

2025.05.29

Industry Report



늙은 관행의 퇴장, 새 질서의 시작

Top Picks
두산, CJ, 삼성물산

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



- 04_ 대주주만 누리는 경영권 프리미엄
- 11_ 중복상장의 원흉인 지주회사의 탄생 과정
- 16_ 물적 분할 후 상장
- 19_ 대한민국에서의 자사주란?
- 23_ 상속/ 승계 전 의도적 주가 하락
- 32_ 기업분석
 - [Top picks] 두산, CJ, 삼성물산
 - [관심종목] SK스퀘어, SK

코리아 리스크의 실체, 그 오래된 원인들

■ 대주주와 일반 주주가 한 배를 탈 수 없는 현실

- 피인수 기업의 지배주주만 누리는 경영권 프리미엄
- 모회사 / 자회사 중복 상장의 끊임없는 시도
- 핵심 자회사의 물적 분할 후 상장에 따른 모회사 주주의 처분권 상실
- 소각 없는 자사주 매입

■ 아시아에서 가장 높은 상속세율도 문제

- 일본과 더불어 아시아에서 가장 높은 상속세율 적용(경영권 지분의 경우 65% 세율) / 이 경우 경영권 승계가 마무리 되지 않은 기업은 장기간의 주가 하락 경험 (소액주주 피해)

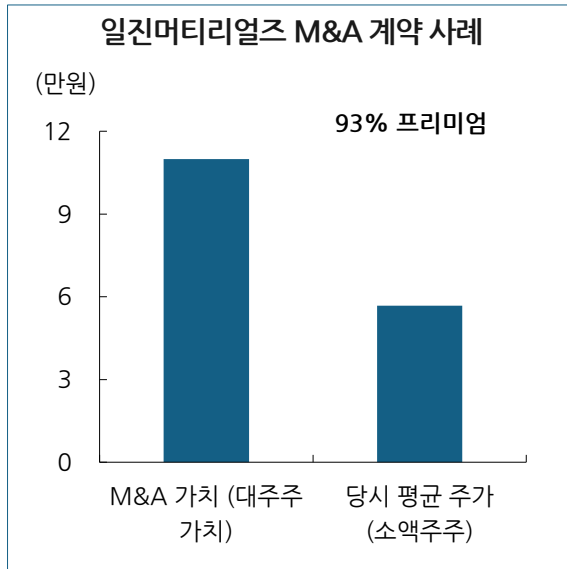
코리아 디스카운트 요인 5가지		
주요 원인	주요 사례	파급 효과
1) 피인수 기업 지배주주만 경영권 프리미엄을 누리는 관행	일진머티 / 한샘 / 남양유업 등	소액주주 피해 (M&A 후 주가 하락)
2) 모회사/자회사 중복 상장의 끊임 없는 시도	LS 포함 모든 지주회사	중복 상장
3) 핵심 자회사 물적 분할 후 상장	LG화학	중복 상장
4) 나쁜 의도의 자사주 매입	다수	소각이 없는 자사주 경영권 방어 목적의 자사주
5) 경영권 지분은 65%에 달하는 상속 / 증여세 부여 → 경영권 승계 준비 과정에서 소액 주주의 피해	다수	장기간의 주가 눌림목

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

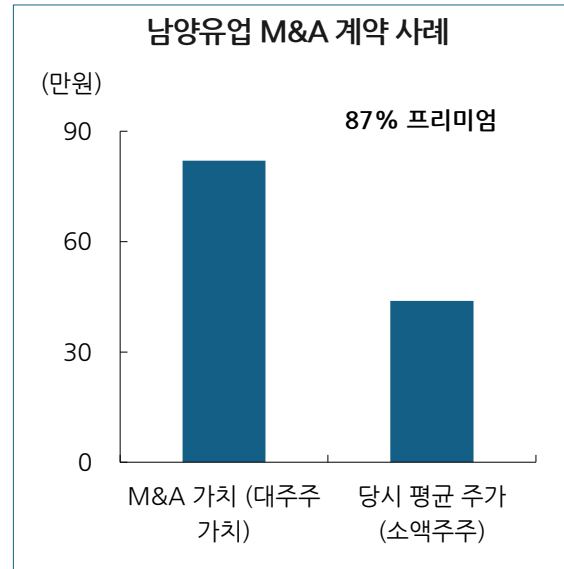
1) 대주주만 누리는 경영권 프리미엄

■ 소액주주는 철저히 배제된 채 지배주주에 대한 과도한 프리미엄 지급

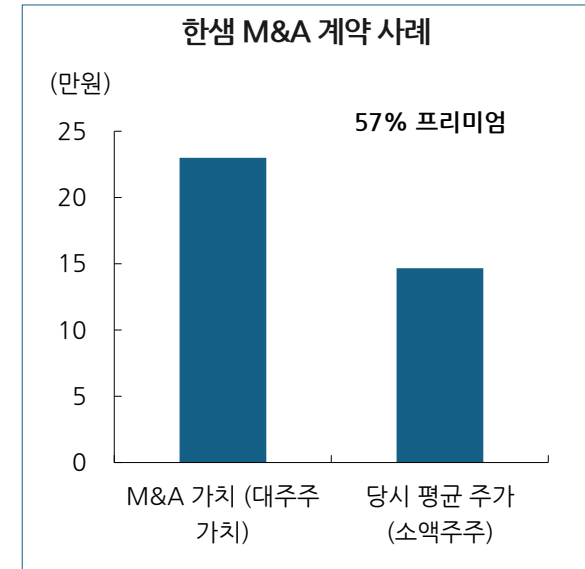
- 국내는 경영권 지분에 대해서만 프리미엄을 지급하며 소액주주에 대한 공개매수 사례는 극히 적은 상황
- 주요 선진국과의 경우 특정 규모 이상의 주식을 취득하는 경우 잔여 주주 모두를 상대로 매수를 청약할 의무 부과



자료: DS투자증권 리서치센터 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

국가별 M&A 시 주주보호 장치			
입법례	매수 요건	매수 대상	매수 가격
EU	일정비율 (회원국 결정사항) 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	경영권 프리미엄 포함
영국	30% 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	
독일	30% 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	
일본	1/3 초과 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득	
	2/3 초과 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	
(舊)증권거래법	25% 이상 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득 (최소 50% + 1주 이상)	
미국	제도 미도입		

자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터

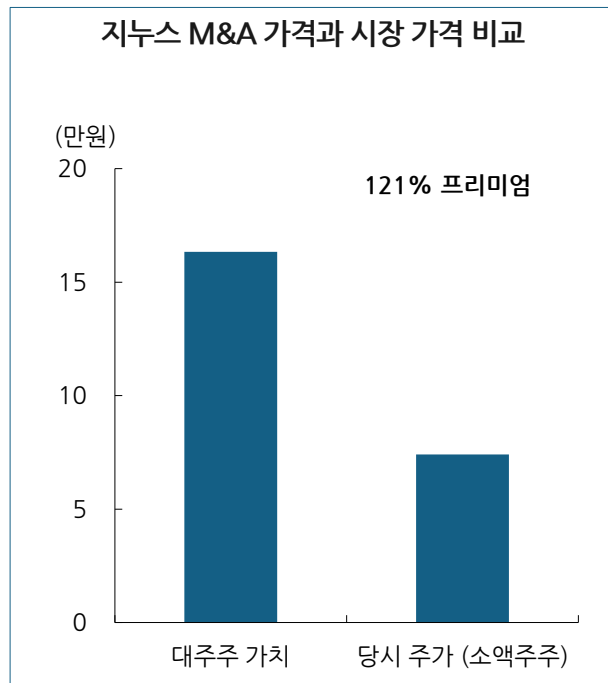
대주주와 소액 주주의 주식 가격이 다르다?

■ 대한민국의 M&A에서 소액주주는 염가로 **출출**되는 것이 다반사

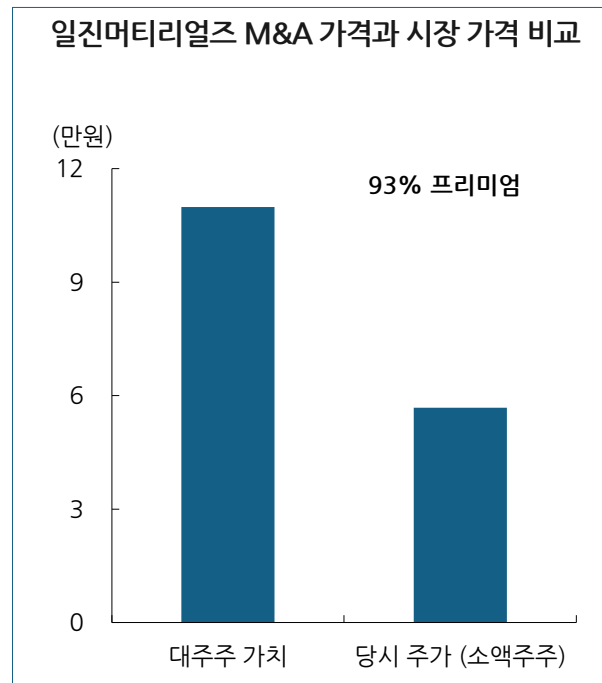
- 대한민국에서 경영권 지분 인수하려면 현재 가격에서 최대 50%에서 2배 이상 프리미엄 지불
- 이 과정에서 소액주주는 철저히 배제 (소액주주 지분은 인수하지 않아도 됨)

■ 국내 상당수 오너가 주가에 관심 없는 이유

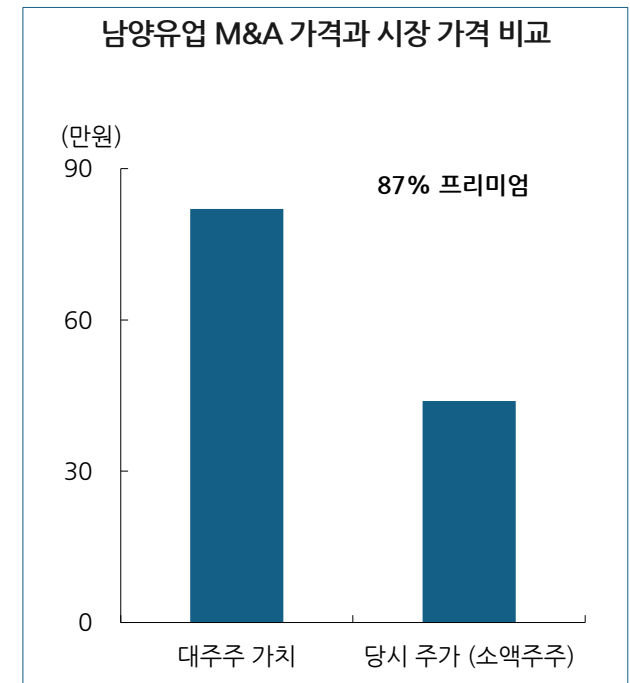
- 이러한 이유로 평소에는 오너들이 주가에 관심이 크지 않음
- 혹은 2세 혹은 3세로 승계가 시작되지 않은 기업
- 매각을 결심하는 시점에 단기적으로 주가를 올리려는 행위는 다반수 있으나 이는 매우 단발성



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

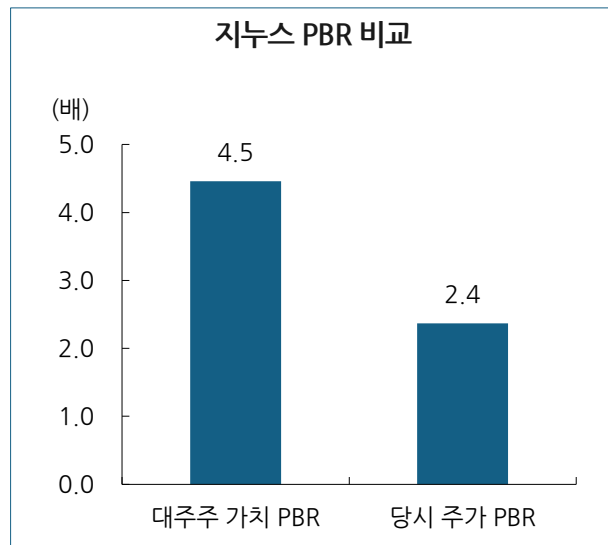


자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

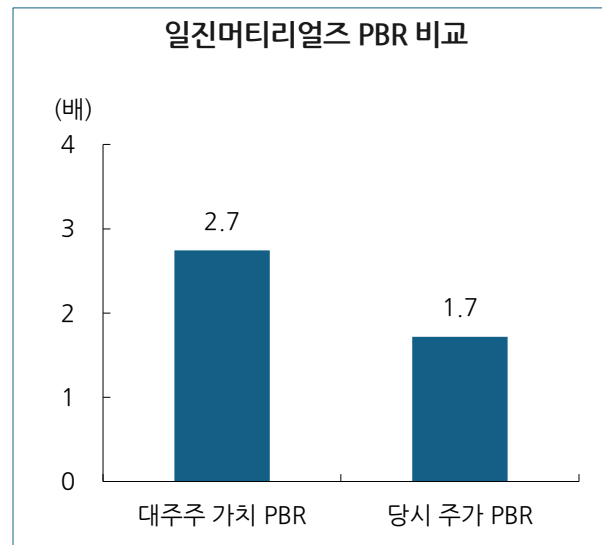


자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

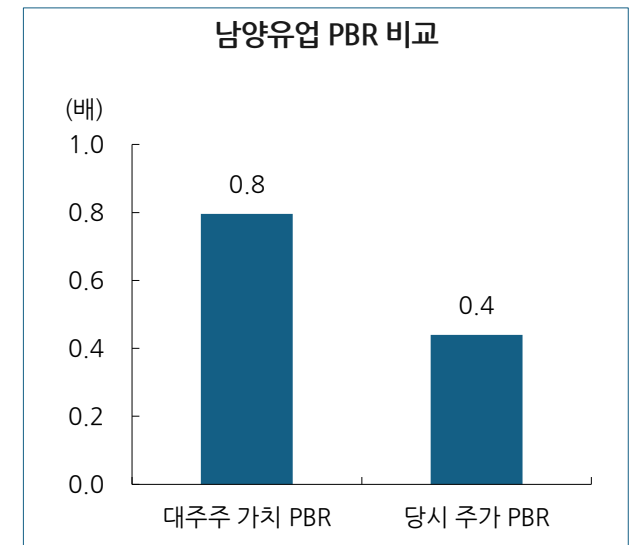
대주주와 소액 주주의 주식 가격이 다르다



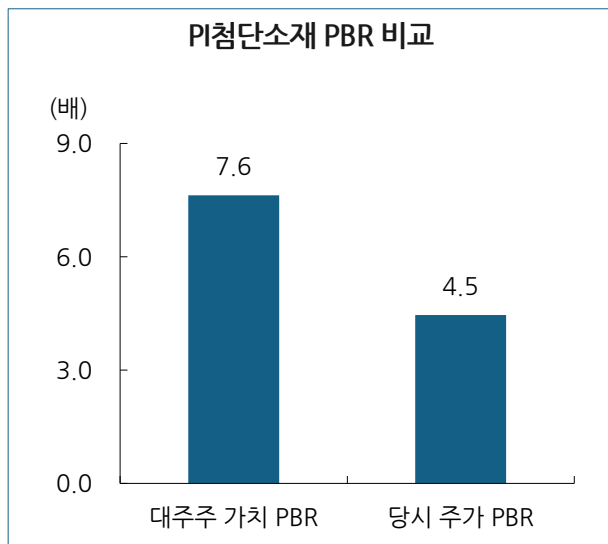
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



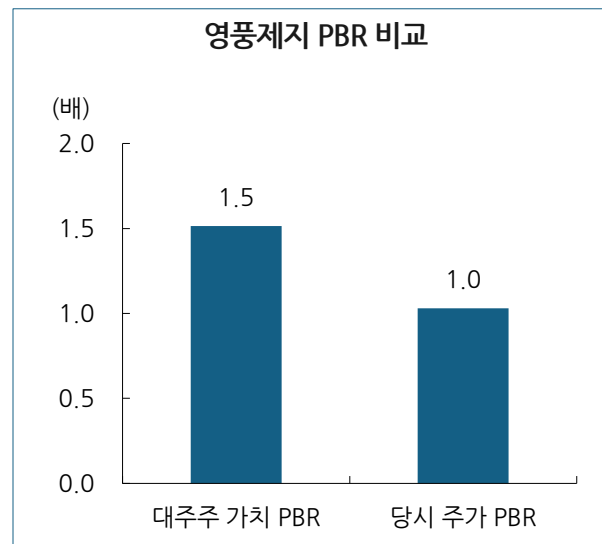
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



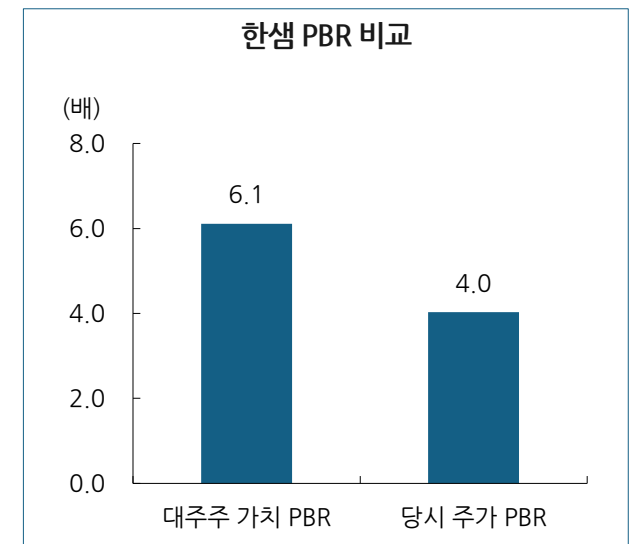
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

불완전한 국내 정책

▪ 주요 선진국은 100% 의무 공개 매수 제도 도입

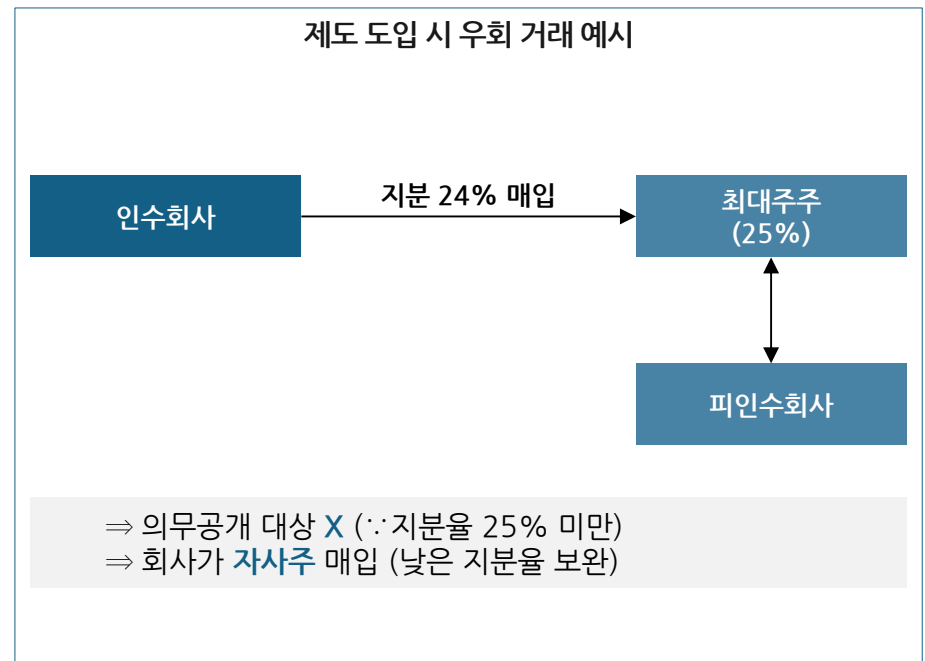
- 주요 선진국은 일정규모 이상의 대주주 주식을 M&A하는 경우 잔여 주주 모두를 대상으로 매수 해야 함
- 미국은 이 제도를 도입조차 하지 않지만 관행상 100% 지분을 M&A 함
- 그 이유는 이사회의 적극적인 역할과 발달된 민사 소송 제도

▪ 국내도 같은 이유로 의무 공개 매수 50% 제도 도입하지만 불완전한 정책

- 기업의 지분 25% 이상을 최대주주로부터 매입할 경우 추가로 25% + 1주(즉 50%+1주) 는 공개 매수 의무적으로 적용
- 이 제도의 문제점은 두 가지 1) 25%가 아닌 대주주 지분 24%만 매입하면 규제 우회, 2) 공개 매수 요구 물량이 75%라면 일부 소액주주는 못 팜
- 이보다 더 근본적인 문제는 대한민국에서는 의도적으로 주가를 누른 후 공개 매수를 진행하는 것이 다반사임

국가별 M&A 시 의무 공개 매수 제도 현황			
입법례	매수 요건	매수 대상	매수 가격
EU	일정비율 (회원국 결정사항) 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	경영권 프리미엄 포함
영국	30% 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	
독일	30% 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	
일본	1/3 초과 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득	
	2/3 초과 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	
(舊)증권거래법	25% 이상 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득 (최소 50% + 1주 이상)	
미국	제도 미도입		

자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

저평가된 상태에서 일반 주주 축출 방식 대부분

■ 주가 저평가된 상태에서 일반주주 축출하는 공개 매수 상당수 존재

- 과거 한화 갤러리아, 최근 락앤락을 포함 의도적으로 주가를 낮게 유지한 상태에서 공개 매수 단행하는 사례 다수

■ 이러한 저평가 구간에서 공개매수 추진할 경우 1) 미국은 Majority of minority, 2) 일본의 경우 Dissent process(행동주의 펀드) 존재

- 미국은 MoM(Majority of minority) 제도를 통해 비합리적 공개매수 가격에 대해서 소액주주 다수결 동의 제도 도입

- 일본도 비합리적 공개매수 가격에 대해서 최근 행동주의 적극적인 대응이 많아지고 있는 상황(공개매수 가격을 DCF로 하는 방식 요구가 최근 화두)

■ 주가 누른 후 자진 상폐 시키는 방식은 다양함

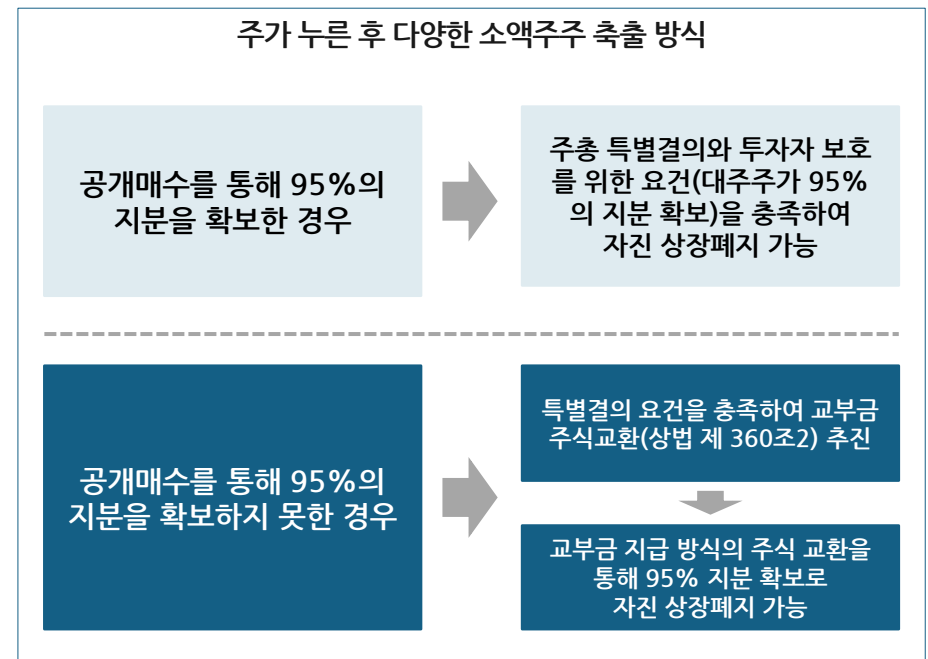
- 주가 누른 후 공개 매수를 통해 대주주가 95%를 보유하면 자진 상폐

- 혹은 코스닥의 경우 95%까지 지분을 모으지 못했어도 1) 주총에서 특별 결의 1/3 이상이 참석하여 2/3이상이 찬성하면 가능

→ 이 경우에도 일반 주주들에게 현금 교부하는데 프리미엄 지급이 아닌 가중 산술 평균 주가로 진행



자료: Qunatiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

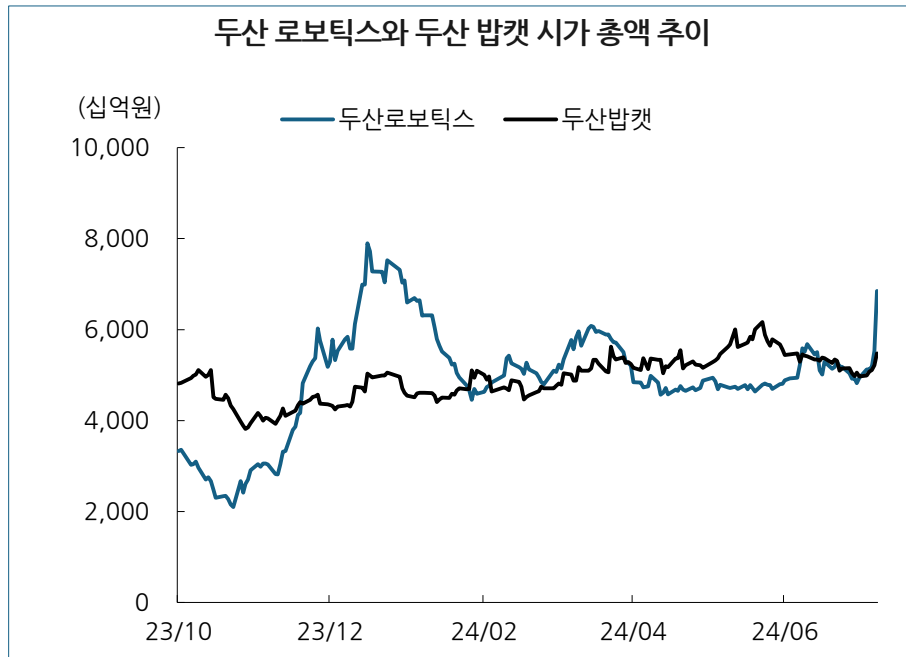
시가 합병은 공평한가?

■ 두산로보틱스와 두산 밥캣 합병 발표 사례

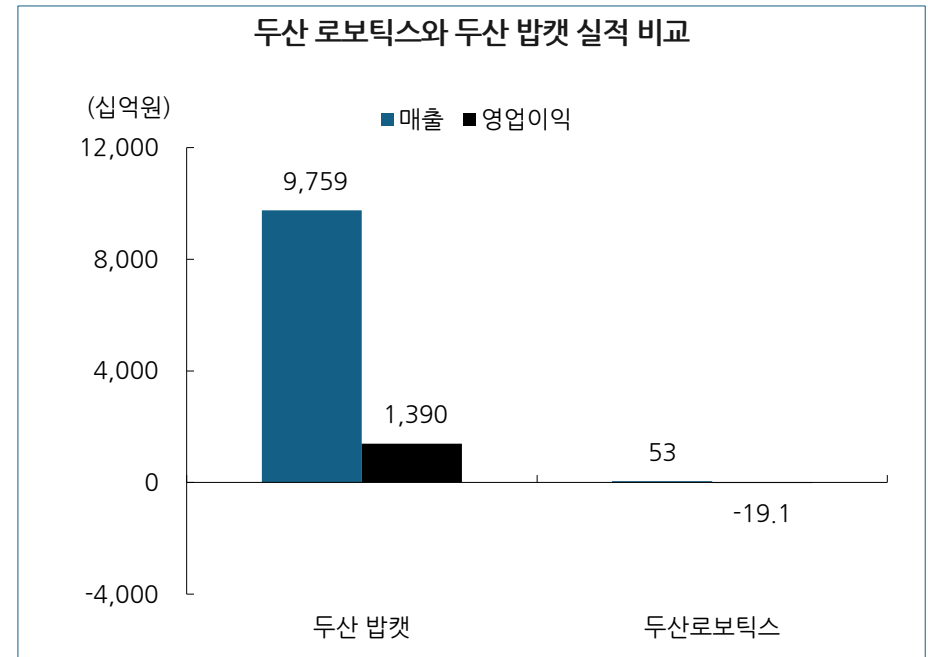
- 두산 밥캣 매출의 1/10 수준의 두산 로보틱스의 시가 총액은 두산 밥캣과 동일한 5조원에 거래
- 두산 밥캣은 양호한 실적에도 불구하고 주가는 횡보한 가운데 로보틱스와 합병
- 현재 우리나라 합병 비율을 시가(가중평균주가)로 결정(가치주 투자가 대부분일 것 같은 밥캣 주주 입장에서 로보틱스 주가를 어떻게 볼까?)

■ 상장사 주가 Engineering의 비밀

- 그렇다면 두산로보틱스는 상장 이후 실적 부진에도 어떻게 높은 시가 총액을 유지할 수 있었는가?
 - 최근 몇 년 간 신규 상장한 상장사들의 주가 관리 Engineering은?
- LG엔솔, 두산로보틱스 등 유통 물량 부족 + 패시브 자금 유입 + 주가 상승으로 Benchmark 운용의 기관들이 포트폴리오에 편입해야 하는 악순환
- 로보틱스 대주주 지분율 68.2%, LG엔솔 대주주 지분율 81.8%



자료: Qunatiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Qunatiwise, DS투자증권 리서치센터

좋은 방법이 있었지만 의지가 없었던 기존 정부

▪ 입법 없이도 대통령령으로 손쉽게 해결 가능했지만 모두가 손 놓고 있었던 상황

- 시가가 아닌 공정가치로 합병하도록 하기 위해 자본시장법 시행령 176조 5를 폐지 혹은 개정할 수 있음
- 관련 시행령은 대통령령으로 정부에서 결정하면 한달 이내 폐지 혹은 개정 가능

▪ 시행령 개정시 밥캣의 가치 평가 방식은 공정가치 평가로 전환

- 이 경우 어떤 기업이 PBR 0.5배의 시가가 아닌 1배 이상으로 재산정 가능(ROE 10% 이상 가정)

자본 시장법 제 176조의 5 (대통령령)

제 176조의5(합병의 요건·방법 등)

주권상장법인이 다른 법인과 합병하려는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라 산정한 합병가액에 따라야 한다

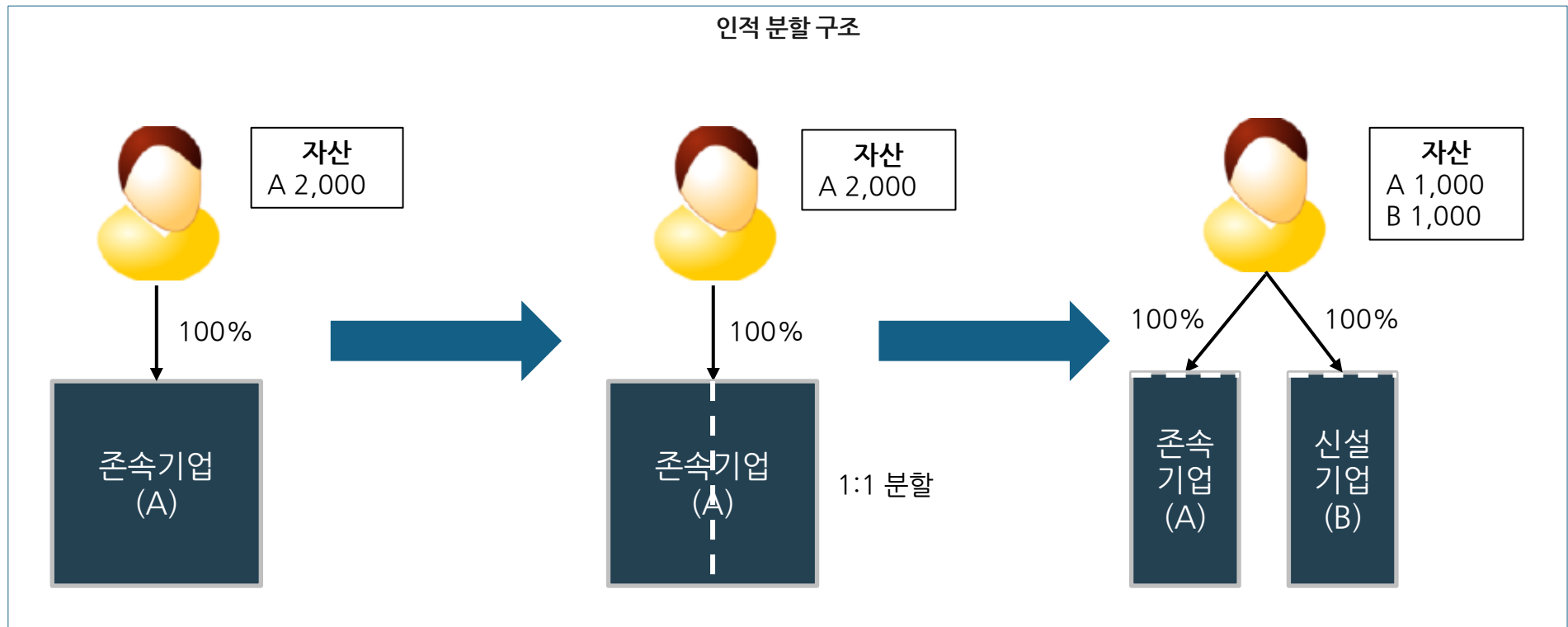
1. 주권상장법인 간 합병의 경우 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 가산일로 한 다음 각 목의 종가를 산술평균한 가액을 기준으로 100분의 30(계열회시 간 합병 100분의 10)의 범위에서 할인 또는 할증한 가액
 - 가. 최근 1개월간 평균종가. 다만, 산정대상기간 중에 배당락 또는 권리락이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 가산일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 기 기간의 평균종가로 한다
 - 나. 최근 1주일간 평균종가
 - 다. 최근일의 종가

자료: 자본 시장법, DS투자증권 리서치센터

2) 중복상장의 원형인 지주회사의 탄생 과정

■ 인적 분할 : 기업을 2개로 쪼개서 독립된 두 회사 만들기

- 1개의 기업(존속 기업)을 분할하여 새로운 기업(신설 기업)을 만들며, 분할 시 존속 기업은 분할된 만큼 재산규모가 축소 됨
- 물적 분할과는 달리, 기업분할 후 주주 구성은 변하지 않고 회사만 수평적으로 분할하여 존속 기업과 신설 기업 사이에는 지분관계가 없음
- 즉, 주주의 기존 존속 기업에 대한 지분율은 신생 기업에게도 같은 비율로 적용

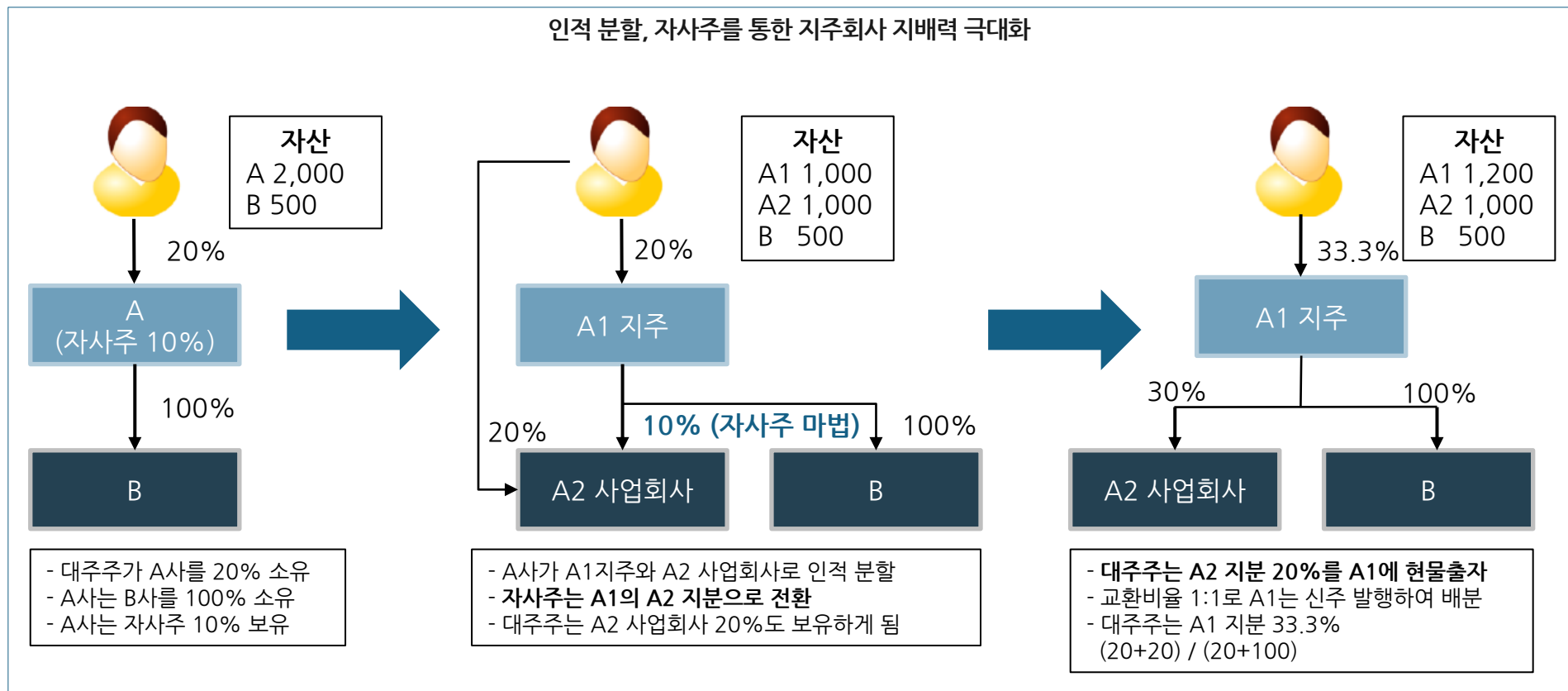


자료: DS투자증권 리서치센터

2) 중복상장의 원형인 지주회사의 탄생 과정 & 자사주의 마법

■ 인적 분할과 자사주를 활용하여 지주회사 지배력 극대화하기

- 지주회사와 사업 자회사로 인적분할 → 설립된 지주회사(A1)는 자사주만큼 A2 지분을 보유(자사주 지분 전환 = 자사주 마법) → A1 지주, A2를 공개 매수 → 대주주는 공개 매수에 응하여 A2 지분(20%)을 현물출자로 A1에 제공 → 그 대가로 A1 지주는 교환비율에 따라 신주를 발행하여 대주주에게 배정
- 대주주의 지주회사 지분율 증가 + 지주회사의 사업 자회사 지분율 증가 + 주식교환 양도차익, 처분 시까지 과세 이연



자료: DS투자증권 리서치센터

지주회사 전환 과정에서 투자 기회 존재

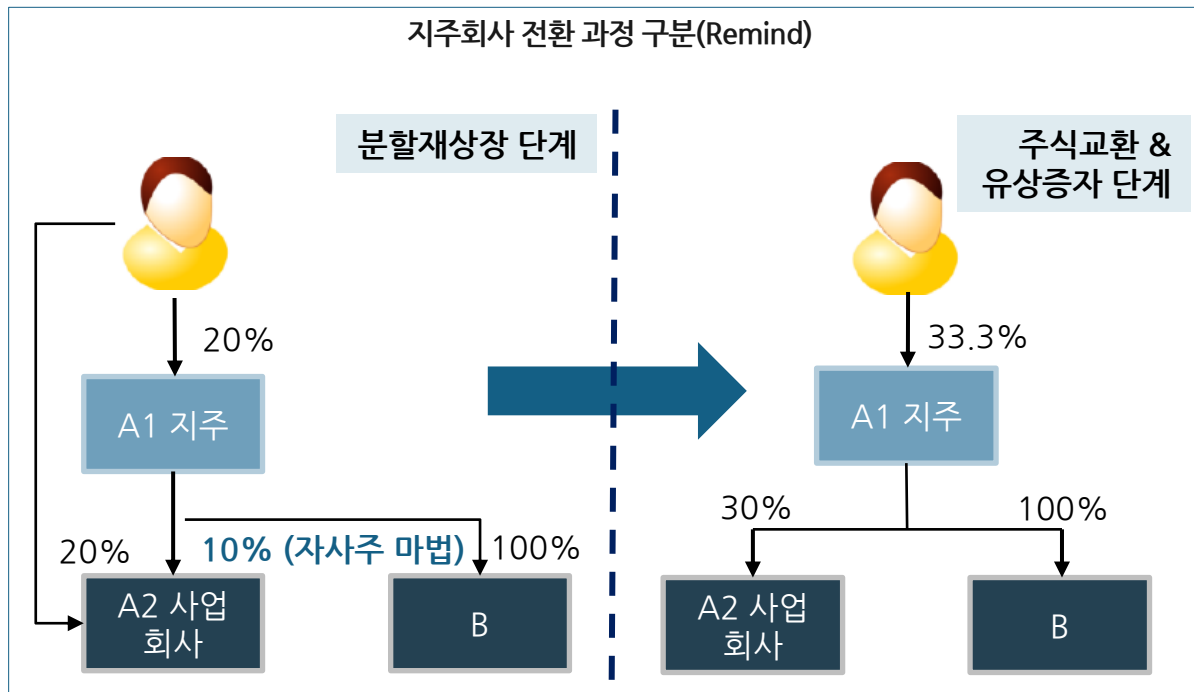
■ 인적분할을 통한 지주회사 전환 과정에서 투자 기회 존재

- 투자자의 입장에서, 지주 전환 과정에서의 투자 기회는 '주식 재 상장' 전~후 총 2번의 시기에 포착할 수 있음

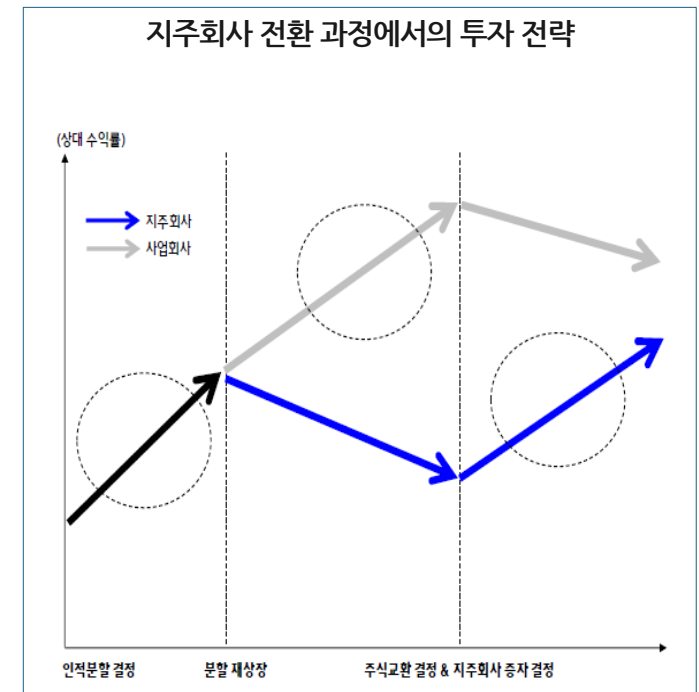
■ 분할 재 상장 ~ 주식교환 : 사업회사가 유리

- 대주주가 자신이 가진 사업회사의 지분을 지주회사 지분과 교환할 때, 사업회사의 가치가 더 높아야 교환 비율에 의해 자신에게 돌아가는 지주회사의 주식을 더 많이 확보할 수 있음

- 이에 따라, 대주주는 분할 재 상장~주식교환 단계에서 사업회사의 가치를 증대하려는 유인 존재

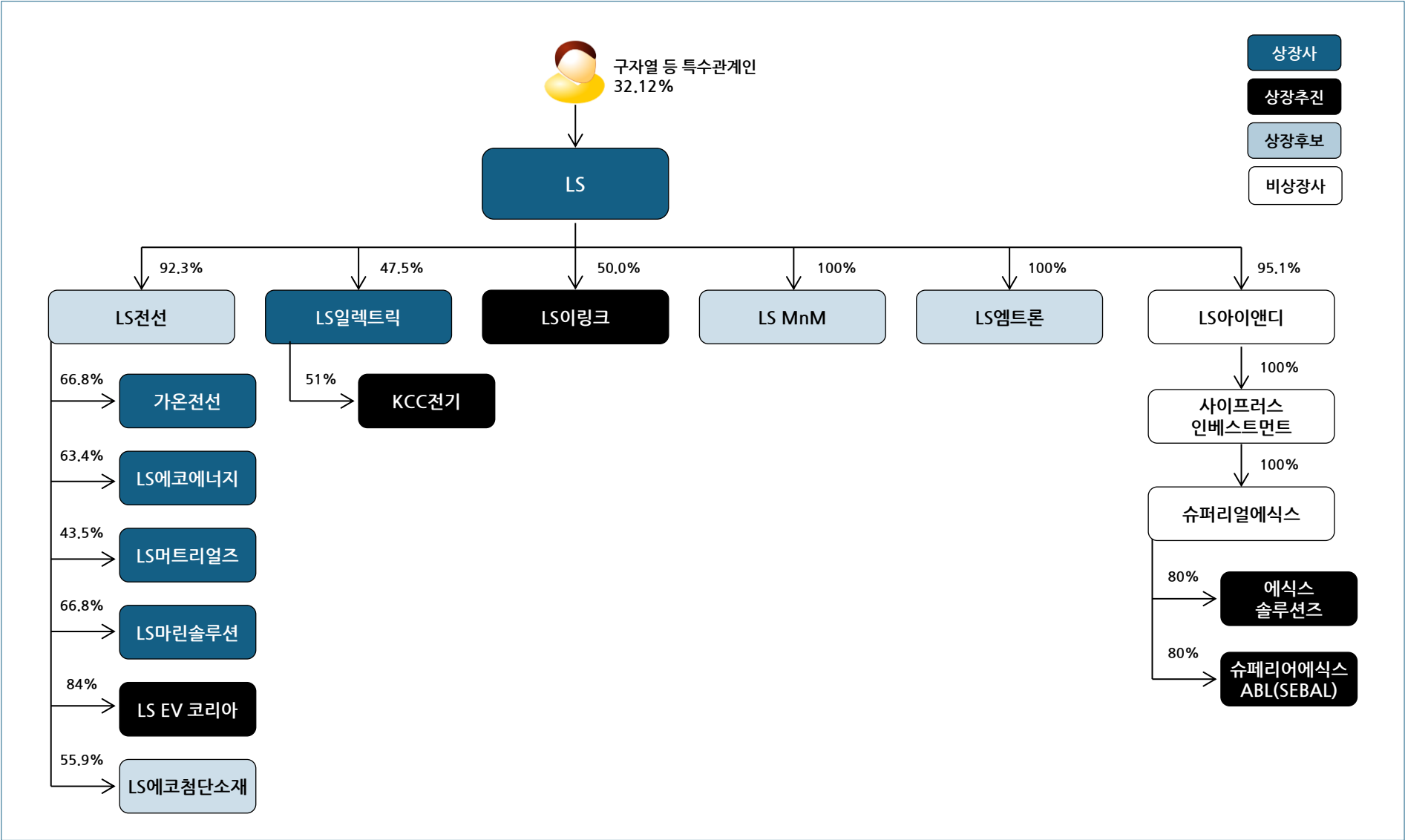


자료: DS투자증권 리서치센터



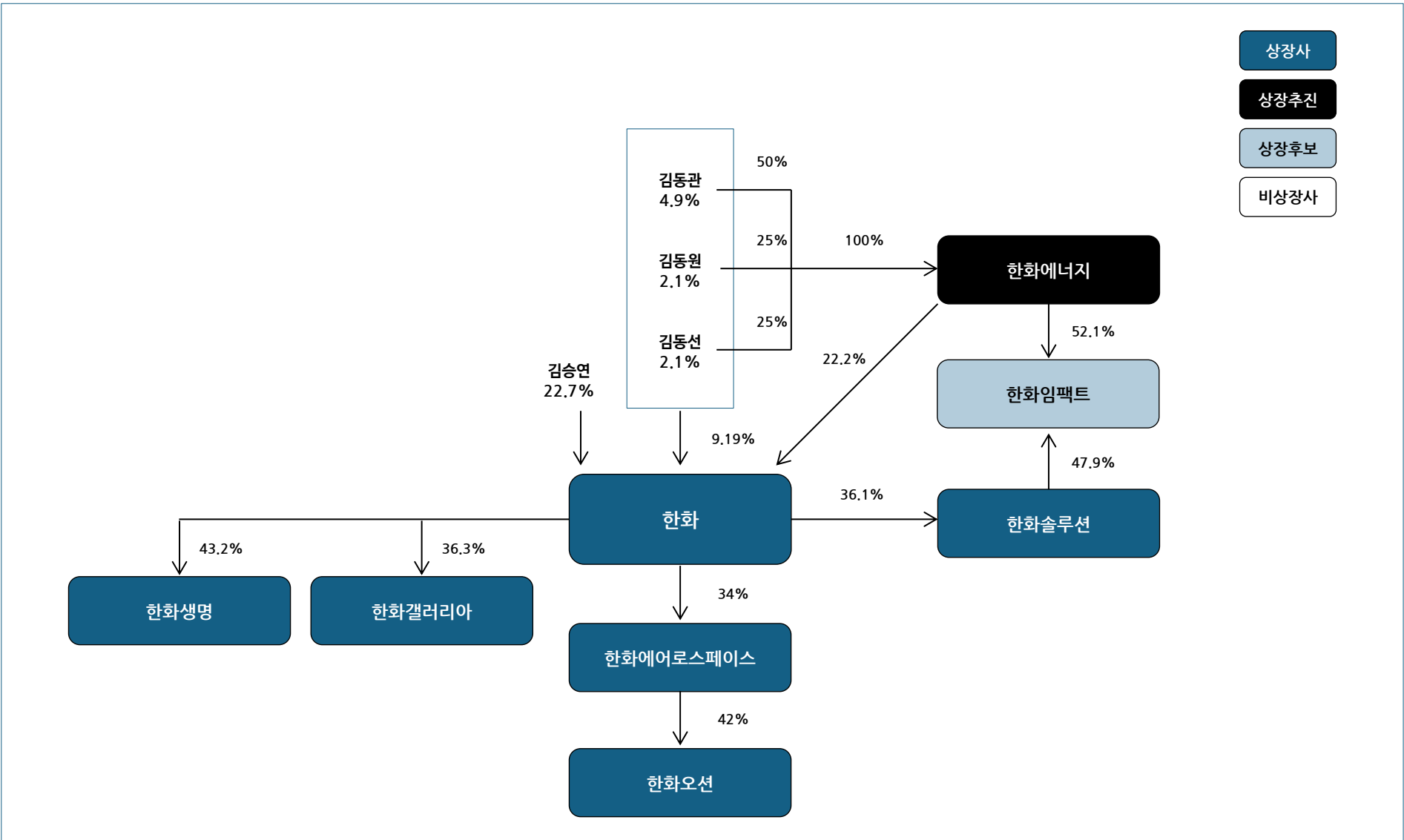
자료: DS투자증권 리서치센터

중복상장- LS 상장 예고 자회사 리스트



자료: DS투자증권 리서치센터

한화 상장 예고 자회사 리스트



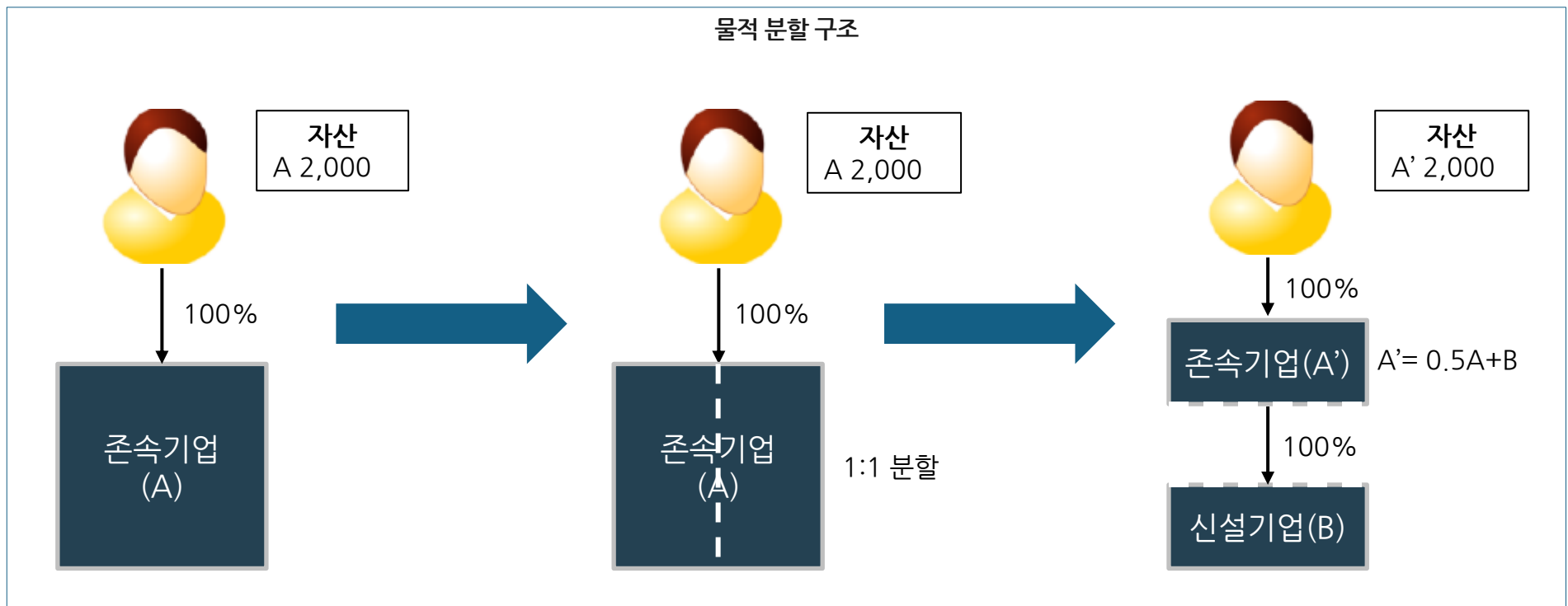
자료: DS투자증권 리서치센터

3) 물적 분할 후 상장

▪ 1) 물적 분할 : 기업을 2개로 쪼개서 존속 기업의 자회사 만들기

- 1개의 기업(존속 기업)을 분할하여 새로운 기업(신설 기업)을 만들며, 분할 시 존속 기업은 분할된 만큼 재산규모가 축소 됨
- 기업분할 후 신설 기업의 주식을, 기존 존속기업의 “주주”가 아닌 “존속기업 자체”에게 모두 이전하므로, 존속 기업이 모기업이 되고 신설 기업은 그 자기업이 됨
- 즉, 모기업(존속 기업)은 자기업(신설 기업) 지분 100%를 갖는 구조. B의 지배권은 A'기업에게 있음

▪ 2) 물적 분할된 자회사를 상장 → LG에너지솔루션



자료: DS투자증권 리서치센터

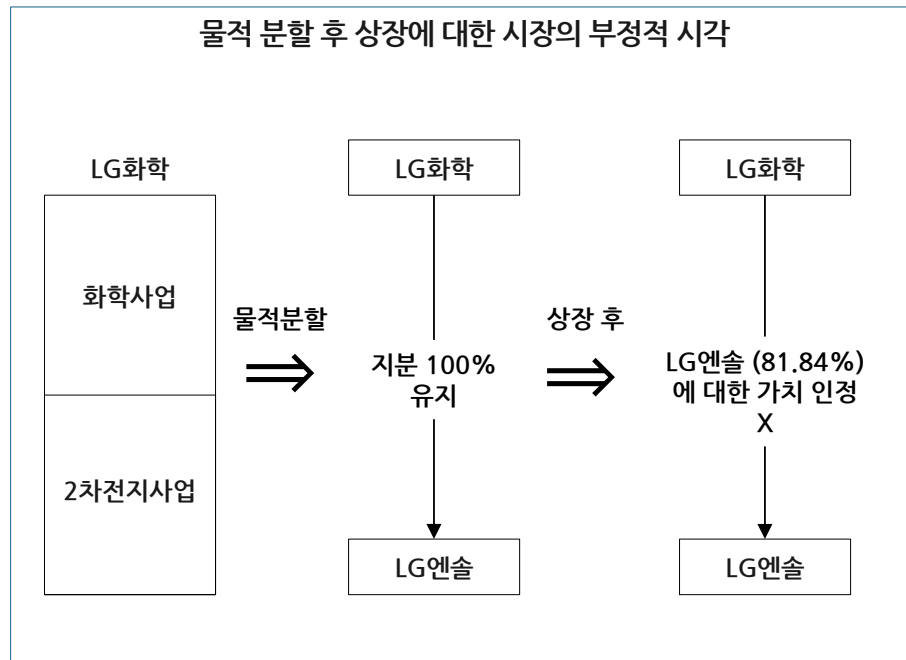
LG화학 소액 주주 소유권 침범 사례

▪ 사기 수준의 물적 분할 후 상장 사례, LG 에너지솔루션

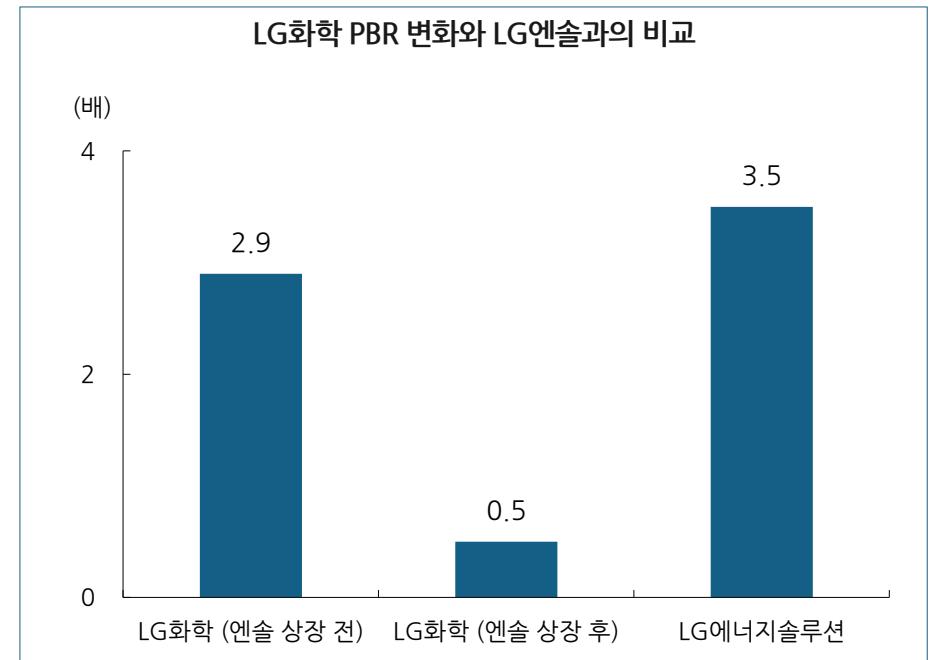
- 시장은 물적 분할한 회사가 상장될 경우 그 가치를 인정하지 않음
- 정부의 물적 분할 후 상장에 대한 규제 원인 제공한 LG 엔솔

▪ LG에너지솔루션 상장 이후 LG화학의 PBR 하락

- LG에너지솔루션 상장 전 LG화학의 평균 PBR 2.9x
- LG에너지솔루션 상장 후 현재 LG화학의 PBR 0.5배로 추락



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

정부의 정책 실효성 매우 낮아

■ 물적 분할 후 5년 내 상장할 경우 규제 / 5년 이후에 상장하는 것은 규제 없음

- 주주 보호 노력 미흡 여부 판단
- 반대하는 모회사 주주에게 주식매수청구권 부여

■ 전 정부에서 구체적인 방안 제시

- 1) 주식매수청구권 → 실효성에 대한 학계와 업계에서의 회의적 시각
- 2) 모회사 주주에게 모회사가 보유한 자회사 주식을 현물 배당 → 상당히 절차가 복잡

물적 분할 직후 상장할 경우 소액주주 보호 대책	
자본 시장 분야 국정 과제	추진 현황
- 물적 분할 후 상장 시 1) <u>자회사 주식 배당 (주주보호 노력)</u> - 물적 분할 후 상장 시 2) <u>주식매수청구권 보장</u>	23년 도입
정부가 제안한 물적분할 상장 시 주주보호방안 예시	
예시	
• 모회사 주주에게 모회사가 보유한 자회사 주식을 현물 배당하거나, 모회사 주식과 신설 자회사 주식을 교환하는 기회를 부여 • 배당확대 / 자사주 취득 등을 통해 자회사 성장의 이익을 모회사 일반주주에 환원	

자료: DS투자증권 리서치센터

물적 분할 단행 혹은 계획한 주요 기업들의 배당 정관		
구분	정관상 내용	자회사 주식으로 배당 가능 여부
KT (클라우드)	- 이익의 배당은 기타의 재산 으로 할 수 있다	O
이마트 (SSG)	- 이익의 배당은 기타의 재산 으로 할 수 있다. (제 52조 2항)	O
신세계 (SSG)	- 이익의 배당은 기타의 재산 으로 할 수 있다. (제 42조 1항)	O
SK이노베이션 (SK온)	- 이익의 배당은 기타의 재산 으로 할 수 있다. (제 43조 1항)	O
SK케미칼 (바이오사이언스)	- 이익의 배당은 금전과 주식 및 기타의 재산 으로 할 수 있다. (제 50조 1항)	O

자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

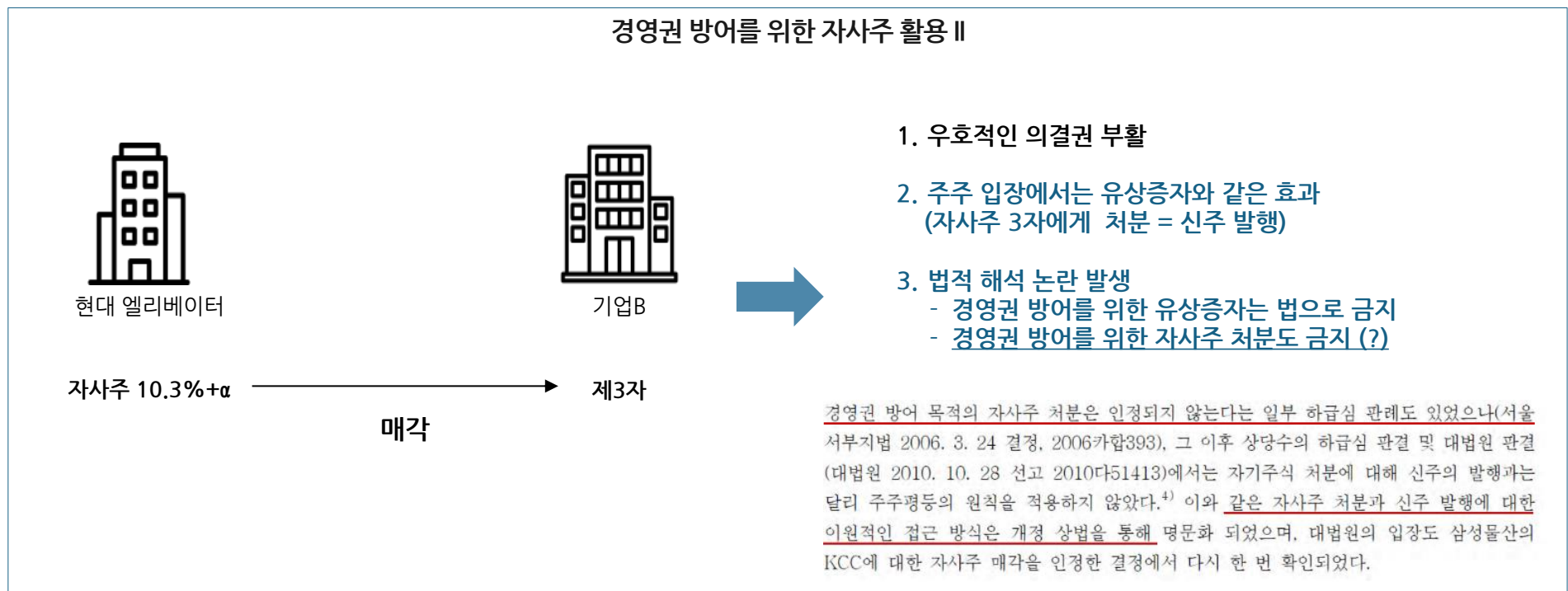
4) 대한민국에서의 자사주란?

■ 우호적인 제3자에게 매각 시, 대주주의 의결권이 확대되는 효과

- 자사주를 매입하면 의결권이 제한되지만,
- 매입한 자사주를 우호 세력한테 양도하면 의결권이 부활

■ 다만 경영권 방어를 위한 자사주 처분 시 주주평등 원칙에 위배된다는 의견도 존재

- 자사주 매각은 주주 입장에서 신주 발행과 같은 효과 → 자사주는 자산이 아님(자사주 매입 시 자본의 감소) → 따라서 자사주를 다시 시장에 내놓는 것은 신주 발행과 같은 효과
- 경영권 방어를 위한 유상증자는 법으로 금지 vs. 경영권 방어를 위한 자사주 양도는 법으로 금지하지 않음
- 다만 경영권 분쟁 상황에서는 다른 주주에게 매수기회를 주지 않고 이사회가 일방적으로 한 곳에 팔 수 없다는 하급심 판례도 과거 존재



자료: DS투자증권 리서치센터

자사주의 경영권 방어 수단 예시

■ 한국에서 지배주주는 자사주를 어떻게 활용하고 있을까?

- 한국에서는 자사주 처분에 대한 어떠한 제약도 없음
- 주로 1) 경영권 방어, 2) 소수주주권 행사 방어 (감사/감사위원 선임 등) 목적으로 제 3자에게 자사주 처분
- 1) 지배주주가 소유한 재단, 2) 비즈니스적으로 lock-in될 수 있는 곳 (우호 세력), 3) 임직원 상여금, 4) 스톡옵션 임직원 행사용 등

■ 네이버 창업주 이해진의 지분율은 3.7%에 불과하고 최대 주주는 국민연금 8.57%

- 전략적 제휴 명목 하에 많은 기업과 대규모 자사주 교환을 통해 의결권 확대

네이버 자기주식 처분 공시 내역

공시일	처분 자기주식수	처분금액(억원)	공시상 처분목적	비고
17.06.26	563,063	5,000	전략적 제휴	미래에셋대우(주)와 지분 스왑. 종가 매매. 상호 우선매수권 콜옵션 부여
20.10.26	2,094,240	6,000	전략적 제휴	CJ대한통운(자기주식), CJ ENM(자기주식), 스튜디오드래곤(현물출자)과 지분 스왑. 네이버에 우선매수권 콜옵션 부여
21.03.16	648,510	2,500	전략적 제휴	신세계(신세계인터넷내셔널 지분), 이마트(자기주식)와 지분 스왑. 네이버에 우선매수권 콜옵션, 매도청구권 부여
21.05.10	488,757	1,769	사업 다각화 및 북미사업 강화	Wattpad Corporation을 인수하는 대가 중 일부를 매도자에게 자기주식으로 지급
21.08.10	310,327	1,372	전략적 제휴	카페24(주)와 지분 스왑. 네이버에 우선매수권 콜옵션 부여

민주당, 자사주 소각 의무화 (자사주 보유 비중 TOP 30 코스피)

순위	Symbol	종목명	시가총액 (억원)	자사주보유비율(%)
1	A003120	일성아이에스	2,052	53.3
2	A001720	신영증권	12,757	53.1
3	A003240	태광산업	7,616	46.86
4	A004700	조광피혁	3,431	46.57
5	A017390	서울가스	2,478	43.43
6	A033240	자화전자	2,486	35.52
7	A002840	미원상사	8,883	34.67
8	A009680	모토닉	2,631	34.46
9	A008110	대동전자	1,578	33.36
10	A001270	부국증권	2,722	33.14
11	A003570	SNT다이내믹스	11,323	32.66
12	A004990	롯데지주	22,346	32.26
13	A001560	제일연마	895	32.23
14	A363280	티와이홀딩스	1,049	30.1
15	A007540	샘표	1,196	29.92
16	A003090	대웅	11,559	29.67
17	A009240	한샘	9,272	29.46
18	A015360	INVENI	2,922	28.65
19	A084010	대한제강	3,807	27.3
20	A009270	신원	1,655	27.29
21	A016590	신대양제지	3,083	26.67
22	A001940	KISCO홀딩스	2,899	25.08
23	A009290	광동제약	2,836	25.07
24	A120030	조선선재	1,205	24.37
25	A024090	디씨엠	1,394	24.32
26	A085620	미래에셋생명	9,081	23.28
27	A000320	노루홀딩스	1,909	22.48
28	A016800	퍼시스	4,928	22.18
29	A145720	덴티움	8,357	22.09
30	A034730	SK	92,296	21.87

민주당, 자사주 소각 의무화 (자사주 보유 비중 TOP 30 코스닥)

순위	Symbol	종목명	시가총액 (억원)	자사주보유비율(%)
1	A067900	와이엔텍	1,154	46.7
2	A093520	매커스	1,738	41.18
3	A115310	인포바인	1,019	32.9
4	A042420	네오위즈홀딩스	1,706	27.93
5	A049960	셀바이오텍	1,208	27.19
6	A052330	코텍	1,494	26.6
7	A039340	한국경제TV	1,303	26.01
8	A093190	빅솔론	1,022	25.13
9	A096240	크레버스	1,570	24.26
10	A166480	코아스텀캠온	1,062	23.66
11	A251120	바이오에프디엔씨	1,195	22.98
12	A069510	에스텍	1,257	22.91
13	A007330	푸른저축은행	1,255	22.31
14	A041440	현대에버다임	1,525	19.39
15	A053610	프로텍	2,371	18.18
16	A035890	서희건설	3,999	18.05
17	A036890	진성티이씨	1,942	16.57
18	A013990	아가방컴퍼니	2,707	16.3
19	A126700	하이비전시스템	2,367	16.29
20	A056190	에스에프에이	7,487	15.89
21	A069080	웹젠	4,464	15.82
22	A065680	우주일렉트로	2,809	15.65
23	A053350	이니텍	1,904	15.26
24	A145020	휴젤	44,807	14.91
25	A091700	파트론	3,922	14.81
26	A044340	위닉스	1,038	14.56
27	A151860	KG에코솔루션	2,534	14.55
28	A030960	양지사	1,416	14.04
29	A053800	안랩	7,967	13.78
30	A003380	하림지주	6,474	13.16

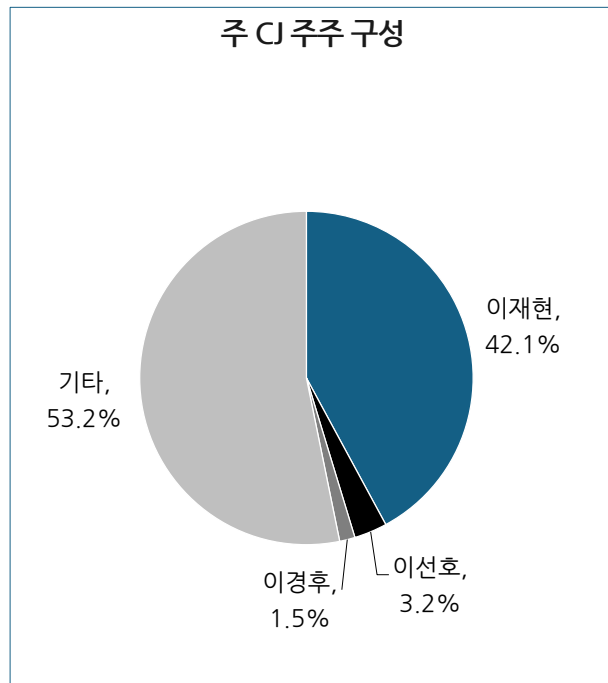
5) 상속/ 승계 전 의도적 주가 하락

■ 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

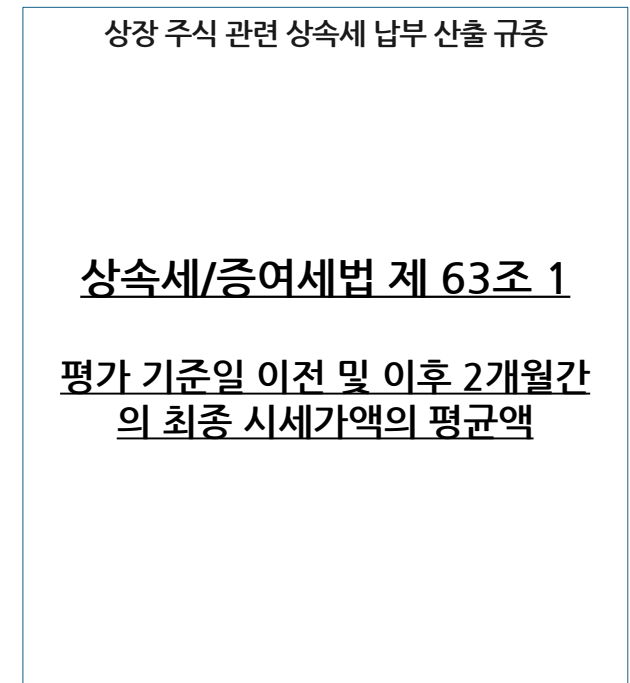
- 창업자 타계 직후 의도적인 주가 하락은 다수 발견
- 그 이유는 상장 주식의 상속세 규모 산출 기준이 타계일 전과 후 2개월의 평균 종가이기 때문
- 기준일 이후 주가가 하락해야 상속세 규모가 절감됨
- 기준일 이후 주가 상승 유도하는데 그 이유는 대부분 상속세 납부를 위해 주식담보 대출을 받기 때문임(주식 담보 비율 문제)



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터



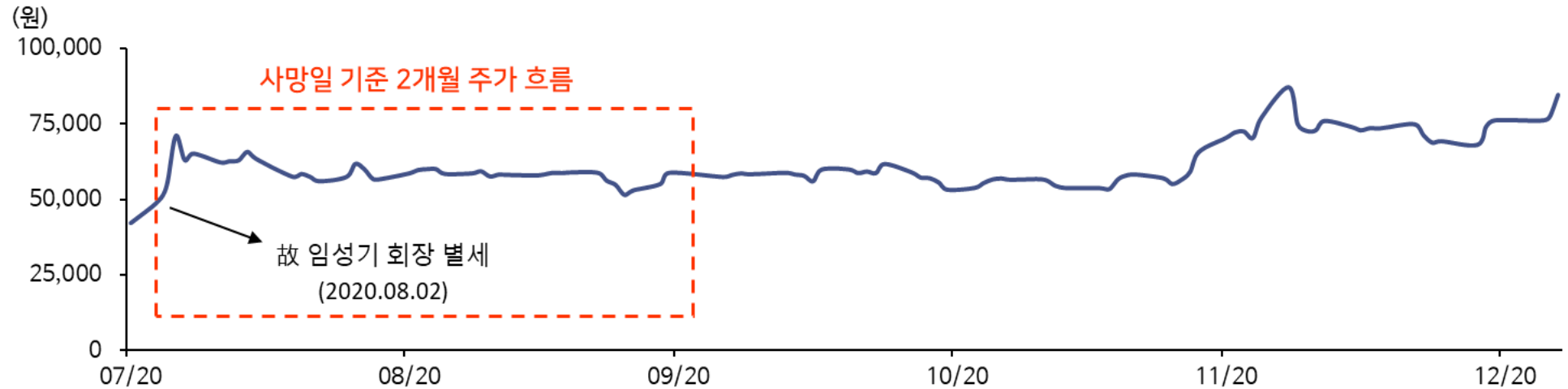
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



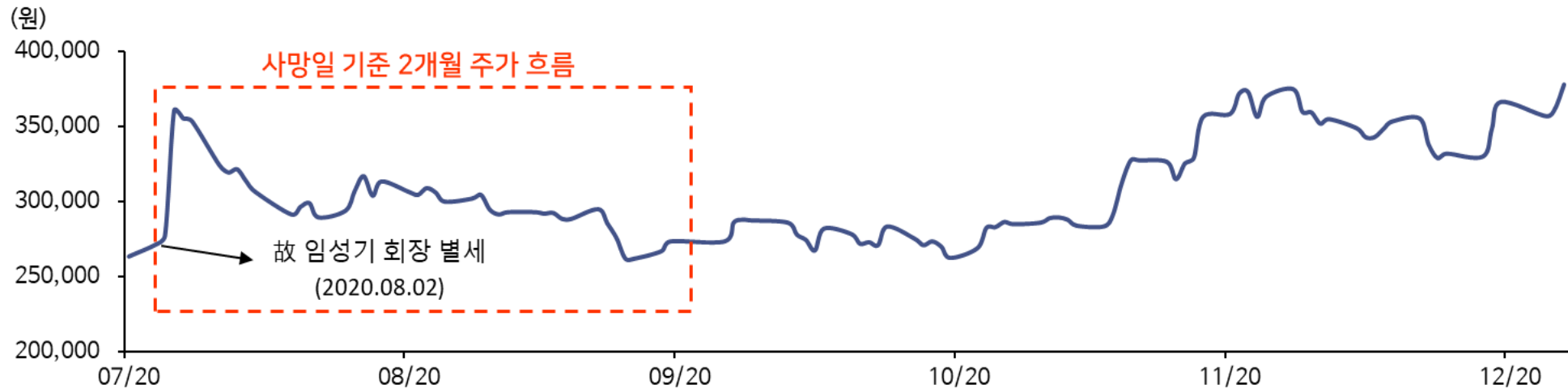
자료: 의안

타계 직후 주가 하락 유도

故임성기 회장 별세 이후 한미사이언스 주가 흐름



故임성기 회장 별세 이후 한미약품 주가 흐름



3.5%의 지분으로 기업 전체를 지배하는 시대, 끝낼 수 있을까?

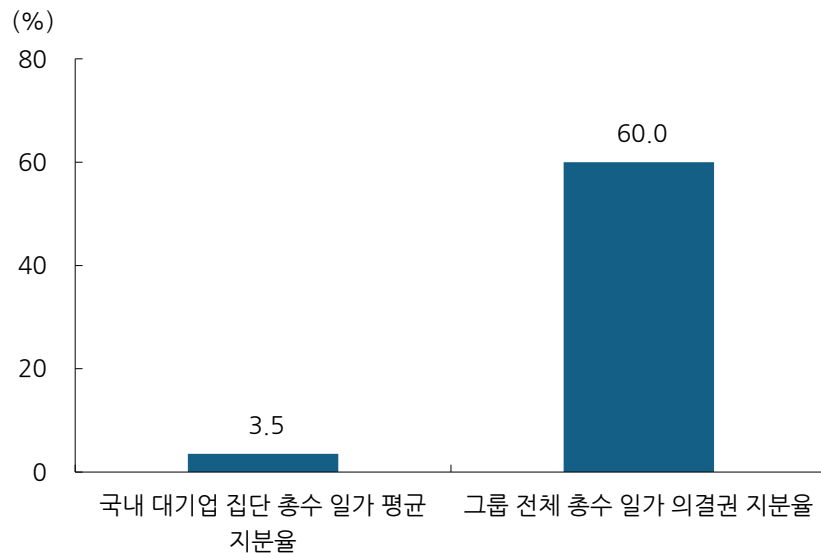
■ 지분 3.5%로 60%의 지배력을 행사하는 대한민국 대기업

- 자산 5조 원 이상 대기업집단의 총수 일가 평균 지분율은 3.5%에 불과
- 내부 출자 구조를 통해 실질 의결권은 60%에 달함
- 소수의 지분으로 전체 그룹을 통제하는 '지배와 소유의 괴리'가 심각

■ 더불어민주당 '상법개정' 당론 채택, 이재명 대표 대선 후보 공약

- 더불어민주당은 이사 **충실의무를 부과하는 상법 개정안**을 재차 발의할 계획
- 향후 정권 교체에 따라 상법 개정 통과 가능성 높아 제도 변화 기대

자산 5조원 이상 대기업 집단의 총수 일가 실제 지분율과 영향력 비교



자료: 공정거래위원회, DS투자증권 리서치센터

상법 개정 발의 내용

법률 제 호

상법 일부개정법률안

상법 일부를 다음과 같이 개정한다.

제382조의3(이사의 충실의무 등)

- 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 공정하게 대우하여야 한다.~~

부 칙

이 법은 공포 후 1년이 경과한 날부터 시행한다.

자료: DS투자증권 리서치센터

상법 개정 관련 해외 주요 판례 및 규범 근거

- 해외는 왜 대주주를 견제하고 소액주주를 보호하는가?**
 - 미국은 델라웨어 법을 중심으로 **지배주주에게 소수주주에 대한 충실·공정 의무(fairness duty)**를 명확히 인정
 - 독일은 상법(AktG §117)을 통해 지배주주의 영향력 남용 시 손해배상 책임을 명문화
 - 일본도 판례를 통해 총수일가의 경영 개입이 소수주주에게 손해를 줄 경우 책임을 인정한 바 있음
 - 반면 한국은 지배주주의 충실의무(Duty of Loyalty of Controlling Shareholders)에 대해 명시적 법 조항도, 확립된 판례도 부재한 상태

상법 개정 관련 해외 주요 판례 및 규범 근거				
국가	제도 유무	적용 주체	내용 요약	관련 판례 / 규범 근거
미국	있음	지배주주 (Controlling SH)	지배주주는 소수주주에 대해 fiduciary duty (충실의무 및 공정의무)를 부담	Sinclair Oil v. Levien (1971), 델라웨어법
영국	유사 개념	지배주주/이사 겸직/주주 등	'유사 수탁자로 간주' 가능. 이사가 아닌 일반 주주는 의무 부담 없음	O'Neill v. Phillips (1999), CA 2006
독일	있음	지배주주	소수주주 보호의무. 남용적 영향력 행사 시 손해배상 책임	독일 주식법(AktG) §117
프랑스	유사 개념	지배주주, 모회사	남용적 행위 시 법적 책임. 소수주주 권리 보호 법제 발달	프랑스 상법(Code de commerce)
일본	유사 개념	지배주주	법에 명시된 의무는 없지만, 판례상 충실의무 인정된 경우 존재	최고재판소 1997.7.15. 판결 등
한국	논의 중	최대주주, 특수관계인 등	상법 개정안에서 최대주주의 충실의무(수탁자 의무) 명문화 논의 중	2024년 상법 개정안 제시

한국 상장 기업 40~100% 이상 상승 가능

■ 상법 개정은 최소 40~100% 이상의 주가지수 상승 요인

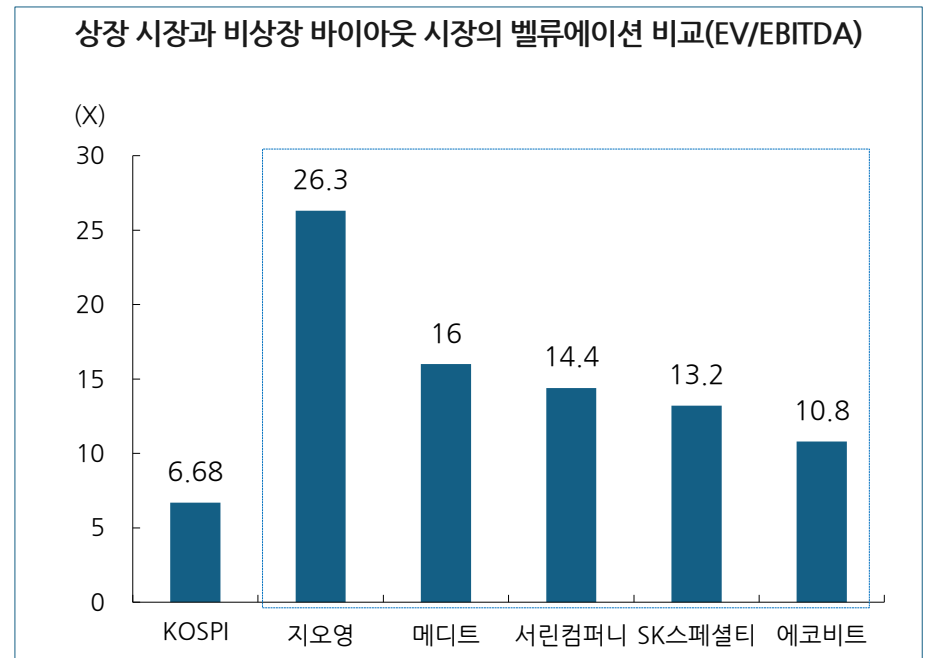
- 한국 기업은 지배구조 리스크와 낮은 소수주주 보호 수준으로 인해 선진국 대비 30~60% 할인되어 거래되는 중
- 주총실의무 도입은 지배구조 투명성 제고를 통해 P/B·P/E 갭 축소 및 외국인 투자 확대를 유도할 수 있음
- 최소 주가지수 기준 40%~100% 이상의 상승 요인

■ 최근 높은 가격에 거래되는 비상장 기업들과의 밸류에이션 격차도 해소될 전망

- 비상장 기업은 지배구조 문제의 노출이 적고, 경영권 프리미엄이 포함된 거래가 많아 상대적으로 높은 밸류에이션이 형성
- 주주총실의무 도입과 상법 개정은 상장기업의 신뢰와 투명성을 높여 비상장과의 괴리를 줄이며 상장 기업 밸류에이션의 정상화를 유도 가능

한국 Vs 선진국 P/B, P/E 비교			
구분	한국	선진국 평균	차이
P/B (주가순자산비율)	약 0.9배	미국: 4.3배/ 일본: 1.4배/ 글로벌 평균: 2.0배 이상	약 40~60% 할인
P/E (주가수익비율)	9~11배	선진국 평균 15~20배	약 30~40% 할인

자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

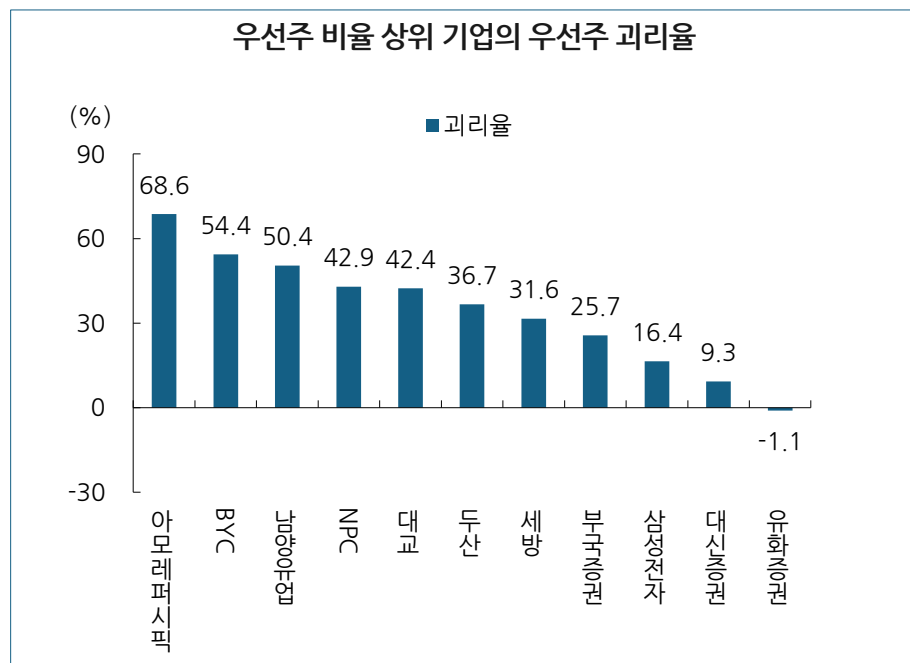
우선주 재평가

■ 상법 개정 통과시 기업의 거버넌스 개선에 따른 우선주 재평가 가능

- 소수주주의 권익 보호로 인해 의결권 유무에 따른 리스크가 크게 축소됨
- 이에 따라 우선주의 가격 정상화 가능

■ 상법 개정에 따른 보통주 자사주 매입 소각 본격화될 경우 우선주의 자사주 매입 소각도 증가

- 상법 개정 이후 보통주 자사주 소각이 본격화되면 총 발행주식에서 우선주의 비중이 높아짐
- 현행 규제상 우선주가 총 발행주식수의 25%를 초과하면 즉시 우선주 수를 줄여야 함
- 보통주와 비례해서 우선주의 자사주를 매입/소각 실시 필수



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

총발행주식수 대비 우선주 비율 상위 기업 리스트		
기업명	총발행주식수 대비 우선주 비율 (%)	상장 우선주 대비 보유 우선주 비율 (%)
대신증권	28.5	18.7
BYC	25.6	3.6
남양유업	22.7	0.0
유화증권	23.6	14.9
부국증권	22.4	1.2
두산	18.7	14.1
대교	18.7	29.0
세방	16.0	0.0
아모레퍼시픽	15.3	0.1
NPC	12.6	1.3
삼성전자	12.0	0.8

자료: DS투자증권 리서치센터

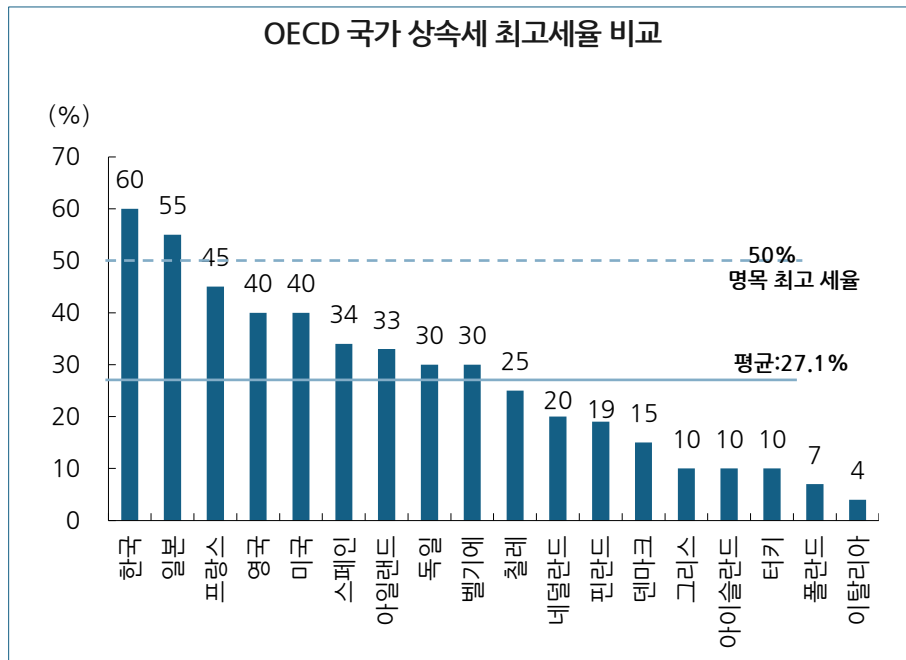
여야 합의점 시나리오 - 상속증여세 완화와 상법 개정 동시 추진

■ 상법 개정과 상속세 인하, 구조적 바터가 필요한 이유

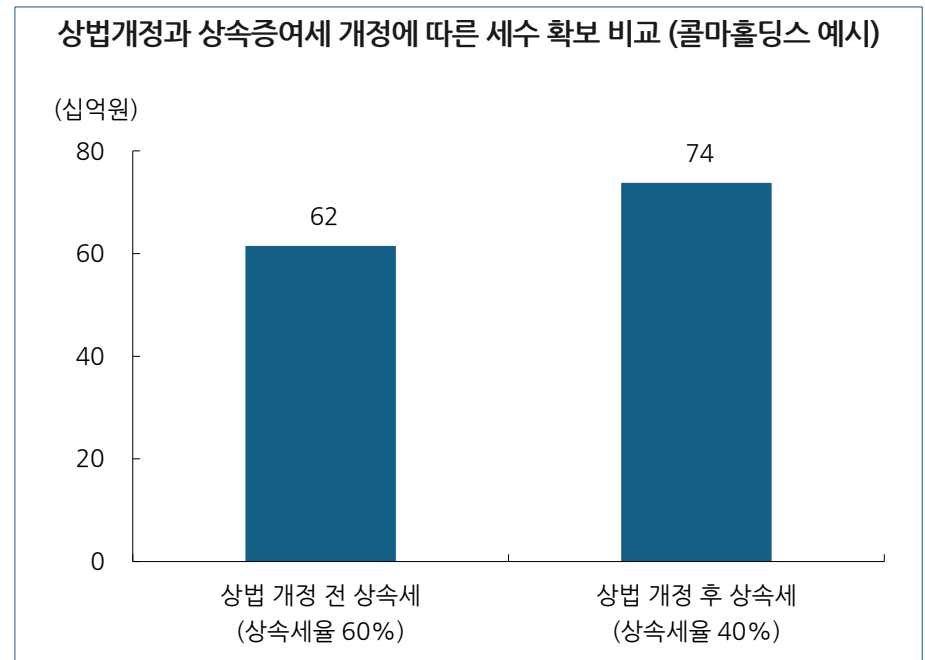
- 여야가 상법 개정에 합의하려면 국민의힘이 요구하는 상속·증여세 인하와의 절충 필요
- 한국의 상속세율은 OECD 최고 수준으로, 최대 50%에 경영권 할증까지 포함되면 실효세율이 60%에 달함
- 반면 상법 개정으로 주주 충실의무가 도입되면 지배구조 개선을 통한 기업 가치 상승이 기대됨
- 상장기업의 밸류에이션 회복은 시가총액 확대 → 상속세 과표 자체 증가로 이어질 수 있음. 즉 세율을 인하해도 오히려 세수는 증가

■ 시총 3,200억원의 콜마홀딩스 지주회사에 대한 시나리오 분석 → 실제 확보되는 상속세수는 20% 증가

- A 지주회사(PER 5배)의 현행법상 상속세는 615억원(상속세율 60%)
- 상법 개정 이후 멀티플 증가(PER 9배)와 상속세율을 40%로 인하할 경우 오히려 세수는 740억원으로 20% 가까이 증가



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

순이익률 상위 기업 중 대주주 지분율과 배당성향이 낮은 기업 리스트

Code	Name	최대주주 지분율(%)	시가총액 (억원)	매출액 (억원)	당기순이익 (억원)	순이익률 (%)	배당수익률 (%)	현금배당 수익률(%)	배당성향 (%)	현금배당성향 (%)	P/B (MAIN, TTM)	P/E (MAIN, TTM)	P/E (Fwd.12M)
A094170	동운아나텍	15.57	4,092	1,382.61	247.38	17.89	0.36	0.61	8.94	5.21	5.57	16.48	
A145720	덴티움	18.95	6,918	4,078.07	724.10	17.76	0.96	0.96	7.12	7.12	0.97	9.51	8.75
A000950	전방	16.97	403	572.36	89.13	15.57	4.17	4.17	12.78	12.78	0.14	4.52	
A050890	솔리드	10.41	3,818	3,310.68	462.32	13.96	0.80	0.80	6.57	6.57	1.18	8.29	9.79
A126700	하이비전시스템	15.98	2,219	3,120.12	404.22	12.96	2.69	2.69	12.71	12.71	0.71	5.63	5.90
A148150	세경하이테크	15.70	2,431	3,203.33	412.95	12.89	1.47	1.47	14.67	14.67	1.35	8.14	7.57
A093520	맥커스	11.01	1,949	1,995.79	202.40	10.14	1.66	1.66	9.51	9.51	1.01	9.73	8.10
A051360	토비스	15.18	2,582	6,237.81	613.04	9.83	1.87	1.87	7.91	7.91	1.02	4.51	4.52
A037440	희림	19.65	734	2,409.61	134.28	5.57	2.85	2.85	14.66	14.66	0.81	5.68	
A006050	국영지앤엠	14.36	448	754.11	25.80	3.42	0.78	0.78	13.14	13.14	0.85	17.38	

자료: DS투자증권 리서치센터

기업분석

낡은 관행의 퇴장,
새 질서의 시작

[Top Picks] 두산, CJ, 삼성물산
[관심종목] SK스퀘어, SK



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

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

두산 [000150] _대전환

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

매수(유지)

목표주가(상향) 580,000원
현재주가(05/28) 469,500원
상승여력 23.5%

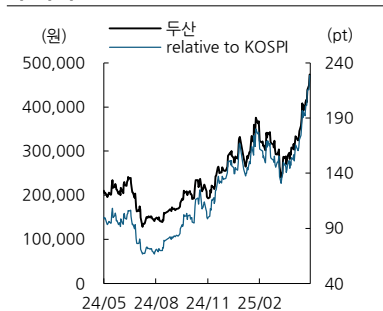
Stock Data

KOSPI 2,670.2pt
시가총액(보통주) 7,758십억원
발행주식수 16,524천주
액면가 5,000원
자본금 124십억원
60일 평균거래량 170천주
60일 평균거래대금 56,196백만원
외국인 지분율 11.9%
52주 최고가 494,000원
52주 최저가 122,000원
주요주주
박정원(외27인) 40.1%
자사주(외1인) 17.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	53.7	48.9
3M	45.6	40.2
6M	141.8	135.2

주가차트



■ 전자 BG 실적 급증으로 수익성 구조 대전환

- 1Q25 전자 BG 영업이익률 28.8% 기존 경상적 수준 대비 2배 이상 증가
- 엔비디아향 제품 OP 마진 45% 상회
- 엔비디아향 제품 1분기 비중 40%

■ 2Q 엔비디아 매출 비중 50% 추정

- 2Q 전자 BG 내 엔비디아향 매출 비중 50%로 확대 전망
- 엔비디아향 제품 OP 마진 45% 상회 유지
- 1분기 영업이익률 30% 초과 전망

■ 26년 루빈과 블랙웰 동시 납품 예상

- 26년 루빈과 블랙웰 동시 납품 가능성 높다고 판단
- 26년 아마존을 필두로 ASIC향 매출 확대

■ 멀티플 기존 15배에서 18배로 상향 조정 → 목표주가 580,000원으로 상향 조정

- EMC 대비 30% 할증 -> 적용 멀티플 확대에 따라 목표가 기존 500,000 원에서 580,000원으로 상향 조정
- MSCI 편입에 따른 수급 개선 전망

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	18,952	19,811
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,159	1,290
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	6.1	6.5
세전이익	-286	451	593	711	743
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	167	155
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	11,701	10,632
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	-9.1
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	10.8	9.3
PER(배)	-1.9	-3.9	-17.9	40.1	44.2
PBR(배)	1.0	1.2	3.7	6.2	5.8
EV/EBITDA(배)	4.0	2.7	5.6	6.3	5.8

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

두산 목표주가 산정방식

두산 목표주가 산정방식				
(십억원, 배)	이익	적용 멀티플	NAV	비고
자체 사업(a)			6,490	
전자	351	18	6,314	25F 순이익 * 18배 적용
DDI(정보통신)	4	10	35	25F 전망치
두타몰	14	10	141	25F 전망치
	지분율	시총	NAV	비고
상장사(b)			1,903	<u>할인율 80% 적용</u>
두산 에너빌리티	31%	18,544	5,656	
오리콤	61%	74	45	
두산로보틱스	68%	3,267	2,228	
	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 30.6% 보유
순차입금(d)	1,153			
Target NAV(a+b+c-d)	7,800			
유통 가능 보통주식 수	1,352만주			자사주 300만주 제외
Target Price(원)	580,000			
현재 주가(원)	469,500			
주가 상승 여력	24%			

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

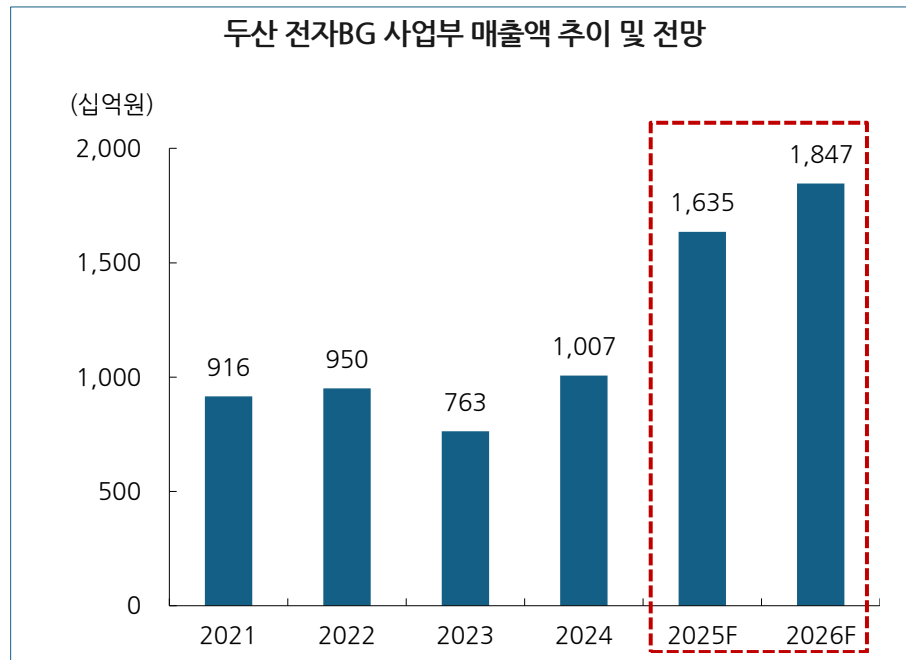
전자 BG 실적 호조 원인

■ 전자 BG 실적 호조 1) 전방 수요 증가, 2) NVIDIA향 양산 매출에 기인

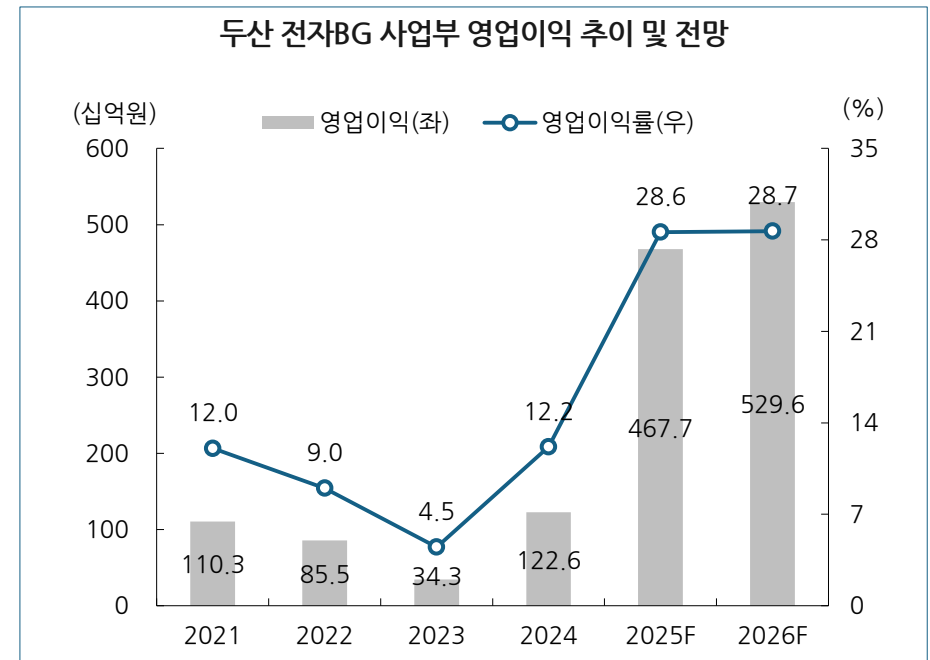
- 1분기 매출 4,029억원 (+116% YoY), 영업이익 1,161억원 (OPM 28.8%)
- 대만 PCB 업체 (유니마이크론 등) 들 yield 하락으로 CCL 수요 증가
- 1~3월간 NVIDIA ‘블랙웰’향 양산 매출 1,600억원 발생
- 블랙웰향 영업 이익률 50%

■ 25년 연간 실적 추정치 대폭 수정

- 25년 연간 매출 기준 1.39조 -> 1.63조, 영업이익 2,100억 -> 4,680억으로 수정



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

GB200, 300 스위치 트레이 탑재

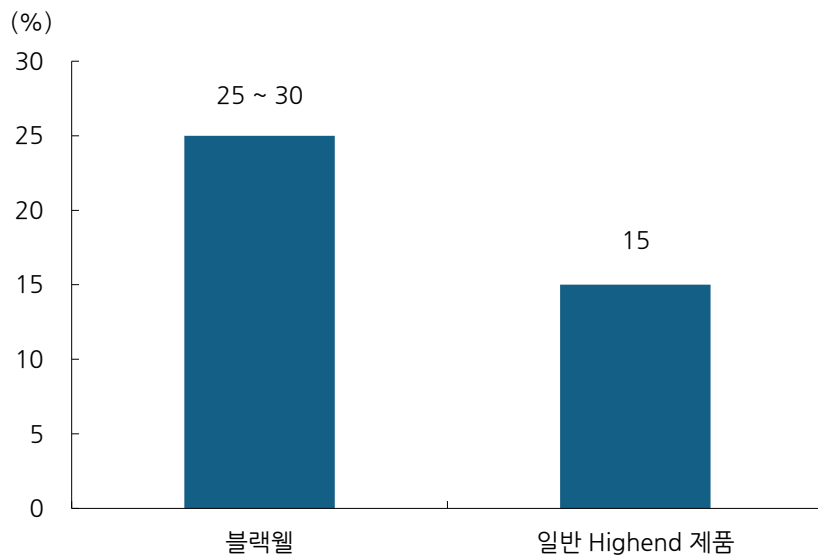
■ 블랙웰향 OP 마진 45% 상회

- 일반 High end (광학 모듈, 5G/네트워크용, FCCL) 제품 마진은 일반적으로 15% 내외
- 반면 블랙웰 샘플 기준 OP 마진 45% 상회하는 것으로 추정

■ 1)GB200, 300 스위치 트레이 동시 쉼 진행 중, 2) 마진 높은 ASIC 발주 3분기 시작, 3) NVIDIA 차세대 모델 '루빈 단독 쉼 진행 중'

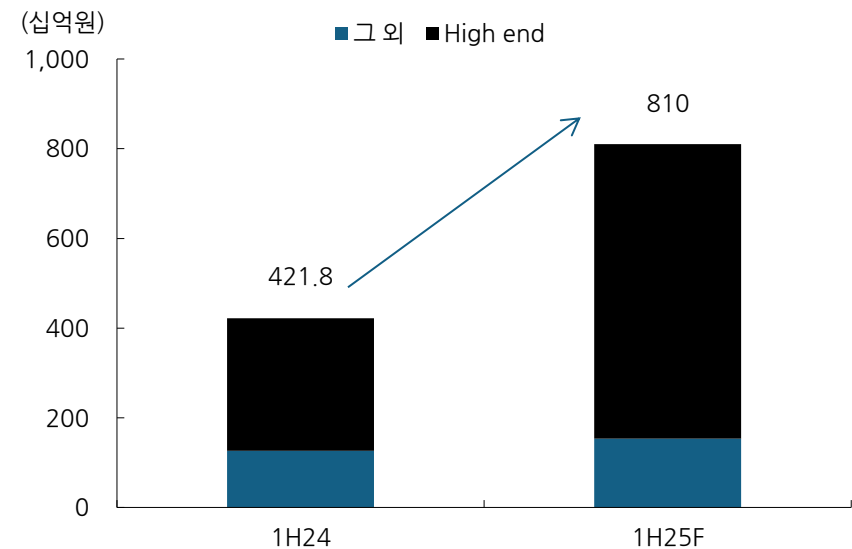
- GB200, 300의 컴퓨팅 트레이는 탑재 확정 / 스위치 트레이도 GB200, 300 동시 쉼 진행 중
- EMC 관련 다양한 문제점 발생
- 샘플 기준 ASIC 마진도 30% 상회하는 것으로 추정 / 3분기 발주 예상
- NVIDIA '루빈 단독 쉼 진행 중' -> 가능성 사실상 매우 높으며 6월말 이후 확인 가능

제품별 OP 마진 비교



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

전자 BG 전체 매출액 대비 High end 비중



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

ASIC향 진출 시도

■ 미국 빅테크들의 자체 AI 칩 관련 사업 진출 시도 중

- 미국 빅테크들은 ASIC 내재화 통해 25년부터 수익화 도전
- Broadcom 위탁사는 구글, 메타, Open AI / Marvell 위탁사 Amazon

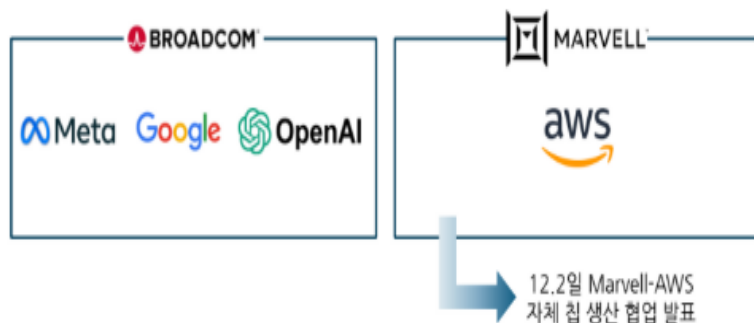
■ 두산은 Marvell 고객사인 아마존향 쿼 테스트 마무리

- Amazon AWS AI 칩 (ASIC) 쿼 테스트 진행
- 발주는 3분기 시작

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

- 추가로 Broadcom 고객사 구글의 TPU향으로 쿼 준비 중

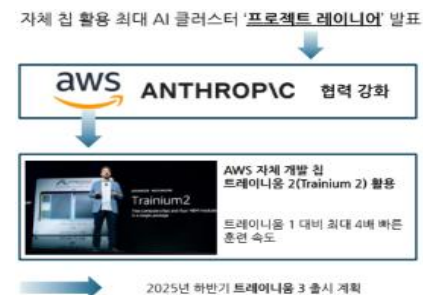
ASIC 관련 빅테크 및 위탁사 분류



자료: DS투자증권 리서치센터

Amazon ASIC

구글 TPU



자료: DS투자증권 리서치센터

EMC와의 품질 경쟁 상황

▪ AI 가속기 등에서 CCL의 품질은 구리 순도와 레진 순도가 절대적 중요

- CCL의 핵심은 1) 전기 신호 전달하는 ‘구리 순도’, 2) 전기적 절연성과 기계적 지지를 위한 ‘절연 기판’의 품질이 핵심
- 구리 순도가 높을수록 전기 전도도 증가로 PCB 내에서 손실 축소
- AI 가속기와 800G 이상의 네트워크 보드향 PCB에서는 최소 99.99% (4N) 이상의 순도 요구

▪ 현재 두산의 품질 경쟁력은 초고순도 EMC 대비 우위

- 현재 두산은 4N (순도 99.99%)에서는 EMC 대비 높은 수율 보이며 5N까지 상용화 가능한 상황
- 두산& EMC는 하퍼 이후 기술적 Gap 발생 시작 -> 두산은 기존 제품 대비 신호 손실 30% 이상 낮췄고 전력 소비 EMC 대비 우위

▪ 블랙웰 업그레이드 버전 ‘블랙웰 울트라 (GB300)’의 EMC 진입 루머

- 순도 경쟁력 (수율)에서 여전히 두산이 압도 / EMC는 GB 300 쿨도 진행 못한 상황 (최소 쿨 받고 2개 분기 샘플 테스트 뒤에 양산 공급)

CCL 품질의 핵심 요소		
구성 요소	순도가 영향을 미치는 특성	요구 조건
구리(Cu) 순도	전도도, 저항값	99.9% 이상의 고순도 구리가 사용됨
레진(Resin) 순도	절연성, 신호 손실	저유전율 및 저손실 레진이 필요
유리섬유(Fiber Glass) 순도	기계적 강도	불순물이 많으면 균열 발생 가능

자료: DS투자증권 리서치센터 정리

CCL 구리 순도 등급	
구리 순도(%)	용도
99.999% (5N)	초고주파 기판, 위성통신, 6G, 반도체 패키징
99.99% (4N)	AI 가속기용 PCB, 5G, 서버, 데이터센터
99.9% (3N)	일반적인 PCB, 자동차 전장 기판
99.7% 이하	저가형 소비자용 전자제품

자료: DS투자증권 리서치센터 정리

Capa 증설 필요 시 예상되는 자금 조달 방식

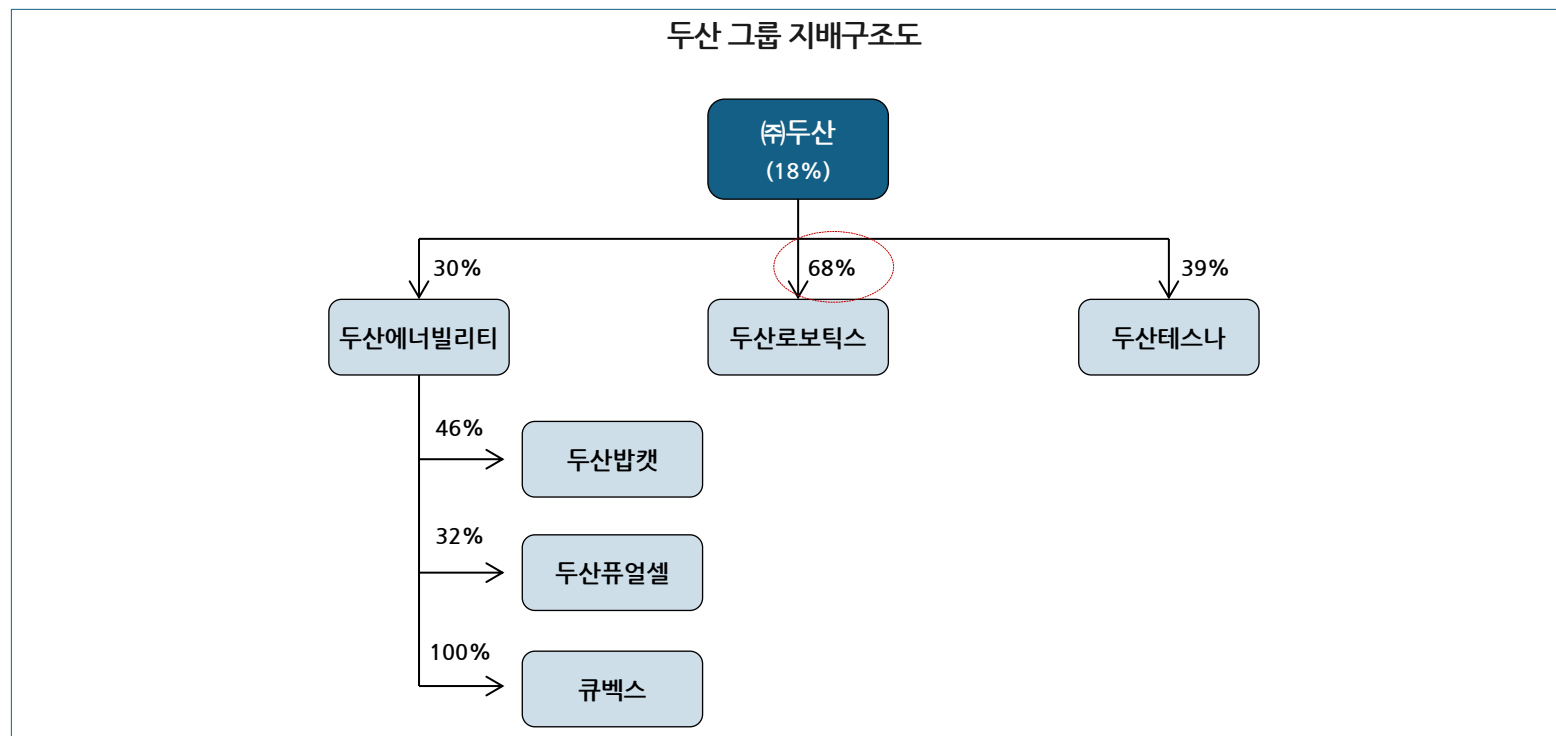
▪ CAPA 증설 Or M&A 등의 다양한 옵션이 존재

- Capa 증설 시 자금 조달 시나리오

- 1) 보유 자사주 18% 중 소각 분 6%를 제외한 12% (현재 가치 6,400억원) 일부 매각
- 2) 보유 중인 두산 로보틱스 지분 68%를 담보로 EB 발행

▪ 두산의 두산 로보틱스 지분은 68%로 과도하게 높은 수준

- 제도 변경으로 대주주가 자회사 지분 블록딜 시도할 경우 1개월 전 사전 공시
- 현실적으로 1개월 전 사전공시 할 경우 주가 폭락 -> 따라서 블록딜 쉽지 않음
- 결론적으로 로보틱스 지분 담보로 자본 조달 옵션 존재



자료: DS투자증권 리서치센터 정리

두산 실적 추이 및 전망

두산 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
연결 실적										
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	4,800	4,361	5,493	18,133	18,952
YoY	2.6	-7.6	-14.5	0.0	-3.7	4.5	12.4	5.6	-5.2	4.5
영업이익	348	337	110	209	199	463	216	281	1,004	1,159
OPM	7.8	7.3	2.8	4.0	4.6	9.7	4.9	5.1	5.5	6.1
당기순이익	225.9	216.3	-94.9	-45.1	11.3	226.1	130.8	164.8	302	533
지배주주 순이익	5	21	-88	0	24	22	122	0	-226	167
두산 자체 사업										
매출액	269	325	343	440	485	509	502	477	1,377	1,972
YoY	12.8	10.1	19.8	43.0	80.1	56.5	46.5	8.3	22.1	43.2
영업이익	24	38	35	44	121	132	126	106	141	485
OPM	8.7	11.6	10.2	10.1	25.0	25.9	25.1	22.3	10.2	24.6
전자										
매출액	187	235	250	336	403	427	420	386	1,007	1,635

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

두산 실적 추이 및 전망 (계속)

두산 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
디지털 (DDI)										
매출액	67	72	68	81	71	72	71	81	288	295
영업이익	3	4	1	- 1	0	4	1	- 1	6	4
OPM	4.5	5.0	0.9	-1.1	0.3	5.0	0.9	-1.1	2.2	1.2
두타물										
매출액	11	10	11	10	11	10	11	10	41	42
영업이익	5	4	4	0	5	3	3	3	14	14
OPM	46.8	43.3	38.0	4.1	44.4	30.0	30.0	30.0	33.5	33.7
비상장 2사										
매출액	5	8	11	45	14	10	13	54	69	91
YoY	-70.4	-49.7	-35.4	451.2	170.0	21.4	22.3	19.3	18.9	30.9
영업이익	-5	-5	-4	3	-3	0	0	0	-11	-3.1
OPM	-96.0	-58.3	-36.8	6.0	-22.2	-0.2	-0.3	-0.1	적자지속	적자지속
DMI										
매출액	0	0	0	2	1	0	1	2	2	4
DLS										
매출액	5	8	10	44	12	10	12	52	67	87
로보틱스										
매출액	11	14	10	11	16	21	14	17	47	67
영업이익	-7	-8	-10	-17	-1	-1	1	1	-41	0
OPM	적자 지속	적자 지속	적자 지속	적자 지속	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-88.0	-0.4

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

두산 [000150] _대전환

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	9,526	11,446	11,913	12,614	13,037
현금 및 현금성자산	2,074	3,539	3,704	5,459	5,741
매출채권 및 기타채권	3,328	3,652	3,868	3,375	3,419
재고자산	2,757	2,927	3,136	2,596	2,714
기타	1,368	1,328	1,205	1,183	1,162
비유동자산	16,789	16,840	18,230	17,922	17,561
관계기업투자등	891	662	951	903	768
유형자산	6,273	6,509	7,013	6,641	6,318
무형자산	7,891	8,032	8,547	8,580	8,596
자산총계	26,315	28,287	30,143	30,535	30,597
유동부채	9,478	11,439	11,024	11,264	11,185
매입채무 및 기타채무	4,431	4,994	4,337	4,876	5,097
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	18,515	18,458
자배주주지분	1,791	1,624	1,480	1,611	1,730
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,605	1,881	1,928	1,928	1,928
이익잉여금	669	208	-82	49	169
비자배주주지분(연결)	8,507	9,583	10,409	10,409	10,409
자본총계	10,298	11,207	11,889	12,020	12,140
현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	533	1,909	308	2,502	941
당기순이익(손실)	-581	272	302	533	558
비현금수익비용가감	2,705	2,054	1,804	396	325
유형자산감가상각비	456	548	603	651	619
무형자산상각비	162	157	164	168	168
기타현금수익비용	2,087	1,350	1,037	-422	-462
영업활동 자산부채변동	-683	433	-1,053	1,572	59
매출채권 감소(증가)	-508	-58	-70	493	-44
재고자산 감소(증가)	-683	-296	81	540	-118
매입채무 증가(감소)	867	592	-819	540	221
기타자산, 부채변동	-359	194	-244	0	0
투자활동 현금	-291	-1,106	-995	-411	-324
유형자산처분(취득)	-665	-571	-639	-279	-296
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	1,755	282
기초현금	2,235	2,074	3,539	3,704	5,459
기말현금	2,074	3,539	3,704	5,459	5,741
NOPLAT	816	867	512	869	968
FCF	1,150	1,653	59	2,091	617

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	18,952	19,811
매출원가	14,158	15,885	15,171	15,747	16,381
매출총이익	2,838	3,245	2,962	3,205	3,430
판매비 및 관리비	1,712	1,809	1,958	2,047	2,140
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,159	1,290
(EBITDA)	1,744	2,141	1,771	1,977	2,078
금융손익	-539	-360	-242	-449	-442
이자비용	365	466	492	449	442
관계기업등 투자손익	-343	-44	21	0	0
기타영업외손익	-529	-582	-190	1	-105
세전계속사업이익	-286	451	593	711	743
계속사업법인세비용	211	179	291	178	186
계속사업이익	-497	272	302	533	558
중단사업이익	-84	0	0	0	0
당기순이익	-581	272	302	533	558
자배주주	-696	-388	-226	167	155
총포괄이익	-524	285	392	533	558
매출총이익률(%)	16.7	17.0	16.3	16.9	17.3
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	6.1	6.5
EBITDAMargin(%)	10.3	11.2	9.8	10.4	10.5
당기순이익률(%)	-3.4	1.4	1.7	2.8	2.8
ROA(%)	-2.7	-1.4	-0.8	0.6	0.5
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	10.8	9.3
ROIC(%)	5.8	5.9	3.3	5.7	6.8
주요투자지표	(원,배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표(%)					
P/E	-1.9	-3.9	-17.9	40.1	44.2
P/B	1.0	1.2	3.7	6.2	5.8
P/S	0.1	0.1	0.3	0.5	0.5
EVEBITDA	4.0	2.7	5.6	6.3	5.8
P/CF	0.8	0.9	2.6	10.8	11.4
배당수익률(%)	2.4	2.1	0.8	0.4	0.5
성장성(%)					
매출액	32.2	12.6	-5.2	4.5	4.5
영업이익	22.3	27.6	-30.1	15.4	11.4
세전이익	적전	적전	31.5	19.8	4.6
당기순이익	적전	흑전	11.1	76.4	4.6
EPS	적전	적지	적지	흑전	-9.1
안정성(%)					
부채비율	155.5	152.4	153.5	154.0	152.0
유동비율	100.5	100.1	108.1	112.0	116.6
순차입금/자기자본(%)	51.2	36.2	43.8	26.4	21.5
영업이익/금융비용(%)	3.1	3.1	2.0	2.6	2.9
총차입금(십억원)	7,753	7,938	9,344	9,044	8,744
순차입금(십억원)	5,275	4,060	5,207	3,173	2,612
주당지표(원)					
EPS	-42,673	-24,026	-14,215	11,701	10,632
BPS	83,627	75,846	69,123	75,242	80,801
SPS	793,700	893,375	846,803	885,068	925,188
CFPS	99,190	108,635	98,376	43,394	41,199
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500

CJ [001040] _인바운드대장, 올리브영

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장

02-709-2650

seankim@ds-sec.co.krr

매수(유지)

목표주가(유지) 180,000원
현재주가(05/28) 135,100원
상승여력 33.2%

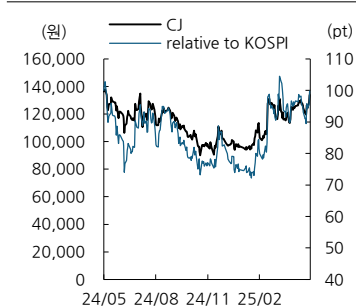
Stock Data

KOSPI 2,670.2pt
시가총액(보통주) 3,942십억원
발행주식수 29,177천주
액면가 5,000원
자본금 179십억원
60일 평균거래량 175천주
60일 평균거래대금 21,619백만원
외국인 지분율 11.6%
52주 최고가 139,900원
52주 최저가 89,400원
주요주주
이재현(외8인) 47.3%
국민연금공단(외1인) 12.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	9.7	5.0
3M	31.3	25.9
6M	37.6	31.0

주가차트



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 재평가 기대
- 향후 합병을 염두에 둔 올리브영 가치 제고로 일환으로 판단

IPO 대신 CJ와의 합병 가능성 부각

- 남은 이벤트는 올리브영 자사주 소각과 합병
- IPO 철회 입장은 CJ 주가에 하방 경직성 확보
- IPO 보다는 CJ와의 주식교환 합병 시나리오 가능성 높음
- 이는 절세구조, 복잡성 감안 시 합리적 대안

올리브영 적정 가치 최소 6~7조원 이상

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

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	20.8	19.6
PBR(배)	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	3.4	3.4	2.8	2.3	2.3

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

올리브영 자사주의 활용가치

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

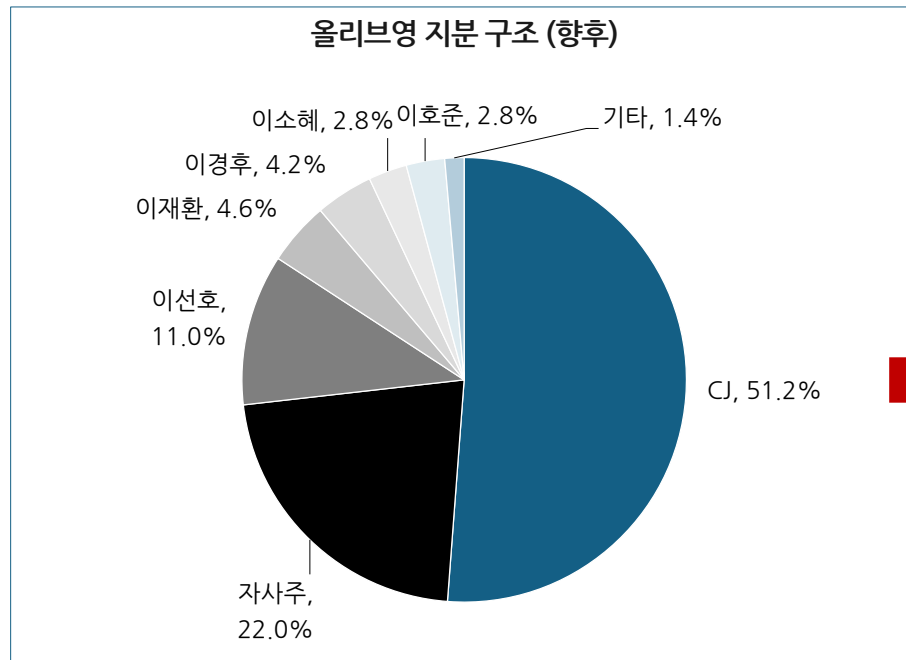
- 자사주 소각 시 CJ 및 특수 관계인의 지분율 증가

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

→ 소각으로 이선희의 올리브영 지분 가치는 28% 증가

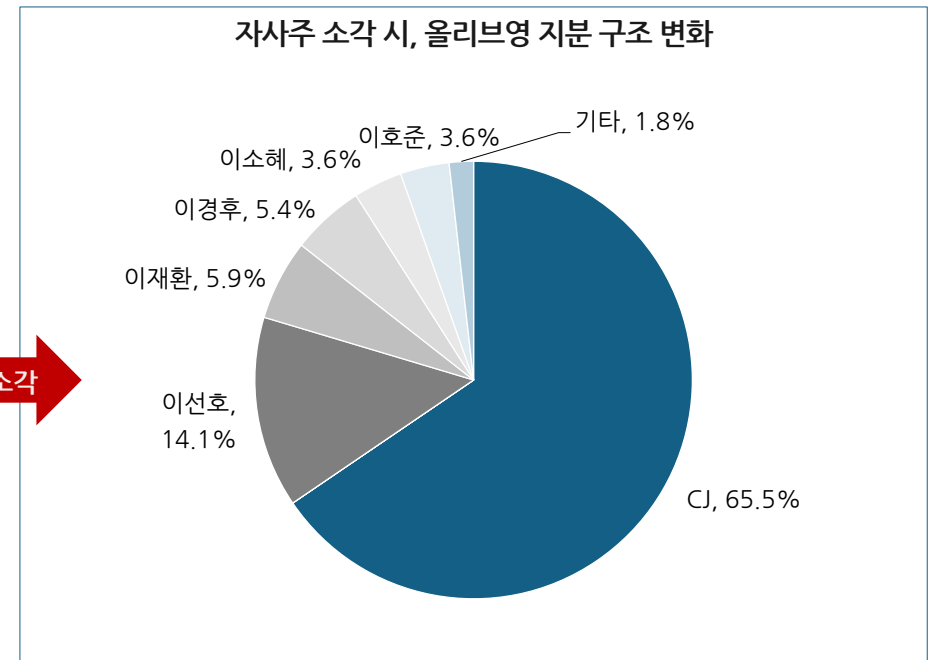
2) 올리브영과 CJ의 합병 시 CJ의 자사주로 배정

- 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

■ 작년 12월 올리브영 임시 주총 이후 두 가지 큰 변화

- 정관의 사업 내용 추가 (물류센터 운영 및 관리 서비스업 / 운송 및 운송 관련 서비스업)
- 이는 해외 진출 염두에 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’

주식발행초과금전환

주식발행초과금 2,500억원을 이익잉여금으로 전환

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(순이익5,000억원~6,000억원*10배)
전체가치	최소 6조원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

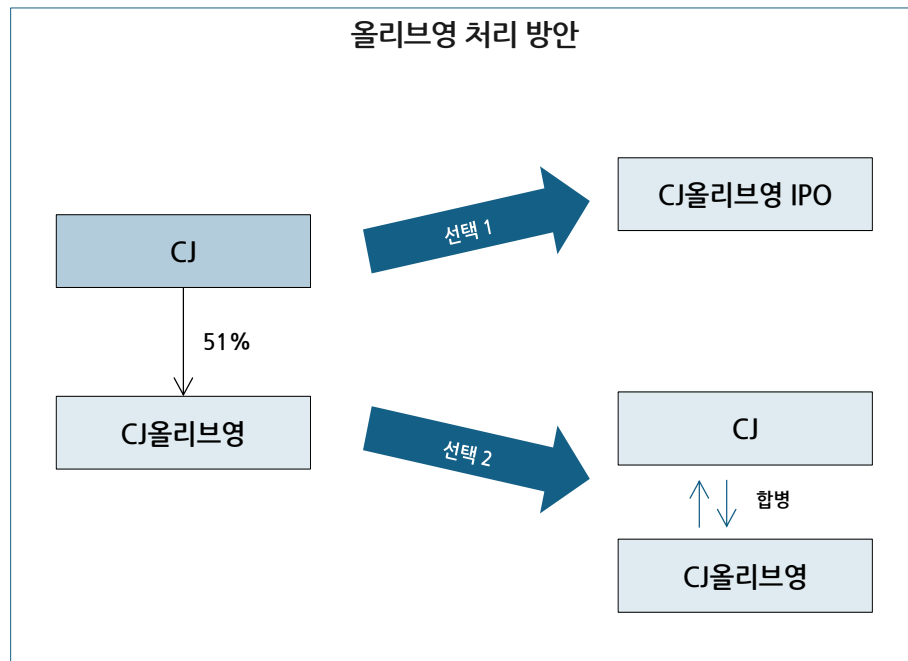
올리브영 활용하여 3세 승계 전망

■ 올리브영 IPO 철회

- 올리브영 가치 제고 후 IPO 재추진 -> 이선희 구주 매출 과정에서 높은 세금 부담
- 이선희 구주 매출 후 -> CJ 지분 매입 혹은 증여 등의 복잡한 과정
- PE를 엑싯 시킨 후 더 높은 밸류에 IPO 추진이 가능할지 미지수

■ 포괄적 주식 교환 혹은 합병을 통한 100% 자회사화 가능

- CJ와 주식교환 -> 이선희의 과세 이연으로 세금 절감 (CJ 지분 처분 전까지 양도 차익에 대한 과세 이연 적용) CJ의 자사주 6.3%
- 다만 교환 대상인 CJ의 자사주가 6.3%대에 불과하기 때문에 CJ는 추가 자사주 매입이 필요 (유사시 신주 발행 가능성)



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

올리브영 4~6조 감안시 주 CJ 취득 가능 지분			
(조원, %)	CJ 올리브영 가치 4조원	5조원	6조원
CJ 시총(a)	3.7	3.7	3.7
CJ 올리브영 가치(b)	4.0	5.0	6.0
이선희 지분율(c)	11.0	11.0	11.0
지분 가치(d) = (b) * (c)	0.4	0.5	0.6
이선희의 CJ 확보 지분율(d/a) * 100	10.8	13.5	16.2

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

CJ [001040] _인바운드대장, 올리브영

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
비자배주주지분(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
자배주주	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(₩)					
P/E	13.2	15.7	24.2	20.8	19.6
P/B	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EVEBITDA	3.4	3.4	2.8	2.3	2.3
P/CF	0.6	0.7	1.4	1.5	1.5
배당수익률(%)	3.0	3.2	2.4	2.2	2.2
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(₩)	85.7	78.3	70.3	62.8	60.2
영업이익/금융비용(₩)	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] _바이오/반도체/SMR, 미래 산업의 실소유주

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

매수(유지)

목표주가(유지) 190,000원
현재주가(05/28) 151,200원
상승여력 25.7%

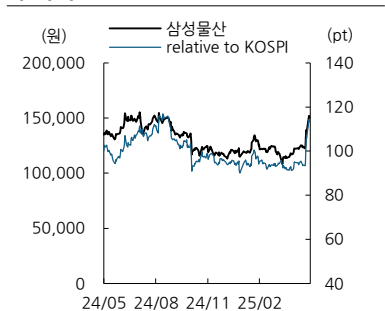
Stock Data

KOSPI 2,670.2pt
시가총액(보통주) 25,700십억원
발행주식수 169,977천주
액면가 100원
자본금 19십억원
60일 평균거래량 301천주
60일 평균거래대금 39,043백만원
외국인 지분율 27.1%
52주 최고가 159,000원
52주 최저가 108,100원
주요주주
이재용(외14인) 36.3%
케이씨씨(외1인) 10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	28.6	23.8
3M	24.4	19.0
6M	21.3	14.7

주가차트



■ 삼성바이오로직스 인적 분할의 핵심 수혜

- 삼성바이오로직스와 삼성에피스의 실적 성장에 따른 기업 가치 상승의 직접적 수혜
- CDMO와 신약개발 분리를 통해 바이오로직스와 에피스의 경쟁력 제고 수혜

■ 최대 20조원 규모의 자금 확보 여력

- 삼성바이오로직스 인적분할 후 현물 출자, 에피스홀딩스 지분 매각 등의 다양한 수단을 통해 대규모 자금 마련 가능
- 추정 규모는 최대 20조원 내외

■ 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

■ 모멘텀 발생으로 보유자산 대비 현저히 저평가 된 점 부각될 것

- 건설/상사/패션/리조트/식음의 사업가치와 삼성생명 등의 보유자산 대비 현저한 저평가 상태가 부각될 전망
- 국내 주택 사업 확대를 통해 안정적 이익 기반 확보
- SMR에서의 경쟁력 확보도 투자 포인트

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	10.8	10.3
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	6.7	6.6	5.1	6.3	5.7

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

삼성물산 [028260] _바이오/반도체/SMR, 미래 산업의 실소유주

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	20,313	18,978	20,181	19,638	20,957
현금 및 현금성자산	4,200	3,120	3,622	2,602	2,636
매출채권 및 기타채권	7,846	7,283	8,326	8,477	9,185
재고자산	4,109	4,470	5,126	5,327	5,772
기타	4,157	4,105	3,107	3,233	3,364
비유동자산	38,669	47,149	41,809	43,503	45,272
관계기업투자등	22,578	30,379	23,381	24,330	25,318
유형자산	6,401	6,964	8,650	9,161	9,695
무형자산	6,667	6,431	6,187	6,283	6,379
자산총계	58,981	66,127	61,990	63,142	66,229
유동부채	16,413	14,759	14,747	15,039	15,846
매입채무 및 기타채무	6,599	6,707	6,821	6,889	7,465
단기금융부채	3,865	3,158	2,442	2,442	2,442
기타유동부채	5,950	4,894	5,485	5,707	5,939
비유동부채	10,604	11,471	9,985	10,294	10,616
장기금융부채	2,620	2,148	2,251	2,251	2,251
기타비유동부채	7,984	9,323	7,733	8,043	8,365
부채총계	27,017	26,230	24,732	25,333	26,462
자배주주지분	26,681	34,238	31,069	31,619	33,577
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,620	10,696	10,695	10,695	10,695
이익잉여금	10,847	12,662	14,014	15,858	17,816
비자배주주지분(연결)	5,283	5,659	6,190	6,190	6,190
자본총계	31,964	39,897	37,259	37,809	39,767
현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	2,618	2,799	3,307	2,274	3,461
당기순이익(손실)	2,545	2,719	2,772	2,933	3,082
비현금수익비용가감	849	1,232	1,370	-534	791
유형자산감가상각비	627	821	933	1,104	1,168
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	222	411	437	-1,638	-377
영업활동 자산부채변동	-440	-1,063	-727	-125	-413
매출채권 감소(증가)	-1,051	111	-966	-151	-708
재고자산 감소(증가)	-70	-206	-655	-201	-445
매입채무 증가(감소)	-128	-227	-313	69	576
기타자산, 부채변동	809	-740	1,207	158	165
투자활동 현금	-3,196	-2,105	-1,759	-2,868	-3,002
유형자산처분(취득)	-1,067	-1,205	-1,586	-1,616	-1,702
무형자산 감소(증가)	-139	-187	-164	-96	-96
투자자산 감소(증가)	-966	228	580	-1,011	-1,052
기타투자활동	-1,023	-942	-590	-145	-151
재무활동 현금	2,561	-1,818	-1,298	-426	-426
차입금의 증가(감소)	1,504	-1,439	-891	0	0
자본의 증가(감소)	-922	-378	-419	-426	-426
배당금의 지급	724	378	419	426	426
기타재무활동	1,979	-1	12	0	0
현금의 증가	1,946	-1,081	503	-1,020	33
기초현금	2,255	4,200	3,120	3,622	2,602
기말현금	4,200	3,120	3,622	2,602	2,636
NOPLAT	1,930	2,199	2,222	2,281	2,555
FCF	-241	783	1,656	-595	459

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

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	43,162	41,896	42,103	41,784	44,009
매출원가	37,123	35,329	34,996	33,703	35,294
매출총이익	6,039	6,567	7,108	8,080	8,715
판매비 및 관리비	3,511	3,697	4,124	5,017	5,284
영업이익	2,529	2,870	2,983	3,064	3,431
(EBITDA)	3,156	3,691	3,916	4,168	4,599
금융손익	452	604	750	-240	-240
이자비용	188	255	224	240	240
관계기업등 투자손익	143	83	56	0	0
기타영업외손익	211	-8	-67	1,115	948
세전계속사업이익	3,335	3,549	3,722	3,938	4,139
계속사업법인세비용	790	830	950	1,005	1,057
계속사업이익	2,545	2,719	2,772	2,933	3,082
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,545	2,719	2,772	2,933	3,082
자배주주	2,044	2,218	2,230	2,269	2,383
총포괄이익	-2,389	8,379	-2,240	2,933	3,082
매출총이익률 (%)	14.0	15.7	16.9	19.3	19.8
영업이익률 (%)	5.9	6.9	7.1	7.3	7.8
EBITDA마진률 (%)	7.3	8.8	9.3	10.0	10.5
당기순이익률 (%)	5.9	6.5	6.6	7.0	7.0
ROA (%)	3.6	3.5	3.5	3.6	3.7
ROE (%)	7.2	7.3	6.8	7.2	7.3
ROIC (%)	35.2	23.6	19.3	16.6	17.7
주요투자지표	(원,배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	10.4	10.9	9.2	10.8	10.3
P/B	0.8	0.7	0.7	0.9	0.8
P/S	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6
EVEBITDA	6.7	6.6	5.1	6.3	5.7
P/CF	6.3	6.1	5.0	11.3	7.0
배당수익률 (%)	2.0	2.0	2.3	1.7	1.8
성장성 (%)					
매출액	25.3	-2.9	0.5	-0.8	5.3
영업이익	111.4	13.5	3.9	2.7	12.0
세전이익	34.4	6.4	4.9	5.8	5.1
당기순이익	39.1	6.8	1.9	5.8	5.1
EPS	25.3	9.3	5.0	11.5	5.1
안정성 (%)					
부채비율	84.5	65.7	66.4	67.0	66.5
유동비율	123.8	128.6	136.8	130.6	132.3
순차입금/자기자본(x)	-0.9	0.2	-1.2	1.4	1.0
영업이익/금융비용(x)	13.4	11.3	13.3	12.7	14.3
총차입금 (십억원)	6,485	5,306	4,693	4,693	4,693
순차입금 (십억원)	-291	72	-448	511	413
주당지표(원)					
EPS	10,919	11,932	12,523	13,967	14,672
BPS	141,531	182,877	173,324	176,396	187,318
SPS	228,957	223,779	234,883	233,100	245,513
CFPS	18,005	21,103	23,109	13,381	21,610
DPS	2,300	2,550	2,600	2,600	2,700

SK스퀘어 [402340] _본격적인 저평가 해소 구간 진입

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

매수(유지)

목표주가(유지)	130,000원
현재주가(05/28)	108,200원
상승여력	20.1%

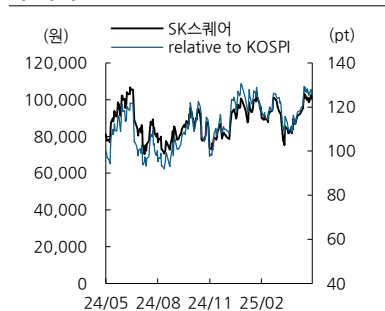
Stock Data

KOSPI	2,670.2pt
시가총액(보통주)	14,341십억원
발행주식수	132,541천주
액면가	100원
자본금	14십억원
60일 평균거래량	286천주
60일 평균거래대금	26,348백만원
외국인 지분율	52.3%
52주 최고가	112,750원
52주 최저가	67,600원
주요주주	
SK(외11인)	32.1%
국민연금공단(외1인)	6.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	24.8	20.0
3M	20.1	14.7
6M	46.2	39.6

주가차트



■ 실적 정상화 + 자회사 턴어라운드 -> 본업 체력 회복

- 1Q25 영업이익 1.7조원 (+410% YoY) 기록, 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 설더스 잔여 매각 대금 4,500억원 보유 (7월 수령 전망)
- SK하이닉스 배당 등 포함할 경우 1.2조원 가용 재원 확보
- 자산주 매입 소각 정책 적극적으로 실시하여 하이닉스와 주가 괴리 축소
- AI 반도체 등 미래 산업 투자 확대 가능성

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	3.7	3.9
PBR(배)	0.3	0.5	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	228.0	-45.7	3.1	1.9	1.6

자료: SK스퀘어, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

SK스퀘어 [402340] _본격적인 저평가 해소 구간 진입

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,865	2,289	3,446	6,626	10,131
현금 및 현금성자산	1,002	1,271	2,927	6,093	8,647
매출채권 및 기타채권	1,099	590	165	166	1,027
재고자산	117	113	27	27	103
기타	648	314	327	340	354
비유동자산	19,296	15,681	16,455	17,226	17,482
관계기업투자등	15,568	14,294	14,875	15,479	16,107
유형자산	887	243	375	480	63
무형자산	2,626	513	549	584	600
자산총계	22,161	17,970	19,901	23,851	27,613
유동부채	1,820	1,381	694	697	703
매입채무 및 기타채무	1,619	932	243	244	246
단기금융부채	131	385	385	385	385
기타유동부채	69	64	66	69	72
비유동부채	3,178	773	788	805	822
장기금융부채	2,282	239	239	239	239
기타비유동부채	896	534	550	566	583
부채총계	4,997	2,153	1,483	1,502	1,524
자배주주지분	16,820	15,202	17,804	21,734	25,474
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	759	320	2,922	6,853	10,593
비자배주주지분(연결)	344	615	615	615	615
자본총계	17,163	15,817	18,419	22,349	26,089
현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	342	266	11,999	15,579	15,235
당기순이익(손실)	256	-1,315	2,669	4,032	3,836
비현금수익비용가감	11	1,362	9,514	11,554	12,340
유형자산감가상각비	375	143	88	119	43
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-364	1,219	9,426	11,435	12,297
영업활동 자산부채변동	-205	63	-184	-6	-941
매출채권 감소(증가)	-32	316	425	0	-862
재고자산 감소(증가)	-84	-18	86	0	-76
매입채무 증가(감소)	46	-179	-689	0	2
기타자산, 부채변동	-135	-56	-6	-6	-6
투자활동 현금	-58	284	-10,343	-12,413	-12,680
유형자산처분(취득)	-321	-228	-220	-223	373
무형자산 감소(증가)	-50	-20	-35	-35	-17
투자자산 감소(증가)	379	230	-10,062	-12,128	-13,009
기타투자활동	-65	302	-26	-27	-28
재무활동 현금	69	-281	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-139	-50	0	0	0
자본의 증가(감소)	-8	-304	0	0	0
배당금의 지급	8	38	0	0	0
기타재무활동	216	72	0	0	0
현금의 증가	359	269	1,656	3,166	2,554
기초현금	642	1,002	1,271	2,927	6,093
기말현금	1,002	1,271	2,927	6,093	8,647
NOPLAT	-332	-208	2,542	3,932	3,388
FCF	4	394	1,656	3,166	2,554

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

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,371	2,277	2,111	2,142	2,163
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,371	2,277	2,111	2,142	2,163
판매비 및 관리비	2,719	2,564	-753	-2,289	-1,654
영업이익	-349	-287	2,864	4,431	3,817
(EBITDA)	26	-144	2,952	4,549	3,860
금융손익	21	50	-18	-18	61
이자비용	5	8	18	18	18
관계기업등 투자손익	382	-2,087	-9,477	-11,520	-12,376
기타영업외손익	-13	-274	9,638	11,650	12,820
세전계속사업이익	41	-2,598	3,007	4,543	4,322
계속사업법인세비용	2	-292	338	511	486
계속사업이익	39	-2,305	2,669	4,032	3,836
중단사업이익	217	990	0	0	0
당기순이익	256	-1,315	2,669	4,032	3,836
자배주주	260	-1,287	2,602	3,931	3,740
총포괄이익	-103	-1,226	2,669	4,032	3,836
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-14.7	-12.6	135.7	206.9	176.5
EBITDA마진률(%)	1.1	-6.3	139.8	212.4	178.5
당기순이익률(%)	10.8	-57.8	126.4	188.3	177.3
ROA(%)	1.2	-6.4	13.7	18.0	14.5
ROE(%)	1.6	-8.0	15.8	19.9	15.8
ROIC(%)	-14.8	-11.8	267.0	324.6	216.4
주요투자지표	(원,배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표(%)					
P/E	18.3	-5.7	4.3	3.7	3.9
P/B	0.3	0.5	0.6	0.7	0.6
P/S	2.0	3.2	5.4	7.0	7.0
EV/EBITDA	228.0	-45.7	3.1	1.9	1.6
P/CF	17.8	154.5	0.9	1.0	0.9
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성(%)					
매출액	106.8	-4.0	-7.3	1.4	1.0
영업이익	적전	적지	흑전	54.7	-13.8
세전이익	-88.8	적전	흑전	51.1	-4.9
당기순이익	-29.5	적전	흑전	51.1	-4.9
EPS	-30.8	적전	흑전	51.1	-4.9
안정성(%)					
부채비율	29.1	13.6	8.1	6.7	5.8
유동비율	157.4	165.8	496.2	950.0	1,441.7
순차입금/자기자본(%)	6.8	-4.7	-13.1	-25.0	-31.2
영업이익/금융비용(%)	-74.7	-34.7	163.1	252.2	217.3
총차입금(십억원)	2,413	624	624	624	624
순차입금(십억원)	1,173	-751	-2,411	-5,581	-8,140
주당지표(원)					
EPS	1,836	-9,261	19,216	29,027	27,617
BPS	118,893	109,381	128,103	156,384	183,291
SPS	16,757	16,380	15,192	15,409	15,563
CFPS	1,886	340	87,657	112,142	116,390
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

SK [034730] _자산 재정비 마무리 국면

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

매수(유지)

목표주가(유지) 220,000원
현재주가(05/28) 156,200원
상승여력 40.8%

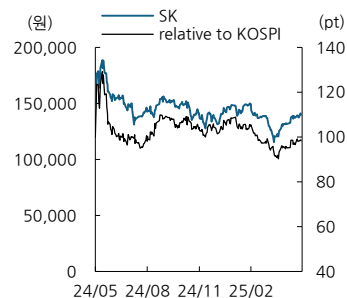
Stock Data

KOSPI 2,670.2pt
시가총액(보통주) 11,325십억원
발행주식수 72,503천주
액면가 200원
자본금 16십억원
60일 평균거래량 126천주
60일 평균거래대금 16,870백만원
외국인 지분율 23.5%
52주 최고가 195,700원
52주 최저가 114,800원
주요주주
최태원(외34인) 25.5%
자사주(외1인) 24.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	18.9	14.1
3M	8.6	3.2
6M	10.6	4.0

주가차트



■ 자산 매각 및 실적 개선 → 순차입금 축소 기대

- 24년 스페셜티 매각 대금 2.7조원 25년 하반기 유입 예정
- 실트론 매각 진행 중 → 70% 지분 3조원
- 순차입금 24년 60조원대에서 점진적 축소 중

■ NAV 대비 높은 할인율, 자산 가치 재평가 여지 확대

- 팜데코, 비만치료제 생산 수주 가치 평가가 주가에 미반영
- 그 외 실트론, 에코플랜트 히든 밸류 점차 부각 전망

■ 주주환원 강화 추세

- ROE 10% 이상, 지속적인 배당 및 자사주 소각
- PBR 1배 지향 등 사측의 적극적인 노력에 대한 시장 재평가 기대
- 순차입금 축소 + 자산 매각 + ROE 정상화에 따른 구조적 기업가치 제고 기반 마련

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	132,079	128,798	124,690	122,830	126,824
영업이익	8,161	4,137	2,063	4,092	5,599
영업이익률(%)	6.2	3.2	1.7	3.3	4.4
세전이익	5,900	-854	1,097	5,213	4,942
지배주주지분순이익	1,099	-777	-1,293	3,211	1,231
EPS(원)	14,779	-10,651	-17,884	58,825	22,506
증감률(%)	-44.1	적전	적지	흑전	-61.7
ROE(%)	5.1	-3.7	-5.6	12.6	4.7
PER(배)	12.8	-16.7	-7.4	2.7	6.9
PBR(배)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.1	5.6	6.9	6.3	6.0

자료: SK, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

SK [034730] _자산 재정비 마무리 국면

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	64,994	64,835	67,463	62,373	55,718
현금 및 현금성자산	21,394	22,684	24,647	19,171	11,098
매출채권 및 기타채권	18,011	17,057	16,776	17,565	18,091
재고자산	15,552	15,007	13,638	13,861	14,275
기타	10,036	10,087	12,402	11,776	12,254
비유동자산	129,512	142,136	147,515	155,085	164,006
관계기업투자등	35,408	34,082	37,832	40,496	42,140
유형자산	59,922	73,494	80,364	86,325	94,342
무형자산	20,185	18,587	15,905	13,147	14,449
자산총계	194,506	206,970	214,978	217,458	219,725
유동부채	63,053	65,353	71,533	70,755	71,855
매입채무 및 기타채무	28,079	29,144	29,892	30,040	30,938
단기금융부채	30,384	32,051	36,694	35,749	35,749
기타유동부채	4,591	4,158	4,946	4,966	5,168
비유동부채	59,644	63,738	63,157	67,873	68,194
장기금융부채	50,795	54,286	54,339	59,246	59,246
기타비유동부채	8,849	9,452	8,818	8,627	8,948
부채총계	122,697	129,091	134,690	138,628	140,049
자배주주지분	21,596	20,727	25,115	26,007	26,852
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,411	8,985	13,198	13,105	13,105
이익잉여금	14,919	13,668	11,882	14,815	15,661
비자배주주지분(연결)	50,213	57,152	55,173	52,823	52,823
자본총계	71,809	77,879	80,288	78,830	79,675
현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7,678	11,354	8,110	6,617	10,979
당기순이익(손실)	3,966	-406	529	6,340	3,805
비현금수익비용가감	13,726	14,489	11,053	5,390	7,306
유형자산감가상각비	7,049	7,232	6,531	7,176	7,924
무형자산상각비	1,735	1,756	1,853	1,768	1,635
기타현금수익비용	4,942	5,501	2,669	-8,746	-2,253
영업활동 자산부채변동	-6,422	1,383	737	-4,133	-132
매출채권 감소(증가)	-3,880	1,240	1,570	1,991	-526
재고자산 감소(증가)	-5,509	881	1,466	-310	-415
매입채무 증가(감소)	3,817	549	-1,954	-5,721	899
기타자산, 부채변동	-851	-1,287	-344	-93	-90
투자활동 현금	-14,959	-21,628	-12,158	-13,684	-18,667
유형자산처분(취득)	-12,642	-18,719	-15,265	-14,614	-15,942
무형자산 감소(증가)	-582	-480	-17	-308	-334
투자자산 감소(증가)	916	-495	924	-1,859	-1,830
기타투자활동	-2,651	-1,934	2,200	3,098	-561
재무활동 현금	16,013	11,524	5,085	1,618	-386
차입금의 증가(감소)	14,528	4,845	5,812	4,806	0
자본의 증가(감소)	-1,708	-1,674	-1,815	-386	-386
배당금의 지급	1,708	1,674	1,815	386	386
기타재무활동	3,194	8,353	1,087	-2,802	0
현금의 증가	9,076	1,290	1,963	-5,476	-8,073
기초현금	12,318	21,394	22,684	24,647	19,171
기말현금	21,394	22,684	24,647	19,171	11,098
NOPLAT	4,875	2,999	656	3,512	4,311
FCF	-3,690	-6,162	161	-6,088	-7,688

자료: SK, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	132,079	128,798	124,690	122,830	126,824
매출원가	116,436	116,610	113,999	110,624	112,847
매출총이익	15,644	12,189	10,692	12,206	13,977
판매비 및 관리비	7,482	8,052	8,629	8,114	8,378
영업이익	8,161	4,137	2,063	4,092	5,599
(EBITDA)	16,945	13,125	10,447	13,036	15,158
금융손익	-1,902	-2,296	-3,145	-3,220	-3,560
이자비용	2,045	3,088	3,693	3,541	3,560
관계기업등 투자손익	214	-2,615	4,246	2,250	0
기타영업외손익	-573	-80	-2,067	2,091	2,902
세전계속사업이익	5,900	-854	1,097	5,213	4,942
계속사업법인세비용	2,376	571	748	739	1,137
계속사업이익	3,524	-1,424	349	4,474	3,805
중단사업이익	442	1,018	180	1,866	0
당기순이익	3,966	-406	529	6,340	3,805
자배주주	1,099	-777	-1,293	3,211	1,231
총포괄이익	3,504	-648	2,478	6,340	3,805
매출총이익률(%)	11.8	9.5	8.6	9.9	11.0
영업이익률(%)	6.2	3.2	1.7	3.3	4.4
EBITDA마진률(%)	12.8	10.2	8.4	10.6	12.0
당기순이익률(%)	3.0	-0.3	0.4	5.2	3.0
ROA(%)	0.6	-0.4	-0.6	1.5	0.6
ROE(%)	5.1	-3.7	-5.6	12.6	4.7
ROIC(%)	5.8	3.1	0.6	3.3	3.8
주요투자지표	(원,배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표(₩)					
P/E	12.8	-16.7	-7.4	2.7	6.9
P/B	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EVEBITDA	4.1	5.6	6.9	6.3	6.0
P/CF	0.8	0.9	0.8	1.0	1.0
배당수익률(%)	2.6	2.8	5.3	4.5	4.5
성장성(%)					
매출액	35.9	-2.5	-3.2	-1.5	3.3
영업이익	67.9	-49.3	-50.1	98.4	36.8
세전이익	-1.4	적전	흑전	375.4	-5.2
당기순이익	-30.5	적전	흑전	1,098.9	-40.0
EPS	-44.1	적전	적지	흑전	-61.7
안정성(%)					
부채비율	170.9	165.8	167.8	175.9	175.8
유동비율	103.1	99.2	94.3	88.2	77.5
순차입금/자본(₩)	77.2	77.2	77.3	90.4	99.3
영업이익/금융비용(₩)	4.0	1.3	0.6	1.2	1.6
총차입금(십억원)	81,179	86,338	91,034	94,996	94,996
순차입금(십억원)	55,457	60,151	62,029	71,241	79,128
주당지표(원)					
EPS	14,779	-10,651	-17,884	58,825	22,506
BPS	289,037	280,985	343,711	355,921	367,491
SPS	1,767,765	1,746,077	1,706,479	1,681,017	1,735,678
CFPS	236,788	190,919	158,505	160,524	152,064
DPS	5,000	5,000	7,000	7,000	7,000

한솔홀딩스[004150] _턴어라운드 본격화

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

매수(유지)

목표주가(유지) 3,600원
현재주가(05/28) 2,610원
상승여력 37.9%

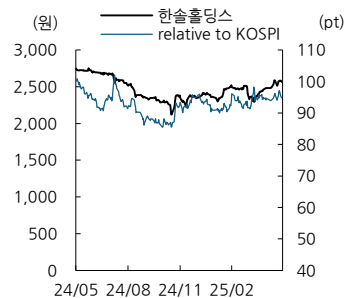
Stock Data

KOSPI 2,670.2pt
시가총액(보통주) 107십억원
발행주식수 41,027천주
액면가 1,000원
자본금 42십억원
60일 평균거래량 39천주
60일 평균거래대금 97백만원
외국인 지분율 6.1%
52주 최고가 2,760원
52주 최저가 2,030원
주요주주
조동길(외5인) 34.3%
김진만(외1인) 0.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.5	0.7
3M	4.6	-0.8
6M	9.7	3.1

주가차트



■ 연결 실적 턴어라운드 본격화

- 1Q25 연결 매출 2,766억원 (+165% YoY), 영업이익 83억원 (흑자전환)
- > 한솔 로지스틱스 연결 편입과 주요 자회사 수익성 개선 영향
- 별도 기준 매출 111억원 (+18% YoY), 영업이익 78억원 (+32% YoY)
- > 배당 수익 증가 및 비용 절감 효과

■ NAV 기준 70% 이상 저평가 상태

- 주당 NAV 8,316원 / 현재 주가 2,330원으로 할인율 72%
- 한솔제지를 필두로 핵심 계열사 실적 정상화 -> NAV 리레이팅 가능

■ 포트폴리오 재편 + 지배력 강화 드라이브

- 한솔 PNS, 로지스틱스 지분 공개 매수 추진 -> 완전 자회사 + 효율성 제고
- 자회사 전반적으로 실적 개선 흐름
- IT/물류/반도체 중심의 사업 포트폴리오 성장 동력 내재

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	467	443	792	465	471
영업이익	19	4	7	12	15
영업이익률(%)	4.1	0.9	0.9	2.6	3.2
세전이익	58	4	2	19	20
지배주주지분순이익	48	7	2	24	26
EPS(원)	1,144	177	49	590	634
증감률(%)	122.6	-84.5	-72.1	1,097.0	7.4
ROE(%)	8.8	1.3	0.4	4.2	4.3
PER(배)	2.9	16.2	47.7	4.4	4.1
PBR(배)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	2.3	3.0	2.2	-1.5	-3.5

자료: 한솔홀딩스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

한솔홀딩스[004150] _턴어라운드 본격화

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	201	205	351	353	425
현금 및 현금성자산	90	49	47	167	238
매출채권 및 기타채권	85	84	192	81	82
재고자산	18	19	18	11	11
기타	8	54	94	94	94
비유동자산	522	515	582	518	470
관계기업투자등	404	403	381	362	308
유형자산	65	63	80	65	53
무형자산	18	14	35	40	57
자산총계	723	720	933	870	895
유동부채	111	114	219	137	138
매입채무 및 기타채무	85	88	153	71	72
단기금융부채	15	14	50	50	50
기타유동부채	11	12	16	16	16
비유동부채	15	12	41	41	41
장기금융부채	11	9	31	31	31
기타비유동부채	4	3	9	9	10
부채총계	126	126	260	178	179
자배주주지분	568	568	569	588	611
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	63	63	63	63	63
이익잉여금	461	461	455	475	498
비자배주주지분(연결)	29	26	105	105	105
자본총계	597	594	673	693	716

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	43	22	35	119	46
당기순이익(손실)	49	5	2	19	20
비현금수익비용가감	-17	16	35	64	26
유형자산감가상각비	8	9	17	20	16
무형자산상각비	1	1	2	3	4
기타현금수익비용	-27	5	15	41	5
영업활동 자산부채변동	11	-4	-3	36	0
매출채권 감소(증가)	-2	-2	23	111	-1
재고자산 감소(증가)	-5	-1	1	7	0
매입채무 증가(감소)	23	3	-10	-82	1
기타자산 부채변동	-4	-4	-17	0	0
투자활동 현금	18	-52	-7	6	28
유형자산처분(취득)	-3	-4	-7	-5	-5
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-3	-8	-21
투자자산 감소(증가)	22	-46	-10	19	54
기타투자활동	1	0	13	0	0
재무활동 현금	-11	-11	-30	-5	-3
차입금의 증가(감소)	-6	-5	-23	0	0
자본의 증가(감소)	-5	-5	-7	-5	-3
배당금의 지급	5	5	4	5	3
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	50	-41	-2	120	71
기초현금	40	90	49	47	167
기말현금	90	49	47	167	238
NOPLAT	16	3	5	9	11
FCF	61	-35	26	125	74

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

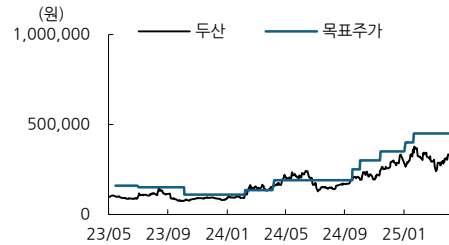
손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	467	443	792	465	471
매출원가	407	390	729	421	423
매출총이익	60	53	63	44	48
판매비 및 관리비	41	49	55	32	33
영업이익	19	4	7	12	15
(EBITDA)	29	15	27	35	36
금융손익	1	2	0	-4	-4
이자비용	1	1	3	4	4
관계기업등 투자손익	37	6	-17	0	0
기타영업외손익	0	-7	12	11	9
세전계속사업이익	58	4	2	19	20
계속사업법인세비용	9	-1	1	0	0
계속사업이익	49	5	2	19	20
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	5	2	19	20
자배주주	48	7	2	24	26
총포괄이익	51	9	8	19	20
매출총이익률 (%)	12.8	11.9	7.9	9.5	10.2
영업이익률 (%)	4.1	0.9	0.9	2.6	3.2
EBITDA마진률 (%)	6.1	3.3	3.4	7.5	7.6
당기순이익률 (%)	10.5	1.1	0.2	4.1	4.3
ROA (%)	7.0	1.0	0.2	2.7	2.9
ROE (%)	8.8	1.3	0.4	4.2	4.3
ROIC (%)	12.3	2.5	2.9	4.1	6.3

주요투자지표	(원,배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	2.9	16.2	47.7	4.4	4.1
P/B	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
P/S	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
EVEBITDA	2.3	3.0	2.2	-1.5	-3.5
P/CF	4.3	5.8	2.7	1.3	2.3
배당수익률 (%)	3.7	3.5	5.1	2.7	3.1
성장성 (%)					
매출액	13.0	-5.2	78.6	-41.2	1.3
영업이익	3.9	-79.1	87.1	59.1	26.0
세전이익	96.8	-93.0	-45.3	758.9	7.4
당기순이익	107.3	-89.7	-68.5	1,097.0	7.4
EPS	122.6	-84.5	-72.1	1,097.0	7.4
안정성 (%)					
부채비율	21.1	21.2	38.6	25.7	25.0
유동비율	181.6	180.1	160.2	257.3	308.1
순차입금/자기자본(x)	-11.8	-13.0	-6.0	-23.1	-32.3
영업이익/금융비용(x)	16.7	2.7	2.3	3.2	4.1
총차입금 (십억원)	26	23	81	81	81
순차입금 (십억원)	-71	-78	-40	-160	-231
주당지표(원)					
EPS	1,144	177	49	590	634
BPS	13,522	13,520	13,865	14,335	14,901
SPS	11,122	10,549	19,296	11,339	11,485
CFPS	753	497	881	2,017	1,122
DPS	120	100	120	70	80

투자의견 및 목표주가 변동추이

두산 (000150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

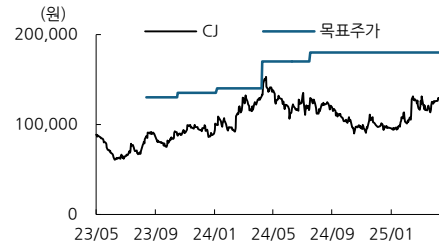
제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-06-13	매수	160,000	-43.2	-36.9
2023-07-31	매수	150,000	-31.1	-0.6
2023-08-01	매수	150,000	-31.1	-0.6
2023-11-03	매수	110,000	-19.4	-1.9
2024-03-08	매수	135,000	5.3	21.5
2024-05-07	매수	190,000	-4.8	27.1
2024-05-08	매수	190,000	-4.7	27.1
2024-07-30	매수	190,000	-18.0	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	-26.8	5.3
2025-02-26	매수	450,000	-27.3	5.3
2025-05-29	매수	580,000		



투자의견 및 목표주가 변동추이

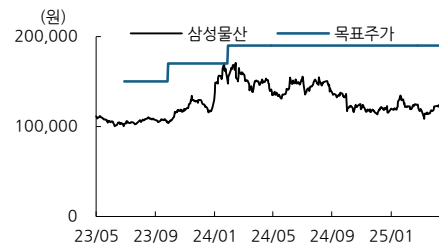
CJ (001040) 투자의견 및 목표주가 변동추이

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	-38.8	-25.6
2024-12-18	매수	180,000	-38.0	-25.6
2025-01-16	매수	180,000	-36.8	-25.6
2025-03-17	매수	180,000	-31.5	-25.6
2025-05-29	매수	180,000		



삼성물산 (028260) 투자의견 및 목표주가 변동추이

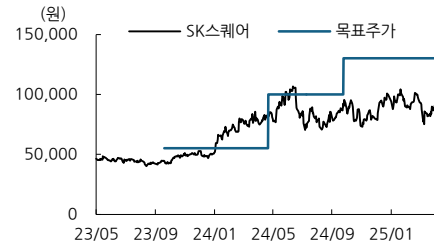
제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-27	매수	150,000	-29.3	-26.7
2023-10-19	매수	150,000	-29.3	-28.2
2023-10-26	매수	170,000	-25.2	0.2
2023-11-27	매수	170,000	-22.1	0.2
2024-02-01	매수	170,000	-8.0	0.2
2024-02-05	매수	170,000	-7.3	0.2
2024-02-27	매수	190,000	-27.5	-10.1
2024-04-25	매수	190,000	-30.7	-18.3
2024-10-31	매수	190,000	-36.2	-20.0
2025-05-02	매수	190,000	-31.6	-20.0
2025-05-29	매수	190,000		



투자의견 및 목표주가 변동추이

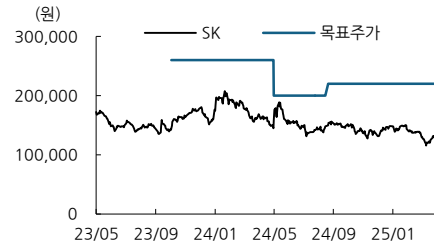
SK스퀘어 (402340) 투자의견 및 목표주가 변동추이

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	-30.9	-19.8
2025-05-29	매수	130,000		



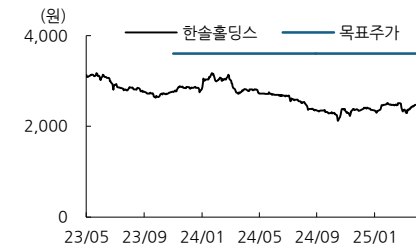
SK (034730) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-01	매수	260,000	-34.0	-20.2
2024-05-30	매수	200,000	-23.8	-5.7
2024-08-16	매수	200,000	-28.8	-26.1
2024-09-19	매수	220,000	-36.2	-29.0
2024-10-10	매수	220,000	-36.6	-30.4
2024-10-11	매수	220,000	-36.7	-30.4
2025-05-29	매수	220,000		



한솔홀딩스 (004150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-30	담당자변경			
2023-11-30	매수	3,600	-25.0	-11.8
2024-05-21	매수	3,600	-31.3	-21.8
2024-11-27	매수	3,600	-32.8	-28.2
2025-05-29	매수	3,600		



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 2025.03.31
	매수	중립	매도
	97.4%	1.9%	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.