

지주회사 할인율이 사라진다

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

지주회사: 할인율이 사라진다

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

전통적으로 방어주라는 인식과는 달리 NAV 대비 할인율 축소와 베타 상승으로 코스피 상승기 지주회사도 양호한 주가수익률을 기록했다. 24 년 밸류업, 25 년 상법개정 과정에서 할인율 축소 및 베타 상승이 이루어졌기 때문이다. 26 년 배당소득분리과세 및 자사주 의무소각에 대한 기대가 유효한 가운데 자본시장 체질개선을 통해 지주회사의 추가적인 리레이팅이 가능할 전망이다.

자본시장 체질개선은 중복상장 금지와 기업가치 훼손 방지로 나눌 수 있다. 중복상장은 원칙적으로 금지되며 중복상장 시 상장 필요성, 주주보호노력 등 투자자보호 조치가 수반된다. 특히 모회사 주주보호에 대한 공시가 필요하다. 또한 기업가치 훼손 방지는 합병 등의 과정에서 외부평가 의무화, 저 PBR 기업의 기업가치제고 활성화, 주요 자산에 대한 재평가 후 장부가와의 차액 공시로 구성된다. 중복상장과 기업가치 훼손 방치는 전통적으로 지주회사 할인에 대한 가장 큰 원인이었음을 고려하면 할인율 축소 요인이다.

SK 증권 지주회사 커버리지 9 개사 합산 NAV 대비 할인율은 53.9%이다. 최근 할인율 축소에도 불구하고 자사주 소각, 자본시장 체질개선 등을 통한 추가적인 할인율 축소가 가능하다. 밸류에이션, 자회사 실적개선, 주주환원 확대 등을 고려 시 SK, SK 스퀘어, 삼성물산을 하반기 지주회사 탐픽으로 제시한다.

SK 증권 지주회사 커버리지 밸류에이션 지표

(단위: 배)

종목	NAV 대비 할인율	최고	평균	최저	PBR	최고	평균	최저
SK	50.7%	71.6%	52.0%	9.0%	1.26	1.11	0.53	0.24
LG	49.9%	70.6%	57.8%	41.1%	0.66	0.86	0.51	0.32
CJ	7.8%	73.6%	54.1%	-14.2%	1.10	1.36	0.63	0.35
LS	44.6%	82.6%	58.2%	36.4%	2.85	2.68	0.59	0.20
한화	62.3%	78.5%	64.1%	47.0%	1.01	0.98	0.46	0.19
SK 스퀘어	45.8%	73.3%	64.7%	51.8%	5.63	2.73	0.66	0.23
삼성물산	54.0%	70.1%	62.1%	49.2%	1.37	1.41	0.69	0.45
현대제프홀딩스	-10.0%	85.4%	41.6%	-43.3%	0.55	0.79	0.29	0.14
롯데지주	37.2%	57.4%	31.4%	-11.0%	0.34	0.51	0.32	0.22
9개사 합산	53.5%	65.8%	59.0%	49.2%				

자료: SK 증권

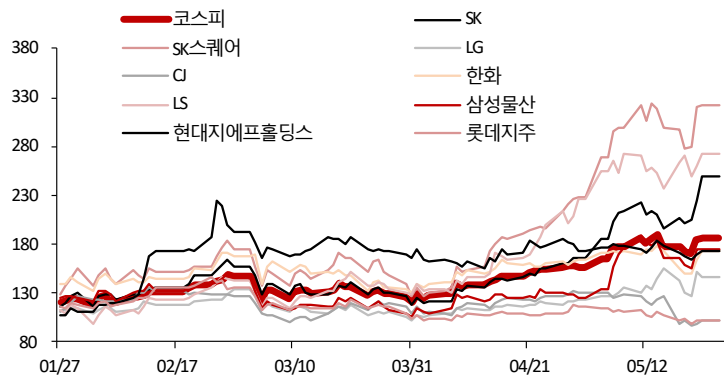
주: PBR 은 FYO 기준(2020년 이후 기준)

2026년 상반기 Review

지주회사 베타 상승으로 코스피 상승기
좋은 주가 수익률 기록

지회사 가치의 합으로 기업가치가 결정되는 지주회사의 주가 특성상 지회사 주가 변화에 후행하여 지주회사 주가가 움직인다. 따라서 주가 상승기에 지주회사는 시장에서 상대적으로 소외받는 것이 일반적이다. 하지만 최근 지주회사의 주가는 전통적인 흐름과는 차이가 있다. 코스피가 8,000pt 에 근접하는 등 빠르게 상승하는 가운데 지주회사 주가는 코스피 대비 높은 주가 상승을 보인 경우가 많았다. 이는 지주회사 베타를 통해서도 확인 가능하다. SK 스퀘어 1.98, SK 1.55, LS 1.52, 삼성물산 1.50 등 주요 지주회사의 현 시점 52 주 베타는 1 보다 크며 최근 코스피 상승 과정에 시장보다 높은 주가 상승률을 기록했다.

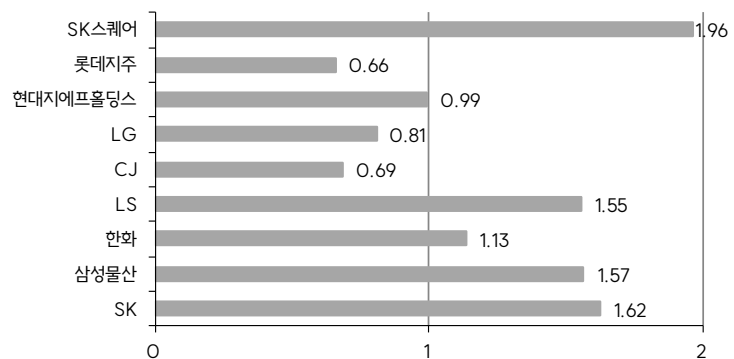
주요 지주회사 26년 상대주가



자료: Quantiwise, SK 증권

주: 25년말 종가 = 100

SK 증권 지주회사 커버리지 52 주 베타

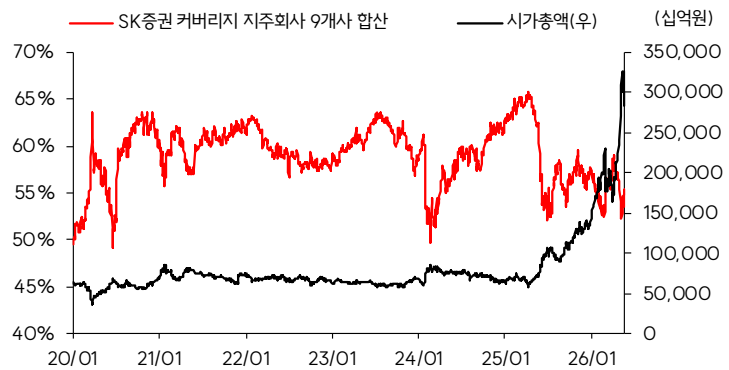


자료: Quantiwise, SK 증권

합산 할인율 54.5%
추가적인 할인율 축소 기대

현재 SK 증권 커버리지 지주회사의 합산 NAV 대비 할인율은 53.5%이다. 20년 이후 60%를 넘어섰던 NAV 대비 할인율은 밸류업, 상법개정 등의 영향으로 50% 초반까지 축소되었다. 25년 국회 본회의를 통과한 1, 2차 상법개정안 중 독립이사제도, 감사위원 선임 시 3%를 강화, 대규모 상장사의 집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 확대, 대규모 상장사의 전자주주총회 의무화 등이 26년 하반기부터 순차적으로 시행되면 추가적으로 할인율은 축소될 전망이다.

주요 지주회사 합산 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

주: SK, SK스퀘어, 삼성물산, 한화, LS, CJ, LG, 현대제이프홀딩스, 롯데지주 등 9개사 합산

상법 내용별 시행시기

구분	내용	시행시기
1차 상법개정	이사의 주주 충실의무 신설 (제 382조의 3)	2025년 07월 22일
	독립이사 제도 도입 (제 542조의 8)	2026년 07월 23일
	감사위원 선임 시 3%를 확대 (제 542조의 12)	2026년 07월 23일
	전자주주총회 도입 (제 542조의 14 신설)	2027년 01월 01일
2차 상법개정	집중투표제 의무화 (제 542조의 7 제 3항)	2026년 09월 10일
	감사위원 분리선출 확대	2026년 09월 10일
3차 상법개정	자기주식 1년 내 소각 원칙 (제 341조의 4 제 1항)	2026년 03월 06일

자료: SK 증권

2026년 하반기 전망

자본시장 체질개선 추진

> 중복상장과 기업가치훼손 방지 포함

금융위원회는 자본시장 체질개선을 위해 신뢰, 주주보호, 혁신, 시장접근성 등 4대 정책방향을 중점적으로 추진할 예정이다. 이를 통해 단순한 지수상승을 넘어 자본시장이 기업 자금조달과 국민자산 증대 등 실물경제에 기여하는 선순환 구조를 안착시켜 프리미엄 시장으로의 도약을 추진한다. 4대 중점과제 중 주주보호는 중복상장 금지와 낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손 방지를 포함하고 있다. 중복상장과 낮은 주가 방치는 전통적으로 지주회사 할인의 주요 원인이었기 때문에 지주회사 할인을 축소의 트리거가 될 수 있다.

자본시장 체질개선 방안(26.03.18)

구분	내용
신뢰	- 주가조작 적발역량 및 처벌 강화 - 회계부정 엄단 등 회계투명성 강화 - 자본시장 평가인프라 기관의 객관성·공정성 제고 - 부실·저성과 기업 신속퇴출
주주보호	- 중복상장 원칙금지 - 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지 - 스튜어드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화
혁신	- 코넥스 시장의 인큐베이팅 기능 활성화 - 코스닥 시장의 경쟁력 및 역동성 제고 - 국민성장펀드·대형 IB 모험자본 공급 본격 가동
시장 접근성	- 국내 장기투자 확대기반 마련 - 외환·증권시장 시스템 선진화를 통한 외국인 투자 촉진 - 디지털 자본시장 확대를 위한 신규 투자상품 활성화

자료: 금융위원회, SK 증권

자본시장 체질개선 방안 시행일정

추진과제	조치사항	일정
1. 중복상장 원칙금지		
1-1. 한국거래소 중복상장 원칙금지	거래소 상장규정 개정	26년 6월
1-2. 중복상장시 주주충실의무 적용	거래소 상장·공시규정 개정, 자본시장법 개정안 마련	26년 6월
2. 낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손 방지		
2-1. 합병 등에 공정가액·외부평가 도입	신속 입법지원(기발의)	계속
2-2. 저PBR 기업 공표·태그노출 도입	시스템 개편 및 내부지침 마련	26년 7월
2-3. 장부가치·공정가치 차이 공시 도입	K-IRFS 개정	26년 9월
3. 스튜어드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화		
3-1. 스튜어드십코드 고려요소 확대	스튜어드십코드 개정	26년 6월
3-2. 스튜어드십코드 제3자 점검체계 신설 및 통합공시	이행점검체계 신설	26년 하반기
3-3. 법령해석 관련 불확실성 해소	법령해석집 개정	26년 하반기

자료: 금융위원회, SK 증권

중복상장 원칙적 금지

우선 한국거래소 상장심사 시 “중복상장이 원칙적으로 금지”된다. 이는 쪼개기 상장 뿐 아니라 실질적 지배력을 기준으로 중복상장 심사 및 심사기준을 명확히 정립하게 된다. 심사대상은 경제적 동일체로 인식되는 종속회사 등을 별도 상장하는 경우로 지배회사의 실질적 지배를 받는 종속회사(연결재무제표의 연결대상 종속회사)와 동일기업집단의 계열회사로서 수직적 지배관계에 있는 회사가 심사대상이다. 물적분할 자회사 상장, 지주회사 전환 목적의 인적분할한 회사의 상장, 설립·인수한 자회사 상장이 포함된다.

**자회사 상장 시
모회사 주주 보호방안 마련**

심사는 영업 독립성, 경영 독립성, 투자자 보호 등을 종합적으로 심사한다. 이 중 투자자 보호에서는 모회사 일반주주의 동의 여부 등도 확인한다. 모회사의 경우 중복상장이 모회사 일반주주에게 미치는 영향을 평가하고 공시하도록 의무화되는데, 자회사 상장에 따른 모회사 주가 증대·회석효과 등을 바탕으로 주주 보호방안을 마련해 공시해야 한다.

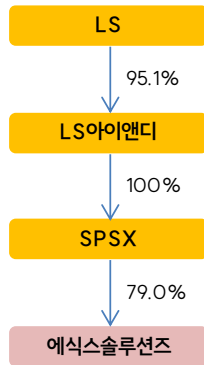
중복상장 제도개선 추진방안(26.04.16)	
구분	내용
심사대상	- 지배회사의 실질적 지배를 받는 종속회사(연결재무제표의 연결대상 종속회사) - 동일 기업집단의 계열회사로서 수직적 지배관계에 있는 회사
심사유형	- 물적분할 자회사 상장 - 인적분할(지주회사 전환 목적) - 설립·인수한 자회사 상장
심사기준	- 영업독립성 · 자회사의 주된 영업이 모회사에 의존하지 않고 독립적인지 여부 심사 - 경영독립성 · 자회사의 의사결정 및 지배구조가 독립적인지 여부 심사 - 투자자보호 · 상장필요성, 주주소통노력, 주주보호노력
모회사 의무사항	- 영향평가 · 일반주주 관점에서 주주에게 미치는 영향 평가 - 주주 보호방안 마련 및 공시 · 주주영향 평가를 바탕으로 주주보호 필요성에 비례하는 주주 보호방안 마련 · 주주 영향 평가 결과, 주주 보호방안 등 공시 - 주주 소통 및 찬반 결정·공시 · 자회사 상장 및 주주 보호방안 관련 주주와 소통 실시(예. 설문조사, 주주간담회 등) · 주주 의견을 반영하여 자회사 상장 관련 찬반의견 결정 및 공시, 자회사 통지

자료: 금융위원회, SK 증권

지주회사의 재무구조 중요성 부각

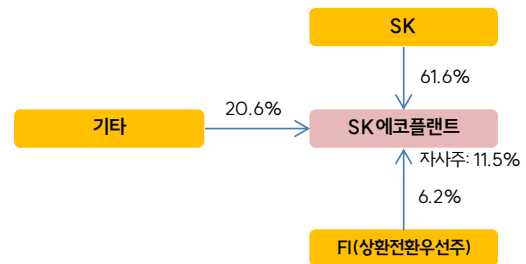
중복상장 제도개선에 따라 국내 주요 지주회사의 자회사 및 손자회사의 국내외 상장이 까다로워졌다. 상장회사의 유상증자에 대한 심사도 강화되고 있는 가운데 비상장회사의 상장도 어려워짐에 따라 자회사의 자금조달에 대한 고민이 커질 수밖에 없다. 특히 비상장자회사가 상장을 전제로 외부 투자를 받은 경우라면 더욱 그러하다. LS의 증손회사인 지난해말 에식스솔루션은 상장을 추진하다가 연초 철회했으며, SK는 SK 에코플랜트의 FI가 보유하고 있던 보통주 및 전환우선주를 사들였다. 자회사 자금조달에 지주회사의 역할이 더욱 커질 것이기 때문에 지주회사의 재무구조에 대한 중요성이 부각될 것이다.

에식스솔루션즈 지분구조



자료: LS, SK 증권

SK 에코플랜트 지분구조



자료: SK, SK 증권

주: 전환우선주 인수 및 상환전환우선주의 보통주 전환 이후 지분율 기준

주요 지주회사 안정성 지표

	순부채	현금 및 현금성자산	부채비율	차입금의존도	자기자본비율
SK	8,625	82	69.5	33.9	59.0
SK 스퀘어	-769	534	5.0	0.0	95.2
삼성물산	1,333	971	45.2	3.7	68.9
한화	4,683	130	209.7	43.4	32.3
LS	790	14	20.6	14.3	83.0
LG	-1,347	248	5.3	0.0	95.0
CJ	271	25	12.7	8.9	88.8
현대지에프홀딩스	334	4	33.2	17.7	75.1
롯데지주	3,460	1	84.1	42.3	54.3

자료: Quantwise, SK 증권

주: 25년말 별도기준

기업가치 훼손 방지

- 1) 합병 등에서 외부평가 의무화
- 2) 저 PBR 기업의 기업가치제고 계획 활성화
- 3) 주요 자산 재평가 차이 주석 공시

낮은 주가 방치 등 기업가치 훼손도 방지된다. 합병, 분할, 중요한 자산 및 영업 양수도, 포괄적 주식교환·이전 추진 시 공정가액 산정 및 외부평가가 의무화된다. 이때 공정가액은 주가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려해 반영한다. 저 PBR 기업은 KRX 밸류업 홈페이지에 상시 공표하되 기업가치 제고 계획 공시를 수행한 경우에는 일정기간 면제를 통해 기업의 자발적인 기업가치 제고노력을 유도한다. 또한 주요 자산(우선적으로 토지부터 시행 예정) 재평가를 통해 장부가치와 공정가치 차이를 재무제표 주석공시가 의무화된다.

	유형자산		투자부동산		합계	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
SK	1,051	1,059	0	0	1,051	1,059
SK 스케어	97	97	32	32	129	129
삼성물산	10,751	10,760	930	925	11,681	11,685
한화	3,107	4,080	2,119	2,364	5,227	6,445
LS	132	132	0	0	132	132
CJ	80	81	154	153	234	234
LG	122	172	4,427	3,192	4,549	3,364
현대저에프홀딩스	9	9	298	298	307	307
롯데지주	0	0	781	781	781	781

자료: 각 사, SK 증권

기업명	PBR	기업명	PBR	기업명	PBR	기업명	PBR
티와이홀딩스	0.11	매일홀딩스	0.34	HC 홈센타	0.52	CJ	1.13
KC 그린홀딩스	0.17	DL	0.34	콜마홀딩스	0.54	세아베스틸지주	1.16
KG 에코솔루션	0.18	농심홀딩스	0.34	동아쏘시오홀딩스	0.54	DN 오토모티브	1.19
한국전자홀딩스	0.19	중근당홀딩스	0.34	평화홀딩스	0.56	대덕	1.27
동국홀딩스	0.2	하이트진로홀딩스	0.34	현대저에프홀딩스	0.56	폴무원	1.3
서연	0.23	롯데지주	0.34	대상홀딩스	0.57	천보	1.37
삼양홀딩스	0.23	CR 홀딩스	0.36	SNT 홀딩스	0.59	삼성물산	1.38
CS 홀딩스	0.24	한세에스 24 홀딩스	0.37	이녹스	0.61	SK	1.4
AK 홀딩스	0.25	하림지주	0.37	POSCO 홀딩스	0.61	OCI 홀딩스	1.49
골프존홀딩스	0.25	이건홀딩스	0.38	신송홀딩스	0.62	비츠로테크	1.5
KISCO 홀딩스	0.25	LX 홀딩스	0.39	쿠쿠홀딩스	0.62	효성	1.51
경동인베스트	0.25	HDC	0.39	오리온홀딩스	0.62	HD 현대	1.97
BGF	0.25	HL 홀딩스	0.4	솔브레인홀딩스	0.64	원익홀딩스	2.14
넥센	0.26	노루홀딩스	0.41	아모레퍼시픽홀딩스	0.64	HD 한국조선해양	2.24
세아홀딩스	0.27	네오위즈홀딩스	0.43	LG	0.64	한국콜마	2.36
SJM 홀딩스	0.29	HS 효성	0.43	코스맥스비티아이	0.7	한진칼	2.37
디와이	0.29	샘표	0.44	대웅	0.73	한미사이언스	2.38
크라운해태홀딩스	0.29	미원홀딩스	0.46	영원무역홀딩스	0.78	LS	2.97
한솔홀딩스	0.3	진양홀딩스	0.47	휴온스글로벌	0.81	SK 스케어	5.65
KPX 홀딩스	0.31	동원산업	0.47	콘텐트리중앙	0.84	SKC	5.82
해성산업	0.31	이지홀딩스	0.49	일진홀딩스	0.94	에코프로	10.03
한일홀딩스	0.31	풍산홀딩스	0.49	SK 이노베이션	0.95	두산	18.23
SK 디스커버리	0.33	한국엔컴퍼니	0.49	JW 홀딩스	1.02		
한진중공업홀딩스	0.33	코오롱	0.5	한화	1.06		
세아제강지주	0.33	GS	0.5	미스트홀딩스	1.07		

자료: Quantiwise, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

SK (O34730/KS) – 에코플랜트 실적개선과 주주환원 확대

- 에센코어, Hi-Tech 중심의 SK 에코플랜트 26년 실적개선 전망
- SK 실트론 매각 임박, 확보한 현금으로 주주환원 확대 기대감
- SK 스퀘어, SK 이노베이션 등 주요 자회사 실적개선 및 주가상승 기대감
- 현주가 NAV 대비 할인율 56.7%로 높은 밸류에이션
- 27년 1월 보유 자사주 20.3% 소각 예정

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가 642,000 원	매출액	십억원	128,798	123,400	122,703	154,431	154,587	156,814
시가총액 46,547 십억원	영업이익	십억원	4,754	2,396	1,818	20,221	33,152	36,131
	순이익	십억원	-777	-1,293	1,597	15,598	17,804	18,923
발행주식 수 7,250 만주	EPS	원	-24,330	-17,274	5,448	213,467	243,658	258,974
주요 주주	PER	배	-7.3	-7.6	47.1	3.0	2.6	2.5
최태원(외 33)	PBR	배	0.6	0.4	0.7	1.1	0.8	0.6
자사주 24.77 %	EV/EBITDA	배	9.9	12.1	13.8	4.4	2.4	1.7
외국인 지분율 29.68 %	ROE	%	-3.7	-5.6	6.4	47.6	36.3	28.3

SK 스퀘어 (402340/KS) – 고베타에 투자

- 자회사 SK 하이닉스의 DR 발행, 레버리지 ETF 출시 등 주가 상승 기대감
- SK 하이닉스 실제 시가총액 비중은 22%로 5월 금융투자협회에서 공시된 비중 15.7%
- 편입한도 룰에 따라 기관투자자의 SK 스퀘어 매수세 유입 전망
- SK 하이닉스 대비 높은 베타로 SK 하이닉스 주가 반등 시 SK 스퀘어 주가 빠르게 상승 전망
- 올해 첫 현금배당 및 27년까지 지속적인 자사주 매입 및 소각 예정

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가 1,185,000 원	매출액	십억원	2,278	5,882	10,456	41,975	56,307	57,465
시가총액 156,371 십억원	영업이익	십억원	-2,340	3,921	8,797	40,065	54,034	55,135
	순이익	십억원	-1,287	3,714	8,824	38,874	51,523	52,528
발행주식 수 13,196 만주	EPS	원	-16,387	27,699	66,916	294,594	390,448	398,062
주요 주주	PER	배	-3.2	2.9	5.5	4.0	3.0	3.0
SK(외 10)	PBR	배	0.5	0.6	1.8	2.4	1.3	0.9
국민연금공단 8.84 %	EV/EBITDA	배	-3.2	2.6	5.4	2.9	1.2	0.2
외국인 지분율 48.82%	ROE	%	-8.0	21.7	37.8	82.8	56.0	36.5

SIGNATURE

COMPLIANCE NOTICE

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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