

HD현대 (267250)

COMPANY REPORT

Company Report | 정유화학 | 2026. 3. 20

HD현대오일뱅크와 로봇

HD현대오일뱅크 '26년 영업이익 약 1.6조원(YoY +58%) 추정

HD현대오일뱅크는 HD현대의 주요 자회사 중 하나지만 최근 2년간 저조한 수익성과 비상장사로 제한적인 정보에 따라 시장 관심 적어. 최근 중동 사태로 에너지 산업 특성 상 종전 이후에도 상당기간 정유 공급 차질 이어질 듯. 이에 따라 동사 정제 마진을 전년 대비 약 62% 증가한 배럴당 \$32.7/bbl로 추정(경질, 중간유분, Spot 가격 기준). 우리는 '26년 중동 이슈로 정제마진과 Aromatics 스프레드 개선 전망. 이는 PX에 특화된 HD현대케미칼 수익성도 증가하는 것 의미. 수익성 대폭 개선에 따라 HD현대 배당재원 확충 뿐 아니라 기업가치 제고에 기여할 듯. 단, 중동사태 장기화될 경우 원유 수급 차질에 따른 가동율 하락 리스크 상존

로봇 IPO Plan B 예상, HD현대 주주가치에 긍정적

'25년 말 추진하던 로보틱스 IPO는 '26년 불거진 중북 상장 이슈에 따라 중단 상황. 정부의 30% 이상 보유에 해당하는 90% 지분율에 따라 Plan B 대두 가능성. HD현대 주주에 대한 보상책들이 대안으로 거론되기도. 상장이 폐지되거나, 기존 주주에 대한 보상책이 강화될 경우 성장성이 높은 로봇산업 가치가 HD현대에 귀속됨으로 기존에 장부가치 혹은 Pre-IPO 가치로 인식되던 HD현대로보틱스 가치의 재발견 계기 예상

HD그룹 지분구조 변화는 HD현대 기업가치로 이어지고 있어, 브랜드 로열티 재산정과 배당성장은 덤

정유 및 로봇의 가치 외 동사는 '25년까지 3년간 5bps 브랜드 로열티 요율 기간 종료로 브랜드 로열티 증가 예상. 우리는 보수적으로 7.5bps로 국내 주요 지주사중 최소 요율이 지속될 것으로 추정하나 로열티는 매출액에 기반하므로, '26년 840억원 추정. 자회사 수익성장과 브랜드 로열티 증가 등 배당재원 성장에 따라 '26년 DPS 4,400원 예상. 이는 전년대비 10% 증가한 수준으로 안정적인 DPS 성장 또한 투자 매력의 한 축. 정유 Top Pick 의견 유지, 목표주가 415,000원 제시.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	61,331	67,766	71,259	86,984	84,456
영업이익	2,032	2,983	6,100	9,609	10,870
순이익	786	1,930	3,805	7,226	8,598
EPS (원)	3,348.1	-62.3	6.4	58.9	12.7
증감률 (%)	-64.8	145.6	99.2	20.9	23.3
PER (x)	18.9	12.3	14.8	10.8	9.1
PBR (x)	0.7	0.7	1.6	1.9	1.7
영업이익률 (%)	3.3	4.4	8.6	11.0	12.9
EBITDA 마진 (%)	6.2	7.2	11.4	13.5	15.7
ROE (%)	3.6	6.4	11.2	19.2	19.8

주: IFRS 연결 기준

자료: Dart, LS증권 리서치센터



Analyst 정경희
khchung@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	415,000 원
현재주가	261,000 원
상승여력	59.0 %

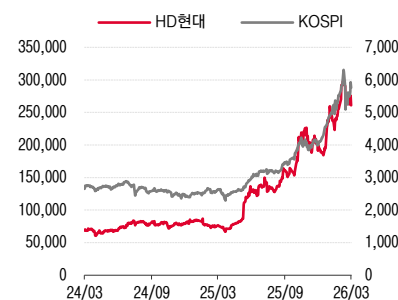
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (3/19)	5,763.22 pt
시가총액	206,172 억원
발행주식수	78,993 천주
52 주 최고가/최저가	298,800 / 66,900 원
90 일 일평균거래대금	359.26 억원
외국인 지분율	538.83 억원
배당수익률(26.12E)	1.8%
BPS(26.12E)	134,089 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -5.0%
	6개월 -5.5%
	12개월 122.8%
주주구성	정몽준 (외 9인) 37.2%
	자사주 (외 1인) 10.5%
	국민연금공단 (외 1인) 7.5%

Stock Price



HD현대오일뱅크

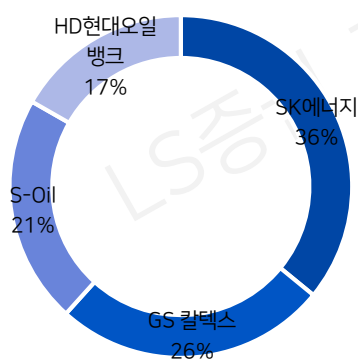
중동사태로 '26년 정유 및 BTX 마진 상승 예상

예상치 못했던 중동 사태, 그리고 현 시점 확전 양상에 따라 중동 및 유럽 정유 중심 글로벌 정유산업 가동률이 타격받을 것으로 예상된다. 이는 중간 유분이 보다 타이트해짐을 의미, 등경유 마진 상승, 등경유 생산비중이 높은 정유사의 상대적 수익성 증가로 이어질 수 있다.

에너지 산업 특성상 유전/가스전부터 중간 수송, 정유까지 전체 상류, 중류, 하류 밸류 체인 중 어느 한 곳에서 차질이 생기면 그 영향이 전체로 확산되기 때문에 당장 종전하더라도, 이미 발생한 각 밸류 체인별 설비 파손은 전체 연결 밸류 체인에 적어도 '26년 영향이 지속될 가능성이 크다.

Big 4 정유사를 CDU Capa로 비교하면 HD현대오일뱅크는 52만/일 설비(HPC 제외)로 가장 적은 1차정제 설비사로 국내 4사 합산 CDU 설비 기준 약 17%에 해당한다. 그러나 정유산업에서 중요한 것은 CDU Capa가 아니라 고도화비율이라 할 수 있다. 과거 CDU 규모가 경쟁력으로 인식되던 시절, 한국에서도 고도화 설비 대신 CDU 설비 확장을 추진한 적이 있다. 그러나 중유 역마진 고착화, 육상/항공 수송 마진 강세로 고도화율이 정유사 수익성에 가장 중요한 요인 중 하나가 된 지 오래다. HD현대오일뱅크는 고도화율이 약 42%로 국내에서 가장 높은 수치다. 이것이 동사 영업이익률이 상대적으로 높은 수준을 유지하는 주요 이유중 하나다.

그림1 한국 정유 4사 CDU M/S



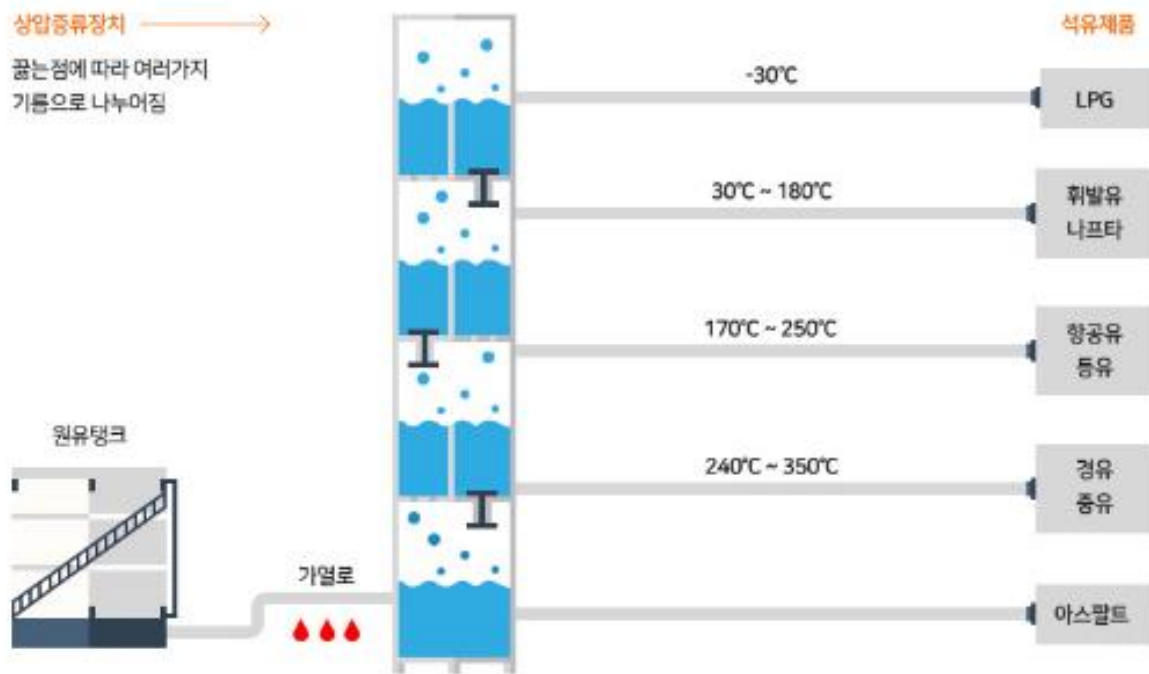
자료: 한국석유공사, LS증권 리서치센터

표1 한국 정유사별 CDU Capa

(단위: 배럴/일)	정제능력(CDU)	비고
SK 에너지	1,115,000	울산(840,000)+ 인천(275,000)
GS 칼텍스	800,000	여수
S-Oil	677,000	울산(온산)
HD 현대오일뱅크	520,000	대산
합계	3,112,000	

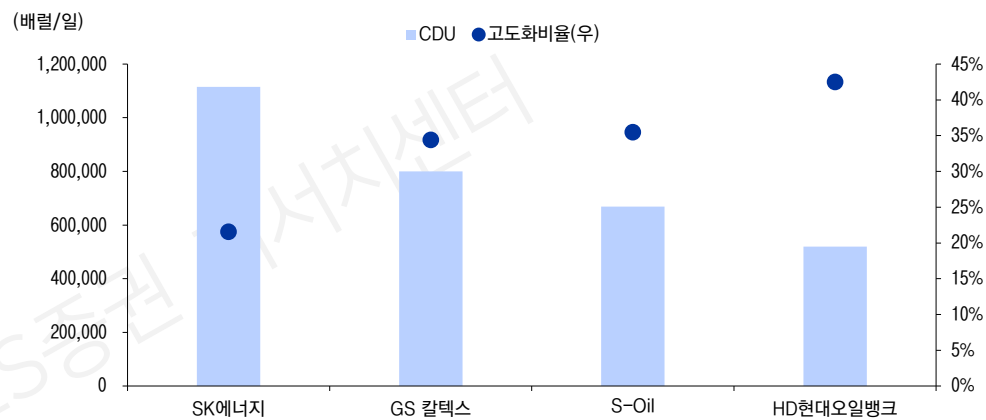
자료: 한국석유공사, LS증권 리서치센터

그림2 CDU 장치 구조도



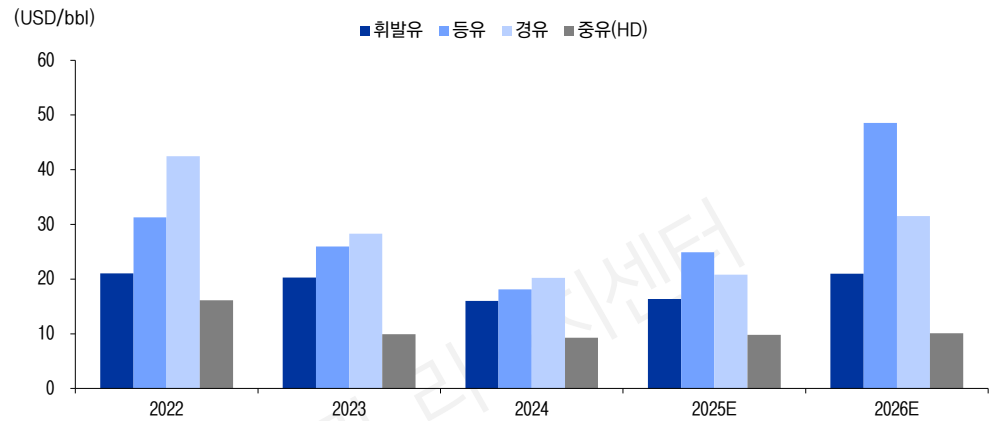
자료: YNCC, LS증권 리서치센터

그림3 국내 정유사별 CDU Capa 및 고도화비율



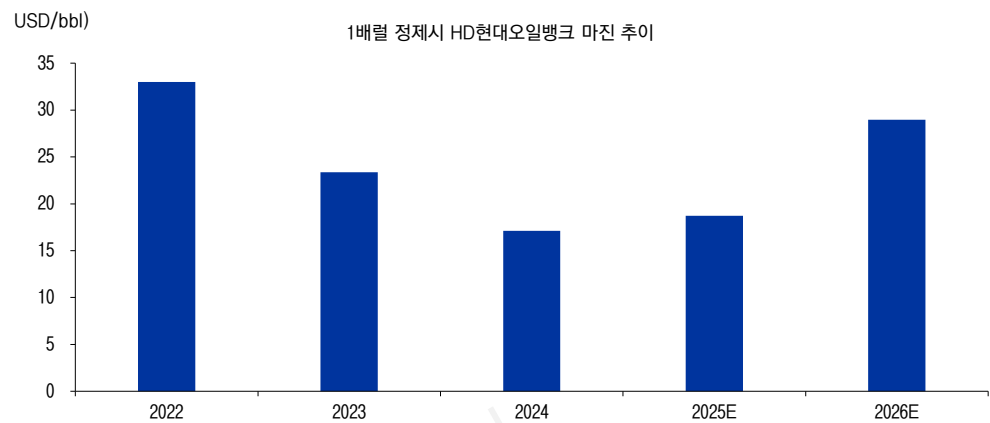
자료: Dart, LS증권

그림4 정유제품별 마진 추정



자료: Bloomberg, LS증권

그림5 '26년 등/경유 강세에 따른 HD 현대오일뱅크 1배럴당 추정 정유마진



자료: Bloomberg, LS증권

주: 중유 및 가터 제품 제외 기준

HPC, Aromatics

동사의 HPC는 전통적인 석유화학 설비인 NCC(Naphtha Cracking Center)과 정유 고도화 설비 특성을 동시에 가진 설비로 '18년 투자 결정 후 총 약 3조원이 소요된 설비로 '22년 4분기 본격 가동이 시작되었고, '23년부터 풀 가동 체제에 돌입했다.

HPC의 주 원료는 LSFO(Low Sulfur Fuel Oil, 탈황감압잔사유)로 정유설비에서 나오는 Bunkering유를 자가소비하게 된다. 오일뱅크 VRDS 등에서 황을 제거한 잔사유를 약 60% 사용함으로써, 정유부문의 저마진 제품비중을 줄이는 효과와 동시에 납사대비 낮은 원재료를 사용할 수 있다는 장점을 지닌다.

이와 함께 최근 대산단지 석화 구조조정을 통하여 동사 현대케미칼(기존 HD현대오일뱅크 60:롯데케미칼 40)와 롯데케미칼 대산 NCC 합병이 추진 중이다. Ethylene 기준에서 보면 HD케미칼의 경우 연간 85만톤, 롯데케미칼 대산 NCC는 110만톤 규모로 신생 JV는 195만톤의 Ethylene Capa를 보유하는 거대 설비가 된다. 여기서 HD현대오일뱅크의 경우 실질적인 Ethylene 설비는 기존 51만톤(85만톤x60%)에서 97.5만톤((110만톤+85만톤)/2)로 증가하는 것으로 볼 수 있다. 현 시점에서는 Ethylene을 포함한 범용 석화제품 약세로 고전을 겪고 있지만, 중장기적으로 업황 개선 시점이 되면 보유 Ethylene Capa가 기존 대비 약 2배 수준으로 실질적 자산이 증가하는 효과가 발생한다.

단기적으로 보면 올해 정제마진 개선과 동시에 정유공장에서 주로 생산하는 Aromatics 마진 개선을 전망하며, 이에 따라 기존 HD케미칼 산하 Aromatics, 특히 연산 140만톤을 상회하는 PX 마진 증가에 따른 수익성이 추가될 것으로 보인다.

이는 과거 HD현대 배당의 주 재원이었던 HD현대오일뱅크가 2년간의 정체기를 벗어나 조선, 전력기기, 건설기계 호황에 더해 배당 재원을 추가할 수 있음을 뜻한다.

표2 HD현대 주요 관계사 배당금 추이(십억원)

기업	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
HD 현대	0	271	271	261	392	325	261	254	283
HD 현대마린솔루션	0	0	90	220	110	80	100	141	177
HD 현대마린엔진	0	0	0	0	0	0	0	0	0
HD 현대에너지솔루션	0	0	0	2	0	7	0	0	0
HD 현대일렉트릭	0	0	0	0	0	18	36	193	256
HD 현대중공업	-	-	0	0	0	0	0	186	567
HD 건설기계	0	16	0	0	23	32	13	9	26
HD 한국조선해양	0	0	0	0	0	0	0	361	870
HD 현대오일뱅크	637	245	203	95	296	568	340	60	0

자료: LS증권 리서치센터

오일뱅크 중심 자회사 선전으로 연결 영업이익 YoY +57% 추정

동사 자회사는 주로 조선, 전력기기, 건설기계, 정유로 정유를 제외한 주요 자회사들이 모두 호황기에 접어든 상황으로 매출액과 영업이익 성장이 25년에 이어 지속될 것으로 시장은 예상하고 있다.

주요 자회사들이 '25년 시장 Consensus를 상회하는 실적을 갱신한 점에 비추어 '26년 매출액과 영업이익 Consensus를 토대로 비상장사인 HD현대오일뱅크의 실적 턴어라운드를 감안한 결과 '26년 연결 영업이익은 전년대비 약 57% 증가하는 대폭 성장이 예상된다. 참고로 우리는 최근 (3월 13일) 시작한 석유제품 상한제 도입 영향을 감안, 약 50%에 달하는 내수 정유 제품 가격이 국제 Spot 가격대비 소폭 조정되는 부분을 감안하여 추정하였다. 사후 정산이 이루어질 때 구체적인 정산 방식에 따라 다시 이를 감안하여 변경할 계획이다.

표3 주요 자회사 및 동사 매출액 추정

		2025	2026E	2027E
매출액	HD 현대일렉트릭	4,080	4,741	5,550
	HD 한국조선해양	29,933	32,985	36,033
	HD 건설기계	3,777	8,919	9,504
	HD 현대마린솔루션	1,983	2,295	2,639
	HD 현대오일뱅크	26,667	32,983	25,416
	소계	66,439	81,923	79,142
	기타	4,821	5,062	5,315
	총액	71,259	86,984	84,456

자료: LS증권 리서치센터

주: 주요 상장 자회사는 시장 Consensus

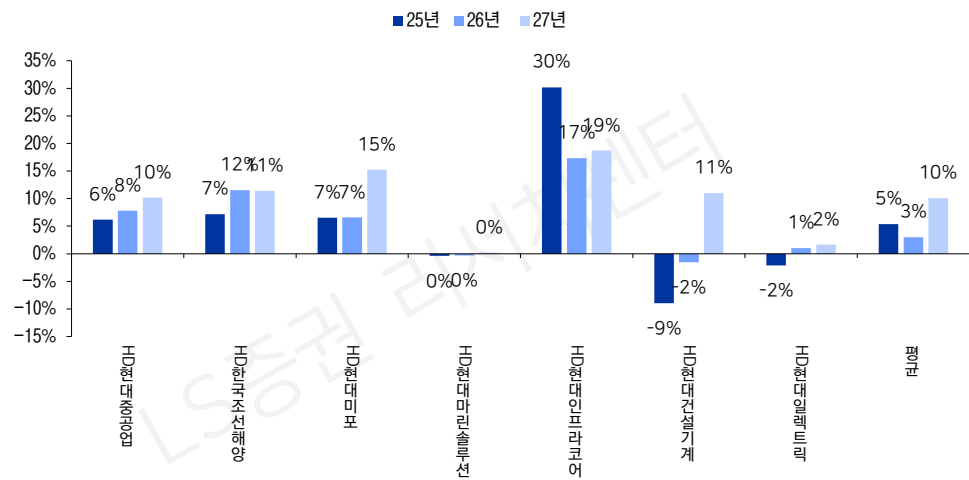
표4 주요 자회사 및 동사 영업이익 추정

		2025	2026E	2027E
영업이익	HD 현대일렉트릭	995.3	1262.8	1563.8
	HD 한국조선해양	3904.5	5467.2	6603.5
	HD 건설기계	170.9	622.9	737.1
	HD 현대마린솔루션	350.1	448.5	558.9
	HD 현대오일뱅크	474	1,593	1,181
	소계	5,895	9,394	10,645
	기타	205	215	226
	총액	6,100	9,609	10,870

LS증권 리서치센터

주: 주요 상장 자회사는 시장 Consensus

그림6 주요 상장 자회사 영업이익에 대한 Consensus 변화율 예시('26년 6월~9월)



자료: Bloomberg, LS증권

안정적인 DPS 성장 전망 근거

HD현대의 경우 별도 기준 70% 이상의 적극적인 배당 정책을 표방하며, 또한 안정적인 배당 수익을 위해 분기별 배당을 실시하는 몇 안되는 회사 중 하나다. '26년과 '27년 주요 자회사의 이익은 지속 성장할 것으로 전망되며, 특히 과거 2년간 정체되었던 HD현대오일뱅크의 수익성 대폭 개선에 따라 DPS 증가 가능성이 높은 것으로 예상된다.

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.

참고로 주요 경쟁사(지주사 혹은 정유사)들의 최대주주 현황을 비교하였다. 상대적으로 HD현대의 경우 주주 임원의 보수가 낮은 편으로 배당금 수익이 이를 상회하는 상황이다. 이는 일반 배당투자자 입장에서조차 최대주주와 이해관계를 같이 하는 구조로도 볼 수 있다.

위의 상황들에 따라 우리는 '26년 DPS를 '25년 대비 10% 증가한 4,400원으로 추정한다.

표5 HD 현대 계열사 주요 배당 정책

기업명	기본 배당정책
HD 현대	2023~2025년 사업연도의 배당성향 70% 이상(별도 재무제표상 당기순이익 기준)
HD 현대마린솔루션	2025년부터 3년간 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

표 6 Peer Group(지주사 및 정유사) 최대주주 현황

기업명	최대주주 등	관계	지분율	보수 (억원)	DPS ('24년)	귀속 배당금 ('24년, 억원)
롯데지주	신동빈 회장	특수관계인	13.04%	150~170	1,250원	297
삼성전자	이재용 회장	특수관계인	1.63%	0	1,446원	3,300
현대자동차	정익선 회장	특수관계인	2.67%	130~150	12,000원	1,800
CJ(주)	이재현 회장	특수관계인	42.07%	100~110	3,300원	410
		최대주주 본인				122
	허창수 그룹 명예회장	(친인척을 포함한 특수 관계인 전체 지분 53.53%를 대표)	4.68%	42~45	2,800원	127(GS건설 포함시)
GS	허용수 GS에너지 부회장	특수관계인 (개인지분 1위)	5.26%	20~25	2,800원	137
	허태수 그룹 회장	특수관계인	2.12%	65~70	2,800원	55
HD현대	정몽준	최대주주 본인	26.60%(실질)	0	3,600원	756
	정기선 대표이사 회장	특수관계인	6.12%	23~25	3,600원	150
LG(주)	구광모 회장	특수관계인	16.27%	85~95	3,100원	750
SK이노베이션	(주)SK	최대주주 본인	55.91%	0	2,000원	2,976
		특수관계인	17.73%(자사주 소 각으로 22.4%까지 상승 예상)	0	7,000원	900
SK(주)	최태원 회장	(개인지분 1위)				
	Aramco Overseas Company B.V.	최대주주 본인	63.41%	0	330원	236
S-Oil	안와르 알 헤자와지 대표 이사	특수관계인	0%	15~20	330원	0-

자료: Dart, 언론 보도, LS증권 리서치센터

로봇

중복 상장 이슈로 IPO holding 상황

'26년 시장에서 가장 관심을 두는 로봇 산업과 관련, 동사는 비상장자회사(90%)인 HD현대로보틱스를 보유중이다. '25년 연말 IPO를 추진하였으나, 중복 상장과 관련, 정부의 원칙적 금지 방침에 따라 중지된 상황이다. 이와 관련한 사항은 아래 표에서 정리하였다.

전일 종가기준 두산로보틱스의 경우 '26년 추정매출액 대비 PSR 23x, 약 5.8조에 거래되고 있다. '25년 두산로보틱스 실적 대비 매출액과 영업손익이 상대적으로 높은 현대로보틱스는 '25년 매출액 2,630억원, 영업손실 218억원을 기록했다. 참고로 IPO 추진 당시 7~9조원대의 시가총액이 거론되었다.

현재 일반 주주 권리가 강화되고 있고, HD현대로보틱스에 대한 지분율이 30%를 대폭 상회하는 90%임을 감안하면 IPO를 추진하게 된다고 해도 기존 HD현대 주주들에 대한 보상책 등 Plan B가 나올 가능성도 배제하기 어렵다. 또한 IPO를 DROP할 경우 로보틱스의 높은 성장성과 기업가치는 HD현대 기업가치를 상회시키는 또다른 축이 된다. 이는 HD현대오일뱅크와 마찬가지로 비상장사로 그간 가치를 장부가치(약 2,800억원) 혹은 Pre-IPO 가치 약 1.8조원으로 추산되던 것에서 탈피, HD현대 가치를 상승 견인할 것으로 기대되는 이유다.

표6 중복 상장과 관련된 주요 내용 및 정부 관련 코멘트

일자	주요 내용 및 정부 코멘트	비고
2026.01.22	이재명 대통령: '송아지 뺨 암소를 샀는데, 송아지 주인이 남이면 화가 안 나겠나. 신사업 성공 후 별도 회사를 만들어 상장하면 기존 주주는 뭐가 되느냐며 비판	청와대 영빈관 오찬 간담회
2026.02.23	한국거래소: '중복 상장을 원칙적으로 금지하고, 예외적 허용시 소액주주 동의 및 현물 배당 등 실질적 보상안을 명문화하겠다'고 발표	한국거래소 보도자료
2026.03.15	규제 강화 언론 보도: '대기업 중복 상장 사실상 전면 금지 및 상장 모회사가 지분 30% 이상 보유한 비상장 자회사 원칙적 제한 방침' 등이 언론을 통해 보도됨	서울경제 등
2026.03.16	금융위원회: '중복상장 제도 개선 방안의 구체적 내용 확정된 바 없다'며 신중한 입장 보임(부인보다는 절차적 신중론)	금융위원회 자본시장과
2026.03.18	정부의 자본시장 안정과 정상화를 위한 간담회: 대통령 주재로 열린 간담회에서 '코스닥 1:2 부 분리 및 거래소 상장 심사시 중복상장 원칙적 금지 방침' 등 공식화	금융위원회 정책발표

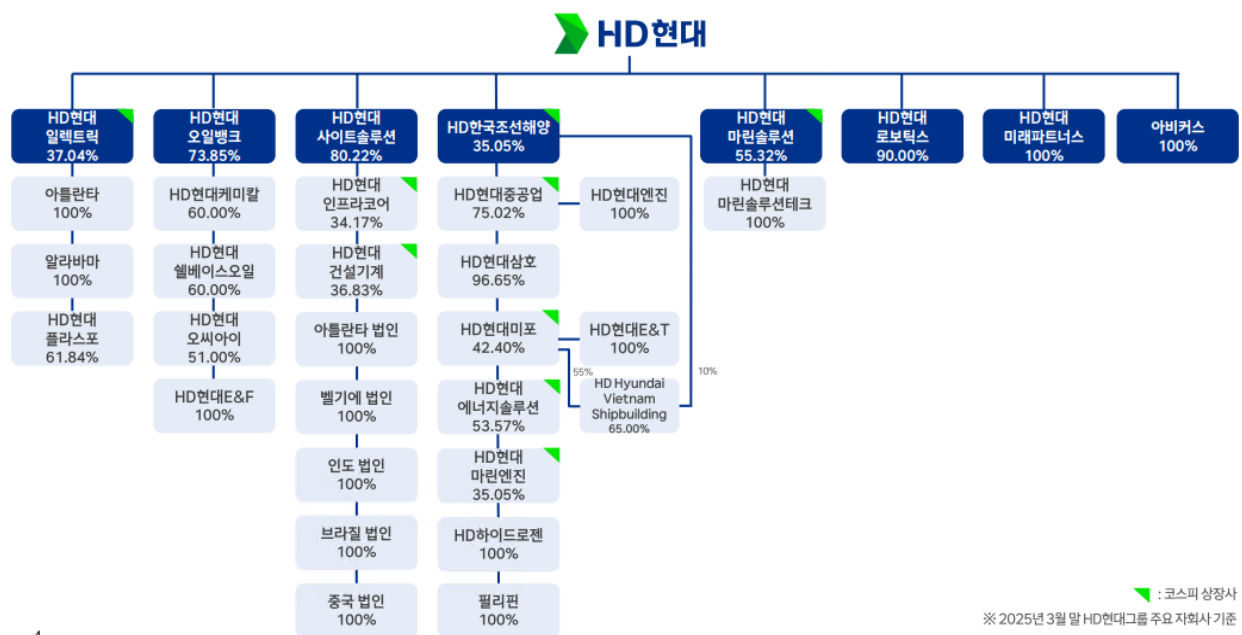
자료: 한국거래소, 금융위원회, 언론 보도, LS증권 리서치센터

표7 동사 HD 현대로보틱스 상장 추진 경과

일자	주요 상황	비고
2025 하반기	HD 현대 지분 90%로 지배력 공고 IPO 추진	KT 10% 보유
2026년 1월	주관사 선정, 기업가치 8조 내외 시장에서 거론 그룹내 매출비중이 0.35%로 미미하여 모회사의 주주가치 훼손이 적다는 회사 입장	
2026년 1월말	주주연대(ACT 등)이 '유망 신사업을 분리하지 말고 지주사가 직접 품어야 한다'며 상장 반대 집단 행동 예고	
2026년 2월말	실무 중단 및 일정 재조정 거래소의 강화된 가이드라인이 나오기 전까지 무리한 상장 추진은 '승인 거절' 리스크 발생.	
현재	정부 규제안의 핵심인 '지분 30% 이상 자회사 상장 제한' 해당 가능 로봇 산업 투자를 위한 재원마련 플랜 B 필요할 수도	기존 주주들에 대한 보상책(상장 유입자금중 일부 지주사 자사주 매입 및 소각/특별배당 활용, 신주 우선배정, 기존 주식 일부 배정 등)이 대안으로 거론되기도 제3자배정 유상증자 혹은 추가 Pre-IPO 등

자료: LS증권 리서치센터

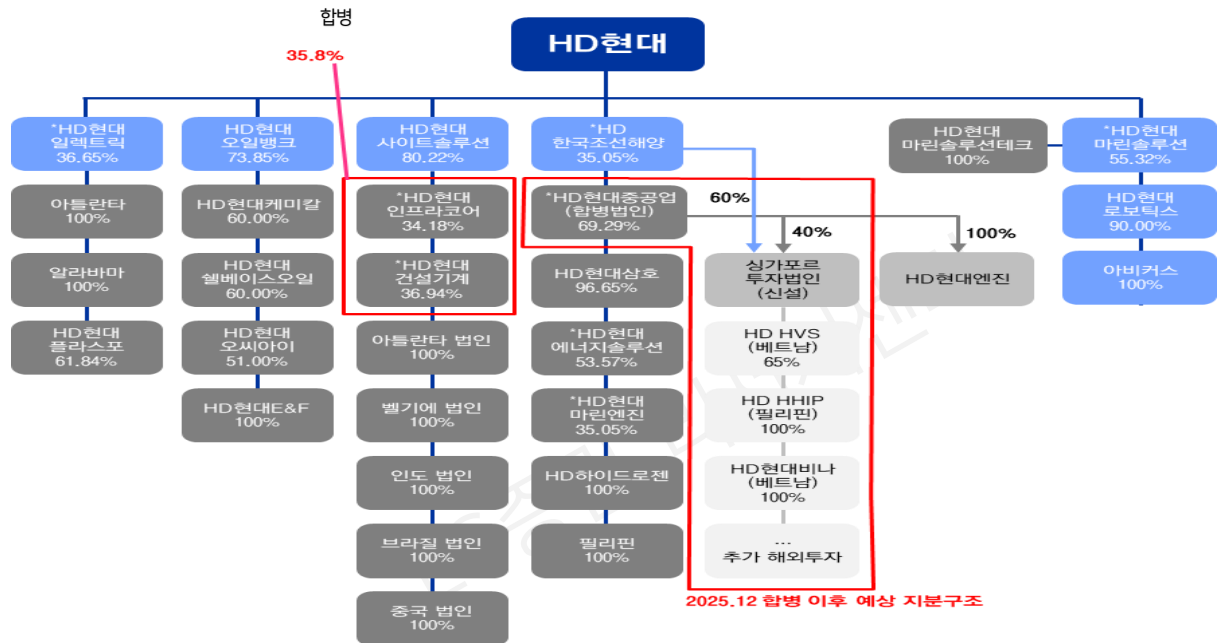
그림7 그룹 지분 구조('25년 3월말)



자료: 회사, LS증권

HD현대는 지주사로, 최근 1년간 자회사들의 지분 변화, 합병을 통해 아래 표와 같이 지분이 변경되었다. 이는 건설기계부분 및 조선 자회사에 대한 직간접 지배력 강화로 이어졌다고 볼 수 있다. 결국 HD현대의 기업가치는 자회사 지분 구조에서도 1년간 개선된 것으로 보인다.

그림8 그룹 지분 구조('26년 3월말)



자료: 회사, LS증권

브랜드 로열티 재산정 시점

브랜드 로열티 재계약 시점 임박

별도 기준 지주사의 주요 수익원 중 하나가 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 회계법인의 감정평가 및 자회사 상황을 검토, 조만간 신규 브랜드 로열티 요율에 따른 재계약이 예정되어 있다. 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 제외하고 최대주주가 있는 지주사들 경우 요율은 최소 20bps에서 50bps까지 동사보다 훨씬 높은 요율을 책정하고 있기 때문이다.

다만 7.5bps로 인상을 추정하는 이유는 Brand 생성 시점이 얼마 되지 않아, 아직 Brand 인지도가 20bps이상을 받고 있는 타 그룹대비 낮은 점을 감안했다. 자회사들의 매출액이 증가하고 있어, 배당 재원의 한 축인 브랜드 로열티는 약 840억원이 될 것으로 추정한다.

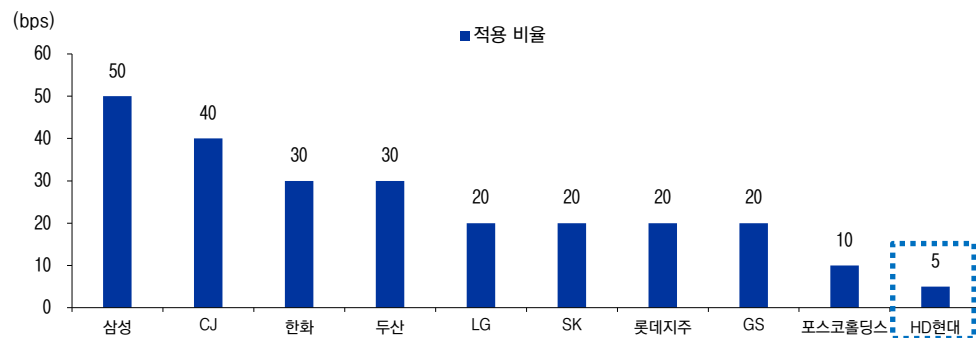
표8 브랜드 로열티 산정방식 및 계약기간

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 13 개사가 나눠서 분배받는 구조 상표공동소유권회사(13 개사) - 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)

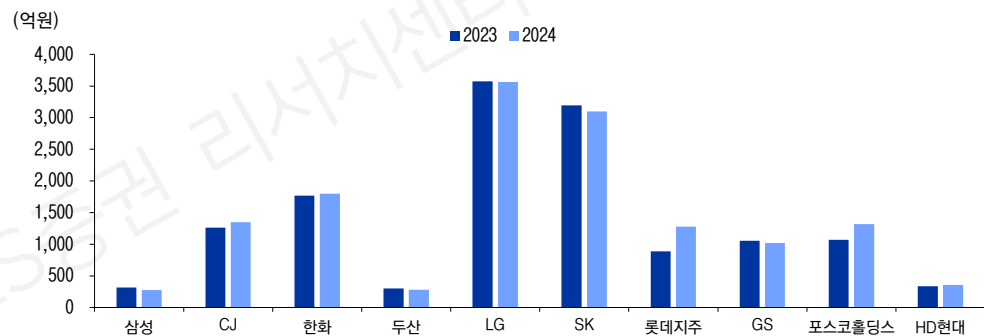
자료: Dart, LS증권 리서치센터

그림9 주요 지주사 브랜드로열티 적용비율(범위 제시한 경우 상단 수치)



자료: Dart, LS증권

그림10 최근 2년 주요 지주사별 브랜드 로열티 수취 규모



자료: SNE Research, LS증권

표9 밸류에이션 테이블

가치	구분	회사	지분율	시가총액/장부가액	가치	비고
수익 가치(A)	별도 영업가치				2,800	26E EV/EBITDA 5배 적용
투자자산 가치(B)	투자자산 가치				41,081	
	상장사	HD 현대일렉트릭	36.4	34,533	12,570	
		HD 한국조선해양	35.05	29,265	10,257	
		HD 건설기계	35.86	6,318	2,266	
		HD 현대마린솔루션	55.32	7,989	4,419	
		자기주식	10.5	20,617	2,165	
	비상장사	HD 현대오일뱅크	73.85	10,465	7,728	26E EV/EBITDA 5배 적용
		HD 현대로보틱스	90	1,800	1,620	Pre-IPO
		현대미래파트너스	100		31	장부가액
		아비커스	100		24	장부가액
기업가치(C=A+B)					43,881	
순차입금(D)					2,877	별도 기준
적정가치(E=C-D)					41,004	
총주식수					78,993	
주당 가치					519,080	
목표주가					415,264	
NAV 할인율					20%	정유가치 반영 감안
현재 주가					261,000	
					59%	

자료: LS증권 리서치센터

HD 현대 (267250)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	32,083	35,593	36,739	40,278	48,082
현금 및 현금성자산	4,401	5,667	4,340	2,350	8,676
매출채권 및 기타채권	5,677	5,848	6,150	7,507	7,289
재고자산	9,416	10,007	10,523	12,845	12,472
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	76,513	83,449	88,850
유동부채	28,532	32,333	33,143	35,127	35,511
매입채무 및 기타채무	8,326	10,153	11,309	13,694	14,702
단기금융부채	6,166	4,455	4,108	3,708	3,084
기타유동부채	4,259	4,954	4,954	4,954	4,954
비유동부채	16,219	15,148	13,648	11,898	8,898
장기금융부채	11,960	10,194	8,694	6,944	3,944
기타비유동부채	4,259	4,954	4,954	4,954	4,954
부채총계	44,751	47,482	46,791	47,026	44,409
지배주주지분	7,328	8,675	9,211	10,592	12,279
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,252	4,750	4,750	4,750	4,750
이익잉여금	1,994	3,844	4,379	5,760	7,447
비지배주주지분(연결)	15,904	17,710	20,511	25,831	32,162
자본총계	23,232	26,385	29,722	36,423	44,441

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	61,331	67,766	71,259	86,984	84,456
매출원가	56,366	61,339	61,535	72,998	69,270
매출총이익	4,965	6,427	9,724	13,986	15,186
판매비 및 관리비	2,934	3,444	3,625	4,377	4,316
영업이익	2,032	2,983	6,100	9,609	10,870
(EBITDA)	3,790	4,898	8,114	11,728	13,287
금융손익	2,462	3,074	1,655	1,768	2,214
이자비용	4,081	7,364	6,761	6,185	6,207
관계기업등 투자손익	4	-11	-11	-11	-11
기타영업외손익	542	3,688	3,689	3,689	3,689
세전계속사업이익	958	2,369	4,671	8,869	10,554
계속사업법인세비용	172	439	866	1,644	1,956
계속사업이익	786	1,930	3,805	7,226	8,598
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	786	1,930	3,805	7,226	8,598
지배주주	264	509	1,003	1,906	2,267
총포괄이익	566	1,744	3,620	7,040	8,413
매출총이익률 (%)	8.1	9.5	13.6	16.1	18.0
영업이익률 (%)	3.3	4.4	8.6	11.0	12.9
EBITDA 마진률 (%)	6.2	7.2	11.4	13.5	15.7
당기순이익률 (%)	1.3	2.8	5.3	8.3	10.2
ROA (%)	1.2	2.7	5.1	9.0	10.0
ROE (%)	3.6	6.4	11.2	19.2	19.8
ROIC (%)	3.9	6.4	13.6	19.1	20.6

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	3,935	7,511	5,072	6,864	11,246
당기순이익(손실)	786	1,930	3,805	7,226	8,598
비현금수익비용가감	4,652	8,144	9,462	10,211	10,623
유형자산감가상각비	1,535	1,671	1,775	1,902	2,221
무형자산상각비	224	244	239	217	197
기타현금수익비용	2,893	6,229	7,448	8,093	8,205
영업활동 자산부채변동	1,631	3,764	-1,133	-2,866	-156
매출채권 감소(증가)	-327	45	-302	-1,357	218
재고자산 감소(증가)	108	-265	-516	-2,322	373
매입채무 증가(감소)	2,648	2,960	1,064	2,356	980
기타자산, 부채변동	-729	-390	-866	-1,644	-1,956
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)	4	2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-80	287	-26	-26	-26
기타투자활동	-489	-1,002	-888	-918	-953
재무활동 현금흐름	-906	-3,927	-5,703	-6,035	-7,566
차입금의 증가(감소)	0	0	-1,600	-1,950	-3,000
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-389	-325	-254	-283	-339
기타재무활동	-517	-3,602	-3,848	-3,802	-4,226
현금의 증가	406	1,267	-1,327	-1,990	6,327
기초현금	3,995	4,401	5,667	4,340	2,350
기말현금	4,401	5,667	4,340	2,350	8,676

자료: HD현대, LS증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	18.9	12.3	14.8	10.8	9.1
P/B	0.7	0.7	1.6	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.0	6.7	5.4	4.6	3.8
P/CF	1.4	1.3	1.9	1.7	1.5
배당수익률 (%)	3.0	1.1	1.5	1.8	2.1
성장성 (%)					
매출액	0.8	10.5	5.2	22.1	-2.9
영업이익	-40.0	46.8	104.5	57.5	13.1
세전이익	-66.9	147.3	97.1	89.9	19.0
당기순이익	-64.8	145.6	97.1	89.9	19.0
EPS	3,348.1	-62.3	6.4	58.9	12.7
안정성 (%)					
부채비율	192.6	180.0	157.4	129.1	99.9
유동비율	112.4	110.1	110.9	114.7	135.4
순차입금/자기자본(x)	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
영업이익/금융비용(x)	0.5	0.4	0.9	1.6	1.8
총차입금 (십억원)	19,932	17,001	15,154	13,004	9,380
순차입금 (십억원)	13,479	13,291	8,845	8,049	7,582
주당지표 (원)					
EPS	3,348	6,444	12,703	24,122	28,704
BPS	92,762	109,824	116,604	134,089	155,439
CFPS	46,105	59,719	96,844	150,410	169,910
DPS	1,900	900	4,000	4,800	5,600

HD현대

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

500,000

400,000

300,000

200,000

100,000

0

24/03

24/09

25/03

25/09

26/03

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2025.05.28	신규	정경희									
2025.05.28	Buy	130,000원	5.1	-1.0	-6.7						
2025.06.23	Buy	166,000원									
2025.09.16	Buy	297,000원	-26.3		-42.3						
2025.11.04	Buy	309,000원	-3.6		-27.6						
2026.03.03	Buy	440,000원	-33.9		-38.4						
2026.03.20	Buy	415,000원									

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)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	88.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15%	11.3%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2025. 1. 1 ~ 2025. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)