

지주회사
각각의
스토리

지주회사. 최관순



지주회사 중립(하향)

각각의 스토리

**지주회사에 대해
낮아진 시장의 관심**

24년 연초부터 정부에서 추진한 밸류업 프로그램에 대한 기대감으로 전통적인 저평가 섹터인 지주회사는 상반기 시장 대비 높은 상대수익률을 기록했다. 그러나 대형 지주회사의 경우 9월 발표한 코리아 밸류업 지수 미포함, 기업가치제고계획 공시 지연 등으로 하반기 부진한 주가 흐름을 보였다. 단기적으로는 지주회사 주가의 방향성은 주주환원정책을 포함한 기업가치제고계획이 될 것으로 예상하는데 늦어도 25년 상반기까지 발표될 전망이다. 다만 25년 지주회사 주가는 밸류에이션 매력과 주주환원 증가 가능성에도 불구하고 낮아진 시장 관심도를 고려했을 경우 업체별 주가 차별화가 심화될 전망이며, 각각의 스토리에 집중해야 할 것으로 예상한다.

**코리아 밸류업 지수 시장 대비
높은 성과 기록**

9월 24일 발표된 코리아 밸류업 지수는 연초(1월 2일) 대비 -3.5% 수익률을 기록하고 있다. 절대적으로 지수가 하락하였으나, 동일 기간 코스피 수익률이 -7.4%임을 고려하면 양호한 성과이다. 향후 코리아 밸류업 지수를 기초로 하는 ETF 12종 및 ETN 1종이 11월 4일 상장된 만큼 코리아 밸류업 지수를 구성하는 종목에 대한 양호한 수급상황이 예상된다.

**25년 지주회사는 각각의
스토리에 집중할 시기**

국내 대형지주회사는 시장평가(산업별 PBR 순위)에서 밀리며 코리아 밸류업 지수에서 모두 제외되었다. 그럼에도 불구하고 SK는 기업제고가치계획을 공시했으며, LG도 연내 발표예정이다. 나머지 대형 지주회사도 늦어도 25년 상반기까지는 공시가 완료될 예정이다. 기업가치제고계획을 통해 가시적인 ROE 개선과 합리적인 주주환원정책을 발표할 경우 주가에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 다만 25년 지주회사의 주가는 각각의 스토리에 맞게 차별화가 심화될 전망이다. 한화와 SK는 자체 사업 수익성 개선, 재무구조 개선, 주주환원의 세가지 스토리가 25년 주가 상승을 견인할 전망이다. SK 스퀘어는 SK 하이닉스 특별배당 가능성에 따른 주주환원 확대 가능성, LS는 낙폭과도에 따른 밸류에이션 매력이 부각될 수 있다. LG와 CJ는 LG CNS와 CJ올리브영 등 비상장 자회사에 대한 지분가치 현실화가 주가 상승을 견인할 요인이다.

Analyst 최관순
 ks1.choi@skc.co.kr / 3773-8812

24년 리뷰: 상고하저

밸류업 기대감 사라진 24년 하반기

24년 지주회사 주가는 상고하저

24년 연초부터 정부에서 추진한 밸류업 프로그램에 대한 기대감으로 지주회사는 상반기 높은 수익률을 기록했다. 저 PBR에 따른 밸류에이션 매력과 높은 주주환원이 밸류업 프로그램을 계기로 재평가 받을 것으로 기대되었기 때문이다. 하지만 9월 말 발표된 코리아 밸류업 지수에서 대형 지주회사가 하나도 포함되지 않았으며, 대형 지주회사의 기업가치제고계획 공시 지연 등의 요인으로 24년 하반기 지주회사의 주가는 상대적으로 저조했다.

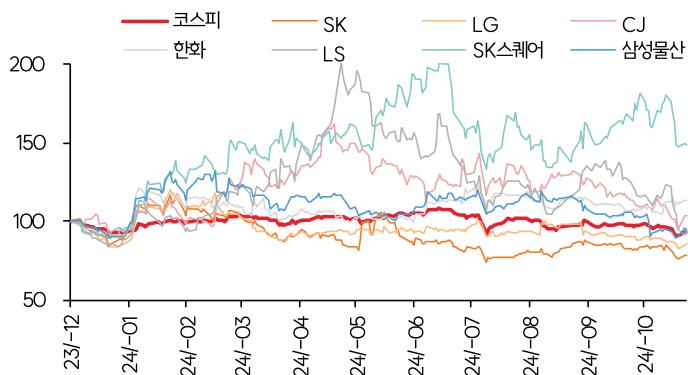
9월 코리아 밸류업 지수 발표

한국거래소는 지난 9월 24일에 코리아 밸류업 지수의 구성종목 및 선정기준을 발표하였다. 2024년 1월 2일 1,000p를 기준으로 100 종목을 선정했다. ① 시장대표성 ② 수익성 ③ 주주환원 ④ 시장평가 ⑤ 자본효율성의 5단계 스크리닝을 통해 종목을 선정했으며, 밸류업 조기 공시기업은 최소요건 충족시 최우선으로 편입되었다. 지난 11월 4일에는 코리아 밸류업 지수를 기반으로 하는 ETF 12종(파시브 9종목, 액티브 3종목) 및 ETN 1종이 유가증권시장에 5,110억원 규모로 상장되었다.

지주회사, 코리아 밸류업 지수 제외 및 기업가치제고계획 공시 지연

국내 대형지주회사는 시장평가(산업군별 순위비율 상위 50% 이내 또는 전체 순위비율 상위 50% 이내)에서 대부분 탈락하며, 코리아 밸류업 지수에서 배제되었다. 이에 따라 지주회사에 대한 주가 상승 기대감이 소멸되며 시장 대비 부진한 주가가 이어졌다. 또한 SK를 제외한 대형 지주회사의 기업가치제고 계획의 발표가 전무한 점도 지주회사 투자 심리를 악화시키는 요인이 되었다.

국내 지주회사 상대수익률 추이



자료: Quantwise, SK증권
주: 23년말 종가=100

25년 전망: 각각의 스토리에 집중

종목별 수익률 차별화 전망

25년 지주회사 주가 상승을 위한 업체별 투자포인트는 상이

2025년 지주회사 주가는 업체별 차별화가 심화될 것으로 예상한다. 지주회사의 NAV는 자회사 주가하락 분을 고려한다고 하더라도 현재 수준은 역사적 저평가 영역이다. 단기적으로 기업가치제고계획 공시에 대한 기대감은 유효하다. 현재 SK를 제외한 지주회사의 기업가치제고계획 공시가 없는데 구체적인 ROE 개선, 주주환원 계획 발표가 주가 상승의 계기가 될 수 있을 것이다. 다만 본격적인 주가 상승을 견인할 투자포인트는 업체별로 상이할 전망이다.

기업가치제고계획 공시가 단기 주가상승을 담보하지 않으나 중장기적으로 리레이팅에 대한 기대감은 유효

기업가치제고계획 공시 기업은 예고공시를 제외하고 11월 20일 기준 총 48개 기업이 공시했다. 이들 기업의 기업가치제고계획 공시 이후 절대주가가 상승한 기업은 21개, 하락한 기업은 26개 기업, 동일한 기업이 1개였다. 기업가치제고계획 발표 이후 코스피 대비 상대 수익률로 비교해 보면 코스피 대비 수익률을 상회한 기업이 28개에 달했다. 결론적으로 기업가치제고계획 발표가 반드시 주가 상승을 견인한다고 할 수 없다. 기업가치제고계획이 2~3년 이상의 중장기적인 목표이기 때문에 단기적인 성과를 측정하는 것이 무의미할 수 있다. 그럼에도 불구하고 상대적인 수익률 측면에서는 기업가치제고계획 공시가 유리하다고 할 수 있으며 그 효과는 중장기적으로 봤을 때 더 커질 것으로 기대된다.

SK는 가장 먼저 기업가치제고 계획 공시 → 구체적인 성과 확인 중

국내 대형지주회사 중 가장 먼저 기업가치제고계획을 발표한 SK의 경우 '24년 ~ '26년 ROE 8%, '27년 ROE 10% 달성, 최소 DPS 5,000 원에 매년 시가총액 1~2%의 자사주 매입/소각 혹은 배당을 통해 '24년 ~ '26년 PBR 1배, '27년 1.0배를 목표로 설정했다. ROE 개선을 위해 OI(Operation Improvement)와 Portfolio Rebalancing, 재무구조 개선을 제시했는데 SK 이노베이션과 SK E&S 합병, SK 렌터카 매각 및 SK 스페셜티 매각 추진 등 이미 가시적인 성과가 확인된 만큼 중장기적인 기업가치제고 가능성성이 증가하였다.

시장 높은 좋은 성과를 보이고 있는 코리아 밸류업 지수

2024년 1월 2일 1,000pt를 기준으로 하는 코리아 밸류업 지수 구성종목이 9월 24일 발표하였다. 코리아 밸류업 지수는 연초 대비 3.4% 하락하였으나 동일기간 코스피의 경우 7.0% 하락하면서 지수 대비로는 양호한 성과를 나타냈다. 코리아 밸류업 지수가 코스피 대비 상대수익률이 높은 이유는 ① 시가총액 400위 이상의 대형주를 대상으로 하고 있어 하락장에서 방어적 역할을 기대할 수 있고 ② 주주환원 이력이 있는 기업이 대상이기 때문에 주주환원이 하락장에서 주가 매력도가 높아

보이며 ③기업 밸류업 펀드 조성 등 코리아 밸류업 지수를 추종하는 신규 수요가 창출되었기 때문이다.

코리아 밸류업 지수와 코스피 상대수익률 비교



자료: Quantwise, SK 증권

주: 2024년 1월 2일=100

코리아 밸류업 지수 제외로 국내 지주회사에 대한 관심 하락

대형지주회사가 코리아 밸류업 지수에서 배제됨에 따라 주가상승에 대한 기대감이 하락한 것이 사실이다. 이후 최근 대형 지주회사 중심으로 주가 하락이 계속되었다. 대형 지주회사는 25년 상반기까지는 기업가치제고계획 공시가 마무리될 것으로 예상되고, NAV 대비 할인율 측면에서 역사적 하단까지 주가가 하락하였지만 단기적인 주가 반등 가능성 보다는 25년 각 기업의 스토리에 따라 주가는 움직일 전망이다. 또한 주가의 반등폭도 업체별 차별화가 예상되어 25년 지주회사의 종목 선택에 대한 중요성이 요구될 전망이다.

지주회사 탑픽 : 한화, SK

지주회사에 대한 탑픽으로 한화와 SK를 제시한다. 한화는 이라크 비스마야 건설재 개 및 질산부문 생산에 따른 자체사업 실적개선, 사업부 매각에 따른 재무구조 개선, 브랜드 라이선스 매출 확대로 인한 주주환원 확대 기대감이 유효하다. SK도 반도체 경기 회복에 따른 실트론과 머티리얼즈의 실적개선, 기업가치제고계획에 따른 최소 배당과 매년 자사주 1~2% 매입 등 주주환원이 매력적이기 때문이다. SK 스웨어의 경우 SK 하이닉스 실적개선에 따른 특별배당 가능성이 확대됨에 따라 추가적인 주주환원이 기대되며, LS는 구리가격 하락, 트럼프 당선 등 모든 악재가 반영된 주가로 전선 중심의 실적개선이 유효하다. LG는 25년 상반기 LG CNS 상장에 따른 지분가치 현실화, CJ는 CJ 올리브영의 PE 지분 매각 이후 기업가치 증가분이 CJ 주가로 반영될 가능성이 커졌다는 점이 25년 주가 상승을 견인할 포인트이다.

SK 증권 지주회사 커버리지 요약										(단위: 원, 십억원, 배)	
기업명	종가	시가총액	자사주 비율	NAV 대비 할인율	12MFPBR	23년 DPS	24년 DPS	25년 DPS	24년 배당수익률	25년 배당수익률	
한화	29,250	2,193	7.4%	73.7%	0.22	750	829	846	2.8%	2.9%	
SK	139,900	10,143	24.8%	70.7%	0.33	5,000	5,100	5,230	3.6%	3.7%	
SK 스퀘어	78,100	10,524	1.1%	65.2%	0.49	0	171	234	0.2%	0.3%	
LS	88,200	2,840	15.1%	64.3%	0.44	1,600	1,614	1,614	1.8%	1.8%	
CJ	97,500	2,845	7.3%	44.5%	0.53	3,000	3,118	3,234	3.2%	3.3%	
LG	74,300	11,687	3.9%	49.3%	0.41	3,100	3,189	3,289	4.3%	4.4%	

자료: SK 증권

주: 주가는 24년 10월 20일 기준, 12MFPBR 와 예상 DPS는 컨센서스 기준. 자사주 비율은 3Q24 말 기준

Top Picks: 한화

세박자

자체사업 실적개선

24년 3분기말 한화 자체사업인 건설부문의 누적 영업적자는 528 억원이다. 하지만 25년 수익성 중심수주정책 효과와 이라크 비스마야 공사재개 가능성에 따라 하반기부터 건설부문의 실적 정상화가 기대된다. 글로벌 부문의 경우 여수공장에서 질산 40만톤 신설이 25년 완료됨에 따라 연간 1,000억원 규모의 매출이 추가될 것이다. 물적분할 된 모멘텀은 태양광사업 양도에 따른 매출감소에도 불구하고 이차전지, 클린물류 중심의 장비 매출 증가로 3분기 영업이익 흑자전환 하는 등 양호한 실적이 기대된다.

재무구조 개선

한화는 3분기 플랜트사업과 태양광장비사업을 한화오션과 한화솔루션에 각각 2,144 억원, 370 억원에 매각했다. 이로 인해 2분기말 별도기준 순차입금 규모는 4.45 조원에서 3분기말 4.09 조원으로 감소했다. 추가로 12월 풍력사업을 한화오션에 1,881억원을 매각 예정으로 추가적인 재무구조 개선이 예상된다.

주주환원 증가

+ 높은 밸류에이션 매력

24년 한화생명의 배당 여부가 여전히 불투명하지만 한화는 24년 브랜드 라이선스 매출액 증가, 건설부문 실적개선, 질산부문 매출 발생 등의 이유로 현금흐름 개선이 예상된다. 개선된 현금흐름은 주주환원 확대에 사용될 가능성이 높다. 기업가치제고 계획도 자회사의 공시 이후 진행될 것으로 예상되어 25년 상반기에는 발표가 유력하다. 추가적으로 현재 주가는 NAV 대비 할인율 73.7%, PBR 0.22 배로 지주회사 중 밸류에이션 매력이 가장 높으며, 트럼프 미국 대통령 당선 이후 조선, 방산, 우주 항공 등에 대한 관심이 고조되고 있어 한화그룹에 대한 관심이 확대될 것으로 예상된다. 자체사업 수익성 개선, 재무구조 개선, 주주환원 확대의 세박자가 25년 한화 주가 상승을 견인할 것으로 기대한다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	52,836	50,887	53,135	53,728	61,641	64,424
영업이익	십억원	2,928	2,370	2,412	1,506	2,099	2,388
순이익(지배주주)	십억원	973	1,174	380	110	764	1,005
EPS	원	9,943	11,995	3,886	1,157	8,059	10,596
PER	배	3.2	2.1	6.6	25.2	3.6	2.8
PBR	배	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	배	7.0	9.5	10.3	13.6	11.7	10.4
ROE	%	20.3	14.4	3.5	1.1	7.5	9.2

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도