

SK (034730)

2025.06.23

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
2122-9198 value3@imfnsec.com[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

이재명 정부 상법 및 자본시장법 개정 동사 최대 수혜

이사의 주주이익 충실의무 상법 개정이 이루어지면 주주간 이해상충
우려감 해소⇒ 구조적인 할인을 축소로 동사 밸류에이션 리레이팅

동사와 같은 지주회사의 경우 지주회사와 자회사 중복상장으로 인하여 유동성 할인이 불가피한 상황에서 태생적으로 지주회사 주주와 자회사 주주간 이해상충이 발생할 가능성이 높다. 또한 지주회사 및 자회사 기업구조 및 소유구조 개편 과정에서 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 사적 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 이해상충 발생으로 대리인 비용이 자주 발생한다.

이와 같이 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있는 것이다.

이러한 환경하에서 이재명 정부에서는 상법개정 등을 통해 이사의 주주이익 충실의무 도입을 추진 중에 있다. 이사의 주주이익 충실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

이에 따라 이사의 주주이익 충실의무 상법 개정이 이루어지면 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인을 축소로 이어짐에 따라 동사의 밸류에이션이 리레이팅 될 수 있다.

이재명 정부에서는 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 근거를
마련할 예정 ⇒ 주주환원으로 유도하면서 자사주 소각 기대감 반영

이재명 정부에서는 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 근거를 마련하고 기보유 자사주에 대해서는 합리적 규제를 부과할 예정이다. 이에 따라 자본시장법을 개정하여 회사의 자기주식의 취득은 상여금 지급, 주식보상 등을 제외하고는 소각을 목적으로 한 경우에만 허용하고, 일정기간 이내에 모두 소각하도록 원칙을 제시하는 방안이 유력시 된다.

또한 기보유 자사주에 대해서는 유예기간을 충분히 부여하되, 자사주 처분 시 신주발행 절차를 준용하여 심사를 거치도록 하는 한편 합병, 분할 시 신주 배정을 포함하여 자사주 권리를 정지시키는 방안을 검토할 예정이다.

이에 따라 동사와 같이 자사주 보유비중이 큰 상장회사에 대하여 주주환원 측면에서 주주들의 자사주 소각 요구가 커지면서 자사주 24.8%의 일정부분에 대하여 소각 등을 기대할 수 있을 것이다.

목표주가 260,000원으로 상향

동사의 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 260,000원으로 상향한다. 투자지분 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가액에 50% 할인을 적용하여 산출하였다.

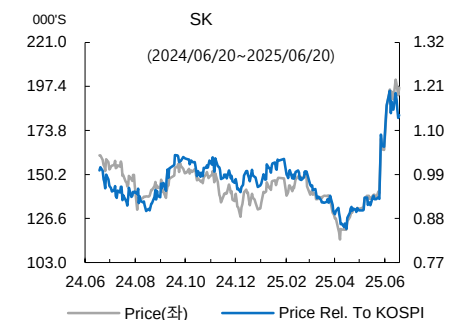
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	260,000원(상향)
종가(2025.06.20)	196,700원
상승여력	32.2%

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	7,250만주
시가총액	14,261십억원
외국인지분율	23.7%
52주 주가	115,400~201,000원
60일평균거래량	229,036주
60일평균거래대금	37.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	41.1	41.9	47.1	22.6
상대수익률	25.0	27.3	21.4	14.9

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	124,690	126,343	131,470	136,297
영업이익(십억원)	2,355	4,040	5,812	7,812
순이익(십억원)	-1,293	555	1,022	1,614
EPS(원)	-17,618	7,589	13,984	22,086
BPS(원)	343,711	378,826	390,335	414,947
PER(배)		25.9	14.1	8.9
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	-5.6	2.0	3.1	4.1
배당수익률(%)	4.2	3.4	3.4	3.4
EV/EBITDA(배)	6.0	5.0	4.4	3.8

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 더불어민주당 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정안
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 전체 주주의 이익을 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주의 이익을 공정하게 보호 하여야 하고, 특정 주주의 이익을 우선하여서는 아니 된다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

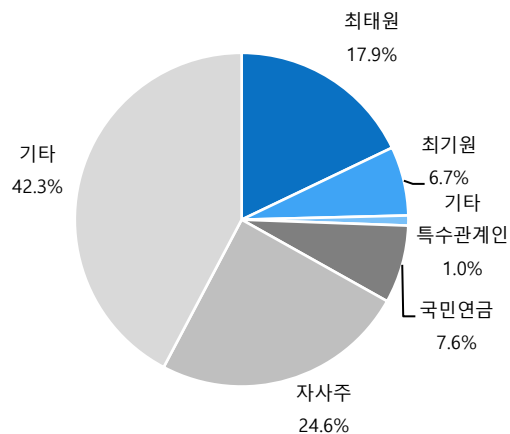
표2. SK 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

투자지분가치	237,994
영업가치(사업가치 + 브랜드로열티+임대료수익 등)	30,740
순차입금	125,574
NAV	143,160
발행주식수(자사주 제외)	54,520,349
주당 NAV(원)	262,581

자회사	지분율	자회사 가치
SK이노베이션	55.5%	77,414
SK텔레콤	30.6%	30,983
SK스퀘어	31.5%	34,977
SK네트웍스	43.9%	4,080
SK에코플랜트	62.2%	4,554
SKC	40.6%	11,243
SK바이오팜	64.0%	33,195
SK실트론	51.0%	3,113
SK팜테코	86.6%	8,256
기타		30,179

자료: SK, iM증권 리서치본부

그림1. SK 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



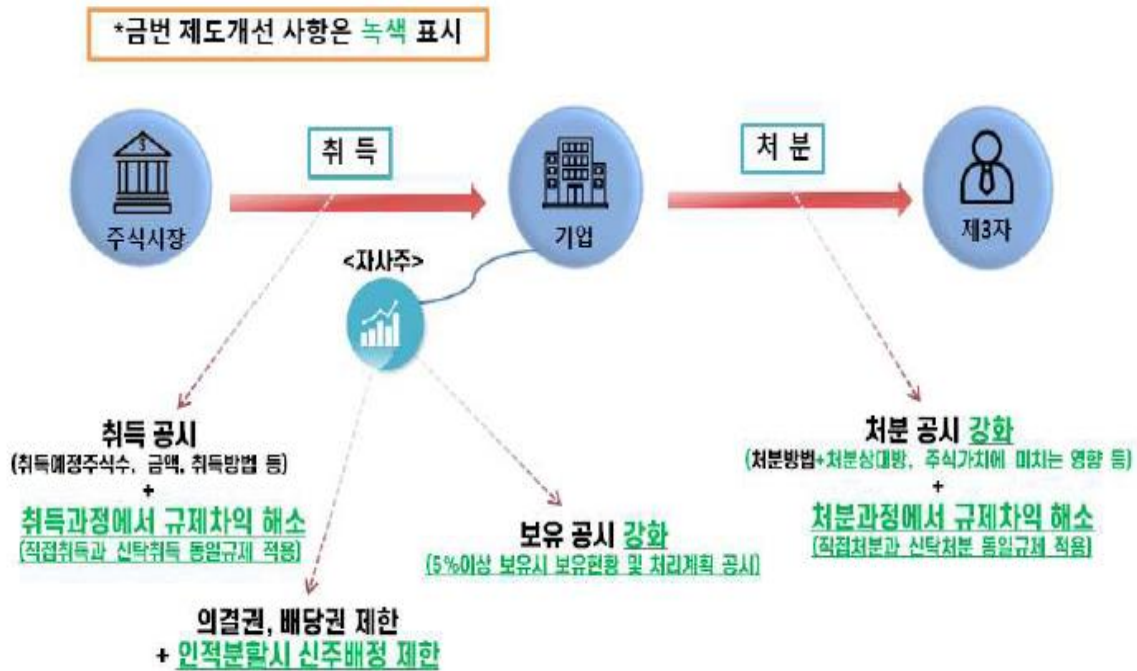
자료: SK, iM증권 리서치본부

표3. 자사주 보유현황(2024년 12월 31일 기준)

취득 방법	취득결정 공시일자	주식 종류	취득 기간	취득 목적	최초보유 예상기간	최초 취득수량	변동 수량 처분(-)	소각(-)	기말 수량
직접 취득	2015.08.28	보통주	2015.09.01 ~ 2015.11.11	주가 안정을 통한 주주가치 제고	6개월 이상	3,514,276	33,693	-	3,480,583
	2019.10.01	보통주	2019.10.02 ~ 2019.12.11	주가 안정을 통한 주주가치 제고	6개월 이상	3,520,000	-	-	3,520,000
기타 취득	-	보통주	2015.08.03	합병관련 포함주식	-	11,010,816	43,163	-	10,967,653
	-	보통주	2015.08.03	합병관련 단주매입	-	8,316	-	-	8,316
	-	보통주	2021.12.09	합병관련 단주매입	-	5,601	-	-	5,601
	-	보통주	2022.01.26~2022.07.28	합병관련 주식매수청구분 매입	-	201	-	-	201
	-	우선주	2015.08.03	합병관련 단주매입	-	1,339	-	-	1,339
	-	우선주	2015.08.03	합병소멸법인 既보유 자기주식	-	448	-	-	448
총계						18,060,997	76,856	-	17,984,141

자료: SK, iM증권 리서치본부

그림2. 상장법인 자사주 제도개선 주요 내용



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표4. SK 그룹 리밸런싱 매각 내역

연도	정리 기업	매각 금액(억원)
2024	SK렌타카	8,200
	SK엔팜스 파인세라믹스 사업	3,303
	SK엔팜스 CMP PAD 사업	3,346
2025	SK스페셜티	26,000
	SK넥실리스 박막 사업	950(매각예정)
	리뉴원·리뉴어스	진행 중
	SK오션플랜트	진행 중
	SK실트론	진행 중
	서울공항리무진	진행 중

자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

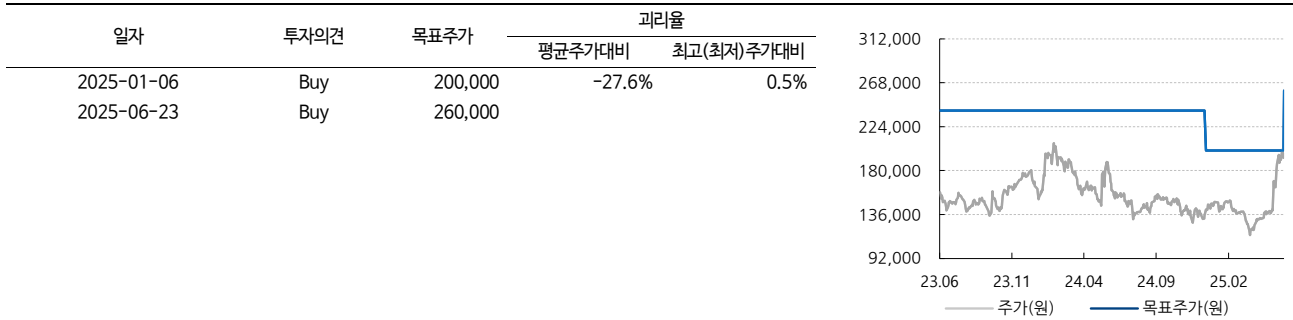
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67,463	79,502	91,977	105,069	매출액	124,690	126,343	131,470	136,297
현금 및 현금성자산	24,647	32,785	38,871	43,357	증가율(%)	-3.2	1.3	4.1	3.7
단기금융자산	2,966	2,588	2,258	1,970	매출원가	113,999	113,616	116,827	119,501
매출채권	17,690	17,912	18,602	19,252	매출총이익	10,692	12,727	14,643	16,796
재고자산	13,638	13,819	14,380	14,908	판매비와관리비	8,629	8,686	8,831	8,984
비유동자산	147,515	142,797	139,393	137,094	연구개발비	808	819	852	884
유형자산	80,364	73,753	68,195	63,523	기타영업수익	292	-	-	-
무형자산	15,905	14,257	12,869	11,700	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	214,978	222,299	231,371	242,162	영업이익	2,355	4,040	5,812	7,812
유동부채	71,533	72,701	74,284	75,897	증가율(%)	-50.5	71.5	43.9	34.4
매입채무	12,753	12,922	13,446	13,940	영업이익률(%)	1.9	3.2	4.4	5.7
단기차입금	20,003	20,003	20,003	20,003	이자수익	949	1,216	1,414	1,558
유동성장기부채	14,789	14,789	14,789	14,789	이자비용	3,693	3,693	3,693	3,693
비유동부채	63,157	63,157	63,157	63,157	지분이익(손실)	3,812	3,812	3,812	3,812
사채	26,034	26,034	26,034	26,034	기타영업외손익	-1,706	-3,257	-3,635	-3,780
장기차입금	22,039	22,039	22,039	22,039	세전계속사업이익	1,097	1,864	3,456	5,456
부채총계	134,690	135,859	137,441	139,054	법인세비용	748	280	535	846
자배주주지분	25,115	30,238	35,828	42,011	세전계속이익률(%)	0.9	1.5	2.6	4.0
자본금	16	16	16	16	당기순이익	529	1,584	2,921	4,609
자본잉여금	13,198	13,198	13,198	13,198	순이익률(%)	0.4	1.3	2.2	3.4
이익잉여금	11,882	12,055	12,695	13,927	자배주주귀속 순이익	-1,293	555	1,022	1,614
기타자본항목	19	4,969	9,919	14,870	기타포괄이익	4,950	4,950	4,950	4,950
비자배주주지분	55,173	56,203	58,101	61,097	총포괄이익	5,479	6,535	7,871	9,560
자본총계	80,288	86,440	93,930	103,108	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	8,110	4,439	2,433	875	주당지표(원)				
당기순이익	529	1,584	2,921	4,609	EPS	-17,618	7,589	13,984	22,086
유형자산감가상각비	6,531	6,611	5,558	4,672	BPS	343,711	378,826	390,335	414,947
무형자산감각비	1,853	1,648	1,388	1,169	CFPS	96,644	120,618	109,041	102,028
지분법관련손실(이익)	3,812	3,812	3,812	3,812	DPS	7,000	7,000	7,000	7,000
투자활동 현금흐름	-12,158	3,383	3,335	3,293	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-15,265	-	-	-	PER		25.9	14.1	8.9
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-	PBR	0.4	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	-44	271	271	271	PCR	1.4	1.4	1.5	1.6
재무활동 현금흐름	5,085	-366	-362	-362	EV/EBITDA	6.0	5.0	4.4	3.8
단기금융부채의증감	3,074	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	3,806	-	-	-	ROE	-5.6	2.0	3.1	4.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.6	9.7	9.7	10.0
배당금지급	-1,815	-386	-382	-382	부채비율	167.8	157.2	146.3	134.9
현금및현금성자산의증감	1,963	8,138	6,086	4,486	순부채비율	68.8	54.9	44.4	36.4
기초현금및현금성자산	22,684	24,647	32,785	38,871	매출채권회전율(x)	6.9	7.1	7.2	7.2
기말현금및현금성자산	24,647	32,785	38,871	43,357	재고자산회전율(x)	8.7	9.2	9.3	9.3

자료 : SK, iM증권 리서치본부

SK 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%