



Analyst

최관순

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

지주회사

아직 자회사 가치는 충분히 반영되지 않았다

2017년 지주회사 주가 수익률은 KOSPI 대비 아웃퍼폼 하였음. 이는 상장 자회사 주가 상승에 따른 NAV 상승에 기인함. 그럼에도 상장 자회사의 주가 상승이 지주회사에 아직 충분히 반영되지 않아 지주회사의 추가적인 주가 상승 여력이 높다고 판단. 상장 자회사 주가가 지주회사에 반영된 이후 비상장 자회사의 가치가 부각될 것인데, SK 실트론, SK 바이오텍 등 우량 비상장 자회사를 보유하고 있는 SK에 주목할 필요가 있음.

2017년 지주회사 수익률 KOSPI 대비 아웃퍼폼

SK 증권 지주회사 커버리지 6개사(SK, LG, CJ, 한화, LS, 원익홀딩스)의 2017년 합산 시가총액은 11월 27일 기준 29.4% 증가하면서 KOSPI 수익률 24.3%를 상회하였다. 종목 별로는 LG의 주가상승률이 48.2%로 가장 높았으며, SK(29.4%), 원익홀딩스(25.2%), LS(15.5%), 한화(15.0%), CJ(5.9%) 순이었다.

상장 자회사의 주가 상승이 지주회사 주가 상승을 견인

2017년 가장 높은 수익률을 기록한 LG의 경우 상장 자회사의 NAV 상승이 55.3%로 가장 높았으며, LS와 원익홀딩스의 상장자회사 NAV가 각각 38.1%, 30.0% 증가하였다. CJ의 경우에도 13.0% 상장자회사 NAV가 증가하였다. 이들 4종목은 상장자회사 대비 지주회사 주가 상승률이 낮아 추가적인 지주회사 주가 상승 여력이 남아있다. 한화의 경우 한화건설 불확실성 제거에 대한 기대감으로 지주회사 주가 상승률이 상장자회사 NAV 상승률(9.8%) 대비 높았다. SK도 상장자회사 NAV가 24.5% 증가하였음에도 불구하고 SK 주가가 29.4% 증가하면서 상장자회사 주가 상승률을 넘어섰다. 일반적으로 지주회사 주가는 상장자회사 주기에 후행하지만, SK의 경우에는 SK E&S 등 비상장 자회사가 호실적을 기록하면서 지주회사 주가가 더 빠르게 상승하고 있다.

2018년에도 지주회사 주가 전망은 밝음

상장 자회사의 주가 상승으로 인한 NAV 상승분이 아직 지주회사 주가에 충분히 반영되지 못한 점을 고려한다면 지주회사들의 주가는 지속적인 상승이 가능할 것이다. 이후에는 비상장 자회사의 가치가 지주회사 주가 상승을 견인할 것으로 예상하는데, SK의 SK 실트론, SK 바이오텍, LG의 LG CNS, 서브원, CJ의 CJ 올리브네트웍스 등의 기업가치가 지주회사 주가에 충분히 반영되지 못하고 있다.

지주회사 탑픽으로 SK 제시

지주회사 내 탑픽으로 SK를 제시한다. SK 주가에 충분히 반영되지 못한 비상장 자회사의 가치가 주목되기 때문이다. SK 실트론은 전방 산업의 호조 속에 EBITDA 개선이 예상되며, 2018년 하반기부터 바이오 사업 부문의 실적 가시화가 예상되기 때문이다. SK 이노베이션, SK E&S 등 주요 자회사의 배당금 확대 또한 예상되어 SK의 주당 배당금도 증가할 가능성성이 높다고 판단한다.

Contents

Key Chart	3
개별기업 분석	7
SK(매수, TP: 390,000 원 상향)	8
LG(매수, TP: 105,000 원 상향)	21
CJ(매수, TP: 245,000 원 유지)	26
한화(매수, TP: 55,000 원 유지)	31
LS(매수, TP: 88,000 원 유지)	36
원익홀딩스(매수, TP: 10,500 원 상향)	41

Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석팀당사는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

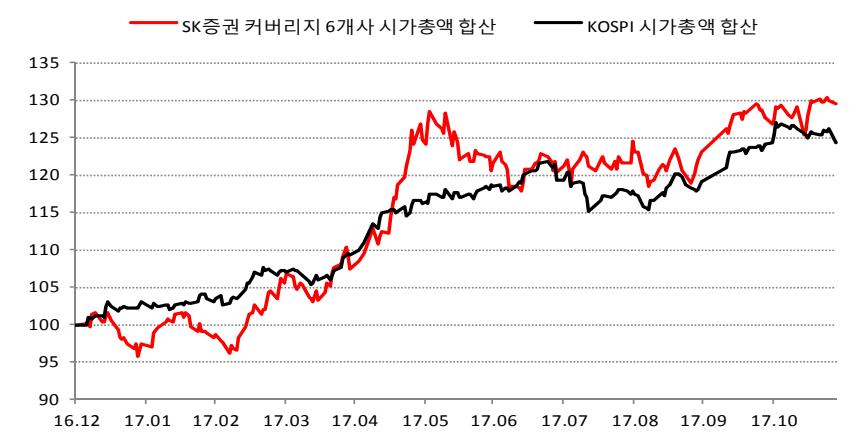
SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 29일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

Key Chart

지주회사 수익률 29.4%,
KOSPI 상승률 24.3%로 2017년
지주회사 수익률 양호

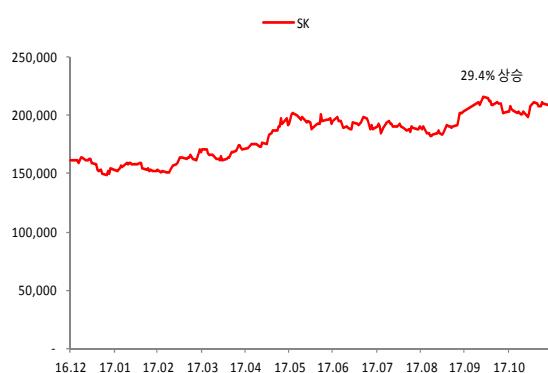
2017년 지주회사 및 KOSPI 시가총액 합산 추이



자료 Quantwise
주: 2016년말 100 기준 상대주가 추이

SK 시가총액 추이

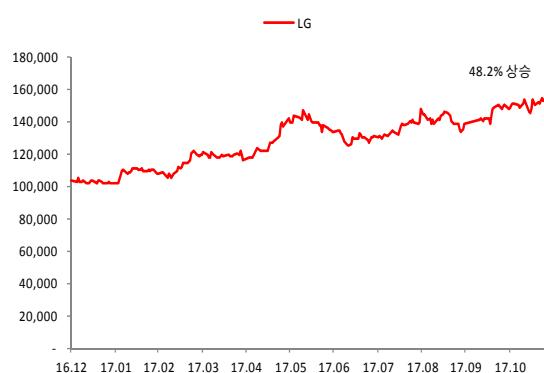
(단위: 억원)



자료: Quantwise

LG 시가총액 추이

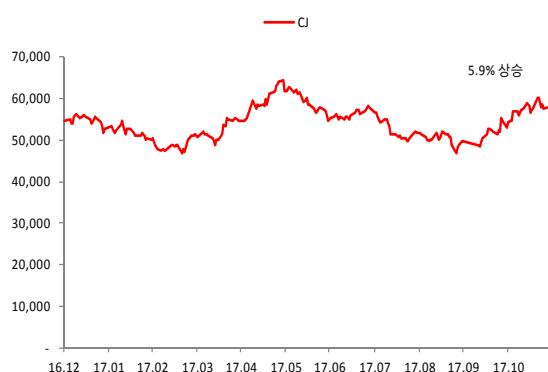
(단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ 시가총액 추이

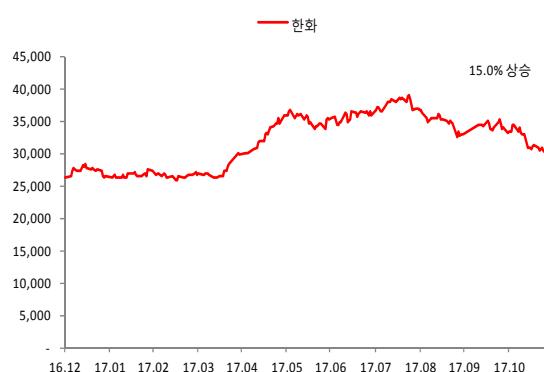
(단위: 억원)



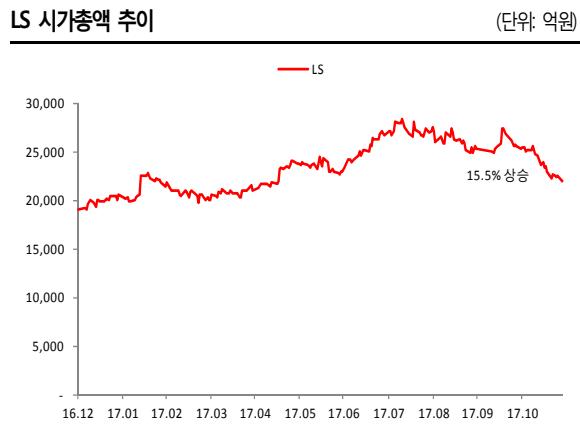
자료: Quantwise

한화 시가총액 추이

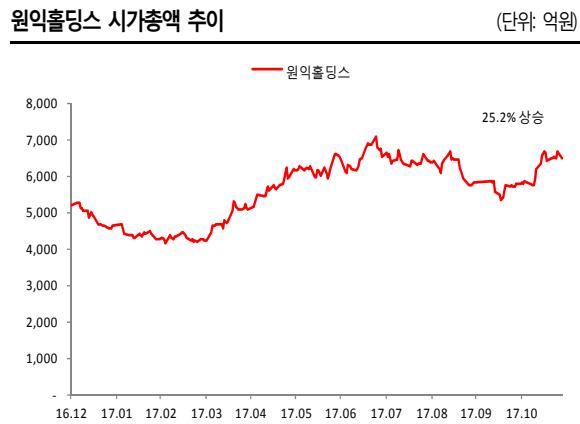
(단위: 억원)



자료: Quantwise



자료: Quantwise



자료: Quantwise

상장 자회사 합산 NAV 24.5% 증가

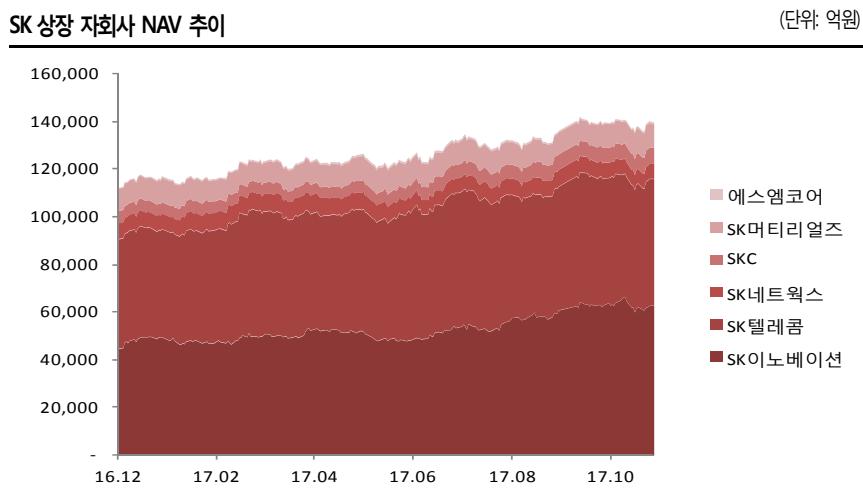
- NAV 2.74 조원 증가

SK 이노베이션 40.6% 상승

- NAV 1.81 조원 증가

SK 텔레콤 16.1% 상승

- NAV 0.73 조원 증가



자료: Quantwise

상장 자회사 합산 NAV 55.3% 증가

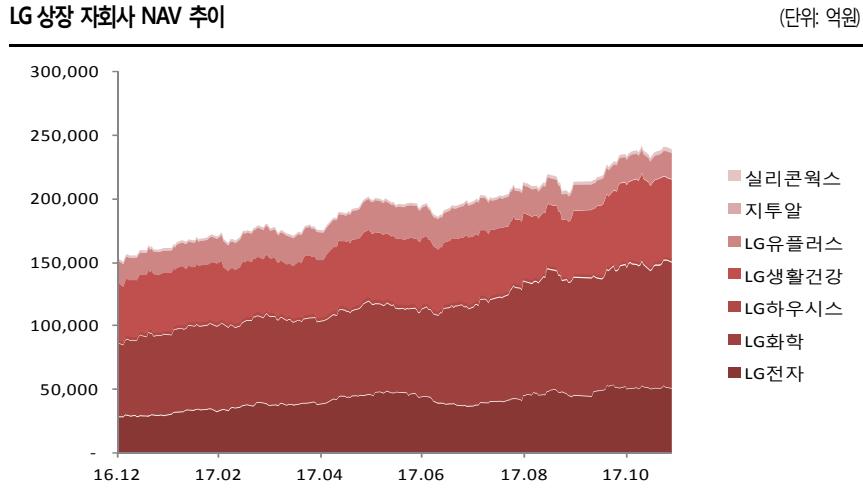
- NAV 8.53 조원 증가

LG 전자 78.7% 상승

- NAV 2.23 조원 증가

LG 화학 71.2% 상승

- NAV 4.13 조원 증가



자료: Quantwise

상장 자회사 합산 NAV 13.0% 증가

- NAV 0.64 조원 증가

CJ 제일제당 14.6% 상승

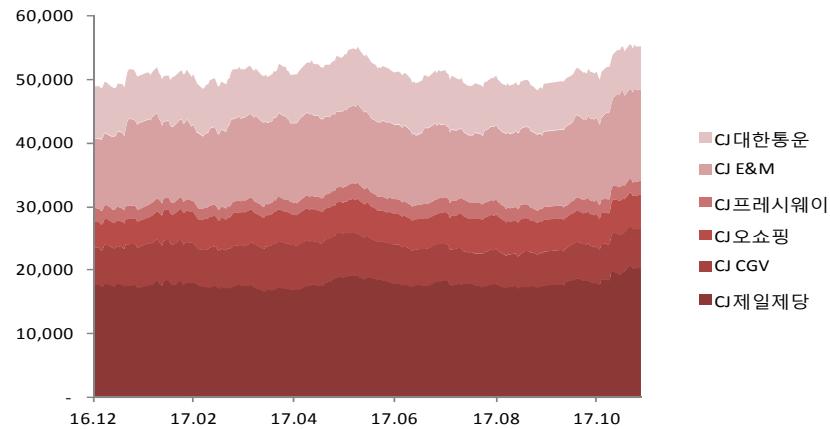
- NAV 0.26 조원 증가

CJ E&M 31.9% 상승

- NAV 0.36 조원 증가

CJ 상장 자회사 NAV 추이

(단위: 억원)



자료 Quantwise

상장자회사 합산 NAV 9.8% 증가

- NAV 0.32 조원 증가

한화생명 14.7% 상승

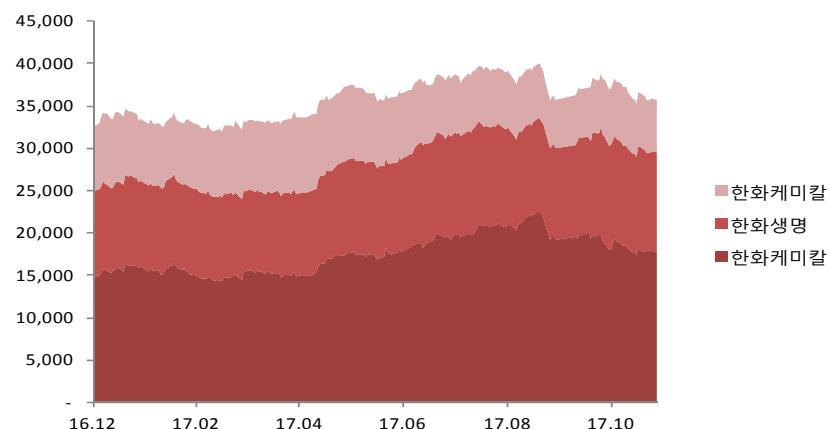
- NAV 0.15 조원 증가

한화케미칼 21.1% 상승

- NAV 0.31 조원 증가

한화 상장자회사 NAV 추이

(단위: 억원)



자료 Quantwise

상장자회사 합산 NAV 38.1% 증가

- NAV 0.39 조원 증가

LG 산전 55.0% 상승

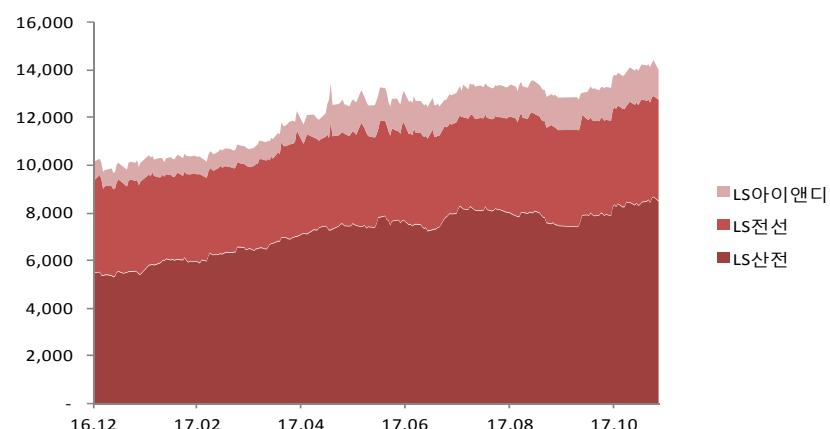
- NAV 0.30 조원 증가

LS 아이엔디 51.7% 상승

- NAV 0.04 조원 증가

LS 상장자회사 NAV 추이

(단위: 억원)



자료 Quantwise

상장 자회사 합산 NAV 30.0% 증가

- NAV 0.19 조원 증가

원익IPS 43.5% 상승

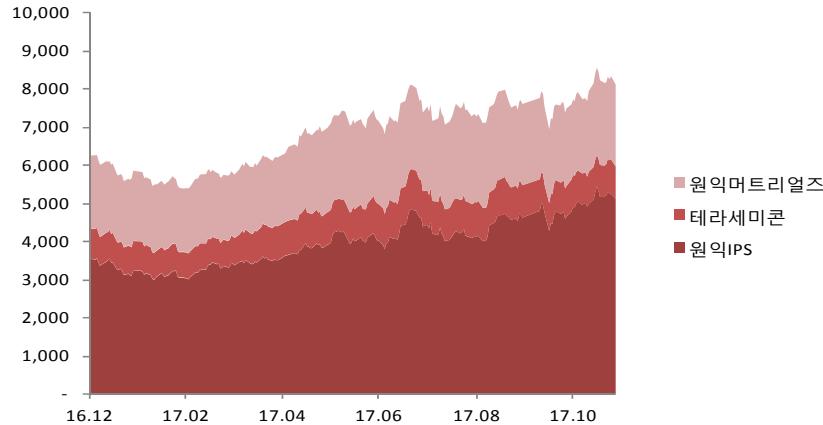
- NAV 0.15 조원 증가

원익머트리얼즈 12.8% 상승

- NAV 0.02 조원 증가

원익홀딩스 상장 자회사 NAV 추이

(단위: 억원)



자료 Quantwise

지주회사 시가총액 상승분과 상장자회사 NAV 상승분

(단위: 억원)

	시가총액 상승분	상장자회사 NAV 상승분
SK	47,493	27,447
LG	49,869	85,283
CJ	3,209	6,352
한화	3,935	3,182
LS	2,962	3,856
원익홀딩스	1,313	1,878

자료 SK 증권

주요 지주회사 NAV 대비 할인율

(단위: 억원)

	NAV	상장사	비상장사	브랜드가치	자체사업	순차입금	시가총액	NAV 대비 할인율
SK	298,295	183,117	107,393	21,277	51,114	64,605	208,970	29.9%
LG	282,019	233,318	10,648	28,958		-9,095	153,403	45.6%
CJ	87,793	61,147	17,584	9,721		659	57,770	34.2%
한화	54,046	38,215	15,521	6,208	21,913	27,810	30,208	44.1%
LS	31,406	17,499	14,419	2,180		2,691	22,057	29.8%
원익홀딩스	11,234	8,562	583		2,383	294	6,519	42.0%

자료 SK 증권

지주회사 주요 투자지표

(단위: 배)

	매출액 증가율		영업이익 증가율		지배주주순이익 증가율		PER		PBR	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
SK	11.0%	3.1%	14.3%	22.1%	156.4%	15.5%	10.3	9.2	14	1.3
LG	7.0%	3.8%	52.1%	57.2%	113.9%	-21.9%	6.9	9.7	1.0	0.9
CJ	12.9%	7.9%	15.8%	40.2%	138.7%	37.9%	8.2	6.5	1.4	1.2
한화	4.9%	4.7%	31.4%	37.0%	62.8%	15.5%	5.1	4.4	0.9	0.9
LS	3.2%	-2.6%	32.6%	40.4%	10.7%	-1.0%	11.5	11.6	0.9	0.8
원익홀딩스	40.0%	17.9%	63.1%	97.5%	-63.8%	-3.5%	9.7	10.0	1.0	0.9

자료 SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	154 억원
발행주식수	7,093 만주
자사주	1,454 만주
액면가	200 원
시가총액	208,970 억원
주요주주	
최태원(외5)	30.87%
SK 자사주	20.65%
외국인지분율	24.00%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(17/11/28)	297,000 원
KOSPI	2507.81 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	307,000 원
52주 최저가	212,000 원
60일 평균 거래대금	321 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.3%	2.8%
6개월	8.2%	1.6%
12개월	24.0%	-2.4%

SK (034730/KS | 매수(유지) | T.P 390,000 원(상향))

30 개월만의 목표주가 상향

SK에 대한 목표주가를 35 만원에서 39 만원으로 상향함. 상장 자회사인 SK 텔레콤과 SK 이노베이션의 주가 상승분을 반영하였으며, SK E&S와 SK 실트론의 기업가치를 현실화하였음. 17년 SK 주가는 30% 상승했으나, 18년에도 SK 실트론이 본격적으로 이익에 기여하고 바이오 부문의 실적도 가시화되며 추가적인 주가 상승이 가능할 것으로 판단하여 지주회사 내 탑픽으로 유지함

2017년 주가 상승률 30% 기록

2017년 SK의 주가는 연초 대비 30.1% 상승했다. 주가 상승은 SMP 회복에 따른 SK E&S의 실적 개선, SK 실트론 인수 이후 반도체 수직 계열화 기대감, SK 이노베이션(39.9%), SK 텔레콤(16.7%) 등 주요 상장 자회사의 주가 상승에서 기인하였다. 또한, 중고차 사업과 SK 증권을 매각하여 그룹 포트폴리오의 선택과 집중 전략이 강화되었으며, 이익 증가에 따른 배당 확대 기대감도 유효하다.

2018년에는 SK 실트론과 바이오 부문에 주목

2018년에도 SK의 주가 상승 가능성성이 높다. 2017년 하반기 인수가 완료된 SK 실트론은 반도체 호황에 따른 웨이퍼 수요 증가에 힘입어 이익에 본격적으로 기여하기 시작할 전망이다. SK 실트론의 기업가치는 EV/EBITDA 8.0 배(글로벌 경쟁사 대비 20% 할인)를 적용하여 산정한 3.29 조원으로 평가한다. 18년에는 바이오 부문의 성과도 확인될 것이다. SK 바이오텍은 세종시 공장 증설로 CAPA 확대에 따른 매출 증가가 예상되며, SK 바이오파는 현재 3성이 진행 중인 뇌전증 치료제의 매출이 하반기부터 본격적으로 발생 가능할 것으로 예상한다. 현재 SK 주가에 바이오 사업의 가치는 거의 반영되어 있지 않고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

투자의견 매수, 목표주가 39 만원(상향)

SK에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 주요자회사의 2018년 실적 개선 가능성성이 높고 배당 확대가 예상되기 때문이다. 목표주가는 기존 35 만원에서 39 만원으로 상향한다. SK 실트론 및 SK E&S 가치를 현실화 하였으며, 주요 상장자회사의 주가 상승을 반영하였다. 바이오 부문은 장부가만 반영하여 이익 증가에 따라 추가 상승 여력이 존재한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	24,260	392,995	836,175	928,218	956,854	1,030,291
yoY	%	5.4	1,520.0	112.8	11.0	3.1	7.7
영업이익	억원	2,715	14,068	52,982	60,563	64,694	70,071
yoY	%	20.6	418.1	276.6	14.3	6.8	8.3
EBITDA	억원	3,287	36,070	105,114	117,688	125,253	126,235
세전이익	억원	1,873	62,881	43,758	76,287	80,266	86,666
순이익(자배주주)	억원	1,273	53,460	7,656	19,630	22,678	27,599
영업이익률%	%	11.2	3.6	6.3	6.5	6.8	6.8
EBITDA%	%	13.6	9.2	12.6	12.7	13.1	12.3
순이익률	%	5.4	14.1	3.4	6.2	6.4	6.5
EPS	원	2,546	96,468	13,604	28,159	32,231	39,170
PER	배	83.9	25	16.9	10.6	9.2	7.6
PBR	배	4.1	1.4	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	36.5	19.2	6.7	6.8	6.4	6.0
ROE	%	5.0	70.6	6.0	14.1	14.2	14.9
순차입금	억원	12,771	214,852	196,942	215,634	174,191	79,529
부채비율	%	103.9	141.1	143.5	135.8	123.1	113.2

1. Valuation

SK에 대한 목표주가는 기존 35 만원에서 39 만원으로 상향한다. 보유 지분가치 산정 시 SK E&S의 유상증자 가격을 근거로 SK E&S의 기업가치를 6.78조원(지분율 90% 기준: 6.1조원)으로 계산했으며, SK 실트론은 18년도 예상 EBITDA 4,100억원에 8.0배(글로벌 경쟁사 18년 평균 EV/EBITDA 10.0배 대비 20% 할인)를 적용하여 기업가치를 3.29조원(지분율 70.6% 기준: 2.32조원)으로 적용하였다. SK 이노베이션, SK 텔레콤, SKC 등 상장자회사의 주가 상승분도 고려하였다. 바이오 부문(SK 바이오팜, SK 바이오텍)에 대해서는 보수적인 관점에서 장부가만 반영하였다. 18년에는 SK 바이오텍의 증설 효과로 이익 증가가 예상되며, SK 바이오팜의 뇌전증 치료제 상용화 가능성이 높다. 향후 이익 증가의 확인과 뇌전증 치료제의 글로벌 판매 개시는 추가적인 NAV 상승 요인으로 작용할 것이다.

SK 목표주가 산정		(단위: 억원 주 원)
구분	내용	
지분가치		210,237
보유 지분가치		247,338
할인율		15%
사업가치		72,391
브랜드 가치*		21,277
자체사업 가치		51,114
자체사업 영업이익		3,325
법인세율		22.0%
세후영업이익		2,593
Target Multiple**		19.7
순차입금***		64,605
SK 적정시가 총액		218,023
SK 상장주식수(자기주식 제외)		55,824,357
SK 목표주가		390,551

자료 SK증권

*: 2018년 예상 브랜드 로열티 대비 10배 적용

**: 삼성에스디에스 대비 25% 할인

***: 3Q17 말 별도기준

SK 보유 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	SK 이노베이션	189,554	33.0%	62,477	
	SK 텔레콤	211,150	25.2%	53,252	
	SK 네트웍스	15,884	39.1%	6,214	
	SKC	16,365	41.7%	6,831	
	SK 머티리얼즈	21,053	49.1%	10,337	
	에스엠코어	3,130	26.7%	834	
비상장사	SK E&S		90.0%	26,000	61,000
	SK 실트론		70.6%	6,200	23,234
	SK 건설		44.5%	5,453	5,453
	SK 해운		83.1%	3,324	3,324
	SK 임업		100.0%	614	614
	SK 바이오팜		100.0%	3,287	3,287
	SK 바이오텍		100.0%	1,638	1,638
	기타 비상장 자회사			8,843	8,843
합계				247,338	

자료: SK 증권

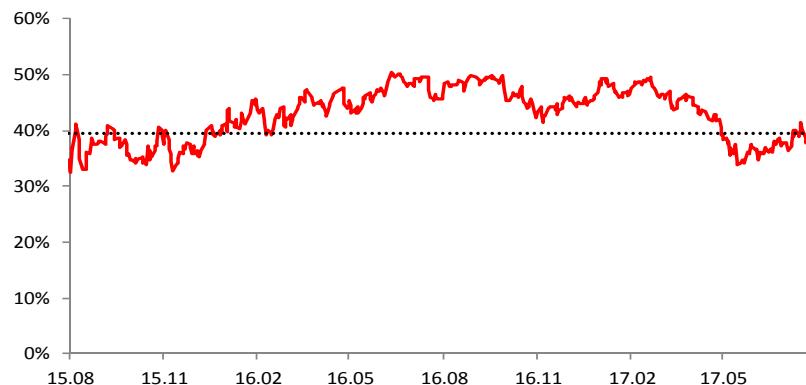
SK E&S는 지난 10 월 31 일 유상증자를 결정하였다. 주당 146,066 원에 4,640,199 주를 발행하여 6,778 억원의 운용자금을 조달하였다. 유상증자로 SK 의 지분율은 100%에서 90%로 하락했으나, 주당 146,066 원을 적용 시 SK E&S 보유가치는 6.1 조원으로 계산된다. 기준 PBR-ROE로 계산한 3.8 조원 대비 60% 가량 높아 SK 목표주가 상향의 근거가 되었다.

SK 실트론의 경우 51% 지분을 6,200 억원에 인수한 이후 추가적으로 19.6% 인수할 예정이다. 3 분기 누적 영업이익은 860 억원으로 3 분기에만 433 억원을 기록했을 만큼 실적개선세가 빠르다. SK 실트론의 내년도 예상 EBITDA 는 4,100 억원으로 글로벌 경쟁사(Shin-etsu(10.8 배), Sumco(10.0 배), Global Wafers(9.3 배)) 18 년 평균 EV/EBITDA 10.0 배 대비 20% 할인한 8.0 배를 적용하여 산정(순차입금: 0)한 3.29 조원(지분율 70.6% 기준: 2.3 조원)을 적용하였다.

SK 현 주가는 역사적 NAV 대비
할인율은 평균 수준

SK NAV 대비 할인율 추이

— SK NAV 대비 할인율



자료 SK 증권

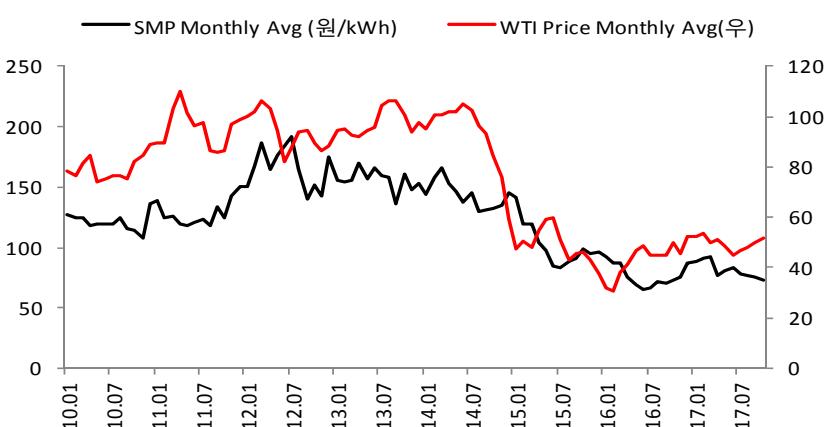
2. SK E&S

최근 국제 유가 상승은 두 가지 측면에서 SK E&S에 영향을 미친다. 발전 단가 상승에 대한 우려와 SMP 상승으로 인한 매출 증가 측면이다. SK E&S의 경우 장기 계약을 통한 LNG 직도입 체제를 확립해 놓았기 때문에 국제 유가가 상승해도 발전 단가 상승 리스크는 제한적이다. 하지만, 동시에 유가와 동행하는 SMP는 상승하기 때문에 매출 증가가 예상된다. 파주와 위례발전소 가동에 따른 CAPA 증가 효과까지 고려한 2017년 SK E&S의 영업이익은 4,468 억원(189.1% YoY)으로 예상하며, 2018년에도 4,980 억원(11.5% YoY)으로 두 자릿수의 이익 성장이 가능할 전망이다.

최근 국제유가는 상승 추세이며
국제유가와 SMP는 동행함. SMP
상승 시 SK E&S 매출도 증가

SMP와 WTI 월간 가격 추이

(단위: 원 달러)



자료 Bloomberg

2017년 파주발전소와 위례발전소

가동으로 매출 증가

	SK E&S 발전소별 매출액 추이 (단위: 억원)						
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
매출액	2,627	1,467	1,516	1,873	3,631	5,076	5,298
광양발전소	1,696	969	945	1,150	1,663	1,306	1,446
파주발전소					1,114	2,582	2,626
하남발전소	931	498	571	942	854	684	573
위례발전소				84		735	717
(연결 조정)				-303		-231	-64

자료 SK E&S

가동률도 높은 수준으로 유지되고 있음

SK E&S 발전소별 가동률 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
광양발전소	74.7%	70.3%	66.6%	65.1%	84.0%	83.5%	84.8%
파주발전소	91.7%	86.0%	86.0%	84.5%	84.0%	75.2%	72.1%
하남발전소					98.9%	96.9%	97.9%
위례발전소						90.4%	93.2%

자료 SK E&S

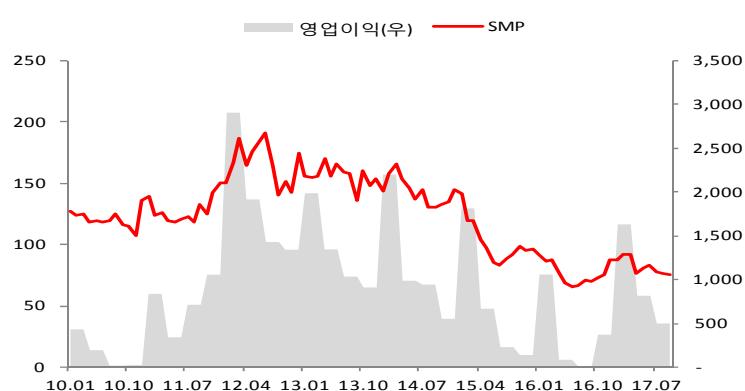
	SK E&S 발전소별 매출액 추이 (단위: GWh, 천 Gcal)						
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
전력	3,300	3,299	3,337	3,336	4,642	8,266	8,355
광양발전소	2,429	2,428	2,456	2,455	2,402	2,429	2,455
하남발전소	871	871	881	881	862	871	881
파주발전소					1,378	3,982	4,025
위례발전소						984	994
열		946	411	2,152	446	2,097	1,700
하남발전소		946	411	2,152	446	1,289	883
위례발전소						808	817

자료 SK E&S

SK E&S의 영업이익은 SMP와 높은 상관관계를 가짐

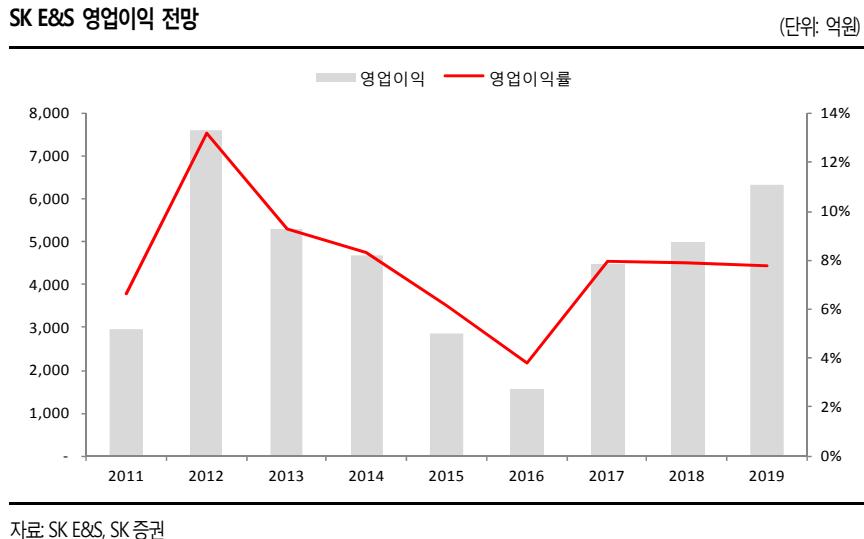
SMP와 SK E&S 영업이익

(단위: 원 억원)



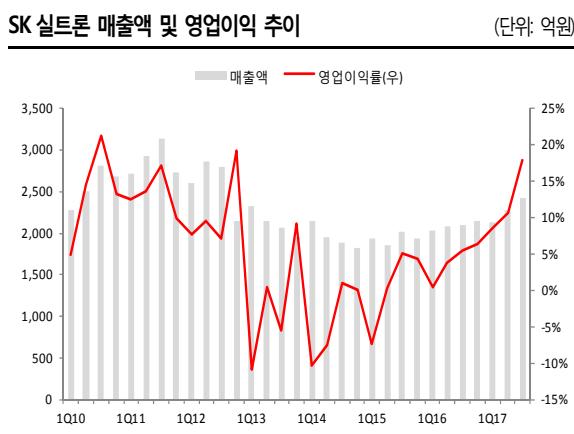
자료 SK E&S, SK 증권

가스 발전 수요 증가로 SK E&S의
영업이익은 지속적으로 상승할
것으로 예상

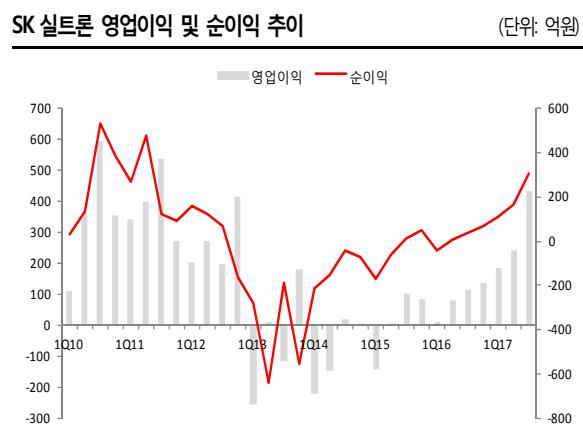


3. SK 실트론/에센코어

SK 실트론의 호실적이 예상된다. SK는 SK 실트론 지분 51%를 6,200 억원에 인수하였으나, 추가적으로 19.6%를 인수하여 최종적으로 70.6%의 지분을 확보하게 될 예정이다. 반도체 장기 호황 사이클은 웨이퍼 수요 증가로 이어지기 때문에 SK 실트론의 장기적으로 성장할 가능성도 높아진다. 추가적인 CAPA 확장도 가능하며, 단기적으로는 현재 설비의 효율화를 통해 생산 능력을 증진시킬 것으로 예상한다. 수요 증가와 생산 능력 향상으로 2018년 예상 EBITDA는 4,100 억원을 달성할 것으로 예상한다. 글로벌 경쟁사의 2018년 평균 EV/EBITDA는 10.0 배 수준이다. 20% 할인하여 산정한 SK 실트론의 적정가치는 3조 2,909 억원(순차입금 0)이며, 지분율을 고려한 SK의 SK 실트론 지분가치는 2조 3,233 억원으로 산정된다.



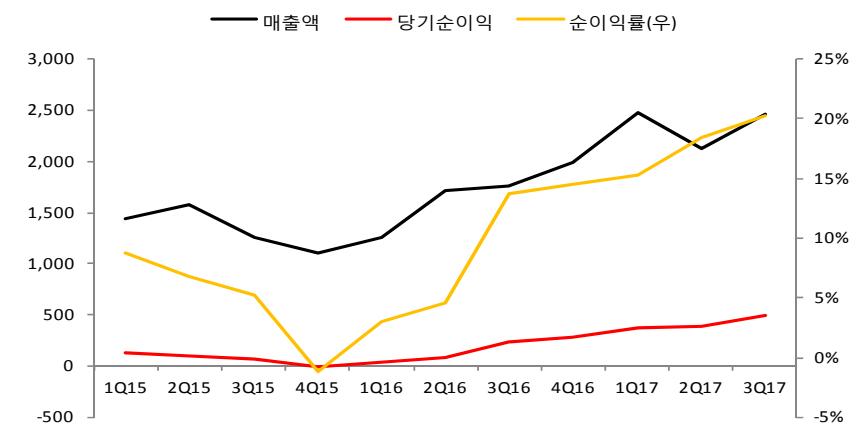
자료 SK 실트론



자료 SK 실트론

에센코어도 실적 개선이 지속되고 있다. 3분기 당기순이익은 497 억원으로 역대 분기 최대치를 기록하였으며, 순이익률도 20.2%로 처음으로 20%대에 진입했다. 반도체 모듈 사업을 영위하고 있는 에센코어 역시 반도체 산업의 호황과 자체 브랜드 인지도 상승, 트레이딩 역량 강화 등으로 지속적인 이익 개선세가 기대된다.

에센코어 분기별 실적 추이 (단위: 억원)



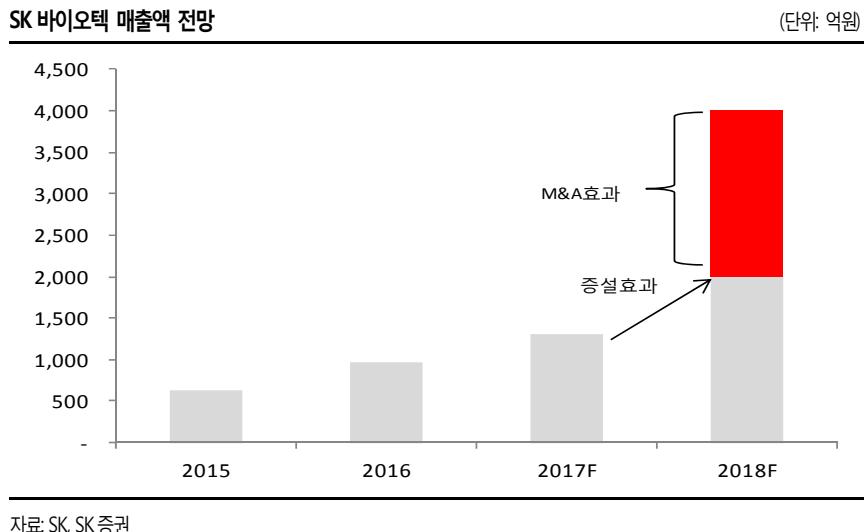
자료 SK

4. SK 바이오텍/SK 바이오팜

1. SK 바이오텍

SK 바이오텍은 대전 대덕단지에 16만 L 규모의 생산 능력을 보유하고 있었다. 지난 10월 16일 생산 능력 16만 L 규모의 세종공장이 완공됨에 따라 총 생산 능력은 32만 L 까지 증가하게 되었다. 부지 면적 1만 m²의 세종공장에서는 당뇨 등을 치료하는 원료 의약품이 생산될 예정이다. 유후 부지에 추가적인 공장 증설도 예정되어 있어 2020년에는 생산 규모가 80만 L 까지 증가하게 될 것으로 전망된다.

자체적인 공장 증설과 함께 M&A를 통한 경쟁력도 강화하고 있다. 아일랜드 스워즈 시의 BMS 원료 의약품 공장을 인수해 추가적인 생산 규모와 더불어 전문 인력과 공급 계약까지 확보하였다. 아일랜드 BMS의 연간 매출액 규모는 2,000억원으로 알려져 있는데, 작년도 SK 바이오텍의 매출액이 1,000억원 수준임을 고려하면 2018년에는 세종공장 증설 효과를 포함하여 4,000억원의 매출을 기대할 수 있을 것으로 예상한다.



아일랜드의 BMS 인수를 위해 SK는 SK 바이오텍의 유상증자에 참여할 것으로 예상한다. 언론 보도에 따르면 BMS를 인수하는데 소요되는 비용은 1,700 억원 수준으로 알려졌다. 이 금액을 SK에서 모두 출자한다면, SK의 SK 바이오텍 지분율은 100%가 유지되며 장부가치는 기존 장부가 1,638 억원에 1,700 억원을 합산한 3,338 억원 수준이 될 전망이다.

2. SK 바이오파

SK 바이오파는 뇌전증 치료제(YKP3089)의 임상 3상을 진행 중에 있다. 내년 상반기 임상 3상이 종료되며, 하반기에 FDA 허가를 신청해 연말쯤 매출이 가시화 될 것으로 예상한다. 이미 2상을 통해 약효는 검증되었다. 기존 Vimpat 대비 약효는 30% 가량 뛰어났으며 부작용도 절반 이하로 나타났다. 3상에서는 안전성에 대한 확인만 필요한 상황이며, FDA 허가 이후 상용화된다면 1조원 가량의 연간 매출을 기대하고 있다. 뇌전증 이외 간질, 조현병, 수면장애치료제 등 다양한 신약 파이프 라인을 보유하고 있다. 향후 중추신경계에 특화된 글로벌 제약사로의 도약이 기대된다. 현재 SK 목표주가 산정에는 장부가만 반영된 상태로 향후 실적이 가시화되면 SK의 추가적인 NAV 상승요인으로 작용할 전망이다.

5. 상장자회사

견조한 국제 유가를 기반으로

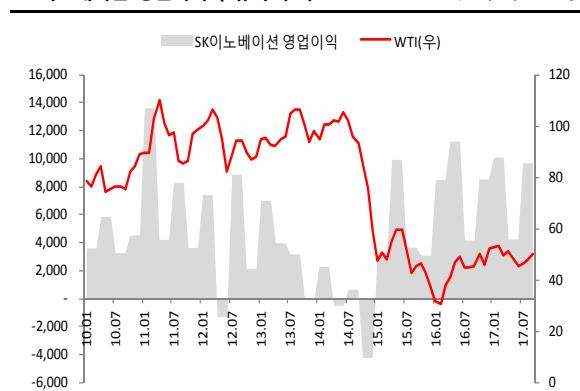
2017년 실적 양호

1. SK 이노베이션

양호한 실적 바탕으로 연말 배당

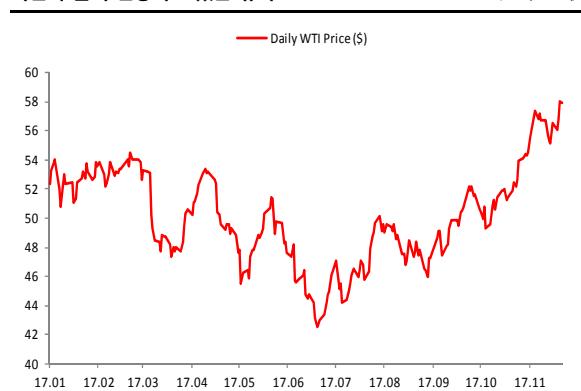
확대 기대감 유효

SK 이노베이션 영업이익과 유가 추이



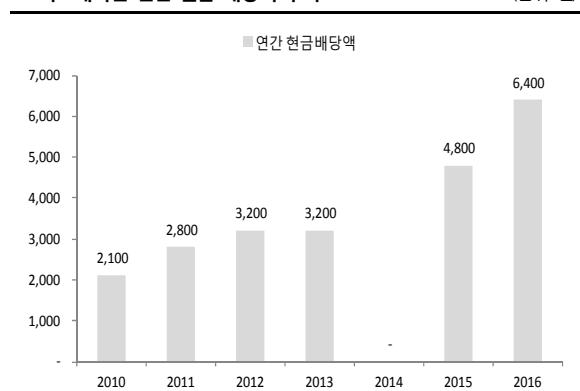
자료: SK 이노베이션 Bloomberg

하반기 들어 반등하고 있는 유가



자료: Bloomberg

SK 이노베이션 연간 현금 배당액 추이



자료: SK 이노베이션

SK 이노베이션 17년 현금 배당액 전망 추이

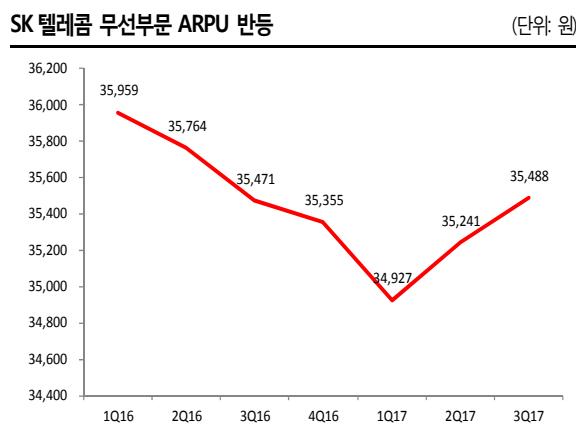


자료: Quantitative

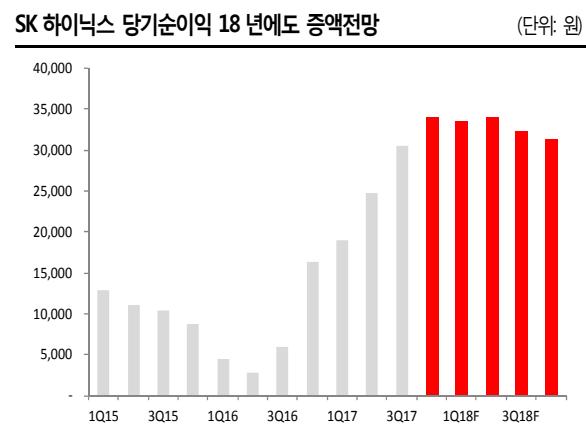
무선부문 ARPU 반등과
SK 하이닉스, SK 브로드밴드 등
자회사 실적 개선세 뚜렷

2018년부터 5G에 대한 기대감이
주가에 본격적으로 반영될 것

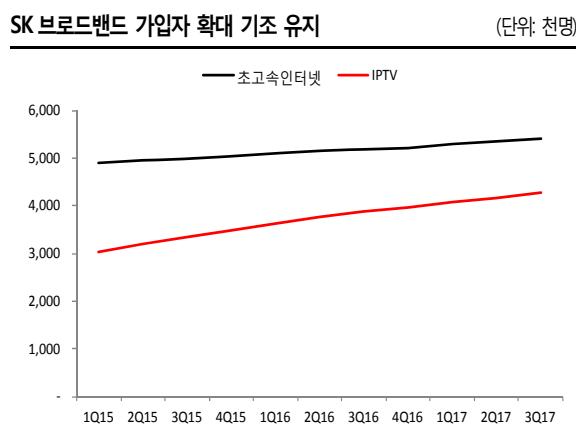
2. SK 텔레콤



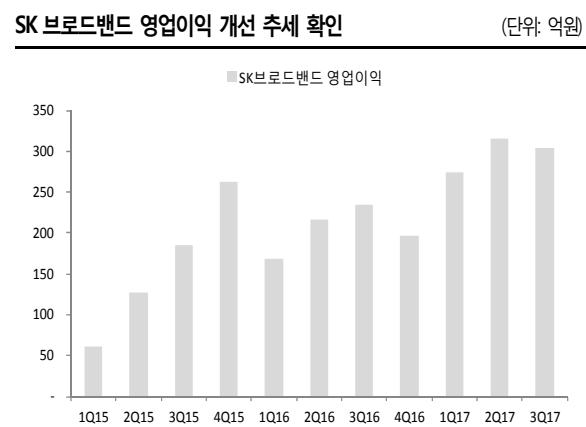
자료: SK 텔레콤



자료: Quantiwise



자료: SK 브로드밴드



자료: SK 브로드밴드

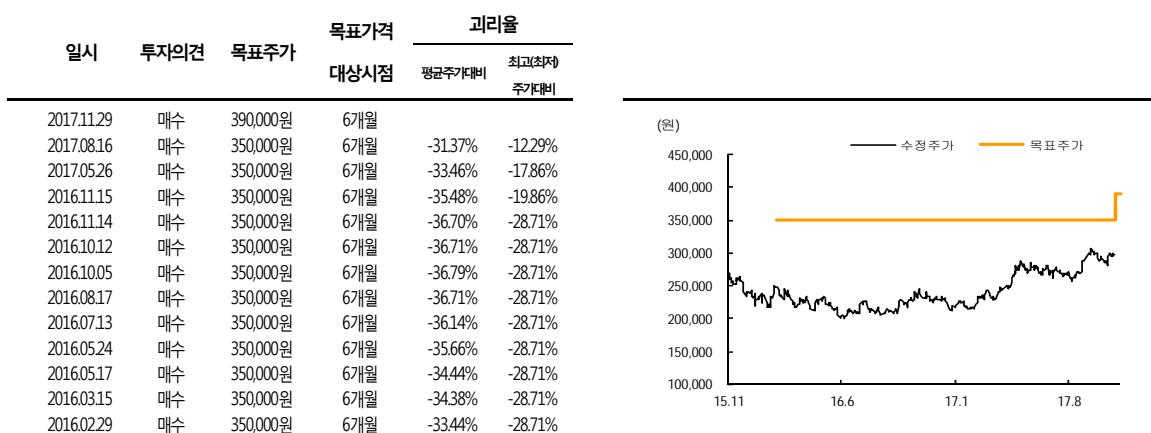
5. 실적 전망

SK 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	206,740	211,293	200,648	217,496	230,625	219,678	237,634	240,280	836,177	928,218	956,854
별도기준	11,185	6,558	6,618	6,777	12,372	7,148	7,669	7,446	31,137	34,636	37,563
자회사	195,555	204,736	194,030	210,717	218,253	212,529	229,965	232,834	805,038	893,582	919,291
SK이노베이션 계열	94,582	102,802	97,030	100,791	113,871	105,611	117,589	119,518	395,205	456,588	487,495
SK텔레콤 계열	42,285	42,673	42,438	43,523	42,344	43,456	44,427	44,598	170,918	174,825	175,935
SK네트웍스 계열	45,482	46,575	44,489	48,028	50,578	50,514	50,968	40,026	184,574	192,085	159,793
SKC 계열	5,664	6,009	5,699	6,421	5,870	6,152	7,408	7,483	23,793	26,913	30,302
SK건설(주) 계열	18,857	21,337	20,439	25,201	15,623	16,910	18,537	23,084	85,834	74,154	77,029
SK해운(주) 계열	4,365	4,222	3,445	4,402	4,083	3,696	3,607	4,168	16,434	15,553	15,674
에스케이이엔에스(주) 계열	15,996	7,092	6,028	11,331	16,654	11,538	10,753	17,155	40,448	56,101	63,145
영업이익	15,129	16,849	9,177	11,827	17,070	11,019	16,190	16,283	52,982	60,562	64,694
별도기준	6,447	611	956	450	6,523	829	1,239	920	8,464	9,511	11,016
자회사	8,682	16,238	9,223	11,378	10,548	10,190	14,951	15,363	45,520	51,051	53,679
SK이노베이션 계열	8,448	11,195	4,149	8,489	10,043	4,212	9,636	8,661	32,281	32,551	31,894
SK텔레콤 계열	4,021	4,074	4,167	2,693	4,105	4,211	3,944	3,780	14,955	16,040	16,740
SK네트웍스 계열	205	351	390	727	297	195	588	580	1,673	1,660	2,356
SKC 계열	431	473	230	410	378	442	482	481	1,544	1,783	2,584
SK건설(주) 계열	527	286	(342)	(166)	163	332	246	325	307	1,067	846
SK해운(주) 계열	328	258	(227)	(658)	(6)	286	281	296	(299)	857	429
에스케이이엔에스(주) 계열	1,063	92	13	377	1,634	820	504	1,510	1,545	4,468	4,980
영업이익률	7.3%	8.0%	4.6%	5.4%	7.4%	5.0%	6.8%	6.8%	6.3%	6.5%	6.8%

자료: SK, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 11 월 2 현재 SK 와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 29일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	297,651	324,500	340,303	394,725	507,320
현금및현금성자산	69,952	70,870	78,723	120,166	214,828
매출채권및기타채권	118,326	122,274	132,578	139,755	149,988
재고자산	56,433	60,189	65,260	68,793	73,830
비유동자산	668,687	705,973	786,772	818,048	801,023
장기금융자산	29,031	25,391	24,754	24,754	24,754
유형자산	394,453	410,325	416,145	422,611	378,696
무형자산	97,494	117,724	125,917	119,162	113,155
자산총계	966,338	1,030,473	1,127,075	1,212,774	1,308,344
유동부채	259,193	287,166	322,935	335,969	354,032
단기금융부채	83,242	85,015	102,606	102,606	102,606
매입채무 및 기타채무	98,229	121,390	131,619	138,744	148,904
단기충당부채	3,050	4,208	4,643	4,980	5,412
비유동부채	306,372	320,040	326,204	333,307	340,610
장기금융부채	236,497	231,962	230,819	230,819	230,819
장기매입채무 및 기타채무	30,346	46,018	46,927	47,836	48,746
장기충당부채	1,355	1,043	1,031	1,012	1,000
부채총계	565,566	607,206	649,139	669,276	694,641
지배주주지분	125,665	131,124	148,212	171,519	199,468
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	56,785	56,456	53,188	53,188	53,188
기타자본구성요소	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
자기주식	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
이익잉여금	78,017	83,681	101,121	121,567	146,654
비자매주주지분	275,107	292,144	329,724	371,979	414,234
자본총계	400,773	423,267	477,935	543,498	613,702
부채와자본총계	966,338	1,030,473	1,127,075	1,212,774	1,308,344

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	48,598	98,809	74,112	109,002	107,452
당기순이익(순실)	55,493	28,225	57,485	61,542	66,463
비현금성항목등	-16,405	81,451	63,083	63,529	59,590
유형자산감가상각비	17,132	40,521	44,127	47,561	43,915
무형자산상각비	4,870	11,611	12,998	12,999	12,249
기타	-39,001	15,180	3,191	-808	-808
운전자본감소(증가)	15,036	1,304	-30,046	-2,962	-4,016
매출채권및기타채권의 감소증가)	12,504	-3,003	-8,794	-7,177	-10,233
재고자산감소(증가)	14,207	-3,295	-5,110	-3,533	-5,037
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5,914	14,828	14,124	7,125	10,159
기타	-5,761	-7,226	-30,266	622	1,095
법인세납부	-5,525	-12,170	-16,410	-13,107	-14,585
투자활동현금흐름	45,165	-70,098	-61,834	-57,065	-2,016
금융자산감소(증가)	-17,757	-9,752	9,873	0	0
유형자산감소(증가)	-20,527	-47,679	-51,454	-54,026	0
무형자산감소(증가)	-2,099	-8,782	-6,243	-6,243	-6,243
기타	85,547	-3,885	-14,011	3,204	4,227
재무활동현금흐름	-26,831	-27,633	-3,077	-10,494	-10,774
단기금융부채증가(감소)	-28,876	-62,599	-36,507	0	0
장기금융부채증가(감소)	19,640	53,288	42,763	0	0
자본의증가(감소)	-9,045	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,649	-11,326	-2,087	-2,233	-2,512
기타	-6,900	-6,995	4,011	-8,262	-8,262
현금의 증가(감소)	67,492	917	7,854	41,442	94,662
기초현금	2,460	69,952	70,870	78,723	120,166
기말현금	69,952	70,870	78,723	120,166	214,828
FCF	-17,677	52,620	11,001	47,566	100,279

자료 : SK, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	392,995	836,175	928,218	956,854	1,030,291
매출원가	353,827	737,697	825,298	852,831	920,237
매출총이익	39,168	98,478	102,919	104,023	110,054
매출총이익률 (%)	100	11.8	11.1	10.9	10.7
판매비와관리비	25,100	45,496	42,357	39,329	39,983
영업이익	14,068	52,982	60,563	64,694	70,071
영업이익률 (%)	3.6	6.3	6.5	6.8	6.8
비영업손익	48,813	-9,224	15,724	15,572	16,595
순금융비용	2,732	5,970	6,720	6,552	5,529
외환관련손익	-826	-892	-190	-190	-190
관계기업투자등 관련손익	7,135	5,278	21,701	21,505	21,505
세전계속사업이익	62,881	43,758	76,287	80,266	86,666
세전계속사업이익률 (%)	16.0	52	8.2	8.4	8.4
계속사업법인세	5,816	13,540	18,620	18,541	20,020
계속사업이익	57,064	30,218	57,668	61,725	66,646
중단사업이익	-1,572	-1,993	-182	-182	-182
*법인세효과	-365	-454	-3	0	0
당기순이익	55,493	28,225	57,485	61,542	66,646
순이익률 (%)	14.1	3.4	6.2	6.4	6.5
지배주주	53,460	7,656	19,630	22,678	27,599
지배주주구속 순이익률(%)	13.6	0.92	2.11	2.37	2.68
비자매주주	2,033	20,569	37,855	38,864	38,864
총포괄이익	54,535	28,673	63,738	67,795	72,716
지배주주	53,633	7,665	22,492	25,540	30,461
비자매주주	902	21,008	41,246	42,255	42,255
EBITDA	36,070	105,114	117,688	125,253	126,235

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	1,520.0	112.8	11.0	3.1	7.7
영업이익	418.1	276.6	14.3	6.8	8.3
세전계속사업이익	3,257.8	-30.4	74.3	5.2	8.0
EBITDA	997.3	191.4	12.0	6.4	0.8
EPS(계속사업)	3,689.2	-85.9	107.0	14.5	21.5
수익성 (%)					
ROE	70.6	60	14.1	14.2	14.9
ROA	10.9	2.8	5.3	5.3	5.3
EBITDA/마진	9.2	12.6	12.7	13.1	12.3
안정성 (%)					
유동비율	114.8	113.0	105.4	117.5	143.3
부채비율	141.1	143.5	135.8	123.1	113.2
순자금/자기자본	53.6	46.5	45.1	32.1	13.0
EBITDA/이자비용(배)	102	13.2	13.2	13.7	13.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	96,468	13,604	28,159	32,231	39,170
BPS	177,177	184,873	210,647	241,826	281,232
CFPS	132,283	84,296	109,090	117,358	118,099
주당 현금배당금	3,400	3,700	4,000	4,500	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	3.3	18.3	10.9	9.5	7.8
PER(최저)	2.1	14.7	7.5	6.6	5.4
PBR(최고)	1.8	1.4	1.5	1.3	1.1
PBR(최저)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	1.8	2.7	2.7	2.5	2.5
EV/EBITDA(최고)	20.4	6.8	6.9	6.5	6.0
EV/EBITDA(최저)	17.3	6.5	6.3	6.0	5.5

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

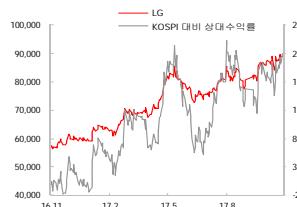
Company Data

자본금	8,794 억원
발행주식수	17,587 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	153,403 억원
주요주주	
구본무(와31)	46.64%
국민연금공단	8.09%
외국인지분율	31.40%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(17/11/28)	88,900 원
KOSPI	2507.81 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	89,600 원
52주 최저가	56,400 원
60일 평균 거래대금	232 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.2%	1.7%
6개월	11.5%	4.8%
12개월	55.4%	22.4%

LG (003550/KS | 매수(유지) | T.P 105,000 원(상향))

상장 자회사 주가 상승분이 충분히 반영되지 못한 주가

LG의 2017년 주가 상승은 48.5%로 대형 지주회사 내 가장 높은 주가 상승률을 기록하였음. 그럼에도 불구하고 LG 전자 81.0%, LG 화학 62.3% 등 상장 자회사 주가 상승률에는 미치지 못해 추가적인 주가 상승이 가능할 전망. 또한 LG 상사의 자회사 편입은 물류 부문에서의 성장과 그룹 내 포트폴리오 강화 측면에서 긍정적 이벤트라고 판단함. 상장 자회사 주가 상승분 고려하여 목표주가는 10.5 만원으로 상향함

상장 자회사 주가 상승과 비상장 자회사의 실적 개선

2017년 LG의 주가 상승률은 48.5%로 대형 지주사 내 가장 높은 주가 상승률을 기록하였다. LG의 주가 상승은 LG 전자(81.0%), LG 화학(62.3%), LG 생활건강(36.4%) 등 주요 상장 자회사의 주가 상승에 기인한다. 자체 사업을 보유하고 있지 않고, 비상장 자회사의 규모가 상대적으로 작은 LG의 주가는 상장 자회사 주가와의 연동성이 높다. 비상장 자회사인 LG CNS(IT 서비스), LG MMA(석유화학제품 제조), 서브원(건설 및 건물관리) 등의 실적도 호전되고 있다.

LG 상사의 자회사 편입으로 포트폴리오 강화

LG는 LG 상사 주식 957 만 주를 특수관계인으로부터 주당 31,000 원에 취득하였다 (지분: 24.69%, 총 인수가격: 2,967 억원). 이로써 LG 상사는 LG의 계열사로 편입되었다. LG 상사는 자원, 유통, 물류 사업을 영위하는데, 석탄 생산량 증가로 인한 자원 부문의 호조와 판토스(지분 51% 보유)를 중심으로 한 물류 부문의 성장이 예상된다. LG 상사의 17년 예상 영업이익은 2,384 억원(37.0% YoY)이며 17년 예상 PER은 7.3 배이다.

투자의견 매수, 목표주가 10.5 만원(상향)

LG에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 대형 지주회사 중 2017년 가장 높은 주가 상승률을 기록하였지만, 상장 자회사 주가 상승분이 LG 주가에 충분히 반영되지 않아 추가적인 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다. 또한 LG 상사의 자회사 편입으로 그룹 내 포트폴리오 강화가 예상된다. 상장 자회사 주가 상승에 따른 NAV 증가분을 반영하여 목표주기를 105,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	98,654	99,654	107,254	114,788	119,170	128,589
yoY	%	0.7	1.0	7.6	7.0	3.8	7.9
영업이익	억원	10,441	11,386	13,447	20,454	21,143	22,909
yoY	%	-9.5	9.1	18.1	52.1	3.4	8.4
EBITDA	억원	13,469	14,476	16,415	23,081	23,391	24,812
세전이익	억원	9,557	10,761	12,746	25,907	20,902	22,952
순이익(자배주주)	억원	8,445	9,442	10,748	22,989	17,957	19,722
영업이익률%	%	10.6	11.4	12.5	17.8	17.7	17.8
EBITDA%	%	13.7	14.5	15.3	20.1	19.6	19.3
순이익률	%	8.5	9.5	10.2	20.4	15.4	15.7
EPS	원	4,770	5,373	6,118	12,840	9,979	10,982
PER	배	12.8	13.2	9.8	6.9	8.9	8.1
PBR	배	0.9	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	9.0	9.5	7.0	6.5	5.7	4.7
ROE	%	7.0	7.5	8.0	15.2	10.4	10.3
순차입금	억원	10,486	6,726	5,448	-6,894	-24,060	-42,685
부채비율	%	37.7	36.2	37.1	23.6	22.2	20.9

LG 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 원)

구분	내용
브랜드 가치*	28,958
지분 가치	144,942
순차입금**	-9,095
적정 시가총액	182,995
발행주식수	172,557,131
목표주가	106,049

자료 SK 증권

*: 18년 예상 브랜드 로열티 대비 10배 적용

**: 3Q17 말 별도 기준

LG 보유 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LG전자	149,738	33.7%	50,417	
	LG화학	277,075	33.5%	92,903	
	LG하우시스	8,277	33.5%	2,775	
	LG생활건강	188,980	34.0%	64,310	
	LG유플러스	53,485	36.0%	19,279	
	지투알	1,781	35.0%	623	
	실리콘웍스	8,864	33.1%	2,932	
	LG자사주	145,293	0.1%	79	
비상장	LG MMA		50.0%	1,154	1,154
	루셈		64.8%	294	294
	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					241,570
할인율					40%
자회사 가치					144,942

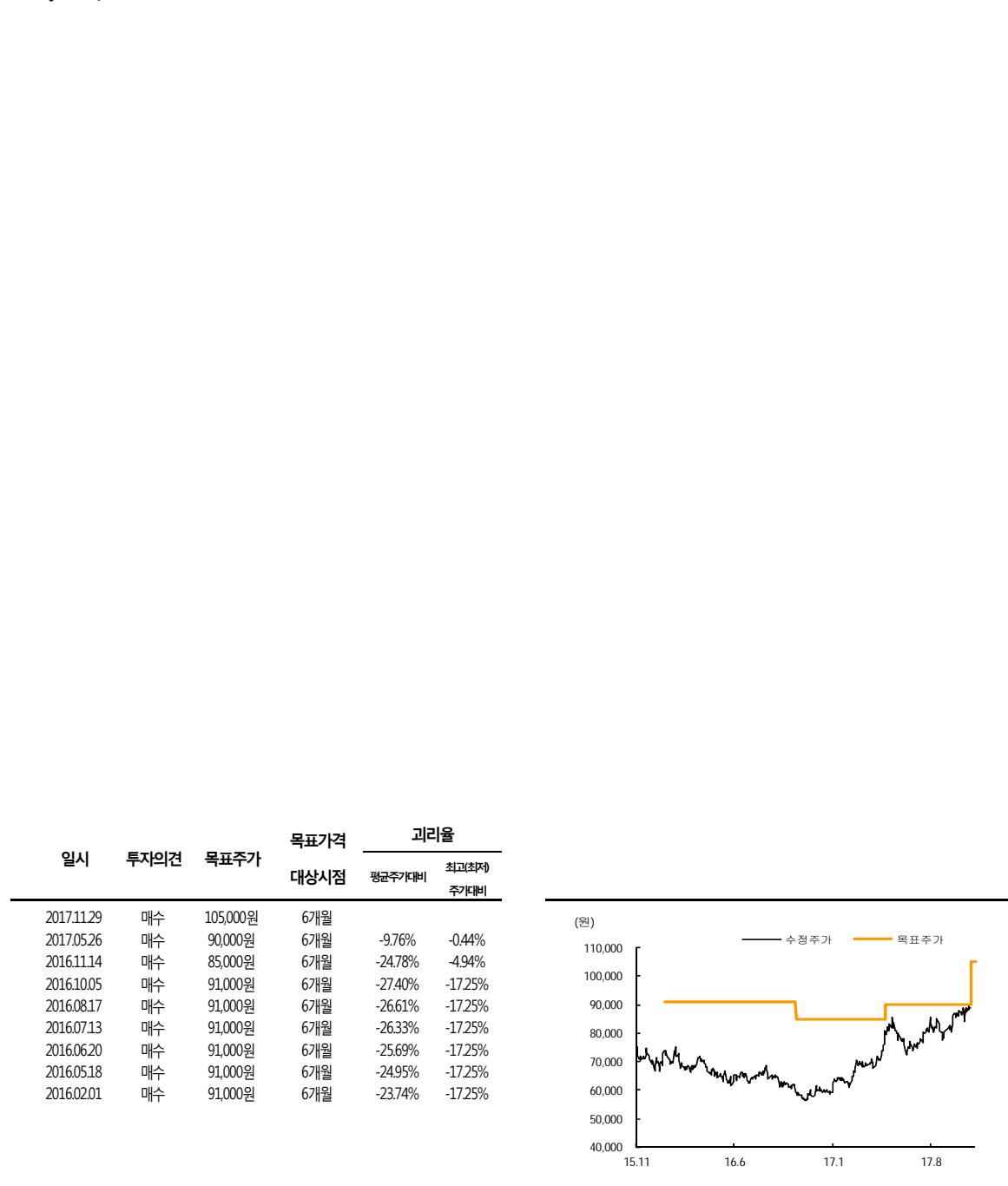
자료: LG, SK 증권

LG 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	23,524	26,816	26,717	30,197	26,428	28,986	30,030	29,344	107,254	114,788	119,170
LG지주회사	3,465	847	869	959	4,088	989	984	996	6,140	7,057	7,483
LG CNS 계열	6,582	8,080	8,056	11,537	6,546	7,855	8,412	12,010	34,254	34,823	35,536
서브원 계열	12,158	13,694	14,730	16,912	15,002	16,847	17,782	17,916	57,494	67,547	70,989
LG실트론 계열	2,375	2,415	2,504	2,506	-	-	-	-	9,800	-	-
루셈	306	314	316	324	334	294	328	306	1,260	1,261	1,273
LG경영개발원	171	219	213	210	172	216	210	202	814	799	817
LG스포츠	36	160	240	66	47	219	260	66	502	592	623
LG HoldingsJapan.Co.,Ltd	22	22	23	22	21	21	21	23	88	86	89
영업이익	3,292	4,177	3,281	2,697	6,063	5,679	5,775	2,937	13,447	20,454	21,143
LG지주회사	3,047	326	391	477	3,621	359	471	513	4,241	4,965	5,220
LG CNS 계열	(47)	265	290	1,029	170	327	649	1,213	1,537	2,359	1,999
서브원 계열	359	424	523	558	582	542	716	609	1,865	2,450	2,445
LG실트론 계열	13	78	112	138	-	-	-	-	341	-	-
루셈	(11)	(0)	(2)	15	17	11	23	7	2	57	29
LG경영개발원	(5)	7	(3)	28	0	9	2	16	27	28	27
LG솔라에너지	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LG스포츠	(73)	94	80	(138)	(91)	86	110	(143)	(36)	(37)	(26)
LG HoldingsJapan.Co.,Ltd	17	15	16	0	17	14	14	3	48	48	49
영업이익률	14.0%	15.6%	12.3%	8.9%	22.9%	19.6%	19.2%	10.0%	12.5%	17.8%	17.7%

자료: LG, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 29일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	41,556	46,631	45,103	64,697	85,493
현금및현금성자산	8,704	11,290	8,196	25,361	43,986
매출채권및기타채권	24,623	28,924	23,176	24,567	25,733
재고자산	3,435	3,229	2,587	2,742	2,872
비유동자산	139,678	148,263	158,556	160,392	162,566
장기금융자산	931	910	1,010	1,010	1,010
유형자산	24,713	24,814	18,656	16,708	15,083
무형자산	1,166	1,140	1,180	1,094	1,029
자산총계	181,234	194,894	203,659	225,088	248,059
유동부채	27,126	35,673	26,519	28,029	29,317
단기금융부채	4,919	7,022	3,429	3,429	3,429
매입채무 및 기타채무	19,604	25,174	20,171	21,382	22,397
단기증당부채	364	515	412	437	458
비유동부채	21,025	17,021	12,320	12,909	13,495
장기금융부채	14,280	11,799	7,301	7,301	7,301
장기매입채무 및 기타채무	2,446	835	504	877	1,249
장기증당부채	277	262	210	223	233
부채총계	48,152	52,694	38,840	40,938	42,812
지배주주지분	129,755	138,744	162,931	181,781	202,396
자본금	8,794	8,794	8,794	8,794	8,794
자본잉여금	23,617	23,649	23,655	23,655	23,655
기타자본구성요소	-24	-24	-24	-24	-24
자기주식	-24	-24	0	0	0
이익잉여금	98,717	107,921	128,615	143,985	161,120
비지배주주지분	3,327	3,457	1,888	2,370	2,851
자본총계	133,082	142,201	164,819	184,150	205,247
부채와자본총계	181,234	194,894	203,659	225,088	248,059

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	7,494	6,901	5,471	21,260	22,436
당기순이익(순실)	9,438	10,913	23,436	18,404	20,169
비현금성항목등	-1,131	-1,672	-12,217	5,394	5,050
유형자산감가상각비	2,816	2,696	2,355	1,949	1,625
무형자산상각비	275	272	272	300	278
기타	1,123	1,135	1,078	118	118
운전자본감소(증가)	526	-871	-4,387	-824	-784
매출채권및기타채권의 감소(증가)	718	-3,695	5,241	-1,391	-1,167
재고자산감소(증가)	-473	126	-1,873	-155	-130
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-246	2,712	-3,197	1,210	1,015
기타	527	-15	-4,558	-488	-503
법인세납부	-1,338	-1,469	-1,362	-1,714	-1,999
투자활동현금흐름	-1,669	-990	-3,147	-1,380	-1,096
금융자산감소(증가)	-397	1,678	-7,590	0	0
유형자산감소(증가)	-2,562	-2,643	-1,032	0	0
무형자산감소(증가)	-102	-229	-214	-214	-214
기타	1,391	204	5,689	-1,166	-882
재무활동현금흐름	-2,097	-3,321	-5,366	-2,715	-2,715
단기금융부채증가(감소)	-1,834	-2,197	-1,440	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,173	1,792	-836	0	0
자본의증가(감소)	0	-33	0	0	0
배당금의 지급	-1,785	-2,302	-2,287	-2,587	-2,587
기타	-650	-582	-686	-128	-128
현금의 증가(감소)	3,729	2,586	-3,055	17,165	18,625
기초현금	4,975	8,704	11,290	8,235	25,400
기말현금	8,704	11,290	8,235	25,400	44,025
FCF	9,561	13,818	20,691	19,992	21,207

자료 : LG, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	99,654	107,254	114,788	119,170	128,589
매출원가	83,382	89,243	90,767	92,800	102,246
매출총이익	16,272	18,010	24,021	26,370	26,343
매출총이익률 (%)	163	168	20.9	22.1	20.5
판매비와관리비	4,885	4,564	3,567	5,227	3,434
영업이익	11,386	13,447	20,454	21,143	22,909
영업이익률 (%)	11.4	12.5	17.8	17.7	17.8
비영업손익	-625	-701	5,453	-241	43
순금융비용	605	541	307	103	-181
외환관련손익	47	-6	-20	-20	-20
관계기업투자등 관련손익	2	24	6,005	0	0
세전계속사업이익	10,761	12,746	25,907	20,902	22,952
세전계속사업이익률 (%)	10.8	11.9	22.6	17.5	17.9
계속사업법인세	1,316	1,821	2,878	2,905	3,190
계속사업이익	9,446	10,925	23,029	17,997	19,762
중단사업이익	-8	-12	407	407	407
*법인세효과	0	0	84	0	0
당기순이익	9,438	10,913	23,436	18,404	20,169
순이익률 (%)	9.5	10.2	20.4	15.4	15.7
지배주주	9,442	10,748	22,989	17,957	19,722
지배주주기록 순이익률(%)	94.7	100.2	20.03	15.07	15.34
비지배주주	-4	165	447	447	447
총포괄이익	9,003	11,472	26,950	21,918	23,683
지배주주	9,005	11,268	26,469	21,437	23,202
비지배주주	-3	204	482	482	482
EBITDA	14,476	16,415	23,081	23,391	24,812

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	1.0	7.6	7.0	3.8	7.9
영업이익	9.1	18.1	52.1	3.4	84
세전계속사업이익	12.6	18.4	103.3	-19.3	98
EBITDA	7.5	13.4	40.6	1.3	61
EPS(계속사업)	12.6	13.9	109.9	-22.3	101
수익성 (%)					
ROE	7.5	8.0	15.2	10.4	10.3
ROA	5.3	5.8	11.8	8.6	8.5
EBITDA마진	14.5	15.3	20.1	19.6	19.3
안정성 (%)					
유동비율	153.2	130.7	170.1	230.8	291.6
부채비율	362	37.1	23.6	22.2	20.9
순차입금/자기자본	5.1	3.8	-4.2	-13.1	-20.8
EBITDA/이자비용(배)	18.2	22.0	44.1	46.7	49.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,373	6,118	12,840	9,979	10,982
BPS	73,778	78,889	92,642	103,360	115,081
CFPS	7,126	7,799	14,565	11,489	12,296
주당 현금배당금	1,300	1,300	1,500	1,500	1,700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.2	12.3	7.0	9.0	8.2
PER(최저)	9.9	9.2	4.6	5.9	5.4
PBR(최고)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
PCR	9.9	7.7	6.1	7.7	7.2
EV/EBITDA(최고)	10.1	8.6	6.6	5.8	4.7
EV/EBITDA(최저)	7.3	6.6	4.3	3.5	2.6

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	1,579 억원
발행주식수	2,918 만주
자사주	297 만주
액면가	5,000 원
시가총액	57,770 억원
주요주주	
이재현(와4)	43.22%
CJ 자사주	10.18%
외국인지분율	19.20%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(17/11/28)	198,000 원
KOSPI	2507.81 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	220,000 원
52주 최저가	161,000 원
60일 평균 거래대금	150 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.9%	5.4%
6개월	-9.6%	-15.1%
12개월	20.4%	-5.2%

CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 245,000 원(유지))

17년 주가 부진했으나, 18년에는 반등 여지 높음

CJ는 2017년 지주회사 내 가장 부진한 수익률(5.6%)을 기록하였음. 이는 시장 상승을 주도한 IT, 에너지, 금융 등의 산업과 동떨어진 내수 중심의 사업 포트폴리오를 보유하였기 때문. 하지만 CJ 제일제당, CJ E&M 등 상장 자회사의 주가 상승분이 지주회사에 점진적으로 반영될 것이고, CJ 올리브네트웍스의 성장세가 유효해 18년 주가 반등 여지는 충분한 것으로 판단함.

2017년 주가 부진했으나, 상장 자회사 주가 상승분만 반영해도 상승여력 충분

2017년 CJ의 주가는 5.6% 오르는 데 그치며 SK 증권 커버 지주회사 중 가장 낮은 주가 상승률을 기록하였다. 2017년 KOSPI는 IT, 에너지, 금융 등의 섹터가 지수 상승을 주도하며 25.6% 상승하였지만, 사업 포트폴리오가 내수 중심인 CJ는 여기서 소외되었다. 하지만, CJ 제일제당(14.5%), CJ E&M(33.1%) 등 주요 자회사 주가 상승에 따른 NAV 증가분이 아직 CJ 주가에 충분히 반영되지 않았기 때문에, 자회사의 주가 상승분만 고려하더라도 CJ의 주가는 상승이 가능할 것으로 예상한다.

CJ 올리브네트웍스 성장세 유효

3Q17 CJ 올리브네트웍스는 매출액 5,038 억원(37.6% YoY), 순이익 203 억원(-10.0% YoY)을 기록하였다. 올리브영은 점포 수 1,000 개를 돌파하며 외형 성장을 지속하여 전년 대비 35.6% 증가한 3,958 억원의 매출을 올렸다. IT 부문에서도 분기 매출 1,000 억원을 돌파하며 호조를 보이고 있다. 3분기 당기순이익 감소는 법인세 이연의 효과로 본업의 성장 기조는 유효하다. 2018년 예상순이익은 1,091 억원으로 예상하며, Target PER 20 배 적용 시 기업가치는 2.7 조원(지분율 55%: 1.5 조원)으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 24.5 만원(유지)

CJ에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 지수 상승에서 소외된 포트폴리오를 보유하여 지주회사 내 가장 낮은 주가 수익률 기록되었으나, CJ 제일제당, CJ E&M의 상장자회사 주가 상승만을 고려해도 추가적인 주가 상승여력이 충분하기 때문이다. 또한 비상장 자회사인 CJ 올리브네트웍스의 지분가치 상승에도 주목할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	195,723	211,667	239,542	270,499	291,939	323,465
YoY	%	3.8	8.2	13.2	12.9	7.9	10.8
영업이익	억원	10,031	12,253	12,529	14,507	17,563	18,361
YoY	%	27.6	22.2	2.3	15.8	21.1	4.5
EBITDA	억원	22,422	25,595	27,149	29,740	36,226	35,667
세전이익	억원	7,973	7,349	7,953	15,710	17,958	18,947
순이익(지배주주)	억원	2,092	2,058	2,230	5,323	7,341	8,085
영업이익률%	%	5.1	5.8	5.2	5.4	6.0	5.7
EBITDA%	%	11.5	12.1	11.3	11.0	12.4	11.0
순이익률	%	2.6	2.6	2.4	4.2	4.6	4.4
EPS	원	6,678	6,559	7,099	16,933	23,353	25,717
PER	배	23.4	38.3	26.3	11.7	8.5	7.7
PBR	배	1.4	2.2	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	7.9	8.2	7.9	7.7	5.9	5.5
ROE	%	6.3	5.9	6.1	13.6	16.6	16.1
순차입금	억원	70,898	67,530	80,475	84,151	61,477	40,459
부채비율	%	154.0	138.9	140.0	151.2	141.9	134.9

CJ 목표주가 산정

(단위: 억원 주, 원)

구분	내용
지분 가치	62,985
브랜드 가치*	9,721
순차입금**	659
적정 시가총액	72,047
발행주식수	29,176,998
목표주가	246,930

자료 SK 증권

*: 18년 예상 브랜드 로열티 대비 10배 적용

**: 3Q17 말 별도 기준

CJ 보유 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ제일제당	53,927	37.7%	20,352	
	CJ CGV	15,702	39.0%	6,127	
	CJ오쇼핑	12,823	41.2%	5,288	
	CJ프레시웨어	4,582	47.1%	2,158	
	CJ E&M	36,563	39.5%	14,450	
	CJ대한통운	34,333	20.1%	6,895	
	CJ자사주	57,625	10.2%	5,878	
비상장	CJ건설		99.9%	1,328	1,328
	CJ푸드빌		96.0%	1,219	1,219
	씨제이올리브네트웍스*		55.1%	918	15,037
합계					78,731
할인율					20%
지분 가치					62,985

자료: SK 증권

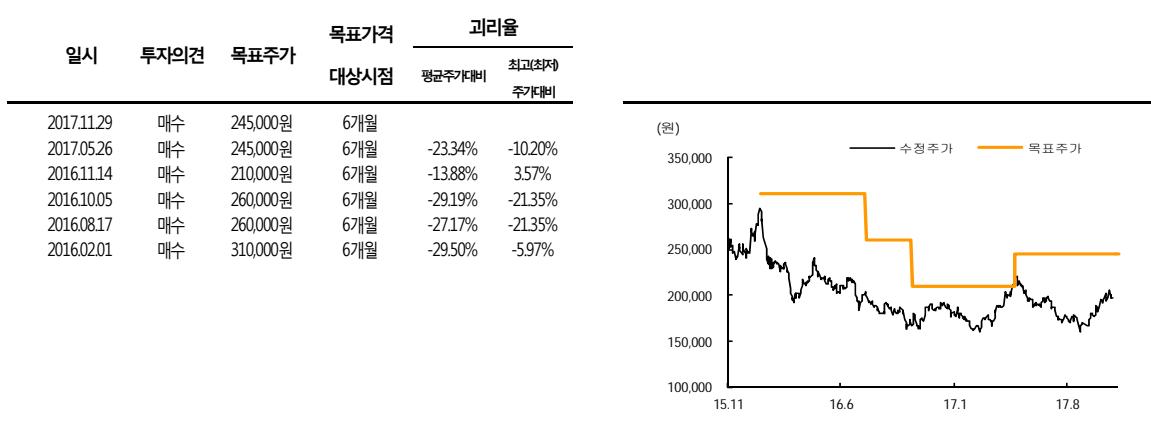
*: 2018년 예상 당기순이익 대비 20배 적용

CJ 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	56,875	58,788	61,073	62,806	63,497	65,050	70,651	71,302	239,542	270,499	291,939
CJ별도	542	220	230	252	567	235	250	260	1,244	1,312	1,389
CJ제일제당	35,340	36,096	36,790	37,406	38,665	39,089	44,107	42,291	145,633	164,152	173,964
CJ CGV	3,143	3,146	4,221	3,812	4,055	3,826	4,722	4,520	14,322	17,123	18,783
CJ E&M	3,135	3,573	3,788	4,888	3,942	4,254	4,401	5,101	15,384	17,698	19,526
CJ오쇼핑	2,642	2,709	2,579	3,029	2,749	2,904	2,590	3,451	10,959	11,695	12,213
CJ프레시웨이	5,358	5,970	6,065	5,886	5,948	6,346	6,620	6,461	23,279	25,376	28,412
CJ푸드빌	3,143	3,029	3,034	3,297	3,141	3,141	3,141	3,451	12,503	12,874	13,308
씨제이올리브네트웍스	3,189	3,442	3,662	4,097	4,130	4,130	4,130	5,077	14,390	17,467	20,534
CJ건설	1,531	1,397	1,923	1,569	2,071	2,071	2,071	1,915	6,420	8,128	8,767
영업이익	3,523	3,288	3,812	1,906	3,317	2,976	4,319	3,895	12,529	14,507	17,563
CJ별도	422	111	112	(57)	454	74	80	2	588	611	653
CJ제일제당	2,328	2,106	2,433	1,569	1,925	1,644	2,693	2,097	8,436	8,359	10,591
CJ CGV	177	8	340	178	146	(31)	322	273	703	710	965
CJ E&M	89	141	31	19	234	236	127	252	280	849	1,000
CJ오쇼핑	362	325	270	492	386	466	304	503	1,449	1,659	1,796
CJ프레시웨이	32	91	83	5	45	140	149	70	210	403	489
영업이익률	6.2%	5.6%	6.2%	3.0%	5.2%	4.6%	6.1%	5.5%	5.2%	5.4%	6.0%

자료 CJ, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 29일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	69,502	78,625	104,169	131,366	159,604
현금및현금성자산	11,951	11,693	29,412	52,086	73,104
매출채권및기타채권	29,042	35,823	40,669	43,314	47,548
재고자산	14,954	16,994	19,293	20,548	22,556
비유동자산	166,119	191,471	205,587	194,903	185,974
장기금융자산	6,891	7,492	3,156	3,156	3,156
유형자산	94,756	103,728	109,412	98,936	89,463
무형자산	42,496	57,361	62,411	59,653	57,248
자산총계	235,621	270,096	309,756	326,268	345,577
유동부채	76,845	86,622	105,971	109,226	114,437
단기금융부채	40,415	42,529	55,913	55,913	55,913
매입채무 및 기타채무	23,191	28,889	32,797	34,930	38,344
단기충당부채	98	85	96	102	112
비유동부채	60,142	70,930	80,458	82,165	84,049
장기금융부채	45,893	55,691	63,267	63,267	63,267
장기매입채무 및 기타채무	346	278	278	278	278
장기충당부채	179	191	216	230	253
부채총계	136,987	157,551	186,429	191,391	198,486
지배주주지분	36,012	37,358	41,171	47,074	53,641
자본금	1,577	1,579	1,579	1,579	1,579
자본잉여금	9,889	9,930	9,930	9,930	9,930
기타자본구성요소	-2,501	-2,566	-2,672	-2,672	-2,672
자기주식	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863
이익잉여금	25,247	26,995	31,931	38,853	46,440
비자주주지분	62,623	75,186	82,156	87,803	93,451
자본총계	98,635	112,545	123,327	134,877	147,092
부채와자본총계	235,621	270,096	309,756	326,268	345,577

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	20,354	19,896	33,890	31,656	29,887
당기순이익(순실)	7,349	7,953	15,631	13,486	14,230
비현금성항목등	16,896	17,631	13,088	22,740	21,437
유형자산감가상각비	7,568	8,321	9,413	10,476	9,473
무형자산상각비	5,774	6,299	5,820	8,187	7,834
기타	2,109	1,194	-3,144	-5,496	-5,496
운전자본감소(증가)	-1,435	-3,335	6,835	-1,176	-2,139
매출채권및기타채권의 감소증가)	-1,522	-3,080	-4,177	-2,645	-4,234
재고자산감소(증가)	-675	-1,523	-800	-1,255	-2,008
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	1,237	1,564	4,591	2,133	3,414
기타	-475	-297	7,220	591	689
법인세납부	-2,456	-2,352	-1,664	-3,394	-3,641
투자활동현금흐름	-12,673	-32,456	-22,250	-4,988	-4,795
금융자산감소(증가)	4,273	1,037	1,528	0	0
유형자산감소(증가)	-10,799	-13,125	-14,349	0	0
무형자산감소(증가)	-5,067	-5,383	-5,429	-5,429	-5,429
기타	-1,079	-14,986	-4,000	442	634
재무활동현금흐름	-5,710	12,336	6,191	-3,995	-4,073
단기금융부채증가(감소)	-16,026	-10,918	452	0	0
장기금융부채증가(감소)	10,169	19,781	11,059	0	0
자본의증가(감소)	37	30	0	0	0
배당금의 지급	-773	-1,144	-385	419	-498
기타	883	4,587	-4,935	-3,575	-3,575
현금의 증가(감소)	2,039	-258	17,719	22,674	21,018
기초현금	9,912	11,951	11,693	29,412	52,086
기말현금	11,951	11,693	29,412	52,086	73,104
FCF	6,601	1,842	3,089	24,819	23,098

자료 : CI, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	211,667	239,542	270,499	291,939	323,465
매출원가	144,736	165,020	187,646	200,974	222,592
매출총이익	66,932	74,522	82,853	90,965	100,873
매출총이익률 (%)	31.6	31.1	30.6	31.2	31.2
판매비와관리비	54,678	61,993	68,346	73,402	82,512
영업이익	12,253	12,529	14,507	17,563	18,361
영업이익률 (%)	5.8	5.2	5.4	6.0	5.7
비영업순익	-4,904	-4,576	1,202	395	587
순금융비용	2,402	2,508	2,230	3,151	2,959
외환관련손익	-1,320	-652	-2,687	-2,687	-2,687
관계기업투자등 관련손익	1,614	983	752	737	737
세전계속사업이익	7,349	7,953	15,710	17,958	18,947
세전계속사업이익률 (%)	3.5	3.3	5.8	6.2	5.9
계속사업법인세	1,838	2,254	4,242	4,471	4,718
계속사업이익	5,511	5,698	11,468	13,486	14,230
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,511	5,698	11,468	13,486	14,230
순이익률 (%)	2.6	2.4	4.2	4.6	4.4
지배주주	2,058	2,230	5,323	7,341	8,085
지배주주구속 순이익률(%)	0.97	0.93	1.97	2.51	2.5
비지배주주	3,453	3,468	6,145	6,145	6,145
총포괄이익	4,957	4,944	9,951	11,969	12,712
지배주주	1,823	2,180	4,304	6,322	7,065
비지배주주	3,133	2,764	5,647	5,647	5,647
EBITDA	25,595	27,149	29,740	36,226	35,667

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	8.2	13.2	12.9	7.9	10.8
영업이익	22.2	2.3	15.8	21.1	4.5
세전계속사업이익	-7.8	8.2	97.5	14.3	5.5
EBITDA	14.2	6.1	9.6	21.8	-1.5
EPS(계속사업)	-1.8	8.2	138.5	37.9	101
수익성 (%)					
ROE	5.9	6.1	13.6	16.6	161
ROA	2.4	2.3	4.0	4.2	42
EBITDA/마진	12.1	11.3	11.0	12.4	11.0
안정성 (%)					
유동비율	90.4	90.8	98.3	120.3	139.5
부채비율	138.9	140.0	151.2	141.9	134.9
순자금/자기자본	68.5	71.5	68.2	45.6	27.5
EBITDA/이자비용(배)	8.9	9.3	11.3	10.1	10.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,559	7,099	16,933	23,353	25,717
BPS	114,710	118,834	130,962	149,738	170,629
CFPS	49,085	53,632	65,387	82,719	80,768
주당 현금배당금	1,350	1,350	1,600	1,900	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	49.4	41.4	13.0	9.4	8.6
PER(최저)	23.7	23.0	9.5	6.9	6.3
PBR(최고)	2.8	2.5	1.7	1.5	1.3
PBR(최저)	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9
PCR	5.1	3.5	3.0	2.4	2.5
EV/EBITDA(최고)	9.0	9.1	7.9	6.1	5.7
EV/EBITDA(최저)	7.1	7.7	7.3	5.6	5.2

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	4,896 억원
발행주식수	9,743 만주
자사주	588 만주
액면가	5,000 원
시가총액	30,208 억원
주요주주	
김승연(외10)	36.05%
국민연금공단	8.38%
외국인지분율	31.50%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(17/11/28)	40,300 원
KOSPI	2507.81 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	52,000 원
52주 최저가	34,600 원
60일 평균 거래대금	110 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.2%	-11.6%
6개월	-12.8%	-18.1%
12개월	14.8%	-9.6%

한화 (000880/KS | 매수(유지) | T.P 55,000 원(유지))

이익의 안정성 강화 구간

3Q17 부진한 실적을 기록한 한화는 4분기부터 점진적인 실적 개선이 가능할 전망. 한화건설의 해외 플랜트 관련 리스크가 해소됨에 따라 이익의 안정성이 강화되었고, 한화생명, 한화케미칼 등 주요 자회사의 실적 개선 기조가 이어질 것으로 예상하기 때문. 멀티플 기준 경쟁사 대비 높은 밸류에이션 매력을 보유하고 있어, 4분기 이익 안정성이 확인될 경우 주가 상승 탄력도가 높을 것으로 예상함

3Q17 기점으로 건설 관련 불확실성 제거

한화의 2017년 주가 수익률은 15.5%로 KOSPI(25.6%) 대비 낮은 수익률을 기록하였다. 한화생명의 펀더멘탈 개선과 한화케미칼의 양호한 주가상승에도 불구하고, 한화건설 관련 불확실성이 부각되면서 주가는 시장 수익률 대비 부진하였다. 3Q17 실적도 한화건설의 해외플랜트 관련 손실이 반영되면서 부진하였다. 하지만 한화건설이 해외플랜트 사업장의 공기 지연에 따른 예상 손실을 3분기 실적에 전액 반영하며 추가적인 일회성 손실 발생에 대한 불확실성을 제거한 점은 긍정적인 요인이다.

주요자회사 실적개선 전망

한화건설이 해외플랜트 관련 발생 가능한 손실을 모두 선반영하여, 4분기 이후 어느 쪽 가능성은 거의 사라졌다. 반면 국내 주택사업은 호조를 보이고 있어 점진적인 터너라운드가 가능할 전망이다. 한화생명은 금리 상승에 따른 구조적인 수혜가 예상되며, 3분기 부진한 실적을 기록한 한화테크원은 방산 부문 수출 확대 및 성수기 효과로 실적 개선이 가능할 것이다. 한화 상장 자회사 중 2017년 가장 높은 주가수익률(22.5%)을 기록한 한화케미칼은 주요 제품 가격의 상승 효과가 지속되며 양호한 실적이 유지될 것으로 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 5.5 만원(유지)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 4Q17부터 한화건설 불확실성이 제거됨에 따라 이익의 안정성이 강화되었고, 주요 자회사 실적도 점진적인 개선이 예상되기 때문이다. 한화의 현 주가는 2017년 기준 PER 5.1 배로 밸류에이션 매력이 높으며, 이익의 안정성이 확인된다면 밸류에이션 정상화를 기대해 볼 수 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	374,568	413,763	471,202	494,306	517,679	549,384
yoY	%	-3.3	10.5	13.9	4.9	4.7	6.1
영업이익	억원	5,158	7,585	16,859	22,145	23,096	24,577
yoY	%	-40.3	47.0	122.3	31.4	4.3	6.4
EBITDA	억원	12,119	15,789	26,306	31,286	31,568	32,207
세전이익	억원	372	1,754	16,719	23,915	26,719	28,228
순이익(자배주주)	억원	-3,645	-2,850	4,917	8,003	9,244	10,361
영업이익률%	%	1.4	1.8	3.6	4.5	4.5	4.5
EBITDA%	%	3.2	3.8	5.6	6.3	6.1	5.9
순이익률	%	-0.4	0.3	2.7	3.6	3.8	3.8
EPS	원	4.831	-3,778	6,087	8,174	9,441	10,582
PER	배	N/A	N/A	5.8	4.9	4.3	3.8
PBR	배	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	-27.1	-22.5	-15.3	-14.5	-15.9	-17.6
ROE	%	-8.4	-6.7	11.5	18.3	21.3	23.3
순차입금	억원	-439,409	-496,764	-547,325	-610,971	-663,665	-730,422
부채비율	%	920.9	967.2	988.5	1,019.1	1,059.4	1,109.3

한화 목표주가 산정		(단위: 억원, 주, 원)
구분	내용	
지분가치	37,615	
보유 지분가치	53,736	
할인율	30%	
사업가치	28,121	
브랜드 가치*	6,208	
자체사업 가치	21,913	
자체사업 영업이익	2,891	
법인세율	24.20%	
세후 영업이익	2,191	
Target Multiple**	10	
순차입금***	27,810	
한화 적정시가 총액	37,925	
한화 상장주식수	69,078,735	
한화 목표주가	54,902	

자료 SK 증권

*: 2018년 예상 브랜드 로열티 대비 10배 적용

**: 10배 적용

***: 3Q17 말 별도기준

한화 보유 지분가치						(단위: 원)
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	
상장사	한화케미칼	49,855	35.9%	17,893		
	한화생명	64,619	18.2%	11,728		
	한화테크윈	19,015	32.7%	6,214		
	한화자사주	30,358	7.8%	2,380		
비상장	한화건설		95.2%	12,587		12,587
	한화호텔앤드리조트		50.6%	2,192		2,192
	한화테크엠		100.0%	167		167
	한화큐셀코리아		20.4%	574		574
합계						53,736

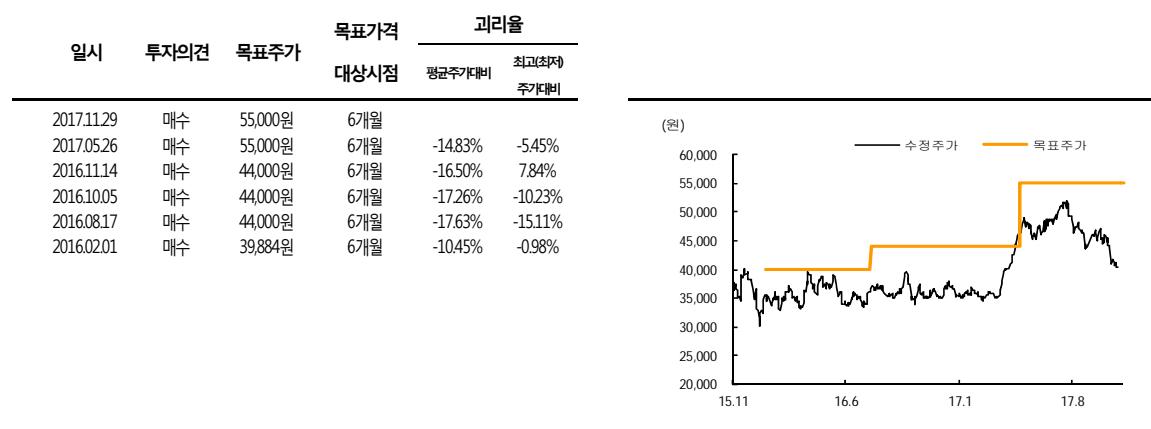
자료: 한화, SK 증권

한화 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	120,386	108,649	120,202	121,977	133,465	113,850	116,955	130,036	471,214	494,306	517,679
한화별도	11,606	13,242	12,513	13,657	11,282	11,240	11,486	13,153	51,018	47,161	47,381
한화테크원	6,426	8,207	8,873	11,683	7,743	10,363	8,686	15,209	35,189	42,001	49,926
한화건설	5,882	6,349	6,040	9,970	7,119	7,838	6,185	10,778	28,241	31,920	32,906
한화케미칼	7,807	8,707	8,769	9,545	9,712	9,766	9,997	9,417	34,828	38,892	36,895
한화호텔앤드리조트	2,338	2,715	2,888	2,639	2,500	2,629	2,948	2,642	10,580	10,719	10,786
한화생명	46,530	36,660	43,911	32,880	52,023	41,108	36,793	36,069	159,981	165,993	169,997
기타 및 연결조정	39,797	32,769	37,208	41,603	43,086	30,906	40,860	42,768	151,377	157,620	169,788
영업이익	4,108	5,488	6,596	668	6,458	7,762	3,883	4,041	16,860	22,145	23,096
한화별도	621	654	458	509	583	776	805	737	2,242	2,901	2,891
한화테크원	317	445	22	305	112	232	22	576	1,089	942	1,081
한화건설	366	512	306	87	610	169	(1,122)	550	1,271	207	2,295
한화케미칼	648	1,255	1,064	1,036	1,577	1,573	1,624	1,261	4,003	6,035	4,753
한화호텔앤드리조트	(1)	(11)	217	34	6	(105)	178	11	239	90	198
한화생명	1,864	1,430	1,949	(2,195)	1,968	2,661	1,538	(36)	3,048	6,131	5,258
기타 및 연결조정	293	1,203	2,580	892	1,602	2,456	838	943	4,968	5,839	6,620
영업이익률	3.4%	5.1%	5.5%	0.5%	4.8%	6.8%	3.3%	3.1%	3.6%	4.5%	4.5%

자료: 한화, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 29일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,059,344	1,136,523	1,214,665	1,287,328	1,383,446
현금및현금성자산	31,702	48,810	73,651	126,344	193,102
매출채권및기타채권	284,456	312,979	333,688	350,294	374,293
재고자산	31,102	27,549	29,372	30,834	32,946
비유동자산	396,873	412,187	421,144	427,260	438,965
장기금융자산	10,594	9,177	7,324	7,324	7,324
유형자산	121,864	120,876	117,983	111,013	104,840
무형자산	12,969	19,138	18,951	18,663	18,420
자산총계	1,456,217	1,548,710	1,635,809	1,714,587	1,822,410
유동부채	208,310	213,600	226,995	232,230	239,797
단기금융부채	118,157	114,918	121,783	121,783	121,783
매입채무 및 기타채무	41,862	51,864	55,296	58,048	62,025
단기충당부채	845	908	968	1,016	1,086
비유동부채	1,111,451	1,192,831	1,262,640	1,334,477	1,431,911
장기금융부채	71,396	75,310	57,759	57,759	57,759
장기매입채무 및 기타채무	4,040	1,623	2,154	2,686	3,218
장기충당부채	2,556	3,840	4,094	4,297	4,592
부채총계	1,319,760	1,406,431	1,489,634	1,566,707	1,671,708
지배주주지분	41,545	44,081	43,256	43,739	45,339
자본금	3,772	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	5,222	6,709	6,588	6,588	6,588
기타자본구성요소	389	382	362	362	362
자기주식	-208	-208	-208	-208	-208
이익잉여금	25,893	29,953	37,484	46,175	55,983
비자매주주지분	94,912	98,198	102,919	104,141	105,364
자본총계	136,457	142,279	146,175	147,880	150,703
부채와자본총계	1,456,217	1,548,710	1,635,809	1,714,587	1,822,410

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	48,717	30,569	46,959	51,592	65,628
당기순이익(순실)	1,754	16,719	22,005	19,786	20,903
비현금성항목등	67,592	60,567	27,323	11,783	11,304
유형자산감가상각비	7,303	8,174	7,597	6,970	6,173
무형자산상각비	902	1,273	1,544	1,502	1,457
기타	67,921	63,454	9,954	44	44
운전자본감소(증가)	-17,865	-40,488	11,785	33,241	47,030
매출채권및기타채권의 감소증가)	-10,046	2,838	-8,169	-16,606	-23,999
재고자산감소(증가)	3,258	3,605	-1,103	-1,462	-2,112
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-2,876	3,353	4,181	2,752	3,977
기타	-8,201	-50,284	16,877	48,556	69,164
법인세납부	-2,764	-6,229	-14,155	-13,216	-13,608
투자활동현금흐름	-36,560	-18,917	594	3,456	3,484
금융자산감소(증가)	-52,859	-30,523	-6,165	0	0
유형자산감소(증가)	-13,372	-9,823	-5,392	0	0
무형자산감소(증가)	-666	-1,209	-1,214	-1,214	-1,214
기타	30,338	22,638	13,364	4,670	4,698
재무활동현금흐름	-5,433	3,695	-20,068	-2,355	-2,355
단기금융부채증가(감소)	-5,183	-8,635	-24,086	0	0
장기금융부채증가(감소)	11,652	14,143	3,952	0	0
자본의증가(감소)	0	3,753	0	0	0
배당금의 지급	-348	-348	-570	-553	-553
기타	-11,553	-5,219	636	-1,802	-1,802
현금의 증가(감소)	6,739	15,248	27,262	52,694	66,757
기초현금	15,703	22,442	37,690	64,952	117,646
기말현금	22,442	37,690	64,952	117,646	184,403
FCF	65,671	65,805	57,552	55,333	69,376

자료 : 한화, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	413,763	471,202	494,306	517,679	549,384
매출원가	384,276	430,497	447,098	468,316	497,191
매출총이익	29,487	40,705	47,208	49,363	52,193
매출총이익률 (%)	7.1	8.6	9.6	9.5	9.5
판매비와관리비	21,902	23,845	25,063	26,267	27,616
영업이익	7,585	16,859	22,145	23,096	24,577
영업이익률 (%)	1.8	3.6	4.5	4.5	4.5
비영업순익	-5,831	-140	1,771	3,623	3,651
순금융비용	3,886	4,215	3,860	1,945	1,918
외환관련손익	-441	65	65	65	65
관계기업투자등 관련손익	3,161	4,515	5,547	5,547	5,547
세전계속사업이익	1,754	16,719	23,915	26,719	28,228
세전계속사업이익률 (%)	0.4	3.6	4.8	5.2	5.1
계속사업법인세	548	3,833	6,206	6,934	7,325
계속사업이익	1,205	12,887	17,710	19,786	20,903
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	12,887	17,710	19,786	20,903
순이익률 (%)	0.3	2.7	3.6	3.8	3.8
지배주주	-2,850	4,917	8,003	9,244	10,361
지배주주구속 순이익률(%)	-0.69	1.04	1.62	1.79	1.89
비지배주주	4,055	7,970	9,706	10,542	10,542
총포괄이익	2,335	3,493	182	2,258	3,375
지배주주	-2,888	588	-205	1,036	2,153
비지배주주	5,223	2,905	386	1,222	1,222
EBITDA	15,789	26,306	31,286	31,568	32,207

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	10.5	13.9	4.9	4.7	6.1
영업이익	47.0	122.3	31.4	43	64
세전계속사업이익	370.8	853.4	43.0	11.7	5.7
EBITDA	30.3	66.6	18.9	0.9	2.0
EPS(계속사업)	적지	흑전	34.3	15.5	12.1
수익성 (%)					
ROE	-6.7	11.5	18.3	21.3	23.3
ROA	0.1	0.9	1.1	1.2	1.2
EBITDA/마진	3.8	5.6	6.3	6.1	5.9
안정성 (%)					
유동비율	508.5	532.1	535.1	554.3	576.9
부채비율	967.2	988.5	1,019.1	1,059.4	1,109.3
순차입금/자기자본	-364.0	-384.7	-418.0	-448.8	-484.7
EBITDA/이자비용(배)	3.5	5.7	7.4	13.5	13.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-3,778	6,087	8,174	9,441	10,582
BPS	55,072	45,022	44,179	44,672	46,307
CFPS	7,098	17,782	17,510	18,094	18,374
주당 현금배당금	500	600	800	800	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	6.5	6.4	5.5	4.9
PER(최저)	N/A	5.0	4.2	3.7	3.3
PBR(최고)	0.9	0.9	1.2	1.2	1.1
PBR(최저)	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
PCR	5.4	2.0	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA(최고)	-21.9	-15.1	-14.2	-15.6	-17.3
EV/EBITDA(최저)	-23.1	-15.5	-14.7	-16.1	-17.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

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

Company Data

자본금	1,610 억원
발행주식수	3,220 만주
자사주	443 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,057 억원
주요주주	
구자열(외39)	33.41%
LS 자사주	13.76%
외국인지분율	21.40%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(17/11/28)	68,500 원
KOSPI	2507.81 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	88,100 원
52주 최저가	59,300 원
60일 평균 거래대금	74 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.1%	-14.4%
6개월	-8.3%	-13.9%
12개월	9.1%	-14.1%

LS (006260/KS | 매수(유지) | T.P 88,000 원(유지))

주가가 업황개선을 따라가지 못하고 있음

LS에 우호적인 영업 환경이 지속되고 있음. LS 주요 자회사의 실적과 민감한 상관 관계를 보이는 동 가격이 3Q17에도 전년 동기 및 전기 대비 각각 33.0%, 12.1% 상승하였음. 이런 추세는 4분기 이후에도 지속될 가능성이 높음. 사업 부문 및 자산 매각을 통한 주요 자회사의 재무 구조 개선이 진행되고 있으며, 전기차 배터리 부품 등 신규 사업으로의 진출도 LS에 긍정적 요인임. 최근 주가는 이런 업황 개선을 반영하고 있지 못한다고 판단.

동 가격 상승을 바탕으로 한 우호적 영업 환경 지속

3Q17 평균 동 가격은 6,348 달러/톤으로 전년 동기 대비 33.0%, 전기 대비 12.1% 상승하며 LS에 우호적인 영업 환경이 지속되고 있다. 동 가격이 상승하면 LS 전선, LS 아이엔디, LS 니꼬동제련 등 대부분의 계열사가 제품 가격을 올려 영업이익이 증가할 수 있기 때문이다. 그럼에도 LS의 3Q17 실적은 다소 부진하였는데, 이는 중단사업으로 분류된 오토모티브와 동박 사업이 LS 엔트론의 실적에 영향을 미쳤기 때문이다. 하지만, 이들 사업부의 매각이 완료될 경우 재무구조 개선을 기대할 수 있는 점은 긍정적이다.

자회사 실적 개선이 LS 주기에 점진적으로 반영될 것

LS에 우호적인 영업 환경이 LS 주가 상승을 견인할 것으로 예상된다. 동 가격이 여전히 견조하게 유지되고 있어 LS 전선의 초고압 전력 부문과 아이엔디부문의 SPSX, 동제련 등 대부분의 자회사에서 수혜가 예상된다. 또한 미국 통신선 교체 수요 주기가 다가오고 있어 아이엔디도 안정적으로 성장할 것으로 예상된다. 엔트론의 오토모티브와 동박 사업 지분 매각과 니꼬동제련의 파나마 광산 매각 등 재무 구조 개선 작업이 순조롭게 진행되고 있고, LS 전선이 폴란드에서 추진하고 있는 전기차 배터리 전장부품 생산 공장 건설 같은 신규 사업도 원활히 진행되고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 8.8 만원(유지)

LS에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 우호적인 영업 환경이 지속되는 가운데 재무 구조 개선, 신규 사업 진출 등 기업 가치 상승을 위한 긍정적 이벤트가 지속되고 있기 때문이다. 견조한 KOSPI 지수 상승에도 불구하고 LS의 주가가 고점 대비 20% 이상 하락한 것은 과도한 조정이라 판단하며, 최근 주가 조정은 저점 매수 기회라 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	108,833	99,997	96,213	99,261	96,705	102,015
yoY	%	-5.6	-8.1	-3.8	3.2	-2.6	5.5
영업이익	억원	3,198	3,143	3,600	4,775	5,054	5,354
yoY	%	-38.2	-1.7	14.5	32.6	5.9	5.9
EBITDA	억원	6,636	6,590	7,089	7,958	7,628	7,616
세전이익	억원	1,517	170	2,725	3,376	3,414	3,558
순이익(지배주주)	억원	450	-987	1,682	1,862	1,843	1,954
영업이익률%	%	2.9	3.1	3.7	4.8	5.2	5.3
EBITDA%	%	6.1	6.6	7.4	8.0	7.9	7.5
순이익률	%	0.8	-0.7	2.2	2.6	2.6	2.6
EPS	원	2,254	-1,963	5,688	6,070	6,010	6,357
PER	배	24.1	N/A	10.4	11.3	11.4	10.8
PBR	배	0.7	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	9.9	9.1	8.6	6.9	7.3	7.5
ROE	%	1.9	-4.2	7.1	7.4	6.9	6.8
순차입금	억원	40,281	39,332	32,978	23,271	23,847	24,563
부채비율	%	240.8	234.6	198.4	188.4	191.1	193.5

LS 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 원)

구분	내용
지분 가치	28,726
브랜드 가치*	2,180
순차입금**	2,691
적정 시가총액	28,214
발행주식수	32,200,000
목표주가	87,623

자료: SK 증권

*: 18년 예상 브랜드 로열티 대비 10배 적용

**: 3Q17 말 별도 기준

LS 보유 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LS산전	18,870	46.0%	8,680	
	LS전선	4,725	89.2%	4,214	
	LS아이앤디	1,625	92.2%	1,498	
	LS자사주	22,508	13.8%	3,106	
비상장	LS니고동제련*		50.1%	5,696	9,885
	LS엠트론		100.0%	4,334	4,334
	LS글로벌인코퍼레이티드		100.0%	200	200
합계					31,917
할인율					10%
보유지분 가치					28,726

자료: SK 증권

*: 2016년 ROE 11.4%, PBR 1.14배 적용

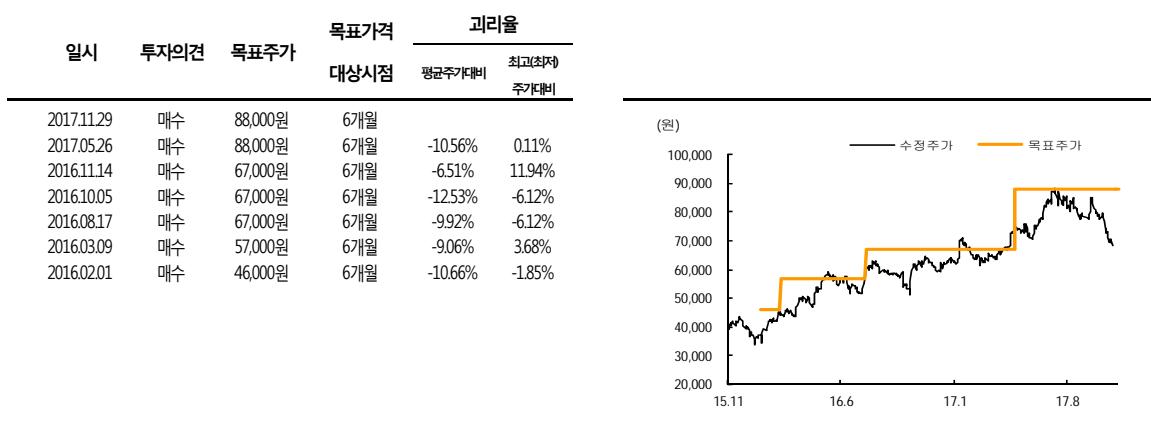
LS 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	24,185	24,163	22,750	25,114	26,395	26,524	23,823	22,519	96,213	99,261	96,705
LS별도	305	295	84	146	810	89	89	142	831	1,130	1,167
LS전선	8,086	7,886	7,457	7,326	8,291	8,800	9,134	7,465	30,755	33,690	34,122
LS산전	5,008	5,255	5,239	6,634	5,594	5,883	5,914	6,475	22,136	23,866	25,225
LS엠트론	5,440	5,366	4,735	5,350	5,645	5,593	2,369	2,149	20,891	15,756	9,459
LS아이앤디	5,420	5,795	5,113	5,472	6,600	6,000	6,566	5,959	21,800	25,125	26,341
기타 및 연결조정	(74)	(434)	122	186	(545)	159	(249)	329	(200)	(306)	390
매출총이익	3,473	3,396	2,806	3,326	3,670	3,568	3,217	3,046	13,001	13,500	13,102
영업이익*	1,323	1,078	885	1,306	1,596	1,321	1,289	1,199	4,592	5,405	5,054
LS별도	234	214	12	74	738	3	18	94	533	853	849
LS전선	287	172	45	307	215	208	306	276	811	1,005	1,074
LS산전	349	319	301	276	359	437	554	467	1,245	1,817	1,904
LS엠트론	412	281	91	252	345	309	(45)	9	1,036	618	92
LS아이앤디	(7)	128	155	119	330	226	310	220	395	1,086	806
기타 및 연결조정	48	(36)	281	278	(391)	138	146	133	572	26	329
영업이익률	5.5%	4.5%	3.9%	5.2%	6.0%	5.0%	5.4%	5.3%	4.8%	5.4%	5.2%

자료: LS, SK증권

*: 영업이익은 조정영업이익 기준



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 29일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	53,295	52,552	63,053	73,204	83,364
현금및현금성자산	6,913	6,535	16,342	15,766	15,050
매출채권및기타채권	26,823	26,693	21,572	22,680	23,881
재고자산	15,657	14,947	12,079	12,700	13,372
비유동자산	45,519	44,578	37,555	35,258	33,277
장기금융자산	676	691	662	662	662
유형자산	25,834	24,870	19,286	17,274	15,556
무형자산	7,909	7,807	6,626	6,464	6,321
자산총계	98,815	97,130	100,608	108,462	116,641
유동부채	40,268	41,910	40,525	46,004	51,550
단기금융부채	22,909	22,322	20,031	20,031	20,031
매입채무 및 기타채무	9,350	11,759	9,502	9,991	10,520
단기충당부채	486	662	535	563	592
비유동부채	29,011	22,668	25,197	25,198	25,345
장기금융부채	25,236	19,474	21,975	21,975	21,975
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	1	1
장기충당부채	474	353	285	300	316
부채총계	69,279	64,578	65,722	71,201	76,895
지배주주지분	23,026	24,515	26,075	27,694	29,424
자본금	1,610	1,610	1,610	1,610	1,610
자본잉여금	2,304	2,508	2,456	2,456	2,456
기타자본구성요소	-781	-781	-781	-781	-781
자기주식	-781	-781	-781	-781	-781
이익잉여금	19,925	21,236	22,746	24,241	25,848
비자본주주지분	6,510	8,038	8,812	9,567	10,322
자본총계	29,536	32,552	34,887	37,261	39,746
부채와자본총계	98,815	97,130	100,608	108,462	116,641

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,219	8,998	10,273	5,460	5,331
당기순이익(순실)	-380	2,301	2,268	2,557	2,668
비현금성항목등	7,981	5,954	5,965	4,978	4,855
유형자산감가상각비	2,869	2,847	2,567	2,013	1,718
무형자산상각비	578	642	616	561	543
기타	2,169	1,928	1,691	541	686
운전자본감소(증가)	-1,392	1,400	2,674	-1,445	-1,530
매출채권및기타채권의 감소증가)	-1	392	2,797	-1,109	-1,201
재고자산감소(증가)	952	697	1,585	-621	-672
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-2,672	1,948	-3,328	488	529
기타	329	-1,636	1,619	-204	-186
법인세납부	-989	-658	-634	-630	-662
투자활동현금흐름	-2,528	-2,023	-1,696	-4,366	-4,378
금융자산감소(증가)	-555	-55	-64	0	0
유형자산감소(증가)	-2,222	-2,124	-1,002	0	0
무형자산감소(증가)	-457	-443	-400	-400	-400
기타	707	599	-231	-3,966	-3,978
재무활동현금흐름	-2,871	-7,374	1,286	-1,669	-1,669
단기금융부채증가(감소)	-8,040	-10,219	-1,719	0	0
장기금융부채증가(감소)	6,879	3,184	4,124	0	0
자본의증가(감소)	0	900	133	0	0
배당금의 지급	-562	-531	-347	-347	-347
기타	-1,148	-708	-750	-1,322	-1,322
현금의 증가(감소)	-153	-378	9,807	-576	-716
기초현금	7,067	6,913	6,535	16,342	15,766
기말현금	6,913	6,535	16,342	15,766	15,050
FCF	-6,220	6,909	10,235	5,074	4,910

자료 : LS, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	99,997	96,213	99,261	96,705	102,015
매출원가	86,519	83,213	85,761	83,602	88,200
매출총이익	13,478	13,000	13,500	13,102	13,815
매출총이익률 (%)	13.5	13.5	13.6	13.6	13.5
판매비와관리비	10,335	9,400	8,725	8,048	8,461
영업이익	3,143	3,600	4,775	5,054	5,354
영업이익률 (%)	3.1	3.7	4.8	5.2	5.3
비영업손익	-2,549	-1,867	-2,029	-1,640	-1,797
순금융비용	1,310	1,210	1,185	1,107	1,118
외환관련손익	-380	115	8	8	8
관계기업투자등 관련손익	105	-5	0	0	0
세전계속사업이익	170	2,725	3,376	3,414	3,558
세전계속사업이익률 (%)	0.2	2.8	3.4	3.5	3.5
계속사업법인세	550	424	707	765	797
계속사업이익	-380	2,301	2,668	2,649	2,761
중단사업이익	-354	-150	-93	-93	-93
*법인세효과	-40	-13	0	0	0
당기순이익	-735	2,151	2,576	2,557	2,668
순이익률 (%)	-0.7	2.2	2.6	2.6	2.6
지배주주	-987	1,682	1,862	1,843	1,954
지배주주구속 순이익률(%)	-0.99	1.75	1.88	1.91	1.92
비지배주주	252	470	714	714	714
총포괄이익	-761	2,112	2,740	2,721	2,832
지배주주	-808	1,652	1,985	1,966	2,077
비지배주주	48	460	755	755	755
EBITDA	6,590	7,089	7,958	7,628	7,616

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-8.1	-3.8	3.2	-2.6	5.5
영업이익	-1.7	14.5	32.6	5.9	5.9
세전계속사업이익	-88.8	1,500.3	23.9	1.1	4.2
EBITDA	-0.7	7.6	12.3	4.2	-0.2
EPS(계속사업)	적전	흑전	6.7	-1.0	5.8
수익성 (%)					
ROE	-4.2	7.1	7.4	6.9	6.8
ROA	-0.7	2.2	2.6	2.5	2.4
EBITDA/마진	6.6	7.4	8.0	7.9	7.5
안정성 (%)					
유동비율	132.4	125.4	155.6	159.1	161.7
부채비율	234.6	198.4	188.4	191.1	193.5
순자본/자기자본	133.2	101.3	66.7	64.0	61.8
EBITDA/이자비용(배)	4.5	5.2	6.0	5.8	5.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,963	5,688	6,070	6,010	6,357
BPS	71,509	76,132	80,979	86,006	91,379
CFPS	7,641	16,059	15,668	13,715	13,091
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	11.3	14.5	14.7	13.9
PER(최저)	N/A	5.9	9.8	9.9	9.3
PBR(최고)	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
PCR	5.3	3.7	4.4	5.0	5.2
EV/EBITDA(최고)	9.9	8.9	7.7	8.1	8.3
EV/EBITDA(최저)	8.5	7.5	6.5	6.9	7.1

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	386 억원
발행주식수	7,724 만주
자사주	501 만주
액면가	500 원
시가총액	6,519 억원
주요주주	
(주)원익(외8)	53.68%
원익홀딩스 자사주	6.48%
외국인지분율	8.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/11/28)	8,440 원
KOSDAQ	792.8 pt
52주 Beta	1.28
52주 최고가	9,190 원
52주 최저가	5,420 원
60일 평균 거래대금	35 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.5%	-2.1%
6개월	8.9%	-11.3%
12개월	39.7%	5.4%

원익홀딩스 (030530/KQ | 매수(유지) | T.P 10,500 원(상향))

주가 상승 여력은 여전히 충분

원익홀딩스의 2017년 주가상승률은 28.3%로 시장 대비 소폭 상회하였음. 하지만 자체사업 및 연결 대상 자회사 원익머트리얼즈의 실적 개선, 상장 자회사 원익IPS의 주가 상승률을 고려했을 경우 추가적인 주가 상승이 가능할 것으로 예상함. 특히 2017년에 이어 2018년에도 전방 산업 호황에 따른 고객사의 투자 확대가 예상됨에 따라 지속적인 실적 개선 가능성성이 높음.

실적 개선 및 NAV 상승 대비 아쉬운 주가 상승률

2017년 원익홀딩스의 주가 수익률은 28.3% 상승한 KOSPI를 소폭 상회하였다. 2017년 반도체 호황에 따른 IT 강세가 지속되었으며, 특히 지분 32.9%를 보유하고 있는 자회사 원익IPS가 47.9% 상승하면서 원익홀딩스 주가 상승을 견인하였다. 사업 실적도 호조를 보이고 있다. 3Q17 누적 연결 영업이익은 484 억원으로 전년 동기 대비 243.7% 증가했으며, 별도 기준으로도 243 억원으로 전년 동기 대비 1725.0% 증가하였다. 실적 개선 폭 대비 주가 수익률은 다소 아쉬운 수준이며, 2018년에도 실적 개선세가 지속될 것으로 예상됨에 따라 주가의 지속적인 우상향 기조는 유지될 것으로 예상한다.

자체 사업 및 자회사 실적 개선세 뚜렷

원익홀딩스의 자체 사업인 TGS(Total Gas Solution) 사업은 반도체 및 디스플레이 전방산업의 성장과 밀접하게 연관되어 있다. 전방 산업의 호조에 따른 TGS 수요 증가는 원익홀딩스 별도 실적에 고스란히 반영되고 있다. 2017년 별도 기준 예상 영업이익은 332 억원(95.8% YoY)으로 예상한다. 연결 대상인 원익머트리얼즈 2017년 영업이익은 326 억원으로 예상되며, 이는 전년 동기 대비 39.1% 증가한 수치이다. 18년에도 전방 산업의 투자는 계속될 것으로 예상되어 동사의 호실적도 지속될 것으로 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 10,500 원(상향)

원익홀딩스에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 자체 사업과 자회사의 실적 개선세가 뚜렷해 이익 증가가 지속될 가능성이 높기 때문이다. 아직 주가 상승률이 높은 이익 증가 폭에 미치지 못하고 있어 추가적인 주가 상승이 가능할 전망이다. 목표주가는 NAV 상승분을 고려하여 산정한 10,500 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	5,572	2,944	2,949	4,129	4,867	4,977
yoY	%	31.7	-47.2	0.2	40.0	17.9	23
영업이익	억원	919	462	404	659	798	885
yoY	%	66.7	-49.8	-12.4	63.2	21.1	10.9
EBITDA	억원	1,134	708	575	849	986	1,045
세전이익	억원	768	448	388	1,030	1,000	1,117
순이익(자배주주)	억원	468	618	1,913	693	669	761
영업이익률%	%	16.5	15.7	13.7	16.0	16.4	17.8
EBITDA%	%	20.4	24.1	19.5	20.6	20.3	21.0
순이익률	%	10.3	24.8	67.5	19.7	16.3	17.8
EPS	원	581	294	348	894	863	982
PER	배	28.2	45.3	19.4	9.4	9.8	8.6
PBR	배	3.7	2.6	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	10.3	13.8	11.1	9.3	7.4	6.5
ROE	%	13.8	15.9	37.9	11.1	9.5	9.7
순차입금	억원	-671	-650	-183	-184	-812	-1,530
부채비율	%	44.6	21.9	19.5	24.0	22.9	21.4

원익홀딩스 목표주가 산정		(단위: 억원 주, 원)
구분	내용	
지분가치	5,944	
보유 지분가치	9,145	
할인율	35%	
자체사업 가치	2,383	
자체사업 영업이익	340	
법인세율	30.0%	
세후 영업이익	238	
Target Multiple*	10.0	
순차입금**	294	
적정시가 총액	8,033	
상장주식수	77,237,981	
목표주가	10,401	

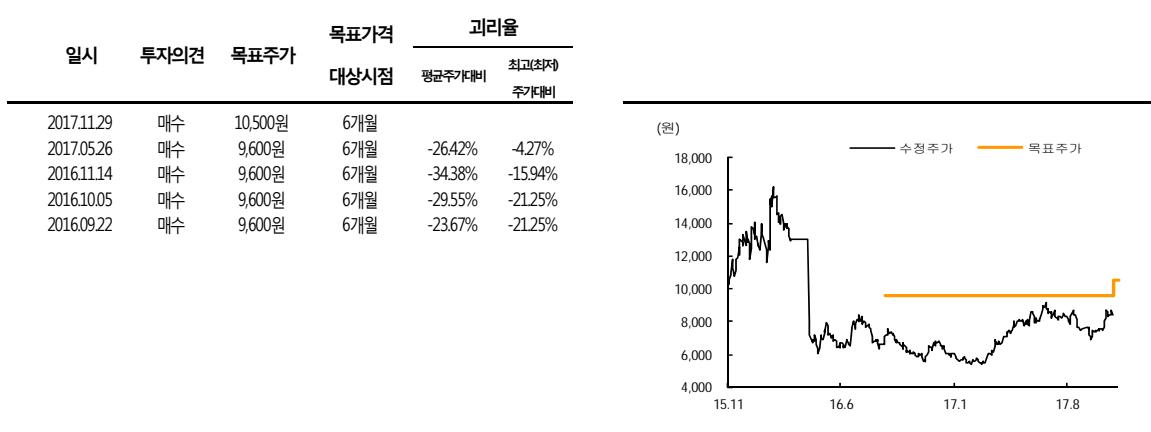
자료: SK 증권

*: 10 배 적용

**: 3Q17 말 별도기준

원익홀딩스 보유지분 가치		(단위: 억원)			
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	원익IPS	15,993	32.9%	5,254	
	테라세미콘	3,589	25.1%	901	
	원익머트리얼즈	4,804	45.7%	2,195	
	자사주	6,681	3.2%	212	
비상장사	원익투자파트너스	78.4%	304	304	
	국자전자센터제이치(유)	66.7%	180	180	
	기타 비상장 자회사		99	99	
합계				9,145	
할인율				35%	
보유지분 가치				5,944	

자료: SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 29일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,390	1,731	2,229	2,934	3,680
현금및현금성자산	823	319	770	1,399	2,116
매출채권및기타채권	545	308	307	328	335
재고자산	759	644	644	686	703
비유동자산	4,195	6,895	7,853	8,111	8,385
장기금융자산	353	277	344	344	344
유형자산	2,141	1,540	1,511	1,333	1,184
무형자산	279	205	209	217	223
자산총계	6,585	8,626	10,083	11,045	12,065
유동부채	888	1,057	1,292	1,337	1,354
단기금융부채	237	377	612	612	612
매입채무 및 기타채무	389	481	481	513	525
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	293	348	661	722	775
장기금융부채	20	14	277	277	277
장기매입채무 및 기타채무	36	17	17	18	18
장기충당부채	74	0	0	0	0
부채총계	1,181	1,406	1,954	2,059	2,130
지배주주지분	4,210	5,886	6,651	7,393	8,226
자본금	403	386	386	386	386
자본잉여금	1,741	3,859	3,859	3,859	3,859
기타자본구성요소	-206	-2,598	-109	-109	-109
자기주식	-213	-105	-105	-105	-105
이익잉여금	2,253	4,167	2,367	3,035	3,796
비자본주주지분	1,194	1,335	1,478	1,593	1,709
자본총계	5,404	7,221	8,129	8,986	9,935
부채와자본총계	6,585	8,626	10,083	11,045	12,065

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	732	426	624	771	830
당기순이익(순실)	730	1,990	815	791	883
비현금성항목등	562	-1,175	56	197	163
유형자산감가상각비	219	159	181	178	149
무형자산상각비	28	12	9	10	10
기타	106	-1,423	-77	-151	-151
운전자본감소(증가)	-326	-184	-77	-46	-21
매출채권및기타채권의 감소증가	360	-164	-9	-20	-8
재고자산감소(증가)	14	-288	-175	-42	-16
매입채무 및 기타채무의 증가감소	-588	211	62	31	12
기타	-112	57	44	-15	-9
법인세납부	-235	-204	-171	-172	-196
투자활동현금흐름	-642	-665	-488	-122	-92
금융자산감소(증가)	89	42	-17	0	0
유형자산감소(증가)	-601	-460	-222	0	0
무형자산감소(증가)	-19	-18	-17	-17	-17
기타	-111	-230	-232	-105	-75
재무활동현금흐름	-286	6	317	-20	-20
단기금융부채증가(감소)	-168	-6	230	0	0
장기금융부채증가(감소)	-120	0	88	0	0
자본의증가(감소)	10	18	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-8	-6	-1	-20	-20
현금의 증가(감소)	-198	-504	452	629	717
기초현금	1,021	823	319	770	1,399
기말현금	823	319	770	1,399	2,116
FCF	-629	424	472	760	825

자료 : 원익홀딩스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,944	2,949	4,129	4,867	4,977
매출원가	2,108	2,091	2,811	3,303	3,377
매출총이익	836	858	1,319	1,565	1,600
매출총이익률 (%)	28.4	29.1	31.9	32.2	32.2
판매비와관리비	374	454	659	766	715
영업이익	462	404	659	798	885
영업이익률 (%)	15.7	13.7	16.0	16.4	17.8
비영업수익	-14	-16	371	201	232
순금융비용	-18	-15	-11	-31	-61
외환관련손익	6	6	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	31	18	268	19	19
세전계속사업이익	448	388	1,030	1,000	1,117
세전계속사업이익률 (%)	15.2	13.2	25.0	20.5	22.4
계속사업법인세	99	81	217	211	235
계속사업이익	349	307	813	789	881
중단사업이익	381	1,683	2	2	2
*법인세효과	132	33	0	0	0
당기순이익	730	1,990	815	791	883
순이익률 (%)	24.8	67.5	19.7	16.3	17.8
지배주주	618	1,913	693	669	761
지배주주구속 순이익률 (%)	20.99	64.86	16.78	13.74	15.29
비지배주주	112	77	123	123	123
총포괄이익	741	2,031	881	857	949
지배주주	622	1,952	765	741	834
비지배주주	120	79	116	116	116
EBITDA	708	575	849	986	1,045

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-472	0.2	40.0	17.9	2.3
영업이익	-49.8	-12.4	63.2	21.1	10.9
세전계속사업이익	-41.7	-13.3	165.2	-3.0	11.7
EBITDA	-37.5	-18.8	47.6	16.2	5.9
EPS(계속사업)	-49.4	18.2	156.9	-3.5	13.8
수익성 (%)					
ROE	15.9	37.9	11.1	9.5	9.7
ROA	11.1	26.2	8.7	7.5	7.7
EBITDA마진	24.1	19.5	20.6	20.3	21.0
안정성 (%)					
유동비율	269.3	163.7	172.5	219.4	271.8
부채비율	21.9	19.5	24.0	22.9	21.4
순차입금/자기자본	-12.0	-2.5	-2.3	-9.0	-15.4
EBITDA/이자비용(배)	49.8	85.3	41.0	47.6	50.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	294	348	894	863	982
BPS	5,230	7,620	8,611	9,571	10,650
CFPS	1,074	3,151	1,142	1,109	1,192
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	64.5	46.6	103	10.7	9.4
PER(최저)	33.3	16.0	6.1	6.3	5.5
PBR(최고)	3.6	2.1	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	1.9	0.7	0.6	0.6	0.5
PCR	124	21	7.4	7.6	7.1
EV/EBITDA(최고)	19.3	21.4	9.9	8.0	7.0
EV/EBITDA(최저)	10.4	6.2	1.6	0.8	0.2

memo
