

[지주회사]

지주회사 터닝포인트 시점

지주회사 지배구조 개선 등으로 수혜 받을 듯

2018/09/14

■ 국민연금 스튜어드십 코드 도입

지난 7월 말 국민연금 기금운용위원회는 올해 제6차 회의를 열고 국민연금 스튜어드십코드 도입을 의결하였다. 따라서 배당뿐만 아니라 기업의 부당지원행위, 경영진 일가 사익 편취행위, 횡령, 배임, 과도한 임원 보수 한도 등도 국민연금의 미래 수익에 영향을 주는 중대 사안으로 판단되면, 다양한 주주권을 행사할 것으로 예상된다.

■ 스튜어드십 코드 도입이 기업지배구조 개선으로 이어지면서 지주회사 수혜 받을 듯

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. 특히 지주회사의 경우 지배구조가 개선되면 한정된 자원을 효율적으로 재배분하게 되면서 지주회사 기업가치를 극대화 할 수 있을 것이다.

■ 투자유망종목

- SK(034730): 지배구조 및 바이오 부문 가치 상승
- LS(006260): 동 가격 상승 가능성에 주목할 시기
- 한진칼(180640): 지배구조 개선 가능성 UP
- 코오롱(002020): 성장성 등으로 밸류에이션 매력 증가
- LG(003550): 밸류에이션 매력적
- 한화(000880): 한화건설 실적개선으로 밸류에이션 정상화 될 듯
- CJ(001040): 성장 모멘텀에 주목할 시기

Analyst 이상현

(2122-9198)

value3@hi-ib.com

■ 우리나라 스튜어드십 코드

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 발간 하였다. 이는 2016년 12월 한국거래소 산하 기업지배구조원이 발표한 스튜어드십코드 7대 원칙에 대한 가이드라인 성격의 문서다.

<표 1> 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 2> 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 아니다라고 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

■ 국민연금 스튜어드십 코드 도입

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 주요 운용사 및 투자사가 참여하고 있거나, 참여 계획서를 제출한 상태다.

무엇보다 지난 7월 말 국민연금 기금운용위원회는 올해 제6차 회의를 열고 국민연금 스튜어드십코드 도입을 의결하였다.

따라서 배당뿐만 아니라 기업의 부당지원행위, 경영진 일가 사익 편취행위, 횡령, 배임, 과도한 임원 보수 한도 등도 국민연금의 미래 수익에 영향을 주는 중대 사안으로 판단되면, 다양한 주주권을 행사할 것으로 예상된다.

우선 올해 하반기에 국민연금은 배당 관련 주주활동 개선, 의결권 행사 사전 공시, 주주대표 소송 근거 마련, 손해배상 소송 요건 명문화 작업을 완료함으로써 경영 참여에 해당하지 않는 분야인 배당 관련 주주활동에 집중할 예정이다.

내년에는 중점관리사안 추가 선정·확대, 기업과 비공개 대화 확대, 이사회 구성·운영, 이사, 감사 선임 등 관련 가이드라인 마련, 위탁운용사를 활용한 주주활동 확대 등으로 활동 범위를 넓힐 예정이다. 즉, 현재는 배당 확대에만 국한해 주주활동을 하지만, 내년부터는 주주가치와 기업가치를 훼손하는 사안으로까지 주주권 행사 범위를 넓히는 것이다.

오는 2020년에는 미개선 기업 대상 의결권 행사 연계, 미개선 기업 명단 공개 및 공개서한 발송 등으로 주주 행사가 더 강해진다. 비공개 대화에도 개선되지 않으면 주총에서 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익 편취행위를 주도한 이사 임원이나 사외이사 또는 감사의 선임을 반대할 수 있다.

■ 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 배당확대, 이사회 독립성 제고 등으로 예상됨에 따라 상장기업들의 지배구조 개선 효과를 기대할 수 있을 것이다.

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

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

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.

IV. 투자유망종목

SK(034730)

LS(006260)

한진칼(180640)

코오롱(002020)

LG(003550)

한화(000880)

CJ(001040)

2018/09/14

SK(034730)

지주/Mid-Small Cap 이상현

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

지배구조 및 바이오 부문 가치 상승

■ SK텔레콤 지배구조 변환 가능성 증대

중간지주회사 도입에 대한 연장선상에서 향후 동사의 주력 자회사인 SK텔레콤이 인적분할이 될 가능성이 높아질 것이다. 즉, SK텔레콤을 투자부문(가칭 SKT 홀딩스)과 사업부문(가칭 SKT사업)으로 인적분할하는 동시에 투자부문에서 자율주행차, 스마트시티, AI 미디어, IoT 등 신규 성장동력 비즈니스를 담당할 사업부문을 물적분할하는 것이다. 이렇게 되면 SK의 자회사로 SKT홀딩스가 자리잡고, SKT홀딩스 자회사로 SKT사업, 신규 성장동력 비즈니스 사업, SK플래닛, SK브로드밴드, SK하이닉스 등을 거느리게 될 것이다. 이와 같이 중간지주회사로 SKT홀딩스를 신설하게 되면 인공지능(AI), 사물인터넷(IoT), 클라우드, 빅데이터 등과 관련된 국내외 유망 기업의 M&A 및 지분 투자를 보다 자유롭게 집행할 수 있을 뿐만 아니라 신규 성장동력 비즈니스 사업에 대한 유연하고 효율적인 추진이 가능할 것이다. 이러한 지배구조 변환으로 SK텔레콤은 밸류에이션이 리레이팅 될 수 있을 것으로 예상됨에 따라 동사의 지분가치가 상승할 수 있을 것이다.

■ 신약개발로 SK바이오팜의 기업가치 상승 기대됨

SK바이오팜은 뇌전증 치료제를 비롯해 조현병, 집중력 장애, 파킨슨, 조울증 등 중추신경계 질환 치료제 등 파이프라인을 보유하고 있다. 그 중에서도 독자개발 신약인 뇌전증 치료제(Cenobamate)는 현재 전세계 17개국에서 글로벌 임상 3상(안전성 시험)을 마쳤으며, 하반기에 미국 FDA에 신약 인허가 신청을 낼 계획이다. 세노바메이트(Cenobamate)의 시판이 결정되면 SK바이오팜이 신약의 원료의약품 생산을 맡게 된다. 세노바메이트(Cenobamate)의 연매출은 핵심 시장인 미국에서만 1조원 이상으로 예측됨에 따라 SK바이오팜의 기업가치 상승이 기대된다.

■ SK E&S 실적 해를 거듭할수록 증가할 듯

문재인 정부가 탈원전 등 친환경 재생에너지 비중을 확대하는 정책을 적극 펼치고 있어 LNG 발전 수요가 늘어날 것으로 예상된다. 이러한 환경하에서 SK E&S의 발전부문 중 파주(장흥/문산) 1,820MW의 경우 지난해 1월 및 4월에 상업생산에 들어 갔다. 무엇보다 저가 연료 직도입을 통한 원가경쟁력이 확보 되는 환경하에서 발전부문 생산능력확대로 인한 이익규모는 해를 거듭할수록 증가할 것으로 예상된다.

Buy(Maintain)

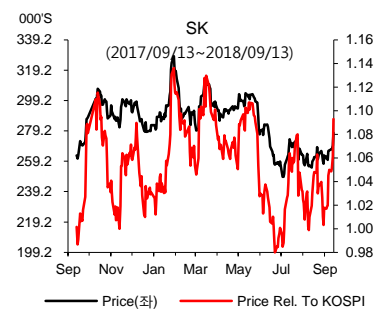
목표주가(12M) 368,000원

종가(2018/09/13) 278,000원

Stock Indicator

자본금	15십억원
발행주식수	7,093만주
시가총액	19,639십억원
외국인지분율	25.5%
배당금(2017)	4,000원
EPS(2018E)	31,090원
BPS(2018E)	222,061원
ROE(2018E)	14.9%
52주 주가	249,000~328,500원
60일평균거래량	81,899주
60일평균거래대금	21.4십억원

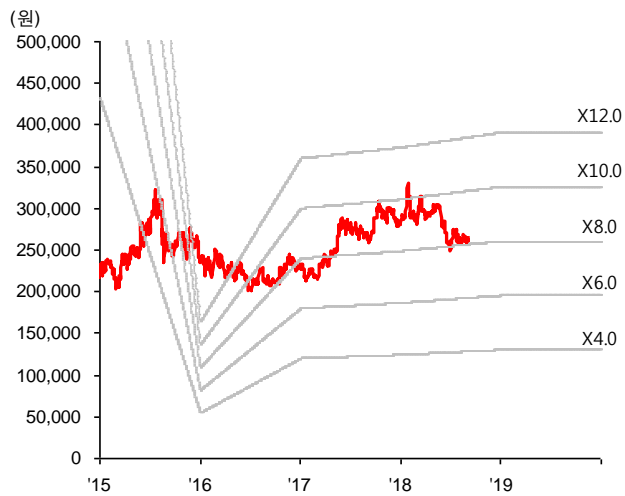
Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	82,730	5,281	766	10,881	21.1	3.4	186,360	1.2	5.8	143.5
2017	93,296	5,861	1,677	23,841	11.9	3.6	194,145	1.5	12.5	139.9
2018E	99,880	5,936	2,187	31,090	8.9	2.8	222,061	1.3	14.9	125.3
2019E	103,261	6,498	2,293	32,594	8.5	2.2	251,482	1.1	13.8	112.5
2020E	107,710	6,816	2,411	34,262	8.1	1.6	282,570	1.0	12.8	101.5

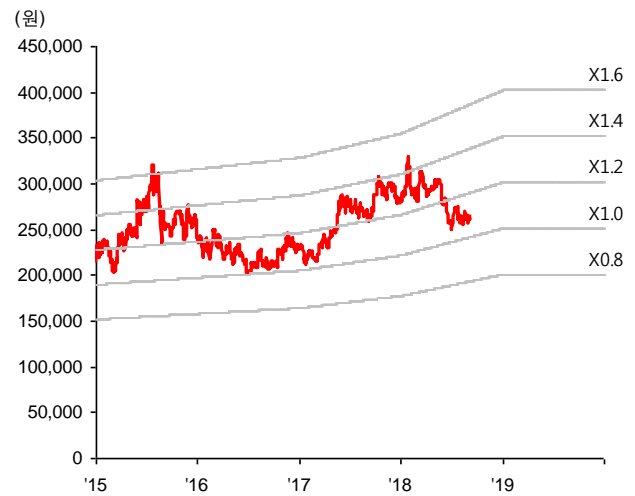
자료 : SK, 하이투자증권 리서치센터

<그림 1> SK PER 밴드



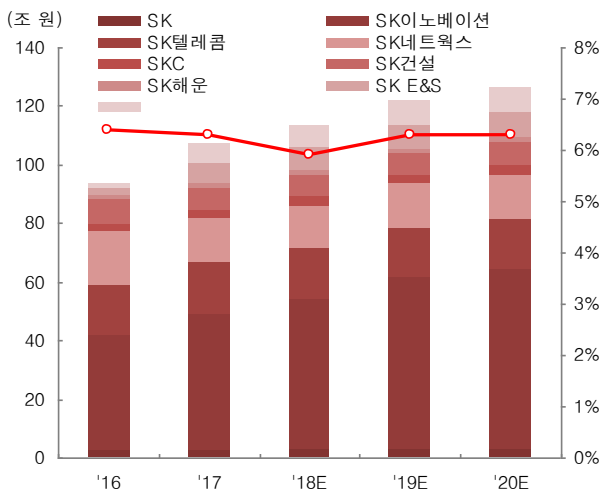
자료: SK, 하이투자증권

<그림 2> SK PBR 밴드



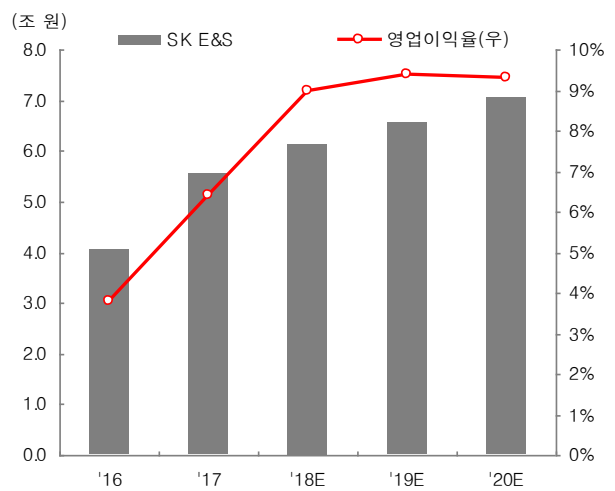
자료: SK, 하이투자증권

<그림 3> SK 실적 추이



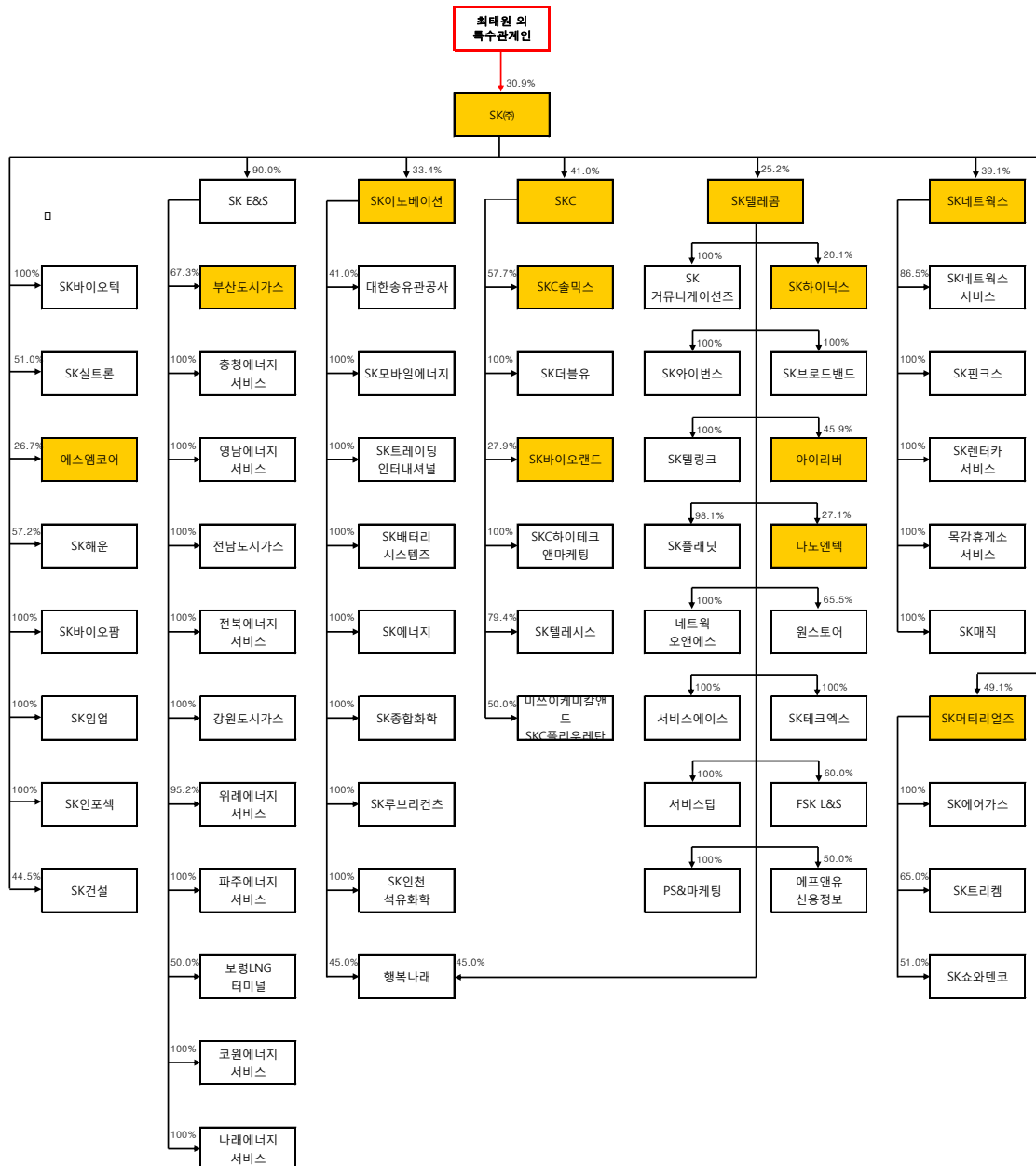
자료: SK, 하이투자증권

<그림 4> SK E&S 실적 추이



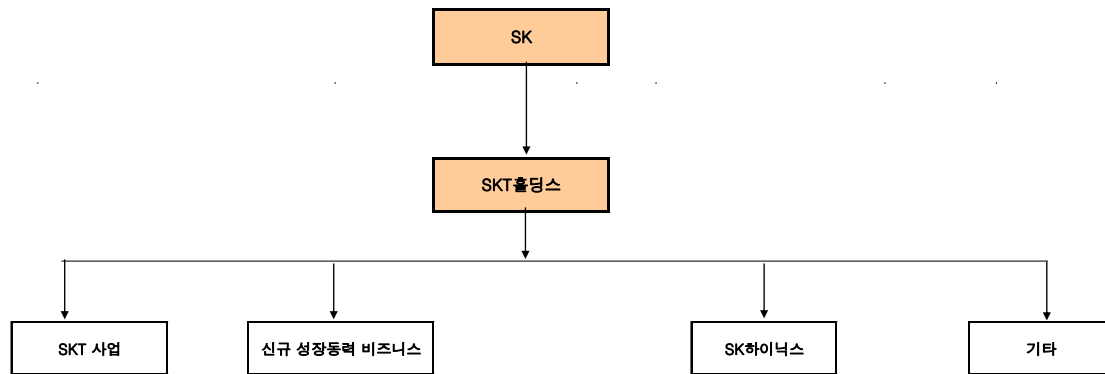
자료: SK E&S, 하이투자증권

<그림 5> SK 그룹 지배구조



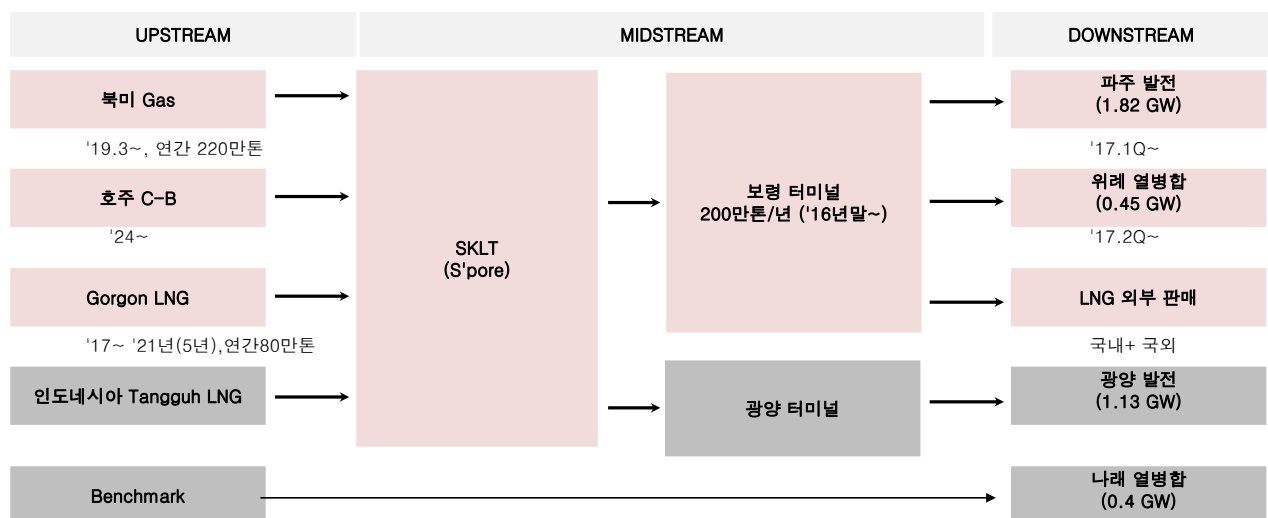
자료: 각 사 사업보고서 및 공시, 하이투자증권

<그림 6> SK 텔레콤 지배구조 개편



자료: 하이투자증권

<그림 7> LNG 밸류체인 구축



자료: SK E&S, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	35,199	44,311	52,731	60,417
현금 및 현금성자산	7,146	15,228	23,701	30,418
단기금융자산	4,018	3,616	3,797	3,873
매출채권	13,574	15,082	14,663	15,403
재고자산	8,178	7,990	8,054	8,078
비유동자산	74,578	72,260	70,845	70,194
유형자산	41,286	36,666	32,788	29,533
무형자산	12,351	10,997	9,804	8,751
자산총계	109,777	116,572	123,576	130,610
유동부채	31,368	32,182	32,774	33,133
매입채무	9,589	10,265	10,613	11,070
단기차입금	2,999	2,999	2,999	2,999
유동성장기부채	6,548	6,548	6,548	6,548
비유동부채	32,652	32,652	32,652	32,652
사채	18,194	18,194	18,194	18,194
장기차입금	5,166	5,166	5,166	5,166
부채총계	64,021	64,835	65,427	65,785
자배주주지분	13,660	15,624	17,694	19,882
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	5,017	5,017	5,017	5,017
이익잉여금	9,838	11,802	13,872	16,059
기타자본항목	-904	-904	-904	-904
비자배주주지분	32,096	36,113	40,455	44,943
자본총계	45,756	51,737	58,150	64,825

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	93,296	99,880	103,261	107,710
증가율(%)	12.8	7.1	3.4	4.3
매출원가	82,400	88,394	91,076	94,893
매출총이익	10,897	11,486	12,185	12,818
판매비와관리비	5,036	5,550	5,687	6,002
연구개발비	406	340	347	362
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	5,861	5,936	6,498	6,816
증가율(%)	11.0	1.3	9.5	4.9
영업이익률(%)	6.3	5.9	6.3	6.3
이자수익	215	363	530	661
이자비용	912	912	912	912
지분법이익(손실)	2,488	2,488	2,488	2,488
기타영업외손익	-474	407	489	240
세전계속사업이익	7,442	8,387	9,153	9,516
법인세비용	2,261	2,348	2,517	2,617
세전계속이익률(%)	8.0	8.4	8.9	8.8
당기순이익	5,066	6,204	6,636	6,899
순이익률(%)	5.4	6.2	6.4	6.4
지배주주귀속 순이익	1,677	2,187	2,293	2,411
기타포괄이익	-600	-	-	-
총포괄이익	4,466	6,204	6,636	6,899
지배주주귀속총포괄이익	1,479	2,187	2,293	2,411

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	6,930	9,587	10,557	8,698
당기순이익	5,066	6,204	6,636	6,899
유형자산감가상각비	4,318	4,620	3,878	3,255
무형자산상각비	1,324	1,354	1,194	1,053
지분법관련손익(이익)	2,488	2,488	2,488	2,488
투자활동 현금흐름	-6,293	-2,088	-2,670	-2,566
유형자산의 처분(취득)	276	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	406	-	-	-
금융상품의 증감	-840	7,681	8,653	6,794
재무활동 현금흐름	-408	41	44	44
단기금융부채의증감	1,303	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1,356	-226	-223	-223
현금및현금성자산의증감	59	8,083	8,472	6,718
기초현금및현금성자산	7,087	7,146	15,228	23,701
기말현금및현금성자산	7,146	15,228	23,701	30,418

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	23,841	31,090	32,594	34,262
BPS	194,145	222,061	251,482	282,570
CFPS	104,023	115,993	104,677	95,487
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation(배)				
PER	11.9	8.9	8.5	8.1
PBR	1.5	1.3	1.1	1.0
PCR	2.7	2.4	2.7	2.9
EV/EBITDA	3.6	2.8	2.2	1.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.5	14.9	13.8	12.8
EBITDA 이익률	12.3	11.9	11.2	10.3
부채비율	139.9	125.3	112.5	101.5
순부채비율	47.5	27.2	9.3	-2.1
매출채권회전율(x)	7.2	7.0	6.9	7.2
재고자산회전율(x)	13.1	12.4	12.9	13.4

자료 : SK, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(SK)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-11-17	Buy	368,000	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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-

2018/09/14

LS(006260)

지주/Mid-Small Cap 이상현

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

동 가격 상승 가능성에 주목할 시기

■ 동 가격 상승 가능성이 동사의 주가를 상승시킬 듯

동사의 자회사들 대부분은 사업구조상 동 가격과 매우 높은 상관관계를 가지고 있다. 따라서 동사의 주가와 동 가격의 상관관계는 매우 높은 편이다.

달러강세 추세가 지속됨에 따라 6월 중순부터 동 가격이 하락하기 시작하였다. 이에 따라 동사의 주가도 지속적으로 하락 하였다.

그러나 지난 12일(현지시간) 미중 무역분쟁 우려 완화 기대감으로 달러 인덱스가 하락함에 따라 동가격이 상승하였다. 이와 같이 동 가격 상승 가능성 등이 향후 동사의 주가를 상승시킬 수 있을 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 LS니코동 제련이 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.

■ 밸류에이션 매력적

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 95,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

동사의 주가는 올해 예상기준으로 PBR 0.7배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적인 수준이다. 올해 실적 턴어라운드가 예상되는 환경하에서 향후 동 가격 상승 가능성이 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

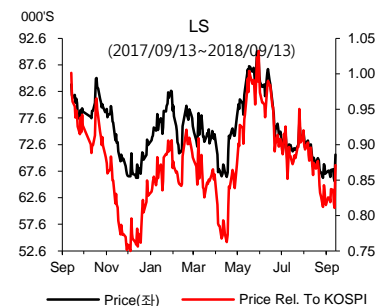
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	95,000원
종가(2018/09/13)	70,700원

Stock Indicator

자본금	161십억원
발행주식수	3,220만주
시가총액	2,277십억원
외국인지분율	17.4%
배당금(2017)	1,250원
EPS(2018E)	16,760원
BPS(2018E)	100,207원
ROE(2018E)	18.1%
52주 주가	65,700~90,100원
60일평균거래량	78,796주
60일평균거래대금	5.6십억원

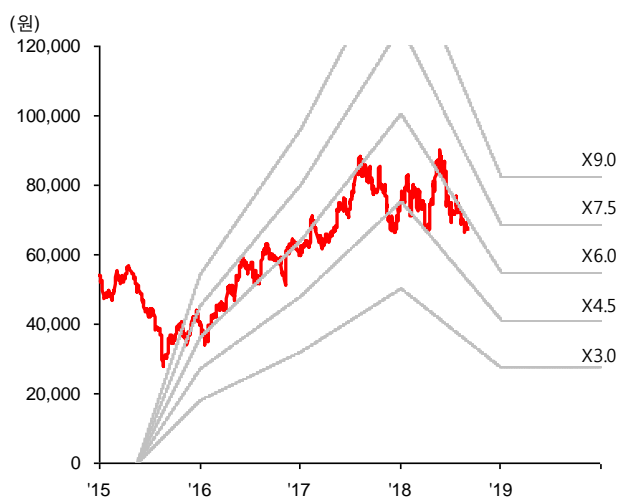
Price Trend



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	9,970	629	540	16,760	4.2	5.5	100,207	0.7	18.1	150.7
2019E	10,312	648	295	9,147	7.7	5.3	108,275	0.7	8.8	139.2
2020E	10,585	682	314	9,737	7.3	5.0	116,934	0.6	8.6	128.6

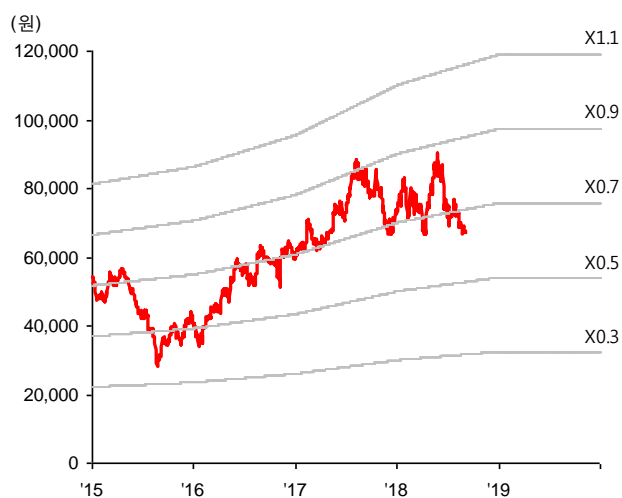
자료 : LS, 하이투자증권 리서치센터

<그림 8> LS PER 밴드



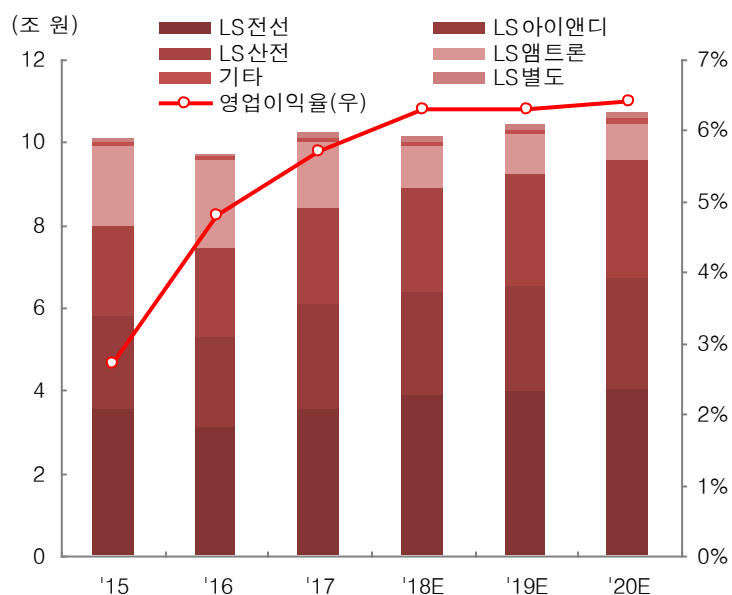
자료: LS, 하이투자증권

<그림 9> LS PBR 밴드



자료: LS, 하이투자증권

<그림 10> LS 실적 추이



자료: LS, 하이투자증권

<표 3> LS 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

투자지분가치	25,670
영업가치	3,200
순차입금	2,450
NAV	26,420
발행주식수(자사주제외)	27,767,071
주당 NAV(원)	95,149

자회사	지분율(%)	자회사 가치
LS 산전	46.0%	8,043
LS 전선	89.2%	3,085
LS 엠트론	100.0%	4,334
LS 니꼬동제련	50.1%	5,695
LS 아이앤디	90.5%	2,639
기타		1,874

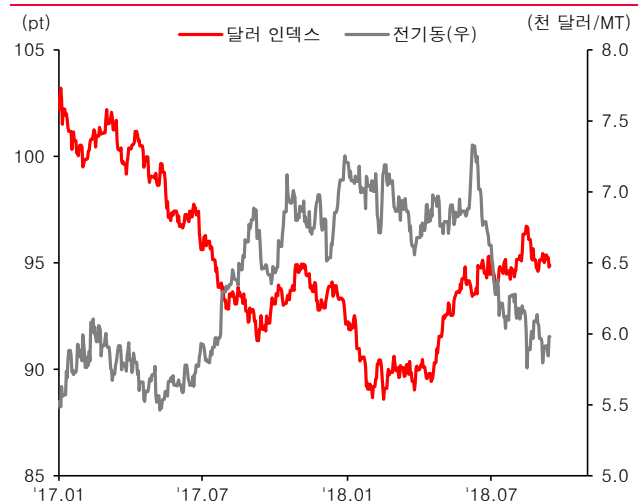
자료: LS, 하이투자증권

<그림 11> LS 주가 및 전기동 가격 추이



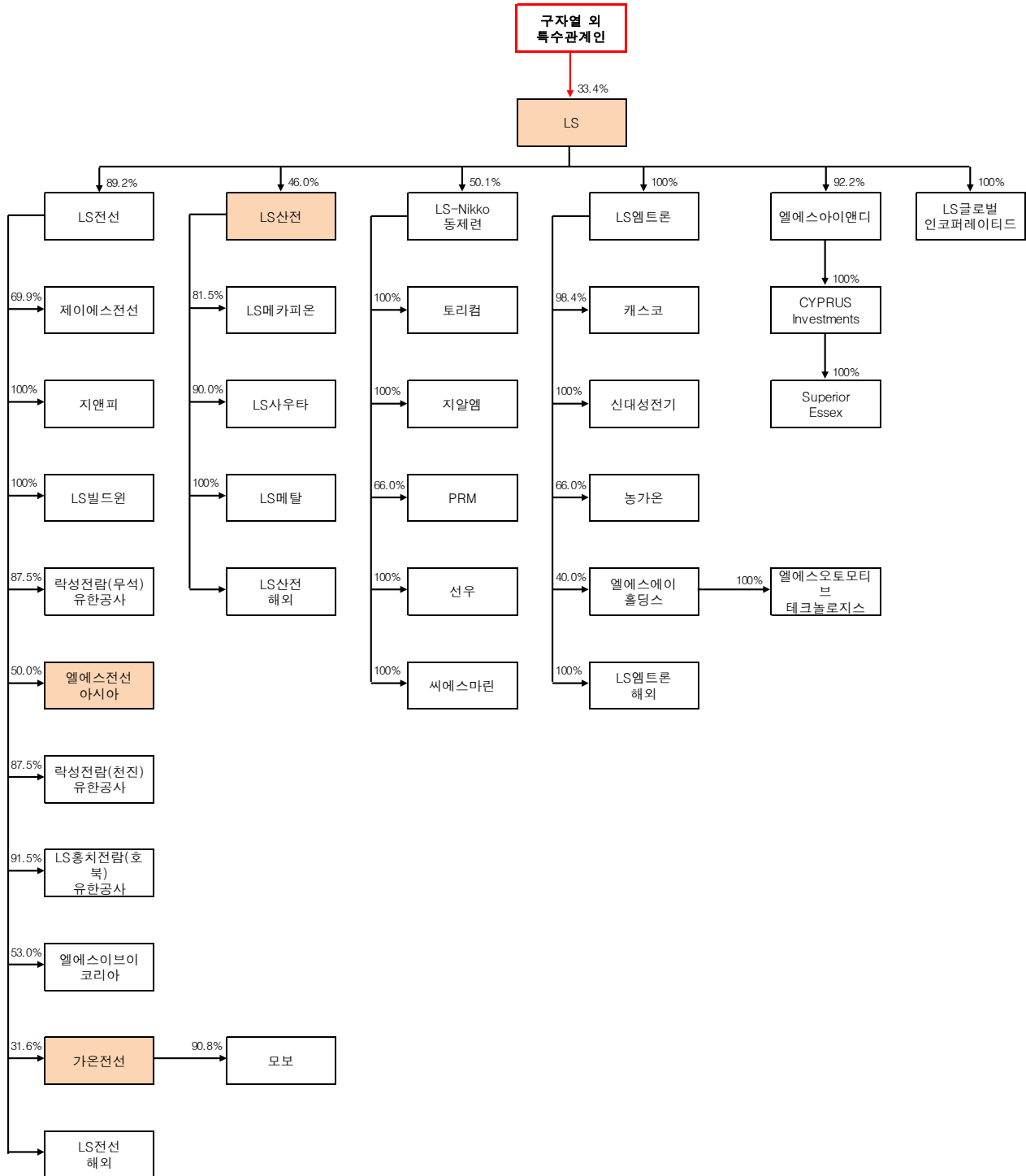
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 12> 달러 인덱스 및 전기동 가격 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 13> LS 그룹 지배구조



자료: LS, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,105	6,507	6,667	6,860
현금 및 현금성자산	629	1,129	1,109	1,125
단기금융자산	364	335	328	341
매출채권	2,564	2,393	2,588	2,572
재고자산	1,418	1,486	1,444	1,588
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	10,643	11,055	11,489
유동부채	4,120	4,171	4,206	4,237
매입채무	1,015	1,064	1,100	1,130
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	6,398	6,433	6,463
지배주주지분	2,722	3,227	3,486	3,765
자본금	161	161	161	161
자본잉여금	285	285	285	285
이익잉여금	2,392	2,897	3,157	3,435
기타자본항목	-69	-69	-69	-69
비지배주주지분	910	1,019	1,136	1,261
자본총계	3,632	4,245	4,622	5,026

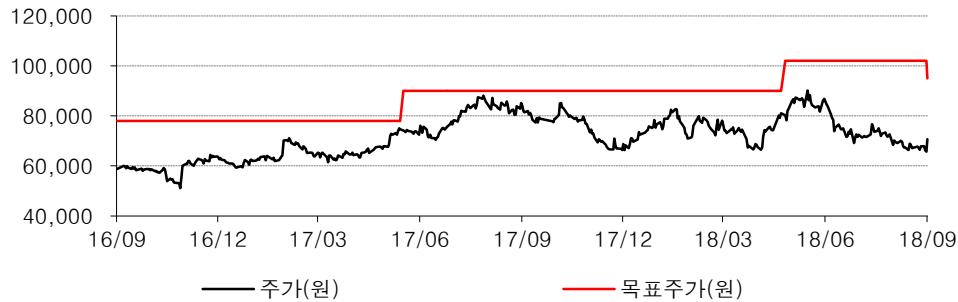
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,515	9,970	10,312	10,585
증가율(%)	11.8	4.8	3.4	2.7
매출원가	8,251	8,514	8,796	8,998
매출총이익	1,264	1,456	1,516	1,588
판매비와관리비	857	827	868	906
연구개발비	47	45	46	58
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	407	629	648	682
증가율(%)	45.8	54.5	3.0	5.3
영업이익률(%)	4.3	6.3	6.3	6.4
이자수익	14	21	21	21
이자비용	123	123	123	123
지분법이익(손실)	125	125	125	125
기타영업외손익	-46	-183	-139	-140
세전계속사업이익	378	469	528	562
법인세비용	37	94	116	124
세전계속이익률(%)	4.0	4.7	5.1	5.3
당기순이익	365	648	412	438
순이익률(%)	3.8	6.5	4.0	4.1
지배주주귀속 순이익	297	540	295	314
기타포괄이익	-15	-	-	-
총포괄이익	350	648	412	438
지배주주귀속총포괄이익	285	540	295	314

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	237	979	480	536
당기순이익	365	648	412	438
유형자산감가상각비	220	169	185	199
무형자산상각비	54	45	40	37
지분법관련손실(이익)	125	125	125	125
투자활동 현금흐름	-403	-459	-481	-501
유형자산의 처분(취득)	54	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	45	-	-	-
금융상품의 증감	111	471	-27	29
재무활동 현금흐름	149	94	94	94
단기금융부채의증감	-306	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-51	-35	-35	-35
현금및현금성자산의증감	-25	501	-20	16
기초현금및현금성자산	653	629	1,129	1,109
기말현금및현금성자산	629	1,129	1,109	1,125

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,219	16,760	9,147	9,737
BPS	84,524	100,207	108,275	116,934
CFPS	17,736	23,408	16,147	17,045
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250
Valuation(배)				
PER	7.9	4.2	7.7	7.3
PBR	0.9	0.7	0.7	0.6
PCR	4.1	3.0	4.4	4.1
EV/EBITDA	7.5	5.5	5.3	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.5	18.1	8.8	8.6
EBITDA 이익률	7.2	8.5	8.5	8.7
부채비율	174.7	150.7	139.2	128.6
순부채비율	77.0	54.8	50.9	46.2
매출채권회전율(x)	3.6	4.0	4.1	4.1
재고자산회전율(x)	6.5	6.9	7.0	7.0

자료 : LS, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(LS)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-26.1%	-11.7%
2018-09-14	Buy	95,000	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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-

2018/09/14

한진칼(180640)

지주/Mid-Small Cap 이상현

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

지배구조 개선 가능성 UP

■ 지배구조 개선 가능성 높아질 듯

한진그룹 오너 일가의 갑질이 잇따라 폭로되면서 한진그룹 계열사 전반에 대한 기업 지배구조 개선의 필요성이 제기되고 있다.

동사 2대주주인 국민연금이 스튜어드십코드 등을 도입하기로 결정함에 따라 향후 지배구조 개선 가능성 등이 높아지면서 주주가치 향상을 도모할 수 있을 것이다.

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

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 12,970억원(YoY+12.8%), 영업이익 1,842억원(YoY+59.8%)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 가능해지면서 실적 호조세가 예상된다.

또한 칼호텔네트워크의 경우 호텔 리노베이션 종료로 올해 2분기부터 정상적인 영업으로 인하여 지난해 적자폭이 상당부분 줄어들면서 실적 턴어라운드가 예상된다.

■ 밸류에이션 매력적

동사에 대하여 투자자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 25,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

동사의 주가는 내년 예상기준으로 PBR 0.7배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적인 수준이다. 올해 실적 턴어라운드가 예상되는 환경하에서 향후 지배구조 개선 가능성이 향후 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

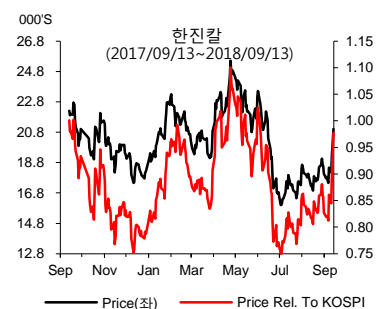
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	25,000원
종가(2018/09/13)	21,050원

Stock Indicator

자본금	149십억원
발행주식수	5,971만주
시가총액	1,252십억원
외국인지분율	12.1%
배당금(2017)	125원
EPS(2018E)	795원
BPS(2018E)	26,152원
ROE(2018E)	3.1%
52주 주가	16,050~25,550원
60일평균거래량	481,762주
60일평균거래대금	8.6십억원

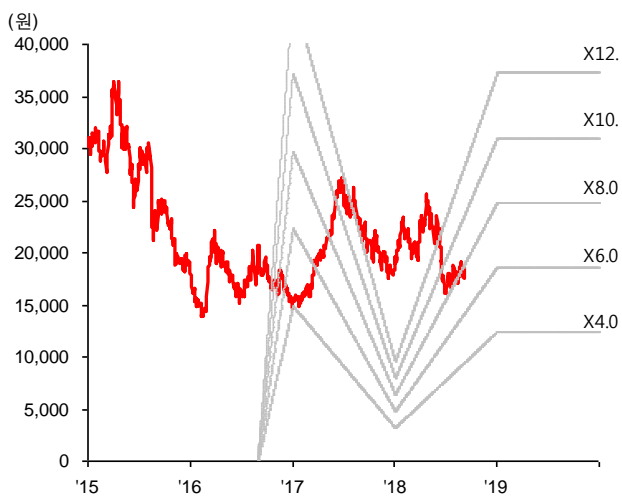
Price Trend



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	1,297	184	47	795	26.5	5.3	26,152	0.8	3.1	61.9
2019E	1,432	204	185	3,102	6.8	4.7	29,130	0.7	11.2	58.8
2020E	1,513	224	214	3,591	5.9	4.1	32,597	0.6	11.6	55.5

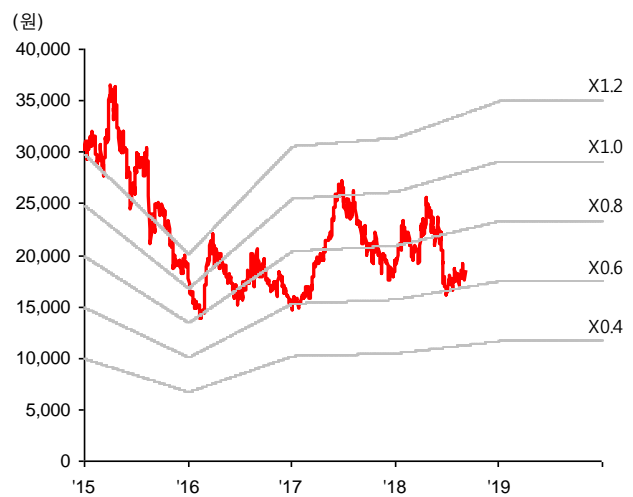
자료 : 한진칼, 하이투자증권 리서치센터

<그림 14> 한진칼 PER 밴드



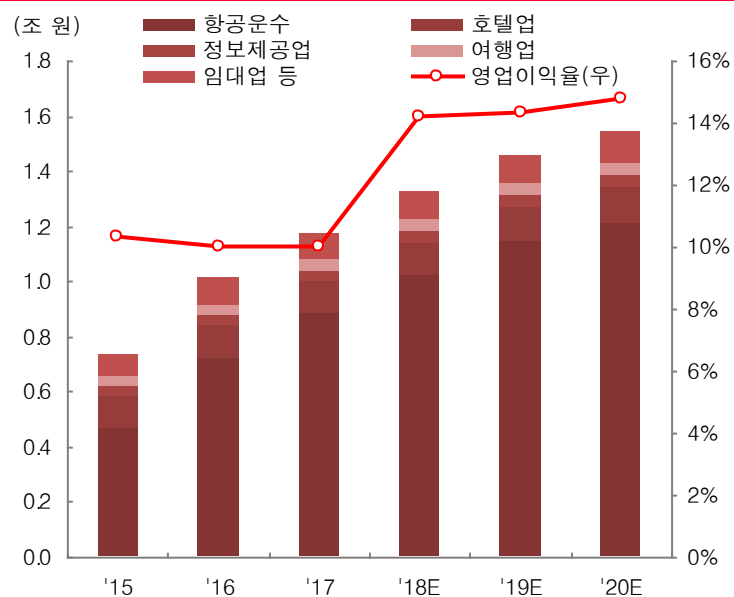
자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 15> 한진칼 PBR 밴드



자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 16> 한진칼 실적 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

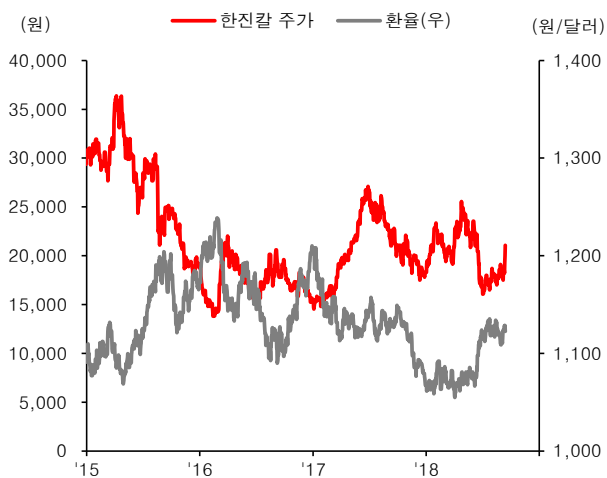
<표 4> 한진칼 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사가치	15,007
영업가치	2,520
순차입금	2,300
우선주	64
NAV	15,163
발행주식수	59,707,224
주당 NAV(원)	25,396

자회사	지분율(%)	자회사 가치
대한항공	30.0%	6,822
칼호텔네트워크	100.0%	2,925
진에어	60.0%	2,868
제동레저	100.0%	266
토파스여행정보	67.4%	220
한진관광	100.0%	174
한진	21.6%	744
정석기업	48.3%	902
정석기업		86

자료: 한진칼, 하이투자증권

<그림 17> 한진칼 주가 및 환율 추이



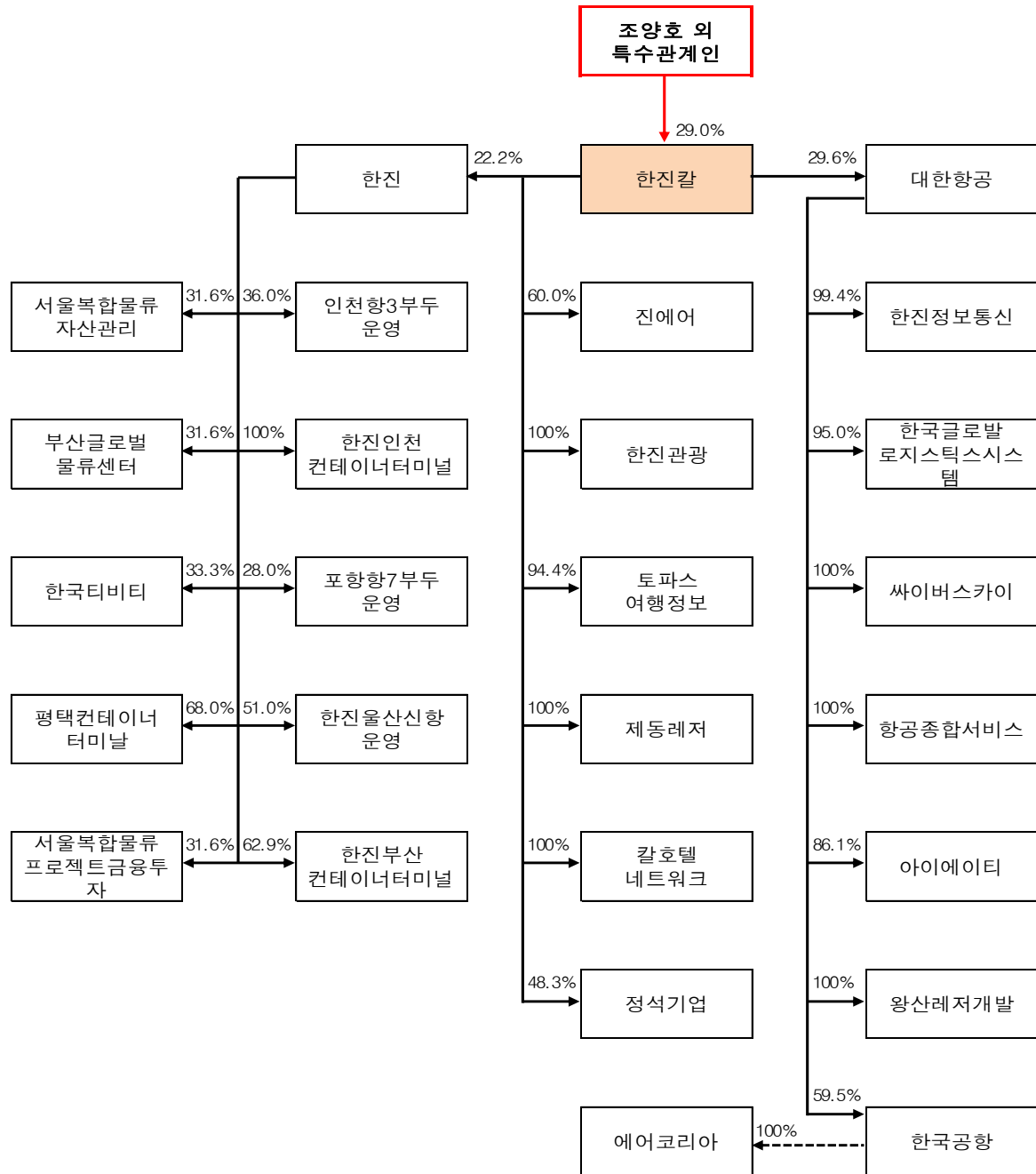
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 18> 한진칼 주가 및 유가 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 19> 한진그룹 지배구조



자료: 한진칼, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	726	788	885	991
현금 및 현금성자산	246	334	402	503
단기금융자산	387	340	357	368
매출채권	58	75	86	79
재고자산	2	2	2	3
비유동자산	2,050	2,086	2,225	2,389
유형자산	592	553	516	484
무형자산	6	4	3	2
자산총계	2,776	2,874	3,110	3,380
유동부채	736	769	821	877
매입채무	6	7	7	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	1,206
지배주주지분	1,521	1,561	1,739	1,946
자본금	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141
이익잉여금	-294	-254	-76	131
기타자본항목	421	421	421	421
비지배주주지분	188	214	220	227
자본총계	1,710	1,775	1,959	2,173

현금흐름표

	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	164	159	184	212
당기순이익	229	73	191	221
유형자산감가상각비	41	40	36	33
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-40	60	80
투자활동 현금흐름	-313	200	136	142
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	338	41	85	112
재무활동 현금흐름	314	260	278	278
단기금융부채의증감	-132	12	30	30
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	163	88	68	101
기초현금및현금성자산	83	246	334	402
기말현금및현금성자산	246	334	402	503

포괄손익계산서

	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,150	1,297	1,432	1,513
증가율(%)	16.0	12.8	10.4	5.7
매출원가	932	1,005	1,114	1,168
매출총이익	217	292	318	345
판매비와관리비	102	108	113	121
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	115	184	204	224
증가율(%)	16.5	59.8	11.0	9.7
영업이익률(%)	10.0	14.2	14.3	14.8
이자수익	6	7	8	9
이자비용	29	30	31	32
지분법이익(손실)	-	-40	60	80
기타영업외손익	-2	-18	11	11
세전계속사업이익	268	104	253	292
법인세비용	39	31	61	71
세전계속이익률(%)	23.3	8.0	17.6	19.3
당기순이익	229	73	191	221
순이익률(%)	19.9	5.6	13.4	14.6
지배주주귀속 순이익	222	47	185	214
기타포괄이익	89	-	-	-
총포괄이익	318	73	191	221
지배주주귀속총포괄이익	308	47	185	214

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,717	795	3,102	3,591
BPS	25,481	26,152	29,130	32,597
CFPS	4,436	1,494	3,728	4,153
DPS	125	125	125	125
Valuation(배)				
PER	4.9	26.5	6.8	5.9
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6
PCR	4.1	14.1	5.6	5.1
EV/EBITDA	6.7	5.3	4.7	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.6	3.1	11.2	11.6
EBITDA 이익률	13.8	17.4	16.9	17.0
부채비율	62.4	61.9	58.8	55.5
순부채비율	-1.5	-3.1	-5.6	-8.8
매출채권회전율(x)	19.7	19.5	17.8	18.4
재고자산회전율(x)	600.3	640.8	634.2	621.1

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	-44.6%	-34.7%
2017-11-17	Buy	30,000	1년	-33.1%	-14.8%
2018-09-14	Buy	25,000	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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-

2018/09/14

코오롱(002020)

지주/Mid-Small Cap 이상현

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

성장성 등으로 밸류에이션 매력 증가

Buy (Maintain)

■ 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 준비 중으로 올해 하반기 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.

■ 코오롱 인더스트리 성장 모멘텀 부각 될 듯

코오롱인더스트리의 경우 투명 CPI 필름 아라미드에서 성장 모멘텀이 발생할 것으로 예상된다. 투명 CPI 필름의 경우 관련 설비는 2016년 8월에 약 900억원을 투자해 올해 2월에 완공되었으며, 현재 폴더블 스마트폰 출시 지연으로 인해 본격적인 매출은 발생하고 있지 않다. 하지만, 향후 플렉서블 디스플레이 시장의 확대에 인하여 투명 CPI필름 수요 역시 지속적으로 증가할 것으로 예상됨에 따라 성장성이 가시화 될 것이다.

또한 코오롱인더스트리는 자사의 아라미드 제품인 헤라크론을 생산하는 경북 구미 공장의 생산라인을 50% 증설할 계획으로 오는 2020년 1분기에 증설이 완료되면 헤라크론 생산량이 현재 연 5000t에서 2020년 7500t으로 늘어나게 된다. 최근 고성능 타이어코드 등 자동차 부품과 더불어 5세대 이동통신용 광케이블의 내구성 확보하는 보강재 등으로 사용되면서 전 세계 아라미드시장 확대에 이어지고 있기 때문에 이번 증설로 인하여 성장성 등이 부가될 수 있을 것이다.

■ 내년 실적 턴어라운드 등을 고려하면 밸류에이션 매력적

동사에 대하여 투자자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 55,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다. 동사의 주가는 내년 예상기준으로 PER 6.3배, PBR 0.6배에 거래되고 있으며, 내년 실적 턴어라운드 등을 고려하면 밸류에이션이 매력적이다.

목표주가(12M) 55,000원

종가(2018/09/13) 40,550원

Stock Indicator

자본금	66십억원
발행주식수	1,314만주
시가총액	512십억원
외국인지분율	9.7%
배당금(2017)	500원
EPS(2018E)	2,471원
BPS(2018E)	60,203원
ROE(2018E)	4.2%
52주 주가	37,000~81,000원
60일평균거래량	26,781주
60일평균거래대금	1.1십억원

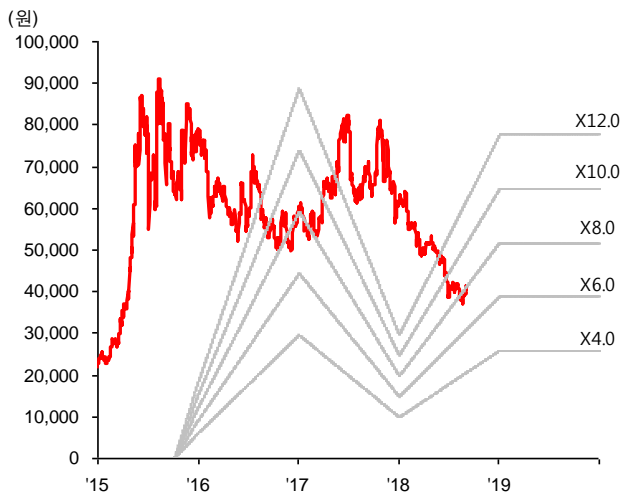
Price Trend



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	4,430	147	32	2,471	16.4	9.0	60,203	0.7	4.2	294.2
2019E	4,610	188	85	6,468	6.3	7.1	66,167	0.6	10.2	269.5
2020E	4,695	205	99	7,553	5.4	6.3	73,216	0.6	10.8	244.0

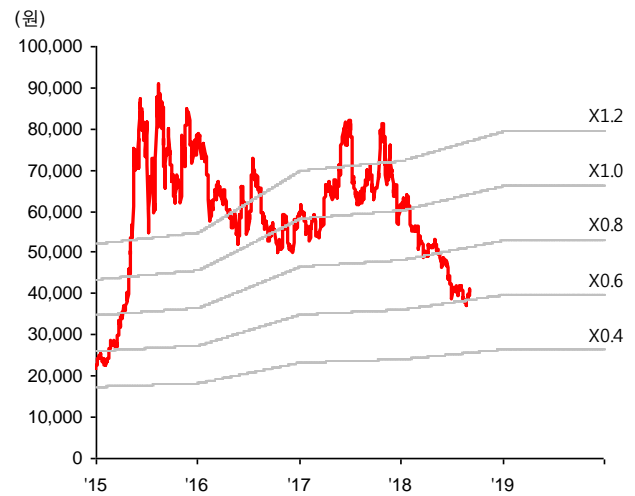
자료 : 코오롱, 하이투자증권 리서치센터

<그림 20> 코오롱 PER 밴드



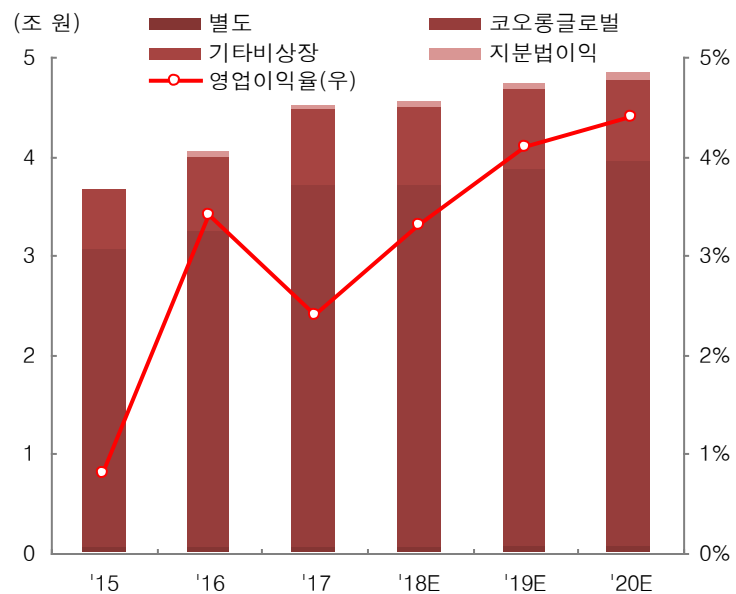
자료: 코오롱, 하이투자증권

<그림 21> 코오롱 PBR 밴드



자료: 코오롱, 하이투자증권

<그림 22> 코오롱 실적 추이



자료: 코오롱, 하이투자증권

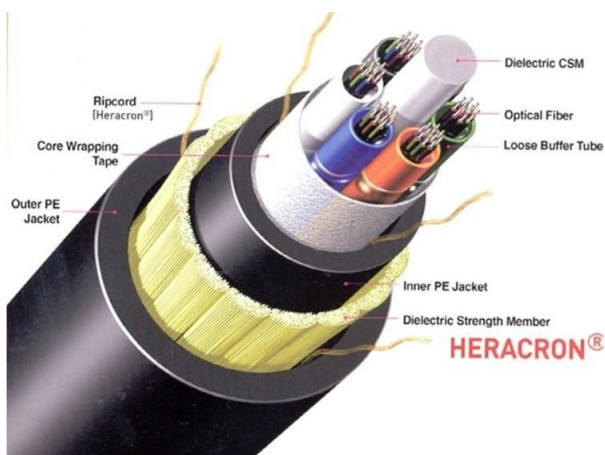
<표 5> 코오롱 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 가치	13,862
사업가치(법인세 고려)	800
순차입금	7,700
우선주	227
NAV	6,735
발행주식수(자기주식 제외)	12,061,185
주당 NAV(원)	55,840

자회사	지분율	자회사가치
코오롱인더스트리	31.5%	4,642
코오롱글로벌	75.2%	1,422
코오롱제약	48.1%	124
코오롱생명과학	20.4%	1,334
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		200

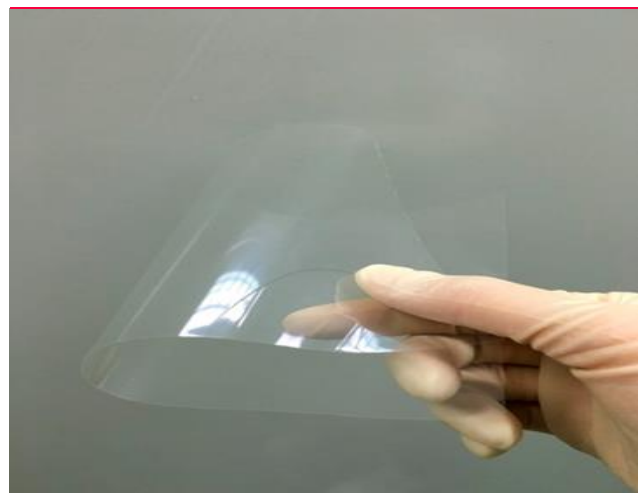
자료: 코오롱, 하이투자증권

<그림 23> 헤라크론이 사용된 광케이블 섬유 구조도



자료: 코오롱인더스트리, 하이투자증권

<그림 24> 코오롱인더스트리 CPI 필름



자료: 코오롱인더스트리, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,434	1,492	1,629	1,765
현금 및 현금성자산	138	200	284	385
단기금융자산	65	70	74	80
매출채권	898	890	922	939
재고자산	239	230	240	244
비유동자산	2,265	2,230	2,199	2,174
유형자산	498	468	443	422
무형자산	151	152	154	156
자산총계	3,699	3,721	3,829	3,939
유동부채	2,257	2,249	2,264	2,265
매입채무	698	703	732	745
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	2,777	2,793	2,794
지배주주지분	765	791	869	962
자본금	66	66	66	66
자본잉여금	375	375	375	375
이익잉여금	268	294	372	465
기타자본항목	6	6	6	6
비지배주주지분	149	153	167	183
자본총계	914	944	1,036	1,145

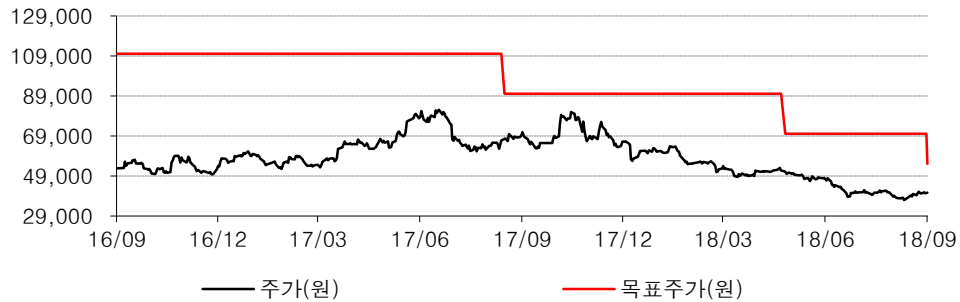
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,393	4,430	4,610	4,695
증가율(%)	11.6	0.8	4.1	1.9
매출원가	3,935	3,929	4,070	4,103
매출총이익	458	501	539	592
판매비와관리비	352	354	351	386
연구개발비	5	6	7	9
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	107	147	188	205
증가율(%)	-20.4	37.5	28.3	9.0
영업이익률(%)	2.4	3.3	4.1	4.4
이자수익	8	11	9	12
이자비용	60	60	60	60
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	85	-8	4	3
세전계속사업이익	125	78	130	152
법인세비용	15	42	32	37
세전계속이익률(%)	2.8	1.8	2.8	3.2
당기순이익	110	37	99	115
순이익률(%)	2.5	0.8	2.1	2.5
지배주주귀속 순이익	97	32	85	99
기타포괄이익	75	-	-	-
총포괄이익	185	37	99	115
지배주주귀속총포괄이익	164	32	85	99

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	56	162	184	201
당기순이익	110	37	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	67	89	106
재무활동 현금흐름	38	-110	-110	-110
단기금융부채의증감	246	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	37	62	84	100
기초현금및현금성자산	101	138	200	284
기말현금및현금성자산	138	200	284	385

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	7,400	2,471	6,468	7,553
BPS	58,235	60,203	66,167	73,216
CFPS	9,719	5,279	8,854	9,586
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	8.3	16.4	6.3	5.4
PBR	1.1	0.7	0.6	0.6
PCR	6.3	7.7	4.6	4.2
EV/EBITDA	14.4	9.0	7.1	6.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.2	4.2	10.2	10.8
EBITDA 이익률	3.1	4.1	4.8	4.9
부채비율	304.8	294.2	269.5	244.0
순부채비율	132.4	121.1	101.7	82.8
매출채권회전율(x)	5.3	5.0	5.1	5.0
재고자산회전율(x)	19.4	18.9	19.6	19.4

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	-38.8%	-27.6%
2018-09-14	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 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-

2018/09/14

LG(003550)

지주/Mid-Small Cap 이상현

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

밸류에이션 매력적

Buy(Maintain)

■ 자회사 주가 바닥 조짐으로 향후 회복시 동사 주가 상승 모멘텀

LG전자와 LG화학의 주가가 부진함에 따라 동사 주가에도 영향을 받고 있는 중이다. LG전자의 경우 대부분의 악재가 반영된 주가로서 저점을 확인하였으므로 향후에는 LG디스플레이 실적개선 등으로 반등이 기대된다.

또한 LG화학 주가의 경우 화학 시황 약세에 따른 실적 둔화 우려 반영으로 하락하고 있으나, 배터리 부문은 향후 2~3년간 빠른 성장이 기대되므로 반등을 모색할 것으로 예상된다.

이와 같이 자회사들의 주가가 바닥을 통과하고 있으므로 향후 회복시 동사 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

■ 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 수주 잔고는 60조원 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 중인 전기차 모델의 양산시기가 결정될 것이기 때문에 향후 수주 등으로 성과들이 가시화 되면서 동사의 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

■ 밸류에이션 매력적

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 100,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

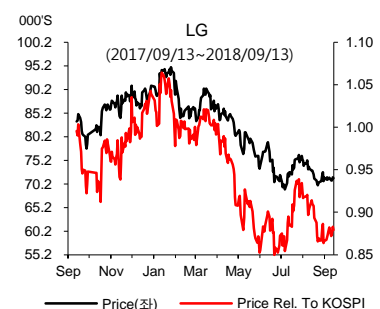
동사의 주가는 올해 예상기준으로 PBR 0.7배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적인 수준이다. 향후 자회사 주가 회복시 동사 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

목표주가(12M)	100,000원
종가(2018/09/13)	71,400원

Stock Indicator

자본금	879십억원
발행주식수	17,587만주
시가총액	12,459십억원
외국인지분율	34.4%
배당금(2017)	1,300원
EPS(2018E)	11,026원
BPS(2018E)	100,716원
ROE(2018E)	11.5%
52주 주가	69,000~94,900원
60일평균거래량	218,876주
60일평균거래대금	15.8십억원

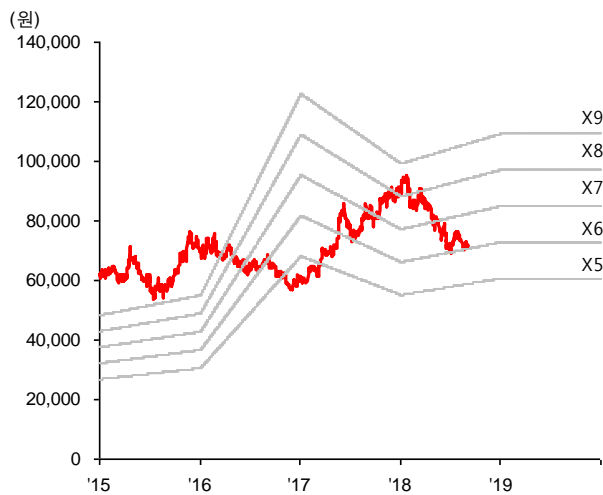
Price Trend



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	12,552	2,247	1,939	11,026	6.5	4.4	100,716	0.7	11.5	31.1
2019E	13,647	2,475	2,136	12,147	5.9	3.4	111,562	0.6	11.4	29.3
2020E	14,177	2,682	2,315	13,165	5.4	2.3	123,427	0.6	11.2	27.1

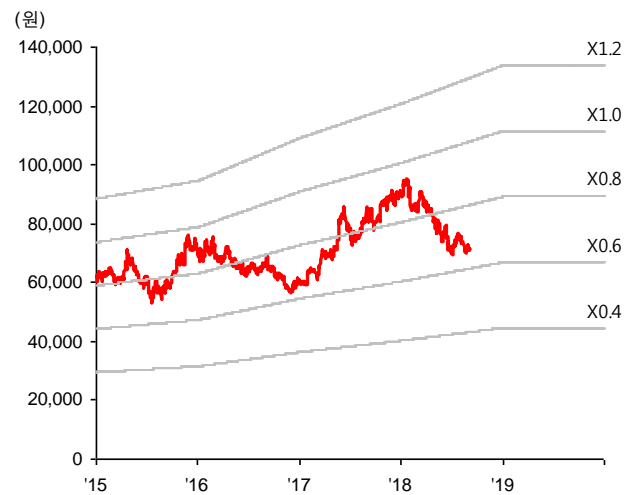
자료 : LG, 하이투자증권 리서치센터

<그림 25> LG PER 밴드



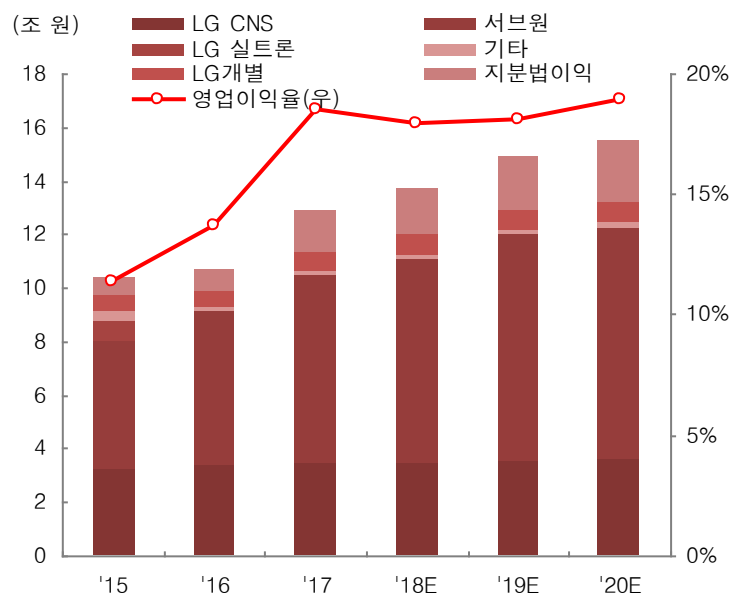
자료: LG, 하이투자증권

<그림 26> LG PBR 밴드



자료: LG, 하이투자증권

<그림 27> LG 실적 추이



자료: LG, 하이투자증권

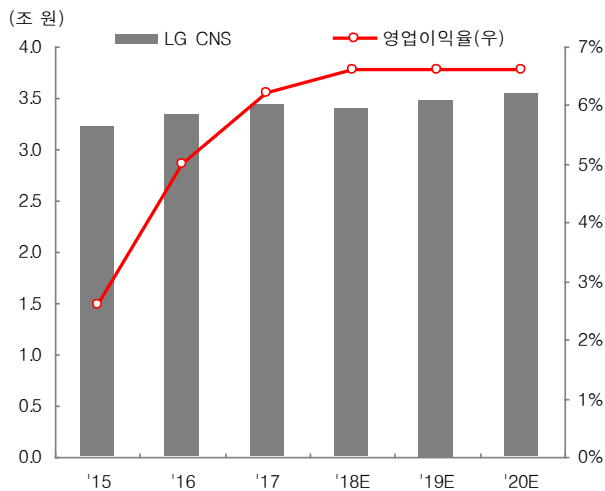
<표 6> LG 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 및 부동산 가치	160,084
사업가치(법인세 고려)	10,000
순현금	5,000
우선주	1,371
NAV	173,713
발행주식수	172,557,131
주당 NAV(원)	100,670

구분	자회사	지분율(%)	자회사가치
전자	LG 전자	33.7%	33,932
	실리콘웍스	33.0%	1,982
화학 및 생활소비재	LG 화학	33.3%	55,656
	LG 하우시스	33.5%	1,994
	LG 생활건강	34.0%	39,828
	LG MMA	50.0%	1,153
통신 및 서비스	LG 유플러스	36.0%	14,741
	LG CNS	85.0%	3,305
	서브원	100.0%	2,500
	LG 상사	24.7%	2,010
	지투알	35.0%	438
기타	기타		2,545

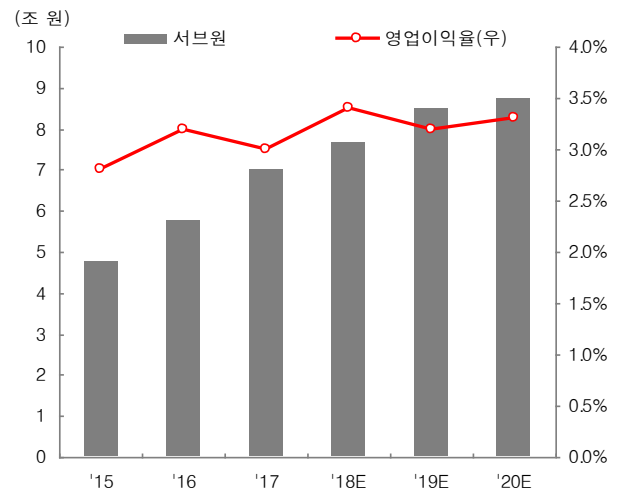
자료: LG, 하이투자증권

<그림 28> LG CNS 실적추이



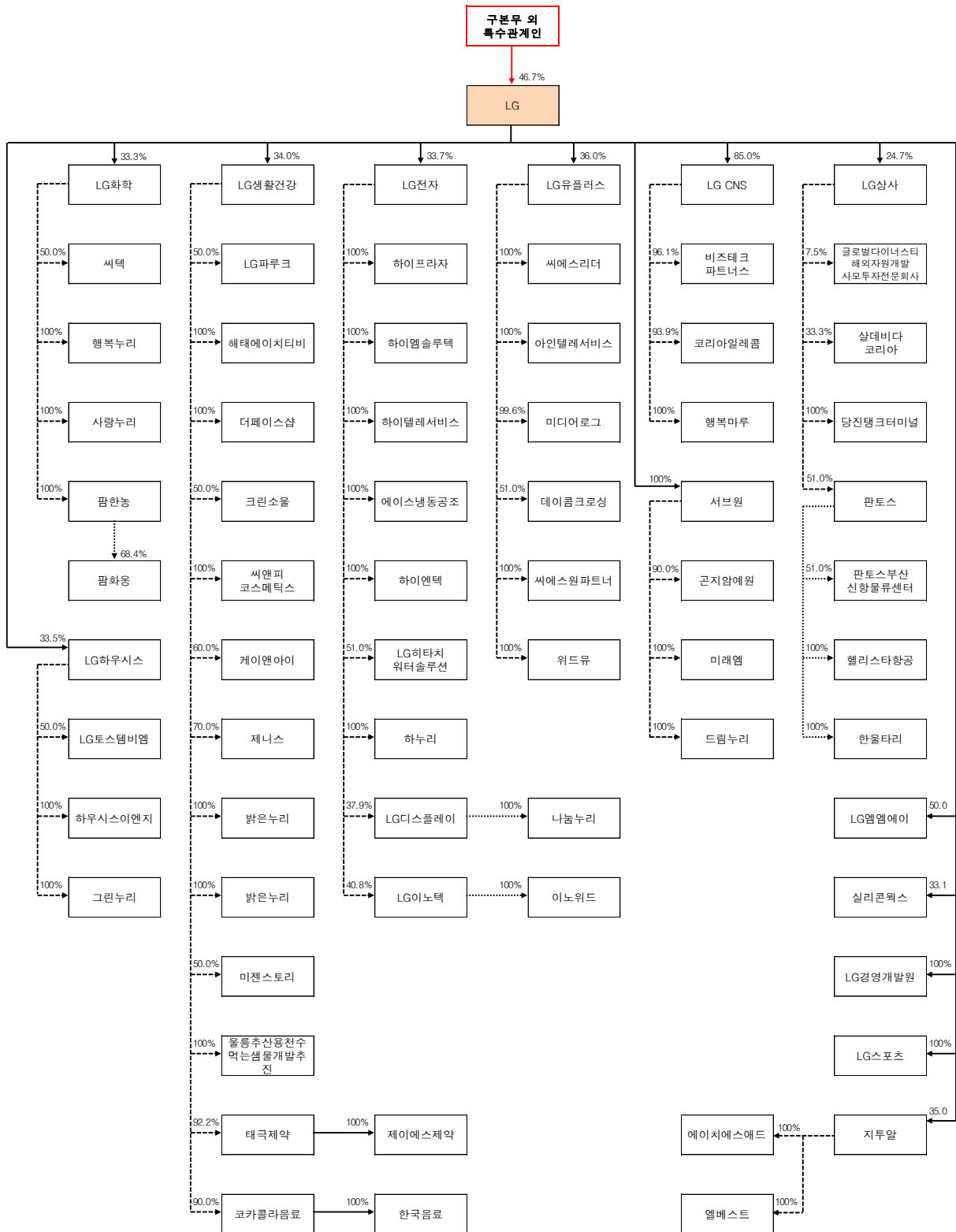
자료: LG CNS, 하이투자증권

<그림 29> 서브원 실적추이



자료: 서브원, 하이투자증권

<그림 30> LG 그룹 지배구조



자료: LG, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,368	7,392	9,743	12,169
현금 및 현금성자산	1,310	2,727	4,331	6,724
단기금융자산	440	506	551	600
매출채권	3,306	3,527	3,985	3,984
재고자산	110	414	641	581
비유동자산	16,280	16,101	15,938	15,789
유형자산	1,912	1,941	1,978	2,028
무형자산	94	72	57	45
자산총계	21,648	23,494	25,681	27,958
유동부채	3,944	4,041	4,280	4,426
매입채무	2,262	2,397	2,607	2,708
단기차입금	59	59	59	59
유동성장기부채	321	321	321	321
비유동부채	1,525	1,529	1,533	1,537
사채	867	871	876	880
장기차입금	145	145	145	145
부채총계	5,468	5,570	5,813	5,963
지배주주지분	16,003	17,713	19,621	21,707
자본금	879	879	879	879
자본잉여금	2,366	2,366	2,366	2,366
이익잉여금	13,010	14,721	16,628	18,715
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	177	211	248	288
자본총계	16,180	17,924	19,868	21,995

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,058	2,043	2,218	3,022
당기순이익	2,436	1,973	2,173	2,356
유형자산감가상각비	229	151	152	151
무형자산상각비	28	22	15	12
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-689	1,572	1,585	1,569
유형자산의 처분(취득)	33	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	32	-	-	-
금융상품의 증감	413	1,483	1,649	2,442
재무활동 현금흐름	-140	-225	-224	-225
단기금융부채의증감	-318	-	-	-
장기금융부채의증감	4	5	4	5
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-243	-229	-229	-229
현금및현금성자산의증감	214	1,384	1,605	2,393
기초현금및현금성자산	1,129	1,343	2,727	4,331
기말현금및현금성자산	1,310	2,727	4,331	6,724

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,841	12,552	13,647	14,177
증가율(%)	22.4	6.0	8.7	3.9
매출원가	9,294	9,878	10,836	11,115
매출총이익	2,547	2,673	2,811	3,062
판매비와관리비	361	426	336	380
연구개발비	17	18	3	14
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,186	2,247	2,475	2,682
증가율(%)	65.3	2.8	10.1	8.4
영업이익률(%)	18.5	17.9	18.1	18.9
이자수익	19	65	98	146
이자비용	38	38	38	38
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	581	-23	-44	-100
세전계속사업이익	2,741	2,248	2,477	2,684
법인세비용	329	275	303	329
세전계속이익률(%)	23.2	17.9	18.1	18.9
당기순이익	2,436	1,973	2,173	2,356
순이익률(%)	20.6	15.7	15.9	16.6
지배주주귀속 순이익	2,396	1,939	2,136	2,315
기타포괄이익	-40	-	-	-
총포괄이익	2,395	1,973	2,173	2,356
지배주주귀속총포괄이익	2,356	1,939	2,136	2,315

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	13,623	11,026	12,147	13,165
BPS	90,990	100,716	111,562	123,427
CFPS	15,087	12,009	13,097	14,094
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300
Valuation(배)				
PER	6.7	6.5	5.9	5.4
PBR	1.0	0.7	0.6	0.6
PCR	6.0	5.9	5.5	5.1
EV/EBITDA	6.3	4.4	3.4	2.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.0	11.5	11.4	11.2
EBITDA 이익률	20.6	19.3	19.4	20.1
부채비율	33.8	31.1	29.3	27.1
순부채비율	-2.2	-10.2	-17.5	-26.9
매출채권회전율(x)	3.8	3.7	3.6	3.6
재고자산회전율(x)	54.7	47.9	25.9	23.2

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	-29.0%	-17.5%
2018-09-14	Buy	100,000	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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-

2018/09/14

한화(000880)

지주/Mid-Small Cap 이상현

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

한화건설 실적개선으로 밸류에이션 정상화 될 듯

■ 올해 한화건설 정상화로 실적 양호할 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 516,760억원(YoY+0.2%), 영업이익 23,080억원(YoY+6.9%), 지배주주순이익 5,973억원(YoY+47.3%)으로 양호한 실적이 예상된다. 이는 한화건설 정상화에서 기인할 것이다.

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

한편, 올해 2분기 한화건설의 경우 매출액 9,082억원(YoY+15.9%), 영업이익 1,114억원(YoY+559.2%)으로 양호한 실적으로 기록하였다. 하반기에도 유가 상승에 따라 이라크 사업은 정상 궤도에 진입할 것으로 예상되면서 양호한 실적이 지속될 수 있을 것으로 기대된다.

■ 한화건설 실적개선으로 밸류에이션 정상화 될 듯

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 43,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

동사의 주가는 올해 예상 기준으로 PBR 0.6배로 저평가 되어 거래되고 있는데, 올해의 경우 한화건설의 실적 정상화가 분기마다 확인이 가능하므로 실적의 가시성이 높아지면서 향후 동사 밸류에이션이 정상화 될 수 있을 것이다.

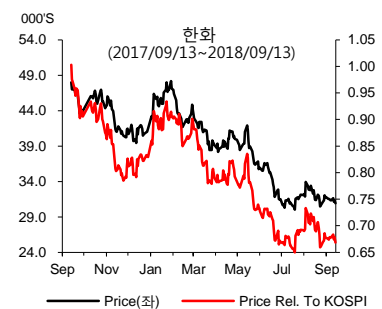
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	43,000원
종가(2018/09/13)	30,950원

Stock Indicator

자본금	490십억원
발행주식수	9,791만주
시가총액	2,657십억원
외국인지분율	25.2%
배당금(2017)	600원
EPS(2018E)	6,101원
BPS(2018E)	51,907원
ROE(2018E)	12.4%
52주 주가	30,050~48,200원
60일평균거래량	272,889주
60일평균거래대금	8.7십억원

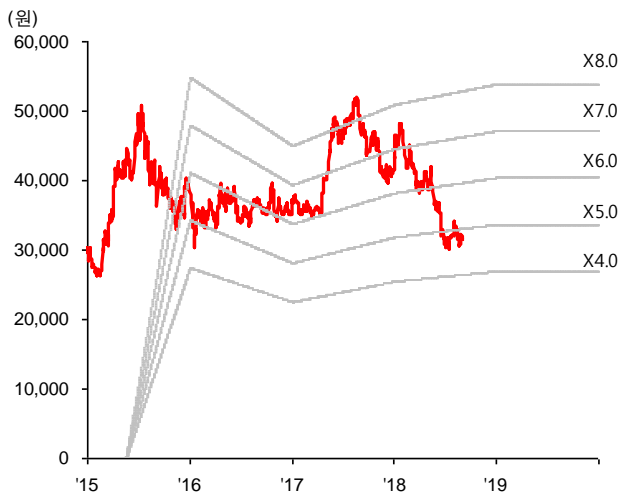
Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	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	50,521	2,308	597	6,101	5.1	3.1	51,907	0.6	12.4	817.1
2019E	52,733	2,538	623	6,363	4.9	2.7	57,695	0.5	11.6	743.6
2020E	54,524	2,679	659	6,731	4.6	2.4	63,850	0.5	11.1	678.9

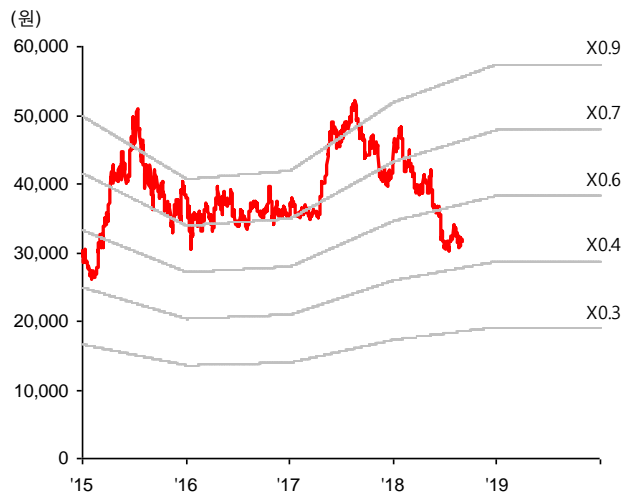
자료 : 한화, 하이투자증권 리서치센터

<그림 31> 한화 PER 밴드



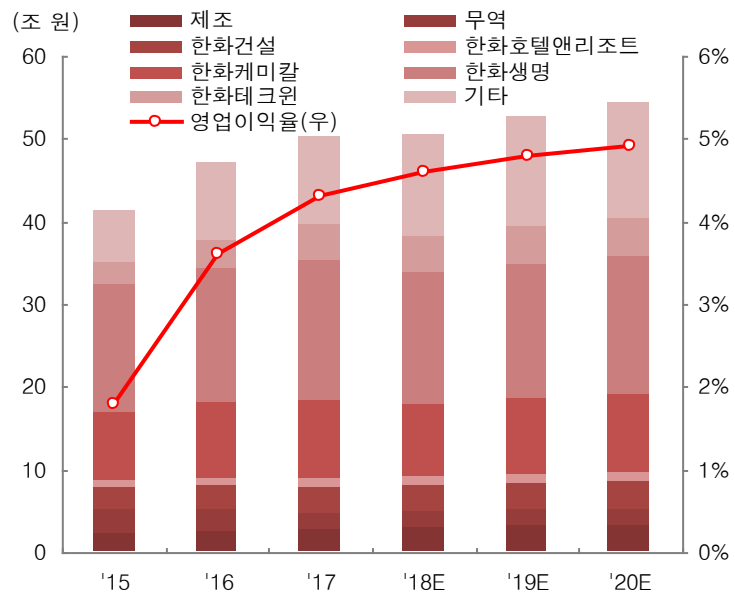
자료: 한화, 하이투자증권

<그림 32> 한화 PBR 밴드



자료: 한화, 하이투자증권

<그림 33> 한화 실적 추이



자료: 한화, 하이투자증권

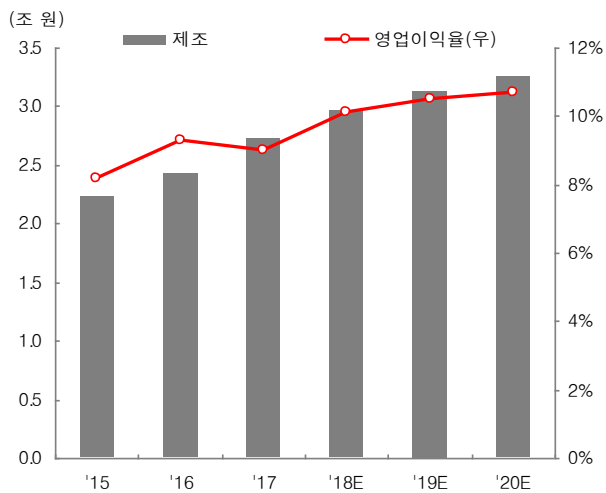
<표 7> 한화 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 가치	39,677
사업가치(브랜드로열티+영업가치)	27,000
순차입금	24,500
NAV	42,177
발행주식수	97,910,010
주당 NAV(원)	43,077

자회사	지분율	자회사가치
한화케미칼	36.89%	11,289
한화생명보험	18.15%	9,127
한화호텔앤드리조트	50.62%	2,192
한화건설	95.24%	10,069
한화에어로스페이스	32.68%	4,297
기타		2,703

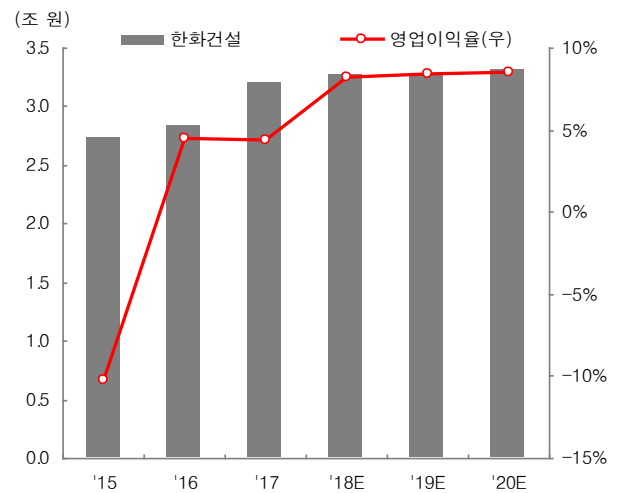
자료: 한화, 하이투자증권

<그림 34> 한화 별도기준 제조부문 실적 추이



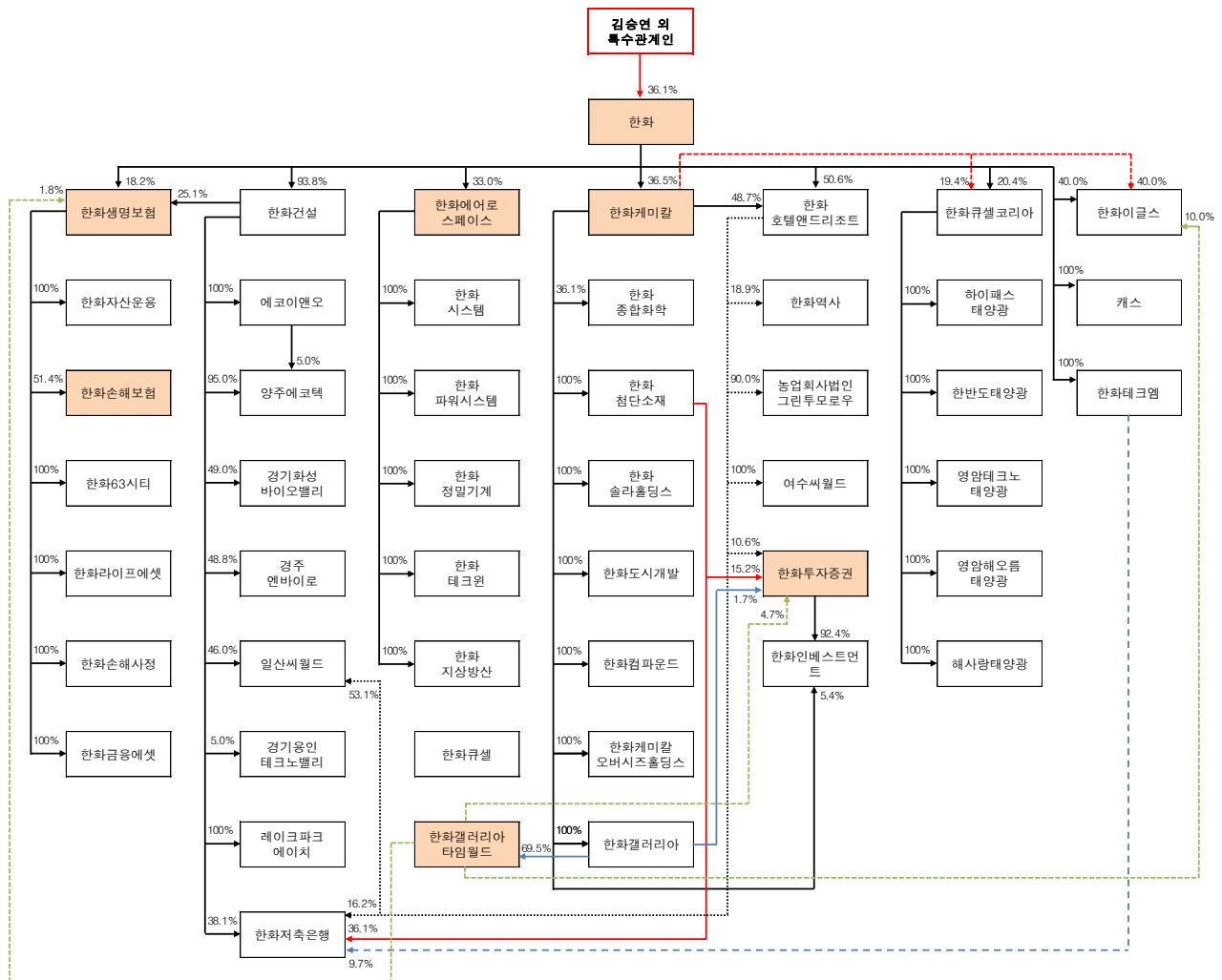
자료: 한화, 하이투자증권

<그림 35> 한화건설 실적 추이



자료: 한화, 하이투자증권

<그림 36> 한화그룹 지배구조



자료: 한화, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,620	13,054	14,592	16,143
현금 및 현금성자산	2,895	3,057	3,982	5,085
단기금융자산	668	688	723	706
매출채권	5,044	5,305	5,537	5,998
재고자산	2,691	2,880	3,217	3,217
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	161,549	163,138	164,853
유동부채	12,931	12,634	12,500	12,388
매입채무	2,627	2,633	2,749	2,842
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	143,934	143,799	143,688
자배주주지분	4,541	5,082	5,649	6,252
자본금	490	490	490	490
자본잉여금	547	547	547	547
이익잉여금	3,365	3,906	4,473	5,075
기타자본항목	38	38	38	38
비자배주주지분	11,423	12,533	13,690	14,914
자본총계	15,965	17,615	19,339	21,165

포괄손익계산서	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	50,404	50,521	52,733	54,524
증가율(%)	7.0	0.2	4.4	3.4
매출원가	45,921	45,974	47,881	49,453
매출총이익	4,483	4,547	4,851	5,071
판매비와관리비	2,324	2,239	2,313	2,392
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,159	2,308	2,538	2,679
증가율(%)	28.1	6.9	10.0	5.5
영업이익률(%)	4.3	4.6	4.8	4.9
이자수익	30	40	51	62
이자비용	413	414	415	416
지분법이익(손실)	582	582	582	582
기타영업외손익	-370	-187	-326	-337
세전계속사업이익	1,995	2,338	2,439	2,580
법인세비용	684	631	659	697
세전계속이익률(%)	4.0	4.6	4.6	4.7
당기순이익	1,311	1,707	1,780	1,883
순이익률(%)	2.6	3.4	3.4	3.5
지배주주귀속 순이익	405	597	623	659
기타포괄이익	-313	-	-	-
총포괄이익	998	1,707	1,780	1,883
지배주주귀속총포괄이익	309	597	623	659

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	5,138	4,965	4,956	5,084
당기순이익	1,311	1,707	1,780	1,883
유형자산감가상각비	790	779	669	574
무형자산상각비	130	134	113	94
지분법관련손실(이익)	582	582	582	582
투자활동 현금흐름	-5,666	-5,497	-5,511	-5,460
유형자산의 처분(취득)	95	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	191	-	-	-
금융상품의 증감	-783	968	959	1,087
재무활동 현금흐름	-305	288	288	288
단기금융부채의증감	-350	20	20	20
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-57	-56	-56	-56
현금및현금성자산의증감	-874	163	924	1,103
기초현금및현금성자산	3,769	2,895	3,057	3,982
기말현금및현금성자산	2,895	3,057	3,982	5,085

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	4,140	6,101	6,363	6,731
BPS	46,382	51,907	57,695	63,850
CFPS	13,542	15,427	14,341	13,555
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER	10.0	5.1	4.9	4.6
PBR	0.9	0.6	0.5	0.5
PCR	3.1	2.0	2.2	2.3
EV/EBITDA	3.5	3.1	2.7	2.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.1	12.4	11.6	11.1
EBITDA 이익률	6.1	6.4	6.3	6.1
부채비율	903.4	817.1	743.6	678.9
순부채비율	46.2	41.0	32.5	24.6
매출채권회전율(x)	10.1	9.8	9.7	9.5
재고자산회전율(x)	18.5	18.1	17.3	16.9

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	-30.4%	-12.4%
2018-09-14	Buy	43,000	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 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-

2018/09/14

CJ(001040)

지주/Mid-Small Cap 이상현

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

성장 모멘텀에 주목할 시기

■ 콘텐츠 및 유통 플랫폼 가치 상승이 동사 주가 상승 모멘텀

제4차 산업혁명 시대에 동사의 콘텐츠 및 유통 플랫폼 등의 확장성으로 성장성이 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.

■ 밸류에이션 매력적

동사에 대하여 투자 의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 180,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였는데 비상장회사 중 CJ올리브네트웍스의 경우 2018년 예상 순이익에 Target PER 20배를 적용하여 산출하였다.

동사의 주가는 올해 예상 기준으로 PBR 0.9배로 저평가 되어 거래되고 있는데, 동사의 콘텐츠 및 유통플랫폼의 확장성으로 향후 성장성 등이 부각되면서 동사 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

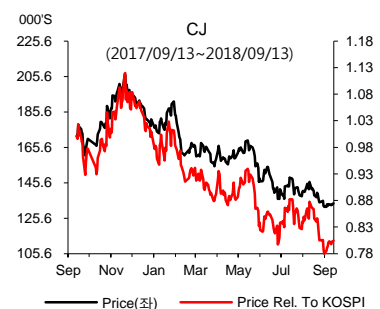
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	180,000원
종가(2018/09/13)	134,000원

Stock Indicator

자본금	158십억원
발행주식수	3,144만주
시가총액	4,047십억원
외국인지분율	19.5%
배당금(2017)	1,450원
EPS(2018E)	20,039원
BPS(2018E)	143,739원
ROE(2018E)	14.9%
52주 주가	132,000~206,500원
60일평균거래량	69,967주
60일평균거래대금	9.7십억원

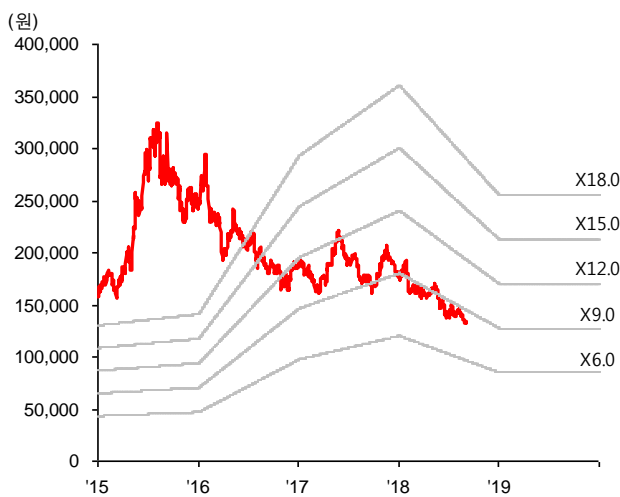
Price Trend



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	29,178	1,376	630	20,039	6.7	3.8	143,739	0.9	14.9	129.6
2019E	31,823	1,623	445	14,157	9.5	3.4	156,593	0.9	9.4	121.3
2020E	33,670	1,804	500	15,905	8.4	2.9	171,194	0.8	9.7	112.9

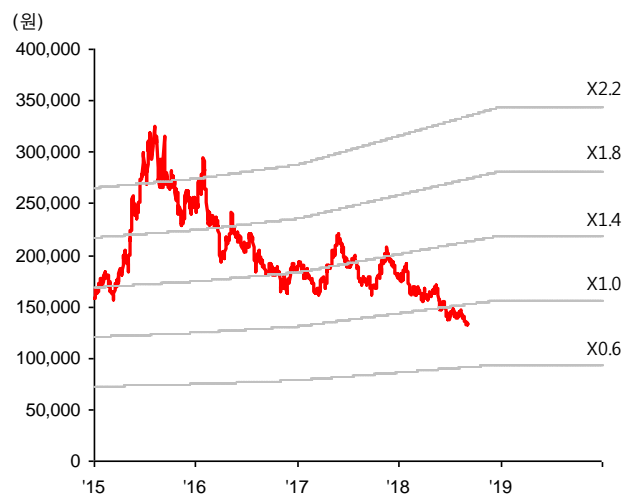
자료 : CJ, 하이투자증권 리서치센터

<그림 37> CJ PER 밴드



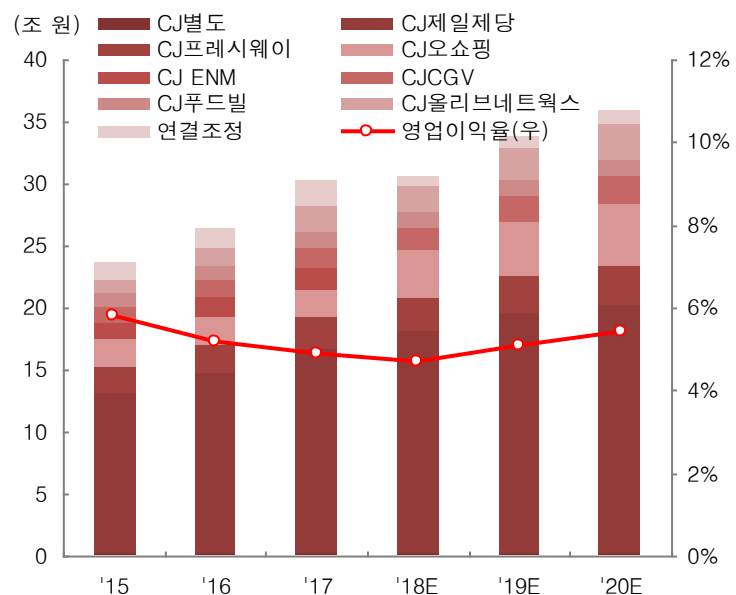
자료: CJ, 하이투자증권

<그림 38> CJ PBR 밴드



자료: CJ, 하이투자증권

<그림 39> CJ 실적 추이



자료: CJ, 하이투자증권

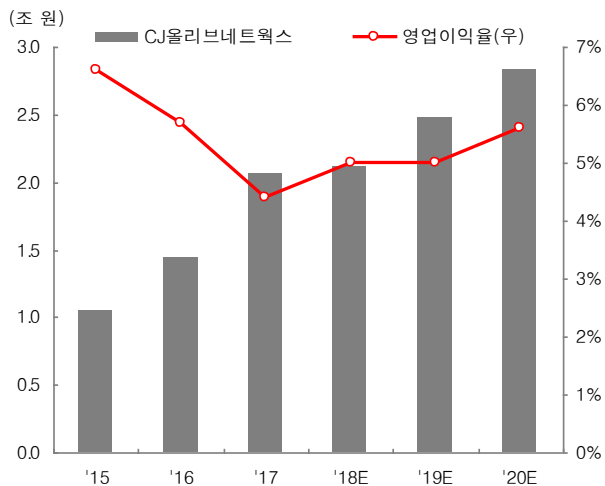
<표 8> CJ 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 가치	51,202
영업가치	6,500
순차입금	850
NAV	56,852
발행주식수	31,437,221
주당 NAV(원)	180,843

구분	자회사	지분율(%)	자회사가치
식품&식품서비스/생명공학	CJ 제일제당	45.6	20,445
	CJ 프레시웨이	47.1	1,454
	CJ푸드빌	96.0	1,219
엔터테인먼트&미디어	CJ ENM	40.1	17,889
	CJ CGV	39.0	3,423
신유통	CJ 올리브네트웍스	55.1	6,687
기타			85

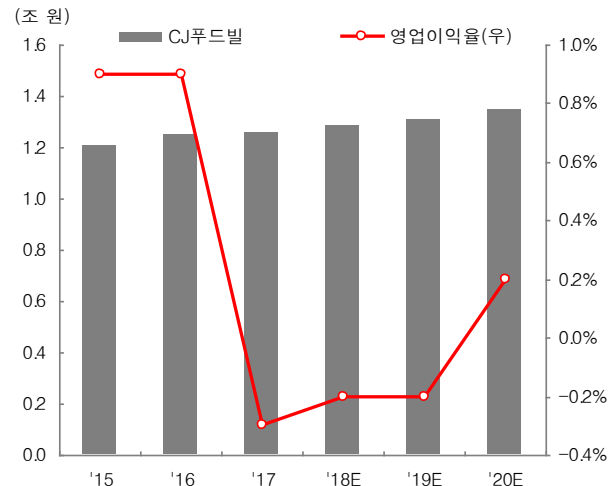
자료: CJ 하이투자증권

<그림 40> CJ 올리브네트웍스 실적 추이



자료: CJ 올리브네트웍스, 하이투자증권

<그림 41> CJ푸드빌 실적 추이



자료: CJ푸드빌, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,333	10,297	11,729	13,145
현금 및 현금성자산	1,220	2,966	3,841	4,925
단기금융자산	582	630	615	646
매출채권	3,893	3,997	4,487	4,815
재고자산	1,733	1,751	2,005	1,953
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	30,835	31,948	33,149
유동부채	9,363	9,394	9,463	9,480
매입채무	2,035	2,207	2,408	2,547
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	17,404	17,513	17,580
자배주주지분	3,930	4,519	4,923	5,382
자본금	158	158	158	158
자본잉여금	993	993	993	993
이익잉여금	3,115	3,704	4,108	4,567
기타자본항목	-224	-224	-224	-224
비자배주주지분	8,062	8,912	9,513	10,187
자본총계	11,992	13,431	14,436	15,569

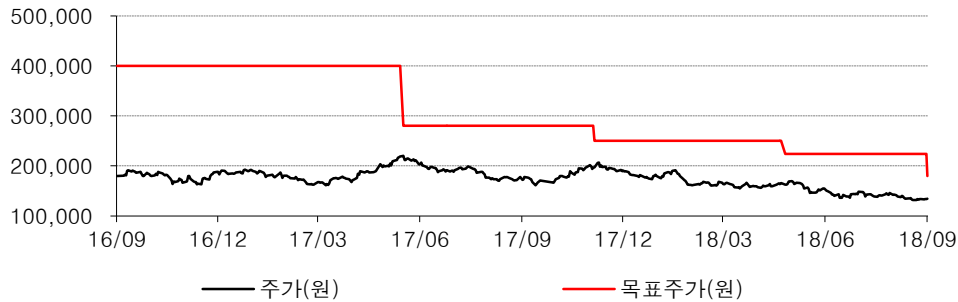
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	26,899	29,178	31,823	33,670
증가율(%)	12.3	8.5	9.1	5.8
매출원가	18,609	20,279	22,022	23,333
매출총이익	8,290	8,899	9,802	10,337
판매비와관리비	6,964	7,523	8,179	8,533
연구개발비	58	73	81	67
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,326	1,376	1,623	1,804
증가율(%)	5.8	3.8	17.9	11.2
영업이익률(%)	4.9	4.7	5.1	5.4
이자수익	42	83	103	129
이자비용	318	319	320	321
지분법이익(손실)	87	87	87	87
기타영업외손익	137	455	-403	-427
세전계속사업이익	1,575	2,076	1,473	1,654
법인세비용	437	596	427	480
세전계속이익률(%)	5.9	7.1	4.6	4.9
당기순이익	1,138	1,480	1,045	1,174
순이익률(%)	4.2	5.1	3.3	3.5
지배주주귀속 순이익	464	630	445	500
기타포괄이익	-673	-	-	-
총포괄이익	465	1,480	1,045	1,174
지배주주귀속총포괄이익	189	630	445	500

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,240	4,300	3,365	3,611
당기순이익	1,138	1,480	1,045	1,174
유형자산감가상각비	922	976	980	982
무형자산상각비	587	587	448	342
지분법관련손실(이익)	87	87	87	87
투자활동 현금흐름	-2,864	-1,069	-1,006	-1,052
유형자산의 처분(취득)	90	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	580	-	-	-
금융상품의 증감	-36	1,794	859	1,116
재무활동 현금흐름	718	-104	-104	-94
단기금융부채의증감	90	-	-	-
장기금융부채의증감	40	40	50	50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-119	-41	-41	-41
현금및현금성자산의증감	50	1,747	874	1,085
기초현금및현금성자산	1,169	1,220	2,966	3,841
기말현금및현금성자산	1,220	2,966	3,841	4,925

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	14,750	20,039	14,157	15,905
BPS	125,004	143,739	156,593	171,194
CFPS	62,747	69,780	59,582	58,045
DPS	1,450	1,450	1,450	1,450
Valuation(배)				
PER	12.3	6.7	9.5	8.4
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8
PCR	2.9	1.9	2.2	2.3
EV/EBITDA	5.0	3.8	3.4	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.1	14.9	9.4	9.7
EBITDA 이익률	10.5	10.1	9.6	9.3
부채비율	144.5	129.6	121.3	112.9
순부채비율	73.3	52.4	43.1	33.1
매출채권회전율(x)	7.2	7.4	7.5	7.2
재고자산회전율(x)	15.7	16.8	16.9	17.0

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	-35.5%	-24.3%
2018-09-14	Buy	180,000	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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-