

SK (034730)

주식 소각 및 상법 개정 수혜 기대

3차 상법 개정안으로 원칙적 소각 시대를 맞이하여 동사 자사주 24.8% 상당부분 소각 불가피 ⇒ 동사 밸류에이션 상승의 기반 마련될 듯

지난 11월 3차 상법 개정안으로 자사주 원칙적 소각을 명시하고 있는 법안이 발의되었다. 개정안에 따르면 기업은 자사주를 취득한 날로부터 1년 이내에 의무적으로 소각해야 한다. 또한 기존에 이미 보유하고 있는 자사주에 대해서도 개정법 시행 이후 새로 취득한 자사주와 동일한 소각 의무가 부과된다. 다만 기존 보유 자사주 소각의무 발생 시점과 관련하여 6개월의 추가 유예기간이 부여되며, 개정법 시행일 + 6개월 + 1년이라는 시간표 안에서 이를 소각하거나 또는 그에 대한 보유·처분계획을 작성하여 주주총회의 승인을 받아야 한다.

예외적으로 임직원 보상, 우리사주제도 실시, 주식의 포괄적 교환·포괄적 이전·합병에 따른 활용, 정관에서 정한 경영상 목적(재무구조 개선, 신기술 도입 등) 달성을 위한 경우에 한하여 제3차 처분을 주주총회의 승인을 받은 후, 그 승인된 계획 하에 자사주를 처분해야 한다.

그동안 기업들의 경우 자사주 소각 압박에 대응해 계열사나 제3자에게 자사주를 넘겨 우호 지분을 확보하였을 뿐만 아니라 자사주 교환사채(EB)를 발행해 자금을 조달하였다. 자사주 활용이 주주에 대한 충실의무 위반이라는 비판이 커지자, 지난 10월 금융당국에서는 자사주 교환사채(EB) 발행에 대한 공시 의무를 대폭 강화하였으며, 국회에 발의된 3차 상법 개정안 역시 자사주 교환사채(EB) 발행 금지를 명문화 하였다.

이러한 환경하에서 자사주 소각을 의무화하는 3차 상법 개정안을 더불어민주당에서는 연내 처리한다는 계획이었지만, 내란전담재판부 설치법 등 사법개혁 관련 법안을 우선 처리 대상으로 정하면서 사실상 연내 국회 통과는 불투명해진 상황이다. 하지만 더불어민주당에서는 내년 1월 중 처리를 예고하였다.

무엇보다 3차 상법 개정안으로 원칙적 소각 시대를 맞이하여 동사 자사주 24.8%에 대하여 상당부분 소각이 불가피할 것으로 예상된다. 이와 같은 소각 등으로 동사 밸류에이션 상승의 기반이 마련될 수 있을 것이다.

이사의 주주 충실의무 도입⇒할인을 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜

이사의 주주 충실의무 도입이 의미하는 것은 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환이다.

지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 동사와 같은 지주회사에서 보다 더 자주 발생하고 있을 뿐만 아니라 향후에도 주주간 이해상충 상황이 지속적으로 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 지주회사 할인율이 크게 발생하고 있다. 즉, 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무 상법 개정 등으로 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인을 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜가 예상된다.

목표주가 330,000원으로 상향

동사의 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 330,000원으로 상향한다. 투자지분 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가액에 50% 할인율을 적용하여 산출하였다.

Company Brief

Buy (Maintain)

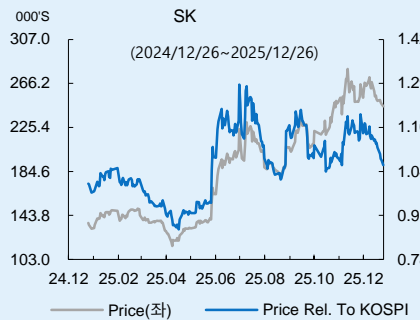
목표주가(12M)	330,000원(상향)
종가(2025.12.26)	245,000원
상승여력	34.7%

Stock Indicator

자본금	16십억원
발행주식수	7,250만주
시가총액	17,763십억원
외국인지분율	26.8%
52주 주가	115,400~279,500원
60일평균거래량	232,396주
60일평균거래대금	57.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.4	18.6	20.4	79.2
상대수익률	-6.7	-3.3	-13.7	9.3

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	124,690	125,296	128,881	134,689
영업이익(십억원)	2,355	1,793	4,013	5,625
순이익(십억원)	-1,293	3,933	4,198	5,400
EPS(원)	-17,618	53,820	57,450	73,908
BPS(원)	343,711	408,430	474,111	556,385
PER(배)		4.6	4.3	3.3
PBR(배)	0.4	0.6	0.5	0.4
ROE(%)	-5.6	13.4	11.0	11.4
배당수익률(%)	5.3	2.9	2.9	2.9
EV/EBITDA(배)	6.0	5.9	4.5	3.6

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상현 2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 이재명 정부에서 추진하는 상법 개정 주요 내용

항목	기존	개정	시행시기
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주	25.7.22 시행
이사의 이익보호의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우	25.7.22 시행
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	사외이사로서 독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행지자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사	26.7.23 시행
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상(자산 2조 미만 상장회사)	26.7.23 시행 이후 1년 이내 요건을 갖추어야 함
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화	27.1.1 시행
사외이사인 감사위원 선임·해임시 3%를 강화	개별 3%	최대주주와 특수관계인의 의결권 등 합산 3%	26.7.23 시행
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가(자산 2조 이상 상장회사)	26.9.10 시행
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상	26.9.10 시행
자사주 소각 의무화		신규 및 보유 자사주 소각 의무	미정

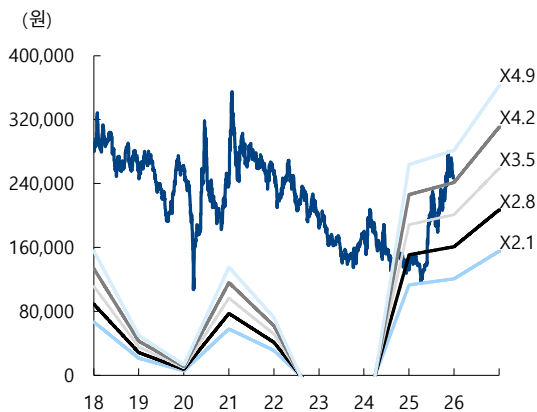
자료: 국회, iM증권 리서치본부

표2. 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다.

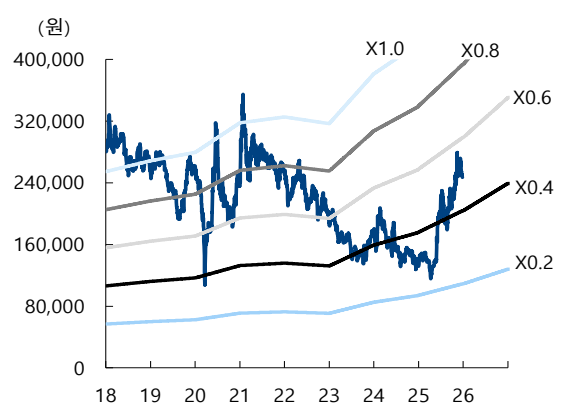
자료: 국회, iM증권 리서치본부

그림1. SK PER 밴드



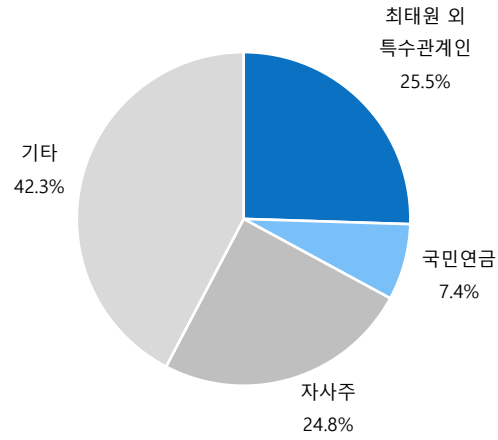
자료: SK, iM증권 리서치본부

그림2. SK PBR 밴드



자료: SK, iM증권 리서치본부

그림3. SK 주주 분포(2025년 9월 30일 기준)



자료: SK, iM증권 리서치본부

표3. SK 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

투자지분가치	292,935
영업가치(사업가치 + 브랜드로열티+임대료수익 등)	30,740
순차입금	111,574
NAV	182,101
발행주식수(우선주 포함, 자사주 제외)	55,086,352
주당 NAV(원)	330,574

자회사	지분율	자회사 가치
SK이노베이션	55.5%	77,414
SK텔레콤	30.6%	32,476
SK스퀘어	31.5%	59,111
SK네트웍스	43.9%	4,080
SK에코플랜트	62.2%	4,554
SKC	40.6%	11,243
SK바이오팜	64.0%	38,896
SK실트론	51.0%	3,113
SK팜테코	86.6%	8,256
기타		23,791

자료: SK, iM증권 리서치본부

표4. 자기주식 관련 개정 상법 신규조문 대비표

구분	현행	개정안
제341조의3	제341조의3(자기주식의 취득) 회사는 발행주식총수의 20분의 1을 초과하여 자기의 주식을 질권의 목적으로 받지 못한다. 다만, 제341조의2제1호 및 제2호의 경우에는 그 한도를 초과하여 질권의 목적으로 할 수 있다.	제341조의3(자기주식의 권리제한 등) ① 회사는 자기주식에 관하여 제369조의 의결권, 제418조의 신주인수권, 제461조제2항의 주식을 발행받을 권리 및 제462조부터 제462조의4까지의 배당을 받을 권리 등 주주로서의 권리를 행사하지 못한다. ② 회사는 제469조에도 불구하고 자기주식으로 교환 또는 상환 할 수 있는 사채를 발행할 수 없다. ③ 회사가 보유하는 자기주식은 질권의 목적으로 하지 못한다. ④ 회사는 발행주식총수의 20분의 1을 초과하여 자기의 주식을 질권의 목적으로 받지 못한다. 다만, 제341조의2제1호 및 제2호의 경우에는 그 한도를 초과하여 질권의 목적으로 받을 수 있다. ① 회사가 자기주식을 취득한 때에는 그 취득한 날로부터 1년 이내에 소각하여야 한다. ② 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우로서 회사가 자기주식보유처분계획을 작성하여 주주총회의 승인을 얻은 때에는 그 승인된 계획에 따라 자기주식을 보유 또는 처분할 수 있다. 1. 회사가 각 주주에게 그가 가진 주식 수에 비례하여 균등한 조건으로 처분하는 경우 2. 회사가 제340조의2 또는 제542조의3에 따라 주식매수선택권을 부여하는 등 임직원 보상의 목적으로 활용하는 경우 3. 회사가 「근로복지기본법」에 따라 우ரி사주매수선택권을 부여하는 등 우ரி사주제도 실시의 목적으로 활용하는 경우 4. 회사가 제360조의2제2항, 제360조의15제2항, 제523조제3호 등 법령이 정하는 바에 따라 활용하는 경우 5. 회사가 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우로서 제434조에 따른 주주총회의 결의로 정관에 그 사유를 규정한 경우 ③ 회사는 제2항에 따른 자기주식보유처분계획을 매년 주주총회에서 승인 받아야 한다. ④ 제2항에 따른 자기주식보유처분계획에는 다음 각 호의 사항을 기재하고 이사 전원이 기명날인 또는 서명하여야 한다. 1. 자기주식의 보유 또는 처분 목적 2. 보유 또는 처분 대상이 되는 자기주식의 종류와 수, 취득방법 3. 보유 개시시점 및 예정된 처분시점을 기준으로 하는 다음 각 목의 사항 가. 자기주식의 종류와 수, 취득방법 나. 발행주식총수에서 자기주식을 제외한 나머지 주식의 종류와 수 다. 발행주식총수 대비 자기주식 비율의 변화 4. 예정된 보유 기간 5. 예정된 처분 시기
제341조의4 (자기주식의 소각의무 등)	〈산설〉	
제342조 (자기주식의 처분)	회사가 보유하는 자기의 주식을 처분하는 경우에 다음 각 호의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 결정한다. 1. 처분할 주식의 종류와 수 2. 처분할 주식의 처분가액과 납입기일 3. 주식을 처분할 상대방 및 처분방법	① 회사가 자기주식을 처분하는 때에는 각 주주가 가진 주식수에 따라 균등한 조건으로 취득하게 하여야 한다. ② 제1항의 규정에도 불구하고 제341조의4제2항제2호부터 제5호까지의 어느 하나에 해당하는 경우 회사는 주주 외의 자에게 자기주식을 처분할 수 있다. ③ 회사가 제2항에 따라 자기주식을 처분하는 경우 다음 각 호의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 결정한다. 다만, 이 법에 다른 규정이 있거나 정관으로 주주총회에서 결정하기로 정한 경우에는 그러하지 아니하다. 1. 처분할 주식의 종류와 수 2. 처분할 주식의 처분가액과 납입기일 3. 주식을 처분할 상대방 및 처분방법 ④ 제417조부터 제419조까지, 제421조, 제422조, 제423조 제2항 및 제3항, 제424조, 제424조의2, 제427조부터제432조까지는 그 성질에 반하지 아니하는 범위에서 자기주식의 처분에 관하여 이를 준용한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표5. 자기주식 관련 개정 상법 신규조문 대비표

구분	현행	개정안
제529조의2 (합병 과정에서 자기주식에 대한 신주배정 금지)	(신설)	회사가 합병하려는 경우에는 합병으로 존속되는 회사는 자신이 보유하는 합병으로 소멸되는 회사의 주식과 합병으로 소멸되는 회사의 자기주식에 대하여 신주를 배정하거나 자기주식을 이전 하여서는 아니 된다.
제530조의13 (분할 또는 분할합병 시의 자기주식에 대한 신주 정 금지)	(신설)	분할 또는 분할합병을 하는 경우 단순분할신설회사, 분할합병 신설회사 또는 분할승계회사는 분할회사의 자기주식에 대하여 신주를 배정하여서는 아니 되고, 분할회사는 자기주식을 단순 분할신설회사, 분할합병신설회사 또는 분할승계회사에 이전하여서는 아니 된다.
제542조의16 (신탁계약에 의한 자기주식 취득)	(신설)	① 상장회사가 신탁계약의 방법으로 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제8조제7항의 신탁업자(이하 이 조에서 “신탁업자”라고 한다)로 하여금 자기주식을 취득하게 한 경우 신탁업자는 신탁계약이 존속하는 기간 동안 자기주식을 처분할 수 없고, 신탁계약의 종료 또는 해지 후 지체없이 회사에 자기주식을 반환하여야 한다. ② 상장회사가 신탁업자로 하여금 자기주식을 취득하게 한 경우 제341조의4를 적용함에 있어서는 신탁업자가 자기주식을 취득한 날을 상장회사가 자기주식을 취득한 날로 본다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표6. SK 2025년 자사주 취득 및 처분 거래 내역(2025년 6월 30일 기준)

취득방법			주식의 종류	기초수량	변동 수량			기말수량	비고
					취득(+)	처분(-)	소각(-)		
배당가능 이익범위 내 취득	직접 취득	장내 직접 취득	보통주식	7,000,583	-	-	-	7,000,583	-
			기타주식	-	-	-	-	-	
		장외 직접 취득	보통주식	-	-	-	-	-	-
			기타주식	-	-	-	-	-	
		공개매수	보통주식	-	-	-	-	-	-
			기타주식	-	-	-	-	-	
	신탁 계약에 의한 취득	소개(a)	보통주식	7,000,583	-	-	-	7,000,583	-
			기타주식	-	-	-	-	-	
		수탁자 보유수량	보통주식	-	-	-	-	-	-
			기타주식	-	-	-	-	-	
		현물보유수량	보통주식	-	-	-	-	-	-
			기타주식	-	-	-	-	-	
		소개(b)	보통주식	-	-	-	-	-	-
			기타주식	-	-	-	-	-	
기타 취득(c)			보통주식	10,981,771	1	1,656	-	10,980,116	임원 보수 지급
			기타주식	1,787	-	-	-	1,787	-
총 계(a+b+c)			보통주식	17,982,354	1	1,656	-	17,980,699	-
			기타주식	1,787	-	-	-	1,787	-

자료: SK, iM증권 리서치본부

표7. SK 자사주 보유현황(2025년 6월 30일 기준)

취득 방법		취득(계약체결) 결정 공시일자	주식 종류	취득 기간	취득 목적	최초보유 예상기간	최초 취득수량	변동 수량		기말 수량	비 고
								처분(-)	소각(-)		
배당가능 이익범위 내 취득	직접 취득	2015.08.28	보통주	2015.09.01~ 2015.11.11	주가안정 및 주주가치 제고	6개월 이상	3,514,276	33,693	-	3,480,583	-
		2019.10.01	보통주	2019.10.02~ 2019.12.11	주가안정 및 주주가치 제고	6개월 이상	3,520,000	-	-	3,520,000	-
	신탁 계약에 의한 취득	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타 취득		-	보통주	2015.08.03	합병관련 포함주식	-	11,010,816	44,618	-	10,966,198	-
		-	보통주	2015.08.03	합병관련 단주매입	-	8,317	-	-	8,317	-
		-	보통주	2021.12.09	합병관련 단주매입	-	5,601	-	-	5,601	-
		-	우선주	2015.08.03	합병관련 단주매입	-	1,339	-	-	1,339	-
		-	우선주	2015.08.03	합병소멸법인	-	448	-	-	448	-
총계							18,060,797	78,311	-	17,982,486	-

자료: SK, iM증권 리서치본부

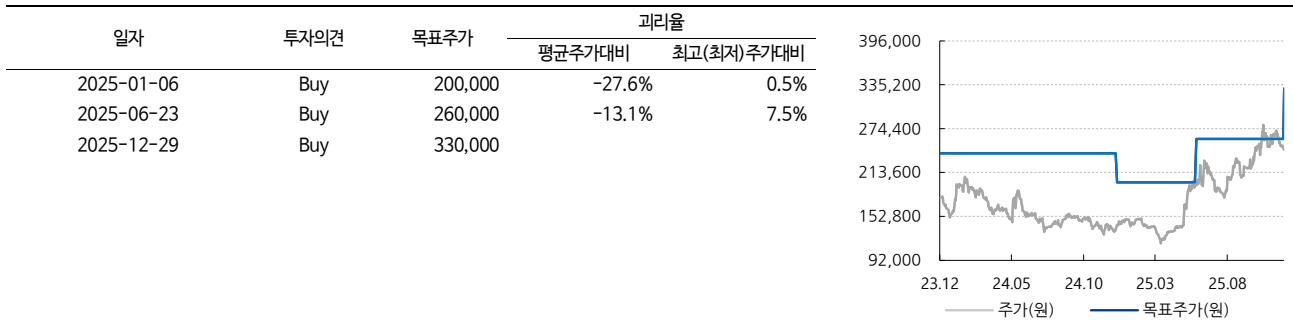
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67,463	85,186	101,131	118,225	매출액	124,690	125,296	128,881	134,689
현금 및 현금성자산	24,647	38,724	48,656	56,905	증가율(%)	-3.2	0.5	2.9	4.5
단기금융자산	2,966	2,588	2,258	1,970	매출원가	113,999	114,880	116,193	120,177
매출채권	17,690	17,772	18,254	19,035	매출충이익	10,692	10,416	12,688	14,513
재고자산	13,638	13,705	14,097	14,732	판매비와관리비	8,629	8,623	8,675	8,887
비유동자산	147,515	142,797	139,393	137,094	연구개발비	808	812	836	873
유형자산	80,364	73,753	68,195	63,523	기타영업수익	292	-	-	-
무형자산	15,905	14,257	12,869	11,700	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	214,978	227,983	240,525	255,318	영업이익	2,355	1,793	4,013	5,625
유동부채	71,533	72,594	74,019	75,732	증가율(%)	-50.5	-23.9	123.8	40.2
매입채무	12,753	12,815	13,181	13,776	영업이익률(%)	1.9	1.4	3.1	4.2
단기차입금	20,003	20,003	20,003	20,003	이자수익	949	1,420	1,750	2,024
유동성장기부채	14,789	14,789	14,789	14,789	이자비용	3,693	3,693	3,693	3,693
비유동부채	63,157	67,157	71,157	75,157	지분법이익(손실)	3,812	3,812	3,812	3,812
사채	26,034	30,034	34,034	38,034	기타영업외손익	-1,706	4,212	2,666	3,265
장기차입금	22,039	22,039	22,039	22,039	세전계속사업이익	1,097	7,290	8,294	10,780
부채총계	134,690	139,752	145,176	150,890	법인세비용	748	-89	1,741	2,264
자배주주지분	25,115	29,612	34,374	40,339	세전계속이익률(%)	0.9	5.8	6.4	8.0
자본금	16	16	16	16	당기순이익	529	7,379	6,552	8,515
자본잉여금	13,198	13,198	13,198	13,198	순이익률(%)	0.4	5.9	5.1	6.3
이익잉여금	11,882	15,429	19,241	24,256	자배주주귀속 순이익	-1,293	3,933	4,198	5,400
기타자본항목	19	969	1,919	2,870	기타포괄이익	4,950	4,950	4,950	4,950
비자배주주지분	55,173	58,620	60,974	64,089	총포괄이익	5,479	12,330	11,503	13,466
자본총계	80,288	88,231	95,349	104,429	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	8,110	10,379	6,283	4,641	주당지표(원)				
당기순이익	529	7,379	6,552	8,515	EPS	-17,618	53,820	57,450	73,908
유형자산감가상각비	6,531	6,611	5,558	4,672	BPS	343,711	408,430	474,111	556,385
무형자산상각비	1,853	1,648	1,388	1,169	CFPS	96,644	166,849	152,506	153,850
지분법관련손익(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		4.6	4.3	3.3
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-	PBR	0.4	0.6	0.5	0.4
금융상품의 증감	-44	271	271	271	PCR	1.4	1.5	1.6	1.6
재무활동 현금흐름	5,085	-366	-366	-366	EV/EBITDA	6.0	5.9	4.5	3.6
단기금융부채의증감	3,074	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	3,806	-	-	-	ROE	-5.6	13.4	11.0	11.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.6	8.0	8.5	8.5
배당금지급	-1,815	-386	-386	-386	부채비율	167.8	147.2	132.7	119.3
현금및현금성자산의증감	1,963	14,077	9,933	8,249	순부채비율	68.8	45.1	30.9	20.6
기초현금및현금성자산	22,684	24,647	38,724	48,656	매출채권회전율(x)	6.9	7.1	7.2	7.2
기말현금및현금성자산	24,647	38,724	48,656	56,905	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 기관투자자 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 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%