

[지주회사]

# 스튜어드십 코드 및 지배구조 개선

## 지배구조 개선 최대 수혜주 지주회사

2018/05/08

### I. 스튜어드십 코드 도입 배경

- 기관투자자의 역할과 책임의 중요성 부각
- 문재인 정부 재벌개혁의 목적: 경제력 집중 억제, 지배구조 개선

### II. 스튜어드십 코드 해외 사례

### III. 우리나라 스튜어드십 코드 및 수혜주

- 우리나라 스튜어드십 코드 내용 및 도입현황
- 스튜어드십 코드 도입이 기업지배구조 개선으로 이어지면서 지주회사 수혜 받을 듯

### IV. 투자유망종목

- 두산(000150): 실적 턴어라운드 및 신사업 성장성
- 코오롱(002020): 밸류에이션 매력 증가
- 한진칼(180640): 실적 턴어라운드 및 지배구조 개선 가능성
- LG(003550): 이제부터 성장의 시대로 진입
- LS(006260): 동가격 상승으로 우호적인 환경 지속
- 한화(000880): 올해 밸류에이션 정상화 될 듯
- CJ(001040): 콘텐츠 및 유통 플랫폼 확장성
- 오스템임플란트(048260): 정책 수혜 및 실적 턴어라운드

Analyst 이상현

(2122-9198)

value3@hi-ib.com

## I. 스튜어드십 코드 도입 배경

### ■ 기관투자자의 역할과 책임의 중요성 부각

스튜어드십 코드는 서양에서 큰 저택이나 집안일을 맡아 보는 집사(steward)처럼 기관투자자들도 고객 재산을 선량하게 관리해야 할 의무가 있다는 뜻에서 생겨난 용어이다. 즉, 스튜어드십 코드는 연기금과 자산운용사 등 주요 기관투자자들의 의결권 행사를 적극적으로 유도하기 위한 자율지침으로서 법적 강제력이 없이 개별 기관투자자가 자율적/탄력적으로 운영할 수 있는 연성규범이다. 기관투자자는 의결권 행사 뿐만 아니라 기업과 적극적인 대화와 소통을 통해서 기업의 지속가능 성장에 기여하고 이를 바탕으로 고객의 이익을 극대화하는 것을 목적으로 한다.

2008년 글로벌 금융위기가 당시 기관투자자들이 투자 대상 회사의 리스크를 제대로 관리하지 못한 결과로 나타난 것으로 판단하고 이에 대하여 기관투자자의 적극적인 경영참여를 통해 이사회를 견제할 필요성이 제기되었다. 즉, 금융위기의 원인이 기업지배구조의 실패와 취약성 그리고 소액주주들의 무관심이라는 진단이 나오면서, 기관투자자의 역할과 책임의 중요성을 부각되었다. 그 결과 2010년 7월 영국 재무보고위원회(FRC)에서 기관투자자의 의결권 행사에 관한 자율규범인 스튜어드십 코드를 처음 제정하였다. 이어 2012년에는 기관투자자의 감시무를 장기적 관점에서 전환하고 의결권 행사와 관련된 기업정보공개 부분들을 보다 효율적으로 강화하고자 7개 원칙의 개정 코드를 공표하였다.

한편, 우리나라의 경우는 기관투자자들이 의결권을 행사함에 있어 적극적 의사표현 실적이 없는 기관투자자가 상당수에 달하고 있을 뿐만 아니라, 투자 대상 기업의 기업가치 제고를 위한 적극적 관여활동의 필요성에 대한 인식 부족 등으로 인하여 스튜어드십 코드 도입의 필요성이 제기되었다. 더군다나 자본시장에서 기관투자자의 비중이 커지면서 수탁자책임의 중요성과 더불어 투자대상기업의 지배구조에 미칠 영향력 또한 증대되고 있다.

이에 대하여 지난 2016년 12월 한국기업지배구조연구원에서 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」이라는 명칭의 한국형 스튜어드십 코드를 민간 자율규범의 형태로 제정하였다.

## ■ 문재인 정부 재벌개혁의 목적: 경제력 집중 억제, 지배구조 개선

문재인 대통령의 재벌개혁 관련 대선 공약을 살펴보면 1) 검찰, 경찰, 국세청, 공정위, 감사원, 중소기업청 등 범정부차원의 을지로위원회 구성하여, 일감몰아주기, 부당내부거래, 납품단가후려치기 같은 재벌의 갑질 횡포에 대한 전면적 조사와 수사를 강화하고 엄벌, 2) 계열공익법인, 자사주, 우회출자 등 우회적 대주주 일가 지배력 강화 차단 방안 마련, 3) 다중대표소송제, 집중투표제 또는 감사위원 분리 선출제도, 전자투표/서면투표제 도입 추진, 4) 횡령/배임 등 경제범죄 엄정 처벌 및 사면권 제한, 5) 지주회사 요건과 규제 강화, 자회사 지분 의무소유비율 강화, 6) 기존 순환출자 단계적 해소, 8) 금융계열사의 타 계열사의 결권 행사를 제한하고 계열사 간 자본출자를 자본적정성 규제에 반영하는 통합금융감독시스템 구축, 9) 국민연금 등 기관투자자의 스튜어드십 코드의 실효성을 높이기 위한 제도 개선 등이 내용에 포함 되어 있다.

또한 국정운영 5개년 계획 중 경제부문은 더불어 잘사는 경제를 달성하기 위하여 소득주도 성장을 위한 일자리경제, 활력이 넘치는 공정경제, 서민과 중산층을 위한 민생경제, 과학기술이 선도하는 4차 산업혁명, 중소벤처가 주도하는 창업과 혁신성장 등의 전략이 제시되었다. 이 중 활력이 넘치는 공정경제에서는 공정거래를 위한 감시역량을 강화하여 거래상 지위를 이용해 불공정한 거래를 강요하는 잘못된 관행을 타파하면서 공정 시장경제를 확립할 뿐만 아니라 투명하고 건전한 경영문화가 우리 경제에 자리 잡을 수 있도록 재벌의 소유·지배구조 개선을 통해 총수 일가의 전횡을 막을 수 있는 방안을 적극 추진할 계획이다.

이에 대한 연장선상으로 올해 신년 기자회견 신년사에서 문재인 대통령은 기업의 지배구조 개선을 위해 주주의결권을 확대하고, 스튜어드십 코드를 도입하겠다는 의지를 밝혔다.

이와 같이 재벌개혁의 목적은 경제력 집중 억제와 지배구조 개선에 있으며, 이 중에서도 지배구조 개선은 스튜어드십 코드 도입을 비롯하여, 전자/서면 투표제, 다중대표소송제, 집중투표제를 의무화하는 상법 개정안 등을 통해서 이루어질 것으로 예상된다.

<표 1> 경제부문 국정목표 더불어 잘사는 경제 5대 전략과 과제

전략	국정과제명
전략 1 : 소득 주도 성장을 위한 일자리경제	국민의 눈높이에 맞는 좋은 일자리 창출 사회서비스 공공인프라 구축과 일자리 확충 성별, 연령별 맞춤형 일자리 지원 강화 실직과 은퇴에 대비하는 일자리 안전망 강화 좋은 일자리 창출을 위한 서비스 산업 혁신 소득 주도 성장을 위한 가계부채 위험 해소 금융산업 구조 선진화
전략 2 : 활력이 넘치는 공정경제	공정한 시장질서 확립 재벌 총수 일가 전횡 방지 및 소유·지배구조 개선 공정거래 감시 역량 및 소비자 피해 구제 강화 사회적경제 활성화 더불어 발전하는 대/중소기업 상생 협력
전략 3 : 서민과 중산층을 위한 민생경제	소상공인·자영업자 역량 강화 서민 재산형성 및 금융지원 강화 민생과 혁신을 위한 규제 재설계 교통·통신비 절감으로 국민 생활비 경감 국가기간교통망 공공성 강화 및 국토교통산업 경쟁력 강화
전략 4 : 과학기술 발전이 선도하는 4차 산업혁명	소프트웨어 강국, ICT 르네상스로 4차 산업혁명 선도 기반 구축 고부가가치 창출 미래형 신산업 발굴·육성 자율과 책임의 과학기술 혁신 생태계 조성 청년과학자와 기초연구 지원으로 과학기술 미래역량 확충 친환경 미래 에너지 발굴·육성 주력산업 경쟁력 제고로 산업경제의 활력 회복
전략 5 : 중소벤처가 주도하는 창업과 혁신성장	혁신을 응원하는 창업국가 조성 중소기업의 튼튼한 성장 환경 구축 대·중소기업 임금 격차 축소 등을 통한 중소기업 인력난 해소

자료: 국정기획자문위원회, 하이투자증권

## II. 스튜어드십 코드 해외 사례

2010년 영국을 시작으로 캐나다, 네덜란드, 남아프리카공화국, 스위스, 이탈리아, 일본, 말레이시아, 홍콩, 대만, 브라질 등 국가들이 자국의 특성에 맞는 스튜어드십 코드를 개발하여 채택하였다.

### ■ 영국 스튜어드십 코드

영국은 2007년 글로벌 금융위기 이후 회사지배구조에 관한 새로운 모범기준과 더불어 스튜어드십 코드를 발표하면서 최초로 기관투자자의 투자자에 대한 수탁자로서의 의무를 고시하였다. 회사지배구조에 관한 모범기준에서는 회사 및 이사회에 대하여 주주와의 적극적인 대화와 참여를 요구하면서 다른 한편으로 스튜어드십 코드에서는 기관투자자에 대하여 이사회와 적극적으로 소통할 것을 장려하고 있다.

영국의 스튜어드십 코드는 자율규범이면서 준수방법은 원칙 준수, 예외 설명원칙을 채택하고 있다.

영국 스튜어드십 코드의 목적은 기관투자자의 행동 기준 설정 및 신뢰성 유지, 기관투자자에게 수탁자책임의 중요성을 인식하여 보고서 작성, 기관투자자의 투자프로세스를 행동 기준에 연계, 투자자와 투자대상회사의 이사회 간 의사소통의 개선에 기여하는데 있다.

영국 스튜어드십 코드의 주요 내용은 투자자들에게 기관투자자들이 어떻게 수탁자책임을 지는지 그 방침을 게시할 것, 수탁자책임을 이행하면서 이익의 상충이 있는 경우 이를 해소하기 위한 확고한 방침을 설정하고 이를 게시할 것, 투자대상기업에 대해 적극적으로 감시 및 감독할 것, 수탁자로서 활동하기 위하여 언제, 어떻게 행동할 수 있는지에 관하여 명확한 가이드라인을 설정할 것, 필요한 경우 다른 기관투자자들과 연대하여 행동할 것, 의결권 행사 및 이러한 정책에 관한 게시에 관하여 명확한 방침을 수립할 것 등이 있다.

영국의 스튜어드십 코드가 의미 있는 이유는 2010년 업계 최초로 의결권에만 국한된 스튜어드십 코드를 도입한 후, 현실과 맞지 않는 점을 감안하여 2012년 기업의 전략, 업적, 리스크, 자본/지배구조를 포괄하는 형태로 개정되었다는 데 있다.

한편, 스튜어드십 코드는 강제조항은 아니지만 스튜어드십 코드의 주요 관리당국인 영국 재무보고위원회(FRC)에서 스튜어드십 코드에 서명한 기관투자자의 코드 이행 수준을 매년 평가해 3단계로 구분한 검토보고서를 공시하고 있다. 또한 영국에서는 스튜어드십 코드 외에도 기관투자자에 의한 투자대상기업과의 적극적인 대화 및 참여를 강화하는 정부 및 민간의 움직임이 활발하게 진행되고 있다.

## ■ 일본 스튜어드십 코드

일본 아베 정부가 추진하는 성장 전략의 일환으로, 일본기업이 보수적인 지배 구조로 인해 상대적으로 기업가치가 저평가되어 있을 뿐만 아니라 해외 자금 유입에도 어려움이 있다는 문제인식 하에서 일본판 스튜어드십 코드와 기업 거버넌스 코드를 도입하였다. 즉, 동경거래소의 회사지배구조 모범규준 제정과 더불어 2014년 2월 발표된 일본판 스튜어드십 코드, 2014년 6월 감사위원회 설치회사의 신설 등을 포함한 회사법 개정 등은 모두 일본 부활전략으로서 추진된 것이다.

2014년 2월 발표된 일본판 스튜어드십 코드는 7개의 원칙 규정과 각 원칙의 개별적 가이드 라인 지침으로 구성해 제정하였다. 일본판 스튜어드십 코드가 다른 국가들의 스튜어드십 코드와 다른 점은 기관투자자의 투자대상기업에 대한 전문지식 확보와 전문지식을 통한 건설적인 대화를 중요시 한다는 점이다.

일본 역시 법적 강제력은 없으며 자율적으로 준수하도록 되어 있으나, 실질적으로는 금융당국과 정부기관투자자들로 하여금 일반 기관투자자들을 가입시키도록 영향을 미치고 있다. 즉, 일본은 스튜어드십 코드 활성화를 위하여 정책적으로 초기단계에서 세계 최대 연기금인 GPIF(Government Pension Investment Fund)를 적극적으로 참여시키는 동시에 연기금이 운용회사 자체 평가시 스튜어드십 코드를 시행한 운용회사에 가산점을 주는 등 다른 기관투자자들의 스튜어드십 코드 참여에 직/간접적으로 영향을 주고 있다. 그 결과 2016년 말 기준으로 공적연기금 14개(공무원공제, 사학교직원공제, 지방공무원공제 등), 사적연금기금 8개(기업연금연합회 및 퇴직연금 등), 해외연기금 4개(CalPERS7 등), 보험회사 22개, 은행 7개 등 총 214개 기관투자자가 스튜어드십 코드를 도입 중에 있다.

일본판 스튜어드십 코드로 인하여 투자자를 고려하는 경영이 보편화되면서 상장기업 중 ROE 10%를 초과하는 기업이 늘어났으며, 복수의 독립사외이사를 선임한 상장기업도 크게 증가하였다. 또한 스튜어드십 코드 도입이 배당성향 상승 등 일본 기업 전반의 주주환원 정책 강화로 이어지면서 주식시장 상승의 일조를 하였다.

## Ⅲ. 우리나라 스튜어드십 코드 및 수혜주

### ■ 우리나라 스튜어드십 코드 내용 및 도입현황

우리나라의 경우 민간기구인 스튜어드십 코드 제정 위원회가 한국판 스튜어드십 코드 최종안을 제정하여 2016년 12월 19일부터 시행에 들어 갔으며, 기획재정부는 2017년 경제정책방향(2016. 12. 29)에서 기업지배구조 개선을 위하여 연기금/보험회사 등 기관투자자의 스튜어드십 코드 시행을 주요 정책과제로 제시하였다. 이러한 스튜어드십 코드 도입 배경은 기관투자자들이 투자처인 기업에 대한 의결권 행사를 지나치게 소극적으로 행사함에 따라 고객 이익 극대화 와 기업의 건전한 성장을 견인하지 못하고 있다는 지적에서 비롯되었다.

우리나라 스튜어드십 코드는 법적 강제력이 없는 연성규범의 형태로, 상장회사의 주식을 보유한 기관투자자와 이에 대한 수탁자책임의 이행을 지원하는 의결권 자문기관 및 투자자문사 등을 적용대상으로 하고 있다.

원칙을 준수함에 있어서 각 투자 형편에 따라 예외 설명 원칙을 두어 세부원칙이나 안내지침을 이행하지 못할 경우, 이를 고객 등에게 설명하는 것으로 그 의무를 면제한다.

우리나라 스튜어드십 코드는 -(원칙1) 관리수탁자로서 책임을 이행하기 위한 정책 마련. (원칙2) 이해상충 문제에 대한 해결 및 방지정책 제정 공개. (원칙3) 투자 대상 기업에 대한 주기적 점검. (원칙4) 활동전개 시기와 절차 방법 등 수탁자 책임활동 수행에 관한 내부지침 마련. (원칙5) 의결권 정책 제정/공개, 의결권 행사 내용과 그 사유 공개. (원칙6) 의결권 행사, 수탁자 책임이행 활동의 주기적 보고. (원칙7) 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량과 전문성 확보 - 7가지 원칙으로 구성되어 있다.

이와 같이 스튜어드십 코드 기본 원칙이 나오긴 했지만 기관투자자들이 실제 스튜어드십 코드 이행 과정에서 당면할 수 있는 법규 위반 위험이나 각종 정책적 걸림돌에 대한 안내 지침서가 필요로 했는데, 지난해 6월 8일 금융위원회는 기관투자자들이 가장 우려하는 부분들을 모아 해당 법령에 대한 해석집을 발간하였다. 이는 2016년 12월 한국거래소 산하 기업지배구조원이 발표한 스튜어드십코드 7대 원칙에 대한 가이드라인 성격의 문서다.

스튜어드십 코드에 따른 주주활동을 위한 법령해석집에는 미공개 정보 이용, 5% 보고 등에 대한 법령해석이 주로 담겨져 있다.

우선 기관투자자가 주주활동 과정에서 투자자의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 미공개 정보를 지득하거나 생성함으로써 일반투자자와의 정보비대칭 상태가 발생하는 경우에는 정보비대칭 상태가 해소되기 전까지는 이를 증권 또는 관련 파생상품의 매매 등에 이용하거나 타인에게 이용하게 하지 않아야 한다. 즉, 일정기간 매매 등 중단하거나 해당 정보를 상장법인이나 기관투자자가 공개(공정공시)한 뒤 매매해야 한다.

그 다음으로 스튜어드십 코드에 참여중인 기관투자자는 주식 등의 대량보유 등의 보고(5% 보고)시, 스튜어드십 코드에 참여중이라는 이유만으로 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 보고해야 하는 것은 아니다라고 해석하였다. 또한 기관투자자가 투자 회사에 주주의 요구사항을 전달하는 것도 영향력 행사에 해당하지 않는다고 해석하였다.

사실 자산운용업계에선 스튜어드십 코드를 도입하면 주주활동이 활발해져 경영권에 영향을 주려는 목적으로 해석되는 데 대한 염려가 있어왔다. 즉, 자본시장법상 상장사 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자가 경영권에 영향을 주기 위해 해당 기업의 지분을 1%p 이상 사고팔 때 영업일 5일 이내에 공시를 하도록 되어 있는데, 통상 임원 선임과 해임, 배당 결정 등에 영향력을 행사하는 것은 경영 참여에 해당되기 때문에 기관투자자 입장에서 번거롭거나 주식 거래 내역이 상세히 공개되면 자산운용 전략이 노출될 수 있기 때문에 부담이 되었다.

앞서 거론되었듯이 기관투자자의 입장을 표명하거나 요구사항을 전달하는 것, 기업에 단순히 설명을 요구하는 것 등은 사실상 영향력 행사로 보기 어렵다고 유권해석을 내려, 자산운용사들은 공시 위반 등의 부담을 덜 수 있게 되었다.

아울러 기관투자자간 협의 및 공동의 경영진 면담 수행 후 각자 판단에 따라 주총에서 투표한 결과 동일한 방향으로 투표결과가 나오거나 기관투자자가 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 포럼에 참석한 경우 또는 여러 기관투자자들이 동일한 자문기관을 이용하고 동일한 방향으로 의결권이 행사된 경우 주식 공동보유에 해당하지 않는다.

이와 같이 그동안 기관투자자가 애매하게 생각해왔던 법률 해석 부분이 해소되었기 때문에 향후 기관투자자들의 스튜어드십 코드 도입이 활발하게 진행될 것으로 예상된다.

---

한편, 스튜어드십 코드는 투자자 이익 보호뿐만 아니라 기업 지배구조 개선이나 재벌 개혁 과제와도 밀접한 연관이 있기 때문에 문재인 정부는 기업지배구조 개선을 위해 스튜어드십 코드를 실효성 있게 시행하는 등 자본시장 발전의 걸림돌을 근본적으로 제거해 나갈 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 미래에셋자산운용, 한국투자신탁운용 등 현재 23개 주요 운용사 및 투자사가 참여하고 있으며, 삼성자산운용, KB국민은행 등 대형 운용사와 은행 및 증권사등 44여곳의 기관도 참여 계획서를 제출한 상태다.

주요 연기금 중에선 한국교직원공제회와 지방행정공제회, 한국투자공사(KIC)가 도입을 결정하고 준비 작업을 진행 중에 있다.

무엇보다 삼성전자, 현대차 등 국내 상장사 270여곳의 5% 이상 지분을 보유한 국민연금의 경우 지난 4월 2018년도 국민연금기금운용위원회 제2차 회의에서 책임투자/스튜어드십 코드 연구용역 최종결과를 보고받았다.

연구용역 보고서에 따르면, 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입한다면 책임투자를 위해 기업지배구조 가이드라인 및 중점관리사안(Focus Area) 제시, 기업 지배구조 관련 제도 개선 등의 다양한 유형의 주주활동을 할 수 있다. 또한 주주총회에서 주주제안을 하거나 임원 후보를 추천하고, 위임장 대결을 벌이는 등 적극적인 주주활동을 할 수 있고, 주주 대표소송이나 손해배상소송(집단소송 포함)을 제기하고 참여할 수 있다.

다만, 위임장 경쟁과 소송 제기 등 공개적 주주활동의 경우 자본시장에 미치는 영향이 막대하기에 투자규모 등이 크고 위법행위/피해금액이 확인되거나 그럴 우려가 있는 등의 요건을 만족할 때 수행하는 게 바람직하다고 보고서는 단서를 뒀다.

복지부 조직문화 및 제도개선 위원회에서는 올해 7월 안에 스튜어드십 코드를 도입해 기금운용의 독립성과 투명성을 제고해야 한다고 권고함에 따라 국민연금은 오는 7월 스튜어드십코드 도입 여부를 최종적으로 결정한다.

만약 일본의 경우 처럼 국민연금이 외부에 위탁해 운용하는 주식에 대해서도 위탁운용기관에 스튜어드십 코드 채택을 의무화하거나 적어도 위탁운용사 선정 시 점수화 한다면 스튜어드십 코드 도입 확산에 지대한 영향을 미칠 것이다.

<표 2> 한국형 스튜어드십 코드 7 대 원칙

구분	내용
원칙1	기관투자자는 고객 등 타인 자산을 관리/운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙2	책임을 이행하는 과정에서 이해 상충 문제를 해결하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙3	투자 자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 지속적으로 점검/감시해야 한다.
원칙4	투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다.
원칙5	충실한 의결권 행사를 위한 지침/절차/세부 기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
원칙6	의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙7	수탁자 책임의 효과적 이행을 위해 역량과 전문성을 확보해야 한다.

자료: 한국기업지배구조원, 하이투자증권

<표 3> 스튜어드십 코드 법령해설집 주요 내용

구분	내용
미공개정보	스튜어드십 코드에 따른 주주활동 과정에서 미공개 중요정보를 취득 또는 생성하였을 경우 ⇒ 일정기간 매매 등 중단하거나 해당 정보를 상장법인이나 기관투자자가 공개(공정공시)한 뒤 매매/거래하는 등의 방법을 선택 가능함
5% 보고	스튜어드십 코드에 참여중인 기관투자자는 주식등의 대량보유 등의 보고(5% 보고)시 ⇒ 스튜어드십 코드에 참여중이라는 이유만으로 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 보고해야 하는 것은 아니라고 해석함
주식 공동 보유 요건 아님	기관투자자간 협의 및 공동의 경영진 면담 수행 후 각자 판단에 따라 주총에서 투표한 결과 동일한 방향으로 투표결과가 나오는 경우 기관투자자가 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 포럼에 참석한 경우 여러 기관투자자들이 동일한 자문기관을 이용하고 동일한 방향으로 의결권이 행사된 경우

자료: 금융위원회, 하이투자증권

## ■ 스튜어드십 코드 도입이 기업지배구조 개선으로 이어지면서 지주회사 수혜 받을 듯

지배구조란 투자자의 투자가치를 보호하기 위해서 경영자의 의사결정과정을 감시하는 것으로, 바람직한 지배구조는 회사의 가치, 주주의 가치가 극대화 되는 것이다. 즉, 특정인의 사적 이익을 위해 악용되지 않는 경영시스템으로 투명성과 책임성이 보장되어야 한다. 따라서 지배구조가 개선되면 디스카운트 요인이 해소되면서 기업가치를 높일 수 있을 뿐만 아니라 자금조달비용도 줄어들게 된다.

스튜어드십 코드는 기관투자자로 하여금 투자한 회사의 지속가능한 성장, 중장기투자수익 보호, 자본시장의 지속적 발전을 위해 보다 적극적인 관여를 할 것을 권고하고 있다. 기관투자자들이 관여활동을 가장 많이 할 분야는 배당 확대, 이사회 독립성 제고 등으로 예상됨에 따라 상장기업들의 지배구조 개선 효과를 기대할 수 있을 것이다.

특히 지주회사의 경우 소유구조에서 여러 사업회사나 관계회사의 지분을 소유함으로써 투자 및 배당 의사결정에 중대한 영향력을 행사하게 된다.

지주회사의 지배구조가 개선되면 과거와 같이 경영성치가 좋지 않은 기업집단 내 다른 기업을 도와주기가 어렵게 되며, 결국 경영성치가 좋지 않은 사업회사로부터 자원을 회수해 경영성치가 좋은 다른 사업회사로 투자재원을 집중시키게 된다. 따라서 지주회사 지배구조 개선으로 한정된 자원을 효율적으로 재배분하게 되면서 지주회사 기업가치를 극대화 할 수 있을 것이다.

또한 이와 같은 지주회사 자체적인 지배구조 개선이 자회사들에게 영향을 미칠 수 있을 뿐만 아니라 지주회사는 여러 상장기업들을 자회사로 두고 있기 때문에 상장기업들 지배구조 개선 효과가 지주회사에서 보다 크게 나타날 수 있을 것이다.

지주회사 자체적인 지배구조 개선이 자회사들에게 영향을 미칠 수 있을 뿐만 아니라 지주회사는 여러 상장기업들을 자회사로 두고 있기 때문에 상장기업들 지배구조 개선 효과가 지주회사에서 보다 크게 나타날 수 있을 것이다.

---

#### IV. 투자유망종목

두산(000150)

코오롱(002020)

한진칼(180640)

LG(003550)

LS(006260)

한화(000880)

CJ(001040)

오스템임플란트(048260)

2018/05/08

# 두산(000150)

지주/Mid-Small Cap 이상현

(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 실적 턴어라운드 및 신사업 성장성

### ■ 자체사업 실적 호전세 지속될 듯

동사 자체사업의 올해 1분기 실적은 매출 7,854억원(YoY+26.4%), 영업이익 564억원(YoY+48.8%)으로 호조세를 기록하였다. 이는 안정적인 전자사업부문 및 산업차량부문의 실적을 기반으로 모트물부문 및 면세부문의 실적 턴어라운드가 이익증가에 주요인으로 작용하였다.

또한 올해 2분기 자체사업 실적의 경우도 기존 사업부의 강세 지속 환경하에서 연료전지 매출화 및 두타물 합병효과 등으로 인하여 900억원 이상의 영업이익을 기록하면서 실적 호전세가 지속될 수 있을 것으로 예상된다.

### ■ 협동로봇 및 연료전지 사업 성장 본격화 될 듯

협동로봇은 산업용 로봇과 달리 접근 위험도가 낮고 사람이 해야 하는 섬세하면서도 단순 반복적인 일을 대신해주는 기계장치다. 이러한 협동로봇 시장은 아직 태동기로 성장성이 큰 시장이다. 독일과 프랑스 등 유럽을 중심으로 형성되기 시작하였으며 점차 북미와 아시아 지역으로 확대되는 추세로 진출 기업은 유니버설로봇(덴마크), KUKA(독일), 리싱크로보틱스(미국), ABB(스위스), 가와사키(일본) 등이다.

동사의 100% 자회사인 두산로보틱스는 설립 2년 만에 4개 모델의 협동로봇을 자체 기술로 개발하였다. 올해 해외 진출을 위해 채널 구축에 주력하고 있으며 하반기에는 구체적인 성과가 나타날 수 있을 것이다. 2022년에는 연간 9,000대 이상을 판매한다는 계획을 가지고 있다.

한편, 연료전지는 수소의 전기화학 반응에 의해 전기와 열을 생산하는 고효율 친환경 발전설비로 연소과정 없이 황산화물이나 질소산화물 발생량이 적다. 또한 신재생에너지 중 설치면적이 가장 작으며 기후조건과 무관하게 안정적인 전력 공급이 가능하다.

이러한 환경하에서 동사는 2014년 미국 CEP 인수와 국내 퓨얼셀파워 합병을 통해 연료전지사업에 진출하였다. 올해 신규 수주는 11,000억원 정도가 예상됨에 따라 연료전지 사업 성장이 본격화 될 것으로 기대된다.

또한 전자사업부문에서는 전기차용 전지박 사업을 진출 계획을 가지고 있다. 룩셈부르크 소재 동박 제조 계열사를 통하여 2020년 생산을 목표로 하고 있다. 향후 전기차 시장 성장을 고려할 때 성장성 등에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

## Buy (Maintain)

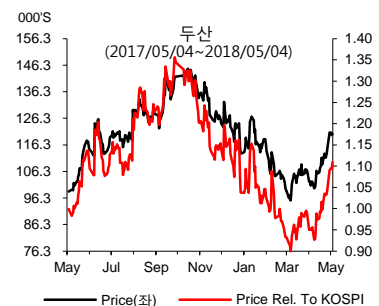
목표주가(12M)	170,000원
-----------	----------

종가(2018/05/04)	120,500원
----------------	----------

#### Stock Indicator

자본금	135십억원
발행주식수	2,459만주
시가총액	2,724십억원
외국인지분율	8.4%
배당금(2017)	5,100원
EPS(2018E)	8,700원
BPS(2018E)	100,847원
ROE(2018E)	8.6%
52주 주가	95,400~145,000원
60일평균거래량	63,410주
60일평균거래대금	6.8십억원

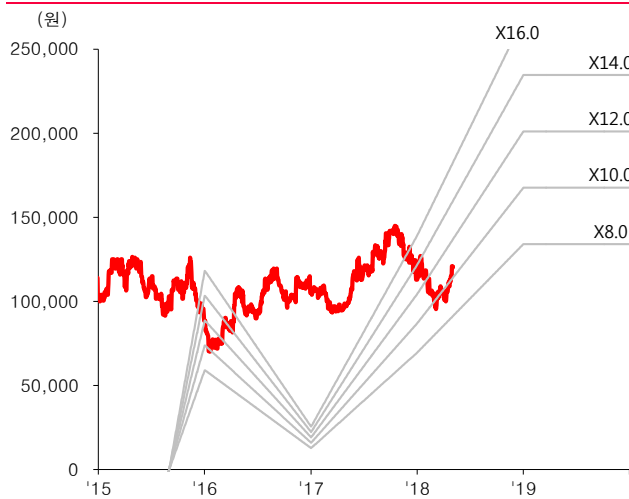
#### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	16,470	924	197	7,384	14.2	7.3	93,405	1.1	8.2	262.8
2017	17,585	1,180	41	1,594	70.9	6.3	100,593	1.1	1.7	278.4
2018E	19,309	1,451	214	8,700	13.9	5.6	100,847	1.2	8.6	276.5
2019E	20,593	1,554	412	16,757	7.2	5.4	109,157	1.1	16.0	268.5
2020E	21,862	1,686	548	22,266	5.4	5.4	122,975	1.0	19.2	256.0

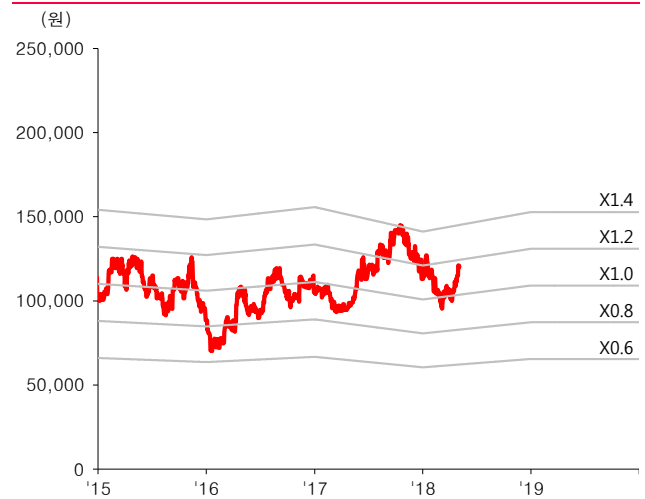
자료 : 두산, 하이투자증권 리서치센터

<그림 1> 두산 PER 밴드



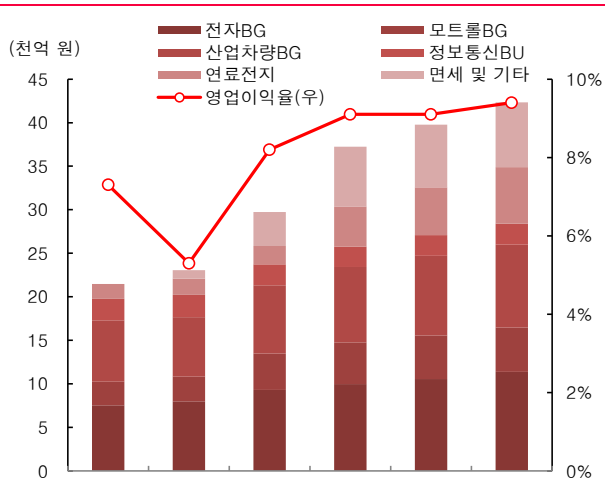
자료: 두산, 하이투자증권

<그림 2> 두산 PBR 밴드



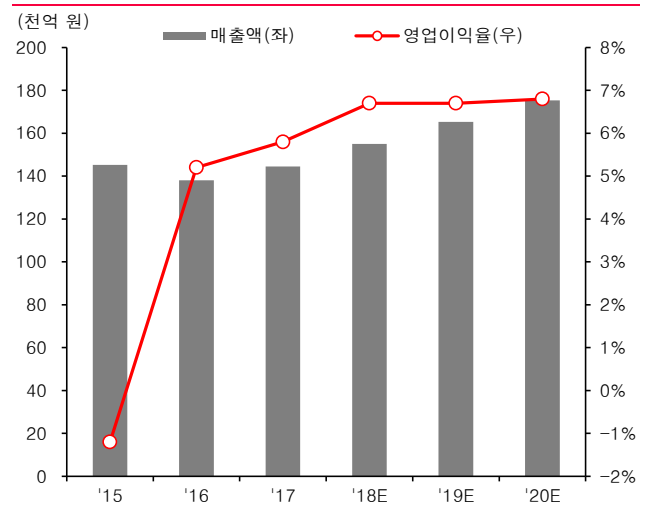
자료: 두산, 하이투자증권

<그림 3> 두산 자체사업 실적 추이



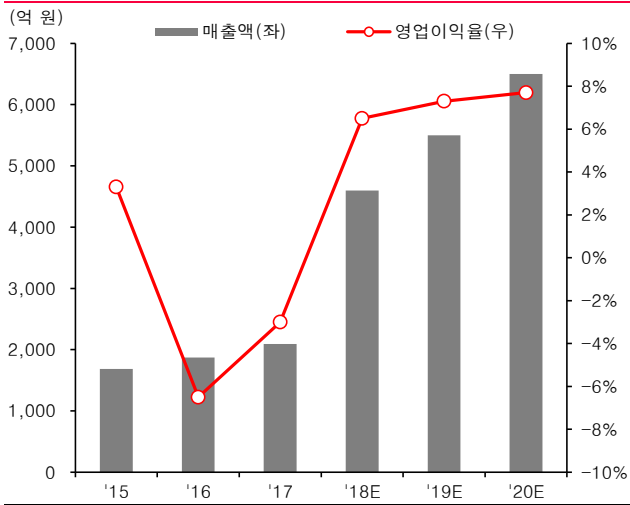
자료: 두산, 하이투자증권

<그림 4> 연결자회사 실적 추이



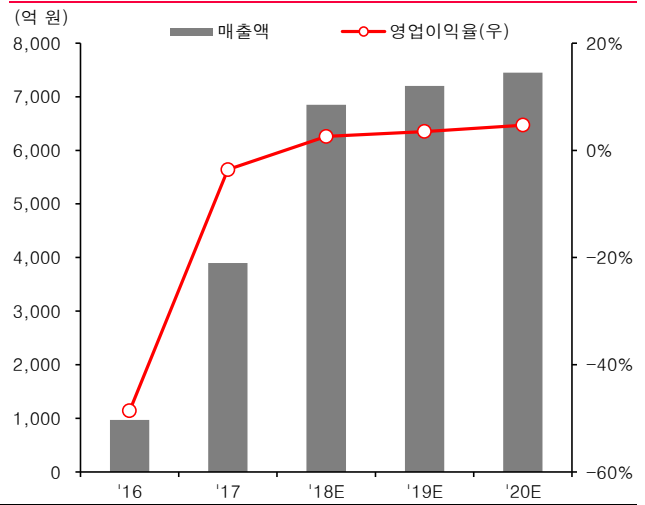
자료: 두산, 하이투자증권

<그림 5> 두산 연료전지부문 실적 추이



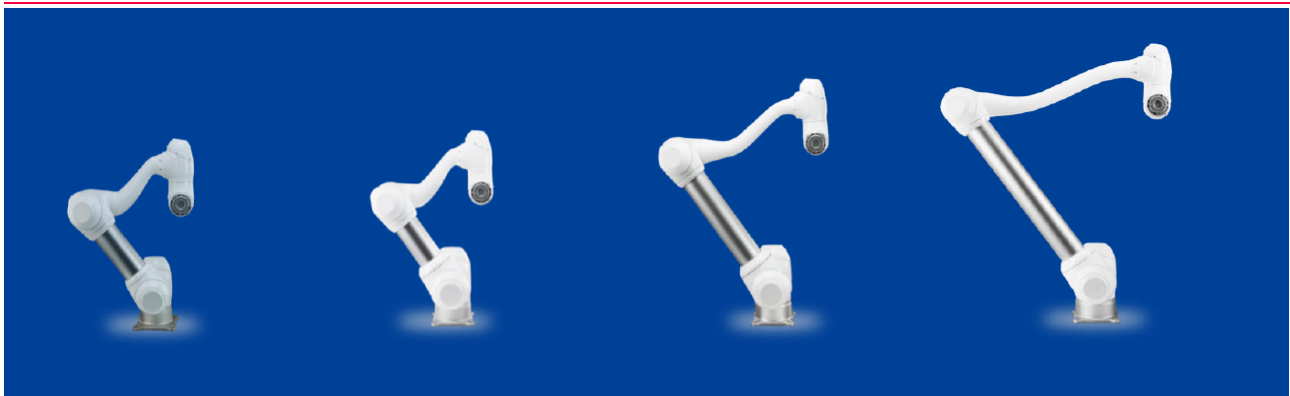
자료: 두산, 하이투자증권

<그림 6> 두산 면세부문 실적 추이



자료: 두산, 하이투자증권

<그림 7> 두산로봇 라인업



M0609

가반중량 6kg  
작업반경 0.9m

좁은 공간에서의 빠른  
반복 작업에 최적화

M1509

가반중량 15kg  
작업반경 0.9m

사람에게 부담이 되는  
중량물 작업에 효과적

M1013

가반중량 10kg  
작업반경 1.3m

모든 작업 공정에  
적합한 기본 모델

M0617

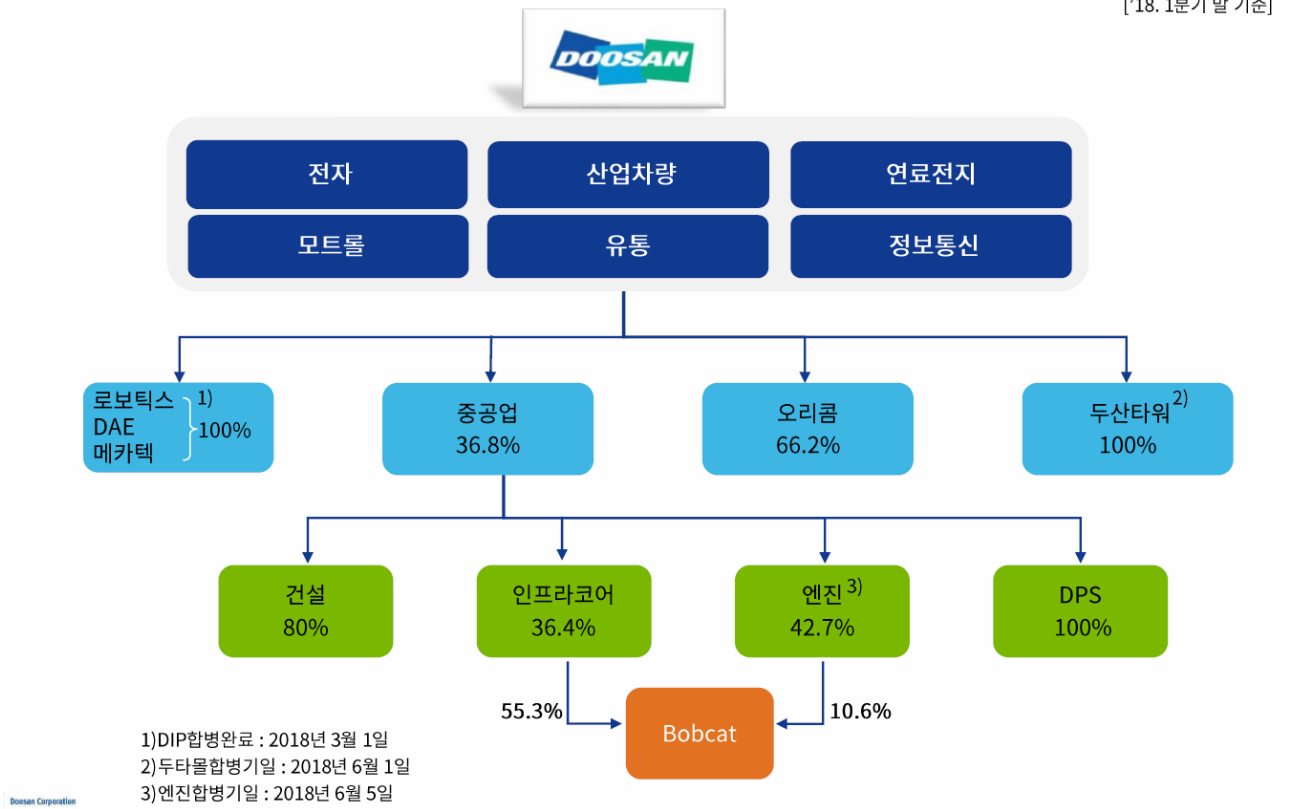
가반중량 6kg  
작업반경 1.7m

2개 이상의 작업 공정에  
대응하거나 원거리 작업 시  
최고의 효율 발휘

자료: 두산, 하이투자증권

<그림 8> 두산그룹 지배구조

[\*18. 1분기 말 기준]



자료: 두산 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,868	11,424	12,138	12,987
현금 및 현금성자산	2,345	2,329	2,250	1,873
단기금융자산	562	534	587	618
매출채권	4,816	5,214	5,581	6,580
재고자산	2,352	2,582	2,904	3,082
비유동자산	17,901	17,742	17,505	17,300
유형자산	8,199	8,251	8,202	8,167
무형자산	6,792	6,569	6,368	6,185
자산총계	28,769	29,167	29,643	30,287
유동부채	13,722	13,977	14,156	14,336
매입채무	3,241	3,558	3,795	4,029
단기차입금	4,350	4,350	4,350	4,350
유동성장기부채	2,331	2,331	2,331	2,331
비유동부채	7,444	7,444	7,444	7,444
사채	2,878	2,878	2,878	2,878
장기차입금	2,270	2,270	2,270	2,270
부채총계	21,166	21,421	21,600	21,780
자배주주지분	2,474	2,480	2,685	3,025
자본금	135	135	135	135
자본잉여금	844	844	844	844
이익잉여금	1,333	1,446	1,758	2,205
기타자본항목	-444	-444	-444	-444
비자배주주지분	5,129	5,266	5,359	5,483
자본총계	7,603	7,746	8,044	8,507

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,585	19,309	20,593	21,862
증가율(%)	6.8	9.8	6.6	6.2
매출원가	14,439	15,814	16,721	17,730
매출총이익	3,146	3,495	3,871	4,132
판매비와관리비	1,967	2,044	2,318	2,446
연구개발비	221	244	276	295
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,180	1,451	1,554	1,686
증가율(%)	27.7	23.0	7.1	8.5
영업이익률(%)	6.7	7.5	7.5	7.7
이자수익	54	53	53	46
이자비용	568	568	568	568
지분법이익(손실)	-14	-14	-14	-14
기타영업외손익	-244	-248	-145	-147
세전계속사업이익	341	462	667	886
법인세비용	273	112	161	215
세전계속이익률(%)	1.9	2.4	3.2	4.1
당기순이익	46	350	505	672
순이익률(%)	0.3	1.8	2.5	3.1
지배주주귀속 순이익	41	214	412	548
기타포괄이익	193	-107	-107	-107
총포괄이익	239	243	398	564
지배주주귀속총포괄이익	211	148	325	460

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	677	1,390	1,304	982
당기순이익	46	350	505	672
유형자산감가상각비	405	398	399	385
무형자산상각비	226	223	202	183
지분법관련손실(이익)	-14	-14	-14	-14
투자활동 현금흐름	-556	-549	-531	-508
유형자산의 처분(취득)	58	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	316	-	-	-
금융상품의 증감	175	-44	-25	-347
재무활동 현금흐름	290	-453	-448	-448
단기금융부채의증감	105	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-193	-105	-100	-100
현금및현금성자산의증감	325	-16	-79	-377
기초현금및현금성자산	2,019	2,345	2,329	2,250
기말현금및현금성자산	2,345	2,329	2,250	1,873

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,594	8,700	16,757	22,266
BPS	100,593	100,847	109,157	122,975
CFPS	26,382	33,955	41,161	45,339
DPS	5,100	5,100	5,100	5,100
Valuation(배)				
PER	70.9	13.9	7.2	5.4
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0
PCR	4.3	3.5	2.9	2.7
EV/EBITDA	6.3	5.6	5.4	5.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.7	8.6	16.0	19.2
EBITDA 이익률	10.3	10.7	10.5	10.3
부채비율	278.4	276.5	268.5	256.0
순부채비율	117.4	115.8	111.8	109.8
매출채권회전율(x)	3.6	3.9	3.8	3.6
재고자산회전율(x)	7.8	7.8	7.5	7.3

자료 : 두산, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-11-17	Buy	170,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상현\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6%	6.4%	-

2018/05/08

# 코오롱(002020)

지주/Mid-Small Cap 이상현

(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 밸류에이션 매력 증가

Buy (Maintain)

### ■ 올해 실적 양호할 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 46,195억원(YoY+5.2%), 영업이익 1,548억원(YoY+40.9%)으로 양호한 실적이 예상된다. 이는 코오롱글로벌 실적개선 및 코오롱인더스트리 등에서의 지분법이익 증가에서 기인할 것이다.

코오롱글로벌의 경우 올해 주택 착공 세대 수 증가와 더불어 BMW 신차 및 중고차 판매 증가 그리고 상사부문 적자 축소로 실적 턴어라운드가 예상된다.

또한 코오롱인더스트리의 경우 올해 산업자재 및 화학 사업에서의 증설 효과로 이익 증가가 기대되며 투명 CPI 필름에서 성장 모멘텀이 발생할 것으로 예상된다. 투명 CPI 필름 관련 설비는 2016년 8월에 약 900억원을 투자해 올해 2월에 완공되었으며, 현재 폴더블 스마트폰 출시 지연으로 인해 본격적인 매출은 내년부터 발생할 것으로 판단된다. 향후 플렉서블 디스플레이 시장의 확대에 인하여 투명 CPI필름 수요 역시 지속적으로 증가할 것으로 예상되므로 성장성이 가시화 될 것이다.

### ■ 미국에서 임상진행으로 성장성 부각될 듯

미국 TissueGene, Inc.는 인보사(티슈진-C)에 대하여 미국 FDA 임상 2상을 완료한 이후 2015년 5월 임상 3상 승인을 받았다. 현재 미국 전역 1,020명으로 대상으로 환자투약 준비중으로 올해 상반기 안에 순차적으로 환자투약이 이루어 질 것으로 예상되며, 관찰기간은 2년으로 2021년 상반기에 환자에 대한 장기관찰을 마무리하여 오는 2022년에 판매허가를 목표로 하고 있다. 만약 DMOAD(Disease Modifying OA Drug: 질환을 근본적으로 치료하는 퇴행성 관절염 치료제)로서의 가능성을 증명하게 된다면, 인보사(티슈진-C)가 적용할 수 있는 시장규모는 더욱 더 커지면서 성장성 등이 부각 될 수 있을 것이다.

### ■ 실적 턴어라운드 등을 고려하면 밸류에이션 매력적

동사에 대하여 투자자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 70,000원으로 하향한다. 회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다. 동사의 주가는 올해 예상기준으로 PER 9.9배, PBR 0.8배에 거래되고 있으며, 올해 실적 턴어라운드 등을 고려하면 밸류에이션이 매력적이다.

목표주가(12M) 70,000원

종가(2018/05/04) 51,700원

#### Stock Indicator

자본금	66십억원
발행주식수	1,314만주
시가총액	649십억원
외국인지분율	9.3%
배당금(2017)	500원
EPS(2018E)	5,239원
BPS(2018E)	68,694원
ROE(2018E)	8.3%
52주 주가	48,500~82,000원
60일평균거래량	35,920주
60일평균거래대금	1.9십억원

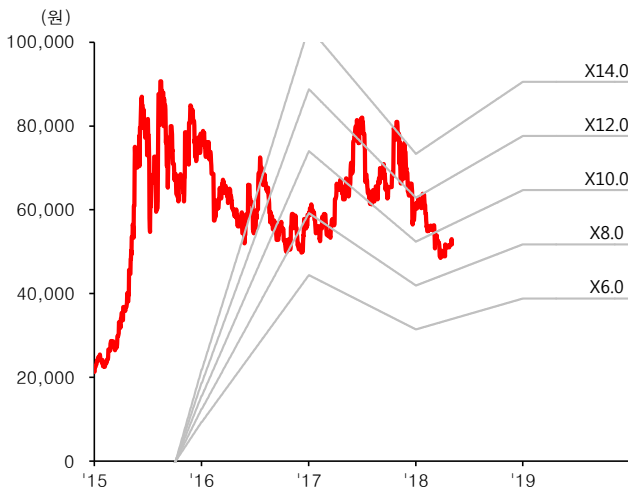
#### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	3,937	134	20	1,557	37.6	11.1	45,691	1.3	3.4	301.0
2017	4,393	107	97	7,400	8.3	14.4	58,235	1.1	14.2	304.8
2018E	4,620	155	69	5,239	9.9	8.8	68,694	0.8	8.3	264.2
2019E	4,810	180	85	6,469	8.0	7.2	80,383	0.6	8.7	229.6
2020E	4,955	202	99	7,548	6.8	5.9	93,151	0.6	8.7	200.5

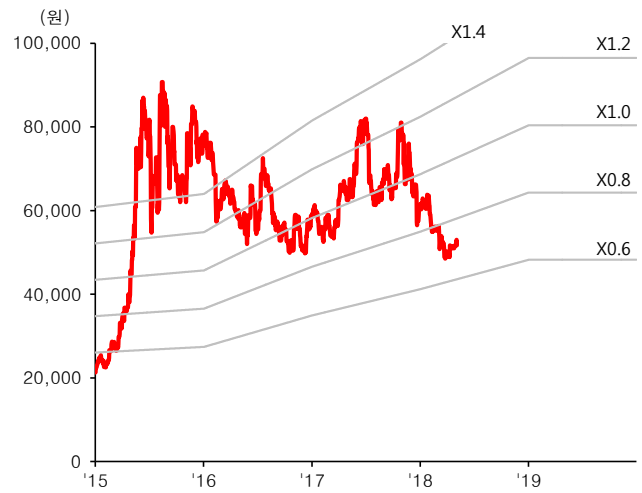
자료 : 코오롱, 하이투자증권 리서치센터

<그림 9> 코오롱 PER 밴드



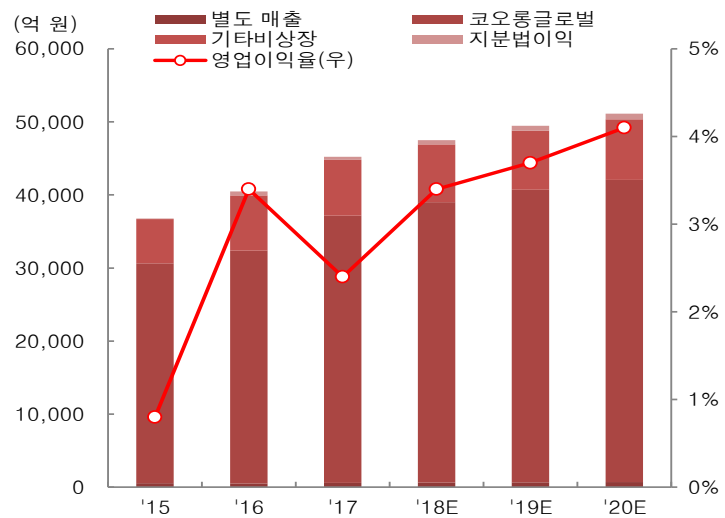
자료: 코오롱, 하이투자증권

<그림 10> 코오롱 PBR 밴드



자료: 코오롱, 하이투자증권

<그림 11> 코오롱 실적 추이



자료: 코오롱, 하이투자증권

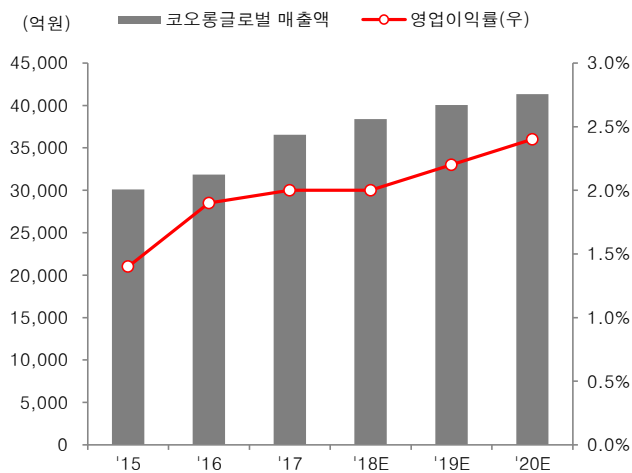
<표 4> 코오롱 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 가치	14,309
사업가치(법인세 고려)	1,400
순차입금	6,900
우선주	280
NAV	8,529
발행주식수(자기주식 제외)	12,061,185
주당 NAV(원)	70,714

자회사	지분율	자회사가치
코오롱인더스트리	31.5%	4,948
코오롱글로벌	75.2%	1,801
코오롱제약	48.1%	124
코오롱생명과학	20.3%	1,076
코오롱베니트	51.0%	173
코오롱아우토	99.3%	552
엠오디	50.0%	133
코오롱에코원	80.6%	450
Tissuegene INC	27.5%	4,684
코오롱엘스아이	100.0%	148
기타		220

자료: 코오롱, 하이투자증권

<그림 12> 코오롱글로벌 실적 추이



자료: 코오롱글로벌, 하이투자증권

<그림 13> 코오롱인더스트리 CPI 필름



자료: 코오롱인더스트리, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,434	1,640	1,855	2,075
현금 및 현금성자산	138	301	460	630
단기금융자산	65	70	74	80
매출채권	898	929	962	991
재고자산	239	240	250	258
비유동자산	2,265	2,230	2,199	2,174
유형자산	498	468	443	422
무형자산	151	152	154	156
자산총계	3,699	3,870	4,054	4,249
유동부채	2,257	2,279	2,296	2,307
매입채무	698	734	764	787
단기차입금	755	755	755	755
유동성장기부채	388	388	388	388
비유동부채	529	529	529	529
사채	182	182	182	182
장기차입금	87	87	87	87
부채총계	2,785	2,808	2,825	2,835
자배주주지분	765	902	1,056	1,224
자본금	66	66	66	66
자본잉여금	375	375	375	375
이익잉여금	268	330	409	501
기타자본항목	6	6	6	6
비자배주주지분	149	160	174	190
자본총계	914	1,063	1,230	1,414

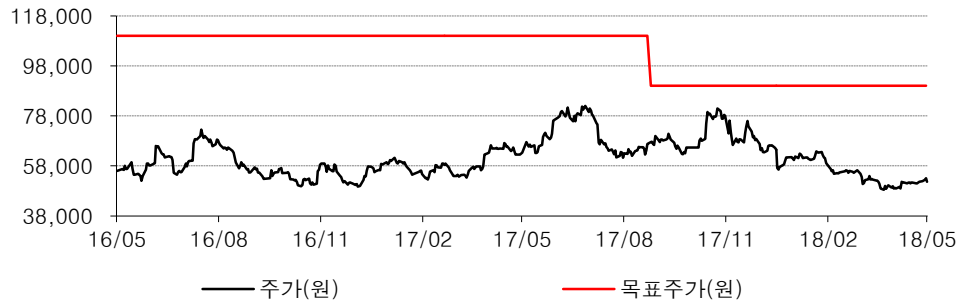
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,393	4,620	4,810	4,955
증가율(%)	11.6	5.2	4.1	3.0
매출원가	3,935	4,097	4,247	4,355
매출총이익	458	522	563	600
판매비와관리비	352	367	382	397
연구개발비	5	6	7	7
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	107	155	180	202
증가율(%)	-20.4	45.0	16.5	12.2
영업이익률(%)	2.4	3.4	3.7	4.1
이자수익	8	15	13	18
이자비용	60	60	60	60
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	85	7	9	7
세전계속사업이익	125	105	130	152
법인세비용	15	25	32	37
세전계속이익률(%)	2.8	2.3	2.7	3.1
당기순이익	110	80	99	115
순이익률(%)	2.5	1.7	2.1	2.3
지배주주귀속 순이익	97	69	85	99
기타포괄이익	75	75	75	75
총포괄이익	185	155	174	191
지배주주귀속총포괄이익	164	134	150	164

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	56	188	183	195
당기순이익	110	80	99	115
유형자산감가상각비	24	30	25	21
무형자산상각비	7	7	6	6
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-55	176	176	176
유형자산의 처분(취득)	14	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	14	8	8	8
금융상품의 증감	41	168	164	175
재무활동 현금흐름	38	-110	-110	-110
단기금융부채의증감	246	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	37	163	159	170
기초현금및현금성자산	101	138	301	460
기말현금및현금성자산	138	301	460	630

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	7,400	5,239	6,469	7,548
BPS	58,235	68,694	80,383	93,151
CFPS	9,719	8,047	8,855	9,580
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	8.3	9.9	8.0	6.8
PBR	1.1	0.8	0.6	0.6
PCR	6.3	6.4	5.8	5.4
EV/EBITDA	14.4	8.8	7.2	5.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.2	8.3	8.7	8.7
EBITDA 이익률	3.1	4.1	4.4	4.6
부채비율	304.8	264.2	229.6	200.5
순부채비율	132.4	98.1	71.5	49.8
매출채권회전율(x)	5.3	5.1	5.1	5.1
재고자산회전율(x)	19.4	19.3	19.6	19.5

자료 : 코오롱, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(코오롱)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-08-28	Buy	90,000	1년	-31.4%	-10.0%
2018-05-08	Buy	70,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상한\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6%	6.4%	-

2018/05/08

# 한진칼(180640)

지주/Mid-Small Cap 이상현

(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 실적 턴어라운드 및 지배구조 개선 가능성

## Buy (Maintain)

### ■ 올해 진에어 성장 및 칼호텔네트워크 적자폭 축소로 동사 실적 턴어라운드 가능할 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 13,495억원(YoY+17.4%), 영업이익 1,625억원(YoY+40.9%)으로 양호한 실적이 예상된다. 이는 진에어 실적개선 및 칼호텔네트워크 적자폭 축소에서 기인할 것이다.

진에어의 경우 올해 동남아시아와 일본의 견조한 여객 수요 상승으로 매출이 증가할 것이며, 이와 더불어 현재 LCC중 유일하게 대형기(B777-200ER)를 보유하고 있어 하와이, 말레이시아, 호주 등 중장거리 노선의 유연한 운항 및 성수기 포화노선 교체 투입으로 수익성 극대화가 가능해 지면서 실적 호조세가 예상된다. 또한 칼호텔네트워크의 경우 호텔 리노베이션 종료로 올해 2분기부터 정상적인 영업이 가능하므로 지난해 적자폭이 상당부분 줄어들면서 실적 턴어라운드가 예상된다.

한편, 올해 1분기 동안 K-IFRS 연결기준 매출액 3,400억원(YoY+14.7%), 영업이익 470억원(YoY+8.2%)으로 양호한 실적이 예상된다. 이는 진에어 실적개선에서 기인할 것이다. 다시 말해서 올해 1분기에 칼호텔네트워크 적자폭이 전년동기 대비 증가할 것으로 예상되지만, 진에어의 경우 국내선 공급을 국제선으로 전환하면서 국제선의 상대적인 높은 공급증가로 인하여 실적호전이 예상된다.

### ■ 지배구조 개선 가능성 높아질 듯

동사의 주가는 올해 예상기준으로 PBR 0.9배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적인 수준이다. 항공업종의 경우 현재 유가를 제외하고 원화강세, 대북 리스크 해소 등 국내외 영업환경도 우호적이어서 동사에게 긍정적으로 작용할 것이다.

한편, 한진그룹 오너 일가의 갑질이 잇따라 폭로되면서 한진그룹 계열사 전반에 대한 기업 지배구조 개선의 필요성이 제기되고 있다. 동사 2대주주인 국민연금이 스튜어드십코드 등을 도입하게 되면 지배구조 개선 가능성을 높이면서 주주가치 향상을 도모할 수 있을 것이다.

목표주가(12M)	30,000원
종가(2018/05/04)	24,250원

#### Stock Indicator

자본금	149십억원
발행주식수	5,971만주
시가총액	1,442십억원
외국인지분율	7.8%
배당금(2017)	125원
EPS(2018E)	3,103원
BPS(2018E)	29,951원
ROE(2018E)	11.2%
52주 주가	17,500~27,100원
60일평균거래량	455,061주
60일평균거래대금	10.2십억원

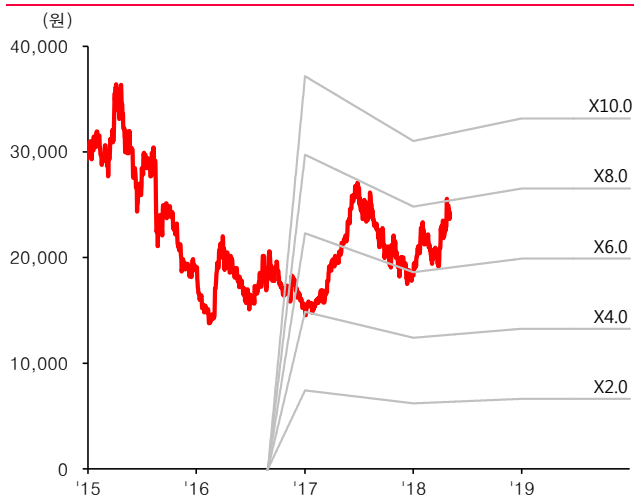
#### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	991	99	-407	-7,069		8.9	16,777	0.9	-40.6	87.0
2017	1,150	115	222	3,717	4.9	6.7	25,481	0.7	17.6	62.4
2018E	1,350	163	185	3,103	7.8	6.5	29,951	0.8	11.2	55.4
2019E	1,492	180	198	3,317	7.3	5.6	34,636	0.7	10.3	50.7
2020E	1,627	199	212	3,553	6.8	4.7	39,557	0.6	9.6	47.0

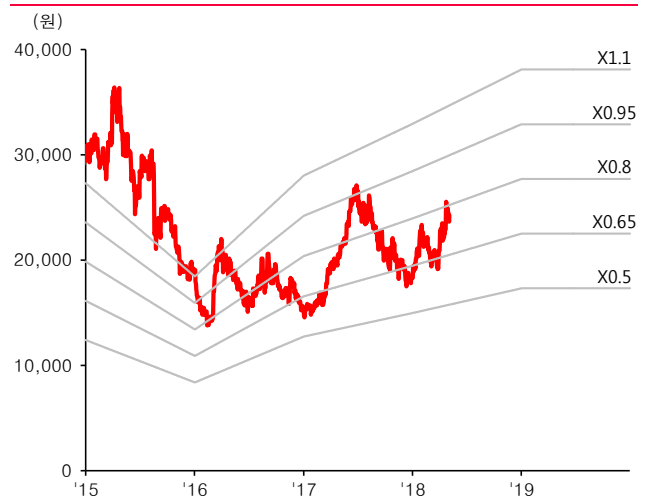
자료 : 한진칼, 하이투자증권 리서치센터

<그림 14> 한진칼 PER 밴드



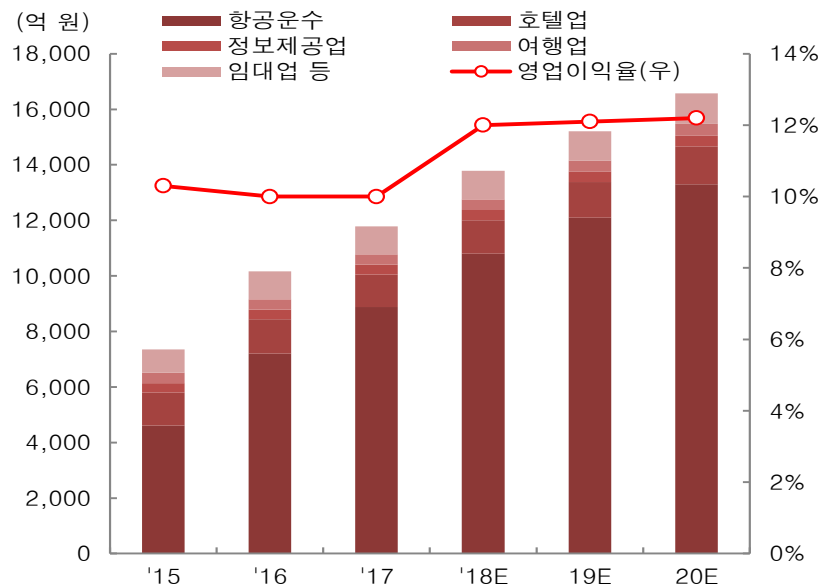
자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 15> 한진칼 PBR 밴드



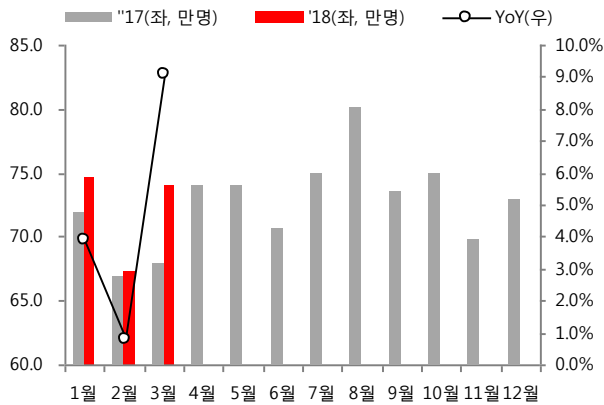
자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 16> 한진칼 실적 추이



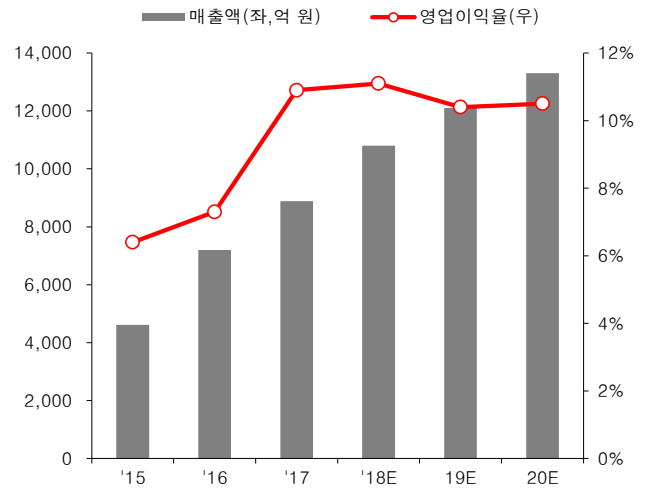
자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 17> 진에어 항공여객수 추이



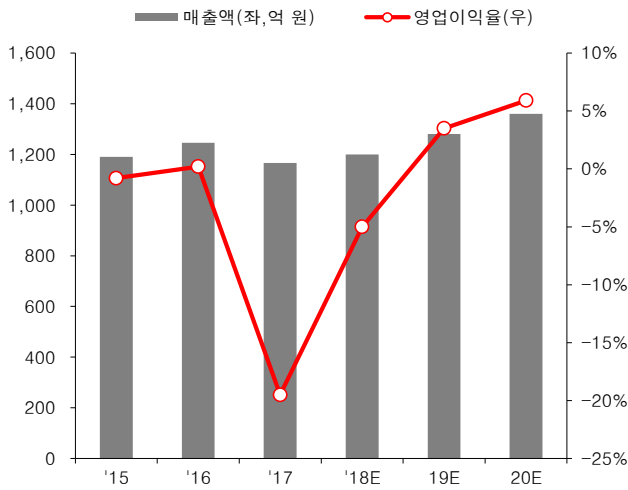
자료: 인천공항, 한국공항공사, 하이투자증권

<그림 18> 진에어 실적 추이



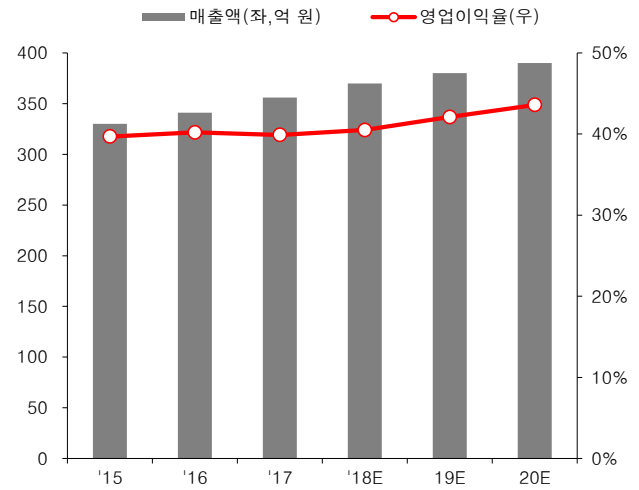
자료: 진에어, 하이투자증권

<그림 19> 칼호텔네트워크 실적 추이



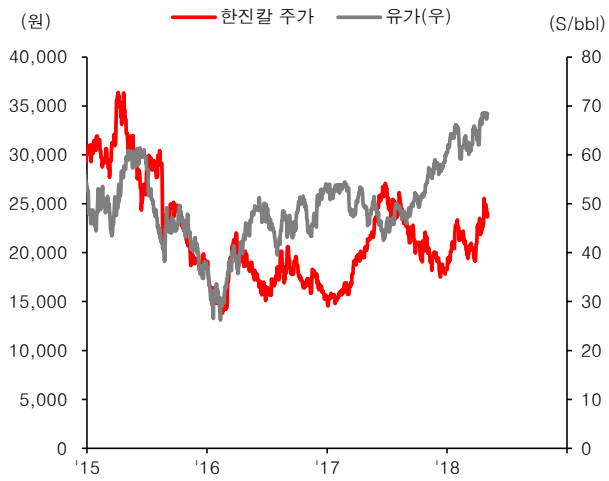
자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 20> 토파스여행정보 실적 추이



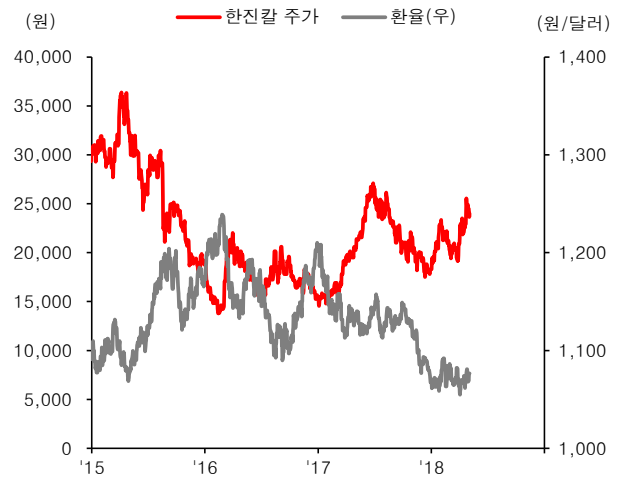
자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 21> 한진칼 주가 및 유가 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 22> 한진칼 주가 및 환율 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

### 재무상태표

	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	726	846	995	1,158
현금 및 현금성자산	246	399	522	666
단기금융자산	387	340	357	369
매출채권	58	68	75	82
재고자산	2	2	2	3
비유동자산	2,050	2,236	2,425	2,619
유형자산	592	553	516	484
무형자산	6	4	3	2
자산총계	2,776	3,082	3,421	3,777
유동부채	736	769	822	877
매입채무	6	7	8	8
단기차입금	294	324	354	384
유동성장기부채	87	70	70	70
비유동부채	330	330	330	330
사채	-	-	-	-
장기차입금	225	225	225	225
부채총계	1,066	1,099	1,151	1,207
지배주주지분	1,521	1,788	2,068	2,362
자본금	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141
이익잉여금	-294	-116	74	279
기타자본항목	421	421	421	421
비지배주주지분	188	194	201	208
자본총계	1,710	1,983	2,269	2,570

### 포괄손익계산서

	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,150	1,350	1,492	1,627
증가율(%)	16.0	17.4	10.5	9.1
매출원가	932	1,067	1,179	1,280
매출총이익	217	282	312	347
판매비와관리비	102	120	132	147
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	115	163	180	199
증가율(%)	16.5	41.0	10.7	10.7
영업이익률(%)	10.0	12.0	12.1	12.2
이자수익	6	7	9	10
이자비용	29	30	31	32
지분법이익(손실)	-	110	110	110
기타영업외손익	-2	-4	-4	-4
세전계속사업이익	268	253	270	289
법인세비용	39	61	65	70
세전계속이익률(%)	23.3	18.7	18.1	17.8
당기순이익	229	191	205	219
순이익률(%)	19.9	14.2	13.7	13.5
지배주주귀속 순이익	222	185	198	212
기타포괄이익	89	89	89	89
총포괄이익	318	280	294	308
지배주주귀속총포괄이익	308	271	284	298

### 현금흐름표

	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	164	134	151	166
당기순이익	229	191	205	219
유형자산감가상각비	41	40	36	33
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	110	110	110
투자활동 현금흐름	-313	200	136	142
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	338	106	140	155
재무활동 현금흐름	314	260	278	278
단기금융부채의증감	-132	12	30	30
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	163	153	123	144
기초현금및현금성자산	83	246	399	522
기말현금및현금성자산	246	399	522	666

### 주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,717	3,103	3,317	3,553
BPS	25,481	29,951	34,636	39,557
CFPS	4,436	3,801	3,943	4,116
DPS	125	125	125	125
Valuation(배)				
PER	4.9	7.8	7.3	6.8
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6
PCR	4.1	6.4	6.1	5.9
EV/EBITDA	6.7	6.5	5.6	4.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.6	11.2	10.3	9.6
EBITDA 이익률	13.8	15.1	14.6	14.3
부채비율	62.4	55.4	50.7	47.0
순부채비율	-1.5	-6.0	-10.1	-13.8
매출채권회전율(x)	19.7	21.4	20.8	20.7
재고자산회전율(x)	600.3	652.7	634.6	630.7

자료 : 한진칼, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한진칼)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-09-26	Buy	30,000	6개월	-33.8%	-9.7%
2017-11-17	Buy	30,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상현\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6%	6.4%	-

2018/05/08

**LG(003550)**

지주/Mid-Small Cap 이상현

(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 이제부터 성장의 시대로 진입

**Buy**(Maintain)

### ■ 전기차 시장 성장으로 전장사업 및 배터리 성장성 부각 될 듯

동사의 경우 LG전자가 전기차 부품 사업 컨트롤타워 역할을 하면서 각 계열사별로 전장 사업인 전기차 밸류체인을 형성하고 있다. 전기차 시장이 빠르게 성장할 것으로 예상하고 있는 가운데 전기차 밸류체인을 바탕으로 2011년부터 준비해 온 것들이 점차적으로 가시화 되고 있다. 즉, GM 차세대 전기차인 쉐보레 볼트 EV에 LG전자의 구동모터 등 핵심부품 11개와 LG화학의 전기차용 배터리를 공급하고 있으며, 폭스바겐 등과도 전략적 파트너 관계를 맺고 있다. 또한 LG화학은 총 28개의 글로벌 자동차 업체에서 프로젝트 82개를 수주함에 따라 수주 잔고는 30조원 이상 수준으로 대부분 2세대 전기차(300km이상 주행)시장과 관련된 것으로 향후 본격적인 성장이 이뤄질 것으로 전망된다.

자동차산업 특성상 자동차가 개발되기 수년 전부터 협력하고 있는데, 이제부터는 개발 중에 있는 전기차 모델의 양산시기가 결정될 것이기 때문에 향후 수주 등으로 성과들이 가시화 되면서 동사의 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

### ■ ZKW M&A를 통하여 향후 LG그룹 전장사업 시너지효과 본격화

지난해 동사는 LG실트론 지분 51%를 SK에게 매각함에 따라 보다 더 주력 및 신성장동력 사업에 집중할 수 있는 환경이 조성되었다. 이에 따라 그 동안 소극적이었던 M&A에 대해서도 활발하게 진행할 것으로 예상되는 가운데 지난 4월에 세계 최대 자동차용 조명부품업체인 오스트리아 ZKW를 인수하기로 결정하였다. 즉, 동사는 ZKW 지분 30%를 약 4,332억원에, LG전자는 지분 70%를 약 1조 108억원에 취득할 예정이다.

이와 같이 ZKW M&A를 통하여 향후 LG그룹 전장사업에서의 시너지효과가 본격적으로 발휘 될 수 있을 것이다.

### ■ 성장 모멘텀 부각될 듯

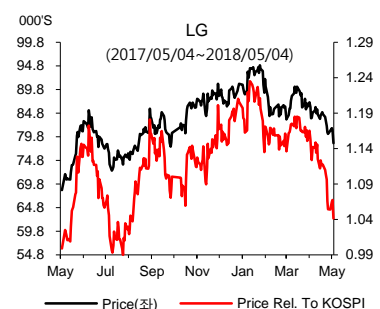
지난 4월 ZKW 인수를 발표를 계기로 동사는 성장의 첫발을 내딛었다. 향후에도 동사는 M&A를 통하여 성장을 도모할 것으로 예상됨에 따라 비상장회사의 수익성이 개선되는 환경하에서 성장 모멘텀이 부각될 수 있을 것이다.

목표주가(12M)	115,000원
종가(2018/05/04)	78,400원

#### Stock Indicator

자본금	879십억원
발행주식수	17,587만주
시가총액	13,679십억원
외국인지분율	33.5%
배당금(2017)	1,300원
EPS(2018E)	12,136원
BPS(2018E)	101,596원
ROE(2018E)	12.6%
52주 주가	68,500~94,900원
60일평균거래량	242,418주
60일평균거래대금	20.6십억원

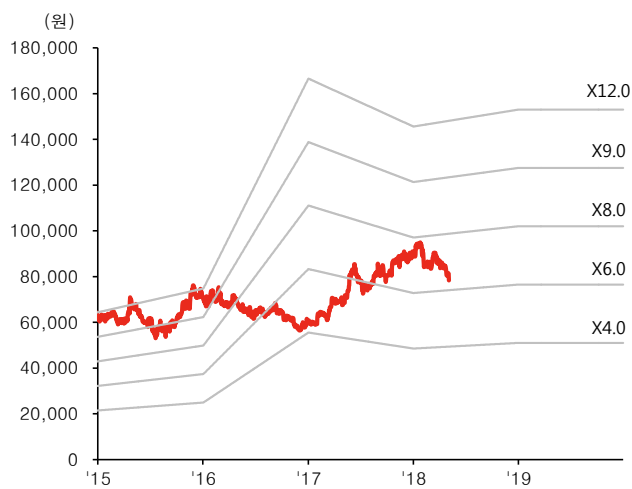
#### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	9,674	1,323	1,075	6,111	9.8	6.8	78,889	0.8	7.7	37.1
2017	11,841	2,186	2,396	13,623	6.7	6.3	90,990	1.0	16.0	33.8
2018E	12,789	2,508	2,134	12,136	6.5	4.4	101,596	0.8	12.6	30.8
2019E	13,021	2,633	2,243	12,754	6.1	3.6	112,821	0.7	11.9	27.6
2020E	13,273	2,714	2,315	13,164	6.0	2.7	124,455	0.6	11.1	25.0

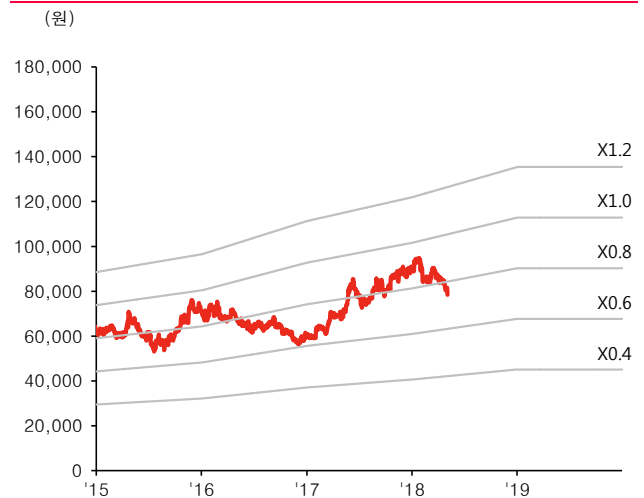
자료 : LG, 하이투자증권 리서치센터

<그림 23> LG PER 밴드



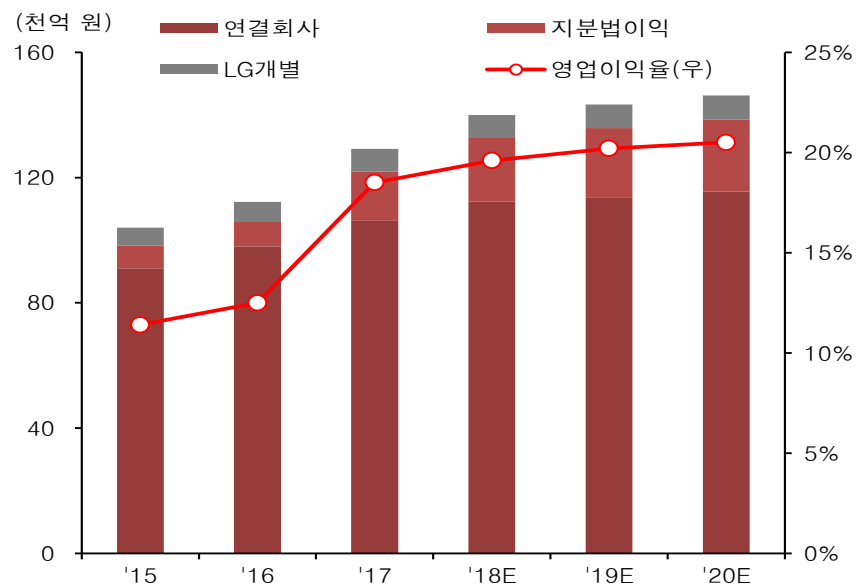
자료: LG, 하이투자증권

<그림 24> LG PBR 밴드



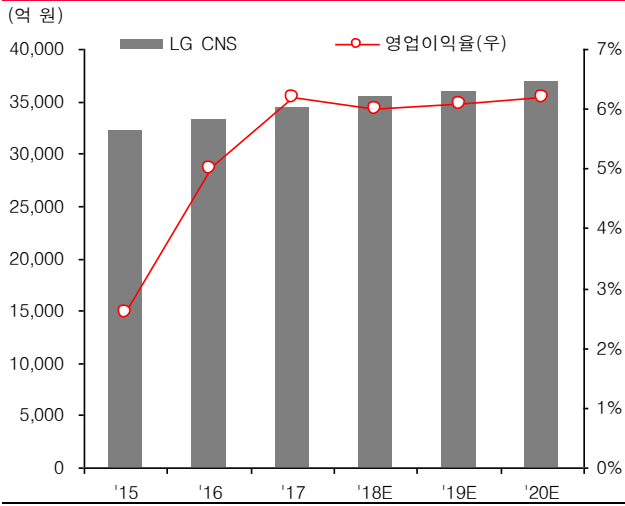
자료: LG, 하이투자증권

<그림 25> LG 실적 추이



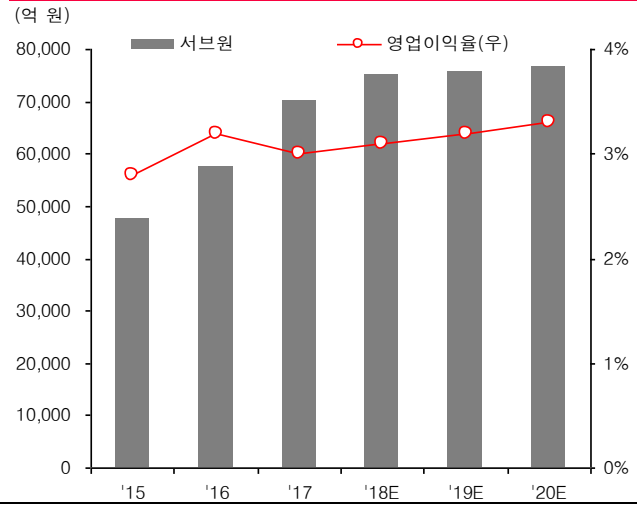
자료: LG, 하이투자증권

<그림 26> LG CNS 실적추이



자료: LG CNS, 하이투자증권

<그림 27> 서브원 실적추이



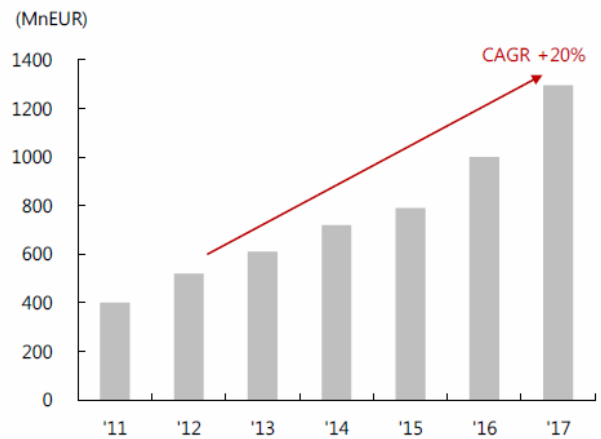
자료: 서브원, 하이투자증권

<그림 28> ZKW 의헤드램프제품라인업



자료: ZKW, 하이투자증권

<그림 29> ZKW 매출액 추이: 할로겐 → LED 램프 교체수요를 바탕으로 급속한 성장 시현



자료: ZKW, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,368	7,556	9,710	11,933
현금 및 현금성자산	1,343	2,816	4,511	6,779
단기금융자산	440	506	551	601
매출채권	3,306	3,594	3,802	3,730
재고자산	110	422	612	544
비유동자산	16,280	16,100	15,937	15,787
유형자산	1,912	1,941	1,981	2,030
무형자산	94	71	54	41
자산총계	21,648	23,657	25,647	27,721
유동부채	3,944	4,046	4,019	4,002
매입채무	2,262	2,443	2,487	2,535
단기차입금	59	59	59	59
유동성장기부채	321	321	321	321
비유동부채	1,525	1,529	1,533	1,538
사채	867	871	876	881
장기차입금	145	145	145	145
부채총계	5,468	5,575	5,552	5,540
지배주주지분	16,003	17,868	19,842	21,888
자본금	879	879	879	879
자본잉여금	2,366	2,366	2,366	2,366
이익잉여금	13,010	14,916	16,930	19,017
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	177	214	253	293
자본총계	16,180	18,082	20,095	22,181

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,841	12,789	13,021	13,273
증가율(%)	22.4	8.0	1.8	1.9
매출원가	9,294	9,937	10,085	10,260
매출총이익	2,547	2,852	2,936	3,013
판매비와관리비	361	344	303	299
연구개발비	17	6	3	3
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,186	2,508	2,633	2,714
증가율(%)	65.3	14.7	5.0	3.1
영업이익률(%)	18.5	19.6	20.2	20.5
이자수익	19	66	101	148
이자비용	38	38	38	38
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	581	-65	-100	-135
세전계속사업이익	2,741	2,467	2,593	2,676
법인세비용	329	296	311	321
세전계속이익률(%)	23.2	19.3	19.9	20.2
당기순이익	2,436	2,171	2,282	2,355
순이익률(%)	20.6	17.0	17.5	17.7
지배주주귀속 순이익	2,396	2,134	2,243	2,315
기타포괄이익	-40	-40	-40	-40
총포괄이익	2,395	2,131	2,242	2,315
지배주주귀속총포괄이익	2,356	2,095	2,203	2,276

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,058	2,173	2,348	2,937
당기순이익	2,436	2,171	2,282	2,355
유형자산감가상각비	229	150	150	150
무형자산상각비	28	23	17	13
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-689	1,572	1,585	1,569
유형자산의 처분(취득)	33	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	32	-	-	-
금융상품의 증감	413	1,573	1,738	2,318
재무활동 현금흐름	-140	-225	-224	-224
단기금융부채의증감	-318	-	-	-
장기금융부채의증감	4	5	5	5
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-243	-229	-229	-229
현금및현금성자산의증감	214	1,473	1,694	2,268
기초현금및현금성자산	1,129	1,343	2,816	4,511
기말현금및현금성자산	1,343	2,816	4,511	6,779

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	13,623	12,136	12,754	13,164
BPS	90,990	101,596	112,821	124,455
CFPS	15,087	13,124	13,708	14,093
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300
Valuation(배)				
PER	6.7	6.5	6.1	6.0
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6
PCR	6.0	6.0	5.7	5.6
EV/EBITDA	6.3	4.4	3.6	2.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.0	12.6	11.9	11.1
EBITDA 이익률	20.6	21.0	21.5	21.7
부채비율	33.8	30.8	27.6	25.0
순부채비율	-2.4	-10.7	-18.2	-26.9
매출채권회전율(x)	3.8	3.7	3.5	3.5
재고자산회전율(x)	54.7	48.1	25.2	23.0

자료 : LG, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(LG)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-11-17	Buy	115,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상헌\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6%	6.4%	-

2018/05/08

LS(006260)

지주/Mid-Small Cap 이상현

(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 동가격 상승으로 우호적인 환경 지속

### ■ 올해 1분기 실적 양호할 듯

올해 1분기 동안 K-IFRS 연결기준 매출액 25,800억원(YoY+2.3%), 영업이익 1,860억원(YoY+16.9%)으로 양호한 실적이 예상된다. 이는 동가격 강세가 지속되는 환경하에서 LS 니코동제련의 실적호조를 비롯하여 LS전선 및 LS아이앤디의 업황호조로 인한 이익 증가에서 기인할 것이다.

### ■ 재무구조 개선 및 전기차 사업 등 향후 신성장동력 가시화 될 듯

지난해 7월 LS엠트론은 자동차 전장 부문 자회사인 LS오토모티브 지분 일부 및 동박 사업을 1조500억원에 미국계 투자회사인 KKR에 매각하였으며, 이어 8월 말에는 LS니코동제련이 해외 자원개발 회사 지분을 약 7100억원에 캐나다 기업에 매각하였다.

이러한 자금을 바탕으로 재무구조 개선 뿐만 아니라 기존 주력인 전선·에너지 사업에 제4차 산업혁명 등을 활용한 첨단기술을 접목하는 방식으로 글로벌 경쟁력을 키울 것으로 예상된다.

또한 LS전선이 중국 자회사 LSCW(LS케이블&시스템 우시) 지분 47%를 사모투자펀드(PEF) 운용사 파라투스인베스트먼트에 매각하였으며, LS전선의 하네스&모듈 사업을 물적 분할하여 LS EV KOREA를 신설한 이후 47% 지분도 매각하였다. 이에 따라 향후 전기차 사업을 본격화 할 것으로 예상된다.

### ■ 동 가격 상승 및 LS아이앤디 실적개선으로 실적 증가 지속될 듯

동사에 대하여 투자자의 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 102,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

동사의 자회사들 대부분은 사업구조상 동 가격과 매우 높은 상관관계를 가지고 있다. 동 가격이 전년대비 높은 수준을 유지하고 있으므로 향후 동사의 실적 개선 가능성을 높여 줄 것이다.

특히 LS아이앤디의 경우 주력 자회사인 SPSX(Superior Essex Inc)가 동 가격 상승효과와 더불어 북미 초고속 인터넷망 수요 증가로 인한 광통신 사업 호조로 실적 턴어라운드가 가속화 되고 있으며, 향후에는 트럼프노믹스로 인한 인프라 투자 등에 수혜가 가능할 것으로 기대된다.

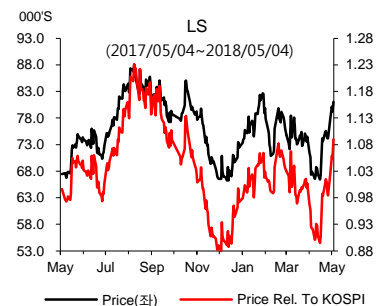
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	102,000원
종가(2018/05/04)	81,100원

#### Stock Indicator

자본금	161십억원
발행주식수	3,220만주
시가총액	2,611십억원
외국인지분율	17.3%
배당금(2017)	1,250원
EPS(2018E)	8,364원
BPS(2018E)	91,349원
ROE(2018E)	9.5%
52주 주가	66,300~88,100원
60일평균거래량	117,320주
60일평균거래대금	8.7십억원

#### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	8,508	279	168	5,223	11.4	9.1	76,132	0.8	6.9	198.4
2017	9,515	407	297	9,219	7.9	7.5	84,524	0.9	11.5	174.7
2018E	10,342	598	269	8,364	9.7	7.1	91,349	0.9	9.5	165.0
2019E	10,501	635	296	9,203	8.8	6.8	99,012	0.8	9.7	153.6
2020E	10,738	669	322	9,986	8.1	6.1	107,457	0.8	9.7	142.9

자료 : LS, 하이투자증권 리서치센터

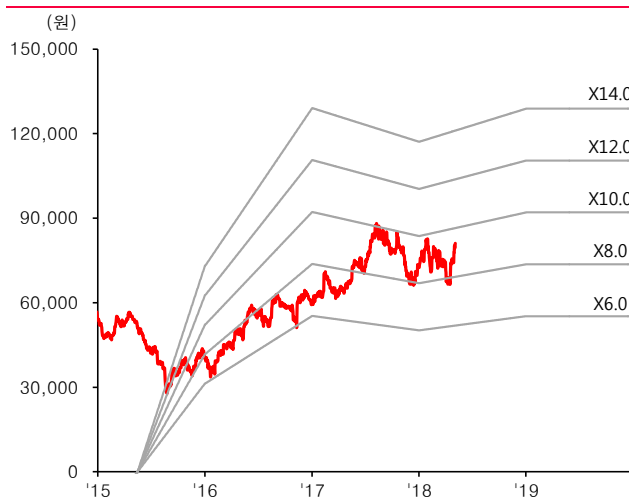
<표 5> LS 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

투자지분가치	27,457
영업가치	3,500
순차입금	2,600
NAV	28,357
발행주식수(자사주제외)	27,767,071
주당 NAV(원)	102,124

자회사	지분율(%)	자회사 가치
LS 산전	46.0%	9,830
LS 전선	89.2%	3,085
LS 엠트론	100.0%	4,334
LS 니코동제련	50.1%	5,695
LS 아이앤디	92.2%	2,639
기타		1,874

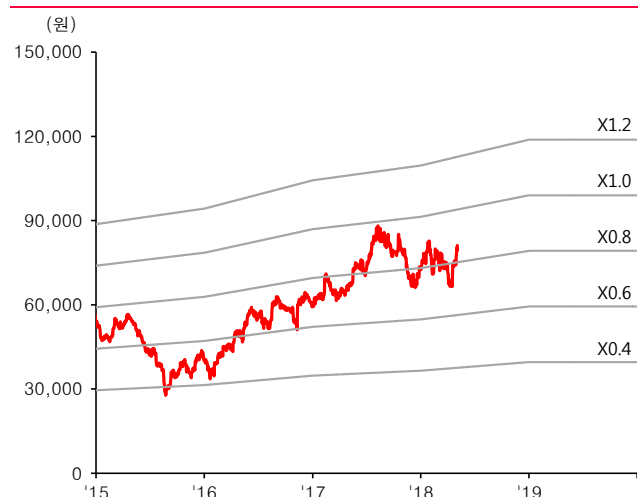
자료: LS, 하이투자증권

<그림 30> LS PER 밴드



자료: LS, 하이투자증권

<그림 31> LS PBR 밴드



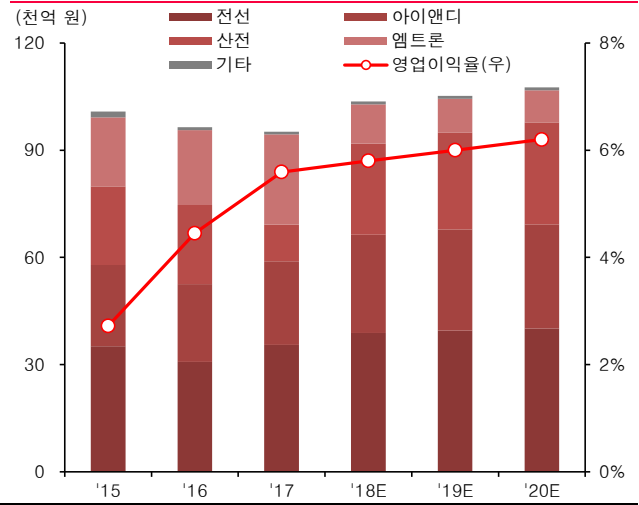
자료: LS, 하이투자증권

<그림 32> LS 주가 및 전기동 가격 추이



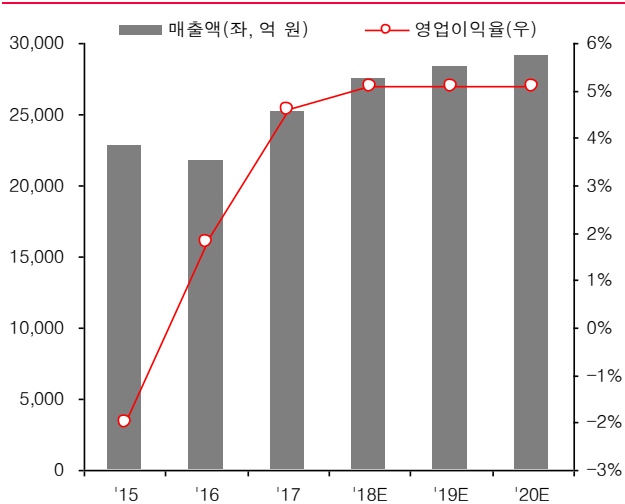
자료: Bloomberg, LS, 하이투자증권

<그림 33> LS 실적 추이



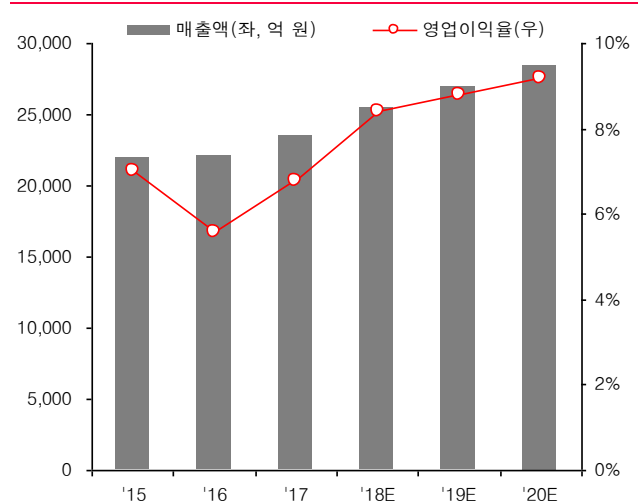
자료: LS, 하이투자증권

<그림 34> LS 아이앤디 실적 추이



자료: LS아이앤디, 하이투자증권

<그림 35> LS 산전 실적 추이



자료: LS산전, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,105	6,195	6,258	6,368
현금 및 현금성자산	629	318	100	258
단기금융자산	364	350	454	591
매출채권	2,564	2,823	2,940	2,685
재고자산	1,418	1,542	1,565	1,601
비유동자산	3,874	4,137	4,388	4,629
유형자산	1,958	2,138	2,303	2,455
무형자산	637	592	552	515
자산총계	9,979	10,332	10,646	10,997
유동부채	4,120	4,206	4,221	4,244
매입채무	1,015	1,104	1,121	1,146
단기차입금	1,233	1,233	1,233	1,233
유동성장기부채	572	572	572	572
비유동부채	2,227	2,227	2,227	2,227
사채	1,310	1,310	1,310	1,310
장기차입금	677	677	677	677
부채총계	6,347	6,433	6,447	6,470
자배주주지분	2,722	2,941	3,188	3,460
자본금	161	161	161	161
자본잉여금	285	285	285	285
이익잉여금	2,392	2,626	2,888	3,175
기타자본항목	-69	-69	-69	-69
비자배주주지분	910	958	1,010	1,067
자본총계	3,632	3,899	4,198	4,527

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,515	10,342	10,501	10,738
증가율(%)	11.8	8.7	1.5	2.3
매출원가	8,251	8,894	8,999	9,149
매출총이익	1,264	1,448	1,502	1,589
판매비와관리비	857	850	867	920
연구개발비	47	47	47	48
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	407	598	635	669
증가율(%)	45.8	46.9	6.2	5.4
영업이익률(%)	4.3	5.8	6.0	6.2
이자수익	14	10	8	12
이자비용	123	123	123	123
지분법이익(손실)	125	125	125	125
기타영업외손익	-46	-192	-185	-184
세전계속사업이익	378	418	460	499
법인세비용	37	101	111	121
세전계속이익률(%)	4.0	4.0	4.4	4.6
당기순이익	365	317	349	378
순이익률(%)	3.8	3.1	3.3	3.5
지배주주귀속 순이익	297	269	296	322
기타포괄이익	-15	-15	-15	-15
총포괄이익	350	302	334	363
지배주주귀속총포괄이익	285	257	284	309

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	237	197	409	817
당기순이익	365	317	349	378
유형자산감가상각비	220	169	185	199
무형자산상각비	54	45	40	37
지분법관련손실(이익)	125	125	125	125
투자활동 현금흐름	-403	-474	-593	-624
유형자산의 처분(취득)	54	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	45	-	-	-
금융상품의 증감	111	-326	-113	295
재무활동 현금흐름	149	94	94	94
단기금융부채의증감	-306	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-51	-35	-35	-35
현금및현금성자산의증감	-25	-311	-218	159
기초현금및현금성자산	653	629	318	100
기말현금및현금성자산	629	318	100	258

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,219	8,364	9,203	9,986
BPS	84,524	91,349	99,012	107,457
CFPS	17,736	15,012	16,204	17,294
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250
Valuation(배)				
PER	7.9	9.7	8.8	8.1
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8
PCR	4.1	5.4	5.0	4.7
EV/EBITDA	7.5	7.1	6.8	6.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.5	9.5	9.7	9.7
EBITDA 이익률	7.2	7.9	8.2	8.4
부채비율	174.7	165.0	153.6	142.9
순부채비율	77.0	80.1	77.1	65.0
매출채권회전율(x)	3.6	3.8	3.6	3.8
재고자산회전율(x)	6.5	7.0	6.8	6.8

자료 : LS, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(LS)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-06-13	Buy	78,000	6개월	-25.7%	-17.4%
2017-05-29	Buy	90,000	6개월	-12.8%	-2.1%
2017-11-17	Buy	90,000	1년	-18.4%	-8.1%
2018-05-08	Buy	102,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상현\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6%	6.4%	-

2018/05/08

# 한화(000880)

지주/Mid-Small Cap 이상현

(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 올해 밸류에이션 정상화 될 듯

### ■ 올해 한화건설 정상화로 실적 양호할 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 516,760억원(YoY+2.5%), 영업이익 23,450억원(YoY+8.6%), 지배주주순이익 6,404억원(YoY+58.0%)으로 양호한 실적이 예상된다. 이는 한화건설 정상화에서 기인할 것이다.

올해 한화건설의 경우 중동 플랜트 사업 관련 불확실성이 해소되는 환경하에서 한화큐셀 코리아, 여천 NCC 등 계열사 관련 수주 및 매출 반영은 물론 수익성 양호한 이라크 주택 사업 관련 매출 증가 및 국내 주택사업 매출 등으로 수익성이 개선될 것으로 예상된다.

한편, 올해 1분기 동안 K-IFRS 연결기준 매출액 135,020억원(YoY+1.2%), 영업이익 5,850억원(YoY-9.4%), 지배주주순이익 3,030억원(YoY+11.9%)으로 양호한 실적이 예상된다. 이는 자체사업 및 한화건설 수익성 개선에서 기인할 것이다.

특히 지배주주순이익의 증가는 지난 1월 법원의 판결에 따라 대우조선해양 인수를 위한 이행 보증금 일부 및 지연이자를 지급받기 때문이다.

### ■ 한화건설 실적개선으로 밸류에이션 정상화 될 듯

동사의 주가는 올해 예상 기준으로 PBR 0.8배로 저평가 되어 거래되고 있는데, 이는 한화건설 등에 대한 불확실성 요인들로 인하여 부진한 흐름이 지속되고 있기 때문이다.

올해의 경우 한화건설의 실적 정상화가 분기마다 확인이 가능하므로 실적의 가시성이 높아지면서 향후 동사 밸류에이션이 정상화 될 수 있을 것이다.

## Buy (Maintain)

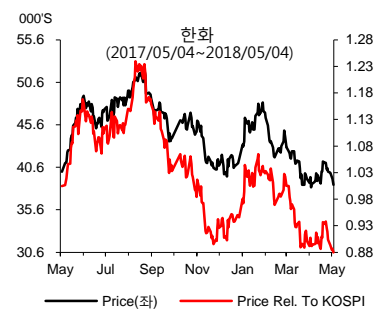
목표주가(12M)	55,000원
-----------	---------

종가(2018/05/04)	38,500원
----------------	---------

### Stock Indicator

자본금	490십억원
발행주식수	9,791만주
시가총액	3,270십억원
외국인지분율	27.1%
배당금(2017)	600원
EPS(2018E)	6,541원
BPS(2018E)	49,153원
ROE(2018E)	13.7%
52주 주가	38,200~52,000원
60일평균거래량	275,172주
60일평균거래대금	11.3십억원

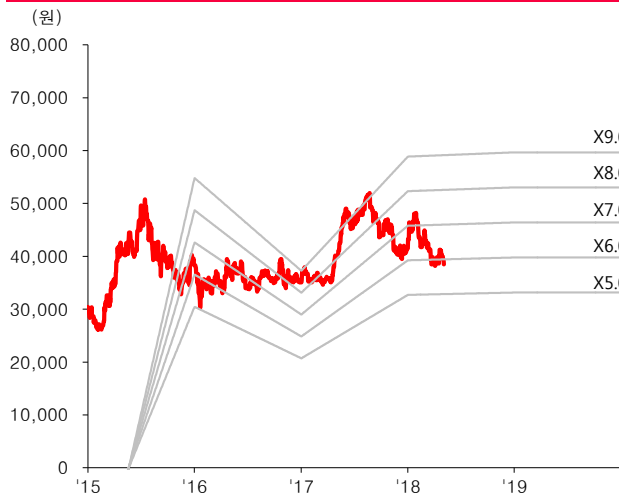
### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	47,120	1,686	492	6,082	5.8	4.0	45,022	0.8	11.2	988.5
2017	50,404	2,159	405	4,140	10.0	3.5	46,382	0.9	9.1	903.4
2018E	51,676	2,345	640	6,541	5.9	3.2	49,153	0.8	13.7	823.8
2019E	52,928	2,419	649	6,630	5.8	3.0	52,013	0.7	13.1	756.1
2020E	54,723	2,508	670	6,838	5.6	3.0	55,082	0.7	12.8	696.9

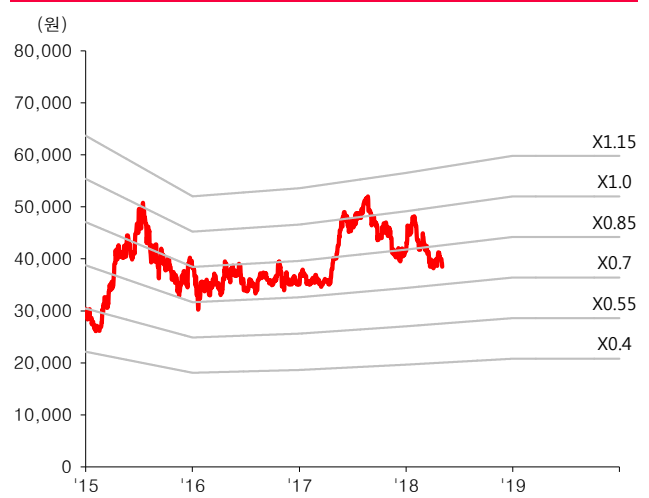
자료 : 한화, 하이투자증권 리서치센터

<그림 36> 한화 PER 밴드



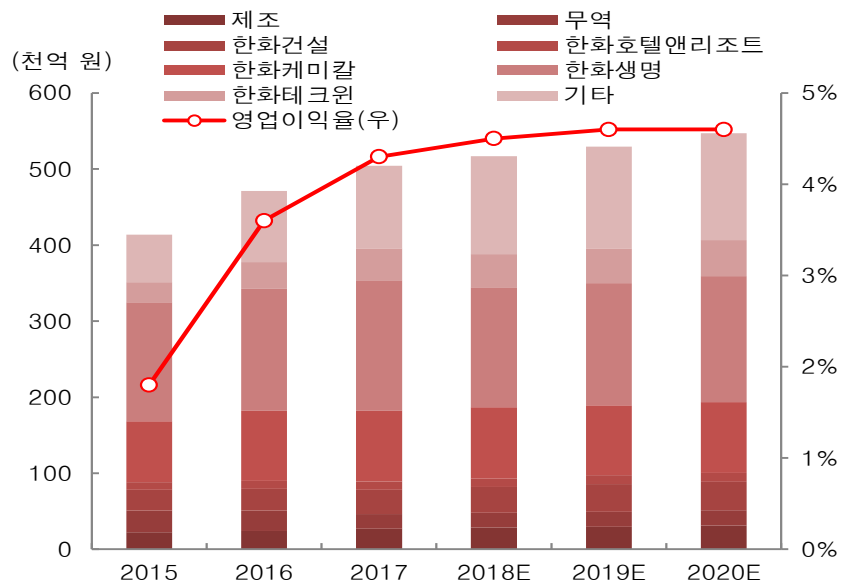
자료: 한화, 하이투자증권

<그림 37> 한화 PBR 밴드



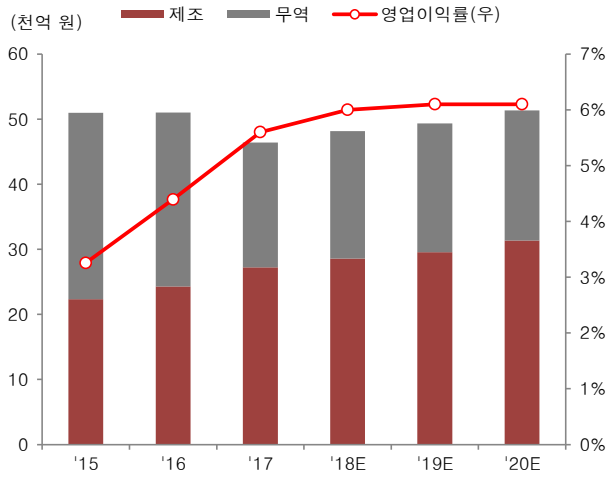
자료: 한화, 하이투자증권

<그림 38> 한화 실적 추이



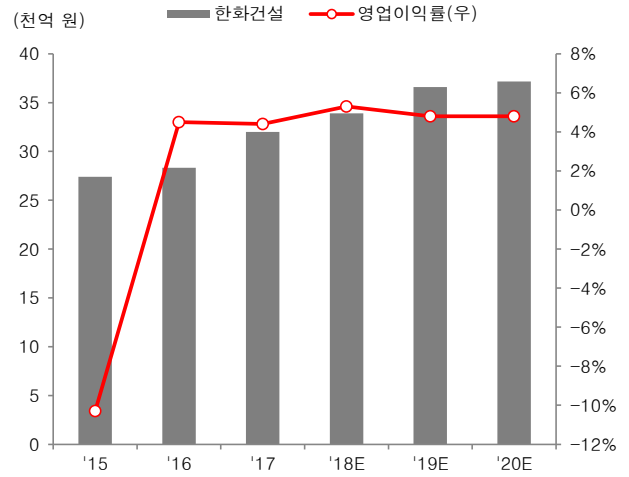
자료: 한화, 하이투자증권

<그림 39> 한화 별도기준 실적 추이



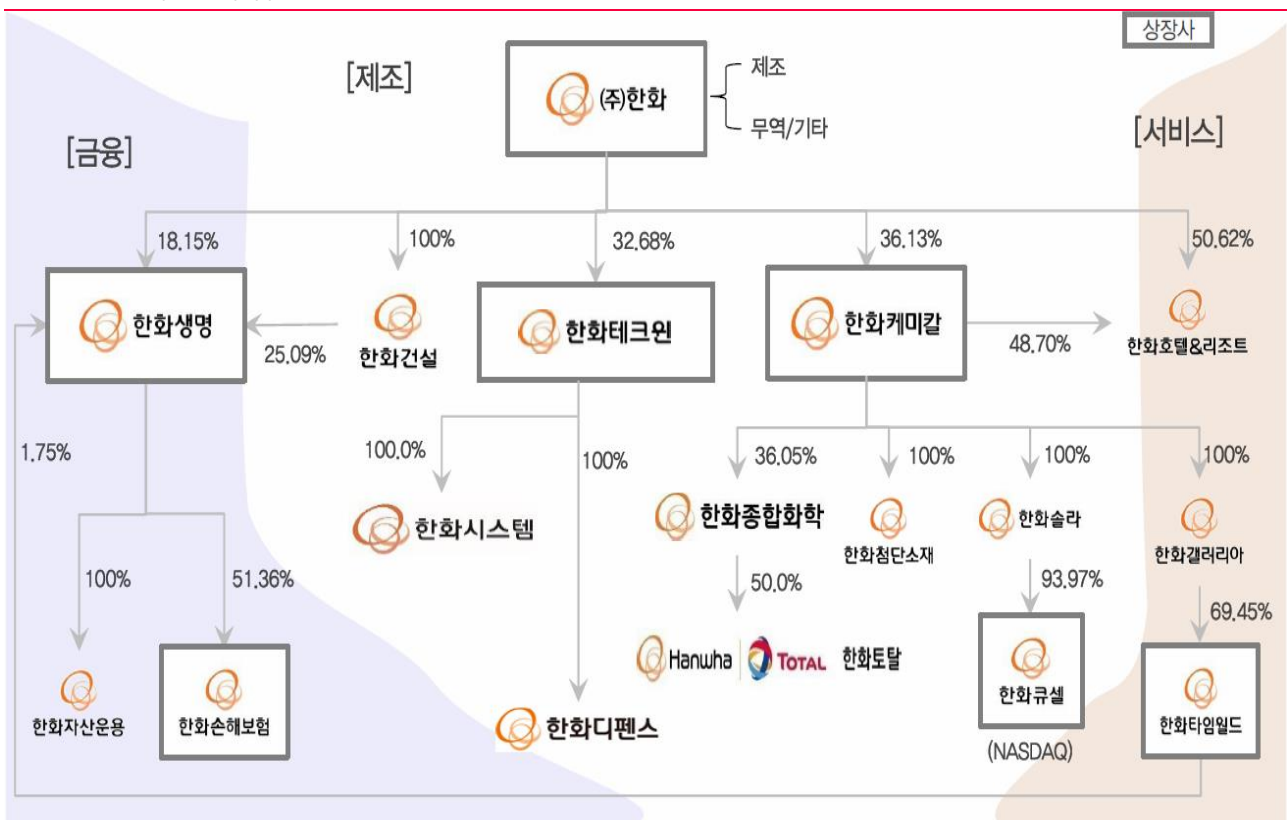
자료: 한화, 하이투자증권

<그림 40> 한화건설 실적 추이



자료: 한화, 하이투자증권

<그림 41> 한화그룹 지배구조



자료: 한화, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,620	12,979	14,283	15,608
현금 및 현금성자산	2,895	3,036	4,158	4,265
단기금융자산	668	634	602	622
매출채권	5,044	5,426	5,557	6,020
재고자산	2,691	2,759	2,825	3,557
비유동자산	16,152	16,071	16,123	16,287
유형자산	10,176	9,398	8,729	8,155
무형자산	1,551	1,416	1,304	1,209
자산총계	160,195	161,473	162,829	164,318
유동부채	12,931	12,694	12,510	12,398
매입채무	2,627	2,694	2,759	2,852
단기차입금	3,162	3,182	3,202	3,222
유동성장기부채	2,643	2,643	2,643	2,643
비유동부채	9,638	9,638	9,638	9,638
사채	2,475	2,475	2,475	2,475
장기차입금	2,664	2,664	2,664	2,664
부채총계	144,230	143,994	143,810	143,698
자배주주지분	4,541	4,813	5,093	5,393
자본금	490	490	490	490
자본잉여금	547	547	547	547
이익잉여금	3,365	3,949	4,542	5,155
기타자본항목	38	38	38	38
비자배주주지분	11,423	12,667	13,927	15,226
자본총계	15,965	17,479	19,019	20,620

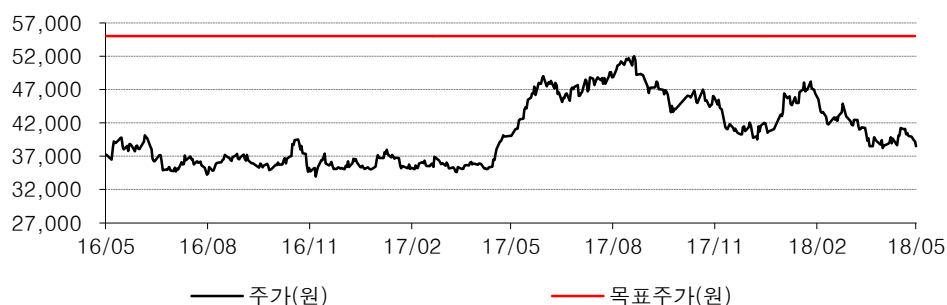
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	50,404	51,676	52,928	54,723
증가율(%)	7.0	2.5	2.4	3.4
매출원가	45,921	47,025	48,164	49,825
매출총이익	4,483	4,651	4,763	4,898
판매비와관리비	2,324	2,306	2,344	2,390
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,159	2,345	2,419	2,508
증가율(%)	28.1	8.6	3.2	3.7
영업이익률(%)	4.3	4.5	4.6	4.6
이자수익	30	40	51	53
이자비용	413	414	415	416
지분법이익(손실)	582	582	582	582
기타영업외손익	-370	-75	-126	-137
세전계속사업이익	1,995	2,485	2,519	2,598
법인세비용	684	601	610	629
세전계속이익률(%)	4.0	4.8	4.8	4.7
당기순이익	1,311	1,884	1,909	1,969
순이익률(%)	2.6	3.6	3.6	3.6
지배주주귀속 순이익	405	640	649	670
기타포괄이익	-313	-313	-313	-313
총포괄이익	998	1,571	1,597	1,656
지배주주귀속총포괄이익	309	534	543	563

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	5,138	5,202	5,400	4,438
당기순이익	1,311	1,884	1,909	1,969
유형자산감가상각비	790	779	669	574
무형자산상각비	130	134	113	94
지분법관련손실(이익)	582	582	582	582
투자활동 현금흐름	-5,666	-5,442	-5,444	-5,496
유형자산의 처분(취득)	95	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	191	-	-	-
금융상품의 증감	-783	892	1,090	127
재무활동 현금흐름	-305	288	288	288
단기금융부채의증감	-350	20	20	20
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-57	-56	-56	-56
현금및현금성자산의증감	-874	141	1,122	108
기초현금및현금성자산	3,769	2,895	3,036	4,158
기말현금및현금성자산	2,895	3,036	4,158	4,265

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	4,140	6,541	6,630	6,838
BPS	46,382	49,153	52,013	55,082
CFPS	13,542	15,868	14,608	13,662
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER	10.0	5.9	5.8	5.6
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR	3.1	2.4	2.6	2.8
EV/EBITDA	3.5	3.2	3.0	3.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.1	13.7	13.1	12.8
EBITDA 이익률	6.1	6.3	6.0	5.8
부채비율	903.4	823.8	756.1	696.9
순부채비율	46.2	41.7	32.7	29.7
매출채권회전율(x)	10.1	9.9	9.6	9.5
재고자산회전율(x)	18.5	19.0	19.0	17.1

자료 : 한화, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한화)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-11-17	Buy	55,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상헌\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6%	6.4%	-

2018/05/08

CJ(001040)

지주/Mid-Small Cap 이상현

(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 콘텐츠 및 유통 플랫폼 확장성

### ■ 콘텐츠 및 유통 플랫폼 확장성으로 성장성 부각될 듯

올해부터 CJ그룹은 공격적인 인수합병(M&A)과 신항구 발굴 등 글로벌 시장 확장에 집중해 그룹의 장기 비전인 그레이트 CJ(2020년까지 그룹 매출 100조원·영업이익 10조원·해외 비중 70% 달성)의 초석을 마련할 것으로 예상된다. 이와 더불어 제4차 산업혁명 시대에 동사의 콘텐츠 및 유통 플랫폼 등의 가치가 부각될 수 있을 것이다.

영화 제작사, IT기업들, 통신사, 케이블 방송사, 기존 온라인 동영상 스트리밍 회사들이 차별화 및 맞춤형 콘텐츠 등을 확보하기 위하여 제작 및 투자에 혈투를 벌이고 있기 때문에 그만큼 콘텐츠의 가치는 상승하고 있는 중이다. 이러한 환경하에서 넷플릭스 등을 통하여 스튜디오드래곤의 완성도 높은 콘텐츠의 확장성을 극대화 할 수 있을 것이다. 또한 중국과의 관계 개선을 통하여 콘텐츠의 성장성도 높아질 수 있을 것이다.

한편, CJ올리브네트웍스의 올리브영은 뷰티케어, 헬스케어, 퍼스널케어, 건강식품, 잡화 등의 상품을 취급하는 소매유통 업체로 편의점과 화장품 유통업을 통합한 형태이다. 지난해 말 기준으로 국내 1,074개의 매장을 보유하고 있어서 Health & Beauty 스토어 중 시장점유율 65.4%로 1위를 차지하고 있다. 이와 같이 매장이 증가함에 따라 매출상승이 가속화될 것이며, PB상품 증가로 인하여 수익성 개선도 이루어질 것으로 기대된다. 또한 화장품 구매 트렌드가 원브랜드샵들 대신에 국내외 인기 브랜드 Health & Beauty 아이템을 원스톱으로 구매할 수 있는 멀티브랜드샵으로 이동하고 있어서 새로운 신규 화장품 브랜드들이 올리브영 유통채널을 통하여 진출할 경우 보다 빠르게 성장할 수 있는 기반을 마련할 수 있을 것이다. 이는 곧 올리브영이 Health & Beauty 멀티브랜드샵 유통 플랫폼으로서의 위치가 견고해지는 것이므로 플랫폼으로서의 가치를 높일 수 있을 것이다.

### ■ 콘텐츠 및 유통 플랫폼으로서 위치 견고해 질 듯

동사에 대하여 투자자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 224,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였는데 비상장회사 중 CJ올리브네트웍스의 경우 2018년 예상 순이익에 Target PER 20배를 적용하여 산출하였다.

동사의 콘텐츠 및 유통플랫폼의 확장성으로 향후 성장성 등이 부각될 수 있을 뿐만 아니라 가치상승을 도모할 수 있을 것이다.

Buy(Maintain)

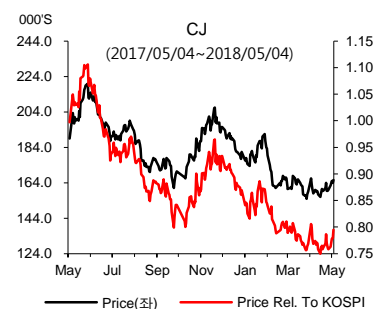
목표주가(12M) 224,000원

종가(2018/05/04) 165,500원

#### Stock Indicator

자본금	158십억원
발행주식수	3,144만주
시가총액	4,995십억원
외국인지분율	19.7%
배당금(2017)	1,450원
EPS(2018E)	11,598원
BPS(2018E)	127,106원
ROE(2018E)	9.2%
52주 주가	155,000~220,000원
60일평균거래량	69,635주
60일평균거래대금	11.3십억원

#### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	23,954	1,253	223	7,099	26.3	5.0	118,834	1.6	6.0	140.0
2017	26,899	1,326	464	14,750	12.3	5.0	125,004	1.5	12.1	144.5
2018E	28,690	1,563	365	11,598	14.3	4.1	127,106	1.3	9.2	137.8
2019E	31,224	1,817	451	14,341	11.5	3.8	131,951	1.3	11.1	130.0
2020E	33,148	2,061	540	17,178	9.6	3.4	139,634	1.2	12.7	121.1

자료 : CJ, 하이투자증권 리서치센터

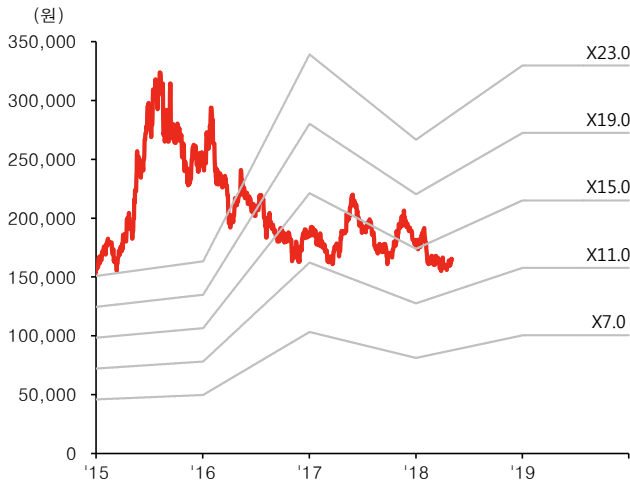
<표 6> CJ 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 가치	52,383
영업가치	9,000
순차입금	850
우선주	1,800
NAV	58,733
발행주식수(자기주식 제외)	26,205,418
주당 NAV(원)	224,125

구분	자회사	지분율(%)	자회사가치
식품&식품서비스/생명공학	CJ 제일제당	44.6	20,471
	CJ 프레시웨이	47.1	1,630
	CJ푸드빌	96.0	1,219
엔터테인먼트&미디어	CJ 이엔엠	39.4	10,000
	CJ CGV	39.0	4,612
신유통	CJ 오쇼핑	40.0	4,228
	CJ 올리브네트웍스	55.0	10,138
기타			85

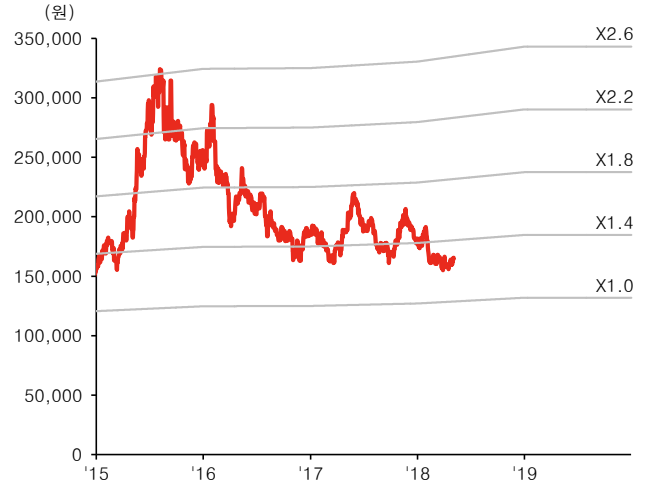
자료: CJ, 하이투자증권

<그림 42> CJ PER 밴드



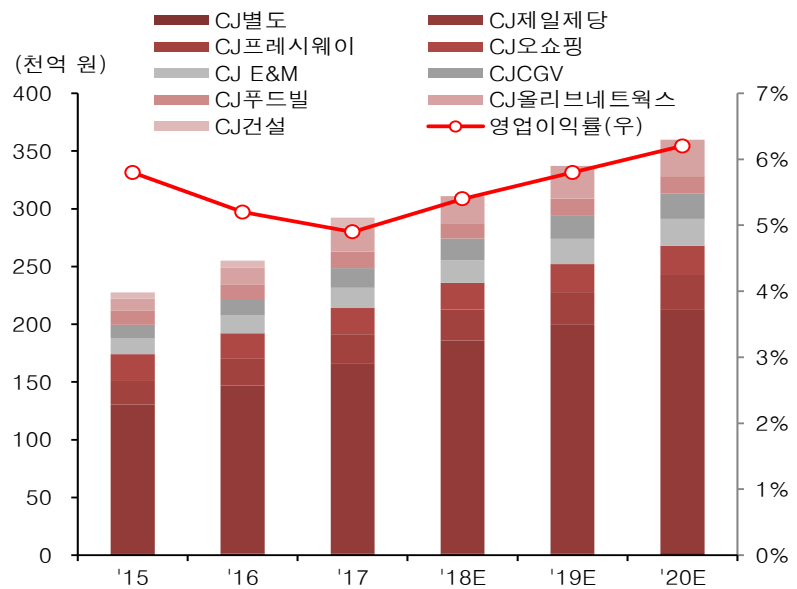
자료: CJ, 하이투자증권

<그림 43> CJ PBR 밴드



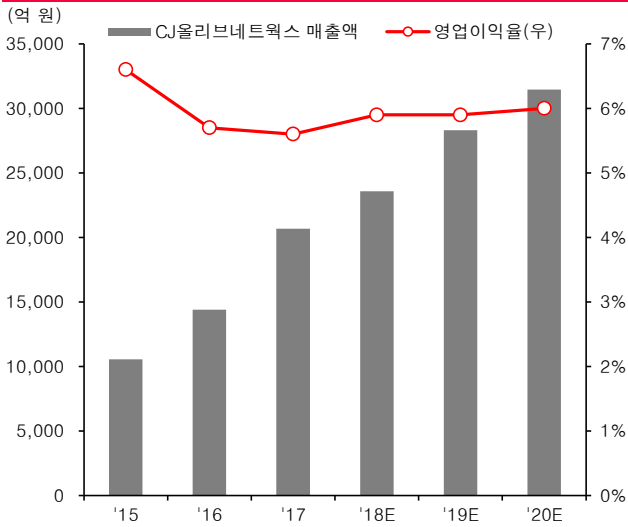
자료: CJ, 하이투자증권

<그림 44> CJ 실적 추이



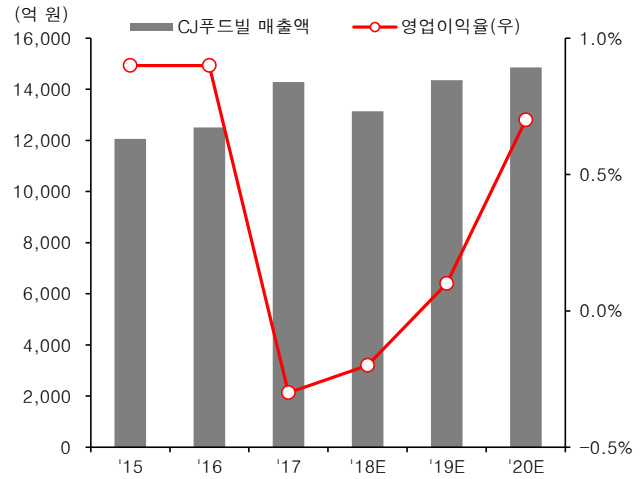
자료: CJ, 하이투자증권

<그림 45> CJ 올리브네트웍스 실적 추이



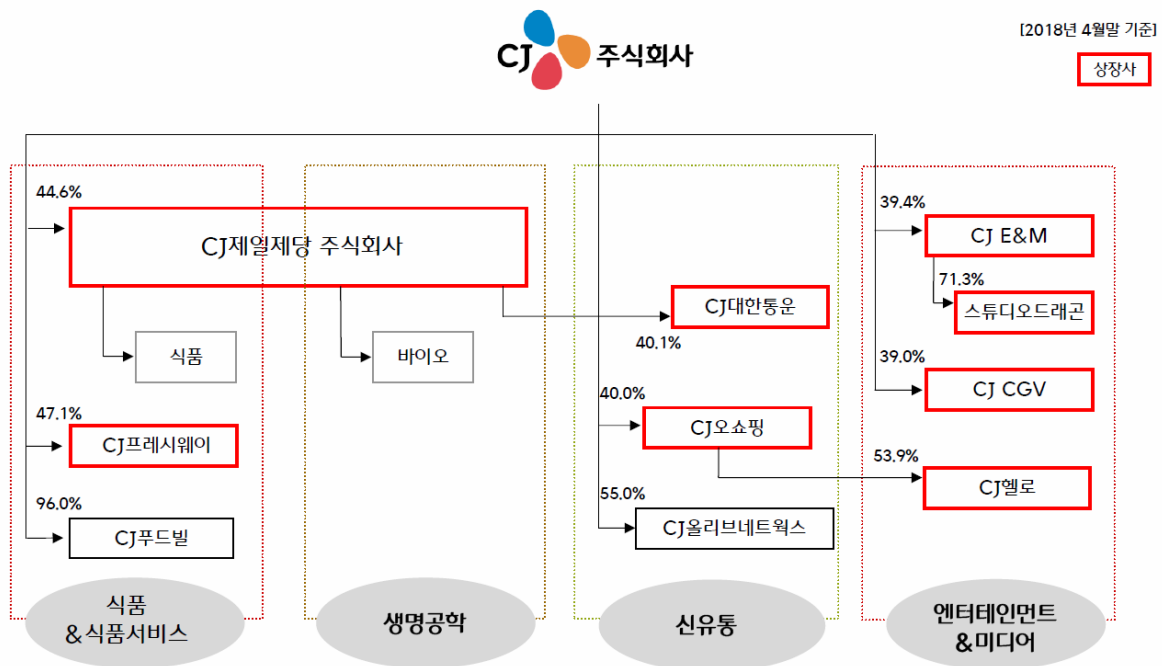
자료: CJ 올리브네트웍스, 하이투자증권

<그림 46> CJ푸드빌 실적 추이



자료: CJ푸드빌, 하이투자증권

<그림 47> CJ 그룹 지배구조



\*NOTE: 보통주 기준 지분율

자료: CJ, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,333	9,434	10,682	12,022
현금 및 현금성자산	1,220	2,061	2,680	3,592
단기금융자산	582	642	694	730
매출채권	3,893	3,930	4,403	4,740
재고자산	1,733	1,848	2,123	2,155
비유동자산	20,992	20,538	20,219	20,004
유형자산	11,493	11,516	11,537	11,554
무형자산	6,039	5,452	5,003	4,661
자산총계	29,325	29,972	30,901	32,026
유동부채	9,363	9,357	9,417	9,441
매입채무	2,035	2,171	2,362	2,508
단기차입금	2,920	2,920	2,920	2,920
유동성장기부채	1,403	1,403	1,403	1,403
비유동부채	7,970	8,010	8,050	8,100
사채	4,682	4,722	4,762	4,812
장기차입금	1,593	1,593	1,593	1,593
부채총계	17,333	17,367	17,467	17,541
자배주주지분	3,930	3,996	4,148	4,390
자본금	158	158	158	158
자본잉여금	993	993	993	993
이익잉여금	3,115	3,439	3,848	4,347
기타자본항목	-224	-224	-224	-224
비자배주주지분	8,062	8,609	9,286	10,096
자본총계	11,992	12,605	13,434	14,485

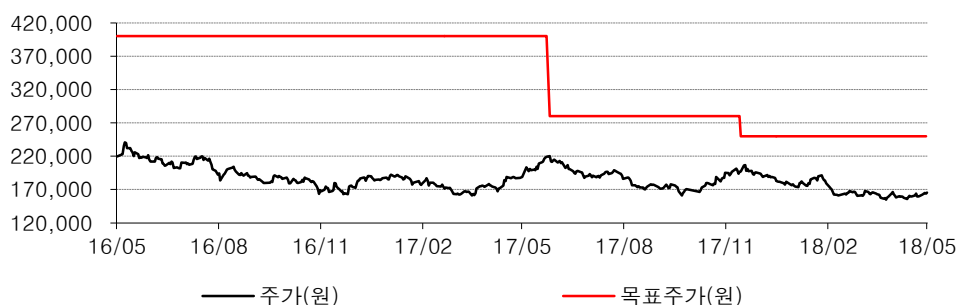
포괄손익계산서	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	26,899	28,690	31,224	33,148
증가율(%)	12.3	6.7	8.8	6.2
매출원가	18,609	19,739	21,451	22,972
매출총이익	8,290	8,950	9,773	10,177
판매비와관리비	6,964	7,388	7,956	8,115
연구개발비	58	63	79	66
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,326	1,563	1,817	2,061
증가율(%)	5.8	17.8	16.3	13.4
영업이익률(%)	4.9	5.4	5.8	6.2
이자수익	42	63	78	100
이자비용	318	319	320	321
지분법이익(손실)	87	87	87	87
기타영업외손익	137	-492	-476	-447
세전계속사업이익	1,575	1,203	1,487	1,781
법인세비용	437	291	360	431
세전계속이익률(%)	5.9	4.2	4.8	5.4
당기순이익	1,138	911	1,127	1,350
순이익률(%)	4.2	3.2	3.6	4.1
지배주주귀속 순이익	464	365	451	540
기타포괄이익	-673	-257	-257	-257
총포괄이익	465	654	870	1,093
지배주주귀속총포괄이익	189	262	348	437

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,240	3,664	3,435	3,700
당기순이익	1,138	911	1,127	1,350
유형자산감가상각비	922	976	980	982
무형자산상각비	587	587	448	342
지분법관련손실(이익)	87	87	87	87
투자활동 현금흐름	-2,864	-1,080	-1,073	-1,056
유형자산의 처분(취득)	90	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	580	-	-	-
금융상품의 증감	-36	901	672	947
재무활동 현금흐름	718	-104	-104	-94
단기금융부채의증감	90	-	-	-
장기금융부채의증감	40	40	50	50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-119	-41	-41	-41
현금및현금성자산의증감	50	841	619	912
기초현금및현금성자산	1,169	1,220	2,061	2,680
기말현금및현금성자산	1,220	2,061	2,680	3,592

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	14,750	11,598	14,341	17,178
BPS	125,004	127,106	131,951	139,634
CFPS	62,747	61,339	59,766	59,318
DPS	1,450	1,450	1,450	1,450
Valuation(배)				
PER	12.3	14.3	11.5	9.6
PBR	1.5	1.3	1.3	1.2
PCR	2.9	2.7	2.8	2.8
EV/EBITDA	5.0	4.1	3.8	3.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.1	9.2	11.1	12.7
EBITDA 이익률	10.5	10.9	10.4	10.2
부채비율	144.5	137.8	130.0	121.1
순부채비율	73.3	63.0	54.4	44.2
매출채권회전율(x)	7.2	7.3	7.5	7.3
재고자산회전율(x)	15.7	16.0	15.7	15.5

자료 : CI, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(CJ)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-05-29	Buy	280,000	6개월	-33.4%	-23.2%
2017-11-17	Buy	250,000	1년	-30.6%	-17.4%
2018-05-08	Buy	224,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상현\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6%	6.4%	-

2018/05/08

# 오스템임플란트(048260)

지주/Mid-Small Cap 이상현

(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 정책 수혜 및 실적 턴어라운드

### ■ 오는 7월부터 65세 이상 본인 부담 감소로 내수에서 동사 수혜 가능할 듯

치과용 임플란트 건강보험 급여 적용 연령은 2015년 7월 70세 이상에서 2016년 7월 65세 이상으로 변경되었다. 이와 더불어 오는 7월부터 65세 이상 노인의 치과 임플란트 비용 중 본인부담률을 50%에서 30%로 줄어든다.

국내시장 점유율 1위인 동사의 경우 인구 노령화로 인한 치과용 임플란트 건강보험 요양 급여 적용 인구 확대로 더불어 본인부담률 감소에 따른 수요 증가로 내수부문에서 수혜가 가능할 것으로 예상된다.

### ■ 올해 기저효과로 실적 턴어라운드 가능할 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준으로 매출액 4,550억원(YoY+14.4%), 영업이익 420억원(YoY+93.5%)으로 추정되면서 지난해 부진에서 탈피할 것으로 예상된다. 지난해의 경우 영업력 강화 목적으로 인력 등이 늘어남에 따라 고정비가 대폭 증가되는 환경하에서 재고자산평가손실, 대손상각비 등 일회성 비용이 발생하였으나 올해의 경우 이런 기저효과로 인하여 실적 턴어라운드가 가능할 것으로 예상된다.

특히 여기서 주목해야할 점은 고정비 투자로 인한 영업 레버리지 효과가 올해 하반기부터 내수 및 해외법인 매출상승으로 이어지면서 수익성 개선이 본격화 될 수 있을 것이다. 무엇보다 향후 중국 등 해외시장에서의 견조한 성장 등이 동사 세계시장 지배력 확대에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

한편, 동사는 지속적인 치과관련 신제품 출시 등을 통하여 시장 지배력 확대 뿐만 아니라 종합 치과의료기기 업체로 거듭나는 계기를 마련할 것으로 예상된다.

### ■ 동사 주가 반등 모멘텀 강화 될 듯

동사에 대하여 실적추정치를 조정하여 목표주가를 67,000원으로 하향한다. 목표주가는 2018년 예상기준 EPS 1,961원에 Target PER 34.2배(동사 2013~2016년 평균 PER 40.2배의 15%할인)를 적용하여 산출하였다.

동사의 주가는 그 동안 고정비 상승으로 인한 수익성 저조 및 일회성 비용 등으로 인하여 부진한 흐름이 지속되고 있으나, 정책효과 수혜 및 기저효과로 인한 실적 턴어라운드가 가시화 되면서 주가 반등 모멘텀이 강화 될 수 있을 것이다.

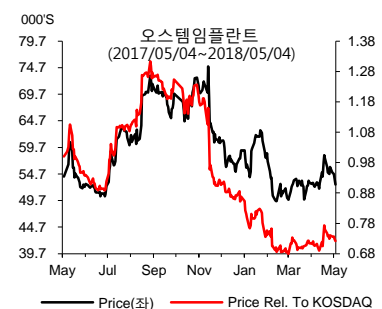
## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	67,000원
종가(2018/05/04)	52,700원

#### Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	1,429만주
시가총액	753십억원
외국인지분율	41.3%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	1,961원
BPS(2018E)	9,888원
ROE(2018E)	22.0%
52주 주가	49,600~74,900원
60일평균거래량	87,448주
60일평균거래대금	4.6십억원

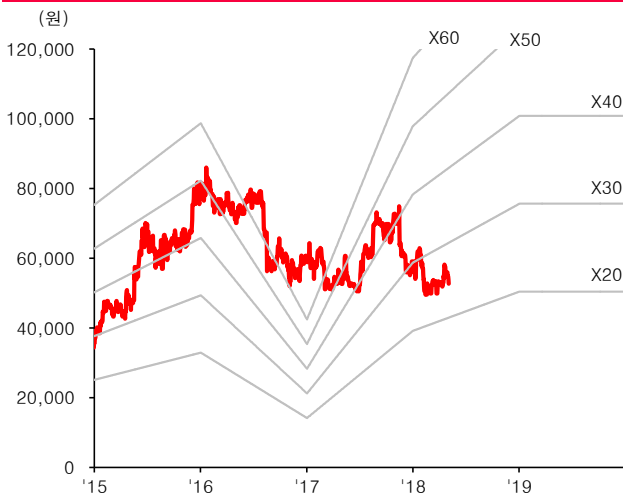
#### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	345	34	24	1,645	36.9	21.9	7,305	8.3	22.5	325.4
2017	398	22	10	708	83.5	28.3	7,909	7.5	9.3	361.6
2018E	455	42	28	1,961	26.9	14.7	9,888	5.3	22.0	298.9
2019E	530	53	36	2,522	20.9	12.2	12,428	4.2	22.6	245.2
2020E	600	65	45	3,149	16.7	10.1	15,596	3.4	22.5	200.2

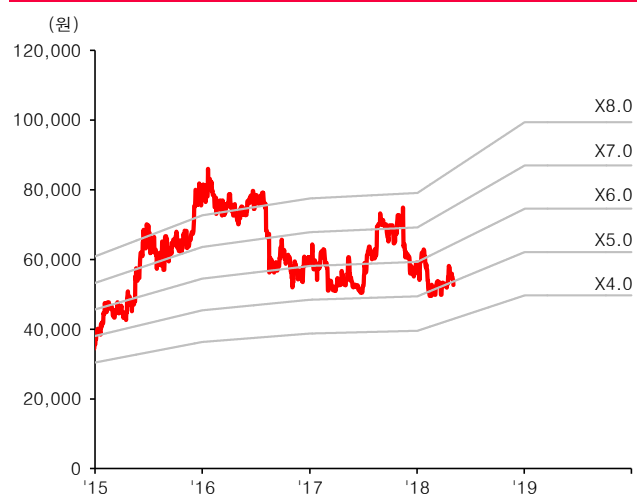
자료 : 오스템임플란트, 하이투자증권 리서치센터

<그림 48> 오스템임플란트 PER 밴드



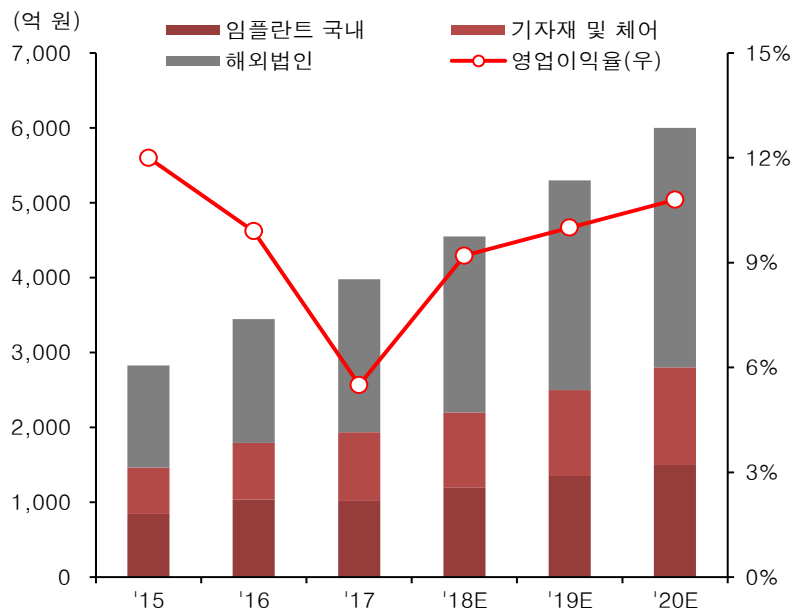
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 49> 오스템임플란트 PBR 밴드



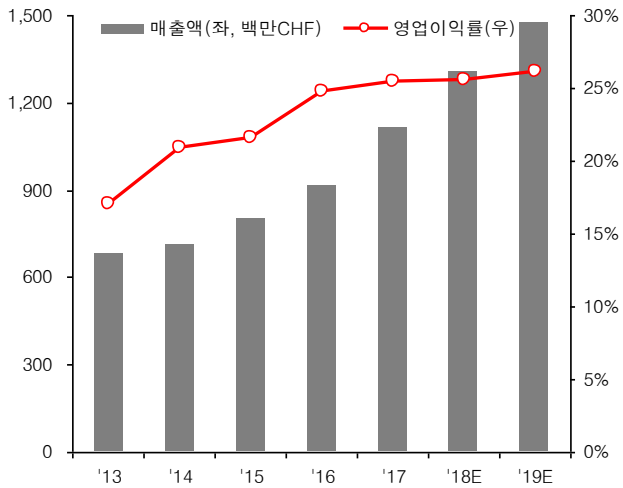
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 50> 오스템임플란트 실적 추이



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 51> Straumann 실적 추이



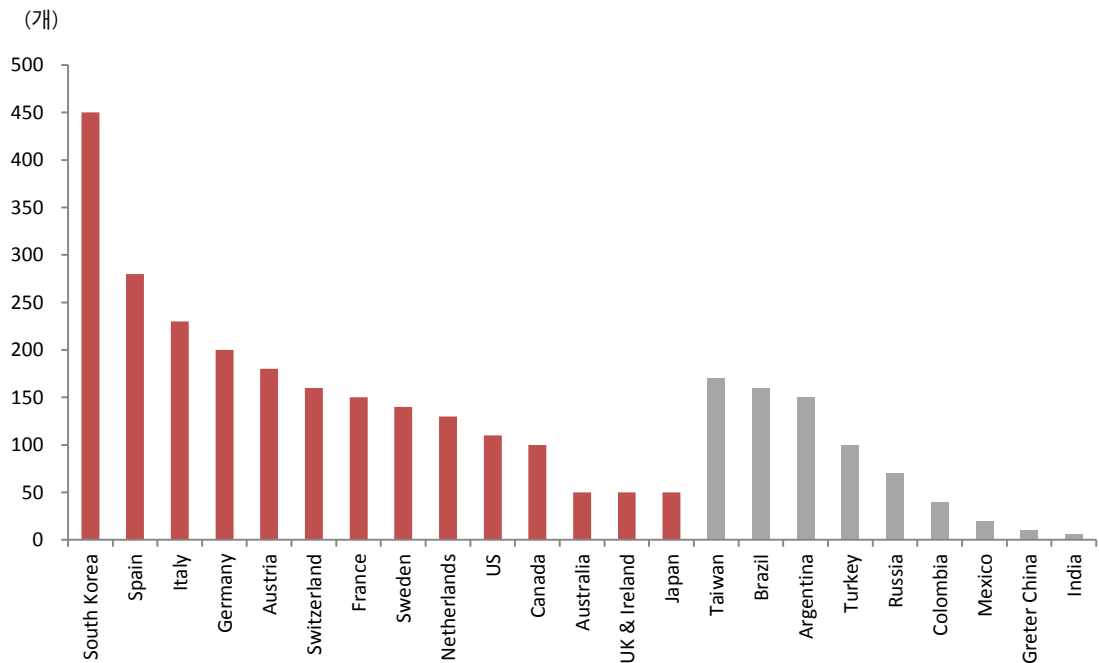
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 52> Straumann 시가총액 추이



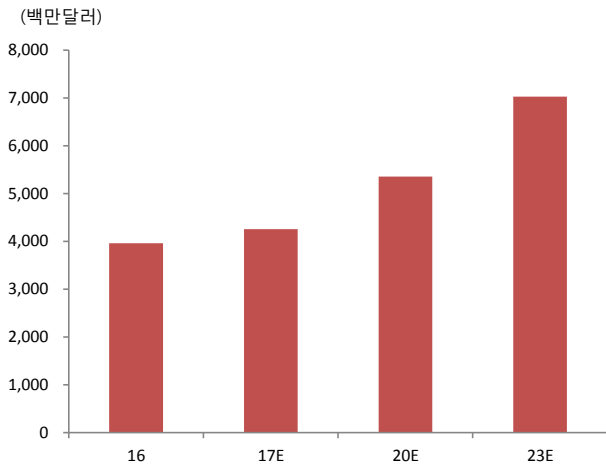
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 53> 각국 10,000 명당 임플란트 사용 개수



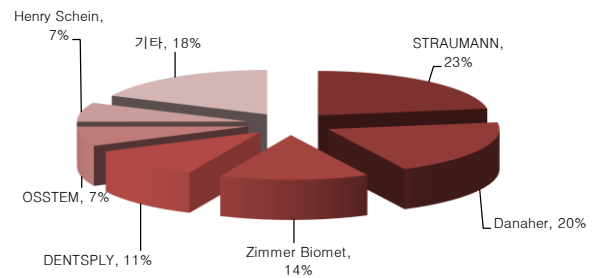
자료: Straumann annual report 2016, 하이투자증권

<그림 54> 임플란트 전세계 시장규모 추이



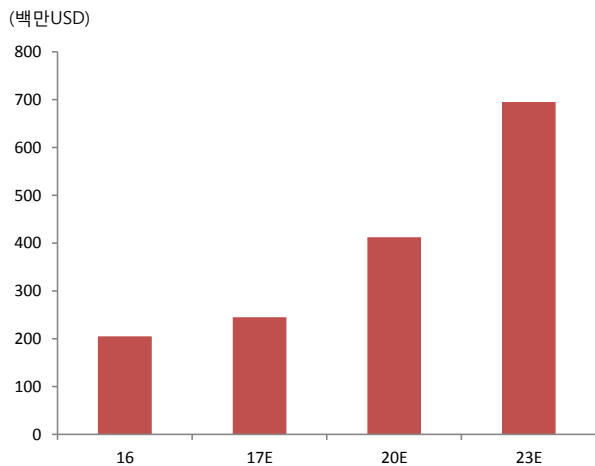
자료: MRG, 하이투자증권

<그림 55> 전세계 임플란트 시장점유율(2016년 기준)



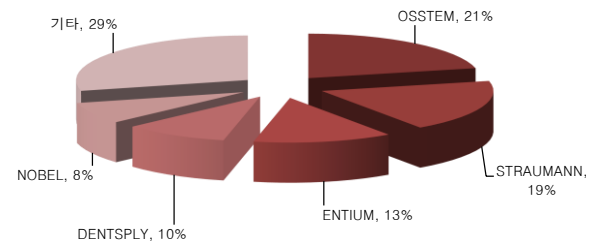
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 56> 임플란트 중국 시장규모 추이



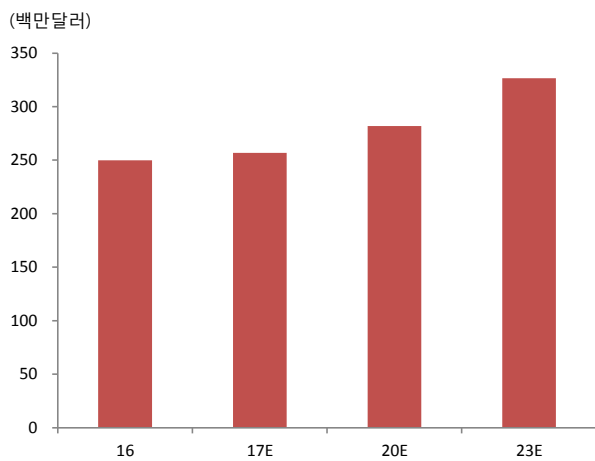
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 57> 중국 임플란트 시장점유율(2016년 기준)



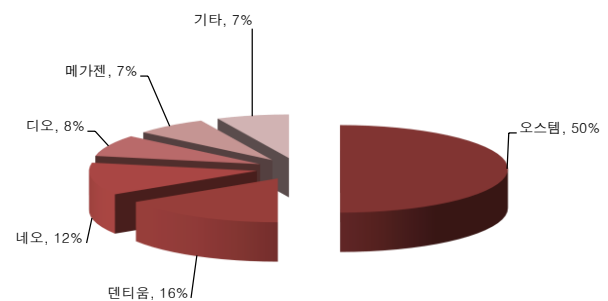
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 58> 임플란트 국내 시장규모 추이



자료: MRG, 하이투자증권

<그림 59> 국내 임플란트 시장점유율(2016년 기준)



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	318	353	398	450
현금 및 현금성자산	111	124	141	160
단기금융자산	28	27	26	27
매출채권	83	91	112	125
재고자산	90	103	112	131
비유동자산	237	229	221	215
유형자산	190	182	175	168
무형자산	14	12	10	9
자산총계	556	582	619	665
유동부채	352	353	357	361
매입채무	11	13	15	17
단기차입금	82	82	82	82
유동성장기부채	8	6	6	6
비유동부채	83	83	83	83
사채	16	16	16	16
장기차입금	62	62	62	62
부채총계	435	436	440	444
지배주주지분	113	141	178	223
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	85	113	149	194
기타자본항목	-38	-38	-38	-38
비지배주주지분	7	5	2	-1
자본총계	120	146	179	222

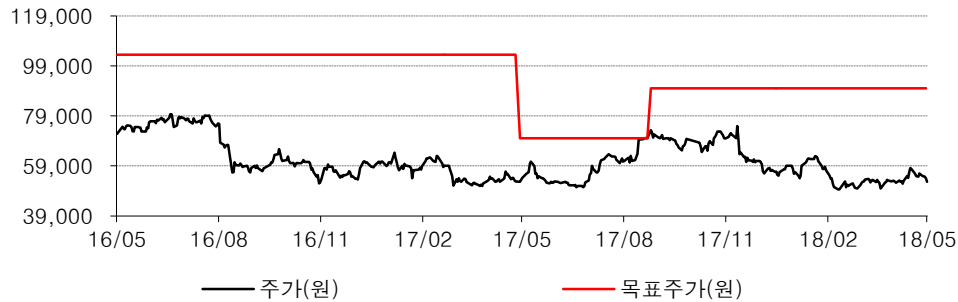
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	398	455	530	600
증가율(%)	15.4	14.4	16.5	13.2
매출원가	166	187	219	245
매출총이익	232	268	311	355
판매비와관리비	210	226	258	290
연구개발비	13	15	17	19
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	22	42	53	65
증가율(%)	-36.6	93.6	26.2	22.6
영업이익률(%)	5.5	9.2	10.0	10.8
이자수익	0	1	1	1
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	9	2	2	2
세전계속사업이익	19	36	48	60
법인세비용	14	11	14	18
세전계속이익률(%)	4.9	7.9	9.0	10.0
당기순이익	6	25	33	42
순이익률(%)	1.4	5.5	6.3	7.0
지배주주귀속 순이익	10	28	36	45
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	6	25	33	42
지배주주귀속총포괄이익	11	28	36	45

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	47	41	41	46
당기순이익	6	25	33	42
유형자산감가상각비	7	8	7	6
무형자산상각비	2	2	2	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-47	32	33	31
유형자산의 처분(취득)	12	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	3	-	-	-
금융상품의 증감	38	12	15	20
재무활동 현금흐름	36	-3	0	0
단기금융부채의증감	-13	-2	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	35	13	16	19
기초현금및현금성자산	76	111	124	141
기말현금및현금성자산	111	124	141	160

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	708	1,961	2,522	3,149
BPS	7,909	9,888	12,428	15,596
CFPS	1,351	2,664	3,135	3,685
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	83.5	26.9	20.9	16.7
PBR	7.5	5.3	4.2	3.4
PCR	43.7	19.8	16.8	14.3
EV/EBITDA	28.3	14.7	12.2	10.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.3	22.0	22.6	22.5
EBITDA 이익률	7.8	11.4	11.7	12.1
부채비율	361.6	298.9	245.2	200.2
순부채비율	24.6	10.1	-0.4	-9.3
매출채권회전율(x)	4.6	5.2	5.2	5.0
재고자산회전율(x)	4.7	4.7	4.9	4.9

자료 : 오스템임플란트, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(오스템임플란트)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-05-02	Buy	70,000	6개월	-17.6%	0.3%
2017-08-28	Buy	90,000	1년	-33.2%	-16.8%
2018-05-08	Buy	67,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상헌\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6%	6.4%	-