

2025.07.28

Industry Report

[지주회사/거버넌스] 상법개정 이후의 시나리오



김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

DS INVESTMENT
& SECURITIES

[지주회사/거버넌스]

상법개정 이후의 시나리오



03_ 상법 개정 내용

10_ 상법 개정에 따른 기업 영향

- 1) 경영권 분쟁 기업 중 2대주주의 영향력 증가
- 2) 자사주 소각 의무화
- 3) 오너가 보유한 내부거래 비중이 높은 기업도 주주 충실 의무 영향
- 4) 모든 형태의 인적분할은 주주 충실 의무 적용 가능
- 5) 지주회사의 자회사 중복상장 가능할까?
- 6) 불합리한 계열사간 포괄적 주식 교환 & 합병 가능할까?
- 7) 상장사와 비상장사 합병 시 PBR 1배 미만에서 가능할까?
- 8) 배당과 주주 충실 의무

35_ 기업분석

[Top picks] 두산, CJ, 삼성물산

[차선후주] SK스퀘어

7월 15일 상법 개정 공포

■ 7월 15일부터 이사의 모든 업무 집행에 적용

- 1) 이사의 충실 의무를 회사에서 주주로 확대 (상법 제 282조의 3 제 1항, 2항 신설)
- 2) 현장 병행형 전자 주주 총회 도입 의무화
- 3) 사내이사뿐만 아니라 사외이사 감사위원 선출 시에도 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 합산 3%로 제한 (3%룰)
- 4) 사외이사 명칭이 '독립이사'로 변경하며 의무 선임 비율을 1/4에서 1/3으로 상향 조정 (상법 제 542조의 8 등)
- 이사 충실의무는 즉시 시행, 전자 주주총회 도입 의무화는 27년 1월 시행
- 3%룰과 독립이사 전환은 1년 유예

상법개정안 주요 내용				
주요 안건	현행	개정안	금번 통과 여부	시행 시점
이사 충실 의무 확대	이사 충실 의무 대상이 '회사'로 한정	이사 충실 의무 대상을 '회사+주주'로 확대	통과	즉시 시행
현장 병행형 전자 주주총회	이사회 의결로 실시	자산 규모 2조원 이상 상장사는 현장 병행형 전자 주총 도입 의무화	통과	27년 1월 시행
3%룰	사내이사 감사위원 선출 시에만 최대주주와 특수관계인의 의결권을 합산 3%로 제한	사내이사뿐만 아니라 사외이사 감사위원 선출 시에도 최대주주와 특수관계인의 의결권을 합산 3%로 제한	통과	1년 유예
독립이사 전환	사외이사 명칭 사용	사외이사 명칭을 '독립이사'로 명칭 변경	통과	1년 유예
독립이사 의무선임비율 상향	기존 의무선임 비율 1/4	의무선임 비율을 1/3으로 상향 조정	통과	1년 유예
집중 투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 금지	추후 논의	-
감사인원 분리선출 확대	분리선출 감사위원을 1명 선출	분리선출 감사위원을 2명 또는 전원으로 확대	추후 논의	-

자료: 국회 법사위원회, DS투자증권 리서치센터

3%룰 도입 시 지주회사에 영향 가장 클 것

■ 3%룰 도입으로 최대주주와 특관인의 영향력 축소

- 사외이사 내 감사위원 선출 시에 3% 룰 도입
- 3%룰 도입으로 최대주주와 특관인은 지분 3%까지만 행사 가능

■ 3%룰 도입은 일반 기업보다 지주회사에 가장 크게 영향

- 국내 지주회사의 (24개 샘플) 최대주주 및 특관인 지분율은 평균 43.9%로 일반 기업 (206개 샘플)보다 높은 수준
- 이번 상법 개정으로 감사위원 선출 시 지주회사의 최대주주와 특관인의의결권은 43.9% → 3%로 축소

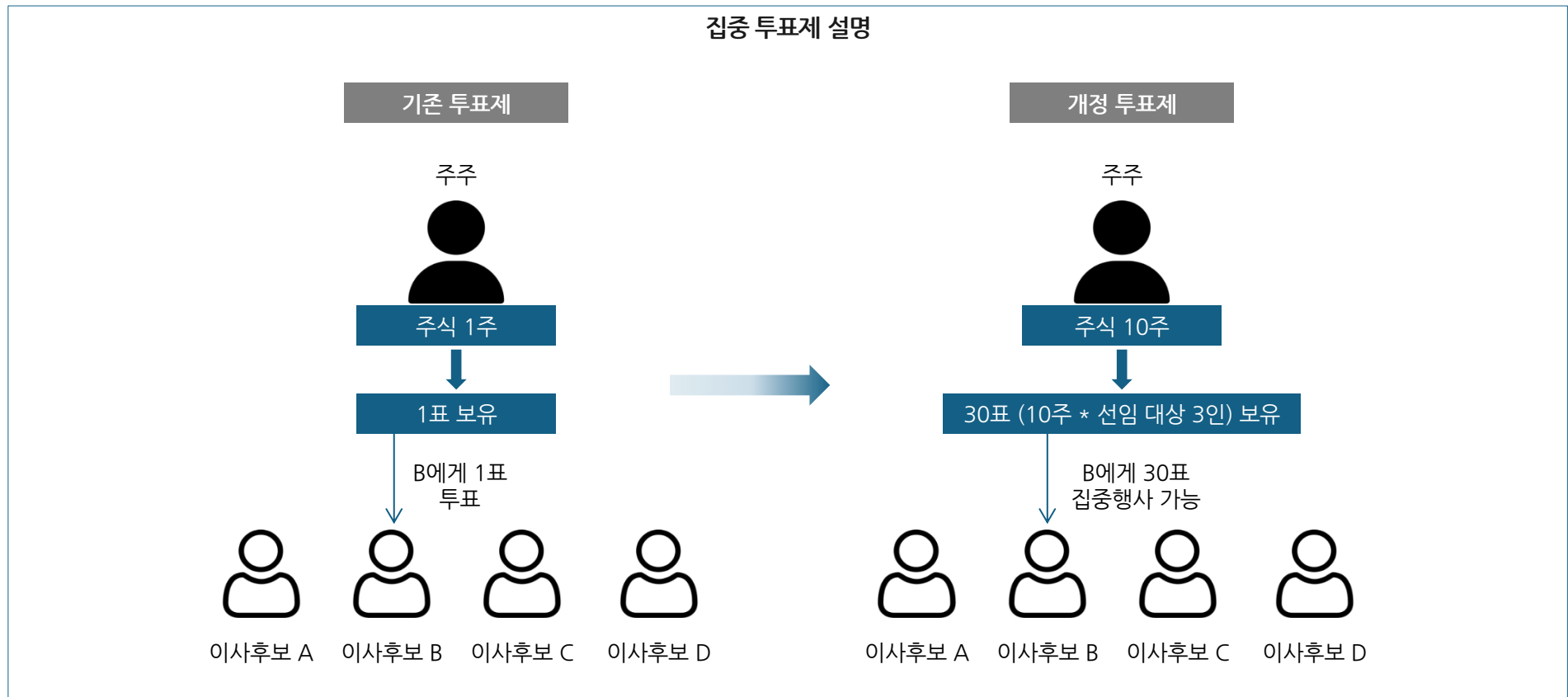
지주회사 Vs 일반회사				
구분	지주회사		일반회사	
	내부 지분율 (최대주주/특관인)	외부 지분율	내부	외부
현황	43.9% ↓	55.4%	40.2% ↓	59.0%
합산 3%	3.0%	40.4%	3.0%	45.4%

자료: 국회, DS투자증권 리서치센터

집중 투표제 의무화 입법 추진

▪ ‘집중 투표제 의무화’ 상법 개정 추가 발의

- 집중투표제 의무화 없이 소액주주가 이사 선임에 실질적 영향력 행사 어려움
- 대주주가 여전히 이사회 구성 독점하며 대주주 중심의 이사회 유지
- 따라서 더불어 민주당은 집중 투표제 의무화 추진
- 7월 통과 목표



자료: DS투자증권 리서치센터

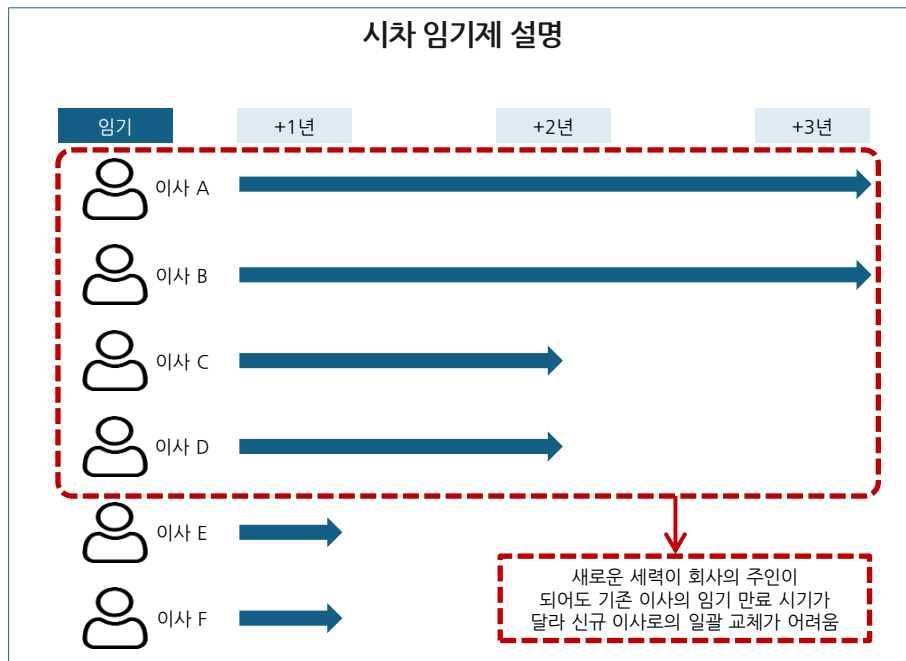
집중 투표제와 감사 분리 선임 확대 동시 도입 필요

■ 집중투표제는 시차 임기제로 무력화 가능

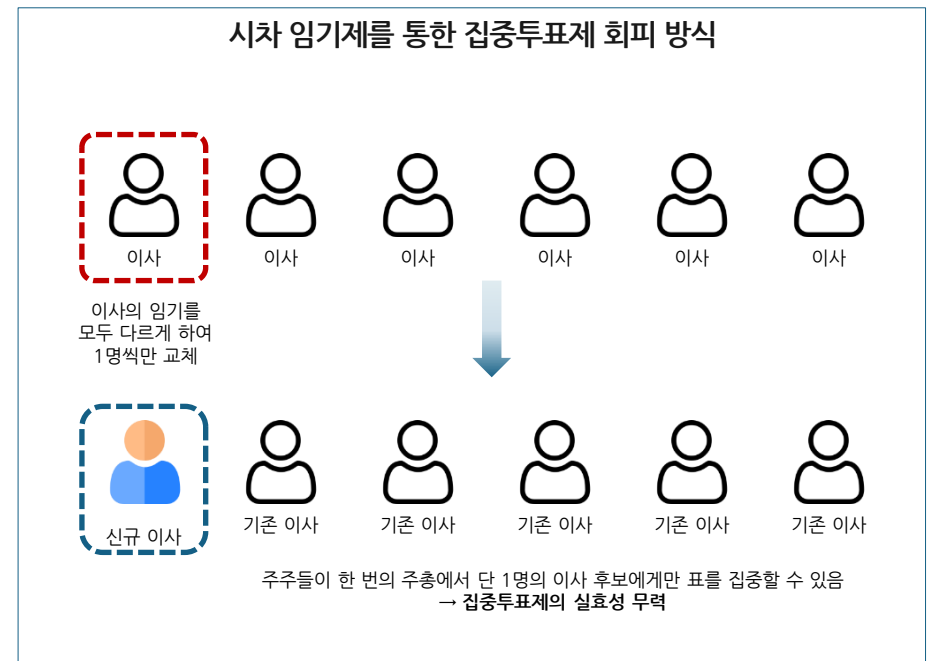
- 이사가 총 6명의 임기를 각기 달리 하여 매년 혹은 6개월마다 임시 주총을 통해 이사가 1명씩만 교체
- 이 경우 주주들은 한 번의 주총(임시주총)에서 단 1명의 이사 후보에게만 표를 집중할 수 있음
- 이 경우 소액주주가 표를 집중할 수 있는 대상이 제한되어 집중투표제의 실효성은 무력화(오른쪽 하단 그림 예시)

■ 집중투표제와 감사 분리선임 확대 동시 적용 필수

- 이를 방지하기 위해 감사 분리 선출 확대도 동시에 적용 필요
- 기존에 감사위원 중 최소 1명만 주주총회에서 따로 뽑았으나 이번 상법 개정은 감사위원 2명 이상 혹은 전원을 주주총회에서 따로 선임해야 함
- 이 과정에서 최대주주와 그 특수관계인은 감사위원 선임 시 의결권을 3%까지만 행사 가능

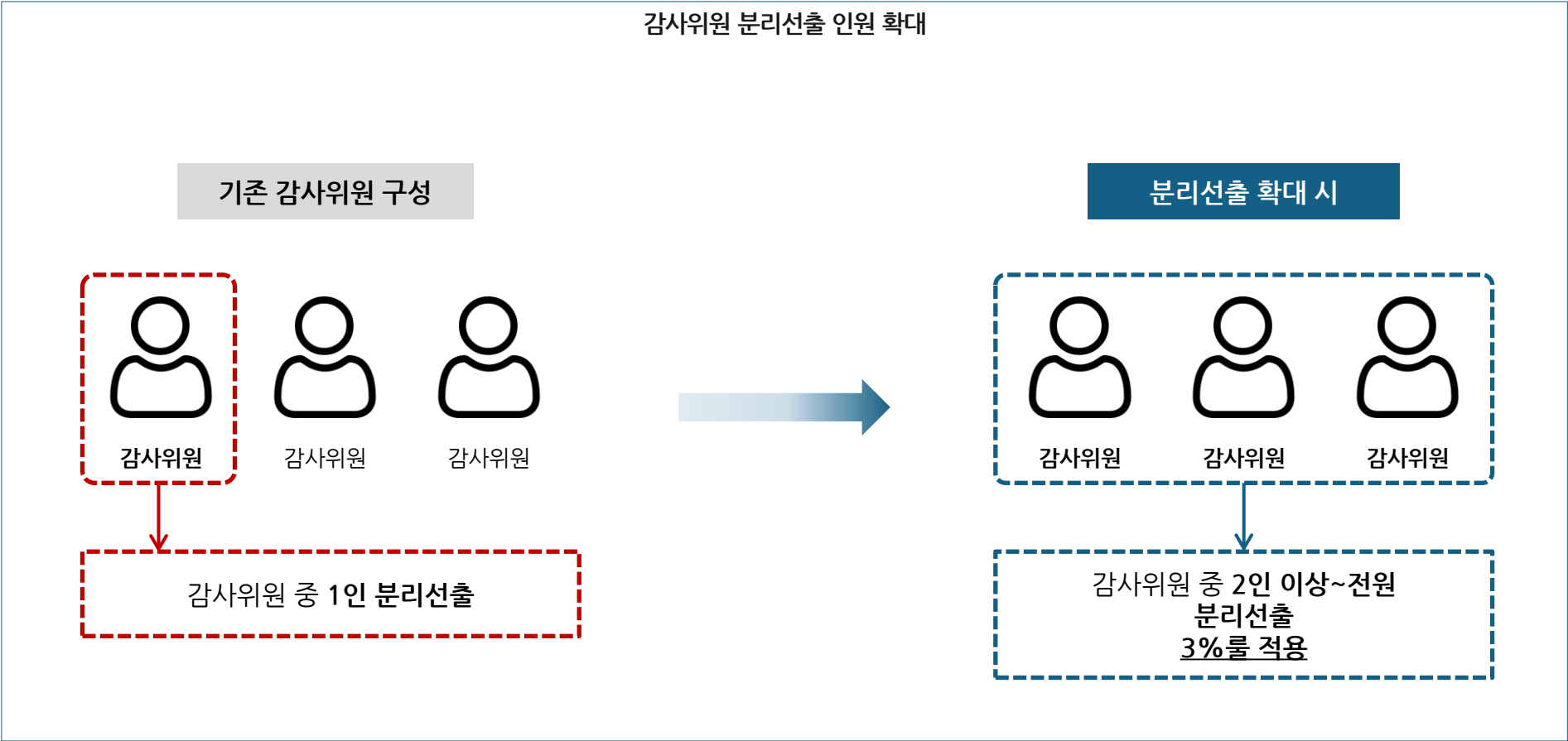


자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

감사위원 분리선출 인원 확대



자료: DS투자증권 리서치센터

디스커버리 제도 도입 필수

- 디스커버리 제도 도입 없이 ‘주주충실 의무’는 단순히 선언적 한계에 봉착할 것
 - 한국은 소송의 원고인 피해 주주들에게 모든 입증 책임이 있음
 - 일반 주주는 외부 공시 자료 외에는 회사 내부 자료에 접근 불가
 - 회사 대응은 ‘경영상 판단이었다’고 주장하면 그만이며 영업 비밀로 자료 제출 거부할 수 있음
 - 반면 미국을 포함한 선진국은 소송 개시와 더불어 양측이 가진 증거를 모두 공개하는 증거개시제도 도입
- 이재명 대선 후보 시절 ‘한국판 디스커버리 제도’ 도입 공약
 - 이재명 대통령 공약 ‘한국판 디스커버리 제도’ 도입
 - 더불어 민주당 디스커버리 제도 발의(절차법)

한국에서 일반 주주가 기업에 소송을 건다면	
항목	상황
증거 접근성	회사 내부 자료(이사회 회의록, 내부 평가보고서 등)에 접근 불가
주주 입증	소액주주는 외부 공시자료 외에는 증거가 거의 없음
회사 대응	"경영상 판단이었다"주장. 영업비밀 이유로 자료 제출 거부
재판 결과	입증 부족으로 패소 가능성 높음
시사점	충실의무는 선언에 불과, 사실상 실효성 없음

자료: DS투자증권 리서치센터

미국의 디스커버리 제도	
항목	상황
증거 접근성	디스커버리 통해 이사회 회의록, 이메일, 내부 보고서 확보 가능
주주 입증	기업 자산평가 자료, 할인율 적용 근거 등 확보 → 의심 정황 입증
회사 대응	"대주주 영향 받지 않았다" 해명 시도, 그러나 내부 이메일로 반박
재판 결과	이사의 충실의무 위반 인정, 배상 책임 발생 가능성 높음
시사점	충실의무 조항이 실질적인 책임 추궁 수단으로 작동함

자료: DS투자증권 리서치센터

‘자사주 소각 의무화’ 상법 개정 발의

▪ 더불어 민주당 ‘자사주 소각 의무화’ 추가 상법 개정 발의 예정

- 24일 기준 3건의 자사주 소각 의무화 관련 개정안이 접수 상태
- 신규 매입 자사주 뿐만 아니라 기존 보유 자사주에 대한 소각 의무화 포함
- 신규 매입 자사주는 매입 후 법안 별로 ‘1년’ 또는 ‘6개월’ 내 소각 의무화이며 총 주식수의 100분의 3 미만일 경우 기한을 ‘2년’으로 연장하는 안건도 존재
- 공포 후 6개월의 유예기간

▪ 국민의 힘에서 절충안 제시할 가능성 존재

- 7월 11일 국민의 힘과 관련 법안에 대한 공청회 실시
- 신규 자사주에 한에서만 소각 의무화 절충안 제안 가능성
- 유예기간도 6개월 아닌 1년으로 연장 등의 절충안 가능성 거론

기존 자사주도 소각 대상에 포함

상법 일부개정법률안

상법 일부를 다음과 같이 개정한다.

제3편 제4장 제13절에 제542조의14를 다음과 같이 신설한다.

제542조의14(자기주식의 취득 및 처분) ① 상장회사가 제341조 및 제41조의2에 따라 자기주식을 취득하는 경우 취득일부터 1년 이내에 제343조의 방법으로 처분하여야 한다.

제2조(상장회사의 자기주식에 관한 경과조치) 이 법 시행 전에 상장회사가 보유한 자기주식은 제542조의14의 개정규정에 따른다.

자료: 국회, DS투자증권 리서치센터

6개월 유예기간 적용

제1조(시행일) 이 법은 공포 후 6개월이 경과한 날부터 시행한다.

자료: 국회, DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 1) 경영권 분쟁 기업 중 2대주주의 영향력 증가

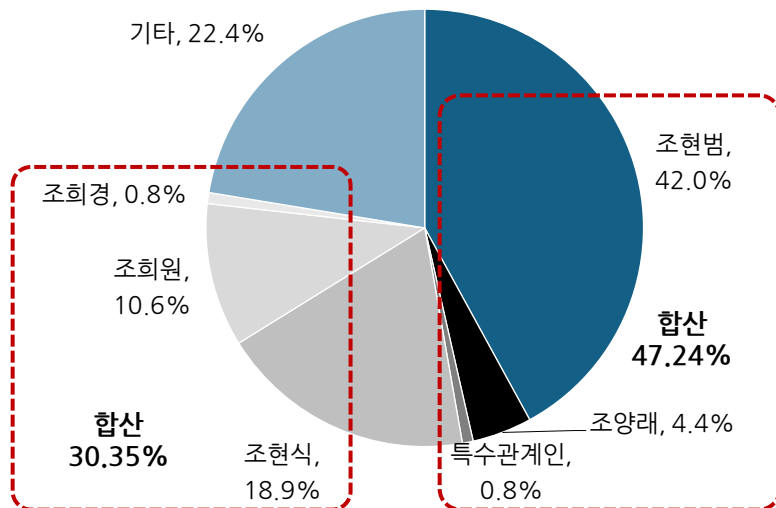
■ 지배주주의 이사 선임에 대한 독점 제한

- 집중 투표제는 사실상 '보유 주식수 만큼'의 의결권을 보장받는 기본 원칙이 약화
- 이에 대한 논란은 가중될 수 있으나 이로 인해 최대주주의 영향력은 축소
- 또한 2대 혹은 3대주주가 일반주주와 결탁할 경우 보유주식수 대비 영향력이 높아지는 효과 발생

■ 경영권 분쟁이 촉발한 기업들은 해당 법안 통과 시 분쟁 재발 가능성 존재

- 한국엔컴퍼니의 경우 조현범 회장의 반대 세력인 조현식과 그의 우호 세력 지분율이 높아 분쟁 재발 가능성
- 모든 시나리오 하에서도 조현식 측이 이사 1명 선임은 확실시
- 그 밖에도 한진칼, LS, 한미사이언스, 금호 석유 등도 분쟁 재발 가능성 존재

예시) 한국엔컴퍼니 지분구조도: 조현범 Vs 조현식



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

3명 사외이사 선임 시 시나리오 분석 (한국엔컴퍼니)

선임 이사 보팅에 대한 시나리오	결과
조현식과 일반주주 이사 1명 몰표, 조현범 3명 분산	조현식 측 1명 선임, 조현범 2명
조현식과 일반주주 이사 2명 분산, 조현범 3명 분산	조현식 측 1명 선임, 조현범 2명
조현식과 일반주주 이사 1명 몰표, 조현범 2명 몰표	조현식 측 1명 선임, 조현범 2명

자료: DS투자증권 리서치센터 분석

상법 개정 영향 2) 자사주 소각 의무화 (코스피)

순위	Symbol	종목명	시가총액 (십억원)	자사주보유비율(%)
1	A001720	신영증권	2,298	53.1
2	A003120	일성아이에스	350	48.75
3	A004700	조광피혁	463	46.57
4	A078000	텔코웨어	140	44.11
5	A001270	부국증권	617	42.73
6	A008110	대동전자	158	33.36
7	A012160	영흥	63	32.71
8	A003570	SNT다이내믹스	1,739	32.66
9	A004990	롯데지주	3,084	32.51
10	A001560	제일연마	93	32.24
11	A000950	전방	60	32.17
12	A001070	대한방직	36	31.84
13	A007540	샘표	140	29.92
14	A363280	티와이홀딩스	173	29.79
15	A084010	대한제강	410	29.7
16	A003090	대웅	1,427	29.67
17	A009240	한샘	1,076	29.46
18	A015360	INVENI	369	28.65
19	A009270	신원	182	26.84
20	A016590	신대양제지	419	26.67
21	A085620	미래에셋생명	1,303	26.29
22	A003540	대신증권	1,379	25.12
23	A009290	광동제약	321	25.07
24	A120030	조선선재	127	24.9
25	A034730	SK	15,262	24.8
26	A003240	태광산업	1,161	24.41
27	A024090	디씨엠	155	24.32
28	A006800	미래에셋증권	11,463	22.98
29	A009680	모토닉	296	22.9
30	A000320	노루홀딩스	310	22.89

자료: DS투자증권 리서치센터
주: 1Q25 기준

상법 개정 영향 2) 자사주 소각 의무화 (코스닥)

순위	Symbol	종목명	시가총액 (십억원)	자사주보유비율 (%)
1	A115310	인포바인	188	51.45
2	A093520	매커스	335	44.38
3	A033200	모아텍	52	35.77
4	A073110	엘엠에스	59	34.97
5	A051390	YW	45	29.28
6	A000440	중앙에너지	98	28.8
7	A039340	한국경제TV	133	27.97
8	A066900	디에이피	49	27.55
9	A049960	셀바이오텍	128	27.19
10	A042420	네오위즈홀딩스	216	26.12
11	A052330	코텍	165	25.21
12	A027050	코리아나	114	24.5
13	A093190	빅솔론	121	24.4
14	A096240	크레버스	154	24.26
15	A069510	에스텍	190	22.91
16	A123040	엠에스오토텍	182	22.6
17	A007330	푸른저축은행	151	22.31
18	A166480	코아시스템온	101	22.14
19	A134060	이퓨처	21	20.73
20	A087600	픽셀플러스	59	20.62
21	A100030	인지소프트	58	19.91
22	A038950	파인디지털	38	19.68
23	A149980	하이로닉	95	19.61
24	A035890	서희건설	419	19.24
25	A056190	에스에프에이	865	18.94
26	A053610	프로텍	284	18.18
27	A052460	아이크래프트	42	18.14
28	A054040	한국컴퓨터	81	17.88
29	A004650	창해에탄올	97	17.45
30	A002230	피에스텍	85	17.27

자료: DS투자증권 리서치센터
주: 1Q25 기준

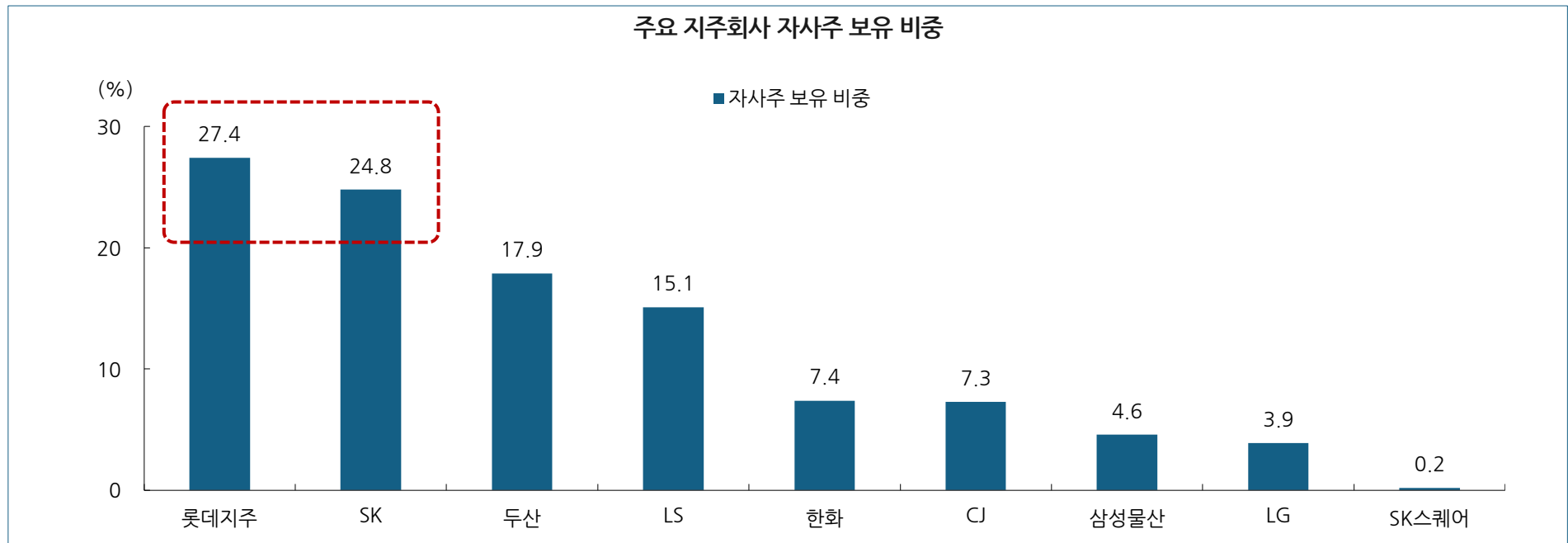
상법 개정 영향 2) 지주회사의 자사주 소각 증가

■ 법제화 시 주요 상장 지주회사 자사주 소각 가능성 높아

- 지주회사들 대부분 해당 법안 통과 시 자사주 소각 가능성 높아
- 다만 SK는 자사주 소각 시 과세 이슈 발생

■ 자사주 취득 배경 특이사항 → SK와 롯데지주

- SK의 자사주 24.8% 중 SK와 SK C&C의 합병 과정에서 발생한 자사주는 15% + 나머지 자사주는 시장에서 매입
- 분할 후 합병 과정에서 발생한 자사주는 소각 시 과세 대상
- SK는 자사주 15% 소각 시 법인세 최대 5,000억원 이상 발생
- 롯데지주는 롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데푸드, 롯데칠성음료 4개사 인적분할 후 투자부문 합병하여 자사주 확보
- 6월 26일 롯데물산에 5%를 매각



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 3) 오너가 보유한 내부거래 비중이 높은 기업도 주주 충실 의무 영향 예상

■ 내부거래 비율이 높은 기업은 개정안 영향 받을 것

- 과거 내부 거래는 문제가 발생할 경우에만 정부 기관이 조사
- 하지만 이번 개정 이후 ‘이사회가 거래 공정성 확보에 더 큰 책임’을 지게 될 것
- 특히 이들 기업 중 ‘지배주주의 개인 지분율이 높다면’ 충실 의무 적용 대상 가능성

■ 대표적인 기업 중 이재용 부회장이 3대주주로 있는 삼성SDS

- 상법 개정이 ‘이재용’ 회장이 SDS 지분을 매각하는 트리거가 될 가능성
- 매각 전 주가 부양 가능성 존재(현금성 자산 5~6조원 활용 가능성 대두)

오너 일가 보유한 내부 거래 매출 비중 높은 기업 리스트

기업명	내부 거래 매출 비중 (%)	대주주 지분율 (%)
삼성 SDS	71	9.2 (이재용)
현대오토에버	91	7.3 (정의선)
LG CNS	52	1.0 (구광모)

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 4) 모든 형태의 인적분할은 주주 충실 의무 적용 가능

■ 인적분할 목적별 구분

- 지주회사 전환 목적의 인적분할 → 모든 지주회사 + 최근 분할 철회한 파마리서치
- 계열분리를 위한 인적분할 → 잠재적 대상은 주 한화, 과거 LG그룹(LX)
- 합병 전 인적분할 → 밥캣 + 로보틱스 합병 전 에너빌리티 분할(실패)

■ 모든 인적분할 건에 대해서 주주 충실 의무 적용 가능

- 지주회사 전환 목적 → 1) 대주주 개인의 지배력 확대 문제, 2) 소액 주주 지배력 약화 문제
- 계열 분리 목적 → 1) 형제간의 재산 분할을 위한 사적 목적, 2) 소액주주 이익 보전 필요
- 합병 전 인적 분할 → 1) 분할 후 합병 과정에서 각 회사 주주들의 이해 상충 문제, 2) 총수 일가가 보유한 지주회사의 지배력 증가 문제

인적분할 목적별 정리 및 잠재적 대상		
인적분할 분류	주주충실 의무 관련 쟁점	잠재적 대상 Or 철회 기업
지주회사 전환 목적의 인적분할	1.현물출자 신주 발행 과정에서 대주주 개인의 지배력 강화 문제 2.분할 과정에서 일반주주 지배력은 약화되는 문제	파마리서치
계열 분리를 위한 인적분할	1.형제간의 재산 분할을 위한 사적 목적이면 문제 2.소액주주 이익 보전해주지 않는다면 어려울 것 (100% 공개 매수 등)	한화
합병 전 인적분할	1.분할 후 합병 과정에서 각 회사 주주들간의 이해상충 발생 2.총수 일가가 지배하고 있는 지주회사의 지배력 증가 시 문제	두산 에너빌리티 (밥캣+로보틱스)

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

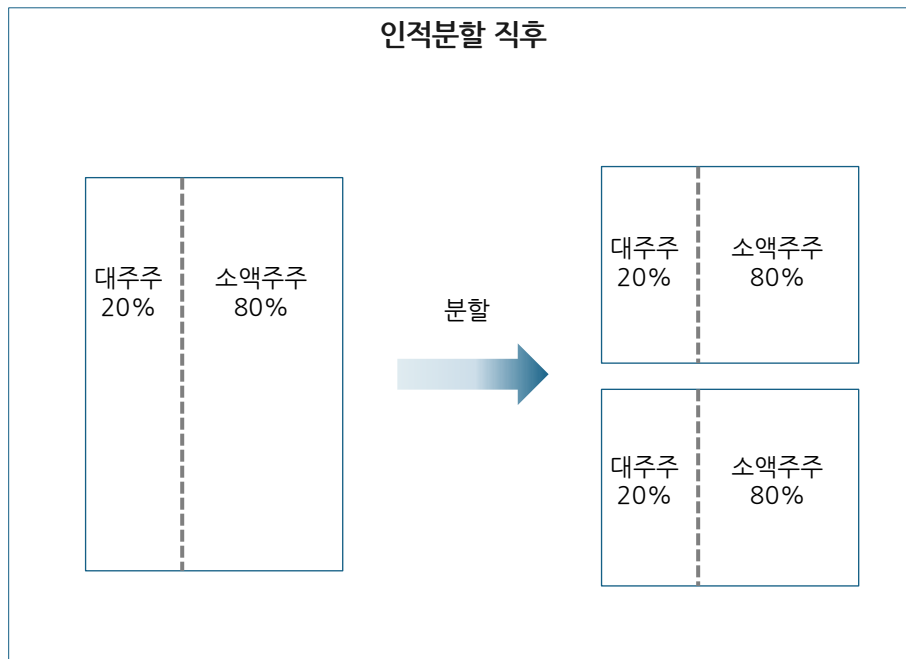
상법 개정 영향 4) 인적분할을 통한 지주회사 전환은 주주 충실 의무 적용 대상

■ 인적 분할 후 현물 출자 과정에서 소액주주의 지배력 약화 명백

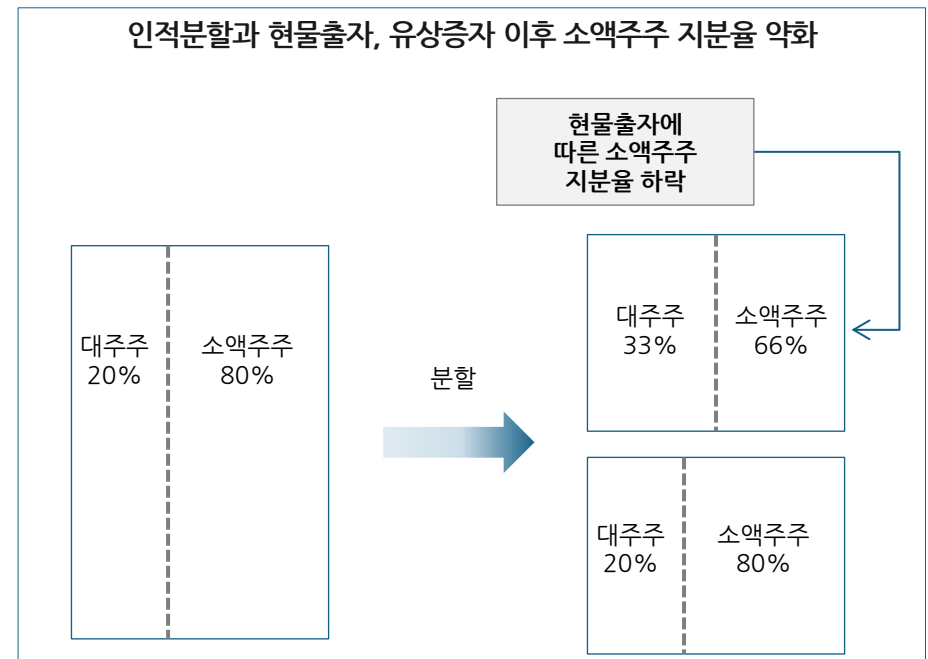
- 현물 출자 과정에서 소액주주는 사업 실체가 없는 지주회사 주식을 받으려는 유인 없음
- 반면 주가보다 지분율이 중요한 대주주는 현물 출자 유인이 높아 설립되는 지주회사에 대한 소액주주 지배력 약화
- 대주주는 지주회사가 주가가 하락할 수록 유리
- 인적분할 후에 기업가치가 1+1=2가 아닌 이유

■ 최근 파마리서치의 인적 분할 철회 시사점

- 인적분할 자체는 일반 주주의 지배력 변화 없음
- 다만 대주주의 현물출자와 지주회사의 유상증자 과정에서 소액주주의 지배력은 크게 약화
- 상법 개정 직후 파마리서치가 인적 분할을 철회한 이유 → 대주주와 소액주주의 이해 상충 발생 가능성 높기 때문



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

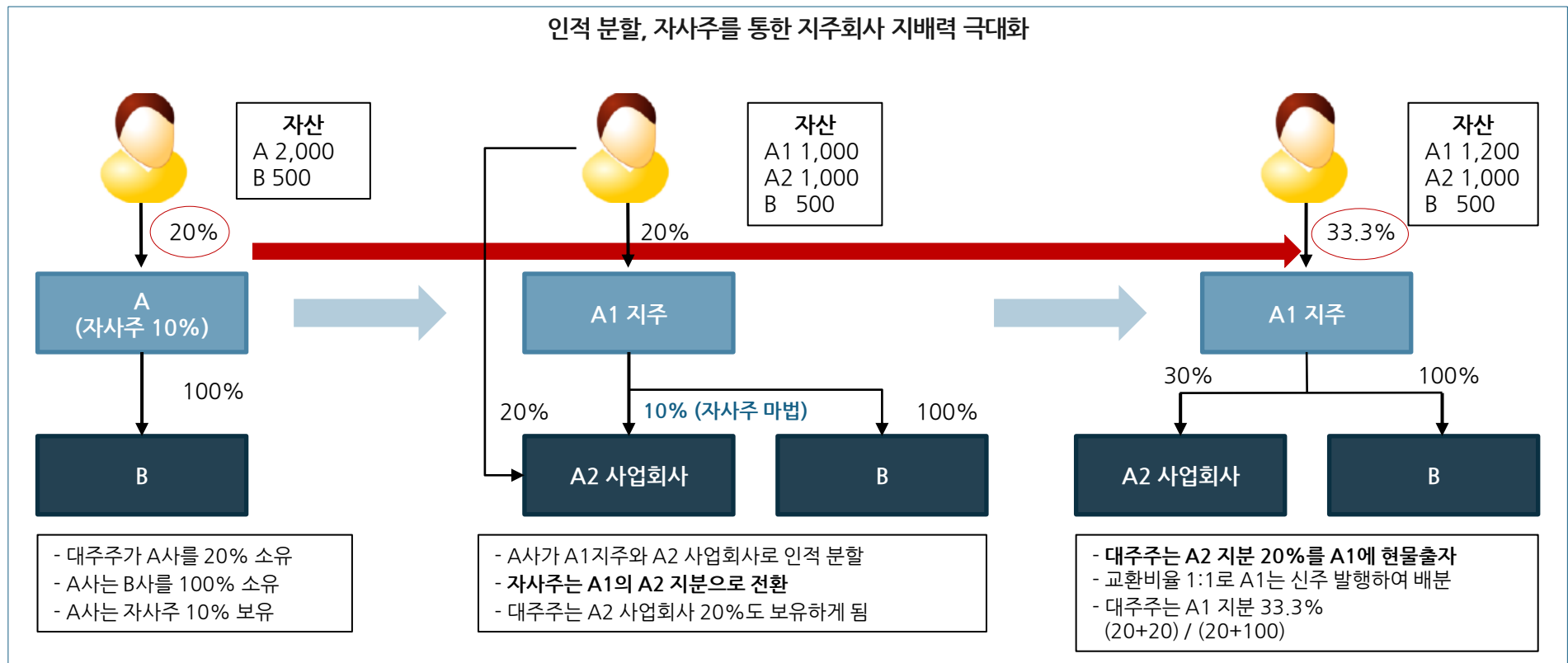


자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 4) 인적분할을 통한 지주회사 전환은 주주 충실 의무 적용 대상

■ 인적 분할을 통해 지주회사 전환은 주주간 이해상충 발생으로 주주 충실 의무 적용 가능성 높음

- 인적분할 거래의 목적은 적은 자본으로 총수의 회사 지배력 확대
- 주주 충실 의무 위반 포인트는 분할과 현물출자, 신주 발행 등의 행위가 1) 대주주 개인의 이익을 위해서 사용된다는 점, 2) 일반 주주의 지배력이 약화된다는 점
- 일반주주는 당연히 현물 출자 과정에서 지주회사 주식을 받으려 하지 않을 것 → 따라서 일반 주주의 지배력 약화 발생
- 특유의 디스카운트와 오너 일가의 상속 승계를 위한 노력으로 설립되는 지주회사 주가 장기간 하락 $\Rightarrow 1+1=2$ 가 아닌 상황 발생



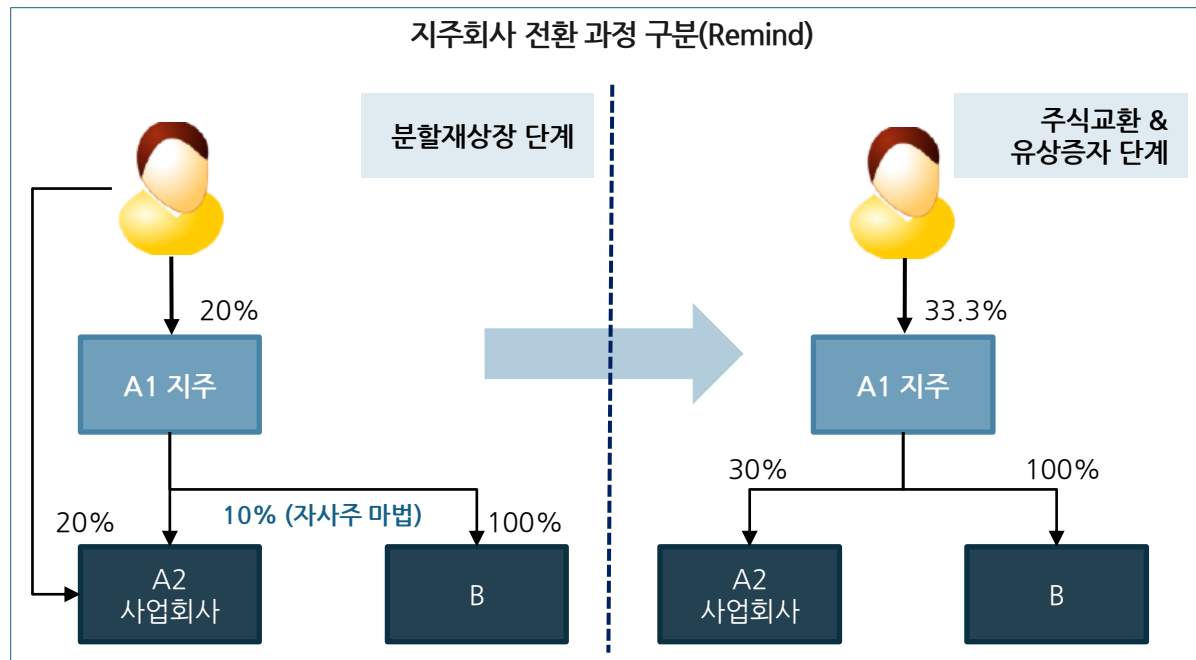
자료: DS투자증권 리서치센터

참고) 지주회사 전환 과정에서 주가 조작 사례

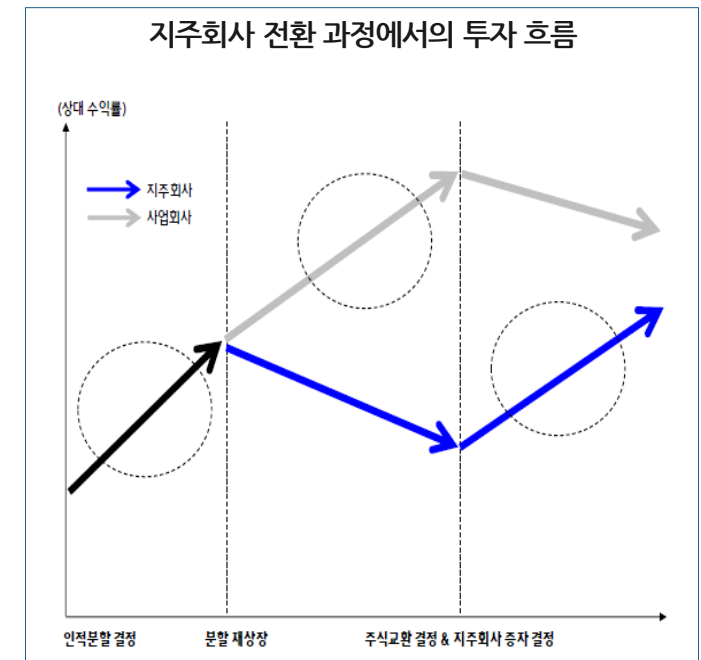
▪ 인적분할을 통한 지주회사 전환 과정에서 주가 Manipulation 다수 발생

▪ 분할 재 상장 ~ 주식교환 : 사업회사의 주가 부양

- 대주주가 자신이 가진 사업회사의 지분을 지주회사 지분과 교환할 시, 사업회사의 가치가 더 높이려는 유인 존재
- 이를 통해 유리한 교환 비율로 인해 자신에게 돌아가는 지주회사의 주식을 더 많이 확보할 수 있음
- 이에 따라 대주주는 분할 재 상장~주식교환 단계에서 사업회사의 가치를 증대하려는 유인 존재



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 4) 계열 분리를 위한 인적분할도 주주 충실 의무 적용 가능

■ 주 한화는 중장기적으로 형제간 계열분리를 위한 인적분할 시도 가능

- 주 한화에 대한 삼형제의 지배력을 강화 시킨 후 인적분할을 통해 제조, 금융, 유통의 계열 분리 작업 전망

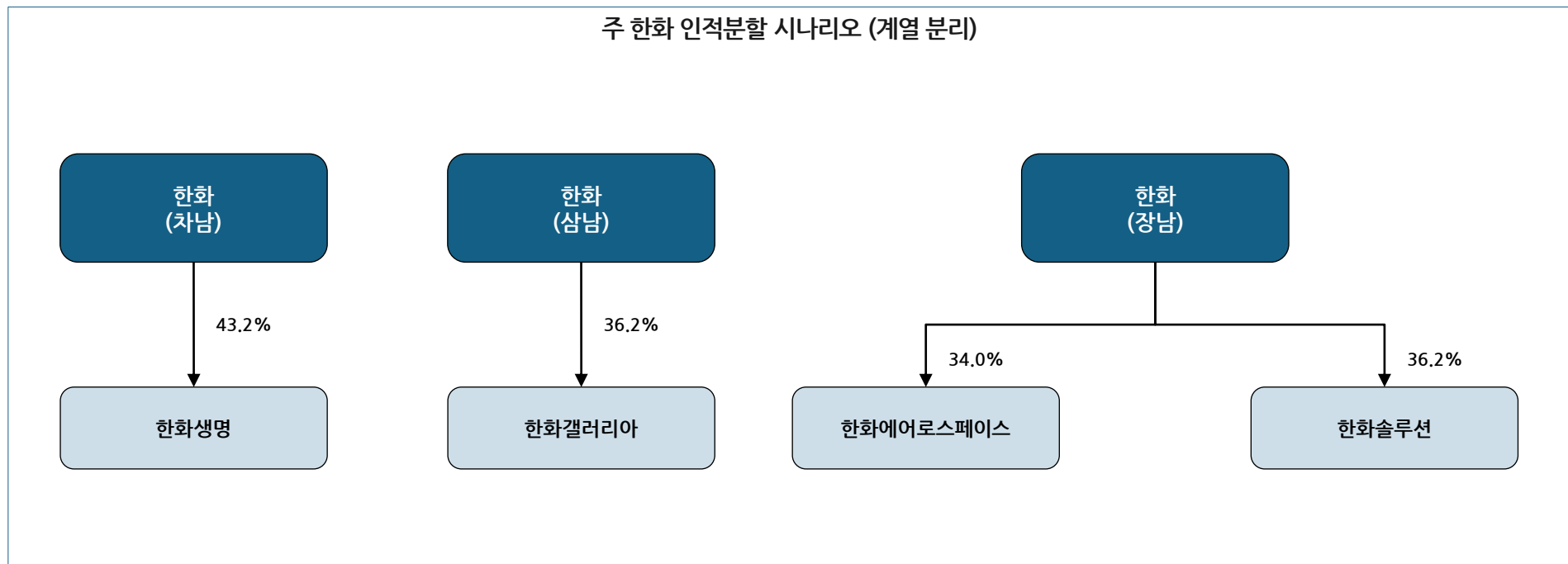
■ 계열분리 전 주 한화 소액주주들의 100% 공개 매수 혹은 정당한 보상 요구 가능성

- 사적인 목적의 계열 분리는 총수의 이익을 위한 것으로 일반 주주 이익에 부합하지 않거나 반할 수 있다고 판단할 수 있음

- 따라서 일반주주와 대주주와의 이해상충 발생

- 해소 방법은 1) 일반 주주의 주식을 100% 공개매수하는 방법

- 2) 혹은 미국의 MoM (Majority of Minority) 처럼 분할 과정에서 독립이사 혹은 일반주주만 의사 결정할 수 있는 구조를 확보하는 것



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 5) 지주회사의 자회사 중복상장 가능할까?

■ 1+1=2가 아니라 1+1=1이 계속 허용될까?

- 대표적으로 LG엔솔을 100% 보유했던 LG화학의 사례
- 엔솔이 100% 자회사였던 당시 LG화학 PBR 3배
- 상장 이후 81.4% 지분을 보유하고 있음에도 현재 PBR 0.6배

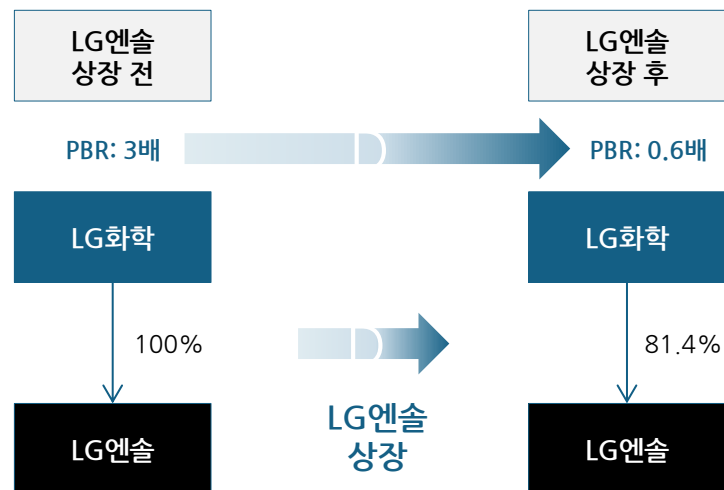
■ 비상장 자회사 상장 시도 시 주주 충실 의무 적용될 가능성 높아

- 이미 비상장 자회사의 상장 이후 지주회사의 시가 총액 감소는 곳곳에서 확인

■ 일본 도쿄 거래소는 모회사가 자회사를 별도 상장하는 것에 대해 신중한 접근을 권하는 거버넌스 지침 발표

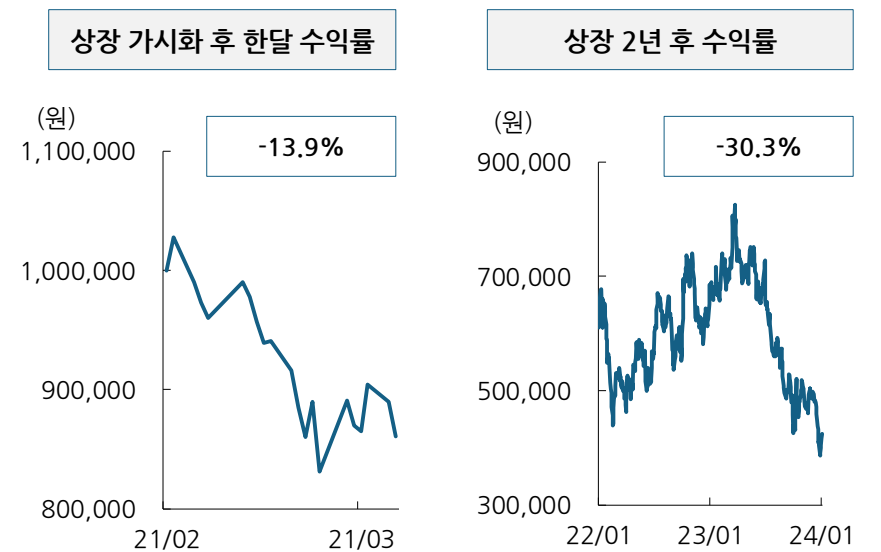
- 이후 지주회사인 NTT가 NTT 도코모, NTT 데이터 등을 비상장 완전 자회사로 전환

중복 상장의 대표적인 주가 하락 사례



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

LG화학의 LG엔솔 상장 가시화 후 주가 수익률 및 상장 이후 수익률



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

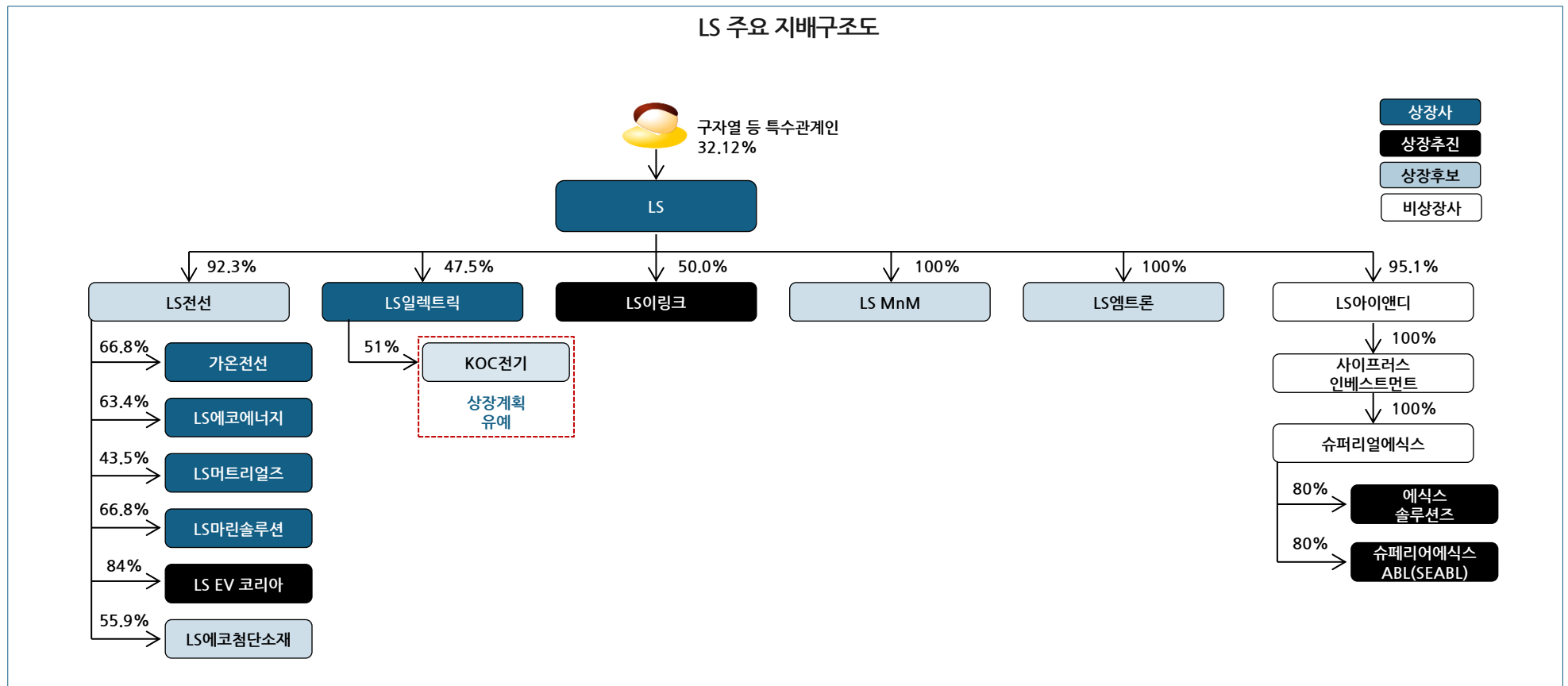
상법 개정 영향 5) 지주회사의 자회사 중복상장 가능할까?

■ LS그룹은 다수의 자회사 상장 계획 철회 압력 높아질 것

- LS EV 코리아, KOC 전기, LS 이링크, 에식스솔루션즈, 슈퍼리어에식스 상장 추진
- 이외에도 LS전선, LS에코첨단소재, LS MnM, LS엠트론 등도 상장 후보

■ KOC 전기는 상장계획 유예, 에식스솔루션즈는 상장 추진

- KOC전기는 상장계획을 유예했지만 에식스솔루션즈는 언론 보도에 따르면 상장을 추진 중



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

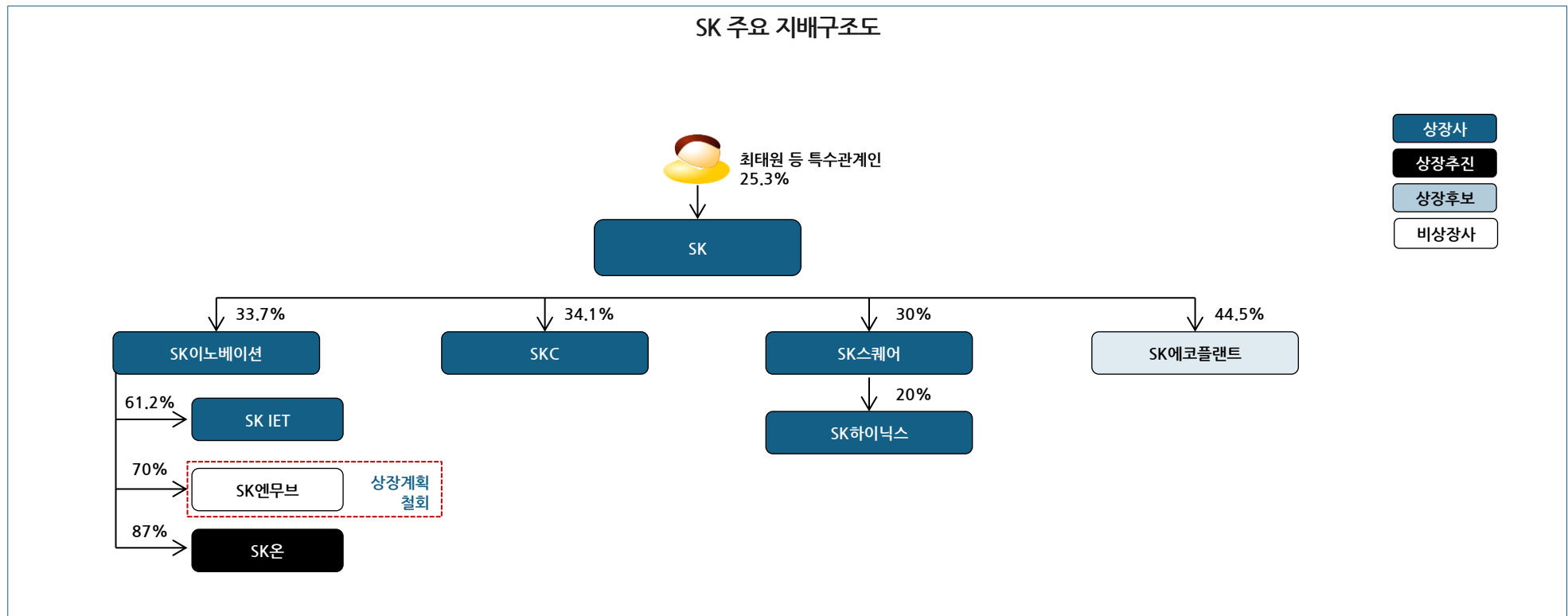
상법 개정 영향 5) 지주회사의 자회사 중복상장 가능할까?

■ SK엔무브, SK온, SK에코플랜트 상장 추진 및 계획도 차질 전망

- SK엔무브, SK온 상장 추진
- SK에코플랜트는 2026년 7월까지 IPO를 약속 받고 투자를 받아 옴

■ 최근 '중복상장' 이슈 불거지며 'SK엔무브' 상장 철회

- SK 그룹은 SK이노베이션의 자회사이자 윤활기유 생산기업 SK엔무브 상장을 추진했으나 거래소가 요구한 '중복상장에 따른 주주 보호안'을 제시하지 못하며 철회



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 6) 불합리한 계열사간 포괄적 주식 교환 & 합병 가능할까?

■ 국내는 대부분 계열사간 합병이기 때문에 문제가 발생

- 대부분 지배주주의 지분율이 높은 쪽으로 합병 비율이 유리하게 책정
- 주주 충실 의무 도입 전 합병 자체는 회사의 손해(회사에 대한 충실 의무)를 유발하지 않아 자본시장법상 산식만 준수하면 특별한 장애 요인은 없음
- 주주 충실의무는 없었기 때문에 합병 비율이 피인수 기업 주주에게 손해가 발생해도 처벌 근거 없음

■ 상법 개정 후에는 ‘이해상충 해소 절차 위반’, ‘주주 가치 훼손 금지 의무’ 등의 위법 여부가 중요

- 1) 합병 비율이 ‘대주주에게 유리’하고 피인수 기업 소액주주의 가치가 훼손되거나, 2) 염가에 소액주주를 스쿼즈 아웃 (축출) 시키는 경우가 해당
- 계열사간 합병에서 대주주는 정보와 권한을 독점한 상태에서 거래가 진행되는 것이 고려될 전망
- 특히 합병 상대가 지배주주의 지배 하에 있는 회사일 경우, 지분율의 불균형으로 인해 일반 주주에게 발생할 수 있는 손해 역시 중요한 고려 요소가 될 전망
- 주인이 없는 회사(가령 은행계 지주사)도 모회사가 된 후 교환 거래의 정보와 권한을 독점하기 때문에 이에 따른 소액 주주 손실도 고려될 전망

하나금융의 외환은행 인수 과정에서 외환은행 주가 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

두산 밥캣과 두산 로보틱스의 포괄적 주식교환 시도



자료: DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 6) 불합리한 계열사간 포괄적 주식 교환 & 합병 가능할까?

■ 소액주주 염가 축출의 문제

- A사가 B사에 대한 주총 특별 결의가 가능할 정도의 지배지분 보유 후 B사 일반 주주 축출
- 현금 교부를 통한 스쿼즈 아웃(소액주주 축출)은 95% 지분이 되어야 실행 가능
- 반면 포괄적 주식 교환은 주총 특별 결의 수준 지분으로도 자회사의 일반주주 축출 가능(출석한 주주의 3분의 2 이상 찬성 + 발행 주식 총수의 3분의 1 이상)
- 과거 하나금융이 외환은행 지분 57%를 보유한 상태에서 외환은행에 대해 포괄적 주식 교환을 통해 소액주주 축출(외환은행을 100% 자회사로 편입)
- 당시 외환은행 소액주주들이 위헌 소송 제기
- 소송의 내용은 1) 주식 교환 제도에 관한 상법 조항, 2) 교환비율에 관한 자본 시장법 조항이 위헌이라고 소헌 제기
- 하지만 재판소는 둘 다 합헌이라고 판단

■ 현재의 '주주충실 의무'가 적용될 경우 → 하나금융의 외환은행 인수 사례

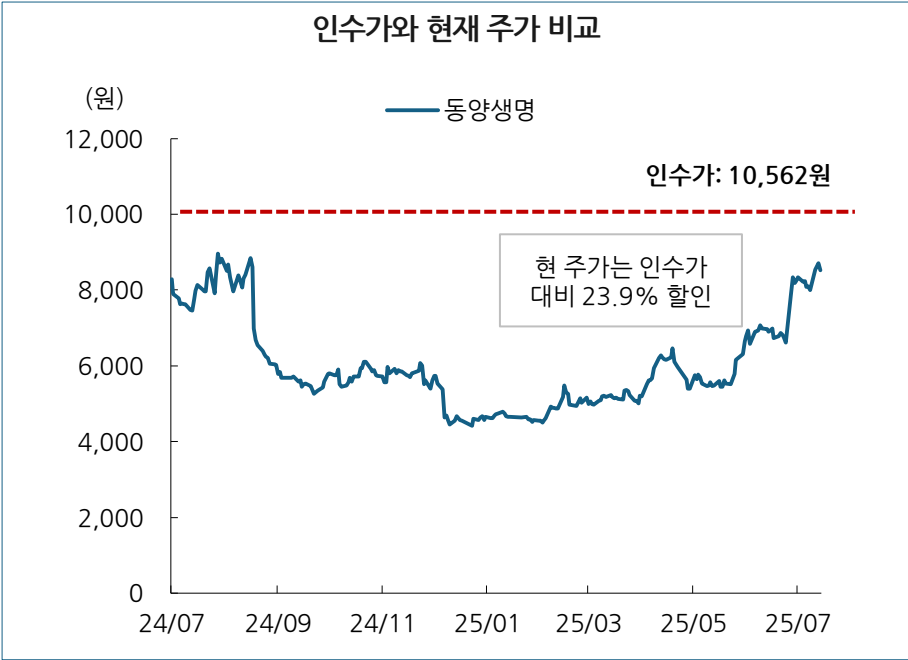
- 상법 개정 '주주충실 의무'에 따라 법원의 판단은 '형식적 절차 중시 (자본시장법에 따른 시가 적용 등)에서 '실질 공정성 중심'으로 전환
- 1) 교환비율 산정 과정의 외부평가기관 검토를 포함한 실질적 공정성, 2) 소액주주에 대한 정보 제공의 성실성, 3) 대체 수단의 유무 (현금 선택권) 등을 고려
- 외환은행이 하나금융의 자회사이고 하나금융 최고 경영진들이 교환거래의 정보와 권한을 독점한 상태에서 잔여 지분 주식 교환이 거래된 것을 고려하게 됨
- 다시 말해 하나금융의 최고 경영진이 사실상 양쪽 (하나금융과 외환은행)의 입장을 동시에 조율하고 있어서 실제로는 양쪽을 동시에 대리하는 것과 같은 이해충돌 상황이 발생하며 이 상황에서 잔여지분 주식 교환이 이루어진 것으로 판단할 것 → 다시 말해 외환은행의 소액주주 손실에 대해서 보다 폭 넓게 검토하게 됨

최근 Case) 우리금융의 동양생명의 잔여 지분 인수

- 우리금융은 세 가지 선택지를 보유
 - 공개 매수
 - 현금청산 스쿼즈 아웃
 - 현재 주가에서 포괄적 주식 교환
- 각 선택지의 주주 충실 의무 위반 여부
 - 시장가 대비 프리미엄 지급 공개 매수 → 주주 충실 의무 위반 분쟁 가능성 낮음
 - 95%까지 지분 확대 후 시가 현금청산 스쿼즈 아웃 → 주주 충실 의무 위반 분쟁 가능성 높음
 - 주총 특별 결의 후 현재 주가에서 포괄적 주식 교환 → 실질적 공정성 (교환비율), 소액주주 보호 장치 등이 고려될 전망
- 주주 충실 의무 도입으로 우리금융의 동양생명 인수의 가장 안전한 선택은 프리미엄 지급 공개매수

우리금융의 동양생명 인수 개요	
구분	내용
인수 금액	1조 2,840억원
주당 단가	10,562원
취득 지분율	75.34%
프리미엄	53.5%

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 7) 상장사와 비상장사 합병 시 PBR 1배 미만에서 가능할까?

■ 상장사인 CJ와 비상장 올리브영 합병 시나리오 Case

- 올리브영 가치 7조원시 PBR 7배, CJ PBR 0.80배 (Trailing 기준)

■ 자본시장법 시행령에 따라 PBR 1배 이상에서 합병이 이뤄질 가능성 존재

- 자본시장법 시행령 제 176조의5 제 1항 2호에 따르면 상장사와 비상장사 간 합병에서 상장사 시가가 PBR 1배 미만이면 PBR 1배로 합병비율을 정할 수 있음

■ 사례: 동원산업

- 코스피 상장사 동원산업과 비상장사 동원엔터프라이즈 간 합병 당시 '기준시가'로 합병하여 동원산업과 동원엔터프라이즈 합병 비율 1:3.838553으로 산정

- 결국 소액주주 반발에 합병비율을 '자산 기준'으로 재산정하여 합병 가액 53%로 상향하여 합병비율을 1대 2.7023475으로 정정

상장사와 비상장사 합병 관련 자본시장법 시행령

자본시장법 시행령 제176조의5 제1항 2호

상장사와 비상장사 간 합병에서 상장사 시가가 PBR 1배 미만이면
PBR 1배로 합병비율을 정할 수 있음

자료: DS투자증권 리서치센터

동원산업의 합병 사례

동원산업·동원엔터프라이즈 합병 논란 쟁점은

송고 2022-04-23 07:05

합병가액 산정 두고 "소액주주에 불리" 지적
소액주주·기관투자가 "지배주주 이익 위해 합병비율 왜곡"
동원산업 "경영 효율성 제고 목적...법적 문제 없어"



동원산업, 소액주주 반발에 결국 합병비율 조정...합병가액 53% ↑

자료: DS투자증권 리서치센터

상법 개정 영향 8) 배당과 주주 충실 의무

■ 배당은 회사의 자금 유출 → 상법 개정 이전 과소 배당은 ‘회사에 대한 충실’ 의무 위반이 아니기에 문제 없었음

- 하지만 주주 충실 의무 도입 후 회사 잉여금에 대한 현금 유보 혹은 배당에 대한 원칙 수립 필수
- 그렇지 않을 경우 일반주주는 과소 배당으로 주주 가치 훼손에 의한 주주 충실 의무 위반을 주장할 수 있음
- 따라서 상당수 기업들이 향후 내부 투자 수익률과 자사주 매입/소각, 배당 수익률을 비교하여 결정하는 대원칙 수립 후 주주들에게 공개 필요
- Best practice는 메리츠금융지주

메리츠금융지주 자본배치 정책 기준

기업가치 제고를 위한 목표설정

핵심지표: 총주주수익률(TSR)	실행지표: 주주환원율
기업가치 제고 계획 핵심지표로 ‘총주주수익률’ (Total Shareholder Return) 선정, 주주가치 극대화를 위한 기업 경영	2023회계연도부터 중기 실행지표로 ‘주주환원율’ (자사주 매입·소각 + 배당) 선정

[내부 투자수익률, 자사주 매입·소각 수익률, 현금배당 수익률]

3가지 수익률을 비교하여 자본 배치를 결정

① 내부 투자 vs. 주주환원

② 자사주 매입·소각 vs. 현금배당

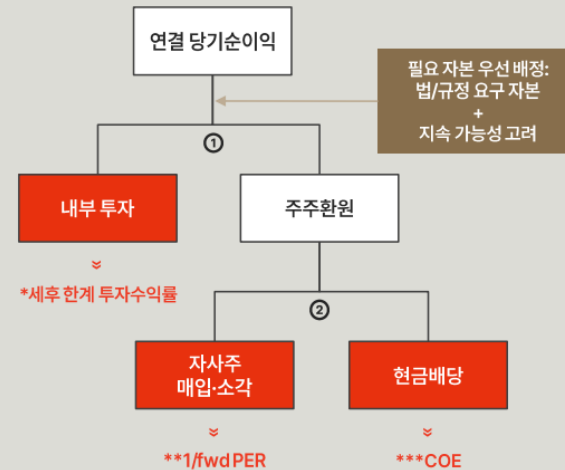
* 주주환원의 수익률은 자사주 매입·소각과 현금배당 수익률 중 높은 것

*세후 한계 투자수익률: 투자한 자본의 세후 수익률
e.g.) 내부 유보이익 1조를 투입해 세후 당기순이익이 1,000억 증가하면 세후 한계 수익률은 10%

**1/fwd PER: 자사주 매입·소각 수익률은 자사주 매입·소각을 통해 주식이 감소함에 따른 미래 주당 배당금의 현재가치 증가를 의미하며, 실질 수익률과 차이가 있을 수 있지만 당사는 이를 forward PER의 역수로 계산하여 의사결정
e.g.) fwd PER이 5배이면, 자사주 매입·소각 수익률은 1/5, 20%로 계산할 수 있음

***COE(Cost of equity): 시장에서 보는 메리츠금융지주 주식의 요구수익률
e.g.) 주주가 당사에 투자했을 때 기대하는 최소한의 수익률, 금리와 시장 환경에 따라 변하지만 이론적 COE를 바탕으로 당사는 약 10%가 적절하다고 생각

목표달성을 위한 자본 배치 Mechanism



* 각 변수의 수익률은 실질 수익률과 차이가 있을 수 있으며, 당사가 의사결정에 활용하는 지표임

지주회사의 설립 목적과 모순

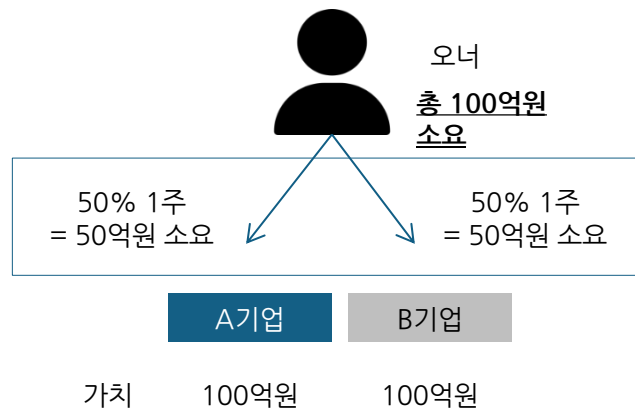
■ 순환출자 해소를 위해 1999년 지주회사 허용

- 99년 이전까지 지주회사는 '적은 자본'으로 '여러 회사'를 지배할 수 있어 금지
- 99년 허용의 목적은 순환출자 해소
- 자산 총액의 50% 이상이 다른 회사 지분이면 지주회사 전환

■ 그룹의 오너는 '적은 자본으로 그룹을 지배'할 수 있게 됨

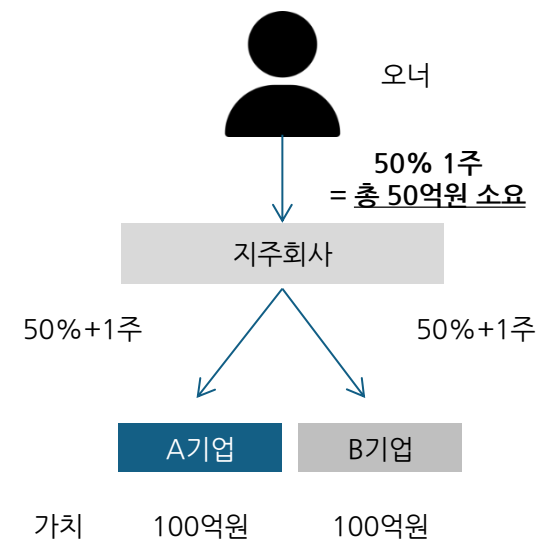
- 적은 자본으로 지주회사를 통해 많은 자회사를 거느리며 그룹을 지배하는 수단
- 또한 주식 교환 방식을 통해 지주회사 전환에 부과되는 '양도소득세 이연' 혜택도 받게 됨

지주회사가 없을 경우 오너의 그룹 지배 비용 증가



자료: DS투자증권 리서치센터

지주회사로 오너의 그룹 지배 비용 감소



자료: DS투자증권 리서치센터

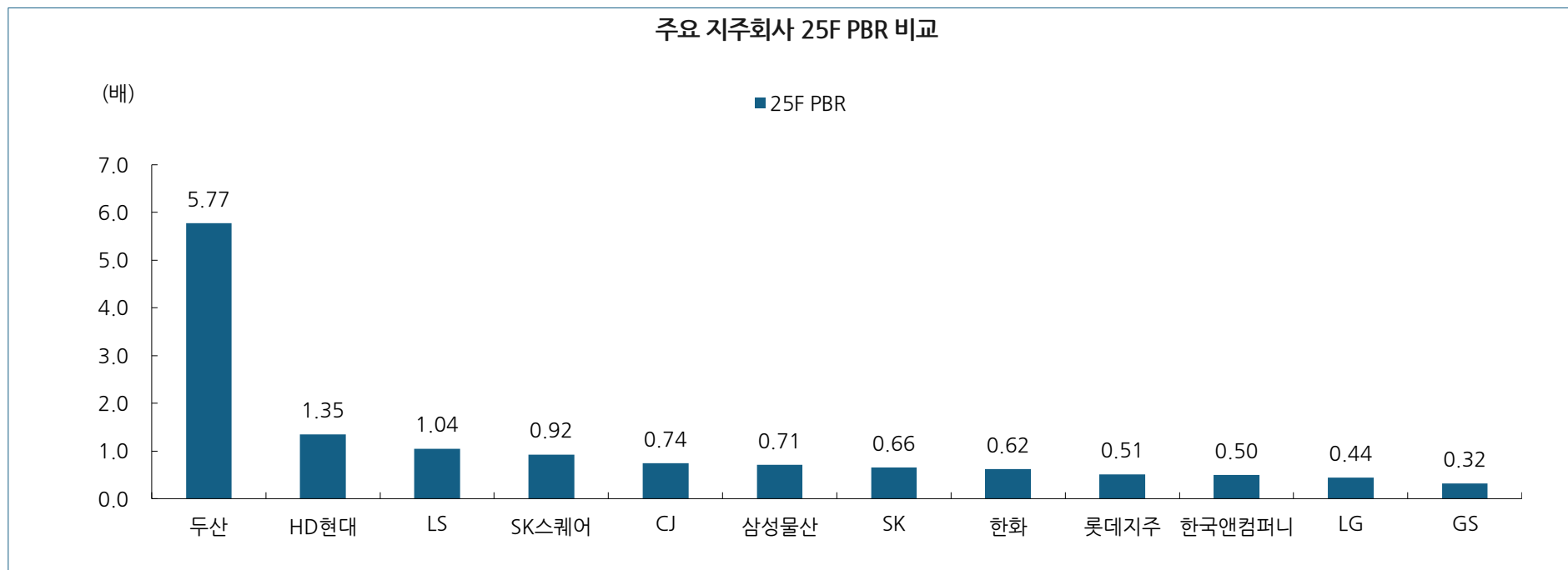
주요 지주회사 25F PBR 비교

■ 지주회사 저평가의 양면성

- 지주회사가 실제 가치(청산가치)보다 낮을 경우 오히려 적은 돈으로 더 많은 계열사에 대한 영향력 행사가 가능
- 지주회사의 시총이 자회사 기업 가치 합의 25%에 불과한 경우(PBR 0.25배), 100만원으로 지주회사 주식을 사면 400만원 어치 자회사를 매입하는 효과
- 또한 만년 저평가로 상속 증여에 유리하며 상속세율이 시가로 결정되기 때문에 상장폐지를 시키지 않는 이유

■ 집중투표제, 감사위원 분리 선출 확대 및 주주 충실 의무 도입으로 대주주에 대한 견제 높아질 것

- 상법 개정으로 1) 대주주의 영향력 감소, 2) 모,자회사 중복 상장 시도의 어려움, 3) 인적분할에 의한 신규 지주회사 설립의 어려움
- 경영권 지분에 대한 상/증여세 합리적 완화가 도입 될 경우 본격적인 Re-rating 시작될 전망



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

주: 롯데지주, 한국엔컴퍼니는 컨센서스 미존재하여 자체 추정치 사용

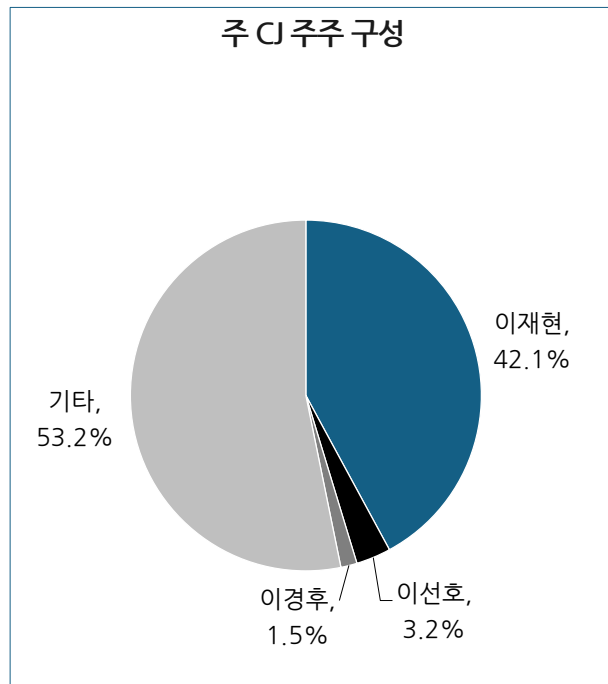
상속/증여세 완화는 지주회사 주가 상승에 큰 트리거가 될 전망

■ 경영권 승계 전 의도적인 주가 하락

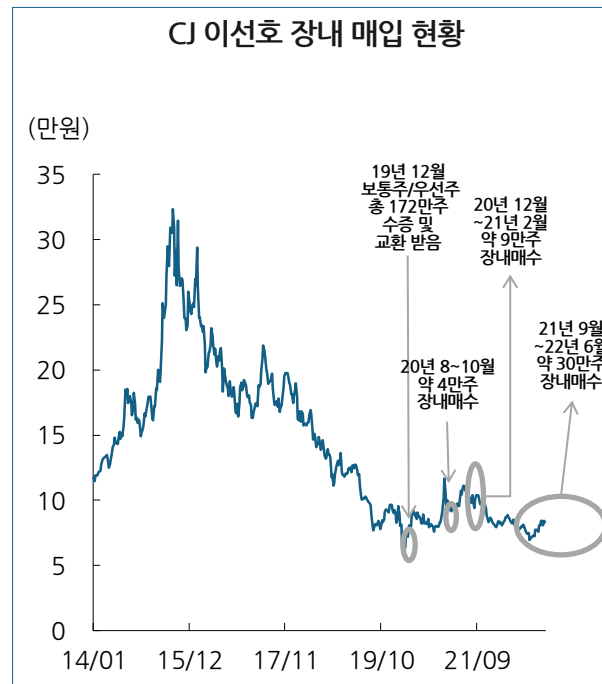
- 대표 사례 CJ그룹 2015~2023년
- 3세 이선희의 낮은 CJ 지분으로 지주회사 주가는 누르고 올리브영은 성장 시킴 (이선희의 올리브영 지분율은 11%)

■ 창업자 타계 직후 의도적인 주가 하락을 통해 상속세 규모 절감

- 창업자 타계 직후 의도적인 주가 하락은 다수 발견
- 그 이유는 상장 주식의 상속세 규모 산출 기준이 타계일 전과 후 2개월의 평균 종가이기 때문
- 기준일 이후 주가가 하락해야 상속세 규모가 절감됨
- 기준일 이후 주가 상승 유도하는데 그 이유는 대부분 상속세 납부를 위해 주식담보 대출을 받기 때문임 (주식담보 비율 문제)



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

상장 주식 관련 상속세 납부 산출 규정

상속세/증여세법 제 63조 1

평가 기준일 이전 및 이후 2개월간
의 최종 시세가액의 평균액

자료: 의안

상속증여세(세법)개정은 총 5단계에 걸쳐 진행

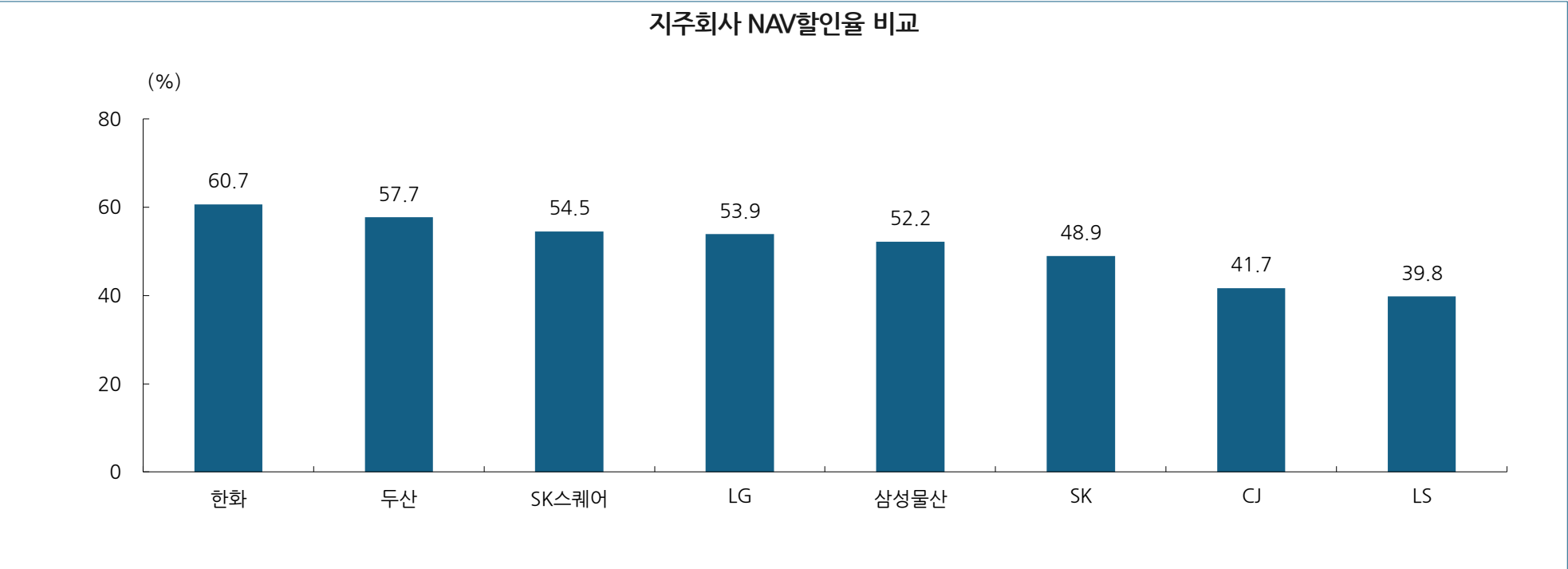
▪ 상속·증여세(세법)개정은 총 5단계에 걸쳐 진행

- 1) 정부(기획재정부)가 매년 7월 ~ 8월 초 세법 개정안을 발표
- 2) 입법예고, 부처 협의 등을 통해 각 부처 의견 수렴 후 국무회의 의결로 정부안 최종 확정
- 3) 기획재정부가 개정 법률안을 국회에 제출
- 4) 9월 정기국회에서 개정안에 대해 내용 수정 또는 거부 → 기획재정위원회의(기재위) 심사 → 조세소위 의결 → 기재위 전체 회위 → 법사위 → 본회의 통과
- 5) 2월 초 국무회의에서 관련 시행령 확정 → 국무회의 거쳐 공포 및 시행

세법 개정 진행 절차		
순서	내용/ 세부내용	2024년 기준 타임라인
1	정부(기획재정부)가 매년 7월 말~ 8월초 세법개정안을 발표 세제발전심의회위원회 의결을 거쳐 확정, 기획재정부가 발표	2024-07-25
2	세법개정안 정부안 확정 기획재정부가 세법개정안 발표 후 입법예고, 부처협의 등을 통해 각 부처 의견수렴 후 국무회의 의결로 정부안 최종 확정	2024-08-27 부처협의: 7-26 ~ 8-5 입법예고: 7-26 ~ 8.9
3	개정 법률안 국회 제출 기획재정부가 관련 세법개정안 법률안 국회에 제출	2024-09-02
4	세법개정안 국회 본회의 9월 정기국회에 세법개정안 상정하면 국회에서 내용 수정 또는 거부 국회 제출 법안은 상임위원회인 기획재정위원회가 심사 조세소위에서 국회위원들과 정부 관계자들이 토론 및 의결 이후 기재위 전체회의 → 법사위 → 본회의까지 통과되면 최종안 확정	2024-12-10
5	정부의 공포 및 시행 2월 초 국무회의에서 관련 시행령을 확정 입법예고, 차관 및 국무회의 거쳐 공포 및 시행	2025-02-28

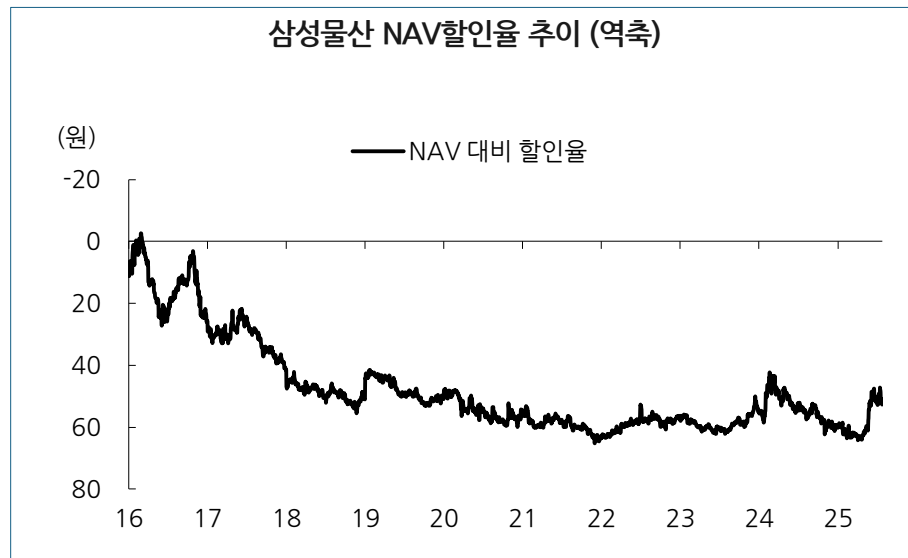
자료: 기획재정부, DS투자증권 리서치센터

지주회사 NAV 할인율 비교

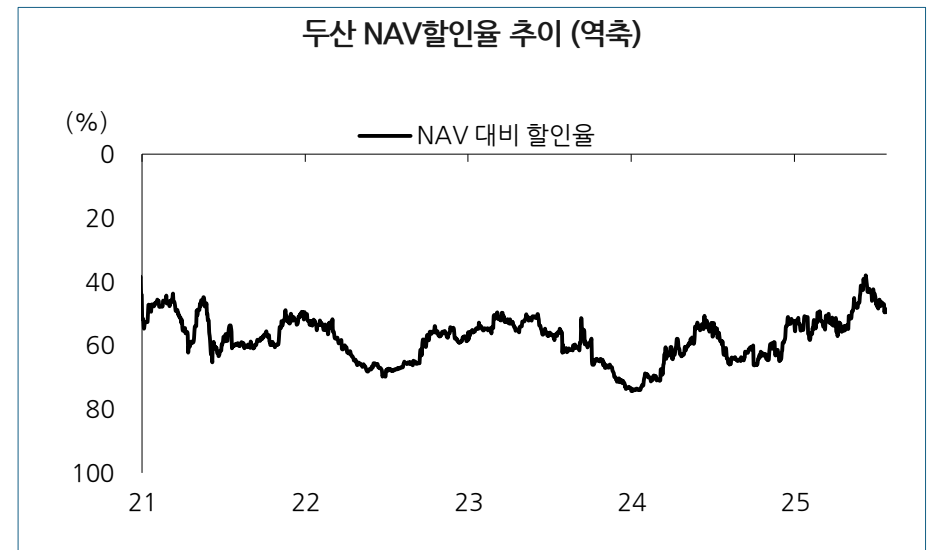


자료: DS투자증권 리서치센터

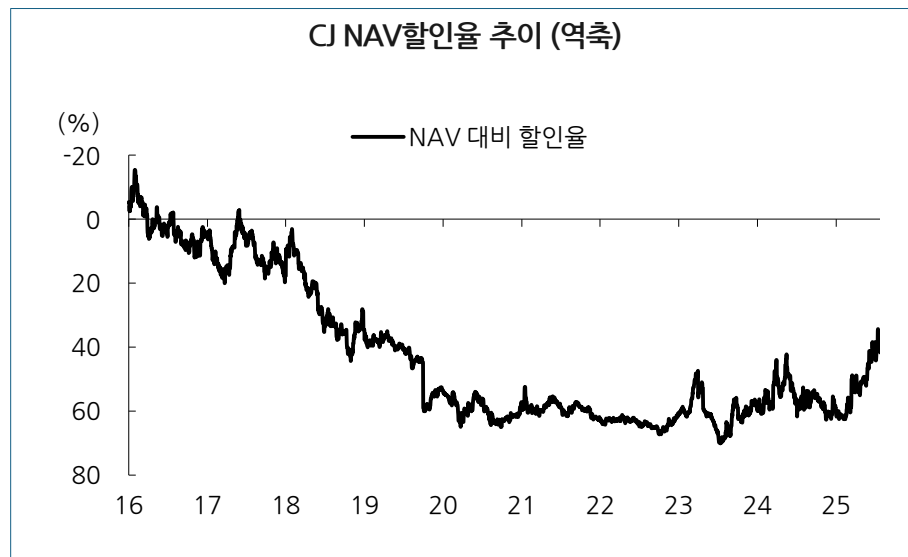
지주회사 NAV 할인율 (역축)



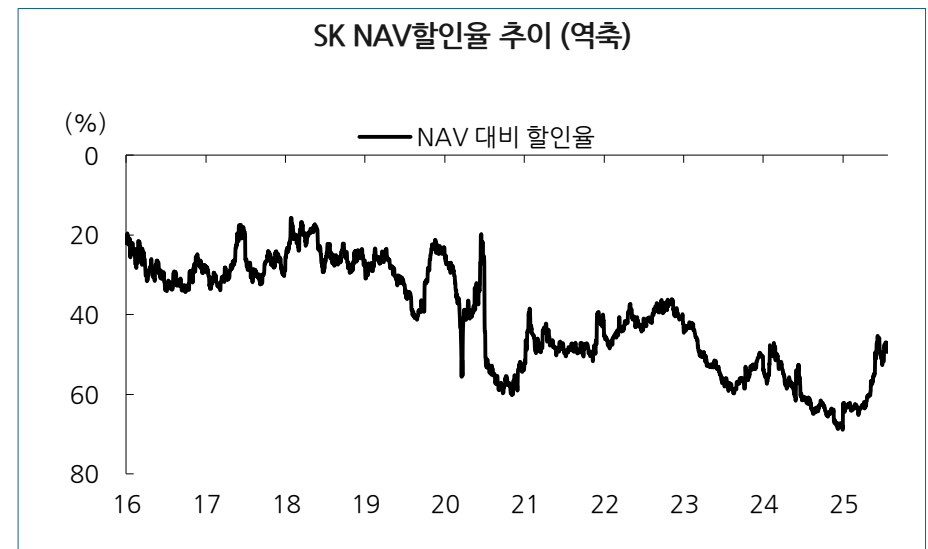
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터
 주: 두산은 21년 이전 NAV할인율 왜곡으로 21년도부터 표시

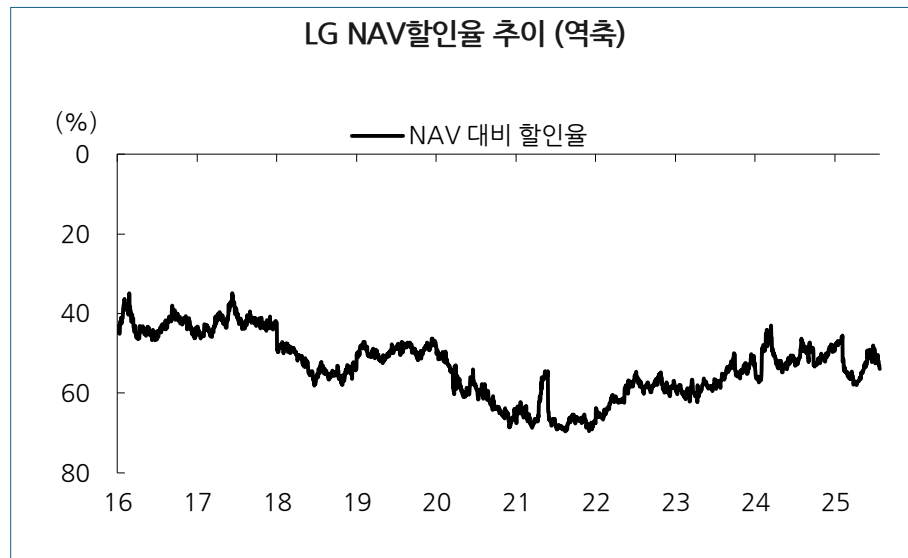


자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

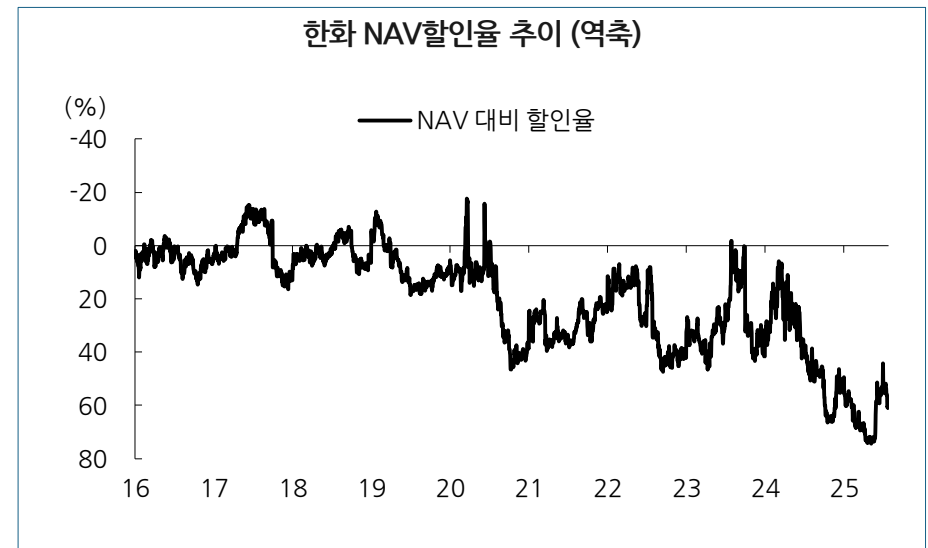


자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

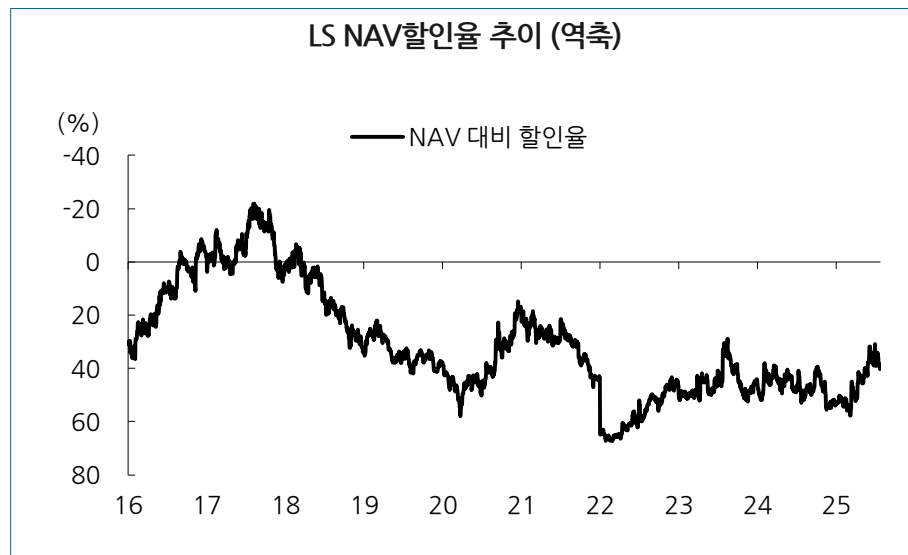
지주회사 NAV 할인율 (역축)



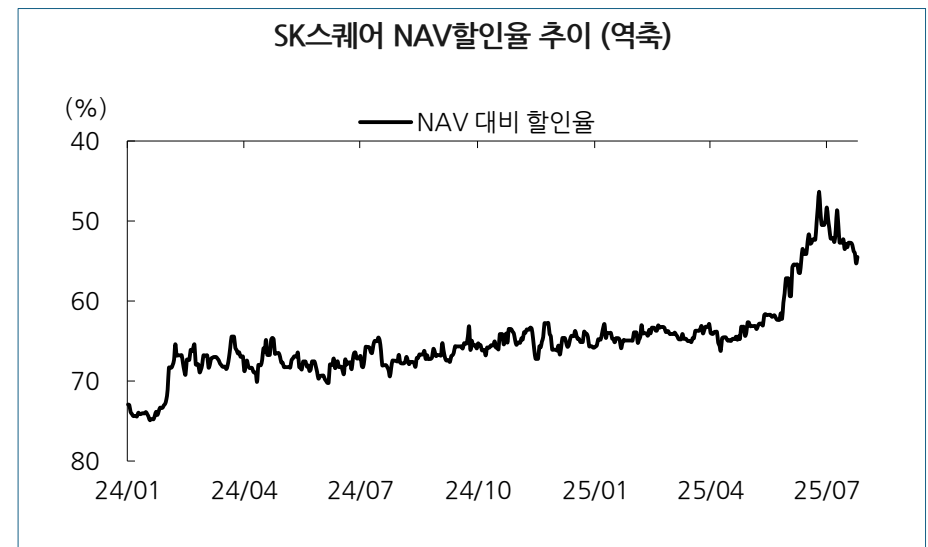
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

주: SK스퀘어는 24년부터 표기

[기업분석]

[지주회사/거버넌스]

상법개정 이후의 시나리오

[Top picks] 두산, CJ, 삼성물산

[차선후주] SK스퀘어



두산 [000150] _내재가치와 실적이 이끌 두 번째 랠리

[두산]

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.krr

매수(유지)

목표주가(상향) 930,000원
현재주가(07/25) 570,000원
상승여력 63.2%

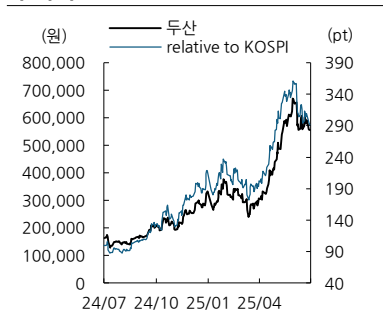
Stock Data

KOSPI 3,196.1pt
시가총액(보통주) 9,419십억원
발행주식수 16,524천주
액면가 5,000원
자본금 124십억원
60일 평균거래량 186천주
60일 평균거래대금 93,932백만원
외국인 지분율 15.3%
52주 최고가 699,500원
52주 최저가 122,000원
주요주주
박정원(외 27인) 40.1%
자사주(외 1인) 17.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-14.5	-17.4
3M	84.8	59.2
6M	71.4	45.4

주가차트



■ 할인율 70% 적용해도 목표주가 93만원으로 상승

- 전자 BG 적용 멀티플 대만 EMC 대비 10% 할증
- 두산 에너빌리티 및 로보틱스 자회사 가치 70% 할인 (타 지주사 대비 높은 할인율 적용)
- 이를 반영하여 목표주가 93만원으로 상향 조정

■ 엔비디아B200 향 높은 마진 추가 개선

- 2Q대만 PCB 업체 Yield 개선에 따른 CCL 수요 감소에도 2분기 호실적 유지
- 2분기 블랙웰(GB200)향 월 평균 매출 500~600억원 추정
- 블랙웰향 CCL 영업 이익률 48% 초과하는 것으로 추정

■ 3분기도 실적 호조 지속

- 3분기 GB300(울트라)향 CCL 출하 예정(현재 컴퓨팅 트레이더만 양산 쉘 승인) → 울트라 제품 4분기 출시
- GB300향 스위치 트레이더는 현재 양산 쉘 승인 대기 중(승인 시 3분기 생산 시작)
- 3분기 GB200 월 평균 400~500억원 내외 유지 가능 + GB300향알파 발생
- 전반적으로 mid - low end 제품 수요가 소폭 감소함에도 호실적 유지 전망

■ 전자 BG 1,000억원 ~ 1,500억원 수준의 캐파 증설 계획

- GB300 연내 출시 및 스위치 트레이더 양산시 연간 매출액은 1.81조원 이상 도달 가능

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	19,629	20,502
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,098	1,221
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.0
세전이익	-286	451	593	992	759
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	306	366
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	22,026	26,238
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	19.1
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	19.0	19.1
PER(배)	-1.9	-3.9	-17.9	25.9	21.7
PBR(배)	1.0	1.2	3.7	7.0	5.9
EV/EBITDA(배)	4.0	2.7	5.6	7.5	6.8

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

두산 목표주가 (할인율 70% 적용) - 93만원 (+63% upside)

[두산]

두산 목표주가 산정방식				
(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			8,802	
전자	392	22	8,632	25F 순이익 * 22배 적용 (EMC 대비 10% 할증)
DDI(정보통신)	2	10	24	25F 전망치
두타물	15	10	145	25F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			4,689	할인율 70% 적용
두산 에너빌리티	31%	42,213	12,875	
오리콤	61%	76	46	
두산로보틱스	68%	3,974	2,710	
	지분율	장부가	NAV	비고
비상장사(c)			560	
두산 모빌리티 이노베이션	86%	72	62	장부가 적용
두산 로지스틱스 솔루션	100%	25	25	장부가 적용
두산 퓨얼셀 미국법인 (FCA)	100%	192	192	장부가 적용
두산 포트폴리오홀딩스	100%	281	281	두산 테스나 지분 38.7% 보유
순차입금(d)	1,333			
Target NAV(a+b+c-d)	12,718			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	930,000			
현재 주가(원)	570,000			
주가 상승 여력	63.2%			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

두산 목표주가 (할인율 60% 적용) – 100만원 (+75% upside)

[두산]

두산 목표주가 산정방식				
(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			8,802	
전자	392	22	8,632	25F 순이익 * 22배 적용 (EMC 대비 10% 할증)
DDI(정보통신)	2	10	24	25F 전망치
두타물	15	10	145	25F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			6,252	할인율 60% 적용
두산 에너빌리티	31%	42,213	12,875	
오리콤	61%	76	46	
두산로보틱스	68%	3,974	2,710	
	지분율	장부가	NAV	비고
비상장사(c)			560	
두산 모빌리티 이노베이션	86%	72	62	장부가 적용
두산 로지스틱스 솔루션	100%	25	25	장부가 적용
두산 퓨얼셀 미국법인 (FCA)	100%	192	192	장부가 적용
두산 포트폴리오홀딩스	100%	281	281	두산 테스나 지분 38.7% 보유
순차입금(d)	1,333			
Target NAV(a+b+c-d)	14,281			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	1,000,000			
현재 주가(원)	570,000			
주가 상승 여력	75.4%			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

두산 실적 추이 및 전망

[두산]

▪ 2분기 전자 BG 매출 4,762억원(+18.2% QoQ), 영업이익 1,362억원(+17.3% QoQ, OPM 28.6%)기록

- 2Q대만 PCB 업체 Yield 개선에 따른 CCL 수요 감소에도 2분기 호실적 유지
- 2분기 블랙웰(GB200)향 월 평균 매출 600억원 추정
- 블랙웰향 CCL 영업 이익률 50% 초과하는 것으로 추정

두산 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
연결 실적										
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	5,346	4,391	5,593	18,133	19,629
YoY	2.6	-7.6	-14.5	-1.4	-3.7	16.4	13.2	7.6	-5.2	8.3
영업이익	348	337	110	209	199	358	223	318	1,004	1,098
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	4.6	6.7	5.1	5.7	5.5	5.6
당기순이익	225.9	216.3	-94.9	-45.1	11.3	233.2	219.6	279.6	302	744
지배주주 순이익	5	21	-88	-164	24	79	204	0	-226	306
두산 자체 사업										
매출액	269	325	343	440	485	559	532	577	1,377	2,152
YoY	12.8	10.1	19.8	43.0	80.1	71.8	55.3	31.1	22.1	56.3
영업이익	24	38	35	44	121	142	134	143	141	540
OPM	8.7	11.6	10.2	10.1	25.0	25.4	25.2	24.8	10.2	25.1
전자										
매출액	187	235	250	336	403	476	450	486	1,007	1,815

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

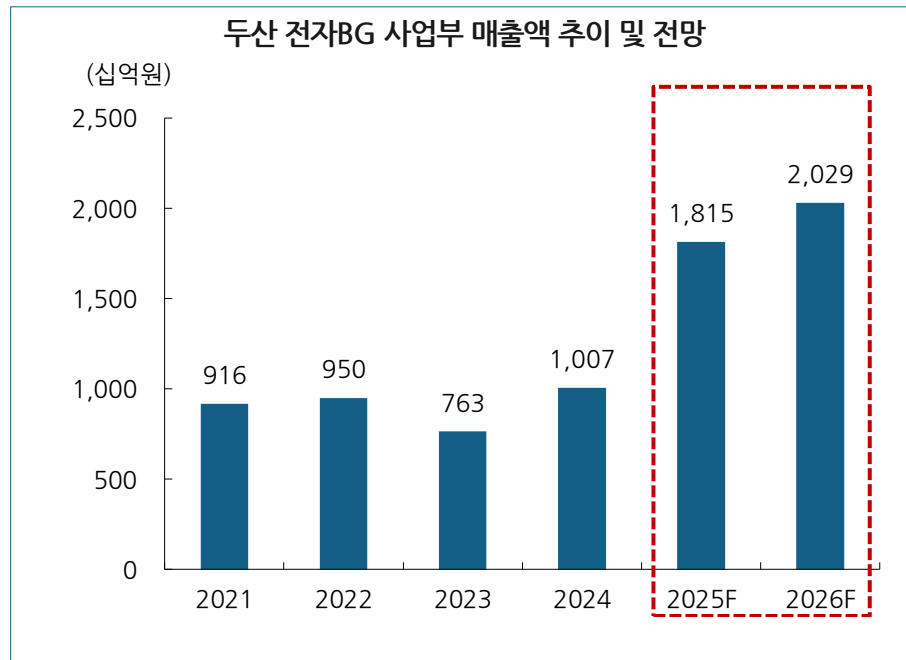
전자 BG 실적 호조 지속될 전망

■ 3분기도 실적 호조 지속

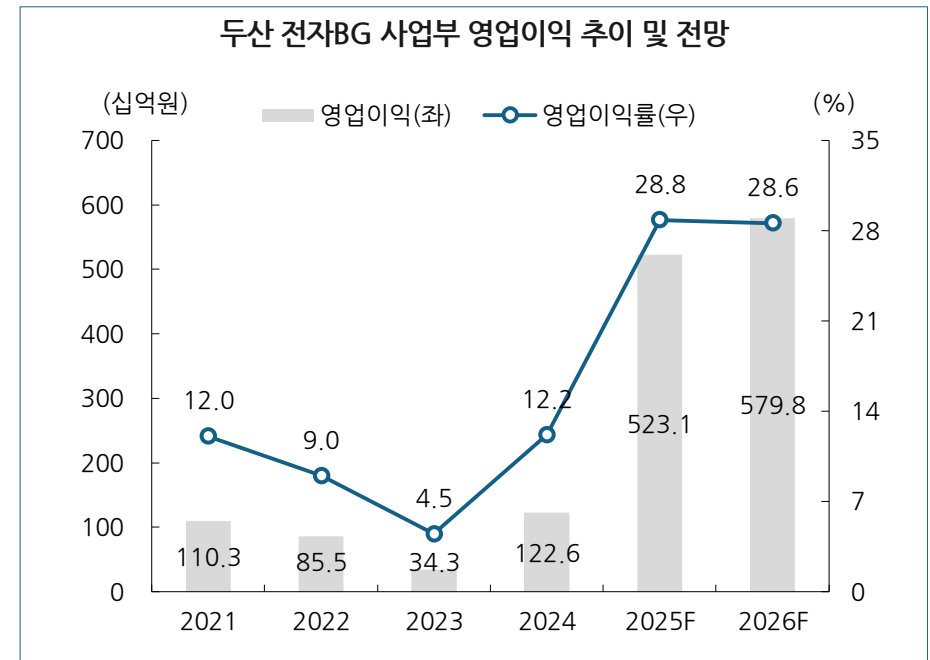
- 3분기 GB300(울트라)향 CCL 출하 예정(현재 컴퓨팅 트레이만 양산 쉼 승인) → 울트라 제품 4분기 출시
- GB300향 스위치 트레이는 현재 양산 쉼 승인 대기 중(승인 시 3분기 생산 시작)
- 3분기 GB200 월 평균 400~500억원 내외 유지 가능 + GB300향 알파 발생
- 전반적으로 mid - low end 제품 수요가 소폭 감소함에도 호실적 유지 전망

■ 25년 전자 BG 매출 기준 추정치 1.6조원 → 1.8조원으로 상향 조정

- GB300 연내 출시 및 스위치 트레이 양산시 연간 매출액은 1.8조원 이상 도달 가능
- CCL 경상 매출 1조원 + 블랙웰향 7,000~8,000억원 전망(분기 경상 1,500~1,800억원 + 스위치 트레이 + ASIC)



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

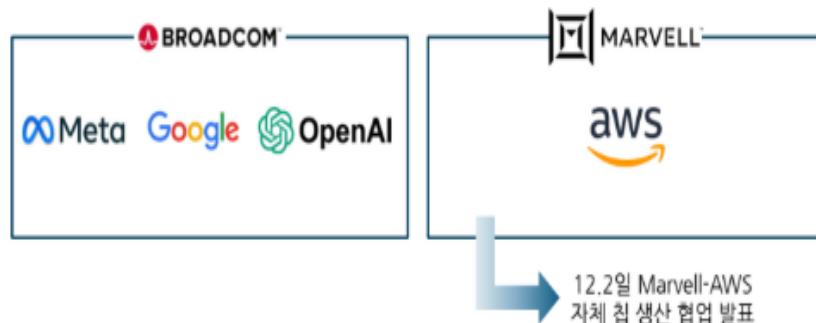
■ AWS(아마존)

- 현재 쉐일 승인 완료
- 마진은 블랙웰 대비 상대적으로 크게 낮을 전망(20~30%대 수준)
- 빠르면 3~4분기 발주 시작
- EMC가 1차 공급자 / 두산 2차 공급자 포지션

■ 추가로 Broadcom 고객사인 Google 'TPU(Tensor Processing Unit)' 진입 시도 중

- 구글의 TPU향 CCL 공급자인 파나소닉 사실상 배제될 전망
- 현재 두산과 EMC 유력하지만 두산은 소재 쉐일 및 양산 쉐일 준비 단계 중
- 양산은 빠르면 26년 상반기

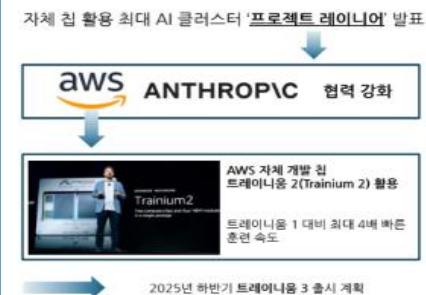
ASIC 관련 빅테크 및 위탁사 분류



자료: DS투자증권 리서치센터

Amazon ASIC

구글 TPU



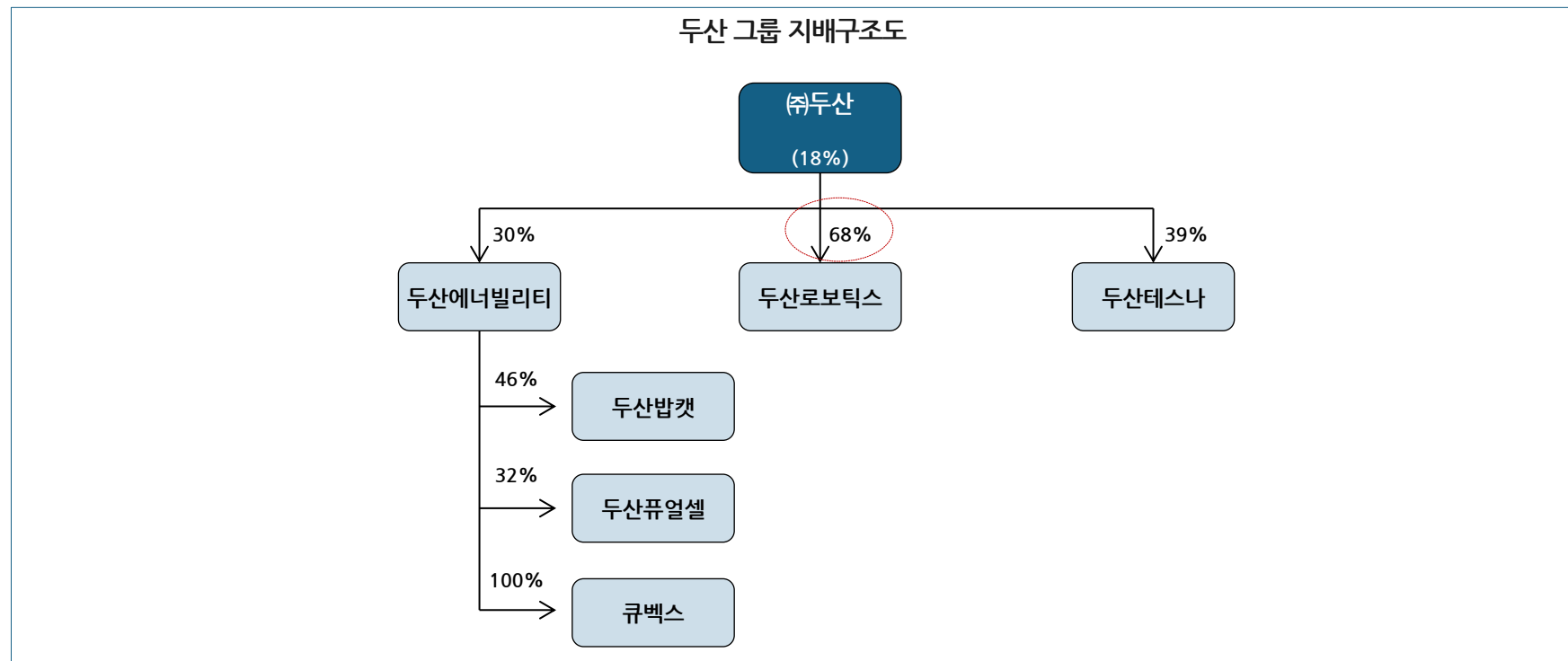
자료: DS투자증권 리서치센터

■ 두산로보틱스 담보로 5,500억원 조달

- 주식 담보 대출 5,500억원 조달 (만기 1년, 지분 68% 중에서 33%를 담보로 설정)
- 전자 BG CAPEX 투자 금액 1,000억원~1,500억원 (26년)

■ 최근 한솔케미컬 인수 / 자사주 매각 등은 모두 루머

- M&A 관련해서 다양한 옵션을 검토 중이며 일본, 미국, 대만 CCL 등 다양한 매물들이 있는 상황
- 자사주 매각은 루머 -> 실제 27년까지 17.9%의 자사주 중 6% 소각 예정
- 상법 개정으로 자사주 매각 혹은 EB 발행은 지양 / 유사시 자본 조달은 두산 로보틱스 지분 활용 모색



자료: DS투자증권 리서치센터 정리

두산 실적 추이 및 전망 (계속)

[두산]

두산 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
디지털 (DDI)										
매출액	67	72	68	81	71	73	71	81	288	296
영업이익	3	4	1	- 1	0	3	1	- 1	6	2
OPM	4.5	5.0	0.9	-1.1	0.3	3.4	0.9	-1.1	2.2	0.8
두타물										
매출액	11	10	11	10	11	10	11	10	41	42
영업이익	5	4	4	0	5	3	3	3	14	15
OPM	46.8	43.3	38.0	4.1	44.4	34.7	30.0	30.0	33.5	34.8
비상장 2사										
매출액	5	8	11	45	14	21	13	54	69	101
YoY	-70.4	-49.7	-35.4	451.2	170.0	144.0	22.3	19.3	18.9	45.8
영업이익	-5	-5	-4	3	-3	-3	0	0	-11	-6.5
OPM	-96.0	-58.3	-36.8	6.0	-22.2	-16.6	-0.3	-0.1	적자지속	적자지속
DMI										
매출액	0	0	0	2	1	5	1	2	2	9
DLS										
매출액	5	8	10	44	12	15	12	52	67	92
로보틱스										
매출액	11	14	10	11	5	21	14	17	47	57
영업이익	-7	-8	-10	-17	-12	-1	1	1	-41	-12
OPM	적자 지속	적자 지속	적자 지속	적자 지속	적자 지속	-5.0	5.0	5.0	-88.0	-20.4

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

두산 [000150] _내재가치와 실적이 이끌 두 번째 랠리

[두산]

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,913	12,851	13,476
현금 및 현금성자산	2,074	3,539	3,704	5,483	5,966
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,868	3,496	3,539
재고자산	2,757	2,927	3,136	2,689	2,808
기타	1,368	1,328	1,205	1,183	1,162
비유동자산	16,789	16,840	18,230	17,998	17,650
관계기업투자등	891	662	951	903	768
유형자산	6,273	6,509	7,013	6,653	6,342
무형자산	7,891	8,032	8,547	8,580	8,596
자산총계	26,315	28,287	30,143	30,849	31,126
유동부채	9,478	11,439	11,024	11,438	11,363
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,337	5,051	5,275
단기금융부채	3,164	4,218	4,281	3,981	3,681
기타유동부채	1,883	2,226	2,407	2,407	2,407
비유동부채	6,539	5,641	7,229	7,251	7,273
장기금융부채	4,589	3,719	5,063	5,063	5,063
기타비유동부채	1,950	1,922	2,166	2,188	2,210
부채총계	16,018	17,080	18,254	18,689	18,636
지배주주지분	1,791	1,624	1,480	1,751	2,081
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,605	1,881	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	669	208	-82	189	519
비지배주주지분(연결)	8,507	9,583	10,409	10,409	10,409
자본총계	10,298	11,207	11,889	12,160	12,490
현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	308	2,539	1,156
당기순이익(손실)	-581	272	302	744	569
비현금수익비용가감	2,705	2,054	1,804	262	525
유형자산감가상각비	456	548	603	652	621
무형자산상각비	162	157	164	168	168
기타현금수익비용	2,087	1,350	1,037	-557	-265
영업활동 자산부채변동	-683	433	-1,053	1,533	62
매출채권 감소(증가)	-508	-58	-70	372	-43
재고자산 감소(증가)	-683	-296	81	447	-120
매입채무 증가(감소)	867	592	-819	714	225
기타자산, 부채변동	-359	194	-244	0	0
투자활동 현금	-291	-1,106	-995	-424	-338
유형자산처분(취득)	-665	-571	-639	-293	-310
무형자산 감소(증가)	-236	-230	-218	-201	-184
투자자산 감소(증가)	652	-121	-156	69	156
기타투자활동	-42	-184	18	0	0
재무활동 현금	-482	636	574	-336	-336
차입금의 증가(감소)	-2,418	94	881	-300	-300
자본의 증가(감소)	-125	-119	-190	-36	-36
배당금의 지급	125	119	125	36	36
기타재무활동	2,061	661	-117	0	0
현금의 증가	-161	1,465	165	1,779	483
기초현금	2,235	2,074	3,539	3,704	5,483
기말현금	2,074	3,539	3,704	5,483	5,966
NOPLAT	816	867	512	823	916
FCF	1,150	1,653	59	2,115	818

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	19,629	20,502
매출원가	14,158	15,885	15,171	16,412	17,067
매출총이익	2,838	3,245	2,962	3,218	3,435
판매비 및 관리비	1,712	1,809	1,958	2,120	2,214
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,098	1,221
(EBITDA)	1,744	2,141	1,771	1,917	2,010
금융손익	-539	-360	-242	-449	-442
이자비용	365	466	492	449	442
관계기업등 투자손익	-343	-44	21	0	0
기타영업외손익	-529	-582	-190	343	-20
세전계속사업이익	-286	451	593	992	759
계속사업법인세비용	211	179	291	248	190
계속사업이익	-497	272	302	744	569
중단사업이익	-84	0	0	0	0
당기순이익	-581	272	302	744	569
지배주주	-696	-388	-226	306	366
총포괄이익	-524	285	392	744	569
매출총이익률 (%)	16.7	17.0	16.3	16.4	16.8
영업이익률 (%)	6.6	7.5	5.5	5.6	6.0
EBITDA마진률 (%)	10.3	11.2	9.8	9.8	9.8
당기순이익률 (%)	-3.4	1.4	1.7	3.8	2.8
ROA (%)	-2.7	-1.4	-0.8	1.0	1.2
ROE (%)	-36.0	-22.7	-14.6	19.0	19.1
ROIC (%)	5.8	5.9	3.3	5.4	6.4
주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	-1.9	-3.9	-17.9	25.9	21.7
P/B	1.0	1.2	3.7	7.0	5.9
P/S	0.1	0.1	0.3	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.0	2.7	5.6	7.5	6.8
P/CF	0.8	0.9	2.6	12.1	11.2
배당수익률 (%)	2.4	2.1	0.8	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액	32.2	12.6	-5.2	8.3	4.4
영업이익	22.3	27.6	-30.1	9.3	11.2
세전이익	적전	흑전	31.5	67.2	-23.4
당기순이익	적전	흑전	11.1	146.1	-23.4
EPS	적전	적지	적지	흑전	19.1
안정성 (%)					
부채비율	155.5	152.4	153.5	153.7	149.2
유동비율	100.5	100.1	108.1	112.4	118.6
순차입금/자기자본(x)	51.2	36.2	43.8	25.9	19.1
영업이익/금융비용(x)	3.1	3.1	2.0	2.4	2.8
총차입금 (십억원)	7,753	7,938	9,344	9,044	8,744
순차입금 (십억원)	5,275	4,060	5,207	3,149	2,387
주당지표(원)					
EPS	-42,673	-24,026	-14,215	22,026	26,238
BPS	83,627	75,846	69,123	81,762	97,177
SPS	793,700	893,375	846,803	916,678	957,436
CFPS	99,190	108,635	98,376	46,973	51,103
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

CJ [001040] _최소 PBR 1배 이상을 향해

[CJ]

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.krr

매수(유지)

목표주가(상향) 240,000원
현재주가(07/25) 153,200원
상승여력 56.7%

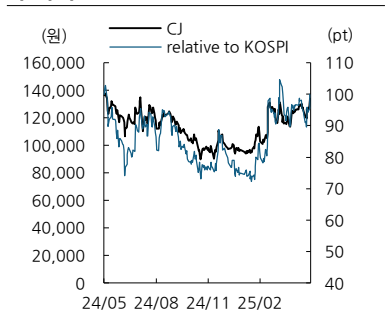
Stock Data

KOSPI 3,196.1pt
시가총액(보통주) 4,470십억원
발행주식수 29,177천주
액면가 5,000원
자본금 179십억원
60일 평균거래량 213천주
60일 평균거래대금 31,916백만원
외국인 지분율 11.5%
52주 최고가 177,000원
52주 최저가 89,400원
주요주주
이재현(외8인) 47.3%
국민연금공단(외1인) 13.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.6	-7.4
3M	22.4	-3.2
6M	58.6	32.6

주가차트



■ 할인율 60% 적용, 목표주가 24만원으로 상향 조정

- 올리브영 가치 7조원 / 올리브영 자사주 소각 감안한 지분율 적용
- 제일제당 등 상장 자회사 가치 60% 할인
- 이를 반영하여 목표주가 93만원으로 상향 조정

■ 정관 변경 / 사옥 매입 → 기업가치 제고

- 올리브영 정관 변경(물류 및 운송 등의 신규 사업 추가)는 글로벌 확장 기반 마련
- 용산 사옥 6,800억원 매입 → 자산 가치
- 향후 합병을 염두에 둔 올리브영 가치 제고로 일환으로 판단

■ IPO 대신 CJ와의 합병 가능성 부각

- 남은 이벤트는 올리브영 자사주 소각
- IPO 철회 입장은 CJ 주가에 하방 경직성 확보
- CJ PBR 최소 1배 이상에서 합병 진행 가능성

■ 올리브영 적정 가치 최소 6~7조원 이상

- 수익가치 및 순자산 가치 최소 6~7조원
- 중복상장 대신 CJ 내 완전 편입 측면에서 긍정

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	40,925	41,353	43,363	44,543	44,988
영업이익	2,154	2,039	2,826	3,871	3,909
영업이익률(%)	5.3	4.9	6.5	8.7	8.7
세전이익	1,056	986	671	1,025	1,081
지배주주지분순이익	202	195	162	196	206
EPS(원)	6,367	6,007	5,270	6,495	6,891
증감률(%)	-28.5	-5.7	-12.3	23.2	6.1
ROE(%)	3.9	3.6	2.9	3.5	3.6
PER(배)	13.2	15.7	24.2	23.6	22.2
PBR(배)	0.6	0.6	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.4	3.4	2.8	2.4	2.4

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

CJ 목표주가 (할인율 60% 적용) - 24만원

[CJ]

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
상장회사 가치 (a)			1,059	16.3	상장 자회사 가치 60% 할인
CJ제일제당	45%	3,929	1,750		
CJ ENM	40%	1,213	486		
CJ CGV	37%	816	298		
CJ프레시웨이	47%	239	112		
비상장회사 가치 (b)			4,671	71.8	
CJ푸드빌	84%	102	86		장부가액
CJ올리브영	66%	7,000	4,585		자산가치 + 수익가치 (올리브영 자사주 소각시 지분율 반영)
기타자산 (c)			1,126	17.3	브랜드로열티 / 임대 수익 가치 * P/E 5배 적용
순차입금 (d)			350	(5.4)	
Target NAV (a+b+c-d)			6,506	100	
발행주식수 (백만주)			29		보통주 기준
자사주 (백만주)			2		
주당 NAV (원)			240,000		
전일 종가 (원)			153,200		
상승여력 (%)			56.7		

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

올리브영 실적 추이 및 전망

[CJ]

올리브영 매출액, 순이익 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	1,079	1,208	1,234	1,269	1,234	1,498	1,530	1,522	3,861	4,790	5,785
YoY	30.2	24.8	23.4	19.2	14.4	24.0	24.0	20.0	39.0	24.1	20.8
QoQ	1.4	11.9	2.2	2.8	-2.7	21.4	2.2	-0.5	-	-	-
순이익	106	125	115	133	126	163	157	176	347	479	622
YoY	37.0	22.0	21.7	82.1	19.3	30.7	36.4	32.0	66.9	37.9	29.9
QoQ	44.9	17.9	-7.9	15.7	-5.1	29.3	-3.9	12.0	-	-	-
NPM	9.8	10.3	9.3	10.5	10.8	10.9	10.2	11.5	9.0	10.0	10.8

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터

올리브영 자사주 소각 후 합병 가능성

[CJ]

1) 올리브영의 자사주 소각 시 대주주 및 특관자 지분율 효과적으로 증가

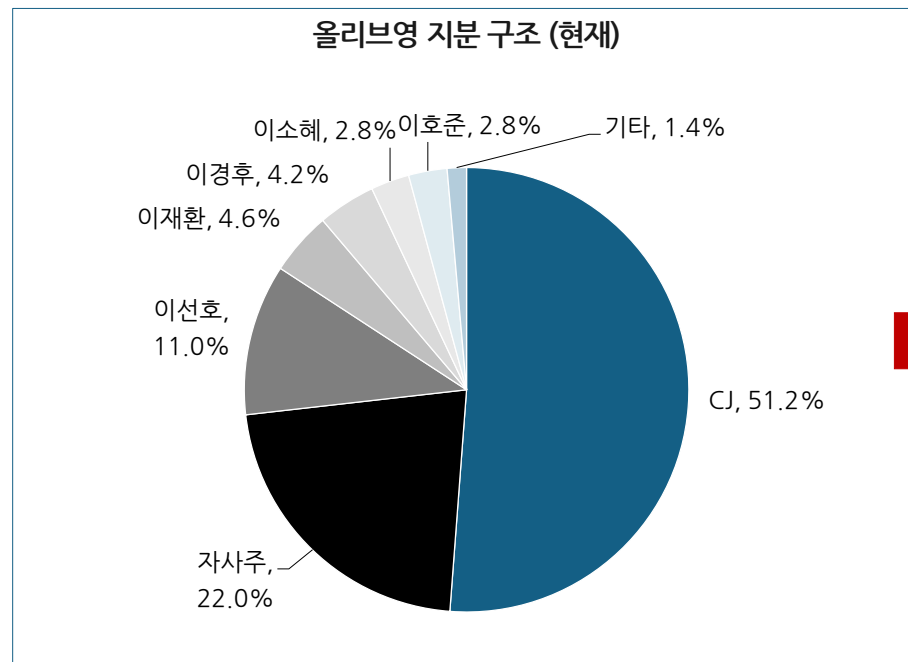
- 자사주 소각 시 CJ 및 특수 관계인의 지분율 증가

→ CJ의 지분율 65.5%, 이선희 14.1% + 기타 특관자 지분율 20.4%로 증가

→ 소각으로 이선희의 올리브영 지분 가치는 28% 증가

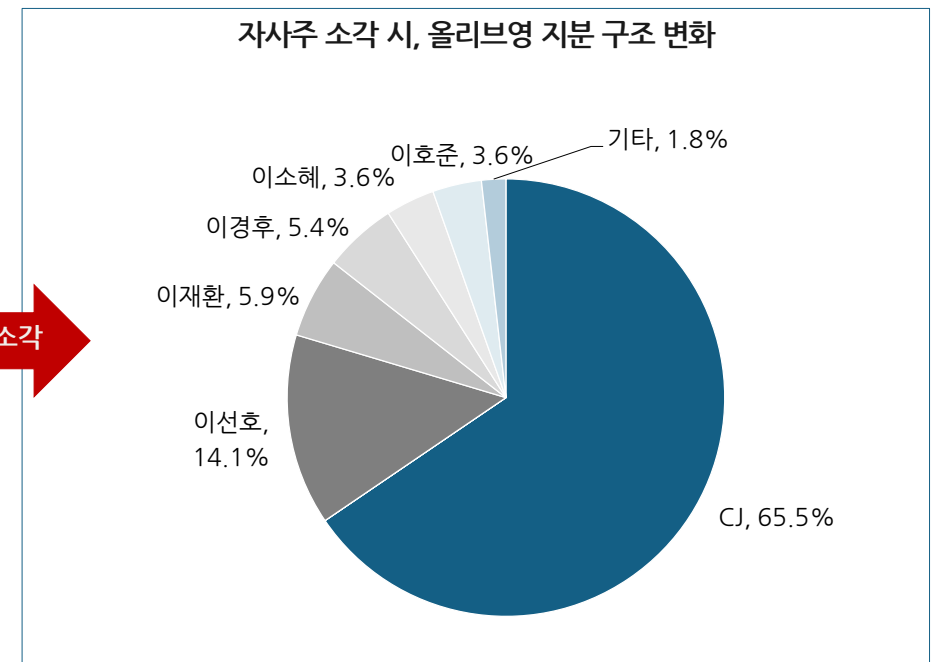
2) 올리브영과 CJ의 합병 시 CJ의 자사주로 배정

- 올리브영의 자사주 22%는 CJ와 합병 시 CJ의 자사주로 배정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

자사주 소각



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

올리브영 기업가치 6~7조원 전망

■ 합병 전 몸 집 불리기 → 해외 진출 준비

- 정관의 사업 내용 추가(물류센터 운영 및 관리 서비스업 / 운송 및 운송 관련 서비스업)
- 이는 해외 진출 염두해 둔 fulfillment 등의 준비 작업으로 미래 수익 가치 증가에 기여
- 6,800억원 규모의 사옥 매입(현금 + 은행 대출로 외부 Equity 조달은 없음)
- 사옥 매입은 향후 자산 재평가를 통해 순자산 가치 증대에 기여

■ 현재 기준 올리브영 합병 가치는 약 6~7조원 수준

- 24년 4분기말 순자산 가치 9,933억원
- 수익가치는 5~6조원 (24년 순이익 4,790억원 * 10배) OR (25년 예상 순이익 6,500억원 * 10배)

올리브영 사업 내용 추가 & KDB생명타워 매입 결정

정관 변경

‘운송업 및 운송 관련 서비스업’ 사업 목적 추가
 ‘물류센터 운영 및 관리 서비스업’ 등 사업목적 변경
 ‘부동산임대업’ → ‘부동산업 및 부동산임대업’

구분	내용
위치	서울 용산구 한강대로 372번지
건물명	KDB생명 타워
인수가	6,800억원
면적 및 크기	지하 9층 ~ 지상 30층/ 연면적 82,000여 m ²
기타사항	올리브영이 해당 건물 40% 임차해 사용 중 펀드, 리츠 없이 직접 투자

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

올리브영 합병 가치 산정

순자산가치	9,933억원
사업가치	5조원~6조원 (순이익 5,000억원~6,000억원 * 10배)
전체가치	최소 6조원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

상장사와 비상장사 합병 시 PBR 1배 미만에서 가능할까?

■ 상장사인 CJ와 비상장 올리브영 합병 시나리오 Case

– 올리브영 가치 7조원시 PBR 7배, CJ PBR 0.80배 (Trailing 기준)

■ 자본시장법 시행령에 따라 PBR 1배 이상에서 합병이 이뤄질 가능성 존재

– 자본시장법 시행령 제 176조의5 제 1항 2호에 따르면 상장사와 비상장사 간 합병에서 상장사 시가가 PBR 1배 미만이면 PBR 1배로 합병비율을 정할 수 있음

■ 사례: 동원산업

– 코스피 상장사 동원산업과 비상장사 동원엔터프라이즈 간 합병 당시 ‘기준시가’로 합병하여 동원산업과 동원엔터프라이즈 합병 비율 1:3.838553으로 산정

– 결국 소액주주 반발에 합병비율을 ‘자산 기준’으로 재산정하여 합병 가액 53%로 상향하여 합병비율을 1대 2.7023475으로 정정

상장사와 비상장사 합병 관련 자본시장법 시행령

자본시장법 시행령 제176조의5 제1항 2호

상장사와 비상장사 간 합병에서 상장사 시가가 PBR 1배 미만이면
PBR 1배로 합병비율을 정할 수 있음

자료: DS투자증권 리서치센터

동원산업의 합병 사례

동원산업·동원엔터프라이즈 합병 논란 쟁점은

출고 2022-04-23 07:05

합병가액 산정 두고 "소액주주에 불리" 지적
소액주주·기관투자가 "지배주주 이익 위해 합병비율 왜곡"
동원산업 "경영 효율성 제고 목적...법적 문제 없어"



동원산업, 소액주주 반발에 결국 합병비율 조정...합병가액 53% ↑

자료: DS투자증권 리서치센터

CJ [001040] _최소 PBR 1배 이상을 향해

[CJ]

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	15,174	14,584	14,806	15,591	15,671
현금 및 현금성자산	4,021	3,646	4,900	6,152	6,068
매출채권 및 기타채권	4,822	4,587	3,123	2,523	2,549
재고자산	3,707	3,170	3,508	3,543	3,579
기타	2,623	3,181	3,275	3,373	3,476
비유동자산	33,067	32,620	31,530	31,049	30,813
관계기업투자등	3,191	3,108	2,532	2,420	2,439
유형자산	14,277	14,306	13,846	13,485	13,186
무형자산	8,334	8,144	7,804	7,498	7,231
자산총계	48,240	47,204	46,336	46,640	46,483
유동부채	16,950	15,637	14,787	14,944	15,105
매입채무 및 기타채무	6,198	5,533	4,577	4,623	4,669
단기금융부채	9,233	7,484	7,484	7,484	7,484
기타유동부채	1,519	2,620	2,726	2,837	2,952
비유동부채	13,556	13,674	13,594	13,648	13,224
장기금융부채	11,062	11,039	10,889	10,869	10,369
기타비유동부채	2,494	2,635	2,705	2,779	2,855
부채총계	30,507	29,311	28,382	28,591	28,329
자배주주지분	5,183	5,514	5,576	5,670	5,775
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	3,963	4,063	4,124	4,219	4,324
비지배주주지분(연결)	12,551	12,379	12,379	12,379	12,379
자본총계	17,734	17,893	17,954	18,049	18,154
현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	4,045	5,017	3,512	3,888	3,193
당기순이익(손실)	687	525	436	768	811
비현금수익비용가감	4,315	4,244	2,894	2,497	2,383
유형자산감가상각비	1,830	1,982	2,011	1,954	1,908
무형자산상각비	1,378	1,078	1,086	1,042	1,003
기타현금수익비용	1,107	1,184	-203	-500	-528
영업활동 자산부채변동	-786	249	182	623	-1
매출채권 감소(증가)	-622	124	1,464	600	-25
재고자산 감소(증가)	-897	277	-338	-35	-35
매입채무 증가(감소)	589	-299	-956	46	46
기타자산, 부채변동	143	148	12	13	13
투자활동 현금	-4,611	-2,365	-2,007	-2,515	-2,675
유형자산처분(취득)	-1,725	-1,345	-1,551	-1,593	-1,609
무형자산 감소(증가)	-1,514	-1,458	-746	-736	-736
투자자산 감소(증가)	-83	-26	577	112	-19
기타투자활동	-1,289	463	-287	-298	-310
재무활동 현금	1,379	-2,974	-251	-121	-601
차입금의 증가(감소)	1,811	-1,961	-150	-20	-500
자본의 증가(감소)	-345	-316	-101	-101	-101
배당금의 지급	345	316	101	101	101
기타재무활동	-87	-696	0	0	0
현금의 증가	827	-375	1,253	1,252	-84
기초현금	3,194	4,021	3,646	4,900	6,152
기말현금	4,021	3,646	4,900	6,152	6,068
NOPLAT	1,401	1,085	1,837	2,903	2,932
FCF	-395	2,652	1,504	1,372	518

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	40,925	41,353	43,363	44,543	44,988
매출원가	29,696	29,955	31,097	30,975	31,285
매출총이익	11,229	11,397	12,266	13,567	13,703
판매비 및 관리비	9,075	9,358	9,440	9,697	9,794
영업이익	2,154	2,039	2,826	3,871	3,909
(EBITDA)	5,362	5,099	5,923	6,867	6,821
금융손익	-580	-757	-2,201	-2,129	-2,104
이자비용	676	909	2,201	2,129	2,104
관계기업등 투자손익	-148	255	0	0	0
기타영업외손익	-370	-551	46	-717	-724
세전계속사업이익	1,056	986	671	1,025	1,081
계속사업법인세비용	369	461	235	256	270
계속사업이익	687	525	436	768	811
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	687	525	436	768	811
지배주주	202	195	162	196	206
총포괄이익	745	620	436	768	811
매출총이익률 (%)	27.4	27.6	28.3	30.5	30.5
영업이익률 (%)	5.3	4.9	6.5	8.7	8.7
EBITDA마진률 (%)	13.1	12.3	13.7	15.4	15.2
당기순이익률 (%)	1.7	1.3	1.0	1.7	1.8
ROA (%)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
ROE (%)	3.9	3.6	2.9	3.5	3.6
ROIC (%)	5.0	3.7	6.5	10.6	10.9
주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	13.2	15.7	24.2	23.6	22.2
P/B	0.6	0.6	0.8	1.0	0.9
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	3.4	3.4	2.8	2.4	2.4
P/CF	0.6	0.7	1.4	1.7	1.7
배당수익률 (%)	3.0	3.2	2.4	2.0	2.0
성장성 (%)					
매출액	18.7	1.0	4.9	2.7	1.0
영업이익	14.5	-5.3	38.6	37.0	1.0
세전이익	-18.8	-6.7	-31.9	52.6	5.5
당기순이익	-14.9	-23.6	-16.9	76.2	5.5
EPS	-28.5	-5.7	-12.3	23.2	6.1
안정성 (%)					
부채비율	172.0	163.8	158.1	158.4	156.0
유동비율	89.5	93.3	100.1	104.3	103.7
순차입금/자기자본(x)	85.7	78.3	70.3	62.8	60.2
영업이익/금융비용(x)	3.2	2.2	1.3	1.8	1.9
총차입금 (십억원)	20,296	18,523	18,373	18,353	17,853
순차입금 (십억원)	15,200	14,018	12,615	11,343	10,927
주당지표(원)					
EPS	6,367	6,007	5,270	6,495	6,891
BPS	145,321	154,609	156,337	158,991	161,937
SPS	1,147,521	1,159,517	1,215,882	1,248,961	1,261,451
CFPS	140,254	133,698	93,373	91,551	89,561
DPS	2,500	3,000	3,010	3,020	3,030

삼성물산 [028260] _대규모 자금 확보의 기회와 활용 가능성

[삼성물산]

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.krr

매수(유지)

목표주가(상향) 230,000원
현재주가(07/25) 168,600원
상승여력 36.4%

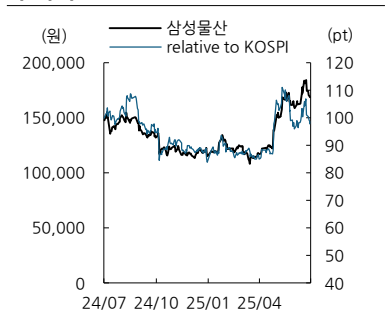
Stock Data

KOSPI 3,196.1pt
시가총액(보통주) 28,658십억원
발행주식수 169,977천주
액면가 100원
자본금 19십억원
60일 평균거래량 571천주
60일 평균거래대금 91,029백만원
외국인 지분율 27.2%
52주 최고가 188,900원
52주 최저가 108,100원
주요주주
이재용(외14인) 36.3%
케이씨씨(외1인) 10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	2.1	-0.7
3M	44.1	18.6
6M	46.6	20.6

주가차트



■ 할인율 60% 적용, 목표주가 23만원으로 상향 조정

- 상장 자회사 가치 60% 할인
- 사업부 멀티플 10배 반영
- 이를 반영하여 목표주가 23만원으로 상향 조정

■ 삼성바이오로직스 인적 분할 과정에서 대규모 자금 확보 기회 마련

- 추정 규모는 최대 20조원 내외

■ 확보된 자금으로 1) 대규모 배당 정책, 2) 삼성전지 지분 매입 가능성

- 확보된 자금으로 대규모 배당 정책 실시 가능성
- 혹은 삼성전지에 대한 지배력 강화 예상
- 중장기적으로 삼성전자가 보유한 바이오부문 지분을 추가 매입하여 바이오 부문의 지배력도 확대 가능

■ 사법 리스크 해소로 삼성물산은 사업 포트폴리오 개편의 정당성 확보

- 삼성물산은 전형적인 복잡 다각화 구조이며 사업 간 시너지가 사실상 약함
- 따라서 건설 인프라 중심 구조로 전환 혹은 기타 비연관 사업부 스핀오프 등의 옵션 존재

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	43,162	41,896	42,103	41,784	44,009
영업이익	2,529	2,870	2,983	3,064	3,431
영업이익률(%)	5.9	6.9	7.1	7.3	7.8
세전이익	3,335	3,549	3,722	3,938	4,139
지배주주지분순이익	2,044	2,218	2,230	2,269	2,383
EPS(원)	10,919	11,932	12,523	13,967	14,672
증감률(%)	25.3	9.3	5.0	11.5	5.1
ROE(%)	7.2	7.3	6.8	7.2	7.3
PER(배)	10.4	10.9	9.2	12.1	11.5
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.7	6.6	5.1	7.0	6.4

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

삼성물산 목표주가 산정방식 (할인율 60% 적용) – 23만원

[삼성물산]

(십억원, %)	지분율	시가총액	적정가치	가정	NAV 내 비중	비고
영업가치 (a)			12,998		35.1	
건설부문/상사			10,025	적정 PER 적용		
패션			1,309	적정 PER 적용		
리조트			454	적정 PER 적용		
급식/식자재			1,209	적정 PER 적용		
상장회사 가치 (b)			23,666	중복상장으로 60% 할인	64.0	
삼성전자	4.4	377,081	16,592			
삼성생명	19.3	27,700	5,346			
삼성에스디에스	17.1	14,238	2,435			
삼성엔지니어링	7.0	4,969	348			
삼성바이오로직스	43.1	73,380	31,627			
순차입금 (c)			-317		-0.9	순현금
Target NAV (a+b-c)			36,980		100	
유통주식수 (백만주)			162			
주당 NAV (원)			230,000			
현재주가 (원)			168,600			
상승여력 (%)			36.4			

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

삼성물산 포트폴리오 개편 가능성

[삼성물산]

■ 삼성 이재용 7월 17일 대법원 무죄 판결

– 최종심 무죄 확정

■ 제일모직+삼성물산 합병이 지배권 승계만을 위한 것이 아닌 사업적 목적 (시너지)을 인정

– 합병비율의 불공정성 입증 불충분

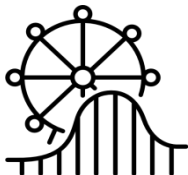
– 회계부정 시세조정 혐의도 기각

■ 사법 리스크 해소로 삼성물산은 사업 포트폴리오 개편의 정당성 확보

– 삼성물산은 전형적인 복잡 다각화 구조이며 사업 간 시너지가 사실상 약함

– 따라서 건설 인프라 중심 구조로 전환 혹은 기타 비연관 사업부 스핀오프 등의 옵션 존재

삼성물산 사업과 매출 비중

	건설	상사	바이오	식음	패션	레저
사업부						
매출 비중	37.2%	35.3%	13.3%	7.9%	5.2%	1.1%

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터
주: 1Q25 기준

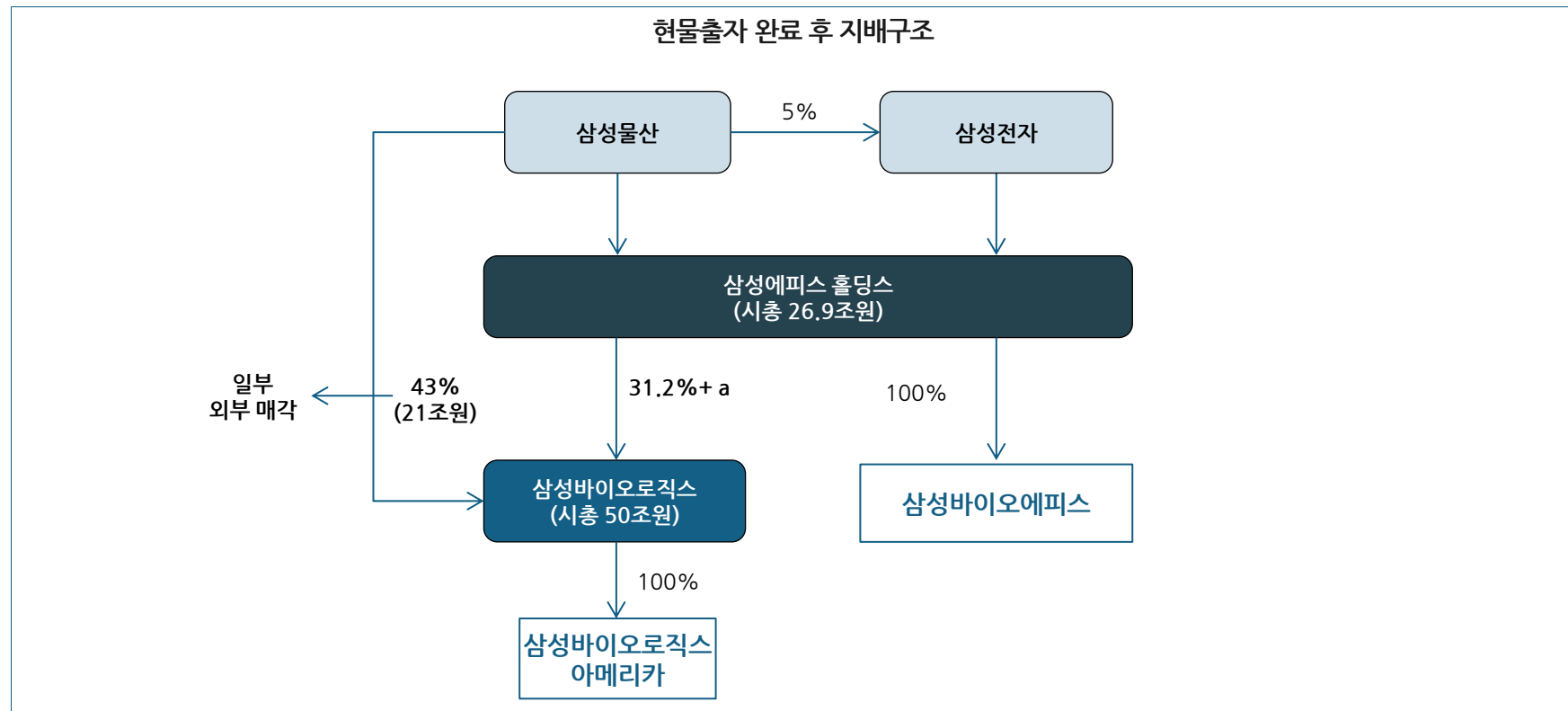
삼성물산이 가진 전략적 기회

■ 삼성물산은 현물 출자 과정에서 최대 21조원 규모의 자금 확보 가능

- 삼성물산이 삼성바이오로직스 지분 43% (21조원 가치)을 삼성 에피스 홀딩스에 현물 출자 하지 않고 일부 외부 매각
- 삼성물산은 이 과정에서 최대 21조원의 대규모 자금 확보 마련 → 이 자금 일부를 삼성전자에 대한 지배력 확장에 활용 가능성

■ 삼성물산의 현물 출자 없이도 삼성에피스 홀딩스는 자회사 삼성바이오로직스 지분을 30% 이상 보유

- 삼성물산이 삼성바이오로직스를 현물 출자하지 않아도 삼성전자의 현물 출자(31.2%)만으로도 지주회사 형태를 갖춘
- 사업적으로도 여전히 CDMO(삼바)와 신약개발(에피스)은 분리 상태



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

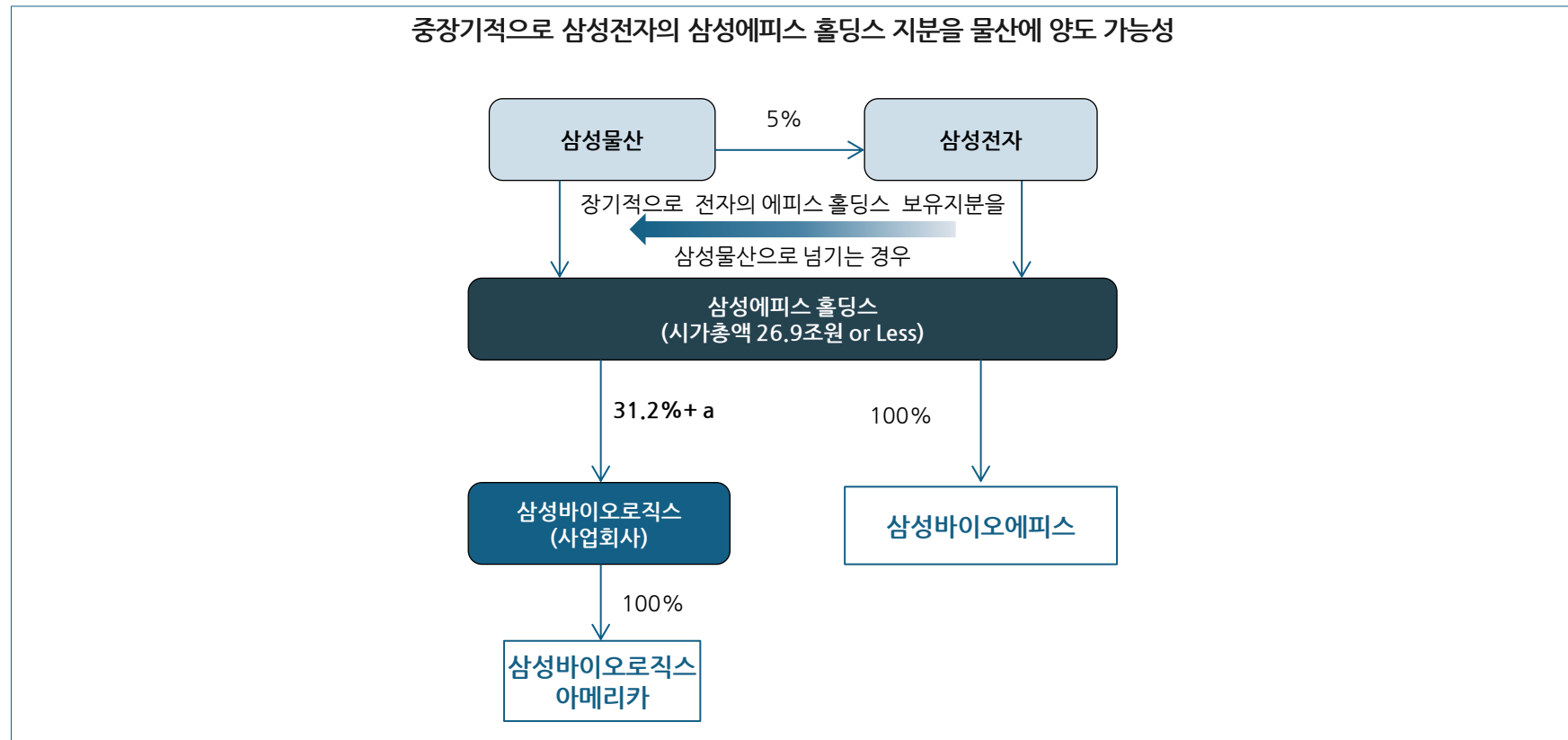
중장기적으로 삼성전자가 에피스 홀딩스 지분을 삼성 물산에 양도

■ 삼성에피스 홀딩스는 사업 실체가 없는 순수 지주회사 형태로 구조적 저평가 가능성 존재

- 장기적으로 저평가된 지주회사 주가를 활용하여 삼성물산은 삼성전자로부터 에피스 홀딩스 지분을 추가 매입하는 전략 가능
- 5년 후 삼성바이오 에피스 상장 가능 가능성도 삼성에피스 홀딩스의 디스카운트를 심화시킬 수 있는 요인

■ 그룹 바이오 / 반도체 지배구조의 정점으로 부상

- 자금 확보를 기반으로 중장기적으로 삼성전자에 대한 지배력 강화 예상
- 삼성전자가 보유한 바이오부문 지분을 추가 매입하여 바이오 부문의 지배력도 확대 가능



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

삼성물산 [028260] _대규모 자금 확보의 기회와 활용 가능성

[삼성물산]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	20,313	18,978	20,181	19,638	20,957	매출액	43,162	41,896	42,103	41,784	44,009
현금 및 현금성자산	4,200	3,120	3,622	2,602	2,636	매출원가	37,123	35,329	34,996	33,703	35,294
매출채권 및 기타채권	7,846	7,283	8,326	8,477	9,185	매출총이익	6,039	6,567	7,108	8,080	8,715
재고자산	4,109	4,470	5,126	5,327	5,772	판매비 및 관리비	3,511	3,697	4,124	5,017	5,284
기타	4,157	4,105	3,107	3,233	3,364	영업이익	2,529	2,870	2,983	3,064	3,431
비유동자산	38,669	47,149	41,809	43,503	45,272	(EBITDA)	3,156	3,691	3,916	4,168	4,599
관계기업투자등	22,578	30,379	23,381	24,330	25,318	금융손익	452	604	750	-240	-240
유형자산	6,401	6,964	8,650	9,161	9,695	이자비용	188	255	224	240	240
무형자산	6,667	6,431	6,187	6,283	6,379	관계기업등 투자손익	143	83	56	0	0
자산총계	58,981	66,127	61,990	63,142	66,229	기타영업외손익	211	-8	-67	1,115	948
유동부채	16,413	14,759	14,747	15,039	15,846	세전계속사업이익	3,335	3,549	3,722	3,938	4,139
매입채무 및 기타채무	6,599	6,707	6,821	6,889	7,465	계속사업법인세비용	790	830	950	1,005	1,057
단기금융부채	3,865	3,158	2,442	2,442	2,442	계속사업이익	2,545	2,719	2,772	2,933	3,082
기타유동부채	5,950	4,894	5,485	5,707	5,939	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	10,604	11,471	9,985	10,294	10,616	당기순이익	2,545	2,719	2,772	2,933	3,082
장기금융부채	2,620	2,148	2,251	2,251	2,251	지배주주	2,044	2,218	2,230	2,269	2,383
기타비유동부채	7,984	9,323	7,733	8,043	8,365	총포괄이익	-2,389	8,379	-2,240	2,933	3,082
부채총계	27,017	26,230	24,732	25,333	26,462	매출총이익률 (%)	14.0	15.7	16.9	19.3	19.8
지배주주지분	26,681	34,238	31,069	31,619	33,577	영업이익률 (%)	5.9	6.9	7.1	7.3	7.8
자본금	19	19	19	19	19	EBITDA마진률 (%)	7.3	8.8	9.3	10.0	10.5
자본잉여금	10,620	10,696	10,695	10,695	10,695	당기순이익률 (%)	5.9	6.5	6.6	7.0	7.0
이익잉여금	10,847	12,662	14,014	15,858	17,816	ROA (%)	3.6	3.5	3.5	3.6	3.7
비지배주주지분(연결)	5,283	5,659	6,190	6,190	6,190	ROE (%)	7.2	7.3	6.8	7.2	7.3
자본총계	31,964	39,897	37,259	37,809	39,767	ROIC (%)	35.2	23.6	19.3	16.6	17.7
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,618	2,799	3,307	2,274	3,461	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	2,545	2,719	2,772	2,933	3,082	P/E	10.4	10.9	9.2	12.1	11.5
비현금수익비용가감	849	1,232	1,370	-534	791	P/B	0.8	0.7	0.7	1.0	0.9
유형자산감가상각비	627	821	933	1,104	1,168	P/S	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.7	6.6	5.1	7.0	6.4
기타현금수익비용	222	411	437	-1,638	-377	P/CF	6.3	6.1	5.0	12.6	7.8
영업활동 자산부채변동	-440	-1,063	-727	-125	-413	배당수익률 (%)	2.0	2.0	2.3	1.5	1.6
매출채권 감소(증가)	-1,051	111	-966	-151	-708	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-70	-206	-655	-201	-445	매출액	25.3	-2.9	0.5	-0.8	5.3
매입채무 증가(감소)	-128	-227	-313	69	576	영업이익	111.4	13.5	3.9	2.7	12.0
기타자산, 부채변동	809	-740	1,207	158	165	세전이익	34.4	6.4	4.9	5.8	5.1
투자활동 현금	-3,196	-2,105	-1,759	-2,868	-3,002	당기순이익	39.1	6.8	1.9	5.8	5.1
유형자산처분(취득)	-1,067	-1,205	-1,586	-1,616	-1,702	EPS	25.3	9.3	5.0	11.5	5.1
무형자산 감소(증가)	-139	-187	-164	-96	-96	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-966	228	580	-1,011	-1,052	부채비율	84.5	65.7	66.4	67.0	66.5
기타투자활동	-1,023	-942	-590	-145	-151	유동비율	123.8	128.6	136.8	130.6	132.3
재무활동 현금	2,561	-1,818	-1,298	-426	-426	순차입금/자기자본(x)	-0.9	0.2	-1.2	1.4	1.0
차입금의 증가(감소)	1,504	-1,439	-891	0	0	영업이익/금융비용(x)	13.4	11.3	13.3	12.7	14.3
자본의 증가(감소)	-922	-378	-419	-426	-426	총차입금 (십억원)	6,485	5,306	4,693	4,693	4,693
배당금의 지급	724	378	419	426	426	순차입금 (십억원)	-291	72	-448	511	413
기타재무활동	1,979	-1	12	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1,946	-1,081	503	-1,020	33	EPS	10,919	11,932	12,523	13,967	14,672
기초현금	2,255	4,200	3,120	3,622	2,602	BPS	141,531	182,877	173,324	176,396	187,318
기말현금	4,200	3,120	3,622	2,602	2,636	SPS	228,957	223,779	234,883	233,100	245,513
NOPLAT	1,930	2,199	2,222	2,281	2,555	CFPS	18,005	21,103	23,109	13,381	21,610
FCF	-241	783	1,656	-595	459	DPS	2,300	2,550	2,600	2,600	2,700

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

SK스퀘어 [402340] _본격적인 저평가 해소 구간 진입

[SK스퀘어]

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.krr

매수(유지)

목표주가(상향) 190,000원
현재주가(07/25) 153,000원
상승여력 24.2%

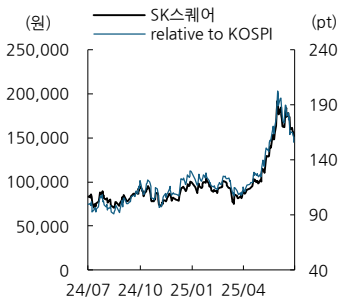
Stock Data

KOSPI 3,196.1pt
시가총액(보통주) 20,279십억원
발행주식수 132,541천주
액면가 100원
자본금 14십억원
60일 평균거래량 601천주
60일 평균거래대금 90,024백만원
외국인 지분율 53.4%
52주 최고가 202,500원
52주 최저가 67,600원
주요주주
SK(외11인) 32.1%
국민연금공단(외1인) 7.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-20.4	-23.2
3M	70.6	45.1
6M	53.2	27.2

주가차트



■ 실적 정상화 + 자회사 턴어라운드 → 본업 체력 회복

- 하이닉스 지분법 이익 기여 확대
- 11번가, 티맵, 웨이브 등 핵심 포트폴리오 손익 개선 지속

■ NAV 대비 여전히 과도한 할인율 → 자산가치 재평가 구간 진입

- 상장이래 꾸준히 할인율 축소 진행 중
- 사측의 적극적인 IR 활동, 주주들의 피드백 반영 및 주주환원 정책이 크게 기여

■ 풍부한 현금, 구조적 리레이팅 가능

- 순현금 4,300억원과 월더스 잔여 매각 대금 4,500억원 보유 (7월 수령 전망)
- SK하이닉스 배당 등 포함할 경우 1.2조원 가용 재원 확보

■ 배당 보다 모든 재원을 자사주 매입 소각에 활용

- 배당을 실시하지 않고 자사주 매입 후 전부 소각을 진행 중
- 이를 통해 1) SK스퀘어의 주가 상승은 물론, 2) 주 SK의 지분율도 상승하게 됨
- 현재 그 가능성은 매우 낮지만 SK스퀘어 - SK하이닉스 합병 시 주 SK에게 유리하게 작용할 전망

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,371	2,277	2,111	2,142	2,163
영업이익	-349	-287	2,864	4,431	3,817
영업이익률(%)	-14.7	-12.6	135.7	206.9	176.5
세전이익	41	-2,598	3,007	4,543	4,322
지배주주지분순이익	260	-1,287	2,602	3,931	3,740
EPS(원)	1,836	-9,261	19,216	29,027	27,617
증감률(%)	-30.8	적전	흑전	51.1	-4.9
ROE(%)	1.6	-8.0	15.8	19.9	15.8
PER(배)	18.3	-5.7	4.3	5.3	5.5
PBR(배)	0.3	0.5	0.6	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	228.0	-45.7	3.1	3.2	3.1

자료: SK스퀘어, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

SK스퀘어 할인율 60% 적용 → 19만원

[SK스퀘어]

(십억원)	시가총액/장부가액	지분율	NAV
상장사 (a)			19,769
SK하이닉스	218,401	20.1%	43,833
드림어스컴퍼니	147	38.7%	57
인크로스	111	36.1%	40
비상장사 (b)			5,616
11번가	1,039	80.3%	834
티맵모빌리티	2,425	60.1%	1,458
콘텐츠웨이브	1,215	36.7%	446
SK플래닛	282	86.3%	244
원스토어	908	45.8%	421
FSK L&S	79	60.0%	48
기타	2,166		2,166
합계 (a+b)			25,385
순차입금 (c)			-436
Target NAV (a+b-c)			25,821
유통주식 수 (만 주)			13,333
주당 NAV (원)			190,000
현재주가 (원)			153,000
상승여력 (%)			24.2

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

■ SK스퀘어의 적극적인 주주환원

- SK스퀘어의 적극적인 IR 활동과 주주환원을 통해 주가 수익률은 하이닉스를 역전

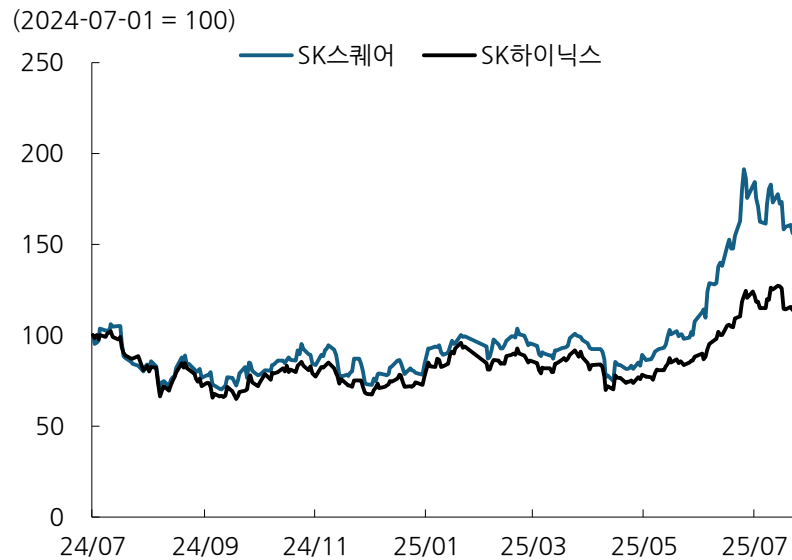
■ SK스퀘어는 배당 보다 모든 재원을 자사주 매입 소각에 활용

- 배당을 실시하지 않고 자사주 매입 후 전부 소각을 진행 중

- 이를 통해 1) SK스퀘어의 주가 상승은 물론, 2) 주 SK의 지분율도 상승하게 됨

- 현재 그 가능성은 매우 낮지만 SK스퀘어 - SK하이닉스 합병 시 주 SK에게 유리하게 작용할 전망

SK스퀘어-SK하이닉스 주가 추이 비교



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

SK스퀘어 주주환원 내역 정리

항목	날짜(매입/소각)	금액 (십억원)
자사주 매입 후 소각	2023-06-14 / 2023-10-04	110
자사주 매입 후 소각	2024-02-08 / 2024-04-02	200
자사주 매입 후 소각	2024-04-26 / 2025-01-06	100
자사주 매입 후 소각	2025-02-24 / 2025-04-01	100
자사주 매입	2025-04-01	100

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

SK스퀘어 [402340] _본격적인 저평가 해소 구간 진입

[SK스퀘어]

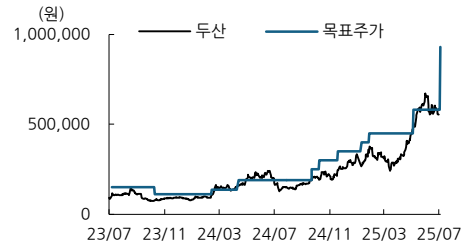
재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,865	2,289	3,446	6,626	10,131	매출액	2,371	2,277	2,111	2,142	2,163
현금 및 현금성자산	1,002	1,271	2,927	6,093	8,647	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	1,099	590	165	166	1,027	매출총이익	2,371	2,277	2,111	2,142	2,163
재고자산	117	113	27	27	103	판매비 및 관리비	2,719	2,564	-753	-2,289	-1,654
기타	648	314	327	340	354	영업이익	-349	-287	2,864	4,431	3,817
비유동자산	19,296	15,681	16,455	17,226	17,482	(EBITDA)	26	-144	2,952	4,549	3,860
관계기업투자등	15,568	14,294	14,875	15,479	16,107	금융손익	21	50	-18	-18	61
유형자산	887	243	375	480	63	이자비용	5	8	18	18	18
무형자산	2,626	513	549	584	600	관계기업등 투자손익	382	-2,087	-9,477	-11,520	-12,376
자산총계	22,161	17,970	19,901	23,851	27,613	기타영업외손익	-13	-274	9,638	11,650	12,820
유동부채	1,820	1,381	694	697	703	세전계속사업이익	41	-2,598	3,007	4,543	4,322
매입채무 및 기타채무	1,619	932	243	244	246	계속사업법인세비용	2	-292	338	511	486
단기금융부채	131	385	385	385	385	계속사업이익	39	-2,305	2,669	4,032	3,836
기타유동부채	69	64	66	69	72	중단사업이익	217	990	0	0	0
비유동부채	3,178	773	788	805	822	당기순이익	256	-1,315	2,669	4,032	3,836
장기금융부채	2,282	239	239	239	239	지배주주	260	-1,287	2,602	3,931	3,740
기타비유동부채	896	534	550	566	583	총포괄이익	-103	-1,226	2,669	4,032	3,836
부채총계	4,997	2,153	1,483	1,502	1,524	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자배주주지분	16,820	15,202	17,804	21,734	25,474	영업이익률 (%)	-14.7	-12.6	135.7	206.9	176.5
자본금	14	14	14	14	14	EBITDA마진률 (%)	1.1	-6.3	139.8	212.4	178.5
자본잉여금	6,912	5,912	5,912	5,912	5,912	당기순이익률 (%)	10.8	-57.8	126.4	188.3	177.3
이익잉여금	759	320	2,922	6,853	10,593	ROA (%)	1.2	-6.4	13.7	18.0	14.5
비지배주주지분(연결)	344	615	615	615	615	ROE (%)	1.6	-8.0	15.8	19.9	15.8
자본총계	17,163	15,817	18,419	22,349	26,089	ROIC (%)	-14.8	-11.8	267.0	324.6	216.4
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	342	266	11,999	15,579	15,235	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	256	-1,315	2,669	4,032	3,836	P/E	18.3	-5.7	4.3	5.3	5.5
비현금수익비용가감	11	1,362	9,514	11,554	12,340	P/B	0.3	0.5	0.6	1.0	0.8
유형자산감가상각비	375	143	88	119	43	P/S	2.0	3.2	5.4	9.9	9.8
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	228.0	-45.7	3.1	3.2	3.1
기타현금수익비용	-364	1,219	9,426	11,435	12,297	P/CF	17.8	154.5	0.9	1.4	1.3
영업활동 자산부채변동	-205	63	-184	-6	-941	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-32	316	425	0	-862	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-84	-18	86	0	-76	매출액	106.8	-4.0	-7.3	1.4	1.0
매입채무 증가(감소)	46	-179	-689	0	2	영업이익	적전	적지	흑전	54.7	-13.8
기타자산, 부채변동	-135	-56	-6	-6	-6	세전이익	-88.8	적전	흑전	51.1	-4.9
투자활동 현금	-58	284	-10,343	-12,413	-12,680	당기순이익	-29.5	적전	흑전	51.1	-4.9
유형자산처분(취득)	-321	-228	-220	-223	373	EPS	-30.8	적전	흑전	51.1	-4.9
무형자산 감소(증가)	-50	-20	-35	-35	-17	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	379	230	-10,062	-12,128	-13,009	부채비율	29.1	13.6	8.1	6.7	5.8
기타투자활동	-65	302	-26	-27	-28	유동비율	157.4	165.8	496.2	950.0	1,441.7
재무활동 현금	69	-281	0	0	0	순차입금/자기자본(x)	6.8	-4.7	-13.1	-25.0	-31.2
차입금의 증가(감소)	-139	-50	0	0	0	영업이익/금융비용(x)	-74.7	-34.7	163.1	252.2	217.3
자본의 증가(감소)	-8	-304	0	0	0	총차입금 (십억원)	2,413	624	624	624	624
배당금의 지급	8	38	0	0	0	순차입금 (십억원)	1,173	-751	-2,411	-5,581	-8,140
기타재무활동	216	72	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	359	269	1,656	3,166	2,554	EPS	1,836	-9,261	19,216	29,027	27,617
기초현금	642	1,002	1,271	2,927	6,093	BPS	118,893	109,381	128,103	156,384	183,291
기말현금	1,002	1,271	2,927	6,093	8,647	SPS	16,757	16,380	15,192	15,409	15,563
NOPLAT	-332	-208	2,542	3,932	3,388	CFPS	1,886	340	87,657	112,142	116,390
FCF	4	394	1,656	3,166	2,554	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: SK스퀘어, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

투자의견 및 목표주가 변동추이

두산 (000150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

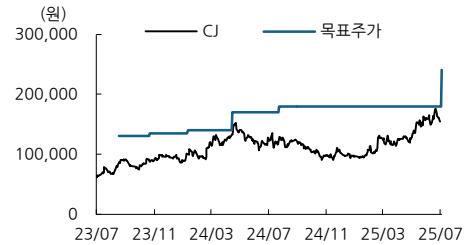
제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-31	매수	150,000	-31.1	-0.6
2023-08-01	매수	150,000	-31.1	-0.6
2023-11-03	매수	110,000	-19.4	-1.9
2024-03-08	매수	135,000	5.3	21.5
2024-05-07	매수	190,000	-4.8	27.1
2024-05-08	매수	190,000	-4.7	27.1
2024-07-30	매수	190,000	-18.0	1.3
2024-10-16	매수	250,000	-18.4	-16.0
2024-11-01	매수	300,000	-28.2	-19.0
2024-11-20	매수	300,000	-29.2	-19.0
2024-12-13	매수	350,000	-20.2	-5.0
2025-02-03	매수	400,000	-23.1	-10.1
2025-02-20	매수	450,000	-26.3	5.3
2025-02-26	매수	450,000	-26.8	5.3
2025-05-29	매수	580,000	1.1	15.5
2025-07-28	매수	930,000		



투자의견 및 목표주가 변동추이

CJ (001040) 투자의견 및 목표주가 변동추이

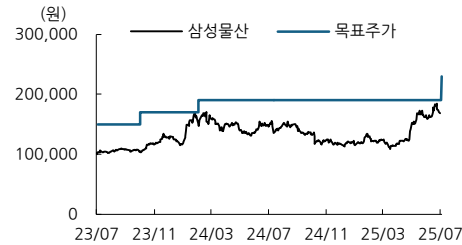
제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-09-11	매수	130,000	-35.0	-29.0
2023-10-11	매수	130,000	-36.5	-29.0
2023-11-15	매수	135,000	-30.8	-25.3
2023-11-27	매수	135,000	-30.2	-25.3
2024-02-05	매수	140,000	-20.3	-5.6
2024-02-27	매수	140,000	-18.2	-5.6
2024-03-15	매수	140,000	-13.3	-5.6
2024-05-08	매수	170,000	-25.6	-10.2
2024-05-23	매수	170,000	-27.1	-17.1
2024-08-07	매수	170,000	-30.4	-28.8
2024-08-16	매수	180,000	-34.2	-2.3
2024-12-18	매수	180,000	-31.2	-2.3
2025-01-16	매수	180,000	-29.3	-2.3
2025-03-17	매수	180,000	-23.3	-2.3
2025-05-29	매수	180,000	-13.0	-2.3
2025-07-28	매수	240,000		



투자의견 및 목표주가 변동추이

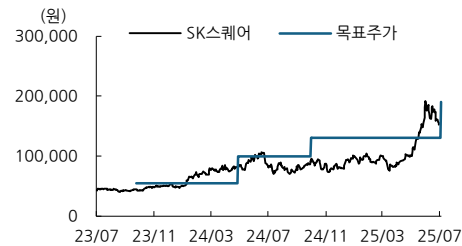
삼성물산(028260) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-19	매수	150,000	-29.3	-28.2
2023-10-26	매수	170,000	-25.2	0.2
2023-11-27	매수	170,000	-22.1	0.2
2024-02-01	매수	170,000	-8.0	0.2
2024-02-05	매수	170,000	-7.3	0.2
2024-02-27	매수	190,000	-27.5	-10.1
2024-04-25	매수	190,000	-30.7	-18.3
2024-10-31	매수	190,000	-30.8	-3.0
2025-05-02	매수	190,000	-17.7	-3.0
2025-05-28	매수	190,000	-12.2	-3.0
2025-05-29	매수	190,000	-12.0	-3.0
2025-07-28	매수	230,000		



SK스퀘어 (402340) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-18	매수	55,000	10.5	55.5
2024-05-21	매수	100,000	-14.3	6.7
2024-10-24	매수	130,000	-19.7	47.9
2025-05-29	매수	130,000	21.3	47.9
2025-07-28	매수	190,000		



Compliance Notice

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 추가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-20% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

		기준일 2025.06.30	
매수	중립	매도	
98.7%	0.6%	0.6%	

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에게 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 현재 당사에서 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.