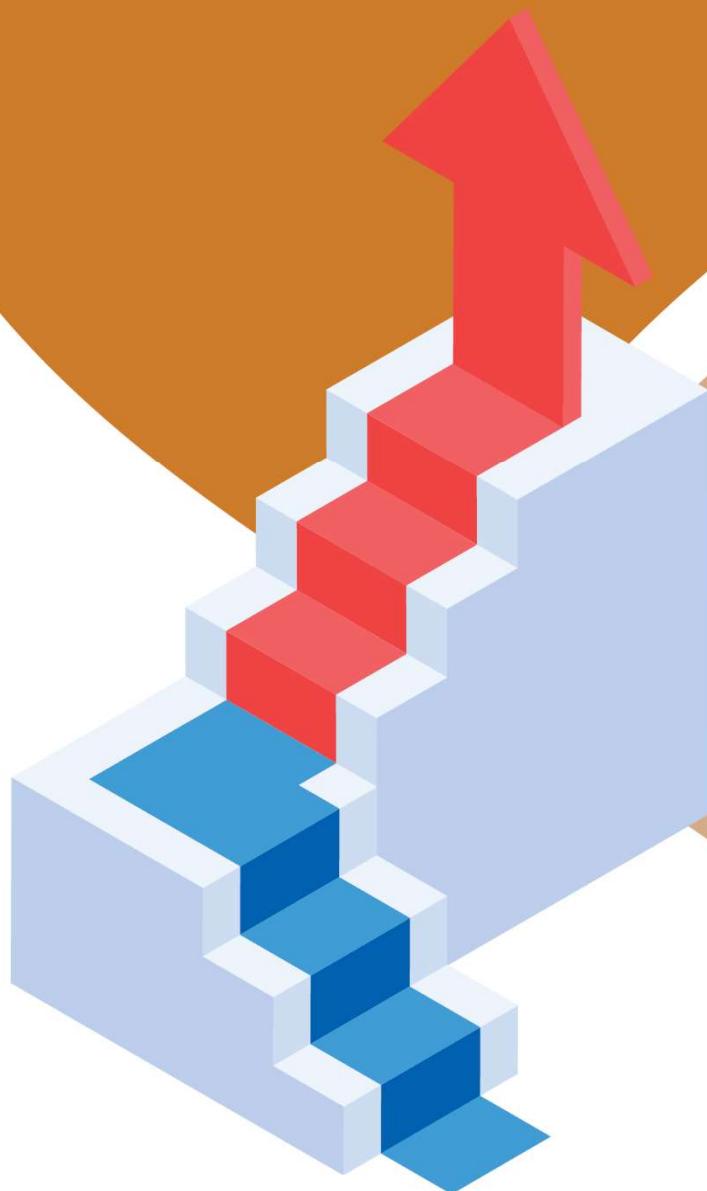


지주회사  
하반기 전망

저PBR의 재평가  
ESG/ 지주회사. 최관순



## 지주회사 비중확대(상향)

### 리레이팅의 초입

**25년 상반기 양호했던 지주회사 주가. 하반기에도 유효**

25년 상반기 밸류에이션 매력이 부각되며 양호한 주가를 기록했던 지주회사의 주가 상승세는 25년 하반기에도 지속될 것으로 예상한다. 자본시장법 시행령이 24년 12월 31일 시행되면서 자사주 보유 비율이 높은 지주회사의 리레이팅 가능성이 높기 때문이다. 자사주는 매입 시점에 EPS 증가, ROE 개선 등의 효과가 발생하지만 보유하고 있는 자사주 소각은 시장의 신뢰회복과 또다른 주주환원에 대한 기대감을 발생시키기 때문이다. 자사주 보유 비율이 높은 지주회사에 대해 주목하는 이유이다.

**코리아 디스카운트 해소 위한 노력 → 대표적 저 PBR 주식인 지주회사 리레이팅 견인**

6월 3일 대선을 앞두고 국내 증시 부양을 위한 정책이 발표되고 있다. 국내 증시 부양을 위해서는 코리아 디스카운트 해소가 전제되어야 한다. 이를 위해 이사의 충실험 의무가 확장되고 소액주주의 주주권이 확대되시키는 상법, 자본시장법 등의 개정이 활발하게 논의되고 있다. 결국 국내 증시부양을 위해서는 낮은 PBR 종목의 밸류에이션이 정상화되어야 함을 상기한다면 밸류에이션 매력이 높은 지주회사에 주목할 필요가 있다. 증복상장에 따른 더블카운팅 이슈, 오너 중심의 의사결정 방지 등이 법적으로 보완될 수 있다면 그 동안 지주회사가 받아왔던 디스카운트 요인이 해소되면서 주가 레벨업을 기대해 볼 수 있다.

**탑픽: SK**

→ 리밸런싱 통한 재무구조 개선  
가시화

SK를 25년 하반기 지주회사 탑픽으로 제시한다. 그 동안 SK의 저평가 요인이었던 재무구조가 빠르게 개선되고 있기 때문이다. 1분기 SK 스페셜티 매각에 따라 순차입금이 전기 대비 2.4 조원 감소했으며, 2분기에도 판교 데이터 센터 매각으로 5,000억 원 현금 유입이 예정되어 있다. 현재 매각을 추진중인 것으로 알려진 SK 실트론 매각이 완료될 경우 지난해 말 10.5 조원 규모의 순부채는 연말 5 조원대 이하로 감소할 것으로 예상한다. 리밸런싱에 따른 현금유입은 일정부분 주주환원에 활용될 가능성이 높다. 지난해 주당 7,000 원 지급했던 배당규모는 시가총액의 1~2% 특별 배당을 지급하는 SK의 배당정책을 고려해 보면 추가적으로 상향될 가능성도 높다. 만약 연간 8,000 원의 배당이 지급된다면 현 주가 대비 배당수익률은 5.8%까지 상승하게 된다.

Analyst 최관순

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

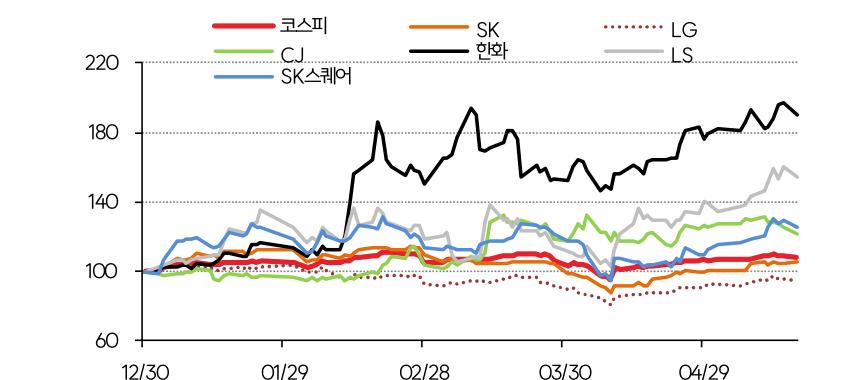
## 25년 상반기 리뷰: 양호했던 상반기 성과

### 밸류에이션 매력 부각되며 시장수익률을 상회

#### 25년 상반기 성과 양호

지주회사는 대표적인 저 PBR 주식으로 밸류에이션 매력이 부각되며 25년 상반기 상대적으로 양호한 주가 흐름을 보였다. 특히 자본시장법 시행령 개정에 따른 자기 주식 제도개선안이 24년 12월 31일부터 시행되면서 자사주 보유 비율이 높은 지주회사 중심으로 주가가 상승했다. 또한 대선을 앞두고 상법, 자본시장법 등의 개정 논의가 활발해졌는데 코리아 디스카운트 해소에 대한 기대감이 반영되며 밸류에이션 매력이 높은 지주회사 주가 상승을 견인했다.

25년 지주회사 상대주가 추이



자료: Quantwise, SK증권

#### 25년 하반기 코리아 디스카운트 해소 위한 법제도 개편 논의 본격화

대선이 끝난 25년 하반기에는 코리아 디스카운트 해소를 위한 제도개편에 대한 논의가 구체화될 가능성이 높다. 특히 상법/자본시장법 개정, 배당소득에 대한 분리과세 등은 국내 증시를 직접적으로 부양할 수 있는 요인이다. 국내 증시부양 과정에서 지주회사를 주목하는 이유는 대표적인 저 PBR 섹터로 자발적인 기업가치제고에 대한 의지가 강하기 때문이다. 자체사업을 보유하고 있지 않은 대부분의 지주회사의 경우 자회사 가치가 지주회사 주가를 결정하지만 보유 자사주 소각, 배당확대 등의 주주환원이 강화된다면 지주회사에 적용되는 할인율을 축소시켜 주가 상승을 기대해 볼 수 있다. 25년 하반기 코리아 디스카운트 해소를 위한 제도적 지원과 기업의 강화된 주주환원정책을 통해 지주회사의 장기적인 할인율 축소가 가능할 것으로 기대한다.

국내 주요 지주회사 PBR 및 ROE						(단위: 배, %)		
기업명	PBR	ROE	기업명	PBR	ROE	기업명	PBR	ROE
티와이홀딩스	0.09	-11.94	한진중공업홀딩스	0.32	15.44	SK 이노베이션	0.53	-6.81
KC 그린홀딩스	0.11	-2.57	매일홀딩스	0.32	7.14	DB	0.61	23.51
동국홀딩스	0.14	1.11	하이트진로홀딩스	0.33	8.04	동아쏘시오홀딩스	0.62	5.51
세아홀딩스	0.17	1.09	HL 홀딩스	0.33	1.91	콜마홀딩스	0.62	4.09
한솔홀딩스	0.18	0.25	노루홀딩스	0.34	11.2	콜마홀딩스	0.62	4.09
코오롱	0.19	8.62	POSCO 홀딩스	0.34	1.57	홈센타홀딩스	0.63	2.46
한국전자홀딩스	0.20	-0.86	세아베스틸지주	0.34	1.00	삼성물산	0.64	7.19
BGF	0.20	4.88	CR 홀딩스	0.35	0.29	미원홀딩스	0.66	10.31
넥센	0.22	6.81	이지홀딩스	0.35	3.14	동원산업	0.66	3.56
서연	0.22	16.46	HDC	0.36	5.2	퍼시스	0.68	8.64
DL	0.22	2.04	OCI 홀딩스	0.36	2.63	HD 현대	0.68	7.78
KISCO 홀딩스	0.23	2.87	한국엔컴파니	0.36	8.28	SK 스퀘어	0.7	20.62
삼양홀딩스	0.23	3.09	풍신홀딩스	0.37	9.34	신송홀딩스	0.73	5.23
하림지주	0.23	3.13	이녹스	0.38	-10.48	쿠쿠홀딩스	0.74	12.05
F&F 홀딩스	0.23	9.81	종근당홀딩스	0.39	4.82	CJ	0.74	0.85
CS 홀딩스	0.24	10.45	LG	0.39	2.87	비츠로테크	0.82	10.56
KPX 홀딩스	0.24	7.88	샘표	0.41	3.2	대웅	0.84	4.69
경동인베스트	0.25	4.64	네오위즈홀딩스	0.41	-2.84	LS	0.87	5.74
아이디스홀딩스	0.25	7.41	일진홀딩스	0.41	5.09	천보	0.94	-8.45
디와이	0.26	6.3	효성	0.41	18.34	JW 홀딩스	0.95	28.22
AK 홀딩스	0.26	-1.31	원익홀딩스	0.42	-4.72	휴온스글로벌	1.04	7.16
GS	0.26	4.79	한화	0.42	4.65	평화홀딩스	1.06	1.96
SJM 홀딩스	0.27	7.37	대덕	0.43	2.85	미스토홀딩스	1.07	7.85
해성산업	0.27	-0.25	세아제강지주	0.44	4.64	풀무원	1.56	6.31
골프존홀딩스	0.27	5.98	영원무역홀딩스	0.45	10.36	아모레퍼시픽	1.59	11.8
크리운해태홀딩스	0.27	7.8	SNT 홀딩스	0.45	12.07	콘텐트리중앙	1.68	-16.62
한일홀딩스	0.27	8.82	대상홀딩스	0.45	4.91	HD 한국조선해양	1.83	10.97
농심홀딩스	0.27	6.39	INVENI	0.45	5.83	한진칼	2.4	16.61
롯데지주	0.28	-10.03	휴맥스홀딩스	0.46	-30.19	SKC	2.81	-18.89
한세에스 24 홀딩스	0.29	2.55	진양홀딩스	0.46	4.82	한미사이언스	2.94	6.97
LX 홀딩스	0.29	9.08	오리온홀딩스	0.48	10.43	에코프로	3.7	-8.07
SK	0.30	0.67	솔브雷인홀딩스	0.48	4.05	두산	4.73	2.62
SK 디스커버리	0.30	0.51	코스맥스비티아이	0.49	3.02			

자료: Quantwise, SK 증권

## 25년 하반기 전망: 저 PBR의 리레이팅

### 디스카운트 축소를 위한 제도적 지원과 기업가치 제고 노력

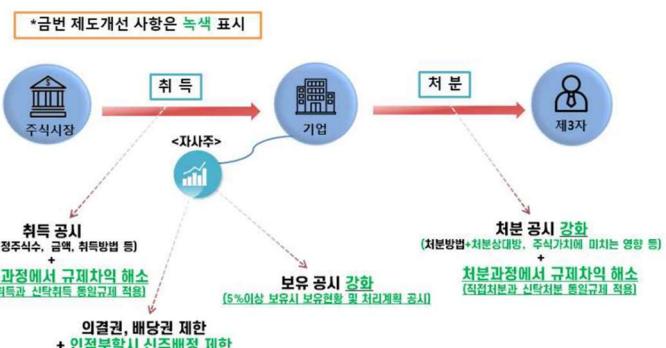
#### 자기주식 제도 개선안 시행

지난해 12월 31일부터 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 개정안이 시행되었다. 시행령은 ①주권상장법인의 인적 분할 시 자사주에 신주배정 제한, ②자사주 보유·처분 등 과정에서 공시 대폭 강화, ③자사주 취득·처분 과정에서 규제차익 해소의 자기주식 제도 개선내용을 포함하고 있다. 자기주식 제도개선을 통해 5% 이상 자사주 보유 상장사는 사업보고서를 통해 자기주식 보고서 첨부가 의무화되었다.

#### 지주회사의 보유 자사주 가치 부각될 시기

기업이 보유하고 있는 자사주의 경우 보유기간 동안에는 EPS 상승 및 ROE 개선 효과가 있으나 시장에 출회될 경우 자사주 매입 효과가 제거되어 주가에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높다. 이에 행동주의 펀드 중심으로 기업의 보유 자사주 소각을 요구하는 사례가 빈번하며 보유하고 있는 자사주 소각만으로도 주가 상승을 기대할 수 있을 것이다. 최근 대선 과정에서 자사주 소각 의무화에 대한 논의도 활발해지는 등 자사주 보유 비율이 높은 지주회사에 대한 관심이 고조되고 있다. 25년 하반기 기업의 자사주에 대한 추가적인 제도 개선안이 확정된다면 자사주 보유 비율이 높은 지주회사 중심으로 주가 상승을 기대해 볼 수 있을 것이다.

#### 상장법인 자사주 제도개선 주요내용

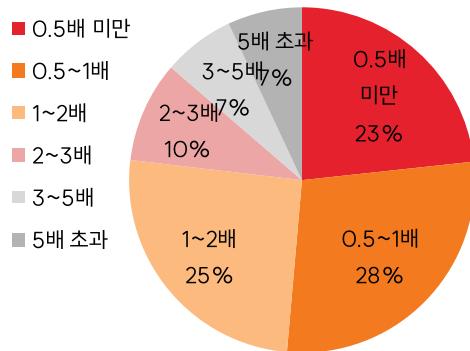


자료: 금융위원회, SK 증권

#### 국내 증시부양의 전제조건은 저 PBR 주식의 리레이팅

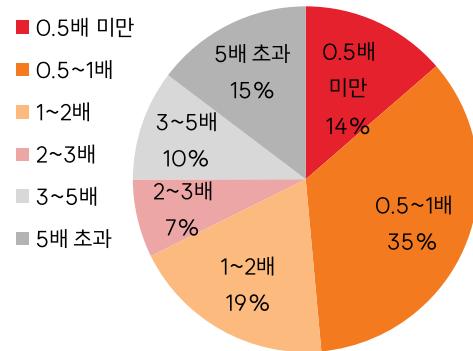
또한 6월 대선을 앞두고 증시부양을 위한 공약이 각 정당별로 발표되고 있다. 정당별 방법론에는 다소 차이가 있지만 국내 증시의 디스카운트 요인을 해소해 증시부양을 이루겠다는 과정은 동일하다. 현재 국내 증시에는 PBR 1배 미만의 상장사 시가 총액 비중이 50%에 달하는 만큼 국내 증시부양을 위해서는 저 PBR 주의 리레이팅이 필수적이다. 지주회사의 경우 대표적인 저 PBR 종목군으로 국내 증시 부양을 위한 제도적 보완이 이루어질 경우 주가 상승 여력이 높다는 판단이다.

국내 PBR 별 상장사 종목수 비중



자료: Quantwise, SK 증권

국내 PBR 별 상장사 시가총액 비중



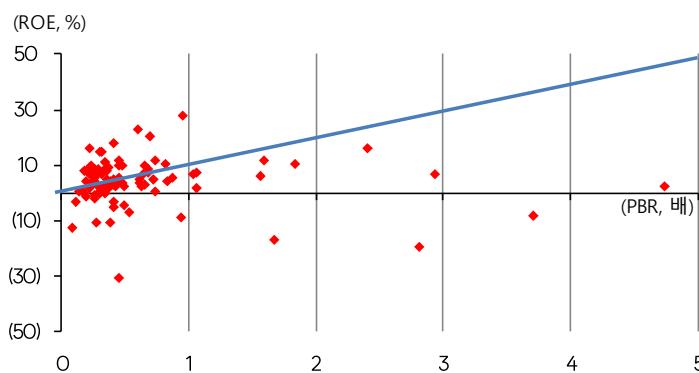
자료: Quantwise, SK 증권

각 정당별 증시관련 주요 공약

핵심공약	민주당	국민의 힘
	주식시장 선진화로 코스피 5000 달성	K 자본시장 선진화 통한 장기 '박스피' 탈출
주요공약	1) 상법 개정 통해 개미투자자 보호 강화 - 이사의 주의 의무에 주주 이익 보호 의무 성문화 - 집중투표제 활성화 - 쪼개기 상장 시 모회사 일반주주 신주 우선배정 - 상장회사 자사주 소각 제도화 - 합병 시 기업가치 공정 평가 2) 안전한 가상자산 거래 환경 조성 - 가상자산 현물 ETF 허용 3) 주가조작 원스트라이크 이웃제 도입 4) 부실기업 퇴출 간소화 5) 배당소득 분리과세하도록 소득세법 개정	1) 역대 최초 대통령의 해외투자자 IR(Investor Relation) 진행 - 코리안디스카운트의 원인을 정책 불확실성과 지정학적 리스크로 분석 - 시장과의 적극적인 소통을 통해 해당 문제를 극복 2) 상장사 중심 거버넌스 선진화 - 비상장 중소기업까지 대상으로 하는 상법 개정 대신, 자본시장법 개정 - 상장사의 주주보호 대폭 강화 및 사외이사의 전문성 제고 - 전문경영인의 투자 및 경영판단의 합리성 등이 인정되는 경우 배임죄 처벌을 면제해 신기술 투자 유도 3) 경제사범 처벌 대폭 강화 및 징벌적 손해배상제도 도입 4) 중산층 자산 증식 위한 세제 혜택 - 배당 소득 분리 과세해 배당 활성화 및 주주 환원 강화 - 장기주식·펀드 보유자 세제혜택 - 개인종합자산관리계좌(ISA) 세제 지원 확대 5) 금융경제자문위원회를 신설해 현황 브리핑 실시

자료: SK 증권

### 국내 지주회사 ROE-PBR 분포



자료: Quantwise, SK 증권

#### 밸류에이션 매력 높고 주주환원 확대 가능성 높은 지주회사 주목

밸류에이션 매력이 높고, 보유 자사주 소각을 포함한 주주환원 확대 가능성이 높은 기업이 25년 하반기 주목해야 한다. NAV 대비 할인율 측면에서 한화는 78.0% 할인 받고 있어 밸류에이션 매력이 가장 높다. SK와 SK 스퀘어도 각각 66.5%, 60.8% 할인율을 기록하고 있다. PBR은 SK 0.31배, LG 0.39배, 한화 0.43배로 저평가 상태이다. SK, SK 스퀘어, LG는 이미 지난해 기업가치제고 계획을 발표했으며, SK와 한화, LS는 25년 배당규모가 확대될 가능성이 높다.

#### 주요 기업 기업가치 제고계획 목표설정 내용

기업명	주요 목표
SK	24~26년 ROE 8%, '27년 ROE 10% 최소 DPS 5,000 원, 시가총액의 1~2% 자사주 매입소각 또는 추가배당 24~26년 PBR 0.7 배, '27년 ROE 1.0 배
LG	27년 ROE 8~10% 달성 지향 기보유 자사주 3.9% 26년까지 전량 소각 최소배당성향을 별도조정 순이익의 50%에서 60%로 상향, 중간배당 실시
SK 스퀘어	27년까지 NAV 할인율 50% 이하 25~27년 COE를 초과하는 ROE 실현 27년까지 PBR 1배 이상

자료: 각 사, SK 증권

#### SK 증권 주요 지주회사 요약

기업명	종가	시가총액	자사주비율	NAV 대비 할인율	PBR	ROE	23 DPS	24 DPS	25 DPS(E)
SK	139,300	10,100	24.8%	66.5%	0.31	4.49	5,000	7,000	8,000
SK 스퀘어	100,800	13,360	1.0%	60.8%	0.71	7.92	0	0	0
LG	69,000	10,850	3.9%	48.9%	0.39	2.13	3,100	3,100	3,000
CJ	119,500	3,487	7.3%	41.5%	0.73	0.77	3,000	3,000	3,000
LS	147,900	4,762	15.1%	49.5%	0.88	2.00	1,600	1,650	1,700
한화	51,600	3,868	7.4%	78.0%	0.43	1.20	750	800	850

자료: Quantwise, SK 증권

## Top Picks: SK

### 저평가 요인이 해소될 것

#### 저평가 요인 해소 중

SK는 25년 기준 PBR은 0.4 배이며, 현 주가의 NAV 대비 할인율은 66.5%에 이르는 등 지주회사 중에서도 저평가 종목이다. SK 저평가는 일부 자회사 실적부진에 따른 주주환원 불확실성과 불안정한 재무구조 등이 주요 원인이다. 하지만 25년 하반기 저평가 요인이 점차 해소되며 주가 상승이 가능할 것으로 예상한다.

#### 25년 주주환원 규모 전년 대비 증가할 전망

SK는 지난해 연간 7,000원의 주당 배당금을 지급했다. 기본 배당 5,000원에 시가총액 1.1% 규모의 추가배당(주당 2,000원)이 지급된 것으로 SK는 매년 시가총액의 1~2% 수준의 추가 주주환원을 하는 배당정책을 발표한 바 있다. 올해 리밸런싱에 의한 재무구조 개선이 본격화될 것으로 예상됨에 따라 지난해 이상의 배당금 지급이 기대된다. 안정적인 배당은 현 주가를 강력하게 지지해주는 역할을 할 전망이다.

#### 연중 재무구조 개선 확인될 것

SK는 3월말 SK 스페셜티를 2.7 조원에 매각하며 1분기 순차입금 규모를 전기 대비 2.4 조원 감소시켰다. 2분기에는 SK 브로드밴드에 판교 데이터센터를 매각(5,068 억원)할 예정이며 SK 실트론 매각도 추진중에 있는 것으로 알려져 있다. SK 실트론이 연내 매각될 경우 SK의 순차입금 규모는 전년말 10.5 조원에서 연말 5조 원대 이하로 감소할 것으로 예상한다. 배당확대와 재무구조 개선 통한 SK에 대한 할인요인이 제거되고 있음에 따라 주가도 상승 가능성성이 높다

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	132,079	128,798	124,690	126,897	130,974	141,180
영업이익	십억원	8,161	4,754	2,355	5,305	7,765	10,116
순이익(지배주주)	십억원	1,099	-777	-1,293	308	1,245	1,883
EPS	원	8,792	-24,330	-20,155	4,213	17,041	25,769
PER	배	21.5	-7.3	-6.5	33.1	8.2	5.4
PBR	배	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	7.1	9.9	12.1	9.8	7.6	6.1
ROE	%	5.1	-3.7	-5.6	1.2	4.9	7.1

### 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