SK 증권

[2026년 연간전망]

지주회사

# 정책변화가 견인할 리레이팅

지주회사/통신서비스/ESG. 최관순

# 지주회사 비중확대(유지)

## 정책변화가 견인할 리레이팅

**25 년 지주회사 상법개정 이후 높은 주가 상승률 기록**

25 년 지주회사 주가는 두 차례 상법개정 이후 높은 주가 상승률을 기록하였다. 앞선 두 차례 상법 개정안은 대주주 견제 및 소수주주권 강화가 주된 내용이었다. 그동안 대주주 중심의 의사결정이 코리아 디스카운트의 주요 원인으로 지적되었던 부분에 대한 해소 기대감이 주가에 반영된 결과이다. 특히 지주회사의 경우 지배구조의 정점에 위치해 있어 대주주 중심의 의사결정이 가장 빈번한 섹터로 지목되어 왔다. 중장기적으로 지주회사에 대한 할인율 축소 요인이 될 것이다.

**자사주 의무소각안 포함된 3 차 상법개정안 추진**

정부와 여당은 자사주 의무 소각안을 포함한 3 차 상법 개정안을 추진중에 있다. 연내 처리를 목표로 기보유 자사주도 의무 소각안에 포함되는 안이 유력한 것으로 알려졌다. 자사주는 기업가체제고의 대표적인 수단임에도 불구하고 최대주주 의결권 강화를 위해 악용될 소지가 커 그동안 코리아 디스카운트의 주요 원인 중 하나로 지적되어 왔다. 지주회사의 경우 지주회사 전환 시 보유한 자사주, 기업가치제고 활동을 위한 자사주 취득, 경영권 강화를 위한 취득 등 다양한 이유로 다수의 자사주를 보유하고 있다. 따라서 기업이 보유하고 있는 자사주가 일괄 소각된다면 자사주 악용을 방지하고 기업의 기업가치제고 의지에 대한 신뢰가 회복될 수 있는 계기가 되어 지주회사 리레이팅의 계기가 될 수 있다.

**배당소득에 대한 분리과세 추진**

정부는 배당소득에 대한 분리과세도 추진하고 있다. 당초 정부안에서는 최고 35%의 세율을 적용할 예정이었으나 최근 25%까지 최고세율을 낮추는 방안이 긍정적으로 검토되고 있는 것으로 알려졌다. 최대주주가 보유하고 있는 유일한 지분이라는 측면에서 지주회사는 배당확대 유인이 크다. 실제 지주회사는 적자에도 DPS 가 안정적으로 유지되는 등 배당 안정성이 높다. 따라서 배당소득에 대한 분리과세안이 확정된다면 지주회사 리레이팅의 계기가 될 수 있다.

**자사주 의무소각과 배당소득 분리과세는 지주회사 리레이팅 요인**

자사주 의무 소각, 배당소득에 대한 분리과세 안이 유력한 만큼 26 년 지주회사에 대한 비중확대가 필요하다. 지배구조의 특성상 지주회사는 배당성향이 높고, 자사주를 많이 보유하고 있기 때문이다. SK 증권 커버리지 지주회사 합산 NAV 대비 할인율은 55.8%로 최근 주가 상승에도 불구하고 지주회사의 밸류에이션 매력은 충분하다. 25 년 주가 상승은 자회사 가치 상승에 기인한다면 26 년은 리레이팅을 통한 주가 상승이 가능하다.

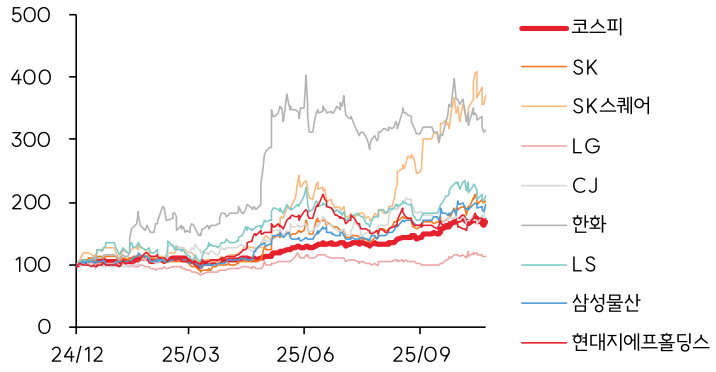
지주회사/통신서비스/ESG. 최관순
ks1.choi@sks.co.kr / 3773-8812

## 25 년 리뷰: 상법개정 기대감이 주가에 반영

**상법개정 이후 지주회사 할인요인 축소 기대**

연초 대비 66.9% 상승한 코스피 대비 SK 스퀘어 264.0%, 한화 215.6% 등 대부분의 지주회사는 높은 주가 상승을 기록했다. 지주회사가 높은 주가 상승률을 기록한 것은 연초 상법개정으로 할인율 축소에 대한 기대감이 반영되었기 때문이다. 25 년 개정된 두 차례 상법 개정안은 이사의 주주 충실의무, 3% 룰 확대, 분리선출되는 감사 확대, 집중투표제 의무화 등 대주주 견제 및 소수주주권 강화에 초점이 있다. 지배구조의 정점에 있는 지주회사의 특성상 상법개정에 대한 직접적인 수혜가 예상된다. 25 년 주가 상승에도 불구하고 지주회사 밸류에이션은 여전히 매력적이다. 코스피의 Trailing PBR 이 1.36 배인데 반해 대부분의 지주회사 이보다 낮아 밸류에이션에 대한 부담은 없다.

**지주회사 25 년 상대주가 추이**




자료: Quantiwise, SK 증권

**주요 지주회사 밸류에이션 지표** (단위: 배)

| 종목 | NAV 대비 할인율 | Max | Average | Min | PBR | Max | Average | Min |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SK | **59.9%** | 73.1% | 54.3% | 14.8% | **0.58** | 1.08 | 0.56 | 0.25 |
| LG | **54.6%** | 70.7% | 58.4% | 41.3% | **0.46** | 1.04 | 0.58 | 0.33 |
| CJ | **10.4%** | 75.0% | 60.4% | 5.3% | **1.16** | 1.26 | 0.66 | 0.39 |
| LS | **47.6%** | 82.0% | 55.9% | 31.1% | **1.17** | 1.33 | 0.59 | 0.21 |
| 한화 | **65.3%** | 78.2% | 62.6% | 43.7% | **0.70** | 0.90 | 0.45 | 0.20 |
| SK 스퀘어 | **56.3%** | 74.5% | 65.3% | 46.1% | **2.05** | 2.26 | 0.61 | 0.27 |
| 삼성물산 | **56.2%** | 70.0% | 62.5% | 49.8% | **1.18** | 1.22 | 0.71 | 0.51 |
| 현대지에프홀딩스 | **3.4%** | 84.4% | 41.5% | -22.3% | **0.39** | 0.48 | 0.27 | 0.15 |
| 롯데지주 | **-0.3%** | 58.2% | 34.0% | -8.8% | **0.36** | 0.48 | 0.32 | 0.21 |
| **9 개사 합산** | **55.8%** | 65.8% | 59.5% | 49.8% | | | | |

자료: Quantiwise, SK 증권
주: 2020 년 이후 기준, PBR 은 Trailing 기준

## 26 년 전망: 정책변화에 대한 기대감

**자사주 소각으로 소수주주권 강화**

자사주 의무 소각안을 포함한 3 차 상법 개정은 지주회사 리레이팅의 계기가 될 것으로 기대한다. 지주회사는 지배구조의 특성상 자사주 보유 비율이 높다. 자사주는 기업가치제고의 대표적 수단으로 지주회사의 기업가치제고 노력의 산물이기도 하지만 주주총회에서 최대주주의 지배력을 높여 주는 역할도 한다. 기업가치제고를 위해 취득한 자사주라고 하더라도 소각 없이 오랜 기간 보유하고 있다면 최대주주의 지배력 강화를 위해 활용한다는 오해가 생길 수도 있다. 자사주 취득에 따른 EPS, BPS, ROE 등의 개선효과를 영구히 하는 것은 기업에 대한 신뢰도를 제고시키는 요인이 될 것이다.

**자사주 소각으로 시가총액 감소 효과**

기업이 보유하고 있는 자사주를 일괄 소각하게 되면 시가총액이 감소하는 효과가 발생하고 경쟁기업 대비 싼 효과가 발생한다. 그 동안 자사주 소각이 주가에 긍정적 영향을 미치지 못한 사례가 많았는데 기보유 자사주가 일괄 소각된다면 주가 상승의 트리거가 될 전망이다. 언론보도에 자사주 의무 소각안은 신규 취득 자사주뿐 아니라 기보유 자사주도 의무 소각안에 포함될 가능성이 높은 것으로 알려졌으며 연내 국회 본회의 통과를 목표로 추진중에 있다.

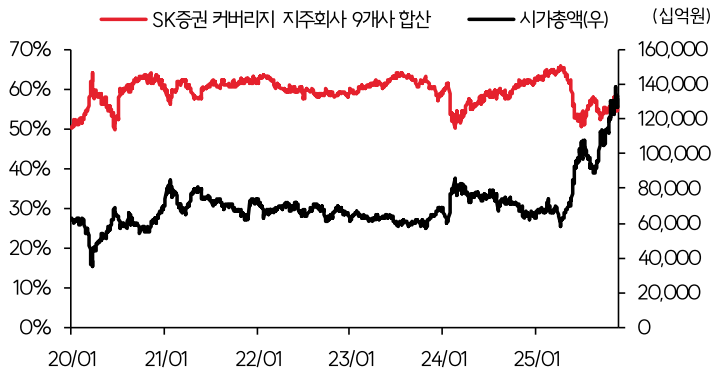
**배당소득에 대해 최고세율 25%로 분리과세 추진 유력**

배당소득에 대한 분리과세도 추진중에 있다. 당초 정부는 2025 년 세법개정안에 배당소득에 대한 분리과세 제도를 도입하고 최고세율 35%(2 천만원 이하 14%, 3 억원 이하 20%, 3 억원 초과 35%)로 결정하였다. 현금배당이 감소하지 않고 동시에 배당성향이 40% 이상이거나 배당성향 25% 이상 및 직전 3 년 평균 대비 5% 이상 배당증가 기업에 투자했을 경우 배당소득에 대한 분리과세를 적용 받는다. 최근 언론에 따르면 최고세율의 경우 25%로 추가 완화하는 안이 구체적으로 논의되고 있는 것으로 알려졌다. 지주회사의 경우 최대주주 배당유인이 커 배당성향이 높아 배당소득 분리과세의 수혜 섹터이다.

**지주회사 밸류에이션 매력 여전**

SK 증권 커버리지 지주회사 9 개사의 NAV 대비 할인율은 55.8%이다. 24 년초(밸류업 정책 도입)와 25 년 상반기(두 차례 상법 개정) 당시보다 현재 할인율은 오히려 확대되었다. 25 년 지주회사 주가 상승이 리레이팅이 아닌 자회사 주가 상승분에 국한되었기 때문에 현 주가는 전혀 부담스러운 수준이 아니다. 자사주 소각과 배당소득 분리과세는 지주회사 리레이팅의 중요한 계기가 될 것으로 예상되어 26 년 비중 확대 전략이 유효하다는 판단이다.

**SK 증권 커버리지 지주회사 합산 NAV 대비 할인율 추이**




자료: SK 증권

**주요 지주회사 주주환원 지표** (단위: 원)

| 구분 | SK | LG | CJ | LS | 한화 | SK 스퀘어 | 삼성물산 | 현대지에프홀딩스 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| DPS | | | | | | | | |
| '23 | 5,000 | 3,100 | 3,000 | 1,600 | 750 | 0 | 2,550 | 200 |
| '24 | 7,000 | 3,100 | 3,000 | 1,650 | 800 | 0 | 2,600 | 210 |
| '25E | 7,500 | 3,000 | 3,100 | 1,700 | 850 | 0 | 2,600 | 275 |
| 배당수익률 | | | | | | | | |
| '23 | 2.8% | 3.6% | 3.2% | 1.7% | 2.9% | 0.0% | 2.0% | 5.5% |
| '24 | 5.3% | 4.3% | 3.0% | 1.7% | 3.0% | 0.0% | 2.3% | 4.3% |
| '25E | 2.8% | 3.7% | 1.6% | 0.9% | 1.0% | 0.0% | 1.2% | 3.3% |
| 배당성향 | | | | | | | | |
| '23 | -49.1% | 37.2% | 41.7% | 10.4% | 14.6% | 0.0% | 19.0% | 2.9% |
| '24 | -29.5% | 81.6% | 80.8% | 19.0% | 7.2% | 0.0% | 18.9% | 4.7% |
| 보유 자사주 | | | | | | | | |
| '3Q25 말 | 24.8% | 2.0% | 7.3% | 13.7% | 7.4% | 0.5% | 4.6% | 0.0% |

자료: 각 사, SK 증권

**주요 지주회사 현주가 NAV 대비 할인율** (단위: 십억원)

| 구분 | SK | LG | CJ | LS | 한화 | SK 스퀘어 | 삼성물산 | 현대지에프홀딩스 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 지분가치 | 50,899 | 23,185 | 5,695 | 11,995 | 20,705 | 87,866 | 80,495 | 1,656 |
| 상장사 | 40,479 | 21,491 | 3,146 | 9,003 | 19,445 | 83,828 | 29,809 | 29,809 |
| 비상장사 | 10,420 | 1,694 | 2,549 | 2,992 | 1,259 | 4,038 | 302 | 302 |
| 순차입금 | 8,117 | -818 | 298 | 619 | 4,168 | -1,175 | 1,608 | 294 |
| 사업가치 | 1,630 | 0 | 0 | 0 | 717 | 0 | 8,247 | 0 |
| 브랜드가치 | 3,294 | 3,564 | 1,659 | 506 | 1,823 | 0 | 0 | 0 |
| 우선주차감 | 111 | 202 | 892 | 0 | 765 | 0 | 208 | 0 |
| NAV | 47,594 | 27,365 | 6,164 | 11,882 | 18,312 | 89,041 | 86,925 | 1,363 |
| 시가총액 | 19,104 | 12,430 | 5,523 | 6,229 | 6,357 | 38,901 | 38,075 | 1,316 |
| 현재 NAV 대비 할인율 | 59.9% | 54.6% | 10.4% | 47.6% | 65.3% | 56.3% | 56.2% | 3.4% |

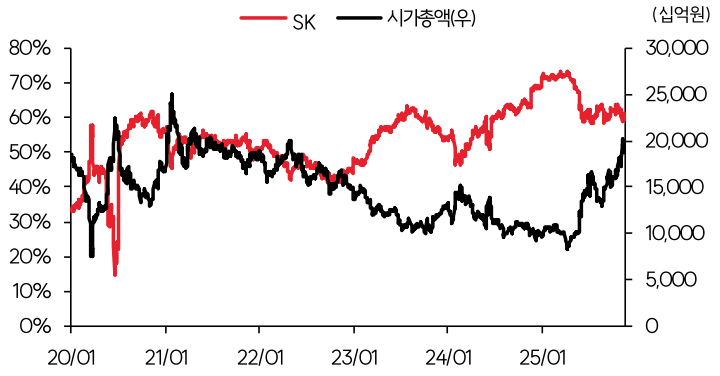
자료: SK 증권

# Top Picks: SK

## 밸류에이션과 자사주, 배당

- SK 현재 주가는 NAV 대비 할인율 59.9%, 25 년 예상 PBR 0.7 배로 지주회사 내에서도 밸류에이션 매력 높음
- 25 년 SK 스페셜티, 판교 데이터센터 등 비핵심자산 매각을 통해 재무구조 개선 및 주주환원 재원 확대
- 현재 SK 실트론 등을 매각가능자산으로 분류 후 매각 추진중
- 배당정책은 주당 최소 5,000 원에 시가총액의 1~2% 추가 배당 혹은 자사주 매입. 최근 주가 상승에도 불구하고 안정적인 배당수익률 기대
- 자사주 24.8% 보유. 자사주 의무 소각안 확정 시 시가총액 감소효과 극대화로 주가상승의 트리거가 될 전망

**SK NAV 대비 할인율 추이**




자료: SK 증권

**영업실적 및 투자지표**

| 구분 | 단위 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 124,690 | 124,220 | 128,000 |
| 영업이익 | 십억원 | 8,629 | 2,066 | 4,964 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -1,293 | 3,069 | 1,309 |
| EPS | 원 | -20,155 | 14,507 | 17,916 |
| PER | 배 | -6.5 | 18.2 | 14.7 |
| PBR | 배 | 0.4 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 배 | 12.1 | 12.8 | 9.0 |
| ROE | % | -5.6 | 12.0 | 4.9 |
| 배당성향 | % | -29.8 | 13.4 | 31.2 |

## 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(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도