

HD현대 (267250)

COMPANY REPORT

Company Report | 정유화학 | 2025. 9. 16

성장의 과실이 모이는 곳

전력기+조선/방산+기계의 이익이 모이는 곳

동사는 호황 사이클에 접어든 전력기기, 조선/방산, 건설기계로 핵심 자회사가 구성된 지주사. 자회사 이익 성장은 지주사 3대 수익원인 배당수익, 브랜드 로열티, 임대수익에 직접적으로 기여. 향후 3개년 주요 자회사에 대한 시장 추정 우상향 추세. 이는 현 행정부의 배당 정책을 감안, 당사 배당 수익 증가 가능성 높여. 브랜드 로열티는 3년 계약이 끝나는 올해말 재산정 예정. 국내 지주사중 최저 효율인 현 수준 대비 상향 예상. 조선, 전력기기, 건설기계 이익 증가가 집결되는 성장주

HD현대 그룹 지배 개편의 종착역과 기대되는 정부 정책 수혜

그룹 지주사로 자회사 지배구조 변화시 그 영향의 종착지. 지난 7월 건설 기계부문의 지배구조 변화, 8월 조선 부문 지배구조 변화와 같이 상승한 시가총액이 이를 반증. 향후 HD현대로보틱스 상장, 자회사 및 손자회사 간 지배구조 변화시 HD현대 기업 가치에 긍정적 영향 예상. 지배구조 변화가 최대주주 이해관계에 상반되는 방향을 진행될 가능성은 낮을 것이기 때문. 또한 배당분리과세, 자사주 소각 등 정책 수혜 기대

적립식 매입을 추천하는 이유

한국 주식시장의 독특한 특징 중 하나가 지주사. 현재 정기선 부회장은 HD현대 계열사 중 동사에 대해서만 유의미한 지분율 6.12% 보유. 정부회장의 낮은 지분율로 일부 투자자들 우려 제기하기도. 3세 승계 과정에서 매입 부담을 줄이기 위해 동사 주가 하락을 최대주주측에서 선호할 것으로 생각하기 때문. 이는 연내 브랜드 로열티 요율 변화(연말 회계법인 평가 예정) 및 DPS 상향 수준에 대해 의심하는 원인이 되기도. 그러나 중장기 관점에서 최대주주와 이해관계를 같이하며 그룹의 과실이 집중되는 지주사, 그 중 특히 중장기 성장 사이클에 진입한 조선, 전력기기, 건설기계를 보유한 그룹 구조를 감안하면, 적립식 매수 추천. 최대주주와 동일한 이해관계 포지션 구축 기회. 성장주로 PEG 밸류에이션, 목표주가 상향, Top Pick 유지

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	61,331	67,766	70,747	73,648	77,404
영업이익	2,032	2,983	5,596	6,553	7,622
순이익	264	509	1,014	1,226	1,513
EPS (원)	3,348	6,444	12,839	15,526	19,150
증감률 (%)	-64.8	145.6	99.2	20.9	23.3
PER (x)	18.9	12.3	11.6	9.6	7.8
PBR (x)	0.7	0.7	1.3	1.2	1.1
영업이익률 (%)	3.3	4.4	7.9	8.9	9.8
EBITDA 마진 (%)	6.2	7.2	10.8	11.8	13.0
ROE (%)	3.6	6.4	11.3	12.7	14.3

주: IFRS 연결 기준

자료: Dart, LS증권 리서치센터



Analyst 정경희

khchung@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	297,000 원
현재주가	164,300 원
상승여력	80.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (9/15)	3,407.31 pt
시가총액	129,786 억원
발행주식수	78,993 천주
52 주 최고가/최저가	164,300 / 66,900 원
90 일 일평균거래대금	359.26 억원
외국인 지분율	25.1%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	106,892 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 16.5%
	6개월 87.2%
	12개월 76.5%
주주구성	정몽준 (외 1인) 37.2%
	자사주 (외 1인) 10.5%
	국민연금공단 (외 1인) 7.5%

Stock Price



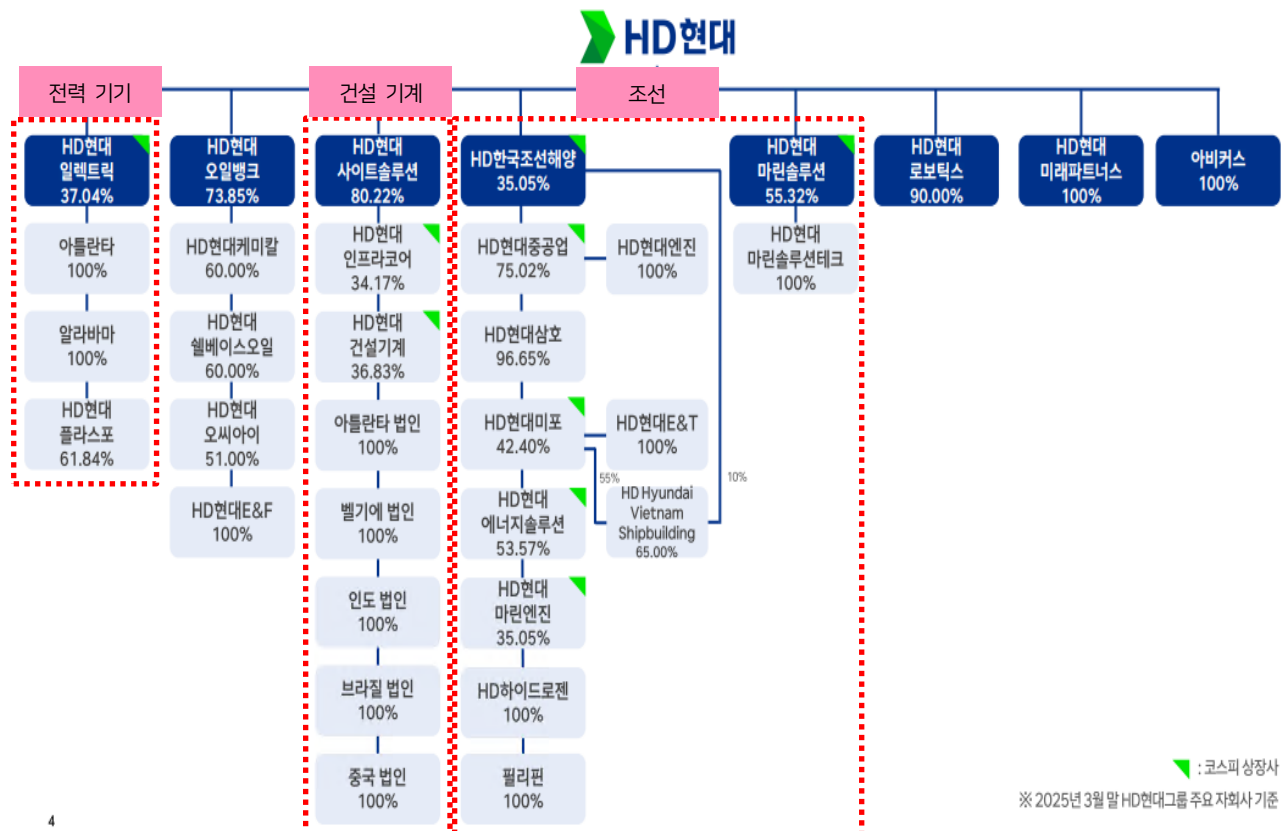
3개의 대표 성장산업이 모이는 곳

조선, 전력기기, 건설기계, 3개 성장산업 집합체

동사는 1) HD한국조선해양(이하 한조양) 이하 조선사 및 HD현대마린솔루션의 조선, 2) HD현대일렉트릭의 전력기기, 3) HD현대사이트솔루션 이하 건설기계의 성장 삼각축을 보유한 지주사다.

이는 호황 사이클에 접어든 대표 산업군, 조선, 전력기기, 건설기계의 성장을 보유 지분 가치뿐만 아니라, 실질적인 지주사 수익원으로 향유함을 의미한다. 지주사 3대 수익원은 배당 수익(자회사 순이익을 기초로 배당), 브랜드 로열티(자회사 매출액 기반), 및 임대수익(주로 자회사 임대)이 모두 자회사 수익성과 연결되어 있기 때문이다.

그림1 HD 현대 주요 자회사('25년 3월말)



'24년 주요 자회사 수익성 및 '25년 가이던스 대비 지속 상향된 성장 자회사들에 대한 시장 Consensus 추이는 아래와 같다.

표1 주요 자회사 2024년 실적 및 '25년 가이던스

(단위: 억원)	24년 말 지분율(%)	'24년		'25년 가이던스	
		매출	OP	매출	OP
HD 현대		677,656	29,832		
HD 현대중공업	75.02	144,865	7,052	158,000	
HD 한국조선해양	35.05	255,386	14,341	294,350	24,980
HD 현대미포	42.40	46,300	885	48,000	
HD 현대삼호	96.65	70,031	7,236	74,000	
HD 현대마린솔루션	55.32	17,455	2,717	20,500	3,280
HD 현대에너지솔루션	53.57	4,224	35	5,329	
HD 현대인프라코어	34.17	41,142	1,842	48,000	2,335
HD 현대건설기계	35.64	34,381	1,904	41,444	2,335
HD 현대일렉트릭	37.18	33,223	6,690	38,900	
HD 현대마린엔진	35.05	3,158	332		
HD 현대오일뱅크	73.85	304,686	2,580	27~28 조원	1.1 조~1.2 조
HD 현대로보틱스	90	2,149	3		
HD 현대케미칼	60	73,229	-1,502		
HD 현대오씨아이	51	3,513	804		
HD 현대사이트솔루션	80.22	77,731	4,324		
HD 현대헬베이스오일	60	13,438	1,681		

자료: 실적 발표 자료, 언론보도, Dart, LS증권 리서치센터

표2 주요 상장 자회사 매출액 및 영업이익 추정 Consensus(6월 17일)

(단위: 억원, %)	지분율	'24년		'25년 Consensus		'26년 Consensus		'27년 Consensus	
		24년 말	매출	OP	매출	OP	매출	OP	매출
HD 현대			677,656	29,832	696,376	49,158	732,738	56,915	770,296
HD 현대중공업	75.02		144,865	7,052	165,372	18,290	182,046	22,949	198,460
HD 한국조선해양	35.05		255,386	14,341	290,490	34,070	322,141	42,858	349,096
HD 현대미포	42.40		46,300	885	50,558	3,401	57,116	5,382	62,179
HD 현대삼호	96.65		70,031	7,236					
HD 현대마린솔루	55.32		17,455	2,717	20,812	3,563	24,178	4,443	27,822
HD 현대에너지솔	53.57		4,224	35	5,078	227	6,235	339	
HD 현대인프라코	34.17		41,142	1,842	43,563	2,391	47,180	3,235	48,760
HD 현대건설기계	35.64		34,381	1,904	35,445	1,781	38,976	2,435	40,104
HD 현대일렉트릭	37.18		33,223	6,690	41,079	9,209	46,679	10,818	52,001
HD 현대마린엔진	35.05		3,158	332	4,028	496	5,858	889	7,539
HD 현대오일뱅크	73.85		304,686	2,580					
HD 현대로보틱스	90		2,149	3					
HD 현대케미칼	60		73,229	-1,502					
HD 현대오씨아이	51		3,513	804					
HD 현대사이트솔	80.22		77,731	4,324					
HD 현대헬베이스	60		13,438	1,681					

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

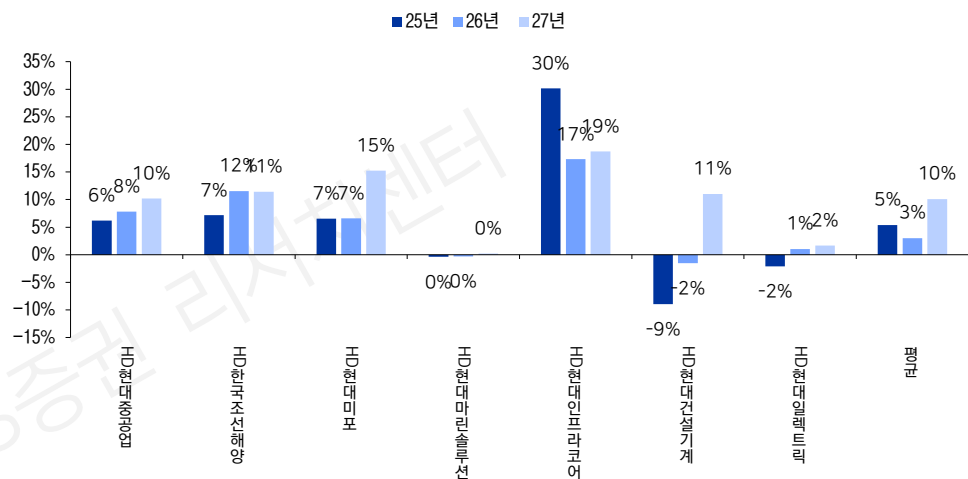
표3 주요 상장 자회사 매출액 및 영업이익 추정 Consensus(9월 11일)

(단위: 억원, %)	지분율	'24년		'25년 Consensus		'26년 Consensus		'27년 Consensus	
	24년 말	매출	OP	매출	OP	매출	OP	매출	OP
HD 현대		677,656	29,832	697,491	51,390	744,236	46,466	787,976	70,025
HD 현대중공업	75.02	144,865	7,052	164,810	19,418	181,677	24,737	200,995	30,940
HD 한국조선해양	35.05	255,386	14,341	291,592	36,505	325,952	47,794	353,215	60,034
HD 현대미포	42.40	46,300	885	49,824	3,624	57,127	5,736	63,487	7,571
HD 현대삼호	96.65	70,031	7,236						
HD 현대마린솔루	55.32	17,455	2,717	20,283	3,551	23,814	4,430	27,539	5,448
HD 현대에너지솔	53.57	4,224	35	4,938	360				
HD 현대인프라코	34.17	41,142	1,842	43,911	3,112	47,161	3,795	50,217	4,357
HD 현대건설기계	35.64	34,381	1,904	36,828	1,621	40,339	2,398	42,925	2,788
HD 현대일렉트릭	37.18	33,223	6,690	40,504	9,015	47,116	10,928	52,774	13,074
HD 현대마린엔진	35.05	3,158	332	4,027	590				
HD 현대오일뱅크	73.85	304,686	2,580						
HD 현대로보틱스	90	2,149	3						
HD 현대케미칼	60	73,229	-1,502						
HD 현대오씨아이	51	3,513	804						
HD 현대사이트솔	80.22	77,731	4,324						
HD 현대헬베이스	60	13,438	1,681						

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

약 1분기동안 주요 상장 자회사들의 수익성은 평균 '25년 5%, '26년 3%, '27년 10% 추정치가 상향되었다.

그림2 주요 상장 자회사 영업이익에 대한 Consensus 변화율



자료: Bloomberg, LS증권

자회사 호황은 지주사 수익원으로 흘러 들어가

지주사의 수입원은 크게 배당금 수익, 브랜드 로열티, 임대수익으로 구성된다. 먼저 HD현대 계열사의 주요 배당정책은 아래 표와 같다.

표4 HD 현대 계열사 주요 배당 정책

기업명	기본 배당정책
HD 현대	2023~2025 년 사업연도의 배당성향 70% 이상(별도 재무제표상 당기순이익 기준)
HD 현대마린솔루션	2025 년부터 3 년간 배당성향 50~70%(별도재무제표상 당기순이익)
HD 현대중공업	배당성향 30% 이상(별도 손익계산서상 당기순이익)
HD 한국조선해양	
HD 현대미포	
HD 현대에너지솔루션	
HD 현대인프라코어	
HD 현대건설기계	
HD 현대일렉트릭	
HD 현대삼호	재무 건전성 및 주주이익 극대화 등 종합적으로 고려한 배당정책 결정
HD 현대마린엔진	
HD 현대오일뱅크	
HD 현대케미칼	

자료: Dart, LS증권 리서치센터

HD현대의 경우 별도 기준 70% 이상의 적극적인 배당 정책을 표방하며, 또한 안정적인 배당 수익을 위해 분기별 배당을 실시하는 몇 안되는 회사 중 하나다. 또한 주요 자회사들의 경우 예상되는 배당소득 분리과세에 따라 배당 성향이 증가할 가능성이 높은 것으로 판단한다.

지난 6월 고배당 상장법인으로부터의 배당소득에 대해 종합소득세보다 낮은 별도 세율을 적용하자는 배당소득 분리과세(안)이 발의된 이후 7월말 기획재정부가 세법 개정안을 발표했다. 9월 11일 이재명대통령은 주식시장 활성화를 강조하며 배당소득 분리과세에 대한 세율을 추가 조정 가능성을 시사했다.

고배당 상장법인이란 아래 표에서와 같이 전년대비 현금배당이 감소하지 않은 법인 중 배당성향 40% 이상이거나, 배당 성향 25% 이상이면서 직전 3년 평균 대비 5% 이상 배당이 증가한 법인을 의미한다. 우리는 이익이 견조한 자회사들 중심으로 고배당 상장법인에 포함될 가능성이 높은 것으로 가정한다. 이유는 결국 자회사의 배당금 지급 증가는 모회사인 HD현대의 배당금 수익 증가로 귀결되기 때문이다.

현재 HD현대에 대한 최대주주의 지분율은 정몽준회장 26.6%, 정기선 수석부회장 6.12%이다. 또한 정기선수석부회장의 보수는 '24년 기준 22.7억원으로 배당금 수익이 향후 승계를 위한 지분 매입의 주요 재원중 하나로 사용될 수 있다. 이를 감안하면 HD현대의 배당금 수익은 증가할 가능성이 높은 것으로 판단한다.

표5 주요 정유사 최대주주 지분율 및 보수

기업명	최대주주 등	관계	지분율	보수(억원)
S-Oil	Aramco Overseas	최대주주 본인	63.41%	-
SK 이노베이션	(주)SK	최대주주 본인	55.91%	-
HD 현대	정몽준 회장	최대주주 본인	26.60%	-
	정기선 수석부회장	특수관계인	6.12%	22.7
GS	허창수 명예회장	최대주주 본인	4.68%	16.5
	허용수 사장	특수관계인	5.26%	-
	허태수 회장	특수관계인	2.12%	59.1

자료: LS증권 리서치센터

표6 상법·세법 입법 현황

	상법·세법 입법 현황	내용
2025.06.05	「상법 일부개정 법률안」 발의 (이정문 의원)	
	배당소득 분리과세(안) 발의 (이소영 의원)	- 고배당 상장법인으로부터의 배당소득에 대해 종합소득세보다 낮은 별도 세율 적용
2025.06.11	이재명 대통령 배당소득세 개편 가능성 시사	
2025.07.09	1 차 「상법 일부개정 법률안(대안)」 국회 통과	- 이사의 총실행무 대상에 '주주' 추가 - 사외이사를 '독립이사'로 명칭 변경 - 독립이사 의무선임비율 1/3로 상향 - 특수관계인 3% Rule 일괄 적용 - 전자주주총회 병행 실시
2025.07.09 ~ 2025.07.15	자사주 의무소각 조항 발의(김남근, 차규근, 김현정 의원)	- 자기주식 취득 시 일정 기간 내 소각 원칙 - 일부 예외적인 경우에 한하여 대통령령 또는 이사회 결의를 통해 허용
2025.07.15	1 차 「상법 일부개정 법률안(대안)」 국무회의 의결, 공포	- 공포일로부터 1년 뒤 시행
2025.07.31	기획재정부 「세법개정안」 발표	- 자본시장 활성화 - 양도세 부과 대주주 기준 종목당 10억원으로 하향
2025.08.25	2 차 「상법 일부개정 법률안(대안)」 국회 통과	- 실질적인 제도적 장치 마련에 초점 - 자산 2조원 이상 상장회사 '집중투표제' 의무화 - 분리선출 감사위원 2명으로 확대
2025.08.26	코스피 5,000 특위, 3 차 「상법 일부개정 법률안」 예고	- 9월 정기 국회에서 자사주 소각 의무화 내용 담은 상법 개정안 논의할 것
2025.09.02	2 차 「상법 일부개정 법률안(대안)」 국무회의 의결, 공포	- 공포일로부터 1년 뒤 시행
2025.09.11	이재명 대통령, "대주주 양도세 기준 10억원 고집 안해"	- 주식시장 활성화 강조 - 대주주 양도세 기준은 국회 논의에 맡길 것 - 배당소득 분리과세 세율도 추가 조정 가능성 시사

자료: LS증권 리서치센터

브랜드 로열티 재계약 시점 압박

지주사의 두번째 주요 수익원은 상표 사용료, 즉 브랜드 로열티다. 상표 사용료는 기본적으로 상표를 사용하는 계열사 매출액에서 광고선전비를 제한 금액에 정한 요율을 곱하여 정한다. 따라서 금액을 결정짓는 주요 요소는 1) 책정 요율과 2) 자회사 매출 규모다.

지주사마다 적용하는 요율은 상이하며, 시장과 규제 환경 변화에 따라 요율을 조정해왔다. 일례로 공정거래위원회의 부당 내부 거래에 대한 감시 강화 발표가 있었던 '17년 9월, '총수 일가 사익 편취'행위 중 브랜드 사용료, 전산(SI), 물류 등을 중점 감시 대상으로 지목했고, '18년 SK, LG 등 주요 그룹들이 브랜드 사용료 요율을 인하하거나 내부거래 기준을 변경했다. SK는 당시 공시를 통해 '지배구조 투명성을 강화하고 사회적 책임을 다하기 위함'으로 밝히며 당시 매출액의 0.2%(20bps)였던 요율을 0.1%(10bps)로 낮췄고, LG는 지주사의 지분율이 50% 이상인 자회사에 대해서는 브랜드 사용료를 받지 않는다는 방침을 발표했다.

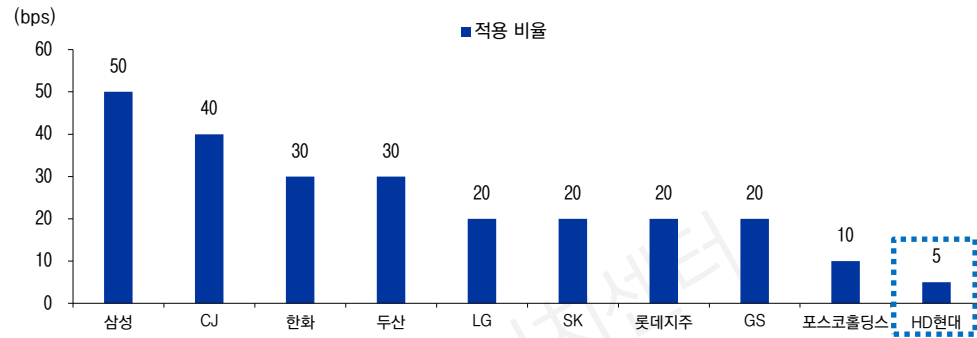
아래 표와 그림에서 알 수 있듯 주요 지주사별 브랜드 로열티 요율에서 HD현대가 가장 낮은 수준인 5bps로 나타난다. HD현대의 경우 신설 지주사로 브랜드를 론칭한 기간이 짧은 것이 낮은 요율의 주된 이유다. 3년간 계약된 시점이 '25년 말로 올 연내 회계법인의 감정평가를 통해 신규 브랜드 로열티 요율을 정하고 계약을 맺을 예정이다. 3년의 시간이 지나며 그간 HD현대에서 광고선전비를 투자, 브랜드 인식을 제고한 점, 상대적으로 낮은 요율, 및 자회사들의 견조한 업황을 감안하면 상향 가능성이 큰 것으로 예상된다. 현재 최대주주가 실질적으로 없다고 볼 수 있는 포스코홀딩스의 10bps를 제외한 대부분의 최대주주가 있는 지주사들의 요율은 최소 20bps에서 50bps까지 동사보다 훨씬 높은 요율을 책정하고 있기 때문이다.

표7 브랜드 로열티 산정방식 및 계약기간

지주사	사용료 산정방식	계약기간
LG	(매출액-광고선전비)*0.1~0.2%	2023.1.1~2025.12.31 (공시일자 22.11.24)
SK	(매출액-광고선전비)*0.1~0.2%	2024.1.1~2026.12.31 (공시일자 23.12.20)
롯데지주	(매출액-광고선전비)*0.2%	2025.1.1~2027.12.31 (공시일자 24.12.26)
GS	(매출액-광고선전비)*0.2%	2025.1.1~2025.12.31 (공시일자 24.11.07)
CJ	(매출액-광고선전비)*0.4%	2025.1.1~2025.12.31 (공시일자 24.12.09)
한화	(매출액-광고선전비)*0.3%	2025.1.1~2025.12.31 (공시일자 24.12.20)
포스코홀딩스	(매출액-광고선전비)*0.1%	2025.1.1~2025.12.31 (공시일자 24.12.16)
두산	(매출액-매출조정항목)*0.3%	2024.1.1~2026.12.31 (공시일자 23.12.14)
HD 현대	(매출액-특수관계자 매출액-광고선전비)*0.14%*상표권 소유회사간 권리지분율 (매출액-특수관계자 매출액-광고선전비)*0.05%	2023.1.1~2025.12.31 (공시일자 22.12.26)
삼성 그룹	관련매출액*0.5%*상표공동소유권 회사간 분배기준율 삼성 계열사가 지급하는 상표권 사용료를 공동소유 13개사가 나눠서 분배받는 구조 상표공동소유권회사(13개사) - 삼성전자, 삼성물산, 삼성생명보험, 삼성화재해상보험, 삼성증권, 삼성전기, 삼성 SDI, 삼성디스플레이, 삼성 SDS, 삼성 E&A, 삼성라이온즈, 삼성중공업, 삼성카드	2024.02.01~2027.01.31 (공시일자 24.01.31)

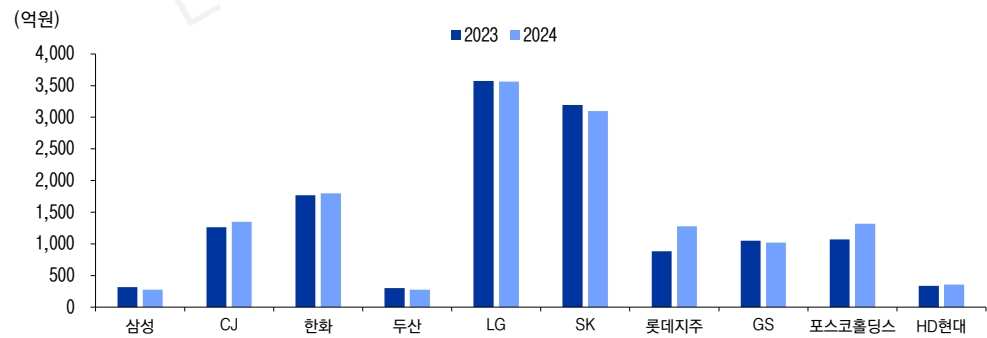
자료: Dart, LS증권 리서치센터

그림3 주요 지주사 브랜드로열티 적용비율(범위 제시한 경우 상단 수치)



자료: Dart, LS증권

그림4 최근 2년 주요 지주사별 브랜드 로열티 수취 규모



자료: SNE Research, LS증권

HD현대그룹 지배 개편의 종착역

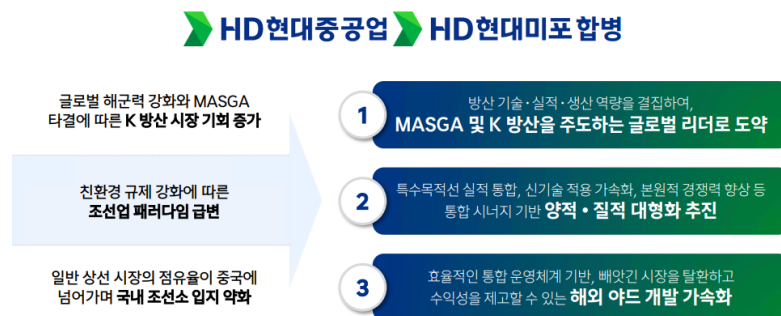
최근 M&A와 그 영향 ① 조선 2사 합병

지난 8월 27일 HD현대중공업 이사회는 HD현대미포를 흡수합병하는 안건을 의결했다. 10월 28일 합병 승인을 위한 주주총회를 개최할 예정으로, 양 회사 주주들이 합병 비율에 동의하면 합병 절차가 확정된다. '26년 1월 1일 합병 기일로 이날부터 HD현대중공업이 기존 HD현대미포의 모든 권리와 의무를 승계하게 되고 HD현대미포는 법적으로 소멸된다.

HD현대중공업은 공시에서 합병 목적을 '기술·인력·자원 통합을 통해 분산된 역량과 자원을 일원화하여 미래 조선업의 변화에 효과적으로 대응하고, 본원적 경쟁력 강화를 통해 글로벌 시장에서의 경쟁 우위를 지속적으로 확보하기 위함'으로 밝혔다.

그림5 사업재편 추진 배경 및 목적

사업 재편을 통해 양 사의 자원과 역량을 결집하여 미래 조선업 성장 기회 포착 극대화

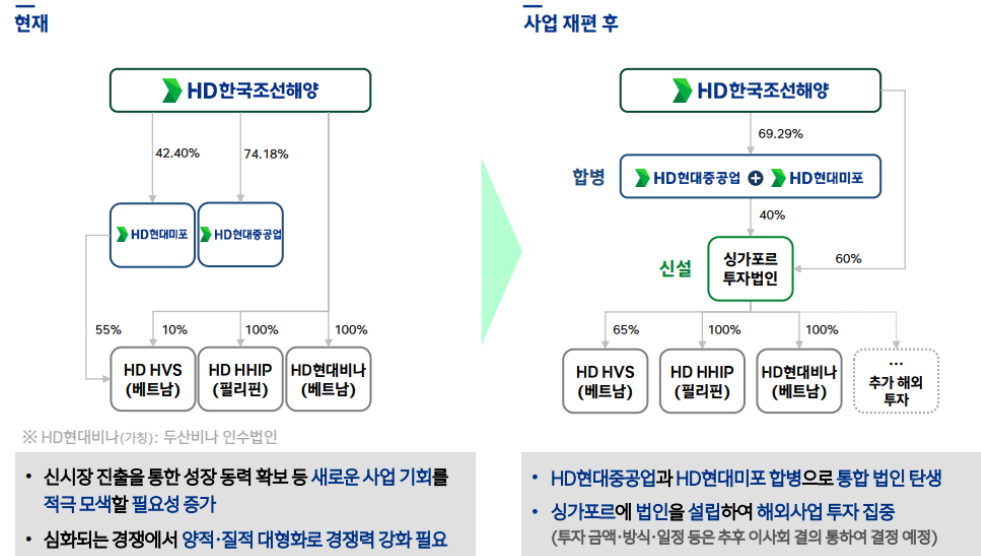


자료: HD현대중공업 합병 IR자료, LS증권

HD현대 주주 기준 중요한 것은 자회사인 한조양이 보유할 합병법인 지분율일 것이다. HD현대중공업(존속법인)이 HD현대미포를 흡수합병하는 형식으로 HD현대미포 주주에게 HD현대중공업이 신주를 발행하여 HD현대미포 보통주 1주당 HD현대중공업 보통주 0.4059146주를 배정할 예정이다. 이에 따라 기존 HD현대미포 42.4%, HD현대중공업 74.18%를 보유하던 한조양은 합병후 합병법인 HD현대중공업 지분을 69.29% 보유할 것으로 예상된다.

결과적으로 시너지를 창출하기 위해 재편되는 보다 큰 조선사, 존속법인인 HD현대중공업에 대한 지분율이 4.89% 희석되지만, 흡수된 HD현대미포지분에 대해서는 26.69% 증가하는 것으로 볼 수 있다. 한조양은 동 합병 발표이후 시가총액이 14% 증가했다.

그림6 한조양의 보유지분을 변화 예상도



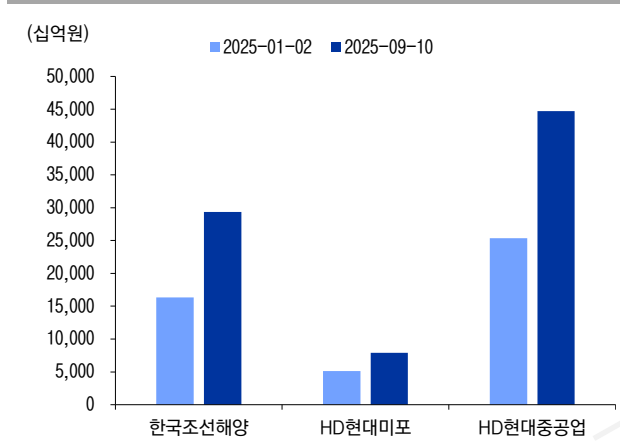
자료: HD현대중공업 합병 발표자료, LS증권

그림7 주요 일정 및 합병비율



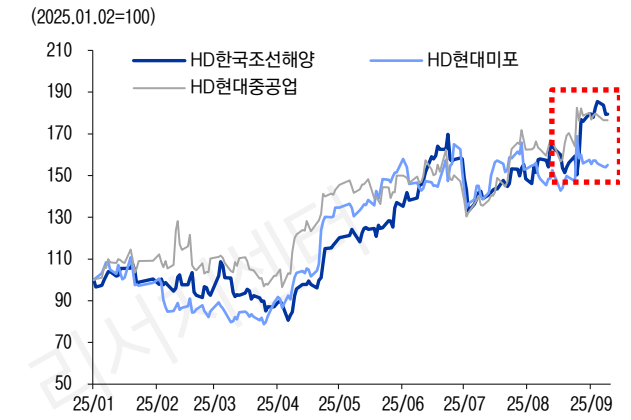
자료: HD현대중공업 합병 IR자료, LS증권

그림8 연초대비 한조양, HD 현대중공업, HD 현대미포 시가총액 변화



자료: Bloomberg, LS증권

그림9 시가총액 추이



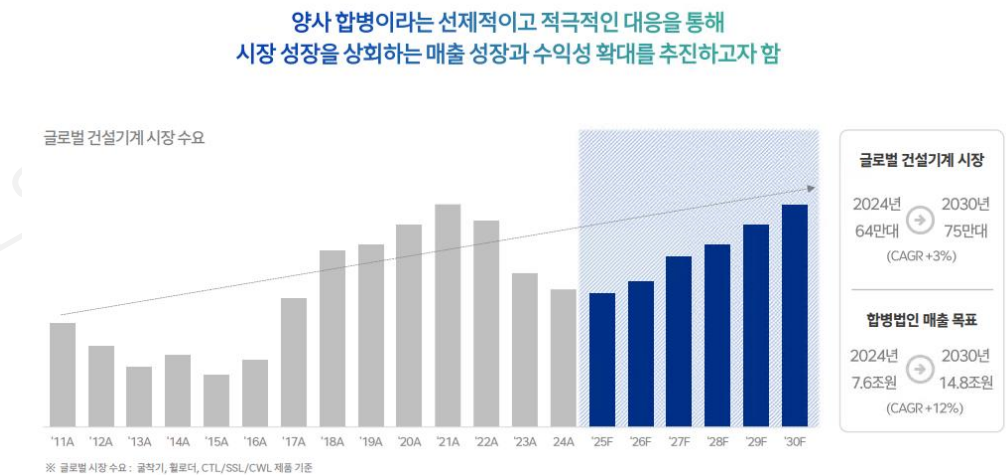
자료: Bloomberg, LS증권

HD현대는 한조양의 최대주주로 35.05%의 지분을 보유하고 있다. 한조양의 기업가치 상승은 결국 모회사인 HD현대 가치로 귀결된다고 볼 수 있다.

② 건설 기계회사들 지분 변화

건설기계 사업에서는 두 가지 변화가 발생했다. 지난 7월 1일 HD현대사이트솔루션의 두 상장 자회사, HD현대건설기계와 HD현대인프라코어의 합병을 결정하고 내년 1월 합병법인 HD건설기계 출범을 예고했다. 합병법인은 건설장비 전 라인업을 통해 글로벌 영업력을 강화, 매출액과 수익성을 확대한다는 계획이다.

그림10 합병 추진 배경



자료: HD건설기계 합병 IR자료, LS증권

그림11 주요 일정 및 합병비율

01 합병 거래 개요

HD현대건설기계가 HD현대인프라코어를 흡수합병하는 형태로, HD현대인프라코어의 주주에게 HD현대건설기계 합병신주를 발행

구분	내용	비고
합병 존속회사	HD현대건설기계	
합병 소멸회사	HD현대인프라코어	
합병 비율	HD현대인프라코어 보통주식 1주당 HD현대건설기계 보통주식 0.1621707주 배정	기준주가 (유가증권시장 상장사간 합병에 따라, 6월 30일 종가 비율 적용) - 주당 합병가액: HD현대건설기계 76,408원, HD현대인프라코어 12,391원 산정방식 (자본시장법 시행령 176조의5 ①항1호) - 최근 1개월간/ 1주일간 가중평균종가 및 최근일 종가의 산술평균
합병 신주	30,626,144주	향후 주식매수청구권 행사에 따라 취득하는 자기주식에는 합병신주 미교부
주식매수청구권 가격	HD현대건설기계 : 75,545원 HD현대인프라코어 : 11,885원	산정방식 (자본시장법 시행령 176조의7 ①항1호) - 최근 2개월간/ 1개월간/ 1주일간 가중평균종가의 산술평균



자료: HD건설기계 합병 IR자료, LS증권

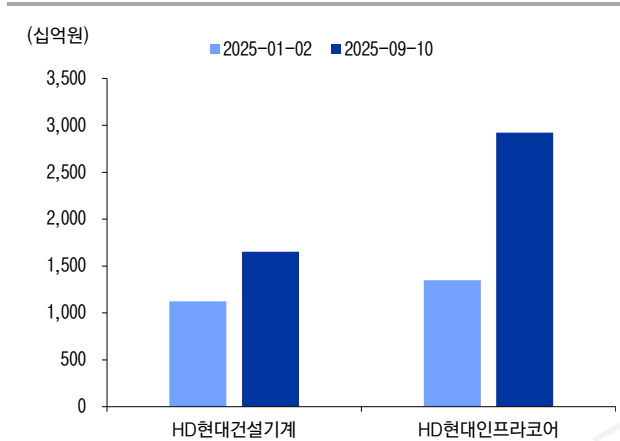
그림12 HD 현대사이트솔루션의 보유지분율 변화 예상도

02 합병 전후 지분구조



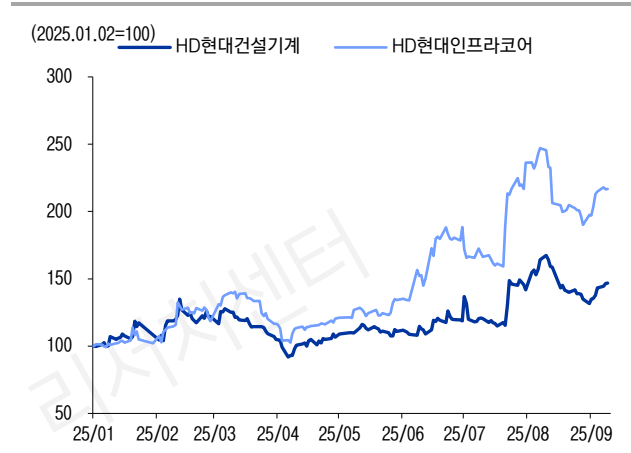
자료: HD현대중공업 합병 발표자료, LS증권

그림13 연초대비 HD 건설기계, HD 현대인프라코어 시가총액 변화



자료: Bloomberg, LS증권

그림14 양사 시가총액 추이



자료: Bloomberg, LS증권

이어 8월 HD현대는 FI가 보유한 HD현대사이트솔루션 지분을 매입했다. HD현대사이트솔루션은 '21년 HD현대그룹이 두산인프라코어(현 HD현대인프라코어)를 인수하는 과정에서 설립한 건설기계부문 중간지주사다. 당초 100% 자회사로 출범했지만 두산인프라코어 인수 자금 마련을 위해 HD현대사이트솔루션은 약 4000억원의 CB를 발행했다. 인수자인 KDB 인베스트먼트는 2년 뒤인 '23년 해당 물량의 절반에 전환권을 행사, HD현대사이트 솔루션 지분 9.78%를 확보했다. 8월에 HD현대가 전액을 5441억원에 상환하여 HD현대솔루션을 다시 100% 완전 자회사로 재편입했다.

HD현대는 위 과정을 통해 1) 건설기계 분야에서 HD현대사이트솔루션에 대한 3월말 지분율 80.22%에서 100%로, 그 아래 HD현대인프라코어를 합병하는 HD현대건설기계 지분율을 35.8% 보유하는 구조로 변한다.

조선에서 한조양에 대한 지분율은 3월말과 동일한 35.05%지만, HD현대미포를 흡수합병하는 HD현대중공업에 대한 지분율이 69.29%로 변할 예정이다. 이를 달리 말하면 HD현대미포에 대한 한조양의 지분율은 기존 42.40%에서 69.29%로 증가하는 것이다. 합병법인의 시너지에 대해 합병 발표 이후 주가를 보면 시장의 반응은 긍정적이다.

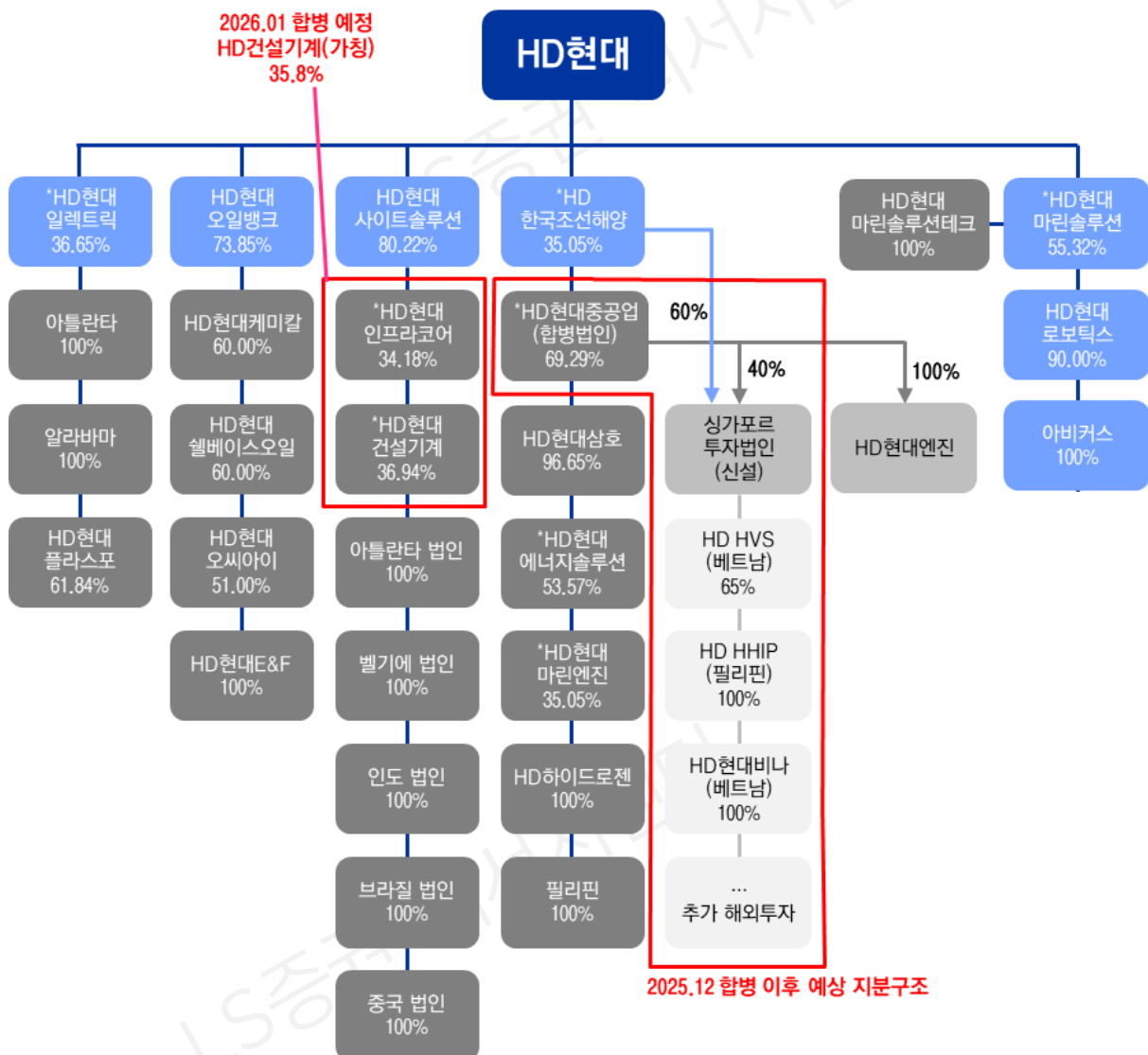
합병사들이 서로 동종 사업을 영위하고, 합병을 통한 규모 확대, 영업력 강화, 신규 사업 기회 포착 확대 등 시너지 효과가 기대된다는 점에서 발표 이후 주가는 상승했다. 시장이 긍정적으로 평가하고 있는 것이다. 이는 곧 이들 합병법인을 보유하는 중간지주사, HD현대사이트솔루션과 한조양의 가치 상승을 의미하며, 중국에 이들 중간지주를 보유한 HD현대의 기업가치 상승에 이른다. 최근 HD현대의 주가 상승은 이러한 요인도 작용한 것으로 본다.

HD현대의 주요 계열사들은 정의상 HD현대의 지배력 하에 있는 회사들이다. 따라서 이들 회사의 합병, 인수, 매입, 매각을 통한 지배구조 변화 과정에서 HD현대의 기업가치에 반하는 의사결정을 할 것으로 보기는 어렵다. 향후 추가적인 자회사, 손자회사의 지배구조 변화

가능성은 열려있다. 사업 전망에 따라, 시너지 효과가 클 것으로 예상되는 경우 기업들은 합병, 인수, 분할 등 다양한 방법을 모색할 수 있다. 그리고 이러한 변화 영향이 보유 지주사 가치에 부정적으로 작용할 가능성은 낮다. 따라서 향후 추가 HD현대 계열사의 구조 변화는 당사 가치를 상향시킬 수 있는 방향으로 진행될 가능성이 클 것으로 예상된다. 이에 따라 보유 별도 기준 밸류에이션에서 연결 기준 밸류에이션으로 산정 기준을 변경한다.

참고로 위 두 M&A 및 지분 매입은 아래와 같이 지분구조를 변화시킬 예정이다.

그림15 HD현대 주요 자회사('25년 3월말)



자료: HD현대중공업 합병 발표 자료, Dart, LS증권 리서치센터

정책 수혜 기대

표8 상법·세법 입법 현황

	상법·세법 입법 현황	내용
2025.06.05	「상법 일부개정 법률안」 발의 (이정문 의원)	- 고배당 상장법인으로부터의 배당소득에 대해 종합소득세보다 낮은 별도 세율 적용
	배당소득 분리과세(안) 발의 (이소영 의원)	
2025.06.11	이재명 대통령 배당소득세 개편 가능성 시사	
2025.07.09	1차 「상법 일부개정 법률안(대안)」 국회 통과	- 이사의 총실의무 대상에 '주주' 추가 - 사외이사를 '독립이사'로 명칭 변경 - 독립이사 의무선임비율 1/3로 상향 - 특수관계인 3% Rule 일괄 적용 - 전자주주총회 병행 실시
2025.07.09 ~ 2025.07.15	자사주 의무소각 조항 발의(김남근, 차규근, 김현정 의원)	- 자기주식 취득 시 일정 기간 내 소각 원칙 - 일부 예외적인 경우에 한하여 대통령령 또는 이사회 결의를 통해 허용
2025.07.15	1차 「상법 일부개정 법률안(대안)」 국무회의 의결, 공포	- 공포일로부터 1년 뒤 시행
2025.07.31	기획재정부 「세법개정안」 발표	- 자본시장 활성화 - 양도세 부과 대주주 기준 종목당 10억원으로 하향
2025.08.25	2차 「상법 일부개정 법률안(대안)」 국회 통과	- 실질적인 제도적 장치 마련에 초점 - 자산 2조원 이상 상장회사 '집중투표제' 의무화 - 분리선출 감사위원 2명으로 확대
2025.08.26	코스피 5,000 특위, 3차 「상법 일부개정 법률안」 예고	- 9월 정기 국회에서 자사주 소각 의무화 내용 담은 상법 개정안 논의할 것
2025.09.02	2차 「상법 일부개정 법률안(대안)」 국무회의 의결, 공포	- 공포일로부터 1년 뒤 시행
2025.09.11	이재명 대통령, "대주주 양도세 기준 10억원 고집 안해"	- 주식시장 활성화 강조 - 대주주 양도세 기준은 국회 논의에 맡길 것 - 배당소득 분리과세 세율도 추가 조정 가능성 시사

자료: LS증권 리서치센터

1. 배당분리과세

정부가 추진중인 주식관련 정책 중 배당소득 분리과세는 배당 확대와 증시 활성화를 목표로 한다. 현재 법제화가 추진중이다.

주요 내용은 '25년 6월 세법개정안에 고배당 상장법인으로부터 받는 배당소득에 대한 분리과세 도입안이 포함되었다. 기업의 배당을 늘려 주가 저평가를 해소하고, 투자자들의 자본시장 참여를 유도하기 위함이다. 정부안은 직전 연도 대비 배당을 줄이지 않고, 배당 성향이 40% 이상이거나 직전 3년 평균 배당성향이 25% 이상이면 5% 이상 배당이 증가한 기업을 고배당 기업으로 정의하고, 이들 기업으로부터 받는 배당에 대한 분리과세를 적용하자는 것이다.

세율은 배당 금액에 따라 3단계 누진세율을 적용하는 방안이 제시되었으며, 이에선 2000만원 이하 14%, 2000만원 초과~3억원 이하 20%, 3억원 초과 35%이 그것이다.

현재 해당 법안은 정부가 발표한 세법개정안에 포함되어 국회에 제출된 상태로 국회에서 논의중이다. 일부 의견은 최고세율 35%가 너무 높다는 지적이 제기되어 최고세율을 25% 수준으로 낮추어야 한다는 주장도 나오고 있다. 현재 도입 자체는 유력하나, 구체적인 세부 조건과 세율은 국회 논의 과정에서 변경될 수 있을 것으로 보인다.

표9 주요 지주사 배당성향

	주요 지주사	2021	2022	2023	2024
배당성향(%)	LG	17.5	24.0	38.4	83.2
	SK	22.8	25.5	-35.7	-29.8
	롯데지주	34.8	62.9	-698.9	-8.4
	GS	13.1	11.1	18.2	45.1
	CJ	28.1	41.5	51.7	100.2
	한화	7.2	6.3	19.4	9.3
	POSCO 홀딩스	19.4	29.0	44.7	69.2
	두산	17.5	-5.1	-9.2	-15.9
	삼성물산	42.4	18.4	18.8	19.1
	HD 현대	-266.6	23.1	98.9	50.0
DPS(원/주)	LG	2,800	3,000	3,100	3,100
	SK	8,000	5,000	5,000	7,000
	롯데지주	1,500	1,500	1,500	1,200
	GS	2,000	2,500	2,500	2,700
	CJ	2,300	2,500	3,000	3,000
	한화	750	750	750	800
	POSCO 홀딩스	17,000	12,000	10,000	10,000
	두산	2,000	2,000	2,000	2,000
	삼성물산	4,200	2,300	2,550	2,600
	HD 현대	5,550	4,600	3,700	3,600
배당수익률(%)	LG	2.9	3.8	3.7	3.8
	SK	2.9	2.2	3.0	4.4
	롯데지주	4.3	4.4	5.4	4.7
	GS	4.7	5.7	6.2	6.1
	CJ	2.3	3.1	3.5	2.7
	한화	2.3	2.6	2.8	2.9
	POSCO 홀딩스	5.3	4.5	2.3	2.7
	두산	2.4	2.3	2.1	1.2
	삼성물산	3.3	2.0	2.3	1.9
	HD 현대	8.9	8.0	6.1	4.9

자료: LS증권 리서치센터

표10 주요 정유사 배당 성향

	종목명	2021	2022	2023	2024
배당성향(%)	SK 이노베이션	69.2	34.6	0.0	-13.2
	HD 현대	-266.6	23.1	98.9	50.0
	S-Oil	32.1	30.4	20.9	-7.6
	GS	13.1	11.1	18.2	45.1
	한국셀석유	85.0	87.6	87.0	95.8
	흥구석유	104.0	82.1	64.4	70.3
	미창석유	11.4	16.2	8.9	8.6

자료: LS증권 리서치센터

정책과 그 영향 ② 자사주 소각

또한 동사와 관련, 지난 7월 여당에서 '자사주 취득 후 1년 이내 소각'을 원칙으로 하는 상법 개정안을 발의했다. 이는 자사주를 임직원 보상 등 정당한 사유가 있는 경우를 제외하고 소각하도록 의무화하는 내용을 담고 있다. 이후 7월 11일 자사주 소각 의무화 법안 발의로 인해 자사주를 많이 보유한 지주사, 증권사 등 금융주 주가가 상승했다. 8월 27일 여당이 9월 정기국회에서 '자사주 소각 의무화'를 포함한 3차 상법 개정안 처리를 추진한다고 밝혔다. 이와 관련해 8월에만 22곳의 상장사가 자사주 소각에 나섰고, 네이버와 기아 등도 자사주 매입 및 소각 계획을 밝히며 동참했다.

3차 상법 개정안이 9월 국회 법사위 소위원회 심사에서는 제외되어 10월 국정감사 이후인 11월 논의될 가능성이 크다는 전망이 나왔다. 당초 예상보다 일정이 지연되는 상황이다.

최근 자사주 소각은 정부의 '기업 밸류업 프로그램'과 '자사주 소각 의무화'법안 추진으로 인해 기업들의 핵심 주주환원 정책으로 부상하고 있다. 과거에는 자사주 매입 후 소각하지 않고 경영권 방어 수단으로 활용하는 경우가 많았지만 이제는 소각을 통해 주가 가치를 높이는 방향으로 기업들의 인식이 바뀌고 있다.

이에 동사를 포함한 주요 지주사들의 자사주 보유 비율을 확인하면 아래와 같다.

일각에서는 자사주 매입 자체가 유통물량 감소로 자사주 매입 상태에서 소각을 진행하는 것이 밸류에이션상 무슨 차이가 있는지 질문하기도 한다.

그러나 한국시장에서 기존 자사주 매입이 바로 소각이 아니라 자사주 매입물량이 향후 다른 용도로 다시 시장에 나오는 경우가 잦았다. 이에 따라 이번 법 개정으로 자사주 소각이 일정 부문 의무화되면 시장 재유입 가능성 차단이라는 점에서 본질적인 차이가 있을 것으로 볼 수 있다.

표11 주요 지주사 자사주 비율

	주요 지주사	2021	2022	2023	2024	2025.06
자사주비율(%)	LG	0.0	1.4	2.7	3.9	3.9
	SK	24.4	25.6	25.1	24.8	24.8
	롯데지주	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5
	GS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	CJ	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
	한화	8.4	1.5	1.5	7.4	7.4
	POSCO 홀딩스	13.3	10.3	10.3	8.5	6.6
	두산	18.2	18.2	18.2	18.2	17.9
	삼성물산	12.5	13.2	12.6	8.8	4.6
	HD 현대	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5

자료: LS증권 리서치센터

표12 주요 정유사 자사주 비율

정유업체	자사주 비율	2021	2022	2023	2024	2025.06
자사주비율(%)	SK 이노베이션	10.5	8.9	5.4	2.3	2.0
	HD 현대	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
	S-Oil	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	GS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	한국셀석유	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	흥구석유	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
	미창석유	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0

자료: LS증권 리서치센터

높은 순이익 증가율, 성장주로 밸류에이션 변경

동사는 현재 호황 사이클에 진입한 조선/방산, 전력기기, 건설 기계의 3 성장 산업군을 보유한 모회사로 이들 수익 성장의 과실을 배당수익, 브랜드 로열티, 임대수익으로 거두는 구조다. 이뿐 아니라, 최근 자회사, 손자회사의 지분 구조 변경에서와 같이 계열사 지배구조 변화에 따른 가치 상승은 동사의 기업가치와 연결된다.

과거 순이익 및 배당수익에서 절대적이던 정유부문, HD현대오일뱅크 정유화학 업황 약세를 가정, 배당금 수익을 올해 상정하지 않는다. 그럼에도 성장 산업들의 이익 증가로, EPS 성장율은 연결기준 '25년 99.2%, '26년 20.9%에 달한다. 최근 M&A에 따른 추정치 변경은 추후 반영될 예정으로 '26년 순이익 성장률은 이를 상회할 가능성이 크다. 따라서 높은 이익 성장률, 계열사 지배구조 개편시 기업가치 상승 여력을 감안하여 성장주로 판단, 기존 별도 기준 DDM에서 연결 기준 PEG로 밸류에이션을 변경한다.

Forward EPS 14,854, Forward PER 10.0x, Forward EPS Growth 40.5%를 반영하면 PEG 1의 가치는 0.25에 불과하다. 지주사에 따른 할인율 50%를 적용하여 목표주가 297,000원을 제시하며, BUY의견, 정유화학 Top Pick을 유지한다.

표 13 기존 추정치(별도기준)

(십억원, %, 원/주)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026	2027
매출액(기준)	계약수익(브랜드로일티)	10	11	11	11	11	12	12	12	44	47	198	208
	배당수익	255	(0)	56	15	250	0	103	250	325	604	762	934
	임대수익	17	17	17	17	18	18	18	18	69	72	75	79
	소계	282	28	84	43	279	30	134	281	438	723	1,036	1,221
매출액(신규)	계약수익(브랜드로일티)	10	11	11	11	11	105	105	105	44	325	1,389	1,487
	배당수익	255	(0)	56	15	250	0	125	47	325	422	780	950
	임대수익	17	17	17	17	18	0	18	18	69	54	42	33
	소계	282	28	84	43	279	0	248	170	438	697	2,212	2,470
매출원가		11	19	18	21	14	0	16	18	68	48	33	23
가정	계약수익(브랜드로일티)										5bps	10bps	10bps
	배당수익										순이익 Consensus 및 배당정책		
	임대수익										4.4%	4.5%	4.5%
	매출원가										광고선전비 감소		
	주요 자회사 순이익/지분율					HD한국조선해양(35.1%)				1,172	3,053	4,029	4,952
						HD현대일렉트릭(37.0%)				502	696	834	1,020
						HD현대마린솔루션(55.3%)				228	298	378	468
	주요 자회사 순이익성향					HD한국조선해양				429%	160%	32%	23%
						HD현대일렉트릭				94%	39%	20%	22%
						HD현대마린솔루션				51%	31%	27%	24%
가정	주요 자회사 배당성향					HD한국조선해양				31%	35%	35%	35%
						HD현대일렉트릭				38%	40%	40%	40%
						HD현대마린솔루션				62%	70%	70%	70%
	판관비	6	5	5	5	5	6	6	6	21	21	32	32
영업이익		265	4	62	17	261	4	103	202	348	628	2,147	2,414
이자비용		36	35	35	36	34	34	34	34	141	135	88	72
순이익		238	3	30	20	262	—	48	150	291	415	707	856
DPS		900	900	900	900	900	900	900	1,500	3,600	4,200	5,700	7,200

HD 현대 (267250)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	32,083	35,593	37,610	37,949	46,201
현금 및 현금성자산	4,401	5,667	5,331	3,141	8,445
매출채권 및 기타채권	5,677	5,848	6,106	6,356	6,680
재고자산	9,416	10,007	10,447	10,876	11,430
기타유동자산	12,589	14,070	15,726	17,576	19,645
비유동자산	35,900	38,274	39,774	43,171	40,768
관계기업투자등	509	285	300	315	330
유형자산	25,052	26,262	27,987	31,585	29,365
무형자산	10,339	11,726	11,487	11,270	11,073
자산총계	67,983	73,867	77,384	81,120	86,968
유동부채	28,532	32,333	33,445	34,719	36,271
매입채무 및 기타채무	8,326	10,153	11,265	12,539	14,091
단기금융부채	6,166	4,455	4,455	4,455	4,455
기타유동부채	4,259	4,954	4,954	4,954	4,954
비유동부채	16,219	15,148	14,148	12,398	11,398
장기금융부채	11,960	10,194	9,194	7,444	6,444
기타비유동부채	4,259	4,954	4,954	4,954	4,954
부채총계	44,751	47,482	47,593	47,117	47,669
지배주주지분	7,328	8,675	9,250	10,037	11,110
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,252	4,750	4,750	4,750	4,750
이익잉여금	1,994	3,844	4,418	5,205	6,278
비지배주주지분(연결)	15,904	17,710	20,541	23,966	28,189
자본총계	23,232	26,385	29,791	34,002	39,299

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	61,331	67,766	70,747	73,648	77,404
매출원가	56,366	61,339	61,550	63,337	65,793
매출총이익	4,965	6,427	9,197	10,311	11,611
판매비 및 관리비	2,934	3,444	3,601	3,758	3,989
영업이익	2,032	2,983	5,596	6,553	7,622
(EBITDA)	3,790	4,898	7,611	8,671	10,039
금융손익	2,462	3,074	2,275	2,206	2,413
이자비용	4,081	7,364	6,828	6,728	6,671
관계기업등 투자손익	4	-11	-11	-11	-11
기타영업외손익	542	3,688	3,689	3,689	3,689
세전계속사업이익	958	2,369	4,721	5,709	7,041
계속사업법인세비용	172	439	875	1,058	1,305
계속사업이익	786	1,930	3,846	4,650	5,736
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	786	1,930	3,846	4,650	5,736
지배주주	264	509	1,014	1,226	1,513
총포괄이익	566	1,744	3,661	4,465	5,551
매출총이익률 (%)	8.1	9.5	13.0	14.0	15.1
영업이익률 (%)	3.3	4.4	7.9	8.9	9.8
EBITDA 마진률 (%)	6.2	7.2	10.8	11.8	13.0
당기순이익률 (%)	1.3	2.8	5.4	6.3	7.4
ROA (%)	1.2	2.7	5.1	5.9	6.8
ROE (%)	3.6	6.4	11.3	12.7	14.3
ROIC (%)	3.9	6.4	12.5	13.4	15.0

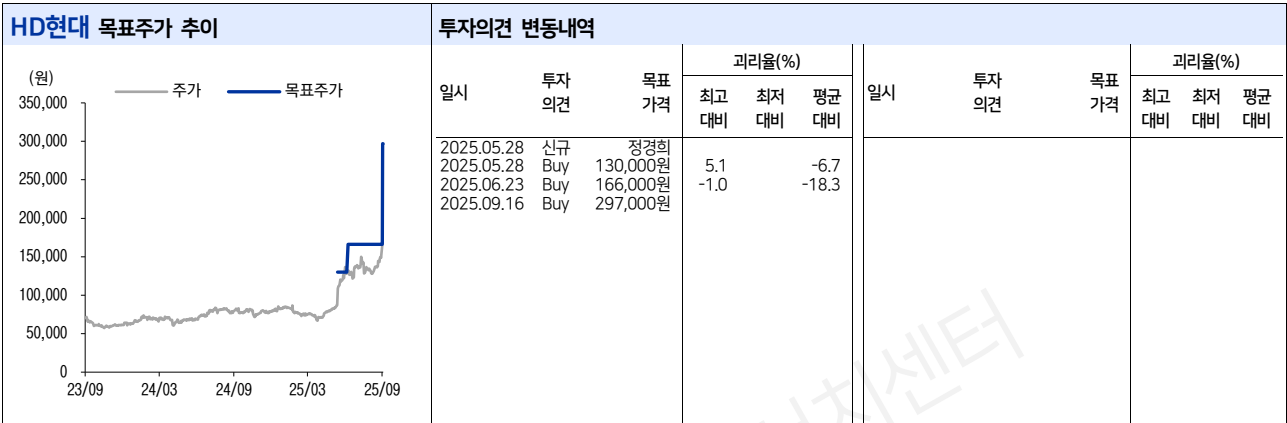
현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	3,935	7,511	5,281	6,207	7,486
당기순이익(손실)	786	1,930	3,846	4,650	5,736
비현금수익비용가감	4,652	8,144	9,539	9,726	10,215
유형자산감가상각비	1,535	1,671	1,775	1,902	2,221
무형자산상각비	224	244	239	217	197
기타현금수익비용	2,893	6,229	7,524	7,607	7,797
영업활동 자산부채변동	1,631	3,764	-965	-948	-1,054
매출채권 감소(증가)	-327	45	-257	-250	-324
재고자산 감소(증가)	108	-265	-440	-428	-555
매입채무 증가(감소)	2,648	2,960	1,111	1,274	1,552
기타자산, 부채변동	-729	-390	-875	-1,058	-1,305
투자활동 현금흐름	-2,622	-2,401	-4,414	-6,445	-979
유형자산처분(취득)	-2,053	-1,686	-3,500	-5,500	0
무형자산 감소(증가)	-131	-142	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-80	287	-26	-26	-26
기타투자활동	-489	-1,002	-888	-918	-953
재무활동 현금흐름	-906	-3,927	-4,856	-5,606	-4,856
차입금의 증가(감소)	0	0	-1,000	-1,750	-1,000
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-389	-325	-254	-254	-254
기타재무활동	-517	-3,602	-3,602	-3,602	-3,602
현금의 증가	406	1,267	-336	-2,190	5,304
기초현금	3,995	4,401	5,667	5,331	3,141
기말현금	4,401	5,667	5,331	3,141	8,445

자료: HD현대, LS증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	18.9	12.3	11.6	9.6	7.8
P/B	0.7	0.7	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.0	6.7	5.3	5.0	4.1
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	6.1	4.9	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
매출액	0.8	10.5	4.4	4.1	5.1
영업이익	-40.0	46.8	87.6	17.1	16.3
세전이익	-66.9	147.3	99.2	20.9	23.3
당기순이익	-64.8	145.6	99.2	20.9	23.3
EPS	n/a	145.6	99.2	20.9	23.3
안정성 (%)					
부채비율	192.6	180.0	159.8	138.6	121.3
유동비율	112.4	110.1	112.5	109.3	127.4
순차입금/자기자본(x)	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
영업이익/금융비용(x)	0.5	0.4	0.8	1.0	1.1
총차입금 (십억원)	19,932	17,001	16,001	14,251	13,251
순차입금 (십억원)	13,479	13,291	8,845	7,904	8,037
주당지표 (원)					
EPS	3,348	6,444	12,839	15,526	19,150
BPS	92,762	109,824	117,099	127,060	140,646
CFPS	46,105	59,719	97,873	111,301	128,619
DPS	3,700	3,600	3,600	3,600	3,600



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.2% 10.8% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2024. 7. 1 ~ 2025. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)