

지주회사

지주회사, 할인점에서 백화점으로

I. 상법 개정이 가져온 변화

자사주 소각 의무화 이후에도 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책 기조가 이어지면서, 지주회사 가치에 긍정적인 환경이 조성되고 있다. 상법 개정 효과는 증시에 즉각 반영됐다. 지주회사 주가는 평년과 달리 시장 수익률을 크게 웃도는 성과를 기록했으며, 2021년 이후 확대됐던 NAV 할인율도 과거 수준으로 되돌아왔다.

II. 주총에서 드러난 진짜와 가짜

3월 자사주 소각 의무화를 골자로 하는 3차 상법 개정안이 통과됐다. 1·2차 개정이 기업의 중장기 의사결정 체계를 바꿨다면, 이번 개정은 기업의 실질적인 재무 건전성과 주주환원 의지를 확인하는 분기점이 될 것이다. 핵심은 자사주 원칙을 '소각'으로 전환하는 데 있다.

이번 주주총회 시즌에는 자사주 보유를 위한 정관 신설 안건이 잇달아 상정됐다. 안건에 대한 찬성률은 의결권 행사 주식수 기준 80%를 상회했지만, 일반 주주만 따지면 20~40%대에 그쳤다. 국민연금은 예외적 자사주 보유가 주주가치를 훼손할 수 있다는 이유로 대부분의 안건에 반대표를 행사했다. 2027년까지는 자사주 보유·처분 안건이 주총의 핵심 쟁점으로 자리잡을 전망이며, 정관 변경은 거버넌스 평가의 중요한 변수가 될 것이다.

늦어도 2027년 주총 전까지 소각 또는 보유 여부를 결정해야 한다. SK와 한화는 보유 자사주 대부분을 소각하기로 결정하며 시장 기대에 부응했다. SK스퀘어·티와이홀딩스·두산 등도 소각을 결정하거나 준비 중이다. '주주환원 강화'와 '경영권 방어' 사이에서 각 기업이 어떤 선택을 내리느냐가 향후 시장 평가를 가를 핵심 변수가 될 것이다. 자사주 소각은 즉시 주당 가치를 높이고 현금배당과 병행시 DPS 자연 상승이라는 승수 효과까지 기대할 수 있다. 자사주 매입, 소각은 밸류업의 핵심 수단으로 자리잡을 것이다.

III. 계속되는 정책 드라이브

1~3차 상법 개정이 주주가치 강화의 기반을 다졌다면, 향후 정책은 투자자 감시 확대와 저평가 요인 해소에 무게를 둘 것으로 보인다. 지난 3월 18일 열린 자본시장 간담회에서 확인한 바와 같이 신규 중복상장이 원칙적으로 금지될 전망이다. 국내 증시의 중복상장 비율은 18.4%로 주요국 대비 현저히 높다. 비상장 자회사는 지주회사의 히든밸류로 작용하지만, 상장 이후에는 오히려 할인 요인으로 전환된다. 실제 자회사 상 시 모회사는 상장 전 대비 30% 이상 저평가되는 것으로 분석된다. 이에 따라 비상장 자회사의 가치가 지주회사에 온전히 반영되고, 비상장 자회사 비중이 높은 지주회사일수록 NAV 확대와 할인율 축소가 동시에 나타날 것으로 기대된다.

IV. 지속 가능성이 높은 지주회사에 주목

지주 업종에 대해 비중확대 의견과 Top Pick으로 SK를 유지한다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
SK	매수 (M)	550,000 (M)
SK스퀘어	매수 (M)	840,000 (M)
LG	매수 (I)	110,000 (I)
CJ	매수 (I)	250,000 (I)

I. 상법 개정이 가져온 변화

주주 권리 강화로 지주회사 할인을 축소

자사주 소각 의무화 이후에도 코리아 디스카운트 해소 목적의 정책이 지속되면서, 지주회사 가치에 긍정적인 요인으로 작용할 전망이다.

지난 1년간 세차례에 걸쳐 주주 권리를 강화하는 상법 개정이 이루어졌다. 2025년 7월에는 이사의 충실의무 대상을 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대했으며, 9월에는 집중투표제 의무화와 감사위원 분리선출을 확대했다. 이어 2026년 3월 6일에는 자사주 소각 의무화를 골자로 한 3차 상법 개정이 시행됐다.

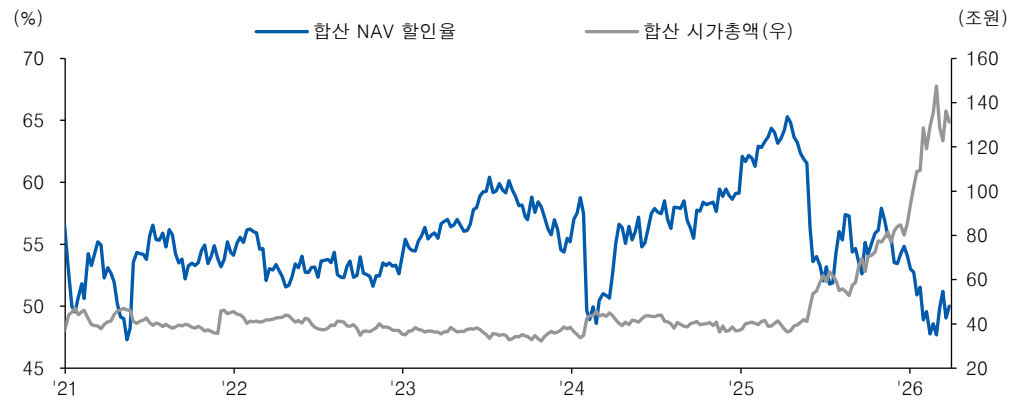
[그림 1] 1-3차 상법 개정 주요 내용

1차 (25.07)	주주에 대한 이사 충실 의무 신설	충실의무 대상	[전] 회사 [후] 회사, 주주 이사는 총주주의 이익 보호 및 전체 주주의 이익 공평 대우 의무
	전자주주총회 제도 도입	개최 가능 여부	[전] 불가 [후] 일반상장회사 - 가능 시행령으로 정하는 상장회사 - 의무 개최
	상장회사 독립이사 도입 및 선임비율 확대	상장회사 사외이사 명칭	[전] "사외이사" [후] "독립이사"
		일반상장회사 이사회 비율	[전] 사외이사 비율 1/4 이상 [후] 독립이사 비율 1/3 이상
	상장회사 감사위원 선·해임시 합산 3%를 강화	최대주주	[전] 사외이사가 아닌 감사위원 선·해임시 합산 3%를 적용 [후] 감사위원 선·해임시 합산 3%를 적용
2차 (25.09)	집중투표제 의무화		[전] 회사 정관으로 집중투표제 배제 가능 [후] 자산총액 2조원 이상+대규모 상장회사의 1/100 이상 주주 청구가 있는 경우
			[전] 3명 이상 구성 감사위원회 위원 중 1명은 다른 이사들과 분리 선출 [후] 분리선출 하여야 하는 감사위원회 위원이 되는 이사를 2명으로 확대
3차 (26.02)	자기주식 소각 의무화		<신설> 자기주식 소각 의무(원칙) (예외) 임직원 보상 등의 예외 사유 → 주주총회 승인 후 보유·처분

자료: 법무부, 유안타증권 리서치센터

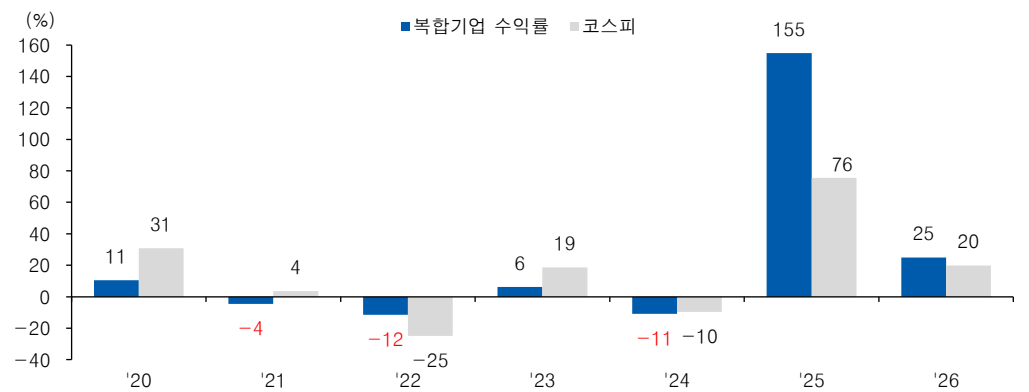
상법 개정 효과는 증시에 즉각 반영되며 주가 상승을 견인했다. 특히 지주회사 주가는 평년과 달리 시장 수익률을 크게 초과하는 성과를 기록했다. 2021년 이후 확대됐던 NAV 할인율이 과거 수준으로 축소되며 지주회사의 주가가 시장수익률을 따라잡았다. 2025년 주요 지주회사(SK 스퀘어, SK, LG, 한화, CJ)의 합산 NAV 할인율은 65%에서 50%로 낮아졌으며, 복합기업 연간 수익률은 155%로 코스피(76%) 대비 두 배 수준을 기록했다.

그림 2 주요 지주회사 합산 NAV 할인율 및 시가총액 추이



자료: 각 사, 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

그림 3 복합기업 및 코스피 연도별 수익률 비교



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

II. 주총에서 드러난 진짜와 가짜

과거와 미래를 확인하는 3차 상법 개정

지난 3월 자사주 소각 의무화를 골자로 하는 상법 개정안이 통과됐다. 앞서 1-2차 개정이 기업의 증장기 의사결정 체계에 변화를 가져왔다면, 이번 3차 상법 개정은 기업의 실질적인 재무 건전성과 주주환원 의지를 확인하는 분기점이 될 것이다. 자사주 매입, 소각은 재무 건전성, 지배구조 개편, 주주가치 제고에 직접적인 영향을 미치는 만큼, 기업별 대응에 따라 시장의 평가가 달라질 것으로 예상된다. 일부 기업은 주주총회 특별결의를 통해 자사주를 보유하려 할 것이다. 결국 이번 개정은 기업의 과거 자본 운용 행태와 미래 주주환원 방향성을 동시에 가늠할 수 있는 핵심 척도가 될 전망이다.

이번 3차 상법 개정의 핵심은 자사주 원칙을 '소각'으로 전환하는 데 있다. 주요 내용은 1) 자사주 권리 제한 및 소각 의무화, 2) 예외적 보유 및 처분 허용, 3) 지배구조 개편 시 자사주 활용 제한, 4) 위반 시 제재 규정 신설로 요약된다. 원칙적으로 자사주 취득일로부터 1년 이내에 이를 소각해야 하며, 이는 기존에 보유하고 있던 자사주에도 소급 적용된다. 다만 기업의 경영상 부담을 고려하여 기보유 자사주에 대해서는 1년 6개월의 유예기간을 두었으며, 임직원 보상이나 우ரி사주 출현 등 경영상 불가피한 사유가 있을 경우 주주총회 승인을 거쳐 예외적으로 보유나 처분이 가능하도록 했다. 또한 통신이나 항공 등 외국인 투자 제한 규정이 적용되는 특수 업종의 경우에는 3년 이내 처분하거나 주주총회 승인을 통해 지속적으로 보유할 수 있도록 예외 조항을 마련했다. 자사주를 활용한 우회적인 지배력 확대를 방지하기 위해 의결권, 배당권, 신주인수권 행사는 물론 사채 발행 및 질권 설정까지 전면 금지하여 자사주의 권리 범위를 명확히 제한했다. 결과적으로 이번 개정안은 기업들이 자사주를 경영권 방어 수단으로 활용하던 관행에서 벗어나, 진정한 의미의 주주 환원 정책을 수립하게 만드는 기폭제가 될 것이다.

[표 1] 3차 상법 개정 주요 내용

구분	주요 내용	관련 조항
권리 제한	의결권·배당권·신주인수권 행사 금지, 사채 발행 및 질권 설정 불가	제341조의3
소각 의무	자기주식 취득 후 1년 이내 소각 원칙	제341조의4제1항
보유 예외	임직원 보상 등 사유 시 매년 주주총회 승인 하에 보유·처분 허용	제341조의4제2·3항
처분 원칙	주주 균등 처분 원칙 (임직원 보상 등 예외적 제3자 처분 가능)	제342조제1·2항
M&A 규제	합병·분할 시 자기주식에 대한 신주 배정 금지	제529조의2 등
벌칙 규정	소각 의무 및 계획 위반 시 이사에게 5천만 원 이하 과태료	제635조제3항
경과 조치	기존 보유 주식도 시행일 등 기준일로부터 1년 내 소각 (최대 3년 내 처분)	부칙 제2조

자료: 의안정보시스템, 유안타증권 리서치센터

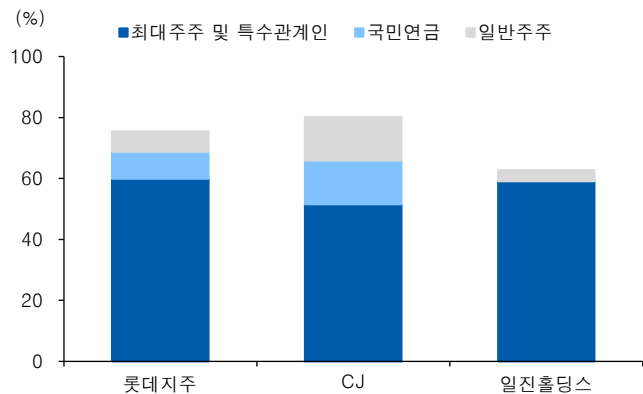
주주총회의 핵심 쟁점으로 부상한 자사주 보유

향후 시장에서 추가로 주목해야 할 부분은 정관의 변경이다. 개정 상법에서는 신기술 도입, 재무구조 개선 등 경영상 목적 달성에 필요한 경우, 주주총회 특별결의를 거쳐 정관에 사유를 명시하면 예외적인 자사주 보유를 허용한다(제341조의4 제2항 제5호). 이에 따라 이번 정기 주주총회 시즌에는 다수의 기업이 자사주 보유를 위한 정관 신설 안건을 잇달아 상정했다. 지주회사 중에서는 롯데지주, CJ, 일진홀딩스, 원익홀딩스, 등이 자사주 보유 또는 처분에 관한 조항을 정관에 신설하거나 변경하며 제도 변화에 대응했다.

이러한 흐름을 감안하면 2027년까지는 자사주 보유 또는 처분 관련 안건이 주주총회의 핵심 쟁점으로 자리잡을 전망이다. 특히 주목할 점은 해당 안건에 대한 찬성률의 온도 차이이다. 최근 주주총회에서 자사주 관련 정관 변경에 대한 안건의 찬성률은 의결권 행사 주식수 기준으로 80%를 상회했으나, 최대주주를 제외한 일반 주주의 찬성률은 20~40%대에 그쳤다.

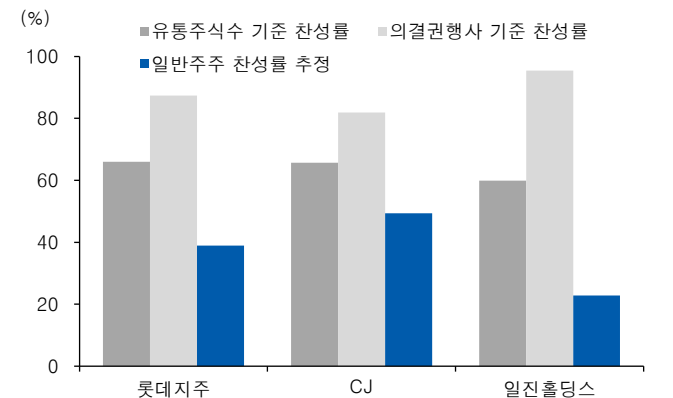
국민연금은 대부분의 안건에 반대표를 행사한 것으로 파악되는데, 이는 예외적 자사주 보유가 주주가치 훼손할 수 있다는 우려를 반영한 것이다. 또한, 자사주 처분 안건에 대해서도 자사주 취득의 기존 목적과 달랐다는 의견을 제시하고 반대했다. 실제로 국민연금은 롯데지주와 CJ 등에 최대주주의 지분만으로 주총에서 승인이 가능해 일반주주의 의견을 반영되기 힘들고, 개정상법의 예외를 인정하는 것이 주주가치의 감소를 초래할 수 있다는 반대 논거를 분명히 했다. 따라서 자사주 관련 정관 변경 및 보유, 처분, 소각은 향후 거버넌스 평가와 주주 소통 과정에서 중요한 변수가 될 것이다.

[그림 4] 자사주 보유 또는 처분 조항 신설 안건에 대한 의결권행사 비율



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 자사주 보유또는 처분 조항 신설에 대한 찬성률 비교



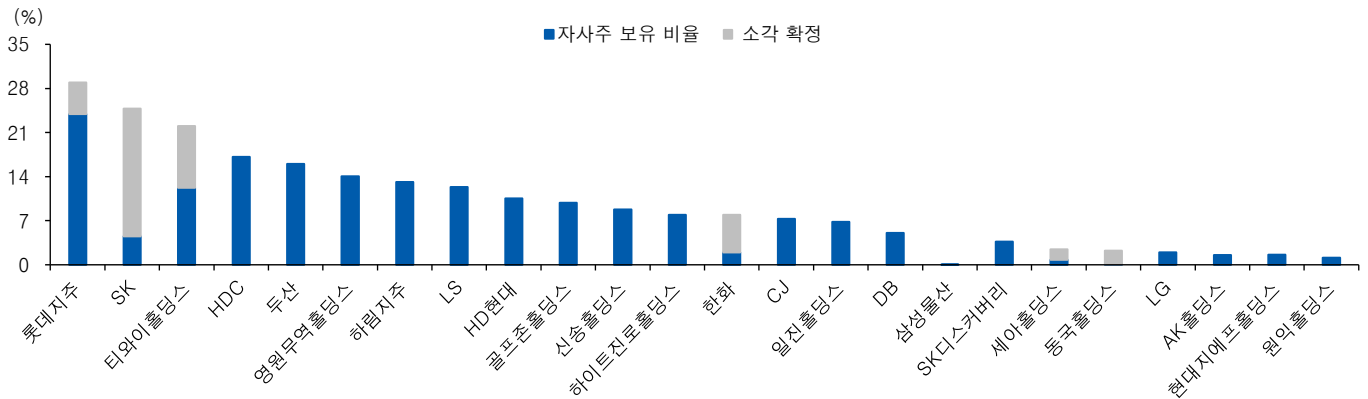
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

금번 주주총회에서 자사주 관련 안건이 상정되지 않았거나, 구체적인 자사주 활용 계획을 공시하지 않은 지주회사의 향방에 주목한다. 기존 보유 자사주에 적용되는 1년 6개월의 유예기간을 고려하면, 늦어도 2027년 주주총회 전까지 자사주 소각 또는 보유 여부에 대한 의사결정을 내려야 하기 때문이다. 시장에서는 주주환원에 적극적이거나 재무적 체력이 뒷받침되는 지주회사를 중심으로 전향적인 소각 결정이 이어지고 있다.

SK와 한화는 임직원 보상 목적의 최소 물량을 제외한 제외한 자사주 전량을 소각하기로 결정하며 시장 기대에 부응했다. SK는 기보유 자사주 24.8% 중 20.3%를, 한화는 7.9% 중 5.9%를 소각하기로 결정했다. 이 밖에 SK스퀘어, 티와이홀딩스, 두산, 골프존홀딩스, 세아홀딩스, 동국홀딩스 등도 기보유 자사주 소각을 결정하거나 준비 중인 것으로 파악된다.

반면 자사주 비율이 29%에 달하는 롯데지주는 전체의 5%만 소각하고, 잔여 자사주는 경영상 필요에 따라 보유할 수 있도록 정관을 신설했다. 이는 향후 지주회사가 '주주 환원 강화'와 '경영권 방어 및 재무 유연성 확보'라는 두 가지 가치 사이에서 어떤 선택을 내릴지 가늠할 수 있는 중요한 선례로 남을 것이다.

[그림 6] 지주회사의 자사주 보유 비율 및 소각 예정 비율 비교



자료: 각 사, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 지주회사의 자사주 보유 및 처분, 소각 관련 정관 주총 안건 및 공시 비교

기업명	자사주 보유 비율(%)	자사주 보유 또는 처분 조항	자사주 보유 및 처분 계획	자사주 소각
롯데지주	29.0	신설	-	5.0% 소각 결정
SK	24.8	-	임직원 보상 및 소각	20.3% 소각 결정
티와이홀딩스	22.0	-	소각	9.8% 소각 결정
HDC	17.1	-	-	-
두산	16.0	-	임직원 보상 및 소각	26년 내 소각
영원무역홀딩스	14.0	-	-	-
하림지주	13.2	-	-	-
LS	12.3	-	-	1.6% 기소각('26.02.27)
HD 현대	10.5	-	-	-
골프존홀딩스	9.8	-	행사시 교부(1.9%)	잔여 7.9%는 소각 방안 검토
신송홀딩스	8.8	-	-	-
하이트진로홀딩스	7.9	-	-	-
한화	7.9	-	임직원 보상	5.9% 소각 결정
CJ	7.3	신설	-	-
일진홀딩스	6.8	신설	-	-
DB	5.0	-	-	-
삼성물산	4.8	-	-	4.6% 기소각('26.03.13)
SK 디스커버리	3.7	-	-	5.1% 기소각('26.02.24)
세아홀딩스	2.4	-	-	1.6% 소각 결정
동국홀딩스	2.2	-	소각	2.2% 소각 결정
LG	2.0	-	-	-
AK 홀딩스	1.5	-	임직원 보상	-
현대지에프홀딩스	1.4	-	-	-
원익홀딩스	1.1	신설	-	-
SK 스퀘어	0.3	-	임직원 보상	0.1% 소각 결정
한국엔컴퍼니	0.2	-	-	-
HL 홀딩스	0.2	-	-	0.2% 기소각('26.02.12)
효성	0.1	-	-	-
동원산업	0.0	-	소각	-
한솔홀딩스	0.0	-	-	-
코오롱	0.0	-	-	-
한진칼	0.0	-	-	-

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

주) '-'는 자기주식 보유 또는 처분 관련 사항 부재

자사주 소각 여부에 대한 시장 관심 지속될 전망

향후 시장에서는 신규 자사주 매입, 소각뿐만 아니라 기보유 자사주 소각 여부에 대한 관심이 지속될 전망이다. 기보유 자사주 소각은 실질적인 현금 흐름이나 부채비율에 중립적이면서도 즉시 주당가치를 끌어올린다는 점에서 주주들의 소각 요구는 더욱 높아질 것으로 예상된다. 개정안에 따라 자사주를 계속해서 보유하려면 매년 주주총회 특별결의를 통해 승인을 받아야 하는 만큼, 자사주 보유에 따른 거버넌스 부담은 과거 대비 가중될 것이다.

[표 3] 자사주 소각 효과

영역	방향	핵심 포인트
재무상태	중립(-)	자본 구성 변화, 현금 영향 없음
EPS·ROE·BPS	개선(▲)	발행주식 감소로 주당 지표 상승
부채비율	악화(▽)	자기자본 감소 → 레버리지 증가
오너 지배력	강화(▲)	지분을 자동 상승, 경영권 방어 활용
주주환원	긍정(▲)	간접 환원, 세금 이연 가능
시장 신호	긍정적 경향(▲)	저평가 확산 표명, 추가 지지

자료: 유안타증권 리서치센터

재무 건전성과 이익 체력을 갖춘 지주회사는 향후 자사주 소각에 전향적인 태도를 취할 것으로 보인다. 자사주 매입, 소각은 현재 내재가치가 시장에서 저평가되어 있다는 사실을 증명함과 동시에, 경영진의 추가 부양 의지를 시장에 전달하는 시그널로 작용하기 때문이다. 주주환원 측면에서도 자사주 소각의 효율성은 두드러진다. 당장의 현금 유입은 없지만 양도 시점까지 세금을 이연하는 절세 효과가 나타나며, 현금배당과 병행할 경우 승수 효과도 기대할 수 있다. 자사주 소각에 따른 주식수 감소로 배당총액을 유지하더라도 DPS가 자연적으로 상승하기 때문이다. 결과적으로 자사주 소각은 다각도에서 밸류업의 핵심 수단 중 하나로 자리잡을 것이다.

[그림 7] 배당 vs 자사주 소각 주주환원 방식 비교

배당		자사주 소각
주주에게 직접 현금 지급	현금 지급	현금 지급 없음 (간접 환원)
배당소득세 즉시 과세	세금 부담	양도차익 과세 이연 가능
지분을 · 추가 영향 미미	주당 가치	EPS · BPS 상승, 추가 지지
안정적 이익 신호	시장 신호	저평가 확산 · 주주친화 강조

자료: 유안타증권 리서치센터

III. 계속되는 정책 드라이브

2026년에도 자본시장 개선 위한 움직임 지속

2026년에도 지주회사의 가치 상승에 따른 주가 리레이팅 기대감은 유효한 것으로 판단한다. 지주회사 디스카운트 요인 중 하나인 중복상장 확대 가능성이 상당히 낮아질 것이기 때문이다. 1-3차 상법 개정이 주주가치와 권리를 강화하는 기반을 다졌다면, 향후 정책 방향성은 기존 기조를 유지하되 투자자 감시 확대와 저평가 요인 해소에 더 무게를 둘 것으로 보인다.

지난 3월 18일 개최된 '자본시장 안정과 정상화를 위한 간담회'에서는 자본시장 체질 개선 방안 에 대한 추가 논의가 이루어졌다. 특히 주목할 부분은 주주보호 관련 내용으로 1) 중복상장 원칙금지, 2) 낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손 방지, 3) 스톱어드십코드 내실화를 통한 기관투자자 감시기능 강화 등 주주 권익을 강화하고 저평가를 해소하겠다는 방침이다.

[그림 8] 정부에서 추진중인 자본시장 체질개선 방안

주주 보호	주주권의 확립 및 투자자 감시 강화 → 주주 중심 기업문화 정착	① 중복상장 원칙금지	
		② 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지	2-1. M&A시 공정가액 산정
			2-2. 저PBR 기업 가치 제고
	2-3. 보유자산 재평가		
		③ 스톱어드십코드 내실화 → 기관투자자 감시기능 강화	
신뢰	"주가조작 · 분식회계 = 패가망신", "부실기업 = 퇴출" 원칙 착근	① 주가조작 적발역량 및 처벌 강화	
		② 회계부정 엄단 등 회계투명성 강화	
		③ 자본시장 평가인프라 기관의 객관성 · 공정성 제고	
		④ 부실 · 저성과 기업 신속퇴출	4-1. 엄격 · 신속한 상장폐지
4-2. M&A 활성화를 통한 퇴출유도			
혁신	시장개편 추진 → 혁신기업의 단계별 성장사다리 조성	① 코넥스 시장의 인큐베이팅 기능 활성화	
		② 코스닥 시장의 경쟁력 · 역동성 제고	2-1. 맞춤형 기술특례상장 확대
			2-2. 모험자본 생태계(회수시장) 개선 → 상장 전 기업성숙 지원
			2-3. 코스닥 세그먼트 분리 → 역동성 · 경쟁력 제고
③ 국민성장펀드 및 대형IB 모험자본 공급 본격 가동			
시장 접근성	투자환경 개선 → 국내외 자금의 자본시장 장기 · 안정적 투자	① 세제지원 신상품 조속 출시 등 국내 장기투자 기반 마련	
		② 외환 · 증권시장 시스템 선진화를 통한 외국인 투자촉진	
		③ 토큰증권을 통한 디지털 자본시장 확대	

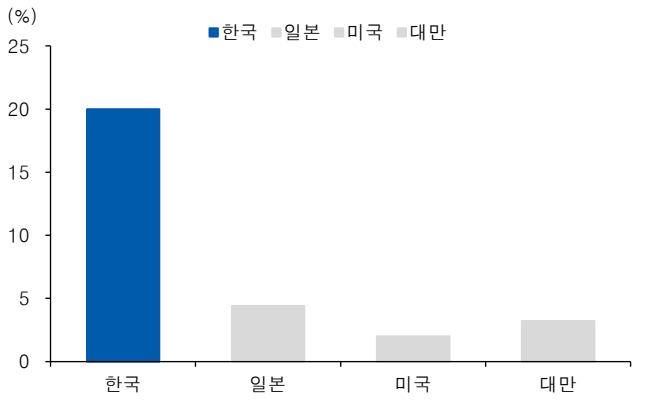
자료: 법무부, 유안타증권 리서치센터

지주회사 리레이팅 요인

중복상장 금지는 지주회사의 디스카운트를 해소하는 핵심 요소 중 하나이다. 모회사 중복상장으로 인한 추가적인 할인율 확대가 제한되고, 비상장 자회사의 지분가치는 지주사의 가치에 온전히 반영될 수 있기 때문이다.

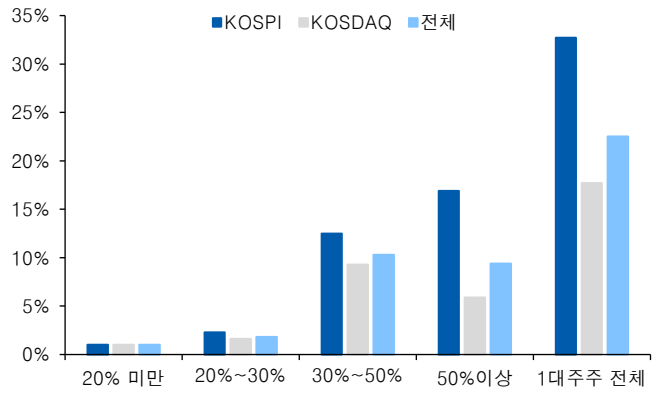
중복상장은 핵심 사업 분리 및 대주주 지배력 강화 수단으로 활용되어 왔다. 특히 핵심 자회사의 상장이 모회사 주가에 부정적으로 작용하며 가치가 할인되는 사례가 반복되어 왔다. 2024년 기준 시가총액 기준 중복상장 비율은 한국 18.4%로 일본 4.4%, 미국 2.0%, 대만 3.2% 등 주요국과 비교했을 때 현저히 높은 수준이다. 26년 2월말 기업 수 기준으로는 22.5%에 달한다. 특히 코스피의 중복상장 비율은 32.7%로 코스닥(17.7%)의 두배 가까운 수준인데, 이는 국내 정책과 연관이 깊다.

[그림 9] 주요국 시가총액 기준 중복상장 비율 비교



자료: 자본시장연구원, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 국내 중복상장 자회사 비율

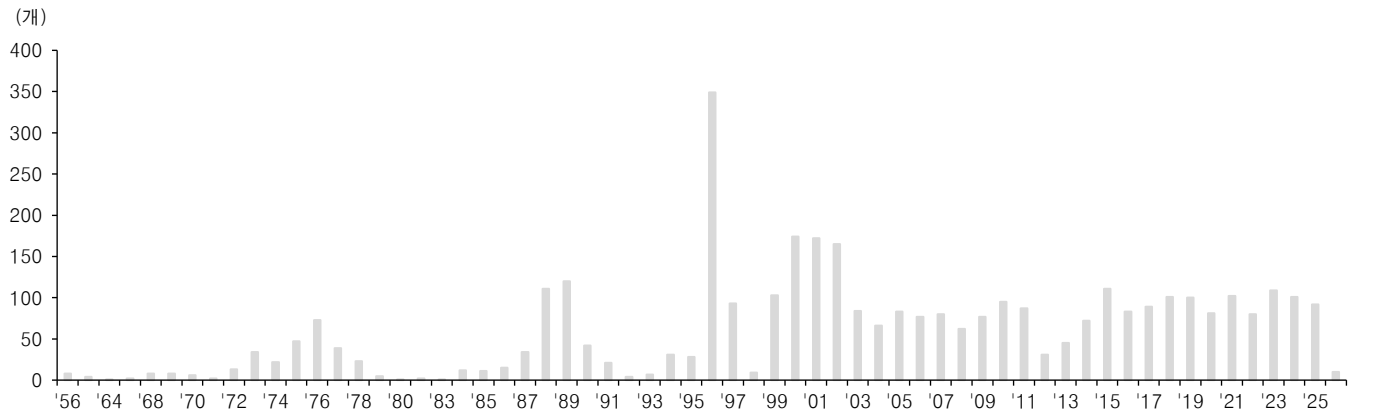


자료: 자본시장연구원, 유안타증권 리서치센터

한국 증시의 모회사 동시상장 구조는 1970년대 정부의 정책 기조에서 비롯됐다. 1972년 정부는 기업의 과도한 차입을 억제하고 원활한 자본 조달과 재무구조 개선을 도모하기 위해 기업공개촉진법을 시행했다. 이어 1975년 '8.8 기업공개 보완시책'을 통해 상장대상 기업 선정 기준이 구체화되면서 1973년부터 1979년까지 국내 주요 대기업 계열사의 IPO 랠리가 이어졌다. 그 결과 상장사 수는 1972년 66개에서 1979년 355개로 급증했고, 자금조달 규모 또한 1972년 247억원에서 1976년 2,622억원으로 10배 이상 확대됐다. 이 시기에 삼성그룹(제일제당, 삼성전자, 삼성화재, 삼성SDI, 삼성전기), 현대차그룹(기아, 현대차), 롯데그룹(롯데푸드, 롯데칠성, 롯데제과) 등 주요 그룹의 계열사가 줄지어 상장하며 그룹 내 동시 상장 구조가 본격적으로 형성되었다.

1970년대 추진된 중화학공업 육성 정책은 이러한 구조를 고착화했다. 철강, 조선, 기계, 전자, 화학 등 전략 업종 관련 계열사 설립 과정에서 지배주주의 지분을 희석 우려와 자본금 부족이 맞물리며 순환출자 및 교차출자로 이어졌다. 이후 1997년 외환위기를 계기로 지배구조 투명성 제고를 위한 지주회사 설립이 허용됐다. 이미 대다수 계열사가 상장된 상태에서 지주회사로 전환이 이루어짐에 따라 지주회사 체제 내 모회사의 동시상장 구조가 자연스럽게 고착화됐다.

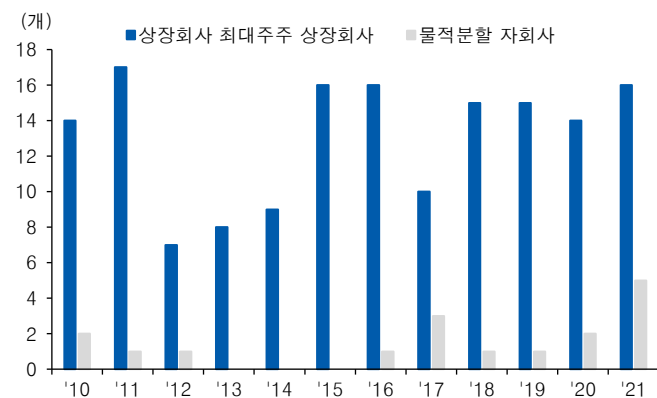
[그림 11] 국내 증시 연도별 신규상장 기업수 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

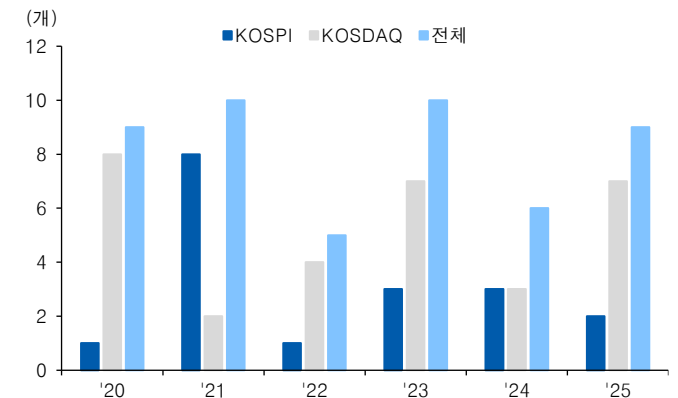
국내 증시에서 중복상장은 최근까지도 구조적으로 반복되어 왔다. 2010년부터 2021년까지 신규 상장사의 20%는 모회사가 상장사인 자회사였으며, 연평균 13건의 중복상장이 발생했다. 물적분할 후 재상장도 빈번하게 이루어졌다. 물적분할 규제가 강화된 2022년 이후 중복상장의 증가세는 다소 축소됐지만, 인적분할, 해외거래소 상장 등을 통한 우회적 중복상장은 지속된 것으로 확인된다.

[그림 12] 모회사가 상장사인 기업의 신규 상장 추이



자료: 자본시장연구원, 유안타증권 리서치센터

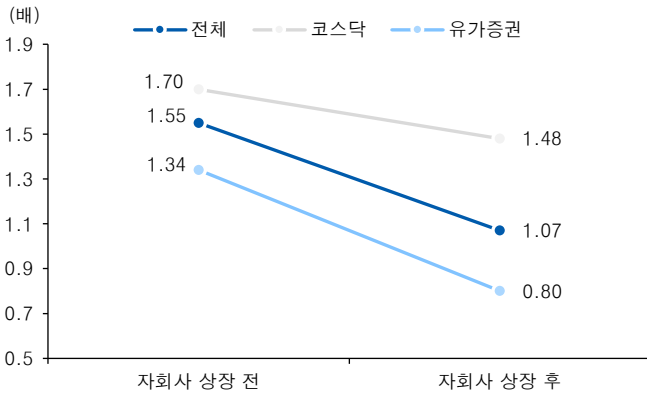
[그림 13] 중복상장 자회사의 상장(재상장 포함) 추이



자료: 자본시장연구원, 유안타증권 리서치센터

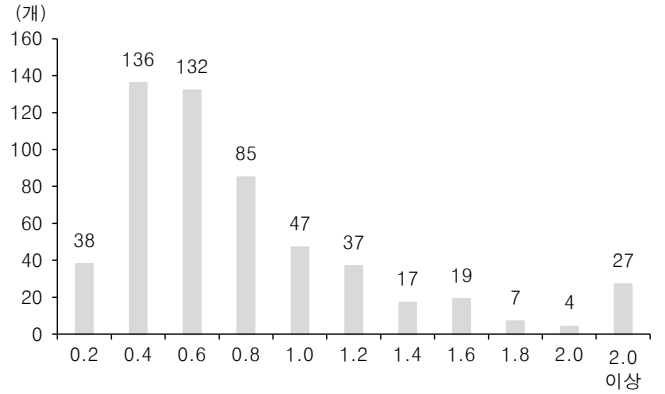
중복상장 규제가 지주회사 가치에 긍정적으로 작용하는 이유는 명확하다. 자회사 상장 후 모회사의 기업가치는 저평가되는 경향이 반복되어 왔기 때문이다. 자본시장연구원에 따르면 자회사 상장시 모회사의 기업가치는 상장 전 대비 30% 이상 저평가되며, 자회사 대비 모회사의 기업가치 비율은 평균 0.73 수준에 불과했다. 모자회사 기업가치 비율이 1 이상인 기업은 전체의 30%에 미치지 못한 것으로 분석된다.

[그림 14] 자회사 상장 전후 모회사 기업가치 변화



자료: 자본시장연구원, 유안타증권 리서치센터

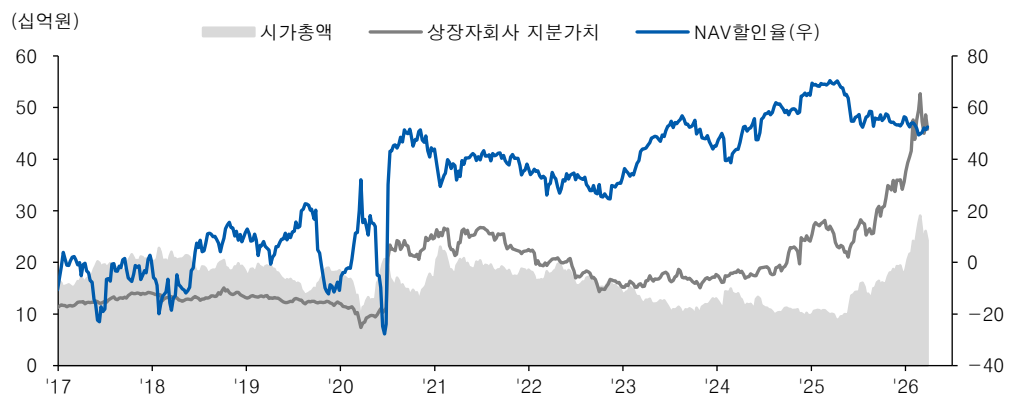
[그림 15] 모자회사 기업가치 비율 분포



자료: 자본시장연구원, 유안타증권 리서치센터

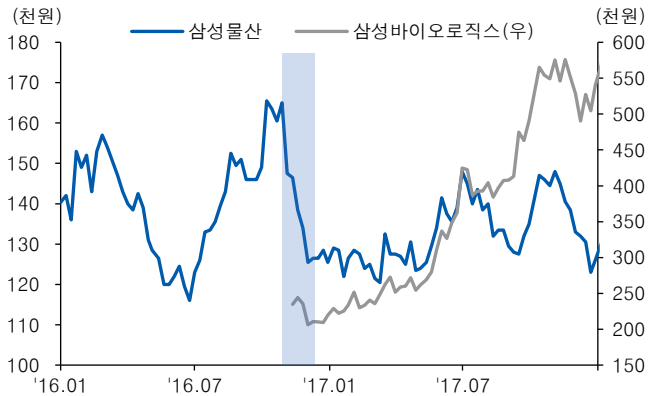
비상장 자회사는 지주회사의 허든 밸류로서 주가 리레이팅 요인으로 작용하지만 상장 이후에는 오히려 할인의 대상으로 전환된다. 모자회사 중복상장이 지속적으로 확대되어 온 만큼, 지주회사의 NAV 할인율도 구조적으로 함께 높아져 온 것이다. 이는 장기적으로 지주회사 할인율이 확대되어 온 핵심 배경이기도 하다.

[그림 16] SK 시가총액, 상장자회사 지분가치 및 NAV 할인율 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 삼성바이오로직스 상장 전후 삼성물산 주가 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] SK 바이오팜 상장 전후 SK 주가 추이

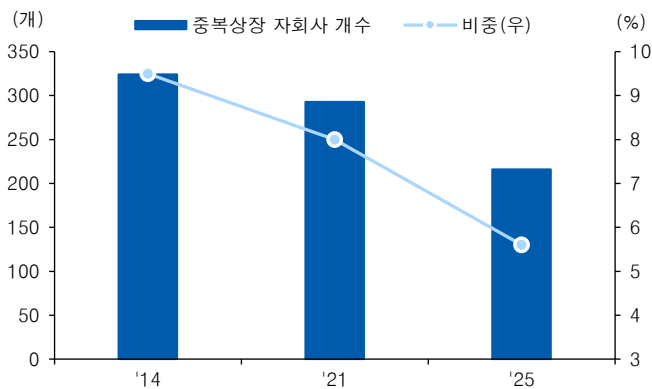


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

제도적 변화로 중복상장 해소가 빠르게 나타난 도쿄증권거래소

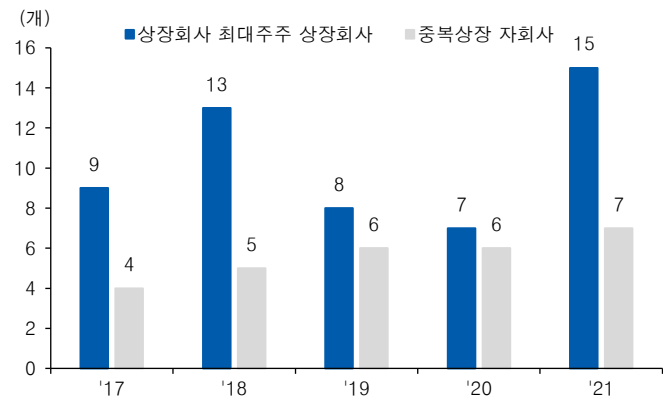
일본 증시는 기업지배구조 개선을 통해 중복상장을 점진적으로 해소하고 있는 대표적인 사례다. 도쿄증권거래소는 상장사 간 지분 관계 해소를 유도하기 위해 연성규범을 적극 활용해왔다. 2023년부터 PBR 1배 미만 기업에 기업가치 제고를 요구하는 과정에서 저평가된 중복상장 기업이 주요 타겟이 됐고, 같은 해 일반주주 보호 관련 공시 의무도 강화되며 중복상장 기업의 부담이 커졌다. 이에 따라 모회사 공개매수 등을 통한 중복상장을 해소한 기업이 급증했다. 도쿄증권거래소의 중복상장 자회사수(상장 모회사 지분율 50% 이상)는 2014년 324개(비중 9.5%)에서 2025년 216개(5.6%)로 감소했다. 2021년까지 상장사를 모회사로 둔 자회사의 신규상장이 지속됐다는 점을 감안한다면, 거래소의 제도적 변화로 인해 중복상장 해소가 하나의 시장 규범으로 자리잡아 가고 있는 것으로 분석된다.

[그림 19] 도쿄증권거래소 내 중복상장 자회사수 추이



자료: 자본시장연구원, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 도쿄증권거래소 중복상장 자회사의 신규상장 추이



자료: 자본시장연구원, 유안타증권 리서치센터

중복상장이 사라진다

이번 자본시장 간담회에서 중복상장을 원칙적으로 금지하기 위해 크게 두 가지 개선 방안을 제시했다. 1)중복상장 원칙적 금지, 2)자회사 중복상장시 모회사에 주주 충실의무 부여다.

거래소 상장심사 단계에서부터 중복상장을 원칙적으로 금지하되, 일반주주 동의, 국내상장 필요성 등을 종합적으로 고려해 예외적인 경우에만 허용하는 방식을 적용한다. 적용 대상은 상장사의 외부감사법상 종속회사 또는 공정거래법상 계열사로 수직적 지배관계에 있는 기업(손자회사 등 포함)이며, 물적·인적 분할 후 상장뿐만 아니라 실질적 지배력을 기준으로 판단할 계획이다. 해외 거래소 상장의 경우에는 이사의 충실의무를 부과하는 방식으로 보완한다.

또한 자회사의 중복상장을 추진할 경우 모회사 이사회가 일반주주 관점에서 그 영향을 평가하고 공시하도록 의무를 부과할 계획이다. 이에 따라 중복상장이 모회사 주주에게 부정적인 것으로 판단될 경우 실질적으로 상장 추진을 제한하는 효과가 기대된다. 정부는 2026년 6월까지 거래소의 상장 및 공시 규정을 개정하고, 동시에 자본시장법 개정안도 마련할 예정이다.

[표 4] 중복상장 원칙금지 안 정리

구분	항목	내용
현황		해외 주요국 대비 중복상장 비중이 높은 편
		중복상장이 핵심사업 분리, 대주주 지배력 강화 등으로 이어지는 경향
		유명 자회사 중복상장은 모회사 주가에 악영향을 미치는 경우가 많아 모회사 일반주주 피해 우려
기본 방침	기본 방침	중복상장에 따른 모회사 일반주주 권익 침해 방지장치 마련
	① 상장심사시 중복상장 원칙금지	일반주주 동의, 국내상장 필요성 등 종합 고려하여 예외적인 경우만 허용 [대상(안)] ①상장회사의 외부감사법상 종속회사 또는 ②상장회사의 공정거래법상 계열회사로서 수직적 지배관계에 있는 회사(손자회사 등 포함)를 상장하는 경우 [심사기준(안)] 상장필요성, 주주소통, 일반주주보호, 영업의 독립성, 경영의 독립성 등을 중심으로 설정
	② 이사회 주주 충실의무 부여	자회사 중복상장 추진시 모회사 이사회가 일반주주 관점에서 영향 평가 및 공시 등을 수행하도록 의무 부과 모회사 주주 관점에서 중복상장이 부정적이면 실질적으로 추진 제한
일정		① 거래소 상장규정 개정 (~'26.6월) ② 거래소 상장·공시규정 개정 (~'26.6월), 자본시장법 개정안 마련 (~'26.6월)

자료: 법무부, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 중복상장 범위 및 심사기준(안): 2Q26 의견 수렴 예정

범위(안)	
상장회사의 외부감사법상 증속회사 또는 상장회사의 공정거래법상 계열 회사로서 수직적 지배관계에 있는 회사(손자회사 등 포함)를 상장하는 경우	
구체적/종합적 기준(안)	
상장 필요성	상장추진 배경
	독립적 자금조달 필요성
	대안 여부
	자회사의 미래성장성
	자본시장 발전 측면에서 의의
주주 소통	주주가치 제고계획 공시
	IR
	주주간담회
	주주 설문조사
	소통 절차의 투명성 및 정당성
	의견수렴 결과의 반영 여부 등
주주 보호	모·자회사 관계형성 배경 및 경화
	모회사의 자회사 성장 기여도
	모회사 자산·매출·이익 등에서 자회사 비중
	상장시 주권희석 정도
	지배주주-일반주주 간 이해상충 여부
	모회사 일반주주 등의 여부 등
경영·영업의 독립성	모·자회사 매출처·사업모델 등의 동일성
	공급망에서의 역할
	독자적 제품개발 및 사업화 여부
	이사회·경영진의 독립적 구성
	겸직·인력교류
	자회사 이사회의 실질적 심의·의결 여부 등
종합심사하여 기준을 명확히 충족하는 경우에만 허용 ('원칙금지·예외허용')	

자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

비상장 자회사를 보유한 지주회사의 주가 리레이팅이 기대된다. 현재의 자본시장 체질개선안은 기존의 중복상장은 유지하되 추가적인 중복상장을 규제한다는 점에서 비상장 자회사의 가치가 지주회사 가치에 온전히 반영될 것이다. 비상장 자회사 비중이 높은 지주회사의 경우 히든밸류 현실화에 따른 NAV 확대와 할인율 축소가 동시에 나타날 수 있다.

표 6 주요 지주회사의 자회사 가치 내 비상장 자회사 지분가치 비중 (단위: 십억원, %)

지주사명	시가총액	자회사 가치	비상장 자회사 지분가치	비중
SK 스퀘어	71,855	133,911	2,255	1.7
삼성물산	45,724	93,233	2,906	3.1
SK	24,216	54,428	6,569	12.1
HD 현대	20,341	58,691	7,185	12.2
두산	19,481	23,853	955	4.0
LG	13,726	22,567	1,337	5.9
LS	8,362	16,238	4,463	27.5
한화	8,358	30,331	1,059	3.5
한진칼	7,825	2,955	429	14.5
GS	6,309	6,523	4,816	73.8
CJ	6,025	9,558	7,022	73.5
롯데지주	3,247	5,283	1,843	34.9
영원무역홀딩스	3,004	2,152	216	10.0
한국엔컴퍼니	2,554	2,322	116	5.0
효성	2,337	9,725	804	8.3
원익홀딩스	2,275	2,649	218	8.2
현대지에프홀딩스	2,239	2,027	37	1.8
동원산업	1,766	1,897	1,234	65.1
HDC	1,706	1,405	622	44.3
하림지주	1,663	3,219	1,399	43.5
SK 디스커버리	942	2,922	242	8.3
코오롱	901	5,837	307	5.3
F&F 홀딩스	749	978	132	13.5
세아홀딩스	680	2,187	648	29.6
LX 홀딩스	634	978	132	13.5
농심홀딩스	446	1,039	102	9.8

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

IV. 지속 가능성이 높은 지주회사에 주목

지주 업종에 대해 비중확대 의견과 업종 내 Top Pick으로 SK를 유지한다.

지주회사의 할인율 축소 흐름을 뒷받침하는 정책 변화가 지속되고 있다. 이번 정기 주주총회 시 즌을 거치면서 그동안의 자사주 매입이 실질적 주주환원으로 이어질 수 있는지를 확인하는 계기가 됐다. 이제는 추가적인 자사주 매입, 소각이 가능한 지주회사에 주목해야 할 시점이다. 자사주 매입, 소각은 자본 감소에 따른 레버리지 확대를 수반하므로, 낮은 이자 부담과 두터운 현금 흐름이 그 지속성을 담보한다. 따라서 이자보상배율(2배 이상), 부채비율(100% 이하) 등 재무 건전성 지표가 양호한 지주회사의 투자 매력도가 높다고 판단한다. 이러한 관점에서 SK스퀘어, 삼성물산, SK, HD현대, LG, LS, CJ, HDC에 주목한다.

더불어 중복상장 금지로 자회사 지분가치 중 비상장 비중이 높은 지주회사에도 주목한다. 자회사 상장으로 인한 할인율 확대 리스크가 제거되는 만큼 추가적인 NAV 할인율 하락으로 이어질 수 있기 때문이다. 비상장 자회사 비중이 높은 지주회사는 CJ(CJ올리브영), LS(LS전선, LS MnM, LS엠트론), GS(GS에너지), 롯데지주(롯데바이오로직스), 동원산업(동원 F&B), HDC(통영에코파워), 하림지주(하림산업) 등에도 관심을 가질 필요가 있다.

SK는 그룹 리밸런싱 효과로 재무구조 개선세가 뚜렷하게 나타나고 있으며, 지분매각을 통한 주주환원 재원도 확대되고 있다. 지난 2월에는 SK바이오팜 지분 매각과 PRS 계약, SKC 유상증자 초과 참여를 결정했다. SK하이닉스(HBM)를 필두로 SK텔레콤(AIDC, Anthropic), SKC(글라스기판) 등 AI 사업에 집중하는 한편, SK바이오팜 PRS 계약으로 3년간 SK바이오팜 실적에 대한 자신감으로 해석된다. 최근에는 4.8조원 규모의 자사주(20.3%) 소각도 결정했다. 금번 자사주 소각으로 발생하는 세금 약 5,000억원도 부담없이 소화 가능한 수준이다. 현재 진행 중인 SK실트론 매각을 감안하는 경우 주주환원 재원은 계속해서 확충되고 있는 것으로 판단한다.

[표 7] 지주사별 이자보상배율 비교

(단위: 십억원, %)

기업명	시가총액	자사주 비율	별도 이자보상배율			연결 이자보상배율		
			'24	'25	'26E	'24	'25	'26E
롯데지주	3,247	29.0	0.9	0.8	0.9	0.8	0.6	1.3
SK	24,216	24.8	2.4	2.2	2.7	0.6	0.4	1.6
티와이홀딩스	140	22.0	0.7	-	-	(0.9)	-	-
HDC	1,706	17.1	32.0	57.1	57.8	2.7	3.6	4.5
두산	19,481	16.0	1.0	3.5	-	2.0	2.1	3.3
영원무역홀딩스	3,004	14.0	2,837.6	-	-	21.5	-	-
하림지주	1,663	13.2	1.1	-	-	2.0	-	-
LS	8,362	12.3	7.2	11.2	14.8	2.5	2.8	3.6
HD 현대	20,341	10.5	2.5	3.5	3.7	3.1	7.1	9.3
골프존홀딩스	212	9.8	12.3	9.9	-	3.5	2.7	-
신송홀딩스	83	8.8	270.0	-	-	1.9	-	-
하이트진로홀딩	210	7.9	1.2	-	-	2.7	-	-
한화	8,358	7.9	1.6	1.8	2.0	2.1	2.6	3.7
CJ	6,025	7.3	12.0	15.2	13.9	2.6	2.7	3.0
일진홀딩스	349	6.8	9.2	12.0	-	6.1	17.8	-
DB	343	5.0	0.8	-	-	2.0	-	-
삼성물산	45,724	4.8	6.0	6.5	-	13.3	23.9	28.4
SK 디스커버리	942	3.7	1.3	1.5	-	1.0	1.5	-
세아홀딩스	680	2.4	3.7	-	-	1.3	-	-
동국홀딩스	317	2.2	37.5	69.4	-	5.5	4.2	4.7
LG	13,726	2.0	1,156.8	1,000.2	1,038.5	35.8	31.7	61.8
AK 홀딩스	108	1.5	0.3	-	-	1.0	-	-
현대지에프홀딩	2,239	1.4	2.9	-	-	5.5	-	-
원익홀딩스	2,275	1.1	1.4	-	-	1.5	-	-
SK 스퀘어	71,855	0.3	1,355.8	2,976.8	-	229.0	568.8	1,707.1
한국엔컴퍼니	2,554	0.2	8.9	27.4	-	24.4	51.7	75.8
HL 홀딩스	411	0.2	3.7	-	-	2.2	-	-
효성	2,337	0.1	60.8	31.7	-	3.2	6.3	6.9
F&F 홀딩스	749	0.1	24,968.0	-	-	56.5	-	-
LX 홀딩스	634	0.1	864.8	-	-	3,120.3	-	-
GS	6,309	0.0	52.9	51.0	55.8	7.1	7.7	7.5
BGF	429	0.0	114.9	120.5	117.4	9.2	8.0	8.2
동원산업	1,766	0.0	3.7	5.0	-	4.2	4.7	5.1
한솔홀딩스	140	0.0	24.1	-	-	2.3	-	-
한진칼	7,825	0.0	2.0	0.7	-	0.7	(0.1)	-
다우데이터	925	0.0	0.6	-	-	39.5	-	-
코오롱	901	0.0	1.1	-	-	(0.5)	-	-
농심홀딩스	446	0.0	-	32.4	-	12.5	11.7	-
HS 효성	209	0.0	(13.7)	28.7	-	10.3	7.9	-
유수홀딩스	174	0.0	14.5	-	-	23.8	-	-

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

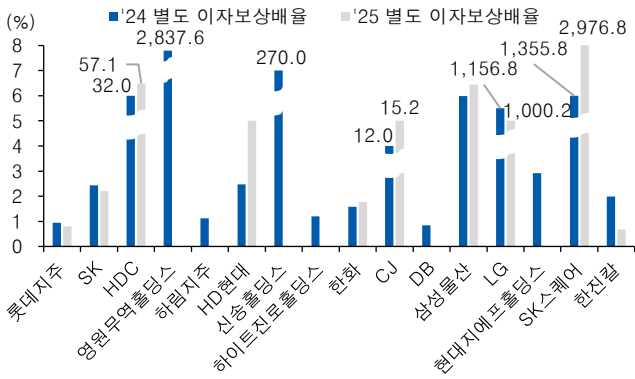
[표 8] 지주사별 부채비율 비교

(단위: 십억원, %)

	시가총액	자사주 비율	별도 부채비율		연결 부채비율	
			'24	'25	'24	'25
롯데지주	3,247	29.0	93.9	84.1	146.3	144.9
SK	24,216	24.8	86.3	69.5	167.8	149.2
티와이홀딩스	140	22.0	68.0	-	79.4	-
HDC	1,706	17.1	13.3	6.9	143.2	133.7
두산	19,481	16.0	67.9	109.0	153.5	169.1
영원무역홀딩스	3,004	14.0	5.2	-	31.9	-
하림지주	1,663	13.2	92.0	-	170.6	-
LS	8,362	12.3	19.8	20.6	198.3	225.5
HD 현대	20,341	10.5	53.3	49.0	180.0	159.4
골프존홀딩스	212	9.8	13.0	12.4	40.7	41.3
신송홀딩스	83	8.8	8.0	-	138.8	-
하이트진로홀딩스	210	7.9	62.8	-	253.2	-
한화	8,358	7.9	194.3	209.7	534.1	497.4
CJ	6,025	7.3	16.6	12.7	167.8	176.0
일진홀딩스	349	6.8	10.5	48.1	88.4	103.4
DB	343	5.0	135.0	-	120.7	-
삼성물산	45,724	4.8	55.7	45.2	66.4	50.5
SK 디스커버리	942	3.7	76.6	73.0	132.9	137.9
세아홀딩스	680	2.4	18.4	-	93.8	-
동국홀딩스	317	2.2	3.8	3.6	41.0	37.7
LG	13,726	2.0	4.2	5.3	12.5	12.0
AK 홀딩스	108	1.5	108.8	-	328.7	-
현대지에프홀딩스	2,239	1.4	25.1	-	44.2	-
원익홀딩스	2,275	1.1	67.0	-	51.4	-
SK 스쿼어	71,855	0.3	9.4	5.0	11.9	9.0
한국앤컴퍼니	2,554	0.2	20.6	9.9	15.4	10.0
HL 홀딩스	411	0.2	89.7	-	122.7	-
효성	2,337	0.1	18.3	33.3	73.3	88.6
F&F 홀딩스	749	0.1	0.6	-	19.7	-
LX 홀딩스	634	0.1	1.2	-	1.9	-
GS	6,309	0.0	7.1	5.2	89.8	86.0
BGF	429	0.0	3.9	3.5	16.2	18.6
동원산업	1,766	0.0	42.2	43.5	120.5	110.1
한솔홀딩스	140	0.0	3.0	-	38.6	-
한진칼	7,825	0.0	18.8	15.8	27.0	20.9
다우데이타	925	0.0	148.3	-	792.6	-
코오롱	901	0.0	172.1	-	199.9	-
농심홀딩스	446	0.0	1.4	11.6	32.4	39.1
HS 효성	209	0.0	13.0	22.3	106.7	73.9
유수홀딩스	174	0.0	4.3	-	16.3	-

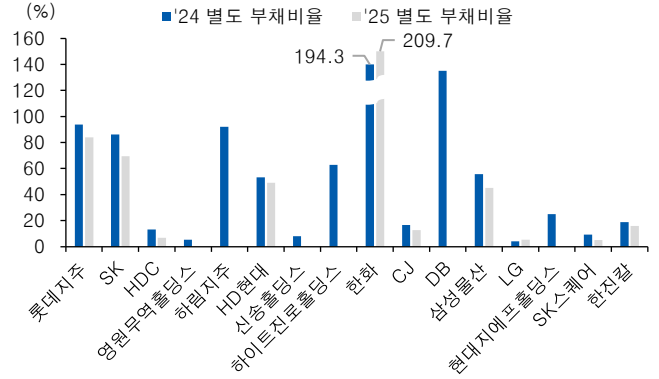
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 지주사별 별도 이자보상배율 비교



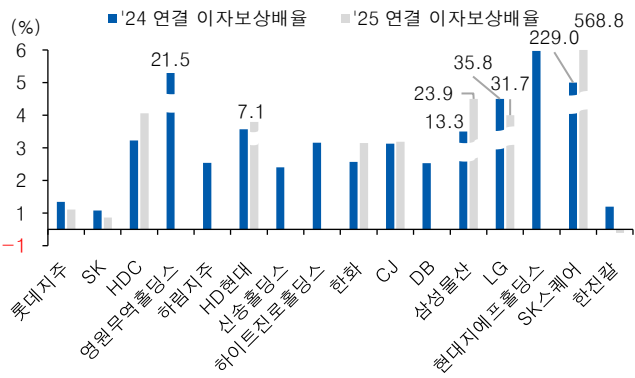
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 지주사별 별도 부채비율 비교



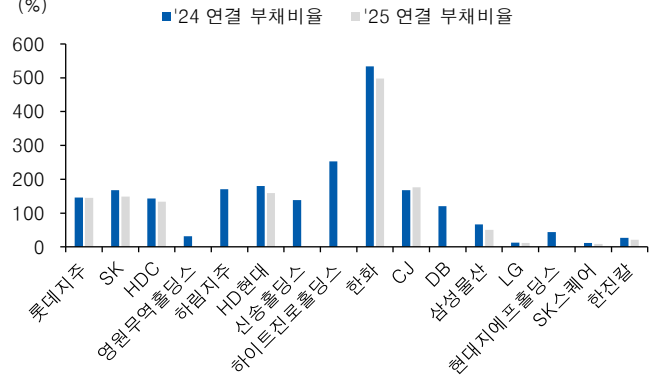
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 지주사별 연결 이자보상배율 비교

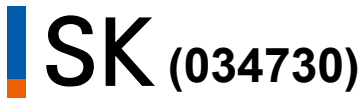


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 지주사별 연결 부채비율 비교



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



자사주 소각의 모범

4.8조원 규모의 자사주 소각 결정

기보유 자사주 24.6% 중 20.1%(약 4.8조원)를 소각하기로 결정했다. 소각 예정일은 27년 1월 4일이다. 이번 소각으로 이연됐던 세금 5,000억원이 발생할 것으로 예상된다. 최근 SK바이오팜 지분 매각으로 현금 1.25조원이 유입될 예정이다. SKC 유상증자 참여를 감안하더라도 세금 납부에 충분한 재원은 확보한 것으로 판단된다. 자사주에 대한 불확실성 해소와 주식수 감소에 따른 주가 상승 여력이 더욱 확대될 전망이다.

넘치는 자회사에 대한 자신감

동사는 SK 바이오팜 지분 13.94%를 1.25조원에 매각하고, 해당 지분에 대해 3년간 PRS 계약을 체결했다. 이로 인해 발생하는 매각 차익 1.17조원 중 5,397억원은 SKC 유상증자에 투입하고, 나머지는 재무구조 개선 및 주주환원에 활용할 계획이다. 동사는 SKC 유상증자에 기존 지분율(40.64%) 대비 120% 초과 청약하기로 결정했다. 조달 자금은 애플리케이션(클라스기판)에 5,896억원, 차입금 상환에 4,110억원이 활용된다. 그룹 차원의 중기 사업 방향성은 AI와 바이오로 집중될 것이다. AI에서는 SK하이닉스(HBM)를 필두로 SK텔레콤(AIDC, Anthropic), SKC(클라스기판) 등이 핵심 축으로 부상할 것이다. 이번 SK바이오팜 PRS 계약은 향후 3년간 SK바이오팜 실적에 대한 자신감을 반영한 것으로 해석된다.

차곡차곡 쌓이는 공간

동사는 25년 기말 주당 배당금 6,500원(25년 연간 8,000원)을 결정했다. 동사는 그동안 투자 성과를 특별 배당으로 주주에게 지급해왔다. 이번 SK바이오팜 지분 매각과 현재 진행 중인 SK실트론 매각 등을 감안하면 주주환원 재원은 지속적으로 확대될 것으로 예상된다. NAV 할인율 역시 52%로 부담 없는 수준이다. 동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표 주가 550,000원을 유지한다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 550,000원 (M)

직전 목표주가 **550,000원**

현재주가 (3/31) **301,000원**

상승여력 **83%**

시가총액	218,233억원
총발행주식수	73,068,838주
60일 평균 거래대금	921억원
60일 평균 거래량	276,094주
52주 고/저	422,500원 / 115,400원
외인지분율	28.43%
배당수익률	3.12%
주요주주	최태원 외 31인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(24.9)	17.3	132.3
상대	(7.2)	(2.1)	14.1
절대 (달러환산)	(29.4)	10.4	123.6

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	34,979	12.0	15.5	30,530	14.6
영업이익	3,336	734.4	751.6	899	271.2
세전계속사업이익	2,516	53.2	흑전	2,154	16.8
지배순이익	1,006	-57.2	흑전	829	21.4
영업이익률 (%)	9.5	+8.2 %pt	+8.2 %pt	2.9	+6.6 %pt
지배순이익률 (%)	2.9	-4.6 %pt	흑전	2.7	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	123,400	122,703	137,435	126,800
영업이익	2,396	1,818	5,759	5,773
지배순이익	-1,293	1,597	2,480	2,955
PER	-8.9	8.6	8.8	7.4
PBR	0.3	0.4	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.3	13.3	9.1	9.0
ROE	-5.6	6.4	9.5	10.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

SK NAV 산정				(단위: 십억원)
	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			5,484	
IT 서비스			1,022	'26E 예상 영업이익에 5x 적용
브랜드			4,462	'26E 예상치에 10x 적용
B. 자회사 지분가치			51,317	B=a+b
a. 상장 자회사 지분가치			41,575	
SK 이노베이션	18,376	52.1%	9,572	
SK 텔레콤	16,410	30.6%	5,017	
SK 스퀘어	61,619	32.1%	19,804	
SK 네트워크	1,089	43.9%	478	
SKC	3,457	40.6%	1,405	
SK 바이오팜	7,424	64.0%	4,753	
SK 리츠	1,872	29.2%	547	
b. 비상장 자회사 가치			9,742	
SK 에코플랜트	2,467	67.6%	2,056	장외 시가총액 기준
SK 실트론	5,416	51.0%	2,762	26년 예상 EBITDA 에 8x 적용
기타	4,924		4,924	장부가
C. 순차입금			8,606	4Q25말 별도 기준
D. NAV			48,195	D=A+B-C
F. 유통주식수(백만주)			54.5	
G. 주당 NAV(원)			883,953	G=D/F

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

SK NAV 할인율 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

SK (034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	123,400	122,703	137,435	126,800	130,604
매출원가	112,900	113,115	123,691	112,852	116,237
매출충이익	10,499	9,588	13,743	13,948	14,366
판매비	8,396	8,488	7,985	8,175	8,175
영업이익	2,396	1,818	5,759	5,773	6,192
EBITDA	10,488	9,395	14,555	14,605	14,890
영업외손익	-1,067	819	2,400	2,002	1,142
외환관련손익	-462	288	-618	0	0
이자손익	-2,679	-2,209	-1,946	-1,817	-1,676
관계기업관련손익	3,811	8,838	9,000	9,000	9,000
기타	-1,737	-6,098	-4,036	-5,181	-6,181
법인세비용차감전순손익	1,329	2,637	8,159	7,775	7,334
법인세비용	770	281	1,958	1,866	1,760
계속사업순손익	559	2,356	6,201	5,909	5,574
중단사업순손익	-31	1,199	0	0	0
당기순이익	529	3,555	6,201	5,909	5,574
지배지분순이익	-1,293	1,597	2,480	2,955	2,787
포괄순이익	5,479	4,461	6,201	5,909	5,574
지배지분포괄이익	533	1,608	2,235	2,130	2,009

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	8,320	6,099	10,413	12,641	10,607
당기순이익	529	3,555	6,201	5,909	5,574
감가상각비	6,531	6,632	7,107	7,092	7,079
외환손익	368	-228	618	0	0
중속, 관계기업관련손익	-3,813	-8,839	-9,000	-9,000	-9,000
자산부채의 증감	947	-968	-2,110	847	-718
기타현금흐름	3,758	5,946	7,598	7,793	7,673
투자활동 현금흐름	-12,158	-537	-7,213	-4,675	-4,104
투자자산	1,049	3,975	-596	-1,247	-1,243
유형자산 증가 (CAPEX)	-15,673	-9,586	-10,000	-7,000	-7,000
유형자산 감소	409	1,114	0	0	0
기타현금흐름	2,057	3,960	3,383	3,572	4,140
재무활동 현금흐름	4,875	-5,038	8,270	7,881	8,087
단기차입금	2,833	-8,377	210	-152	54
사채 및 장기차입금	1,257	-2,466	0	0	0
자본	4,213	-1,152	0	0	0
현금배당	-1,815	-1,544	-441	-469	-469
기타현금흐름	-1,613	8,501	8,501	8,501	8,501
연결범위변동 등 기타	926	43	-7,219	-11,048	-9,848
현금의 증감	1,963	567	4,251	4,799	4,742
기초 현금	22,684	24,647	25,214	29,465	34,264
기말 현금	24,647	25,214	29,465	34,264	39,006
NOPLAT	2,396	1,818	5,759	5,773	6,192
FCF	-7,354	-3,488	413	5,641	3,607

자료: 유안타증권

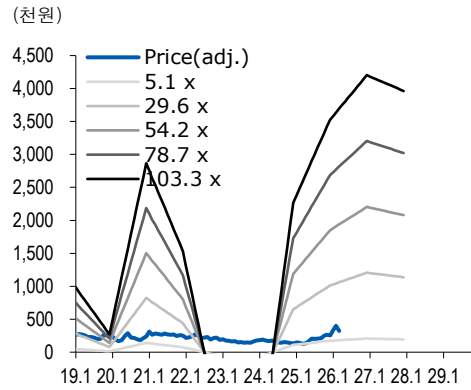
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	67,431	71,677	79,827	84,094	90,328
현금및현금성자산	24,647	25,214	29,465	34,264	39,006
매출채권 및 기타채권	16,776	15,936	18,029	16,971	17,480
재고자산	13,638	13,640	15,278	15,736	16,209
비유동자산	147,546	141,843	145,408	146,823	147,367
유형자산	80,364	69,788	72,682	72,590	72,512
관계기업 등 지분관련 자산	31,140	37,786	38,164	39,309	40,488
기타투자자산	8,488	9,371	9,589	9,690	9,754
자산총계	214,978	213,520	225,235	230,916	237,696
유동부채	71,533	67,125	71,983	71,862	73,218
매입채무 및 기타채무	29,892	28,154	31,534	32,480	33,455
단기차입금	20,003	11,714	11,714	11,714	11,714
유동성장기부채	14,789	14,941	14,941	14,941	14,941
비유동부채	63,157	60,703	61,801	62,162	62,480
장기차입금	22,039	20,613	20,613	20,613	20,613
사채	26,034	24,933	24,933	24,933	24,933
부채총계	134,690	127,828	133,784	134,024	135,698
지배지분	25,115	25,187	27,227	29,713	32,031
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	13,198	12,046	12,046	12,046	12,046
이익잉여금	11,882	13,011	15,051	17,537	19,855
비지배지분	55,173	60,504	64,224	67,179	69,966
자본총계	80,288	85,691	91,451	96,892	101,997
순차입금	62,016	50,628	46,546	41,914	37,113
총차입금	91,034	79,972	80,182	80,031	80,085

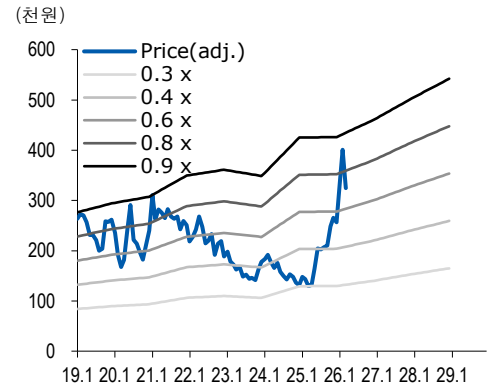
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-17,809	21,971	34,138	40,682	38,369
BPS	455,927	457,231	494,255	539,386	581,473
EBITDAPS	142,931	128,577	199,200	199,884	203,786
SPS	1,681,771	1,679,284	1,880,896	1,735,344	1,787,405
DPS	7,000	8,000	8,500	8,500	8,500
PER	-8.9	8.6	8.8	7.4	7.8
PBR	0.3	0.4	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	12.3	13.3	9.1	9.0	8.7
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-4.2	-0.6	12.0	-7.7	3.0
영업이익 증가율 (%)	-49.6	-24.1	216.7	0.3	7.2
지배순이익 증가율 (%)	격저	혁신	55.3	19.1	-5.7
매출총이익률 (%)	8.5	7.8	10.0	11.0	11.0
영업이익률 (%)	1.9	1.5	4.2	4.6	4.7
지배순이익률 (%)	-1.0	1.3	1.8	2.3	2.1
EBITDA 마진 (%)	8.5	7.7	10.6	11.5	11.4
ROIC	1.0	1.8	5.7	5.3	5.6
ROA	-0.6	0.7	1.1	1.3	1.2
ROE	-5.6	6.4	9.5	10.4	9.0
부채비율 (%)	167.8	149.2	146.3	138.3	133.0
순차입금/자기자본 (%)	246.9	201.0	171.0	141.1	115.9
영업이익/금융비용 (배)	0.7	0.6	2.0	2.0	2.2

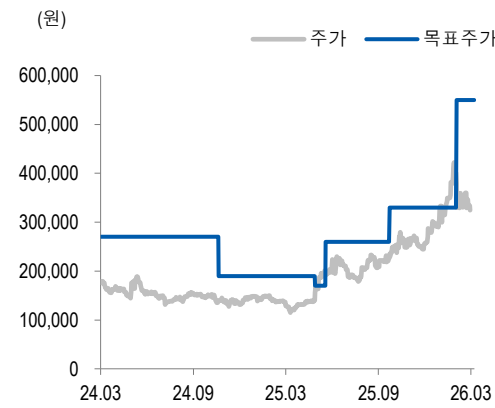
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-01	BUY	550,000	1년		
2026-03-03	BUY	550,000	1년		
2025-10-22	BUY	330,000	1년	-13.83	28.03
2025-06-18	BUY	260,000	1년	-20.03	-10.38
2025-05-28	BUY	170,000	1년	9.07	18.24
2024-11-19	BUY	190,000	1년	-27.57	-21.05
2023-11-27	BUY	270,000	1년	-39.76	-23.15

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-04-01

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

SK스퀘어 (402340)

근데 이제 현금배당을 결들인

26년부터는 현금배당도 드려요

동사는 최근 시장 기대에 부응하는 주주환원 정책을 발표했다. 26년부터 자사주 매입과 현금배당을 동시에 실시한다. 26-28년 중기배당 정책으로 경상배당수입의 30% 이상 그리고 투자 성과 일부를 주주환원 재원으로 자사주 매입, 소각 또는 현금배당을 실시하는 것을 제시했다. 첫해인 올해는 3,100억원 규모의 주주환원을 실시할 계획이다. 기존 자사주 매입 소각에서 현금배당으로 2,000억원을 지급하고, 자사주매입 1,100억원을 실시할 예정이다. 이번 주주총회에서 자본준비금 5.9조원을 이익잉여금으로 전입해 지속적인 주주환원이 이어질 전망이다.

26년에도 지속되는 실적 성장

26년에도 SK하이닉스를 중심으로 이익 증가세가 지속될 전망이다. SK하이닉스의 실적 추정치 상황이 지속되고 있다. 26년 SK하이닉스의 영업이익 컨센서스는 연초 77조원에서 최근 165조원까지 상승했다. AI 중심의 메모리 수요 강세가 지속되며 다시 한번 역대 최대 연간 실적을 갱신할 것으로 기대된다. 주요 포트폴리오의 영업이익 개선도 지속될 전망이다. 티맵 모빌리티는 26년에도 Mobility Data의 고성장이 지속되며 EBITDA 개선세가 이어질 전망이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 84만원 유지

동사는 기존 목표였던 NAV 할인율 50%를 조기 달성한데 이어, 28년까지 NAV 할인율을 30% 이하로 축소하겠다는 목표를 새롭게 제시했다. 비핵심 자산 유동화가 가시적으로 진행되고 있으며, 시장 기대치에 부합하는 중장기 주주환원 정책도 발표했다. 주요 포트폴리오의 실적 개선이 지속되며 주당가치 제고 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 현 주가 대비 주가 상승 여력은 충분한 것으로 판단한다. 투자 의견 BUY, 목표주가 840,000원을 유지한다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **840,000원 (M)**

직전 목표주가 **840,000원**

현재주가 (3/31) **466,500원**

상승여력 **80%**

시가총액	616,186억원
총발행주식수	131,958,386주
60일 평균 거래대금	3,402억원
60일 평균 거래량	644,149주
52주 고/저	679,000원 / 75,200원
외인지분율	49.82%
배당수익률	0.00%
주요주주	SK 외 10인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(27.7)	26.8	399.5
상대	(10.6)	5.7	145.3
절대 (달러환산)	(31.9)	19.2	380.8

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	298	-85.9	-91.2	324	-7.9
영업이익	-136	적전	적전	5,271	-102.6
세전계속사업이익	24	-98.6	-99.4	-	-
지배순이익	24	-98.5	-99.3	4,992	-99.5
영업이익률 (%)	-45.5	적전	적전	1,626.9	적전
지배순이익률 (%)	8.0	-68.3 %pt	-89.3 %pt	1,540.7	적전

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	5,882	10,456	1,473	1,561
영업이익	3,921	8,797	31,096	33,811
지배순이익	3,714	8,824	23,987	26,744
PER	2.9	2.5	2.6	2.3
PBR	0.5	0.8	1.3	0.8
EV/EBITDA	2.5	2.4	515.0	122.6
ROE	21.7	37.8	62.8	43.0

자료: 유안타증권

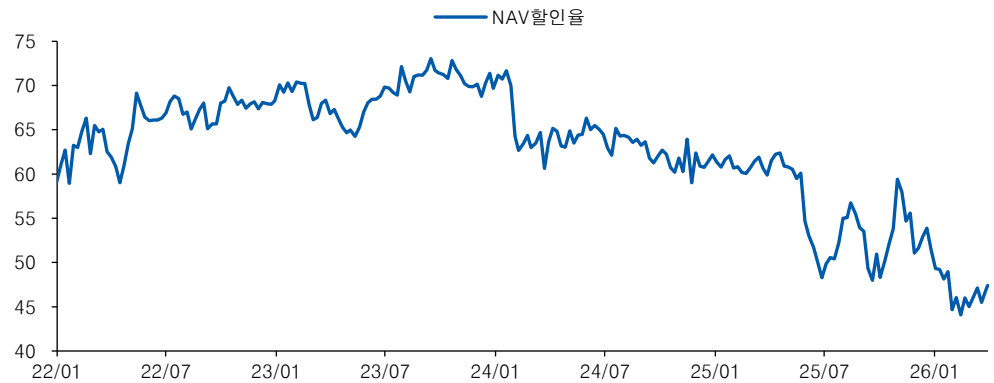
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

SK 스퀘어 NAV 산정 (단위: 십억원)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 상장 자회사 가치			115,472	
SK 하이닉스			115,472	전일 시가총액
인크로스	575,151	20.1%	115,433	매각대금
B. 비상장 자회사 지분가치			4,448	
티맵모빌리티	2,400	60.1%	1,517	22.09 Post-money 2.4조원 적용
코리아시큐리티홀딩스(SK 쉐더스)	3,200	32.0%	1,024	'23 Pre-money 3.2조원 적용
SK 플래닛			619	4Q25 순자산가액
원스토어	919	45.8%	421	1Q24 Last Deal Value
기타			868	장부가
C. 순현금			769	4Q25말 기준
D. NAV			120,689	D=A+B+C
E. 발행주식수(백만주)			132	
F. 주당 NAV (원)			915,170	G = D/E

자료: SK 스퀘어, 유안타증권 리서치센터

SK 스퀘어 NAV 할인율 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

SK스퀘어 (402340) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	5,882	10,456	1,473	1,561	1,639	
매출원가	125	114	16	17	18	
매출총이익	5,757	10,342	1,457	1,544	1,621	
판매비	1,836	1,545	1,526	1,594	1,594	
영업이익	3,921	8,797	31,096	33,811	35,581	
EBITDA	4,024	8,880	78	118	169	
영업외손익	-67	710	31,612	35,218	37,975	
외환관련손익	7	-2	0	0	0	
이자손익	56	48	452	1,362	2,426	
관계기업관련손익	30	743	31,165	33,861	35,554	
기타	-160	-79	-5	-5	-5	
법인세비용차감전순손익	3,853	9,507	31,543	35,168	38,002	
법인세비용	184	674	7,570	8,440	9,121	
계속사업순손익	3,669	8,833	23,973	26,728	28,882	
중단사업순손익	-18	-15	0	0	0	
당기순이익	3,651	8,819	23,973	26,728	28,882	
지배지분순이익	3,714	8,824	23,987	26,744	28,899	
포괄순이익	3,908	8,881	23,973	26,728	28,882	
지배지분포괄이익	3,975	8,885	23,986	26,742	28,898	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	190	387	413	450	502	
당기순이익	3,651	8,819	23,973	26,728	28,882	
감가상각비	104	83	147	168	142	
외환손익	-5	2	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	0	0	-31,165	-33,861	-35,554	
자산부채의 증감	66	-47	-79	-81	-80	
기타현금흐름	-3,624	-8,469	7,537	7,497	7,113	
투자활동 현금흐름	90	30	-1,056	-1,040	-963	
투자자산	-20	91	-817	-842	-867	
유형자산 증가 (CAPEX)	-39	-23	-250	-200	-100	
유형자산 감소	3	146	0	0	0	
기타현금흐름	146	-185	12	2	4	
재무활동 현금흐름	-201	-419	-455	-420	-436	
단기차입금	-10	-342	2	19	3	
사채 및 장기차입금	-48	173	-18	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2	-2	0	0	0	
기타현금흐름	-140	-249	-439	-439	-439	
연결범위변동 등 기타	18	-55	2,958	3,056	3,056	
현금의 증감	97	-58	1,860	2,046	2,159	
기초 현금	1,271	1,368	1,311	3,171	5,217	
기말 현금	1,368	1,311	3,171	5,217	7,376	
NOPLAT	3,921	8,797	31,096	33,811	35,581	
FCF	151	364	163	250	402	

자료: 유안타증권

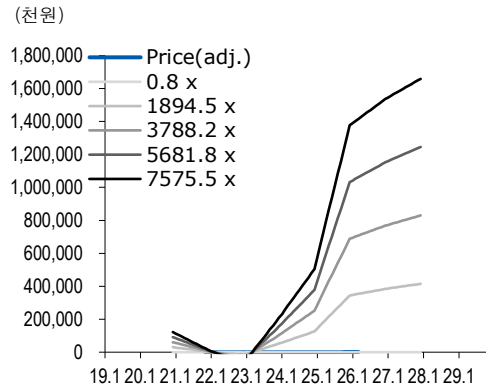
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	2,703	2,255	22,450	48,448	76,618	
현금및현금성자산	1,368	1,311	21,609	47,557	75,683	
매출채권 및 기타채권	1,001	285	161	170	179	
재고자산	42	15	15	16	17	
비유동자산	19,218	28,249	29,169	30,043	30,869	
유형자산	170	153	255	288	246	
관계기업 등 지분관련 자산	17,992	27,245	28,062	28,904	29,771	
기타투자자산	411	521	521	521	521	
자산총계	21,921	30,505	51,619	78,491	107,487	
유동부채	1,396	975	933	1,005	1,055	
매입채무 및 기타채무	913	767	728	772	810	
단기차입금	16	0	0	0	0	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	939	1,547	1,558	1,630	1,694	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	2,336	2,521	2,491	2,635	2,750	
지배지분	19,033	27,637	48,797	75,541	104,440	
자본금	14	14	14	14	14	
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912	
이익잉여금	3,908	12,514	36,501	63,245	92,145	
비지배지분	553	347	332	315	298	
자본총계	19,585	27,983	49,128	75,856	104,738	
순차입금	-950	-1,235	-21,560	-47,509	-75,650	
총차입금	631	397	380	399	402	

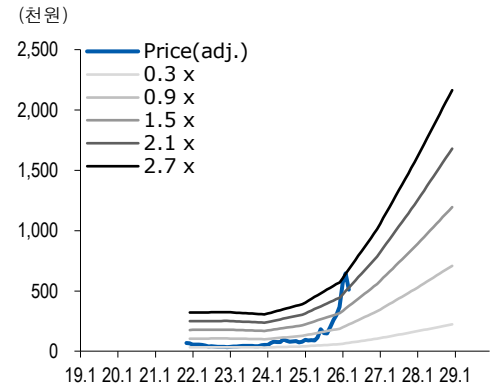
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	27,346	66,466	181,736	202,670	219,004	
BPS	142,904	209,566	370,900	574,180	793,843	
EBITDAPS	29,631	66,890	594	892	1,279	
SPS	43,308	78,756	11,160	11,827	12,419	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	2.9	2.5	2.6	2.3	2.1	
PBR	0.5	0.8	1.3	0.8	0.6	
EV/EBITDA	2.5	2.4	515.0	122.6	-81.4	
PSR	1.8	2.1	41.8	39.4	37.6	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	158.1	77.8	-85.9	6.0	5.0	
영업이익 증가율 (%)	흑전	124.4	253.5	8.7	5.2	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	137.6	171.8	11.5	8.1	
매출총이익률 (%)	97.9	98.9	98.9	98.9	98.9	
영업이익률 (%)	66.7	84.1	2,111.1	2,166.4	2,171.2	
지배순이익률 (%)	63.1	84.4	1,628.5	1,713.6	1,763.5	
EBITDA 마진 (%)	68.4	84.9	5.3	7.5	10.3	
ROIC	562.6	1,853.1	27,705.2	24,237.6	33,946.5	
ROA	18.6	33.7	58.4	41.1	31.1	
ROE	21.7	37.8	62.8	43.0	32.1	
부채비율 (%)	11.9	9.0	5.1	3.5	2.6	
순차입금/자기자본 (%)	-5.0	-4.5	-44.2	-62.9	-72.4	
영업이익/금융비용 (배)	229.0	568.8	2,660.0	2,883.5	2,952.8	

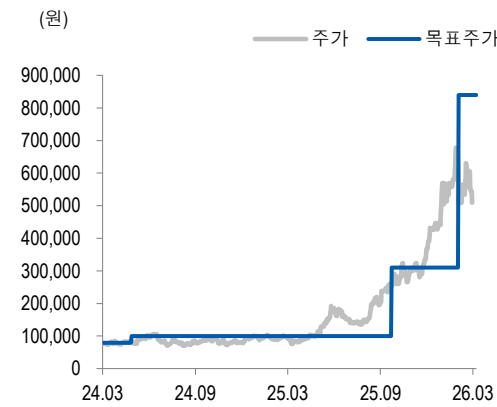
P/E band chart



P/B band chart



SK 스퀘어 (402340) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-01	BUY	840,000	1년		
2026-03-03	BUY	840,000	1년		
2025-10-22	BUY	310,000	1년	25.28	119.03
2025-05-27	1년 경과 이후		1년	68.83	8.20
2024-05-27	BUY	100,000	1년	-11.92	6.70
2023-11-27	BUY	79,000	1년	-17.61	8.23

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-04-01

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



팔 건 팔고, 돌려줄 건 돌려준다

일회성 이익으로 선방

25년 연결 매출액은 7.3조원(+1% YoY)을 기록했다. 연결 영업이익은 912억원(-5.7% YoY)으로 부진했는데, 이는 지분법손익 감소에 기인한다. 석유화학 업황 부진, 북미 전기차 수요 둔화, 자산손상 등이 복합적으로 작용하며 지분법손익이 1,339억원(-38% YoY)으로 큰 폭으로 감소했다. 다만 광화문 빌딩 처분이익 4,000억원(세후)이 발생하며 지배순이익은 7,372억원(+28% YoY)으로 선방했다. 계열사별로는 전자계열 매출액이 115.6조원으로 전년과 유사한 가운데, LG디스플레이의 영업이익 흑자전환으로 영업이익률이 2.6%(+0.1%p YoY)로 소폭 개선됐다. 화학 계열은 석유화학 업황 부진과 북미 EV 배터리 출하량 감소로 매출액이 5.8% 감소했으나, LGES의 수익성 개선으로 영업이익률은 2.6%(+0.2%p YoY) 개선됐다.

개선된 주주환원 정책

24년 발표한 기업가치 제고 계획이 차질 없이 이행되고 있으며, 특히 주주환원 측면에서의 변화가 두드러진다. 기보유 자사주 소각과 관련해 303만주를 소각했고, 잔여 자사주 303만주(발행주식수의 2%)도 1H26 내 전량 소각할 예정이다. 배당 측면에서는 광화문빌딩 매각 이익 2,500억원 중 1,000억원을 추가 배당재원으로 활용하면서 별도 조정 당기순이익 감소(-11% YoY)에도 불구하고 25년 DPS 3,100원을 유지했다. 별도 조정 당기순이익의 60% 이상의 배당성향도 유지하고 있으며, 추후 발생하는 일회성 이익의 일부 역시 배당 및 자사주 매입에 활용할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 11만원으로 커버리지 재개

동사에 대해 투자의견 BUY 목표주가 110,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 사업가치(로열티+임대) 5.2조원, 자회사 지분가치 20.7조원, 순현금 1.3조원을 합산했으며, 상장자회사 지분가치에는 50% 할인율을 적용해 산출했다. 기업가치 제고 계획에 따른 주주환원이 유의미하게 강화된 가운데, 중장기 ROE 개선도 기대된다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가	110,000원 (I)
직전 목표주가	86,000원
현재주가 (3/31)	82,800원
상승여력	33%

시가총액	127,695억원
총발행주식수	157,232,784주
60일 평균 거래대금	340억원
60일 평균 거래량	368,296주
52주 고/저	107,700원 / 58,500원
외인지분율	35.97%
배당수익률	3.84%
주요주주	구광모 외 29인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(23.1)	2.6	28.2
상대	(5.0)	(14.4)	(37.1)
절대 (달러환산)	(27.7)	(3.5)	23.4

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,290	18.3	50.4	1,803	27.0
영업이익	928	45.5	흑전	565	64.3
세전계속사업이익	1,046	57.5	흑전	628	66.6
지배순이익	771	32.8	흑전	401	92.3
영업이익률 (%)	40.5	+7.5 %pt	흑전	31.3	+9.2 %pt
지배순이익률 (%)	33.7	+3.7 %pt	흑전	22.2	+11.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	7,176	7,253	8,579	9,720
영업이익	967	912	1,927	2,676
지배순이익	575	737	1,161	1,563
PER	22.7	16.0	11.1	8.2
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.4	9.5	5.5	4.0
ROE	2.2	2.6	4.0	5.2

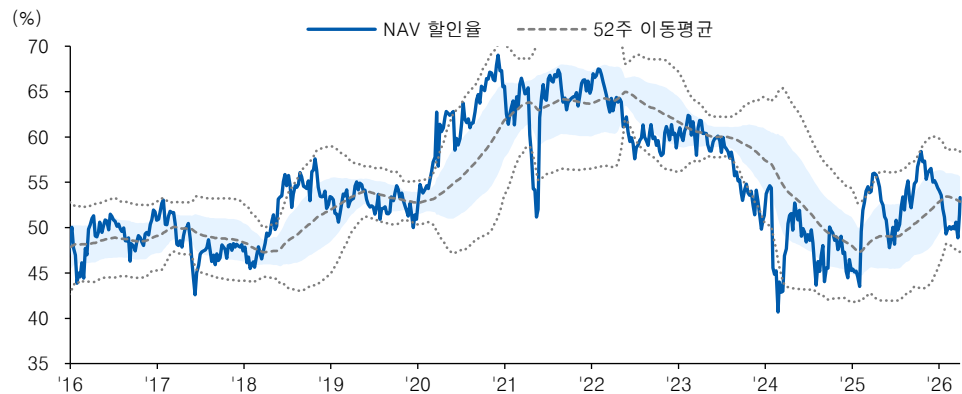
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

LG 목표주가 산정				(단위: 십억원)
	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			5,177	
상표권사용수익			3,674	'26E 예상치에 10x 적용
임대수익			1,503	
B. 자회사 지분가치			9,776	B=a+b
a. 상장 자회사 지분가치			8,109	a=@*42.5%(지배주주 지분율)
① 상장자회사 합산 지분가치			19,062	전일 증가 기준
LG 화학	22,731	31.5%	6,653	
LG 생활건강	3,734	34.7%	1,313	
LG 전자	17,641	35.3%	6,065	
LG 유플러스	6,619	38.3%	2,553	
LG 씨엔에스	5,716	45.0%	2,431	
HS 애드	133	35.8%	47	
b. 비상장 자회사 가치			1,667	
기타	1,667		1,667	장부가
C. 순현금			1,347	4Q25말 별도 기준
D. 적정 기업가치			16,300	D=A+B-C
E. NAV			27,253	
F. 발행주식수(백만주)			151.2	
G. 적정주가(원)			107,810	G=D/F
목표주가(원)			110,000	상승여력 +32.9

자료: LG, 유안타증권 리서치센터

LG NAV 할인율 추이



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

LG (003550) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,176	7,253	8,579	9,720	10,206
매출원가	5,747	5,899	6,220	6,610	6,940
매출총이익	1,429	1,354	2,359	3,111	3,266
판매비	462	442	432	434	434
영업이익	967	912	1,927	2,676	2,832
EBITDA	1,161	1,143	2,151	2,891	3,044
영업외손익	40	423	36	45	64
외환관련손익	35	-9	0	0	0
이자손익	76	51	67	86	105
관계기업관련손익	0	0	-381	-391	-391
기타	-71	381	350	350	350
법인세비용차감전순손익	1,007	1,335	1,963	2,721	2,896
법인세비용	217	335	387	602	646
계속사업순손익	790	1,000	1,575	2,120	2,250
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	790	1,000	1,575	2,120	2,250
지배지분순이익	575	737	1,161	1,563	1,659
포괄순이익	1,815	2,354	1,575	2,120	2,250
지배지분포괄이익	1,590	2,089	1,398	1,881	1,996

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,361	1,015	2,450	2,778	3,068
당기순이익	790	1,000	1,575	2,120	2,250
감가상각비	164	204	196	189	183
외환손익	-24	4	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-217	-134	381	391	391
자산부채의 증감	134	-189	-52	-270	-107
기타현금흐름	514	129	349	347	350
투자활동 현금흐름	-66	-543	-969	-1,208	-1,610
투자자산	-631	-323	-712	-733	-1,257
유형자산 증가 (CAPEX)	-102	-151	-150	-150	-150
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	666	-70	-106	-325	-203
재무활동 현금흐름	-706	-342	-311	-311	-311
단기차입금	24	-30	0	0	0
사채 및 장기차입금	91	97	0	0	0
자본	0	169	0	0	0
현금배당	-550	-746	-478	-478	-478
기타현금흐름	-271	167	167	167	167
연결범위변동 등 기타	12	2	-577	-627	-700
현금의 증감	601	132	593	631	446
기초 현금	779	1,380	1,511	2,105	2,736
기말 현금	1,380	1,511	2,105	2,736	3,182
NOPLAT	967	912	1,927	2,676	2,832
FCF	1,260	864	2,300	2,628	2,918

자료: 유안타증권

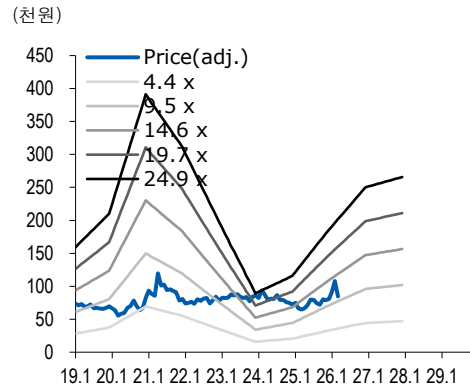
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,064	5,698	6,333	7,526	8,212
현금및현금성자산	1,380	1,511	2,105	2,736	3,182
매출채권 및 기타채권	1,777	1,746	1,764	1,998	2,098
재고자산	51	66	66	75	79
비유동자산	26,575	28,285	28,954	29,642	30,877
유형자산	1,546	1,656	1,610	1,571	1,537
관계기업 등 지분관련 자산	22,370	23,676	24,386	25,118	26,373
기타투자자산	871	1,165	1,167	1,169	1,170
자산총계	31,639	33,983	35,287	37,169	39,089
유동부채	2,245	2,338	2,508	2,714	2,833
매입채무 및 기타채무	1,533	1,408	1,549	1,671	1,754
단기차입금	6	0	0	0	0
유동성장기부채	200	333	333	333	333
비유동부채	1,262	1,310	1,346	1,381	1,411
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	390	160	160	160	160
부채총계	3,507	3,648	3,855	4,095	4,244
지배지분	27,083	28,709	29,392	30,476	31,656
자본금	802	801	801	801	801
자본잉여금	2,968	3,137	3,137	3,137	3,137
이익잉여금	21,325	21,397	22,080	23,164	24,344
비지배지분	1,049	1,626	2,040	2,598	3,189
자본총계	28,133	30,335	31,432	33,074	34,845
순차입금	-1,986	-2,566	-3,177	-4,056	-4,607
총차입금	718	786	786	786	786

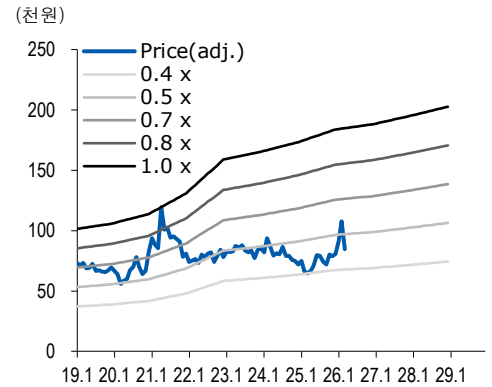
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	3,593	4,657	7,469	10,071	10,693
BPS	175,634	186,173	190,603	197,636	205,290
EBITDAPS	7,240	7,178	13,679	18,389	19,359
SPS	44,757	45,529	54,561	61,822	64,913
DPS	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
PER	22.7	16.0	11.1	8.2	7.7
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.4	9.5	5.5	4.0	3.8
PSR	1.8	1.6	1.5	1.3	1.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-3.6	1.1	18.3	13.3	5.0
영업이익 증가율 (%)	-39.2	-5.7	111.3	38.9	5.8
지배순이익 증가율 (%)	-54.4	28.3	57.5	34.6	6.1
매출총이익률 (%)	19.9	18.7	27.5	32.0	32.0
영업이익률 (%)	13.5	12.6	22.5	27.5	27.7
지배순이익률 (%)	8.0	10.2	13.5	16.1	16.2
EBITDA 마진 (%)	16.2	15.8	25.1	29.7	29.8
ROIC	35.7	33.2	78.1	108.3	112.6
ROA	1.9	2.2	3.4	4.3	4.3
ROE	2.2	2.6	4.0	5.2	5.3
부채비율 (%)	12.5	12.0	12.3	12.4	12.2
순차입금/자기자본 (%)	-7.3	-8.9	-10.8	-13.3	-14.6
영업이익/금융비용 (배)	35.8	31.7	64.2	89.1	94.3

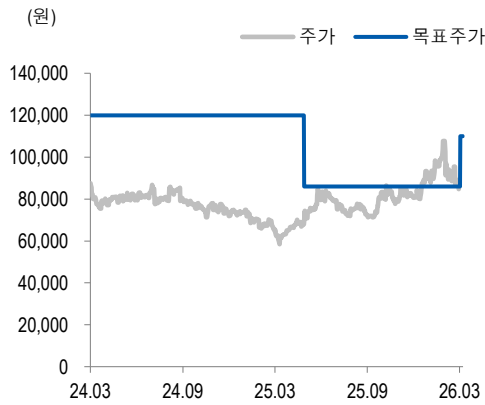
P/E band chart



P/B band chart



LG (003550) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-01	BUY	110,000	1년		
2025-05-28	BUY	86,000	1년	-4.67	25.23
2024-11-27	1년 경과 이후		1년	-41.94	-34.92
2023-11-27	BUY	120,000	1년	-31.45	-13.75

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

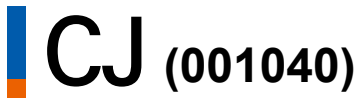
주: 기준일 2026-04-01

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



올리브영의 가치가 곧 CJ의 가치

멈추지 않는 성장

CJ올리브영의 실적 성장이 지속될 전망이다. 외국인 방문객수 증가와 함께 CJ올리브영 성장이 지속되고 있다. 25년 CJ올리브영 매출액은 5.8조원(+21.8% YoY), 영업이익 7447억 원(+24.3% YoY, OPM 12.8%)으로 두 자릿수 성장세를 이어갔다. 방한 외국인수 증가를 상회하는 매출액 증가세가 나오면서 분기 최대 매출을 다시 한번 갱신했다. 온라인 매출액도 고성장을 이어갔다. 온라인 매출액은 1.8조원(+32.1%)으로 전체 매출 비중 30%를 넘어섰다. 중일 관계 긴장으로 일본인 관광객과 중국인 관광객 유입이 증가하고 있어 외국인 기반의 매출 성장세가 지속될 것이다. 26년에는 글로벌 진출도 본격화된다. 북미 지역에 물류 거점을 마련하고 2Q26부터 현지 오프라인 매장 출점을 단계적으로 늘려갈 계획이다.

기업가치에 우호적인 정책 환경

CJ올리브영의 가치가 동사 추가에 온전하게 투영될 전망이다. 최근 정부가 중복상장 제한을 추진함에 따라, 비상장 우량 자회사 보유한 동사의 수혜가 기대되는 시점이다. 동사는 순수 지주회사로서 자회사의 실적과 지분가치가 기업가치에 결정적인 영향을 미친다. 특히 핵심 비상장 자회사인 CJ올리브영은 동사의 자회사 지분가치 중 74%에 달하고, 영업이익 비중은 30%를 차지하며 압도적인 존재감을 나타내고 있다. 올리브영의 성장이 곧 CJ의 가치로 판단하는 이유이다.

투자의견 BUY, 목표주가 25만원으로 커버리지 재개

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 250,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 사업가치 1.5조원, 자회사 지분가치 7.4조원에 순차입금 0.3조원을 차감해 산정했다. 핵심 자회사인 CJ올리브영의 가치가 온전히 반영될 것을 기대한다. 핵심 자회사인 CJ올리브영의 이익 성장에 따른 주주환원 확대도 기대된다. 동사는 25년 DPS를 3,300원(+10% YoY)으로 상향했다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가	250,000원 (I)
직전 목표주가	157,000원
현재주가 (3/31)	189,000원
상승여력	32%

시가총액	55,145억원
총발행주식수	35,663,733주
60일 평균 거래대금	300억원
60일 평균 거래량	151,122주
52주 고/저	232,000원 / 113,500원
외인지분율	15.66%
배당수익률	1.92%
주요주주	이재현 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.5)	9.9	62.5
상대	6.9	(8.3)	(20.2)
절대 (달러환산)	(18.6)	3.3	56.4

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,670	0.7	-10.1	10,844	-1.6
영업이익	540	1.0	-24.2	588	-8.2
세전계속사업이익	38	-86.0	흑전	228	-83.5
지배순이익	-72	적전	적지	109	-166.4
영업이익률 (%)	5.1	+0.1 %pt	-0.9 %pt	5.4	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-0.7	적전	적지	1.0	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	43,647	45,019	45,316	47,746
영업이익	2,532	2,528	2,551	2,914
지배순이익	94	143	156	187
PER	44.0	34.9	41.2	33.3
PBR	0.7	0.9	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.0	5.3	5.6	5.3
ROE	1.7	2.7	3.0	3.5

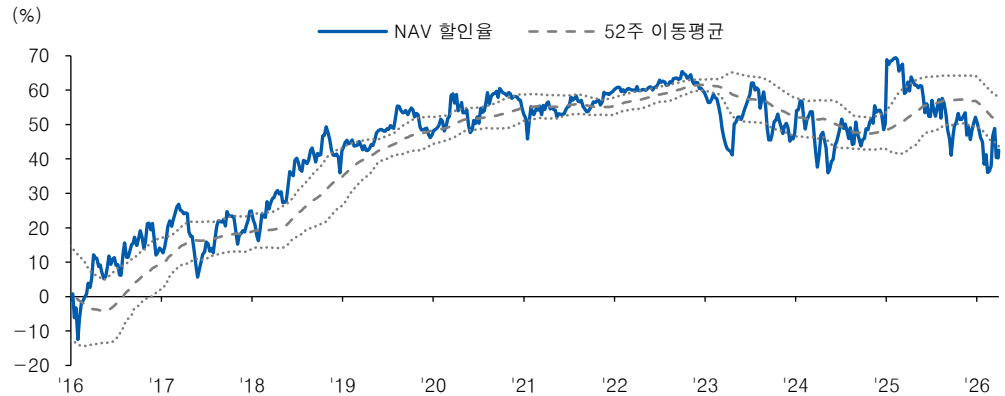
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

CJ 목표주가 산정				(단위: 십억원)
	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			1,482	
로열티			1,482	'26E 예상치에 10x 적용
B. 자회사 지분가치			6,118	B=a+b
a. 상장 자회사 지분가치			1,150	a=@*47.8%(지배주주 지분율)
① 상장자회사 합산 지분가치			2,407	전일 증가 기준
CJ 제일제당	21,588	52.1%	1,334	
CJ 프레시웨이	17,140	30.6%	171	
CJ CGV	85,196	32.0%	405	
CJ ENM	1,272	43.9%	496	
b. 비상장 자회사 가치			4,968	
CJ 올리브영	6,895	65.5%	4,516	26년 예상순이익에 10x 적용
CJ 푸드빌	500	84.2%	421	23년 Pre-Money 5,000억원 적용
기타			30	장부가
C. 순차입금			288	4Q25말 별도 기준
D. 적정 기업가치			7,311	D=A+B-C
E. NAV			8,568	
F. 발행주식수(백만주)			29	
G. 적정주가(원)			250,580	G=D/F
목표주가(원)			250,000	상승여력 +32.2%

자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

CJ NAV 할인율 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

CJ (001040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	43,647	45,019	45,316	47,746	49,656
매출원가	31,034	32,051	32,262	33,992	35,352
매출충이익	12,613	12,968	13,054	13,754	14,304
판매비	10,081	10,441	10,502	10,840	11,332
영업이익	2,532	2,528	2,551	2,914	2,972
EBITDA	6,268	6,048	5,960	6,236	6,226
영업외손익	-1,839	-1,949	-1,867	-2,103	-2,092
외환관련손익	-190	55	55	55	55
이자손익	-796	-817	-812	-797	-787
관계기업관련손익	35	66	66	66	66
기타	-887	-1,253	-1,177	-1,427	-1,427
법인세비용차감전순손익	694	578	684	811	880
법인세비용	557	436	462	543	589
계속사업순손익	136	143	222	267	290
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	136	143	222	267	290
지배지분순이익	94	143	156	187	203
포괄순이익	882	11	222	267	290
지배지분포괄이익	307	78	1,621	1,950	2,116

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	4,831	4,987	4,601	4,264	4,296
당기순이익	136	143	222	267	290
감가상각비	2,052	2,185	2,153	2,127	2,105
외환손익	150	-101	-55	-55	-55
중속, 관계기업관련손익	-35	-66	-66	-66	-66
자산부채의 증감	-967	-298	-797	-1,077	-990
기타현금흐름	3,495	3,126	3,143	3,068	3,012
투자활동 현금흐름	-2,188	-3,323	-3,309	-3,437	-3,391
투자자산	36	186	-15	-124	-97
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,345	-2,336	-2,000	-2,000	-2,000
유형자산 감소	372	145	0	0	0
기타현금흐름	-1,251	-1,318	-1,294	-1,313	-1,294
재무활동 현금흐름	-3,217	-2,117	-1,484	-1,476	-1,479
단기차입금	1,125	-649	1	9	7
사채 및 장기차입금	-430	179	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-264	-286	-111	-111	-111
기타현금흐름	-3,648	-1,360	-1,374	-1,374	-1,375
연결범위변동 등 기타	79	-146	738	949	888
현금의 증감	-495	-598	546	300	314
기초 현금	3,681	3,186	2,587	3,133	3,433
기말 현금	3,186	2,587	3,133	3,433	3,748
NOPLAT	2,532	2,528	2,551	2,914	2,972
FCF	3,486	2,652	2,601	2,264	2,296

자료: 유안타증권

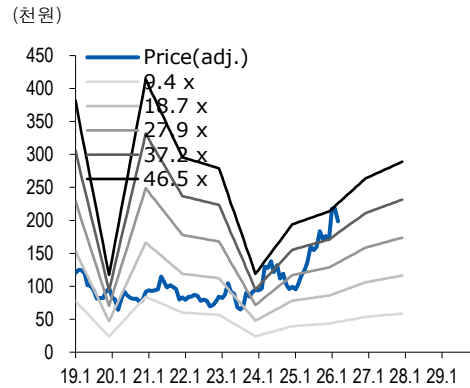
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	14,184	13,735	14,348	15,250	16,037
현금및현금성자산	3,186	2,587	3,133	3,433	3,748
매출채권 및 기타채권	5,154	4,813	4,839	5,098	5,302
재고자산	3,175	2,949	2,968	3,128	3,253
비유동자산	33,297	33,231	32,805	32,606	32,449
유형자산	14,431	14,831	14,678	14,551	14,446
관계기업 등 지분관련 자산	1,694	1,590	1,601	1,687	1,754
기타투자자산	2,078	2,092	2,097	2,135	2,164
자산총계	47,481	46,966	47,153	47,856	48,485
유동부채	17,278	17,303	17,361	17,765	18,104
매입채무 및 기타채무	5,414	5,184	5,218	5,430	5,618
단기차입금	5,211	4,565	4,565	4,565	4,565
유동성장기부채	4,250	3,996	3,996	3,996	3,996
비유동부채	12,472	12,646	12,663	12,805	12,917
장기차입금	1,417	1,636	1,636	1,636	1,636
사채	4,321	4,446	4,446	4,446	4,446
부채총계	29,750	29,949	30,024	30,571	31,021
지배지분	5,452	5,209	5,254	5,330	5,422
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,032	4,060	4,105	4,181	4,273
비지배지분	12,278	11,808	11,875	11,955	12,042
자본총계	17,730	17,017	17,129	17,285	17,464
순차입금	15,007	15,440	14,891	14,561	14,224
총차입금	19,218	18,747	18,749	18,758	18,765

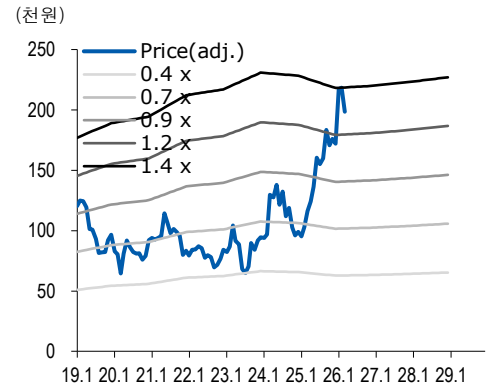
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,562	4,176	4,592	5,674	6,220
BPS	162,605	155,346	156,685	158,959	161,709
EBITDAPS	175,762	169,574	167,129	174,858	174,588
SPS	1,223,839	1,262,314	1,270,635	1,338,794	1,392,346
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,300
PER	44.0	34.9	41.2	33.3	30.4
PBR	0.7	0.9	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.0	5.3	5.6	5.3	5.2
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	5.5	3.1	0.7	5.4	4.0
영업이익 증가율 (%)	24.2	-0.2	0.9	14.2	2.0
지배순이익 증가율 (%)	-51.6	52.0	8.6	20.3	8.5
매출총이익률 (%)	28.9	28.8	28.8	28.8	28.8
영업이익률 (%)	5.8	5.6	5.6	6.1	6.0
지배순이익률 (%)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
EBITDA 마진 (%)	14.4	13.4	13.2	13.1	12.5
ROIC	2.0	2.5	3.4	4.3	4.3
ROA	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
ROE	1.7	2.7	3.0	3.5	3.8
부채비율 (%)	167.8	176.0	175.3	176.9	177.6
순차입금/자기자본 (%)	275.2	296.4	283.4	273.2	262.3
영업이익/금융비용 (배)	2.6	2.7	2.7	3.1	3.2

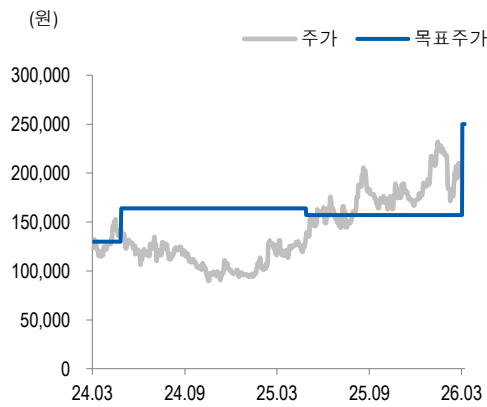
P/E band chart



P/B band chart



CJ (001040) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-01	BUY	250,000	1년		
2025-05-28	BUY	157,000	1년	12.39	47.77
2025-05-27	1년 경과 이후		1년		
2024-05-27	BUY	164,000	1년	-31.02	-15.18
2023-11-27	BUY	130,000	1년	-17.00	17.46

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-04-01

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

