SK INDUSTRY Analysis

SK securities

Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

지주회사

2016-08-17

기활법(원샷법) 사용설명서

기업활력제고를 위한 특별법(기활법. 원샷법)이 시행되었다. 적용 가능산업에 대해 정확히 예측하기 어려우나 기업단위로 기준을 적용해 보면 대기업을 비롯하여 30% 이상 기업이 기활법 적용 대상이 될 전망이다. 사업재편 과정에서 각종 특례를 적용받을 수 있어 각 기업의 활용방안에 대한 고민이 지속되고 있다. 특히 지주회사는 기활법 활용으로 재무구조개선, 규모의 경제 달성 등 긍정적 효과를 기대해 볼 수 있다.

기활법 시행

기업활력제고를 위한 특별법(기활법)이 8 월 13 일 시행되었다. 기활법은 정부 지원 하에서 기업의 자발적, 선제적 사업구조 개편을 통해 국가경쟁력을 강화하기 위한 목적으로 시행되었다. 3 년 일몰 특별법이며 기업이 직접 공급과잉을 증명해야 하고 승인 시 각종 특례를 적용받아 사업구조 개편이 용이해지게 된다. 앞서 실시된 일본에서는 다수의 성공사례가 발생하였으며 국내 다수의 기업에서 높은 관심을 보이고 있는 것으로 알려졌다

기활법 적용으로 사업구조개편 가속화 전망

기활법 상 공급과잉업종을 예측하기는 어렵다. 하지만 영업이익률 기준(최근 3 년 영업이익률이 과거 10 년간 영업이익률 대비 15%이상 감소한 경우)을 기업에 적용해 보면 국내 상장사 중 34.7%가 기준에 해당한다. 또한 코스피 200 내에서도 90 종목이 해당되어 대형업체도 다수가 기활법의 특례를 적용 받을 수 있을 전망이다. 기활법 상 승인기업은 합병, 분할 등의 일정단축과 소규모합병 등의 요건 완화를 적용받게 된다. 또한 지주회사 관련 규제도 완화되어 지주회사 전환 촉진을 예상한다. 특히 지주회사 체제에서는 책임경영을 통한 과감한 사업구조개편이 가능하다는 장점을 보유하고 있다.

기활법 활성화 시 지주회사에 긍정적

기활법 적용은 지주회사 관점에서 긍정적이라 판단한다. 경쟁력이 낮은 사업부 정리를 통해 재무구조 개선을 기대할 수 있고 M&A 를 통한 규모의 경제 달성이 가능하기 때문이다. 이는 거시적으로 국가경쟁력 제고에 기여할 수 있을 전망이다.

기업의 긍정적 검토 이어질 전망

현 시점에서 어떤 기업이 어떤 방식으로 기활법을 활용하게 될지 예측하기는 어려우나 기업의 긍정적 검토가 이어질 전망이다. 자회사와의 시너지 측면에서 성공적인 M&A 경험을 보유한 SK, 성장을 지향하는 정책을 펼치고 있는 CJ, 선택과 집중에 대해 고민하고 있는 LG 등 국내 대기업 차원에서의 기활법 활용 방안에 대한 검토가 이어질 것으로 예상한다.

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

Contents

1. 제정이유 및 총칙, 승인절차 3

2. 사업재편에 대한 지원 14

(1) 「상법」 및 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 등에 대한 특례 14

(2) 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 대한 특례 19

(3) 세제 및 자금지원 22

3. 결론 24

Appendix1: 영업이익률 기준 공급과잉 대기업집단 리스트 25

Appendix2: 영업이익률 기준 공급과잉 업체 리스트 29

개별기업분석 36

SK

LG

CJ

한화

LS

한진칼

Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 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 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 16 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%

1. '기활법' 제정이유 및 총칙, 승인절차

기활법 8 월 13 일 시행

사업재편심의위원 구성 및 사업재편실시지침 확정 예정

기업활력 제고를 위한 특별법(일명 원샷법. 이하 기활법)이 8 월 13 일부터 시행되었다. 기활법은 활력이 저하되고 있는 국내산업에 경쟁력을 높이고 기업의 활력을 제고하기 위하여 제정되었다. 특히 기업의 자발적이고 선제적인 사업재편 활동을 촉진하기 위한 것임에 주목할 필요가 있다. 산업통상자원부는 기활법 시행에 맞춰 지원 업무를 담당할 전담기관을 지정하고, 사업재편심의위원회를 구성해 사업재편실시지침을 확정할 예정이다. 사업재편실시지침에는 사업재편계획에 포함되어야 할 세부사항, 과잉공급 여부의 판단기준 등 사업재편계획의 심의 및 승인을 위한 세부기준, 사업재편의 실시에 필요한 절차 등이 포함된다.

<기업 활력 제고를 위한 특별법 제정이유>

한국경제는 신흥국의 급속한 추격에 따른 주력산업의 수출 부진, 기업의 영업 실적 악화, 투자활동 위축 등으로 경제의 활력이 저하되고 중장기 경쟁력마저 약화될 조짐을 보이고 있음.
중소·중견기업들은 과다경쟁과 영세화 등으로 경영난이 심화되고 성장세가 정체되고 있는 상황이며, 우리 경제를 이끌어 갈 새로운 글로벌 전문기업의 탄생도 지연되고 있는 실정임.
산업 차원에서도 철강, 자동차 등 기존 주력산업은 30 년 이상 고령화된 상태이며, 새로운 산업이 태동해 주력산업으로 성장하지 못하는 정체상태가 지속되고 있음
이러한 경제상황을 극복하고 새로운 기회요인을 극대화하여 우리 경제의 대도약의 전기를 열어 나가기 위해서는 산업의 경쟁력을 높이고 기업의 활력을 제고하기 위한 조치가 필요함.
이에 기업의 자발적이고 선제적인 사업재편활동을 촉진하기 위하여 상법상 조직재편활동에 대한 절차 간소화 특례, 지주회사 규제에 대한 유예기간 연장 등의 특례를 인정하고, 사업의 혁신활동을 지원하기 위하여 세제·금융, 연구개발 활동, 중소·중견기업의 사업혁신 및 고용안정을 지원할 수 있는 근거규정을 마련하려는 것임

정부의 구조조정은 3 가지 트랙으로 진행될 예정

1. 경기민감업종(조선, 해운)
2. 신용등급 C,D(32 개 업체)
3. 공급과잉업종(철강, 석유화학 등)

지난 4 월 정부는 한국 경제의 구조조정을 3 가지 방향에서 추진하겠다고 밝힌 바 있다. 기업의 구조조정은 기업의 상황에 따라 3 가지 트랙으로 구조조정을 추진할 예정이다. 1 트랙은 경기민감업종(조선, 해운, 철강, 석유화학, 건설이 지난해 5 대 경기민감업종으로 지정되었으나 철강, 석유화학, 건설은 제외)에 대한 구조조정으로 정부 내 협의체를 통해 구조조정의 기본방향을 제시하고 이를 기초로 채권단이 개별 기업의 구조조정을 추진하는 것이다. 2 트랙은 상시적 구조조정으로 기업구조조정 촉진법(이하 기촉법)에 따라 개별기업에 대해 채권단의 신용위험평가 결과를 바탕(신용등급 C, D 에 해당)으로 경영정상화 또는 신속한 정리를 추진하는 방식이다. 3 트랙은 공급과잉업종(철강, 석유화학 등)에 대한 구조조정으로 기활법에 따라 개별기업 혹은 해당산업이 자발적으로 인수, 합병 등 구조조정 계획을 수립하면 정부가 이를 지원하는 방식이다

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

기업구조조정 추진현황

구조조정 종류	추진현황
Track1: 경기민감업종 구조조정 현황	· 해운: 용선주, 사채권자, 채권단 등 이해관계자간 공평한 손실 분담 원칙 아래에서 정상화 방안 추진중 - 현대상선: 용선료 조정, 사채권자 채무조정, 채권단 출자전환 등 채무재조정에 성공 - 한진해운: 채무재조정 외 선박금융 협상 추진 중. 정상화 과정에서 부족자금 자체 해결 권고. 정상화 실패 시 원칙처리 · 조선: 주채권은행이 해당 조선사 스스로의 강도높은 구조조정 및 자구회생 계획을 받아 그 이행을 주기적으로 점검 - 대우조선, 현대중공업, 삼성중공업 등 대형 3사는 10.3조원의 대규모 자구계획 이행 중
Track 2: 상시적 구조조정	· 주채무계열 리스크 요인이 있는 계열 및 기업체와 신속하게 재무구조개선약정 등을 체결하여 사전적 구조조정 유도 · 개별대기업 정기 수시 신용위험평가로 부실징후 기업을 선별 관리하고 부실화 가능성이 있는 기업에 대한 사전적 관리도 강화
Track 3: 공급과잉업종의 산업 경쟁력	· 철강, 유화, 조선산업 전반의 공급과잉 여부 산업차원의 구조조정 추진방향 등에 대해 각 협회 주도로 컨설팅 진행중 · 컨설팅 결과에 기초하여 기업활력제고법 일 시행 을 활용한 업계 자율의 설비감축 업종전환 등을 추진 예정

자료: SK 증권, 금융위

상시적 구조조정 대상 32 개사 선정

이와 관련 지난 8 월 7 일 금융감독원은 '2016 년 대기업 신용위험 정기평가 결과'를 통해 32 개사(C 등급 13 개사, D 등급 19 개사)를 새롭게 구조조정(Track2 상시적 구조조정 대상) 대상으로 선정한 바 있다(구체적 명단은 2010 년부터 비공개 원칙). 지난해 말 수시평가 결과 19 개사를 선정한 이후 추가적으로 32 개사를 지정한 것이다. 올해부터는 신용공여 500 억원 미만의 중소기업도 기촉법의 적용대상이 되어 2016 년 9 월부터 중소기업에 대한 정기 신용위험평가를 실시(11 월말 완료 예정) 중에 있다.

기촉법상 특례 조항

기촉법은 채권금융기관이 이 법에 따른 기업구조조정을 위하여 채권을 출자전환하거나 협의회 의결에 따라 채무조정을 하는 경우 은행의 타 회사 의결권 있는 지분의 15/100 초과 보유 금지, 보험사의 일반계정 7/100, 특별계정 10/100 을 초과하여 타 법인의 채권의 주식소유 금지, 집합투자기구 자산 총액의 10/100 초과하여 동일종목 증권 투자 금지, 금융지주회사 자회사의 타회사 지배 금지 등에 대한 특례를 적용받게 된다.

구조조정대상 업체 추이

(단위: 개, 조원)

		13년	14년	15년(정기)	15년(수시)	16년
평가대상	기본평가	1802	1891	1912	1896	1973
	세부평가	584	601	572	368	602
평가결과	구조조정대상	40	34	35	19	32
	C등급	27	11	16	11	13
	D등급	13	23	19	8	19
	자산규모	5.9	4	10.6	7.5	24.4
	신용공여	4.1	3.5	7.1	12.5	19.5

자료: 금융감독위원회

업종별 구조조정대상 업체 현황

(단위: 개)

구	분	조선	건설	전자	해운	철강	석유화학	기타	계
16년	구조조정대상	6	6	5	3	1	1	10	32
	C등급	1	3	0	2	1	0	6	13
	D등급	5	3	5	1	0	1	4	19
구	분	조선	건설	전자	해운	철강	도소매	기타	계
15년 정기	구조조정대상	2	13	7	2	8	1	2	35
	C등급	1	2	5	0	5	1	2	16
	D등급	1	11	2	2	3	0	0	19

자료: 금융감독위원회

기촉법과 기활법의 차이
: 기활법이 자발성 더욱 강조

기촉법과 기활법은 원칙적으로 기업의 부실에 대해 선제적(사전적)으로 대응한다는 공통점이 있다. 하지만 선정방법에 있어 차이가 있는데 기촉법 대상은 정부가 규정하는 반면 기활법에서는 기업 스스로가 입증할 필요가 있다. 또한 기촉법상 구조조정 대상이 된 경우 C 등급은 3 개월 내 워크아웃신청을, D 등급은 즉시 법정관리에 들어가며 C 등급 기업이 정당한 이유없이 워크아웃을 신청하지 않으면 주채권은행이 여신회수, 한도축소 등의 조치를 취할 수 있다. 반면 기활법은 ①기업이 자신의 제품이 어느 업종에 속하고 ② 그 업종이 공급과잉에 속하는지를 주무부처에 입증하는 구조로 자발성이 더욱 강조된 것이라 할 수 있다.

산업구분은 표준산업분류 준용

기활법 상 공급과잉상태의 판단은 통계법 제 22 조에 따라 고시하는 표준산업분류(4 단위 또는 그 보다 상세한 단위)를 기준으로 판단하게 되어 있다. 표준산업분류 상 4 단위를 적용하면 세분류가 적용되는데 국내 총 산업은 총 487 개에 이른다. 표준산업분류에 따라 국내 업체는 자신의 제품이 어느 업종에 속하고 그 업종이 공급과잉인지 여부를 입증해야 한다.

Analyst **최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

<공급과잉업종 기준>

과잉공급의 징후들이 다양한 점을 고려하여 아래 **1~3 조건**을 **모두 만족 시 과잉공급**으로 인정

1. 해당 업종의 최근 3 년간 매출액 영업이익률 평균이 과거 10 년간 매출액 영업이익률 평균보다 15% 이상 감소한 상태
2. 아래 5 가지 보조지표 기준 중 2 개 이상 충족되는 상태
   ① 가동률: 해당 업종의 과거 10 년 평균값에 비해 과거 3 년 평균값이 악화된 정도가 제조업 전체의 악화 정도보다 더 큰 상태
   ② 재고율: 해당 업종의 과거 10 년 평균값에 비해 과거 3 년 평균값이 악화된 정도가 제조업 전체의 악화 정도보다 더 큰 상태
   ③ 고용대비 서비스생산지수(서비스업생산지수/고용지수) : 해당업종의 과거 10 년 평균값에 비해 과거 3 년 평균값이 악화된 정도가 서비스업 전체의 악화 정도보다 더 큰 상태
   ④ 가격, 비용변화율: 해당 업종 내 제품 등의 최근 3 년 가격의 연평균 하락(상승)률보다 원재료 등 비용의 연평균 하락(상승)률이 작은(큰) 상태
   ⑤ 업종별 지표: 업종별(例: 건설업의 폐업, 부도업체수)로 국내외 전문기관□업종단체 등에서 널리 활용되는 지표가 현저히 악화된 상태
3. 당분간 수요 회복이 예상되지 않거나 업종 특성상 수요의 변화에 가변적 대응이 어려워 수급상 괴리가 해소될 전망이 보이지 않는 상태

한국표준산업분류 (단위: 개)

	대분류	중분류	소분류	세분류	세세분류
1	A 농업, 임업, 어업	3	8	21	34
2	B 광업	4	7	12	17
3	C 제조업	24	83	180	461
4	D 전기,가스 등	2	4	6	9
5	E 하수,폐기물,환경	3	5	11	15
6	F 건설업	2	7	14	42
7	G 도.소매업	3	20	58	164
8	H 운수업	4	11	20	46
9	I 숙박 및 음식점업	2	4	8	24
10	J 출판,영상,정보 등	6	11	25	42
11	K 금융, 보험	3	8	15	33
12	L 부동산, 임대	2	6	13	21
13	M 전문,과학,기술	4	13	19	50
14	N 사업시설,사업지원	2	7	13	21
15	O 행정,국방등	1	5	8	25
16	P 교육서비스	1	7	16	29
17	Q 보건, 복지	2	6	9	21
18	R 예술, 스포츠등	2	4	17	43
19	S 협회,수리,기타	3	8	18	43
20	T 자가소비생산활동	2	3	3	3
21	U 국제, 외국	1	1	1	2
합	계	76	228	487	1,145

자료: SK 증권

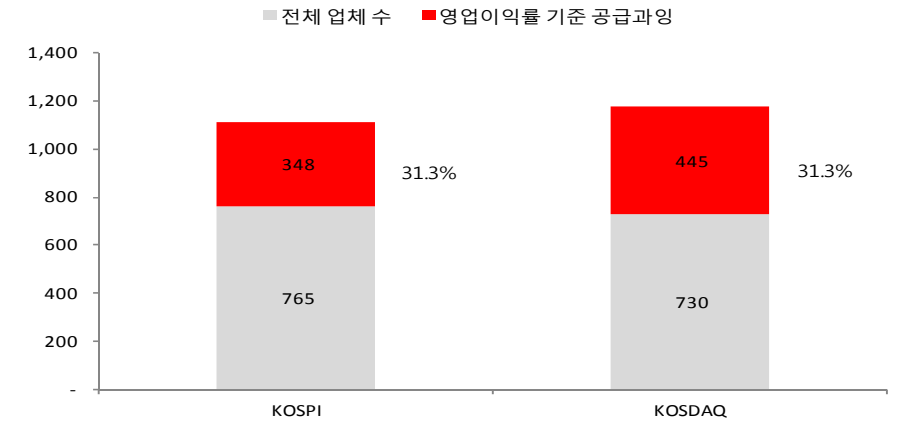
현 시점에서 공급과잉업종 예측은 현실적으로 어려움

현 시점에서 공급과잉업종을 예측하는 것은 쉽지 않다. 가동률, 재고율, 고용대비 서비스생산지수, 가격/비용변화율, 업종별 지표를 확인하는 것이 현실적으로 어려우며, 당분간 수요 회복이 예상되지 않거나 업종 특성상 수요의 변화에 가변적 대응이 어려워 수급상 괴리가 해소될 전망이 보이지 않는 상태라는 기준도 모호하기 때문이다. 다만 최근 3 년간 매출액 영업이익률 평균이 과거 10 년간 매출액 영업이익률 평균보다 15% 이상 감소한 상태에 대해서는 대략적인 추론이 가능하다.

영업이익률 지표로 예측 시 상장사 기준 30% 이상의 종목이 기준에 부합

현재 국내에 KOSPI, KOSDAQ 에 상장되어 있는 업체는 2,288 개사 달한다. 이 업체의 2006~2015 년 영업이익률과 2013~2015 년 영업이익률을 비교해 보았다. 국내 상장업체 중 최근 3 년간 매출액 영업이익률 평균이 과거 10 년간 영업이익률 평균보다 15% 이상 감소한 상장업체는 793 개사이다. 이는 과거 10 년간 영업이익률이 확인되는 업체만 대상으로 하였으며 전체 상장 주식 수 중 34.7%에 달한다. KOSPI 종목은 348 개사, KOSDAQ 445 개 사로 각각 31.3%, 37.9%가 영업이익률이 15% 이상 하락하였다. KOSPI200 종목 내에서도 92 개 종목이 해당한다.

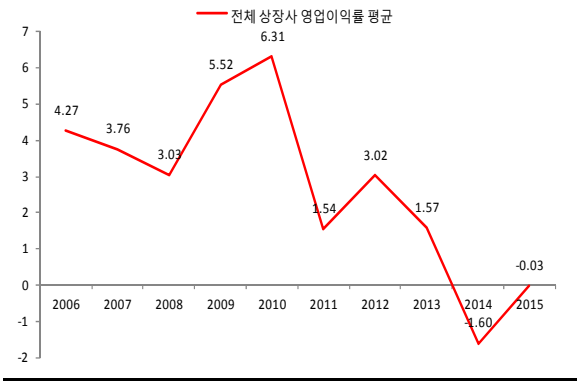
영업이익률 기준 공급과잉 충족 상장사 (단위: 개)



자료: SK 증권

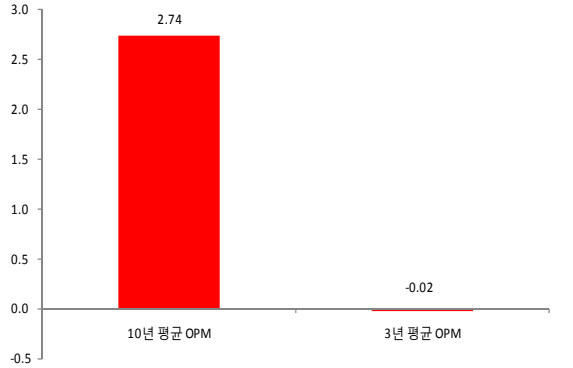
Analyst **최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

전체 상장사 영업이익률 평균 (단위: %)



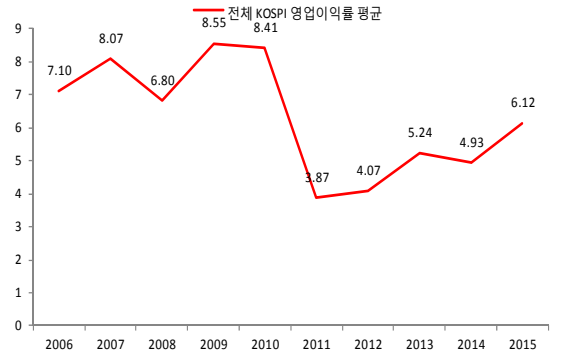
자료: SK 증권

전체 상장사 과거 10 년 Vs 최근 3 년 영업이익률 평균 (단위: %)



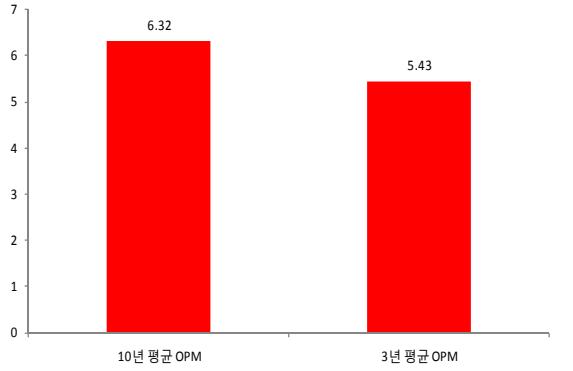
자료: SK 증권

전체 KOSPI 영업이익률 평균 (단위: %)



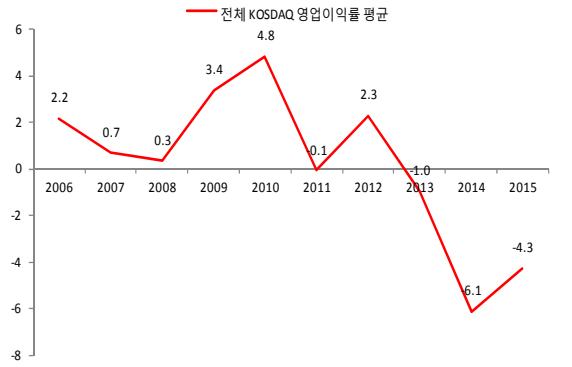
자료: SK 증권

전체 KOSPI 과거 10 년 Vs 최근 3 년 영업이익률 평균 (단위: %)



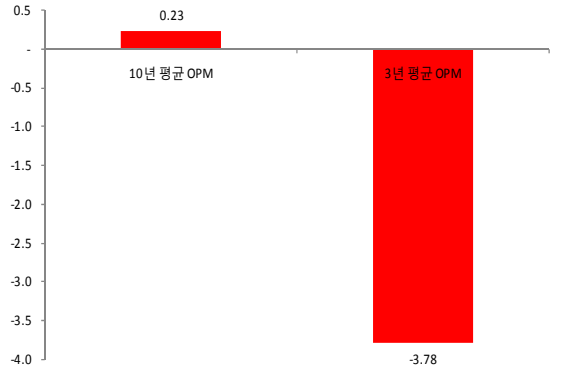
자료: SK 증권

전체 KOSDAQ 영업이익률 평균 (단위: %)



자료: SK 증권

전체 KOSDAQ 과거 10 년 Vs 최근 3 년 영업이익률 평균 (단위: %)



자료: SK 증권

기활법에서는 공급과잉에 대한 기준을 산업으로 판단하기 때문에 개별기업의 영업이익률 비교는 큰 의미가 없을 수 있다. 하지만 의외로 높은 공급과잉업체의 비중이 나왔다는 것은 기활법의 영향이 생각보다 클 수 있음을 의미한다. 필터링된 업체의 산업을 WICS 업종 기준으로 분류해 보면 총 72 개 산업에 해당한다.

산업별 영업이익률 기준 공급과잉업체 비중 1 (단위: 개)

WICS 기준 산업분류	산업 내 공급과잉기준 업체 비중	산업 내 업체수	공급과잉기준 업체 수
결제관련서비스	100.0%	2	2
사무용전자제품	100.0%	3	3
광고	87.5%	8	7
무역회사와판매업체	85.7%	7	6
증권	78.3%	23	18
가스유틸리티	75.0%	12	9
조선	74.1%	27	20
복합기업	71.4%	7	5
문구류	66.7%	3	2
철강	63.8%	47	30
인터넷소프트웨어와서비스	62.5%	16	10
건설	60.3%	58	35
컴퓨터와주변기기	60.0%	15	9
비철금속	56.8%	37	21
기타금융	55.6%	9	5
기계	54.9%	91	50
포장재	52.0%	25	13
가정용품	50.0%	6	3
건강관리업체및서비스	50.0%	2	1
교육서비스	50.0%	16	8
무선통신서비스	50.0%	2	1
상업서비스와공급품	50.0%	18	9
전문소매	50.0%	4	2

자료: SK 증권

주: WICS 기준 산업 내 영업이익률 기준 공급과잉업종 비중 50% 이상 산업

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

산업별 영업이익률 기준 공급과잉업체 비중 2 (단위: 개)

WICS 기준 산업분류	산업 내 공급과잉기준 업체 비중	산업 내 업체수	공급과잉기준 업체 수
섬유,의류,신발,호화품	49.2%	65	32
식품	49.2%	61	30
전자장비와기기	48.5%	68	33
화학	47.6%	103	49
항공화물운송과물류	46.2%	13	6
전기장비	45.5%	22	10
제약	44.2%	95	42
디스플레이장비및부품	43.0%	79	34
창업투자	42.9%	7	3
음료	41.7%	12	5
건강관리장비와용품	41.4%	29	12
방송과엔터테인먼트	41.3%	46	19
통신장비	40.9%	44	18
가구	40.0%	10	4
우주항공과국방	40.0%	10	4
인터넷과카탈로그소매	40.0%	10	4
전기제품	40.0%	25	10
종이와목재	40.0%	15	6

자료: SK 증권

주: WICS 기준 산업 내 영업이익률 기준 공급과잉업종 비중 40%~50% 산업

산업별 영업이익률 기준 공급과잉업체 비중 3 (단위: 개)

WICS 기준 산업분류	산업 내 공급과잉기준 업체 비중	산업 내 업체수	공급과잉기준 업체 수
전자제품	38.9%	18	7
핸드셋	37.9%	66	25
IT서비스	37.0%	46	17
백화점과일반상점	36.4%	11	4
가정용기기와용품	35.7%	14	5
생명과학도구및서비스	35.3%	17	6
게임소프트웨어와서비스	34.5%	29	10
석유와가스	33.3%	18	6
신용평가서비스	33.3%	6	2
운송인프라	33.3%	3	1
출판	33.3%	3	1
호텔레스토랑,레저	33.3%	15	5
반도체와반도체장비	32.0%	97	31
소프트웨어	30.6%	36	11
은행	30.0%	10	3

자료: SK 증권

주: WICS 기준 산업 내 영업이익률 기준 공급과잉업종 비중 30%~400% 산업

산업별 영업이익률 기준 공급과잉업체 비중 4

(단위: 개)

WICS 기준 산업분류	산업 내 공급과잉기준 업체 비중	산업 내 업체수	공급과잉기준 업체 수
자동차부품	29.0%	131	38
에너지장비및서비스	28.6%	7	2
건강관리기술	25.0%	4	1
다각화된통신서비스	25.0%	4	1
전기유틸리티	25.0%	4	1
건축제품	22.2%	18	4
생물공학	21.4%	28	6
도로와철도운송	20.0%	5	1
부동산	20.0%	5	1
자동차	16.7%	6	1
항공사	16.7%	6	1
화장품	15.8%	19	3
건축자재	15.6%	32	5
레저용장비와제품	11.1%	9	1
판매업체	11.1%	9	1
손해보험	10.0%	10	1

자료: SK 증권

주: WICS 기준 산업 내 영업이익률 기준 공급과잉업종 비중 10%~30% 산업

Analyst **최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

영업이익률 기준 공급과잉산업 여부(최근 3 년 영업이익률이 과거 10 년 영업이익률 대비 15% 이상 감소한 경우)를 기업에 대입하면 전체 상장 주식 중 793 개 업체가 해당되며 이중 KOSPI 200 업체도 92 개에 달하는데 업체는 다음과 같다.

KOSPI200 내 영업이익률 기준 공급과잉업체 #1 (단위: %)

종목명	산업	기업 집단명	10년 OPM	3년 OPM	차이	종목명	산업	기업 집단명	10년 OPM	3년 OPM	차이
삼성에스디에스	IT서비스	삼성	9.4	7.4	-21.4%	서흥	생명과학도구 및서비스		12.3	10.2	-17.2%
대림산업	건설	대림	4.5	0.1	-97.4%	S-Oil	석유와가스	S-Oil	3.7	1.6	-57.8%
현대산업	건설	현대산업개발	7.7	3.3	-56.5%	GS	석유와가스	GS	44.4	6.1	-86.3%
삼성엔지니어링	건설	삼성	1.8	-10.4	-668.4%	조광피혁	섬유,의류,신발,호화품		6.1	4.4	-28.3%
대우건설	건설	대우건설	3.7	1.6	-54.9%	한섬	섬유,의류,신발,호화품	현대백화점	15.6	10.5	-32.9%
제일기획	광고	삼성	6.8	4.7	-30.7%	LF	섬유,의류,신발,호화품		9.3	5.7	-38.9%
대교	교육서비스		6.1	4.3	-29.9%	롯데푸드	식품	롯데	6.4	4.3	-33.6%
두산중공업	기계	두산	5.4	3.4	-36.7%	남양유업	식품		2.8	-0.7	-123.8%
두산인프라코어	기계	두산	6.9	3.7	-46.9%	농심	식품		5.7	4.5	-21.9%
현대로템	기계	현대자동차	4.3	-0.1	-102.6%	롯데제과	식품	롯데	7.3	5.4	-25.6%
KT	다각화된통신서비스	케이티	7.1	2.5	-64.8%	빙그레	식품		7.5	5.1	-31.5%
SK텔레콤	무선통신서비스	SK	15.3	10.9	-28.9%	한화테크윈	우주항공과국방	한화	4.1	0.6	-86.3%
LG상사	무역회사와판매업체	LG	1.8	1.0	-44.4%	우리은행	은행		6.2	4.8	-22.5%
SBS	방송과엔터테인먼트	태영	4.0	2.0	-49.5%	신한지주	은행		48.9	12.0	-75.4%
롯데쇼핑	백화점과일반상점	롯데	6.5	4.1	-36.6%	하나금융지주	은행		45.9	4.0	-91.3%
두산	복합기업	두산	4.8	3.9	-19.7%	하이트진로	음료	하이트진로	12.5	6.8	-45.2%
CJ	복합기업	CJ	17.7	5.0	-71.5%	하이트진로홀딩스	음료	하이트진로	35.9	7.3	-79.7%
SK네트웍스	복합기업	SK	1.4	0.9	-34.2%	현대홈쇼핑	인터넷과카탈로그소매	현대백화점	20.0	15.5	-22.6%
LG	복합기업	LG	40.1	11.3	-71.9%	NAVER	인터넷소프트웨어와서비스		34.6	24.5	-29.1%
삼성물산	복합기업	삼성	6.6	2.6	-60.3%	S&T중공업	자동차부품		6.9	3.4	-50.1%
영풍	비철금속	영풍	4.8	1.2	-75.2%	세방전지	자동차부품		11.4	9.2	-18.6%
신도리코	사무용전자제품		5.7	2.6	-55.5%	현대모비스	자동차부품	현대자동차	10.4	8.5	-17.8%
에스원	상업서비스와공급품	삼성	14.2	9.8	-31.1%	한전기술	전기유틸리티	한국전력공사	12.4	5.9	-52.4%

자료: SK 증권

KOSPI200 내 영업이익률 기준 공급과잉업체 #2

(단위: %)

종목명	산업	기업 집단명	10년 OPM	3년 OPM	차이	종목명	산업	기업 집단명	10년 OPM	3년 OPM	차이
LS	전기장비	LS	20.4	3.1	-84.7%	미래에셋증권	증권	미래에셋	11.0	4.4	-60.5%
LS산전	전기장비	LS	9.2	7.2	-21.8%	한국금융지주	증권	한국투자금융지주	30.4	6.7	-78.1%
대덕전자	전자장비와 기기		3.9	3.0	-24.8%	동국제강	철강	동국제강	4.9	1.4	-71.0%
일진머티리얼즈	전자장비와 기기		2.1	-6.0	-388.3%	고려제강	철강		5.9	3.7	-37.4%
유한양행	제약		9.5	7.2	-24.6%	POSCO	철강	포스코	11.5	4.6	-59.6%
일동제약	제약		9.2	4.8	-47.8%	삼광글라스	포장재	OCI	5.9	4.3	-27.4%
동아쏘시오홀딩스	제약		9.3	6.1	-34.0%	락앤락	포장재		12.5	9.8	-22.2%
JW중외제약	제약		7.0	5.3	-24.0%	CJ대한통운	항공화물운송과물류	CJ	4.3	3.0	-30.1%
제일약품	제약		4.8	1.4	-70.7%	호텔신라	호텔레스토랑,레저	삼성	4.8	3.6	-24.5%
녹십자	제약		12.6	9.2	-26.9%	아모레G	화장품	아모레퍼시픽	43.0	14.1	-67.3%
한미사이언스	제약		11.0	7.9	-27.7%	에이블씨엔씨	화장품		5.2	3.0	-42.9%
광동제약	제약		10.7	8.2	-24.1%	한화	화학	한화	3.4	1.8	-46.5%
한올바이오파마	제약		-1.9	-7.3	-274.7%	태광산업	화학	태광	6.8	5.1	-25.9%
LG생명과학	제약	LG	5.8	4.3	-26.3%	롯데정밀화학	화학	롯데	3.6	-1.1	-131.2%
대웅제약	제약		10.3	7.6	-26.8%	SK케미칼	화학	SK	3.9	2.2	-44.1%
현대중공업	조선	현대중공업	5.9	-2.7	-145.1%	한화케미칼	화학	한화	5.9	2.4	-59.1%
삼성중공업	조선	삼성	3.6	-2.6	-172.5%	OCI	화학	OCI	12.1	-4.3	-135.8%
현대미포조선	조선	현대중공업	4.4	-9.1	-305.2%	롯데케미칼	화학	롯데	8.2	6.4	-22.5%
대우조선해양	조선	대우조선해양	0.6	-9.9	-1737.9%	금호석유	화학	금호석유화학	6.2	3.6	-42.8%
현대증권	증권	현대	5.4	1.5	-72.7%	남해화학	화학	농협	2.3	1.7	-28.9%
NH투자증권	증권	농협	5.0	2.6	-47.5%	LG화학	화학	LG	9.3	7.5	-19.9%
미래에셋대우	증권	미래에셋	7.7	4.4	-42.8%	휴켐스	화학		10.5	7.4	-29.7%
삼성증권	증권	삼성	11.7	5.0	-57.6%	후성	화학		0.8	-1.8	-316.1%

자료: SK 증권

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

2. 사업재편에 대한 지원

(1) 「상법」 및 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 등에 대한 특례

기활법 상 공급과잉업종으로 인정받으면 사업재편에 대한 지원을 받게 된다. 먼저 상법 및 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 상 특례를 받을 수 있다. 이 특례는 사업재편의 승인을 받은 기업(이하 승인기업)이 분할, 합병 등의 과정에서 주주총회 대신 이사회 결의를 활용할 수 있도록 요건을 완화시켜 주고 있다. 이경우 주식매수청구권이 인정되지 않기 때문에 용이한 기업재편이 가능하다. 또한 합병 등의 절차상 기간을 단축시켜 빠르게 사업재편이 가능하다.

상법 및 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 상 특례조항

법조항	내용
제15조(소규모 분할에 대한 특례)	· 사업재편에 따른 분할 시 분할에 의해 설립되는 회사의 총자산이 승인기업의 총자산 대비 1/10에 미달할 경우 주주총회의 승인은 이사회 승인으로 갈음할 수 있음(기존: 규정 없음)
제16조(소규모 합병 등에 대한 특례)	· 사업재편에 따른 합병, 분할합병 시 합병 후 존속하는 회사가 합병으로 인하여 발행하는 신주 및 이전하는 자기주식의 총수가 그 회사의 발행주식총수의 100분의 20을 초과하지 아니하는 경우에는 그 존속하는 회사의 주주총회의 승인은 이를 이사회의 승인으로 갈음할 수 있음(기존: 100분의 10)
제17조(간이합병 등에 대한 특례)	· 사업재편에 따른 합병 시 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 총주주의 동의가 있거나 그 회사의 발행주식총수의 100분의 80이상을 합병 후 존속하는 회사가 소유하고 있는 때에는 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 주주총회의 승인은 이를 이사회의 승인으로 갈음할 수 있음(기존: 100분의 90)
제18조(합병절차 등에 관한 특례)	· 승인기업이 분할, 분할합병, 주식의 포괄적 교환, 주식의 포괄적 이전, 영업양도 및 양수를 위하여 주주총회를 소집 시 주주총회 7일전 각 주주에게 서면으로 통지를 발송하거나 전자문서로 통지 발송할 수 있음(2주)
제19조(채권자보호절차에 대한 특례)	· 승인기업은 합병 등의 결의가 있은 날부터 2주 내에 10일(공휴일 제외) 이상의 기간을 정하여 합병 등에 대한 이의를 제출할 것을 공고하여야 함(기존: 1월)
제20조(주식매수청구권에 대한 특례)	· 승인기업이 합병 등을 하는 경우 주주총회 전에 회사에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 주주는 그 총회의 결의일부터 10일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 승인기업에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있음(기존: 20일) · 청구를 받은 승인기업은 6개월 이내 주식을 매매하여 함. 단 주권상장법인의 경우 3개월 내 매수하여야 함(기존: 2개월, 1개월)

자료: SK 증권, 국가법령정보센터
주: 승인기업은 사업재편계획의 승인을 받은 기업

합병 등의 과정에서 이사회 결의로 갈음 시 주식매수청구권 배제

기업의 구조조정 과정에서 합병, 분할 등은 필수적 요소이다. 사업부 재편을 통해 규모의 경제를 통한 수익성 개선이 가능하고 부실 사업 매각 등을 통해 재무구조 개선이 가능하기 때문이다. 하지만 이 과정에서 발생하는 주식매수청구권은 합병, 분할 등의 과정에 부담을 주기도 한다. 주주총회를 통해 보장되는 주식매수청구권은 합병 기업 주주들이 주식을 팔 수 있도록 보장하는 당연한 제도지만 일정 규모 이상의 주식매수청구가 발생함에 따라 합병 등이 무산된 사례가 많으며, 합병이 무산되지 않더라도 기업의 재무구조에 부담으로 작용할 수 있다.

주식매수청구에 의한 합병무산 사례

무산 공시일자	업체명	합병무산 기준 주식매수청구가액	실제 주식매수청구 가액
2008-12-05	LG이노텍	합산 500억원	801억원
	LG마이크론		965억원
2009-01-07	현대모비스	합산 3,000억원	2조 7,020억원
	현대오토넷		1,775억원
2009-11-13	호남석유화학	합산 2,000억원	4,858억원
	케이피케미칼		2,098억원
2012-12-13	네오위즈게임즈	합산 200억원	235억원
	네오위즈인터넷		168억원
2014-11-19	삼성중공업	9,500억원	9,235억원
	삼성엔지니어링	4,100억원	7,063억원

자료: SK 증권

소규모분할 신설
소규모, 간이합병 요건 완화

그러나 소규모분할과 소규모합병, 간이합병은 주주총회를 대신하여 이사회 결의만으로 분할, 합병이 가능하며 이 경우 주식매수청구권이 발생하지 않는다. 이러한 상황에서 기활법 상 승인기업의 경우 소규모합병 및 간이합병의 요건이 완화되었으며 소규모분할도 가능하게 되었다. 특히 소규모분할은 원칙적으로 규정에 없으나 기활법 상 승인기업에 한하여 허용되었는데 분할에 의해 신설되는 법인의 총자산이 승인기업 총자산의 1/10 에 미달할 경우 가능하다. 소규모합병 요건 중 승인기업의 신주발행 수가 기존 주식수 대비 10/100 에서 20/100 으로 완화되어 과거 상법상의 소규모합병 대비 사업규모가 큰 회사를 합병할 때에도 승인회사는 이사회 결의만으로 합병이 가능해 졌다. 간이합병도 승인기업이 소멸할 회사의 주식을 80/100 만 소유해도 소멸회사의 이사회 결의만으로 간이합병이 가능하다.

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

승인기업의 경우 일반합병, 분할 등의 과정도 간략해졌다. 주총 시 2 주전 통보에서 7 일전 통보로 변경되었으며 합병 등의 주주총회 이후 이의가 있는 채권자의 이의 제출 기간도 1 개월 이상에서 10 일(공휴일 제외) 이상으로 단축되었다. 주식매수청구기간도 결의로부터 10 일(기존 20 일)이내로 단축되었으며 주식매수청구 기간은 기존 2 개월(상장사는 1 개월)에서 6 개월(상장사는 3 개월)로 연장되어 승인기업의 재무적 부담이 완화되었다. 기활법으로 인해 합병 시 이사회 결의 이후 30 일 가량의 기간을 단축할 수 있게 된 것이다.

기활법 활용 시 합병(분할합병) 절차

자료: 기업활력법 종합포털

기활법 활용 시 소규모합병 절차

자료: 기업활력법 종합포털

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

기활법 활용 시 소규모분할 절차

자료: 기업활력법 종합포털

(2) 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 대한 특례

기활법 상 지주회사전환 촉진

한편 기활법 상 승인기업은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 대한 특례도 받을 수 있다. 이 법은 지주회사에 대한 규제를 완화시켜 지주회사 체제로 전환하여 책임경영을 통한 선제적 구조조정을 유도하기 위한 것이다. 또한 대기업집단(상호출자제한기업집단, 채무보증제한기업집단)의 순환출자와 국내 계열사에 대한 채무보증 행위 해소 기한을 연장시켜 지주회사 전환을 촉진하고 있다.

독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 대한 특례

법조항	내용
제21조(지주회사 규제에 관한 특례)	· 승인기업가 지주회사일 경우 자본총액의 2배를 초과하는 부채를 보유하는 행위, 자회사의 주식 40/100(상장사 20/100) 미만으로 소유하는 행위, 계열회사가 아닌 국내회사의 주식을 5/100를 초과하여 보유하는 행위 금지에 대해 3년간 유예 적용(1년)
제22조(지주회사의 자회사 규제에 관한 특례	· 승인기업이 지주회사의 자회사인 경우 손자회사 주식을 40/100(상장사 20/100) 미만으로 소유하는 행위 금지에 대해 3년간 유예 적용(1년) · 승인기업이 지주회사의 자회사인 경우 손자회사 보유 시 단독 출자만 가능하나 승인기업의 자회사는 손자회사에 공동출자하여 신사업 진출 가능(원칙적 불가)
제23조(지주회사의 손자회사 규제에 관한 특례)	· 승인기업이 지주회사의 손자회사일 경우 일반지주회사의 손자회사는 국내계열회사의 주식 소유 행위 금지에 대해 3년간 유예 적용(1년). 단 50% 이상 보유 시 예외(100%) · 원칙적으로 지주회사의 손자회사 공동출자 금지되나 승인기업은 손자회사에 공동출자하여 신사업 진출 가능
제24조(상호출자제한기업집단의 규제에 관한 특례)	· 기업승인 시 상호출자제한기업집단에 속하는 회사는 순환출자를 형성하는 계열출자 행위 금지에 대해 1년간 유예(6개월)
제25조(채무보증제한기업집단의 규제에 관한 특례)	· 기업승인 시 상호출자제한기업집단에 속하는 회사는 국내 계열회사에 대하여 채무보증 행위 금지에 대해 3년간 유예(규정없음)
제26조(특례기간의 기산점)	· 21조부터 제25조까지에서 규정하는 특례 기간은 해당 사업재편계획에 따라 합병, 분할, 설립 등의 효력이 발생하는 날부터 개시함

자료: SK 증권, 국가법령정보센터

자산규모 상향 유예와 더불어 지주회사 전환 촉진 전망

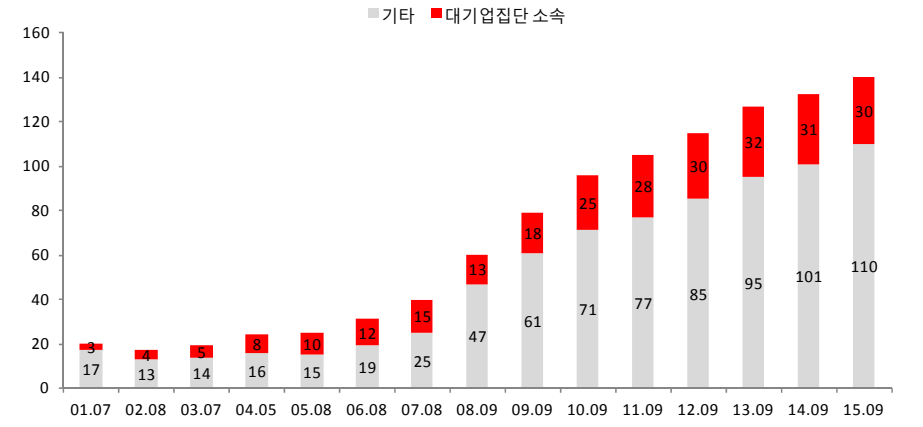
지주회사의 경우 당초 올 9 월부터 자산 규모를 5,000 억원 이상으로 상향하려고 하였으나 최근 내년 초까지 유예를 결정하였다. 기존에는 지주회사 자산 규모가 1,000 억원이었다. 지주회사로 인정받으면 배당금에 대한 익금불산입 등의 세제혜택을 받아왔으며 지주회사 전환과정에서의 인적분할과 현물출자 상의 양도세 혜택도 받을 수 있다. 이에 따라 기활법 상의 지주회사 전환 요건 완화와 더불어 중견기업의 지주회사 전환이 가속화될 전망이다. 예를 들어 샘표, 일동제약 등 지주회사 전환을 추진 중에 있는 중견기업은 법인세 감면이 가능해 졌으며 지주회사 전환을 위한 현물출자를 완료한 휴온스도 세제혜택을 받을 예정이다.

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

승인기업이 지주회사일 경우 부채비율 200% 초과, 자회사 지분 40%(상장사 20%) 미만 보유, 계열사 이외의 지분 5% 초과금지에 대해 유예기간이 1 년에서 3 년으로 연장된다. 또한 증손회사 보유 시 지분요건 100%도 50% 이상으로 완화된다. 순환출자와 채무보증에 대한 유예기간도 각각 1 년과 3 년으로 연장 및 신설된다.

2016 년 4 월 기준 국내 상호출자제한 기업집단 65 개사 중 지주회사는 23 개사이며, 지주회사 140 개 중 대기업 집단은 30 개사이다. 아직 지주사 전환을 하지 않은 많은 기업집단이 있는 상황이다.

국내 지주회사 현황 (단위 개)



자료: 공정거래위원회

이러한 점들을 감안하면 상호출자제한 기업집단 중 지주회사 체제가 아닌 기업집단은 기활법의 특례를 활용하여 지주회사 전환을 고려해 볼 수 있을 것이다. 개별 기업으로 보면 지주회사로 전환되지 않은 대기업 집단 중 최근 3 년간의 영업이익률이 과거 10 년간의 영업이익률 대비 15% 하락한 업체는 POSCO, 현대중공업 등 12 개사가 있다

지주회사 미전환 상호출자제한 기업집단 중 영업이익률 15% 이상 하락 기업 (단위: %, 십억원)

업체명	10년 OPM		3년 OPM	차이	계열회사수	자산총액
POSCO	11.5		4.6	-59.6%	45	80,233
현대중공업	5.9	-	2.7	-145.1%	26	53,497
두산	4.8		3.9	-19.7%	25	32,383
KT	7.1		2.5	-64.8%	40	31,315
대우조선해양	0.6	-	9.9	-1737.9%	14	19,227
OCI	12.1	-	4.3	-135.8%	22	11,590
미래에셋증권	11.0		4.4	-60.5%	28	10,944
대우건설	3.7		1.6	-54.9%	16	10,691
영풍	4.8		1.2	-75.2%	23	10,561
동부	2.9		0.7	-77.4%	25	8,194
동국제강	4.9		1.4	-71.0%	15	7,875
삼천리	1.8		1.5	-15.9%	16	5,707

자료: SK 증권, 공정거래위원회

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

(3) 세제 및 자금지원

기활법에서는 승인기업에 대해 세제지원과 자금지원이 가능하다. 사업재편지원자금과 우대보증프로그램 신설을 통해 2.7 조원을 사업재편을 위해 지원하며 투자촉진을 위해서 2.5 조원, 중소기업정책자금으로 3.5 조원을 지원할 예정이다

세제 및 자금지원

법조항	내용
제27조(세제지원)	· 국가 및 지방자치단체는 조세 관계 법률에서 정하는 바에 따라 승인기업에 세제지원을 할 수 있음
제28조(자금지원)	· 국가 및 지방자치단체는 승인기업의 사업재편에 대하여 필요한 자금의 보조, 융자 또는 출연 등의 지원을 할 수 있음
제29조(연구개발 활동 지원)	· 국가 및 지방자치단체는 승인기업의 사업혁신을 위하여 필요한 연구개발 비용의 전부 또는 일부를 지원할 수 있음
제30조(중소·중견기업의 사업혁신 지원)	· 국가 및 지방자치단체는 승인기업이 중소·중견기업인 경우 사업재편에 필요한 국내외 판로 개척, 정보 제공, 전문인력 양성 및 경영·기술·회계 자문 등을 지원할 수 있음
제31조(능력개발 및 고용안정 지원)	· 인기업은 「고용정책 기본법」과 「근로자직업능력 개발법」 등 관계 법령에서 정하는 바에 따라 사업재편에 따른 실업 예방과 재직 근로자의 능력개발을 위하여 노력하여야 한함 · 정부는 사업재편을 추진하는 승인기업의 고용조정, 재직 근로자의 고용안정 및 능력개발 등을 위하여 지원방안을 마련할 수 있음

자료: SK 증권, 국가법령정보센터

기활법 관련 정부 자금지원

구분	기관	운용규모	지원내용
사업재편전용자금	산업은행	2.5조원	시설, 투자 및 운영자금
사업재편우대보증	신용보증기금	0.2조원	시설, 운전자금
기업투자촉진자금	산업은행	1조원	M&A, 설비, R&D 등 대형투자프로젝트 지원
시설투자촉진펀드	기업은행	1.5조원	설비 증개설 등 시러자금 지원
중소기업정책자금	중기청	3.5조원	신성장기반자금, 재도약지원자금, 경영안정자금 등
합산		8.7조원	

자료: 언론자료

조세특례제한법, 지방세특례제한법 상 특례 내용

세제 특례	구체적 내용
주식매각 양도차익 과세이연 및 증권거래세 면제 (조특법 제121조의30)	승인된 사업재편계획에 따른 기업간 주식교환시 주식 양도차익에 대한 법인세 과세(24.2%)를 교환주식 처분시까지 이연 해당 주식교환에 대한 증권거래세(0.5%) 면제
합병에 따른 중복자산 양도차익 과세이연 (조특법 제121조의31)	합병후 중복자산을 처분하고 새로운 사업용 고정자산 취득시 중복자산 양도차익에 대한 법인세를 3년 이연 후 3년 분할납부
모회사의 자회사 금융채무 인수·변제시 과세특례 (조특법 제121조의27)	(모회사) 자회사 채무변제액을 손금에 산입하여 모회사 법인세 감면 (자회사) 채무면제이익에 대한 법인세 과세를 4년 이연 후 3년 분할납부, 증여세(24.2%) 비과세(특수관계자 제외)
자산양도로 금융채무 상환시 과세특례 (조특법 제121조의26)	재무건전성을 위해 자산을 양도하여 금융채무 상환자금 마련시 자산 양도차익에 대한 법인세 과세를 4년 이연 후 3년 분할납부
주주 등이 자산 무상증여시 과세특례 (조특법 제121조의28)	(수증법인) 자산수증이익 법인세를 4년 이연 후 3년 분할납부 (주주 등) 증여재산가액을 손금에 산입하여 법인세 감면
금융기관에 의한 채무면제시 과세특례 (조특법 제121조의29)	(면제법인) 채무면제익에 대한 법인세 과세를 4년 이연 후 3년 분할납부 (금융기관) 면제한 채무금액을 손금에 산입, 법인세 감면
등록면허세 감면 (지특법 제57조의2)	법인 설립등기시 또는 합병·증자·회사 설립 등으로 회사 자본금 증가시 부과되는 등록면허세(자산증가분의 0.4%)를 50% 감면

자료: 기업활력법 종합포탈

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

3. 결론

예상보다 많은 기업이 기활법 특례 대상일 수 있음

기활법은 공급과잉업종에 한정하여 특례를 받을 수 있다. 따라서 생각보다 효과가 크지 않다는 의견도 있다. 하지만 공급과잉업종 중 영업이익률 기준만 본다면 최근 3 년간 영업이익률이 과거 10 년 영업이익률 대비 15%이상 감소한 업체는 전체 상장주식사 중 34.7%에 달한다. KOSPI 종목은 348 개사, KOSDAQ 445 개 사로 각각 31.3%, 37.9%가 해당할 만큼 많은 다수의 기업에 특례가 적용될 가능성이 높다. 또한 지주회사로 전환하지 않은 대기업집단의 지주회사 전환촉진이 예상된다. 세제혜택 등의 측면에서 지주회사 체제가 유리하기 때문이다

M&A 활성화는 지주회사에 긍정적 영향

현재로서는 어떤 기업에서 어떤 형태로 기활법을 활용할지를 예측하는 것은 매우 어려운 상황이다. 하지만 기활법 시행 초기 각 기업에서는 높은 관심을 보이고 있으며 특히 책임경영체제가 완성된 지주회사 주도의 대규모 M&A 가능성도 충분하다고 판단한다. M&A 활성화는 지주회사에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상하는데 M&A 를 통한 규모의 경제 달성 및 경쟁력이 낮은 사업부에 대한 정리를 통해 재무구조 개선을 기대할 수 있기 때문이다.

국내 지주사도 기활법에 대해 높은 관심

국내 지주회사에도 기활법에 높은 관심을 보이고 있는 것으로 알려져 있다. 자회사와의 시너지 측면에서 성공적인 M&A 경험을 보유하고 있는 SK, 성장을 지향하는 정책을 펼치고 있는 CJ, 선택과 집중에 대해 고민하고 있는 LG 등이 있다. 기활법과 직접적인 연관성은 떨어지지만 구조조정의 틀 안에서 한진해운 처리 방안에 대해 고민하고 있는 한진칼도 주목할 필요가 있다고 판단한다

정부지원 하에서 기업의 자발적 사업구조 개편

기활법은 사업재편을 통한 기업의 경쟁력 강화와 산업구조 고도화를 지원하기 위해 제정된 특별법으로 3 년 후 일몰 예정이다. 국내보다 먼저 일본에서는 산업활력법 및 산업경쟁력강화법을 시행함으로써 탄생한 미쓰비시 히타치 파워시스템즈(미쓰비시중공업과 히타치제작소의 발전부문 통합) 등의 성공사례가 있다. 거시적으로는 정부 지원하에서 기업의 자발적, 선제적 사업구조 재편을 통해 국가 경쟁력 강화를 기대해 본다.

Appendix1: 영업이익률 기준 공급과잉 대기업집단 리스트

대기업집단 리스트 1

대기업집단	산업	종목	10년 OPM	3년 OPM	차이	최대주주	시가총액	자사주 비율
CJ	방송과엔터테인먼트	CJ헬로비전	15.3	9.0	-41.3%	(주)씨제이오쇼핑외 1인	7,234	0.0%
CJ	방송과엔터테인먼트	CJ CGV	9.9	5.4	-45.6%	씨제이(주)외 1인	18,685	0.0%
CJ	복합기업	CJ	17.7	5.0	-71.5%	이재현외 4인	58,602	10.2%
CJ	인터넷과카탈로그소매	CJ오쇼핑	13.6	9.5	-30.7%	CJ(주)외 4인	10,169	3.0%
CJ	항공화물운송과물류	CJ대한통운	4.3	3.0	-30.1%	CJ제일제당외 1인	49,503	22.7%
GS	건설	GS건설	3.4	-2.7	-178.8%	허창수외 19인	21,265	2.0%
GS	무역회사와판매업체	GS글로벌	1.4	0.9	-36.7%	(주)GS외 2인	2,109	0.0%
GS	석유와가스	GS	44.4	6.1	-86.3%	허창수외 49인	46,225	0.0%
LG	광고	지투알	4.8	3.6	-25.4%	주)LG외 1인	1,367	2.2%
LG	디스플레이장비및부품	실리콘웍스	12.0	9.3	-22.4%	(주)LG외 3인	5,188	0.0%
LG	무역회사와판매업체	LG상사	1.8	1.0	-44.4%	구본준외 43인	13,566	0.3%
LG	복합기업	LG	40.1	11.3	-71.9%	구본무외 35인	111,644	0.1%
LG	제약	LG생명과학	5.8	4.3	-26.3%	(주)LG외 2인	11,770	0.0%
LG	화학	LG화학	9.3	7.5	-19.9%	(주)LG외 2인	175,618	0.5%
LS	가스유틸리티	예스코	2.1	0.9	-55.3%	구자은외 23인	2,400	15.8%
LS	가스유틸리티	E1	2.3	1.2	-48.3%	구자열외 9인	4,425	15.7%
LS	섬유,의류,신발,호화품	LS네트웍스	4.8	-2.9	-160.7%	(주)E1외 1인	2,691	6.7%
LS	전기장비	가온전선	2.3	1.6	-31.0%	구자홍외 16인	901	5.6%
LS	전기장비	LS	20.4	3.1	-84.7%	구자열외 40인	17,613	13.8%
LS	전기장비	LS산전	9.2	7.2	-21.8%	(주)LS외 1인	13,470	2.3%
OCI	건축자재	유니온	4.7	2.8	-39.6%	이건영외 9인	640	10.2%
OCI	포장재	삼광글라스	5.9	4.3	-27.4%	이복영외 4인	3,874	0.0%
OCI	화학	OCI	12.1	-4.3	-135.8%	이수영외 29인	21,655	0.0%
SK	가스유틸리티	부산가스	4.1	3.0	-26.6%	SK E&S(주)	3,850	9.1%
SK	디스플레이장비및부품	SK머티리얼즈	25.7	16.5	-35.5%	SK(주)외 1인	16,265	0.0%
SK	무선통신서비스	SK텔레콤	15.3	10.9	-28.9%	SK(주)외 4인	182,889	12.6%
SK	반도체와반도체장비	SKC 솔믹스	1.3	-3.7	-379.4%	에스케이씨(주)외 1인	996	0.1%
SK	복합기업	SK네트웍스	1.4	0.9	-34.2%	SK(주)외 5인	15,685	0.0%
SK	인터넷소프트웨어와서비스	SK컴즈	-8.1	-21.0	-160.0%	SK텔레콤(주)외 2인	1,718	2.5%
SK	증권	SK증권	3.3	-2.5	-176.3%	SK(주)외 2인	3,857	3.5%
SK	화학	SK케미칼	3.9	2.2	-44.1%	최창원외 12인	16,818	13.3%
S-Oil	석유와가스	S-Oil	3.7	1.6	-57.8%	A.O.C.B.V외 8인	84,550	0.0%
금호석유화학	화학	금호석유	6.2	3.6	-42.8%	박철완외 3인	18,951	18.4%
금호아시아나	항공사	아시아나항공	2.6	1.1	-58.8%	금호산업외 5인	11,179	0.0%
농협	증권	NH투자증권	5.0	2.6	-47.5%	농협금융지주외 2인	29,407	0.3%
농협	화학	남해화학	2.3	1.7	-28.9%	농협경제지주(주)	4,436	3.5%
대림	건설	대림산업	4.5	0.1	-97.4%	㈜대림코퍼레이션외 15인	29,476	0.0%
대림	건설	고려개발	1.4	-1.5	-210.8%	대림산업(주)외 2인	1,728	0.0%

자료: SK 증권

Analyst **최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

대기업집단 리스트 2

대기업집단	산업	종목	10년 OPM	3년 OPM	차이	최대주주	시가총액	자사주 비율
대우건설	건설	대우건설	3.7	1.6	-54.9%	케이디비밸류제육호외 2인	25,935	1.1%
대우조선해양	조선	대우조선해양	0.6	-9.9	-1737.9%	한국산업은행외 2인	12,249	0.0%
동국제강	철강	동국제강	4.9	1.4	-71.0%	장세주외 14인	9,013	2.1%
동부	IT서비스	동부	2.9	0.7	-77.4%	김남호외 16인	1,483	5.6%
동부	증권	동부증권	3.0	0.6	-80.8%	동부화재해상보험외 14인	1,585	2.4%
두산	건설	두산건설	-0.2	-0.3	-21.4%	두산중공업외 30인	2,881	2.1%
두산	광고	오리콤	4.9	3.2	-33.6%	(주)두산외 3인	673	3.2%
두산	기계	두산중공업	5.4	3.4	-36.7%	(주)두산외 17인	29,937	0.0%
두산	기계	두산인프라코어	6.9	3.7	-46.9%	두산중공업외 7인	17,302	0.0%
두산	복합기업	두산	4.8	3.9	-19.7%	박용곤외 35인	24,462	31.1%
두산	조선	두산엔진	5.8	-4.5	-178.2%	두산중공업외 1인	3,367	0.0%
롯데	IT서비스	현대정보기술	-1.9	-4.7	-146.6%	롯데정보통신(주)외 3인	1,277	0.0%
롯데	백화점과일반상점	롯데쇼핑	6.5	4.1	-36.6%	신동빈외 19인	62,352	6.2%
롯데	식품	롯데푸드	6.4	4.3	-33.6%	롯데칠성음료(주)외 11인	11,462	0.0%
롯데	식품	롯데제과	7.3	5.4	-25.6%	롯데알미늄㈜외 10인	26,936	0.0%
롯데	화학	롯데정밀화학	3.6	-1.1	-131.2%	롯데케미칼(주)	9,107	1.3%
롯데	화학	롯데케미칼	8.2	6.4	-22.5%	롯데물산(주)외 4인	104,369	1.7%
미래에셋	게임소프트웨어와서비스	와이디온라인	10.0	5.1	-49.3%	시니안유한회사외 1인	1,735	0.5%
미래에셋	증권	미래에셋대우	7.7	4.4	-42.8%	한국산업은행외 3인	28,619	1.1%
미래에셋	증권	미래에셋증권	11.0	4.4	-60.5%	미래에셋캐피탈외 18인	29,314	0.5%
삼성	IT서비스	삼성에스디에스	9.4	7.4	-21.4%	삼성전자외 8인	136,185	0.0%
삼성	건설	삼성엔지니어링	1.8	-10.4	-668.4%	삼성SDI외 8인	20,874	0.0%
삼성	광고	제일기획	6.8	4.7	-30.7%	삼성물산외 6인	20,190	12.0%
삼성	교육서비스	멀티캠퍼스	9.6	7.8	-18.1%	삼성에스디에스(주)외 4인	2,646	0.6%
삼성	복합기업	삼성물산	6.6	2.6	-60.3%	이재용외 12인	271,257	13.8%
삼성	상업서비스와공급품	에스원	14.2	9.8	-31.1%	일본 SECOM(주)	40,469	11.0%
삼성	조선	삼성중공업	3.6	-2.6	-172.5%	삼성전자외 8인	21,518	11.2%
삼성	증권	삼성증권	11.7	5.0	-57.6%	삼성생명보험외 4인	28,319	10.9%
삼성	호텔,레스토랑,레저	호텔신라	4.8	3.6	-24.5%	삼성생명보험(주)외 5인	24,452	5.4%
삼천리	가스유틸리티	삼천리	1.8	1.5	-15.9%	이만득외 20인	4,379	12.1%
세아	철강	세아홀딩스	42.6	6.3	-85.1%	이태성외 14인	5,060	0.0%
신세계	건설	신세계건설	3.6	0.7	-79.2%	이마트외 3인	1,766	0.0%
신세계	섬유,의류,신발,호화품	신세계인터내셔날	6.0	2.2	-63.8%	(주)신세계외 8인	5,576	0.0%
신세계	호텔,레스토랑,레저	신세계푸드	4.8	1.8	-63.0%	(주)이마트외 3인	5,925	0.0%
아모레퍼시픽	화장품	아모레G	43.0	14.1	-67.3%	서경배외 7인	119,288	7.0%
영풍	기계	영풍정밀	13.3	10.1	-24.3%	유중근외 20인	1,392	0.0%
영풍	반도체와반도체장비	시그네틱스	6.0	1.4	-77.2%	영풍외 6인	1,526	0.0%
영풍	비철금속	영풍	4.8	1.2	-75.2%	장세준외 14인	20,907	6.6%

자료: SK 증권

대기업집단 리스트 3

대기업집단	산업	종목	10년 OPM	3년 OPM	차이	최대주주	시가총액	자사주 비율
이랜드	호텔,레스토랑,레저	이월드	-7.6	-11.2	-47.2%	(주)이랜드파크외 1인	2,620	0.0%
케이씨씨	건설	KCC건설	2.3	-4.8	-306.1%	(주)케이씨씨외 2인	2,589	0.0%
케이씨씨	자동차부품	코리아오토글라스	8.1	6.7	-16.8%	정몽익외 1인	4,640	0.0%
케이티	광고	나스미디어	31.0	26.3	-15.1%	케이티외 3인	3,859	0.0%
케이티	다각화된통신서비스	KT	7.1	2.5	-64.8%	국민연금공단	84,731	6.2%
케이티	상업서비스와공급품	KTcs	4.3	3.0	-29.6%	(주)케이티스외 4인	1,123	2.0%
케이티	상업서비스와공급품	케이티스	6.3	2.5	-59.8%	(주)케이티외 3인	1,483	2.8%
코오롱	건설	코오롱글로벌	2.5	0.8	-69.2%	㈜코오롱외 15인	2,610	1.2%
코오롱	제약	코오롱생명과학	10.0	7.4	-25.9%	코오롱외 8인	12,444	0.1%
코오롱	화학	코오롱	8.4	1.8	-78.2%	이웅열외 9인	7,876	0.0%
코오롱	화학	코오롱플라스틱	4.7	2.9	-38.4%	코오롱인더스트리(주)외 3인	3,086	0.0%
태광	화학	태광산업	6.8	5.1	-25.9%	이호진외 12인	10,466	24.4%
태광	화학	대한화섬	0.7	-9.7	-1585.2%	이호진외 5인	1,434	15.4%
태영	건설	태영건설	4.0	2.7	-32.6%	윤석민외 3인	4,615	10.6%
태영	방송과엔터테인먼트	SBS	4.0	2.0	-49.5%	(주)SBS미디어홀딩스	4,764	1.7%
태영	방송과엔터테인먼트	SBS콘텐츠허브	14.4	8.7	-39.3%	SBS미디어홀딩스(주)	2,286	0.0%
포스코	비철금속	포스코켐텍	7.2	5.7	-20.6%	포스코외 1인	6,675	0.3%
포스코	비철금속	포스코엠텍	1.8	-0.9	-148.4%	(주)포스코외 2인	1,174	0.0%
포스코	철강	POSCO	11.5	4.6	-59.6%	국민연금공단	192,683	8.2%
하림	식품	하림홀딩스	14.7	11.9	-18.9%	제일홀딩스(주)외 8인	4,636	3.6%
하이트진로	음료	하이트진로	12.5	6.8	-45.2%	하이트진로홀딩스(주)외 17인	15,885	2.1%
하이트진로	음료	하이트진로홀딩스	35.9	7.3	-79.7%	박문덕외 11인	3,156	8.0%
한국전력공사	전기유틸리티	한전기술	12.4	5.9	-52.4%	한국전력공사외 1인	12,708	0.5%
한국투자금융지주	증권	한국금융지주	30.4	6.7	-78.1%	김남구외 12인	24,129	5.4%
한라	건설	한라	1.6	-3.0	-287.0%	정몽원외 7인	1,861	0.0%
한솔	소프트웨어	한솔넥스지	12.2	4.1	-66.8%	한솔인티큐브(주)외 1인	280	0.0%
한솔	전기장비	한솔신텍	2.1	-5.0	-334.9%	한솔이엠이(주)외 6인	940	0.2%
한솔	전문소매	한솔PNS	2.0	1.4	-31.7%	한솔홀딩스(주)	523	0.0%
한솔	항공화물운송과물류	한솔로지스틱스	1.5	0.9	-37.7%	한솔홀딩스외 2인	461	0.0%
한진	운송인프라	한국공항	4.6	2.8	-39.8%	대한항공	1,374	3.4%
한진중공업	건설	한국종합기술	3.9	2.5	-35.8%	(주)한진중공업홀딩스외 1인	613	0.0%
한진중공업	조선	한진중공업홀딩스	15.5	1.6	-89.8%	조남호외 7인	1,772	11.6%
한화	백화점과일반상점	한화갤러리아타임월드	23.8	19.6	-17.7%	(주)한화갤러리아외 1인	2,526	1.7%
한화	우주항공과국방	한화테크윈	4.1	0.6	-86.3%	(주)한화외 2인	32,409	0.0%
한화	증권	한화투자증권	3.8	-2.5	-167.1%	한화첨단소재외 4인	2,267	0.8%
한화	화학	한화	3.4	1.8	-46.5%	김승연외 11인	26,985	7.8%
한화	화학	한화케미칼	5.9	2.4	-59.1%	(주)한화외 5인	42,850	1.0%

자료: SK 증권

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

대기업집단 리스트 4

대기업집단	산업	종목	10년 OPM	3년 OPM	차이	최대주주	시가총액	자사주 비율
현대	증권	현대증권	5.4	1.5	-72.7%	현대상선외 10인	16,799	0.0%
현대	해운사	현대상선	-1.1	-4.4	-315.6%	현대엘리베이터㈜외 27인	12,849	0.0%
현대백화점	기계	에버다임	7.7	6.2	-18.4%	(주)현대그린푸드외 11인	1,863	0.4%
현대백화점	섬유,의류,신발,호화품	한섬	15.6	10.5	-32.9%	(주)현대홈쇼핑	9,729	10.8%
현대백화점	인터넷과카탈로그소매	현대홈쇼핑	20.0	15.5	-22.6%	(주)현대백화점외 5인	14,880	1.3%
현대산업개발	건설	현대산업	7.7	3.3	-56.5%	정몽규외 8인	34,337	2.4%
현대산업개발	건설	아이콘트롤스	9.2	6.1	-33.2%	정몽규외 5인	2,675	0.0%
현대자동차	광고	이노션	13.9	11.8	-15.1%	정성이외 2인	15,120	0.0%
현대자동차	기계	현대로템	4.3	-0.1	-102.6%	현대자동차외 3인	19,423	0.0%
현대자동차	자동차부품	현대모비스	10.4	8.5	-17.8%	기아자동차외 3인	253,094	2.8%
현대자동차	증권	HMC투자증권	6.4	4.5	-29.8%	현대자동차외 3인	3,154	0.0%
현대중공업	조선	현대중공업	5.9	-2.7	-145.1%	정몽준외 22인	106,020	13.4%
현대중공업	조선	현대미포조선	4.4	-9.1	-305.2%	현대삼호중공업(주)외 7인	16,600	0.3%
효성	디스플레이장비및부품	신화인터텍	3.9	3.0	-23.5%	(주)효성외 2인	1,358	0.4%
효성	방송과엔터테인먼트	갤럭시아에스엠	5.5	1.3	-75.9%	트리니티에셋매니지먼트(외 6인	756	0.0%

자료: SK 증권

Appendix2: 영업이익률 기준 공급과잉 업체 리스트

종목리스트 1

산업	종목	산업	종목	산업	종목
IT서비스	미래아이앤지	건강관리업체및서비스	아미노로직스	건설	동아지질
IT서비스	쌍용정보통신	건강관리장비와용품	원익	건설	신세계건설
IT서비스	동부	건강관리장비와용품	디오	건설	희림
IT서비스	삼성에스디에스	건강관리장비와용품	솔고바이오	건설	아이콘트롤스
IT서비스	대신정보통신	건강관리장비와용품	셀루메드	건설	르네코
IT서비스	현대정보기술	건강관리장비와용품	제이브이엠	건설	대우건설
IT서비스	동양네트웍스	건강관리장비와용품	유앤아이	건설	한미글로벌
IT서비스	콤텍시스템	건강관리장비와용품	멕아이씨에스	건설	유신
IT서비스	인포뱅크	건강관리장비와용품	메타바이오메드	건설	남화토건
IT서비스	한일네트웍스	건강관리장비와용품	휴비츠	건축자재	노루홀딩스
IT서비스	엠피씨	건강관리장비와용품	루트로닉	건축자재	유니온
IT서비스	다날	건강관리장비와용품	뷰웍스	건축자재	일신석재
IT서비스	이루온	건강관리장비와용품	인터로조	건축자재	동화기업
IT서비스	로지시스	건설	대림산업	건축자재	홈센타
IT서비스	네오디안테크놀로지	건설	남광토건	건축제품	대림통상
IT서비스	한컴지엠디	건설	삼부토건	건축제품	정산애강
IT서비스	아이티센	건설	이화공영	건축제품	이건창호
가구	보루네오	건설	도화엔지니어링	건축제품	코리아에스이
가구	퍼시스	건설	삼일기업공사	게임소프트웨어와서비스	바른손이앤에이
가구	코아스	건설	코오롱글로벌	게임소프트웨어와서비스	이스트소프트
가구	디비케이	건설	고려개발	게임소프트웨어와서비스	소프트맥스
가스유틸리티	삼천리	건설	한신공영	게임소프트웨어와서비스	와이디온라인
가스유틸리티	경동가스	건설	신한	게임소프트웨어와서비스	액토즈소프트
가스유틸리티	부산가스	건설	동부건설	게임소프트웨어와서비스	엠게임
가스유틸리티	예스코	건설	GS건설	게임소프트웨어와서비스	게임빌
가스유틸리티	대성홀딩스	건설	태영건설	게임소프트웨어와서비스	조이시티
가스유틸리티	서울가스	건설	삼호개발	게임소프트웨어와서비스	조이맥스
가스유틸리티	E1	건설	두산건설	게임소프트웨어와서비스	위메이드
가스유틸리티	인천도시가스	건설	세보엠이씨	결제관련서비스	한네트
가스유틸리티	지에스이	건설	현대산업	결제관련서비스	한국전자금융
가정용기기와용품	신일산업	건설	일성건설	광고	오리콤
가정용기기와용품	위닉스	건설	계룡건설	광고	제일기획
가정용기기와용품	하츠	건설	한라	광고	지투알
가정용기기와용품	오텍	건설	KCC건설	광고	YG PLUS
가정용기기와용품	대유위니아	건설	한국종합기술	광고	나스미디어
가정용품	삼정펄프	건설	에쓰씨엔지니어링	광고	이엠넷
가정용품	유니더스	건설	동신건설	광고	이노션
가정용품	태양	건설	특수건설	교육서비스	대교
건강관리기술	인피니트헬스케어	건설	삼성엔지니어링	교육서비스	에이원앤

자료: SK 증권

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

종목리스트 2

산업	종목	산업	종목	산업	종목
교육서비스	와이비엠넷	기계	기신정기	디스플레이장비및부품	아이컴포넌트
교육서비스	룽투코리아	기계	이엠코리아	디스플레이장비및부품	티엘아이
교육서비스	멀티캠퍼스	기계	엔에스브이	디스플레이장비및부품	탑엔지니어링
교육서비스	메가스터디	기계	스맥	디스플레이장비및부품	하이쎌
교육서비스	청담러닝	기계	서암기계공업	디스플레이장비및부품	세진티에스
교육서비스	비상교육	기계	우림기계	디스플레이장비및부품	DMS
기계	동양물산	기계	한국정밀기계	디스플레이장비및부품	엘엠에스
기계	에스엠코어	기계	동양피엔에프	디스플레이장비및부품	디이엔티
기계	KC그린홀딩스	기계	디케이락	디스플레이장비및부품	우리이티아이
기계	흥국	기계	우진	디스플레이장비및부품	동아엘텍
기계	화천기계	기계	동일금속	디스플레이장비및부품	제이스텍
기계	계양전기	기계	웰크론강원	디스플레이장비및부품	연이정보통신
기계	디와이	기계	썬텍	디스플레이장비및부품	미래나노텍
기계	대경기계	기계	뉴로스	디스플레이장비및부품	엘디티
기계	수산중공업	기계	제이엔케이히터	디스플레이장비및부품	실리콘웍스
기계	유니슨	기계	신진에스엠	디스플레이장비및부품	테라세미콘
기계	에너토크	기타금융	푸른저축은행	디스플레이장비및부품	피엔티
기계	태광	기타금융	우리종금	레저용장비와제품	알톤스포츠
기계	한국주강	기타금융	메이슨캐피탈	무선통신서비스	SK텔레콤
기계	두산중공업	기타금융	CNH	무역회사와판매업체	LG상사
기계	영풍정밀	기타금융	아주캐피탈	무역회사와판매업체	GS글로벌
기계	에버다임	다각화된통신서비스	KT	무역회사와판매업체	혜인
기계	두산인프라코어	도로와철도운송	AJ렌터카	무역회사와판매업체	현대상사
기계	태웅	디스플레이장비및부품	금호전기	무역회사와판매업체	STX
기계	TPC	디스플레이장비및부품	참엔지니어링	무역회사와판매업체	EG
기계	우진플라임	디스플레이장비및부품	상보	문구류	양지사
기계	아세아텍	디스플레이장비및부품	제이엠아이	문구류	삼성출판사
기계	썬코어	디스플레이장비및부품	SK머티리얼즈	반도체와반도체장비	미래산업
기계	한국테크놀로지	디스플레이장비및부품	인지디스플레	반도체와반도체장비	피델릭스
기계	삼영엠텍	디스플레이장비및부품	우리조명	반도체와반도체장비	시그네틱스
기계	현대로템	디스플레이장비및부품	루멘스	반도체와반도체장비	네패스
기계	에이테크솔루션	디스플레이장비및부품	아이씨디	반도체와반도체장비	성우테크론
기계	STX중공업	디스플레이장비및부품	케이맥	반도체와반도체장비	코아로직
기계	삼원테크	디스플레이장비및부품	서울반도체	반도체와반도체장비	텔레칩스
기계	웰크론한텍	디스플레이장비및부품	레이젠	반도체와반도체장비	에이디칩스
기계	비에이치아이	디스플레이장비및부품	미래컴퍼니	반도체와반도체장비	SKC 솔믹스
기계	엔케이	디스플레이장비및부품	오성엘에스티	반도체와반도체장비	미코
기계	비엠티	디스플레이장비및부품	아이팩토리	반도체와반도체장비	인텍플러스
기계	THE E&M	디스플레이장비및부품	신화인터텍	반도체와반도체장비	티씨케이

자료: SK 증권

종목리스트 3

산업	종목	산업	종목	산업	종목
반도체와반도체장비	원익QnC	백화점과일반상점	한화갤러리아타임월드	생명과학도구및서비스	서흥
반도체와반도체장비	덕산하이메탈	복합기업	두산	생명과학도구및서비스	파나진
반도체와반도체장비	유니퀘스트	복합기업	CJ	생명과학도구및서비스	랩지노믹스
반도체와반도체장비	코디에스	복합기업	SK네트웍스	생명과학도구및서비스	바이오톡스텍
반도체와반도체장비	오킨스전자	복합기업	LG	생명과학도구및서비스	디엔에이링크
반도체와반도체장비	케이엠	복합기업	삼성물산	생명과학도구및서비스	대한과학
반도체와반도체장비	유니테스트	부동산	신라섬유	생물공학	서린바이오
반도체와반도체장비	에이티세미콘	비철금속	영풍	생물공학	바이오니아
반도체와반도체장비	고려반도체	비철금속	제일연마	생물공학	안트로젠
반도체와반도체장비	디엔에프	비철금속	포스코켐텍	생물공학	메디포스트
반도체와반도체장비	넥스트칩	비철금속	삼아알미늄	생물공학	펩트론
반도체와반도체장비	윈팩	비철금속	대양금속	생물공학	진매트릭스
반도체와반도체장비	월덱스	비철금속	포스코엠텍	석유와가스	대성합동지주
반도체와반도체장비	네오피델리티	비철금속	대창	석유와가스	S-Oil
반도체와반도체장비	알파칩스	비철금속	태경산업	석유와가스	흥구석유
반도체와반도체장비	아이텍반도체	비철금속	조일알미늄	석유와가스	GS
반도체와반도체장비	티에스이	비철금속	서원	석유와가스	세원셀론텍
반도체와반도체장비	테스나	비철금속	디씨엠	석유와가스	이아이디
방송과엔터테인먼트	세기상사	비철금속	이구산업	섬유,의류,신발,호화품	LS네트웍스
방송과엔터테인먼트	갤럭시아에스엠	비철금속	황금에스티	섬유,의류,신발,호화품	전방
방송과엔터테인먼트	티비씨	비철금속	쌍용머티리얼	섬유,의류,신발,호화품	대한방직
방송과엔터테인먼트	SBS	비철금속	제낙스	섬유,의류,신발,호화품	남영비비안
방송과엔터테인먼트	CJ헬로비전	비철금속	대호에이엘	섬유,의류,신발,호화품	SG세계물산
방송과엔터테인먼트	한국경제TV	비철금속	동국알앤에스	섬유,의류,신발,호화품	조광피혁
방송과엔터테인먼트	YTN	비철금속	한창산업	섬유,의류,신발,호화품	신영와코루
방송과엔터테인먼트	SBS콘텐츠허브	비철금속	티플랙스	섬유,의류,신발,호화품	F&F
방송과엔터테인먼트	SM C&C	비철금속	DSR	섬유,의류,신발,호화품	신원
방송과엔터테인먼트	대원미디어	비철금속	파버나인	섬유,의류,신발,호화품	영원무역홀딩스
방송과엔터테인먼트	iMBC	사무용전자제품	지엠피	섬유,의류,신발,호화품	유니켐
방송과엔터테인먼트	소리바다	사무용전자제품	스페로 글로벌	섬유,의류,신발,호화품	아가방컴퍼니
방송과엔터테인먼트	KNN	사무용전자제품	신도리코	섬유,의류,신발,호화품	인디에프
방송과엔터테인먼트	제이웨이	상업서비스와공급품	에스원	섬유,의류,신발,호화품	한세예스24홀딩스
방송과엔터테인먼트	에프엔씨애드컬쳐	상업서비스와공급품	시공테크	섬유,의류,신발,호화품	데코앤이
방송과엔터테인먼트	씨씨에스	상업서비스와공급품	C&S자산관리	섬유,의류,신발,호화품	한섬
방송과엔터테인먼트	팬엔터테인먼트	상업서비스와공급품	오르비텍	섬유,의류,신발,호화품	부산방직
방송과엔터테인먼트	CJ CGV	상업서비스와공급품	비츠로시스	섬유,의류,신발,호화품	제이준
방송과엔터테인먼트	씨그널엔터테인먼트그룹	상업서비스와공급품	KTcs	섬유,의류,신발,호화품	제이에스티나
백화점과일반상점	대구백화점	상업서비스와공급품	케이티스	섬유,의류,신발,호화품	에스마크
백화점과일반상점	그랜드백화점	상업서비스와공급품	인선이엔티	섬유,의류,신발,호화품	신세계인터내셔날

자료: SK 증권

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

종목리스트 4

산업	종목	산업	종목	산업	종목
섬유,의류,신발,호화품	코웰패션	식품	사조씨푸드	인터넷소프트웨어와서비스	아이오케이
섬유,의류,신발,호화품	좋은사람들	식품	풀무원	인터넷소프트웨어와서비스	가비아
섬유,의류,신발,호화품	코데즈컴바인	식품	하림홀딩스	인터넷소프트웨어와서비스	이상네트웍스
섬유,의류,신발,호화품	지엔코	식품	신라에스지	자동차	KR모터스
섬유,의류,신발,호화품	웰크론	식품	케이씨피드	자동차부품	오리엔트바이오
섬유,의류,신발,호화품	엠케이트렌드	식품	마니커	자동차부품	S&T중공업
섬유,의류,신발,호화품	아비스타	식품	동원수산	자동차부품	세방전지
섬유,의류,신발,호화품	LF	식품	이지바이오	자동차부품	부산주공
섬유,의류,신발,호화품	형지엘리트	식품	농심홀딩스	자동차부품	모토닉
섬유,의류,신발,호화품	제로투세븐	식품	사조해표	자동차부품	한국프랜지
소프트웨어	인프라웨어	식품	동우	자동차부품	화신
소프트웨어	안랩	식품	중국원양자원	자동차부품	현대모비스
소프트웨어	큐브스	신용평가서비스	NICE	자동차부품	동원금속
소프트웨어	서호전기	신용평가서비스	SCI평가정보	자동차부품	티에이치엔
소프트웨어	이글루시큐리티	에너지장비및서비스	에이치엘비생명과학	자동차부품	서연탑메탈
소프트웨어	투비소프트	에너지장비및서비스	에스에너지	자동차부품	한국큐빅
소프트웨어	한솔넥스지	우주항공과국방	퍼스텍	자동차부품	인지컨트롤스
소프트웨어	디오텍	우주항공과국방	한화테크윈	자동차부품	한일단조
소프트웨어	시큐브	우주항공과국방	아스트	자동차부품	세원물산
소프트웨어	넥스트리밍	우주항공과국방	쎄트렉아이	자동차부품	오스템
소프트웨어	파수닷컴	운송인프라	한국공항	자동차부품	체시스
손해보험	현대해상	은행	우리은행	자동차부품	세종공업
식품	대한제분	은행	신한지주	자동차부품	S&T홀딩스
식품	롯데푸드	은행	하나금융지주	자동차부품	에코플라스틱
식품	한탑	음료	하이트진로	자동차부품	세동
식품	삼양식품	음료	하이트진로홀딩스	자동차부품	구영테크
식품	한성기업	음료	창해에탄올	자동차부품	세진전자
식품	남양유업	음료	풍국주정	자동차부품	성창오토텍
식품	사조대림	음료	국순당	자동차부품	네오티스
식품	농심	인터넷과카탈로그소매	CJ오쇼핑	자동차부품	화신테크
식품	신라교역	인터넷과카탈로그소매	예스24	자동차부품	이원컴포텍
식품	롯데제과	인터넷과카탈로그소매	현대홈쇼핑	자동차부품	광진윈텍
식품	빙그레	인터넷과카탈로그소매	아이에스이커머스	자동차부품	풍강
식품	한일사료	인터넷소프트웨어와서비스	NAVER	자동차부품	케이엔더블유
식품	동원산업	인터넷소프트웨어와서비스	지어소프트	자동차부품	디젠스
식품	사조오양	인터넷소프트웨어와서비스	옴니텔	자동차부품	포메탈
식품	신송홀딩스	인터넷소프트웨어와서비스	필링크	자동차부품	서진오토모티브
식품	우성사료	인터넷소프트웨어와서비스	SK컴즈	자동차부품	화신정공
식품	사조산업	인터넷소프트웨어와서비스	유엔젤	자동차부품	금호엔티

자료: SK 증권

종목리스트 5

산업	종목	산업	종목	산업	종목
자동차부품	세화아이엠씨	전자장비와기기	에스아이티글로벌	제약	대웅
자동차부품	코리아오토글라스	전자장비와기기	인터플렉스	제약	일성신약
전기유틸리티	한전기술	전자장비와기기	피씨디렉트	제약	현대약품
전기장비	가온전선	전자장비와기기	에스티큐브	제약	우리들제약
전기장비	대한전선	전자장비와기기	아이디스홀딩스	제약	녹십자홀딩스
전기장비	LS	전자장비와기기	신성델타테크	제약	녹십자
전기장비	보성파워텍	전자장비와기기	아이씨케이	제약	한미사이언스
전기장비	LS산전	전자장비와기기	대주전자재료	제약	광동제약
전기장비	대한광통신	전자장비와기기	옵트론텍	제약	한올바이오파마
전기장비	일진홀딩스	전자장비와기기	인콘	제약	고려제약
전기장비	이화전기	전자장비와기기	뉴프렉스	제약	명문제약
전기장비	한솔신텍	전자장비와기기	S&K폴리텍	제약	우진비앤지
전기장비	지트리비앤티	전자장비와기기	현우산업	제약	신풍제약
전기제품	삼화콘덴서	전자장비와기기	슈프리마에이치큐	제약	에스텍파마
전기제품	삼화전기	전자장비와기기	아이엠	제약	씨트리
전기제품	성문전자	전자장비와기기	에스디시스템	제약	바이넥스
전기제품	리젠	전자장비와기기	액트	제약	씨티씨바이오
전기제품	성호전자	전자장비와기기	파크시스템스	제약	화일약품
전기제품	크로바하이텍	전자제품	아남전자	제약	종근당바이오
전기제품	파워로직스	전자제품	TJ미디어	제약	대화제약
전기제품	프리엠스	전자제품	신스타임즈	제약	LG생명과학
전기제품	엘앤에프	전자제품	토필드	제약	대웅제약
전기제품	동양이엔피	전자제품	홈캐스트	제약	중앙백신
전문소매	한솔PNS	전자제품	팅크웨어	제약	진바이오텍
전문소매	메디프론	전자제품	삼본정밀전자	제약	이연제약
전자장비와기기	대덕전자	제약	동화약품	제약	코오롱생명과학
전자장비와기기	대동전자	제약	유한양행	제약	KPX생명과학
전자장비와기기	삼화전자	제약	유유제약	조선	한진중공업홀딩스
전자장비와기기	카스	제약	일동제약	조선	현대중공업
전자장비와기기	광전자	제약	삼일제약	조선	삼성중공업
전자장비와기기	일진머티리얼즈	제약	동아쏘시오홀딩스	조선	현대미포조선
전자장비와기기	우리기술	제약	JW중외제약	조선	오리엔탈정공
전자장비와기기	동일기연	제약	삼성제약	조선	동성화인텍
전자장비와기기	이디	제약	안국약품	조선	대우조선해양
전자장비와기기	모아텍	제약	동성제약	조선	현진소재
전자장비와기기	심텍홀딩스	제약	알보젠코리아	조선	케이프
전자장비와기기	바이오스마트	제약	한독	조선	케이에스피
전자장비와기기	코아크로스	제약	제일약품	조선	세진중공업
전자장비와기기	케이피엠테크	제약	국제약품	조선	STX엔진

자료: SK 증권

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

종목리스트 6

산업	종목	산업	종목	산업	종목
조선	한라IMS	철강	고려제강	통신장비	다산네트웍스
조선	대창솔루션	철강	TCC동양	통신장비	우리로
조선	동방선기	철강	동일산업	통신장비	넥스트바이오홀딩스
조선	삼강엠앤티	철강	휴스틸	통신장비	CS
조선	인화정공	철강	POSCO	통신장비	빛과전자
조선	해덕파워웨이	철강	한국특수형강	통신장비	빛샘전자
조선	에스앤더블류	철강	동양철관	통신장비	이노와이어리스
종이와목재	페이퍼코리아	철강	영흥철강	통신장비	유비벨록스
종이와목재	한국제지	철강	원일특강	통신장비	텔레필드
종이와목재	선창산업	철강	동부제철	통신장비	웨이브일렉트로
종이와목재	영풍제지	철강	삼현철강	통신장비	파이오링크
종이와목재	무림P&P	철강	동일철강	통신장비	감마누
종이와목재	국일제지	철강	한국선재	판매업체	한양하이타오
증권	부국증권	철강	광진실업	포장재	수출포장
증권	골든브릿지증권	철강	부국철강	포장재	아세아제지
증권	HMC투자증권	철강	대동스틸	포장재	신풍제지
증권	SK증권	철강	금강철강	포장재	삼광글라스
증권	신영증권	철강	세아홀딩스	포장재	대양제지
증권	한양증권	철강	동양에스텍	포장재	고려포리머
증권	현대증권	철강	DSR제강	포장재	태림포장
증권	유안타증권	철강	하이스틸	포장재	신대양제지
증권	한화투자증권	철강	대한제강	포장재	대림제지
증권	대신증권	철강	스틸플라워	포장재	세하
증권	NH투자증권	철강	Simpac Metalloy	포장재	한국팩키지
증권	미래에셋대우	출판	스포츠서울	포장재	락앤락
증권	삼성증권	컴퓨터와주변기기	청호컴넷	포장재	연우
증권	동부증권	컴퓨터와주변기기	디지아이	항공사	아시아나항공
증권	KTB투자증권	컴퓨터와주변기기	주연테크	항공화물운송과물류	CJ대한통운
증권	미래에셋증권	컴퓨터와주변기기	잉크테크	항공화물운송과물류	국보
증권	한국금융지주	컴퓨터와주변기기	대진디엠피	항공화물운송과물류	동방
증권	이베스트투자증권	컴퓨터와주변기기	한프	항공화물운송과물류	세방
창업투자	큐캐피탈	컴퓨터와주변기기	케이씨티	항공화물운송과물류	한솔로지스틱스
창업투자	제미니투자	컴퓨터와주변기기	푸른기술	항공화물운송과물류	한익스프레스
창업투자	엠벤처투자	컴퓨터와주변기기	세우테크	해운사	현대상선
철강	한국주철관	통신장비	아이카이스트랩	핸드셋	시노펙스
철강	만호제강	통신장비	하이트론	핸드셋	엘컴텍
철강	동국제강	통신장비	바른테크놀로지	핸드셋	서울리거
철강	신화실업	통신장비	케이엠더블유	핸드셋	인탑스
철강	KISCO홀딩스	통신장비	씨엘인터내셔널	핸드셋	우전

자료: SK 증권

종목리스트 7

산업	종목	산업	종목	산업	종목
핸드셋	아이앤씨	화학	SK케미칼		
핸드셋	엔알케이	화학	카프로		
핸드셋	알에프텍	화학	태경화학		
핸드셋	우주일렉트로	화학	동방아그로		
핸드셋	태양씨앤엘	화학	한일화학		
핸드셋	해성옵틱스	화학	한화케미칼		
핸드셋	코렌	화학	OCI		
핸드셋	EMW	화학	진양폴리		
핸드셋	성우전자	화학	롯데케미칼		
핸드셋	신양오라컴	화학	한농화성		
핸드셋	상신이디피	화학	현대페인트		
핸드셋	파트론	화학	금호석유		
핸드셋	이엘케이	화학	원익큐브		
핸드셋	알에프세미	화학	WISCOM		
핸드셋	멜파스	화학	KPX케미칼		
핸드셋	에스맥	화학	남해화학		
핸드셋	하이소닉	화학	에스에스컴텍		
핸드셋	디지탈옵틱	화학	엔피케이		
핸드셋	크루셜텍	화학	에스폴리텍		
호텔레스토랑레저	호텔신라	화학	LG화학		
호텔레스토랑레저	바른손	화학	한진피앤씨		
호텔레스토랑레저	신세계푸드	화학	에프티이앤이		
호텔레스토랑레저	MPK	화학	케이에스씨비		
호텔레스토랑레저	이월드	화학	휴켐스		
화장품	아모레G	화학	KPX그린케미칼		
화장품	위노바	화학	에코프로		
화장품	에이블씨엔씨	화학	켐트로닉스		
화학	이화산업	화학	나노캠텍		
화학	한화	화학	KPX홀딩스		
화학	백광산업	화학	후성		
화학	금양	화학	씨큐브		
화학	코오롱	화학	이엔에프테크놀로지		
화학	경농	화학	에스에프씨		
화학	삼영무역	화학	우노앤컴퍼니		
화학	태광산업	화학	나노신소재		
화학	삼영화학	화학	코오롱플라스틱		
화학	대한화섬				
화학	롯데정밀화학				
화학	코스모화학				

자료: SK 증권

Company Analysis

Happiness Partner SK securities

SK COMPANY Analysis

SK securities

SK (034730/KS | 매수(유지) | T.P 350,000 원(유지))

자체사업 강화와 자회사 가치상승 반영 전망

자회사 실적개선이 지속되고 자체사업도 호조를 보이고 있는 SK 의 주가 상승을 전망한다. 연초 대비 주요 계열사 주가 상승에도 불구하고 지주회사 SK 의 주가는 오히려 하락하였는데 하반기 자체사업의 성장성이 확인됨에 따라 점진적으로 SK 주가에 반영될 전망이다. 하반기에는 스마트팩토링, 물류사업 등 자체 신사업이 강화될 것으로 예상되며 계열사와의 시너지 발생이 가능한 M&A 에 대해서도 검토할 가능성이 높다.

2Q16: 자체사업 및 SK 이노베이션 호조 속 영업이익 개선

SK 2Q16 실적은 매출액 21 조 1,293 억원(1.8% qoq), 영업이익 1 조 6,849 억원(11.4% qoq, OPM: 8.0%)이다. 시장기대치를 상회하는 실적이다. SK 이노베이션 영업이익이 전기 대비 32.5% 증가하며 전체 영업이익 개선을 견인하였다. 시장 우려와 달리 SK E&S 는 영업이익 흑자기조를 유지했으며 본업에서는 IT 서비스와 중고차 부문이 전기 대비 각각 28.8%, 12.4% 증가하며 성장성을 확인했다.

자회사 가치 상승이 SK 주가에 반영될 전망

하반기 SK 의 주가 상승을 예상한다. SK 의 주요 자회사인 SK 이노베이션은 연초 대비 주가가 23.4% 상승했으며 SK 머티리얼즈도 29.9% 상승했다. 이 밖에 SK 텔레콤, SK 네트웍스도 각각 7.8%, 17.1% 주가가 상승하였으나 SK 의 주가는 연초 대비 3.4% 하락하였다. 자회사 기업가치 상승이 지주회사 SK 의 주가에 반영될 것으로 예상한다. 특히 자체사업에서 높은 성장성을 확인된 점도 SK 주가 상승을 예측하게 하는 요인이다. SK E&S 는 전년 대비 이익 감소가 불가피하나 내년 초 장문 발전소 완공 이후 CAPA 확대에 따른 영업이익 턴어라운드가 가능할 전망이다

투자의견 매수, 목표주가 35 만원(유지)

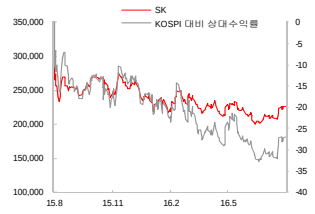
자회사 가치 상승과 자체사업에서 호조를 보이고 있는 SK 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 하반기에도 에센코어, 중고차 등의 성장기조가 유지되는 가운데 스마트팩토링, 물류사업 등의 신규 매출 발생으로 성장 기조가 유지될 것으로 예상한다.

Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data	
자본금	154 억원
발행주식수	7,093 만주
자사주	1,454 만주
액면가	200 원
시가총액	159,366 억원
주요주주	
최태원(외4)	30.88%
SK 자사주	20.65%
외국인지분률	24.70%
배당수익률	1.50%

Stock Data	
주가(16/08/16)	226,500 원
KOSPI	2050.47 pt
52주 Beta	1.24
52주 최고가	310,500 원
52주 최저가	200,000 원
60일 평균 거래대금	262 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.4%	5.2%
6개월	4.4%	-6.6%
12개월	-25.5%	-28.2%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	23,018	24,260	395,698	861,359	921,368	984,877
yoy	%	2.7	5.4	1,531.1	117.7	7.0	6.9
영업이익	억원	2,252	2,715	14,033	60,298	64,771	69,191
yoy	%	12.2	20.6	416.8	329.7	7.4	6.8
EBITDA	억원	2,789	3,287	36,035	110,188	113,289	116,368
세전이익	억원	2,693	1,873	62,388	56,294	64,162	69,274
순이익(지배주주)	억원	2,023	1,273	53,460	13,608	17,948	19,378
영업이익률%	%	9.8	11.2	3.6	7.0	7.0	7.0
EBITDA%	%	12.1	13.6	9.1	12.8	12.3	11.8
순이익률	%	8.8	5.4	14.0	4.9	5.4	5.4
EPS	원	4,045	2,546	95,632	19,340	25,508	27,321
PER	배	33.4	83.9	2.5	11.7	8.9	8.3
PBR	배	2.7	4.1	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	28.8	36.5	19.2	6.0	6.0	5.7
ROE	%	8.5	5.0	70.6	10.4	12.4	12.1
순차입금	억원	12,516	12,771	214,852	169,652	159,654	110,380
부채비율	%	111.7	103.9	141.1	131.6	123.0	113.7

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

자회사 가치 상승과 자체사업 고려 시 추가적인 상승여력 충분

영업가치를 합산한 SK 현주가는 NAV 대비 할인율 40% 수준이다. 역사적으로 가장 높은 할인율이다. 자체사업이 호조를 보이고 있으며 자회사 주가 상승에도 불구하고 지주회사 SK 의 주가는 이를 반영하지 못하고 있다. 상장/비상장 자회사 가치만 17.2 조원으로(현 시가총액: 15.9 조원) 자체사업가치까지 고려 시 추가적인 주가 상승여력이 충분하다고 판단한다.

SK 자회사 가치

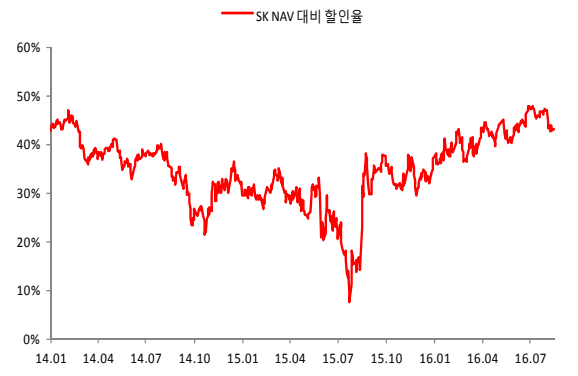
(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	SK이노베이션	140,548	33.0%		46,325
	SK텔레콤	182,889	25.2%		46,125
	SK네트웍스	15,685	39.1%		6,136
	SKC	11,260	41.7%		4,700
	SK머티리얼즈	16,265	49.1%		7,986
	SK증권	3,857	10.0%		386
비상장사	SK E&S		100.0%	26,000	38,112
	SK건설		44.5%	5,453	5,453
	SK해운		83.1%	3,324	3,324
	SK임업		100.0%	614	614
	SK바이오팜		100.0%	3,287	3,287
	SK바이오텍		100.0%	1,638	1,638
	기타 비상장 자회사			8,073	8,073
합계					172,158

자료: SK 증권

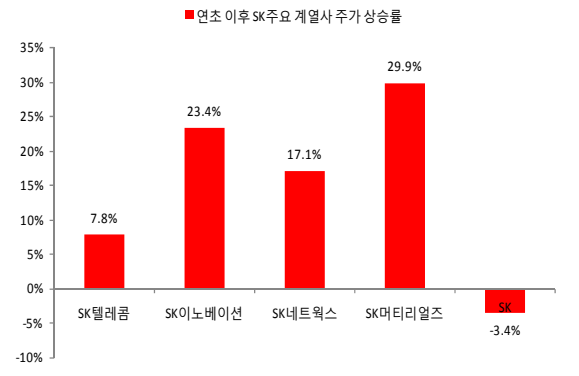
주: SK E&S 는 Target PBR 1.26 배 적용(2015 년 ROE: 12.6%)

SK NAV 대비 할인율



자료: SK 증권

SK 주요 계열사 연초 대비 주가 수익률



자료: SK 증권

SK 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17A	3Q17F	4Q17F	2016F	2017F	2018F
매출액	206,740	210,450	217,233	226,936	221,651	221,210	230,392	248,114	861,359	921,368	984,877
별도기준	11,185	6,558	6,650	7,159	11,145	7,630	7,752	9,009	31,551	35,536	44,042
자회사	195,555	203,893	210,583	219,777	210,506	213,580	222,641	239,104	829,808	885,832	940,835
SK이노베이션 계열	94,582	102,802	104,204	104,271	98,206	108,360	113,457	119,493	405,859	439,516	480,606
SK텔레콤 계열	42,285	42,673	43,030	43,874	43,227	43,475	43,819	44,325	171,862	174,845	177,090
SK네트웍스 계열	45,482	46,575	50,818	53,002	48,774	48,067	50,045	53,306	195,877	200,192	208,135
SKC 계열	5,664	6,009	5,972	5,858	5,442	5,886	6,444	6,882	23,502	24,653	25,156
SK건설 계열	18,857	21,337	23,152	25,417	20,366	23,044	25,468	27,958	88,763	96,836	100,609
SK해운 계열	4,365	4,222	4,636	4,549	4,496	4,433	4,868	4,685	17,772	18,482	18,626
SK E&S 계열	15,996	7,092	6,274	11,349	17,740	8,191	7,428	13,449	40,711	46,807	52,570
영업이익	15,129	16,849	13,988	14,333	19,332	15,143	14,972	15,323	60,298	64,771	69,191
별도기준	6,447	611	1,404	875	6,068	883	1,576	1,142	9,337	9,669	11,251
자회사	8,682	16,238	12,584	13,458	13,264	14,260	13,396	14,181	50,962	55,102	57,940
SK이노베이션 계열	8,448	11,195	6,172	6,531	5,979	7,052	5,395	5,787	32,346	24,214	27,153
SK텔레콤 계열	4,021	4,074	4,261	4,047	4,304	4,484	4,551	4,108	16,403	17,447	17,654
SK네트웍스 계열	205	351	570	679	390	495	596	746	1,805	2,227	2,102
SKC 계열	431	473	381	409	456	514	644	668	1,695	2,282	2,203
SK건설 계열	527	286	903	1,017	467	1,152	1,299	1,342	2,733	4,260	3,960
SK해운 계열	328	258	366	400	417	354	377	399	1,352	1,546	1,529
SK E&S 계열	1,063	92	132	524	1,456	360	520	1,076	1,811	3,412	3,065
영업이익률	7.3%	8.0%	6.4%	6.3%	8.7%	6.8%	6.5%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%
별도기준	57.6%	9.3%	21.1%	12.2%	54.4%	11.6%	20.3%	12.7%	29.6%	27.2%	25.5%
자회사	4.4%	8.0%	6.0%	6.1%	6.3%	6.7%	6.0%	5.9%	6.1%	6.2%	6.2%

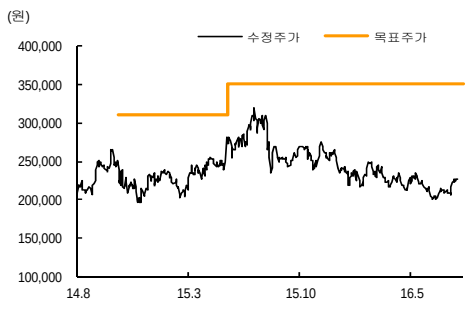
자료: SK 증권, SK

SK 는 성공적인 M&A 경험 보유

SK 기업집단 내 공급과잉 영업이익률 기준을 충족하는 상장사는 부산가스, SK 머티리얼즈, SK 텔레콤, SKC 솔믹스, SK 네트웍스, SK 컴즈, SK 증권, SK 케미칼이 있다. SK 는 계열사와 시너지를 발생시킬 수 있는 M&A 를 통한 성장전략을 지향하고 있어 기활법 활용 여지가 충분하다고 판단한다. 특히 SK 머티리얼즈(주당 93,000 원에 인수), IDS 테크놀로지(현 에센코어), SK 엔카(중고차사업) 등 성공적인 M&A 경험은 SK 의 최대강점이라 판단한다.

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.16	매수	350,000원
	2016.07.13	매수	350,000원
	2016.05.24	매수	350,000원
	2016.05.17	매수	350,000원
	2016.03.15	매수	350,000원
	2016.02.29	매수	350,000원
	2016.02.01	매수	350,000원
	2016.01.14	매수	350,000원
	2015.11.24	매수	350,000원
	2015.08.18	매수	350,000원
	2015.07.08	매수	350,000원
	2015.06.02	매수	350,000원
	2015.04.15	매수	310,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 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 8 월 16 현재 SK 와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 16 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	9,271	297,651	347,609	375,675	435,533
현금및현금성자산	2,460	69,952	115,169	125,167	174,440
매출채권및기타채권	4,555	118,326	117,299	128,246	134,587
재고자산	1,418	56,433	55,944	61,164	64,189
비유동자산	43,799	668,687	658,961	695,138	695,983
장기금융자산	3,683	29,031	27,611	27,611	27,611
유형자산	5,742	394,453	395,002	395,059	396,746
무형자산	1,017	97,494	90,113	79,935	71,245
자산총계	53,070	966,338	1,006,570	1,070,812	1,131,516
유동부채	6,405	259,193	257,910	274,582	284,407
단기금융부채	2,142	83,242	83,089	83,089	83,089
매입채무 및 기타채무	2,576	98,229	97,377	106,464	111,728
단기충당부채	49	3,050	3,403	4,064	4,607
비유동부채	20,641	306,372	313,961	315,988	317,733
장기금융부채	13,760	236,497	242,794	242,794	242,794
장기매입채무 및 기타채무	43	30,346	27,366	24,386	21,405
장기충당부채	0	1,355	1,908	2,598	3,236
부채총계	27,047	565,566	571,871	590,570	602,139
지배주주지분	25,854	125,665	136,920	152,439	169,052
자본금	100	154	154	154	154
자본잉여금	809	56,785	56,619	56,619	56,619
기타자본구성요소	-6,360	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
자기주식	-6,360	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
이익잉여금	31,789	78,017	89,539	105,310	122,175
비지배주주지분	169	275,107	297,779	327,803	360,324
자본총계	26,024	400,773	434,699	480,242	529,377
부채와자본총계	53,070	966,338	1,006,570	1,070,812	1,131,516

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	24,260	395,698	861,359	921,368	984,877
매출원가	21,435	354,954	751,622	804,981	862,461
매출총이익	2,825	40,743	109,736	116,387	122,416
매출총이익률 (%)	11.6	10.3	12.7	12.6	12.4
판매비와관리비	110	26,711	49,438	51,616	53,225
영업이익	2,715	14,033	60,298	64,771	69,191
영업이익률 (%)	11.2	3.6	7.0	7.0	7.0
비영업손익	-843	48,356	-4,005	-608	83
순금융비용	553	2,824	8,808	8,284	7,592
외환관련손익	9	-829	-1,093	-1,093	-1,093
관계기업투자등 관련손익	-387	7,135	1,401	1,398	1,398
세전계속사업이익	1,873	62,388	56,294	64,162	69,274
세전계속사업이익률 (%)	7.7	15.8	6.5	7.0	7.0
계속사업법인세	574	5,801	13,970	14,886	16,072
계속사업이익	1,299	56,587	42,324	49,277	53,203
중단사업이익	0	-1,095	0	0	0
*법인세효과	0	349	0	0	0
당기순이익	1,299	55,493	42,324	49,277	53,203
순이익률 (%)	5.4	14.0	4.9	5.4	5.4
지배주주	1,273	53,460	13,608	17,948	19,378
지배주주귀속 순이익률(%)	5.25	13.51	1.58	1.95	1.97
비지배주주	26	2,033	28,716	31,329	33,825
총포괄이익	1,740	54,535	40,768	47,721	51,647
지배주주	1,715	53,633	13,356	17,696	19,126
비지배주주	26	902	27,412	30,025	32,521
EBITDA	3,287	36,035	110,188	113,289	116,368

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,777	48,598	95,050	61,377	102,071
당기순이익(손실)	1,299	55,493	42,324	49,277	53,203
비현금성항목등	2,318	-16,405	68,352	64,012	63,166
유형자산감가상각비	428	17,132	35,184	35,462	35,607
무형자산상각비	144	4,870	14,705	13,056	11,570
기타	504	-39,001	-3,510	-7,371	-7,371
운전자본감소(증가)	-1,180	15,036	-3,755	-37,886	915
매출채권및기타채권의 감소(증가)	354	12,504	2,717	-10,946	-6,341
재고자산감소(증가)	-615	14,207	1,097	-5,221	-3,024
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-694	-5,914	-2,947	9,087	5,264
기타	-226	-5,761	-4,622	-30,806	5,016
법인세납부	-659	-5,525	-11,871	-14,026	-15,212
투자활동현금흐름	-262	-38,466	-42,296	-35,575	-36,659
금융자산감소(증가)	609	-17,757	-4,661	0	0
유형자산감소(증가)	-1,527	-20,527	-33,827	-35,518	-37,294
무형자산감소(증가)	-118	-2,099	-2,879	-2,879	-2,879
기타	774	1,916	-930	2,822	3,514
재무활동현금흐름	-1,647	-26,831	-7,417	-15,804	-16,139
단기금융부채증가(감소)	-3,416	-28,876	-6,381	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,987	19,640	12,306	0	0
자본의증가(감소)	-1,001	-9,045	0	0	0
배당금의 지급	-672	-1,649	-1,918	-2,177	-2,512
기타	455	-6,900	-13,268	-13,627	-13,627
현금의 증가(감소)	-130	67,492	45,216	9,998	49,273
기초현금	2,591	2,460	69,952	115,169	125,167
기말현금	2,460	69,952	115,169	125,167	174,440
FCF	365	-16,776	62,083	17,634	56,713

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	5.4	1,531.1	117.7	7.0	6.9
영업이익	20.6	416.8	329.7	7.4	6.8
세전계속사업이익	-30.5	3,231.5	-9.8	14.0	8.0
EBITDA	17.9	996.3	205.8	2.8	2.7
EPS(계속사업)	-37.1	3,656.3	-79.8	31.9	7.1
수익성 (%)					
ROE	5.0	70.6	10.4	12.4	12.1
ROA	2.5	10.9	4.3	4.7	4.8
EBITDA마진	13.6	9.1	12.8	12.3	11.8
안정성 (%)					
유동비율	144.7	114.8	134.8	136.8	153.1
부채비율	103.9	141.1	131.6	123.0	113.7
순차입금/자기자본	49.1	53.6	39.0	33.2	20.9
EBITDA/이자비용(배)	5.0	9.9	10.4	10.6	10.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,546	95,632	19,340	25,508	27,321
BPS	51,709	177,177	194,598	216,654	238,349
CFPS	3,689	132,283	90,246	94,465	93,837
주당 현금배당금	2,000	3,400	3,900	4,500	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	104.3	3.4	12.9	9.8	9.1
PER(최저)	47.5	2.1	10.3	7.8	7.3
PBR(최고)	5.1	1.8	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	2.3	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	57.9	1.8	2.5	2.4	2.4
EV/EBITDA(최고)	44.4	20.3	6.2	6.2	5.9
EV/EBITDA(최저)	22.4	17.3	5.8	5.9	5.6

자료 : SK, SK증권 추정

SK COMPANY Analysis

SK securities

LG (003550/KS | 매수(유지) | T.P 91,000 원(유지))

비상장자회사 수익성개선 지속

LG 의 비상장자회사 실적개선이 지속되고 있다. 2Q16 LG CNS 는 효율적인 비용통제를 통해 전기 대비 흑자전환 하였으며 LG 실트론, 서브원도 영업이익이 개선되었다. LG 는 지주회사 내 NAV 대비 할인율 측면에서 밸류에이션 매력을 보유하고 있다. 상장자회사인 LG 전자의 VC 사업부와 LG 화학의 배터리 등 신사업에서의 성과가 가시화 될 경우 탄력적인 주가 상승이 가능할 전망이다

2Q16: 비상장자회사 실적개선으로 기대치 상회

LG 2Q16 실적은 매출액 2 조 6,816 억원(14.0% qoq), 영업이익 4,177 억원(26.9% qoq, OPM: 15.6%)이다. 비상장자회사 실적개선으로 시장기대치(영업이익: 3,662 억원)를 상회하는 호실적을 기록하였다. LG CNS 는 효율적인 비용통제로 전기 영업이익 47 억원 적자에서 265 억원 흑자전환 하였고 서브원과 실트론도 전기 대비 영업이익이 각각 18.0%, 487.4% 증가하면서 LG 실적개선에 기여하였다.

비장장자회사의 수익성 개선 지속

LG 비상장자회사의 수익성 개선은 하반기에도 지속될 전망이다. LG CNS 는 효율적인 인력배치 등의 비용절감 노력으로 2016 년 영업이익이 전년 대비 125.2% 증가한 1,888 억원으로 예상된다. LG 실트론과 서브원도 매출 믹스개선과 계열사 매출 확대로 수익성 개선이 가능할 전망이다. 이들의 2016 년 영업이익은 각각 20.7%, 310.7% 증가할 전망이다. 이로 인해 LG 의 연결영업이익률은 2015 년 11.4%에서 2016 년 13.8%로 상승하며 수익성 개선이 가능할 전망이다.

투자의견 매수(유지)

LG 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 연결 매출로 인식되는 비상장자회사의 실적 개선이 하반기에도 지속되며 LG 수익성 개선을 견인할 것으로 예상하기 때문이다. LG 전자 VC 사업부 성장과 LG 화학의 중국 5 차 배터리 인증이 확인된다면 LG 의 저평가 매력이 부각되어 주가 상승을 견인할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

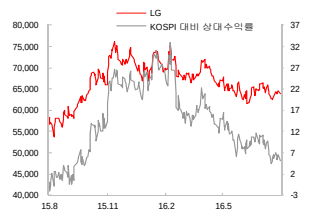
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	97,992	98,654	99,682	107,384	113,565	118,499
yoy	%	1.1	0.7	1.0	7.7	5.8	4.4
영업이익	억원	11,539	10,441	11,380	14,796	15,512	16,259
yoy	%	-6.3	-9.5	9.0	30.0	4.8	4.8
EBITDA	억원	14,778	13,469	14,470	17,720	18,125	18,370
세전이익	억원	10,790	9,557	10,754	14,269	15,226	16,230
순이익(지배주주)	억원	8,961	8,445	9,442	12,500	13,346	14,234
영업이익률%	%	11.8	10.6	11.4	13.8	13.7	13.7
EBITDA%	%	15.1	13.7	14.5	16.5	16.0	15.5
순이익률	%	8.5	8.5	9.5	11.8	11.9	12.1
EPS	원	5,808	4,770	5,369	7,107	7,588	8,093
PER	배	11.0	12.8	13.2	9.0	8.4	7.9
PBR	배	1.0	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	8.5	9.0	9.3	6.2	5.4	4.6
ROE	%	7.8	7.0	7.5	9.3	9.2	9.1
순차입금	억원	7,618	10,486	6,726	-5,347	-18,669	-31,266
부채비율	%	36.7	37.7	36.2	34.5	33.2	33.0

Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data	
자본금	8,794 억원
발행주식수	17,587 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	111,644 억원
주요주주	
구본무(외35)	48.44%
국민연금공단	7.06%
외국인지분률	26.40%
배당수익률	2.00%

Stock Data	
주가(16/08/16)	64,700 원
KOSPI	2050.47 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	76,100 원
52주 최저가	53,700 원
60일 평균 거래대금	132 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.2%	-2.7%
6개월	-6.2%	-16.1%
12개월	15.3%	11.1%

목표주가 91,000 원 유지

LG 에 대한 목표주가는 91,000 원을 유지한다. 연초 대비 LG 화학과 LG 생활건강의 주가가 각각 23.4%, 14.1% 하락하였으나(LG 주가 7.9% 하락) LG 전자, LG 유플러스, 지투알의 주가가 상승했으며 LG 의 현주가는 NAV 대비 할인율이 40%를 상회하여 추가적인 주가 상승이 가능하다고 판단한다.

LG 목표주가 산정

구분	내용
자체사업 가치	26,092
자회사 가치	127,766
순차입금	3,586
적정 시가총액	157,444
발행주식수	172,557,131
목표주가	91,242

자료: SK 증권

주: 자체사업 가치는 2016 년 예상 브랜드수수료 대비 10 배 적용

지분가치

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LG 전자	85,751	33.7%		28,873
	LG 화학	175,618	33.5%		58,885
	LG 하우시스	11,299	33.5%		3,789
	LG 생활건강	154,620	34.0%		52,617
	LG 생명과학	11,770	30.4%		3,582
	LG 유플러스	51,520	36.0%		18,570
	지투알	1,367	35.0%		478
	실리콘웍스	5,188	33.1%		1,716
	LG 자사주	111,644	0.1%		61
비상장	LG MMA		50.0%	1,154	1,154
	LG 실트론		51.0%	2,396	2,396
	루셈		64.8%	294	294
	LG CNS		85.0%	3,305	3,305
	서브원		100.0%	2,501	2,501
	LG 경영개발원		100.0%	172	172
	LG 스포츠		100.0%	1,061	1,061
	LG Holdings Japan Co., Ltd.		100.0%	1,910	1,910
	기타			1,161	1,161
합계					182,523
할인율					30%
자회사 가치					127,766

자료: SK 증권

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

LG 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

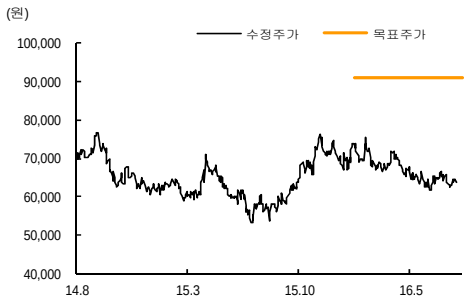
	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	21,539	24,151	25,910	28,082	23,524	26,816	27,837	29,208	99,682	107,384	113,565
LG지주회사	3,033	875	902	931	3,465	847	908	940	5,741	6,160	6,632
LG CNS 계열	5,832	7,970	8,856	13,355	6,582	8,080	9,307	13,475	36,014	37,444	38,509
서브원 계열	11,536	11,673	12,300	12,895	12,158	13,694	13,985	13,978	48,403	53,815	58,475
LG실트론 계열	2,255	2,191	2,390	2,319	2,375	2,415	2,507	2,460	9,154	9,757	10,032
루셈	719	400	400	346	306	314	277	294	1,865	1,191	1,126
LG경영개발원	173	197	217	180	171	219	230	201	768	821	825
LG솔라에너지	34	40	36	-	-	-	-	-	109	-	-
LG스포츠	22	181	215	49	36	160	228	53	466	476	511
LG HoldingsJapan.Co.,Ltd	19	19	19	20	22	22	21	20	77	85	94
영업이익	1,999	3,419	3,732	2,229	3,292	4,177	4,137	3,190	11,380	14,796	15,512
LG지주회사	2,639	395	419	495	3,047	326	484	521	3,948	4,377	4,722
LG CNS 계열	-196	16	267	751	-47	265	363	1,307	838	1,888	2,103
서브원 계열	364	320	378	279	359	424	376	459	1,341	1,619	1,690
LG실트론 계열	-141	7	103	86	13	78	85	50	55	226	381
루셈	21	8	4	0	-11	-0	3	6	32	-2	7
LG경영개발원	-4	-2	15	4	-5	7	11	17	14	29	22
LG솔라에너지	16	22	18	-	-	-	-	-	56	-	-
LG스포츠	-88	71	101	-108	-73	94	81	-84	-24	18	68
LG HoldingsJapan.Co.,Ltd	15	14	-2	4	17	15	7	12	31	52	47
영업이익률	9.3%	14.2%	14.4%	7.9%	14.0%	15.6%	14.9%	10.9%	11.4%	13.8%	13.7%

자료: SK 증권, LG

지주회사 주도의 M&A 전략 구사 용이

LG 기업집단 내 공급과잉 영업이익률 기준을 충족하는 상장사는 지투알, 실리콘웍스, LG 상사, LG, LG 생명과학, LG 화학이 있다. 경쟁 대기업집단 대비 성장성 측면에서 고민하고 있는 LG 는 기활법을 이용해 성장을 추구할 가능성이 높다고 판단한다. 특히 순수지주회사 체제로 안정적인 지배구조를 확보하고 있는 LG 는 지주회사 주도의 M&A 전략을 펼치기 용이하다는 것이 장점이다.

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.16	매수	91,000원
	2016.07.13	매수	91,000원
	2016.06.20	매수	91,000원
	2016.05.18	매수	91,000원
	2016.02.01	매수	91,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 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 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 16 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%

Analyst **최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	38,512	41,556	54,825	69,887	86,607
현금및현금성자산	4,972	8,704	21,405	34,727	47,324
매출채권및기타채권	25,996	24,595	25,581	27,053	30,540
재고자산	3,077	3,435	3,573	3,779	4,266
비유동자산	134,815	139,678	137,981	135,536	133,544
장기금융자산	1,039	931	955	955	955
유형자산	24,777	24,713	22,786	20,372	18,442
무형자산	1,345	1,166	1,020	924	847
자산총계	173,327	181,234	192,806	205,424	220,151
유동부채	28,968	27,126	31,033	32,363	35,511
단기금융부채	6,864	4,919	7,951	7,951	7,951
매입채무 및 기타채무	16,489	16,066	16,710	17,672	19,950
단기충당부채	241	364	379	401	452
비유동부채	18,501	21,025	18,409	18,855	19,047
장기금융부채	11,964	14,280	11,288	11,288	11,288
장기매입채무 및 기타채무	0	0	161	161	161
장기충당부채	127	277	288	330	344
부채총계	47,469	48,152	49,443	51,217	54,558
지배주주지분	122,519	129,755	139,926	150,644	161,905
자본금	8,794	8,794	8,794	8,794	8,794
자본잉여금	23,627	23,617	23,615	23,615	23,615
기타자본구성요소	-24	-24	-24	-24	-24
자기주식	-24	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	91,532	98,717	108,717	119,476	130,778
비지배주주지분	3,339	3,327	3,437	3,562	3,687
자본총계	125,858	133,082	143,363	154,206	165,592
부채와자본총계	173,327	181,234	192,806	205,424	220,151

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	98,654	99,682	107,384	113,565	118,499
매출원가	83,619	83,410	89,346	94,720	98,712
매출총이익	15,035	16,272	18,038	18,845	19,787
매출총이익률 (%)	15.2	16.3	16.8	16.6	16.7
판매비와관리비	4,594	4,892	3,243	3,333	3,528
영업이익	10,441	11,380	14,796	15,512	16,259
영업이익률 (%)	10.6	11.4	13.8	13.7	13.7
비영업손익	-884	-626	-527	-286	-29
순금융비용	605	607	504	239	-17
외환관련손익	9	47	-3	-3	-3
관계기업투자등 관련손익	8	2	0	0	0
세전계속사업이익	9,557	10,754	14,269	15,226	16,230
세전계속사업이익률 (%)	9.7	10.8	13.3	13.4	13.7
계속사업법인세	1,271	1,316	1,653	1,764	1,880
계속사업이익	8,287	9,438	12,616	13,462	14,350
중단사업이익	56	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	8,343	9,438	12,616	13,462	14,350
순이익률 (%)	8.5	9.5	11.8	11.9	12.1
지배주주	8,445	9,442	12,500	13,346	14,234
지배주주귀속 순이익률(%)	8.56	9.47	11.64	11.75	12.01
비지배주주	-103	-4	116	116	116
총포괄이익	6,594	9,003	12,584	13,430	14,318
지배주주	6,741	9,005	12,459	13,305	14,193
비지배주주	-147	-3	125	125	125
EBITDA	13,469	14,470	17,720	18,125	18,370

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	4,758	7,494	15,153	16,251	15,614
당기순이익(손실)	8,343	9,438	12,616	13,462	14,350
비현금성항목등	-74	-1,131	2,837	4,663	4,020
유형자산감가상각비	2,738	2,816	2,687	2,415	1,930
무형자산상각비	290	275	237	199	180
기타	775	1,123	362	43	43
운전자본감소(증가)	-2,231	526	1,385	-110	-875
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,519	718	1,082	-1,472	-3,487
재고자산감소(증가)	301	-473	-155	-206	-487
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,079	-246	-5,354	962	2,278
기타	-1,092	527	5,812	606	821
법인세납부	-1,279	-1,338	-1,685	-1,764	-1,880
투자활동현금흐름	-5,258	-1,669	537	437	694
금융자산감소(증가)	-226	-397	975	0	0
유형자산감소(증가)	-3,557	-2,562	-655	0	0
무형자산감소(증가)	-269	-102	-103	-103	-103
기타	-1,206	1,391	320	540	797
재무활동현금흐름	-1,305	-2,097	-2,995	-3,366	-3,711
단기금융부채증가(감소)	-1,138	-1,834	-235	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,297	2,173	300	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,785	-1,785	-2,287	-2,587	-2,932
기타	-678	-650	-3,060	-779	-779
현금의 증가(감소)	-1,846	3,729	12,701	13,322	12,597
기초현금	6,821	4,975	8,704	21,405	34,727
기말현금	4,975	8,704	21,405	34,727	47,324
FCF	9,113	12,000	15,054	16,115	15,508

자료 : LG, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	0.7	1.0	7.7	5.8	4.4
영업이익	-9.5	9.0	30.0	4.8	4.8
세전계속사업이익	-11.4	12.5	32.7	6.7	6.6
EBITDA	-8.9	7.4	22.5	2.3	1.4
EPS(계속사업)	-17.9	12.5	32.4	6.8	6.7
수익성 (%)					
ROE	7.0	7.5	9.3	9.2	9.1
ROA	4.9	5.3	6.8	6.8	6.7
EBITDA마진	13.7	14.5	16.5	16.0	15.5
안정성 (%)					
유동비율	133.0	153.2	176.7	216.0	243.9
부채비율	37.7	36.2	34.5	33.2	33.0
순차입금/자기자본	8.3	5.1	-3.7	-12.1	-18.9
EBITDA/이자비용(배)	15.7	18.1	22.8	23.3	23.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,770	5,369	7,107	7,588	8,093
BPS	69,664	73,778	79,561	85,655	92,058
CFPS	6,524	7,126	8,770	9,074	9,293
주당 현금배당금	1,000	1,300	1,500	1,700	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.1	14.2	10.6	9.9	9.3
PER(최저)	11.2	9.9	8.7	8.1	7.6
PBR(최고)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
PCR	9.4	9.9	7.3	7.0	6.9
EV/EBITDA(최고)	11.1	10.0	7.4	6.5	5.7
EV/EBITDA(최저)	8.0	7.2	6.0	5.2	4.4

SK COMPANY Analysis

SK securities

CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 260,000 원(하향))

하반기에는 실적개선 가능성 높음

CJ 2Q16 실적은 낮아진 눈높이를 충족하는 실적이었다. 낮아진 눈높이는 CJ 제일제당, CJ CGV 등의 주요 계열사 영업이익이 전기 대비 하락하였기 때문이다. 계열사 실적부진으로 CJ NAV 도 연초 대비 하락하며 주가하락의 원인이 되었는데 하반기 자회사 턴어라운드 가능성이 높다고 판단한다. 주가하락에도 타 지주사 대비 높은 밸류에이션을 보유하고 있으나 자회사 수익성 개선 및 성장성 확인으로 높은 밸류에이션은 정당화 될 수 있다고 판단한다

2Q16: 낮아진 기대감 충족

CJ 2Q16 실적은 매출액 5 조 8,788 억원(3.4% qoq), 영업이익 3,288 억원(-6.7% qoq, OPM: 5.6%)이다. 낮아진 시장기대치 수준의 영업이익이다. 영업이익의 감소는 주요 자회사 실적부진에 기인하는데 전기 대비 영업이익이 CJ 제일제당 9.6%, CJ CGV 95.2%, CJ 오쇼핑 8.0% 감소하였다. 자회사 수익성 악화로 인해 CJ CGV, CJ 오쇼핑 주가가 각각 연초 대비 28.5%, 12.0% 하락하며 CJ 주가 하락(연초 대비 17.6% 하락)으로 이어졌다.

하반기 자회사 턴어라운드 가능성 주목

상반기 CJ 자회사의 실적 부진은 주가하락으로 이어졌다. 하지만 하반기 주요 자회사의 턴어라운드를 예상한다. CJ 제일제당은 가공식품 부문의 주력제품 판매호조가 유지되는 가운데 중국 사료업 업황 개선으로 바이오 부문의 회복세가 예상된다. 중국 점유율 확대가 예상되는 CJ CGV 도 상반기 실적부진을 만회할 전망이다. 또한 CJ 오쇼핑은 비용통제를 통한 실적 개선세가 지속될 전망이다.

투자의견 매수(유지)

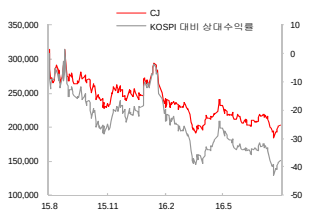
CJ 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 상반기 주요 자회사 실적 부진에도 불구하고 하반기 턴어라운드 가능성이 확대되고 있기 때문이다. 타 지주사 대비 높은 밸류에이션은 자회사 수익성 회복과 성장성 확인을 통해 정당화될 수 있을 것으로 판단한다.

Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data	
자본금	1,578 억원
발행주식수	2,916 만주
자사주	297 만주
액면가	5,000 원
시가총액	58,602 억원
주요주주	
이재현(외4)	43.31%
CJ 자사주	10.20%
외국인지분률	18.50%
배당수익률	0.70%

Stock Data	
주가(16/08/16)	201,000 원
KOSPI	2050.47 pt
52주 Beta	1.08
52주 최고가	314,500 원
52주 최저가	183,500 원
60일 평균 거래대금	147 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.3%	-9.0%
6개월	-16.3%	-25.0%
12개월	-35.6%	-37.9%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	188,517	195,723	211,667	239,587	266,725	289,906
yoy	%	6.9	3.8	8.2	13.2	11.3	8.7
영업이익	억원	7,861	10,031	12,253	14,058	15,847	17,466
yoy	%	-26.1	27.6	22.2	14.7	12.7	10.2
EBITDA	억원	19,264	22,422	25,636	28,205	31,878	32,166
세전이익	억원	4,303	7,973	7,349	8,766	9,901	12,175
순이익(지배주주)	억원	1,496	2,092	2,058	2,762	3,903	5,667
영업이익률%	%	4.2	5.1	5.8	5.9	5.9	6.0
EBITDA%	%	10.2	11.5	12.1	11.8	12.0	11.1
순이익률	%	1.7	2.6	2.6	2.7	2.9	3.3
EPS	원	4,782	6,678	6,559	8,794	12,424	18,041
PER	배	24.4	23.4	38.3	23.1	16.3	11.3
PBR	배	1.1	1.4	2.2	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	8.5	7.9	8.2	6.9	5.6	5.0
ROE	%	4.7	6.3	5.9	7.4	9.7	12.6
순차입금	억원	72,591	70,898	67,530	60,627	39,342	18,677
부채비율	%	157.2	154.0	138.9	147.3	144.7	140.4

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

CJ 에 대한 목표주가를 260,000 원으로 하향한다. 주요 자회사 실적 부진에 따른 주가 하락으로 CJ 의 NAV 가 동반하락 하였기 때문이다. 비상장사 중 CJ 올리브네트웍스는 높은 성장성을 보유하고 있음에도 불구하고 장부가만 반영하였기 때문에 추가적인 NAV 상승요인이라 판단한다.

CJ 목표주가 산정 (단위: 억원, 주, 원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ제일제당	52,447	36.7%		19,269
	CJ CGV	18,685	39.0%		7,291
	CJ오쇼핑	10,169	40.1%		4,073
	CJ프레시웨어	5,081	47.5%		2,412
	CJ E&M	26,570	40.2%		10,679
	CJ대한통운	49,503	40.2%		19,883
	CJ자사주	58,602	10.2%		5,977
비상장	CJ건설			1,219	1,219
	CJ푸드빌			918	918
	씨제이올리브네트웍스			1,328	1,328
합계					73,048
할인율					8.6%
자회사 가치					66,766
브랜드수수료					8,483
순차입금					579
적정 시가총액					74,670
발행주식수					29,128,248
목표주가					256,348
현주가					203,000
업사이드					26.3%

자료: SK 증권, CJ
주 1: 할인율은 2015 년 이후 평균 할인율
주 2: 브랜드수수료는 예상 브랜드수수료의 10 배

CJ 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	49,706	51,692	55,264	55,005	56,875	58,788	61,797	62,127	211,667	239,587	266,725
CJ별도	399	204	280	215	435	228	239	239	1,098	1,141	1,237
CJ제일제당	31,199	31,650	33,664	32,732	35,340	36,096	37,607	36,483	129,245	145,526	158,933
CJ CGV	2,575	2,784	3,581	2,995	3,143	3,146	4,633	4,291	11,935	15,213	19,090
CJ E&M	2,931	2,992	3,700	3,850	3,135	3,573	3,894	4,237	13,473	14,838	15,923
CJ오쇼핑	5,791	5,888	5,531	5,877	5,440	5,549	5,340	5,920	23,086	22,248	22,343
CJ프레시웨이	4,672	5,178	5,409	5,465	5,358	5,970	6,215	6,268	20,724	23,811	28,164
CJ푸드빌	2,880	2,854	3,036	3,293	3,143	3,029	3,252	3,501	12,063	12,926	13,949
씨제이올리브네트웍스	2,272	2,679	2,648	2,959	3,189	3,442	3,185	3,573	10,558	13,389	16,454
CJ건설	1,068	1,251	1,354	1,617	1,531	1,397	1,287	1,449	5,290	5,664	5,826
영업이익	3,358	3,071	3,641	2,183	3,523	3,288	3,914	3,333	12,253	14,058	15,847
CJ별도	290	99	88	52	422	111	136	144	529	813	707
CJ제일제당	2,254	1,918	2,225	1,118	2,328	2,106	2,540	1,881	7,514	8,855	9,831
CJ CGV	145	86	390	48	177	8	467	196	669	849	1,341
CJ E&M	92	178	136	121	89	141	163	260	527	653	1,011
CJ오쇼핑	631	456	499	510	591	544	470	590	2,097	2,194	2,403
CJ프레시웨이	33	118	102	60	32	91	105	81	315	309	309
영업이익률	6.8%	5.9%	6.6%	4.0%	6.2%	5.6%	6.3%	5.4%	5.8%	5.9%	5.9%

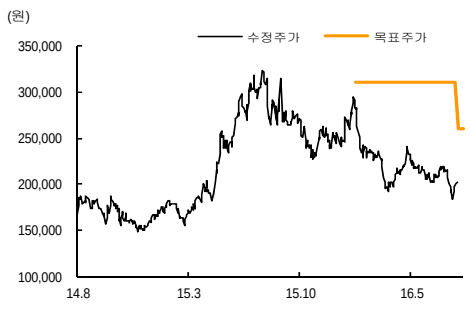
자료: SK 증권, CJ

CJ 성장 전략이 탄력 받을 전망

CJ 기업집단 내 공급과잉 영업이익률 기준을 충족하는 상장사는 CJ 헬로비전, CJ CGV, CJ, CJ 오쇼핑, CJ 대한통운이 있다. 높은 성장을 추구하는 CJ 의 전략 상 M&A 는 가장 빠른 성장 전력이다. 또한 순수지주회사로 총수가 복귀함에 따라 책임경영을 통해 CJ 성장전략이 탄력을 받을 전망이다.

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.16	매수	260,000원
	2016.02.01	매수	310,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 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 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 16 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	69,939	69,502	95,111	121,419	147,573
현금및현금성자산	9,912	11,951	33,966	55,252	75,917
매출채권및기타채권	29,538	29,042	32,802	36,200	39,346
재고자산	14,218	14,954	16,890	18,640	20,260
비유동자산	160,454	166,119	170,061	160,537	152,748
장기금융자산	7,116	6,891	7,050	7,050	7,050
유형자산	91,089	94,756	93,819	85,213	77,395
무형자산	43,131	42,496	45,559	43,016	41,013
자산총계	230,393	235,621	265,171	281,957	300,320
유동부채	72,008	76,845	89,908	93,315	97,261
단기금융부채	36,244	40,415	49,616	49,616	49,616
매입채무 및 기타채무	20,889	23,191	26,194	28,907	31,420
단기충당부채	142	98	110	121	131
비유동부채	67,687	60,142	68,015	73,422	78,145
장기금융부채	54,017	45,893	49,742	49,742	49,742
장기매입채무 및 기타채무	421	346	346	346	346
장기충당부채	204	179	201	221	248
부채총계	139,694	136,987	157,922	166,737	175,406
지배주주지분	34,054	36,012	38,344	42,093	47,567
자본금	1,575	1,577	1,578	1,578	1,578
자본잉여금	9,840	9,889	9,901	9,901	9,901
기타자본구성요소	-2,859	-2,501	-2,786	-2,786	-2,786
자기주식	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863
이익잉여금	23,613	25,247	27,641	31,163	36,411
비지배주주지분	56,645	62,623	68,905	73,126	77,347
자본총계	90,699	98,635	107,249	115,219	124,915
부채와자본총계	230,393	235,621	265,171	281,957	300,320

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	195,723	211,667	239,587	266,725	289,906
매출원가	134,824	144,736	161,664	171,513	177,566
매출총이익	60,899	66,932	77,923	95,212	112,340
매출총이익률 (%)	31.1	31.6	32.5	35.7	38.8
판매비와관리비	50,868	54,678	63,865	79,365	94,874
영업이익	10,031	12,253	14,058	15,847	17,466
영업이익률 (%)	5.1	5.8	5.9	5.9	6.0
비영업손익	-2,058	-4,904	-5,292	-5,946	-5,292
순금융비용	2,637	2,402	2,302	1,940	1,286
외환관련손익	-521	-1,320	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3,710	1,614	818	818	818
세전계속사업이익	7,973	7,349	8,766	9,901	12,175
세전계속사업이익률 (%)	4.1	3.5	3.7	3.7	4.2
계속사업법인세	2,887	1,838	2,223	2,218	2,727
계속사업이익	5,086	5,511	6,543	7,683	9,448
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,086	5,511	6,543	7,683	9,448
순이익률 (%)	2.6	2.6	2.7	2.9	3.3
지배주주	2,092	2,058	2,762	3,903	5,667
지배주주귀속 순이익률(%)	1.07	0.97	1.15	1.46	1.95
비지배주주	2,995	3,453	3,781	3,781	3,781
총포괄이익	5,374	4,957	7,210	8,350	10,114
지배주주	2,180	1,823	2,989	4,129	5,893
비지배주주	3,195	3,133	4,221	4,221	4,221
EBITDA	22,422	25,636	28,205	31,878	32,166

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	17,059	20,354	28,969	27,864	27,251
당기순이익(손실)	7,973	7,349	7,251	7,683	9,448
비현금성항목등	13,301	16,896	20,611	24,194	22,719
유형자산감가상각비	7,345	7,609	8,003	8,607	7,817
무형자산상각비	5,046	5,774	6,144	7,424	6,883
기타	2,284	1,977	3,008	4,824	4,824
운전자본감소(증가)	-1,839	-1,435	3,149	-1,857	-2,189
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,048	-1,522	-205	-3,398	-3,146
재고자산감소(증가)	-947	-675	-1,869	-1,750	-1,620
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	584	1,237	700	2,713	2,512
기타	571	-475	4,523	577	65
법인세납부	-2,376	-2,456	-2,042	-2,156	-2,727
투자활동현금흐름	-18,791	-12,673	-12,076	-3,070	-3,037
금융자산감소(증가)	-6,568	4,273	1,828	0	0
유형자산감소(증가)	-9,399	-10,799	-6,489	0	0
무형자산감소(증가)	-5,664	-5,067	-4,881	-4,881	-4,881
기타	2,840	-1,079	-2,534	1,811	1,844
재무활동현금흐름	-719	-5,710	5,153	-3,509	-3,549
단기금융부채증가(감소)	-8,482	-16,026	1,811	0	0
장기금융부채증가(감소)	9,159	10,169	5,135	0	0
자본의증가(감소)	31	37	9	0	0
배당금의 지급	-706	-773	-385	-380	-419
기타	-721	883	-1,699	-3,130	-3,130
현금의 증가(감소)	-2,492	2,039	22,016	21,285	20,665
기초현금	12,403	9,912	11,951	33,966	55,252
기말현금	9,912	11,951	33,966	55,252	75,917
FCF	4,440	6,642	10,984	21,284	21,185

자료 : CJ, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	3.8	8.2	13.2	11.3	8.7
영업이익	27.6	22.2	14.7	12.7	10.2
세전계속사업이익	85.3	-7.8	19.3	13.0	23.0
EBITDA	16.4	14.3	10.0	13.0	0.9
EPS(계속사업)	39.7	-1.8	34.1	41.3	45.2
수익성 (%)					
ROE	6.3	5.9	7.4	9.7	12.6
ROA	2.3	2.4	2.6	2.8	3.3
EBITDA마진	11.5	12.1	11.8	12.0	11.1
안정성 (%)					
유동비율	97.1	90.4	105.8	130.1	151.7
부채비율	154.0	138.9	147.3	144.7	140.4
순차입금/자기자본	78.2	68.5	56.5	34.2	15.0
EBITDA/이자비용(배)	6.7	8.9	9.0	10.2	10.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,678	6,559	8,794	12,424	18,041
BPS	108,643	114,710	122,053	133,988	151,414
CFPS	46,240	49,215	53,834	63,461	64,842
주당 현금배당금	950	1,350	1,450	1,600	1,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.0	49.4	33.4	23.7	16.3
PER(최저)	17.1	23.7	20.9	14.8	10.2
PBR(최고)	1.7	2.8	2.4	2.2	1.9
PBR(최저)	1.1	1.4	1.5	1.4	1.2
PCR	3.4	5.1	3.8	3.2	3.1
EV/EBITDA(최고)	8.3	9.0	7.9	6.4	5.9
EV/EBITDA(최저)	7.3	7.0	6.7	5.4	4.8

SK COMPANY Analysis

SK securities

한화 (000880/KS | 매수(유지) | T.P 44,000 원(상향))

비경상적 이벤트 제외하면 하반기에도 견조한 실적 전망

한화 2Q16 실적은 한화케미칼의 어닝서프라이즈와 자체사업의 호조 속에 시장기대치를 상회하는 호실적을 기록하였다 자체사업과 한화케미탈, 한화테크윈 등은 하반기에도 견조한 실적을 예상한다. 한화건설의 해외 프로젝트 손실 반영, 우선주 유상증자 등 비경상적 이벤트가 예정되어 있음에도 불구하고 현재는 불확실성 해소 구간으로 비경상적 이벤트 이후 본격적으로 한화의 성장성 및 수익성이 부각될 전망이다.

2Q16: 시장 기대치 크게 상회

한화 2Q16 실적은 매출액 10 조 8,649 억원(-9.7%), 영업이익 5,488 억원(33.6% qoq, OPM: 5.1%)이다. 영업이익 시장 기대치(3,426 억원)를 크게 상회하는 양호한 실적이다. 방산 등 한화별도 부문의 이익 개선이 지속되었으며 한화케미칼이 주요 제품의 스프레드 확대로 전기 대비 높은 이익성장을 기록했기 때문이다. 한화건설도 국내 사업의 이익률 개선과 2 분기 반영이 예상되었던 해외 프로젝트 손실이 반영되지 않으며 높은 영업마진(8.0%)을 기록하였다.

불확실성 해소 구간

하반기 한화의 불확실성이 제거될 것으로 예상한다. 우선주 3,820 억원 발행은 주가 희석요인이지만 발행 이후 한화테크윈 인수대금 확보 및 재무구조 개선이 가능할 전망이다. 우선신주가 상장되는 10 월 이후 불확실성이 제거될 전망이다. 한화건설의 해외프로젝트 손실 반영리스크가 있으나 이를 제외한 국내 부문에서의 수익성이 확인된 점은 긍정적이다. 자체사업과 케미칼 부문의 호조는 하반기에도 지속될 전망이다.

투자의견 매수(유지)

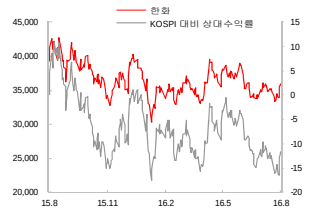
한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 2 분기 실적에서 확인했듯이 비경상적인 이벤트가 없다면 한화의 기초체력의 견조하기 때문이다. 우선주 유상증자, 한화건설 해외프로젝트 손실반영 리스크가 있으나 비경상적인 이벤트 이후 자체사업 및 케미칼 부문의 성장성과 수익성이 부각될 것으로 판단한다.

Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data	
자본금	3,772 억원
발행주식수	7,496 만주
자사주	588 만주
액면가	5,000 원
시가총액	26,985 억원
주요주주	
김승연(외11)	36.04%
국민연금공단	9.38%
외국인지분률	28.00%
배당수익률	1.40%

Stock Data	
주가(16/08/16)	36,000 원
KOSPI	2050.47 pt
52주 Beta	1.65
52주 최고가	42,754 원
52주 최저가	30,253 원
60일 평균 거래대금	104 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.5%	0.5%
6개월	6.0%	-5.1%
12개월	-8.4%	-11.8%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	387,250	374,568	413,763	455,966	465,041	469,530
yoy	%	8.6	-3.3	10.5	10.2	2.0	1.0
영업이익	억원	8,637	5,158	7,585	17,473	16,506	16,820
yoy	%	-29.6	-40.3	47.0	130.4	-5.5	1.9
EBITDA	억원	15,460	12,119	15,789	25,753	24,087	23,657
세전이익	억원	4,044	372	1,754	21,106	20,208	20,549
순이익(지배주주)	억원	1,300	-3,645	-2,850	7,205	6,484	6,742
영업이익률%	%	2.2	1.4	1.8	3.8	3.6	3.6
EBITDA%	%	4.0	3.2	3.8	5.7	5.2	5.0
순이익률	%	0.6	-0.4	0.3	3.4	3.3	3.3
EPS	원	1,723	-4,831	-3,778	9,552	8,595	8,937
PER	배	22.8	N/A	N/A	3.8	4.2	4.0
PBR	배	0.7	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	-16.6	-27.1	-22.5	-14.5	-15.9	-16.2
ROE	%	3.0	-8.4	-6.7	16.1	12.7	11.9
순차입금	억원	-358,997	-439,409	-496,764	-523,741	-549,305	-556,665
부채비율	%	951.6	920.9	967.2	885.8	821.6	755.5

목표주가 44,000 원으로 상향

한화 실적개선과 우선주 유상증자를 고려하여 목표주가를 44,000 원으로 제시한다. 한화건설 리스크 해소가 임박했으며 케미칼의 성장성을 고려 자회사 NAV 대비 할인율은 20%를 적용하였으며 10 월 상장예정인 우선주 2,247 만주를 반영하여 산정하였다.

한화 목표주가 산정

구분	내용
영업가치	23,803
자회사 가치	42,377
브랜드수수료	6,208
순차입금	29,329
적정 시가총액	43,059
주식수	97,430,735
목표주가	44,194

자료: SK 증권

주: 브랜드 수수료는 2016 년 예상 매출액 대비 10 배 적용

영업가치 (단위: 억원)

구분	2016년
매출액	53,246
영업이익	3,140
법인세율	24.20%
세후 영업이익	2,380
멀티플	10
영업가치	23,803

자료: SK 증권

지분가치

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화케미칼	42,850	36.8%		15,756
	한화생명	50,809	21.7%		11,010
	한화테크윈	32,409	32.4%		10,484
	한화자사주	26,985	7.8%		2,116
	한화건설			10,587	10,587
비상장	한화호텔앤드리조트			2,192	2,192
	한화큐셀코리아			574	574
	한화테크엠			251	251
합계					52,971
할인율					20%
자회사 가치					42,377

자료: SK 증권

Analyst **최관순** ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

한화 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

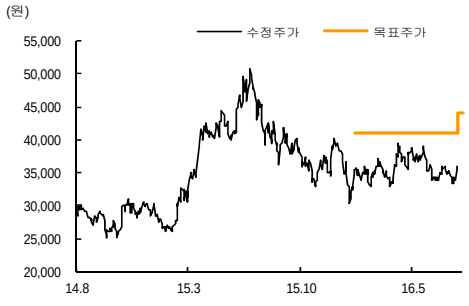
	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	92,033	96,906	111,329	113,495	120,386	108,649	113,709	113,222	413,763	455,966	465,041
한화별도	10,999	13,377	11,907	14,706	11,606	13,242	13,768	14,630	50,989	53,246	56,776
한화테크윈	6,022	6,072	6,480	7,560	6,426	8,207	9,164	10,219	26,134	34,016	39,321
한화건설	6,223	6,918	6,396	7,857	5,882	6,349	5,929	7,071	27,394	25,231	23,604
한화케미칼	7,997	8,446	8,330	7,922	7,807	8,707	8,586	8,643	32,695	33,743	33,541
한화호텔앤드리조트	2,254	2,357	2,661	2,447	2,338	2,715	2,677	2,430	9,719	10,160	10,194
한화생명	37,100	38,409	45,170	47,610	41,310	33,650	37,762	39,326	168,289	152,048	133,223
영업이익	2,654	4,143	1,024	-24	4,108	5,488	3,791	4,086	7,797	17,473	16,506
한화별도	49	599	648	362	621	654	707	1,158	1,658	3,140	3,207
한화테크윈	-	-	240	-147	317	445	489	518	93	1,768	2,132
한화건설	359	66	-2,836	-41	366	512	-107	7	-2,452	778	946
한화케미칼	254	674	696	253	648	1,255	879	609	1,877	3,391	2,222
한화호텔앤드리조트	4	-7	20	-5	-1	-11	72	-34	12	26	242
한화생명	2,046	2,973	1,298	-37	1,864	1,430	1,322	1,534	6,280	6,149	6,433
영업이익률	2.9%	4.3%	0.9%	0.0%	3.4%	5.1%	3.3%	3.6%	1.9%	3.8%	3.5%

자료: SK 증권, 한화

기활법 활용한 지주회사 전환 가능성 낮음

한화그룹 기업집단 내 영업이익률 기준을 충족하는 상장사는 한화갤러리아타임월드, 한화테크윈, 한화투자증권, 한화, 한화케미칼이 있다. 한화는 공정거래법상 지주회사가 아니기 때문에 지주회사 전환을 고려해 볼 수 있으나 한화생명 등의 금융자회사를 보유한 관계로 현 지배구조 상에서 지주회사 전환은 불가능하다. 면세점 사업을 영위하는 한화갤러리아타임월드, 지속적인 실적개선이 예상되는 한화테크윈, 한화케미칼은 관련 산업 내 M&A 를 고려해 볼 수 있을 것이다.

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.16	매수	44,000원
	2016.02.01	매수	41,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 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 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 16 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	885,548	1,059,344	1,076,562	1,105,843	1,116,811
현금및현금성자산	24,508	31,702	31,724	57,288	64,648
매출채권및기타채권	255,584	284,456	283,771	286,179	288,942
재고자산	27,672	31,102	31,027	31,290	31,592
비유동자산	351,294	396,873	390,785	390,656	390,431
장기금융자산	3,689	10,594	7,220	7,220	7,220
유형자산	105,911	121,864	116,539	110,005	104,168
무형자산	10,197	12,969	12,688	12,464	12,285
자산총계	1,236,843	1,456,217	1,467,346	1,496,499	1,507,242
유동부채	115,687	208,310	196,984	197,506	198,381
단기금융부채	51,320	118,157	107,289	107,289	107,289
매입채무 및 기타채무	38,434	41,862	41,761	42,116	42,522
단기충당부채	1,177	845	843	850	859
비유동부채	1,000,004	1,111,451	1,121,512	1,136,606	1,132,678
장기금융부채	56,482	71,396	72,827	72,827	72,827
장기매입채무 및 기타채무	301	4,040	7,886	11,731	11,731
장기충당부채	1,080	2,556	2,550	2,571	2,561
부채총계	1,115,690	1,319,760	1,318,496	1,334,112	1,331,059
지배주주지분	43,583	41,545	48,118	53,838	59,815
자본금	3,772	3,772	3,772	3,772	3,772
자본잉여금	4,049	5,222	4,948	4,948	4,948
기타자본구성요소	386	389	392	392	392
자기주식	-208	-208	-208	-208	-208
이익잉여금	29,449	25,893	33,157	39,295	45,692
비지배주주지분	77,569	94,912	100,732	108,550	116,368
자본총계	121,152	136,457	148,851	162,387	176,183
부채와자본총계	1,236,843	1,456,217	1,467,346	1,496,499	1,507,242

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	374,568	413,763	455,966	465,041	469,530
매출원가	352,304	384,276	428,631	439,309	443,954
매출총이익	22,264	29,487	27,334	25,733	25,576
매출총이익률 (%)	5.9	7.1	6.0	5.5	5.5
판매비와관리비	17,106	21,902	9,862	9,227	8,756
영업이익	5,158	7,585	17,473	16,506	16,820
영업이익률 (%)	1.4	1.8	3.8	3.6	3.6
비영업손익	-4,786	-5,831	3,634	3,702	3,729
순금융비용	4,068	3,515	4,337	4,278	4,251
외환관련손익	136	-441	-441	-441	-441
관계기업투자등 관련손익	128	450	3,714	3,766	3,766
세전계속사업이익	372	1,754	21,106	20,208	20,549
세전계속사업이익률 (%)	0.1	0.4	4.6	4.4	4.4
계속사업법인세	2,003	548	5,495	4,890	4,973
계속사업이익	-1,630	1,205	15,611	15,318	15,576
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,630	1,205	15,611	15,318	15,576
순이익률 (%)	-0.4	0.3	3.4	3.3	3.3
지배주주	-3,645	-2,850	7,205	6,484	6,742
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.97	-0.69	1.58	1.39	1.44
비지배주주	2,014	4,055	8,406	8,834	8,834
총포괄이익	11,731	2,335	14,176	13,882	14,141
지배주주	1,505	-2,888	6,786	6,065	6,323
비지배주주	10,226	5,223	7,389	7,818	7,818
EBITDA	12,119	15,789	25,753	24,087	23,657

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	25,476	48,717	4,290	26,609	12,779
당기순이익(손실)	372	1,754	17,399	15,318	15,576
비현금성항목등	57,013	67,592	25,246	8,769	8,081
유형자산감가상각비	6,312	7,303	7,187	6,535	5,836
무형자산상각비	650	902	1,093	1,046	1,000
기타	53,949	67,921	11,407	-4,656	-4,656
운전자본감소(증가)	-27,133	-17,865	-31,556	7,530	-5,905
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,281	-10,046	5,741	-2,408	-2,763
재고자산감소(증가)	-3,203	3,258	306	-263	-302
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,754	-2,876	-1,082	354	407
기타	-24,456	-8,201	-36,521	9,847	-3,247
법인세납부	-4,778	-2,764	-6,799	-5,008	-4,973
투자활동현금흐름	-21,236	-36,560	2,497	472	-55
금융자산감소(증가)	-46,031	-54,509	-207	0	0
유형자산감소(증가)	-7,895	-13,372	-2,000	0	0
무형자산감소(증가)	-511	-666	-822	-822	-822
기타	33,201	31,988	5,526	1,294	767
재무활동현금흐름	-5,363	-5,433	-7,274	-1,518	-5,363
단기금융부채증가(감소)	2,152	-5,183	-9,946	0	0
장기금융부채증가(감소)	-4,775	11,652	5,026	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-278	-348	-348	-345	-345
기타	-2,461	-11,553	-2,354	-1,173	-5,018
현금의 증가(감소)	-1,076	6,739	-504	25,564	7,360
기초현금	16,779	15,703	22,442	21,938	47,502
기말현금	15,703	22,442	21,938	47,502	54,862
FCF	67,174	66,208	17,428	23,752	12,859

자료 : 한화, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-3.3	10.5	10.2	2.0	1.0
영업이익	-40.3	47.0	130.4	-5.5	1.9
세전계속사업이익	-90.8	370.8	1,103.6	-4.3	1.7
EBITDA	-21.6	30.3	63.1	-6.5	-1.8
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-10.0	4.0
수익성 (%)					
ROE	-8.4	-6.7	16.1	12.7	11.9
ROA	-0.1	0.1	1.1	1.0	1.0
EBITDA마진	3.2	3.8	5.7	5.2	5.0
안정성 (%)					
유동비율	765.5	508.5	546.5	559.9	563.0
부채비율	920.9	967.2	885.8	821.6	755.5
순차입금/자기자본	-362.7	-364.0	-351.9	-338.3	-316.0
EBITDA/이자비용(배)	2.7	3.8	5.1	4.8	4.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-4,831	-3,778	9,552	8,595	8,937
BPS	57,774	55,072	63,785	71,367	79,290
CFPS	4,396	7,098	20,527	18,644	18,000
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	4.3	4.7	4.5
PER(최저)	N/A	N/A	3.3	3.6	3.5
PBR(최고)	0.7	1.0	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	7.1	5.6	1.8	1.9	2.0
EV/EBITDA(최고)	-26.7	-21.9	-14.3	-15.8	-16.0
EV/EBITDA(최저)	-27.5	-23.1	-14.6	-16.1	-16.3

SK COMPANY Analysis

SK securities

LS (006260/KS | 매수(유지) | T.P 67,000 원(상향))

자회사 실적개선과 손자회사 상장 이벤트

LS 2Q16 실적은 LS 아이앤디가 부동산 매각과 구조조정비용 감소로 흑자전환 함에 따라 시장기대치를 충족하는 양호한 실적을 기록하였다. LS 아이앤디는 하반기에도 흑자기조가 유지될 전망이다. LS 전선아시아는 9 월 상장 이후 자회사 재무구조 개선을 예상하며 대동전기에 대해서도 상장을 고려하고 있어 연결기준 LS 의 재무구조 개선이 가능할 전망이다. 실적 개선을 반영하여 목표주가를 67,000 원으로 상향한다.

2Q16: LS 아이앤디 흑자전환으로 시장 기대치 충족

LS 2Q16 실적은 매출액 2 조 4,163 억원(-0.1% qoq), 영업이익 1,078 억원(-2.5% qoq, OPM: 4.5%)이다. LS 전선이 수주감소와 발주지연으로 영업이익이 감소했으나 LS 아이앤디가 부동산 매각 및 구조조정비용 감소로 연결기준 흑자전환 하였으며 금, 은 등 귀금속 가격 상승에 따라 동제련 부문도 이익개선되며 대체로 시장기대치를 충족하는 양호한 실적을 기록하였다. 하반기 LS 아이앤디의 흑자기조가 유지되고 귀금속 가격 상승분이 점진적으로 이익에 반영되며 양호한 실적이 지속될 전망이다.

9 월, 손자회사인 LS 전선아시아 상장 예정

베트남 최대 전선업체인 LS 전선아시아(LS 전선 자회사)가 9 월 상장될 전망이다. 공모가 밴드 하단인 주당 10,000 원에 상장될 경우 구주매출에 따라 LS 전선으로 850 억원 가량의 현금이 유입될 전망이다. LS 전선아시아 상장 이후 LS 연결기준 재무구조 개선을 예상한다. LS 아이앤디의 구조조정이 이후 흑자전환과 손자회사 상장, 대성전기(LS 엠트론 자회사) 상장까지 고려하면 추가적인 실적 및 재무구조 개선이 가능할 전망이다.

투자의견 매수(유지)

LS 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. LS 아이앤디가 흑자전환에 성공하며 하반기 실적 개선에 대한 기대감이 유효하며 LS 전선아시아, 대성전기 등의 상장으로 자회사 재무구조가 진행되는 점이 긍정적이라 판단하기 때문이다. 또한 안전자산 선호에 따른 귀금속 가격 상승으로 동제련 부문실적개선도 가능할 전망이다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	115,324	108,833	99,997	97,533	101,556	101,556
yoy	%	-3.9	-5.6	-8.1	-2.5	4.1	0.0
영업이익	억원	5,172	3,198	3,143	4,680	5,445	5,445
yoy	%	15.5	-38.2	-1.7	48.9	16.3	0.0
EBITDA	억원	8,421	6,636	6,590	7,952	8,352	8,022
세전이익	억원	2,792	1,517	170	2,683	3,345	3,451
순이익(지배주주)	억원	1,759	450	-987	1,943	2,174	2,262
영업이익률%	%	4.5	2.9	3.1	4.8	5.4	5.4
EBITDA%	%	7.3	6.1	6.6	8.2	8.2	7.9
순이익률	%	1.9	0.8	-0.7	2.3	2.7	2.8
EPS	원	5,965	2,254	-1,963	6,055	6,750	7,025
PER	배	13.6	24.1	N/A	9.0	8.1	7.8
PBR	배	1.1	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	8.7	9.9	9.1	7.7	6.8	6.5
ROE	%	7.4	1.9	-4.2	8.1	8.5	8.2
순차입금	억원	40,479	40,281	39,332	35,447	30,829	25,279
부채비율	%	232.8	240.8	234.6	223.4	212.0	199.9

Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

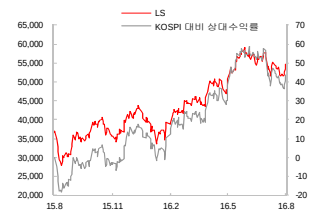
Company Data

자본금	1,610 억원
발행주식수	3,220 만주
자사주	443 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,613 억원
주요주주	
구자열(외40)	33.41%
LS 자사주	13.76%
외국인지분률	19.40%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(16/08/16)	54,700 원
KOSPI	2050.47 pt
52주 Beta	1.37
52주 최고가	59,100 원
52주 최저가	27,750 원
60일 평균 거래대금	65 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.5%	-6.3%
6개월	39.0%	24.4%
12개월	49.1%	43.6%

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

목표주가 67,000 원으로 상향

LS 에 대한 목표주가를 67,000 원으로 상향한다. 자회사 실적개선을 반영하여 Sum Of Parts 방식으로 산정하였다. 자회사 가치에 30% 할인율을 적용했으며 본사가치는 세후 영업이익에 Target Multiple 10 배를 적용하였다.

LS 목표주가 산정

구분	내용
본사가치	7,468
자회사 가치	16,812
순차입금	2,807
적정 시가총액	21,473
발행주식수	32,200,000
목표주가	66,688

자료: SK 증권

본사가치 (단위: 억원)

구분	2016년
매출액	1,330
영업이익	985
법인세율	24.20%
세후 영업이익	747
멀티플	10
본사가치	7,468

자료: SK 증권

지분가치

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LS 산전	13,470	46.0%		6,196
	LS 전선	4,500	89.2%		4,014
	LS 아이앤디	685	87.0%		596
	LS 자사주	17,613	13.8%		2,431
비상장	LS 니꼬동제련			6,247	6,247
	LS 엠트론			4,334	4,334
	LS 글로벌인코퍼레이티드			200	200
합계					24,017
할인율					30%
자회사 가치					16,812

자료: SK 증권

LS 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	25,249	25,557	24,807	24,385	24,185	24,163	24,041	25,144	99,997	97,533	101,556
LS별도	559	84	84	635	305	295	90	640	1,361	1,330	1,494
LS전선	9,747	8,746	8,623	8,012	8,086	7,886	8,451	7,659	35,128	32,082	32,106
LS산전	4,860	5,534	5,744	5,744	5,008	5,255	5,834	6,352	21,882	22,450	23,254
LS엠트론	4,745	5,016	4,512	4,512	5,440	5,366	4,404	4,548	18,785	19,758	20,213
LS아이앤디	5,646	6,053	5,728	5,728	5,420	5,795	5,780	5,837	23,155	22,831	23,497
기타 및 연결조정	-309	124	117	-246	-74	-434	-517	107	-314	-918	992
매출총이익	3,085	3,649	3,206	3,538	3,473	3,396	3,357	3,576	13,478	13,802	14,344
영업이익	514	780	853	996	1,106	1,078	1,094	1,402	3,143	4,680	5,445
LS별도	493	5	15	519	234	214	25	513	1,032	985	1,121
LS전선	242	238	304	375	287	172	338	222	1,159	1,019	936
LS산전	174	398	530	443	349	319	466	454	1,545	1,588	1,803
LS엠트론	158	101	86	191	412	281	75	100	536	868	400
LS아이앤디	-160	-4	-179	-11	-7	128	23	53	-354	197	186
기타 및 연결조정	-393	42	98	-28	-169	-36	167	61	-282	24	999
영업이익률	2.0%	3.1%	3.4%	4.1%	4.6%	4.5%	4.6%	5.6%	3.1%	4.8%	5.4%

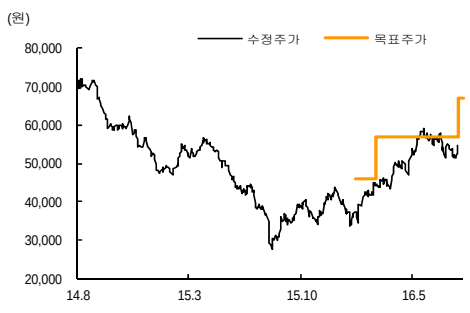
자료: SK 증권, LS

기활법 관련 영향은 제한적으로 전망

LS 그룹은 기활법 이전 이미 자회사 별로 구조조정을 추진하고 있었기 때문에 기활법 관련 수혜 여부는 제한적이라 판단한다. LS 기업집단 내 공급과잉 영업이익률 기준을 충족하는 상장사는 예스코, E1, LS 네트웍스, 가온전선, LS, LS 산전이 있는데 예스코, E1, LS 네트웍스, 가온전선은 지주회사 LS 와는 직접적인 지분관계가 없으며 순수지주회사인 LS 도 기활법과 직접적인 연관이 없다. LG 산전은 글로벌 경기 둔화로 이익에 대한 기대감은 하향되고 있으나 전력기기부문의 안정적인 현금흐름을 기반으로 스마트 그리드 등 융합사업에서의 성장성이 유효하다고 판단한다. LS 는 사촌경영을 통해 안정적인 지배구조를 보유하고 있다.

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.16	매수	67,000원
	2016.03.09	매수	57,000원
	2016.02.01	매수	46,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 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 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 16 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	56,038	53,295	57,493	63,758	69,308
현금및현금성자산	7,067	6,913	9,488	14,105	19,656
매출채권및기타채권	29,173	26,823	27,649	28,712	28,712
재고자산	16,628	15,657	16,139	16,759	16,759
비유동자산	47,319	45,519	43,539	41,315	39,265
장기금융자산	639	676	726	726	726
유형자산	26,698	25,834	23,414	21,057	19,021
무형자산	7,617	7,909	7,772	7,705	7,646
자산총계	103,357	98,815	101,032	105,073	108,573
유동부채	41,677	40,268	40,677	41,315	41,315
단기금융부채	20,734	22,909	22,834	22,834	22,834
매입채무 및 기타채무	11,531	9,350	9,638	10,008	10,008
단기충당부채	412	486	501	520	520
비유동부채	31,349	29,011	29,110	30,077	31,051
장기금융부채	27,699	25,236	24,365	24,365	24,365
장기매입채무 및 기타채무	0	0	46	92	92
장기충당부채	254	474	489	508	522
부채총계	73,026	69,279	69,788	71,391	72,366
지배주주지분	24,051	23,026	24,706	26,617	28,616
자본금	1,610	1,610	1,610	1,610	1,610
자본잉여금	2,173	2,304	2,304	2,304	2,304
기타자본구성요소	-781	-781	-781	-781	-781
자기주식	-781	-781	-781	-781	-781
이익잉여금	21,350	19,925	21,518	23,344	25,259
비지배주주지분	6,280	6,510	6,538	7,064	7,591
자본총계	30,331	29,536	31,244	33,681	36,207
부채와자본총계	103,357	98,815	101,032	105,073	108,573

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	108,833	99,997	97,533	101,556	101,556
매출원가	95,651	86,519	83,732	87,211	87,211
매출총이익	13,183	13,478	13,802	14,344	14,344
매출총이익률 (%)	12.1	13.5	14.2	14.1	14.1
판매비와관리비	9,984	10,335	9,122	8,900	8,900
영업이익	3,198	3,143	4,680	5,445	5,445
영업이익률 (%)	2.9	3.1	4.8	5.4	5.4
비영업손익	-2,256	-2,549	-2,214	-2,100	-1,993
순금융비용	1,491	1,310	1,216	1,138	1,032
외환관련손익	-53	-380	-193	-193	-193
관계기업투자등 관련손익	116	105	0	0	0
세전계속사업이익	1,517	170	2,683	3,345	3,451
세전계속사업이익률 (%)	1.4	0.2	2.8	3.3	3.4
계속사업법인세	374	550	457	569	587
계속사업이익	1,143	-380	2,226	2,776	2,864
중단사업이익	-276	-354	-7	0	0
*법인세효과	-11	-40	0	0	0
당기순이익	867	-735	2,219	2,776	2,864
순이익률 (%)	0.8	-0.7	2.3	2.7	2.8
지배주주	450	-987	1,943	2,174	2,262
지배주주귀속 순이익률(%)	0.41	-0.99	1.99	2.14	2.23
비지배주주	417	252	277	602	602
총포괄이익	729	-761	2,228	2,784	2,873
지배주주	275	-808	2,027	2,258	2,347
비지배주주	454	48	201	526	526
EBITDA	6,636	6,590	7,952	8,352	8,022

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	5,232	5,219	5,577	6,482	7,412
당기순이익(손실)	1,143	-380	2,223	2,776	2,864
비현금성항목등	6,174	7,988	5,934	5,576	5,158
유형자산감가상각비	2,902	2,869	2,714	2,357	2,036
무형자산상각비	536	578	558	550	541
기타	1,512	2,177	994	768	768
운전자본감소(증가)	-1,241	-1,400	-1,960	-1,028	-23
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-333	-1	-1,230	-1,063	0
재고자산감소(증가)	1,512	952	-464	-621	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	931	-2,672	-4,037	371	0
기타	-3,351	322	3,771	285	-23
법인세납부	-844	-989	-621	-841	-587
투자활동현금흐름	-2,219	-2,528	-968	-154	-105
금융자산감소(증가)	-143	-555	-284	0	0
유형자산감소(증가)	-2,192	-2,222	-378	0	0
무형자산감소(증가)	-405	-457	-482	-482	-482
기타	521	707	176	328	378
재무활동현금흐름	-2,073	-2,871	-1,951	-1,711	-1,757
단기금융부채증가(감소)	-11,895	-8,040	-5,407	0	0
장기금융부채증가(감소)	11,832	6,879	4,848	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-541	-562	-347	-347	-347
기타	-1,469	-1,148	-1,385	-1,364	-1,410
현금의 증가(감소)	956	-153	2,574	4,618	5,550
기초현금	6,110	7,067	6,913	9,488	14,105
기말현금	7,067	6,913	9,488	14,105	19,656
FCF	3,696	-6,220	5,449	5,851	6,590

자료 : LS, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-5.6	-8.1	-2.5	4.1	0.0
영업이익	-38.2	-1.7	48.9	16.3	0.0
세전계속사업이익	-45.7	-88.8	1,475.4	24.7	3.2
EBITDA	-21.2	-0.7	20.7	5.0	-4.0
EPS(계속사업)	-62.2	적전	흑전	11.5	4.1
수익성 (%)					
ROE	1.9	-4.2	8.1	8.5	8.2
ROA	0.9	-0.7	2.2	2.7	2.7
EBITDA마진	6.1	6.6	8.2	8.2	7.9
안정성 (%)					
유동비율	134.5	132.4	141.3	154.3	167.8
부채비율	240.8	234.6	223.4	212.0	199.9
순차입금/자기자본	132.8	133.2	113.5	91.5	69.8
EBITDA/이자비용(배)	3.9	4.5	5.6	5.9	5.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,254	-1,963	6,055	6,750	7,025
BPS	74,691	71,509	76,726	82,661	88,871
CFPS	12,074	7,641	16,193	15,778	15,030
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	37.8	N/A	9.8	8.8	8.4
PER(최저)	24.0	N/A	5.6	5.0	4.8
PBR(최고)	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	4.5	5.3	3.4	3.5	3.6
EV/EBITDA(최고)	11.4	9.9	7.9	7.0	6.7
EV/EBITDA(최저)	9.9	8.5	6.8	6.0	5.7

SK COMPANY Analysis

SK securities

한진칼 (180640/KS | Not Rated)

성장기조 유지. 한진해운 처리방안이 주가 결정 변수

한진칼 2Q16 실적은 진에어의 성장성을 확인하였으나 비용증가에 따라 시장기대치를 하회하는 영업이익을 기록하였다. 하지만 하반기 진에어 성장 기조는 유효하고 수익성 개선도 예상한다. 향후 한진칼의 주가는 손자회사인 한진해운에 의해 결정될 전망인데 용선료협상, 그룹의 추가지원 등 불확실성은 존재한다. 하지만 불확실성 해소 이후 진에어에 대한 가치가 점차 부각될 수 있을 전망이다

2Q16: 비수기에도 성장성은 유지. 이익은 예상보다 하회

한진칼 2Q16 실적은 매출액 2,134 억원(-12.8% qoq), 영업이익 47 억원(-88.3%, OPM: 2.2%)이다. 시장기대치(영업이익: 154 억원)를 하회하는 실적이다. 진에어는 항공기 7 대 추가 도입과 국제선 신규노선 취항으로 전년 동기 대비 매출액이 55.5% 성장하며 시장기대치에 부합했으나 비용확대에 따라 영업이익이 적자전환한 영향이 컸다. 또한 2 분기 여행업 비수기와 테러 등의 영향도 있었던 것으로 판단된다.

진에어의 성장기조 유지

한진칼이 100% 지분을 보유하고 있는 저비용항공사(LCC, Low Cost Carrier)의 높은 성장이 기대된다. B777-200ER 를 포함한 7 대의 항공기 추가도입과 신규노선 취항으로 탑라인 성장이 예상되는 가운데 유가하락 등 대외 변수도 우호적이다. 동일한 저가항공사인 제주항공의 경우 현재 시가총액 9,633 억원으로, 2016 년 이익 수준은 진에어가 다소 낮을 것으로 예상되지만 매출 및 영업이익 성장성 측면에서는 제주항공을 능가할 것으로 예상한다.

한진해운 리스크가 주가의 방향성 결정

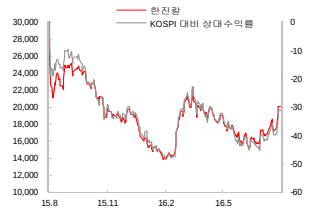
현 상태에서 한진칼의 주가는 손자회사인 한진해운이 가장 큰 리스크이다. 현재 한진해운은 채권단자율협약 기한이 9 월 4 일로 연장되었으나 한진해운이 내년까지 필요한 1 조 2,000 억원에 대한 조달방안과 용선료 협상 등 향후 불확실성은 여전하다. 한진해운의 처리 결과에 따라 지주회사 한진칼의 주가 방향성도 결정될 전망이다.

Analyst
최관순
ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data	
자본금	1,333 억원
발행주식수	5,971 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	11,923 억원
주요주주	
조양호(외14)	29.52%
국민연금공단	11.45%
외국인지분률	4.30%
배당수익률	0.40%

Stock Data	
주가(16/08/16)	20,150 원
KOSPI	2050.47 pt
52주 Beta	1.57
52주 최고가	29,149 원
52주 최저가	13,792 원
60일 평균 거래대금	70 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	28.3%	24.6%
6개월	46.1%	30.8%
12개월	-30.3%	-32.8%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,414	6,250	7,223	9,875	11,480	13,013
yoy	%	0.0	158.9	15.6	36.7	16.3	13.4
영업이익	억원	290	755	743	915	1,222	1,448
yoy	%	0.0	160.6	-1.7	23.2	33.5	18.4
EBITDA	억원	365	975	1,039	1,385	1,870	2,421
세전이익	억원	198	3,862	-1,913	-512	1,031	1,269
순이익(지배주주)	억원	129	2,175	-2,164	-794	804	1,011
영업이익률%	%	12.0	12.1	10.3	9.3	10.7	11.1
EBITDA%	%	15.1	15.6	14.4	14.0	16.3	18.6
순이익률	%	6.7	47.9	-28.4	-7.1	7.8	8.5
EPS	원	451	6,741	-4,070	-1,398	1,416	1,782
PER	배	35.6	4.5	N/A	N/A	14.2	11.3
PBR	배	0.8	1.1	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	22.4	21.3	13.8	11.6	8.3	6.0
ROE	%	2.2	21.9	-15.9	-6.2	6.3	7.4
순차입금	억원	1,742	2,218	2,648	2,694	2,079	977
부채비율	%	88.2	48.3	60.6	80.8	79.7	77.0

진에어 가치에 따른 목표주가 변동 내용

현재 한진칼이 보유하고 있는 자회사 가치의 합은 1.87 조원(진에어 Target PER 16 배 적용)으로 추정된다. 이 중 대한항공은 한진해운의 처리방향에 따라 가치의 변동이 커질 수 있다. 진에어는 성장성을 고려 시 제주항공 이상의 멀티플 부여도 가능할 것으로 예상한다.

한진칼 자회사 가치 (단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	대한항공	22,799	31.5%		7,173
	한진	3,760	31.0%		1,166
비상장사	정석기업			902	902
	한진관광			174	174
	토파스여행정보			220	220
	진에어			22	5,887
	자동레저			266	266
	칼호텔네트워크			2,925	2,925
합계					18,712

자료: SK 증권, 한진칼

주: 진에어은 2016 년 제주항공과 아시아나항공 평균 PER 16.0 배 적용하여 산정

진에어 멀티플 및 할인율에 따른 목표주가 민감도 분석 (단위: 배, 원)

자회사 할인율 \ 진에어 Targer PER	10	15	20	25	30
0%	24,288	27,778	31,269	34,760	38,250
10%	21,159	24,301	27,442	30,584	33,726
20%	18,031	20,823	23,616	26,408	29,201
30%	14,903	17,346	19,790	22,233	24,676
40%	11,774	13,869	15,963	18,057	20,152

자료: SK 증권

주: 목표주가 산정 시 순차입금 3,692 억원 고려

제주항공과 진에어 비교 (단위: 억원)

	2015		2016	
	제주항공	진에어	제주항공	진에어
매출액	6,081	4,613	7,440	7,185
영업이익	514	297	730	481
당기순이익	472	227	599	368
매출액 증가율			22.3%	55.8%
영업이익 증가율			42.0%	62.3%
당기순이익 증가율			27.1%	62.3%

자료: SK 증권

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

한진칼 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

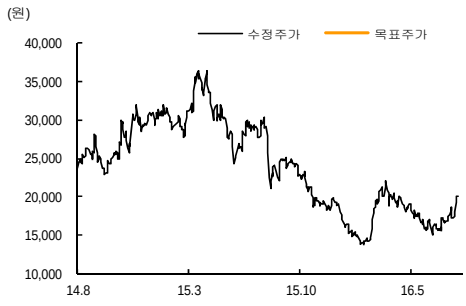
	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
영업수익	1,756	1,563	1,887	2,016	2,446	2,134	2,677	2,618	7,222	9,875	11,480
항공운송업	1,070	935	1,231	1,377	1,800	1,454	1,987	1,944	4,613	7,185	8,547
호텔업	271	284	322	313	285	312	338	332	1,190	1,267	1,330
정보제공업	153	54	60	63	100	78	58	70	330	306	302
여행업	87	116	102	80	79	98	115	87	385	379	395
임대업 등	274	182	187	185	413	200	191	190	828	994	996
연결조정 등	-99	-8	-15	-2	-231	-9	-12	-5	-124	-256	-90
영업이익	296	99	220	128	400	47	335	134	743	916	1,222
항공운송업	128	11	136	22	272	-72	246	35	297	481	711
호텔업	-22	-12	5	19	-11	-2	-11	-11	-10	-35	-44
정보제공업	101	13	9	8	53	27	18	18	131	117	106
여행업	-3	10	-5	-4	-8	3	-4	1	-2	-9	-1
임대업 등	181	77	75	83	318	93	86	91	416	588	553
연결조정 등	-89	-	-	-	-224	-2	-	-	-89	-226	-103
영업이익률	16.9%	6.3%	11.7%	6.3%	16.4%	2.2%	12.5%	5.1%	10.3%	9.3%	10.6%

자료: SK 증권, 한진칼

한진해운은 기촉법 적용대상

한진해운의 경우 기촉법상 적용대상은 아닐 것으로 예상한다. 정부에서 추진하고 있는 3 트랙의 구조조정 전략 중 기촉법이 아닌 기촉법상 구조조정 대상이기 때문이다. 신용등급 C 등급의 경우 원칙적으로 워크아웃 대상이며 추후 법정관리 가능성도 있다. 그룹의 추가적인 지원 및 용선료 협상 여부 등에 따라 한진해운과 한진칼의 주가 방향성이 결정될 전망이다.

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.16	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 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 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 16 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%

Analyst 최관순 ks1.choi@sk.com / 02-3773-8812

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,378	3,306	4,870	5,628	6,879
현금및현금성자산	980	1,211	2,263	2,878	3,979
매출채권및기타채권	396	533	693	794	900
재고자산	21	20	27	30	35
비유동자산	20,790	19,844	19,588	20,222	20,466
장기금융자산	204	173	191	191	191
유형자산	6,050	5,807	5,671	5,412	5,170
무형자산	102	90	1,017	1,750	2,141
자산총계	24,168	23,150	24,458	25,851	27,345
유동부채	3,072	3,662	5,612	6,013	6,432
단기금융부채	1,725	1,555	2,876	2,876	2,876
매입채무 및 기타채무	151	206	268	307	348
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,795	5,069	5,318	5,454	5,466
장기금융부채	3,245	3,648	3,712	3,712	3,712
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,866	8,731	10,930	11,466	11,898
지배주주지분	13,995	13,223	12,348	13,153	14,166
자본금	1,325	1,333	1,333	1,333	1,333
자본잉여금	10,647	10,673	10,673	10,673	10,673
기타자본구성요소	-157	991	992	992	992
자기주식	-134	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	2,455	208	-616	143	1,110
비지배주주지분	2,307	1,197	1,181	1,231	1,281
자본총계	16,302	14,419	13,529	14,384	15,447
부채와자본총계	24,168	23,150	24,458	25,851	27,345

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	6,250	7,223	9,875	11,480	13,013
매출원가	4,789	5,631	7,819	9,005	10,252
매출총이익	1,460	1,592	2,055	2,474	2,761
매출총이익률 (%)	23.4	22.0	20.8	21.6	21.2
판매비와관리비	705	849	1,140	1,252	1,313
영업이익	755	743	915	1,222	1,448
영업이익률 (%)	12.1	10.3	9.3	10.7	11.1
비영업손익	3,107	-2,656	-1,427	-191	-179
순금융비용	107	172	204	198	186
외환관련손익	5	10	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	2,032	-2,429	-1,233	0	0
세전계속사업이익	3,862	-1,913	-512	1,031	1,269
세전계속사업이익률 (%)	61.8	-26.5	-5.2	9.0	9.8
계속사업법인세	869	139	186	131	161
계속사업이익	2,993	-2,052	-698	900	1,107
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,993	-2,052	-698	900	1,107
순이익률 (%)	47.9	-28.4	-7.1	7.8	8.5
지배주주	2,175	-2,164	-794	804	1,011
지배주주귀속 순이익률(%)	34.8	-29.96	-8.04	7	7.77
비지배주주	818	112	96	96	96
총포괄이익	2,653	-1,840	-785	900	1,107
지배주주	1,823	-1,915	-835	850	1,058
비지배주주	830	76	50	50	50
EBITDA	975	1,039	1,385	1,870	2,421

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,085	1,124	1,484	2,025	2,454
당기순이익(손실)	2,993	-2,052	-698	900	1,107
비현금성항목등	-1,977	3,126	2,086	970	1,313
유형자산감가상각비	207	274	274	259	242
무형자산상각비	13	22	196	389	731
기타	-1,133	101	-2	-5	-5
운전자본감소(증가)	188	207	225	261	195
매출채권및기타채권의 감소(증가)	44	-143	-126	-101	-106
재고자산감소(증가)	-4	1	-6	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5	40	20	39	41
기타	153	309	337	327	264
법인세납부	-119	-156	-129	-106	-161
투자활동현금흐름	-754	-861	-1,442	-1,090	-1,033
금융자산감소(증가)	153	448	-311	0	0
유형자산감소(증가)	-1,038	-71	-12	0	0
무형자산감소(증가)	-35	-8	-1,123	-1,123	-1,123
기타	167	-1,229	3	32	89
재무활동현금흐름	-321	-40	1,016	-320	-320
단기금융부채증가(감소)	-18	-223	1,281	0	0
장기금융부채증가(감소)	143	434	-1	0	0
자본의증가(감소)	-206	38	0	0	0
배당금의 지급	-47	-88	-40	-44	-44
기타	-193	-201	-263	-275	-275
현금의 증가(감소)	8	231	1,051	615	1,102
기초현금	972	980	1,211	2,263	2,878
기말현금	980	1,211	2,263	2,878	3,979
FCF	37	1,305	713	803	1,309

자료 : 한진칼, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	158.9	15.6	36.7	16.3	13.4
영업이익	160.6	-1.7	23.2	33.5	18.4
세전계속사업이익	1,854.0	적전	적지	흑전	23.0
EBITDA	167.2	6.5	33.4	35.0	29.4
EPS(계속사업)	1,394.5	적전	적지	흑전	25.8
수익성 (%)					
ROE	21.9	-15.9	-6.2	6.3	7.4
ROA	15.6	-8.7	-2.9	3.6	4.2
EBITDA마진	15.6	14.4	14.0	16.3	18.6
안정성 (%)					
유동비율	110.0	90.3	86.8	93.6	107.0
부채비율	48.3	60.6	80.8	79.7	77.0
순차입금/자기자본	13.6	18.4	19.9	14.5	6.3
EBITDA/이자비용(배)	5.2	4.7	5.2	6.8	8.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,741	-4,070	-1,398	1,416	1,782
BPS	26,396	24,803	20,680	22,030	23,726
CFPS	7,423	-3,513	-570	2,558	3,496
주당 현금배당금	75	75	75	75	75
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	4.7	N/A	N/A	15.5	12.4
PER(최저)	2.4	N/A	N/A	9.7	7.7
PBR(최고)	1.2	1.5	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
PCR	4.1	-5.4	-35.2	7.8	5.7
EV/EBITDA(최고)	22.3	22.6	11.6	8.3	6.0
EV/EBITDA(최저)	9.5	13.3	8.4	5.9	4.1

memo