

MAY.2017

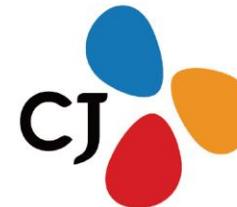


HYUNDAI



LOTTE

SK INDUSTRY ANALYSIS



지주회사

문재인 정부 시대,
경제민주화 공약에 따른 6대 대기업 영향분석

지주/통신. 최관순 | 3773-8812, ks1.choi@sk.com

연구원. 홍승일 | 3773-8497, seungil@sk.com



SK INDUSTRY Analysis



Contents

1. 문재인 대통령의 정치분야 공약 요약	3
2. 계열공익법인의 의결권 제한	5
3. 인적분할 시 자사주 의결권 제한	15
4. 자회사 지분 의무소유비율 강화	21
5. 금산분리 강화	28
6. 순환출자 해소	34
7. 개별기업 분석	40

Compliance Notice

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

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 23일 기준)

매수	94.59%	중립	5.41%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

문재인 정부 시대, 경제민주화 공약에 따른 6대 대기업 영향분석

문재인 대통령은 후보시절 부터 경제민주화를 강력하게 주장하였음. 경제민주화 공약은 6대 대기업 개혁에 집중될 것으로 예상함. 경제민주화 공약 중 1)비영리법인의 계열사 지분 의결권 제한, 2)지주사 전환을 위한 인적분할 시 자사주의 신주배정 금지, 3)지주회사의 지분요건 강화, 4)금산분리 강화로 금융계열사의 국내 계열사 의결권 행사 제한, 5)기존 순환출자의 해소가 6대 대기업에 직접적으로 영향을 줄 수 있음. 이에 따라 6대 대기업의 현안과 경제민주화에 따른 영향을 분석함

● 문재인 정부 시대와 경제민주화

문재인 대통령은 후보 시절 재벌의 불법경영승계, 황제경영, 부당특혜 근절 등 재벌개혁 추진과 문어발식 경영을 하는 재벌의 경제력 집중 방지를 정치부문 공약으로 발표하였음. 특히 6대 대기업을 중심으로 재벌개혁의 의지를 밝힌 바 있음. 지주회사 전환 요건이 강화됨에 따라 지주회사 체제가 아닌 삼성, 현대차의 지주회사 전환이 더 어려워진 상황임. 기존 지주회사인 SK도 자회사 지분요건 강화 시 재무적 부담이 가중될 수 있음.

● 불확실성 제거와 투명한 지배구조는 지주회사 디스카운트 요인 해소

문재인 대통령의 경제민주화 공약은 단기적으로 지주회사에 부담요인으로 작용할 수 있음. 하지만 자사주 소각 가능성이 높아짐에 따른 밸류에이션 매력 확대, 순환출자 해소에 따른 투명한 지배구조 확립, 자회사 지분 확대에 따른 책임경영 강화 등은 기존 지주회사가 받아오던 디스카운트 요인이 해소되는 과정이라 판단. 따라서 중장기적으로 지주회사에 대한 투자매력도는 오히려 상승할 것으로 예상

● 지주회사에 대한 비중확대. 탑픽은 SK, 원익홀딩스

지주회사에 대한 투자 의견을 비중확대로 유지함. 투명한 지배구조 확립을 통해 디스카운트 요인이 해소되고, 자사주 소각 가능성 확대에 따라 밸류에이션 매력이 부각될 수 있기 때문. 탑픽으로는 안정적으로 지주회사 체제를 확립하고 비상장 자회사 중심으로 실적 턴어라운드 예상되는 SK와 반도체/OLED 슈퍼 사이클에 따른 자회사 실적 개선과 자체사업에서도 호조를 보이고 있는 원익홀딩스를 제시함



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812



R.A

홍승일

seungil@sk.com

02-3773-8497

● 목표

- 특권과 특혜 철폐로 공정하고 정의로운 정치·사회 환경 조성
- 재벌 자본주의 사회를 혁파하여 포용적 자본주의 사회로 이행
- 부패청산을 통해 OECD 선진국 수준으로 국가 경쟁력 제고

● 재벌의 불법경영승계, 황제경영, 부당특혜 근절 등 재벌개혁 추진

- 계열공익법인, 자사주, 우회출자 등 우회적 대주주 일가 지배력 강화 차단 방안 마련
- 다중대표소송제, 집중투표·전자투표·서면투표제 도입 추진
- 횡령·배임 등 경제범죄 엄정 처벌 및 사면권 제한

● 문어발 재벌의 경제력 집중 방지

- 지주회사 요건과 규제 강화, 자회사 지분 의무소유비율 강화
- 검찰, 경찰, 국세청, 공정위, 감사원, 중소기업청 등 범정부차원의 「을지로위원회」를 구성하여, 일감몰아주기, 부당내부거래, 납품단가후려치기 같은 재벌의 갑질 횡포에 대한 전면적 조사와 수사를 강화하고 엄벌
- 소상공인생계형적합업종 지정 특별법 제정
- 금산분리로 재벌이 장악한 제2금융권을 점차적으로 재벌의 지배에서 독립
- 금융계열사의 타 계열사에 대한 의결권 행사를 제한하고 계열사 간 자본출자를 자본적정성 규제에 반영하는 통합금융감독 시스템 구축

● 6대 대기업 개혁에 집중할 전망

- 대표 재벌들을 개혁하면 나머지도 따라올 것이라고 보고 정권 초반 강도 높은 개혁을 요구
- 주주권한 강화를 통한 총수일가 견제

<6대 대기업 주요 현안>

	승계	순환출자	금산분리	지주회사 전환	자회사 지분 의무소유비율 강화
삼성그룹	○	○	○	X	X
현대차그룹	△	○	○	△	△
LG그룹	△	X	X	X	X
SK그룹	X	X	○	X	○
CJ그룹	○	X	X	X	X
롯데그룹	△	○	○	○	○

주: 자회사 지분 의무소유비율은 지주회사에만 해당. 삼성그룹은 지주회사 전환 포기선언. 현대차그룹은 지주회사 전환에 대해 정해진 바 없음

계열공익법인의 의결권 제한

우회적 대주주 일가 지배력 강화 차단 방안 마련: 계열공익법인 의결권 차단

● 6대 대기업 계열공익법인 출자 현황

(단위: 주, 억원)

집단명	출자법인(비영리법인명)	피출자 계열사	소유주식수 계	보통주	보통주 지분율	보통주 지분가치	우선주	
삼성	삼성문화재단	삼성물산	1,144,086	1,144,086	0.6%	1,436	-	
		삼성생명	9,360,000	9,360,000	4.7%	11,045	-	
		삼성SDI	400,723	400,723	0.6%	613	-	
		삼성전자	37,615	37,615	0.0%	862	-	
		삼성증권	195,992	195,992	0.2%	74	-	
		삼성화재	1,451,241	1,451,241	3.1%	4,020	-	
	삼성복지재단	삼성물산	80,946	80,946	0.0%	102	-	
		삼성SDI	170,100	170,100	0.2%	260	-	
		삼성전자	89,683	89,683	0.1%	2,055	-	
		삼성화재	170,517	170,517	0.4%	472	-	
	삼성생명공익재단	삼성생명	4,360,000	4,360,000	2.2%	5,145	-	
	현대차	재단법인 현대차 정몽구재단	이노션	1,800,000	1,800,000	9.0%	1,179	-
			현대글로비스	1,671,018	1,671,018	4.5%	2,557	-
	LG	LG연암문화재단	LG	572,525	572,525	0.3%	405	-
LG화학			20,746	20,746	0.0%	60	-	
LG연암학원		LG	3,675,742	3,675,742	2.1%	2,602	-	
SK	한국고등교육재단	LG상사	17,046	17,046	0.0%	6	-	
		SK건설	86,120	86,120	0.2%	34	-	
		SK네트웍스	821,488	821,488	0.3%	61	-	
		SKC	72,436	72,436	0.2%	21	-	
	SK케미칼	240,523	240,523	1.0%	155	-		
	행복나눔재단	행복나래	80,000	80,000	5.0%	10	-	
CJ	CJ나눔재단	CJ	164,004	164,004	0.6%	326	-	
		CJ제일제당	30,351	30,351	0.2%	109	-	
	CJ문화재단	CJ	125,681	125,681	0.4%	250	-	
		CJ제일제당	7,844	7,844	0.1%	28	-	
롯데	롯데장학재단	대흥기획	8,400	8,400	21.0%	7,957	-	
		롯데역사	192,000	192,000	5.3%	264	-	
		롯데정보통신	80,190	80,190	0.9%	50	-	
		롯데제과	123,576	123,576	0.9%	267	-	
		롯데칠성	83,788	77,650	6.8%	1,481	6,138	
		롯데캐피탈	158,400	158,400	0.5%	282	-	
		롯데푸드	56,160	56,160	4.1%	375	-	
	롯데삼당복지재단	롯데쇼핑	47,888	47,888	0.2%	125	-	

주: 붉은 표시된 비상장사는 자기자본 기준 지분가치 산정

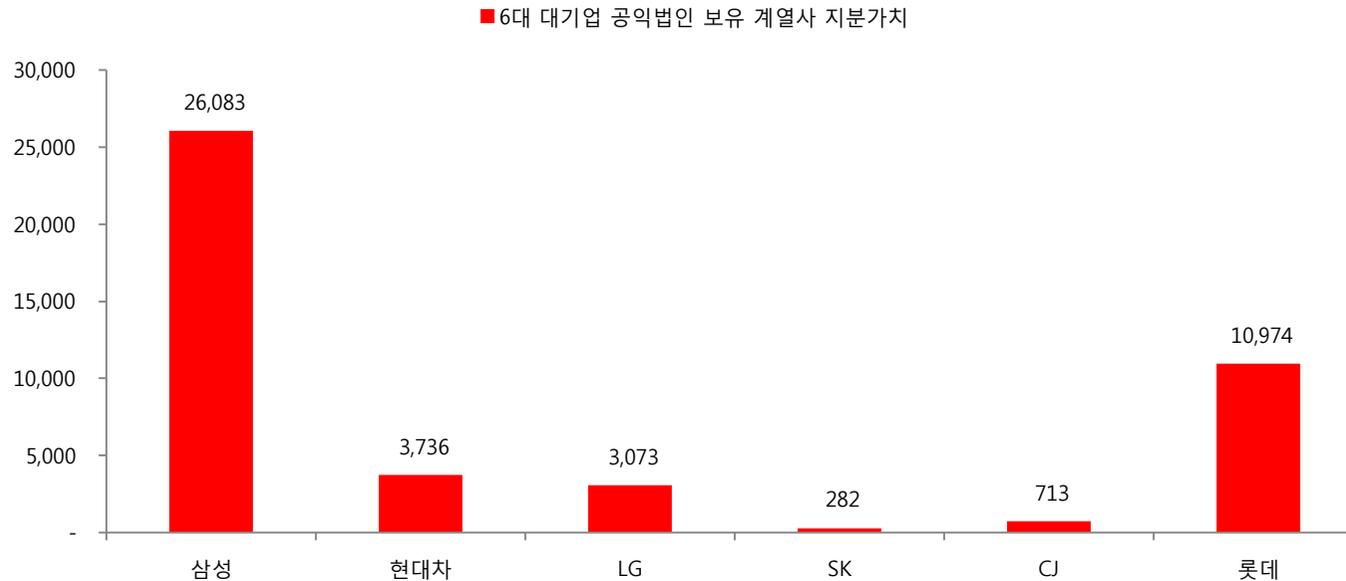
6대 계열공익법인의 계열사 지분 가치 합계는 4조 4,861억원

● 계열공익법인의 기 확보 지분 인정 여부가 관건

- 현재 알려진 바로는 계열공익법인을 통한 지배력 강화 차단 방안을 마련한다는 내용만 알려진 상황
- 일반공익법인은 5%, 성실공익법인은 10%까지 지분 증여 시 증여세 면제조항 있음
- 기존 보유 지분의 지배력이 인정되지 않을 경우 삼성과 롯데에 미치는 영향력이 가장 클 것으로 예상
- 기존 지분은 안정하되, 추가적인 지분 확보를 금지한다면 영향은 제한적일 전망

6대 대기업 공익법인의 보유 계열사 지분가치

(단위 : 억원)



자료 : SK증권

계열공익법인의 계열사 의결권 제한: 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안

● 계열공익법인의 계열사 의결권 제한 내용 포함된 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안 계류 중

- 박영선 의원(더불어민주당) 등 10인과 박용진 의원(더불어민주당) 등 11인이 발의한 계열공익법인의 계열사 의결권 제한 내용 포함된 독점규제 및 공정거래에 관한 법률안이 국회에 계류 중에 있음
- 두 법안은 기본적으로 동일한 내용으로 상호출자제한기업 집단에 속하는 회사를 지배하는 동일인의 특수관계인에 해당하는 공익법인은 동일인이 지배하는 회사의 국내 계열회사 주식에 대해 의결권을 행사할 수 없음

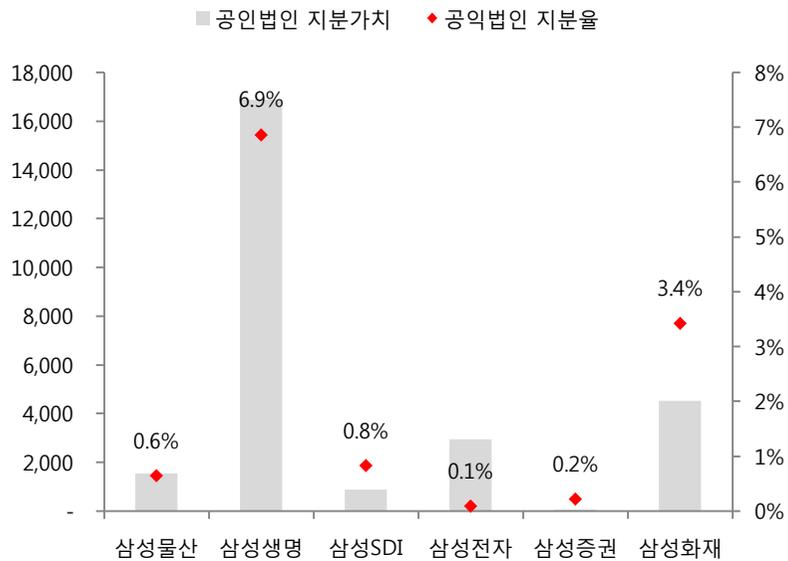
(단, 100% 보유 시 박영선 의원안은 기존 보유 뿐 아니라 법안 통과 이후에도 의결권 인정. 박용진 의원안은 법안 통과 이후에는 의결권 제한)

제안자	제안일자	제안이유
박용진의원 등 11인	2016-06-08	<p>공익법인은 개인이나 기업의 이익을 사회에 환원하기 위한 사회공헌 활동의 일환으로 설립된 법인으로, 그 보유 자산은 공익에 이바지하려는 목적에 적합하도록 사용되어야 함.</p> <p>그러나 재벌 소속 공익법인들이 출연받은 계열사 주식을 처분하지 않고 계속 보유하면서 의결권 행사를 통해 지배주주의 지배권을 유지함으로써 재벌들이 경제력을 집중하기 위한 수단으로 공익법인을 악용하고 있다는 비판이 계속되어 왔음.</p> <p>심지어 일부 재벌 소속 공익법인들이 출연받은 재산 또는 출연받은 재산의 매각대금으로 계열회사 주식을 매입함으로써 공익목적에 사용되어야 할 재산이 지배주주의 지배권 강화에 사용되고 있다는 비판이 제기되고 있음.</p> <p>이에 상호출자제한기업집단에 속하는 회사를 지배하는 동일인의 특수관계인에 해당하는 공익법인은 이 법 시행 당시 이미 100%의 지분을 보유하고 있는 경우를 제외하고는, 취득 또는 소유하고 있는 주식 중 그 동일인이 지배하는 회사의 국내 계열회사 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없도록 하여 공익법인을 통한 계열사 지배력 강화를 방지하고 과도한 경제력의 집중을 억제하려는 것임(안 제11조제2항 신설).</p>
박영선의의원 등 10인	2016-06-07	<p>공익법인은 사회 일반의 이익에 이바지하기 위한 사업을 목적으로 하는 법인으로, 그 보유 자산은 해당 목적에 적합하게 사용되어야 함.</p> <p>그러나 대부분의 공익법인은 자산 총액 중 30% 이상을 계열사 주식으로 보유하고 있으며, 배당률이 예금 금리에 비해 매우 낮음에도 주식을 처분해 공익사업의 재원으로 활용하는 사례가 거의 없는 것으로 드러남. 이는 공익법인이 의결권 행사를 통해 지배주주의 지배권을 유지하고, 경제력을 집중하기 위한 수단으로 악용되고 있기 때문이라는 해석이 가능한 부분임.</p> <p>이에 상호출자제한기업집단에 속하는 회사를 지배하는 동일인의 특수관계인에 해당하는 공익법인은, 100% 지분 보유 경우 등을 제외하고는, 취득 또는 소유하고 있는 주식 중 그 동일인이 지배하는 회사의 국내 계열회사 주식에 대해 의결권을 행사할 수 없도록 해 공익법인을 통한 계열회사 지배력 강화를 방지하고, 과도한 경제력 집중을 억제하려는 것임. (안 제11조제2항 신설)</p>

● 삼성그룹 계열 공익법인

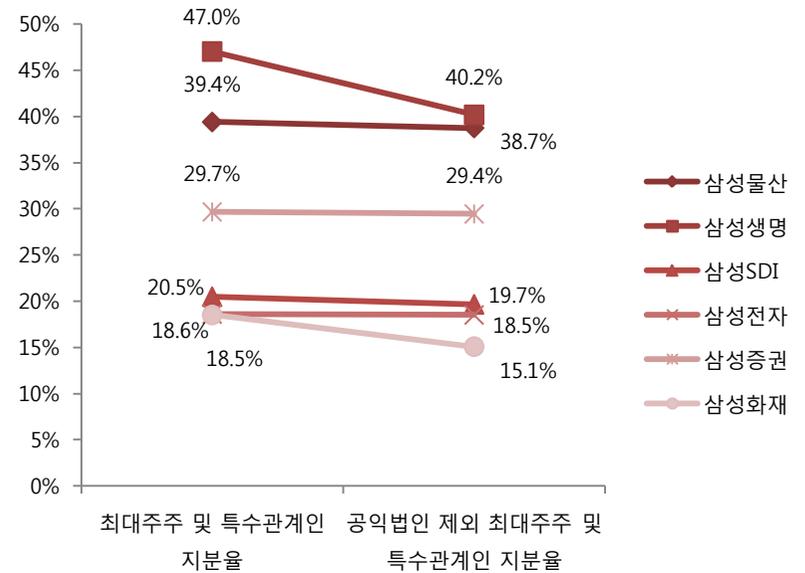
- 삼성계열 공익법인은 삼성생명 6.9%, 삼성화재 3.4%, 삼성물산 0.8% 등 핵심 계열사의 지분 보유
- 삼성생명의 경우 공익법인은 6.9%를 보유하고 있으며, 공익법인 제외 시 최대주주 및 특수관계 지분율은 40.3%이므로 지배력에 문제가 생길 정도의 이슈는 아님
- 삼성그룹은 지주회사 체제가 아니므로 안정적인 경영권 행사를 위해 당장 공익법인 지분율의 의결권이 제한된다고 하더라도 내부 지분율이 높아 계열사 지배력 유지에는 큰 문제가 없는 상황임

삼성계열 공익법인의 계열사 지분율 현황 (단위 : 억원)



자료 : SK증권

삼성그룹 공익법인 제외 시 최대주주 및 특수관계인 지분율

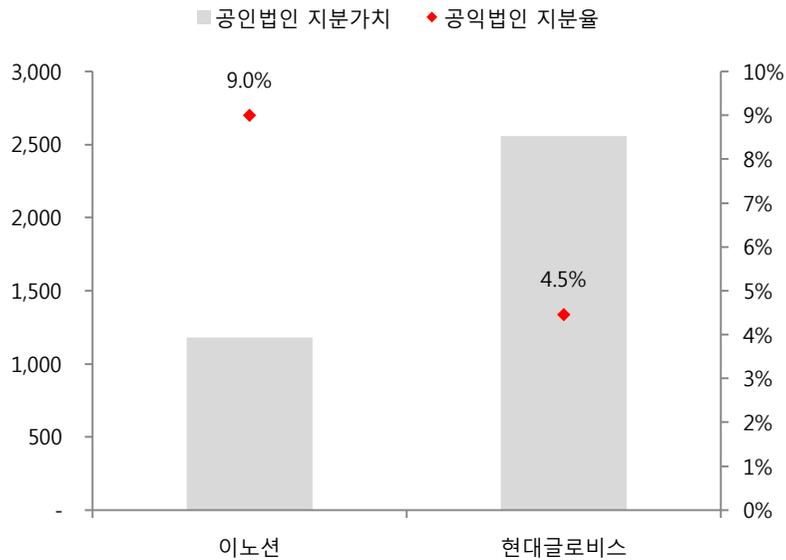


자료 : SK증권

● 현대차그룹 계열 공익법인

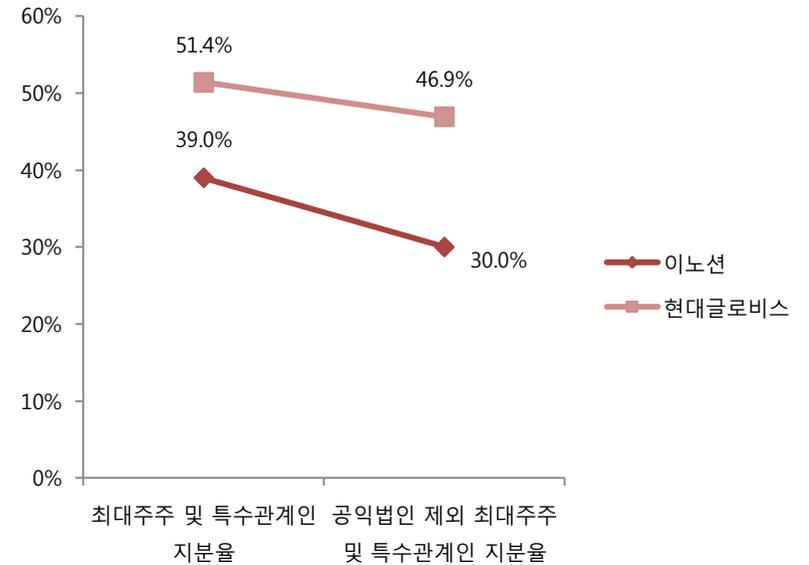
- 현대차계열 공익법인은 이노션 9.0%, 현대글로비스 4.5%를 보유하고 있음
- 공익법인의 의결권 제한 시 최대주주 및 특수관계인 지분율은 이노션과 현대글로비스가 각각 46.5%, 30.0%로 하락하지만 지배력을 유지하는데는 문제 없을 전망
- 이노션과 현대글로비스는 오너일가가 직접 지분을 보유하고 있음(현대글로비스: 정의선 23.3%, 정몽구 6.7%, 이노션: 정성이 28.0%, 정의선 2.0%)

현대차계열 공익법인의 계열사 지분율 현황 (단위 : 억원)



자료 : SK증권

현대차그룹 공익법인 제외 시 최대주주 및 특수관계인 지분율

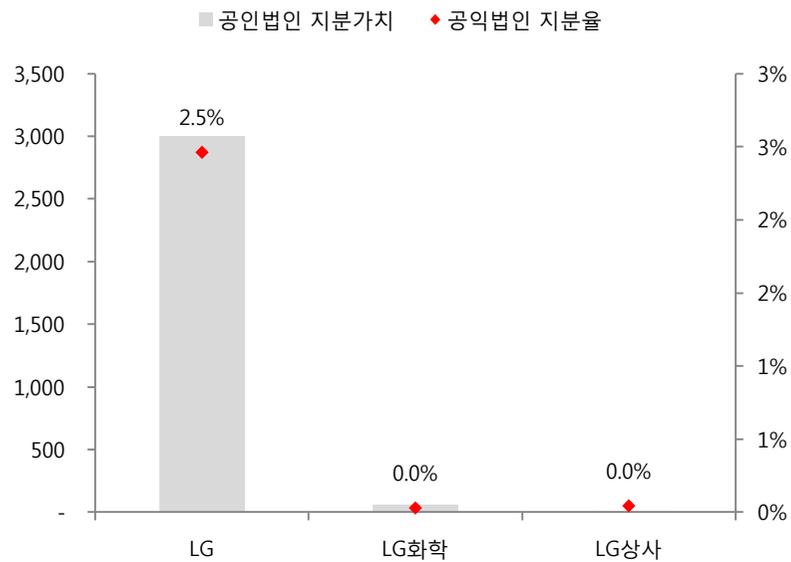


자료 : SK증권

● LG그룹 계열 공익법인

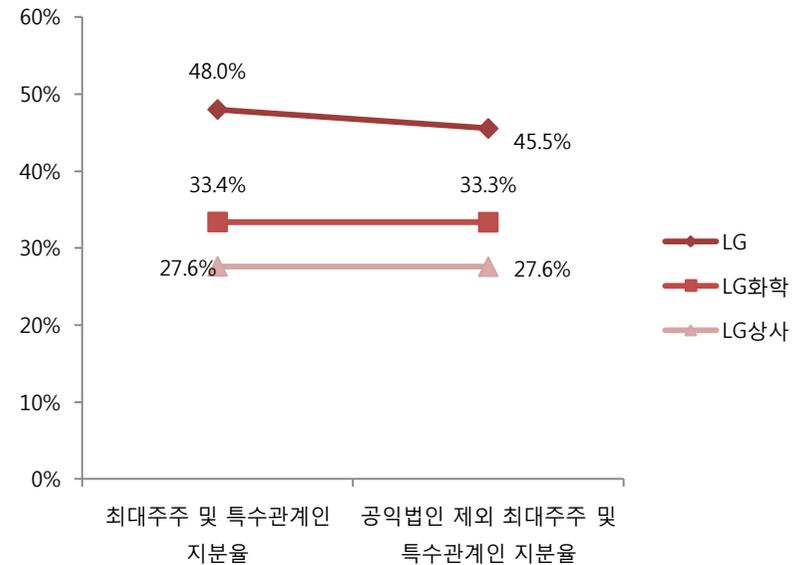
- LG계열 공익법인은 LG 2.5%를 보유하고 있으며 LG화학과 LG상사도 일부 보유하고 있으나 금액은 미미
- 공익법인의 의결권 제한 시 최대주주 및 특수관계인 지분율은 LG의 지분율은 45.7%
- LG는 LG그룹 지배구조의 최상단에 위치한 지주회사로서, 주요 주주는 구본무(11.3%), 구광모(6.2%), 구본준(7.7%) 등으로 공익법인의 의결권 제한에도 불구하고 안정적인 경영활동 가능할 것

LG계열 공익법인의 계열사 지분율 현황 (단위 : 억원)



자료 : SK증권

LG그룹 공익법인 제외 시 최대주주 및 특수관계인 지분율

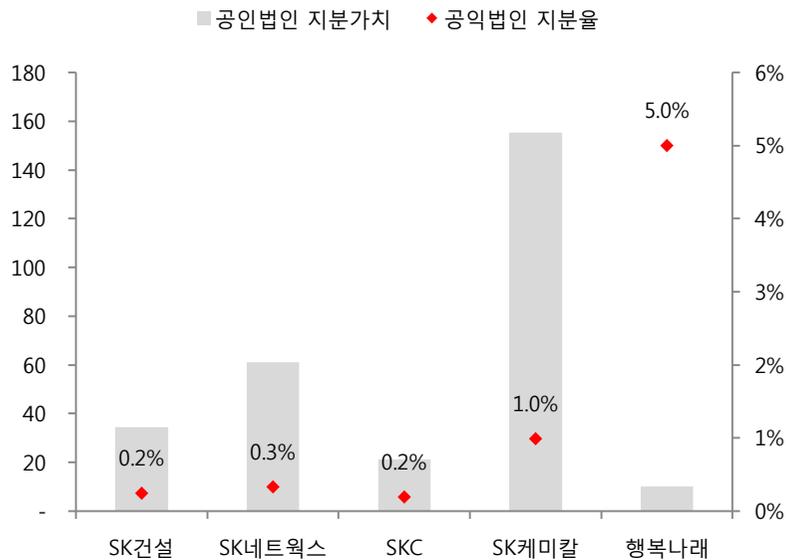


자료 : SK증권

● SK그룹 계열 공익법인

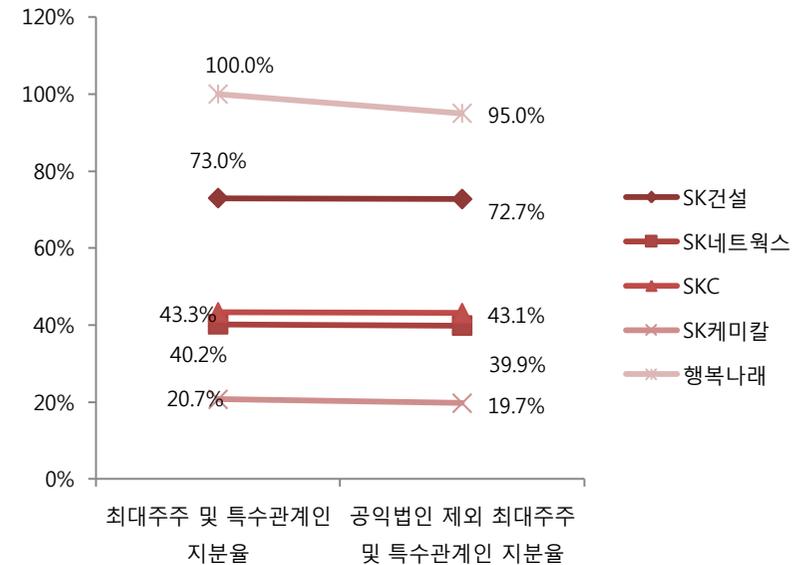
- SK계열 공익법인은 행복나래 5.0%, SK케미칼 1.0%, SK네트웍스 0.3%, SKC와 SK건설을 각각 0.2% 보유하고 있음
- 각 계열사에 대해 공익법인이 보유하고 계열사 지분가치는 6대 대기업 중 가장 낮음
- SK건설은 SK(44.5%)와 SK케미칼(28.3%)이 지분을 보유하고 있으며, 행복나래는 SK(5%), SK가스(5%), SK이노베이션(42.5%), SK텔레콤 (42.5%)이 지분을 보유하고 있음
- SK그룹 역시 공익법인의 의결권 행사가 제한되더라도 지배력을 유지하는데는 문제 없음

SK계열 공익법인의 계열사 지분율 현황 (단위 : 억원)



자료 : SK증권
 주: SK건설과 행복나래는 순자산으로 지분가치 계산

SK그룹 공익법인 제외 시 최대주주 및 특수관계인 지분율

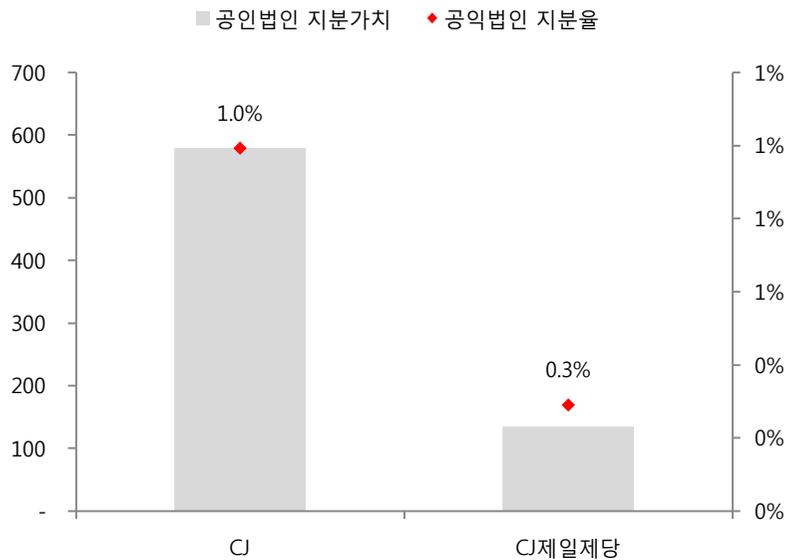


자료 : SK증권

● CJ그룹 계열 공익법인

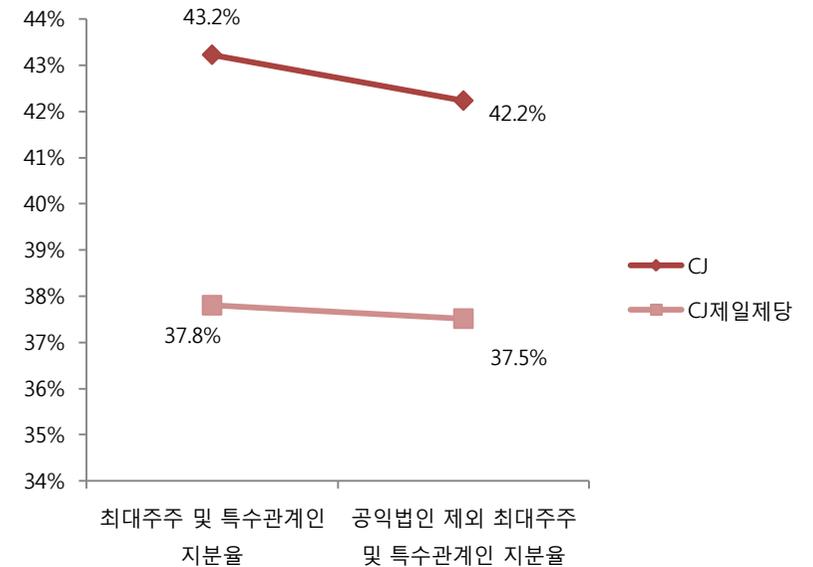
- CJ계열 공익법인은 CJ 1.0%, CJ제일제당 0.3%를 보유하고 있음
- 각 계열사에 대해 공익법인이 보유하고 있는 지분율이 크지 않은 편
- CJ는 CJ그룹의 지주회사로서 최대주주(이재현 회장)는 42.1% 지분 확보하고 있음

CJ계열 공익법인의 계열사 지분율 현황 (단위 : 억원)



자료 : SK증권

CJ그룹 공익법인 제외 시 최대주주 및 특수관계인 지분율

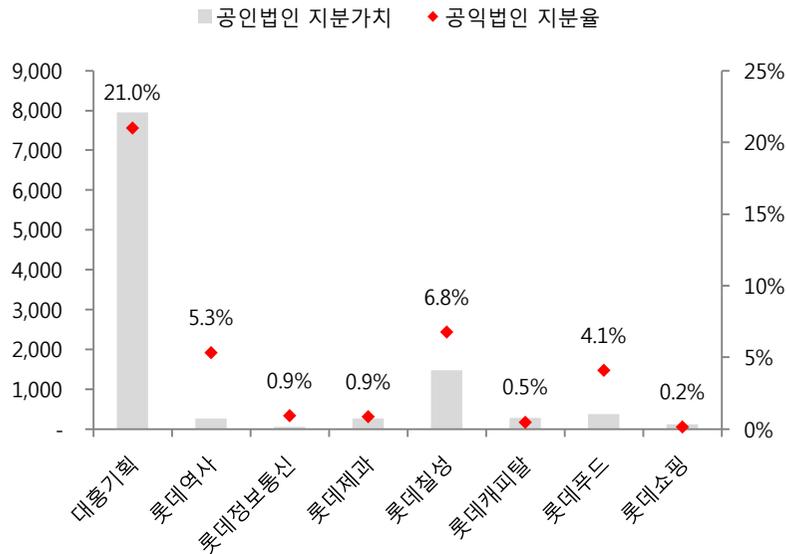


자료 : SK증권

● 롯데그룹 계열 공익법인

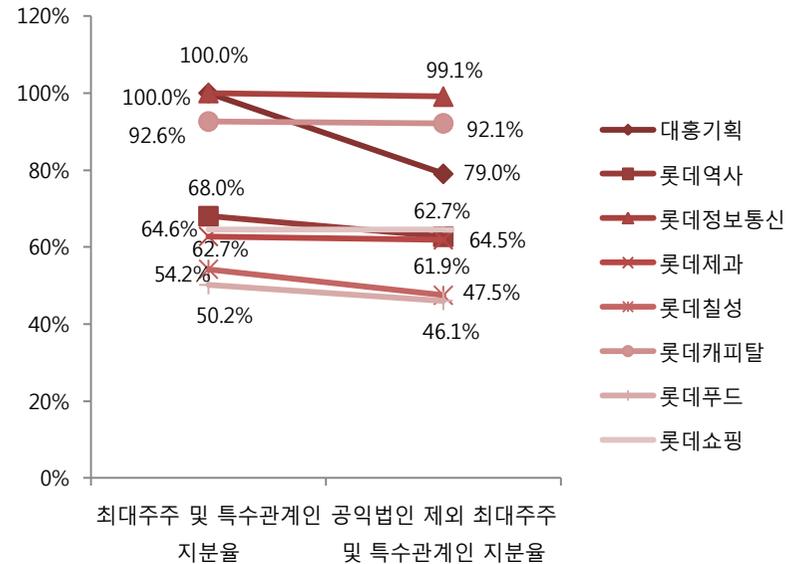
- 롯데계열 공익법인은 대흥기획의 지분을 21.0% 보유하고 있으며, 롯데칠성(6.8%), 롯데역사(5.3%), 롯데푸드(4.1%)에 대해서도 비교적 높은 지분을 확보하고 있음
- 롯데 공익법인이 보유하고 있는 계열사 지분가치는 1조원을 상회하나, 타 대기업 대비 내부 지분율이 높아 경영권 유지에는 문제 없을 전망
- 대흥기획의 최대주주는 롯데쇼핑(34.0%)이며, 호텔롯데가 16.3% 지분 보유 중

롯데계열 공익법인의 계열사 지분율 현황 (단위 : 억원)



자료 : SK증권
 주: 대흥기획, 롯데역사, 롯데정보통신, 롯데캐피탈은 순자산으로 지분가치 계산

롯데그룹 공익법인 제외 시 최대주주 및 특수관계인 지분율



자료 : SK증권

인적분할 시 자사주 의결권 제한

● 6대 대기업 중 삼성, 현대차, 롯데(비지주회사) 주요 계열사의 자사주 보유 현황

- 삼성전자의 경우 보유 자사주의 50%를 2017년 소각예정이며, 2018년 이사회를 거쳐 나머지 자사주도 소각할 예정임

대기업 집단	주요 계열사	보통주 자사주 지분율(%)	자사주 가치(억원)
삼성	삼성물산	13.8	33,175
	삼성전자	13.0	420,038
	삼성생명	10.2	25,123
	삼성에스디에스	0.0	40
현대차	현대차	6.0	20,825
	기아차	1.1	1,635
	현대모비스	2.7	6,595
	현대글로벌비스	0.0	-
롯데	롯데쇼핑	6.2	5,254
	롯데제과	0.0	-
	롯데칠성	0.0	1
	롯데푸드	0.0	0

인적분할 시 자사주 의결권 제한: 상법 및 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안

● 자기주식 관련 법률 개정안은 상법 4개, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 2개가 계류 중

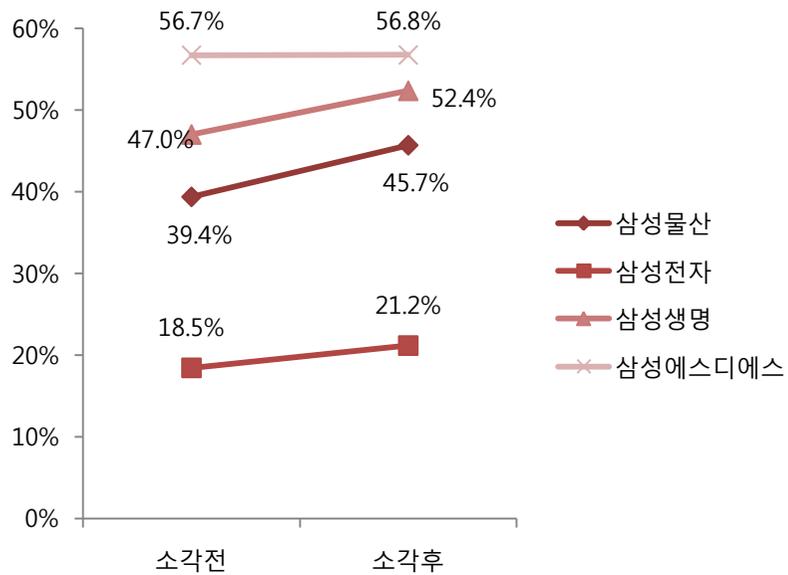
- 인적분할 시 자기주식의 신주배정 금지(오신환 의원), 신주배정은 가능하되 의결권 제한(박용진 의원), 인적분할 시 자사주 의무소각(제윤경 의원) 방안이 있음. 그밖에 자사주를 소각하게 하는 법안도 있음
- 자사주를 활용(인적분할 시 자사주의 신주배정)한 지주사 전환이 어려워질 전망
- 지주사 전환을 위해 인적분할 할 경우 자사주를 소각한다면 기존 주주의 지분율이 올라가는 효과는 있음

법률	제안자	제안일자	주요 내용
상법	오신환의원 등 10인	2017-02-14	기업분할 시 자기주식에 대한 신주배정을 금지하여 대주주의 편법적 지배력 강화를 방지
	이종걸의원 등 11인	2016-11-29	회사가 보유하고 있는 자기주식을 의무적으로 소각 또는 주주에게 배분하도록 하여 주주 간 소유지분구조 건전성을 강화하고 주주평등주의를 실현하려는 것임(안 제342조).
	박용진의원 등 10인	2016-07-12	회사가 분할 또는 분할합병 할 경우 단순분할신설회사, 분할합병신설회사는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주의 배정을 금지하고, 분할승계회사에 대하여는 신주발행 뿐만 아니라 자기주식을 교부하는 행위도 금지하여 회사의 자본을 통한 대주주의 부당한 지배력 강화를 방지하고 건전하고 투명한 지배구조 체제를 육성하려는 것임(안 제530조의8 신설).
	박영선의원 등 10인	2016-06-07	자본충실의 원칙에 따라, 특정 목적에 의해 취득한 자기주식은 상당한 시기에 처분하도록 강제할 필요가 있음. 다만, 자기주식 처분 시 주주평등의 원칙을 따르되, 신기술의 도입 및 재무구조 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위해 필요한 경우에는 특정인에게 처분할 수 있도록 하고, 특정 목적에 의해 취득한 자기주식은 상당한 시기에 처분하도록 함으로써, 주주평등주의와 자본충실 원칙을 실현코자 함(안 제342조).
독점규제 및 공정거래에 관한 법률	박용진의원 등 10인	2016-12-29	이에 상호출자제한기업집단에 속하는 회사가 분할 또는 분할합병을 하는 경우 존속회사가 보유하는 자기주식에 대해 단순분할신설회사 또는 분할합병신설회사가 배정한 신주의 의결권 행사를 금지하여 회사의 자본을 통한 대주주의 부당한 지배력 강화를 방지하고 건전하고 투명한 지배구조 확립에 기여하려는 것임(안 제11조제2항 신설).
	제윤경의원 등 10인	2016-11-24	상호출자제한기업집단 소속 회사가 지주회사로 전환하기 위하여 인적분할을 하려는 경우 미리 자사주를 소각하도록 하여 회사 자본을 통한 재벌총수의 부당한 지배력 강화를 방지하려는 것임(안 제10조의4 신설, 안 제15조제1항, 제16조제1항·제2항 및 제66조).

● 삼성그룹 계열사 자기주식

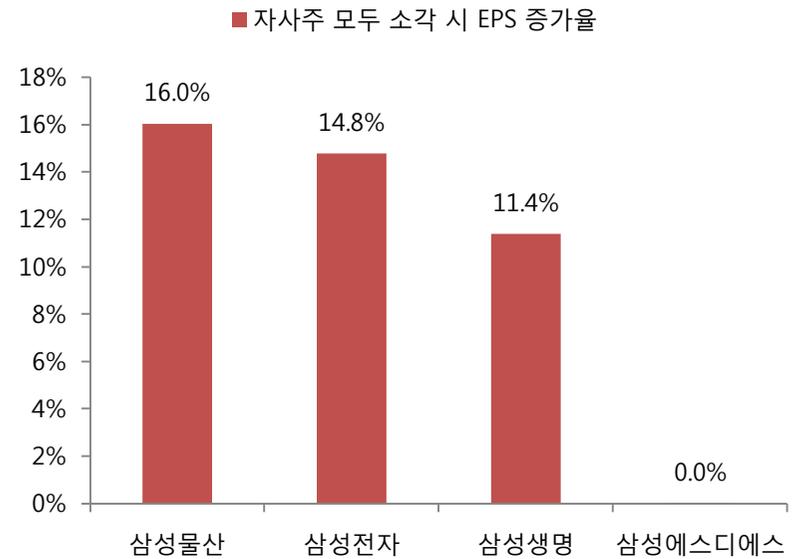
- 삼성 주요 계열사는 보통주 기준 삼성물산 13.8%, 삼성전자 13.0%, 삼성생명 10.2%의 자사주를 보유하고 있음
- 삼성전자는 자사주를 단계적으로 소각 예정이며, 이 경우 삼성생명과 삼성화재 합산 지분율이 10%를 상회할 가능성 존재 (현재 삼성생명 7.61%, 삼성화재 1.33% 보유하고 있으며 모두 소각 시 합산 지분율은 10.3%로 예상). 이 경우 금융산업 구조개선에 관한 법률에 따라 금융위원회의 승인 필요
- 자사주 소각에 따른 EPS 증가효과는 삼성물산 16.0%, 삼성전자 14.8%, 삼성생명 11.4% 자사주 소각에 따른 추가적인 주가 상승여력 발생

자사주 소각 후 최대주주 및 특수관계인 지분율



자료 : SK증권

보유 자사주 소각 시 EPS 증가 효과

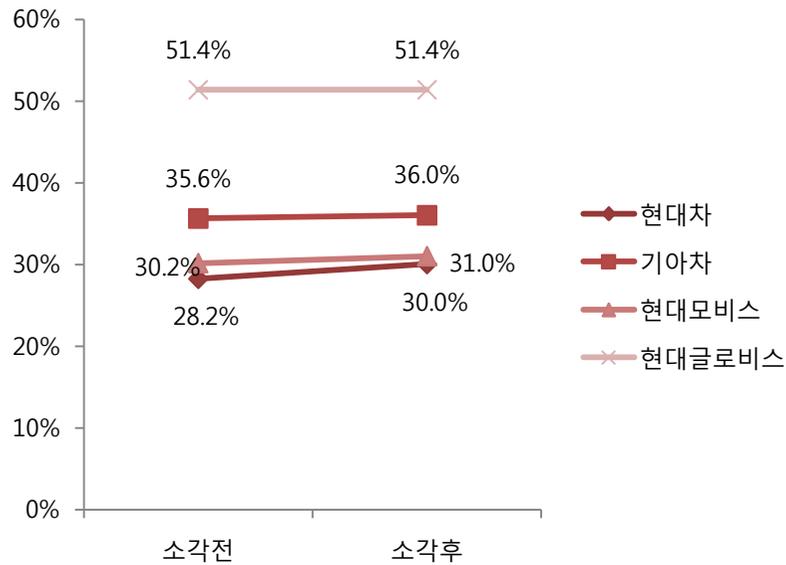


자료 : SK증권

● 현대차그룹 계열사 자기주식

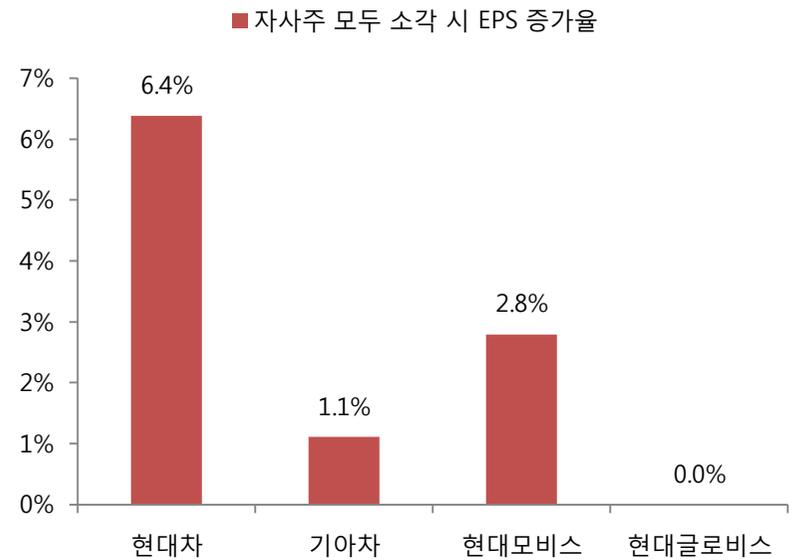
- 현대차 주요 계열사는 보통주 기준 현대차 6.0%, 기아차 1.1%, 현대모비스 2.7%의 자사주를 보유하고 있음
- 현대차만 6.4%의 자사주를 보유하고 있어 자사주 소각 이후 최대주주 및 특수관계인 지분율은 1.8%p 상승할 것으로 예상되며 나머지 계열사는 크게 의미 있지 않음
- 자사주 소각에 따른 EPS 증가효과는 현대차 6.4%, 기아차 1.1%, 현대모비스 2.8%임

자사주 소각 후 최대주주 및 특수관계인 지분율



자료 : SK증권

보유 자사주 소각 시 EPS 증가 효과

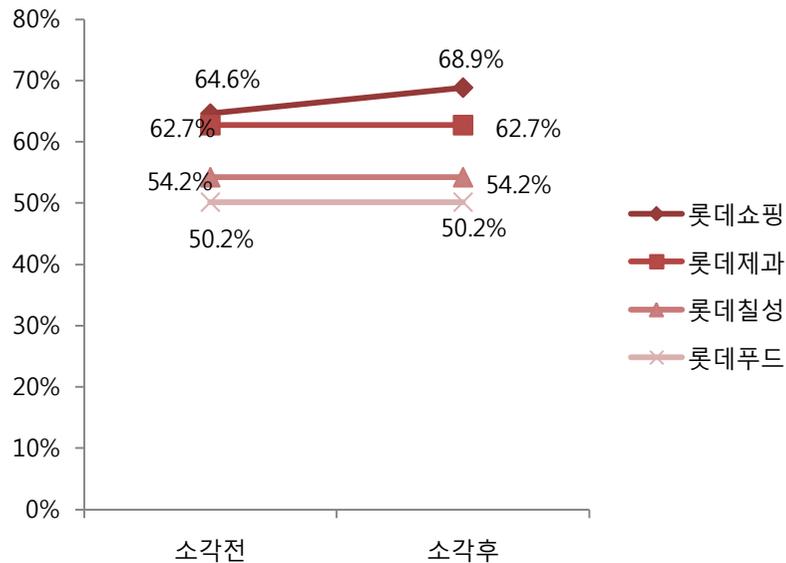


자료 : SK증권

● 롯데그룹 계열사 자기주식

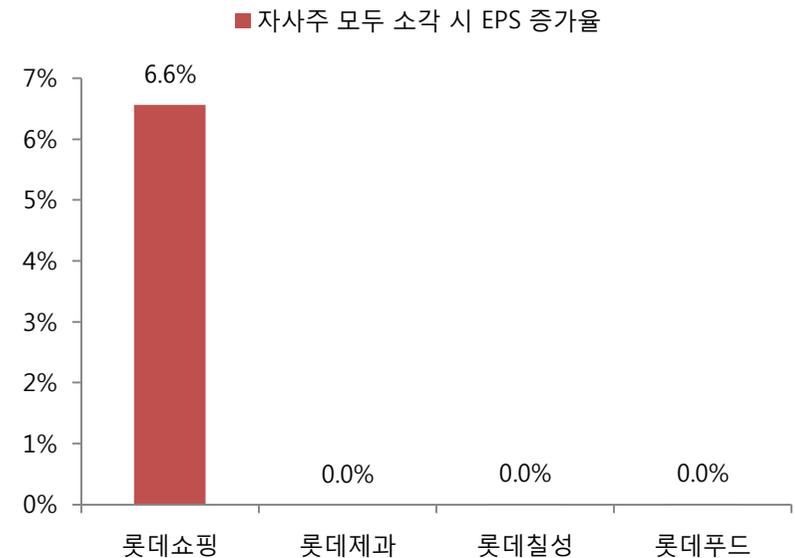
- 롯데 주요 계열사는 보통주 기준 롯데쇼핑은 6.2%의 자사주를 보유하고 있음
- 롯데는 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드의 인적분할 합병을 결정하였음. 일반적으로 자사주 의결권 부활을 통해 사업회사의 지분을 확보하나 롯데는 자사주 비율이 낮아 향후 최대주주의 사업회사 지분을 지주회사에 현물출자하는 방안이 유력함
- 롯데쇼핑의 자사주 소각에 따른 EPS 증가효과는 6.6%

자사주 소각 후 최대주주 및 특수관계인 지분율



자료 : SK증권

보유 자사주 소각 시 EPS 증가 효과



자료 : SK증권

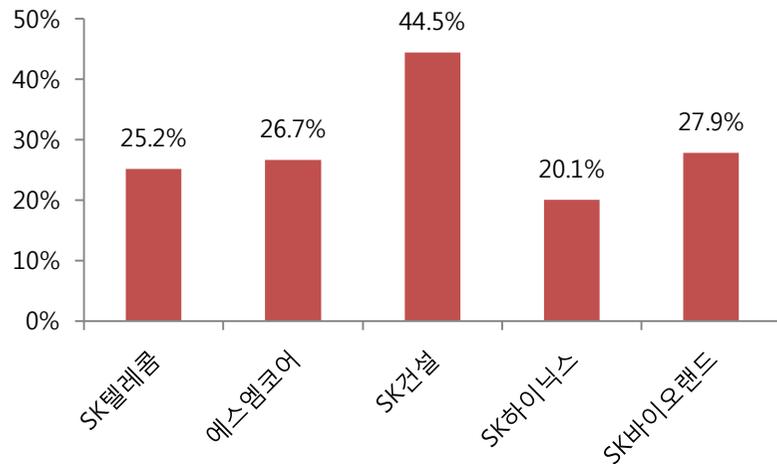
자회사 지분 의무소유비율 강화

● 현재 지주회사의 자회사 지분 의무소유비율은 상장사 20%, 비상장사 40%

- 구체적으로 지분 의무소유비율이 확정된 바는 아니지만, 문재인 대통령은 의무소유비율 상승에 동감하는 것으로 알려짐
- 상장사는 20%에서 30%로 비상장사는 40%에서 50%로 상향하는 방안이 유력
- 의무소유비율 상승 시, 지주사 전환에 어려움을 겪을 수 있고 기존 지주회사에도 적용 시 추가적인 비용 부담 요인
- SK그룹은 SK하이닉스 추가 지분인수가 부담이 될 수 있고, 롯데그룹은 4사 분할 합병 이후 롯데제과(사업회사) 지분 확보가 필요한 상황임
- CJ그룹 내 CJ대한통운의 경우 CJ제일제당과 케이엑스홀딩스가 각각 20.1%를 보유하고 있어 30%로 의무소유 지분율 상승 시 지분 정리 필요

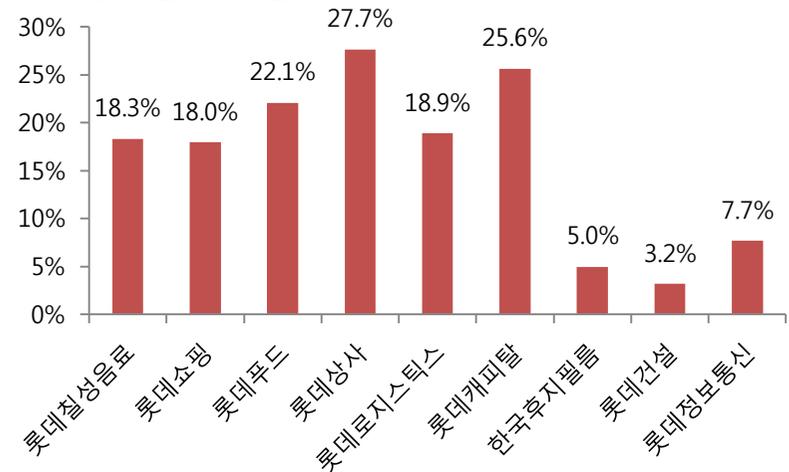
SK그룹 주요 계열사 지분 보유 현황

■ 상장사 30% 미만, 비상장사 50% 미만 SK그룹 자회사 및 손자회사 현황



롯데그룹 주요 계열사 지분 보유 현황

■ 롯데 4사 분할합병 이후 상장사 30% 미만, 비상장사 50% 미만 롯데그룹 자회사 현황



● 자회사 지분 의무소유비율 강화 관련하여 채이배 의원은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 발의한 상태

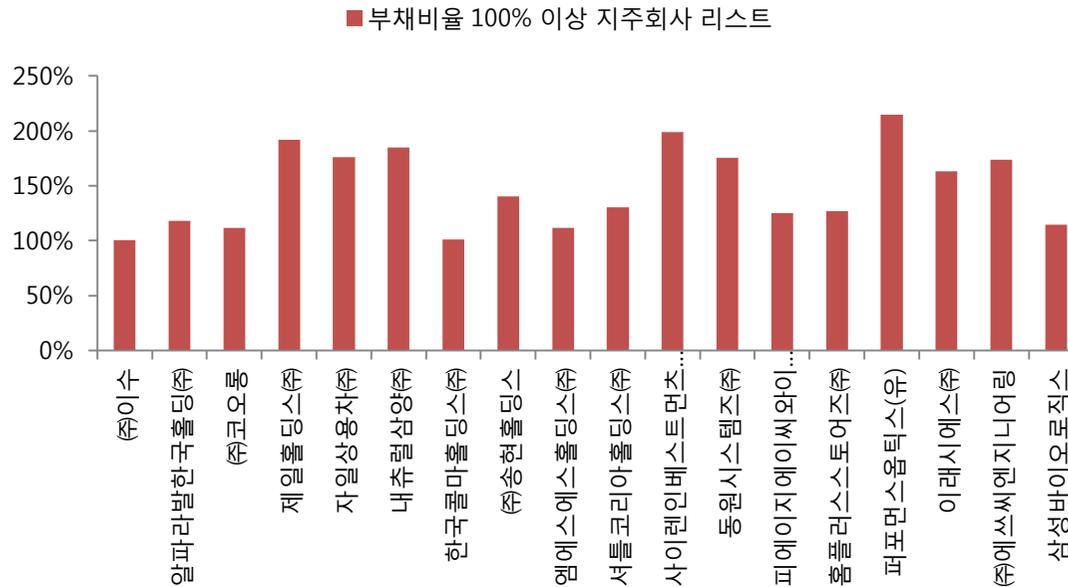
- 2016년 10월 채이배 의원(국민의당) 등 20인은 1)지주회사 요건 중 주된 사업요건의 판단 시 회사가 보유한 계열회사 주식가치를 공정가치로 하고, 2)두 개의 자회사의 손자회사 공동지배 금지 명문화, 3)지주회사 행위제한 요건 강화가 주된 내용임
- 지주회사 행위제한 요건 강화는 자회사 지분 의무소유비율 요건을 상장사 30%, 비상장사 50%로 확대하고 지주회사의 부채비율을 200%에서 100%로 하향시키는 것

제안자	제안일자	제안이유
채이배의원 등 20인	2016-10-21	<p>본래 지주회사는 경제력 집중을 조장할 수 있어 설립 및 허용을 금지해 왔으나, 재벌그룹의 복잡한 출자구조로 인한 불투명성을 해소하기 위해 엄격한 행위제한을 조건으로 제도가 도입되었음. 그러나 2007년 두 차례에 걸친 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 개정으로 오히려 지배주주의 지배권을 강화하고 경제력 집중을 심화하는 부작용을 낳고 있음.</p> <p>특히 현행법이 실질적 지배 여부와 무관하게 단순히 보유 주식수와 재무제표 수치를 기준으로 지주회사 해당 여부를 판단함으로써 인해 규제공백이 발생하는 실정임. 현행법 시행령은 '주된 사업요건'을 판단할 때에 계열사의 주식가액 합계 대신 자회사의 주식가액 합계를 기준으로 삼도록 하고 있음.</p> <p>이로 인해 '주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배'하여 실질적으로 지주회사 역할을 하면서도 지주회사 규제는 적용받지 않는 회사가 존재하게 됨. 이에 지주회사의 요건 중 '주된 사업요건'을 판단할 때 회사가 보유한 계열회사 주식가치의 합계액을 기준으로 삼도록 하며, 주식가치는 공정가치를 기준으로 평가하도록 함(안 제2조).</p> <p>또한 현행법의 허점으로 인해 두 개의 자회사가 하나의 손자회사를 동시에 보유할 수 있어 지주회사제도의 도입 취지와 반대로 계열사 간 시스템 리스크의 전이를 차단하지도 못하고, 오히려 소유관계가 복잡해지는 문제가 있으므로 이를 바로잡아 두 개 자회사의 손자회사 공동지배 금지를 명문화함(안 제8조의2제3항).</p> <p>아울러 지주회사에 대한 행위제한의 완화로 지배주주들이 지주회사 전환에 따른 각종 혜택만 누리면서 제도 본래의 도입 취지는 퇴색시키는 문제가 있으므로, 지주회사에 대한 행위제한을 최초 제도 도입 수준까지 강화함(안 제2조 및 제8조의2).</p>

● 부채비율 강화 시, 18개 지주사 영향

- 2007년 이전까지 지주회사의 부채비율 규정은 100%였으나 2007년 이후 지주회사 전환 촉진을 위해 부채비율 규정을 200%로 완화한 것임
- 부채비율 규정이 100%로 회귀한다면 지주회사의 부채비율을 낮추기 위한 자금조달로 부담이 확대될 수 있음

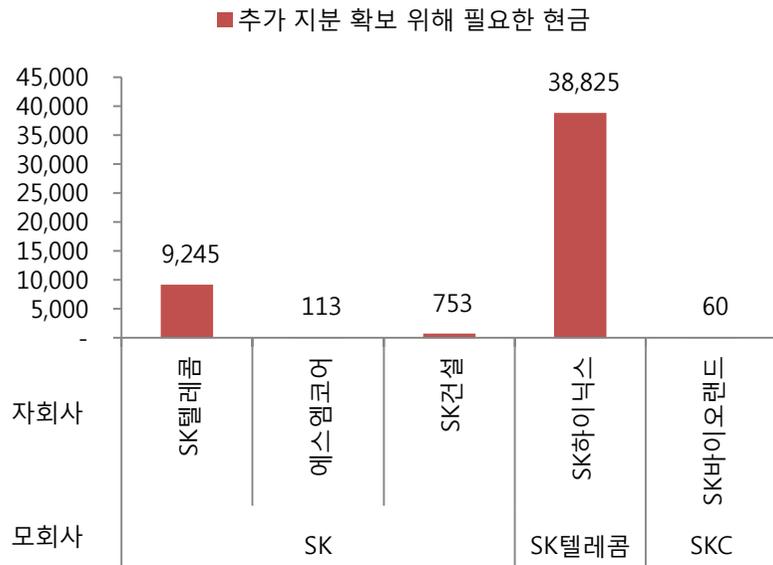
공정거래법상 지주회사 중 부채비율 100% 이상 업체 리스트



자료 : 공정거래위원회. 16년 9월말 기준

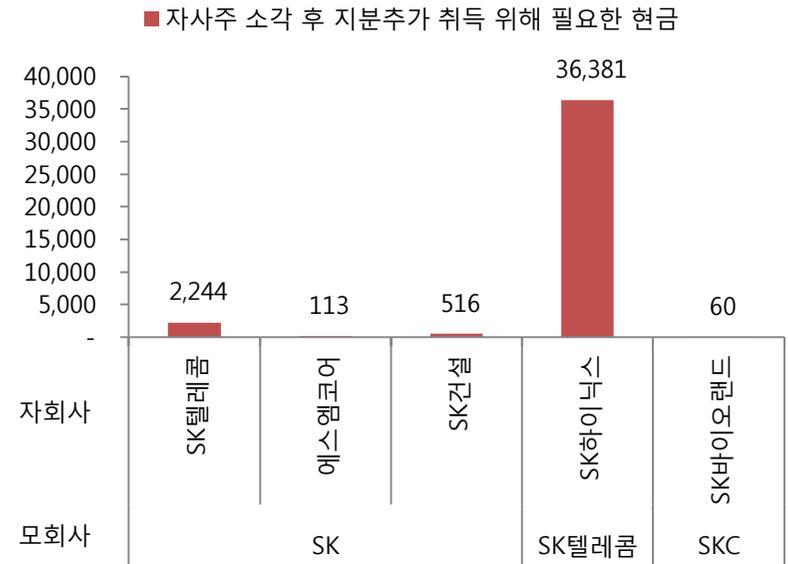
- **SK그룹은 자회사 지분 의무소유비율 강화(상장사 30%, 비상장사 50% 가정) 시 4.9조원 현금 필요**
 - SK는 SK텔레콤 지분 확보를 위해 9,245억원, SK텔레콤은 SK하이닉스 지분 확보를 위해 3.9조원 현금 필요
 - SK텔레콤 12.6%, SK하이닉스 3.0% 자사주를 보유하고 있어 이를 소각 후 상장사 지분 요건인 30%를 확보하기 위해서 SK텔레콤 2,244억원, SK하이닉스 3.6조원의 지분을 추가적으로 매입해야 함

지분 추가확보를 위해 필요한 현금 (단위 : 억원)



자료 : SK증권
주: SK건설은 장부가 기준

자회사 자사주 소각 시 지분 추가확보를 위해 필요한 현금 (단위 : 억원)



자료 : SK증권

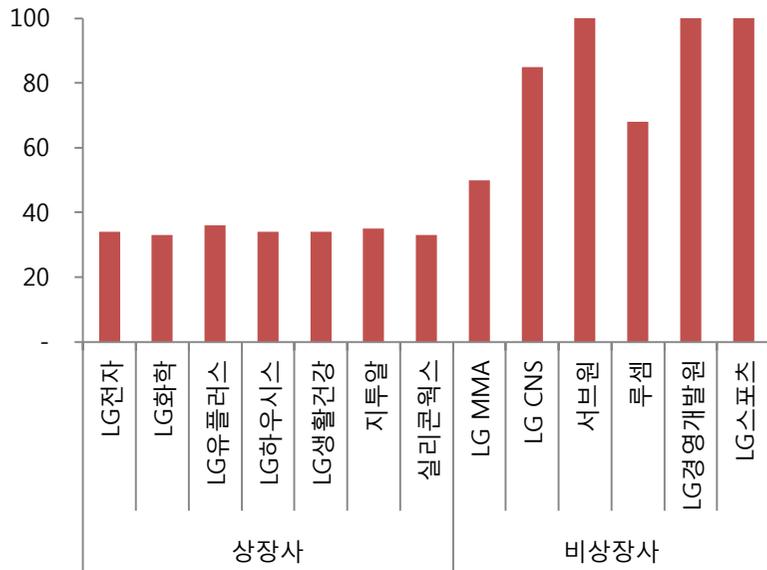
● 롯데그룹은 4개사 분할 합병으로 지주회사 전환 예정

- 롯데쇼핑, 제과, 칠성, 푸드의 분할 합병으로 합병법인은 계열사 지분 다수 확보
- 롯데그룹의 경우 계열사 내부 지분 비율이 높아 지주회사 전환 이후에도 현물출자, 지분교환 등의 방법으로 자회사 지분을 확보하는 데에는 크게 문제 없을 전망
- 다만 합병법인의 롯데제과 지분 확보가 필요한 상황

투자회사	롯데쇼핑	롯데제과	롯데칠성음료	롯데푸드	합계
롯데칠성음료		18.3			18.3
롯데쇼핑	6.2	7.9	3.9		18.0
롯데푸드	3.5	9.3	9.3		22.1
롯데자산개발	39.1	7.2	14.2		60.5
대흥기획	34.0			10.0	44.0
롯데상사	27.7				27.7
롯데리아	38.7	13.6	2.2		54.4
롯데닷컴	50.0	8.5	5.3		63.8
롯데로지스틱스	4.6	4.6	4.6	5.0	18.9
코리아세븐	51.1	16.5			67.6
롯데역사	25.0	8.9		7.5	41.4
롯데멤버스	93.8				93.8
롯데하이마트	65.3				65.3
롯데캐피탈	22.4		1.5	1.8	25.6
롯데카드	93.8				93.8
한국후지필름			5.0		5.0
롯데건설			3.2		3.2
롯데정보통신		6.1	1.5		7.7

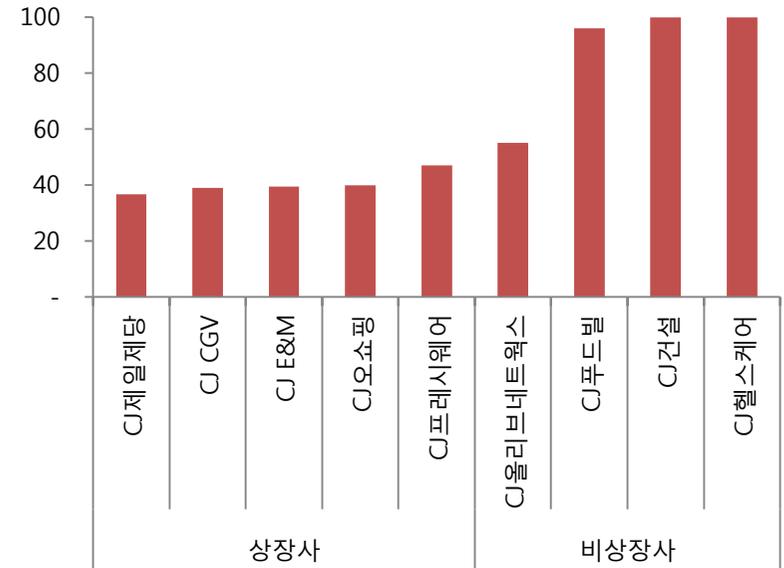
- **2003년 지주회사 전환한 LG그룹은 자회사 지분 의무소유비율 강화에도 영향 없음**
 - 07년 이전 지주회사로 전환한 LG는 이미 상장사 30%, 비상장사 50% 이상의 지분 확보
- **CJ그룹은 CJ대한통운의 지분을 정리 필요**
 - CJ제일제당과 케이엑스홀딩스가 나누어 보유하고 있는 CJ대한통운 지분 정리 필요할 전망. 다만 CJ대한통운은 자사주 22.7% 보유

LG 주요 자회사 지분율 (단위 : %)



자료 : SK증권

CJ 주요 자회사 지분율 (단위 : %)



자료 : SK증권

금산분리 강화

● 금산분리 강화

- 신임 김상조 공정위원장 후보자는 금산분리에 대해 “금산분리 문제는 기본적으로 금융위 소관이고 더 나아가 법무부와 국무총리실 등 다양한 부처와의 협업이 필요한 사안”이라고 밝힘
- 현행법상 은행에 대해서만 4% 룰(산업자본의 은행지분 4% 이상 보유 금지) 적용
- 금융계열사의 다른 계열사 의결권 행사 제한하는 내용 포함

<6대 대기업 주요 금융계열사 보유 현황>



기업집단	금융계열사
삼성	삼성화재해상보험
	삼성생명보험
	삼성증권
	삼성카드
	삼성벤처투자

기업집단	금융계열사
현대차	현대카드
	현대캐피탈
	현대커머셜
	현대라이프생명보험
	HMC투자증권

기업집단	금융계열사
SK	SK증권

기업집단	금융계열사
롯데	롯데캐피탈
	롯데카드
	롯데손해보험
	롯데멤버스

● 자회사 지분 의무소유비율 강화 관련하여 채이배 의원은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 발의한 상태

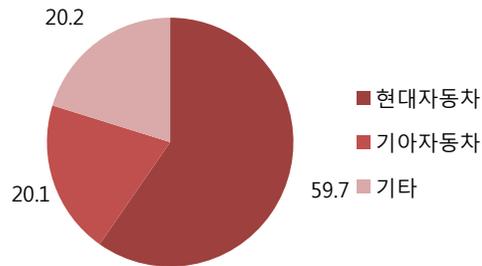
- 현재 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 상 금융회사는 국내계열사의 의결권 행사가 불가능하나, 1)임원의 선임 또는 해임, 2)정관변경, 3)그 계열회사의 다른회사로의 합병, 영업의 전부 또는 주요부분의 다른회사로의 양도의 경우 15% 이내에서 의결권 행사를 허용하고 있음
- 2017년 1월 박용진 의원(더불어민주당) 등 12인은 예외적으로 의결권 행사가 가능한 범위 내 계열회사 간의 합병, 영업의 전부 또는 주요부분의 양도를 제외하는 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안을 발의
- 6대 대기업의 금융계열사 중 국내 계열사 지분을 보유하고 있는 사례는 삼성그룹에 집중되어 있음

제안자	제안일자	제안이유
박용진 의원 등 12인	2017-1-11	<p>현행법에서는 상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다고 규정하면서 예외적으로 의결권을 행사할 수 있도록 하고 있음.</p> <p>예외적으로 의결권행사가 가능한 경우로서 그 계열회사의 다른 회사로의 합병, 영업의 전부 또는 주요부분의 다른 회사로의 양도가 있으나, 최근 삼성물산과 제일모직 간의 합병사태를 계기로 계열회사 간의 불공정합병을 이용하여 대주주의 지배력을 강화하는 것에 대한 사회적 비난이 높아지고 있음.</p> <p>이에 예외적으로 의결권 행사가 가능한 범위에 계열회사 간의 합병, 영업의 전부 또는 주요부분의 양도는 제외함으로써 계열회사 간 합병이 대주주의 지배력을 강화하는 수단으로 악용되는 것을 막아 소액주주의 권익을 보호하고자 하는 것임(안 제11조제3호다목).</p>

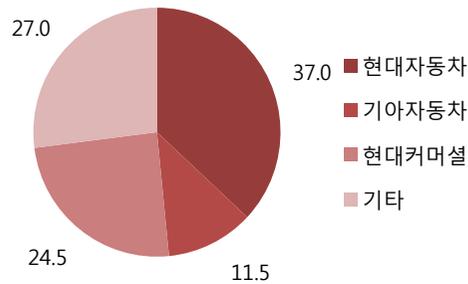
● 금융회사의 국내 계열사 지분보유 없어 지주회사 전환 전까지는 큰 이슈 없음

- 현대차 그룹은 지주회사 전환에 대해 명확히 밝힌 바 없는데 지주회사 전환 전까지 그룹이 보유하고 있는 금융계열사 이슈는 없을 것으로 예상함
- 현대차 금융계열사가 보유하고 있는 국내 계열사 보유 지분이 없기 때문
- 다만 지주회사 전환 시 금융계열사 지분 처리 문제 발생

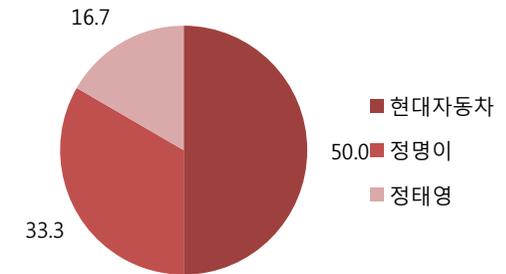
<현대캐피탈 주주구성>



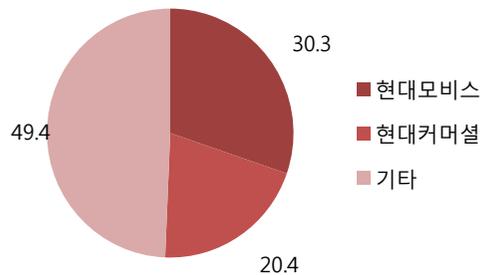
<현대카드 주주구성>



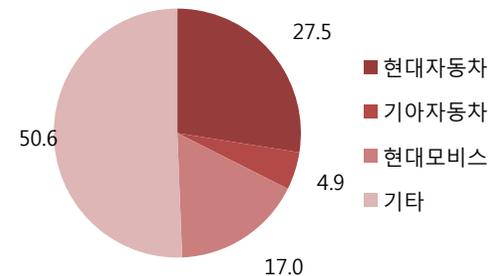
<현대커머셜 주주구성>



<현대라이프생명보험 주주구성>



<HMC투자증권주주구성>



● 지주회사 전환 선언, 금융자회사 지분 매각 필요

- 롯데그룹은 롯데쇼핑, 제과, 칠성, 푸드 분할 합병 이후 지주회사 전환을 선언하였기 때문에 금융계열사에 대한 지분 처리 문제 발생
- 롯데캐피탈, 롯데카드, 롯데손해보험 등 금융계열사 보유

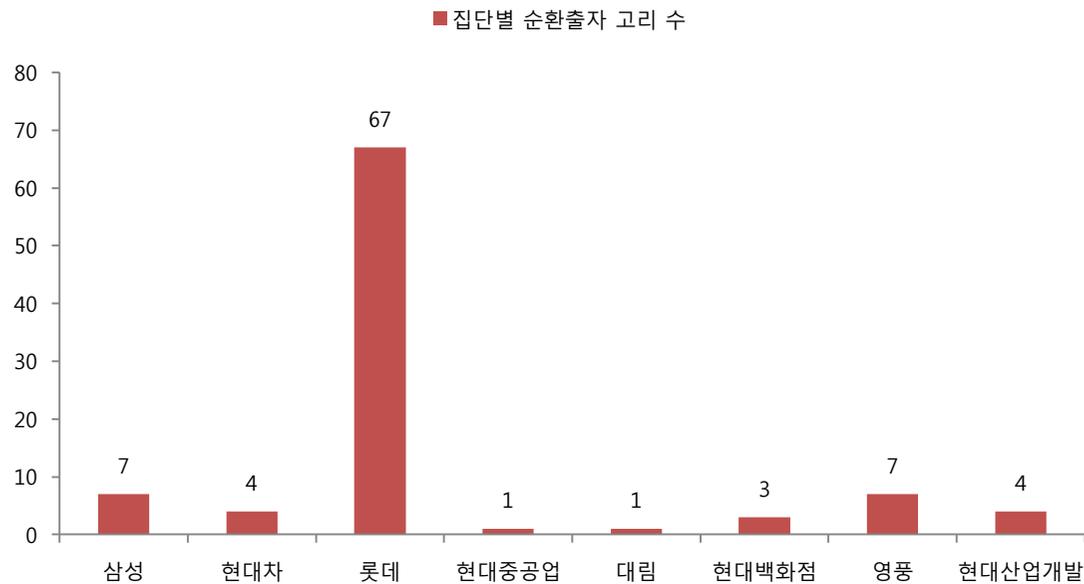
롯데카드		롯데손해보험		롯데캐피탈	
주주	지분율	주주	지분율	주주	지분율
롯데쇼핑	93.8	호텔롯데	23.7	호텔롯데	26.6
롯데캐피탈	4.6	롯데역사	7.1	롯데쇼핑	22.4
부산롯데호텔	1.0	대흥기획	16.2	롯데건설	11.8
신동빈	0.3	부산롯데호텔	5.5	부산롯데호텔	11.5
신영자	0.2	신동빈	1.4	대흥기획	8.2
신동주	0.2			롯데리아	2.6
				광윤사	1.9
				롯데푸드	1.8
				한국후지필름	1.7
				롯데칠성음료	1.5
				신동빈	0.9
				신동주	0.5
				신영자	0.5
				롯데장학재단	0.5
				롯데상사	0.2

순환출자 해소

● 기존순환출자 해소는 문제인 대통령 10대 공약에서는 제외

- 신임 김상조 공정위원장 후보자는 순환출자에 대해, 과거 대비 많이 해소된 상황이며, 순환출자가 재벌그룹 총수 일가의 지배권을 유지하고 승계하는 데 중요한 역할을 하는 것은 사실상 현대자동차 그룹 하나만 남았다고 밝힘
- 따라서 단기간 기존순환출자를 해소하는 방안이 추진될 가능성은 낮다고 판단
- 다만 기존 순환출자가 가공자본을 창출하는 매우 심각한 문제라는 인식이 바뀐 것은 아니라고 선을 그음

집단별 순환출자 고리 수



자료 : 공정거래위원회. 15년 12월말 기준

● 기존순환출자 해소 관련하여 최운열 의원은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 발의한 상태

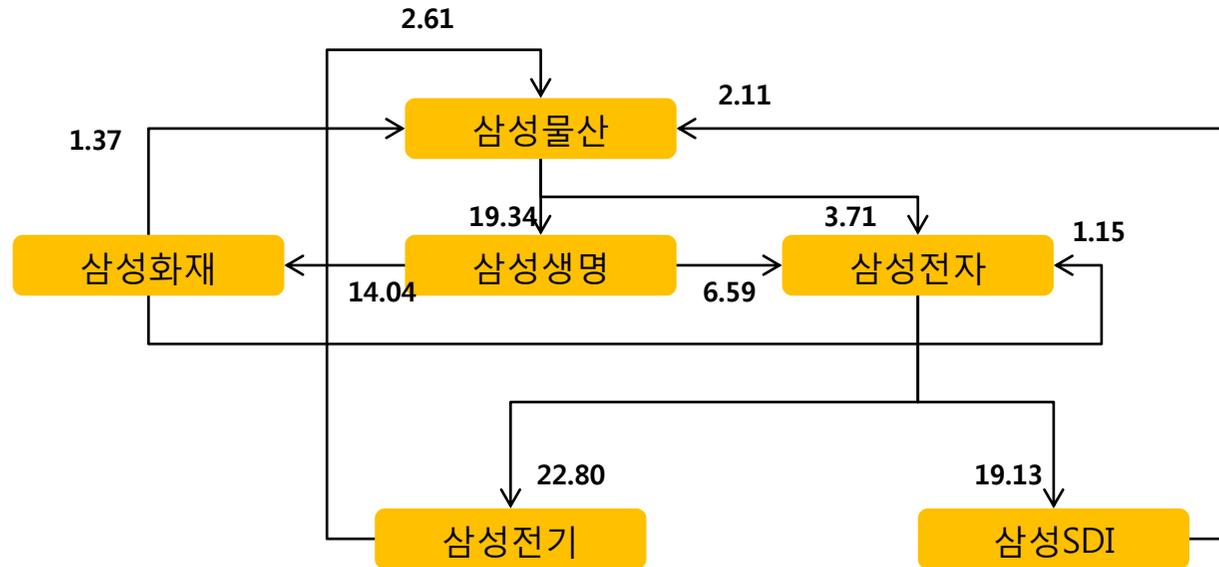
- 최운열 의원(더불어민주당) 등 24인은 기존 순환출자를 3년 이내에 해소하는 방안이 포함된 독점규제 및 공정거래에 관한 법률을 2016년 9월 발의하였음
- 상호출자제한기업집단의 경우 기존 순환출자를 법 공포 이후 3년 이내에 해소
- 법안 통과 시, 기존 순환출자를 보유한 기업집단의 재무적 부담이 될 수 있음. 현대차의 경우 지주회사 전환을 고려한다면, 순환출자 해소가 필수적인 상황

제안자	제안일자	제안이유
최운열의원 등 24인	2016-09-02	<p>순환출자는 가공의결권을 생성함으로써 지배주주의 지배력을 유지 및 강화하고, 경영권 승계를 위한 방법으로 활용되는 등 대기업의 경제력 집중에 따른 피해를 유발하고 있음.</p> <p>2014년 1월 동법의 개정으로 신규 순환출자는 금지하되 기존 순환출자에 대해서는 공시의무를 부과하여 기업들의 자발적, 점진적 해소를 유도하고자 했으나, 아직도 8개 그룹 94개의 순환출자 고리가 존재하고 있음(2016년 4월 1일 기준).</p> <p>특히 신규순환출자만 금지하고 기존순환출자는 그대로 허용하는 것은 기업 간 형평성에도 맞지 않고, 순환출자와 관련된 법령 해석 논란도 계속되고 있음.</p> <p>이에 기존의 순환출자도 3년 이내에 해소하도록 함으로써 기업의 지배구조를 보다 투명하게 하여 경제력 집중을 완화시키고자 함.</p>

● 삼성그룹의 순환출자 고리는 7개

- 삼성전기, 삼성SDI, 삼성화재가 보유하고 있는 삼성물산의 지분을 모두 매각한다면 순환출자가 해소될 수 있으며, 이를 인수하기 위한 금액은 1.5조원으로 추정됨
- 이때 매각해야 할 삼성물산의 지분율은 6.1%
- 삼성그룹은 지주회사 전환을 포기했으나, 지배구조 투명화를 위해 순차적으로 순환출자를 해소할 것으로 예상함

삼성그룹 순환출자 요약

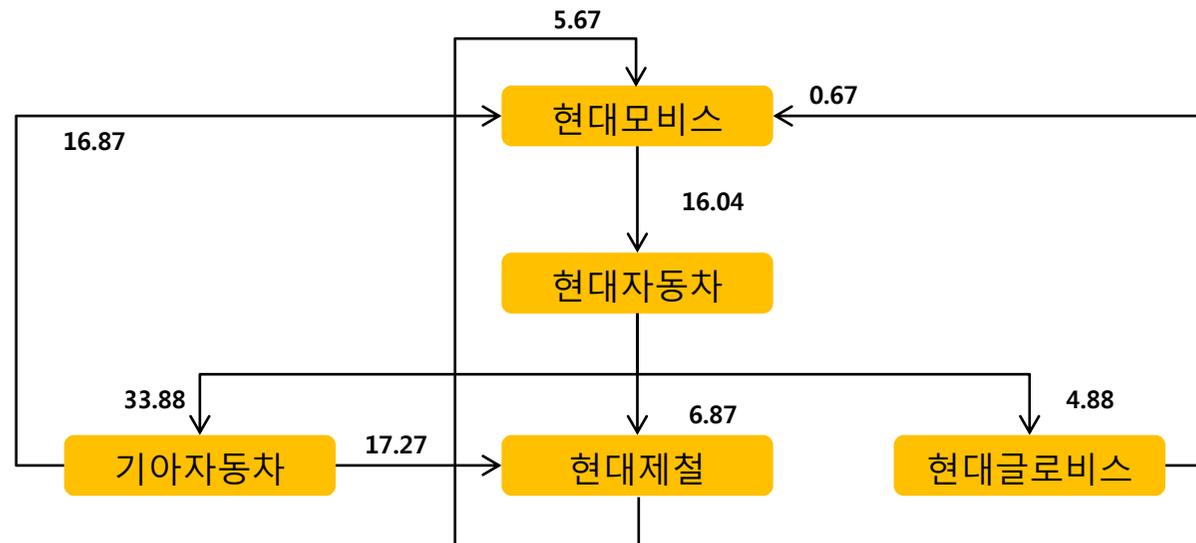


자료 : 전자공시시스템

● 현대차그룹의 순환출자 고리는 4개

- 현대차 그룹 순환출자의 핵심은 기아차, 현대제철, 현대글로벌이 보유하고 있는 현대모비스 지분임
- 계열사가 보유하고 있는 현대모비스 지분 가치는 6.1조원 수준이며 이 중 기아차가 보유한 지분가치는 4.5조원
- 순환출자 해소를 위해 오너 일가가 모비스 지분을 인수하기에는 금액 부담이 커 기아차와 모비스는 합병된다면 인수금액은 1.6조원대로 하락하게 됨
- 현재 현대차 그룹은 지주회사 전환 여부에 대한 계획을 밝히지 않고 있는 상태

현대차그룹 순환출자 요약



자료 : 전자공시시스템

- 롯데그룹의 순환출자 고리는 67개에서 18개로 감소할 전망
 - 롯데제과, 쇼핑, 칠성, 푸드의 분할 합병 이후 롯데그룹의 순환출자는 67개에서 18개로 감소할 전망
 - 18개는 합병에 따라 발생하게 되는 신규 순환출자로 6개월 내 해소할 것으로 밝힘
 - 복잡한 지배구조 대비 순환출자 해소에는 많은 비용이 소요되지 않을 것으로 판단(67개 기준 1.2조원 가량 필요)

<롯데그룹 순환출자 해소 비용 추정>

(단위: 개, %, 억원)

주주	계열회사	순환출자 고리 수	주주의 계열회사 보유 지분율	지분가치
대흥기획	롯데제과	54	3.27	990
한국후지필름	롯데쇼핑	5	7.86	5,643
롯데건설	롯데쇼핑	4	0.95	682
롯데정보통신	롯데쇼핑	4	4.81	3,454
합산		67		12,785

(자료: SK증권. 분할 합병 전 순환출자 67개 기준)

개별기업분석

SK (034730/KS | 매수 | T.P 350,000원(유지))- 계속되는 주가 상승 모멘텀

LG (003550/KS | 매수 | T.P 90,000원(상향))- 밸류에이션 정상화 기대

CJ (001040/KS | 매수 | T.P 245,000원(상향))- 본질가치에 집중

한화 (000880/KS | 매수 | T.P 55,000원(상향))- 리스크 해소 구간

LS (006260/KS | 매수 | T.P 88,000원(상향))- 견고해진 실적 안정성

원익홀딩스 (030530/KS | 매수 | T.P 9,600원(유지))- 아름다운 포트폴리오

● 투자포인트

- ① SK E&S는 1분기 서프라이즈에 이어 우호적인 시황과 CAPA 증설 효과로 높은 수익성 전망
- ② 실트론 지분 추가 인수 이후 그룹 내 반도체 수직계열화가 안정화됨에 따른 시너지 발생 전망
- ③ 비상장 자회사의 실적개선이 본격화됨에 따른 밸류에이션 부담 완화

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① SMP 가격 상승과 CAPA 증설로 SK E&S 영업이익은 전년 대비 161.2% 상승 전망(1분기 영업이익이 전년 영업이익을 넘어선 양호한 실적 기록)
- ② 실트론 지분의 추가 인수와 최대주주의 지분 참여로 계열사 간의 반도체 부문 시너지 확대될 것
- ③ 목표주가는 350,000원 유지. IT서비스와 중고차 부문의 자체 사업 올해에도 두 자릿수 성장 가능. 현재 SK바이오팜/SK바이오텍의 성장 잠재력 매우 높으나 장부가만 반영. 연말로 갈수록 바이오 자회사의 가치도 부각될 것으로 예상함

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률													
자본금	154 억원	주가(17/05/24)	270,000 원														
발행주식수	7,093 만주	KOSPI	2317.34 pt														
자사주	1,454 만주	52주 Beta	0.83														
액면가	200 원	52주 최고가	271,000 원														
시가총액	186,807 억 원	52주 최저가	200,000 원														
주요주주		60일 평균 거래대금	321 억원														
주승일(외11)	30.88%			<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>절대주가</th> <th>상대주가</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>12.0%</td> <td>5.1%</td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>12.3%</td> <td>-4.5%</td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>16.9%</td> <td>-2.3%</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	12.0%	5.1%	6개월	12.3%	-4.5%	12개월	16.9%	-2.3%
주가상승률	절대주가	상대주가															
1개월	12.0%	5.1%															
6개월	12.3%	-4.5%															
12개월	16.9%	-2.3%															
베어링자산운용(외1)	20.65%																
외국인지분률	24.00%																
배당수익률	1.40%																

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	24,260	392,995	836,175	922,362	1,026,638	1,120,737
yoy	%	5.4	1,520.0	112.8	10.3	11.3	9.2
영업이익	억원	2,715	14,068	52,982	63,177	70,182	80,260
yoy	%	20.6	418.1	276.6	19.2	11.1	14.4
EBITDA	억원	3,287	36,070	105,114	120,331	128,969	135,271
세전이익	억원	1,873	62,881	43,758	64,429	71,868	76,206
순이익(지배주주)	억원	1,273	53,460	7,656	17,671	19,712	22,951
영업이익률%	%	11.2	3.6	6.3	6.9	6.8	7.2
EBITDA%	%	13.6	9.2	12.6	13.1	12.6	12.1
순이익률	%	5.4	14.1	3.4	5.2	5.2	5.1
EPS	원	2,546	96,468	13,604	25,128	27,804	32,370
PER	배	83.9	2.5	16.9	10.8	9.8	8.4
PBR	배	4.1	1.4	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	36.5	19.2	6.7	6.2	5.8	5.0
ROE	%	5.0	70.6	6.0	12.8	12.9	13.5
순차입금	억원	12,771	214,852	196,942	183,194	137,011	28,918
부채비율	%	103.9	141.1	143.5	145.1	142.3	139.8

● 목표주가 350,000원 유지

- 지분가치 16.2조원과 브랜드 가치 2조원, 사업가치 6.5조원 합산
- 자회사 지분가치는 비상장 자회사 실적 개선 반영해 할인율 15% 적용. 자체사업 가치는 세후영업이익에 Target PER 24.1배(16년 이후 삼성SDS 12M Forward PER 평균) 적용하여 산정

지분가치	구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
지분가치	상장사	SK이노베이션	158,578	33.0%		52,267
		SK텔레콤	198,634	25.2%		50,096
		SK네트웍스	18,167	39.1%		7,107
		SKC	11,486	41.7%		4,794
		SK머티리얼즈	19,039	49.1%		9,348
		에스엠코어	3,430	26.7%		914
		SK증권	4,306	10.0%		431
		비상장사	SK E&S		100.0%	26,000
		SK 실트론		51.0%	5,100	5,100
		SK건설		44.5%	5,453	5,453
		SK해운		83.1%	3,324	3,324
		SK임업		100.0%	614	614
		SK바이오팜		100.0%	3,287	3,287
		SK바이오텍		100.0%	1,638	1,638
	기타 비상장 자회사			8,843	8,843	
	합계				191,328	

목표주가 산정	구분	내용
	지분가치	162,629
	지분가치	191,328
	할인율	15%
	사업가치	85,776
	브랜드 가치	20,366
	자체사업 가치	65,409
	자체사업 영업이익	3,480
	법인세율	22.0%
	세후영업이익	2,714
	Target Multiple	24.1
	순차입금	55,764
	SK 적정시가 총액	192,640
	SK 상장주식수(자기주식 제외)	55,824,357
	SK 목표주가	345,082

● 비상장 자회사 중심의 실적개선이 호실적 견인

- 자체사업: IT서비스와 중고차 사업의 호조 지속. 영업이익률 11.8%로 전년 동기 대비 1.0%p 수익성 개선
- SK E&S: 유가 안정화에 따른 SMP 가격 상승으로 전년 동기 대비 영업이익 53.7% 증가. 파주발전소 가동으로 영업이익 레벨업 전망
- 에센코어: 우호적인 반도체 경기에 따라 1분기 영업이익 450억원으로 사상 최대치 기록. 올해 본격적으로 수익성에 기여할 전망
- 실트론: SK가 KTB PE 보유 지분 19.6%와 최태원 회장이 29.4%(우리은행 채권단 보유) 인수 전망. 안정적인 반도체 수직계열화 완성

(단위: 억원)	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	206,740	211,293	200,648	217,496	230,625	222,188	222,066	247,483	836,177	922,362	1,026,638
별도기준	11,185	6,558	6,618	6,777	12,372	7,933	7,943	8,989	31,137	37,238	47,425
자회사	195,555	204,736	194,030	210,717	218,253	214,255	214,122	238,494	805,038	885,123	979,212
SK이노베이션 계열	94,582	102,802	97,030	100,791	113,871	113,534	114,916	119,032	395,205	461,353	546,400
SK텔레콤 계열	42,285	42,673	42,438	43,523	42,344	43,198	43,332	44,319	170,918	173,193	175,941
SK네트웍스 계열	45,482	46,575	44,489	48,028	50,578	49,335	49,149	54,471	184,574	203,532	211,636
SKC 계열	5,664	6,009	5,699	6,421	5,870	5,972	6,414	6,920	23,793	25,176	30,251
SK건설(주) 계열	18,857	21,337	20,439	25,201	15,623	20,505	19,589	25,655	85,834	81,371	84,535
SK해운(주) 계열	4,365	4,222	3,445	4,402	4,083	4,323	3,642	4,446	16,434	16,493	16,622
에스케이이엔에스(주) 계열	15,996	7,092	6,028	11,331	16,654	8,858	7,741	17,155	40,448	50,408	56,749
영업이익	15,129	16,849	9,177	11,827	17,070	14,667	14,731	16,708	52,982	63,177	70,182
별도기준	6,447	611	956	450	6,523	915	1,459	1,137	8,464	10,034	12,056
자회사	8,682	16,238	9,223	11,378	10,548	13,752	13,272	15,571	45,520	53,143	58,125
SK이노베이션 계열	8,448	11,195	4,149	8,489	10,043	8,678	7,804	8,719	32,281	35,244	38,541
SK텔레콤 계열	4,021	4,074	4,167	2,693	4,105	4,050	4,301	3,938	14,955	16,395	17,167
SK네트웍스 계열	205	351	390	727	297	467	588	651	1,673	2,002	2,000
SKC 계열	431	473	230	410	378	462	487	501	1,544	1,827	2,528
SK건설(주) 계열	527	286	- 342 -	166	163	164	274	389	307	991	819
SK해운(주) 계열	328	258	- 227 -	658	6	125	143	298	299	560	349
에스케이이엔에스(주) 계열	1,063	92	13	377	1,634	452	286	1,664	1,545	4,036	4,600
영업이익률	7.3%	8.0%	4.6%	5.4%	7.4%	6.6%	6.6%	6.8%	6.3%	6.8%	6.8%
별도기준	57.6%	9.3%	14.4%	6.6%	52.7%	11.5%	18.4%	12.7%	27.2%	26.9%	25.4%
자회사	4.4%	7.9%	4.8%	5.4%	4.8%	6.4%	6.2%	6.5%	5.7%	6.0%	5.9%

재무상태표						포괄손익계산서					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)						월 결산(십억원)					
유동자산	297,651	324,500	371,504	448,790	584,298	매출액	392,995	836,175	922,362	1,026,638	1,120,737
현금및현금성자산	69,952	70,870	95,104	141,287	249,380	매출원가	353,827	737,697	816,217	909,373	995,134
매출채권및기타채권	118,326	122,274	138,018	157,249	174,204	매출총이익	39,168	98,478	106,144	117,265	125,602
재고자산	56,433	60,189	67,938	77,405	85,751	매출총이익률 (%)	10.0	11.8	11.5	11.4	11.2
비유동자산	668,687	705,973	744,509	769,734	742,873	판매비와관리비	25,100	45,496	42,968	47,083	45,342
장기금융자산	29,031	25,391	23,129	23,129	23,129	영업이익	14,068	52,982	63,177	70,182	80,260
유형자산	394,453	410,325	407,815	416,359	373,410	영업이익률 (%)	3.6	6.3	6.9	6.8	7.2
무형자산	97,494	117,724	114,236	110,793	107,737	비영업손익	48,813	-9,224	1,252	1,686	-4,055
자산총계	966,338	1,030,473	1,116,013	1,218,523	1,327,172	순금융비용	2,732	5,970	5,948	5,342	4,180
유동부채	259,193	287,166	328,094	359,741	387,644	외환관련손익	-826	-892	-190	-190	-190
단기금융부채	83,242	85,015	100,033	100,033	100,033	관계기업투자등 관련손익	7,135	5,278	11,516	11,346	11,346
매입채무 및 기타채무	98,229	121,390	137,020	156,112	172,944	세전계속사업이익	62,881	43,758	64,429	71,868	76,206
단기충당부채	3,050	4,208	4,713	5,327	5,869	세전계속사업이익률 (%)	16.0	5.2	7.0	7.0	6.8
비유동부채	306,372	320,040	332,606	355,947	386,044	계속사업법인세	5,816	13,540	16,326	18,211	19,311
장기금융부채	236,497	231,962	224,747	224,747	224,747	계속사업이익	57,064	30,218	48,103	53,657	56,895
장기매입채무 및 기타채무	30,346	46,018	57,644	69,271	80,898	중단사업이익	-1,572	-1,993	-8	-8	-8
장기충당부채	1,355	1,043	1,249	1,462	1,670	*법인세효과	-365	-454	0	0	0
부채총계	565,566	607,206	660,700	715,688	773,687	당기순이익	55,493	28,225	48,094	53,648	56,887
지배주주지분	125,665	131,124	144,595	160,404	179,339	순이익률 (%)	14.1	3.4	5.2	5.2	5.1
자본금	154	154	154	154	154	지배주주	53,460	7,656	17,671	19,712	22,951
자본잉여금	56,785	56,456	56,071	56,071	56,071	지배주주귀속 순이익률(%)	13.6	0.92	1.92	1.92	2.05
기타자본구성요소	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	비지배주주	2,033	20,569	30,423	33,936	33,936
자기주식	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	총포괄이익	54,535	28,673	44,201	49,755	52,994
이익잉여금	78,017	83,681	99,082	116,561	137,167	지배주주	53,633	7,665	16,001	18,041	21,280
비지배주주지분	275,107	292,144	310,717	342,431	374,145	비지배주주	902	21,008	28,201	31,714	31,714
자본총계	400,773	423,267	455,313	502,835	553,484	EBITDA	36,070	105,114	120,331	128,969	135,271
부채와자본총계	966,338	1,030,473	1,116,013	1,218,523	1,327,172						

SK (034730/KS | 매수 | T.P 350,000원(유지))- 계속되는 주가 상승 모멘텀

기업분석

현금흐름표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	48,598	98,809	62,150	105,681	111,658
당기순이익(손실)	55,493	28,225	48,094	53,648	56,887
비현금성항목등	-16,405	81,451	72,741	75,313	78,376
유형자산감가상각비	17,132	40,521	44,276	46,339	42,949
무형자산상각비	4,870	11,611	12,878	12,449	12,062
기타	-39,001	15,180	5,036	4,128	11,032
운전자본감소(증가)	15,036	1,304	-45,567	-6,995	-6,221
매출채권및기타채권의 감소(증가)	12,504	-3,003	-9,878	-19,231	-16,955
재고자산감소(증가)	14,207	-3,295	-7,815	-9,466	-8,346
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5,914	14,828	23,456	19,092	16,832
기타	-5,761	-7,226	-51,330	2,610	2,248
법인세납부	-5,525	-12,170	-13,118	-16,285	-17,384
투자활동현금흐름	45,165	-70,098	-54,601	-60,801	-4,756
금융자산감소(증가)	-17,757	-9,752	2,532	0	0
유형자산감소(증가)	-20,527	-47,679	-52,269	-54,882	0
무형자산감소(증가)	-2,099	-8,782	-9,006	-9,006	-9,006
기타	85,547	-3,885	4,141	3,086	4,249
재무활동현금흐름	-26,831	-27,633	17,629	1,304	1,192
단기금융부채증가(감소)	-28,876	-62,599	-674	0	0
장기금융부채증가(감소)	19,640	53,288	14,167	0	0
자본의증가(감소)	-9,045	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,649	-11,326	-2,087	-2,233	-2,345
기타	-6,900	-6,995	4,273	3,537	3,537
현금의 증가(감소)	67,492	917	24,234	46,183	108,093
기초현금	2,460	69,952	70,870	95,104	141,287
기말현금	69,952	70,870	95,104	141,287	249,380
FCF	-17,677	52,620	7,612	40,757	100,161

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

주요투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	1,520.0	1,128	1,030	1,113	1,192
영업이익	418.1	276.6	192	111.1	144
세전계속사업이익	3,257.8	-304	472	116	60
EBITDA	997.3	191.4	145	72	49
EPS(계속사업)	3,689.2	-85.9	84.7	107	164
수익성 (%)					
ROE	70.6	6.0	12.8	129	135
ROA	10.9	2.8	4.5	4.6	4.5
EBITDA마진	9.2	12.6	13.1	12.6	12.1
안정성 (%)					
유동비율	114.8	113.0	113.2	124.8	150.7
부채비율	141.1	143.5	145.1	142.3	139.8
순차입금/자기자본	53.6	46.5	40.2	27.3	5.2
EBITDA/이자비용(배)	10.2	13.2	14.9	15.9	16.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	96,468	13,604	25,128	27,804	32,370
BPS	177,177	184,873	205,507	226,155	252,853
CFPS	132,283	84,296	106,346	110,678	109,919
주당 현금배당금	3,400	3,700	4,000	4,200	4,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	3.3	18.3	10.8	9.8	8.4
PER(최저)	2.1	14.7	8.4	7.6	6.6
PBR(최고)	1.8	1.4	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	1.8	2.7	2.6	2.5	2.5
EV/EBITDA(최고)	204	6.8	6.2	5.8	5.0
EV/EBITDA(최저)	17.3	6.5	5.9	5.4	4.7

● 투자포인트

- ① LG CNS가 7년만에 1분기 영업이익 흑자를 기록하는 등 비상장 자회사의 실적 개선 지속
- ② 가전, TV, 전장 등 고른 성장세가 예상되는 LG전자의 주가 상승에 따른 지분가치 상승 전망
- ③ 자회사 지분요건 강화, 비영리공익법인의 계열사 의결권 제한, 금산분리 강화 등 재벌개혁 정책에서 자유로운 안정적인 지주회사 체제가 부각될 것

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 비용통제와 수익성 중심 수주에 따라 LG CNS는 2010년 이후 7년만에 1분기 영업이익 흑자를 기록함에 따라 올해 수익성 개선이 예상됨
- ② LG전자, LG생활건강, LG유플러스 등 상장 계열사의 주가 상승으로 LG의 NAV 상승. 자회사 주가 상승이 지주회사의 주가 상승으로 이어질 가능성 높음
- ③ 목표주가는 90,000원으로 상향. 상장자회사의 주가 상승에 따른 NAV 상승. 단기 주가 상승에도 불구하고 NAV 대비 할인율은 지주회사 내 가장 높아 추가적인 주가 상승 가능

Company Data		StockData		주가 및 상대수익률													
자본금	879 십억원	주가(17/05/24)	80,000 원		<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>절대주가</th> <th>상대주가</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>14.6%</td> <td>7.5%</td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>39.6%</td> <td>18.8%</td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>24.0%</td> <td>3.7%</td> </tr> </tbody> </table>	주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	14.6%	7.5%	6개월	39.6%	18.8%	12개월	24.0%	3.7%
주가상승률	절대주가	상대주가															
1개월	14.6%	7.5%															
6개월	39.6%	18.8%															
12개월	24.0%	3.7%															
발행주식수	17,587 만주	KOSPI	2317.34 pt														
자사주	10 만주	52주 Beta	0.96														
액면가	5,000 원	52주 최고가	80,000 원														
시가총액	1305십억원	52주 최저가	56,400 원														
주요주주		60일 평균 거래대금	23 십억원														
주승일(외11)	47.72%																
베어링자산운용(외1)	8.09%																
외국인지분률	28.70%																
배당수익률	1.60%																

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	9,865	9,965	10,725	10,816	11,142	11,911
yoy	%	0.7	1.0	7.6	0.8	3.0	6.9
영업이익	십억원	1,044	1,139	1,345	1,694	1,719	1,787
yoy	%	-9.5	9.1	18.1	26.0	1.5	4.0
EBITDA	십억원	1,347	1,448	1,642	1,991	1,871	1,921
세전이익	십억원	956	1,076	1,275	1,828	1,693	1,783
순이익(지배주주)	십억원	845	944	1,075	1,751	1,622	1,708
영업이익률%	%	10.6	11.4	12.5	15.7	15.4	15.0
EBITDA%	%	13.7	14.5	15.3	18.4	16.8	16.1
순이익률	%	8.5	9.5	10.2	16.2	14.6	14.4
EPS	원	4,770	5,373	6,118	9,840	9,110	9,598
PER	배	12.8	13.2	9.8	7.7	8.4	7.9
PBR	배	0.9	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	9.0	9.5	7.0	6.2	5.8	4.9
ROE	%	7.0	7.5	8.0	12.0	10.1	9.8
순차입금	십억원	1,049	673	545	-1,460	-2,890	-4,422
부채비율	%	37.7	36.2	37.1	28.0	28.3	27.4

● 목표주가 90,000원으로 상향

- 지분가치 12.3조원과 브랜드 가치 2.7조원 합산
- 자회사 지분가치에는 비상장사의 상장 이벤트 등 히든밸류의 부재로 할인율 40% 적용

지분가치	구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	
지분가치	상장사	LG전자	132,718	33.7%		44,686	
		LG화학	204,365	33.5%		68,524	
		LG하우시스	9,551	33.5%		3,202	
		LG생활건강	153,371	34.0%		52,192	
		LG유플러스	64,618	36.0%		23,292	
		지투알	1,574	35.0%		551	
		실리콘웍스	4,871	33.1%		1,611	
		LG자사주	131,489	0.1%		71	
		비상장	LG MMA			50.0%	1,154
	루셈				64.8%	294	294
	LG CNS				85.0%	3,305	3,305
	서브원				100.0%	2,501	2,501
	LG경영개발원				100.0%	172	172
	LG스포츠				100.0%	1,061	1,061
	LG Holdings Japan Co., Ltd.				100.0%	1,910	1,910
	기타				1,161	1,161	
	합계					205,687	
	할인율					40%	
	자회사 가치					123,412	

목표주가 산정	구분	내용
	브랜드 가치	27,171
	자회사 가치	123,412
	순차입금	-3,632
	적정 시가총액	154,216
	발행주식수	172,557,131
	목표주가	89,371

● 비상장 자회사의 실적개선과 상장자회사의 주가 상승

- LG CNS: 2010년 이후 첫 1분기 영업이익 흑자. 비용통제와 수익성 중심 수주 효과
- 서브원: 사이언스파크 등 계열사 물량 확보로 안정적인 실적 지속
- LG전자: 스마트폰 사업의 부진에도 TV, HE(TV), H&A(가전), VC(전장) 등의 견조한 성장 지속
- LG유플러스: ARPU 하락에도 무선수익 증가. 유선부문의 본격적인 이익 기여가 시작됨

(단위: 억원)	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	23,524	26,816	26,717	30,197	26,428	26,320	26,071	29,339	107,254	108,158	111,421
LG지주회사	3,465	847	869	959	4,088	916	947	991	6,140	6,942	7,235
LG CNS 계열	6,582	8,080	8,056	11,537	6,546	8,250	8,311	12,010	34,254	35,116	35,831
서브원 계열	12,158	13,694	14,730	16,912	15,002	15,587	15,863	17,916	57,494	64,368	67,634
LG실트론 계열	2,375	2,415	2,504	2,506	-	-	-	-	9,800	-	-
루셈	306	314	316	324	334	301	293	306	1,260	1,234	1,245
LG경영개발원	171	219	213	210	172	221	215	202	814	810	828
LG솔라에너지	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LG스포츠	36	160	240	66	47	185	245	66	502	544	572
LG Holdings.Japan.Co.,Ltd	22	22	23	22	21	25	27	23	88	96	100
영업이익	3,292	4,177	3,281	2,697	6,063	4,164	3,777	2,935	13,447	16,939	17,186
LG지주회사	3,047	326	391	477	3,621	383	432	511	4,241	4,947	5,123
LG CNS 계열	-	47	290	1,029	170	322	341	1,213	1,537	2,045	2,010
서브원 계열	359	424	523	558	582	577	525	609	1,865	2,293	2,265
LG실트론 계열	13	78	112	138	-	-	-	-	341	-	-
루셈	-	11	0	2	15	3	0	7	2	27	14
LG경영개발원	-	5	7	3	28	0	2	16	27	25	26
LG솔라에너지	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LG스포츠	-	73	94	80	138	91	98	143	36	44	43
LG Holdings.Japan.Co.,Ltd	17	15	16	0	17	18	8	3	48	45	51
영업이익률	14.0%	15.6%	12.3%	8.9%	22.9%	15.8%	14.5%	10.0%	12.5%	15.7%	15.4%

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,156	4,663	5,793	7,680	9,415	매출액	9,965	10,725	10,816	11,142	11,911
현금및현금성자산	870	1,129	2,323	3,753	5,284	매출원가	8,338	8,924	8,780	9,183	9,738
매출채권및기타채권	2,462	2,892	2,917	3,314	3,491	매출총이익	1,627	1,801	2,036	1,959	2,172
재고자산	344	323	326	370	390	매출총이익률 (%)	16.3	16.8	18.8	17.6	18.2
비유동자산	13,968	14,826	14,288	14,150	14,045	판매비와관리비	489	456	342	240	385
장기금융자산	93	91	96	96	96	영업이익	1,139	1,345	1,694	1,719	1,787
유형자산	2,471	2,481	1,544	1,414	1,303	영업이익률 (%)	11.4	12.5	15.7	15.4	15.0
무형자산	117	114	96	97	97	비영업손익	-62	-70	134	-25	-4
자산총계	18,123	19,489	20,082	21,830	23,459	순금융비용	61	54	53	28	7
유동부채	2,713	3,567	3,018	3,412	3,587	외환관련손익	5	-1	-2	-2	-2
단기금융부채	492	702	129	129	129	관계기업투자등 관련손익	0	2	182	0	0
매입채무 및 기타채무	1,960	2,517	2,539	2,884	3,038	세전계속사업이익	1,076	1,275	1,828	1,693	1,783
단기충당부채	36	51	52	59	62	세전계속사업이익률 (%)	10.8	11.9	16.9	15.2	15.0
비유동부채	2,103	1,702	1,376	1,409	1,456	계속사업법인세	132	182	92	85	90
장기금융부채	1,428	1,180	850	850	850	계속사업이익	945	1,092	1,736	1,608	1,694
장기매입채무 및 기타채무	245	83	83	83	83	중단사업이익	-1	-1	20	20	20
장기충당부채	28	26	29	30	32	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	4,815	5,269	4,394	4,820	5,043	당기순이익	944	1,091	1,756	1,628	1,714
지배주주지분	12,976	13,874	15,349	16,665	18,066	순이익률 (%)	9.5	10.2	16.2	14.6	14.4
자본금	879	879	879	879	879	지배주주	944	1,075	1,751	1,622	1,708
자본잉여금	2,362	2,365	2,365	2,365	2,365	지배주주귀속 순이익률(%)	9.47	10.02	16.19	14.56	14.34
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2	비지배주주	0	16	6	6	6
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2	총포괄이익	900	1,147	1,708	1,580	1,666
이익잉여금	9,872	10,792	12,314	13,677	15,127	지배주주	901	1,127	1,703	1,575	1,660
비지배주주지분	333	346	339	345	350	비지배주주	0	20	5	5	5
자본총계	13,308	14,220	15,688	17,009	18,416	EBITDA	1,448	1,642	1,991	1,871	1,921
부채와자본총계	18,123	19,489	20,082	21,830	23,459						

현금흐름표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	749	690	1,040	1,740	1,820
당기순이익(손실)	944	1,091	1,756	1,628	1,714
비현금성항목등	-113	-167	-220	263	227
유형자산감가상각비	282	270	274	130	111
무형자산상각비	27	27	23	22	23
기타	112	113	22	-5	-5
운전자본감소(증가)	53	-87	-308	-66	-31
매출채권및기타채권의 감소(증가)	72	-369	123	-397	-177
재고자산감소(증가)	-47	13	-224	-44	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-25	271	-79	346	154
기타	53	-1	-128	30	11
법인세납부	-134	-147	-189	-85	-90
투자활동현금흐름	-167	-99	492	19	41
금융자산감소(증가)	-40	168	49	0	0
유형자산감소(증가)	-256	-264	1	0	0
무형자산감소(증가)	-10	-23	-23	-23	-23
기타	139	20	465	42	64
재무활동현금흐름	-210	-332	-243	-329	-329
단기금융부채증가(감소)	-183	-220	-34	0	0
장기금융부채증가(감소)	217	179	-183	0	0
자본의증가(감소)	0	-3	0	0	0
배당금의 지급	-179	-230	-229	-259	-259
기타	-65	-58	-26	-71	-71
현금의 증가(감소)	373	259	1,278	1,430	1,532
기초현금	498	870	1,129	2,407	3,837
기말현금	870	1,129	2,407	3,837	5,368
FCF	956	1,382	1,875	1,695	1,777

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

주요투자지표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	10	7.6	0.8	3.0	6.9
영업이익	9.1	18.1	26.0	1.5	4.0
세전계속사업이익	12.6	18.4	43.4	-7.4	5.3
EBITDA	7.5	13.4	21.3	-6.1	2.7
EPS(계속사업)	12.6	13.9	60.8	-7.4	5.4
수익성 (%)					
ROE	7.5	8.0	12.0	10.1	9.8
ROA	5.3	5.8	8.9	7.8	7.6
EBITDA마진	14.5	15.3	18.4	16.8	16.1
안정성 (%)					
유동비율	153.2	130.7	191.9	225.1	262.5
부채비율	36.2	37.1	28.0	28.3	27.4
순차입금/자기자본	5.1	3.8	-9.3	-17.0	-24.0
EBITDA/이자비용(배)	18.2	22.0	26.9	26.5	27.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,373	6,118	9,840	9,110	9,598
BPS	73,778	78,889	87,271	94,754	102,725
CFPS	7,126	7,799	11,644	10,089	10,472
주당 현금배당금	1,300	1,300	1,500	1,500	1,700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.2	12.3	7.7	8.4	7.9
PER(최저)	9.9	9.2	6.0	6.5	6.2
PBR(최고)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
PCR	9.9	7.7	6.5	7.6	7.3
EV/EBITDA(최고)	10.1	8.6	6.2	5.8	4.9
EV/EBITDA(최저)	7.3	6.6	4.7	4.2	3.3

● 투자포인트

- ① CJ올리브네트웍스의 외형성장과 수익성 개선으로 적정 밸류에이션 부여 필요
- ② 문재인 대통령 당선 이후 내수 중심의 경기 부양이 예상
- ③ 안정적인 지주회사 체제가 확립되어 있으며 이재현 회장 복귀에 따른 승계 리스크 상당부분 해소

● 부문별 전망 및 투자 의견

- ① 내수 중심의 경기 부양 시 그룹의 포트폴리오 상 내수와 가장 밀접하게 연관되어 있는 CJ에 대한 관심 필요
- ② 이재현 회장의 복귀에 따라 승계 관련된 CJ 리스크는 상당부분 해소될 수 있을 것으로 판단. 따라서 CJ올리브네트웍스의 높은 성장세가 CJ의 주가에 반영될 여지가 높음
- ③ 목표주가는 55,000원으로 상향. 자체사업 가치 1.9조원과 브랜드 가치 6,200억원, 자회사 가치 3.8조원의 합산. 한화가 타 지주사 대비 멀티플이 낮은 이유는 한화건설 불확실성이 주 요인인데, 해외부문의 불확실성이 제거됨에 따라 밸류에이션 정상화 가능하다고 판단

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률													
자본금	158 십억원	주가(17/05/24)	216,500 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>절대주가</th> <th>상대주가</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>15.8%</td> <td>8.6%</td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>32.8%</td> <td>13.0%</td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>-0.2%</td> <td>-16.6%</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	15.8%	8.6%	6개월	32.8%	13.0%	12개월	-0.2%	-16.6%
주가상승률	절대주가	상대주가															
1개월	15.8%	8.6%															
6개월	32.8%	13.0%															
12개월	-0.2%	-16.6%															
발행주식수	2,918 만주	KOSPI	231734 pt														
자사주	297 만주	52주 Beta	1.11														
액면가	5,000 원	52주 최고가	221,500 원														
시가총액	6,817 십억원	52주 최저가	161,000 원														
주요주주		60일 평균 거래대금	17 십억원														
주승일(외11)	43.31%																
베어링자산운용(외1)	10.20%																
외국인지분률	19.10%																
배당수익률	0.60%																

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	19,572	21,167	23,954	26,766	29,727	33,163
yoy	%	3.8	8.2	13.2	11.7	11.1	11.6
영업이익	십억원	1,003	1,225	1,253	1,475	1,657	1,817
yoy	%	27.6	22.2	2.3	17.8	12.3	9.6
EBITDA	십억원	2,242	2,560	2,715	3,018	3,384	3,421
세전이익	십억원	797	735	795	913	993	1,172
순이익(지배주주)	십억원	209	206	223	321	397	526
영업이익률%	%	5.1	5.8	5.2	5.5	5.6	5.5
EBITDA%	%	11.5	12.1	11.3	11.3	11.4	10.3
순이익률	%	2.6	2.6	2.4	2.4	2.4	2.6
EPS	원	6,678	6,559	7,099	10,197	12,639	16,747
PER	배	23.4	38.3	26.3	20.8	16.8	12.7
PBR	배	1.4	2.2	1.6	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	7.9	8.2	7.9	6.9	5.5	4.9
ROE	%	6.3	5.9	6.1	8.4	9.8	12.1
순차입금	십억원	7,090	6,753	8,047	6,665	4,623	2,608
부채비율	%	154.0	138.9	140.0	154.4	164.4	172.7

● 목표주가 245,000원으로 상향

- CJ올리브네트웍스는 2017년 예상 당기순이익 1,191억원에 Target PER 20배 적용하여 산정
- 높은 자회사 성장성을 고려 자회사 가치에 할인율은 15% 적용.

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ제일제당	48,250	36.7%		17,727
	CJ CGV	17,479	39.0%		6,820
	CJ오쇼핑	11,928	40.1%		4,777
	CJ프레시웨이	4,755	47.5%		2,257
	CJ E&M	30,211	40.2%		12,142
	CJ대한통운	41,176	20.1%		8,269
	CJ자사주	61,563	10.2%		6,279
비상장	CJ건설		99.9%	1,328	1,328
	CJ푸드빌		96.0%	1,219	1,219
	씨제이올리브네트웍스		55.1%	918	13,413
합계				74,232	
할인율					15%
자회사 가치					63,097
브랜드가치					9,116
순차입금					579
적정 시가총액					71,634
발행주식수					29,176,998
목표주가					245,516

● CJ올리브네트웍스의 성장세에 주목

- CJ올리브네트웍스: 출점 지속으로 외형 성장 지속. H&B 점포수 기준 MS는 63.9%
- CJ푸드빌: 투썸 및 계절밥상의 점포수 증가. 당기순이익은 -18억원으로 적자 지속되었으나 전기 대비는 적자폭 크게 축소
- CJ제일제당: 1분기 원재료 가격 상승으로 부진. 하반기 HMR 수익기여. 바이오 부문 판가 안정세 전망
- CJ CGV: 국내 부문 부진에도 해외사업 호조가 지속될 전망

(단위: 억원)	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	56,875	58,788	61,073	62,806	63,497	65,550	68,696	69,915	239,542	267,657	331,632
CJ별도	542	220	230	252	567	245	256	261	1,244	1,329	1,563
CJ제일제당	35,340	36,096	36,790	37,406	38,665	39,195	40,446	40,624	145,633	158,930	191,940
CJ CGV	3,143	3,146	4,221	3,812	4,055	3,870	4,732	4,311	14,322	16,968	21,052
CJ E&M	3,135	3,573	3,788	4,888	3,942	4,057	4,341	5,140	15,384	17,480	22,627
CJ오쇼핑	5,440	5,549	5,402	5,695	5,464	5,886	5,682	6,192	22,086	23,224	24,014
CJ프레시웨이	5,358	5,970	6,065	5,886	5,948	6,576	6,778	6,721	23,279	26,024	32,796
CJ푸드빌	3,143	3,029	3,034	3,297	3,141	3,191	3,202	3,451	12,503	12,985	14,001
씨제이올리브네트웍스	3,189	3,442	3,662	4,097	4,130	4,544	4,865	5,389	14,390	18,928	29,675
CJ건설	1,531	1,397	1,923	1,569	2,071	1,697	2,384	1,873	6,420	8,025	10,070
영업이익	3,523	3,288	3,812	1,906	3,317	3,621	4,328	3,486	12,529	14,753	18,167
CJ별도	422	111	112	57	454	121	103	2	588	680	776
CJ제일제당	2,328	2,106	2,433	1,569	1,925	2,168	2,777	2,127	8,436	8,996	11,529
CJ CGV	177	8	340	178	146	112	417	228	703	902	1,331
CJ E&M	89	141	31	19	234	302	187	232	280	954	1,280
CJ오쇼핑	591	544	485	170	535	550	470	678	1,789	2,233	2,209
CJ프레시웨이	32	91	83	5	45	117	110	71	210	343	490
영업이익률	6.2%	5.6%	6.2%	3.0%	5.2%	5.5%	6.3%	5.0%	5.2%	5.5%	5.5%

재무상태표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
유동자산	6,950	7,862	10,661	13,442	16,268
현금및현금성자산	1,195	1,169	3,025	5,066	7,081
매출채권및기타채권	2,904	3,582	3,988	4,425	4,904
재고자산	1,495	1,699	1,892	2,099	2,326
비유동자산	16,612	19,147	18,260	17,259	16,392
장기금융자산	689	749	668	668	668
유형자산	9,476	10,373	9,635	8,735	7,920
무형자산	4,250	5,736	5,512	5,249	5,024
자산총계	23,562	27,010	28,921	30,702	32,660
유동부채	7,685	8,662	9,307	9,845	10,434
단기금융부채	4,041	4,253	4,398	4,398	4,398
매입채무 및 기타채무	2,319	2,889	3,216	3,568	3,955
단기충당부채	10	9	9	10	12
비유동부채	6,014	7,093	8,247	9,245	10,248
장기금융부채	4,589	5,569	6,153	6,153	6,153
장기매입채무 및 기타채무	35	28	28	28	28
장기충당부채	18	19	21	24	26
부채총계	13,699	15,755	17,554	19,090	20,683
지배주주지분	3,601	3,736	3,912	4,162	4,534
자본금	158	158	158	158	158
자본잉여금	989	993	993	993	993
기타자본구성요소	-250	-257	-257	-257	-257
자기주식	-186	-186	-186	-186	-186
이익잉여금	2,525	2,699	2,981	3,337	3,814
비지배주주지분	6,262	7,519	7,456	7,450	7,444
자본총계	9,863	11,254	11,368	11,612	11,977
부채와자본총계	23,562	27,010	28,921	30,702	32,660

포괄손익계산서

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
매출액	21,167	23,954	26,766	29,727	33,163
매출원가	14,474	16,502	18,414	20,464	22,821
매출총이익	6,693	7,452	8,352	9,263	10,342
매출총이익률 (%)	31.6	31.1	31.2	31.2	31.2
판매비와관리비	5,468	6,199	6,876	7,606	8,525
영업이익	1,225	1,253	1,475	1,657	1,817
영업이익률 (%)	5.8	5.2	5.5	5.6	5.5
비영업손익	-490	-458	-562	-664	-645
순금융비용	240	251	159	260	241
외환관련손익	-132	-65	-269	-269	-269
관계기업투자등 관련손익	161	98	80	80	80
세전계속사업이익	735	795	913	993	1,172
세전계속사업이익률 (%)	3.5	3.3	3.4	3.3	3.5
계속사업법인세	184	225	274	277	327
계속사업이익	551	570	639	716	845
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	551	570	639	716	845
순이익률 (%)	2.6	2.4	2.4	2.4	2.6
지배주주	206	223	321	397	526
지배주주귀속 순이익률(%)	0.97	0.93	1.2	1.34	1.59
비지배주주	345	347	319	319	319
총포괄이익	496	494	209	286	415
지배주주	182	218	215	292	421
비지배주주	313	276	-6	-6	-6
EBITDA	2,560	2,715	3,018	3,384	3,421

현금흐름표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	2,035	1,990	2,904	2,877	2,839
당기순이익(손실)	735	795	713	716	845
비현금성항목등	1,690	1,763	2,280	2,668	2,576
유형자산감가상각비	757	832	873	900	816
무형자산상각비	577	630	669	827	788
기타	211	119	178	215	215
운전자본감소(증가)	-144	-334	128	-264	-290
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-152	-308	-913	-437	-479
재고자산감소(증가)	-68	-152	-235	-207	-227
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	124	156	382	352	386
기타	-48	-30	894	28	30
법인세납부	-246	-235	-217	-242	-292
투자활동현금흐름	-1,267	-3,246	-772	-477	-458
금융자산감소(증가)	427	104	88	0	0
유형자산감소(증가)	-1,080	-1,313	-346	0	0
무형자산감소(증가)	-507	-538	-564	-564	-564
기타	-108	-1,499	50	87	106
재무활동현금흐름	-571	1,234	-240	-358	-366
단기금융부채증가(감소)	-1,603	-1,092	-434	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,017	1,978	476	0	0
자본의증가(감소)	4	3	0	0	0
배당금의 지급	-77	-114	-39	-42	-50
기타	88	459	-266	-317	-317
현금의 증가(감소)	204	-26	1,856	2,041	2,015
기초현금	991	1,195	1,169	3,025	5,066
기말현금	1,195	1,169	3,025	5,066	7,081
FCF	660	184	1,420	2,092	2,060

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

주요투자지표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	8.2	13.2	11.7	11.1	11.6
영업이익	22.2	2.3	17.8	12.3	9.6
세전계속사업이익	-7.8	8.2	14.8	8.8	18.0
EBITDA	14.2	6.1	11.2	12.1	1.1
EPS(계속사업)	-1.8	8.2	43.6	24.0	32.5
수익성 (%)					
ROE	5.9	6.1	8.4	9.8	12.1
ROA	2.4	2.3	2.3	2.4	2.7
EBITDA마진	12.1	11.3	11.3	11.4	10.3
안정성 (%)					
유동비율	90.4	90.8	114.6	136.5	155.9
부채비율	138.9	140.0	154.4	164.4	172.7
순차입금/자기자본	68.5	71.5	58.6	39.8	21.8
EBITDA/이자비용(배)	8.9	9.3	13.0	10.7	10.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,559	7,099	10,197	12,639	16,747
BPS	114,710	118,834	124,439	132,395	144,209
CFPS	49,085	53,632	59,257	67,563	67,778
주당 현금배당금	1,350	1,350	1,600	1,900	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	49.4	41.4	20.8	16.8	12.7
PER(최저)	23.7	23.0	15.8	12.7	9.6
PBR(최고)	2.8	2.5	1.7	1.6	1.5
PBR(최저)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
PCR	5.1	3.5	3.6	3.1	3.1
EV/EBITDA(최고)	9.0	9.1	6.9	5.5	4.9
EV/EBITDA(최저)	7.1	7.7	6.4	5.1	4.4

● 투자포인트

- ① 한화건설의 이라크사업 공정 정상화 및 국내 주택사업 호조로 본격적인 턴어라운드
- ② 문재인 대통령은 GDP의 2.4%인 국방비를 2.7~2.8%까지 증액하겠다고 공약은 방위사업에 대한 긍정적 요인
- ③ 타 지주회사 대비 밸류에이션 매력 높음

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 한화건설은 사우디 프로젝트가 사실상 마무리된 상황이며, 이라크 사업의 공사대금 수령이 재개됨에 따라 해외부문에 대한 리스크는 해소된 상태. 올해 수주목표는 3.8조원으로 전년 대비 3,000억원 가량 증가 예정이나, 수익성 중심의 수주로 수익성 개선 가능할 전망
- ② 투자수익률이 상승한 한화생명과 주요 제품가격이 상승한 한화케미칼 등 계열사 전반적인 실적 양호
- ③ 목표주가는 55,000원으로 상향. 자체사업 가치 1.9조원과 브랜드 가치 6,200억원, 자회사 가치 3.8조원의 합산. 한화가 타 지주사 대비 멀티플이 낮은 이유는 한화건설 불확실성이 주 요인인데, 해외부문의 불확실성이 제거됨에 따라 밸류에이션 정상화 가능하다고 판단

Company Data		StockData		주가 및 상대수익률	
자본금	490 십억원	주가(17/05/24)	46,400 원		
발행주식수	9,743 만주	KOSPI	2317.34 pt		
자사주	588 만주	52주 Beta	1.07		
액면가	5,000 원	52주 최고가	46,400 원		
시가총액	3,478 십억원	52주 최저가	33,318 원		
주요주주		60일 평균 거래대금	12 십억원		
주승일(외11)	36.05%				
베어링자산운용(외1)	8.38%				
외국인지분률	28.30%				
배당수익률	1.30%				

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	18.4%	11.0%
6개월	30.3%	10.9%
12개월	26.2%	5.5%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	37,457	41,376	47,120	52,243	55,201	60,090
yoy	%	-3.3	10.5	13.9	10.9	5.7	8.9
영업이익	십억원	516	758	1,686	2,090	2,126	2,339
yoy	%	-40.3	47.0	122.3	24.0	1.7	10.0
EBITDA	십억원	1,212	1,579	2,631	3,007	2,948	3,077
세전이익	십억원	37	175	1,672	2,055	2,094	2,312
순이익(지배주주)	십억원	-364	-285	492	708	739	906
영업이익률%	%	1.4	1.8	3.6	4.0	3.9	3.9
EBITDA%	%	3.2	3.8	5.6	5.8	5.3	5.1
순이익률	%	-0.4	0.3	2.7	3.0	2.9	3.0
EPS	원	-4,831	-3,778	6,087	7,233	7,544	9,254
PER	배	N/A	N/A	5.8	6.4	6.2	5.0
PBR	배	0.5	0.7	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	-27.1	-22.5	-15.3	-15.5	-17.7	-19.4
ROE	%	-8.4	-6.7	11.5	15.7	15.5	17.8
순차입금	십억원	-43,941	-49,676	-54,732	-62,721	-69,114	-77,288
부채비율	%	920.9	967.2	988.5	1,039.9	1,065.0	1,098.2

● 목표주가 55,000원으로 상향

- 사업가치 1.9조원과 지분가치 3.8조원, 브랜드 가치 6,200억원 합산
- 자회사 지분가치에 할인율 30% 적용

자체사업	구분	2017
	매출액	52,065
	영업비용	49,510
	영업이익	2,555
	법인세율	24.20%
	세후 영업이익	1,936
	멀티플	10
	영업가치	19,365

지분가치	구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	비상장	한화케미칼	48,619	35.9%		17,449
		한화생명	57,931	18.2%		10,514
		한화테크윈	25,848	32.4%		8,362
		한화자사주	34,331	7.8%		2,692
	한화건설		93.8%	12,587	12,587	
	한화호텔앤드리조트		50.6%	2,192	2,192	
	한화테크엠		100.0%	167	167	
		한화큐셀코리아		20.4%	574	574
	합계					54,538
	할인율					30%
	자회사 가치					38,176
목표주가 산정	브랜드수수료					6,208
	순차입금					22,786
	적정 시가총액					40,963
	발행주식수					74,958,735
	목표주가					54,647

● 건설리스크 해소로 밸류에이션 정상화 전망

- 자체사업: 1분기 방산 부문 부진했으나 문재인 정부 하에서도 방위산업에 대한 투자의지는 확고
- 한화건설: 고마진의 국내 주택사업 호조. 이라크 사업 공정 정상화로 수익성 개선 지속
- 한화케미칼: 주요 제품 가격 상승 및 스프레드 확대 기조가 유지될 것으로 예상
- 한화생명: 수익성 높은 상품판매 및 비용절감 등을 통한 마진 개선 전망

(단위: 억원)	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	120,386	108,649	120,202	121,977	133,465	123,316	130,973	134,678	471,214	522,433	552,014
한화별도	11,606	13,242	12,513	13,657	11,282	12,924	13,043	14,816	51,018	52,065	52,959
한화테크윈	6,426	8,207	8,873	11,683	7,743	11,010	11,085	13,115	35,189	42,953	52,259
한화건설	5,882	6,349	6,040	9,970	7,119	7,276	7,133	10,778	28,241	32,306	33,308
한화케미칼	7,807	8,707	8,769	9,545	9,712	8,821	8,841	8,958	34,828	36,333	33,612
한화호텔앤드리조트	2,338	2,715	2,888	2,639	2,500	2,731	2,900	2,642	10,580	10,772	10,838
한화생명	46,530	36,660	43,911	32,880	52,023	43,295	44,922	36,069	159,981	176,309	180,506
기타 및 연결조정	39,797	32,769	37,208	41,603	43,086	37,258	43,050	48,301	151,377	171,695	188,531
영업이익	4,108	5,488	6,596	668	6,458	5,373	5,987	3,081	16,860	20,899	21,261
한화별도	621	654	458	509	583	681	536	754	2,242	2,555	2,689
한화테크윈	317	445	112	305	112	369	453	629	1,179	1,563	2,038
한화건설	366	512	306	87	610	560	578	291	1,271	2,039	2,334
한화케미칼	648	1,255	1,064	1,036	1,577	899	912	749	4,003	4,138	2,134
한화호텔앤드리조트	-	1	-	11	217	34	6	-	104	101	11
한화생명	1,864	1,430	1,949	-	2,195	1,968	1,477	1,743	-	144	239
기타 및 연결조정	293	1,203	2,489	892	1,602	1,490	1,664	791	4,877	5,547	14
영업이익률	3.4%	5.1%	5.5%	0.5%	4.8%	4.4%	4.6%	2.3%	3.6%	4.0%	3.9%

재무상태표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
유동자산	105,934	113,652	125,771	135,250	147,668
현금및현금성자산	3,170	4,881	12,870	19,262	27,437
매출채권및기타채권	28,446	31,298	34,560	37,001	40,352
재고자산	3,110	2,755	3,042	3,257	3,552
비유동자산	39,687	41,219	43,111	44,572	46,701
장기금융자산	1,059	918	918	918	918
유형자산	12,186	12,088	11,331	10,663	10,074
무형자산	1,297	1,914	1,874	1,841	1,813
자산총계	145,622	154,871	168,883	179,822	194,369
유동부채	20,831	21,360	22,385	23,151	24,205
단기금융부채	11,816	11,492	11,492	11,492	11,492
매입채무 및 기타채무	4,186	5,186	5,727	6,131	6,687
단기충당부채	85	91	100	107	117
비유동부채	111,145	119,283	131,682	141,236	153,943
장기금융부채	7,140	7,531	7,531	7,531	7,531
장기매입채무 및 기타채무	404	162	286	409	533
장기충당부채	256	384	424	454	495
부채총계	131,976	140,643	154,067	164,387	178,147
지배주주지분	4,155	4,408	4,626	4,877	5,295
자본금	377	490	490	490	490
자본잉여금	522	671	671	671	671
기타자본구성요소	39	38	38	38	38
자기주식	-21	-21	-21	-21	-21
이익잉여금	2,589	2,995	3,646	4,330	5,181
비지배주주지분	9,491	9,820	10,189	10,558	10,927
자본총계	13,646	14,228	14,815	15,435	16,222
부채와자본총계	145,622	154,871	168,883	179,822	194,369

포괄손익계산서					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
매출액	41,376	47,120	52,243	55,201	60,090
매출원가	38,428	43,050	47,809	50,564	55,057
매출총이익	2,949	4,070	4,434	4,637	5,033
매출총이익률 (%)	7.1	8.6	8.5	8.4	8.4
판매비와관리비	2,190	2,385	2,344	2,511	2,694
영업이익	758	1,686	2,090	2,126	2,339
영업이익률 (%)	1.8	3.6	4.0	3.9	3.9
비영업손익	-583	-14	-35	-32	-28
순금융비용	389	421	437	434	430
외환관련손익	-44	7	7	7	7
관계기업투자등 관련손익	316	452	452	452	452
세전계속사업이익	175	1,672	2,055	2,094	2,312
세전계속사업이익률 (%)	0.4	3.6	3.9	3.8	3.9
계속사업법인세	55	383	471	480	530
계속사업이익	121	1,289	1,584	1,614	1,782
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	121	1,289	1,584	1,614	1,782
순이익률 (%)	0.3	2.7	3.0	2.9	3.0
지배주주	-285	492	708	739	906
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.69	1.04	1.36	1.34	1.51
비지배주주	406	797	876	876	876
총포괄이익	233	349	644	675	842
지배주주	-289	59	275	306	473
비지배주주	522	291	369	369	369
EBITDA	1,579	2,631	3,007	2,948	3,077

현금흐름표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	4,872	3,057	8,578	6,977	8,755
당기순이익(손실)	175	1,672	1,584	1,614	1,782
비현금성항목등	6,759	6,057	1,423	1,333	1,295
유형자산감가상각비	730	817	757	668	589
무형자산상각비	90	127	161	154	149
기타	6,792	6,345	56	56	56
운전자본감소(증가)	-1,787	-4,049	6,351	4,819	6,517
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,005	284	-3,262	-2,440	-3,351
재고자산감소(증가)	326	360	-287	-215	-295
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-288	335	541	404	555
기타	-820	-5,028	9,360	7,070	9,608
법인세납부	-276	-623	-780	-789	-839
투자활동현금흐름	-3,656	-1,892	-176	-173	-169
금융자산감소(증가)	-5,286	-3,052	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,337	-982	0	0	0
무형자산감소(증가)	-67	-121	-121	-121	-121
기타	3,034	2,264	-55	-52	-48
재무활동현금흐름	-543	369	-414	-412	-412
단기금융부채증가(감소)	-518	-864	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,165	1,414	0	0	0
자본의증가(감소)	0	375	0	0	0
배당금의 지급	-35	-35	-57	-55	-55
기타	-1,155	-522	-357	-357	-357
현금의 증가(감소)	674	1,525	7,989	6,393	8,174
기초현금	1,570	2,244	3,769	11,758	18,150
기말현금	2,244	3,769	11,758	18,150	26,325
FCF	6,567	6,580	8,492	6,891	8,670

주요투자지표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	10.5	13.9	10.9	5.7	8.9
영업이익	47.0	122.3	24.0	1.7	10.0
세전계속사업이익	370.8	853.4	22.9	1.9	10.4
EBITDA	30.3	66.6	14.3	-2.0	4.4
EPS(계속사업)	적지	흑전	18.8	4.3	22.7
수익성 (%)					
ROE	-6.7	11.5	15.7	15.5	17.8
ROA	0.1	0.9	1.0	0.9	1.0
EBITDA마진	3.8	5.6	5.8	5.3	5.1
안정성 (%)					
유동비율	508.5	532.1	561.9	584.2	610.1
부채비율	967.2	988.5	1,039.9	1,065.0	1,098.2
순차입금/자기자본	-364.0	-384.7	-423.4	-447.8	-476.4
EBITDA/이자비용(배)	3.5	5.7	6.3	6.1	6.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-3,778	6,087	7,233	7,544	9,254
BPS	55,072	45,022	47,252	49,811	54,079
CFPS	7,098	17,782	16,601	15,936	16,788
주당 현금배당금	500	600	800	800	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	6.5	6.4	6.2	5.0
PER(최저)	N/A	5.0	4.8	4.6	3.7
PBR(최고)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
PCR	5.4	2.0	2.8	2.9	2.8
EV/EBITDA(최고)	-21.9	-15.1	-15.5	-17.7	-19.4
EV/EBITDA(최저)	-23.1	-15.5	-15.8	-18.0	-19.7

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

● 투자포인트

- ① 인프라 투자 확대 기대감으로 인한 구리가격 상승 기조에 따른 자회사 실적개선 가능성 확대
- ② 구조조정 마무리에 따른 LS아이엔디 턴어라운드
- ③ 손자회사 IPO 등을 통한 그룹 재무구조 개선

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 1분기 어닝서프라이즈를 기록하였는데, LS아이엔디의 턴어라운드가 확인되었고 LS엠트론도 양호한 실적 시현
- ② 손자회사인 LS오토모티브는 상장을 추진하고 있음. 공모자금 유입으로 LS엠트론 설비투자 확대 및 재무구조 개선에 긍정적 요인으로 작용할 전망
- ③ 목표주가는 88,000원으로 상향. 장부가치로 반영하던 LS니꼬동제련을 현실화하여 Target PBR 1.14배(ROE 11.4%) 적용. 자회사 가치에 할인율은 20% 적용. 브랜드 수수료 등 자체 세후 영업이익에 멀티플 10배 적용하여 산정

Company Data		StockData		주가 및 상대수익률		
자본금	161 십억원	주가(17/05/24)	73,700 원			
발행주식수	3,220 만주	KOSPI	2317.34 pt			
자사주	443 만주	52주 Beta	1.04			
액면가	5,000 원	52주 최고가	73,700 원			
시가총액	2373십억원	52주 최저가	51,100 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	7 십억원			
주승일(외11)	33.41%					
베어링자산운용(외1)	13.76%					
외국인지분률	22.40%					
배당수익률	1.70%					

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	10,883	10,000	9,621	10,261	10,736	11,224
yoy	%	-5.6	-8.1	-3.8	6.7	4.6	4.5
영업이익	십억원	320	314	360	514	581	614
yoy	%	-38.2	-1.7	14.5	42.9	12.9	5.8
EBITDA	십억원	664	659	709	837	864	864
세전이익	십억원	152	17	273	399	419	444
순이익(지배주주)	십억원	45	-99	168	250	266	286
영업이익률%	%	2.9	3.1	3.7	5.0	5.4	5.5
EBITDA%	%	6.1	6.6	7.4	8.2	8.1	7.7
순이익률	%	0.8	-0.7	2.2	3.0	3.0	3.1
EPS	원	2,254	-1,963	5,688	8,222	8,718	9,345
PER	배	24.1	N/A	10.4	8.8	8.3	7.8
PBR	배	0.7	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	9.9	9.1	8.6	7.3	6.6	6.2
ROE	%	1.9	-4.2	7.1	9.8	9.8	9.8
순차입금	십억원	4,028	3,933	3,298	2,823	2,463	2,101
부채비율	%	240.8	234.6	198.4	189.9	181.4	173.5

● 목표주가 88,000원으로 상향

- 지주회사 가치 6,846억원과 지분가치 2조 4,175억원 합산
- LS니꼬동제련은 ROE 11.4%로 Target PBR 1.14배 적용하여 산정

자체사업	구분	2017년
	매출액	1,115
	영업이익	903
	법인세율	24.20%
	세후 영업이익	685
	멀티플	10
	사업가치	6,846

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LS산전	16,140	46.0%		7,424
	LS전선	4,275	89.2%		3,813
	LS아이앤디	1,425	92.2%		1,314
비상장	LS자사주	23,538	13.8%		3,248
	LS니꼬동제련		50.1%	5,696	9,885
	LS엠트론		100.0%	4,334	4,334
	LS글로벌인코퍼레이티드		100.0%	200	200
합계					30,218
할인율					20%
자회사 가치					24,175

목표주가 산정	구분	내용
	사업가치	6,846
	자회사 가치	24,175
	순차입금	2,672
	적정 시가총액	28,349
	발행주식수	32,200,000
	목표주가	88,040

● 1분기 실적 양호. 우호적인 영업환경으로 안정적 실적 유지 전망

- LS아이엔디: 구조조정 마무리와 구리가격 상승에 따른 영업이익 흑자전환. 양호한 실적 기조 유지될 것
- LS엠트론: 트랙터 성수기 효과로 양호한 실적. 향후 갤럭시S8 향 매출 증가 전망
- LS전선: 구리가격 상승에도 저마진 제품 판매 증가로 다소 부진한 실적. 중동지역 시황은 회복하고 있음

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	24,185	24,163	22,750	25,114	26,395	26,047	24,182	25,989	96,213	102,614	107,363
LS별도	305	295	84	146	810	81	79	145	831	1,115	1,164
LS전선	8,086	7,886	7,457	7,326	8,291	8,178	7,487	7,465	30,755	31,421	31,839
LS산전	5,008	5,255	5,239	6,634	5,594	5,750	5,734	6,560	22,136	23,637	24,926
LS엠트론	5,440	5,366	4,735	5,350	5,645	5,484	4,820	5,532	20,891	21,481	23,023
LS아이엔디	5,420	5,795	5,113	5,472	6,600	6,658	5,813	5,959	21,800	25,031	25,772
기타 및 연결조정	- 74	- 434	122	186	- 545	- 104	249	329	- 200	- 71	639
매출총이익	3,473	3,396	2,806	3,326	3,563	3,460	3,165	3,451	13,001	13,639	14,227
영업이익	1,323	1,078	885	1,306	1,596	1,354	1,219	1,297	4,592	5,466	5,808
LS별도	234	214	12	74	738	57	12	96	533	903	851
LS전선	287	172	45	307	215	200	155	276	811	846	1,007
LS산전	349	319	301	276	359	424	417	425	1,245	1,626	1,751
LS엠트론	412	281	91	252	345	335	246	254	1,036	1,180	1,158
LS아이엔디	- 7	128	155	119	330	320	298	220	395	1,168	789
기타 및 연결조정	48	- 36	281	278	- 109	19	92	24	572	26	252
영업이익률	5.5%	4.5%	3.9%	5.2%	6.0%	5.2%	5.0%	5.0%	4.8%	5.3%	5.4%

재무상태표						포괄손익계산서					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)						월 결산(십억원)					
유동자산	5,330	5,255	5,964	6,603	7,243	매출액	10,000	9,621	10,261	10,736	11,224
현금및현금성자산	691	654	1,176	1,537	1,899	매출원가	8,652	8,321	8,887	9,314	9,737
매출채권및기타채권	2,682	2,669	2,754	2,915	3,077	매출총이익	1,348	1,300	1,375	1,423	1,487
재고자산	1,566	1,495	1,542	1,633	1,723	매출총이익률 (%)	13.5	13.5	13.4	13.3	13.3
비유동자산	4,552	4,458	4,112	3,892	3,705	판매비와관리비	1,034	940	860	842	872
장기금융자산	68	69	72	72	72	영업이익	314	360	514	581	614
유형자산	2,583	2,487	2,189	1,965	1,773	영업이익률 (%)	3.1	3.7	5.0	5.4	5.5
무형자산	791	781	725	711	698	비영업손익	-255	-187	-147	-162	-171
자산총계	9,881	9,713	10,076	10,495	10,948	순금융비용	131	121	114	109	103
유동부채	4,027	4,191	4,101	4,219	4,338	외환관련손익	-38	11	1	1	1
단기금융부채	2,291	2,232	2,080	2,080	2,080	관계기업투자등 관련손익	11	-1	0	0	0
매입채무 및 기타채무	935	1,176	1,213	1,284	1,356	세전계속사업이익	17	273	399	419	444
단기충당부채	49	66	68	72	76	세전계속사업이익률 (%)	0.2	2.8	3.9	3.9	4.0
비유동부채	2,901	2,267	2,499	2,546	2,607	계속사업법인세	55	42	75	79	83
장기금융부채	2,524	1,947	2,182	2,182	2,182	계속사업이익	-38	230	324	340	360
장기매입채무 및 기타채무	0	0	1	3	4	중단사업이익	-35	-15	-15	-15	-15
장기충당부채	47	35	36	39	41	*법인세효과	-4	-1	0	0	0
부채총계	6,928	6,458	6,600	6,765	6,945	당기순이익	-73	215	310	325	346
지배주주지분	2,303	2,451	2,630	2,826	3,043	순이익률 (%)	-0.7	2.2	3.0	3.0	3.1
자본금	161	161	161	161	161	지배주주	-99	168	250	266	286
자본잉여금	230	251	251	251	251	지배주주귀속 순이익률(%)	-0.99	1.75	2.44	2.48	2.55
기타자본구성요소	-78	-78	-78	-78	-78	비지배주주	25	47	59	59	59
자기주식	-78	-78	-78	-78	-78	총포괄이익	-76	211	272	288	308
이익잉여금	1,992	2,124	2,337	2,569	2,820	지배주주	-81	165	215	231	251
비지배주주지분	651	804	846	903	960	비지배주주	5	46	57	57	57
자본총계	2,954	3,255	3,476	3,730	4,003	EBITDA	659	709	837	864	864
부채와자본총계	9,881	9,713	10,076	10,495	10,948						

현금흐름표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	522	900	484	554	550
당기순이익(손실)	-38	230	311	325	346
비현금성항목등	798	595	520	524	504
유형자산감가상각비	287	285	261	224	192
무형자산상각비	58	64	61	59	58
기타	217	193	51	54	69
운전자본감소(증가)	-139	140	-255	-189	-189
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	39	-227	-162	-162
재고자산감소(증가)	95	70	-68	-91	-91
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-267	195	-373	71	71
기타	33	-164	414	-8	-8
법인세납부	-99	-66	-91	-106	-111
투자활동현금흐름	-253	-202	-38	-28	-22
금융자산감소(증가)	-56	-5	-35	0	0
유형자산감소(증가)	-222	-212	-30	0	0
무형자산감소(증가)	-46	-44	-45	-45	-45
기타	71	60	71	17	22
재무활동현금흐름	-287	-737	96	-165	-165
단기금융부채증가(감소)	-804	-1,022	33	0	0
장기금융부채증가(감소)	688	318	192	0	0
자본의증가(감소)	0	90	0	0	0
배당금의 지급	-56	-53	-35	-35	-35
기타	-115	-71	-129	-131	-131
현금의 증가(감소)	-15	-38	523	361	362
기초현금	707	691	654	1,176	1,537
기말현금	691	654	1,176	1,537	1,899
FCF	-622	691	585	561	554

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

주요투자지표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	-8.1	-3.8	6.7	4.6	4.5
영업이익	-1.7	14.5	42.9	12.9	5.8
세전계속사업이익	-88.8	1,500.3	46.5	4.9	5.9
EBITDA	-0.7	7.6	18.1	3.2	0.0
EPS(계속사업)	적전	흑전	44.6	6.0	7.2
수익성 (%)					
ROE	-4.2	7.1	9.8	9.8	9.8
ROA	-0.7	2.2	3.1	3.2	3.2
EBITDA마진	6.6	7.4	8.2	8.1	7.7
안정성 (%)					
유동비율	132.4	125.4	145.5	156.5	167.0
부채비율	234.6	198.4	189.9	181.4	173.5
순차입금/자기자본	133.2	101.3	81.2	66.0	52.5
EBITDA/이자비용(배)	4.5	5.2	6.4	6.6	6.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,963	5,688	8,222	8,718	9,345
BPS	71,509	76,132	81,691	87,778	94,492
CFPS	7,641	16,059	17,795	17,055	16,644
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	11.3	8.9	8.4	7.8
PER(최저)	N/A	5.9	7.2	6.8	6.4
PBR(최고)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
PCR	5.3	3.7	4.1	4.3	4.4
EV/EBITDA(최고)	9.9	8.9	7.3	6.7	6.3
EV/EBITDA(최저)	8.5	7.5	6.8	6.1	5.8

● 투자포인트

- ① 반도체/OLED 등 IT부문의 호황이 지속됨에 따른 자회사 전반적인 실적 개선 전망
- ② 올해 TGS 등 자체사업도 호조를 보임에 따라 별도 기준 영업이익은 341억원으로 전년 대비 100% 증가 전망
- ③ 자회사 주가 상승 및 자체사업 호조에 따라 현주가는 여전히 현저한 저평가 상태

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 자체사업인 TGS의 경우 고객사 다변화와 IT부분의 호황이 지속되면서 별도 기준 연간 매출액 2,037억원, 영업이익 341억원을 기록할 것으로 예상함
- ② 최근
- ③ 목표주가는 88,000원으로 상향. 장부가치로 반영하던 LS니코동 제련을 현실화하여 Target PBR 1.14배(ROE 11.4%) 적용. 자회사 가치에 할인율은 20% 적용. 브랜드 수수료 등 자체 세후 영업이익에 멀티플 10배 적용하여 산정

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	39 십억원	주가(17/05/24)	8,070 원		
발행주식수	7,724 만주	KOSPI	646.04 pt		
자사주	501 만주	52주 Beta	1.20		
액면가	500 원	52주 최고가	8,370 원		
시가총액	623 십억원	52주 최저가	5,420 원		
주요주주		60일 평균 거래대금	5 십억원		
주승일(외11)	53.68%				
베어링자산운용(외1)	6.48%				
외국인지분률	3.80%				
배당수익률	0.00%				

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	22.3%	18.6%
6개월	37.2%	25.9%
12개월	12.1%	19.3%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	557	294	295	435	482	498
yoy	%	31.7	-47.2	0.2	47.3	10.9	3.3
영업이익	십억원	92	46	40	68	85	90
yoy	%	66.7	-49.8	-12.4	67.8	25.7	6.0
EBITDA	십억원	113	71	58	85	101	104
세전이익	십억원	77	45	39	77	87	93
순이익(지배주주)	십억원	47	62	191	55	63	69
영업이익률%	%	16.5	15.7	13.7	15.6	17.7	18.2
EBITDA%	%	20.4	24.1	19.5	19.6	20.9	20.8
순이익률	%	10.3	24.8	67.5	14.6	14.9	15.5
EPS	원	581	294	348	707	812	885
PER	배	28.2	45.3	19.4	11.4	9.9	9.1
PBR	배	3.7	2.6	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	10.3	13.8	11.1	9.0	7.4	6.9
ROE	%	13.8	15.9	37.9	8.9	9.2	9.1
순차입금	십억원	-67	-65	-18	0	-33	-73
부채비율	%	44.6	21.9	19.5	27.4	26.0	24.3

● 목표주가 9,600원으로 유지

- 지분가치에 50% 할인율 적용. 사업가치에는 시가총액 3,000억원 이상 소재업체의 2017년 평균 PER 14.7대비 30% 할인
- 보수적으로 모든 할인요인 적용에도 불구하고 현주가 대비 상승여력 충분

지분가치	구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	
지분가치	상장사	원익IPS	11,887	32.8%		3,905	
		테라세미콘	3,380	25.1%		848	
		원익머트리얼즈	4,747	46.5%		2,208	
		테라세미콘	3,380	25.1%		848	
		자사주	6,094	3.2%		194	
		원익투자파트너스		78.4%	304	304
			원익엘앤디		40.0%	35	35
			국자전자센터제이차(유)		66.7%	180	180
			페타룩스		27.8%	5	5
			원익로보틱스		95.7%	32	32
	합계					8,559	
	할인율					50%	
	자회사 가치					4,280	

사업가치	구분	내용
사업가치	2017년 예상 영업이익	341
	멀티플	10.3
	사업가치	3,508

목표주가 산정	구분	내용
목표주가 산정	지분가치	4,280
	사업가치	3,508
	순차입금	-271
	목표 시가총액	7,516
	발행주식수	77,237,981
	목표주가	9,731

● 1분기 실적 양호. 우호적인 영업환경으로 안정적 실적 유지 전망

- 자체사업: 삼성디스플레이향 매출 전년 동기 대비 급증(32억원 → 256억원) 등 IT 경기회복에 따른 수혜 지속
- 원익머트리얼즈: 1분기 영업이익 72억원으로 두자릿수 성장. 하반기 고객사 CAPA 증설에 따른 실적 개선 전망
- 원익IPS: 삼성전자, SK하이닉스 및 중화권 업체의 반도체 투자 확대에 따른 구조적인 수혜 전망
- 테라세미콘: OLED 디스플레이 및 반도체 열처리 장비수주로 1분기 실적 어닝서프라이즈. 고객사 확대에 따른 실적 개선 가능

(단위: 억원)	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
연결기준 매출액	586	540	612	1,211	926	1,056	1,155	1,207	2,949	4,345	4,819
매출원가	431	382	419	859	647	748	833	869	2,091	3,098	3,446
매출총이익	156	157	192	352	279	308	322	338	858	1,248	1,374
판관비	88	102	116	147	131	163	146	117	454	558	521
영업이익	68	55	76	205	136	146	176	221	404	678	853
영업이익률	11.5%	10.2%	12.4%	17.0%	14.6%	13.8%	15.2%	18.3%	13.7%	15.6%	17.7%
별도기준 매출액	120	97	178	745	462	489	519	567	1,140	2,037	2,208
매출원가	93	75	122	523	341	357	374	414	813	1,487	1,618
매출총이익	27	23	56	221	121	132	145	153	327	550	591
판관비	23	31	38	66	52	65	64	28	158	209	220
영업이익	4	8	18	156	69	67	80	124	170	341	371
영업이익률	3.2%	-8.0%	10.2%	20.9%	15.0%	13.7%	15.5%	21.9%	14.9%	16.7%	16.8%

재무상태표						포괄손익계산서					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)						월 결산(십억원)					
유동자산	239	173	227	269	311	매출액	294	295	435	482	498
현금및현금성자산	82	32	86	120	160	매출원가	211	209	310	345	356
매출채권및기타채권	55	31	31	33	34	매출총이익	84	86	125	137	142
재고자산	76	64	64	69	70	매출총이익률 (%)	28.4	29.1	28.7	28.5	28.5
비유동자산	419	690	780	824	869	판매비와관리비	37	45	57	52	51
장기금융자산	35	28	30	30	30	영업이익	46	40	68	85	90
유형자산	214	154	144	129	117	영업이익률 (%)	15.7	13.7	15.6	17.7	18.2
무형자산	28	21	21	21	22	비영업손익	-1	-2	9	1	3
자산총계	658	863	1,007	1,092	1,180	순금융비용	-2	-2	1	-1	-2
유동부채	89	106	113	117	119	외환관련손익	1	1	0	0	0
단기금융부채	24	38	45	45	45	관계기업투자등 관련손익	3	2	11	2	2
매입채무 및 기타채무	39	48	48	51	52	세전계속사업이익	45	39	77	87	93
단기충당부채	0	0	0	0	0	세전계속사업이익률 (%)	15.2	13.2	17.7	18.0	18.8
비유동부채	29	35	104	108	112	계속사업법인세	10	8	14	15	16
장기금융부채	2	1	67	67	67	계속사업이익	35	31	63	71	77
장기매입채무 및 기타채무	4	2	2	2	2	중단사업이익	38	168	0	0	0
장기충당부채	7	0	0	0	0	*법인세효과	13	3	0	0	0
부채총계	118	141	216	225	231	당기순이익	73	199	63	72	77
지배주주지분	421	589	649	717	791	순이익률 (%)	24.8	67.5	14.6	14.9	15.5
자본금	40	39	39	39	39	지배주주	62	191	55	63	69
자본잉여금	174	386	386	386	386	지배주주귀속 순이익률(%)	20.99	64.86	12.61	13.07	13.77
기타자본구성요소	-21	-260	-11	-11	-11	비지배주주	11	8	9	9	9
자기주식	-21	-10	-10	-10	-10	총포괄이익	74	203	68	76	82
이익잉여금	225	417	222	285	354	지배주주	62	195	60	68	74
비지배주주지분	119	133	142	150	158	비지배주주	12	8	8	8	8
자본총계	540	722	790	867	949	EBITDA	71	58	85	101	104
부채와자본총계	658	863	1,007	1,092	1,180						

현금흐름표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	73	43	71	82	87
당기순이익(손실)	73	199	63	72	77
비현금성항목등	56	-118	23	29	27
유형자산감가상각비	22	16	16	15	12
무형자산상각비	3	1	1	1	1
기타	11	-142	1	1	1
운전자본감소(증가)	-33	-18	-2	-5	-2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	36	-16	-2	-2	-1
재고자산감소(증가)	1	-29	-18	-4	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-59	21	11	3	1
기타	-11	6	6	-1	-1
법인세납부	-23	-20	-13	-14	-15
투자활동현금흐름	-64	-66	-70	-46	-45
금융자산감소(증가)	9	4	7	0	0
유형자산감소(증가)	-60	-46	-16	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-2	-1	-1	-1
기타	-11	-23	-59	-45	-43
재무활동현금흐름	-29	1	54	-2	-2
단기금융부채증가(감소)	-17	-1	25	0	0
장기금융부채증가(감소)	-12	0	32	0	0
자본의증가(감소)	1	2	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-1	-1	-3	-2	-2
현금의 증가(감소)	-20	-50	54	34	40
기초현금	102	82	32	86	120
기말현금	82	32	86	120	160
FCF	-63	42	56	80	85

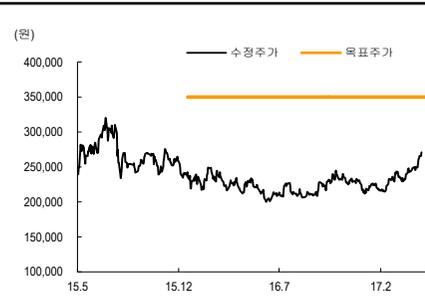
자료 : 삼성전자, SK증권 추정

주요투자지표					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	-47.2	0.2	47.3	10.9	3.3
영업이익	-49.8	-12.4	67.8	25.7	6.0
세전계속사업이익	-41.7	-13.3	97.4	12.9	7.8
EBITDA	-37.5	-18.8	48.0	18.4	2.7
EPS(계속사업)	-49.4	18.2	103.1	15.0	8.9
수익성 (%)					
ROE	15.9	37.9	8.9	9.2	9.1
ROA	11.1	26.2	6.8	6.8	6.8
EBITDA마진	24.1	19.5	19.6	20.9	20.8
안정성 (%)					
유동비율	269.3	163.7	201.4	229.0	261.6
부채비율	21.9	19.5	27.4	26.0	24.3
순차입금/자기자본	-12.0	-2.5	0.1	-3.9	-7.7
EBITDA/이자비용(배)	49.8	85.3	36.6	41.4	42.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	294	348	707	812	885
BPS	5,230	7,620	8,401	9,288	10,246
CFPS	1,074	3,151	934	1,017	1,058
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	64.5	46.6	11.4	9.9	9.1
PER(최저)	33.3	16.0	7.7	6.7	6.1
PBR(최고)	3.6	2.1	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	1.9	0.7	0.7	0.6	0.5
PCR	12.4	2.1	8.6	7.9	7.6
EV/EBITDA(최고)	19.3	21.4	9.0	7.4	6.9
EV/EBITDA(최저)	10.4	6.2	1.7	1.2	0.9

Compliance Notice

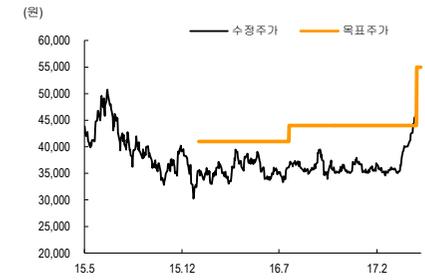
SK (034730/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.26	매수	350,000원
	2016.11.15	매수	350,000원
	2016.11.14	매수	350,000원
	2016.10.12	매수	350,000원
	2016.10.05	매수	350,000원
	2016.08.17	매수	350,000원
	2016.07.13	매수	350,000원
	2016.05.24	매수	350,000원
	2016.05.17	매수	350,000원
	2016.03.15	매수	350,000원
	2016.02.29	매수	350,000원
	2016.02.01	매수	350,000원
	2016.01.14	매수	350,000원



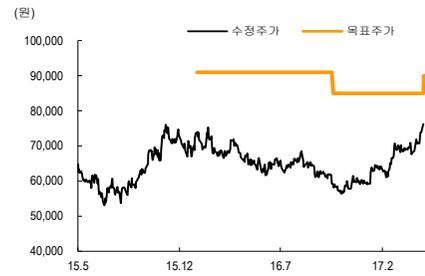
한화 (000880/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.26	매수	55,000원
	2016.11.14	매수	44,000원
	2016.10.05	매수	44,000원
	2016.08.17	매수	44,000원
	2016.02.01	매수	41,000원



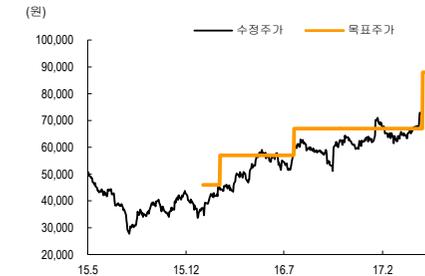
LG (003550/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.26	매수	90,000원
	2016.11.14	매수	85,000원
	2016.10.05	매수	91,000원
	2016.08.17	매수	91,000원
	2016.07.13	매수	91,000원
	2016.06.20	매수	91,000원
	2016.05.18	매수	91,000원
	2016.02.01	매수	91,000원



LS (006260/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.26	매수	88,000원
	2016.11.14	매수	67,000원
	2016.10.05	매수	67,000원
	2016.08.17	매수	67,000원
	2016.03.09	매수	57,000원
	2016.02.01	매수	46,000원



CJ (001040/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.26	매수	245,000원
	2016.11.14	매수	210,000원
	2016.10.05	매수	260,000원
	2016.08.17	매수	260,000원
	2016.02.01	매수	310,000원



원익홀딩스 (030530/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.26	매수	9,600원
	2016.11.14	매수	9,600원
	2016.10.05	매수	9,600원
	2016.09.22	매수	9,600원

