

Feb.2016



지주회사 변화를 선점하라

최관순 | 3773-8872

국내 지주회사는 2015년부터 계열사간 시너지를 극대화하는 M&A를 적극 추진하고 있다. 특히 기업활력제고를 위한 특별법(원샷법)이 시행될 경우 선택과 집중 전략은 2016년에도 강화될 전망이다. 불안정한 대외 변수로 인해 지주회사의 매력은 2016년에도 계속되며 비지주회사 체제 기업집단의 지주회사 전환도 활발해질 것으로 예상된다.



지주회사

변화를 선점하라

비중확대(유지)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

SK Coverage

종목	투자의견	목표가	Top Picks
SK	매수	350,000 원	O
LG	매수	91,000 원	
CJ	매수	310,000 원	
한화	매수	52,000 원	
LS	매수	46,000 원	

국내 지주회사는 2015년부터 계열사간 시너지를 극대화하는 M&A를 적극 추진하고 있다. 특히 기업활력제고를 위한 특별법(원샷법)이 시행될 경우 선택과 집중 전략은 2016년에도 강화될 전망이다. 불안정한 대외 변수로 인해 지주회사의 매력은 2016년에도 계속되며 비지주회사 체제 기업집단의 지주회사 전환도 활발해질 것으로 예상된다

지주회사의 매력은 2016년에도 지속될 전망

환율, 유가 등 대외변수의 불확실성이 지속되는 가운데 지주회사의 상대적 매력도가 상승할 전망이다. 지주회사는 ① 특정 산업에 편중되지 않은 포트폴리오를 보유하여 이익 하락기에 비교적 안정적인 실적을 기대할 수 있고, ② 일반적으로 자회사의 매출 기반으로 브랜드로열티를 수취하기 때문에 자회사의 이익과는 상관없이 안정적인 현금창출이 가능하며, ③ 최대주주의 배당수익을 위해 배당정책 면에서도 유리한 측면이 있기 때문이다. 이에 2016년 지주회사에 대한 투자의견을 비중확대로 제시한다

기업활력제고를 위한 특별법(원샷법)은 변화의 시작

기업활력제고를 위한 특별법의 국회 본회의 통과 시 국내 지주회사에 긍정적인 영향을 예상한다. 소규모/간이 합병, 분할 등의 절차가 간소화 되고 구조조정을 위한 빠른 의사결정이 가능해지기 때문이다. 이로 인해 지주회사의 재무구조 개선과 규모의 경제 발생을 기대할 수 있다. 또한 지주회사로의 전환이 촉진될 전망인데 원샷법의 부채비율 유예 기간 확대, 증손회사 소유 규정 완화 등과 더불어 중간금융지주회사 허용에 대한 본격적인 논의가 진행되고 있기 때문이다

지주회사에 대한 주가 상승여력은 충분한 상황. SK 탑픽 제시

국내 지주회사의 주가 상승여력이 충분하다고 판단한다. 국내 그룹사들이 과거와 같은 문어발식 확장에서 벗어나 계열사간 시너지 중심의 M&A를 통한 선택과 집중 전략을 펴고 있기 때문이다. 이는 원샷법 통과 이후 더욱 활성화 될 것으로 예상된다. 특히 자체 사업 성장 잠재력이 높음에도 불구하고 최근 주가 조정이 심했던 SK를 지주회사 업종 내 최선호주로 추천한다

Contents

1. 2016 년에도 지주회사는 여전히 매력적	3
2. 지주회사 전환 추진을 위한 환경 조성 중	7
3. 기업활력제고를 위한 특별법은 변화의 시작	17
개별기업분석	24
SK	
LG	
CJ	
한화	
LS	

Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자조건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

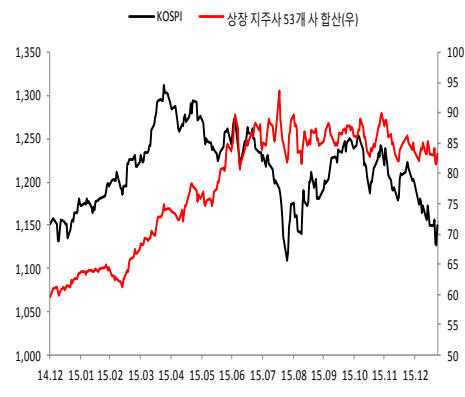
SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 2 월 1 일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

1. 2016 년에도 지주회사는 여전히 매력적

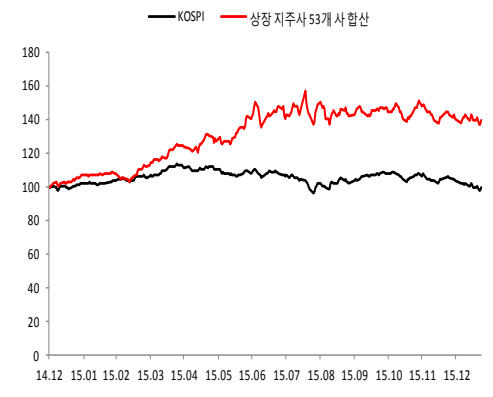
국내에 상장된 지주회사는 금융지주회사와 중간지주회사를 제외하고 53 개사이다. 지주회사의 KOSPI 내 비중은 2014 년 말 5.2%에서 2016 년말 1 월말 기준 7.2%까지 상승했다. 동일 기간 KOSPI 시가총액은 0.1% 감소했으나 지주회사 합산 시가총액은 39.8% 증가하며 시장 대비 높은 초과수익을 기록하였다

KOSPI와 상장지주사 시가총액 추이 (단위: 조원)



자료 SK 증권

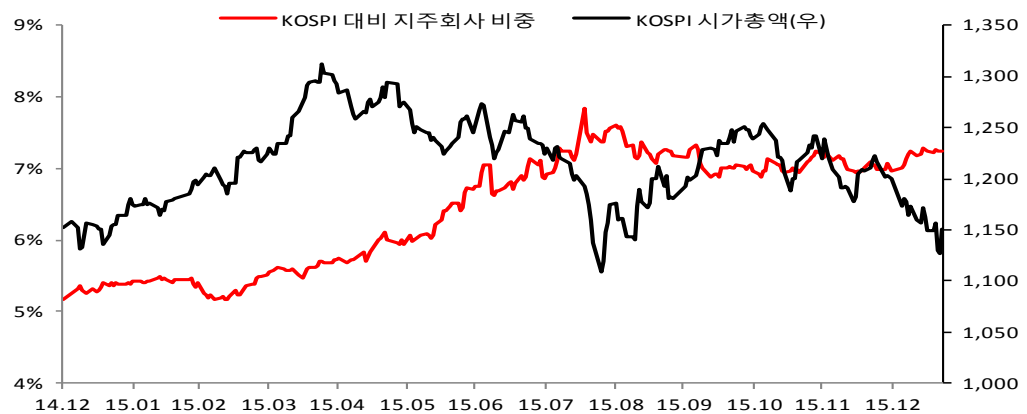
KOSPI와 상장지주사 상대주가 추이



자료 SK 증권
주: 2014 년말 100 기준

KOSPI 대비 지주회사 비중 추이

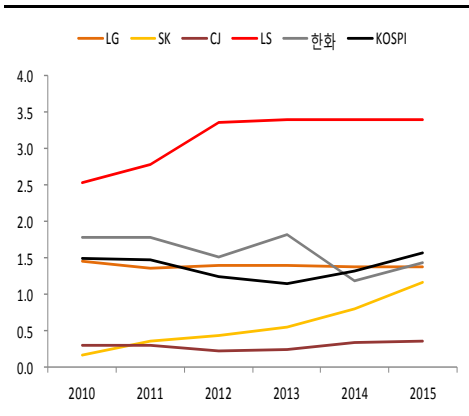
(단위: 조원)



자료 SK 증권

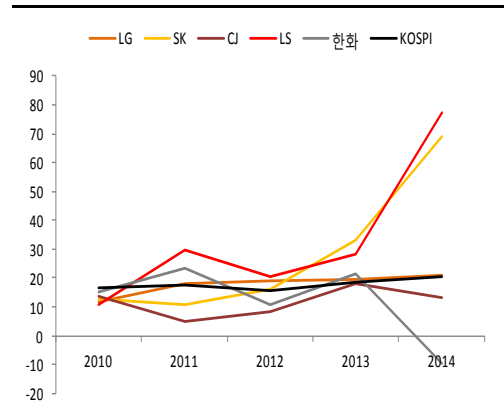
지주회사가 매력적인 이유, 특히 시장 조정기에 각광을 받는 이유는 ①특정 산업에 편중되지 않은 포트폴리오를 보유하여 이익 하락기에 안정적인 실적을 기대할 수 있고 ②일반적으로 자회사의 매출 기반으로 브랜드로열티를 수취하기 때문에 자회사의 이익과는 상관없이 안정적인 현금창출이 가능하며 ③최대주주의 배당수익을 위해 배당 정책 면에서도 유리한 측면이 있기 때문이다

주요 지주사 및 KOSPI 배당수익률 추이 (단위: %)



자료: SK 증권

주요 지주사 및 KOSPI 배당성향 추이 (단위: %)

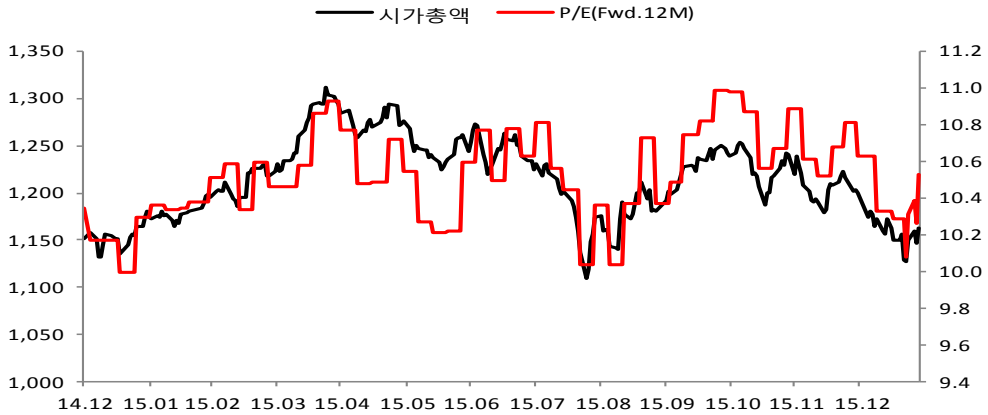


자료: SK 증권

2016 년에도 유가, 금리 등 대외 변수가 불안정한 상황에서 지주회사의 매력도는 높을 것으로 판단한다. 또한 대내적으로도 기업활력 제고를 위한 특별법의 통과로 부실 자회사의 정리와 규모의 경제를 통한 턴어라운드로 재무구조가 안정화 될 수 있을 것으로 예상하기 때문이다. 이에 지주회사에 대한 산업투자자의견을 비중확대로 제시하며 지속적인 관심이 필요하다고 판단한다

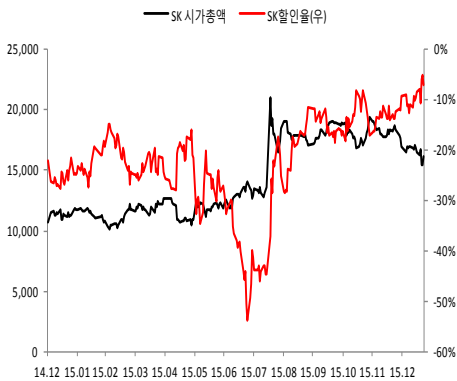
KOSPI 시가총액과 12 개월 Forward PER 추이

(단위: 조원, 배)



자료 SK 증권

SK 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이 (단위: 억원)

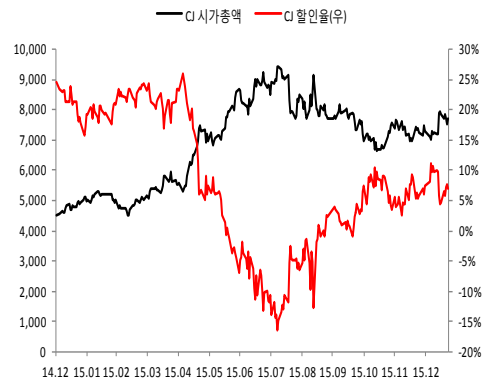


자료 SK 증권

주1: 자체사업 가치 제외 SK E&S 장부가 반영

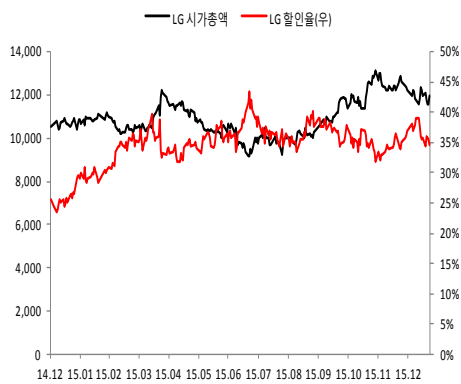
주2: SK 시가총액 및 할인율은 SK C&C와 SK 합산 기준

CJ 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이 (단위: 억원)



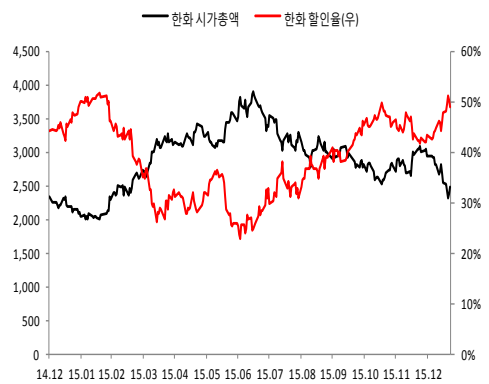
자료 SK 증권

LG 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이 (단위: 억원)



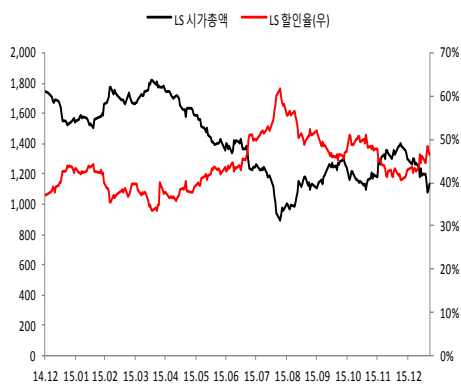
자료: SK 증권

한화 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이 (단위: 억원)



자료: SK 증권

LS 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이 (단위: 억원)



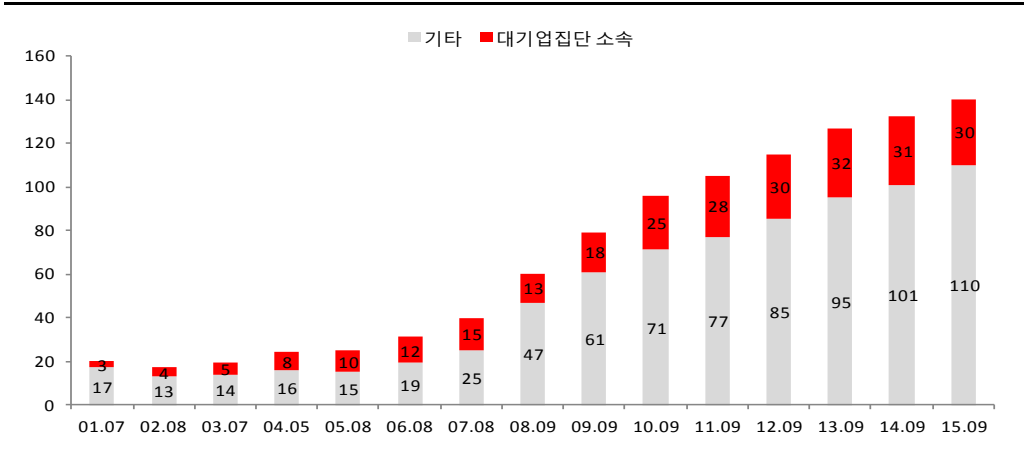
자료: SK 증권

2. 지주회사 전환 촉진을 위한 환경 조성 중

국내 지주회사는 2015년 9월말 기준 140 개에 이른다. 이중 대기업집단 소속은 30 개사로 두산이 지주비율 하락으로 지주회사에서 제외되면서 전년 대비 1 개사가 감소하였다. 국내 그룹사의 지주회사 전환 이유는 경영의 효율화 이외에도 세제우대(배당 수익에 대한 익금불산입), 조세특례제한법(제 38 조의 2. 주식의 현물출자 등에 의한 지주회사의 설립 등에 대한 과세특례)에 의한 지주사 전환 시 주주의 양도차익 과세 이연 등의 실질적인 혜택이 있었기 때문이다

연도별 국내 지주회사 추이

(단위: 개)



자료: 공정거래위원회

지주회사의 배당수익 익금불산입 규정

법인세법

제18조의2(지주회사 수입배당금액의 익금불산입)

- 1호: 상장 자회사 40%, 비상장 자회사 지분 80% 초과 출자 시 자회사로 받은 수입배당금액 전액을 익금불산입
- 2호: 상장 자회사 40%, 비상장 자회사 지분 80% 이하 출자 시 자회사로 받은 수입배당금액 80%를 익금불산입

자료: 법제처

실질적인 지주사 전환의 이점에도 불구하고 최근 지주사 전환은 주춤한 상황이다. 독점규제 및 공정거래법에 관한 법률 제 8 조의 2(지주회사 등의 행위제한)에 의해 규제가 강화되며 제 9 조(상호출자금지), 제 9 조의 2(순환출자의 금지) 등으로 인해 계열사 지분정리가 필요한 대기업 집단의 경우 현실적으로 지주회사 전환에 어려움을 겪고 있기 때문이다.

지주회사 행위제한 요약

독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의 2(지주회사 등의 행위제한 등)

지주회사 규제

- 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유하는 행위 금지
- 상장자회사 20%, 비상장 자회사 40% 보유
- 계열회사가 아닌 국내회사의 5% 초과 소유 금지
- 일반지주회사의 금융자회사 소유 금지

자회사 규제

- 자회사가 손자회사의 주식을 상장사 20%, 비상장사 40% 미만 소유 금지
- 손자회사 아닌 국내 계열사 주식 소유 금지
- 금융업이나 보험업을 영위하는 회사를 손자회사로 지배 금지

손자회사 규제

- 증손회사 발행주식수 총수를 소유하는 경우를 제외하고 국내 계열사 주식 소유 금지

증손회사 규제

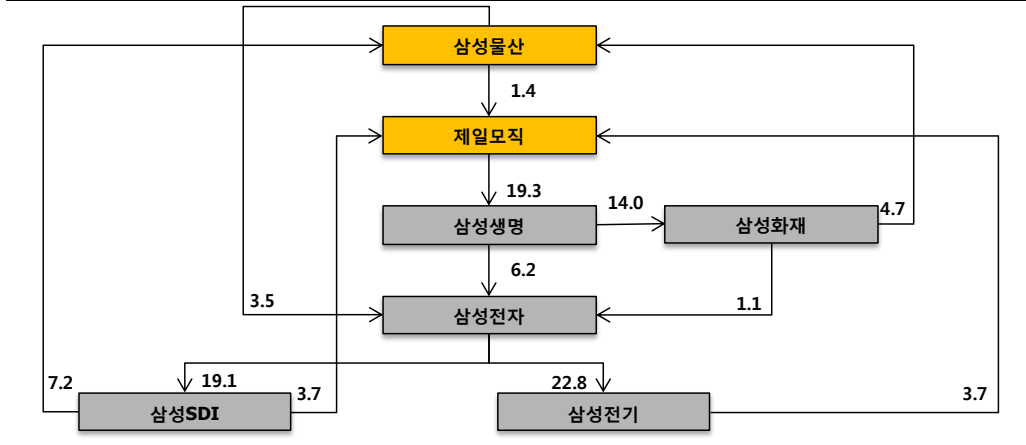
- 증손회사의 국내 계열사 주식 소유 금지

자료 법제처

삼성그룹의 경우 삼성물산과 제일모직 합병 과정에서 순환출자가 10 개에서 7 개로 감소했음에도 불구하고 3 개 고리의 순환출자 강화로 인해 삼성 SDI 가 보유하고 있는 新삼성물산의 지분 5,000,000 만주(2.6%)에 대해 3 월 1 일까지 처분이 불가피한 상황이다. 따라서 지주회사 미전환 그룹 중 순환출자를 보유하고 있는 그룹은 지주회사 전환을 위해서 순환출자 고리를 끊을 필요가 있는데 순환출자를 통해 그룹을 지배하고 있는 경우가 대부분이어서 단기간에 순환출자 해소는 어려울 것으로 예상된다

삼성물산 제일모직 합병 전 삼성그룹 지배구조

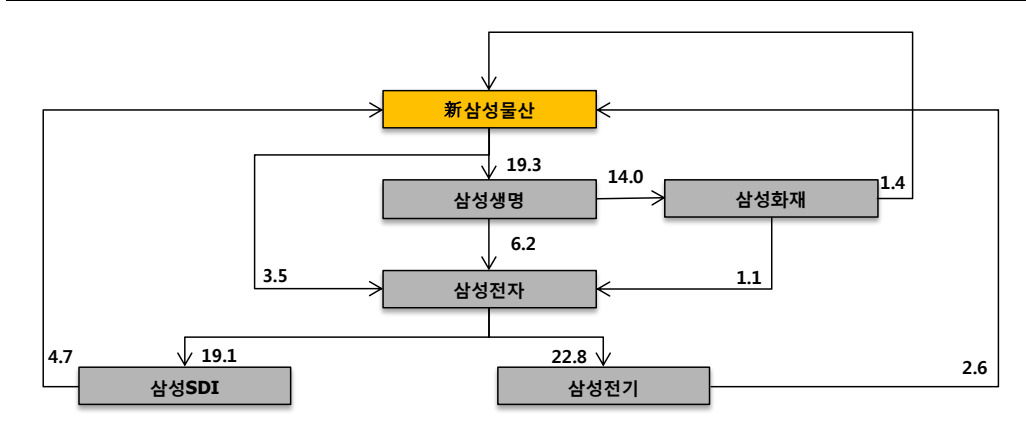
(단위: %)



자료: 공정거래위원회, SK 증권

삼성물산 제일모직 합병 후 삼성그룹 지배구조

(단위: %)



자료: 공정거래위원회, SK 증권

지주회사 비전환 대기업 집단의 금융사 보유 및 순환출자 보유 여부

구분	금융사	순환출자
삼성	보유	보유
현대자동차	보유	보유
롯데	보유	보유
현대중공업	보유	보유
한화	보유	-
두산	보유	-
신세계	-	-
금호아시아나	-	-
대림	-	보유
동부	보유	-
현대	보유	-
현대백화점	-	보유
오씨아이	-	-
효성	보유	-
영풍	-	보유
케이씨씨	-	-
미래에셋	보유	-
동국제강	-	-
교보생명	보유	-
태광	보유	-
현대산업	보유	보유
이랜드	보유	-
태영	-	-
삼천리	보유	-
대성	보유	-
중흥건설	-	-
한솔	-	-

자료: 공정거래위원회

주: 2015년 10월 기준

실제 삼성, 현대자동차, 롯데 등은 금융사를 보유하고 있으며 단기간 순환출자가 해소되지 않아 2세 승계 등을 위한 최대주주 지배력 강화의 필요성에도 불구하고 지주회사 전환이 지연되고 있다. 이에 전체 대기업 집단 61개 중 30개만 지주회사 체제로 전환된 상태이며 총수가 있는 대기업 집단 중 41개 중 27개가 여전히 지주회사 전환을 하고 있지 못한 상태이다

정부는 지주회사 밑에 중간금융지주회사 도입을 통해 일반지주회사가 금융자회사를 보유하게 할 수 있는 법안을 2012년 발의한 상태이다. 하지만 여야간의 합의가 이루어지지 않고 있어 관련 법안은 현재 국회 상임위에 계류중에 있다. 정부와 여당은 중간금융지주 허용에 찬성하는 입장으로 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안이 통과될 경우 3세 승계를 위한 금융사 지분 정리가 필요한 삼성과 현대자동차, 중장기적으로 지주회사 전환을 선언한 롯데그룹 등의 지주사 전환이 가속화 될 것으로 예상된다.

경제민주화 국정과제 20개 법안 내역

완료과제(10개)	잔여과제(7개)
1. 3배 손해배상(하도급법)	1. 소비자권익증진 기금설치(소비자기본법)
2. 중기협동조합에 납품단가 협의권 부여(하도급법)	2. 금융소비자 보호 강화(금융소비자보호법)
3. 전속고발권 사실상 폐지(공정거래법 등)	3. 담합 재판매가격유지 관련 집단소송제도입(증권관련집단소송법)
4. 신속사업조정제 도입(상생법)	4. 사인의 금지청구제 도입(공정거래법)
5. 하도급 부당특약 금지(가맹사업법)	5. 중간금융지주회사 설치 의무화(공정거래법)
6. 가맹점주 권리보호 강화(가맹사업법)	6. 금융 보험사 주식 의결권 제한(공정거래법)
7. 부당내부거래 규제(공정거래법)	7. 독립적 사외이사제 구축 침 소수주주권 강화(상법)
8. 금산분리 강화(은행법, 금융지주회사법)	
9. 동의의결제 도입(표시광고법)	
10. 신규순환출자 금지(공정거래법)	
11. 수급사업자 범위 확대(하도급법)	
12. 대부업 관리감독 강화(대부업법)	
13. 대주주 적경성 심사제 도입확대(금융회사지배구조법)	

자료: 언론자료

1 월 28 일 삼성전자가 보유하고 있는 삼성카드 지분 37.45%를 삼성생명에 주당 35,500 원에 매각했다. 이로써 삼성생명은 삼성카드 지분을 71.86% 보유하며 최대주주로 등극하게 되었다. 또한 삼성생명은 자사주 300 만주 매입을 결정하였다. 삼성생명의 삼성카드 지분 확보로 중간금융지주 설립을 위한 초석을 다진 것으로 판단한다. 다만 중간금융지주 설립을 위해서는 관련법의 국회 통과가 필요한 상황이며 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 지분 7.2%에 대한 처리도 필요하기 때문에 단기간에 중간금융지주회사로의 전환은 어려울 것으로 판단한다.

또한 중간금융지주회사의 지분 요건인 30%를 지분확보를 위해 삼성생명은 삼성화재, 삼성증권 등의 금융계열사의 지분 추가 취득이 필요한데 300 만주 자사주 취득으로 10.2%(현 주가 기준: 2 조 2,366 억원)을 확보하여 향후 중간금융지주 전환 시 활용될 전망이다.

삼성생명 중간금융지주 전환 시 필요자금

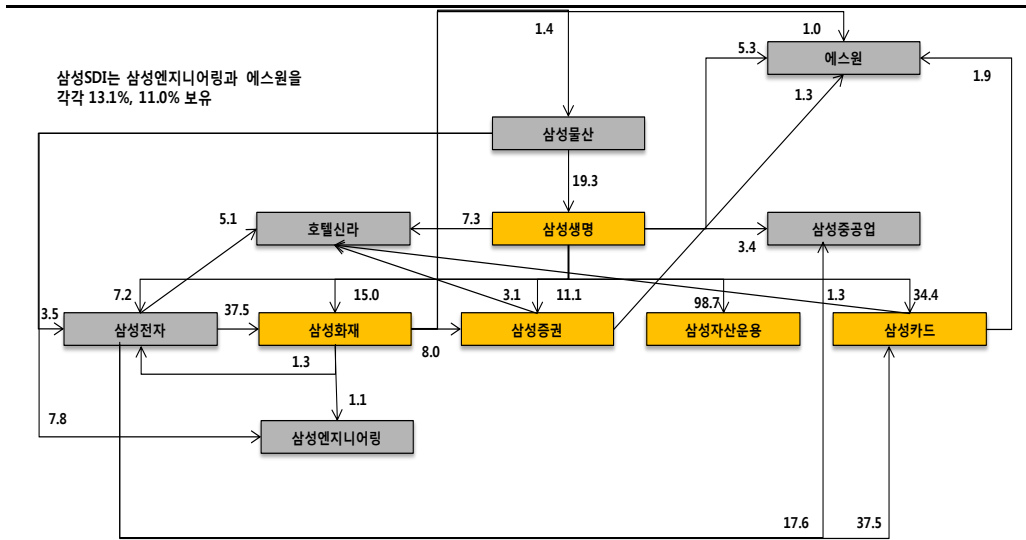
(단위: 억원)

구분	보유지분	중간금융지주 전환 시 추가로 필요한 지분	필요자금
삼성화재	15.0%	15.0%	21,141
삼성증권	11.1%	18.9%	5,323
합계			26,464

자료: SK 증권

이재용 부회장은 삼성 SDS 지분 중 1,587,000 주(2.05%)를 블록딜을 통해 매각하기로 했는데 매각금액은 세후 약 3,000 억원으로 삼성엔지니어링 자본잠식 해소를 위해 주주배정 유상증자에 참여할 것으로 예상된다. 다만 이재용 부회장이 보유하고 있는 삼성 SDS 나머지 지분에 대해서는 6 개월간 매도가 금지되는 락업이 설정됐다. 따라서 삼성그룹 지배구조 개편의 시나리오 중 하나인 삼성전자와 삼성 SDS 간의 합병 가능성은 다소 낮아진 상황이다. 하지만 삼성 SDS 는 이재용 남매의 중요한 자산으로 삼성 그룹 승계 과정에서 중요한 역할을 할 것으로 예상된다

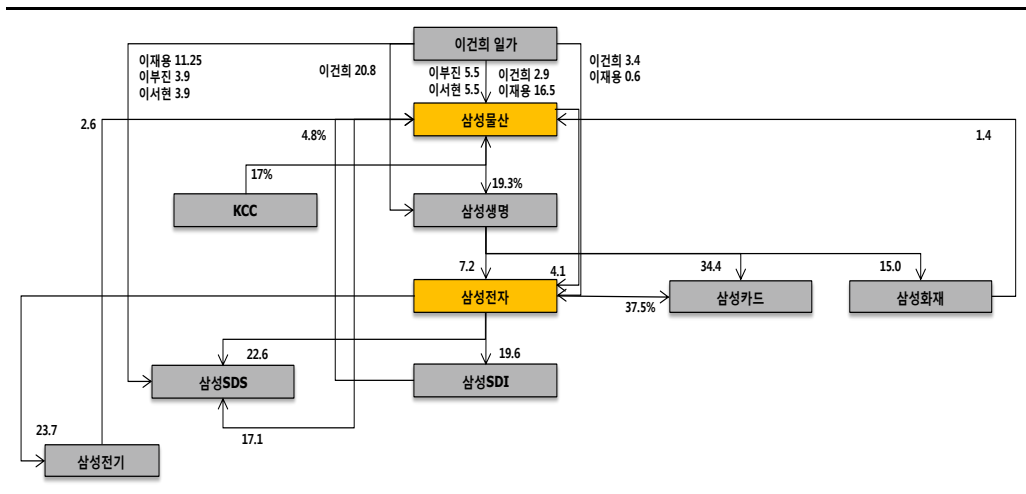
(단위: %)



자료: 공정거래위원회

주: 삼성전자가 보유하고 있는 삼성카드 지분 37.5%를 삼성생명에 매각 공시

(단위: %)



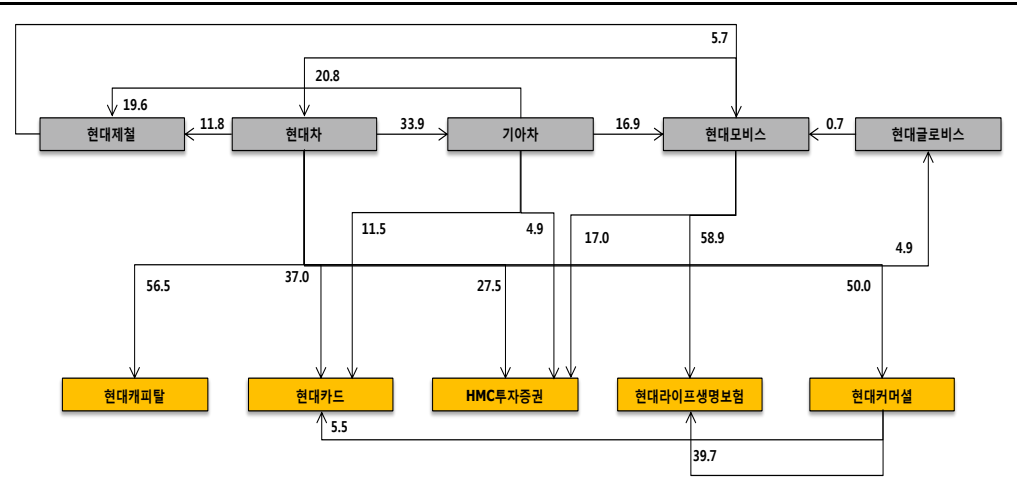
자료: 공정거래위원회

주1: 삼성전자가 보유하고 있는 삼성카드 지분 37.5%를 삼성생명에 매각 공시

주 2: 이재용 부회장은 삼성 SDS 지분 2.05% 매도

현대차는 금융자회사와 순환출자를 모두 보유하고 있어 단기 지주회사 전환이 어려운 상황이다. 현대차→기아차→현대모비스→현대차, 현대차→현대제철→현대모비스→현대차 등의 순환출자 고리가 여전하며 지난 7 월 철강사업 재편을 위해 현대제철과 현대하이스코의 합병으로 인해 현대차와 기아차가 현대제철 보유 주식의 각각 5,746,000 주, 3,063,000 주(합산 6.6%) 늘어났다. 이는 신규 순환출자에 해당해 4,200 억원 규모의 주식 매각이 불가피한 상황이다. 1 월 1 일까지의 매각기한을 넘김에 따라 주식 취득가액 10% 이내의 과징금 부과 가능성이 있다. 이에 현대차와 기아차는 현대제철 보유 지분을 총수익스와프(TRS: Total Returns Swap, 주식 매입자는 매각자와 투자로 인한 수익 및 위험을 나눠 갖고, 매각자는 고정된 이자 수입을 얻는 파생 거래) 방식으로 NH 투자증권에 처분하기로 결정했다. 현대제철과 현대하이스코 합병에 따른 순환출자 강화 고리는 끊었으나 여전히 금융자회사 지분정리와 순환출자 해소를 위해서는 다소 긴 시간이 필요할 전망이다

현대차그룹 금융회사 현황 (단위: %)

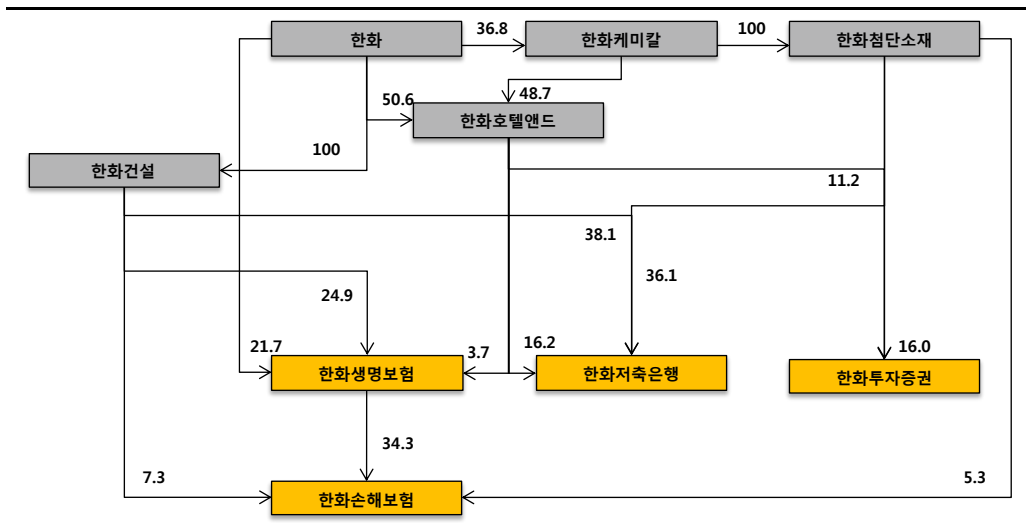


자료: 공정거래위원회

한화는 지주회사로 지정되어 있지 않다. 순환출자도 보유하고 있지 않은 상황이다. 다만 한화그룹은 지난 2014년 삼성그룹으로부터 삼성테크윈 지분 32.4%와 삼성중합화학 지분 57.6%를 인수하면서 한화가 2년 동안 한화테크윈 인수자금 8,400억원을, 한화케미칼과 한화에너지가 공동으로 3년 동안 한화종합화학 1조 600억원을 분납하기로 하였다. 이중 한화는 3,700억원을 내년 말까지 납입해야 하는데 한화생명 지분 매각 가능성이 제기되고 있다. 한화생명은 한화의 100% 자회사 한화건설이 지분 24.9%를 보유하고 있는 일부 지분을 매각한다고 하더라도 경영권 행사에는 문제가 없을 전망이다. 한화그룹의 사실상 지주회사 역할을 하고 있는 한화에 대해 최대주주의 지분도 안정적으로 유지하고 있어 한화는 2세승계 등의 지배구조 이슈보다는 사업구조 개편에 집중할 것으로 예상된다

한화그룹 금융회사 현황

(단위: %)



자료: 공정거래위원회

3. 기업활력제고를 위한 특별법은 변화의 시작

지난 2015년 7월 9일 국회 산업통상자원위원회 소속 이현재 새누리당 의원이 발의한 기업활력제고를 위한 특별법(이하 원샷법)의 처리가 임박한 것으로 판단한다. 법안의 취지는 자발적 사업재편과 혁신 노력이 촉진되어 우리 기업들의 경쟁력이 획기적으로 제고됨으로써 투자 활성화, 고용창출, 중소·중견기업의 성장 위한 것이다. 여야의 이견이 있었으나 최근 야당이 여당의 의견을 수용할 것으로 알려짐에 따라 처리가 임박한 것이다. 원칙적으로 공급과잉 업종에 속한 기업이 사업재편계획을 정부에 신청하면 민관합동 심의위원회를 거쳐 주무부처 승인을 받게 된다. 특히 재벌 총수일가의 경영권 편법 승계에 악용 소지 가능성에 따라 10대 대기업 적용 제한을 야당에서 주장했으나 입장을 바꿔 10대 대기업을 제외하지 않기로 했으며 특별법 적용기간에 대해서는 3년 시행 후 2년 연장에 대해 논의하기로 하였다

기업활력 제고를 위한 특별법 지원내용

분야	지원 내용	구체적 내용
상법	▪간이조직재편절차 간소화	▪소규모분할 제도도입, 소규모합병·소규모분할합병·간이합병·간이분할합병 요건 완화
	▪조직재편 기간 단축	▪주총 소집기간 단축, 채권자 이의제출기간 단축, 주식매수청구권 행사기간 단축
	▪역삼각합병 허용	▪자회사 인수시 특허권, 브랜드 등을 유지하는 M&A 방식
공정거래법	▪기업결합심사 합리화	▪기업결합신고창구 단일화, 기업결합심사시 부처의견 고려 가능
	▪지주회사 규제 유예기간 연장	▪동 규제 관련 유예기간을 1~2년→3년으로 연장
세제자금	▪세제·자금 지원 근거 마련	▪국세·지방세는 「조특법」, 「지특법」에 규정
사업혁신	▪중소·중견기업의 사업혁신지원 근거 마련	▪국내외 판로개척, 정보 제공, 경영·기술·회계자문, 판로개척, 전문인력 양성 지원
능력개발 및 고용안정	▪근로자 능력개발 및 실업예방 노력 의무	▪사업재편에 따른 실업예방 및 재직근로자 능력개발을 위한 기업의 노력 의무 부과
	▪근로자 능력개발활동 지원근거 마련	▪근로자 직업능력개발 및 재취업교육 지원
	▪전직지원금 지원	▪전직자 재취업·창업 촉진을 위한 전직지원금 지원
규제불확실성 해소	▪법령·규제 등의 해석 및 적용 확인	▪사업재편 신청기업이 주무부처에 법령·규제 등의 해석 및 적용 확인 요청 가능
	▪기업제안방식에 의한 규제개선 요청	▪규제개선시 발생가능한 부작용에 대한 보완방안 제출시 주무부처에 규제개선 요청 가능

자료: 산업통상자원부

원샷법은 10 대 대기업을 포함하여 공급과잉 업종에 속한 기업에 적용된다. 주요 내용으로는 소규모분할(자산 규모 10% 이하의 소규모 사업 부문을 분할할 경우는 주주총회의 특별결의 없이 이사회 결의만으로 분할가능)도입, 이사회결의만으로 소규모 합병 허용, 주주총회 소집공고 기간을 2 주에서 1 주로 단축, 소규모 합병 요건 완화(10%→20%) 및 반대주주의 비율강화(20%→10%), 간이합병 시 주식 보유 비율 완화(90%→2/3), 합병반대주주의 주식매수청구권 행사시간을 주초 후 20 일 내 청구에서 10 일 내로 단축, 역삼각합병 허용 등이 있다. 결국 공급과잉업종의 M&A 를 활발하게 추진 하고 그 과정에서 절차를 간소화하게 한다.

원샷법 주요 내용

관련법	구분	현행	원샷법
상법	소규모분할	규정없음	허용
상법	소규모합병 요건(합병대가로 존속회사가 발행할 주식 총수)	10% 이하	20% 이하
상법	간이합병 시 주총 특별결의 면제요건(피합병회사 보유 주식 수)	90%	80%
상법	반대주주의 비율	20%	10%
상법	합병 반대주주 주식매수청구권 행사기간	2주	1주(공휴일 제외)
상법	역삼각합병	규정없음	허용
공정거래법	지주회사의 증손회사 보유 지분율	100%	50%
공정거래법	자회사 공동출자 규제	출자금지	4년간 유예
공정거래법	부채비율 200% 충족 유예기간	-	4년(신설)

자료: SK 증권

주 1: 소규모분할은 총자산 규모 10% 이하의 소규모 사업 부문을 분할할 경우는 주주총회의 특별결의 없이 이사회 결의만으로 가능

주 2: 소규모합병 시 주주총회 특별결의를 이사회 결의로 같음하고 주식매수청구권 을 제한

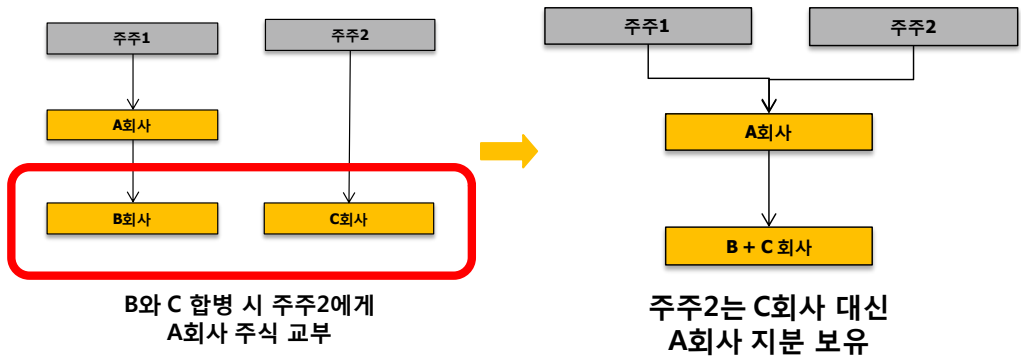
원샷법 대기업 악용에 대한 사전 방지 규정 강화

사업재편 계획 승인 거부 사유

- ① 경영권 승계
- ② 특수관계인 지배구조 강화
- ③ 일감몰아주기

자료: SK 증권

역삼각합병 사례



자료: SK 증권

원샷법이 실시 이후 대기업의 지배구조 개편이 가속화 될 것으로 예상된다. 원샷법은 3 년에 한정(3 년후 2 년 연장 재논의)되고 조선 76.5%, 철강 72.2%, 석유화학 80.2%, 자동차 78.3% 등 사업재편이 시급한 산업에서의 대기업 비중이 높기 때문이다. 다만 민관합동 심의위원회를 운영하고 경영권 승계 등인 경우 승인 거부 및 사후 경영권 승 계로 판명 시 사후승인 취소 및 과징금이 부과될 예정이기 때문에 모든 대기업이 원샷 법의 수혜를 볼 수는 없을 전망이다. 공급과잉 업종을 영위하고 있는 대기업의 경우에는 원샷법 실시로 기업지배 구조 개편이 용이해져 선택과 집중 전략을 통한 그룹 전체 적인 재무구조 개선을 통해 기업가치 상승을 기대해 볼 수 있을 전망이다

삼성그룹 특수관계인 상장사 지분보유 현황

(단위: %)

구분	이건희	이재용	이부진	이서현	홍라희
삼성전자	20.8	0.6			0.7
삼성생명	3.4	0.1			
삼성물산	2.9	16.5	5.5	5.5	
삼성에스디에스	0.0	11.3	3.9	3.9	
삼성화재		0.1			

자료: SK 증권

SK 그룹 특수관계인 상장사 지분보유 현황

(단위: %)

구분	최태원	최기원	최신원	최창원
SK	23.4	7.5	0.0	
SK케미칼	0.1			
SK텔레콤	-		-	
SKC			1.6	
SK솔믹스			1.3	
SK네트웍스			0.5	
SK케미칼			0.1	14.4
SK하이닉스			-	
에스케이디앤디				24.0

자료: SK 증권

LG 그룹 특수관계인 상장사 지분보유 현황

(단위: %)

구분	구본무	구자경	구광모	구본능	구본준	구본식
LG	11.3	1.0	6.0	3.5	7.7	4.5
LG상사	2.5	0.1	2.1	1.7	3.0	0.8

자료: SK 증권

현대차그룹 특수관계인 상장사 지분보유 현황

(단위: %)

구분	정몽구	정의선	정성이	정명이	정윤이
현대제철	11.8				
현대모비스	7.0				
현대글로비스	6.7	23.3			
현대차	5.2	2.3	-	-	
이노션		2.0	28.0		
현대위아		2.0			
기아차		1.7			
코렌텍			6.2	0.2	0.1

자료: SK 증권

CJ 그룹 특수관계인 상장사 지분보유 현황

(단위: %)

구분	이재현	이미경	이선희	이경후
CJ	42.1			0.1
CJ E&M	2.4	0.2	0.7	0.3
CJ프레시웨이	0.6			
CJ제일제당	0.5			0.2
CJ오쇼핑	0.3			

자료: SK 증권

롯데그룹 특수관계인 상장사 지분보유 현황

(단위: %)

구분	신동빈	신동주	신격호	신영자
롯데쇼핑	13.5	13.5	0.9	0.7
롯데제과	8.8	4.0	6.8	2.5
롯데칠성	5.7	2.8	1.3	2.7
롯데푸드	2.0	2.0		1.1
롯데손해보험	1.4			
롯데캐피탈	0.3			
현대정보기술				0.1

자료: SK 증권

한화그룹 특수관계인 상장사 지분보유 현황

(단위: %)

구분	김승연	김동관	김동원	김동선
한화	22.7	4.4	1.7	1.7

자료: SK 증권

LS 그룹 특수관계인 상장사 지분보유 현황

(단위: %)

구분	구자열	구자용	구자균	구자홍	구자은
E1	17.7	11.8	11.6		
가온전선	5.5	3.7	3.7	3.1	4.8
LS	2.5	2.4	2.2	2.8	3.9
LS네트웍스	0.0				
에스코				6.5	13.2

자료: SK 증권

공급과잉업종에 한하여 원샷법이 적용된다. 일본의 경우 원샷법(산업경쟁력강화법) 적용 시 공급과잉업종의 기준을 최근 3년 간 매출액 평균 이익이 과거 20년 간 매출액 평균 보다 15% 이상 감소한다고 정의했으나 국내의 경우에는 아직 규정된 바가 없다. 국회에 발의된 원샷법 내용을 보면 과잉공급을 '국내외 시장 상황을 고려할 때 현재 또는 향후 상당 기간 공급 증가, 수요 감소 등으로 기업 경영 상황이 지속적으로 악화 될 것으로 예상되는 상태'로 정의하고 있을 뿐이다. 실제 원샷법 적용 여부를 판가름할 '사업재편계획 심의·승인을 위한 세부기준'은 산업통상자원부 장관 지침을 따르도록 규정하고 있다. 산업통상자원부는 업종에 관계없이 적용 가능한 단일한 공급과잉 업종 기준을 만들기로 하고 현재 하위 법령을 준비하고 있다. 산업통상자원부 주형환 장관은 철강, 조선, 화학 업종에 대해 공급과잉 업종임을 언급한 바 있어 원샷법의 수혜를 볼 수 있는 유력한 산업군이다. 이와 함께 해운, 건설 등도 공급과잉산업 지정가능성이 높은 것으로 판단한다.

공급과잉업종 지정 예상 산업군 현황

산업	현황 및 전망
조선	<ul style="list-style-type: none"> · 금융위기 이후 상선 발주 감소 및 최근 유가하락으로 해양발주 급감 · 국내 조선사들은 시황변화에 대응한 물량확보 과정에서 역량 대비 무리한 수주물량 축적으로 어려움 직면 · 대형3사는 구조조정 노력과 함께 기존 강점의 상선에 집중하며 영업이익 개선 기대
해운	<ul style="list-style-type: none"> · 세계 해운업은 구조적인 어려움에 봉착한 가운데 인수합병 등 글로벌 해운시장 재편 가속화 · 국내 대형 해운사들의 자구노력에도 장기간 해운업의 침체로 경영상의 어려움 지속 · 향후 해운업은 선복량 과잉 해소와 운임회복에 상당기간 소요 예상
석유화학	<ul style="list-style-type: none"> · 중국의 자급률 상승, 셰일가스 등 저가원료 기반 설비투자 확대로 경쟁 치열 · 품목별로는 합성원료 분야(특히 테레프탈렌)가 공급과잉에 따른 수익성 악화 전망 · 업계도 생산설비를 약 30%(150만톤) 감축해야만 수익성 회복이 가능하다고 인식
철강	<ul style="list-style-type: none"> · 중국발 철강수요 둔화와 공급과잉 심화로 저성장 국면이 지속되고 있음 · 품목별로는 합금철 분야의 수익성 악화 전망 · 업계도 향후 수요전망 등을 감안할 경우 생산능력을 약 40%(40만톤) 정도 감축할 필요가 있다고 판단
건설	<ul style="list-style-type: none"> · 국내 주택시장은 09년 이후 전반적으로 하락세를 보였으나 최근 주택시장을 중심으로 회복되는 모습 · 해외시장은 유가하락 등으로 성장세 둔화중이며 우리 기업의 해외수주액(10월말)도 지난해의 77% 수준 · 감소하는 시장규모에 맞춰 경쟁력 강화를 위해 지속적인 구조조정 추진

자료: 금융위원회

기업활력제고를 위한 특별법 이전인 2015 년 대기업의 빅딜은 이미 가속화되고 있다. 삼성그룹은 삼성테크윈, 삼성토탈, 삼성종합화학, 삼성탈레스 등 방산 및 화학부문을 1조 9,000 억원에 한화에 매각하였으며 삼성 SDI 케미칼 사업부, 삼성정밀화학, 삼성BP 화학 등 화학 사업부문을 3 조원에 롯데에 매각하였다. 이 밖에 SK 그룹은 CJ 헬로지번과 OCI 머티리얼즈 인수, LG 화학의 동부팜한농 인수, 현대차의 현대캐피탈 지분 추가 인수 등 어느해 보다 다양한 빅딜이 성사되었다.

2015 년 주요 그룹사 빅딜 요약

그룹	내용
삼성	삼성테크윈, 삼성토탈, 삼성종합화학, 삼성탈레스 한화에 매각 삼성SDI 케미칼 사업부, 삼성정밀화학, 삼성BP화학 롯데에 매각 삼성전자가 보유한 삼성카드 지분, 삼성생명에 매각 미국 결제 서비스 업체 루프페이 인수
현대차	현대차의 현대캐피탈 지분 추가 인수
SK	SK텔레콤의 CJ헬로비전 지분인수 후 SK브로드밴드와 합병 OCI머티리얼즈 인수 CJ유상증자에 1,500억원 참여
LG	LG화학의 동부팜한농 인수 LG하우시스는 독일의 호른슈크 인수 검토중
롯데	삼성으로부터 삼성SDI 케미칼 사업부, 삼성정밀화학, 삼성BP화학 인수 KT렌탈 인수
한화	삼성으로부터 삼성테크윈, 삼성토탈, 삼성종합화학, 삼성탈레스 인수 한화에너지 에스아이티 인수 한화테크윈 KAI 지분 매각
CJ	CJ오쇼핑 보유 CJ헬로비전 SK텔레콤에 매각 CJ제일제당은 중국의 메이화성우 인수 추진 CJ대한통운 룡칭물류 인수

자료 SK 증권

과거보다 대기업간의 빅딜이 활성화된 이유는 문어발식 사업영역 확장보다는 선택과 집중 전략을 통한 그룹의 재무구조 개선, 규모의 경쟁 달성, 계열사간 시너지 확대 등 실리주의 노선을 선택한 것으로 판단한다.

Company Analysis

I 개별기업분석

SK(034730/KS)

안정감 있는 성장

매수(유지)

T.P 350,000 원(유지)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	154 억원
발행주식수	7,036 만주
자사주	351 만주
액면가	200 원
시가총액	161,477 억원
주요주주	
최태원(외4)	30.88%
국민연금공단	8.39%
외국인지분률	23.90%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(16/01/27)	229,500 원
KOSPI	1879.43 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	320,500 원
52주 최저가	202,000 원
60일 평균 거래대금	408 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.4%	-7.1%
6개월	-24.1%	-16.7%
12개월	1.6%	3.8%

SK C&C와 SK의 합병 이후에도 반도체 모듈, 중고차, 스마트 팩토링 등 자체사업이 여전히 호조를 보이고 있고 SK 건설, SK 해운 등의 계열사 실적도 안정화에 접어들면서 2016년 성장기조가 지속될 전망이다. 특히 반도체 소재산업과 그룹 물류 부문이 올해 추가되며 계열사와의 시너지가 극대화될 전망이다. 지주회사 내 최선호주로 제시한다

자체사업부문 성장 유효

SK의 자체사업은 2016년에도 성장 잠재력이 높다고 판단한다. 반도체 가격 하락에도 프리미엄 제품 출시로 모듈부문의 외형성장이 지속될 전망이며 온라인 매출 확대에 따른 중고차 부문의 이익 개선도 예상된다. 스마트팩토링은 혼하이 중국 충칭공장 적용을 시작으로 중국 내 매출기반이 확대를 예상된다. 또한 물류사업, 보안사업 등의 신사업도 2016년 성장의 원년이 될 전망이다

리스크가 감소한 계열사 실적

SK 건설이 연간 BEP 달성이 가능할 것으로 예상하는 가운데 SK 네트워크, SK 텔레콤의 실적도 점진적인 개선이 가능할 전망이다. SMP 하락으로 SK E&S 이익 감소는 불가피하겠으나 2017년부터는 보령터미널 건설, 고르콘 LNG 직도입, 중국 진출 등을 통해 턴어라운드 가능할 것으로 예상하며 2월 이후 OCI 머티리얼즈의 반도체 소재분야에서의 성장도 기대되는 상황이다

투자의견 매수, 목표주가 350,000 원

자체사업 및 계열사 실적 안정화가 예상되는 SK에 대한 투자의견 매수를 유지하며 목표주가 350,000 원을 유지한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	22,418	23,018	24,260	408,533	982,572	1,086,871
yoy	%	31.7	2.7	5.4	1,584.0	140.5	10.6
영업이익	억원	2,007	2,252	2,715	16,306	51,289	61,243
yoy	%	14.2	12.2	20.6	500.5	214.5	19.4
EBITDA	억원	2,493	2,789	3,287	36,569	94,179	98,728
세전이익	억원	4,750	2,693	1,873	66,628	42,244	54,704
순이익(지배주주)	억원	3,561	2,023	1,273	56,685	14,409	17,830
영업이익률%	%	9.0	9.8	11.2	4.0	5.2	5.6
EBITDA%	%	11.1	12.1	13.6	9.0	9.6	9.1
순이익률	%	15.9	8.8	5.4	15.4	3.3	3.8
EPS	원	7,122	4,045	2,546	93,071	20,479	25,341
PER	배	14.5	33.4	83.9	2.6	11.2	9.1
PBR	배	2.3	2.7	4.1	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	25.1	28.8	36.5	19.6	6.9	6.0
ROE	%	15.9	8.5	5.0	70.9	10.2	11.3
순차입금	억원	10,626	12,516	12,771	225,705	113,467	-513
부채비율	%	129.0	111.7	103.9	128.9	136.0	140.4

SK 목표주가는 사업가치와 지분가치를 합산하여 산정한 35 만원을 제시한다. 사업가치는 세후영업이익에 46.9 배를 적용하였는데 이는 삼성 SDS 올해 세후영업이익 멀티플에서 50% 할인한 수치이다. 지분가치 중 SK E&S 는 ROE 12.9%를 고려하여 Target PBR 1.2 배를 적용하였다. 목표주가 35 만원은 2016 년 기준 PER 17.1 배 수준으로 자체 사업의 성장성과 자회사의 안정감을 고려했을 때 합리적인 수준이라 판단한다

SK 적정주가 산정

(단위: 억원)

구분	내용
사업가치(①)	90,141
자회사 가치(②)	139,373
브랜드수수료	23,324
순차입금	4,549
적정 시가총액	248,289
주식수	70,360,297
목표주가	352,882

자료: SK 증권

주: 브랜드 수수료는 멀티플 10 배 적용

SK 사업가치(①)

(단위: 억원)

	2016
매출액	25,946
영업비용	23,118
영업이익	2,828
법인세율	32.0%
세후 영업이익	1,922
멀티플	46.9
영업가치	90,141

자료: SK 증권

주: 멀티플은 삼성 SDS 올해 세후영업이익 멀티플 93.8 배 대비 50% 할인

SK 지분가치(②)

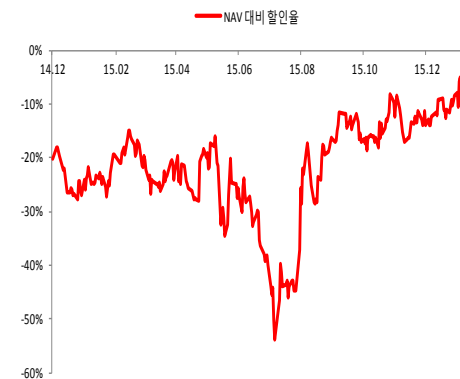
(단위: 억원)

		시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	SK이노베이션	126,678	32.4%		41,044
	SK텔레콤	159,473	25.2%		40,219
	SK네트웍스	12,831	39.1%		5,022
	SKC	11,131	41.9%		4,659
	SK증권	3,249	10.0%		325
	SK(자사주)	161,477	20.6%		33,341
비상장사	SK건설			4,700	4,700
	SK해운			4,206	4,206
	SK E&S			26,000	36,208
	SK임업			614	614
	SK바이오팜			3,287	3,287
	SK인포섹			438	438
	행복나래			14	14
	SK엔카닷컴			139	139
합계					174,216
할인율					20%
자회사 가치					139,373

자료: SK 증권

주: SK E&S 가치는 ROE 12.9%으로 Target PBR 1.2 배 적용

SK NAV 대비 할인율 추이

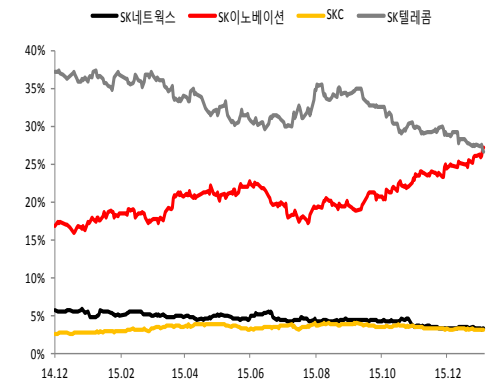


자료: SK 증권

주1: 자체사업 가치 제외 SK E&S 장부가 반영

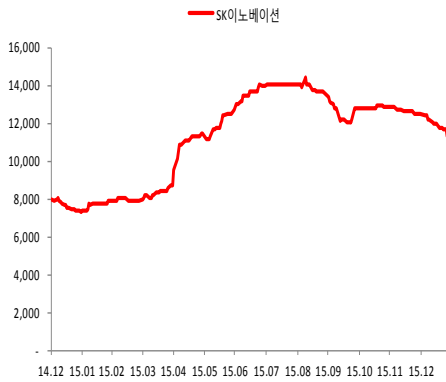
주2: 자체사업 고려 시 현주가 NAV 대비 할인율은 33.0%

SK 주요 자회사 NAV 기여도



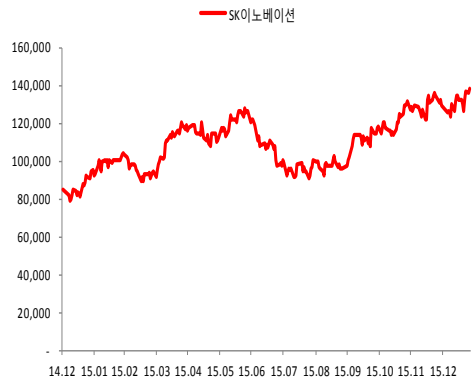
자료: Fnguide

SK 이노베이션 16 년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 억원)



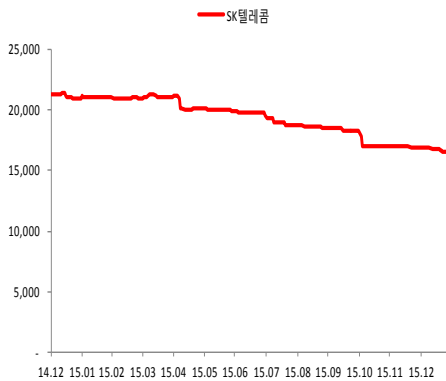
자료: Fnguide

SK 이노베이션 주가 추이 (단위: 원)



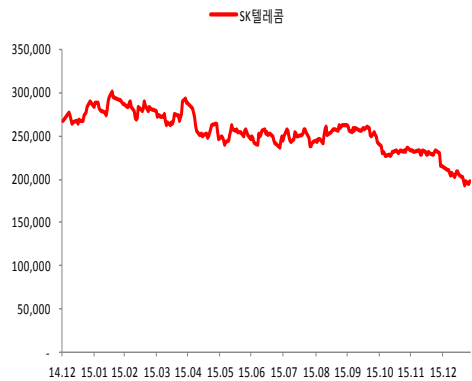
자료: Fnguide

SK 텔레콤 16 년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 억원)



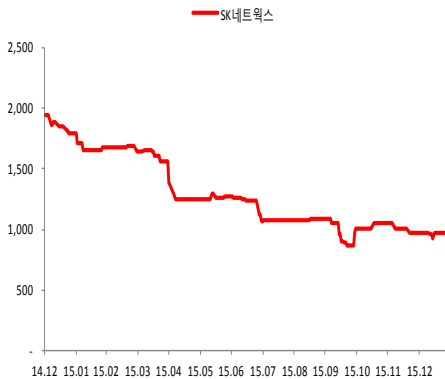
자료: Fnguide

SK 텔레콤 주가 추이 (단위: 원)



자료: Fnguide

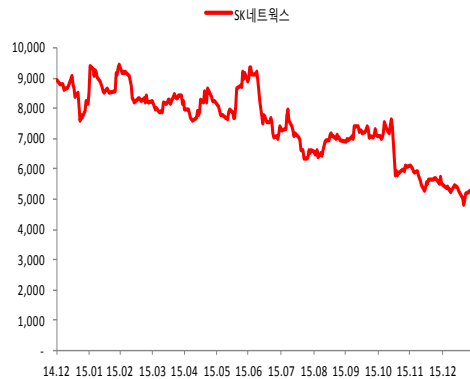
SK 네트워크 16년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 억원)



자료: Fnguide

SK 네트워크 주가 추이

(단위: 원)



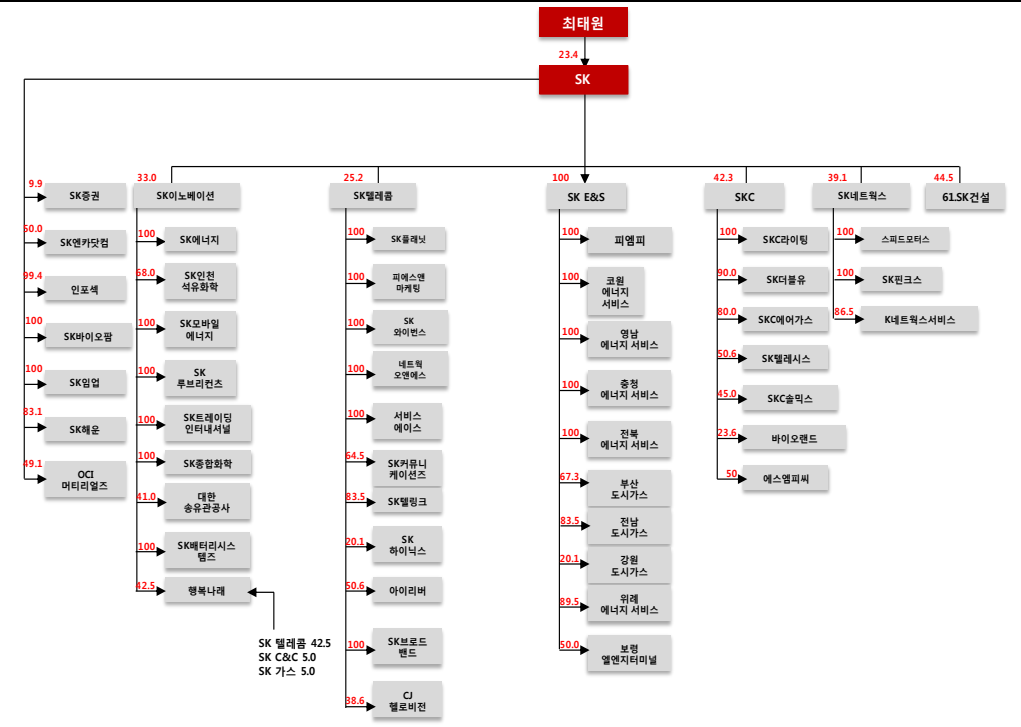
자료: Fnguide

2015년 SK 그룹 M&A의 핵심은 계열사간 시너지 극대화에 있었다. CJ 헬로비전은 SK 텔레콤에 인수되었는데 CJ 헬로비전은 국내 케이블 가입자 1위 사업자이며 SK 텔레콤은 국내 1위 이동통신사업자이다. CJ 헬로비전 인수 이후 SK 브로드밴드와의 합병을 추진중에 있는데 SK 브로드밴드는 IPTV 부문에서 턴어라운드 하며 실적 개선이 예상된다. 두 회사의 합병으로 홈쇼핑 송출수수료 협상력 강화 등 규모의 경제를 통한 경영효율화가 가능하며 SK 텔레콤의 이동통신부문과의 결합으로 가입자 유지 효과가 극대화될 전망이다.

2월말 인수가 완료될 것으로 예상하는 OCI 머티리얼즈도 종합반도체회사인 SK 하이닉스와의 시너지가 본격화될 전망이다. 3D NAND 투자 확대 및 공정미세화 과정에서 NF3의 수요가 지속적으로 증가할 것으로 예상하기 때문이다. SK 하이닉스는 10년간 46조원의 CAPEX 계획을 발표하였고 2016년 6조원 수준의 CAPEX를 집행할 예정인데 이에 OCI 머티리얼즈의 역할이 확대될 전망이다.

SK C&C와 SK의 합병으로 탄생한 SK는 사업지주회사로 안정적인 지배구조를 확립하고 있어 향후 SK에 대해서는 지배구조 이슈보다는 계열사 간 시너지를 극대화할 수 있는 M&A에 주목해야 할 것으로 판단한다.

SK 그룹 지배구조

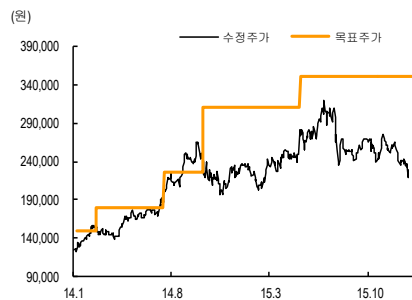


자료: SK 증권

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

2016.01.28	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
2015.02.06	매수	310,000원
2015.01.09	매수	310,000원
2014.12.09	매수	310,000원
2014.11.05	매수	310,000원
2014.08.12	매수	225,000원
2014.04.24	매수	180,000원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 1월 28 현재 SK와(주) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 28일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	11,941	9,883	9,271	311,170	439,678
현금및현금성자산	4,410	2,591	2,460	76,594	188,833
매출채권및기타채권	5,084	4,874	4,555	161,732	173,630
재고자산	582	837	1,418	50,339	54,042
비유동자산	39,279	43,046	43,799	644,374	622,061
장기금융자산	3,576	3,115	3,705	30,439	30,439
유형자산	4,000	4,680	5,742	384,850	358,431
무형자산	1,192	1,126	1,017	94,528	79,175
자산총계	51,220	52,929	53,070	955,544	1,061,738
유동부채	11,919	8,732	6,405	229,090	240,571
단기금융부채	5,924	4,109	2,142	77,362	77,362
매입채무 및 기타채무	4,490	3,272	2,576	91,476	98,205
단기충당부채	63	64	49	2,067	2,531
비유동부채	16,931	19,189	20,641	308,996	371,262
장기금융부채	10,687	12,263	13,760	241,284	241,284
장기매입채무 및 기타채무	0	34	43	31,509	62,974
장기충당부채	0	0	0	610	1,219
부채총계	28,851	27,921	27,047	538,086	611,834
지배주주지분	22,366	25,004	25,854	134,080	148,439
자본금	100	100	100	154	154
자본잉여금	0	0	809	56,979	56,979
기타자본구성요소	-4,407	-5,359	-6,360	-4,864	-4,864
자기주식	-4,407	-5,359	-6,360	-4,864	-4,864
이익잉여금	27,577	31,265	31,789	81,255	94,564
비지배주주지분	3	4	169	283,378	301,466
자본총계	22,369	25,008	26,024	417,458	449,905
부채와자본총계	51,220	52,929	53,070	955,544	1,061,738

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
영업활동현금흐름	2,336	792	1,773	18,412	100,157
당기순이익(손실)	3,562	2,023	1,299	62,785	32,021
비현금성항목등	-785	1,120	2,317	-26,908	62,159
유형자산감가상각비	377	400	428	14,374	26,419
무형자산상각비	108	137	144	5,889	16,471
기타	329	694	503	-47,352	4,902
운전자본감소(증가)	84	-1,889	-1,184	-12,346	-692
매출채권및기타채권의 감소(증가)	512	205	356	-27,997	-11,898
재고자산감소(증가)	-111	-251	-615	20,282	-3,703
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-380	-1,117	-546	-10,399	6,730
기타	64	-727	-379	5,769	8,180
법인세납부	-525	-462	-659	-5,120	6,669
투자활동현금흐름	-437	-58	-254	78,956	-6,866
금융자산감소(증가)	432	366	645	1,056	0
유형자산감소(증가)	-523	-1,040	-1,527	-6,377	0
무형자산감소(증가)	-175	-122	-118	-1,119	-1,119
기타	-171	739	745	85,396	-5,748
재무활동현금흐름	456	-2,562	-1,651	-23,054	18,948
단기금융부채증가(감소)	-181	-150	-84	-16,913	0
장기금융부채증가(감소)	3,918	-237	-429	4,039	0
자본의증가(감소)	-2,107	-952	-1,001	-4,312	0
배당금의 지급	-475	-569	-672	-880	-1,100
기타	-699	-654	535	-4,312	20,048
현금의 증가(감소)	2,325	-1,819	-130	74,134	112,239
기초현금	2,085	4,410	2,591	2,460	76,594
기말현금	4,410	2,591	2,460	76,594	188,833
FCF	1,461	-380	386	-41,748	75,365

자료 : SK, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	22,418	23,018	24,260	408,533	982,572
매출원가	0	0	0	356,098	865,760
매출총이익	22,418	23,018	24,260	52,435	116,813
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	12.8	11.9
판매비와관리비	20,411	20,766	21,544	36,129	65,524
영업이익	2,007	2,252	2,715	16,306	51,289
영업이익률 (%)	9.0	9.8	11.2	4.0	5.2
비영업손익	2,742	441	-843	50,322	-9,045
순금융비용	505	506	553	3,984	8,750
외환관련손익	-18	7	9	3	3
관계기업투자등 관련손익	3,187	974	-387	6,258	4,603
세전계속사업이익	4,750	2,693	1,873	66,628	42,244
세전계속사업이익률 (%)	21.2	11.7	7.7	16.3	4.3
계속사업법인세	1,188	669	574	3,843	10,223
계속사업이익	3,562	2,023	1,299	62,785	32,021
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,562	2,023	1,299	62,785	32,021
순이익률 (%)	15.9	8.8	5.4	15.4	3.3
지배주주	3,561	2,023	1,273	56,685	14,409
지배주주귀속 순이익률(%)	15.89	8.79	5.25	13.88	1.47
비지배주주	1	1	26	6,100	17,611
총포괄이익	2,379	2,122	1,740	64,311	33,547
지배주주	2,378	2,121	1,715	57,735	15,460
비지배주주	1	1	26	6,576	18,088
EBITDA	2,493	2,789	3,287	36,569	94,179

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
성장성 (%)					
매출액	31.7	2.7	5.4	1,584.0	140.5
영업이익	14.2	12.2	20.6	500.5	214.5
세전계속사업이익	-25.7	-43.3	-30.5	3,457.9	-36.6
EBITDA	16.3	11.9	17.9	1,012.5	157.5
EPS(계속사업)	-18.7	-43.2	-37.1	3,555.8	-78.0
수익성 (%)					
ROE	15.9	8.5	5.0	70.9	10.2
ROA	7.3	3.9	2.5	12.5	3.2
EBITDA마진	11.1	12.1	13.6	9.0	9.6
안정성 (%)					
유동비율	100.2	113.2	144.7	135.8	182.8
부채비율	129.0	111.7	103.9	128.9	136.0
순차입금/자기자본	47.5	50.1	49.1	54.1	25.2
EBITDA/이자비용(배)	3.9	4.5	5.0	7.3	8.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,122	4,045	2,546	93,071	20,479
BPS	44,731	50,007	51,709	190,561	210,970
CFPS	8,094	5,119	3,689	126,341	81,437
주당 현금배당금	1,250	1,500	2,000	2,500	2,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.0	34.2	104.3	3.4	11.8
PER(최저)	11.5	21.8	47.5	2.2	10.7
PBR(최고)	3.0	2.8	5.1	1.7	1.2
PBR(최저)	1.8	1.8	2.3	1.1	1.0
PCR	12.7	26.4	57.9	1.9	2.8
EV/EBITDA(최고)	31.5	29.4	44.4	20.7	7.0
EV/EBITDA(최저)	20.8	20.4	22.4	17.7	6.8

LG(003550/KS)

계열사간 시너지 확대 전망

매수(신규편입)

T.P 91,000 원(신규편입)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

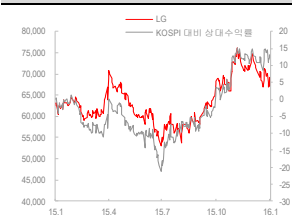
Company Data

자본금	8,794 억원
발행주식수	17,587 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	119,410 억원
주요주주	
구분무(외35)	48.44%
국민연금공단	6.02%
외국인지분율	26.40%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(16/01/27)	69,200 원
KOSPI	1879.43 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	76,100 원
52주 최저가	53,100 원
60일 평균 거래대금	202 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.5%	-0.9%
6개월	25.6%	38.0%
12개월	10.7%	13.2%

LG 는 2015 년 전자계열의 실적 부진에도 불구하고 화학계열의 이익이 증가하면서 이익성장이 지속될 전망이다. 2016 년에는 자회사간 시너지 발생이 확대될 전망이다. 특히 전기차와 에너지 분야가 성장을 견인할 전망이다. 순수지주회사로서 NAV 대비 할인율 측면에서 매력적이며 LG 화학, LG 생활건강 등 주요 자회사의 주가상승이 점진적으로 LG 주가에 반영될 전망이다

점진적인 연결 자회사 실적 개선

LG 주요 연결자회사의 점진적인 실적 개선이 가능할 전망이다. LG 실트론은 반도체 수요부진에도 불구하고 연간 Bep 에 근접할 예정이며 서브원은 마곡 사이언스파크, LG 디스플레이 OLED 투자 등으로 인해 건설부문 성장을 예상한다. LG CNS 는 2015 년 IT 경기 둔화에 따른 이익감소가 예상되나 2016 년 에너지, 스마트 교육 등의 신사업 진출로 영업이익 회복이 가능할 전망이다

전기차와 에너지로의 집중. 계열사 간 시너지 기대

전자계열 실적개선이 둔화되는 가운데 화학계열과 LG 유플러스의 실적 개선으로 LG 그룹 이익은 점진적으로 증가할 것으로 예상한다. LG 그룹의 포트폴리오는 전기차와 에너지에 집중되면서 수직계열화를 통한 비용절감을 기대할 수 있어 전반적인 계열사 실적 개선을 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 91,000 원

서브원 등 연결자회사 및 화학계열의 실적 개선이 예상되는 LG 에 대한 투자의견 매수를 제시한다. NAV 기준 지주회사 내 밸류에이션 매력도 높다고 판단한다. 목표주가는 SOTP 로 산정한 91,000 원을 제시한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	96,952	97,992	98,654	104,029	108,464	115,246
yoy	%	-3.6	1.1	0.7	5.5	4.3	6.3
영업이익	억원	12,315	11,539	10,441	12,699	13,004	13,748
yoy	%	-8.9	-6.3	-9.5	21.6	2.4	5.7
EBITDA	억원	15,775	14,778	13,469	14,982	15,808	14,275
세전이익	억원	11,600	10,790	9,557	11,994	12,453	13,603
순이익(지배주주)	억원	9,382	8,961	8,445	10,689	11,099	12,128
영업이익률%	%	12.7	11.8	10.6	12.2	12.0	11.9
EBITDA%	%	16.3	15.1	13.7	14.4	14.6	12.4
순이익률	%	9.9	8.5	8.5	10.3	10.3	10.6
EPS	원	5,648	5,808	4,770	6,084	6,318	6,903
PER	배	11.5	11.0	12.8	11.6	11.0	10.0
PBR	배	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	8.2	8.5	9.2	9.1	7.6	7.5
ROE	%	8.7	7.8	7.0	8.4	8.1	8.1
순차입금	억원	9,245	7,618	10,486	5,998	-7,979	-21,595
부채비율	%	37.3	36.7	37.7	38.0	35.7	33.8

LG 목표주가를 91,000 원으로 제시한다. 자회사 가치와 브랜드수수료, 순차입금을 고려하였다. 순수지주회사인 LG 의 지분가치는 30% 할인율을 적용하였다. 목표주가는 2016 년 EPS 기준 PER 14.4 배 수준으로 전기차와 에너지 부문 성장잠재력 고려 시 합리적 수준이라 판단한다

LG 적정주가 산정

(단위: 억원)

구분	내용
자회사 가치	127,790
브랜드수수료	26,595
순차입금	- 2,731
적정 시가총액	157,116
주식수	172,557,131
목표주가	91,052

자료: SK 증권

주: 브랜드 수수료는 멀티플 10 배 적용

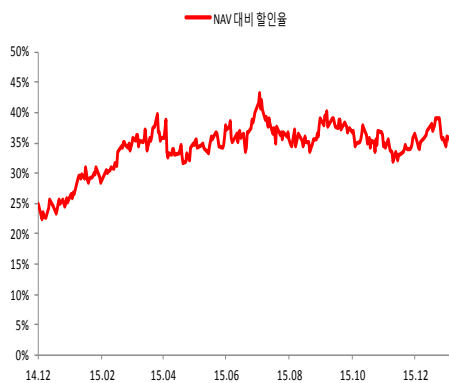
LG 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LG전자	92,461	33.7%		31,132
	LG화학	201,133	33.5%		67,440
	LG하우시스	12,017	33.5%		4,029
	LG생활건강	148,373	34.0%		50,491
	LG생명과학	11,770	30.4%		3,582
	LG유플러스	39,994	36.0%		14,416
	지투알	1,503	35.0%		526
	LG자사주	119,410	0.1%		60
비상장	LG MMA			1,154	1,154
	LG실트론			2,396	2,396
	루셈			294	294
	LG CNS			3,305	3,305
	서브원			2,234	2,234
	LG경영개발원			172	172
	LG스포츠			1,061	1,061
	LG솔라에너지			266	266
합계					182,557
할인율					30%
자회사 가치					127,790

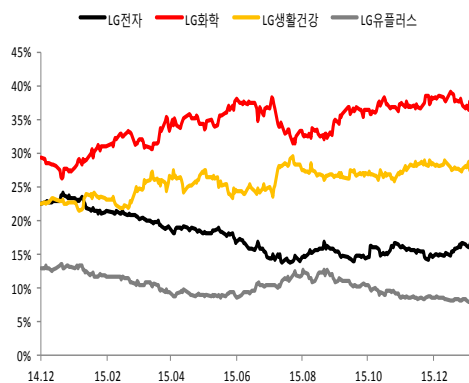
자료: SK 증권

LG NAV 대비 할인율 추이



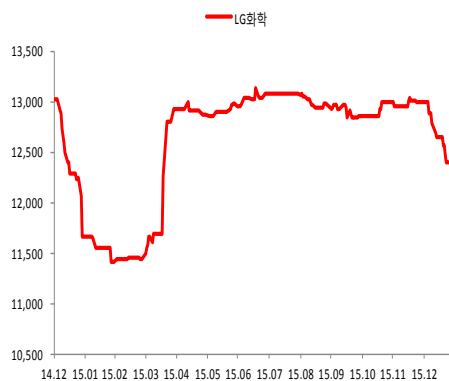
자료: SK 증권

LG 주요 자회사 NAV 기여도



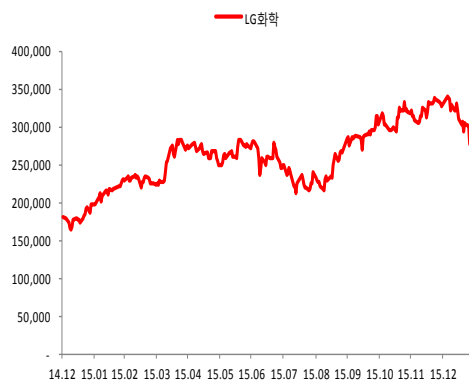
자료: Fnguide

LG 화학 16 년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 원)



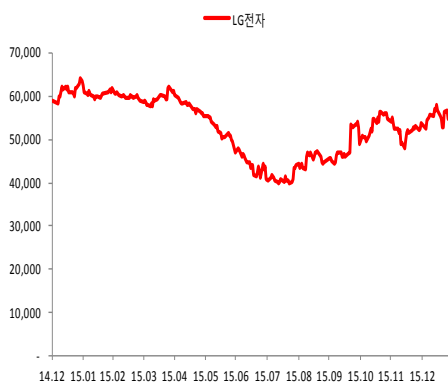
자료: Fnguide

LG 화학 주가 추이 (단위: 원)



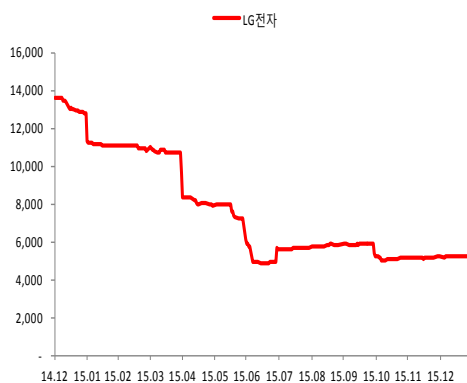
자료: Fnguide

LG 전자 16년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 원)



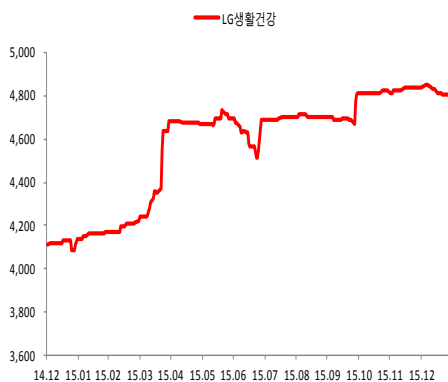
자료: Fnguide

LG 전자 주가 추이 (단위: 원)



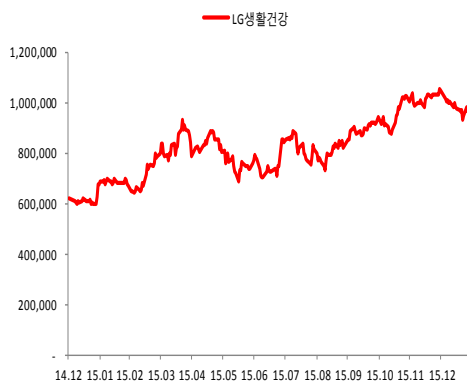
자료: Fnguide

LG 생활건강 16년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 원)



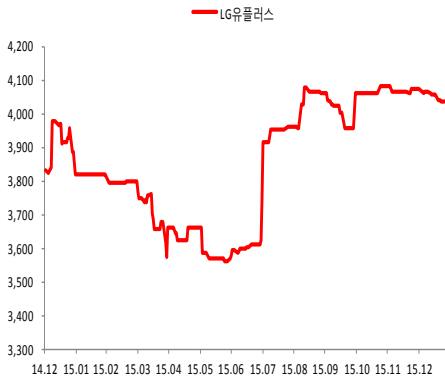
자료: Fnguide

LG 생활건강 주가 추이 (단위: 원)



자료: Fnguide

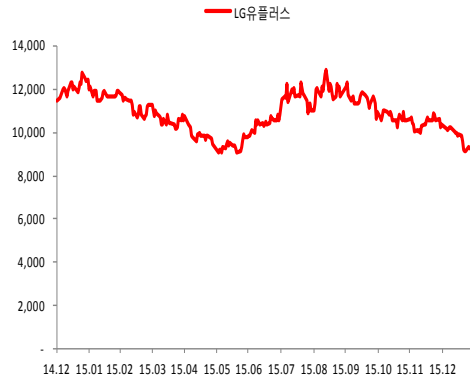
LG 유플러스 16년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 원)



자료: Fnguide

LG 유플러스 주가 추이

(단위: 원)

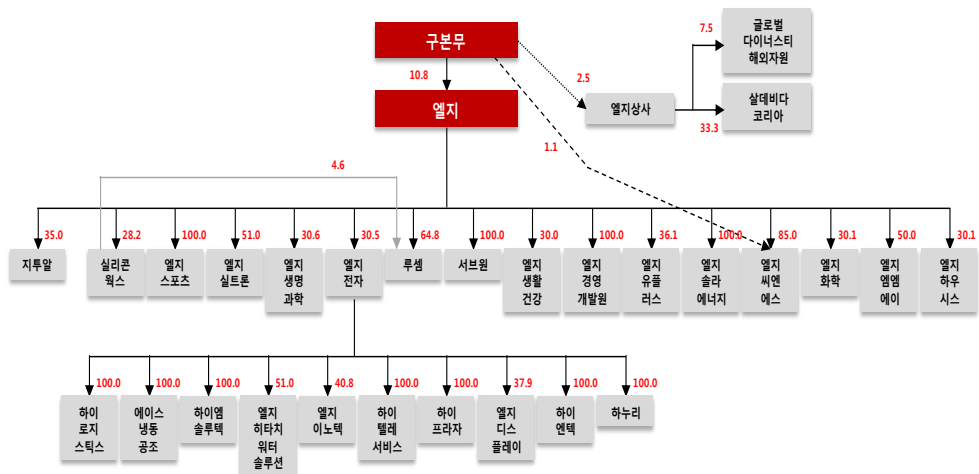


자료: Fnguide

LG 전통적으로 저평가 받는 지주회사였다. 그 이유는 국내 최초 지주회사로 그룹의 지배구조가 안정화되어 있고 단기 승계 이슈가 부각되지 않았기 때문이다. 자회사 포트폴리오도 성장보다는 안정에 가깝기 때문이다. 하지만 점진적으로 LG에 대한 저평가는 해소될 전망이다. 전기차와 신재생에너지 분야에서의 가시적인 성과가 이미 확인되기 시작하며 자회사 성장에 대한 기대감이 반영되기 충분하다고 판단하기 때문이다. 특히 LG 전자와 LG 화학이 주도하고 있는 전기차 부문에서 글로벌 경쟁력이 확대되고 있어 자회사 주가 상승에 따른 갭 메우기가 가능할 것으로 예상한다

금융자회사와 순환출자 구조를 보유하고 있지 않는 LG는 안정적으로 순수지주회사 체제를 유지하고 있다. 다만 승계에 대한 부분은 고민할 시점이라 판단한다. 유력한 시나리오 중에 하나인 LG 상사 자회사인 범한판토스가 주목받고 있다. 범한판토스는 그룹내 해상과 항공 운송을, 최근 인수한 하이로지스틱스는 육상운송을 맡으며 LG 그룹의 유일한 물류회사가 될 전망이다. 구광모 상무가 7%의 지분을 보유한 것으로 알려졌다는데 승계를 위해 활용하기 위해서는 상장 이후 지분가치 극대화가 필요하기 때문에 단기간 LG 그룹의 지배구조 변화 가능성은 낮다고 판단한다

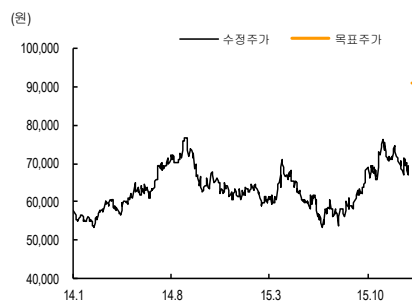
LG 그룹 지배구조



자료 SK 증권

투자의견변경

일시 2016.01.28
투자의견 매수
목표주가 91,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 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 2 월 1 일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	34,071	37,097	38,512	46,488	61,446
현금및현금성자산	5,084	6,821	4,972	10,459	24,436
매출채권및기타채권	22,010	22,586	26,036	28,467	29,324
재고자산	4,370	3,304	3,077	3,364	3,465
비유동자산	124,410	128,405	134,815	140,077	137,698
장기금융자산	1,081	1,100	1,039	932	932
유형자산	23,833	23,624	24,777	24,007	21,491
무형자산	1,449	1,564	1,345	1,398	1,353
자산총계	158,481	165,502	173,327	186,565	199,144
유동부채	24,259	26,597	28,968	29,851	30,595
단기금융부채	3,555	6,050	6,864	5,668	5,668
매입채무 및 기타채무	18,955	18,840	20,119	21,998	22,661
단기충당부채	203	235	241	264	272
비유동부채	18,768	17,852	18,501	21,499	21,785
장기금융부채	12,405	11,493	11,964	13,843	13,843
장기매입채무 및 기타채무	2,069	2,171	2,290	2,446	2,601
장기충당부채	105	110	127	139	144
부채총계	43,027	44,449	47,469	51,350	52,380
지배주주지분	111,290	117,564	122,519	131,891	143,441
자본금	8,794	8,794	8,794	8,794	8,794
자본잉여금	23,663	23,654	23,627	23,617	23,617
기타자본구성요소	-24	-24	-24	-24	-24
자기주식	-24	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	78,608	85,748	91,532	100,159	111,259
비지배주주지분	4,164	3,489	3,339	3,324	3,323
자본총계	115,454	121,053	125,858	135,214	146,764
부채와자본총계	158,481	165,502	173,327	186,565	199,144

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
영업활동현금흐름	4,653	6,632	4,758	7,666	14,503
당기순이익(손실)	9,617	8,309	8,343	10,715	11,125
비현금성항목등	422	454	-74	-725	4,672
유형자산감가상각비	3,263	2,997	2,738	2,847	2,516
무형자산상각비	197	242	290	283	289
기타	846	1,963	775	784	141
운전자본감소(증가)	-3,709	-887	-2,231	-758	-110
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,934	-1,067	-2,519	-2,561	-857
재고자산감소(증가)	-1,116	786	301	-221	-101
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	675	108	1,079	1,919	663
기타	-334	-714	-1,092	106	186
법인세납부	-1,676	-1,243	-1,279	-1,567	-1,184
투자활동현금흐름	-3,294	-3,841	-5,258	-408	137
금융자산감소(증가)	-316	-1,485	-226	325	0
유형자산감소(증가)	-3,730	-3,227	-3,557	41	0
무형자산감소(증가)	-476	-456	-269	-244	-244
기타	1,228	1,328	-1,206	-530	381
재무활동현금흐름	-638	-1,043	-1,305	-1,814	-663
단기금융부채증가(감소)	-1,199	-1,832	-1,138	-576	0
장기금융부채증가(감소)	3,022	3,350	2,297	1,190	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,922	-1,817	-1,785	-1,759	0
기타	-541	-744	-678	-642	-663
현금의 증가(감소)	671	1,738	-1,846	5,486	13,977
기초현금	4,413	5,084	6,821	4,975	10,461
기말현금	5,084	6,821	4,975	10,461	24,438
FCF	6,744	9,923	6,823	13,463	13,902

자료 : LG, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	96,952	97,992	98,654	104,029	108,464
매출원가	80,456	81,847	83,619	85,994	89,881
매출총이익	16,496	16,145	15,035	18,036	18,584
매출총이익률 (%)	17.0	16.5	15.2	17.3	17.1
판매비와관리비	4,180	4,606	4,594	5,336	5,580
영업이익	12,315	11,539	10,441	12,699	13,004
영업이익률 (%)	12.7	11.8	10.6	12.2	12.0
비영업손익	-715	-749	-884	-705	-551
순금융비용	552	552	605	597	425
외환관련손익	-130	-34	9	15	15
관계기업투자등 관련손익	0	-24	8	-1	0
세전계속사업이익	11,600	10,790	9,557	11,994	12,453
세전계속사업이익률 (%)	12.0	11.0	9.7	11.5	11.5
계속사업법인세	1,431	1,227	1,271	1,267	1,316
계속사업이익	10,169	9,563	8,287	10,727	11,137
중단사업이익	-552	-1,254	56	-12	-12
*법인세효과	3	1	0	0	0
당기순이익	9,617	8,309	8,343	10,715	11,125
순이익률 (%)	9.9	8.5	8.5	10.3	10.3
지배주주	9,382	8,961	8,445	10,689	11,099
지배주주귀속 순이익률(%)	9.68	9.14	8.56	10.27	10.23
비지배주주	235	-653	-103	26	26
총포괄이익	9,710	7,410	6,594	11,139	11,550
지배주주	9,525	8,042	6,741	11,140	11,550
비지배주주	185	-632	-147	-1	-1
EBITDA	15,775	14,778	13,469	14,982	15,808

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
성장성 (%)					
매출액	-3.6	1.1	0.7	5.5	4.3
영업이익	-8.9	-6.3	-9.5	21.6	2.4
세전계속사업이익	-6.0	-7.0	-11.4	25.5	3.8
EBITDA	-6.0	-6.3	-8.9	11.2	5.5
EPS(계속사업)	-2.6	2.8	-17.9	27.6	3.8
수익성 (%)					
ROE	8.7	7.8	7.0	8.4	8.1
ROA	6.2	5.1	4.9	6.0	5.8
EBITDA마진	16.3	15.1	13.7	14.4	14.6
안정성 (%)					
유동비율	140.5	139.5	133.0	155.7	200.8
부채비율	37.3	36.7	37.7	38.0	35.7
순차입금/자기자본	8.0	6.3	8.3	4.4	-5.4
EBITDA/이자비용(배)	21.7	18.9	15.7	18.6	19.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,648	5,808	4,770	6,084	6,318
BPS	63,279	66,846	69,664	74,992	81,560
CFPS	7,301	6,937	6,524	7,858	7,906
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.5	12.2	16.1	12.5	11.3
PER(최저)	9.4	10.4	11.2	8.7	10.6
PBR(최고)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.8	0.9	0.8	0.7	0.8
PCR	8.9	9.2	9.4	9.0	8.8
EV/EBITDA(최고)	9.4	9.3	11.2	9.7	7.9
EV/EBITDA(최저)	6.9	8.1	8.2	7.1	7.4

CJ(001040/KS)

고성장 포트폴리오의 프리미엄

매수(신규편입)

T.P 310,000 원(신규편입)

Analyst

최관순

ksl.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	1,577 억원
발행주식수	2,913 만주
자사주	297 만주
액면가	5,000 원
시가총액	77,204 억원
주요주주	
이재현(외4)	43.31%
CJ 자사주	10.20%
외국인지분률	17.20%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(16/01/27)	265,000 원
KOSPI	1879.43 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	324,000 원
52주 최저가	155,500 원
60일 평균 거래대금	161 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.4%	11.7%
6개월	-13.7%	-5.2%
12개월	57.3%	60.7%

CJ 자회사의 성장이 2016 년에도 지속될 것으로 예상된다. CJ E&M, CJ CGV 의 2016 년 당기순이익 추정치가 지속적으로 상승하고 있으며 CJ 제일제당의 식품부문을 기반으로 안정적인 이익창출이 가능할 전망이다. CJ 푸드빌과 CJ 올리브네트웍스의 직영점 확대도 지속되는 등 고성장 포트폴리오를 보유하고 있다. 이에 순수지주회사로 CJ 이익 개선도 가속화 될 전망이다

상장 자회사 성장은 진행중

CJ 는 계열사 전부문에 걸친 실적 개선이 지속되고 있다. CJ 제일제당은 라이신 가격하락 영향있으나 식품부문에서 HMR 확대에 따른 구조적인 수혜가 예상되며 CJ CGV 는 중국사업의 흑자기조가 유지될 전망이다. 응답하라 1988 등을 통한 방송콘텐츠 경쟁력이 확대되고 해외쪽 진출을 가속화하고 있는 게임 부문으로 CJ E&M 성장도 지속할 것으로 예상된다

비상장사 직영점 확대

CJ 의 주요 비상장 자회사의 성장에도 주목할만 하다. 투썸 및 계절밥상 가맹/직영점이 확대되고 있는 CJ 푸드빌은 규모의 경제 달성으로 고정비 부담이 감소하고 있으며 CJ 올리브네트웍스는 직영점 확대로 수익성 개선과 외형성장을 진행중으로 상장/비상장 자회사의 외형 성장과 수익성 개선의 레버리지 효과를 기대한다

투자의견 매수, 목표주가 310,000 원

자회사의 외형성장이 지속되는 가운데 수익성 개선의 레버리지 효과가 기대되는 CJ 에 대한 투자의견 매수와 목표주가 310,000 원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	176,284	188,517	195,723	213,519	227,368	248,594
yoy	%	32.8	6.9	3.8	9.1	6.5	9.3
영업이익	억원	10,630	7,861	10,031	13,454	14,666	16,211
yoy	%	18.0	-26.1	27.6	34.1	9.0	10.5
EBITDA	억원	21,085	19,264	22,422	26,432	29,723	30,352
세전이익	억원	8,043	4,303	7,973	10,679	10,233	11,115
순이익(지배주주)	억원	2,208	1,496	2,092	2,652	3,022	3,691
영업이익률%	%	6.0	4.2	5.1	6.3	6.5	6.5
EBITDA%	%	12.0	10.2	11.5	12.4	13.1	12.2
순이익률	%	3.2	1.7	2.6	3.7	3.4	3.4
EPS	원	7,063	4,782	6,678	8,453	9,626	11,756
PER	배	16.8	24.4	23.4	29.7	27.5	22.5
PBR	배	1.2	1.1	1.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	7.3	8.5	7.9	8.1	6.9	6.3
ROE	%	7.1	4.7	6.3	7.5	7.9	8.9
순차입금	억원	65,099	72,591	70,898	70,987	52,472	31,891
부채비율	%	155.1	157.2	154.0	149.4	142.0	138.8

CJ 목표주가를 310,000 원으로 제시한다. 자회사 가치와 브랜드수수료, 순차입금을 고려하였다. 순수지주회사인 CJ 의 지분가치는 할인을 하지 않았다. CJ E&M, CJ CGV 의 당기순이익 컨센서스가 지속적으로 상향 조정되고 있으며 식품부문의 성장이 예상되는 CJ 제일제당의 추가적인 주가 상승 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 목표주가 310,000 원은 2016 년 EPS 기준 32.2 배 수준이나 거의 모든 계열사의 이익이 증가할 것으로 예상되는 대표적 성장 지주회사로의 프리미엄을 고려하였다

CJ 적정주가 산정

(단위: 억원)

구분	내용
지분가치	82,980
브랜드수수료	8,113
순차입금	579
적정 시가총액	90,514
주식수	29,128,248
목표주가	310,742

자료: SK 증권

주: 브랜드 수수료는 멀티플 10 배 적용

CJ 지분가치

(단위: 억원)

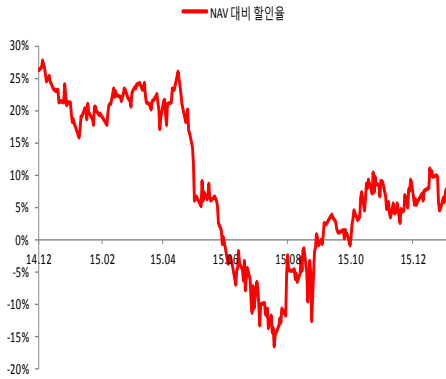
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ제일제당	54,409	36.7%		19,990
	CJ CGV	27,827	39.0%		10,858
	CJ오쇼핑	10,958	40.1%		4,389
	CJ프레시웨이	8,951	47.5%		4,249
	CJ E&M	33,155	40.2%		13,325
	CJ대한통운	46,879	40.2%		18,829
	CJ자사주	77,204	10.2%		7,875
비상장	CJ건설			1,219	1,219
	CJ푸드빌			918	918
	씨제이올리브네트웍스			1,328	1,328
합계					82,980
할인율					0%
자회사 가치					82,980

자료: SK 증권

주1: CJ 대한통운은 CJ 제일제당과 케이엑스홀딩스 보유지분의 합

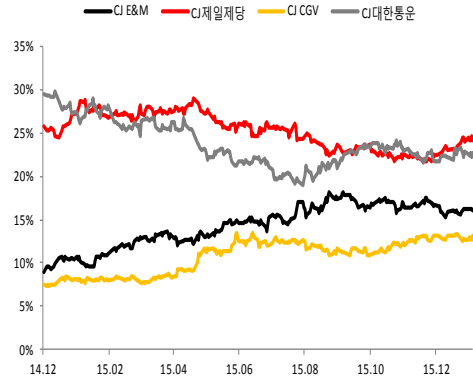
주: 계열사 전반적인 성장기조 반영하여 할인율 0 적용

CJ NAV 대비 할인율 추이



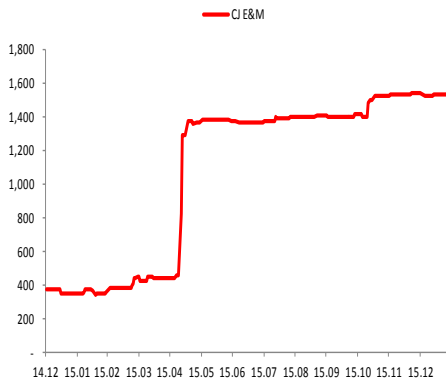
자료: SK 증권

CJ 주요 자회사 NAV 기여도



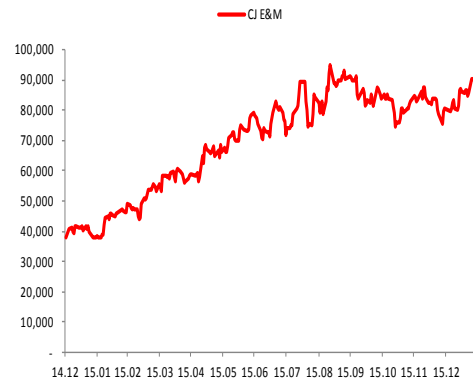
자료: Fnguide

CJ E&M 16 년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 억원)



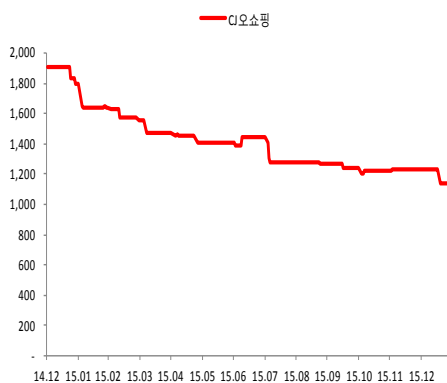
자료: Fnguide

CJ E&M 주가 추이 (단위: 원)



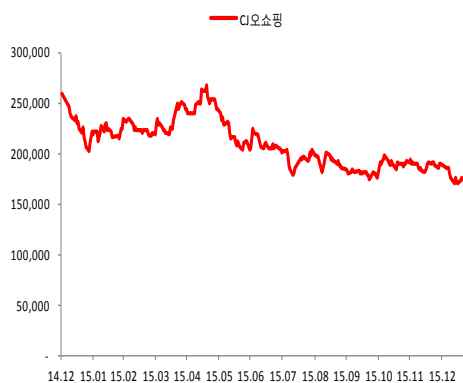
자료: Fnguide

CJ 오쇼핑 16 년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 억원)



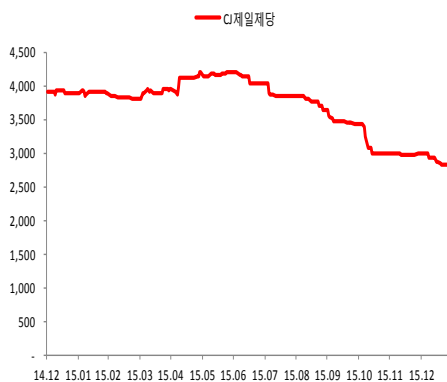
자료: Fnguide

CJ 오쇼핑 주가 추이 (단위: 원)



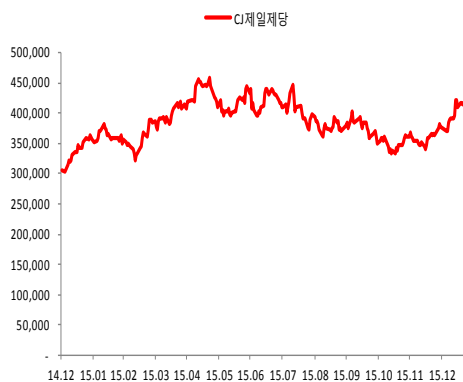
자료: Fnguide

CJ 제일제당 16 년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 억원)



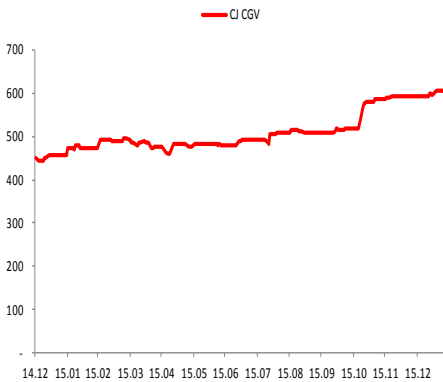
자료: Fnguide

CJ 제일제당 주가 추이 (단위: 원)



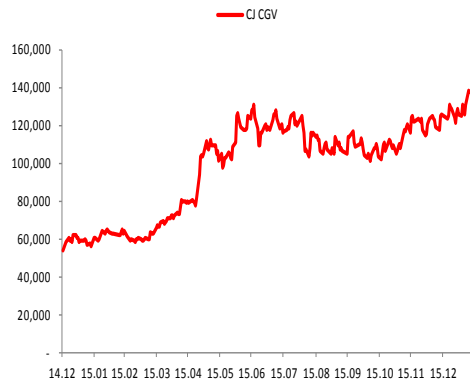
자료: Fnguide

CJ CGV 16 년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 억원)



자료: Fnguide

CJ CGV 주가 추이 (단위: 원)

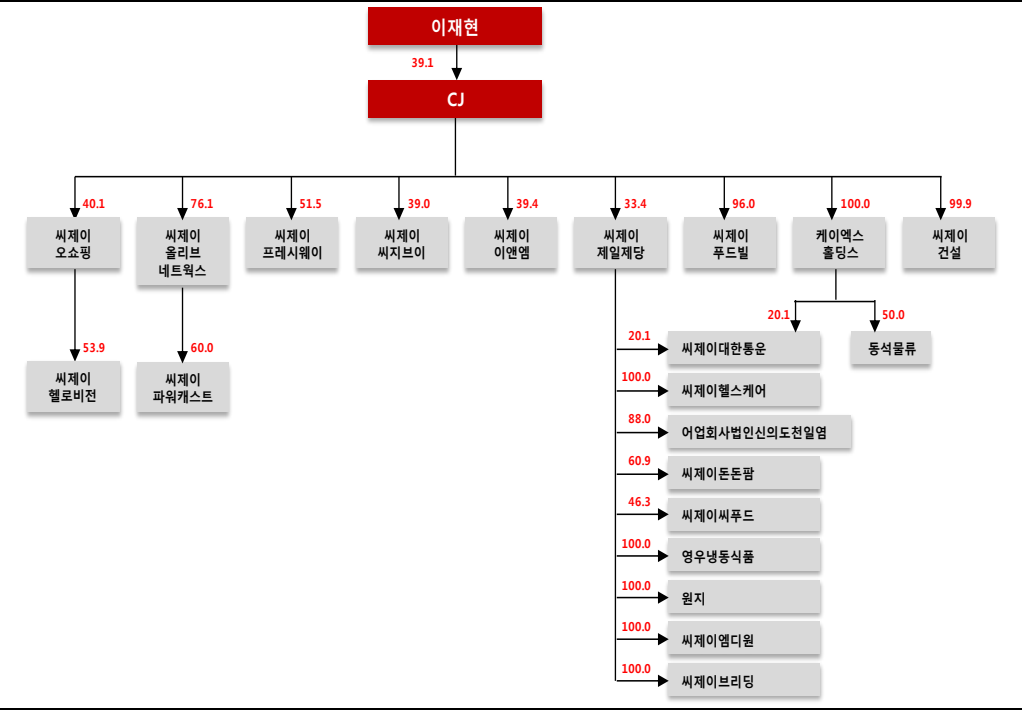


자료: Fnguide

대표적인 성장 지주회사인 CJ 는 2016 년에도 성장기조가 유지될 전망이다. 콘텐츠 부문의 경쟁이 레벨업된 CJ E&M, 중국사업에서의 이익을 창출하고 있는 CJ CGV, 바이오 사업의 부진에도 식품부문이 성장을 견인하고 있는 CJ 제일제당, 수도권 메가 허브 택배터미널 투자로 외형성장이 지속될 CJ 대한통운 등 대부분의 계열사는 각 산업 내 선두적인 지위를 유지하고 있다. 또한 내수 중심의 CJ 그룹 포트폴리오는 콘텐츠, 식품부문을 중심으로 해외확장이 가속화되고 있다

순수지주회사인 CJ 는 이재현 회장의 안정적인 경영권 행사가 가능하나 최근 건강 악 화설과 2 년 6 개월 실행이 확정됨에 따른 3 세 승계에 대한 관심도 고조되고 있다. 실제 이재현 회장은 CJ 올리브네트웍스 지분을 아들 이선희, 딸 이경후씨에게 각각 4.54%를 증여하였다. CJ 올리브네트웍스는 그룹 내 IT 서비스를 담당하는 회사로 향후 승계 과정에서 기업가치 확대 이후 CJ 와 합병 등으로 활용될 여지가 높다고 판단 한다.

CJ 그룹 지배구조



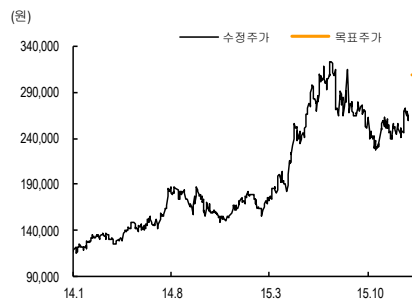
자료 SK 증권

CJ 그룹 주요 계열사 오너일가 지분 현황			(단위: %)
계열사	이재현	이선호	이경후
CJ	42.14		0.13
CJ제일제당	0.49		0.15
CJ오쇼핑	0.32		
CJ푸드빌	2.56		
CJ E&M	2.38	0.68	0.27
CJ프레시웨이	0.59		
씨앤아이에러저산업	42.00	38.00	20.00
CJ올리브네트웍스		15.84	4.54
CJ파워캐스트		24.00	12.00

자료 SK 증권

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가
2016.01.28 매수 310,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 2 월 1 일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	63,362	65,365	69,939	81,209	103,182
현금및현금성자산	12,247	12,403	9,912	14,640	33,155
매출채권및기타채권	23,132	27,588	29,538	32,927	35,151
재고자산	14,811	12,938	14,218	15,849	16,920
비유동자산	150,489	155,872	160,454	170,516	160,486
장기금융자산	10,393	7,000	7,116	10,678	10,678
유형자산	81,701	88,332	91,089	92,617	85,381
무형자산	39,403	42,905	43,131	43,139	41,631
자산총계	213,850	221,237	230,393	251,725	263,668
유동부채	67,006	65,101	72,008	89,340	91,915
단기금융부채	34,348	32,250	36,244	49,628	49,628
매입채무 및 기타채무	19,393	19,809	20,889	23,286	24,860
단기충당부채	60	78	142	158	168
비유동부채	63,004	70,127	67,687	61,458	62,807
장기금융부채	49,160	57,221	54,017	46,583	46,583
장기매입채무 및 기타채무	409	685	421	421	421
장기충당부채	70	166	204	227	242
부채총계	130,010	135,228	139,694	150,798	154,723
지배주주지분	31,786	32,277	34,054	36,733	39,620
자본금	1,571	1,572	1,575	1,577	1,577
자본잉여금	9,775	9,798	9,840	9,884	9,884
기타자본구성요소	-3,257	-2,657	-2,859	-2,734	-2,734
자기주식	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863
이익잉여금	20,740	21,988	23,613	25,990	28,751
비지배주주지분	52,055	53,733	56,645	64,194	69,325
자본총계	83,841	86,009	90,699	100,927	108,945
부채와자본총계	213,850	221,237	230,393	251,725	263,668

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
영업활동현금흐름	16,098	15,294	17,059	18,302	26,609
당기순이익(손실)	8,043	4,303	7,973	9,893	7,757
비현금성항목등	12,911	13,183	13,301	15,297	21,966
유형자산감가상각비	5,989	6,770	7,345	7,614	8,579
무형자산상각비	4,467	4,633	5,046	5,364	6,478
기타	-243	-974	2,282	-2,281	3,816
운전자본감소(증가)	-1,292	-179	-1,839	-4,146	-895
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,482	-2,850	-2,048	-7,717	-2,225
재고자산감소(증가)	-1,895	2,112	-947	-1,573	-1,071
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4,285	1,214	584	1,469	1,573
기타	-1,201	-655	571	3,676	828
법인세납부	-3,563	-2,012	-2,376	-2,742	-2,220
투자활동현금흐름	-24,721	-18,824	-18,791	-8,220	-4,413
금융자산감소(증가)	-1,798	4,057	-6,568	4,238	0
유형자산감소(증가)	-14,643	-14,918	-9,399	-8,371	-1,343
무형자산감소(증가)	-7,246	-5,293	-5,664	-4,970	-4,970
기타	-1,035	-2,670	2,840	882	1,900
재무활동현금흐름	6,553	3,832	-727	-5,638	-3,680
단기금융부채증가(감소)	-12,020	-11,123	-8,482	733	0
장기금융부채증가(감소)	17,845	18,202	9,159	-2,965	0
자본의증가(감소)	14	18	31	33	0
배당금의 지급	-546	-599	-706	-271	-262
기타	1,259	-2,666	-729	-2,713	-3,419
현금의 증가(감소)	-2,466	156	-2,492	4,728	18,515
기초현금	14,466	12,247	12,403	9,912	14,640
기말현금	12,000	12,403	9,912	14,640	33,155
FCF	-5,650	-4,515	5,645	7,722	18,474

자료 : CJ SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	176,284	188,517	195,723	213,519	227,368
매출원가	122,921	133,467	134,824	145,030	147,829
매출총이익	53,363	55,050	60,899	68,490	79,539
매출총이익률 (%)	30.3	29.2	31.1	32.1	35.0
판매비와관리비	42,733	47,190	50,868	55,035	64,872
영업이익	10,630	7,861	10,031	13,454	14,666
영업이익률 (%)	6.0	4.2	5.1	6.3	6.5
비영업손익	-2,587	-3,558	-2,058	-2,775	-4,433
순금융비용	2,639	2,565	2,637	2,661	2,128
외환관련손익	322	-639	-521	0	0
관계기업투자등 관련손익	101	-353	3,710	1,439	1,511
세전계속사업이익	8,043	4,303	7,973	10,679	10,233
세전계속사업이익률 (%)	4.6	2.3	4.1	5.0	4.5
계속사업법인세	2,341	1,077	2,887	2,820	2,476
계속사업이익	5,703	3,226	5,086	7,859	7,757
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,703	3,226	5,086	7,859	7,757
순이익률 (%)	3.2	1.7	2.6	3.7	3.4
지배주주	2,208	1,496	2,092	2,652	3,022
지배주주귀속 순이익률(%)	1.25	0.79	1.07	1.24	1.33
비지배주주	3,495	1,730	2,995	5,207	4,735
총포괄이익	3,966	992	5,374	8,383	8,280
지배주주	960	105	2,180	2,779	3,149
비지배주주	3,006	887	3,195	5,604	5,131
EBITDA	21,085	19,264	22,422	26,432	29,723

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
성장성 (%)					
매출액	32.8	6.9	3.8	9.1	6.5
영업이익	18.0	-26.1	27.6	34.1	9.0
세전계속사업이익	-22.1	-46.5	85.3	33.9	-4.2
EBITDA	29.6	-8.6	16.4	17.9	12.5
EPS(계속사업)	-40.2	-32.3	39.7	26.6	13.9
수익성 (%)					
ROE	7.1	4.7	6.3	7.5	7.9
ROA	2.8	1.5	2.3	3.3	3.0
EBITDA마진	12.0	10.2	11.5	12.4	13.1
안정성 (%)					
유동비율	94.6	100.4	97.1	90.9	112.3
부채비율	155.1	157.2	154.0	149.4	142.0
순차입금/자기자본	77.7	84.4	78.2	70.3	48.2
EBITDA/이자비용(배)	6.3	5.9	6.7	7.7	8.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,063	4,782	6,678	8,453	9,626
BPS	101,632	103,118	108,643	117,006	126,203
CFPS	40,508	41,235	46,240	49,817	57,587
주당 현금배당금	650	950	950	1,000	1,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.0	32.2	28.0	38.3	28.4
PER(최저)	10.3	20.6	17.1	18.4	25.0
PBR(최고)	1.2	1.5	1.7	2.8	2.2
PBR(최저)	0.7	1.0	1.1	1.3	1.9
PCR	2.9	2.8	3.4	5.0	4.6
EV/EBITDA(최고)	7.3	9.1	8.3	8.9	7.0
EV/EBITDA(최저)	6.7	8.2	7.3	7.0	6.7

한화(000880/KS)

가시화되는 펀더멘탈 개선

매수(신규편입)

T.P 41,000 원(신규편입)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	3,772 억원
발행주식수	7,544 만주
자사주	588 만주
액면가	5,000 원
시가총액	25,448 억원
주요주주	
김승연(외8)	36.04%
국민연금공단	11.22%
외국인지분율	26.30%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(16/01/27)	33,950 원
KOSPI	1897.87 pt
52주 Beta	1.71
52주 최고가	52,200 원
52주 최저가	26,850 원
60일 평균 거래대금	93 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.6%	-11.4%
6개월	-27.5%	-22.1%
12개월	21.0%	24.5%

한화건설의 해외플랜트 원가상승 및 이라크 사업의 유동성 리스크는 최악을 지나고 있어 2016 년 전년 대비 개선되는 방향성을 보일 전망이다. 반면 자체사업은 방산부문에서 천무관련 매출이 본격화될 전망이며 한화테크윈도 2015 년 일회성 비용이 마무리되었고 한화큐셀 호조에 따른 한화케미칼 실적 개선이 가능할 전망으로 한화 펀더멘탈 개선을 예상한다

최악을 지나고 있는 한화건설

2015 년 한화의 실적 부진은 한화건설에 기인한다. 한화건설의 경우 해외플랜트의 원가 상승과 저유가에 따른 이라크 사업의 유동성 리스크가 부각되었기 때문이다. 4 분기에도 국내 주택관련 예정사업장 정산비용으로 인한 실적부진이 지속될 가능성 높으나 2016 년에는 해외플랜트가 마무리되고 이라크로부터 공사금액이 인식됨에 따라 최악의 상황을 지나가고 있다고 판단한다

자체사업 호조와 자회사 리스크 감소

한화는 방산부문에서 천무 관련 매출이 본격 반영(연 2,000 억원 수준)되며 자체사업 호조를 기여할 전망이다. 한화테크윈의 경우 4Q15 임단협 등의 일회성 비용이 발생하겠으나 2016 년 구조조정에 따른 일회성 비용 제거와 엔진, K9 자주포의 매출 증가로 영업이익 흑자전환을 예상한다. 한화큐셀 실적 개선에 따른 한화케미칼 이익도 증가할 전망이다

투자의견 매수, 목표주가 41,000 원(신규)

한화건설의 리스크가 마무리되고 자체 사업 호조, 자회사 리스크 감소가 예상되는 한화에 대한 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원을 제시한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	356,520	387,250	374,568	407,087	432,456	441,169
yoy	%	192.6	8.6	-3.3	8.7	6.2	2.0
영업이익	억원	12,261	8,637	5,158	8,277	15,613	18,623
yoy	%	300.0	-29.6	-40.3	60.5	88.6	19.3
EBITDA	억원	18,160	15,460	12,119	16,217	23,842	26,099
세전이익	억원	8,127	4,044	372	6,726	13,386	16,426
순이익(지배주주)	억원	2,866	1,300	-3,645	-1,372	3,119	4,104
영업이익률%	%	3.4	2.2	1.4	2.0	3.6	4.2
EBITDA%	%	5.1	4.0	3.2	4.0	5.5	5.9
순이익률	%	1.4	0.6	-0.4	1.2	2.4	2.8
EPS	원	3,799	1,723	-4,831	-1,819	4,135	5,441
PER	배	9.0	22.8	N/A	N/A	8.7	6.6
PBR	배	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	-12.4	-16.6	-27.1	-19.3	-14.9	-14.1
ROE	%	6.4	3.0	-8.4	-3.0	6.1	6.9
순차입금	억원	-322,107	-358,997	-439,409	-475,548	-539,487	-577,386
부채비율	%	883.2	951.6	920.9	757.8	706.5	632.4

한화 목표주가는 사업가치와 지분가치를 합산하여 산정한 41,000 원을 제시한다. 사업가치는 세후영업이익에 10 배를 적용하였으며 지분가치는 30% 할인율을 적용하여 산정하였다. 방위산업 등 자체사업의 호조와 한화생명, 한화케미칼 등 자회사의 순이익 예상치가 상향조정되고 있는 상황이며 한화테크윈도 흑자전환 가능할 전망이다. 목표주가 41,000 원은 2016 년 EPS 기준 PER 9.9 배에 불과해 현 주가 대비 추가적인 주가 상승여력이 충분하다고 판단한다

한화 적정주가 산정

(단위: 억원)

구분	내용
영업가치	19,436
지분가치	34,086
브랜드수수료	6,208
순차입금	29,329
적정 시가총액	30,401
주식수	74,958,735
목표주가	40,557

자료: SK 증권

주: 브랜드 수수료는 멀티플 10 배 적용

한화 사업가치

(단위: 억원)

	2016
매출액	53,064
영업비용	50,500
영업이익	2,564
법인세율	24.20%
세후 영업이익	1,944
멀티플	10
영업가치	19,436

자료: SK 증권

주: 멀티플은 코스피 PER 10 배 적용

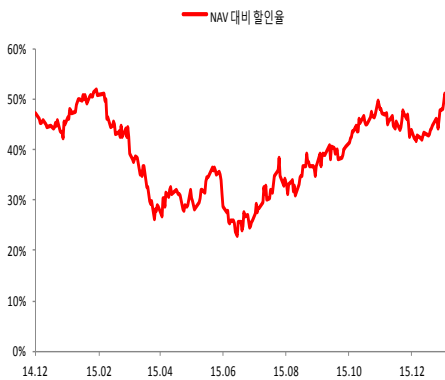
한화 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화케미칼	40,242	36.8%		14,797
	한화생명	59,668	21.7%		12,930
	한화테크윈	16,736	32.4%		5,414
	한화자사주	24,849	7.8%		1,948
비상장	한화건설			10,587	10,587
	한화호텔앤드리조트			2,192	2,192
	한화큐셀코리아			574	574
	한화테크엠			251	251
합계					48,694
할인율					30%
자회사 가치					34,086

자료: SK 증권

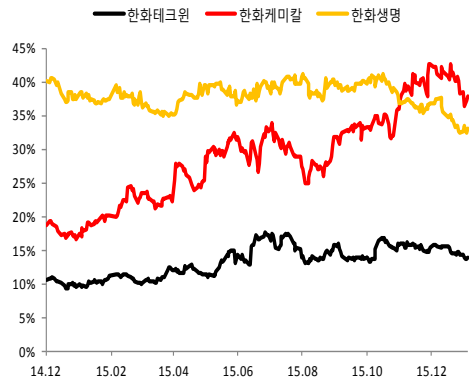
한화 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

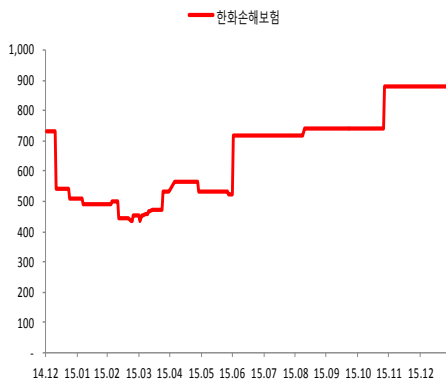
주: 자체사업 가치 제외

한화 주요 자회사 NAV 기여도



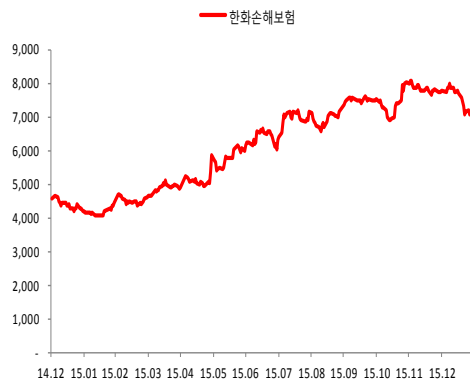
자료: Fnguide

한화손해보험 16년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 원)



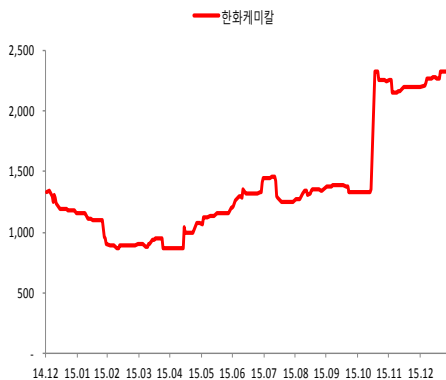
자료: Fnguide

한화손해보험 주가 추이 (단위: 원)



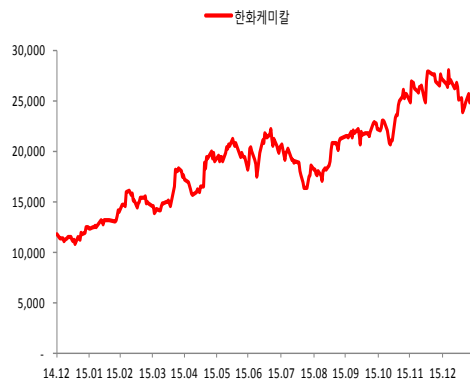
자료: Fnguide

한화케미칼 16년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 원)



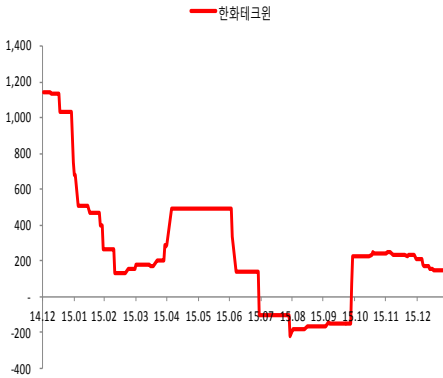
자료: Fnguide

한화케미칼 주가 추이 (단위: 원)



자료: Fnguide

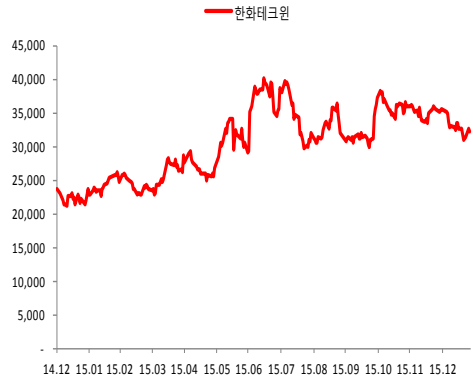
한화테크윈 16년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 원)



자료: Fnguide

한화테크윈 주가 추이

(단위: 원)



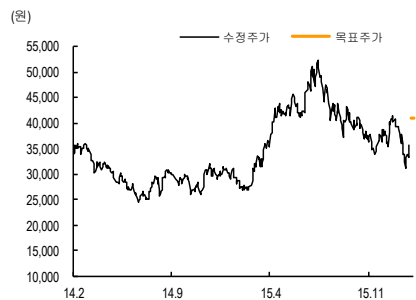
자료: Fnguide

한화는 삼성으로부터 삼성테크윈, 삼성토탈, 삼성종합화학, 삼성탈레스 지분을 인수하며 방산 및 화학사업을 강화했다. 세부적으로 한화가 삼성테크윈과 삼성탈레스를 인수하였고 한화에너지(5,376 억원, 30%)와 한화케미칼(4,941 억원, 27.6%)이 삼성종합화학과 삼성토탈(삼성종합화학의 자회사)을 인수하였다. 3 세 승계의 핵심자회사는 한화에스앤씨로 김동관, 김동선, 김동원 형제가 100% 보유하고 있다. 한화에스앤씨는 한화에너지를 100% 소유하고 있어 3 세 승계 과정에서 한화에스앤씨의 역할이 확대될 것으로 예상하는데 한화와의 역삼각합병 등을 통해 한화 지분 확보가 가능할 것으로 예상된다.

한화는 한화생명에 대해 1 월 7 일 공시를 통해 지분 매각을 다각적으로 검토하고 있음을 밝혔다. 한화생명 지분 매각 대금은 삼성테크윈 인수 대금에 활용될 것으로 예상된다. 2017 년말 3,700 억원을 납부할 계획인데 3 분기말 한화의 현금 및 현금성자산은 384 억원 수준으로 추가적으로 현금 확보가 필요할 것으로 예상된다. 한화생명은 한화건설이 24.9% 보유하고 있기 때문에 지분 일부 매각에도 불구하고 한화생명 경영권 유지에는 문제가 없을 전망이다. 또한 단기 지주회사 전환의 가능성도 낮기 때문에 금융자회사인 한화생명 지분 매각을 통한 유동성 확보는 긍정적이라 판단한다. 한화가 보유하고 있는 한화생명의 가치는 1 조 2,900 억원에 달한다

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가
2016.02.01 매수 41,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 1일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	718,616	801,853	885,548	978,914	1,066,967
현금및현금성자산	40,818	23,457	24,508	25,804	89,743
매출채권및기타채권	220,057	252,557	255,584	274,161	292,257
재고자산	21,290	25,067	27,672	29,684	31,643
비유동자산	322,241	331,373	351,294	420,740	443,218
장기금융자산	5,005	3,042	3,689	10,926	10,926
유형자산	103,217	104,598	105,911	119,938	112,715
무형자산	10,299	9,896	10,197	13,231	13,092
자산총계	1,040,856	1,133,226	1,236,843	1,399,654	1,510,185
유동부채	110,091	112,969	115,687	145,695	150,074
단기금융부채	51,464	50,466	51,320	76,827	76,827
매입채무 및 기타채무	34,139	36,639	38,434	41,228	43,949
단기충당부채	746	806	1,177	1,263	1,346
비유동부채	824,906	912,497	1,000,004	1,090,781	1,172,863
장기금융부채	48,727	57,480	56,482	63,452	63,452
장기매입채무 및 기타채무	367	136	301	3,905	7,509
부채충당부채	1,219	906	1,080	1,159	1,235
부채총계	934,997	1,025,467	1,115,690	1,236,476	1,322,937
지배주주지분	42,806	43,001	43,583	47,092	55,178
자본금	3,772	3,772	3,772	3,772	3,772
자본잉여금	4,778	4,729	4,049	4,416	4,416
기타자본구성요소	336	387	386	389	389
자기주식	-208	-208	-208	-208	-208
이익잉여금	32,753	33,785	29,449	27,617	30,736
비지배주주지분	63,054	64,759	77,569	116,085	132,070
자본총계	105,860	107,760	121,152	163,177	187,248
부채외자본총계	1,040,856	1,133,226	1,236,843	1,399,654	1,510,185

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
영업활동현금흐름	53,576	35,957	25,476	28,289	65,878
당기순이익(손실)	8,127	4,044	372	6,544	10,146
비현금성항목등	63,472	66,157	57,013	43,248	13,696
유형자산감가상각비	5,352	6,233	6,312	7,087	7,224
무형자산상각비	547	590	650	853	1,005
기타	57,102	59,175	53,949	43,581	-250
운전자본감소(증가)	-11,556	-32,060	-27,133	-23,295	37,049
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,055	-5,990	2,281	-6,927	-18,096
재고자산감소(증가)	-472	-1,843	-3,203	6,074	-1,959
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,387	1,604	-1,754	-4,156	2,721
기타	-7,642	-25,831	-24,456	-18,285	54,383
법인세납부	-6,467	-2,185	-4,778	1,793	4,986
투자활동현금흐름	-44,728	-43,142	-21,236	-28,248	-624
금융자산감소(증가)	-63,876	-64,713	-46,031	-41,727	0
유형자산감소(증가)	-10,449	-8,652	-7,895	-6,769	0
무형자산감소(증가)	-335	-401	-511	-866	-866
기타	29,931	30,624	33,201	21,113	241
재무활동현금흐름	-5,487	5,807	-5,363	2,747	-1,315
단기금융부채증가(감소)	411	707	2,152	-4,227	0
장기금융부채증가(감소)	1,606	9,123	-4,775	13,883	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-313	-313	-278	-348	0
기타	-7,191	-3,710	-2,461	-6,561	-1,315
현금의 증가(감소)	2,528	-1,318	-1,076	2,934	63,939
기초현금	15,570	18,098	16,779	15,703	18,637
기말현금	18,098	16,779	15,703	18,637	82,576
FCF	374,714	39,462	67,174	40,235	51,983

자료 : 한화, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	356,520	387,250	374,568	407,087	432,456
매출원가	327,059	359,583	352,304	376,794	400,785
매출총이익	29,460	27,667	22,264	30,293	31,671
매출총이익률 (%)	8.3	7.1	5.9	7.4	7.3
판매비와관리비	17,199	19,030	17,106	22,016	16,058
영업이익	12,261	8,637	5,158	8,277	15,613
영업이익률 (%)	3.4	2.2	1.4	2.0	3.6
비영업손익	-4,134	-4,593	-4,786	-1,551	-2,228
순금융비용	4,324	4,160	4,327	4,245	4,491
외환관련손익	303	37	136	136	136
관계기업투자등 관련손익	229	208	315	1,877	1,877
세전계속사업이익	8,127	4,044	372	6,726	13,386
세전계속사업이익률 (%)	2.3	1.0	0.1	1.7	3.1
계속사업법인세	3,162	1,798	2,003	2,002	3,239
계속사업이익	4,965	2,247	-1,630	4,725	10,146
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,965	2,247	-1,630	4,725	10,146
순이익률 (%)	1.4	0.6	-0.4	1.2	2.4
지배주주	2,866	1,300	-3,645	-1,372	3,119
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	0.34	-0.97	-0.34	0.72
비지배주주	2,100	947	2,014	6,097	7,027
총포괄이익	3,607	670	11,731	18,649	24,071
지배주주	1,987	799	1,505	3,594	8,086
비지배주주	1,620	-129	10,226	15,055	15,985
EBITDA	18,160	15,460	12,119	16,217	23,842

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
성장성 (%)					
매출액	192.6	8.6	-3.3	8.7	6.2
영업이익	300.0	-29.6	-40.3	60.5	88.6
세전계속사업이익	174.3	-50.2	-90.8	1,705.8	99.0
EBITDA	321.0	-14.9	-21.6	33.8	47.0
EPS(계속사업)	113.0	-54.6	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	6.4	3.0	-8.4	-3.0	6.1
ROA	0.8	0.2	-0.1	0.4	0.7
EBITDA마진	5.1	4.0	3.2	4.0	5.5
안정성 (%)					
유동비율	652.8	709.8	765.5	671.9	711.0
부채비율	883.2	951.6	920.9	757.8	706.5
순차입금/자기자본	-304.3	-333.2	-362.7	-291.4	-288.1
EBITDA/이자비용(배)	3.7	3.3	2.6	3.5	4.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,799	1,723	-4,831	-1,819	4,135
BPS	56,743	57,001	57,774	62,425	73,143
CFPS	11,618	10,767	4,396	8,706	15,043
주당 현금배당금	450	400	500	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.4	24.3	N/A	N/A	9.5
PER(최저)	7.0	16.9	N/A	N/A	7.5
PBR(최고)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.5
PBR(최저)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	2.9	3.6	7.1	4.5	2.4
EV/EBITDA(최고)	-12.1	-16.5	-26.7	-18.7	-14.8
EV/EBITDA(최저)	-12.7	-17.1	-27.5	-19.8	-15.0

LS(006260/KS)

정상화의 길목

매수(신규편입)

T.P 46,000 원(신규편입)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

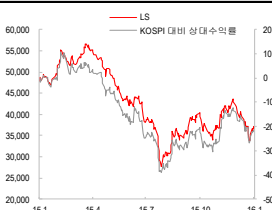
Company Data

자본금	1,610 억원
발행주식수	3,220 만주
자사주	443 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,850 억원
주요주주	
구자열(외40)	33.41%
LS 자사주	13.76%
외국인지분율	10.90%
배당수익률	3.40%

Stock Data

주가(16/01/27)	36,800 원
KOSPI	1897.87 pt
52주 Beta	1.32
52주 최고가	56,600 원
52주 최저가	27,750 원
60일 평균 거래대금	65 억원

주가 및 상대수익률



2015 년 일회성 요인에 의해 부진했던 이익규모가 2016 년 정상화될 것으로 예상된다. LS Nikko 동제련의 광산개발사업 손상차손과 세무조사 추정금이 이미 대부분 반영되었고 LS IND의 구조조정도 마무리 단계이기 때문이다. LS 전선의 매출믹스 변화와 LS 산전의 중국자회사 호조로 점진적인 이익개선을 예상된다. 지주회사 내 NAV 대비 할인율 높아 주가상승여력 충분하다고 판단한다

2016 년 정상화의 원년

2016 년 LS의 이익 정상화를 예상한다. 2015 년 LS는 일회성 요인에 따른 이익훼손으로 실적이 부진하였다. LS Nikko 동제련의 광산개발사업 손상차손(800 억원, 잔여 250 억원)과 세무조사 추정금(1,400 억원)이 발생하였고 LS IND 구조조정에 따른 비용이 증가했기 때문이다. 하지만 2016 년 LS Nikko 동제련의 일회성 비용발생과 LS IND 구조조정의 마무리로 이익 정상화가 가능할 전망이다

자회사 실적 턴어라운드 가능

LS 전선은 동가격 하락기조에도 불구하고 초고압, 해저케이블로의 제품 믹스 개선을 통해 이익 개선이 가능할 전망이다. 특히 베트남 법인 IPO를 통해 기업 가치 상승을 예상한다. LS 엠트론도 트랙터 매출이 견조한 가운데 100% 자회사 대성전기공업 매각으로 재무구조 개선이 가능할 것으로 예상된다

투자의견 매수, 목표주가 52,000 원(신규편입)

2016 년 일회성 비용 제거와 자회사 턴어라운드가 예상되는 LS에 대한 투자의견 매수를 제시하며 SOTP로 산정한 목표주가 46,000 원을 제시한다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	119,951	115,324	108,863	101,172	101,184	105,981
yoy	%	-3.9	-3.9	-5.6	-7.1	0.0	4.7
영업이익	억원	4,476	5,172	3,153	2,905	3,806	5,066
yoy	%	16.5	15.5	-39.0	-7.9	31.0	33.1
EBITDA	억원	7,648	8,421	6,608	5,412	7,052	7,912
세전이익	억원	2,776	2,792	1,473	193	1,564	2,912
순이익(지배주주)	억원	1,702	1,759	450	-826	691	1,259
영업이익률%	%	3.7	4.5	2.9	2.9	3.8	4.8
EBITDA%	%	6.4	7.3	6.1	5.4	7.0	7.5
순이익률	%	1.8	1.9	0.8	-0.6	0.8	1.8
EPS	원	5,364	5,965	2,118	-1,490	3,221	4,986
PER	배	17.6	13.6	25.6	N/A	11.6	7.5
PBR	배	1.3	1.1	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	10.5	8.7	9.9	11.1	7.8	6.6
ROE	%	7.4	7.4	1.9	-3.5	2.9	5.1
순차입금	억원	42,282	40,479	40,281	39,100	34,319	30,495
부채비용	%	249.0	232.8	240.8	252.3	246.7	237.8

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.3%	-10.1%
6개월	-3.7%	3.5%
12개월	-24.2%	-22.0%

LS 목표주가는 사업가치와 지분가치를 합산하여 산정한 46,000 원을 제시한다. 사업가치(브랜드수수료 수익 포함)는 세후영업이익에 10 배를 적용하였으며 지분가치는 국내외 경기에 민감한 사업포트폴리오를 고려하여 40% 할인율을 적용하였다. 목표주가 46,000 원은 2016 년 EPS 기준 PER 14.3 배이다. 최근 국제 금가격과 동가격이 반등하면서 LS 의 실적개선 가능성은 높다고 판단하며 NAV 대비 할인을 측면에서 타 지주사 대비 매력적인 주가 수준이라 판단한다

LS 목표주가

구분	내용
사업가치	4,847
자회사 가치	12,743
순차입금	2,807
적정 시가총액	14,783
발행주식수	32,200,000
목표주가	45,908

자료: SK 증권

사업가치

(단위: 억원)

구분	2016년
매출액	995
영업이익	639
법인세율	24.20%
세후 영업이익	485
멀티플	10
사업가치	4,847

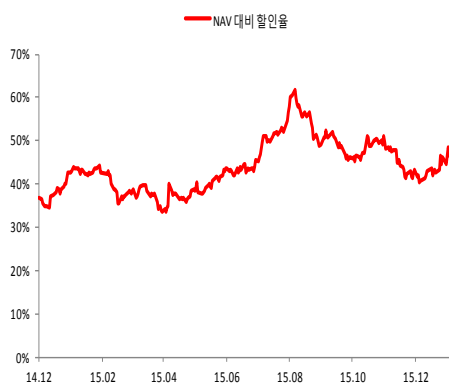
자료: SK 증권

자분가치

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LS산전	11,775	46.0%		5,417
	LS전선	3,572	89.2%		3,186
	LS아이앤디	326	87.0%		284
	LS자사주	11,383	13.8%		1,571
비상장	LS니코동제련			6,247	6,247
	LS엠트론			4,334	4,334
	LS글로벌인코퍼레이티드			200	200
합계					21,238
할인율					40%
자회사 가치					12,743

자료: SK 증권

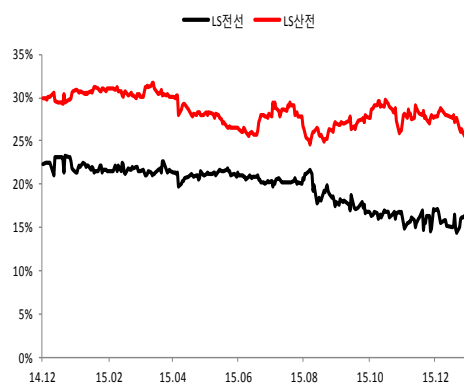
LS NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

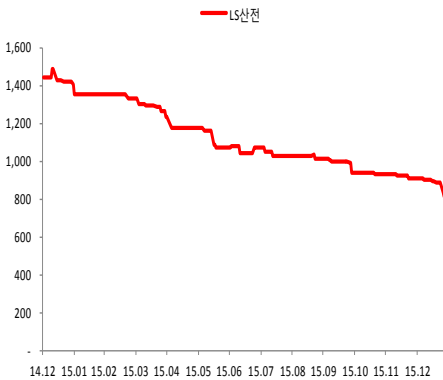
주: 자체사업 가치 제외

LS 주요 자회사 NAV 기여도



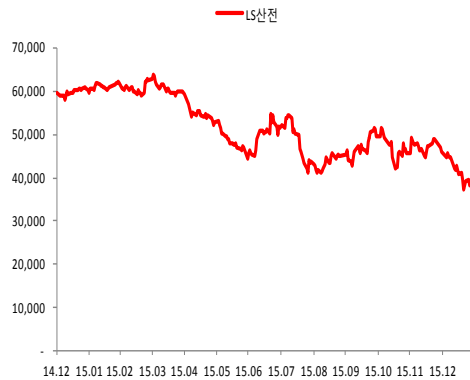
자료: Fnguide

LS 산전 16년 당기순이익 컨센서스 추이 (단위: 억원)



자료: Fnguide

LS 산전 주가 추이 (단위: 원)

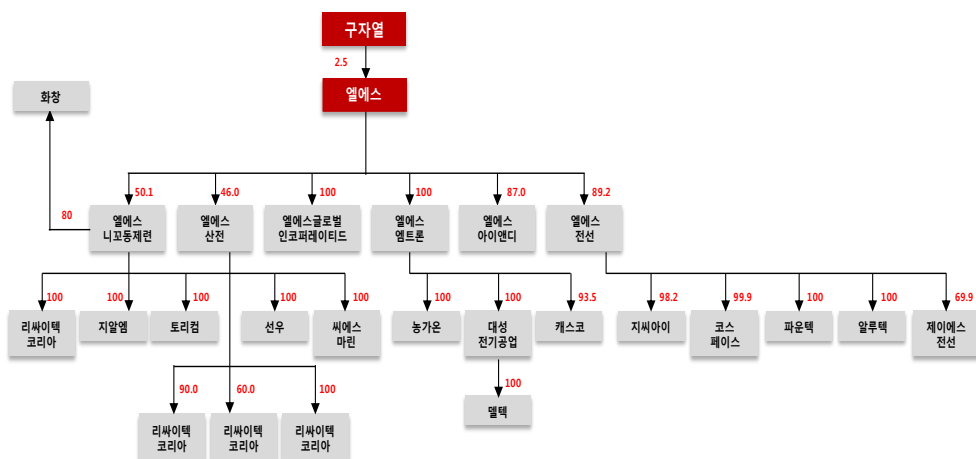


자료: Fnguide

LS 그룹은 6 대 핵심 육성산업은 초고압케이블, 해저케이블, 전력기기, 전력 시스템, 트랙터, 전자부품 사업을 제시한 바 있다. 이들 부문에 그룹의 역량을 집중하기 위해 LS Nikko 동제련의 자회사인 화창을 매각하였으며 LS 엠트론이 보유하고 있는 대성 전기를 매각 추진하였다. 현재 매각금액 이슈로 매각 작업이 잠정적으로 중단되었으나 그룹 6 대 핵심 육성산업에 집중하는 기조는 유효할 것으로 추후 시장상황에 따라 매각을 재추진 할 가능성도 높은 것으로 판단한다. 과거 M&A 를 통한 외형성장에 집중했던 LS 는 향후 육성산업에 집중하면 비핵심 자산의 추가적인 정리 가능성이 높다고 판단한다

2003 년 LG 그룹으로부터 계열분리한 LS 그룹의 경우 사촌형제의 가족경영 방식을 유지하고 있다. 현재 구자열 회장은 사촌형인 구자홍 회장으로부터 회장직을 이어 받는 등 내부적으로 사촌간 승계 원칙이 있는 것으로 알려져 승계관련 지배구조 변화 이슈는 없을 전망이다

LS 그룹 지배구조

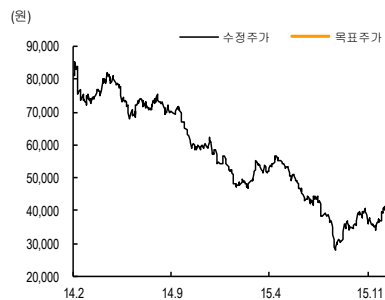


자료: SK 증권

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

2016.02.01 매수 46,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 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 2 월 1 일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	53,575	52,612	56,038	57,642	62,267
현금및현금성자산	5,605	6,110	7,067	8,422	13,204
매출채권및기타채권	24,838	25,136	29,173	28,629	28,317
재고자산	14,083	18,130	16,628	16,318	16,140
비유동자산	47,307	47,457	47,319	45,724	42,999
장기금융자산	695	452	639	667	667
유형자산	27,547	27,658	26,698	25,509	22,834
무형자산	8,081	7,594	7,617	7,834	7,574
자산총계	100,882	100,068	103,357	103,366	105,266
유동부채	40,202	42,907	41,677	45,684	45,578
단기금융부채	22,541	24,554	20,734	25,013	25,013
매입채무 및 기타채무	12,793	9,310	11,531	11,316	11,193
단기충당부채	286	433	412	405	400
비유동부채	31,777	27,089	31,349	28,344	29,323
장기금융부채	27,325	23,345	27,699	24,375	24,375
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	66	133
장기충당부채	235	266	254	249	246
부채총계	71,979	69,997	73,026	74,028	74,902
지배주주지분	23,256	24,155	24,051	23,008	23,922
자본금	1,610	1,610	1,610	1,610	1,610
자본잉여금	2,209	2,206	2,173	2,080	2,080
기타자본구성요소	-781	-781	-781	-781	-781
자기주식	-781	-781	-781	-781	-781
이익잉여금	20,494	21,572	21,350	20,170	20,860
비지배주주지분	5,647	5,916	6,280	6,331	6,442
자본총계	28,903	30,071	30,331	29,338	30,364
부채와자본총계	100,882	100,068	103,357	103,366	105,266

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
영업활동현금흐름	5,371	6,602	5,232	6,613	6,539
당기순이익(손실)	2,163	1,813	1,099	-359	839
비현금성항목등	5,326	6,419	6,244	7,574	5,866
유형자산감가상각비	2,630	2,732	2,919	2,970	2,675
무형자산상각비	541	516	536	577	571
기타	637	1,746	1,565	1,493	922
운전자본감소(증가)	-1,749	-890	-1,267	781	719
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,011	590	-332	-1,890	312
재고자산감소(증가)	166	652	1,479	333	178
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	302	-1,503	931	-3,350	-123
기타	-206	-629	-3,345	5,688	352
법인세납부	-368	-741	-844	-1,383	-885
투자활동현금흐름	-1,197	-1,672	-2,219	-2,285	-260
금융자산감소(증가)	2,252	785	-143	-256	0
유형자산감소(증가)	-3,419	-3,546	-2,213	-1,760	0
무형자산감소(증가)	-673	-401	-405	-311	-311
기타	643	1,490	542	42	51
재무활동현금흐름	-1,722	-4,410	-2,073	-3,131	-1,497
단기금융부채증가(감소)	-5,631	-10,210	-11,895	-5,232	0
장기금융부채증가(감소)	6,717	8,533	11,832	4,165	0
자본의증가(감소)	0	-2	0	10	0
배당금의 지급	-440	-514	-541	-347	0
기타	-2,368	-2,217	-1,469	-1,489	-1,497
현금의 증가(감소)	2,340	506	956	1,356	4,781
기초현금	3,264	5,605	6,110	7,067	8,422
기말현금	5,605	6,110	7,067	8,422	13,204
FCF	2,086	-1,014	3,672	4,193	6,115

자료 : LS, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	119,951	115,324	108,863	101,172	101,184
매출원가	105,362	100,252	95,723	88,137	88,191
매출총이익	14,589	15,072	13,141	13,035	12,994
매출총이익률 (%)	12.2	13.1	12.1	12.9	12.8
판매비와관리비	10,113	9,900	9,987	10,130	9,188
영업이익	4,476	5,172	3,153	2,905	3,806
영업이익률 (%)	3.7	4.5	2.9	2.9	3.8
비영업손익	-2,840	-3,249	-2,255	-2,166	-2,241
순금융비용	2,165	1,827	1,491	1,372	1,317
외환관련손익	-106	-170	-53	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-1,084	-833	116	110	0
세전계속사업이익	2,776	2,792	1,473	193	1,564
세전계속사업이익률 (%)	2.3	2.4	1.4	0.2	1.6
계속사업법인세	613	450	374	477	379
계속사업이익	2,163	2,342	1,099	-284	1,186
중단사업이익	-26	-162	-232	-347	-347
*법인세효과	-19	-3	-11	0	0
당기순이익	2,137	2,181	867	-630	839
순이익률 (%)	1.8	1.9	0.8	-0.6	0.8
지배주주	1,702	1,759	450	-826	691
지배주주귀속 순이익률(%)	1.42	1.53	0.41	-0.82	0.68
비지배주주	436	421	417	196	149
총포괄이익	1,456	2,262	729	-444	1,026
지배주주	1,181	1,781	275	-603	914
비지배주주	275	482	454	159	111
EBITDA	7,648	8,421	6,608	5,412	7,052

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
성장성 (%)					
매출액	-3.9	-3.9	-5.6	-7.1	0.0
영업이익	16.5	15.5	-39.0	-7.9	31.0
세전계속사업이익	158.3	0.6	-47.3	-86.9	709.2
EBITDA	14.7	10.1	-21.5	-18.1	30.3
EPS(계속사업)	211.1	11.2	-64.5	적전	흑전
수익성 (%)					
ROE	7.4	7.4	1.9	-3.5	2.9
ROA	2.1	2.2	0.9	-0.6	0.8
EBITDA마진	6.4	7.3	6.1	5.4	7.0
안정성 (%)					
유동비율	133.3	122.6	134.5	126.2	136.6
부채비율	249.0	232.8	240.8	252.3	246.7
순차입금/자기자본	146.3	134.6	132.8	133.3	113.0
EBITDA/이자비용(배)	3.2	4.1	3.9	3.5	4.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,364	5,965	2,118	-1,490	3,221
BPS	72,222	75,016	74,691	71,452	74,292
CFPS	15,133	15,551	12,126	8,449	12,226
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,250	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.5	16.1	40.3	N/A	12.6
PER(최저)	13.5	11.1	25.6	N/A	10.5
PBR(최고)	1.4	1.3	1.1	0.8	0.6
PBR(최저)	1.0	0.9	0.7	0.4	0.5
PCR	6.2	5.2	4.5	4.8	3.0
EV/EBITDA(최고)	10.7	9.3	11.4	12.1	8.0
EV/EBITDA(최저)	9.5	8.2	9.9	10.4	7.7