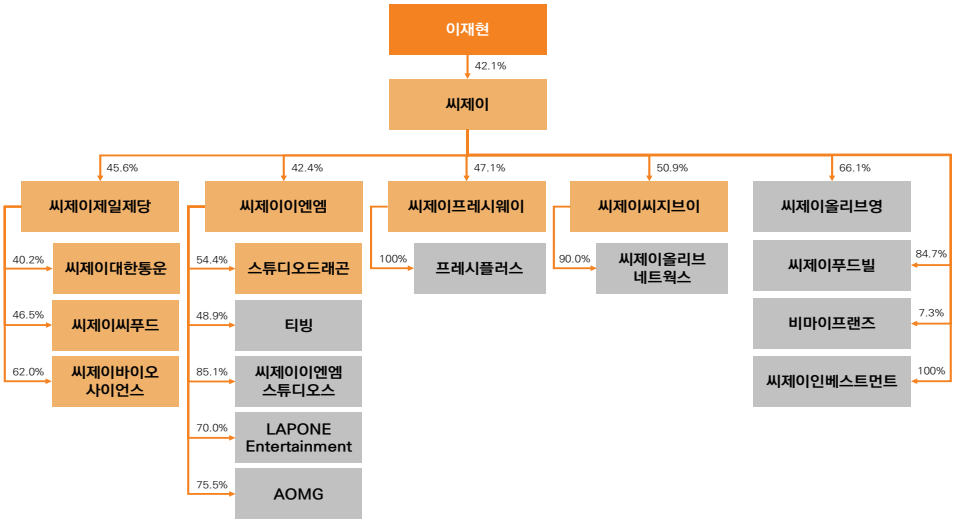
순수지주 특성상 주가는 자회사 개별가치 합산 NAV와 지주 할인율이 결정한다. 다만 CJ는 NAV의 상당부분이 비상장 올리브영이어서 상장 시가로 매일 검증되는 LG형 지주와 달리, 비상장 가치평가의 신뢰도와 그 가시화 이벤트가 밸류에이션의 중심 변수다.

지배구조 및 주주구성

이재현 회장이 본인 지분 42.07%를 보유한 오너 집중 지배구조로, 5사 중 총수 개인 지분율이 가장 높다. 최대주주·특수관계인 합산은 47.77%로 이선호 CJ제일제당 경영리더 3.20%, 이경후 CJ ENM 경영리더 1.47%, CJ나눔재단·문화재단 등이 포함된다. 자사주 7.26%, 소액·기관 44.97%다.

3세(이선호·이경후) 승계가 진행형이라는 점이 지배구조 해석의 핵심이다. 승계 재원 관점에서 배당 확대는 대주주와 소액주주의 이해가 일치하는 영역으로, 5사 최고 배당성향 77%의 지속성을 구조적으로 뒷받침한다. 반면 승계 과정의 지분 이동·계열 재편은 잠재 불확실성이며, 오너 집중 구조는 경영권 안정 요인인 동시에 소수주주 견제력 측면의 디스카운트 요인으로 양면적이다.

그림 27. CJ 지배구조 및 지분 관계도



주: 2025년 말 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

주요 자회사별 사업 내용

CJ올리브영은 CJ가 지분 66.1%를 보유한 비상장 K뷰티 옴니채널 리테일 기업으로 NAV 귀속가치는 4.53조원이다. 국내 H&B 시장의 압도적 1위 사업자로서 외국인 관광객 구매와 글로벌몰 역직구를 통해 K-wave 수혜를 직접 수취하고 있다. 그룹 최대 가치 자산이자 핵심 배당원(FY25 귀속 377억원)이며, IPO 옵션도 보유하고 있다.

CJ제일제당은 지분 44.55%의 상장 자회사로 식품(비비고 등 K-푸드의 글로벌 확장)과 바이오(아미노산·조미소재) 사업을 영위한다. 지주 배당기여가 가장 큰 상장 배당원(402억원)이며, CJ대한통운을 자회사로 둔 중간지주 역할도 겸한다.

CJ ENM은 미디어·콘텐츠(티빙·스튜디오드래곤)와 커머스를 영위하는 상장 자회사다. 콘텐츠 투자 사이클 부담으로 현재 무배당이지만 업황 회복 시 NAV 상향 여력이 있으며, K-콘텐츠 확산의 그룹 내 첨병 역할을 맡고 있다.

CJ프레시웨이는 식자재 유통·단체급식을 영위하는 상장 자회사다. 이번 배당 정밀 실측(DPS×실보유주식) 과정에서 새로 포착된 배당원(28억원)으로, 안정적인 현금 기여를 제공한다.

표 49. CJ 주요 자회사·사업부문 – NAV 귀속과 성장 드라이버

자회사(지분)	NAV 귀속(조원)	주요 사업/부문	성장 드라이버 → NAV
CJ올리브영(66.1%, 비상장)	5.05	K뷰티 옴니채널 리테일(H&B 1위)	한류, 역직구, 상장/합병 시 가치
CJ제일제당(44.55%)	1.3	식품(K-푸드)·바이오·물류(대한통운)	K-푸드 확장, 최대 상장 배당원
CJ ENM(40.07%)	0.3	미디어(티빙·스튜디오드래곤)·커머스	콘텐츠 업황 회복 시 NAV 상향
CJ CGV·프레시웨이 등	0.6	극장 플랫폼·식자재 유통	CGV 재무 정상화·프레시웨이

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 밸류업 이행 평가

CJ는 2026년 3월 기업가치 제고(밸류업) 계획을 최초 공시하며 '23~25년 별도 순이익 70%+ 배당 정책을 달성했다. 매년 DPS 유지/상향 원칙과 함께 '26년 이후 신규 주주환원 정책 발표를 예고해 시점이 특정된 단기 촉매를 갖췄다.

배당 이행은 5사 최고다. FY25 배당총액 1,108억원·DPS 3,300원·배당성향 77%로 직전 정책을 초과했다. 재원인 자회사 배당도 제일제당 402억·올리브영 377억·프레시웨이 28억원으로 분산돼 지속가능성이 높다. 다만 자사주 소각은 0건이다. 높은 배당성향을 스코어에 반영(할인 차감)했다. 향후 정책에서 소각이 신규 도입될 경우 서프라이즈 여지가 있다.

표 50. CJ 밸류업 이행현황

항목	계획	이행 실적	판정
배당정책	'23~25 별도 순이익 70%+ 배당	이행완료(성향 77%, 5사 최고)	완료
DPS	매년 유지/상향	FY25 DPS 3,300원	이행
신규 환원정책	'26 이후 발표 예정	시점 특정 단기 촉매	예정
자사주 소각	–	소각 0건(자사주 7.26%)	미실시
거버넌스	IR 강화·K-wave 성장	2026.03 최초 공시	진행
특이	–	올리브영 IPO 옵션	주시

자료: 미래에셋증권 리서치센터

CJ의 FY25 귀속배당은 807억원 = 상장 430억(CJ제일제당 402 + CJ프레시웨이 28) + 비상장 CJ올리브영 377억원이다. 올리브영(66.1%)은 익금불산입 100% 적용의 고효율 배당원이자 핵심 현금원이다. 지주 배당총액 1,108억원(성향 77%·DPS 3,300원)은 수취를 상회하는 적극 환원으로, 경로 스코어 상향의 근거다.

4. 리스크 요인

① 비상장의 높은 비중: 올리브영 밸류에이션 불확실성

NAV의 66%가 시가로 검증되지 않는 비상장 가치평가에 의존한다. 성장 둔화·멀티플 하향 시 NAV 자체가 흔들리며, IPO 지연·철회 반복은 가시화 기대를 후퇴시킨다. 상장 시 지주 할인 이중구조 논쟁도 잠재한다.

② 상장 자회사 실적 변동

제일제당의 바이오 시황·곡물가, ENM의 콘텐츠 투자 회수 지연이 연결 이익과 배당 수취를 동시에 압박할 수 있다. ENM 무배당 장기화는 배당 스토리의 확장을 제약한다.

③ 공정위 상표권(브랜드 로열티) 조사

공정거래위원회가 지주회사 상표권 사용료의 정상가격 산정 기준 마련에 착수해 한화(6/23~)·CJ(7/10~) 현장조사를 진행했다. 브랜드 로열티는 당사 NAV의 자본화 항목이자 지주 계약수익(Adjusted Coverage)의 원천이다. 요율 변동은 NAV·경로 스코어 양쪽에 전파된다. 브랜드 자본화가 NAV의 약 26%로 높은 편이라 민감도도 높다.

5. 실적 전망

연결 매출은 2025년 45조원에서 2026F 48.3조원, 2027F 53.4조원으로 성장이 지속될 전망이다. 한류 소비 확산이 올리브영(리테일)·제일제당(식품 글로벌)·ENM(콘텐츠)에 동시 작용하는 플랫폼형 성장이 골자다. 영업이익은 2025년 2.5조원에서 2026년 2.7조원, 2027년 3.0조원으로 완만한 성장이 예상되는데, 성장 투자(리테일 출점·콘텐츠 제작·바이오 증설)가 이익률을 일부 흡수하기 때문이다(영업이익률 2027년 5.6%로 소폭 하락).

올리브영

외형 성장의 최대 동력. 외국인 인바운드 구매와 글로벌몰 확대로 두 자릿수 성장을 지속하며, 연결 매출 증분의 핵심 축이자 지주 배당(FY25 귀속 377억원)의 원천이다. 고마진 리테일 특성상 그룹 이익 믹스 개선에도 기여하나, 신규 포맷·해외 출점 투자로 단기 마진 상승 폭은 제한적으로 반영했다.

제일제당

식품은 비비고 중심 K-푸드의 북미·유럽 확장이 견조하고, 바이오는 아미노산 시황 회복을 보수적으로 반영했다. 대한통운(손자) 물류는 안정적 캐시카우로 연결 이익 하단을 지지한다. 지주 배당기여 최대 상장원(402억원)으로서 배당 가시성도 신뢰 보강 요소이다.

ENM·기타

ENM은 티빙 손익 개선과 콘텐츠 판권 판매 회복으로 적자 축소~흑자 안착 경로를 가정했으며, 2026F 세전이익 급증의 상당 부분이 콘텐츠 부문 정상화와 일회성 손실 소멸에서 나온다. CGV·프레시웨이는 완만한 회복으로 중립적 기여를 상정했다.

표 51. CJ 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	10,600	11,119	11,428	11,871	11,451	11,053	11,630	14,138	45,019	48,272	53,355
CJ제일제당	7,208	7,237	7,440	5,457	7,111	6,933	7,228	7,301	27,343	28,573	31,023
CJ ENM	1,138	1,313	1,246	1,438	1,330	1,292	1,315	1,493	5,135	5,429	6,881
CJ올리브영	1,138	1,400	1,517	1,779	1,309	1,610	1,745	2,047	5,834	6,711	7,583
CJ프레시웨이	799	883	901	898	834	941	975	992	3,481	3,742	3,929
CJ CGV	534	492	583	667	573	541	606	647	2,275	2,366	2,461
CJ푸드빌	240	255	276	250	254	270	292	265	1,021	1,081	1,157
별도	51	112	43	57	111	44	51	57	262	263	213
연결조정 등	-507	-573	-576	1,324	-70	-579	-582	1,337	-331	107	108
영업이익	531	619	666	712	461	532	797	895	2,528	2,684	2,941
CJ제일제당	333	349	347	205	238	278	392	374	1,234	1,282	1,393
CJ ENM	1	29	18	86	1	35	35	78	133	149	190
CJ올리브영	98	164	197	286	112	145	215	313	745	785	905
CJ프레시웨이	11	27	34	30	11	30	35	31	102	108	113
CJ CGV	3	2	23	68	9	17	37	37	96	100	104
CJ푸드빌	9	13	15	13	11	15	17	16	50	59	64
별도	27	62	21	36	87	44	51	57	146	240	213
연결조정 등	48	-27	12	-11	-9	-31	12	-11	22	-39	-40
순이익(지배)	68	166	144	-234	76	110	189	228	143	602	686
순이익률 (지배,%)	1.3	3.3	2.6	-5.5	1.5	2.3	3.7	3.7	0.3	1.2	1.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

CJ (001040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**45,019**	**48,272**	**53,355**	**53,545**
매출원가	**32,051**	**34,402**	**38,049**	**37,829**
매출총이익	**12,968**	**13,870**	**15,306**	**15,716**
판매비와관리비	**10,441**	**11,186**	**12,365**	**12,408**
조정영업이익	**2,528**	**2,684**	**2,941**	**3,308**
영업이익	**2,528**	**2,684**	**2,941**	**3,308**
비영업손익	**-1,950**	**-673**	**-660**	**-660**
금융손익	-817	0	0	0
관계기업등 투자손익	66	80	66	66
세전계속사업손익	578	2,011	2,281	2,648
계속사업법인세비용	436	623	699	810
계속사업이익	143	1,387	1,581	1,837
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**143**	**1,387**	**1,581**	**1,837**
지배주주	143	602	686	797
비지배주주	-1	785	895	1,040
총포괄이익	**11**	**1,819**	**1,581**	**1,837**
지배주주	78	705	613	712
비지배주주	-68	1,114	968	1,125
EBITDA	6,048	6,404	6,484	6,706
FCF	2,652	7,001	3,781	3,789
EBITDA 마진율 (%)	13.4	13.3	12.2	12.5
영업이익률 (%)	5.6	5.6	5.5	6.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.3	1.2	1.3	1.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**13,735**	**18,920**	**22,376**	**24,856**
현금 및 현금성자산	2,587	5,643	7,756	10,166
매출채권 및 기타채권	4,807	5,725	6,305	6,335
재고자산	2,949	3,512	3,867	3,886
기타유동자산	3,392	4,040	4,448	4,469
비유동자산	**33,231**	**33,743**	**33,121**	**32,425**
관계기업투자등	1,590	1,894	2,086	2,096
유형자산	14,831	14,861	14,295	13,866
무형자산	7,862	7,832	7,499	7,218
자산총계	**46,966**	**52,663**	**55,496**	**57,281**
유동부채	**17,303**	**19,550**	**20,604**	**20,659**
매입채무 및 기타채무	3,947	4,701	5,176	5,201
단기금융부채	8,729	9,338	9,359	9,360
기타유동부채	4,627	5,511	6,069	6,098
비유동부채	**12,646**	**14,785**	**15,101**	**15,118**
장기금융부채	10,019	11,655	11,655	11,655
기타비유동부채	2,627	3,130	3,446	3,463
부채총계	**29,949**	**34,335**	**35,705**	**35,776**
지배주주지분	**5,209**	**5,809**	**6,378**	**7,050**
자본금	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993
이익잉여금	4,060	4,551	5,119	5,792
비지배주주지분	**11,808**	**12,519**	**13,414**	**14,454**
자본총계	**17,017**	**18,328**	**19,792**	**21,504**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**4,987**	**8,463**	**5,138**	**5,160**
당기순이익	143	1,387	1,581	1,837
비현금수익비용가감	5,704	4,538	4,163	4,129
유형자산감가상각비	2,185	2,066	1,923	1,800
무형자산상각비	1,335	1,654	1,620	1,598
기타	2,184	818	620	731
영업활동으로인한자산및부채의변동	-298	3,126	93	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	172	-800	-529	-28
재고자산 감소(증가)	7	54	-355	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	289	478	342	18
법인세납부	-561	-589	-699	-810
투자활동으로 인한 현금흐름	**-3,323**	**-2,574**	**-2,803**	**-2,683**
유형자산처분(취득)	-2,191	-1,451	-1,357	-1,371
무형자산감소(증가)	-1,001	-1,365	-1,288	-1,316
장단기금융자산의 감소(증가)	503	-272	-171	-9
기타투자활동	-634	514	13	13
재무활동으로 인한 현금흐름	**-2,117**	**-2,680**	**-97**	**-123**
장단기금융부채의 증가(감소)	-471	2,246	20	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-286	-52	-118	-124
기타재무활동	-1,360	-4,874	1	0
현금의 증가	**-598**	**3,056**	**2,113**	**2,410**
기초현금	3,186	2,587	5,643	7,756
기말현금	2,587	5,643	7,756	10,166

예상 주당가치 및 valuation (요약)

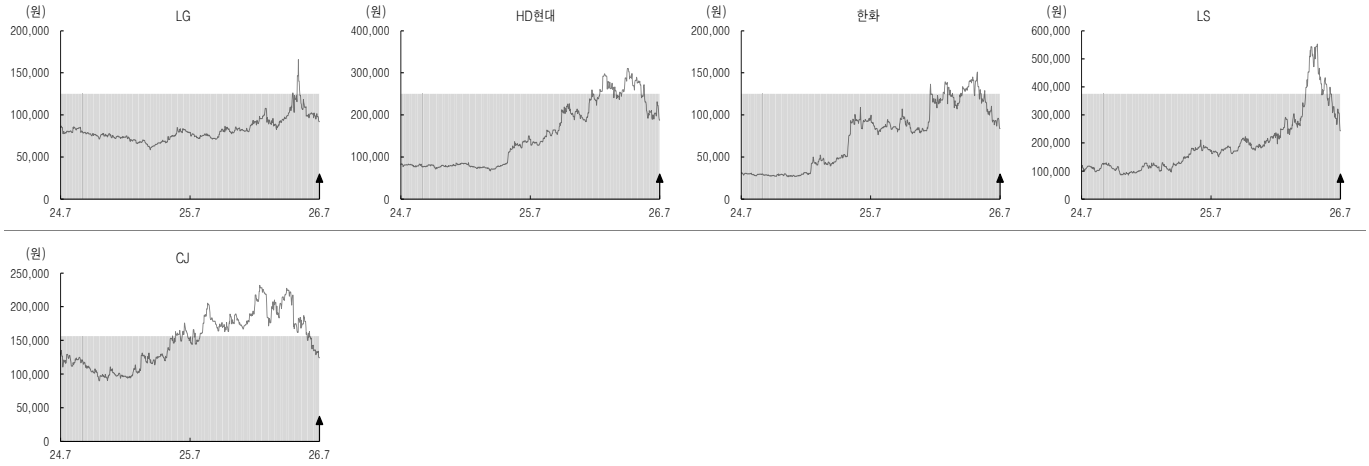
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	42.8	7.4	6.5	5.6
P/CF (x)	1.0	0.7	0.8	0.7
P/B (x)	1.1	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	5.5	4.9	4.6	4.3
EPS (원)	4,019	16,886	19,245	22,360
CFPS (원)	163,934	166,157	161,074	167,285
BPS (원)	150,211	167,025	182,970	201,842
DPS (원)	3,300	3,500	3,700	3,900
배당성향 (%)	62.6	6.8	6.3	5.7
배당수익률 (%)	1.9	2.6	2.7	2.8
매출액증가율 (%)	3.1	7.2	10.5	0.4
EBITDA증가율 (%)	-3.5	5.9	1.2	3.4
조정영업이익증가율 (%)	-0.2	6.2	9.6	12.5
EPS증가율 (%)	52.0	320.2	14.0	16.2
매출채권 회전율 (회)	9.9	10.0	9.7	9.3
재고자산 회전율 (회)	14.7	14.9	14.5	13.8
매입채무 회전율 (회)	11.5	11.1	10.7	10.1
ROA (%)	0.3	2.8	2.9	3.3
ROE (%)	2.7	10.9	11.3	11.9
ROIC (%)	2.0	6.4	7.1	7.6
부채비율 (%)	176.0	187.3	180.4	166.4
유동비율 (%)	79.4	96.8	108.6	120.3
순차입금/자기자본 (%)	90.7	79.1	62.2	46.0
조정영업이익/금융비용 (x)	2.7	0.0	0.0	0.0

자료: CJ, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG (003550)					2026.07.30	매수	107,000	-	-
2026.07.30	매수	120,000	-	-	LS (006260)				
HD현대 (267250)					2026.07.30	매수	316,000	-	-
2026.07.30	매수	245,000	-	-	CJ (001040)				
한화 (000880)					2026.07.30	매수	156,000	-	-

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 LG, LS, HD한국조선해양, 한화솔루션, LS ELECTRIC, 한화에어로스페이스, LG화학, LG전자, HD현대일렉트릭 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.