

# 지주회사

## 새로운 기대와 함께 시작하는 2017년

4분기 실적 대체로 시장 컨센서스 충족 추정. 2017년 지주회사 '실질' 실적모멘텀도 대체로 양호. Top Picks SK, 한화

### 4분기 실적 대체로 시장 컨센서스 충족, 2017년 '실질' 실적모멘텀도 양호

지주회사 4분기 영업이익은 LG, 삼성물산을 제외하면 대체로 시장 컨센서스 수준 또는 상회 추정. 또한, 기저효과가 큰 삼성물산을 제외하면, 2017년 영업이익 평균 성장률 13%, 이 중 상장자회사 몫 제외한 '실질' 실적모멘텀 평균 21%로 양호한 자체모멘텀 전망

- SK: 시장 컨센서스 상회. 1월 신규발전소 가동으로 LNG사업 재조명
- 한화: 연결 실적 강세. 한화건설 이라크 공사대금 수령으로 리스크 축소
- 삼성물산: 패션 부진하나 건설 안정화. 여전히 지배구조 개편 수혜주
- LS: 계열사 벌금 환급. 동가격 반등과 LS오토모티브 IPO 추진 긍정적
- GS: 시장 컨센서스 충족. 2017년부터 민자발전 실적기여 본격화
- 두산: 자체실적 성장세 회복. 2017년 연료전지 성장 본격화 기대
- CJ: 시장 컨센서스 상회. CJ올리브네트웍스 통한 자체모멘텀 강화 진행
- LG: LG전자 부진으로 시장 컨센서스 하회. 비상장계열사 실적개선 지속

### Top Picks SK, 한화

SK는 민자발전사업 업황개선, 신규 직도입 LNG발전소 가동으로 신성장 포트폴리오인 SK E&S 영업이익 레벨업 및 지주회사 SK의 배당수입 강화 전망. 최근 지배구조 개편 기대감 확대도 실제 추진여부와 무관하게 긍정적 한화는 자체모멘텀(브랜드로열티 효율 인상, 방산사업 확대) 강화, 한화케미칼(기초소재 강세), 한화테크윈(M&A효과) 등 상장자회사 실적모멘텀 강화 전망. 한화건설 이라크 공사대금 수령으로 리스크 축소 중

### 지주회사 업종 투자이견/투자지표

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	주당NAV	PER		PBR		ROE		순차입금	
						2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F
SK	034730.KS	Buy(유지)	330,000(유지)	232,500	343,217	11.8	9.0	1.2	1.1	10.3	12.3	22,595	21,182
한화	000880.KS	Buy(유지)	51,000(유지)	36,700	65,540	4.5	4.8	0.7	0.7	13.6	11.8	10,800	9,916
삼성물산	028260.KS	Buy(유지)	240,000(유지)	129,000	231,729	N/A	43.1	1.4	1.4	-0.6	3.2	4,865	5,015
LS	006260.KS	Buy(유지)	77,000(상향)	62,400	110,932	9.6	10.6	0.8	0.8	8.3	7.4	3,712	3,693
GS	078930.KS	Buy(유지)	71,000(유지)	53,800	80,772	6.7	5.7	0.7	0.7	11.4	12.2	7,125	6,895
두산	000150.KS	Buy(유지)	147,000(하향)	106,500	196,081	5.7	16.2	1.0	1.0	15.3	5.6	9,184	9,189
CJ	001040.KS	Hold(유지)	206,000(유지)	192,500	243,941	18.5	16.7	1.5	1.5	8.0	8.5	6,320	5,697
LG	003550.KS	Hold(유지)	70,000(유지)	60,200	127,954	9.1	7.3	0.8	0.7	8.5	9.8	857	756

주: 1월 6일 종가 기준

## Positive(유지)

### Top Picks

	Buy(유지)	330,000원 (유지)
SK	Buy(유지)	51,000원 (유지)
한화	Buy(유지)	51,000원 (유지)
	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	10.1	0.9
Sector	15.1	1.1

### Sector Index



업종 시가총액 61,151십억원 (Market 비중 4.0%)  
주: KRX업종 분류 기준



Analyst 김동양  
02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com

RA 김수연  
02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

(단위: 원, 배, %, 십억원)

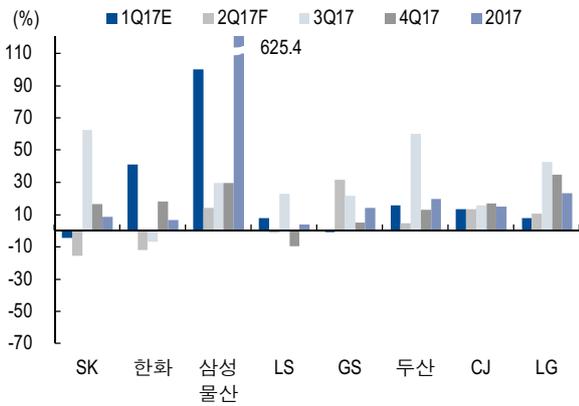
지주회사 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

		2Q16	3Q16	4Q16E			1Q17F	
				당사추정치	y-y	q-q		Consensus
SK	매출액	21,129	20,065	23,336	1.9	16.3	22,072	21,748
	영업이익	1,685	918	1,374	78.4	49.8	1,177	1,446
	순이익	288	210	484	475.6	130.3	269	418
한화	매출액	10,865	12,020	10,667	-6.0	-11.3	11,345	11,238
	영업이익	549	660	447	흑전	-32.3	277	579
	순이익	193	107	137	흑전	28.1	33	159
삼성물산	매출액	7,051	6,621	7,012	-2.9	5.9	7,552	6,291
	영업이익	177	187	183	흑전	-1.8	211	132
	순이익	155	169	21	흑전	-87.5	94	71
LS	매출액	2,416	2,275	2,707	11.0	19.0	2,436	2,526
	영업이익	108	89	118	5.4	32.6	106	143
	순이익	45	23	61	662.5	165.2	42	70
GS	매출액	3,349	3,314	3,248.1	4.5	-2.0	3,447	3,372
	영업이익	505	413	439	18.8	6.1	438	320
	순이익	260	260	159	304	369.7	174	134
두산	매출액	4,071	3,648	5,137	3.8	40.8	5,354	4,417
	영업이익	299	187	300	흑전	60.2	277	299
	순이익	61	53	116	흑전	118.6	57	30
CJ	매출액	5,879	6,107	6,279	14.2	2.8	6,262	6,364
	영업이익	329	381	349	60.0	-8.4	306	399
	순이익	67	100	56	522.4	-44.3	65	84
LG	매출액	2,682	2,672	3,392	20.8	27.0	3,136	2,470
	영업이익	418	328	330	48.2	0.7	349	355
	순이익	354	266	228	43.3	-14.1	265	311

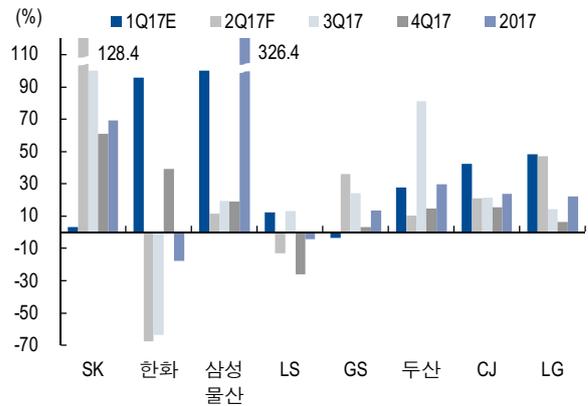
자료: DataGuide, NH 투자증권 리서치센터 전망

**상장자회사 뉘 제거 전 지주회사 2017년 영업이익의 모멘텀: 기저효과와 큰 삼성물산 강세**



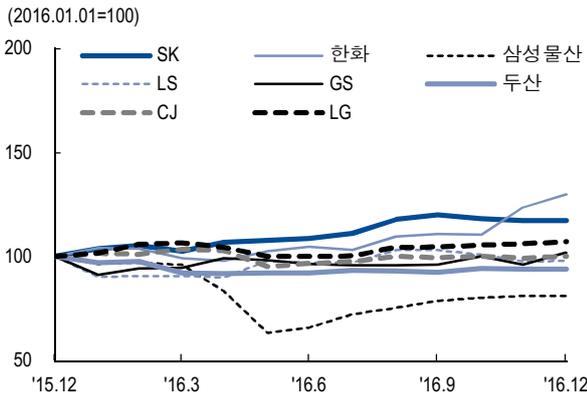
주: 흑전은 100%로, 적전은 -100%로 기입  
 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

**상장자회사 뉘 제거 후 지주회사 2017년 영업이익의 모멘텀: 삼성물산, SK, 두산 강세**



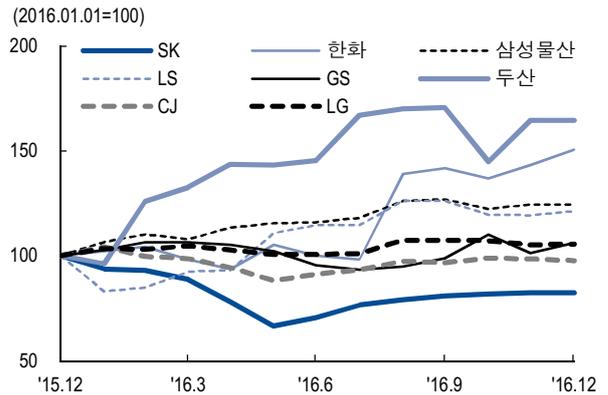
주: 흑전은 100%로, 적전은 -100%로 기입. 두산은 배당수입 제외한 6개 자체사업의 별도 및 해외법인 합계  
 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

**주요 지주회사의 2017년 영업이익의 전망 컨센서스 추이: 한화, SK 상승 중**



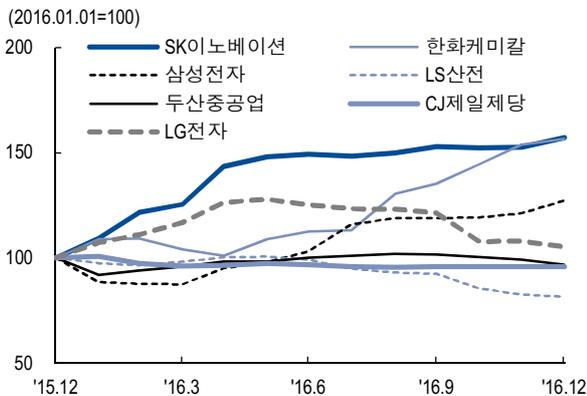
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

**주요 지주회사의 2017년 순이익의 전망 컨센서스 추이: 한화, 두산 상승 중**



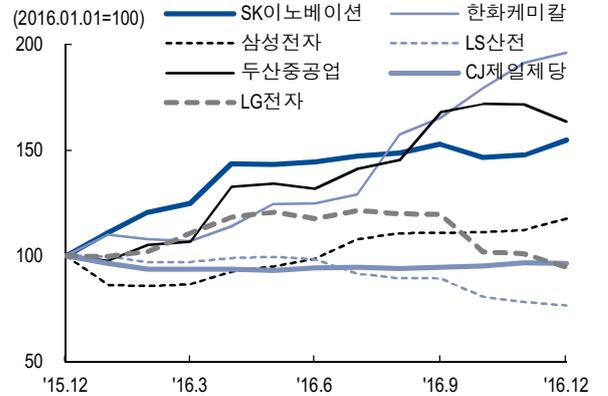
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

**주요 자회사의 2017년 영업이익의 전망 컨센서스 추이: 한화케미칼, SK 이노베이션, 삼성전자 상승 중**



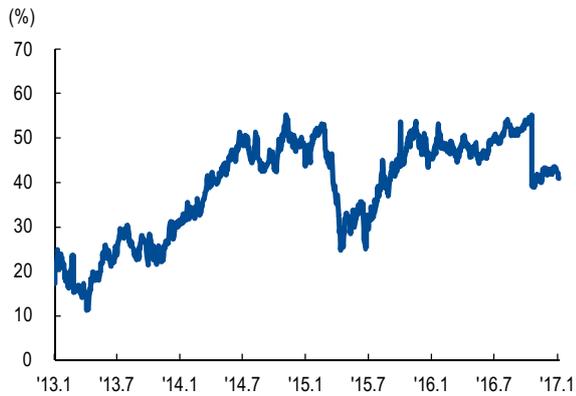
주: GS는 주력자회사 비상장인 관계로 제외. LG는 상관계수 높은 LG전자 사용  
 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

**주요 자회사의 2017년 순이익의 전망 컨센서스 추이: 한화케미칼, 두산중공업, SK 이노베이션 상승 중**



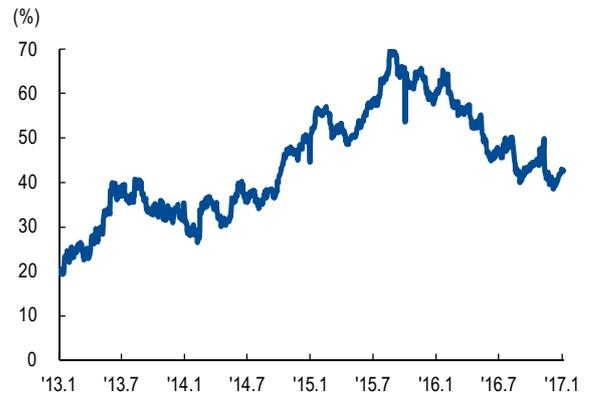
주: GS는 주력자회사 비상장인 관계로 제외. LG는 상관계수 높은 LG전자 사용  
 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

한화의 NAV 대비 할인율



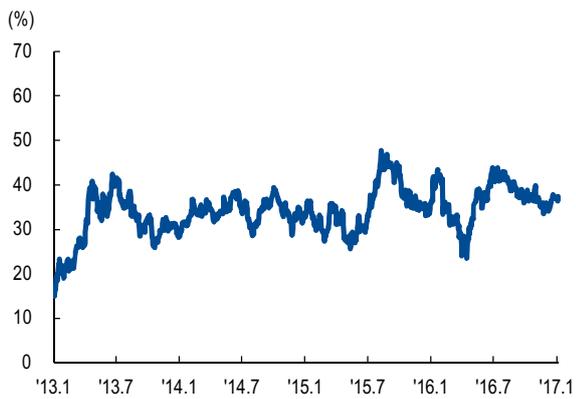
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

LS의 NAV 대비 할인율



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

GS의 NAV 대비 할인율



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

두산의 NAV 대비 할인율



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

CJ의 NAV 대비 할인율



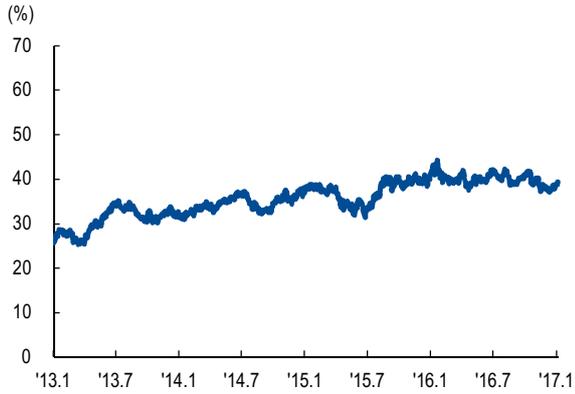
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

LG의 NAV 대비 할인율



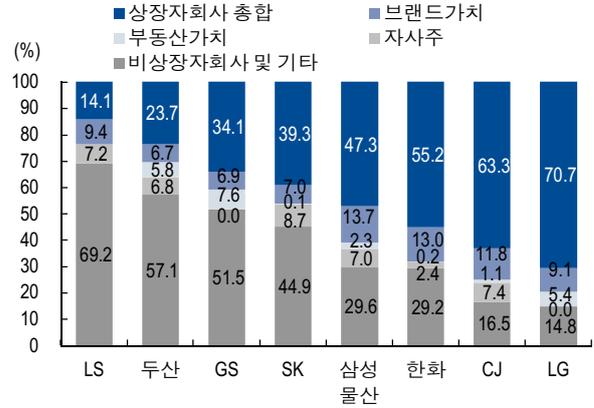
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

지주회사 NAV 대비 할인율 평균



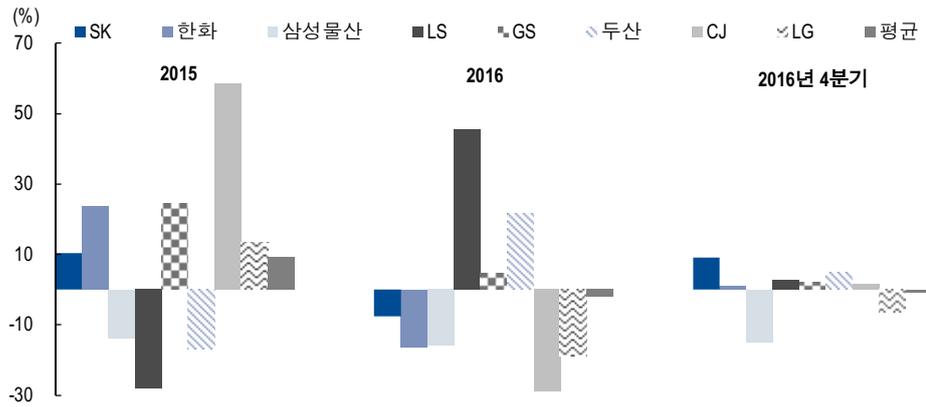
주: 한화, GS, LG, 두산, LS, CJ 6 사 단순평균  
 자료: NH투자증권 리서치센터

주요 지주회사 NAV 구성: 상장자회사 이외의 가치 기여도가 높은 기업은 LS, 두산



주: 두산, SK, 삼성물산, 한화는 비상장자회사 및 기타에 자체사업 가치 포함,  
 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

지주회사 상대수익률 추이: 2016년 시장수익률 하회했으나, 4분기 이후 소폭 회복



자료: NH 투자증권 리서치센터

지주회사 배당관련 지표는 시장 평균을 상회

(단위: 원,%)

기업명		SK	한화	삼성물산	LS	GS	두산	CJ	LG	평균	한국평균
2015	주당배당금	3,400	500	500	1,250	1,500	4,550	1,350	1,300		
	배당성향	3.6	-12.1	3.0	-35.2	28.3	-17.8	17.2	23.7	23.1	22.8
	기말주가	240,500	39,400	140,000	40,350	50,700	88,500	251,000	70,800		
	배당수익률	1.4	1.3	0.4	3.1	3.0	5.1	0.5	1.8	2.1	1.6
	배당금지금액/이익잉여금	191.7	34.8	83.9	34.7	142.1	91.3	38.5	228.7		
2016E	주당배당금	4,000	600	500	1,250	1,800	5,100	1,550	1,300		
	배당성향	16.3	6.9	-77.5	17.5	22.1	17.1	13.6	19.6	16.2	22.9
	기말주가	229,500	35,050	125,500	59,300	54,100	105,000	187,000	60,000		
	배당수익률	1.7	1.7	0.4	2.1	3.3	4.9	0.8	2.2	2.1	1.8
	배당금지금액/이익잉여금	225.2	54.1	82.5	34.7	170.0	95.0	44.2	227.7		

주:1) IFRS 별도기준

2) SK, 삼성물산 2015년 배당성향은 합병으로 인한 회계적 이익 반영

3) 배당성향 평균 계산시(-)값 및 2015년 SK, 삼성물산 제외

4) 2016년 두산,한화, GS 등은 배당소득 증대세제 해당하여 배당세를 15.4%→9.9%로 낮아질 전망

자료: 각 사 사업보고서, NH투자증권 리서치센터

20 대 국회에서 발의된 경제민주화법안들

구분	내용	영향
지주회사 전환 인센티브 축소1 (법인세법 개정안)	- 지주회사 전환 중(인적분할의 경우) 자기주식에 대해 분할신주를 배정하는 것에 양도손익이 있는 것으로 보아 과세 적용	- 통과시, 시행일 이전 지주회사 전환 러시 가능성
공익법인 의결권 제한 (독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안)	- 공익법인은 이미 100%의 지분을 보유하고 있는 경우를 제외하고는, 취득 또는 소유하고 있는 주식 중 동일인이 지배하는 회사의 국내 계열회사 주식에 의결권을 행사할 수 없도록 함	- 계열 공익법인 지분을 높은 주요기업들의 의결권 대체 확보 위한 구조변화 가능성
보유 유가증권의 시가평가 (보험업법 개정안)	- 자산운용비용 산정시 채권 및 주식 소유의 합계액은 취득원가 아닌 시장가격을 기준으로 함. 자산운용비용 3% 초과 계열사 지분 보유분은 7년 이내에 해소해야 함(매년 20% 이상)	- 삼성생명 보유 삼성전자 지분 상당부분 처분 이슈
지주회사 전환 인센티브 축소2 (상법 개정안)	- 회사가 분할·분할합병할 경우 신설회사는 분할회사가 보유하는 자사주에 대하여 신주 배정을 금지하고 분할승계회사에 대하여는 신주발행 및 자사주 교부 금지	- 통과시, 시행일 이전 지주회사 전환 러시 가능성
일감몰아주기 규제 강화(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안)	- 일감몰아주기 규제대상 계열회사에 대한 개인대주주 지분 요건을 20% 로 통일함 (기존법률은 상장회사 30%, 비상장회사 20%)	- 지배주주 일가 지분을 높은 주요 기업들의 M&A 활성화(일감몰아주기 비율 축소) 또는 지배주주일가 지분 축소 가능성
기존 순환출자 금지 (독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안)	- 기존순환출자 3년 이내 해소 의무화	- 지주회사 체제 아닌 기업집단들의 기존순환출자 해소 이슈. 동시에 금산분리 해소 통한 지주회사 전환 가능성 상승
법인세율 인상 (법인세법 일부개정 법률안)	- 법인세 최고세율을 22%(과세표준 200억원 초과 구간)에서 25%(과세표준 500억원 초과 구간)로 상향(2017년 23%, 2018년 24%, 2019년 25%로 단계적 적용)	- 법인세율 2008년 이전으로 환원. 기업의 법인세 부담 증가에 따른 투자, 배당 위축 우려
지주비율 및 지주회사 행위제한 강화 (독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안)	- (1)지주회사 요건 중 주식가액 합계를 자회사 주식에서 보유 계열회사 주식 전체로 확대. (2)지주회사의 두 개의 자회사가 하나의 손자회사 동시보유 금지(3)지주회사의 행위제한 강화	- 지주비율 계산 엄격화로 일부 비지주회사 강제 지주회사 전환 가능성. 기존지주회사는 행위제한 강화로 추가비용 부담 발생
지주회사 전환 인센티브 축소3 (독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안)	- 상호출자제한기업집단 소속 회사가 지주회사로 전환하기 위하여 인적 분할을 하려는 경우 미리 자사주를 소각하도록 함	- 통과시, 시행일 이전 지주회사 전환 러시 가능성

자료: 국회의안정보시스템, NH 투자증권 리서치센터

지주회사 투자지표

업체명		SK	한화	삼성물산	LS	GS	두산	CJ	LG
종목코드		034730.KS	000880.KS	028260.KS	006260.KS	078930.KS	000150.KS	001040.KS	003550.KS
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표주가	(원)	330,000	51,000	240,000	77,000	71,000	147,000	206,000	70,000
적용 할인율	(%)	0	20	0	30	15	25	15	45
현재가	(1월 6일, 원)	232,500	36,700	129,000	62.4	53,800	106,500	192,500	61,000
주당 NAV	(원)	343,217	65,540	231,729	110,932	80,772	196,081	243,941	127,954
NAV 대비 할인율	(%)	32.3	44.0	44.3	43.7	33.4	45.7	21.1	53.0
시가총액	(십억원)	16,358.8	2,751.0	24,470.0	2,009.3	4,998.8	2,152.0	5,616.6	10,387.9
beta	(1년 weekly)	1.0	1.5	1.4	1.0	0.8	2.0	1.3	0.9
영업수익	2015	39,570	41,376	13,345	10,000	12,301	18,960	21,167	9,968
(십억원)	2016E	85,204	45,591	27,171	9,817	13,003	16,745	23,953	11,098
	2017F	90,077	44,997	26,376	10,387	14,769	18,804	26,596	11,844
영업이익	2015	1,403	758	37	314	1,582	265	1,225	1,138
(십억원)	2016E	5,490	2,066	112	447	1,682	1,045	1,412	1,405
	2017F	5,959	2,201	813	464	1,711	1,248	1,620	1,729
EPS	2015	94,065	-3,806	17,915	-3,064	5,268	-19,413	6,960	5,446
(원)	2016E	19,432	7,839	-560	6,172	9,399	18,347	10,112	6,597
	2017F	25,935	7,680	2,993	5,881	9,528	6,567	11,557	8,211
영업수익 증가율	2015	1,531.1	10.5	160.2	-8.1	13.2	-6.7	8.1	1.0
(% y-y)	2016E	115.3	10.2	103.6	-1.8	5.7	-11.7	13.2	11.3
	2017F	5.7	-1.3	-2.9	5.8	13.6	12.3	11.0	6.7
EPS 증가율	2015	3,594.8	적지	393.3	적전	흑전	적전	-2.2	11.7
(% y-y)	2016E	-79.3	흑전	적전	흑전	78.4	흑전	45.3	21.1
	2017F	33.5	-2.0	흑전	-4.7	1.4	-64.2	14.3	24.5
ROE	2015	70.6	-6.7	25.2	-4.2	8.1	-14.3	5.9	7.5
(%)	2016E	10.3	13.6	-0.6	8.3	13.1	15.3	8.0	8.5
	2017F	12.3	11.8	3.2	7.4	12.0	5.6	8.5	9.8

주: IFRS 연결기준

자료: 각 사 사업보고서, NH투자증권 리서치센터 전망

# SK (034730.KS)

## 2017년 LNG사업에 대한 재조명 기대

Company Note | 2017. 1. 12

4분기 시장 컨센서스 상회 추정. 1월말 장문LNG발전소 상업생산으로 LNG사업성과 가시화 시작. NAV대비 32% 할인된 현재 주가는 매력적. 최근 지배구조개편 기대감 확대도 긍정적

### SK이노베이션 호실적으로 시장 컨센서스 상회 추정

SK의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 23조3,361억원(2% y-y), 1조3,743억원(73% y-y)으로 시장 컨센서스 상회한 것으로 추정

유가상승, 환율상승, 정제마진 개선 등으로 인한 SK이노베이션 실적 호조 때문. SK E&S도 SMP<sup>주1)</sup> 반등 시작(78원/kWh, 12% q-q), 10월 CP<sup>주2)</sup> 인상 효과(7.46원/kWh에서 2.5원내외) 등으로 영업이익 회복 추정(340억원, 134% y-y)

### 1월말 장문LNG발전소 상업생산으로 LNG사업성과 가시화

SK의 2017년 영업이익은 5조9,586억원(9% y-y)으로 전망되며, 이익 성장의 약 1/3은 LNG사업이 기여할 것으로 기대(2,965억원, 97% y-y). 1월말 장문LNG발전소(1.8GW) 상업생산 시작으로 SK E&S 영업이익 회복 가속화 예상(1호기 기준, 2호기는 4월 예정). 상대적으로 낮아진 SMP 수준에도 불구하고, 장문LNG발전소는 적도입 통한 원료경쟁력, 송전손실 적은 수도권 입지, 최신 발전설비의 고효율성 등으로 가동률 걱정 없이 고마진 향유할 전망. 유가 반등에 따라, 유가에 약 2분기 후행하는 SMP가 6월 65원/kWh를 저점으로 지속 회복 중인 점도 긍정적(12월 87원/kWh)

투자 의견 Buy 및 목표주가 330,000원 유지. 현 주가는 NAV대비 32% 할인 거래되어 밸류에이션 매력 충분. 또한, 최근 다시 확대되고 있는 지배구조 개편 기대감(중간지주회사 도입 등)도 실제 추진 여부와 무관하게 주가에는 긍정적

주1) SMP: 계통한계가격, 한전이 민간발전사들의 생산전력을 사들이는 기준가격.

주2) CP: 용량요금, 신규투자 유도 위해 발전여부와 무관하게 지불되는 가격

### SK 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	22,892	20,674	21,129	20,065	23,336	1.9	16.3	23,085	22,072	21,748
영업이익	770	1,513	1,685	918	1,374	78.4	49.8	1,333	1,177	1,446
영업이익률	3.4	7.3	8.0	4.6	5.9			5.8	5.3	6.6
세전이익	521	1,429	1,366	920	1,432	174.7	55.7	1,363	1,137	1,383
(지배)순이익	84	387	288	210	484	475.6	130.3	428.1	269	415

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

### Buy (유지)

목표주가 330,000원 (유지)

현재가 ('17/1/6) 232,500원

업종	지주회사
KOSPI / KOSDAQ	2,049.12 / 643.68
시가총액(보통주)	16,358.8십억원
발행주식수(보통주)	70.4백만주
52주 최고가('16/02/26)	249,500원
최저가('16/06/28)	200,000원
평균거래대금(60일)	25,087백만원
배당수익률(2016E)	1.74%
외국인지분율	24.9%

주요주주	
최태원 외 4인	30.9%
국민연금공단	7.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	11.2	15.7	-2.7
상대수익률 (%)	12.1	10.3	-8.6

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	39,570	85,204	90,077	94,335
증감률	1,531.1	115.3	5.7	4.7
영업이익	1,403	5,396	5,959	6,313
영업이익률	3.5	6.3	6.6	6.7
(지배)순이익	5,346	1,344	1,827	1,961
EPS	94,065	19,078	25,934	27,837
증감률	3,594.8	-79.7	35.9	7.3
PER	2.6	12.0	9.0	8.4
PBR	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.2	6.5	6.3	6.3
ROE	70.6	10.1	12.4	12.0
부채비율	141.1	137.3	126.1	115.9
순차입금	21,228	22,620	21,207	20,420

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김동양

02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com

RA 김수연

02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

**SK 실적 전망 (IFRS 연결)**

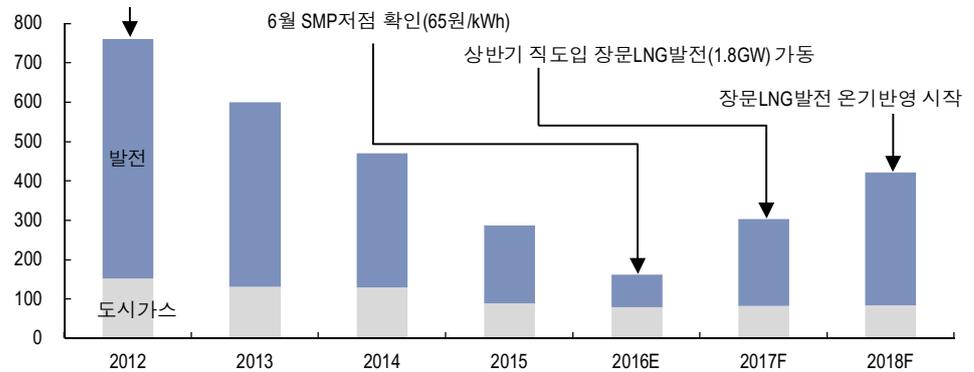
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	39,569.8	85,204.2	90,077.2	94,334.9
	- 수정 전		86,141.1	90,247.5	94,443.7
	- 변동률		-1.1	-0.2	-0.1
영업이익	- 수정 후	1,403.3	5,489.7	5,958.6	6,379.6
	- 수정 전		5,590.8	6,358.6	6,712.0
	- 변동률		-1.8	-6.3	-5.0
영업이익률(수정 후)		3.5	6.4	6.6	6.8
EBITDA		3,603.5	10,244.2	10,760.9	11,222.1
(지배지분)순이익		5,346.0	1,369.2	1,827.0	1,982.7
EPS	- 수정 후	94,065.1	19,431.7	25,935.1	28,143.5
	- 수정 전		19,813.5	27,763.6	29,682.2
	- 변동률		-1.9	-6.6	-5.2
PER		2.6	11.8	9.0	8.3
PBR		1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA		18.2	6.5	6.3	6.2
ROE		70.6	10.3	12.3	12.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준; 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

**신사업 선두주자 SK E&S, 2017년부터 의미있는 이익 개선**

(십억원) 연간 SMP 사상최고(161원/kWh)



자료: NH 투자증권 리서치센터

## NAV 계산

구분	내역	
영업가치 (A, 십억원)	2017F EBITDA에 EV/EBITDA 16배 적용	7,348.3
투자자산가치 (B, 십억원)	자사주 및 상장비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	20,068.2
- SK이노베이션	33.4%, 시장가 적용	4,848.8
- SK텔레콤	25.2%, 시장가 적용	4,612.3
- SK네트웍스	39.1%, 시장가 적용	670.3
- SKC	42.5%, 시장가 적용	500.2
- SK증권	10.0%, 시장가 적용	34.1
- SK머티리얼즈	49.1%, 시장가 적용	936.8
- SK E&S	100.0%, 2017F EBITDA에 EV/EBITDA 10배 적용	1,897.2
- China Gas Holdings	16.5%, 시장가 적용	1,346.2
- Infosec	99.4%, 2017F EBITDA에 EV/EBITDA 16배 적용	535.6
- SK건설	44.5%, 장부가 적용	470.0
- SK해운	83.1%, 장부가 적용	420.6
- SK China	80.7%, 장부가 적용	299.4
- SK 바이오팜	100.0%, 장부가 적용	328.7
- SK 바이오텍	100.0%, 장부가 적용	163.8
- 자사주	보통주 15.6%, 우선주 0.1%, 시장가 적용	2,560.0
- 기타	비상장사는 장부가 적용	444.4
유형자산가치 (C, 십억원)	장부가 적용	25.8
무형자산가치 (D, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC7.0%, 영구성장률2.5%)	2,054.4
<b>기업가치 (E=A+B+C+D, 십억원)</b>		<b>29,496.6</b>
순차입금 (F, 십억원)	이자성부채-현금자산(3Q16말 IFRS별도기준)	5,153.5
<b>NAV (G=E-F, 십억원)</b>		<b>24,343.2</b>
주식수 (H, 백만주)	보통주와 우선주 합계	70.9
<b>주당 NAV (I=G/H, 원)</b>		<b>343,217</b>
현재주가(원)		232,500
할인율(%)		32.3
<b>목표주가 (원)</b>	<b>주당 NAV에 0%의 할인율 적용</b>	<b>330,000</b>

주: 투자유가증권의 가치는 1월 6일 종가 기준임

자료: NH투자증권 리서치센터 추정

## STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	39,570	85,204	90,077	94,335
증감률 (%)	1,531.1	115.3	5.7	4.7
매출원가	35,495	76,173	80,529	84,335
매출총이익	4,074	9,032	9,548	9,999
Gross 마진 (%)	10.3	10.6	10.6	10.6
판매비와 일반관리비	2,671	3,542	3,590	3,620
영업이익	1,403	5,490	5,959	6,380
증감률 (%)	416.8	291.2	8.5	7.1
OP 마진 (%)	3.5	6.4	6.6	6.8
EBITDA	3,604	10,244	10,761	11,222
영업외손익	4,836	-342	-249	-184
금융수익(비용)	-279	-292	-549	-534
기타영업외손익	4,450	-300	0	0
종속, 관계기업관련손익	665	250	300	350
세전계속사업이익	6,239	5,147	5,709	6,196
법인세비용	580	1,235	1,142	1,239
계속사업이익	5,659	3,912	4,568	4,957
당기순이익	5,549	3,912	4,568	4,957
증감률 (%)	4,172.0	-29.5	16.8	8.5
Net 마진 (%)	14.0	4.6	5.1	5.3
지배주주지분 순이익	5,346	1,369	1,827	1,983
비지배주주지분 순이익	203	2,543	2,741	2,974
기타포괄이익	-96	13	0	0
총포괄이익	5,453	3,925	4,568	4,957

## Valuation / Profitability / Stability

	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	2.6	11.8	9.0	8.3
PBR(배)	1.4	1.2	1.1	1.0
PCR(배)	3.5	1.6	1.5	1.5
PSR(배)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	18.2	6.5	6.3	6.2
EV/EBIT(배)	46.9	12.1	11.4	11.0
EPS(원)	94,065	19,432	25,935	28,144
BPS(원)	177,177	197,614	219,800	243,783
SPS(원)	696,503	1,210,969	1,280,227	1,340,740
자기자본이익률(ROE, %)	70.6	10.3	12.3	12.1
총자산이익률(ROA, %)	10.9	4.0	4.5	4.7
투자자본이익률 (ROIC, %)	11.4	8.0	8.9	9.4
배당수익률(%)	1.4	1.7	1.9	2.2
배당성장률(%)	3.6	16.3	13.7	14.1
총현금배당금(십억원)	192	225	253	282
보통주 주당배당금(원)	3,400	4,000	4,500	5,000
순부채(현금)/자기자본(%)	53.0	54.6	46.3	40.4
총부채/ 자기자본(%)	141.1	137.2	126.0	115.7
이자발생부채	31,974	31,974	31,774	31,574
유동비율(%)	114.8	115.5	121.1	124.2
총발행주식수(백만)	71	71	71	71
액면가(원)	200	200	200	200
주가(원)	240,500	229,500	232,500	232,500
시가총액(십억원)	17,007	16,225	16,436	16,436

## STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	6,995	5,603	6,816	7,402
매출채권	10,178	11,514	12,173	12,748
유동자산	29,765	30,212	32,632	34,274
유형자산	39,445	41,163	42,736	44,181
투자자산	13,715	14,114	16,114	19,114
비유동자산	66,869	68,013	70,711	74,369
자산총계	96,634	98,225	103,343	108,642
단기성부채	8,324	8,301	8,101	7,901
매입채무	7,431	8,193	8,661	9,071
유동부채	25,919	26,171	26,975	27,653
장기성부채	23,650	23,673	23,673	23,673
장기충당부채	401	401	401	401
비유동부채	30,637	30,661	30,661	30,661
부채총계	56,557	56,832	57,636	58,314
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	5,678	11,671	11,671	11,671
이익잉여금	7,802	3,221	4,795	6,474
비지배주주지분	27,511	27,402	30,143	33,084
자본총계	40,077	41,393	45,707	50,328

## CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	4,589	6,490	8,838	9,190
당기순이익	5,549	3,841	4,567	4,903
+ 유/무형자산상각비	2,200	4,754	4,802	4,842
+ 종속, 관계기업관련손익	-714	-250	-300	-350
+ 외화환산손실(이익)	-26	-258	0	0
Gross Cash Flow	3,909	9,851	10,761	11,155
- 운전자본의증가(감소)	1,504	-1,597	-231	-206
투자활동 현금흐름	-4,033	-5,378	-7,200	-8,150
+ 유형자산 감소	185	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2,238	-5,500	-5,500	-5,500
+ 투자자산의매각(취득)	-9,462	-136	-1,700	-2,650
Free Cash Flow	2,351	990	3,338	3,690
Net Cash Flow	556	1,112	1,638	1,040
재무활동 현금흐름	-2,225	5,801	-425	-453
자기자본 증가	5,603	5,993	0	0
부채증감	-7,828	-192	-425	-453
현금의증가	6,749	-1,392	1,213	586
기말현금 및 현금성자산	6,995	5,603	6,816	7,402
기말 순부채(순현금)	21,228	22,620	21,207	20,420

# 한화 (000880.KS)

## 건조한 실적모멘텀, 줄어드는 리스크

Company Note | 2017. 1. 12

4분기 시장 컨센서스 상회 추정. 2017년에도 자체 및 연결자회사 실적 모멘텀 건조. 한화건설 이라크 공사미수금 수령으로, 해외 손실현장 준공이 마지막 리스크. NAV대비 44% 할인되어 밸류에이션 매력적

### 자체 및 연결자회사 실적 강세로 시장 컨센서스 상회 추정

한화의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 10조6,672억원(-6% y-y), 4,466억원(흑전 y-y)으로 시장 컨센서스 상회 추정

별도 영업이익(614억원, 70% y-y)은 성수기 효과에 따른 강세 추정. 연결 영업이익은 한화케미칼의 제품 스프레드 강세 유지, 한화테크윈의 한화디펜스 인수효과(50% 지분법→100% 연결) 등 연결자회사들 실적 강세로 인해 호조 될 것. 한편, 한화건설은 해외 손실현장인 Marafiq, Yanbu2 준공이 다시 2017년 이후로 미뤄짐에 따라 흑자기조 유지 추정

### 건조한 실적모멘텀, 줄어드는 리스크

한화는 2017년 브랜드로열티 효율 인상(매출액 약 400억원 상승), 방산사업 포트폴리오 조정(한화디펜스로부터 항법장치 양수 예정, 매출액 약 1,000억원 상승) 등을 통해 별도 영업이익 23%(y-y) 성장전망(2,895억원). 연결 영업이익도 한화건설 해외 손실 인식 연기에도 불구하고, 한화케미칼의 기초소재 이익 강세에 따른 실적 모멘텀 지속, 한화테크윈의 한화디펜스 인수효과 온기반영 등으로 건조한 성장 전망(2조2,012억원, 7% y-y)

한화건설은 2016년말 이라크 주택공사대금 6,800억원 수령하여 미수금 전액 해소. 유가반등에 따른 이라크 경제여건 개선, 이라크 정부의 지급재원 변경(정부예산→선 주택인수 후 이를 담보로 국영은행에서 받은 대출) 등으로 볼 때, 향후 고마진 이라크 주택사업의 안정적 매출인식 가능할 전망

투자의견 Buy 및 목표주가 51,000원 유지. 현재 주가는 NAV대비 44% 할인 거래되어 실적모멘텀을 반영하지 못함. 한화건설 해외 손실현장 준공(손실규모 확정)에 따른 불확실성 해소시 투자심리 강화 기대

### Buy (유지)

목표주가 51,000원 (유지)

현재가 ('17/1/6) 36,700원

업종	지주회사
KOSPI / KOSDAQ	2,049.12 / 643.68
시가총액(보통주)	2,751.0십억원
발행주식수(보통주)	75.0백만주
52주 최고가('16/10/24)	39,500원
최저가('16/01/20)	30,253원
평균거래대금(60일)	8,940백만원
배당수익률(2016E)	1.71%
외국인지분율	29.4%

주요주주	
김승연 외 8 인	36.1%
국민연금	8.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	1.8	8.7	-3.1
상대수익률 (%p)	2.6	3.6	-9.0

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	41,376	45,591	44,997	46,759
증감률	10.5	10.2	-1.3	3.9
영업이익	758	2,066	2,201	2,510
영업이익률	1.8	4.5	4.9	5.4
(지배지분)순이익	-285	600	588	686
EPS	-3,806	7,839	7,680	8,984
증감률	적지	흑전	-2.0	17.0
PER	N/A	4.5	4.8	4.1
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	14.0	8.2	7.9	7.3
ROE	-6.7	13.6	11.8	12.4
부채비율	967.2	913.0	836.7	762.8
순차입금	9,675	10,800	9,916	9,174

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

### 한화 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	11,349	12,039	10,865	12,020	10,667	-6.0	-11.3	10,667	11,345	11,238
영업이익	-24	411	549	660	447	흑전	-32.3	394	277	579
영업이익률	-0.2	3.4	5.1	5.5	4.2			3.7	2.4	5.2
세전이익	-422	579	516	505	441	흑전	-12.7	388	225	529
(지배)순이익	-242	164	193	107	137	흑전	28.1	121	33	159

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김동양  
02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com

RA 김수연  
02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

한화 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

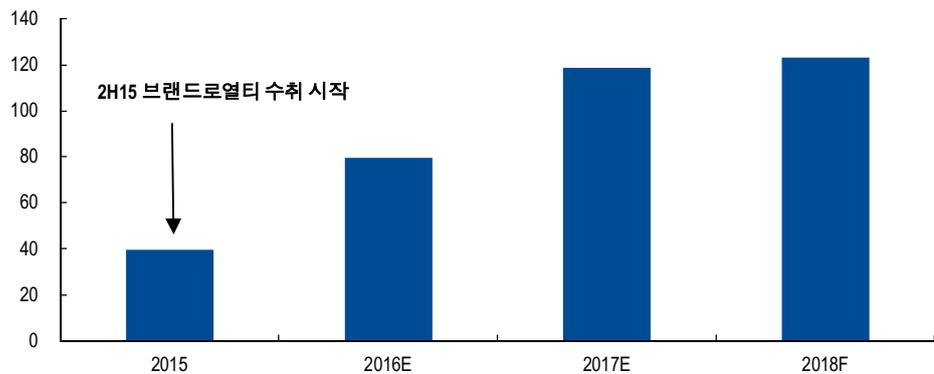
		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	41,376.3	45,590.8	44,997.4	46,759.0
	- 수정 전		45,590.8	44,820.2	46,576.5
	- 변동률		-0.0	0.4	0.4
영업이익	- 수정 후	758.5	2,065.8	2,201.2	2,509.9
	- 수정 전		2,012.8	2,285.7	2,546.7
	- 변동률		2.6	-3.7	-1.4
영업이익률(수정 후)		1.8	4.5	4.9	5.4
EBITDA		1,578.9	2,946.2	3,051.5	3,333.9
(지배지분)순이익		-285.0	600.3	588.3	686.1
EPS	- 수정 후	-3,805.7	7,839.4	7,679.6	8,984.3
	- 수정 전		7,630.3	8,011.6	9,135.4
	- 변동률		2.7	-4.1	-1.7
PER		N/A	4.5	4.8	4.1
PBR		0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA		14.0	8.2	7.9	7.3
ROE		-6.7	13.6	11.8	12.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

브랜드로열티 매출액 전망

(십억원)

브랜드로열티 매출액 인상



자료: NH 투자증권 리서치센터

## NAV 계산

구분	내역	
영업가치 (A, 십억원)	2017F EBITDA에 EV/EBITDA 7.5배 적용	2,169.9
투자자산가치 (B, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	5,483.5
- 한화케미칼	36.8%, 시장가 적용	1,563.1
- 한화생명	46.5%, 시장가 적용	2,611.4
- 한화테크윈	32.4%, 시장가 적용	829.4
- 한화호텔&리조트	50.6%, 장부가 적용	219.2
- 한화건설	100.0%, 장부가 적용	-50.4
- 한화테크엠	100.0%, 장부가 적용	25.1
- 한화큐셀코리아	41.0%, 장부가 적용	57.4
- 자사주	보통주 7.8%, 시장가 적용	215.8
- 기타	장부가 적용	228.4
유형자산가치 (C, 십억원)	투자부동산의 장부가	18.9
무형자산가치 (D, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC7.0%, 영구성장률1.0%)	1,178.8
<b>기업가치 (E=A+B+C+D, 십억원)</b>		<b>9,066.9</b>
순차입금 (F, 십억원)	이자성부채-현금자산(3Q16말 IFRS별도기준)	2,649.9
<b>NAV (G=E-F, 십억원)</b>		<b>6,417.0</b>
주식수 (H, 백만주)	보통주와 우선주 합계	97.9
<b>주당 NAV (I=G/H, 원)</b>		<b>65,539.8</b>
현재주가(원)		36,700
할인율(%)		44.0
<b>목표주가(원)</b>	<b>주당 NAV에 20%의 할인율 적용</b>	<b>51,000</b>

주: 1) 투자유가증권의 가치는 1월 6일 종가 기준임.

2) 투자자산가치 중 한화생명 지분 46.5%에는 한화의 100% 자회사 한화건설 보유지분 24.9% 포함. 한편, 한화건설의 가치는 한화건설의 장부가-한화건설이 인식한 한화생명 지분가치의 장부가.

3) 무형자산가치는 계열사 연결매출에 요율 30bp, 브랜드관리비용 30% 가정한 세후 현금흐름을 WACC 7%, terminal growth 1%로 현가화한 금액

4) 주식수는 10월 19일 상장된 우선주 주식수 반영

자료: NH투자증권 리서치센터 추정

한화 매출 및 영업이익 Breakdown

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
매출액(연결)	12,038.6	10,864.9	12,020.2	10,667.2	11,238.4	11,001.4	11,559.5	11,198.1	41,376.3	45,590.8	44,997.4
매출액(별도)	1,160.6	1,324.2	1,251.3	1,429.4	1,048.8	1,394.2	1,389.0	1,642.9	5,098.9	5,165.5	5,474.9
무역	611.8	760.3	701.9	683.8	617.9	767.9	708.9	690.6	2,865.0	2,757.8	2,785.3
제조	548.8	563.9	549.4	745.6	430.8	626.3	680.1	952.3	2,234.0	2,407.7	2,689.6
연결자회사	8,685.0	8,198.1	8,960.7	8,257.3	7,930.9	8,224.3	8,308.0	8,545.2	31,168.9	34,101.0	33,008.4
한화건설	588.2	643.9	604.0	694.7	647.0	708.3	664.4	764.2	2,976.5	2,530.8	2,783.9
한화케미칼	2,163.7	2,392.2	2,385.6	2,254.4	2,005.5	2,170.6	2,216.4	2,295.2	8,037.0	9,195.9	8,687.7
한화호텔&리조트	233.8	271.5	288.8	268.7	240.8	279.6	297.5	276.8	1,026.4	1,062.8	1,094.7
한화생명	4,653.0	3,666.0	4,391.1	3,519.3	3,596.7	3,596.7	3,596.7	3,596.7	16,940.9	16,229.4	14,386.8
한화테크윈	642.5	820.7	887.3	1,116.4	1,025.0	1,053.2	1,117.1	1,196.5	2,613.4	3,466.9	4,391.7
연결조정	2,193.0	1,342.6	1,808.2	980.5	2,258.8	1,382.9	1,862.5	1,009.9	5,108.5	6,324.3	6,514.0
영업이익(연결)	410.8	548.8	659.6	446.6	579.2	482.6	612.6	526.8	758.5	2,065.8	2,201.2
영업이익(별도)	62.0	65.4	45.8	61.4	44.5	49.6	70.4	125.0	165.9	234.6	289.5
무역	0.0	5.5	2.6	2.1	1.9	2.3	2.1	2.1	-20.0	10.2	8.4
제조	62.0	59.9	43.2	59.4	42.6	47.3	68.3	122.9	181.7	224.5	281.1
연결자회사	412.4	537.7	512.2	353.2	530.8	429.2	538.1	398.0	621.7	1,815.5	1,896.0
한화건설	36.6	51.2	30.6	34.7	38.8	-31.9	-29.9	45.9	-439.9	153.1	22.9
한화케미칼	142.8	293.6	204.8	224.0	240.3	258.0	271.2	250.8	337.0	865.2	1,020.3
한화호텔&리조트	-1.3	-10.7	21.7	-2.7	-1.3	-11.0	22.4	-2.8	16.9	7.0	7.2
한화생명	186.4	143.0	194.9	30.0	188.3	144.4	196.8	30.3	586.6	554.3	559.8
한화테크윈	31.7	44.5	44.0	51.0	48.1	53.0	61.0	57.2	-59.6	171.2	219.2
연결조정	-63.6	-54.3	101.6	32.0	3.9	3.9	4.0	3.9	-29.2	15.7	15.7

자료: NH 투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	41,376	45,591	44,997	46,759
증감률 (%)	10.5	10.2	-1.3	3.9
매출원가	38,428	42,399	41,848	43,486
매출총이익	2,949	3,191	3,150	3,273
Gross 마진 (%)	7.1	7.0	7.0	7.0
판매비와 일반관리비	2,190	1,126	949	763
영업이익	758	2,066	2,201	2,510
증감률 (%)	47.0	172.4	6.6	14.0
OP 마진 (%)	1.8	4.5	4.9	5.4
EBITDA	1,579	2,946	3,051	3,334
영업외손익	-583	-24	-200	-176
금융수익(비용)	-388	-344	-350	-326
기타영업외손익	-512	0	-50	-50
중속, 관계기업관련손익	316	320	200	200
세전계속사업이익	175	2,042	2,001	2,334
법인세비용	55	613	600	700
계속사업이익	121	1,429	1,401	1,634
당기순이익	121	1,429	1,401	1,634
증감률 (%)	흑전	1,085.9	-2.0	16.6
Net 마진 (%)	0.3	3.1	3.1	3.5
지배주주지분 순이익	-285	600	588	686
비지배주주지분 순이익	406	829	812	947
기타포괄이익	113	0	0	0
총포괄이익	233	1,429	1,401	1,634

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	N/A	4.5	4.8	4.1
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.6
PCR(배)	0.4	0.9	0.9	0.8
PSR(배)	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	14.0	8.2	7.9	7.3
EV/EBIT(배)	29.2	11.7	11.0	9.7
EPS(원)	-3,806	7,839	7,680	8,984
BPS(원)	55,072	48,010	53,466	59,921
SPS(원)	551,988	608,212	600,296	623,796
자기자본이익률(ROE, %)	-6.7	13.6	11.8	12.4
총자산이익률(ROA, %)	0.1	1.0	0.9	1.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	4.2	10.8	11.2	12.6
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.6	1.6
배당성장률(%)	-12.1	6.9	7.0	6.0
총현금배당금(십억원)	35	54	54	54
보통주 주당배당금(원)	500	600	600	600
순부채(현금)/자기자본(%)	70.9	71.9	60.6	51.1
총부채/ 자기자본(%)	967.2	913.0	836.7	762.8
이자발생부채	11,763	11,810	11,710	11,410
유동비율(%)	87.7	80.0	86.5	92.3
총발행주식수(백만)	75	98	98	98
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	38,328	35,050	36,700	36,700
시가총액(십억원)	2,965	3,014	3,145	3,145

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	1,182	58	842	1,284
매출채권	4,143	3,743	3,695	3,839
유동자산	11,223	10,147	10,811	11,611
유형자산	10,406	10,608	10,836	11,086
투자자산	2,769	3,269	3,569	4,069
비유동자산	15,477	16,330	16,830	17,556
자산총계	145,622	152,157	153,320	154,847
단기성부채	6,154	6,178	6,078	5,913
매입채무	2,118	2,284	2,254	2,342
유동부채	12,795	12,683	12,500	12,582
장기성부채	5,609	5,632	5,632	5,497
장기충당부채	1,321	1,321	1,321	1,321
비유동부채	10,278	10,300	10,300	10,166
부채총계	131,976	137,136	136,953	136,900
자본금	377	377	377	377
자본잉여금	522	522	522	522
이익잉여금	2,589	3,136	3,670	4,302
비지배주주지분	9,491	10,320	11,132	12,080
자본총계	13,646	15,021	16,367	17,947

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	9,621	2,120	2,426	2,476
당기순이익	121	1,429	1,401	1,634
+ 유/무형자산상각비	820	880	850	824
+ 중속, 관계기업관련손익	-316	-320	-200	-200
+ 외화환산손실(이익)	-537	-4	0	0
Gross Cash Flow	6,880	2,909	2,964	3,247
- 운전자본의증가(감소)	-351	-205	37	-111
투자활동 현금흐름	-8,958	-2,849	-1,081	-1,281
+ 유형자산 감소	125	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,462	-1,000	-1,000	-1,000
+ 투자자산의매각(취득)	-821	-180	-100	-300
Free Cash Flow	8,159	1,120	1,426	1,476
Net Cash Flow	662	-729	1,345	1,196
재무활동현금흐름	10	-396	-560	-753
자기자본 증가	117	0	0	0
부채증감	-107	-396	-560	-753
현금의증가	674	-2,187	784	442
기말현금 및 현금성자산	2,244	58	842	1,284
기말 순부채(순현금)	9,675	10,800	9,916	9,174

# 삼성물산 (028260.KS)

## 또다시 밴드 하단의 주가

건설부문 정상화로 4분기 실적 큰 이슈 없을 것. 삼성전자 인적분할 확정 시 시장 관심 사항은 다음 단계의 변화. 삼성물산은 삼성전자 지분가치 상승 향유하며, 삼성전자 지주회사 전환 이후 지배구조 개편 수혜주

### 건설부문 안정화에 따라 특별한 실적 이슈 없음

삼성물산의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 7조117억원(-3% y-y), 1,831억원(흑전 y-y)으로 시장 컨센서스 하회 추정

건설부문은 삼성전자 P프로젝트 매출 확대에 따른 수익성 개선 지속으로 전분기 수준 영업이익 유지 추정(1,463억원, 흑전 y-y). 식품서비스부문은 전분기 지급수수료 집중 영향 해소로 회복(337억원, 35% y-y), 레저부문은 계절성에 따라 축소(98억원, 17% y-y). 다만, 패션부문은 최성수기에도 불구하고, 브랜드 구조조정비용 발생에 따라 부진 추정(59억원, -63% y-y)

### 삼성전자 인적분할 확정 시 시장의 관심 사항은 '다음 단계'

2016년 하반기 이후, 삼성그룹 지배구조 개편에 대한 기대감 재상승으로 삼성물산 주가는 삼성전자 주가와 동반 상승했으나, 10월말을 기점으로 탄핵국면(삼성물산-제일모직 합병 이슈화), 삼성전자 컨퍼런스콜(11월 29일, "현 시점에서 삼성전지지주회사-삼성물산 합병 고려하고 있지 않음") 등을 거치며 상반된 움직임 보여왔음(삼성전자 신고가 vs. 삼성물산 주가 밴드 하단)

삼성전자의 지주회사 전환 검토가 마무리되고, 상반기 중 분할 비율과 일정이 확정되면, 시장의 관심은 (1)삼성전자 분할 후 주식교환에 따른 삼성전지지주회사 주주 구성, (2)이 과정에서 삼성생명, 삼성물산 등 주주사들과 연계한 변화 가능성, (3)상속이슈 등으로 전환될 전망

삼성물산은 삼성전자 지분(4.2%) 가치상승 향유하고, 삼성전자 지주회사 전환 이후 추가적인 지배구조 개편에 따라 수혜 입을 가능성 여전히 유효함. 또한, 삼성바이오로직스(43.4%) IPO(기업공개)이후 안정적 시장가치 형성 중이고, 하반기 삼성SDS 인적분할 이후 물류사업 인수 가능성도 기대

### 삼성물산 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E				1Q17F	
					예상치	y-y	q-q	기준추정		컨센서스
매출액	7,221	6,487	7,051	6,621	7,012	-2.9	5.9	7,007	7,552	6,291
영업이익	-76	-435	177	187	183	흑전	-1.8	197	211	132
영업이익률	-1.1	-6.7	2.5	2.8	2.6			2.8	2.8	2.1
세전이익	-131	-553	187	299	128	흑전	-57.3	141	168	107
(지배)순이익	-49	-450	155	169	21	흑전	-87.5	19	94	71

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

## Buy (유지)

목표주가 **240,000원 (유지)**

현재가 ('17/1/6) **129,000원**

업종	지주회사
KOSPI / KOSDAQ	2,049.12 / 643.68
시가총액(보통주)	24,470.0십억원
발행주식수(보통주)	189.7백만주
52주 최고가('16/10/07)	169,000원
최저가('16/06/02)	114,000원
평균거래대금(60일)	70,040백만원
배당수익률(2016E)	0.40%
외국인지분율	8.9%

주요주주	
이재용 외 13 인	39.4%
케이씨씨	9.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-21.3	4.0	-10.4
상대수익률 (%p)	-20.7	-0.8	-15.8

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	13,345	27,171	26,376	27,003
증감률	160.2	103.6	-2.9	2.4
영업이익	37	112	813	956
영업이익률	0.3	0.4	3.1	3.5
(지배)순이익	2,747	-105	569	692
EPS	17,915	-560	2,993	3,638
증감률	393.3	작전	흑전	21.5
PER	7.8	N/A	43.1	35.5
PBR	1.6	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	107.0	59.8	26.1	23.4
ROE	25.2	-0.6	3.2	3.8
부채비율	131.3	127.5	122.4	120.0
순차입금	5,491	4,865	5,015	5,024

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst **김동양**  
02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com

RA **김수연**  
02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

삼성물산 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	13,344.7	27,171.0	26,376.0	27,002.8
	- 수정 전		27,166.6	26,371.1	26,997.5
	- 변동률		0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	37.1	112.1	813.2	956.2
	- 수정 전		125.7	731.9	860.9
	- 변동률		-10.8	11.1	11.1
영업이익률(수정 후)		0.3	0.4	3.1	3.5
EBITDA		318.2	511.8	1,205.5	1,342.3
(지배지분)순이익		2,746.8	-105.4	568.9	691.6
EPS	- 수정 후	17,915.0	-560.1	2,993.0	3,637.8
	- 수정 전		-683.7	2,649.3	3,233.7
	- 변동률		18.1	13.0	12.5
PER		7.8	N/A	43.1	35.5
PBR		1.6	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA		107.0	59.8	26.1	23.4
ROE		25.2	-0.6	3.2	3.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

미래가치 현가화 NAV 계산

구분	내역	
<b>I. 舊제일모직</b>		
영업가치 (A, 십억원)	2020F EBITDA에 EV/EBITDA 10배 적용, 7%로 현가화	7,924.5
투자자산가치 (B, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	11,030.0
-삼성생명	19.3%, 시장가 적용	4,352.4
-삼성중공업	0.1%, 시장가 적용	3.0
-아이마켓코리아	0.5%, 시장가 적용	2.0
-삼성바이오로직스	39.3% 시장가 적용	4,093.4
-자사주	보통주 10.0%, 시장가 적용	2,455.4
-기타	비상장사는 장부가 적용	123.9
유형자산가치 (C, 십억원)	용인단지내 미개발토지(개발가능 44만평, 자연녹지 78만평)	1,051.6
무형자산가치 (D, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC7.0%, 영구성장률1.0%)- 상표권 양수비용	6,696.4
<b>II. 舊삼성물산</b>		
영업가치 (E, 십억원)	2020F EBITDA에 EV/EBITDA 10배 적용, 7%로 현가화	6,511.8
투자자산가치 (F, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	15,418.0
-삼성전자	4.1%, 시장가 적용	10,817.2
-삼성에스디에스	17.1%, 시장가 적용	1,883.3
-삼성바이오로직스	4.2% 시장가 적용	433.5
-삼성엔지니어링	7.0%, 시장가 적용	151.0
-아이마켓코리아	2.3%, 시장가 적용	9.6
-삼성증권	0.3%, 시장가 적용	3.4
-에스에너지	2.4%, 시장가 적용	2.1
-오공	4.7%, 시장가 적용	2.8
-자사주	보통주 3.8%, 우선주 9.8% 시장가 적용	942.0
-기타	비상장사는 장부가 적용	1,173.1
유형자산가치 (G, 십억원)	장부가 적용	75.8
<b>기업가치 (H=A+B+C+D+E+F+G, 십억원)</b>		<b>48,708.0</b>
순차입금 (I, 십억원)	이자성부채-현금자산(3Q16말, IFRS연결기준)	4,374.3
<b>NAV (J=H-I, 십억원)</b>		<b>44,333.8</b>
주식수 (K, 백만주)	보통주와 우선주 합계	191.3
<b>주당 NAV (L=J/K, 원)</b>		<b>231,729</b>
현재주가(원)		129,000
할인율(%)		44.3
<b>목표주가 (원)</b>	<b>주당 NAV에 0%의 할인율 적용</b>	<b>240,000</b>

주: 1) 투자유가증권의 가치는 1월 6일 종가 기준임.  
 2) 개발가능토지는 인근 대지와 임야의 평균 평당 거래가격(200만원), 자연녹지는 토지 장부가 평균 평당가격(21만원) 적용.  
 3) 무형자산가치는 계열사 연결매출에 요율 20bp, 브랜드관리비용 30%를 가정. 세후 현금흐름(WACC 7.0%, terminal growth 1%로 현가화한 금액)  
 - 상표권 양수비용(삼성물산의 2014년말 산업재산권 장부가(507억원)의 약 20배인 1조원)  
 자료: NH투자증권 리서치센터 추정

부문별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
Sales	6,487	7,051	6,622	7,011	6,291	6,839	6,430	6,816	30,029	27,171	26,376
y-y(%)	-12.1	-7.0	-15.6	-2.9	-3.0	-3.0	-2.9	-2.8	-10.6	-9.5	-2.9
건설	2,793	3,222	2,977	3,070	2,451	2,828	2,613	2,695	14,592	12,062	10,587
y-y(%)	-19.8	-15.3	-22.8	-11.0	-12.2	-12.2	-12.2	-12.2	-9.7	-17.3	-12.2
상사	2,605	2,687	2,543	2,631	2,631	2,714	2,568	2,657	11,479	10,466	10,571
y-y(%)	-12.3	-5.6	-17.0	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	-15.4	-8.8	1.0
패션	477	439	390	587	515	474	421	634	1,738	1,893	2,045
y-y(%)	3.0	10.6	13.4	10.0	8.0	8.0	8.0	8.0	-6.1	8.9	8.0
식품서비스	433	446	458	481	476	491	504	529	1,687	1,818	2,000
y-y(%)	9.1	7.1	6.0	9.0	10.0	10.0	10.0	10.0	7.5	7.8	10.0
레저	91	210	201	179	105	221	211	188	426	681	724
y-y(%)	37.7	74.9	56.8	60.0	15.0	5.0	5.0	5.0	-0.8	59.8	6.3
바이오로직스	88	47	53	63	113	113	113	113	68	251	450
y-y(%)			165.0	31.3	27.8	139.4	112.3	80.0		270.6	79.6
OP	-435	177	187	183	132	202	242	237	-133	112	813
mgn(%)	-6.7	2.5	2.8	2.6	2.1	2.9	3.8	3.5	-0.4	0.4	3.1
건설	-415	118	153	146	128	134	157	163	-279	2	583
mgn(%)	-14.9	3.7	5.1	4.8	5.2	4.7	6.0	6.1	-1.9	0.0	5.5
상사	2	11	13	12	2	12	14	13	81	38	42
mgn(%)	0.1	0.4	0.5	0.5	0.1	0.4	0.5	0.5	0.7	0.4	0.4
패션	7	1	-14	6	10	12	4	25	-9	-0	52
mgn(%)	1.5	0.2	-3.6	1.0	2.0	2.5	1.0	4.0	-0.5	-0.0	2.5
식품서비스	26	39	18	34	31	32	33	34	110	117	130
mgn(%)	6.0	8.7	3.9	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	6.5
레저	-30	21	42	10	-29	22	44	10	3	43	47
mgn(%)	-33.0	10.0	20.9	5.5	-28.0	10.0	20.9	5.5	0.6	6.3	6.5
바이오로직스	-25	-13	-25	-25	-10	-10	-10	-10	-26	-88	-40
mgn(%)	-28.4	-27.7	-47.2	-40.0	-8.9	-8.9	-8.9	-8.9	-37.7	-35.1	-8.9
EBITDA	-330	326	314	202	235	348	368	255	318	512	1,205
지배주주지분순이익	-450	155	169	21	71	141	181	176	2,747	-105	569

주: 1Q15~3Q15는 합병 전 제일모직-삼성물산 단순 합계 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	13,345	27,171	26,376	27,003
증감률 (%)	160.2	103.6	-2.9	2.4
매출원가	11,199	23,095	22,420	22,952
매출총이익	2,146	4,076	3,956	4,050
Gross 마진 (%)	16.1	15.0	15.0	15.0
판매비와 일반관리비	2,109	3,964	3,143	3,094
영업이익	37	112	813	956
증감률 (%)	-82.6	202.0	625.1	17.6
OP 마진 (%)	0.3	0.4	3.1	3.5
EBITDA	318	512	1,205	1,342
영업외손익	2,739	-52	-103	-93
금융수익(비용)	-53	-121	-126	-124
기타영업외손익	2,952	200	20	20
종속, 관계기업관련손익	-161	-131	3	11
세전계속사업이익	2,776	61	710	863
법인세비용	90	164	142	173
계속사업이익	2,686	-103	568	691
당기순이익	2,686	-103	568	691
증감률 (%)	490.2	적전	흑전	21.6
Net 마진 (%)	20.1	-0.4	2.2	2.6
지배주주지분 순이익	2,747	-105	569	692
비지배주주지분 순이익	-61	2	-1	-1
기타포괄이익	458	0	0	0
총포괄이익	3,144	-103	568	691

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	7.8	N/A	43.1	35.5
PBR(배)	1.6	1.4	1.4	1.3
PCR(배)	49.3	38.7	21.7	19.3
PSR(배)	1.6	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	107.0	59.8	26.1	23.4
EV/EBIT(배)	916.4	273.1	38.7	32.9
EPS(원)	17,915	-560	2,993	3,638
BPS(원)	86,253	90,493	92,820	95,573
SPS(원)	87,061	143,239	139,048	142,352
자기자본이익률(ROE, %)	25.2	-0.6	3.2	3.8
총자산이익률(ROA, %)	10.4	-0.2	1.3	1.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	58.1	-2.8	9.7	11.0
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.6	0.8
배당성장률(%)	3.0	-77.5	21.5	23.6
총현금배당금(십억원)	84	83	124	165
보통주 주당배당금(원)	500	500	750	1,000
순부채(현금)/자기자본(%)	30.0	25.4	25.6	25.0
총부채/ 자기자본(%)	131.3	127.5	122.4	120.0
이자발생부채	8,055	7,955	7,855	7,755
유동비율(%)	83.2	83.6	82.0	81.5
총발행주식수(백만)	191	191	191	191
액면가(원)	100	100	100	100
주가(원)	140,000	125,500	129,000	129,000
시가총액(십억원)	26,729	23,949	24,616	24,616

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	2,066	2,593	2,343	2,233
매출채권	4,011	4,943	4,798	4,912
유동자산	12,541	12,954	12,407	12,532
유형자산	5,098	5,298	5,506	5,720
투자자산	21,619	22,119	22,419	22,719
비유동자산	29,820	30,571	31,128	31,692
자산총계	42,361	43,525	43,535	44,224
단기성부채	4,112	4,084	4,056	4,028
매입채무	1,738	1,902	1,846	1,890
유동부채	15,074	15,496	15,134	15,370
장기성부채	3,943	3,871	3,799	3,726
장기총당부채	362	362	362	362
비유동부채	8,973	8,901	8,829	8,756
부채총계	24,047	24,397	23,963	24,126
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	10,040	11,039	11,039	11,039
이익잉여금	5,211	5,023	5,468	5,995
비지배주주지분	1,812	1,815	1,814	1,813
자본총계	18,314	19,128	19,572	20,098

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	-62	984	880	1,053
당기순이익	2,686	-103	568	691
+ 유/무형자산상각비	281	400	392	386
+ 종속, 관계기업관련손익	144	131	-3	-11
+ 외화환산손실(이익)	-13	-8	0	0
Gross Cash Flow	435	615	1,129	1,266
- 운전자본의증가(감소)	-212	564	-77	-13
투자활동 현금흐름	2,369	-1,273	-947	-939
+ 유형자산 감소	26	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-259	-600	-600	-600
+ 투자자산의매각(취득)	-16,368	-631	-297	-289
Free Cash Flow	-322	384	280	453
Net Cash Flow	2,306	-289	-67	114
재무활동 현금흐름	-527	815	-183	-224
자기자본 증가	9,470	999	0	0
부채증감	-9,997	-184	-183	-224
현금의증가	1,762	526	-249	-110
기말현금 및 현금성자산	2,066	2,593	2,343	2,233
기말 순부채(순현금)	5,491	4,865	5,015	5,024

LS (006260.KS)

## 동가격 반등과 계열사 상장 이벤트

Company Note | 2017. 1. 12

일회성이익으로 4분기 실적 시장 컨센서스 대폭 상회 추정. 일회성 비용 해소에 실적 정상화 진행 중. 동가격 반등, 계열사 견조한 성장, LS오토모티브 IPO 통한 가치부각 등으로 '실적 공백기' 이전 수준 주가 복귀 기대

### LS니꼬동제련 벌금 환급으로 시장 컨센서스 대폭 상회

LS의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 2조7,070억원, 11% y-y), 1,180억원(5% y-y)으로 시장 컨센서스 대폭 상회 추정

전분기 대비 동가격(11% q-q), 평균환율 (3% q-q) 대폭 상승으로 거시환경 긍정적. LS니꼬동제련은 금가격 하락(-9% q-q, 이상 분기평균 기준) 반전 따른 귀금속부문 약세에도, 2015년 3분기 기납부한 조세심판원 벌금 1,076억원 중 919억원 환급으로 영업이익 호조 추정(1,268억원, 99% y-y). LS전선은 시황약세 영향(113억원, -70% y-y)받았고, LS I&D는 구조조정비용 축소 및 북미 광통신사업 호조 따라 흑자기조 지속(146억원, 흑전 y-y). LS엠티론은 트랙터 비수기지만, 전지용 동박 비중확대, 연결자회사 성장 등으로 전분기대비 실적 개선 추정(199억원, 4% y-y)

### 동가격 반등과 계열사 상장 이벤트

LS는 2013년부터 지속된 계열사들의 일회성비용이 해소되면서, 2015년 4분기부터 분기 1,000억원 내외 영업이익으로 실적 정상화 진행 중. 여기에 전선 및 동제련 계열사 매출액에 영향을 미치는 동가격까지 반등하고 있어, LS엠티론 전자부품사업 강화, LS산전 신재생에너지 시장 확대 수혜와 함께 연결 영업이익의 견조한 성장 기대

또한, LS전선아시아에 이어, 상반기 또다른 손자회사 LS오토모티브(舊대성전기, 자동차용 스위치 및 릴레이 국내 점유율 1위) 상장 추진 따른 가치부각 기대. LS오토모티브는 2016년 3분기 누적 매출액 6,530억원(12% y-y), 영업이익 387억원(91% y-y), 순이익 216억원(132% y-y) 시현

안정적 실적 성장에 따른 적용할인율 하향(35%→30%)으로 목표주가를 72,000원에서 77,000원으로 상향 조정. 투자의견 Buy 유지

### LS 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	2,438	2,419	2,416	2,275	2,707	11.0	19.0	2,654	2,436	2,526
영업이익	112	132	108	89	118	5.4	32.6	129	106	143
영업이익률	4.6	5.5	4.5	3.9	4.4			4.9	4.4	5.6
세전이익	44	90	76	60	66	50.0	10.0	50	64	96
(지배)순이익	8	69	45	23	61	662.5	165.2	35	42	70

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

## Buy (유지)

목표주가 77,000원 (상향)

현재가 ('17/1/6) 62,400원

업종	지주회사
KOSPI / KOSDAQ	2049.12 / 643.68
시가총액(보통주)	2,009.3십억원
발행주식수(보통주)	32.2백만주
52주 최고가('16/12/06)	64,400원
최저가('16/01/20)	33,650원
평균거래대금(60일)	7,030백만원
배당수익률(2016E)	2.11%
외국인지분율	20.8%

주요주주	
구자열 외 40 인	33.4%
국민연금	12.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	7.6	12.4	54.5
상대수익률 (%)p	8.4	7.2	45.1

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	10,000	9,817	10,387	11,464
증감률	-8.1	-1.8	5.8	10.4
영업이익	314	447	464	563
영업이익률	3.1	4.6	4.5	4.9
(지배지분)순이익	-99	199	189	222
EPS	-3,064	6,172	5,881	6,907
증감률	적전	후전	-4.7	17.4
PER	N/A	9.6	10.6	9.0
PBR	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.8	8.0	8.0	7.3
ROE	-4.2	8.3	7.4	8.2
부채비율	234.6	220.3	209.4	200.1
순차입금	3,822	3,712	3,693	3,789

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김동양

02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com

RA 김수연

02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

**LS 실적 전망 (IFRS 연결)**

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	9,999.7	9,816.7	10,387.3	11,463.9
	- 수정 전	-	10,093.1	10,745.6	11,487.5
	- 변동률	-	-2.7	-3.3	-0.2
영업이익	- 수정 후	314.3	447.1	464.4	563.0
	- 수정 전	-	430.4	466.9	560.3
	- 변동률	-	3.9	-0.5	0.5
영업이익률(수정 후)		3.1	4.6	4.5	4.9
EBITDA		659.0	792.1	802.5	895.0
(지배지분)순이익		-98.7	198.7	189.4	222.4
EPS	- 수정 후	-3,063.9	6,171.5	5,881.5	6,907.0
	- 수정 전	-	5,799.6	5,891.8	6,821.0
	- 변동률	-	6.4	-0.2	1.3
PER		N/A	9.6	10.6	9.0
PBR		0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA		8.8	8.0	8.0	7.3
ROE		-4.2	8.3	7.4	8.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

**NAV 계산**

구분	내역	
투자자산가치(A, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	3,468.0
-LS산전	46.0%, 시장가 적용	541.7
-LS전선	89.2%, 장부가 적용(EV/EBITDA 11.3배)	561.3
-LS아이앤디	90.5%, 장부가 적용(EV/EBITDA 11.2배)	288.7
-LS엠트론	100.0%, 장부가 적용(EV/EBITDA 6.4배)	655.6
-LS니꼬동제련	50.1%, 장부가 적용(EV/EBITDA 9.9배)	945.6
-LS글로벌인코퍼레이티드	100.0%, 장부가 적용(EV/EBITDA 38.3배)	30.9
-Cyprus Investments RPS	상환우선주	167.6
-자사주	보통주 13.8%, 시장가 적용	276.6
무형자산가치(B, 십억원)	브랜드로열티 및 별도 사업수입에 대한 DCF (WACC9.0%, 영구성장률1.0%)	360.4
<b>EV(C=A+B, 십억원)</b>		<b>3,828.4</b>
순차입금(D, 십억원)	이자성부채-현금자산(3Q16말 IFRS별도기준)	256.4
<b>NAV(E=C-D, 십억원)</b>		<b>3,572.0</b>
주식수(F, 백만주)	보통주	32.2
<b>주당NAV(G=E/F, 원)</b>		<b>110,932</b>
현재주가(원)		62,400
할인율(%)		43.7%
<b>목표주가(원)</b>	<b>주당NAV에 30%의 할인율 적용</b>	<b>77,000</b>

주: 1) 투자유가증권의 가치는 1월 6일 종가 기준임.

2) 무형자산가치는 계열사 연결매출에 요율 20bp, 브랜드관리비용 10% 가정한 세후 현금흐름을 WACC 9%, terminal growth 1%로 현재화한 금액

자료: NH투자증권 리서치센터 추정

LS 와 주요계열사 실적전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
<b>매출액</b>											
LS	2,418.5	2,416.3	2,275.0	2,706.8	2,525.6	2,551.0	2,472.0	2,838.7	9,999.7	9,816.7	10,387.3
y-y	-4.2	-5.5	-8.3	11.0	4.4	5.6	8.7	4.9	-8.1	-1.8	5.8
연결자회사매출액	2,618.6	2,641.5	2,439.8	2,943.2	2,731.3	2,800.6	2,713.0	3,122.2	10,875.9	10,643.1	11,367.0
y-y	-3.9	-6.1	-9.2	11.0	4.3	6.0	11.2	6.1	-4.8	-2.1	6.8
지분법이익(LS니꼬동제련)	21.4	16.8	28.3	49.6	19.1	21.2	21.5	20.1	28.8	116.1	81.9
y-y	33.0	N/A	N/A	290.0	-10.8	26.3	-24.1	-59.4	-49.5	303.1	-29.5
별도매출액	30.0	29.0	8.1	8.3	48.4	9.3	8.8	8.6	136.1	75.5	75.1
y-y	-49.7	138.3	-3.0	-85.1	61.0	-68.0	8.7	3.8	39.1	-44.6	-0.6
연결조정	-251.5	-271.0	-201.2	-294.3	-273.1	-280.1	-271.3	-312.2	-1,041.1	-1,018.0	-1,136.7
y-y	-8.4	0.6	-6.3	4.2	8.6	3.3	34.8	6.1	50.6	-2.2	11.7
<b>LS 전선</b>											
LS 전선	808.6	788.6	745.7	941.7	819.5	936.4	900.6	1,038.3	3,512.7	3,284.7	3,694.8
y-y	-17.0	-9.8	-13.5	17.5	1.4	18.7	20.8	10.3	-12.9	-6.5	12.5
<b>LS I&amp;D</b>											
LS I&D	542.0	579.5	511.3	534.2	592.4	531.9	567.7	563.1	2,274.7	2,167.1	2,255.1
y-y	-4.0	-4.3	-10.7	0.4	9.3	-8.2	11.0	5.4	-7.4	-4.7	4.1
<b>LS 산전</b>											
LS 산전	500.8	525.5	523.9	575.1	521.8	554.3	558.9	594.1	2,201.7	2,125.3	2,229.1
y-y	3.0	-5.0	-8.8	-2.2	4.2	5.5	6.7	3.3	-3.9	-3.5	4.9
<b>LS 엠트론</b>											
LS 엠트론	544.0	536.6	473.5	522.3	567.6	560.4	494.9	545.9	1,926.0	2,076.4	2,168.8
y-y	14.7	7.0	4.9	4.7	4.3	4.4	4.5	4.5	2.6	7.8	4.4
<b>LS 니꼬동제련</b>											
LS 니꼬동제련	1,580.1	1,799.7	1,799.5	1,752.4	1,655.2	1,873.9	1,869.7	1,756.1	6,743.2	6,931.7	7,155.0
y-y	0.8	-2.7	6.3	7.2	4.8	4.1	3.9	0.2	-5.1	2.8	3.2
<b>영업이익</b>											
LS	132.3	107.8	88.5	118.4	142.7	106.2	108.6	107.0	314.3	447.1	464.4
mgn	5.5	4.5	3.9	4.4	5.6	4.2	4.4	3.8	3.1	4.6	4.5
연결자회사영업이익	107.5	91.2	59.6	80.2	99.6	100.9	102.6	105.2	287.8	338.5	408.3
mgn	4.1	3.5	2.4	2.7	3.6	3.6	3.8	3.4	2.6	3.2	3.6
지분법이익(LS니꼬동제련)	21.4	16.8	28.3	49.6	19.1	21.2	21.5	20.1	-42.8	116.1	81.9
mgn	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	-148.5	100.0	100.0
별도영업이익	23.4	23.7	3.2	3.3	43.1	3.7	3.5	3.4	107.4	53.6	53.7
mgn	77.8	81.5	40.0	40.0	89.0	40.0	40.0	40.0	78.9	71.0	71.6
연결조정	-20.0	-23.9	-2.6	-14.7	-19.1	-19.6	-19.0	-21.9	-38.1	-61.2	-79.6
mgn	7.9	8.8	1.3	5.0	7.0	7.0	7.0	7.0	3.7	6.0	7.0
<b>LS 전선 mgn</b>											
LS 전선	28.7	17.2	4.5	11.3	13.1	12.3	20.4	19.2	115.9	61.8	65.0
mgn	3.5	2.2	0.6	1.2	1.6	1.3	2.3	1.9	3.3	1.9	1.8
<b>LS I&amp;D mgn</b>											
LS I&D	-0.7	12.8	15.5	14.6	15.5	16.7	17.3	15.5	-45.2	42.3	65.1
mgn	-0.1	2.2	3.0	2.7	2.6	3.1	3.0	2.8	-2.0	2.0	2.9
<b>LS 산전 mgn</b>											
LS 산전	34.9	31.9	30.1	29.4	33.5	40.5	42.6	41.4	154.4	126.3	158.0
mgn	7.0	6.1	5.7	5.1	6.4	7.3	7.6	7.0	7.0	5.9	7.1
<b>LS 엠트론 mgn</b>											
LS 엠트론	41.2	28.1	9.1	19.9	34.1	30.0	21.9	24.0	53.7	98.3	110.0
mgn	7.6	5.2	1.9	3.8	6.0	5.4	4.4	4.4	2.8	4.7	5.1
<b>LS 니꼬동제련 mgn</b>											
LS 니꼬동제련	44.0	56.3	46.3	126.8	50.6	55.9	56.6	53.2	123.9	273.4	216.4
mgn	2.8	3.1	2.6	7.2	3.1	3.0	3.0	3.0	1.8	3.9	3.0

자료: NH 투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	10,000	9,817	10,387	11,464
증감률 (%)	-8.1	-1.8	5.8	10.4
매출원가	8,652	8,442	8,933	9,859
매출총이익	1,348	1,374	1,454	1,605
Gross 마진 (%)	13.5	14.0	14.0	14.0
판매비와 일반관리비	1,034	927	990	1,042
영업이익	314	447	464.4	563.0
증감률 (%)	-1.7	42.2	3.9	21.2
OP 마진 (%)	3.1	4.6	4.5	4.9
EBITDA	659	792	802	895
영업외손익	-297	-155	-186	-236
금융수익(비용)	-137	-135	-136	-136
기타영업외손익	-118	-20	-50	-100
종속, 관계기업관련손익	-42	0	0	0
세전계속사업이익	17	292	279	327
법인세비용	55	58	56	65
계속사업이익	-38	234	223	262
당기순이익	-73	234	223	262
증감률 (%)	적전	흑전	-4.7	17.4
Net 마진 (%)	-0.7	2.4	2.1	2.3
지배주주지분 순이익	-99	199	189.4	222
비지배주주지분 순이익	25	35	33	39
기타포괄이익	-3	0	0	0
총포괄이익	-76	234	223	262

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	N/A	9.6	10.6	9.0
PBR(배)	0.6	0.8	0.8	0.7
PCR(배)	1.7	2.8	3.0	2.8
PSR(배)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	8.8	8.0	8.0	7.3
EV/EBIT(배)	18.4	14.1	13.8	11.6
EPS(원)	-3,064	6,172	5,881	6,907
BPS(원)	71,509	76,603	81,406	87,236
SPS(원)	310,551	304,865	322,587	356,021
자기자본이익률(ROE, %)	-4.2	8.3	7.4	8.2
총자산이익률(ROA, %)	-0.7	2.3	2.2	2.5
투자자본이익률 (ROIC, %)	-11.8	5.5	5.9	7.0
배당수익률(%)	3.1	2.1	2.0	2.0
배당성장(%)	-35.2	17.5	18.3	15.6
총현금배당금(십억원)	35	35	35	35
보통주 주당배당금(원)	1,250	1,250	1,250	1,250
순부채(현금)/자기자본(%)	129.4	117.8	110.5	106.2
총부채/ 자기자본(%)	234.6	220.3	209.4	200.1
이자발생부채	4,814	4,766	4,716	4,666
유동비율(%)	132.4	137.7	141.7	145.5
총발행주식수(백만)	32	32	32	32
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	40,350	59,300	62,400	62,400
시가총액(십억원)	1,299	1,909	2,009	2,009

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	691	751	720	574
매출채권	2,200	2,164	2,290	2,527
유동자산	5,330	5,563	5,801	6,163
유형자산	2,583	2,536	2,495	2,459
투자자산	923	973	1,023	1,073
비유동자산	4,552	4,533	4,535	4,543
자산총계	9,881	10,097	10,337	10,706
단기성부채	2,291	2,241	2,191	2,141
매입채무	864	967	1,023	1,129
유동부채	4,027	4,042	4,093	4,236
장기성부채	2,524	2,525	2,525	2,525
장기충당부채	185	185	185	185
비유동부채	2,901	2,902	2,902	2,902
부채총계	6,928	6,944	6,996	7,138
자본금	161	161	161	161
자본잉여금	230	230	230	230
이익잉여금	1,992	2,156	2,311	2,499
비지배주주지분	651	686	719	759
자본총계	2,954	3,153	3,341	3,568

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	464	466	394	279
당기순이익	-73	234	223	262
+ 유/무형자산상각비	345	345	338	332
+ 종속, 관계기업관련손익	32	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	19	-3	0	0
Gross Cash Flow	748	687	667	710
- 운전자본의증가(감소)	-142	-110	-167	-315
투자활동 현금흐름	-343	-323	-340	-340
+ 유형자산 감소	31	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-253	-250	-250	-250
+ 투자자산의매각(취득)	78	-50	-50	-50
Free Cash Flow	211	216	144	29
Net Cash Flow	121	143	54	-61
재무활동현금흐름	-139	-84	-85	-85
자기자본 증가	13	0	0	0
부채증감	-152	-84	-85	-85
현금의증가	-15	59	-31	-146
기말현금 및 현금성자산	691	751	720	574
기말 순부채(순현금)	3,822	3,712	3,693	3,789

GS (078930.KS)

# 민자발전사업 실적 기여 본격화

Company Note | 2017. 1. 12

4분기 시장 컨센서스 충족 추정. 2017년부터 민자발전 계열사 실적기여 본격화되면서 지주회사 GS의 안정적 실적 성장 기대

## 시장 컨센서스 충족 추정

GS의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 3조2,481억원(5% y-y), 4,388억원 (19% y-y)으로 시장 컨센서스 충족한 것으로 추정

이익기여도가 가장 큰 GS에너지의 자회사 GS칼텍스는 유가상승, 환율상승, 정제마진 개선 등으로 전분기 대비 영업이익 강세 시현 추정(5,627억원, 9% y-y). GS EPS는 SMP<sup>주1)</sup> 반등 시작(78원/kWh, 12% q-q), REC<sup>주2)</sup> 판매가격 강세 지속(161,356원/REC, 17% q-q), 10월 CP<sup>주3)</sup> 인상 효과(7.46원/kWh에서 2.5원내외) 등으로 영업이익 187억원 시현 추정(-16% y-y)

## 업황개선+신규발전소= 2017년부터 민자발전 계열사 실적기여 본격화

SMP 반등(유가에 약 2분기 후행, 6월 65원/kWh→12월 87원/kWh)과 CP 인상은 민자발전사업 업황 개선에 긍정적. REC 가격 급등(2015년 12월 96,229원/REC→2016년 12월 168,031원/REC)도 GS EPS 바이오매스발전소(105MW) 잔여 REC 판매에 기회요인(단, RPS<sup>주4)</sup> 상승에 따라, 잔여 REC 판매는 2019년까지만 유효할 전망)

여기에 2월 GS E&R 북평석탄화력발전소(1.19GW, 낮은 발전원가), 7월 GS EPS 당진4호 LNG복합화력발전소(903MW, LNG 직도입) 상업생산 통한 실적기여 확대 전망. 민자발전계열사 연결영업이익은 2016년 972억원(기여도 6%)에서 2017년 3,031억원(18%)으로 대폭 증가하며 지주회사 GS 영업이익 성장과 변동성 축소에 기여할 것으로 기대

- 주1) SMP: 계통한계가격, 한전이 민간발전사들의 생산전력을 사들이는 기준 가격
- 주2) REC(Renewable Energy Certificate): 신재생에너지 생산시설에서 전력을 생산한 발전사업자에게 에너지공단에서 발급하는 인증서로 현물시장에서 거래됨.
- 주3) CP: 용량요금, 신규투자 유도 위해 발전여부와 무관하게 지불되는 가격
- 주4) RPS(Renewable Energy Portfolio Standards): 신재생에너지 의무 할당제. 전력 생산량의 일정%

## GS 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	3,109	3,093	3,349	3,314	3,248	4.5	-2.0	3,255	3,447	3,372
영업이익	369	324	505	413	439	18.8	6.1	395	438	320
영업이익률	11.9	10.5	15.1	12.5	13.5			12.1	12.7	9.5
세전이익	125	283	465	374	196	56.2	-47.6	312	241	242
(지배)순이익	65	152	260	159	304	369.7	91.4	260	174	134

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

## Buy (유지)

목표주가	71,000원 (유지)			
현재가 ('17/1/6)	53,800원			
업종	지주회사			
KOSPI / KOSDAQ	2,049.12 / 643.68			
시가총액(보통주)	4,998.8십억원			
발행주식수(보통주)	92.9백만주			
52주 최고가('16/04/15)	59,900원			
최저가('15/01/07)	46,950원			
평균거래대금(60일)	8,676백만원			
배당수익률(2016E)	3.33%			
외국인지분율	18.4%			
주요주주				
허창수 외 49 인	45.1%			
국민연금	9.1%			
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	4.5	14.2	13.0	
상대수익률 (%p)	5.3	8.9	6.2	
	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	12,301	13,003	14,769	16,412
증감률	13.2	5.7	13.6	11.1
영업이익	1,582	1,682	1,711	1,948
영업이익률	12.9	12.9	11.6	11.9
(지배지분)순이익	492	876	888	1,038
EPS	5,268	9,399	9,528	11,141
증감률	흑전	78.4	1.4	16.9
PER	9.6	5.8	5.6	4.8
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.0	7.5	7.2	6.4
ROE	8.1	13.1	12.0	12.7
부채비율	134.9	124.3	115.6	106.4
순차입금	7,678	6,998	6,767	6,662

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망



**Analyst 김동양**  
 02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com  
**RA 김수연**  
 02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

## GS 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	12,301.2	13,003.5	14,768.7	16,412.5
	- 수정 전		13,300.9	15,477.5	16,683.0
	- 변동률		-2.2	-4.6	-1.6
영업이익	- 수정 후	1,581.8	1,681.6	1,711.3	1,948.4
	- 수정 전		1,428.4	1,753.2	1,872.4
	- 변동률		17.7	-2.4	4.1
영업이익률(수정 후)		12.9	12.9	11.6	11.9
EBITDA		1,581.8	1,849.6	1,895.9	2,148.8
(지배지분)순이익		492.2	876.0	887.8	1,037.8
EPS	- 수정 후	5,267.6	9,398.6	9,527.7	11,140.6
	- 수정 전	-	7,521.4	9,699.2	10,464.3
	- 변동률	-	25.0	-1.8	6.5
PER		9.6	5.8	5.6	4.8
PBR		0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA		9.0	7.5	7.2	6.4
ROE		8.1	13.1	12.0	12.7

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## NAV 계산

구분	내역	
투자자산가치 (A, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	7,306.8
-GS칼텍스	50.0%(GS에너지 보유 지분), 2017F EV/EBITDA 5.0배 적용	3,520.8
-GS리테일	65.8%, 시장가 적용	2,440.3
-GS EPS	70.0%, 장부가 적용	293.7
-GS E&R	64.4%, 장부가 적용	565.7
-기타	상장사는 시장가, 비상장사는 50% 초과지분은 EV/EBITDA 6배 적용, 50%이하 지분은 장부가 적용	485.1
-자사주	보통주 0.02%, 우선주 0.29%, 시장가 적용	1.2
유형자산가치 (B, 십억원)	임대수입에 대한 DCF(WACC9.2%, 영구성장률3.5%)	646.3
무형자산가치 (C, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC9.2%, 영구성장률3.5%)	585.8
<b>기업가치 (D=A+B+C, 십억원)</b>		<b>8,538.9</b>
순차입금 (E, 십억원)	이자성부채-현금자산(3Q16말, IFRS별도기준)	889.8
<b>NAV (F=D-E, 십억원)</b>		<b>7,649.2</b>
주식수 (G, 백만주)	보통주와 우선주 합계	94.7
<b>주당 NAV (H=F/G, 원)</b>		<b>80,772</b>
현재주가(원)		53,800
할인율(%)		33.4
<b>목표주가 (원)</b>	<b>주당 NAV에 15%의 할인율 적용</b>	<b>71,000</b>

주: 투자유가증권의 가치는 1월 6일 종가 기준임.

자료: NH투자증권 리서치센터 추정

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	12,301	13,003	14,769	16,412
증감률 (%)	13.2	5.7	13.6	11.1
매출원가	9,421	10,663	12,110	13,458
매출총이익	2,880	2,341	2,658	2,954
Gross 마진 (%)	23.4	18.0	18.0	18.0
판매비와 일반관리비	1,298	659	947	1,006
영업이익	1,582	1,682	1,711	1,948
증감률 (%)	흑전	6.3	1.8	13.9
OP 마진 (%)	12.9	12.9	11.6	11.9
EBITDA	1,582	1,850	1,896	2,149
영업외손익	-353	-364	-376	-388
금융수익(비용)	-174	-321	-298	-293
기타영업외손익	-179	-43	-78	-95
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,229	1,317	1,335	1,561
법인세비용	720	395	400	468
계속사업이익	509	922	934	1,092
당기순이익	509	922	934	1,092
증감률 (%)	흑전	81.1	1.3	16.9
Net 마진 (%)	4.1	7.1	6.3	6.7
지배주주지분 순이익	492	876	888	1,038
비지배주주지분 순이익	17	46	47	55
기타포괄이익	55	0	0	0
총포괄이익	565	922	934	1,092

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	9.6	5.8	5.6	4.8
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR(배)	3.1	2.8	2.8	2.5
PSR(배)	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	9.0	7.5	7.2	6.4
EV/EBIT(배)	9.0	8.3	8.0	7.0
EPS(원)	5,268	9,399	9,528	11,141
BPS(원)	66,746	74,202	81,588	90,557
SPS(원)	132,391	139,950	158,947	176,639
자기자본이익률(ROE, %)	8.1	13.1	12.0	12.7
총자산이익률(ROA, %)	3.0	4.7	4.6	5.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	14.2	15.1	14.6	16.0
배당수익률(%)	3.0	3.3	3.7	3.7
배당성장률(%)	28.3	19.1	20.9	17.9
총현금배당금(십억원)	142	170	188	188
보통주 주당배당금(원)	1,500	1,800	2,000	2,000
순부채(현금)/자기자본(%)	94.8	79.1	70.5	63.4
총부채/ 자기자본(%)	134.9	124.3	115.6	106.4
이자발생부채	8,444	8,344	8,244	8,144
유동비율(%)	82.4	107.3	111.7	111.3
총발행주식수(백만)	95	95	95	95
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	50,700	54,100	53,800	53,800
시가총액(십억원)	4,771	5,088	5,059	5,059

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	507	1,086	1,218	1,223
매출채권	723	774	879	977
유동자산	1,946	2,714	3,041	3,229
유형자산	6,944	7,276	7,592	7,891
투자자산	5,635	5,832	6,032	6,532
비유동자산	17,077	17,133	17,648	18,448
자산총계	19,023	19,847	20,690	21,677
단기성부채	1,067	1,063	1,058	1,054
매입채무	677	798	906	1,007
유동부채	2,362	2,530	2,722	2,900
장기성부채	7,377	7,281	7,186	7,090
장기충당부채	127	127	127	127
비유동부채	8,563	8,467	8,372	8,276
부채총계	10,925	10,997	11,093	11,177
자본금	474	474	474	474
자본잉여금	1,280	1,280	1,280	1,280
이익잉여금	7,693	8,399	9,098	9,948
비지배주주지분	1,777	1,823	1,870	1,924
자본총계	8,098	8,850	9,596	10,500

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	653	1,052	1,110	1,301
당기순이익	509	922	934	1,092
+ 유/무형자산상각비	0	168	185	200
+ 종속, 관계기업관련손익	-516	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-2	0	0
Gross Cash Flow	1,514	1,782	1,803	2,038
- 운전자본의증가(감소)	-76	-44	-17	1
투자활동 현금흐름	-2,944	-230	-708	-1,008
+ 유형자산 감소	21	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,777	-500	-500	-500
+ 투자자산의매각(취득)	-445	-197	-200	-500
Free Cash Flow	-1,124	552	610	801
Net Cash Flow	-2,291	822	402	293
재무활동현금흐름	2,204	-242	-270	-288
자기자본 증가	-15	0	0	0
부채증감	2,219	-242	-270	-288
현금의증가	-73	580	132	5
기말현금 및 현금성자산	507	1,086	1,218	1,223
기말 순부채(순현금)	7,678	6,998	6,767	6,662

# 두산 (000150.KS)

## 신사업이 주도하는 자체사업 성장

Company Note | 2017. 1. 12

4분기 자체 실적 개선폭 예상 하회 추정. 연료전지가 주도하는 자체사업 성장, 재무구조 개선, 주당배당금 확대, 자사주 소각계획 고려하면, NAV 대비 46% 할인된 현 주가 밸류에이션 매력적

### 4분기 자체실적 성장세 회복했으나, 신사업 실적개선 폭 예상 하회 추정

두산의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 5조1,368억원(4% y-y), 2,996억원(흑전 y-y)으로 영업이익 시장 컨센서스를 상회한 것으로 추정

자체사업(해외법인 포함) 영업이익 463억원(25%, y-y)으로 예상 하회 추정. 비수기임에도 전자(141억원, 64% y-y), 산업차량(111억원, 16% y-y)은 성장세 보였고, 모트룰도 중국 굴삭기시장 회복으로 개선되었으나(38억원, 흑전 y-y), 면세 손실 지속(-95억원), 연료전지 수주 지연에 따른 매출화 지연(197억원, 54% y-y) 등 신사업은 부진

### 신사업이 주도하는 2017년 자체사업 성장

두산의 2017년 자체사업 영업이익은 39% 성장한 2,076억원으로 전망되며, 이익 성장의 대부분은 연료전지 고성장, 면세손실 축소 등 신사업이 기여할 것으로 기대. 연료전지는 수주 파이프라인(1.8조원)의 계약지연 2016년말부터 순차적으로 해소 중. 특히, 매출액의 과반을 차지하는 국내시장은 REC<sup>주</sup> 가격 급등(2015년 12월 96,229원/REC→2016년 12월 168,031원/REC)으로 신재생에너지 발전 수요 확대 예상. 한편, 면세는 일매출액 10억원 내외로 성장 진행 중. 점진적 손실 축소 기대

적용 할인율 조정(15%→25%)으로 목표주가 168,000원에서 147,000으로 하향 조정. 투자 의견 Buy 유지. 이익 성장 따른 주당배당금 확대(2016년말 5,100원, 배당수익률 5%, 배당소득증대세제 특례적용), 자사주 소각(2016년부터 3년간 합계 15%) 등 주주가치 제고 기대

주) REC(Renewable Energy Certificate): 신재생에너지 생산시설에서 전력을 생산한 발전사업자에게 에너지공단에서 발급하는 인증서로 현물시장에서 거래됨.

### 두산 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준조정	컨센서스	
매출액	4,947	3,889	4,071	3,648	5,137	3.8	40.8	5,514	5,354	4,417
영업이익	-343	259	299	187	300	흑전	60.2	310	277	299
영업이익률	-6.9	6.7	7.3	5.1	5.8			5.6	5.2	6.8
세전이익	-1,217	333	74	73	115	흑전	58.9	65	73	58
(지배)순이익	-327	184	61	53	116	흑전	118.6	87	57	30

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

### Buy (유지)

목표주가 147,000원 (하향)

현재가 ('17/1/6) 106,500원

업종	지회회사
KOSPI / KOSDAQ	2,049.12 / 643.68
시가총액(보통주)	2,152.0십억원
발행주식수(보통주)	20.2백만주
52주 최고가('15/11/12)	119,500원
최저가('16/01/20)	70,200원
평균거래대금(60일)	5,234백만원
배당수익률(2016)	4.86%
외국인지분율	7.1%

주요주주	
박용근 외 30인	46.4%
국민연금	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	0.5	14.9	28.5
상대수익률 (%p)	1.3	9.5	20.7

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	18,960	16,745	18,804	20,824
증감률	-6.7	-11.7	12.3	10.7
영업이익	265	1,045	1,248	1,353
영업이익률	1.4	6.2	6.6	6.5
(지배)순이익	-391	414	160	186
EPS	-19,413	18,347	6,567	7,751
증감률	적전	흑전	-64.2	18.0
PER	N/A	5.7	16.2	13.7
PBR	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	19.4	10.5	9.6	9.4
ROE	-14.3	15.3	5.6	6.4
부채비율	276.0	249.9	253.2	255.5
순차입금	10,529	9,184	9,189	9,202

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김동양

02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com

RA 김수연

02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

두산 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	18,960	16,745	18,804	20,824
	- 수정 전		17,122	19,346	20,749
	- 변동률		-2.2	-2.8	0.4
영업이익	- 수정 후	265	1,045	1,248	1,353
	- 수정 전		1,055	1,255	1,353
	- 변동률		-1.0	-0.6	0.0
영업이익률(수정 후)		1.4	6.2	6.6	6.5
EBITDA		953	1,694	1,847	1,907
(지배지분)순이익		-391	414	160	186
EPS	- 수정 후	-19,413	18,347	6,567	7,751
	- 수정 전		17,329	5,106	6,111
	- 변동률		5.9	28.6	26.8
PER		N/A	5.7	16.2	13.7
PBR		0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA		19.4	10.5	9.6	9.4
ROE		-14.3	15.3	5.6	6.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

NAV 계산

구분	내역	
영업가치 (A, 십억원)	2017F EBITDA에 EV/EBITDA 11배 적용	2,961.1
투자자산가치 (B, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	1,920.2
- 두산중공업	41.4%, 시장가 적용	1,274.4
- 자사주	보통주 17.3%, 우선주 12.5%, 시장가 적용	378.4
- 기타	상장사는 시장가, 비상장사는 장부가 적용	267.4
유형자산가치 (C, 십억원)	부동산 장부가 및 자회사 두산타워의 순자산가	320.6
무형자산가치 (D, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC10.3%, 영구성장률3.5%)	371.4
<b>기업가치 (E=A+B+C+D, 십억원)</b>		<b>5,573.3</b>
순차입금 (F, 십억원)	이자성부채-현금자산(3Q16말, IFRS별도기준)	969.9
<b>NAV (G=E-F, 십억원)</b>		<b>4,603.4</b>
주식수 (H, 백만주)	보통주와 우선주 합계, 보통주 자사주 15% 소각 가정	23.5
<b>주당 NAV (I=G/H, 원)</b>		<b>196,081</b>
현재주가(원)		106,500
할인율(%)		45.7
<b>목표주가 (원)</b>	<b>주당 NAV에 25%의 할인율 적용</b>	<b>147,000</b>

주: 투자유가증권의 가치는 1월 6일 종가 기준임.  
 자료: NH투자증권 리서치센터 추정

두산 자체사업부 매출 및 영업이익 Breakdown

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
매출액	492.3	595.4	545.2	670.9	685.7	754.2	733.4	800.0	2,147.1	2,303.8	2,973.2
전자	194.4	195.7	203.2	183.9	199.6	200.9	208.9	189.0	752.5	777.2	798.4
모트롤	67.3	69.0	62.2	75.4	71.4	73.3	63.6	71.2	271.8	273.9	279.5
정보통신	60.2	65.8	63.3	63.6	61.6	67.1	64.7	64.9	248.1	252.9	258.3
산업차량	152.5	189.1	170.4	180.0	170.0	210.9	182.8	193.4	706.3	692.0	757.1
연료전지	17.9	65.4	14.7	105.1	102.2	103.0	105.3	164.5	168.4	203.1	475.0
면세		10.4	31.4	63.0	81.0	99.0	108.0	117.0		104.8	405.0
영업이익	34.0	35.4	33.2	46.3	41.1	51.1	56.4	58.9	154.5	148.9	207.6
전자	18.2	22.2	22.8	14.1	19.4	18.6	23.4	17.3	60.9	77.3	78.7
모트롤	2.4	3.2	3.3	3.8	3.5	3.6	3.1	3.5	1.1	12.7	13.8
정보통신	8.2	9.7	9.2	7.0	7.2	8.6	7.6	8.0	32.8	34.1	31.4
산업차량	10.9	17.6	15.3	11.1	14.0	21.1	13.4	12.0	54.2	54.9	60.4
연료전지	-5.7	-1.3	-6.4	19.7	5.1	6.2	14.3	21.7	5.5	6.3	47.2
면세		-16.0	-11.0	-9.5	-8.1	-6.9	-5.4	-3.5		-36.5	-23.9

주: 전자, 모트롤, 정보통신, 산업차량, 연료전지 실적은 해외법인 실적 포함한 연결 기준, 면세 2Q16 신규편입  
 자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	18,960	16,745	18,804	20,824
증감률 (%)	-6.7	-11.7	12.3	10.7
매출원가	15,968	14,099	15,833	17,534
매출총이익	2,992	2,646	2,971	3,290
Gross 마진 (%)	15.8	15.8	15.8	15.8
판매비와 일반관리비	2,728	1,601	1,723	1,938
영업이익	265	1,045	1,248	1,353
증감률 (%)	-73.5	294.8	19.4	8.4
OP 마진 (%)	1.4	6.2	6.6	6.5
EBITDA	953	1,694	1,847	1,907
영업외손익	-1,711	-450	-963	-1,011
금융수익(비용)	-784	-630.8	-838.3	-833.8
기타영업외손익	-849	190.8	-124.8	-177.2
종속, 관계기업관련손익	-78	-10.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-1,446	595	285	341
법인세비용	230	208	69	83
계속사업이익	-1,676	387	216	259
당기순이익	-1,701	637	216	259
증감률 (%)	적전	흑전	-66.1	20.0
Net 마진 (%)	-9.0	3.8	1.1	1.2
지배주주지분 순이익	-391	414	160	186
비지배주주지분 순이익	-1,310	223	56	72
기타포괄이익	524	0	0	0
총포괄이익	-1,176	637	216	259

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	N/A	5.7	16.2	13.7
PBR(배)	0.9	1.0	1.0	0.9
PCR(배)	1.4	1.1	1.3	1.3
PSR(배)	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	19.4	10.5	9.6	9.4
EV/EBIT(배)	70.1	17.0	14.3	13.2
EPS(원)	-19,413	18,347	6,567	7,751
BPS(원)	96,634	110,200	112,089	114,561
SPS(원)	891,377	788,952	930,551	1,030,528
자기자본이익률(ROE, %)	-14.3	15.3	5.6	6.4
총자산이익률(ROA, %)	-5.4	2.0	0.7	0.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	3.0	4.1	5.2	5.6
배당수익률(%)	5.1	4.9	5.3	5.9
배당성장률(%)	-17.8	17.1	52.8	50.1
총현금배당금(십억원)	91	95	111	123
보통주 주당배당금(원)	4,550	5,100	5,650	6,250
순부채(현금)/자기자본(%)	125.4	103.6	102.5	101.1
총부채/ 자기자본(%)	276.0	249.9	253.2	255.5
이자발생부채	14,617	14,526	14,426	14,326
유동비율(%)	86.3	92.7	94.7	96.4
총발행주식수(백만)	27	26	26	26
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	88,500	105,000	106,500	106,500
시가총액(십억원)	2,189	2,587	2,510	2,510

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	2,333	3,361	3,256	3,144
매출채권	2,835	2,537	2,849	3,155
유동자산	12,324	12,263	13,129	13,969
유형자산	8,796	8,760	8,754	8,775
투자자산	1,903	1,853	1,853	1,852
비유동자산	19,233	18,740	18,540	18,385
자산총계	31,556	31,002	31,669	32,354
단기성부채	7,777	7,685	7,657	7,629
매입채무	2,536	2,203	2,474	2,740
유동부채	14,280	13,229	13,863	14,485
장기성부채	6,840	6,842	6,770	6,698
장기충당부채	1,218	1,250	1,250	1,250
비유동부채	8,883	8,912	8,840	8,768
부채총계	23,163	22,141	22,703	23,253
자본금	135	135	135	135
자본잉여금	839	976	976	976
이익잉여금	1,357	1,676	1,724	1,787
비지배주주지분	5,817	6,039	6,095	6,168
자본총계	8,394	8,861	8,965	9,101

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	-18	1,231	485	492
당기순이익	-1,701	637	216	259
+ 유/무형자산상각비	689	649	599	555
+ 종속, 관계기업관련손익	60	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	192	4	0	0
Gross Cash Flow	1,351	1,974	1,621	1,627
- 운전자본의증가(감소)	-617	355	-326	-315
투자활동 현금흐름	-446	-363	-407	-405
+ 유형자산 감소	19	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-407	-400	-400	-400
+ 투자자산의매각(취득)	-250	47	-7	-5
Free Cash Flow	-425	831	85	92
Net Cash Flow	-464	868	79	87
재무활동현금흐름	1,114	-45	-195	-211
자기자본 증가	-107	137	0	0
부채증감	1,220	-182	-195	-211
현금의증가	642	1,029	-105	-113
기말현금 및 현금성자산	2,333	3,361	3,256	3,144
기말 순부채(순현금)	10,529	9,184	9,189	9,202

CJ (001040.KS)

## 자체모멘텀 강화 진행 중

Company Note | 2017. 1. 12

4분기 실적 시장 컨센서스 상회 추정. 향후 3년간 영업이익 연평균 14% 성장 전망. 그러나, 현 주가는 NAV대비 할인율 21%로 적절한 밸류에이션으로 판단됨. 상장자회사에 대한 직접 투자 권고함

### 4분기 실적은 시장 컨센서스 상회 추정

CJ의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 6조2,792억원(14% y-y), 3,492억원(60% y-y)으로 시장 컨센서스를 상회한 것으로 추정. 이익기여도가 가장 큰 CJ제일제당의 식품부문은 성장성, 바이오부문은 수익성 개선 지속 중

비상장자회사 CJ올리브네트웍스는 공격적 신규 출점(4분기 중 116점포 신규 출점, 2016년말 총 818점포) 통해 고성장(매출액 3,960억원, 34% y-y) 이어간 것으로 추정. 반면, CJ푸드빌은 경기침체로 성수기 효과가 반감된 것으로 추정

### CJ올리브네트웍스 통한 자체모멘텀 강화 vs. 적절한 밸류에이션 수준

CJ올리브네트웍스 고성장을 통해 CJ의 자체모멘텀 강화 중. CJ올리브네트웍스는 2014년말 CJ시스템과 합병하며 재무여력 확보. 이후 공격적 신규 출점 재개(2015년 135점포, 2016년 266점포 신규 출점). (1)연간 300억원 내외의 안정적인 IT서비스사업(舊 CJ시스템) 영업이익, (2)안정화돼있는 기존점포 숫자 레밸업 등을 통해, 공격적 신규 출점에 따른 '점포 안정화 기간 수익성 부진 영향'도 크지 않을 전망. 또한, 2016년말 자회사 CJ과워캐스트, 재산커뮤니케이션즈에 대한 지분 확대에 성장성 강화 기대

투자의견 Hold 및 목표주가 206,000원 유지. 2014년 이후 꾸준히 연간 두 자릿수 영업이익 성장률 시현 중이나, NAV에서 상장자회사 비중이 63%로 높고, 주요 비상장자회사 비중이 15%에 불과한 점을 감안하면, 현재 NAV 대비 할인율 21%는 적절한 밸류에이션으로 판단됨. 지주회사보다는 실적 모멘텀이 있는 상장자회사에 대한 직접 투자 권고함

## Hold (유지)

목표주가 206,000원 (유지)

현재가 ('17/1/6) 192,500원

업종	지주회사
KOSPI / KOSDAQ	2,049.12 / 643.68
시가총액(보통주)	5,616.6십억원
발행주식수(보통주)	29.2백만주
52주 최고가('16/01/29)	294,000원
최저가('16/11/24)	163,000원
평균거래대금(60일)	11,609백만원
배당수익률(2016E)	0.83%
외국인지분율	19.0%

주요주주	
이재현 외 4 인	43.2%
국민연금	8.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	7.2	-7.5	-23.2
상대수익률 (%)p	8.1	-11.8	-27.8

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	21,167	23,953	26,596	28,849
증감률	8.1	13.2	11.0	8.5
영업이익	1,225	1,412	1,620	1,830
영업이익률	5.8	5.9	6.1	6.3
(지배지분)순이익	206	298	341	401
EPS	6,960	10,112	11,557	13,631
증감률	-2.2	45.3	14.3	17.9
PER	36.1	18.5	16.7	14.1
PBR	2.2	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.0	7.3	7.0	6.5
ROE	5.9	8.0	8.5	9.3
부채비율	138.9	127.1	116.4	105.4
순차입금	6,681	6,320	5,697	4,916

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

### CJ 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E				1Q17F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	5,500	5,688	5,879	6,107	6,279	14.2	2.8	6,262	6,364
영업이익	218	352	329	381	349	60.0	-8.4	306	399
영업이익률	4.0	6.2	5.6	6.2	5.6			4.9	6.3
세전이익	-8	287	267	280	303	흑전	8.0	251	320
(지배)순이익	9	76	67	100	56	522.4	-44.3	65	84

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김동양  
02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com

RA 김수연  
02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

## NAV 계산

구분	내역	
투자자산가치 (A, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	6,747.2
-CJ제일제당	36.7%, 시장가 적용	1,745.4
-CJ오쇼핑	40.0%, 시장가 적용	395.3
-CJ E&M	39.4%, 시장가 적용	1,111.4
-CJ CGV	40.1%, 시장가 적용	616.0
-CJ프레시웨이	47.1%, 시장가 적용	218.4
-CJ대한통운	20.1%, KX홀딩스 보유지분, 시장가 적용	813.2
-CJ푸드빌	96.0%, 장부가 적용(EV/EBITDA 10.0배)	302.5
-CJ올리브네트웍스	76.1%, 장부가 적용(EV/EBITDA 10.0배)	859.7
-CJ건설	99.9%, 장부가 적용(EV/EBITDA 10.0배)	108.7
-자사주	보통주 10.2%, 우선주 0.05%, 시장가 적용	572.1
유형자산가치 (B, 십억원)	임대수입에 대한 DCF(WACC11.2%, 영구성장률3.5%)	87.4
무형자산가치 (C, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC11.2%, 영구성장률3.5%)	910.4
<b>기업가치 (D=A+B+C, 십억원)</b>		<b>7,745.0</b>
순차입금 (E, 십억원)	이자성부채-현금자산(3Q16말, IFRS별도기준)	86.7
<b>NAV (F=D-E, 십억원)</b>		<b>7,658.3</b>
주식수 (G, 백만주)	보통주와 우선주 합계	31.4
<b>주당 NAV (H=F/G, 원)</b>		<b>243,941</b>
현재주가(원)		192,500
할인율(%)		21.1
<b>목표주가 (원)</b>	<b>주당 NAV에 15%의 할인율 적용</b>	<b>206,000</b>

주: 투자유가증권의 가치는 1월 6일 종가 기준임.

자료: NH투자증권 리서치센터 추정

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	21,167	23,953	26,596	28,849
증감률 (%)	8.1	13.2	11.0	8.5
매출원가	14,474	16,288	18,086	19,617
매출총이익	6,693	7,665	8,511	9,232
Gross 마진 (%)	31.6	32.0	32.0	32.0
판매비와 일반관리비	5,468	6,253	6,891	7,402
영업이익	1,225	1,412	1,620	1,830
증감률 (%)	22.2	15.2	14.7	13.0
OP 마진 (%)	5.8	5.9	6.1	6.3
EBITDA	2,564	2,558	2,721	2,891
영업외손익	-490	-275	-321	-301
금융수익(비용)	-315	-125	-201	-181
기타영업외손익	-339	-150	-120	-120
종속, 관계기업관련손익	163	0	0	0
세전계속사업이익	735	1,137	1,298	1,529
법인세비용	184	284	325	382
계속사업이익	551	853	974	1,147
당기순이익	551	853	974	1,147
증감률 (%)	8.4	54.7	14.2	17.8
Net 마진 (%)	2.6	3.6	3.7	4.0
지배주주지분 순이익	206	298	341	401
비지배주주지분 순이익	345	554	633	745
기타포괄이익	-55	0	0	0
총포괄이익	496	853	974	1,147

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	36.1	18.5	16.7	14.1
PBR(배)	2.2	1.5	1.5	1.3
PCR(배)	3.3	2.3	2.2	2.0
PSR(배)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	8.0	7.3	7.0	6.5
EV/EBIT(배)	16.8	13.3	11.7	10.3
EPS(원)	6,960	10,112	11,557	13,631
BPS(원)	114,710	122,638	131,905	142,931
SPS(원)	727,037	821,512	911,553	988,743
자기자본이익률(ROE, %)	5.9	8.0	8.5	9.3
총자산이익률(ROA, %)	2.4	3.6	3.9	4.5
투자자본이익률 (ROIC, %)	6.1	6.6	7.8	8.7
배당수익률(%)	0.5	0.8	0.9	1.0
배당성장률(%)	17.2	13.6	13.5	12.7
총현금배당금(십억원)	38	44	49	55
보통주 주당배당금(원)	1,350	1,550	1,750	1,950
순부채(현금)/자기자본(%)	67.7	59.2	49.1	38.7
총부채/ 자기자본(%)	138.9	127.1	116.4	105.4
이자발생부채	8,631	8,207	7,708	7,209
유동비율(%)	90.4	97.4	104.3	112.5
총발행주식수(백만)	31	31	31	31
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	251,000	187,000	192,500	192,500
시가총액(십억원)	7,609	5,625	5,790	5,790

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	1,195	1,057	1,180	1,461
매출채권	2,656	2,926	3,249	3,525
유동자산	6,950	7,553	8,312	9,135
유형자산	9,476	9,621	9,772	9,930
투자자산	1,963	2,164	2,364	2,565
비유동자산	16,612	16,685	16,784	16,924
자산총계	23,562	24,238	25,097	26,059
단기성부채	4,041	3,821	3,601	3,380
매입채무	1,398	1,528	1,697	1,840
유동부채	7,685	7,755	7,968	8,118
장기성부채	4,589	4,386	4,107	3,828
장기충당부채	278	278	278	278
비유동부채	6,014	5,811	5,532	5,253
부채총계	13,699	13,566	13,501	13,371
자본금	158	158	158	158
자본잉여금	989	989	989	989
이익잉여금	2,525	2,779	3,070	3,417
비지배주주지분	6,262	6,816	7,449	8,195
자본총계	9,863	10,672	11,596	12,688

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	2,296	1,678	2,079	2,222
당기순이익	551	853	974	1,147
+ 유/무형자산상각비	1,338	1,147	1,101	1,061
+ 종속, 관계기업관련손익	-161	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	43	-94	0	0
Gross Cash Flow	2,241	2,418	2,611	2,782
- 운전자본의증가(감소)	117	-456	-208	-178
투자활동 현금흐름	-1,461	-1,081	-1,156	-1,152
+ 유형자산 감소	48	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,128	-1,000	-1,000	-1,000
+ 투자자산의매각(취득)	-124	-201	-201	-201
Free Cash Flow	1,168	678	1,079	1,222
Net Cash Flow	834	597	923	1,070
재무활동현금흐름	-637	-735	-800	-789
자기자본 증가	5	0	0	0
부채증감	-642	-735	-800	-789
현금의증가	204	-138	123	281
기말현금 및 현금성자산	1,195	1,057	1,180	1,461
기말 순부채(순현금)	6,681	6,320	5,697	4,916

# LG (003550.KS)

## 자체모멘텀 강화가 마지막 열쇠

Company Note | 2017. 1. 12

4분기 LG전자 실적부진으로 시장 컨센서스 하회 추정. 2011년 이후 50% 수준으로 확대 고착된 NAV대비 할인율 축소 위해 자체모멘텀 강화 필요

### 4분기 실적은 시장 컨센서스 하회 추정

LG의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 3조3,924억원(21% y-y), 3,309억원(48% y-y)으로 시장 컨센서스를 하회한 것으로 추정

LG전자가 스마트폰 사업 구조조정 비용 증가로 영업손실 353억원 시현하며 시장 컨센서스 하회했기 때문. LG화학은 합성수지 수익성 개선으로 정보전자소재부문 부진을 상쇄하며 견조한 실적 시현 추정. 주요 비상장자회사 실적개선 지속 추정. LG실트론은 판가하락 둔화와 수율 개선에 따라 수익성 개선 확대(영업이익 150억원, 76% y-y), 서브윈은 그룹 건설공사 확대 영향으로 견조한 실적 유지 추정(영업이익 498억원, 88% y-y)

### 실적모멘텀은 이미 본궤도에, 자체모멘텀 강화는 점진적으로 진행 중

2011년 이후 (-) 성장을 지속하던 LG의 영업이익은 2015년 턱어라운드, 2016년 24%, 2017년 23% 등 견조한 성장세 전망됨. 여기에 비상장자회사 3사 합계 영업이익도 2016년 처음으로 턱어라운드 달성 추정

실적모멘텀 개선에 따라, '자체모멘텀 부재'만 해소된다면, 2011년 이후 50% 수준으로 확대 고착된 NAV대비 할인율 축소 가능할 전망. 자체모멘텀 중 중요한 브랜드로열티 효율 인상 및 이를 통한 수입확대는 당장 쉽지 않겠지만(2017년 20bp 유지), 임대수익 강화(2017년 LG서울역빌딩 임대수익 개시), 주당배당금 확대 등 통해 점진적 개선 기대

투자의견 Hold 및 목표주가 70,000원 유지. 현재 주가는 NAV대비 53% 할인된 절대 저평가 영역으로 밸류에이션의 하방 경직성은 확보한 것으로 판단. 그러나, 당분간 브랜드로열티 효율 인상 등 자체모멘텀이 제한되어 할인율 축소보다는 LG전자 등 상장자회사 주가흐름(NAV모멘텀)에 연동된 주가변화 예상

### LG 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	2,808	2,352	2,682	2,672	3,392	20.8	27.0	3,093	3,136	2,470
영업이익	223	329	418	328	330	48.2	0.7	353	349	355
영업이익률	7.9	14.0	15.6	12.3	9.7			11.4	11.1	14.4
세전이익	208	316	406	310	279	34.2	-9.9	302	338	340
(지배)순이익	159	294	354	266	228	43.3	-14.1	252	265	311

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

### Hold (유지)

목표주가 70,000원 (유지)

현재가 ('17/1/6) 60,200원

업종	지주회사
KOSPI / KOSDAQ	2,049.12 / 643.68
시가총액(보통주)	10,387.9십억원
발행주식수(보통주)	172.6백만주
52주 최고가('16/02/24)	75,300원
최저가('16/12/01)	56,400원
평균거래대금(60일)	17,811백만원
배당수익률(2016E)	2.17%
외국인지분율	27.3%

주요주주	
구분무 외 36 인	48.1%
국민연금	8.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-2.9	-5.0	-14.4
상대수익률 (%p)	-2.1	-9.5	-19.5

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	9,968	11,098	11,844	12,412
증감률	1.0	11.3	6.7	4.8
영업이익	1,138	1,405	1,729	1,839
영업이익률	11.4	12.7	14.6	14.8
(지배)순이익	944	1,142	1,420	1,517
EPS	5,446	6,597	8,211	8,772
증감률	11.7	21.1	24.5	6.8
PER	13.0	9.1	7.3	6.9
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.2	6.7	5.7	5.4
ROE	7.5	8.5	9.8	9.7
부채비율	36.2	35.4	33.8	32.0
순차입금	669	857	756	744

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망



**Analyst 김동양**  
 02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com  
**RA 김수연**  
 02)768-7617, sooyeonkim@nhqv.com

LG 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	9,968.2	11,098.4	11,843.6	12,412.2
	- 수정 전		10,860.4	11,507.4	12,058.3
	- 변동률		2.2	2.9	2.9
영업이익	- 수정 후	1,138.0	1,405.4	1,728.7	1,839.0
	- 수정 전		1,459.5	1,717.5	1,827.1
	- 변동률		-3.7	0.6	0.7
영업이익률(수정 후)		11.4	12.7	14.6	14.8
EBITDA		1,447.0	1,730.3	2,052.4	2,161.8
(지배지분)순이익		944.2	1,141.9	1,420.3	1,517.2
EPS	- 수정 후	5,445.9	6,597.2	8,210.8	8,772.1
	- 수정 전		6,881.8	8,178.1	8,735.3
	- 변동률		-4.1	0.4	0.4
PER		13.0	9.1	7.3	6.9
PBR		1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA		9.2	6.7	5.7	5.4
ROE		7.5	8.5	9.8	9.7

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

NAV 계산

구분	내역	
투자자산가치 (A, 십억원)	자사주 및 상장/비상장 자회사와 투자유가증권의 합계	19,336.4
- LG전자	33.7%, 시장가 적용	2,898.0
- LG화학	33.3%, 시장가 적용	6,260.1
- LG유플러스	36.0%, 시장가 적용	1,794.1
- LG생활건강	34.0%, 시장가 적용	4,518.2
- LG CNS	85.0%, OTC가격 적용	1,581.5
- 서브윈	100%, 2017F EBITDA에 EV/EBITDA 6.0배 적용	1,171.1
- LG실트론	51.0%, 장부가 적용	239.6
- 기타	상장사는 시장가, 비상장사는 50% 초과지분은 EV/EBITDA 6배 적용, 50%이하 지분은 장부가 적용	873.9
유형자산가치 (B, 십억원)	임대수입에 대한 DCF(WACC11.5%, 영구성장률3.5%)	1,228.9
무형자산가치 (C, 십억원)	브랜드로열티 수입에 대한 DCF(WACC11.5%, 영구성장률3.5%)	2,053.0
<b>기업가치 (D=A+B+C, 십억원)</b>		<b>22,618.3</b>
순차입금 (E, 십억원)	이자성부채-현금자산(3Q16말, IFRS별도기준)	114.9
<b>NAV (F=D-E, 십억원)</b>		<b>22,503.5</b>
주식수 (G, 백만주)	보통주와 우선주 합계	175.9
<b>주당 NAV (H=F/G, 원)</b>		<b>127,954</b>
현재주가(원)		60,200
할인율(%)		53.0
<b>목표주가 (원)</b>	<b>주당 NAV에 45%의 할인율 적용</b>	<b>70,000</b>

주: 투자유가증권의 가치는 1월 6일 종가 기준임.  
 자료: NH투자증권 리서치센터 추정

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	9,968	11,098	11,844	12,412
증감률 (%)	1.0	11.3	6.7	4.8
매출원가	8,341	9,323	9,949	10,426
매출총이익	1,627	1,776	1,895	1,986
Gross 마진 (%)	16.3	16.0	16.0	16.0
판매비와 일반관리비	489	370	166	147
영업이익	1,138	1,405	1,729	1,839
증감률 (%)	9.0	23.5	23.0	6.4
OP 마진 (%)	11.4	12.7	14.6	14.8
EBITDA	1,447	1,730	2,052	2,162
영업외손익	-63	-55	-59	-58
금융수익(비용)	-66	-62	-63	-62
기타영업외손익	3	7	4	4
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,075	1,312	1,632	1,743
법인세비용	132	171	212	227
계속사업이익	944	1,141	1,420	1,516
당기순이익	944	1,141	1,420	1,516
증감률 (%)	13.1	20.9	24.4	6.8
Net 마진 (%)	9.5	10.3	12.0	12.2
지배주주지분 순이익	944	1,142	1,420	1,517
비지배주주지분 순이익	0	-1	-1	-1
기타포괄이익	-43	0	0	0
총포괄이익	900	1,141	1,420	1,516

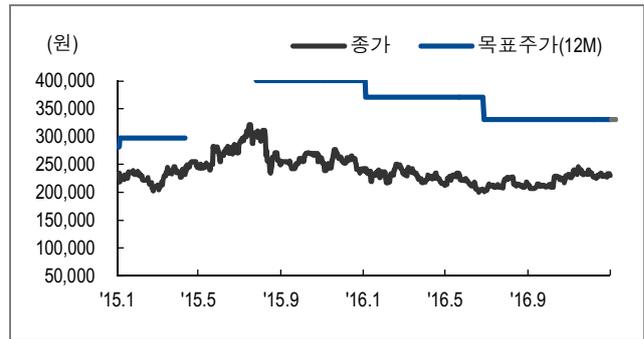
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	13.0	9.1	7.3	6.9
PBR(배)	1.0	0.8	0.7	0.6
PCR(배)	14.7	6.1	5.2	4.9
PSR(배)	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	9.2	6.7	5.7	5.4
EV/EBIT(배)	11.8	8.3	6.7	6.3
EPS(원)	5,446	6,597	8,211	8,772
BPS(원)	73,778	78,976	85,561	92,697
SPS(원)	57,767	64,317	68,636	71,931
자기자본이익률(ROE, %)	7.5	8.5	9.8	9.7
총자산이익률(ROA, %)	5.3	6.1	7.1	7.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	30.3	36.0	42.5	43.4
배당수익률(%)	1.8	2.2	2.5	2.5
배당성장률(%)	23.7	19.6	18.2	17.1
총현금배당금(십억원)	229	228	262	262
보통주 주당배당금(원)	1,300	1,300	1,500	1,500
순부채(현금)/자기자본(%)	5.0	6.0	4.9	4.5
총부채/ 자기자본(%)	36.2	35.4	33.8	32.0
이자발생부채	1,920	1,920	1,920	1,920
유동비율(%)	153.2	148.4	151.0	150.9
총발행주식수(백만)	176	176	176	176
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	70,800	60,000	60,200	60,200
시가총액(십억원)	12,373	10,483	10,516	10,516

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	870	682	784	796
매출채권	2,200	2,485	2,652	2,779
유동자산	4,156	4,352	4,674	4,855
유형자산	2,471	2,574	2,676	2,778
투자자산	10,439	11,039	11,939	13,039
비유동자산	13,968	14,906	15,902	17,099
자산총계	18,123	19,257	20,576	21,954
단기성부채	492	492	492	492
매입채무	1,353	1,517	1,619	1,697
유동부채	2,713	2,933	3,095	3,218
장기성부채	1,428	1,428	1,428	1,428
장기충당부채	111	111	111	111
비유동부채	2,103	2,102	2,102	2,102
부채총계	4,815	5,035	5,197	5,320
자본금	879	879	879	879
자본잉여금	2,362	2,362	2,362	2,362
이익잉여금	9,872	10,786	11,944	13,199
비지배주주지분	333	332	332	331
자본총계	13,308	14,222	15,379	16,634

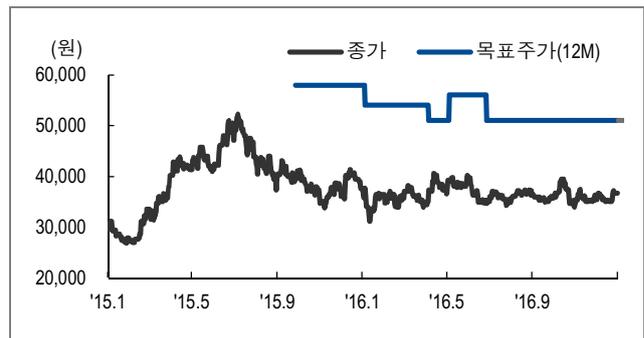
CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	886	1,301	1,649	1,794
당기순이익	944	1,141	1,420	1,516
+ 유/무형자산상각비	309	325	324	323
+ 종속, 관계기업관련손익	-720	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-5	-3	0	0
Gross Cash Flow	831	1,694	2,016	2,125
- 운전자본의증가(감소)	53	-163	-94	-45
투자활동 현금흐름	-368	-1,260	-1,320	-1,520
+ 유형자산 감소	7	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-263	-400	-400	-400
+ 투자자산의매각(취득)	-577	-700	-1,000	-1,200
Free Cash Flow	623	901	1,249	1,394
Net Cash Flow	518	41	329	274
재무활동현금흐름	-145	-229	-228	-262
자기자본 증가	-1	0	0	0
부채증감	-144	-229	-228	-262
현금의증가	373	-188	102	12
기말현금 및 현금성자산	870	682	784	795
기말 순부채(순현금)	669	857	756	744

투자이건 및 목표주가 변경내역

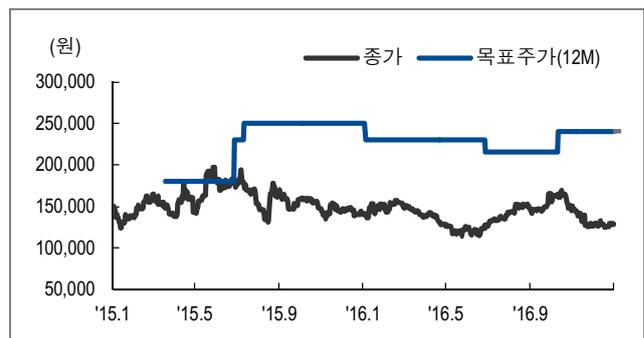
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가	
SK	034730.KS	2016.07.07	Buy	330,000원(12개월)	
		2016.01.13	Buy	370,000원(12개월)	
		2015.08.17	Buy	400,000원(12개월)	
		동사는 2015.4.21~2015.8.3 동안 조사분석제한이있음			
		2015.01.13	Buy	297,000원(12개월)	
		2014.09.26	Buy	281,000원(12개월)	



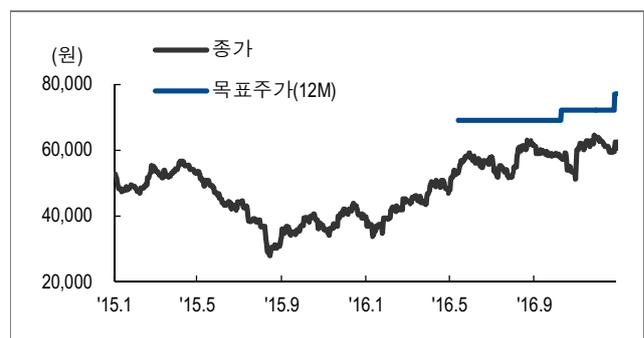
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
한화	000880.KS	2016.07.07	Buy	51,000원(12개월)
		2016.05.13	Buy	56,000원(12개월)
		2016.04.14	Buy	51,000원(12개월)
		2015.01.13	Buy	54,000원(12개월)
		2015.10.06	Buy	58,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
삼성물산	028260.KS	2016.10.20	Buy	240,000원(12개월)
		2016.07.07	Buy	215,000원(12개월)
		2016.01.13	Buy	230,000원(12개월)
		2015.07.20	Buy	250,000원(12개월)
		2015.07.06	Buy	230,000원(12개월)
		2015.03.27	Buy	180,000원(12개월)

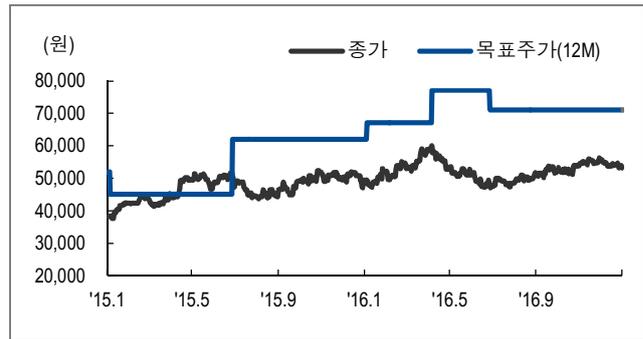


종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
LS	006260.KS	2017.01.12	Buy	77,000원(12개월)
		2016.10.20	Buy	72,000원(12개월)
		2016.5.23	Buy	69,000원(12개월)

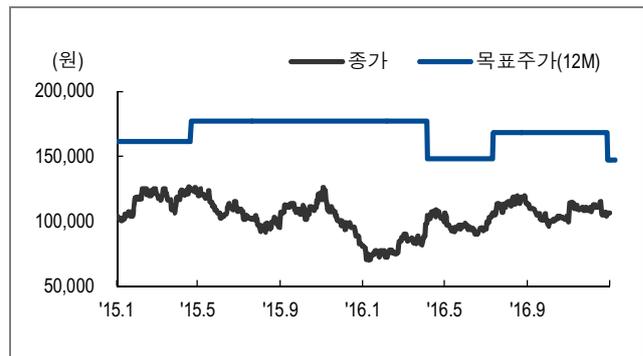


투자이건 및 목표주가 변경내역

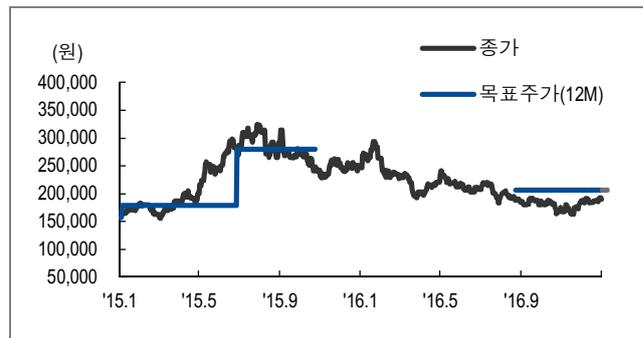
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
GS	078930.KS	2016.07.07	Buy	71,000원(12개월)
		2016.04.14	Buy	77,000원(12개월)
		2016.01.13	Buy	67,000원(12개월)
		2015.07.06	Buy	62,000원(12개월)
		2015.01.13	Hold	45,000원(12개월)
		2014.07.21	Hold	52,000원(12개월)



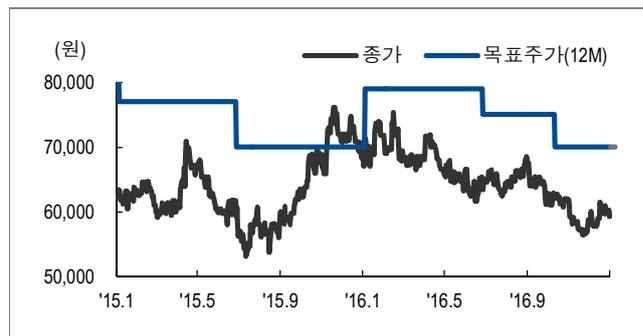
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
두산	000150.KS	2017.01.12	Buy	147,000원(12개월)
		2016.07.19	Buy	168,000원(12개월)
		2016.04.14	Buy	148,000원(12개월)
		2015.04.30	Buy	177,000원(12개월)
		2014.10.15	Buy	161,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
CJ	001040.KS	2016.10.20	Hold	206,000원(12개월)
		동사는 2015.11.02~2016.8.31 동안 조사분석제한이있음		
		2015.07.06	Hold	280,000원(12개월)
		2015.01.13	Hold	178,000원(12개월)
		2014.07.18	Hold	157,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
LG	003550.KS	2016.10.20	Hold	70,000원(12개월)
		2016.07.07	Hold	75,000원(12개월)
		2016.01.13	Hold	79,000원(12개월)
		2015.07.06	Buy	70,000원(12개월)
		2015.01.13	Buy	77,000원(12개월)
		2014.07.18	Buy	81,000원(12개월)



### 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 1월 6일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
76.9%	23.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

### 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대어할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.