

Overweight

# 바벨전략

## (지배구조 개선주와 성장주)



# CONTENTS

## 바벨전략(지배구조 개선주와 성장주)

- 
- |    |                           |
|----|---------------------------|
| 4  | I. 주주파워 이제 함께 행동하자        |
| 14 | II. 응답하라 1999 : 역사는 돌고 돈다 |
| 20 | III. 생활의 연결인 스마트 모빌리티     |
| 26 | IV. 푸드테크로 다이어트 하실래요       |

### [기업분석]

- |    |                     |
|----|---------------------|
| 33 | V. 바벨전략 관련 유망주 11 선 |
|----|---------------------|

한진칼(180640), 한진(002320), 롯데지주(004990)

대림산업(000210), 현대그린푸드(005440)

휠라코리아(081660), 현대상사(011760)

SK 네트웍스(001740), AJ 렌터카(068400)

푸드나무(290720)

오스템임플란트(048260)

## Summary

### 바벨전략(지배구조 개선주와 성장주)

#### 주주파워 이제 함께 행동하자

현행 법령상 사모펀드는 헤지펀드(전문투자형)와 PEF(경영참여형)으로 나뉘어 규제가 적용되는데, 개편방안에는 이원화된 운용규제 체계를 폐지하여 일원화 한다. 이와 같은 사모펀드 개편방안 등으로 국내 주주행동주의 펀드가 활성화 되면서 기업에 대한 경영 참여가 확산될 것으로 예상된다.

또한 문재인 정부의 경우 재벌개혁 관점에서 스토어드십 코드를 접근한다. 이러한 환경하에서 국민연금이 스토어드십 코드 도입을 공식화 함에 따라 향후 배당확대, 이사회의 독립성 제고 등 지주회사 지배구조 개선효과가 크게 나타날 수 있을 것이다.

#### 응답하라 1999 : 역사는 돌고 돈다

닷컴버블 당시 인프라는 인터넷이었다면 제 4 차 산업혁명 시대에는 5G 가 인프라에 해당될 것이다. 또한 빅데이터, 인공지능, 클라우드, 사물인터넷 등 제 4 차 산업혁명 관련 주요 동인들을 활용한 디지털 트랜스포메이션으로 제품을 서비스화하는 새로운 비즈니스 모델들이 등장하고 있을 뿐만 아니라 5G 인프라가 이러한 비즈니스 모델들을 더욱 더 풍부하게 해줄 것이다.

무엇보다 이러한 비즈니스 모델들은 없었던 것들이 새로 생기는 경우가 있을 수 있을 뿐만 아니라, 다른 영역으로 확장 되거나 시장을 확대시킬 수 있으므로 관련 주식들은 큰 폭의 상승을 가져올 수 있을 것이다. 따라서 2019 년에는 비즈니스 모델 가시화로 제 4 차 산업혁명 관련 주식들이 상승할 수 있을 것으로 예상되는 가운데, 특히 우리나라에서 강점을 가지고 있으면서 시장 세계화, 플랫폼 경쟁, 모바일 기기 발달로 인하여 음원, 드라마, 영화, 게임 등 콘텐츠 관련주들의 상승이 돋보일 수 있을 것이다.

#### 생활의 연결인 스마트 모빌리티

제조업의 서비스화 추세에 맞춰서 자동차가 팔아야 할 제품에 그치지 않고 모빌리티(Mobility) 서비스를 제공할 수 있는 수단으로 개념이 확장되어 가고 있다. 모빌리티(Mobility)인 본질은 생활의 연결인데, 이런 모빌리티(Mobility)가 소유에서 공유로, 고정된 장소에서 내 집 문 앞으로, 정해진 시간에서 필요한 시간으로 변하고 있으며, 여기에 자동결제 시스템, 지도 데이터, 모바일, 인공지능 등의 결합으로 연결, 공유, 다양성 등이 실현되며 다양한 영역에서 스마트 모빌리티 세상이 펼쳐질 수 있을 것이다.

#### 푸드테크로 다이어트 하실래요

#### 바벨전략 관련 유망주 11 선:

지배구조 개선주(한진칼, 한진, 롯데지주, 대림산업, 현대그린푸드)

시장확대(휠라코리아, 현대상사), 스마트 모빌리티(SK 네트웍스, AJ 렌터카)

푸드테크(푸드나무), 헬스케어(오스템임플란트)

## I . 주주파워 이제 함께 행동하자

### 1. 사모펀드 개편방안 핵심 10%를 폐지 ⇒ 주주행동주의 펀드 활성화 될 듯

지난 9 월 27 일 열린 사모펀드 발전방향 토론회에서 기업의 혁신성장과 일자리 창출을 위한 사모펀드 제도 개편 방안이 공개되었으며, 개편 방안은 향후 자본시장법 개정안으로 발의될 예정이다.

현행 법령상 사모펀드는 해지펀드(전문투자형)와 PEF(경영참여형)으로 나뉘어 규제가 적용된다. 즉, 현재 경영참여형 사모펀드의 경우 투자기업 지분 10% 이상 의무 보유, 6 개월 이상 보유, 대출 금지 등의 규제를 받고 있으며, 전문투자형 사모펀드는 10%를 초과하는 보유 지분에 대해 의결권 행사를 못한다. 따라서 삼성전자와 현대차를 공격하던 미국 행동주의 해지펀드인 엘리엇처럼 해외 PEF 들은 1%가 넘는 지분만으로도 투자 기업의 배당 확대를 요구하고 지배구조 개편을 압박하지만 국내 PEF 들은 10% 지분보유 규제(10%룰) 때문에 사실상 시가총액이 큰 대기업 투자가 현실적으로 불가능한 상황이었다.

이번 개편방안에는 이원화된 운용규제 체계를 폐지하여 일원화 함에 따라 국내 사모펀드에 대해 글로벌 사모펀드 수준의 자율성을 주기로 하였다.

또한 현행 경영참여형 사모펀드를 기관 자금만 조달하는 기관 전용 사모펀드로 전환하기로 했다. 이를 통해 일반투자자, 전문투자자, 기관투자자 모두로부터 자금을 조달할 수 있는 일반 사모펀드와 기관투자자만 상대하는 기관전용 사모펀드로 국내 사모펀드 구조를 개편할 계획으로 사모펀드 운용규제 일원화에 따라 지분 보유 의무, 대출, 차입 등의 운용규제도 대폭 완화될 예정이다.

한편, 사모펀드 개편방안에는 사모펀드 투자자 수를 현행 49 인 이하에서 100 인 이하로 완화하기로 했다. 미국, EU(유럽연합) 등 해외와 비교했을 때 투자자 수가 제한적인데다 청약권유자 수와 투자자 수 등 이중으로 규제하고 있다고 판단한 것이다. 이는 곧 투자자 기반이 확대될 수 있으므로 PEF 투자 활성화에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

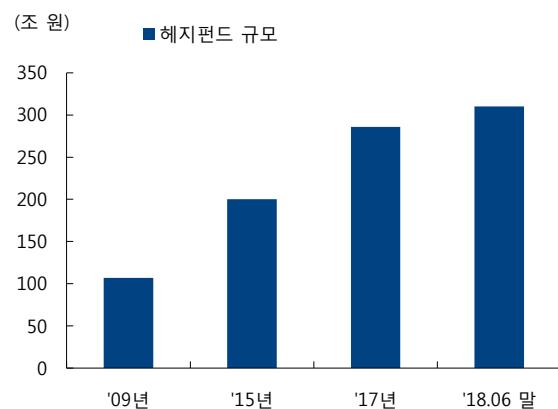
국내 PEF 는 그 동안 10% 지분 규정으로 인해 대기업에 대한 경영 참여가 사실상 불가능했지만 이번 규제 완화로 인하여 PEF 가 적극적으로 기업의 지분을 매입하고 경영에 참여할 수 있게 되었다.

표1. 전문투자형 및 경영참여형 사모펀드 비교

구분	전문투자형 사모펀드	경영참여형 사모펀드
설립 단계	- 전문사모운용사에 의해 설립	- PEF GP에 의해 설립
운용 단계	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 순재산 400% 내 금전차입 · 대여, 채무보증, 파생상품 투자 가능</li> <li>- 10% 초과 주식보유분에 대한 의결권 행사 제한</li> <li>- 대출 업무 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 출자금 50% 이상 2년내 주식 투자</li> <li>- 의결권 있는 주식 10% 이상 취득</li> <li>- 취득 주식 6개월 이상 보유</li> <li>- 대출 업무 불가</li> </ul>

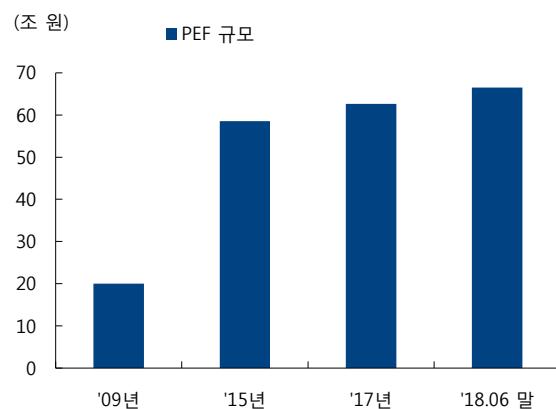
자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림1. 해지펀드(전문투자형 사모펀드) 규모 추이



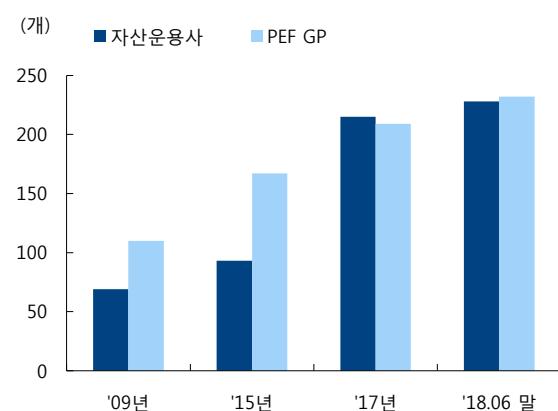
자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림2. PEF(경영참여형 사모펀드) 규모 추이



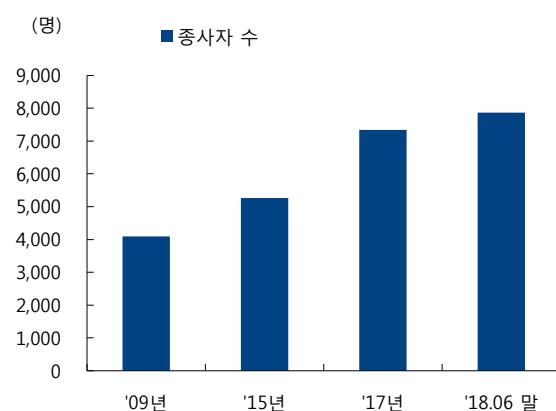
자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림3. 운용사 수 추이



자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림4. 자산운용사 종사자 수 추이



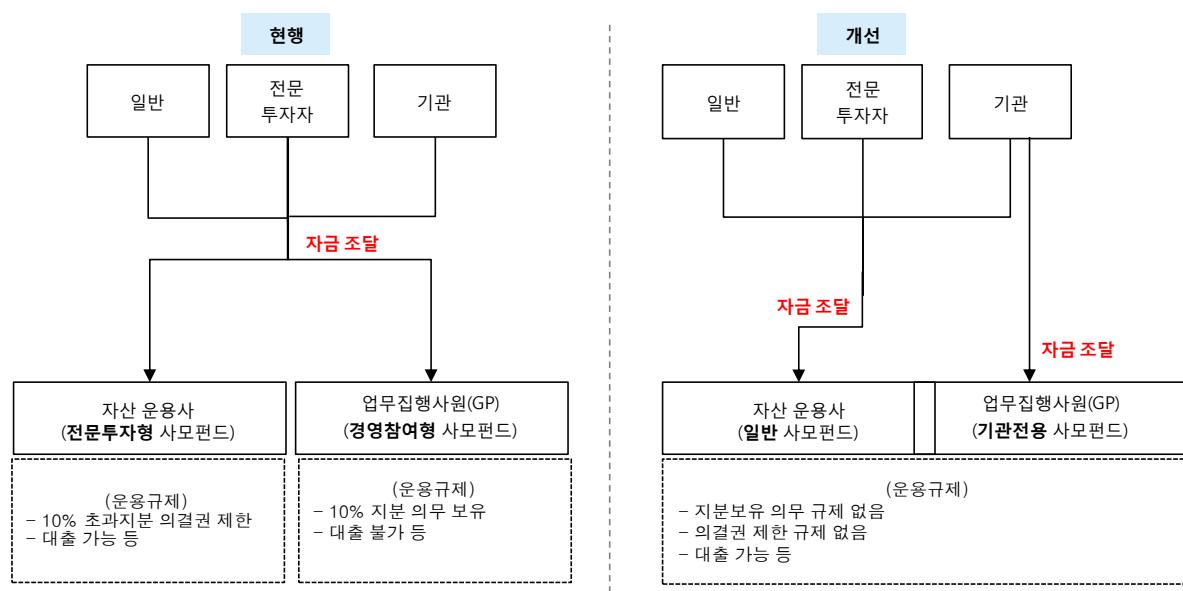
자료: 금융위원회, 하이투자증권

표2. 사모펀드 규제체계 현행/개선(안) 비교

구분	현행		개선(안)
	전문투자형(헤지펀드)	경영참여형(PEF)	사모펀드 일원화
운용사	자산운용사	업무집행사원(GP)	자산운용사
투자자 범위	1억 이상 개인·법인 + 전문투자자	3억 이상 개인·법인 + 전문투자자	1억 이상 + 기관투자자 (기관전용 사모펀드: 기관투자자만)
운용 규제	지분보유 의무	- 해당 없음	- 출자금 50% 이상 2년내 주식 투자 - 의결권 있는 주식 10% 이상 취득 - 취득 주식 6개월 이상 보유
	의결권 제한	- 보유주식 중 10% 초과분에 대한 의결권 행사 제한	- 해당 없음
	차입	- 순재산 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자 등)	- PEF재산 10% 이내 (단, SPC를 활용할 경우 300%까지)
	대출	- 대출 가능(단, 개인대출 금지)	- 대출 불가
보고 의무	업무보고서 제출·공시	- 분기별 업무보고서 금융위 제출 - 업무보고서 지점 및 영업소 비치, 홈페이지 공시 등	- 해당 없음
	시스템 리스크 관련 보고	- 파생상품 매매, 채무보증, 담보제공, 금전차입 현황보고 (100억 이상 : 연 2회, 100억 이하: 연 1회)	- 경영권 참여외 투자 현황, 차입, 채무보증 현황보고
검사 및 감독	- 펀드와 운용사 모두 검사 및 감독 가능	- 법령상 펀드에 대한 검사 및 감독은 명확히 규정, GP에 대한 검사 및 감독은 명확히 규정되지 않음	- 운용사 검사 및 감독 - 기관전용 사모펀드(GP) 금융감독 개입 최소화 (단, 시스템 리스크, 시장질서 교란 관리 차원의 검사 가능)
대기업 관련 규제	- 해당 없음	- 기존 계열회사 지분 취득 및 의결권 행사 금지 등	- 기존 계열회사 지분 취득 및 의결권 행사 금지 등

자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림5. 사모펀드 체계 비교



자료: 금융위원회, 하이투자증권

## 2. 국민연금 스튜어드십 코드 도입 ⇒ 지주회사 지배구조 개선효과 클 듯

지난 7 월 말 국민연금 기금운용위원회는 올해 제 6 차 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, 향후 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 및 확대, 기업과 비공개 대화 확대, 이사회 구성 및 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 넓하는 것이다.

오는 2020 년에는 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.

이와 같이 스튜어드십 코드는 투자자 이익 보호뿐만 아니라 기업 지배구조 개선에도 큰 효과가 있을 것으로 예상된다.

특히 문재인 정부의 경우 재벌개혁 관점에서 스튜어드십 코드를 접근하기 때문에 배당확대, 이사회의 독립성 제고 등 지주회사 지배구조 개선효과가 크게 나타날 수 있을 것이다. 이는 지주회사의 경우 지배구조가 개선되면 한정된 자원을 효율적으로 재배분하게 되면서 지주회사 기업가치를 극대화 할 수 있기 때문이다.

표3. 한국형 스튜어드십 코드 7 대 원칙

구분	내용
원칙1	기관투자는 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

표4. 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 기관투자가가 공개(공정공시)한 뒤 매매/거래하는 등의 방법을 선택 가능함
5% 보고	스튜어드십 코드에 참여중인 기관투자는 주식 등의 대량 보유 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 투표 결과가 나오는 경우 기관투자가 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 포럼에 참석한 경우 여러 기관투자자들이 동일한 자문기관을 이용하고 동일한 방향으로 의결권이 행사된 경우

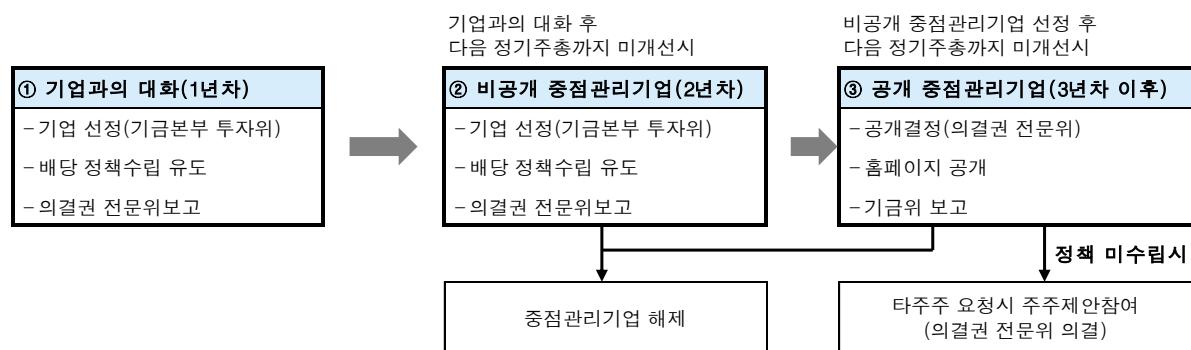
자료: 금융위원회, 하이투자증권

표5. 국민연금 주주권행사 전체 로드맵(안)

이행시기	주주권행사 구분	주요내용		비고
		현황	개선	
'18년 하반기	배당관련 주주활동 개선	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당성향 낮은 기업(연 4~5개 수준) 대상 합리적 배당정책 수립요구</li> <li>○ 미개선 기업은 명단 공개, 의결권행사 연계, 타주주 주주제안시 참여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 합리적 배당정책 수립요구 강화 ▲ 개선여지가 없는 기업은 다음단계로 즉각 이행, ▲ 필요시 직접 주주제안권을 행사할 수 있도록 개선, ▲ 기업과 대화 대상기업 확대(연8~10개 수준 등)</li> </ul>	- 국민연금의 배당관련 주주권행사는 경영참여 아님(자본시장법 시행령 개정 '14.12.9)
	의결권행사 사전공시	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 원칙적 사후공시(주총 후 14일 이내 공시)</li> <li>○ 다만, 의결권전문위 결정은 사전공개 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 원칙적 사전공시</li> <li>○ 수탁자책임전문위 결정안건, 공개 주주활동 관련 기업 안건은 보도자료 배포 등 상세 설명</li> </ul>	
	주주대표소송	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 미시행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 시행근거, 제기 요건* 등 마련 *형사재판에서 손해액이 이미 확정되어 승소 가능성이 높은 경우 등 시행</li> <li>○ 소송내역 공시근거 마련 등</li> </ul>	- 이사가 횡령, 배임 등으로 기업에 손해를 끼친 경우 제기(공익적 성격 有)
	손해배상소송	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 시행 중 (대우조선해양 분식회계 관련 손해배상청구소송 진행 중)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 시행 근거, 요건 명문화, 소송내역 공시근거 마련 등</li> </ul>	
	예상치 못한 기업가치 훼손이슈 발생시 주주활동	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 비공개 대화를 시행 중이나 명문화되어 있지 않음</li> <li>○ 기업 불수용시 이에 따른 후속조치는 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 관리내용 명문화</li> <li>○ 사안에 따라 비공개 대화 외 공개 주주활동 실시 및 의결권행사 연계 가능</li> </ul>	
'19년	주주활동 이행기준인 중점 관리사안 추가 설정·확대 ('19부터)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당만 존재</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익편취 행위, 임원 보수한도 과다, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안 등</li> </ul>	
	기업과 비공개 대화 확대 ('19부터)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당성향 낮은 기업대상 *기업가치 훼손 이슈 기업에 대해 제한적 실시 중(기금부분 재량)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익편취 행위, 임원 보수한도 과다, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 기업 추가</li> </ul>	
	이사회 구성·운영, 이사, 감사선임 등 관련 가이드라인 마련 ('19년 상반기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 없음(유사한 성격인 '의결권지침' 존재)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 의결권지침 등 활용하여 일반원칙*을 마련하고 공개 * 예) 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성되어야 한다</li> </ul>	
	위탁운용사 활용한 주주활동 확대 ('19년 상반기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 미시행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ ▲ 위탁운용사 선정 및 정기평가시 스튜어드십 코드 참여, 이행하는 위탁운용사는 가장 부여 ○ 자본시장법 시행령 개정 후, 위탁운용 주식의 의결권행사는 위탁운용사에 위임 *투자일임업자가 연기금 등으로부터 의결권을 위임받아 행사할 수 있도록 법령 개정 절차 진행 중(금융위)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 코드 도입 가점 부여 등으로 위탁운용사도 성실한 수탁자 책임활동 유도효과</li> <li>- 국민연금에 집중된 의결권행사 분산 가능(영향력 감소, 연금사회주의 우려 해소 등)</li> </ul>
'20년	비공개 대화 후 미개선 기업 대상 비공개 중점관리기업 선정 ('20년 상반기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당관련 미개선 기업만 선정</li> <li>○ 중점대상회사 선정, 공개 등까지 의무적으로 1년 소요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 확대된 중점관리사안에 따라 비공개 대화 후 미개선된 기업 추가 선정 *횡령, 배임, 부당지원행위, 사익편취행위, 관련 기업 등</li> <li>○ 개선여지 없는 기업은 즉각 선정, 공개 등 다음 단계로 이행</li> </ul>	
	미개선 기업 대상 의결권행사 연계 ('20년 주총시)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당관련 미개선 기업만 연계 *재무제표 승인, 이사선임 등 반대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 확대된 중점관리사안에 따른 미개선 기업과도 연계 *이사, 사외이사, 감사위원 등 선임에 반대</li> </ul>	
	미개선 비공개중점관리기업 대상 공개중점관리기업 선정(명단공개) 및 공개서한 발송 ('20년 하반기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당관련 미개선 기업</li> <li>○ 배당은 경영참여에 해당하지 않아, 타주주 주주제안 참여 요청시 참여 중</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 비공개 중점관리기업 중 미개선된 기업을 대상으로, 선정하고 기업명 공개, 공개서한 발송 등 이행</li> </ul>	- 기업 명성에 영향, 다른 주주와 공감대 형성하여 간접적으로 기업행동 변화 유도
자본시장법上 경영참여 해당 주주권	사외이사 후보 추천 주주제안	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 미시행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 경영참여 해당사안으로 제반여건이 구비된 후 재검토</li> <li>○ 다만, 기업(이사회)이 요청하는 경우 '20년부터 시행('19년은 인력풀 마련 등 준비)</li> </ul>	
	국민연금 의사관철을 위한 의결권 위임장 대결	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 미시행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 제반여건이 구비된 후 재검토</li> </ul>	

자료: 보건복지부, 국민연금공단, 하이투자증권

그림6. 국민연금 배당관련 주주활동 프로세스



자료: 보건복지부, 국민연금공단, 하이투자증권

### 3. 주주행동주의 펀드 활성화로 기업지배구조 개선 되면서 지주회사 수혜 받을 듯

주식회사는 주주가 주인인 회사다. 주주(株主)는 말 그대로 주식에 대한 권리인 주권(株券)을 가진 사람으로 소액주주라도 자신의 주권을 행사하는 일, 그것이 좀 더 투명하고 올바른 자본시장을 만드는 첫걸음이 될 것이다.

향후 어떤 형태의 사모펀드라도 10% 이하의 소수 지분만을 갖고도 기업 경영에 참여할 수 있게 되면서 주주행동주의 펀드가 국내에서도 활성화 될 가능성이 높아졌다.

여기서 분명한 점은 주주행동주의 펀드 등 사모펀드의 경우 지배구조 개선 등이 기업가치 상승으로 이어질 수 있다는 명분이 여타 주주들의 호응을 받아야 한다.

또한 기업가치 극대화 등 자본시장의 논리에 움직이는 사모펀드의 근본적인 존재 목적은 수익률이고 매각 차익이다. 저가에 사서 기업의 가치를 높여 적절한 타이밍과 적절한 인수자에게 높은 가격에 되팔아 투자자에게 높은 수익을 제공한다. 기업의 가치를 높이는 방법은 지배구조 및 재무구조 개선과 더불어, 경영 효율화, 외형 확장을 통한 기업의 재편과 성과 개선 등이다.

1997년 IMF 외환위기로 인하여 SK 증권이 부실화 되자 SK 증권을 구제하기 위하여 JP 모건과 이면계약을 체결하였으며, JP 모건이 유상증자에 참여함으로써 입을 손실을 SK 글로벌이 모두 떠맡기로 하였다. 2003년 검찰의 수사로 이러한 이면계약이 드러나고 SK 그룹 최고경영진의 지시로 계열사들이 분식회계를 한 것이 적발되어 최태원 회장은 구속되고 SK 주식은 급락하였다.

이때 사모펀드 소버린 자산운용은 철저한 계획을 통해 SK 주식 14.99%을 1,800 억원에 매집하였다. 그 이후 소버린 자산운용은 최태원 회장 등 분식회계에 연루된 경영진 퇴진과 지배구조 개선을 요구하며 전방위적으로 압박하고 나섰다. 특히 SK 은 SK 그룹 전체의 지주회사 역할을 하고 있었으므로 SK 의 주인이 바뀌면 SK 그룹 전체의 주인이 바뀔 수도 있는 상황이었다.

소버린에 대항하기 위하여 SK 는 국내 소액주주들의 애국심에 호소하였으며, 주가부양을 위한 정책들을 실시하면서 SK 주가는 상승하기 시작하였다. 소액주주의 도움을 받아 SK 주주총회에서 소버린의 도전을 힘겹게 물리쳤다. 그러자 SK 의 경영권을 인수하겠다는 소버린은 2005년 7월 주식을 매입한지 2년만에 SK 주식을 모두 매각하고 한국 시장에서 철수하였다. 1,800 억원 투자하였던 소버린은 8,000 억원의 가량의 시세차익을 얻었다.

어찌되었든 이러한 과정을 거치면서 SK 그룹은 지배구조 개선 정책을 실시하여 건실한 상태로 개선되었다. 결과적으로 소버린이 SK 그룹의 경영정책에 영향을 미쳐, SK 구룹의 투명성 및 주주가치 향상에 간접적으로 공헌한 측면이 있다고 할 수 있다.

이렇듯 주주행동주의 펀드는 PBR 이 낮고, 사내 유보금이 많은 기업, 사업전략에 이슈가 있거나, 대주주 지분율이 낮은 등 지배구조에 이슈가 있는 기업을 대상으로 공격하는 행태를 보인다. 또한 언론을 강력한 메가폰으로 활용할 수 있기 때문에 적은 지분으로도 기업에게 큰 영향력을 행사할 수 있게 되었다.

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.

특히 우리나라 재벌 등 그룹들의 경우 왜곡된 지배구조를 해소하는 과정에서 총수 일가의 이익이 기타 주주의 이익에 우선시되는 결정이 내려지고 이것이 바로 지배구조의 취약한 부분으로 되었다. 이러한 기업지배구조의 허점을 노리는 것이 주주행동주의 펀드 등이다.

이에 따라 주주행동주의 펀드들의 요구 내용은 주로 지배구조 개선, 배당 확대 및 자사주 매입, 사업전략 및 구조 조정 방안 등을 제안한다. 특히 유휴자산매각을 독려하고, 화보한 자금을 주주환원이나 재무구조 개선에 사용할 것을 제시한다.

무엇보다 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.

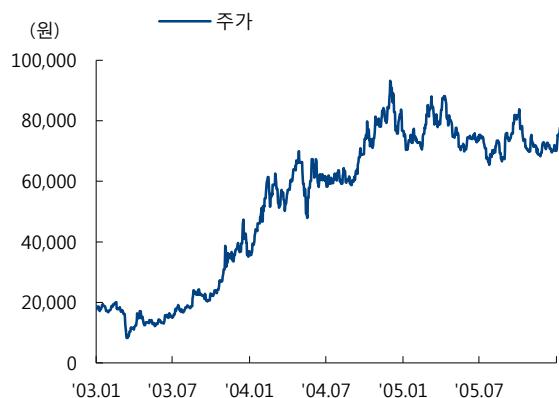
이와 같은 지주회사 자체적인 지배구조 개선이 자회사들에게 영향을 미칠 수 있을 뿐만 아니라 지주회사는 여러 상장기업들을 자회사로 두고 있기 때문에 상장기업들 지배구조 개선 효과가 지주회사에서 보다 크게 나타날 수 있을 것이다.

표6. 소버린 사태 당시 SK 그룹의 지배구조 관련 이벤트

일시	내용
'03.03	SK글로벌(현 SK네트웍스) 분식회계, 최태원 회장 구속
'03.04	소버린, ㈜SK 지분 8.64% 확보, 1대 주주 등극
'03.04	소버린, ㈜SK 지분 14.99%로 확대
'03.05	소버린, ㈜SK의 SK글로벌 지원 중단 요구
'03.06	㈜SK, SK글로벌 매출채권, 8,500억원 출자전환
'04.12	최태원 회장, SK C&C가 ㈜SK 지분 매입(15.62%)
'05.03	최태원 회장 재선임
'05.07	소버린, ㈜SK 지분 전량 매각

자료: 공시 및 각종 언론, 하이투자증권

그림7. SK 주가 추이 (2003.01.01-2005.12.31)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림8. SK 시가총액 추이 (2003.01.01-2005.12.31)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

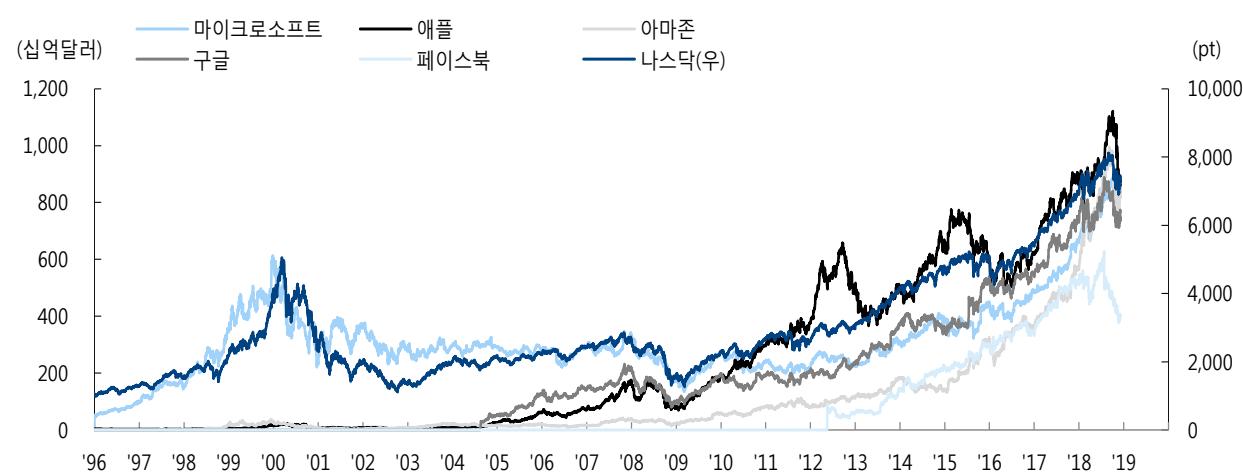
## II. 응답하라 1999 : 역사는 돌고 돈다

### 1. PC 시대→ 모바일 시대→제 4 차 산업혁명 시대: MS 클라우드와 인공지능으로 디지털 트랜스포메이션 선도

PC 시대의 주도주인 마이크로소프트(MS)가 미국 증시에서 종가기준(11/30)으로 시총 8,512 억 달러를 기록하면서, 애플(8,474 억 달러)을 제치고 16년 만에 시가총액 1위에 올라섰다. 마이크로소프트(MS)의 경우 1990년대 PC 운영체제(OS) 시장의 독보적인 점유율을 바탕으로 사무용 소프트웨어, 웹브라우저 등 시장에서 지배력을 행사하면서 1990년대 말까지 부동의 시가총액 1위였다. 그러나 2012년부터 PC를 주머니에 넣어버린 아이폰이 모바일 시대를 주도하면서 애플이 시가총액 1위를 줄곧 독식해왔다.

이렇듯 PC에서 모바일 시대를 지나 제 4 차 산업혁명 시대를 맞고 있는 가운데 혁신적인 변화에 주요 동인인 클라우드와 인공지능을 중심으로 마이크로소프트(MS)는 기업 비즈니스 환경 개선을 집중 공략하면서 시가총액 1위에 올라섰다. 즉, 마이크로소프트(MS)는 PC 시대의 주력 소프트웨어인 윈도우에서 제 4 차 산업혁명 시대 디지털 트랜스포메이션의 주력 소프트웨어인 클라우드와 인공지능으로 매출 등을 확대하면서 다시 시가총액 1위에 복귀하였다.

그림9. 나스닥 지수 및 주요 IT 기업 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림10. 마이크로소프트 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림11. 애플 시가총액 추이



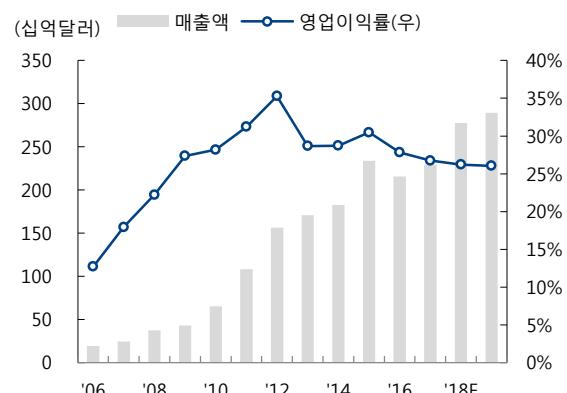
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림12. 마이크로소프트 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림13. 애플 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

## 2. 1997년 12월 IMF 외환위기 이후 우리나라 주식시장이 침체를 겪다가 1999년부터 닷컴버블에 동참하면서 큰 폭 상승

1997년 12월 IMF 외환위기 이후 우리나라 주식시장은 곤두박질 치면서 침체를 겪는 시기였다. 반면에 미국 등에서는 개인용 PC 대중화로 인터넷에 연결된 컴퓨터 수가 증가하면서 인터넷이 매개가 된 새로운 비즈니스 모델들이 나타나기 시작하자 구글, 야후, 아마존, 이베이 등의 ICT 기업들이 등장하였을 뿐만 아니라 PC 운영체제(OS) 보급으로 마이크로소프트(MS)가 시가총액 1위를 차지하며 주도주로서 활약을 하였다.

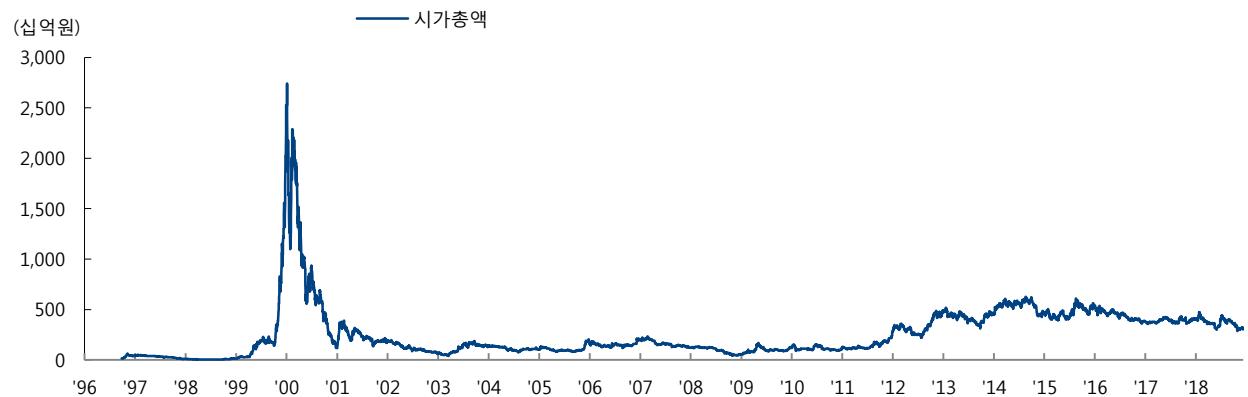
김대중 정부의 경우 IMF를 극복하기 위한 해법으로 정보 기술(IT)관련 벤처기업을 육성하는 데 전력을 다 하였을 뿐만 아니라 코스닥 시장 활성화에 매진하였다. 또한 Cyber Korea 21을 수립하여 인터넷 PC 보급 정책을 추진하였다. 1999년부터 우리나라 주식시장도 이러한 정부정책과 더불어 초고속망 보급 및 각종 인터넷 서비스 등 인터넷 대중화에 대한 파급효과의 기대치 상승으로 관련 기업들이 폭등하였다. 즉, 인터넷 인프라 기대감으로 SK 텔레콤, 데이콤 등이, PC 소프트웨어 업체로서 한글과컴퓨터 등이, 인터넷 관련 비즈니스 모델로서 새롬기술, 골드뱅크 등이 큰 폭으로 상승하였다.

그림14. 코스닥 지수 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림15. 한글과컴퓨터 시가총액 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림16. SK 텔레콤 시가총액 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

### 3. 역사가 돌고 돈다면 바야흐로 2019년에는 콘텐츠 등 제4차 산업혁명 관련 주식들이 큰 폭으로 상승할 듯

닷컴버블 당시 인프라는 인터넷 이었다면 제4차 산업혁명 시대에는 5G 가 인프라에 해당될 것이다. 또한 빅데이터, 인공지능, 클라우드, 사물인터넷 등 제4차 산업혁명 관련 주요 동인들을 활용한 디지털 트랜스포메이션으로 제품을 서비스화 하는 새로운 비즈니스 모델들이 등장하고 있을 뿐만 아니라 5G 인프라가 이러한 비즈니스 모델들을 더욱 더 풍부하게 해줄 것이다.

무엇보다 이러한 비즈니스 모델들은 없었던 것들이 새로 생기는 경우가 있을 수 있을 뿐만 아니라, 다른 영역으로 확장 되거나 시장을 확대시킬 수 있으므로 관련 주식들은 큰 폭의 상승을 가져올 수 있을 것이다. 최근 5G 기대감으로 통신 관련주가 상승하고 있는 것과 더불어, 콘텐츠의 대명사인 게임주 엔씨소프트가 역사상 신고가를 기록하고 있는 것도 제4차 산업혁명 관련 주식들 상승의 징조로 받아들일 수 있을 것이다.

따라서 2019년에는 비즈니스 모델 가시화로 제4차 산업혁명 관련 주식들이 상승할 수 있을 것으로 예상되는 가운데, 특히 우리나라에서 강점을 가지고 있으면서 시장 세계화, 플랫폼 경쟁, 모바일 기기 발달로 인하여 음원, 드라마, 영화, 게임 등 콘텐츠 관련주들의 상승이 돌보일 수 있을 것이다.

그림17. 엔씨소프트 시가총액 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

표7. 제 4 차 산업혁명 관련 투자 유망주

구분	투자유망종목
콘텐츠	JYP Ent., 에스엠, 와이지엔터, 대월미디어, 디앤씨미디어, 덱스터, 스튜디오드래곤, 펄어비스, 엔씨소프트 등
시장확대	휠라코리아, 현대상사 등
5G 등 통신인프라	LG 유플러스, SK 텔레콤, KT, 오이솔루션, 유비퀘스, 케이엠더블유, 알엔투테크 등
무인점포	아이디스, 롯데정보통신, 애스원 등
스마트 모빌리티	SK 네트웍스, AJ 렌터카 등
바이오헬스	엔지켐생명과학, 오스템임플란트 등
푸드테크	푸드나무 등

자료: 하이투자증권

### III. 생활의 연결인 스마트 모빌리티

#### 1. 제조업의 서비스화 통한 비즈니스 모델 변혁

사물인터넷, 빅데이터, 인공지능, 클라우드 등이 이끄는 제 4 차 산업혁명으로 인하여 새로운 생산 및 유통혁명 등이 일어나고 있다. 이에 따라 제조 산업의 새로운 트렌드로 서비스화가 떠오르고 있다.

과거 제조기업들의 경우 제품 생산 및 공급 중심 위주의 사업 모델로 인하여 인적 역량과 가격경쟁력 등이 시장 경쟁우위로서 차별화 되는 요인 이었다. 그러나 제 4 차 산업혁명이 도래하면서 단순히 제품을 생산하고 공급하는 과거 대량생산, 대량소비 체제로부터 소량생산, 맞춤소비 체제로 변화되고 있을 뿐만 아니라 ICT 기술을 기반으로 한 제조업의 영역이 확장되고 타 산업과의 융합 및 새로운 영역 창출 등으로 인하여 제조업의 서비스화가 촉진되고 있다.

제조업의 서비스화는 사물인터넷, 빅데이터, 인공지능, 클라우드 등 기술들을 기반으로 제조와 서비스, 소비자를 연결하는 플랫폼을 구축하고 이를 기반으로 새로운 생태계를 생성하고 있는 것이다. 또한 글로벌 기업들은 기존 제품과 서비스가 결합된 형태 외에도 그동안 존재하지 않았던 새로운 서비스를 창출하며 제 4 차 산업혁명에 대한 경쟁력을 강화하는 중에 있다.

특히 이전과는 다른 수요와 새로운 부가가치 서비스를 제공함으로써 새로운 시장을 창출하고 경쟁우위를 확보하여 제품 제조자의 위치에서 서비스 제공자의 위치로 전환되면서 새로운 비즈니스 모델 개발을 통해 신규 시장에서 수익을 창출하는 형태로 변화되고 있는 것이다.

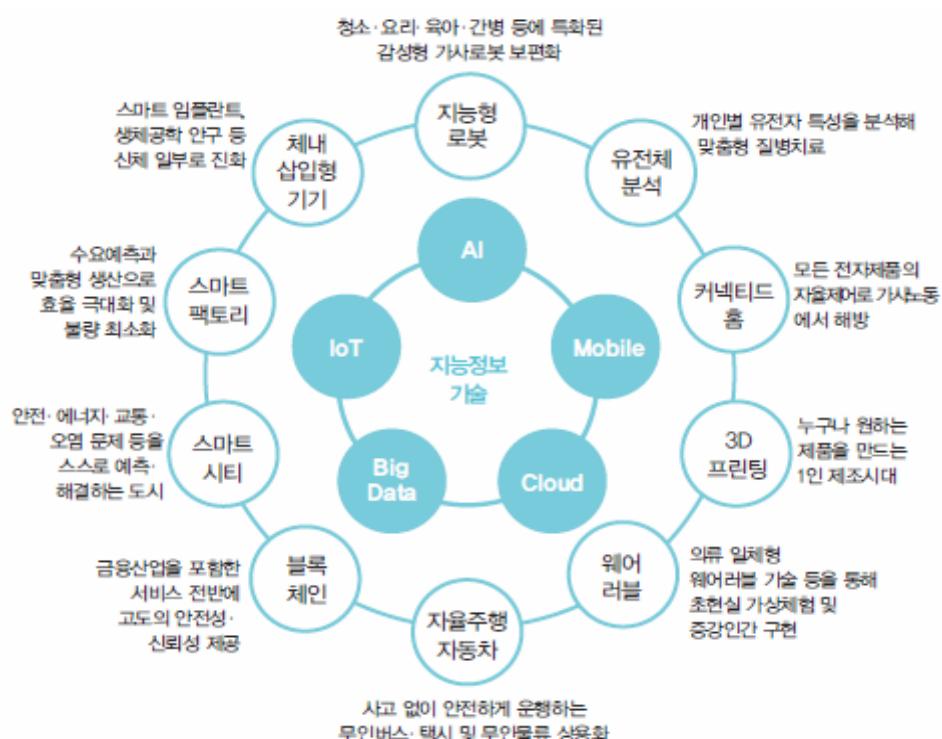
따라서 기업들의 경우 제 4 차 산업혁명 시대 환경이 급속하게 변화되는 환경하에서 제조업의 서비스화 통한 비즈니스 모델 변혁으로 위기를 기회로 바꿀 수 있는 토대를 마련해야 한다.

그림18. 제 4 차 산업혁명 및 지능정보기술

캡	IoT	Mobile	Cloud & Big Data	AI	새로운 가치
	모든 기계·인간으로부터 데이터 수집		정보처리능력 고도화로 데이터 축적·분석강화	기계가 데이터를 퍼뜨려 학습해 새로운 지능정보가치 창출	
	CCTV				스마트팩토리 → 생산비용 절감
	자동차				자율자동차·스마트교통 → 교통사고 감소
	가전				스마트홈 → 생활 편의성 향상
	의료건강				스마트 헬스케어 → 의료비 감소
	기반시설				스마트 인프라 → 안정적 에너지 수급
특	만물의 데이터화	실시간 반응	자율 진화	무인 의사결정	

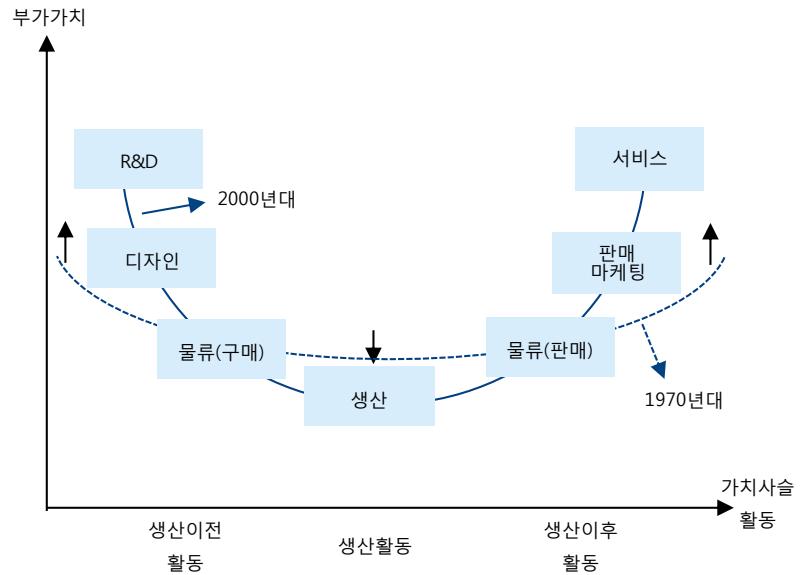
자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림19. 지능정보기술과 타 산업·기술의 융합 예시



자료: 과학기술정보통신부, 하이투자증권

그림20. 제조 가치사슬활동의 부가가치 변화



자료: OECD, Interconnected Economies : Benefiting from Global Value Chains, 28 May 2013,  
하이투자증권

표8. 미국 제조업의 가치사슬활동별 일자리 및 임금 변화(2002년 vs 2010년)

부가가치 활동		증감율('02 vs '10)	
		일자리	임금
생산이전 활동	시장분석	+26%	+14.2%
	R&D	+13%	+10.5%
	디자인, 기술서비스	+23%	+13.6%
생산활동	생산	-25%	+7.5%
생산이후 활동	도매	-7%	+3.4%
	소매	-4%	-6.6%
	A/S	-5%	+6.4%

자료: Katie S. Whitefoot and Walter D. Valdivia, "Innovation and manufacturing labor: a value-chain perspective" Executive Summary, Brookings Institution, March 2015, 하이투자증권

## 2. 자동차: 제품에서 모빌리티 서비스 개념 확장으로 생활의 연결인 스마트 모빌리티 실현

2010년 서비스를 시작한 우버는 8년 만에 65개국 600개 이상의 도시로 서비스를 확장하고 전 세계 스타트업 중 기업 가치 1위로 자리매김 하였으며, 그 이후 디디추싱, 그랩 등 유사한 차량 공유 서비스가 전 세계적으로 확산되고 있다.

이와 같은 공유경제 시스템의 확산은 구매력 저하로 연결되기 때문에 자동차 제조업체에게는 마냥 좋을 수는 없을 것이다. 특히 대중교통이 발달해 있는 국가의 경우 자동차 구매율은 갈수록 떨어지는 추세다.

일본의 경우에는 1980년대 중반부터 1990년대 중반 사이에 태어난 이들의 운전 면허 취득률이 70%를 밟고 있다. 또한 미국의 경우도 일본만큼은 아니지만 역시 20~30대들의 운전 면허 취득률이 꾸준히 떨어지고 있다.

제조업의 서비스화 추세에 맞춰서 자동차가 팔아야 할 제품에 그치지 않고 모빌리티(Mobility) 서비스를 제공할 수 있는 수단으로 개념이 확장되어 가고 있다. 즉, 자동차 자체만이 아니라, 대중교통과의 연결 및 주차장 운영 등 여러 형태로 사업의 외연을 확장하고 있다. 여기에 더해서 모든 교통수단을 하나의 통합된 서비스로 제공하는 서비스로서의 모빌리티(Mobility as a Service)가 등장하고 있다.

모빌리티(Mobility)의 본질은 생활의 연결인데, 이런 모빌리티(Mobility)가 소유에서 공유로, 고정된 장소에서 내 집 문 앞으로, 정해진 시간에서 필요한 시간으로 변하고 있으며, 여기에 자동결제 시스템, 지도 데이터, 모바일, 인공지능 등의 결합으로 연결, 공유, 다양성 등이 실현되며 다양한 영역에서 스마트 모빌리티 세상이 펼쳐질 수 있을 것이다.

한편, 지난 10월 일본 자동차 제조업체 도요타자동차와 IT 기업 소프트뱅크가 자율주행차를 활용한 배차 서비스 등 차세대 교통 서비스를 개발하기 위해 공동 출자 회사를 설립한다고 발표하였다.

공동출자회사인 모네 테크놀로지는 소프트뱅크가 50.25%, 도요타가 49.75% 출자한다. 자율주행차 분야에서 사업개발 및 투자를 선두적으로 이끌어온 두 회사가 전략적으로 손을 잡음에 따라 이 분야의 신기술, 서비스 분야의 합종연횡이 더욱 더 가속화 될 것으로 예상된다.

모네 테크놀로지는 도요타가 개발해온 자율주행차량 이-팔렛(e-pallet)를 활용한 새로운 서비스를 개발할 계획이다. 올해 1 월 도요타가 발표한 이-팔렛(e-pallet)는 택시나 승차공유 시스템을 활용해 무인점포나 무인택배 등으로 사업분야를 확장한 개념이다.

도요타는 2020 년까지 일본과 미국, 중국에서 판매하는 거의 대부분의 자동차를 통신기능을 가진 커넥티카(Connected Car)로 전환한다는 계획을 가지고 있는데, 이는 차에서 얻은 막대한 양의 데이터를 활용해 다양한 서비스를 개발하여 수익을 창출하겠다는 뜻이다.

결국에는 모네테크놀로지는 도요타가 만든 자율주행차량 이-팔렛(e-pallet)를 투입하여 수요 대응형 운송 서비스를 비롯하여, 다방면에서 모빌리티 본질인 생활의 연결을 제공하게 될 것이다.

표9. 글로벌 스마트 모빌리티 플레이어

구분 설립연도	<b>Uber</b> 2009	<b>Didi</b> 2012	<b>Grab</b> 2012	<b>Bird</b> 2017	<b>Lime</b> 2017
Valuation	120 조원	80 조원	11 조원	3.3 조원	2 조원
# of employees	2 만명	3 만명	1.6 만명		
# of drivers	300 만명	2,108 만명	260 만명		

자료: 언론자료, 하이투자증권

### 3. 스마트 모빌리티의 기반 렌터카 업체

우리나라의 경우 현재 자동차 서비스 관점에서 렌터카와 카쉐어링(Car Sharing) 등이 있다. 두 서비스 다 운전자가 자신의 자동차를 구입하지 않고 빌려 쓴다는 데서 공통점이 있지만 이용방식에는 다소 차이가 있다.

카쉐어링(Car Sharing)은 유통업에서 말하는 시간의 상품화라는 개념으로서 짧은 시간 단위로 대여요금과 주행 요금을 책정하는 방식을 택하고 있다. 따라서 카쉐어링(Car Sharing) 서비스는 소비자 입장에서 허들로 여길 수 있는 비싼 단위 시간 당 서비스 요금을 가입 시 무료 쿠폰 증정, 특정 시간대 할인은 물론 장시간 이용 시 할인 등 다양한 이벤트 및 요금 할인 정책 등으로 낮추고 있다. 이는 렌터카 기업의 다양한 알뜰소비형 프로모션 이벤트를 벤치마킹한 것이라 할 수 있다.

렌터카와 카쉐어링(Car Sharing)은 닳은 듯하면서도 어느 정도 경쟁 관계에 있다. 최근에는 렌터카와 카쉐어링(Car Sharing)이 서로의 장점을 받아들여 진화하면서 이용 편의가 높아지고 있다. 즉, 렌터카 기업들이 고객의 편의 증대와 이용 요금의 합리화를 위한 다양한 프로그램을 개발하고 있는 것도 카쉐어링(Car Sharing) 서비스의 장점을 벤치마킹한 덕분이라 할 수 있다. 차고지가 가깝다는 카쉐어링(Car Sharing) 서비스의 장점을 렌터카의 방식으로 풀어낸 것이 바로 픽업 딜리버리(pick up delivery)서비스라 할 수 있다. 더 적극적으로는 렌터카 기업이 직접 카쉐어링(Car Sharing) 서비스에 투자하거나 이를 인수하는 움직임도 보이고 있다.

한편, 우버(Uber), 그랩(Grab) 등 글로벌 시장을 선도하는 업체들은 개인 소유의 모든 자동차를 자사 플랫폼으로 활용하는 카헤일링(Car Hailing) 시장을 개척하였지만 택시 등 기존 사업자들의 지배력과 반발이 강한 나라에서는 진입이 차단되었다.

이렇게 카헤일링(Car Hailing) 사업자의 진입이 차단되다 보니 향후 렌터카 사업자 기반으로 카쉐어링 등 스마트 모빌리티 사업이 펼쳐질 것으로 예상된다.

## IV. 푸드테크로 디이어트 하실래요

### 1. 푸드테크(Food Tech)시대 도래

인터넷이 가져온 정보혁명이 한 단계 성장하고 있고, 사물인터넷(IoT), 빅데이터(BigData), 인공지능(AI) 등이 새로운 생산 및 유통혁명을 가져오고 있다.

식품산업 관점에서는 식품에 정보통신기술(ICT)을 접목한 푸드테크(Food Tech)가 떠오르고 있다. 즉, 푸드테크는 생산-가공-유통-판매-소비-폐기 등 푸드밸류체인 전반에 걸쳐 ICT를 접목하는 것이다.

이에 따라 농식품 및 외식산업 전반에 걸쳐 ICT를 접목하여, 다양한 융/복합을 진행하면서 새로운 푸드테크 비즈니스 모델들이 출현되고 있다.

1 차 산업인 생산 분야에서는 스마트농업 구현으로 즉, 생산에 영향을 미치는 모든 요소에 대한 예측 및 분석을 통해 생산성 증대는 물론이고 비용절감도 가능해졌다. 가령 스마트팜의 경우 스마트폰으로 비닐하우스 내의 온도/습도/조도/공기 상태 등을 살피고 버튼만으로 보온 덮개, 환풍기, 스프링클러, 열풍기 등을 조작하여 생산에 알맞는 환경을 조성한다.

특히 유통, 판매, 소비 분야의 ICT 접목은 더욱 팔목할 만하다. 농산물 유통에 스마트폰 전자 경매 시스템 활용 및 유통 이력제 시행 등 전자 상거래가 자리 잡고 있다.

또한 외식시장에서의 푸드테크의 도입은 외식 패러다임을 완벽하게 바꿔놓는 계기가 되었다. 즉, 음식주문에서부터 배달 서비스, 맛집 추천 및 예약 서비스, 음식을 만들 수 있는 레시피는 물론이고 식재료의 배송 서비스 등 다양한 분야로 확장되고 있다.

국내에선 외식시장과 식재료 유통시장이 푸드테크와 결합해 새로운 식품산업 생태계가 등장하고 있다. 국내 스타트업으로는 음식 배달 분야의 배달의 민족, 요기요, 식재료배송 분야의 헬로네이처, 마켓컬리, 맛집 정보 추천 분야의 맹고플레이트, 모바일 식권 분야의 식권대장 등이 있다.

결국에는 푸드테크의 최고 지향점은 고객 맞춤화다. 따라서 푸드테크는 소비자의 건강, 맛 등이 고려된 식재료들을 필요한 양만큼 원하는 시간과 장소에 배송할 수 있는 형태로 발전할 것으로 예상된다.

## 2. 온라인 및 밀레니얼 세대가 푸드테크를 성장시킨다

인터넷과 모바일기기의 대중화와 더불어 결제, 배송 등 각종 인프라가 발달하면서 온라인 관련 쇼핑시장은 괄목할 만하게 성장하고 있다. 이와 같은 온라인 쇼핑 성장 환경하에서 1인 가구, 맞벌이 부부의 증가 등 인구구조의 변화, 물류 및 배송시스템의 발달, 밀레니얼 세대 소비 주체 등장 등으로 말미암아 온라인 관련 식품시장인 푸드테크를 크게 성장시키고 있다.

무엇보다 푸드테크 발달로 인하여 식품은 온라인 주문 및 배송이 까다롭다는 식품유통에 대한 전통적인 인식이 변화되고 있다.

마트에 직접가서 시장을 볼 여유가 없는 1인 가구 및 맞벌이 부부는 손쉽게 식재료를 구입할 수 있는 온라인 쇼핑몰을 선호하는 경향이 있다. 또한 시간이 지날수록 품질이 저하되는 신선식품의 특성상 빠른 배송이 소비자의 구매결정에 끼치는 영향이 크다고 할 수 있는데, 물류 및 배송시스템의 발달로 인하여 당일배송, 새벽배송 등이 가능해지면서 온라인에서 신선식품을 구매하고자 하는 소비자 역시 늘어나고 있다.

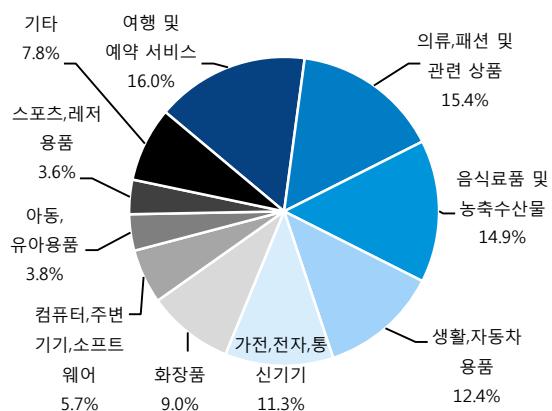
한편, 소비주체로 밀레니얼 세대가 부상하며 식료품 소비의 디지털화가 진행되고 있다. 급속도로 기술이 발달한 시기인 1980년부터 2000년에 태어나고 자라 어린시절에 인터넷을 경험하고 IT 기술에 친숙한 밀레니얼 세대들은 온라인쇼핑 발달의 주역으로 자리잡고 있다. 밀레니얼 세대들은 온라인을 적극적으로 활용하여 소비활동을 영위하는 계층으로, 식료품의 주 구매층인 주부 중 밀레니얼 세대의 비중이 늘어난 것이 푸드테크 성장의 주 요인이다.

무엇보다 이와 같은 B2C 영역에서는 단순한 거래가 아닌 복합적인 콘텐츠를 활용한 컨셉으로 소비자들에게 가치를 분명히 전달해야 한다.

밀레니얼 세대의 경우 웨빙, 웰니스 등 건강한 라이프스타일 및 간편함이 트렌드로 자리 잡고 있어서 한 끼를 먹더라도 간편하지만 균형 잡힌 영양소를 갖춘 신선편의식품을 찾는다. 이에 따라 라면시장이 정체되고 가정 간편식인 HMR 시장이 빠르게 성장하고 있는 것이다.

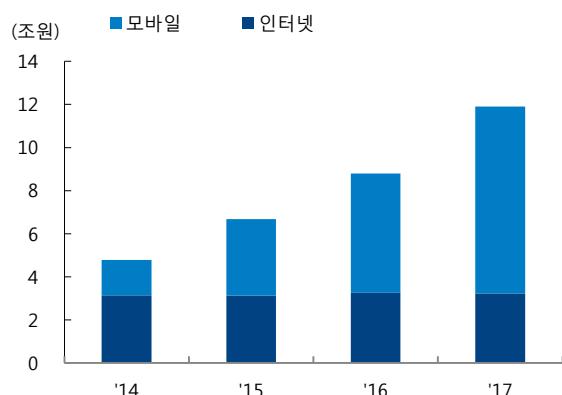
결국에는 물류 및 배송시스템 발달로 말미암아 식품 관련 온라인 시장이 성장하는 환경하에서 밀레니얼 세대의 소비 주체 등장으로 푸드테크 시장이 괄목할 만하게 성장할 것이다.

그림21. 상품군별 온라인 쇼핑 시장 비중(2017년 기준)



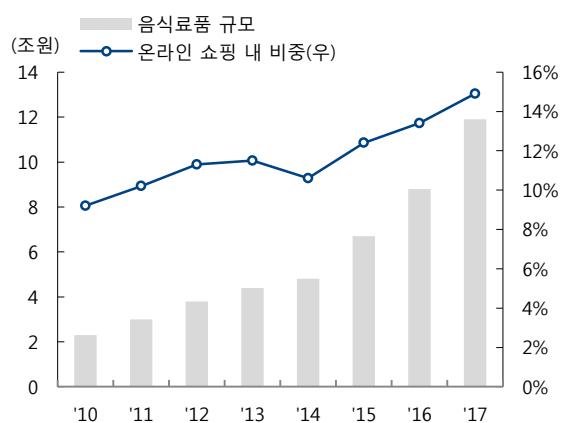
자료: 통계청, 하이투자증권

그림22. 온라인 식품 시장규모 추이



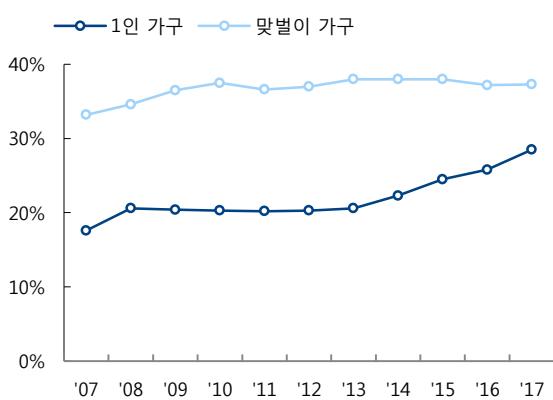
자료: 통계청, 하이투자증권

그림23. 온라인 식품시장 침투율 추이



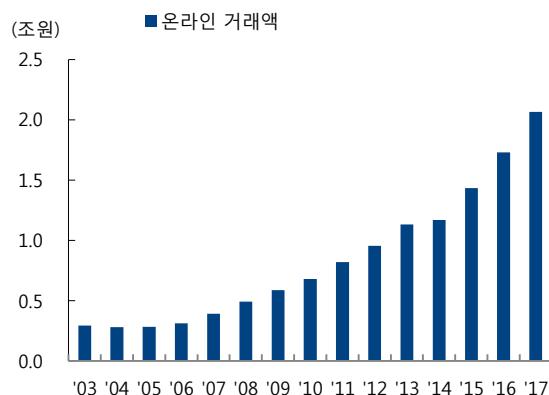
자료: 통계청, 하이투자증권

그림24. 1인 가구 및 맞벌이 가구 비중 추이



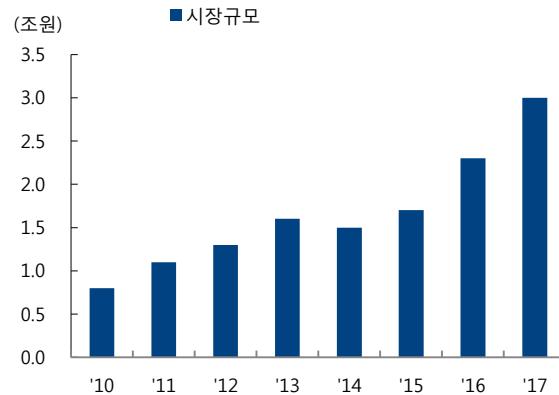
자료: 통계청, 하이투자증권

그림25. 신선식품(농축수산물) 온라인 거래액 추이



자료: 통계청, 하이투자증권

그림26. 국내 HMR 시장규모 추이



자료: 농림축산식품부, 농촌진흥청, 하이투자증권

표10. 세대별 특징

	베이비붐 세대	386세대	X세대	밀레니엄 세대 (Y세대)	Z세대
태어난 시기	1950~1960년대 초반	1960년대	1960년대 후반~1970년대	1980~1990년대 중반	1990년대 중반~2000년대 중반
사회적 특징	산업화 주역	민주화 주역	개인주의 탄생	청년실업과 YOLO	다양성을 중시하는 편견 없는 세대
상징적 디지털 기기	TV	386 컴퓨터	빼빼, 워크맨	스마트폰, 태블릿	사물인터넷(IoT)

자료: 각종 언론, 하이투자증권

### 3. 푸드테크 관련 스타트업 기업가치 레벨업 ⇒ 스타트업 육성을 통한 부가가치 창출로 저성장을 극복해야 한다

경제정책의 방식은 탑다운(top-down)과 바텀업(bottom-up) 등이 있다. 탑다운(top-down)의 경우는 대기업 및 부유층의 성장/투자/소비 증가가 중소기업이나 저소득층의 소득 증대로까지 영향을 미쳐 전체 국가적인 경기 부양 효과로 나타나는 현상인 낙수효과가 대표적이고, 바텀업(bottom-up)은 저소득층 소득 증가로 인한 소비 증대가 생산 및 투자 활성화로 이어져 경기를 부양시킨다는 분수효과가 대표적이다. 문재인 정부의 소득주도 성장이 분수효과에 속한다고 할 수 있다.

경제정책 방식도 중요하지만 무엇보다 중요한 것은 철저한 사전 분석을 통하여 부작용을 최소화하고 효과를 극대화 하는 것이다.

문재인 정부에서는 소득주도 성장을 위해서 최저임금을 인상하였다. 우리나라의 경우 자영업 비중이 높기 때문에 최저임금 대상 노동자가 대거 일하고 있는 자영업자와 소상공인의 지급 능력이 함께 올라가지 않으면 최저임금 인상은 고용 감소로 이어지거나 거센 저항을 만나 정책 효과를 거두기 어렵다. 따라서 자영업자와 소상공인이 올라간 최저임금을 지불할 능력을 기르는 정책을 병행하거나, 성과를 본 다음에 점진적으로 최저임금을 조정하는 것이 순서였다.

이럼에도 불구하고 최저임금 인상에 대한 부작용을 줄이고 효과를 최대화하기 위한 정책 실행의 순서와 속도를 청와대와 경제부처간에 면밀하게 준비하는 전략도 없이 실행함에 따라 정책효과가 제대로 발휘되지 않고 있다.

더군다나 우리나라를 비롯하여 대부분의 선진국들은 저출산 고령화로 인하여 경제가 저성장에 들어갔다. 이는 곧 수요가 줄고 있다는 것으로 대규모 투자로 성장하는 시대는 지나고 있는 것이다.

이에 대하여 영국, 프랑스 등 선진국들은 스타트업 육성을 통한 부가가치 창출로 성장을 도모하고 있다. 우리나라로 하루빨리 스타트업 육성정책을 통하여 저성장을 극복해야 할 것이다.

한편, 식품 소비에 대한 편리성을 중시하는 사람들이 늘어나면서 글로벌 푸드테크 시장이 커짐에 따라 국내에서도 이와 관련된 스타트업 등장이 지속될 것이다.

전세계적으로 푸드테크 기업에 대한 투자는 2012년 2 억 7000 만달러에서 2016년에는 57 억달러로 20 배 이상 증가하였다. 이는 전체 벤처캐피털 투자금의 22%에 해당한다. 이에 따라 푸드테크 관련 스타트업의 기업가치도 상승 중에 있다.

이미 미국, 유럽 등에선 높은 부가가치를 창출하는 식품 스타트업들이 두각을 나타내고 있다. 2012~2016년에 생긴 스타트업 가운데 기업 가치 10 억달러(약 1조 730 억원)가 넘는 유니콘 스타트업 상위 15 곳 중 2곳이 식품업체다.

언론보도에 따르면 우버가 영국 음식배달 서비스업체 딜리버루를 수십억 달러에 인수하는 방안을 검토 중이다. 딜리버루는 우버의 음식 배달앱 우버이츠 등과 경쟁 관계에 있는 유럽 최대 스타트업 중 한 곳으로서 이번 인수가 성사될 경우 우버의 배달 사업 확장은 가속화 될 것으로 보인다.

또한 이탈리아에서도 푸드테크가 스타트업의 새로운 트렌드로 부상하고 있다. 와인과 사물인터넷 기술을 접목한 기업 웬다는 와인의 병목에 설치된 저가의 센서로 온도, 품질, 상태를 체크해 스마트폰 앱에 실시간으로 보여주는 서비스를 제공한다. 이와 같이 와인 소비에 편승해 웬다는 성장을 거듭하는 것은 물론 시장에서도 주목받고 있다.



## V. 바벨전략 관련 유망주 11 선

한진칼(180640), 한진(002320), 롯데지주(004990)

대림산업(000210), 현대그린푸드(005440)

힐라코리아(081660), 현대상사(011760)

SK 네트웍스(001740), AJ 렌터카(068400)

푸드나무(290720)

오스템임플란트(048260)

## 한진칼 (180640)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	35,800 원(유지)
종가(2018/12/07)	30,200 원

Stock Indicator	
자본금	149십억원
발행주식수	5,971만주
시가총액	1,801십억원
외국인지분율	8.8%
52주주가	16,050~32,450원
60일평균거래량	1,180,194주
60일평균거래대금	30.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	35.1	63.2	43.1	59.8
상대수익률	35.3	72.3	59.1	75.5



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,150	1,328	1,486	1,576
영업이익(십억원)	115	141	162	184
순이익(십억원)	222	74	154	216
EPS(원)	3,717	1,245	2,587	3,620
BPS(원)	25,481	26,602	29,065	32,561
PER(배)	4.9	24.3	11.7	8.3
PBR(배)	0.7	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	17.6	4.8	9.3	11.7
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.7	9.7	9.0	8.0

주K-IFRS 연결 오류 재무제표

## 명분이 지배구조를 개선 시킬 듯

### 지배구조 개선 가능성 높아질 듯

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

이러한 환경하에서 지난 11월 15일 공시를 통하여 국내 사모펀드 운용사 KCGI가 동사 지분 9.0% 확보를 밝혔다.

주주행동주의 펀드들이 제안하는 요구 내용은 주로 지배구조 개선, 배당 확대 및 자사주 매입, 사업전략 및 구조 조정 방안 등이다. 특히 유휴자산매각을 독려하고, 확보한 자금을 주주환원이나 재무구조 개선에 사용할 것을 제시한다.

이에 따라 KCGI도 향후 배당확대 등 주주친화정책 및 지배구조 개선 요구 등이 이루어 질 것으로 예상된다. 또한 칼호텔네트워크 등 그룹 유휴자산 활용 방안에 대하여도 독려할 것으로 기대된다.

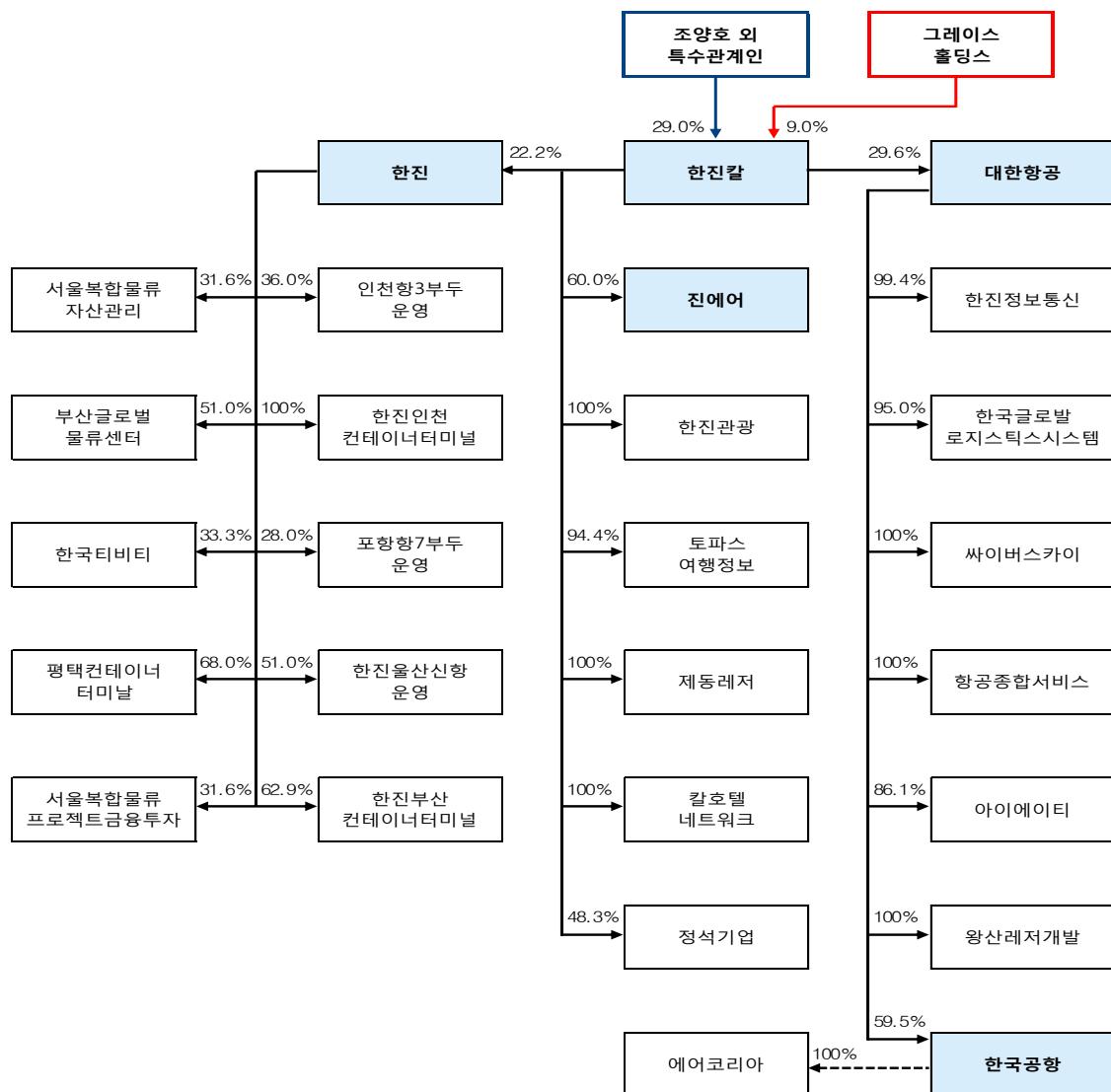
다른 한편으로는 국민연금이 지난 6월 대한항공에 총수 일가 의혹에 대한 해결 방안을 제시하라는 서한을 보내기도 하는 등 투명한 지배구조를 요구하고 있다. 이에 대한 연장선상에서 동사를 8.3% 보유하고 있는 국민연금의 경우 스튜어드십 코드 등을 도입하기로 결정함에 따라 향후 주주친화정책 및 지배구조 개선 요구 등이 이루어 질 것으로 예상된다.

여기서 분명한 점은 주주행동주의 펀드 등 사모펀드의 경우 지배구조 개선 등이 기업가치 상승으로 이어질 수 있다는 명분이 여타 주주들의 호응을 받아야 한다. 땅콩 회항, 물컵 갑질, 폭언폭행, 배임 혐의 등 한진그룹 오너십에 대한 여론이 좋지 않기 때문에 지배구조 개선 등 제시하는 명분이 충분히 여타 주주들의 호응을 받을 수 있을 것으로 예상됨에 따라 향후 지배구조 개선 가능성이 높아질 수 있을 것이다.

### 유가하락 등 실적 턴어라운드가 예상되는 환경하에서 향후 지배구조 개선 가능성이 주가 상승 모멘텀

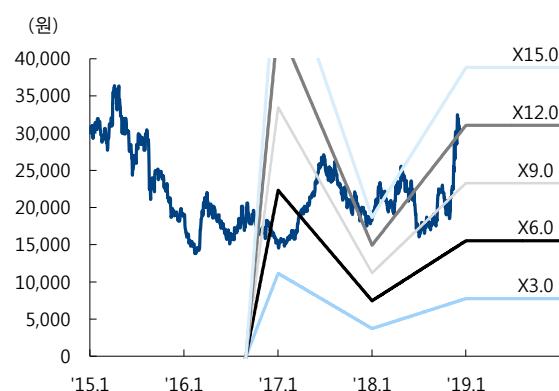
동사의 주가는 내년 예상기준으로 PBR 1.0 배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적인 수준이다. 유가하락 등으로 실적 턴어라운드가 예상되는 환경하에서 향후 지배구조 개선 가능성이 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림27. 한진그룹 지배 구조



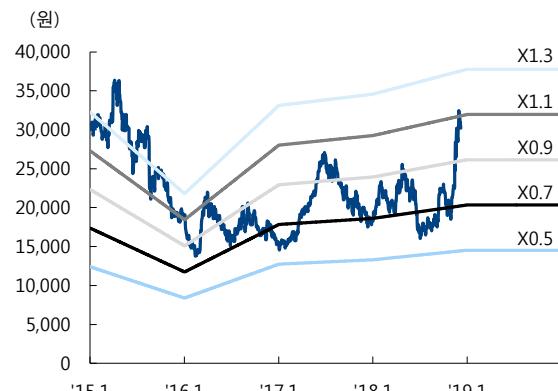
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림28. 한진칼 PER 밴드



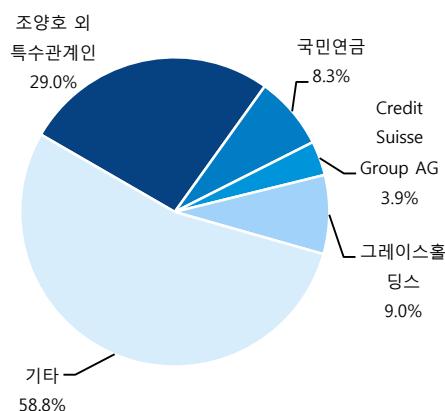
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림29. 한진칼 PBR 밴드



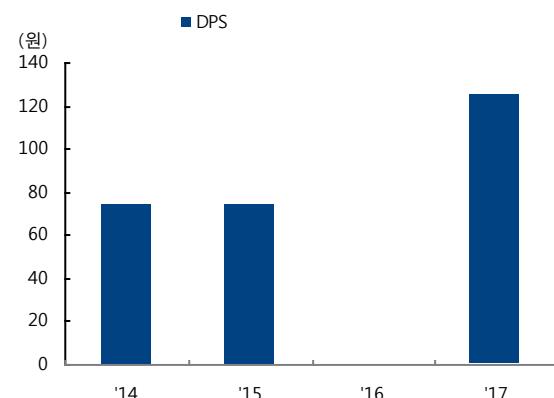
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림30. 한진칼 주주 분포



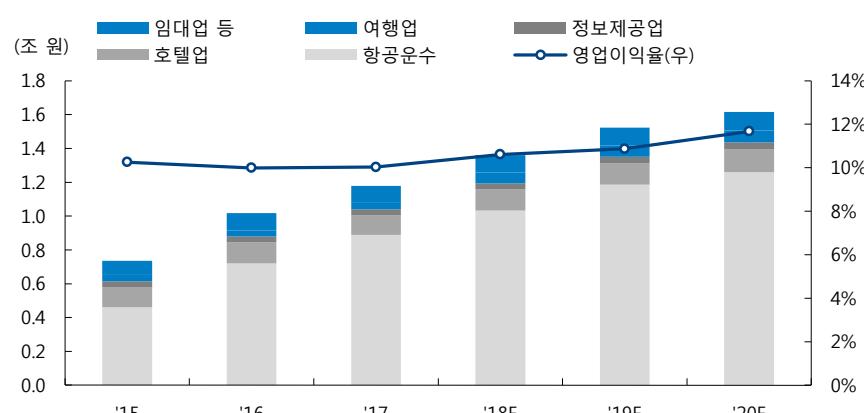
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림31. 한진칼 DPS 추이



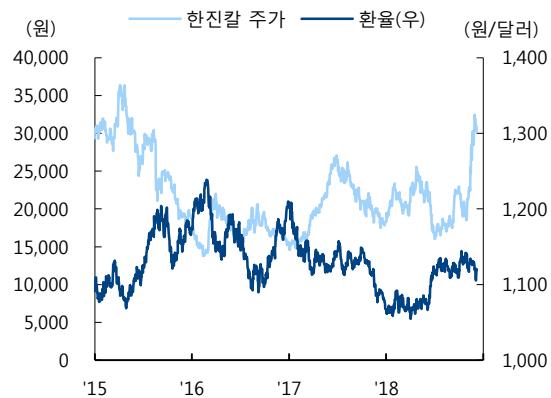
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림32. 한진칼 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

그림33. 한진칼 주가 및 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림34. 한진칼 주가 및 유가 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	726	770	799	856
현금 및 현금성자산	246	314	312	365
단기금융자산	387	340	357	368
매출채권	58	77	89	82
재고자산	2	2	2	3
비유동자산	2,050	2,108	2,283	2,497
유형자산	592	553	516	484
무형자산	6	4	3	2
자산총계	2,776	2,878	3,082	3,353
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	1,588	1,735	1,944
자본금	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141
이익잉여금	-294	-227	-80	129
기타자본항목	421	421	421	421
비지배주주지분	188	191	195	202
자본총계	1,710	1,779	1,931	2,146

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,150	1,328	1,486	1,576
증가율(%)	16.0	15.5	11.9	6.1
매출원가	932	1,073	1,204	1,266
매출총이익	217	255	282	310
판매비와관리비	102	114	121	126
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	115	141	162	184
증가율(%)	16.5	22.3	14.6	13.9
영업이익률(%)	10.0	10.6	10.9	11.7
이자수익	6	7	7	7
이자비용	29	30	31	32
지분법이익(손실)	-	-18	96	130
기타영업외손익	-2	1	-22	5
세전계속사업이익	268	101	211	294
법인세비용	39	24	52	71
세전계속이익률(%)	23.3	7.6	14.2	18.7
당기순이익	229	77	159	223
순이익률(%)	19.9	5.8	10.7	14.1
지배주주구속 순이익	222	74	154	216
기타포괄이익	89	-	-	-
총포괄이익	318	77	159	223
지배주주구속총포괄이익	308	74	154	216

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	164	139	115	164
당기순이익	229	77	159	223
유형자산감가상각비	41	40	36	33
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-18	96	130
투자활동 현금흐름	-313	200	136	142
유형자산의 차분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	338	21	15	64
재무활동 현금흐름	314	260	278	278
단기금융부채의증감	-132	12	30	30
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	163	68	-2	53
기초현금및현금성자산	83	246	314	312
기말현금및현금성자산	246	314	312	365

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,717	1,245	2,587	3,620
BPS	25,481	26,602	29,065	32,561
CFPS	4,436	1,943	3,214	4,183
DPS	125	125	125	125
Valuation(배)				
PER	4.9	24.3	11.7	8.3
PBR	0.7	1.1	1.0	0.9
PCR	4.1	15.5	9.4	7.2
EV/EBITDA	6.7	9.7	9.0	8.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.6	4.8	9.3	11.7
EBITDA 이익률	13.8	13.7	13.4	13.8
부채비율	62.4	61.8	59.6	56.2
순부채비율	-1.5	-2.0	-1.0	-2.5
매출채권화전율(x)	19.7	19.7	17.9	18.4
재고자산회전율(x)	600.3	648.0	638.3	622.2

자료 : 한진칼, 하이투자증권



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-11-17	Buy	30,000	1년	-33.1%	-14.8%
2018-09-14	Buy	25,000	1년	-11.5%	20.8%
2018-11-26	Buy	35,800	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-mail 등을 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 투자의 증권투자를 돋기 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:

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-

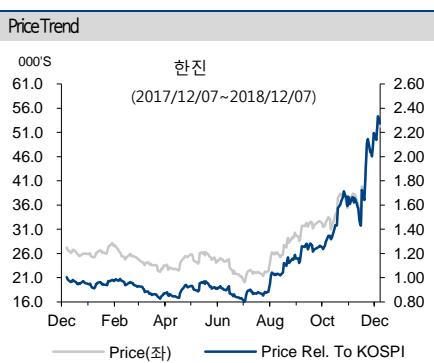
## 한진 (002320)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	60,000 원(유지)
종가(2018/12/07)	52,200 원

Stock Indicator	
자본금	60십억원
발행주식수	1,197만주
시가총액	625십억원
외국인지분율	12.4%
52주주가	20,050~54,200 원
60일평균거래량	183,888주
60일평균거래대금	7.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	40.3	64.4	110.9	91.6
상대수익률	40.5	73.4	126.9	107.2



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,813	1,928	2,048	2,144
영업이익(십억원)	22	45	65	83
순이익(십억원)	-45	59	20	34
EPS(원)	-3,750	4,961	1,678	2,878
BPS(원)	59,896	64,463	65,747	68,231
PER(배)		10.5	31.1	18.1
PBR(배)	0.4	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	-6.1	8.0	2.6	4.3
배당수익률(%)	1.5	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	12.7	11.8	7.4	3.3

주 K-IFRS 연결 오류 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 지배구조 개선 및 택배부문 가치 상승

### 지배구조 개선 가능성 높아질 듯

동사의 주주구성 살펴보면 한진칼 22.2%를 비롯하여 조양호 외 특수관계인 11.0%, 국민연금 7.4%, 쿼드자산운용 6.5%, 조선내화 6.0%, 자사주 1.4%, 기타 59.4% 등으로 분포되어 있다.

동사의 대주주인 한진칼 주가가 최근 지배구조 개선 가능성 등으로 인하여 상승하면서 동사의 주가도 상승을 이어가고 있다. 그 동안 동사의 경우 한진그룹 모태회사로서 여러 가지 그룹과 관련된 일들을 행하는 등 지배구조가 낙후되어 있었다.

그러나 동사 대주주인 한진칼이 지배구조 개선 가능성이 높아 짐에 따라 동사의 경우도 자연스럽게 지배구조가 개선되면서 본연의 충실한 투자와 영업이 이루어지는 환경이 조성될 것이다.

### 해를 거듭할수록 택배부문 실적 터어라운드 가속화 될 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 19,275 억원(YoY+6.3%), 영업이익 448 억원(YoY+107.4%)으로 실적 터어라운드가 예상될 뿐만 아니라 내년에도 매출액 20,480 억원(YoY+6.3%), 영업이익 655 억원(YoY+46.2%)으로 예상되면서 실적 개선세를 이어나갈 것으로 기대된다. 이는 택배부문의 실적 터어라운드가 가속화 될 것으로 전망 되기 때문이다.

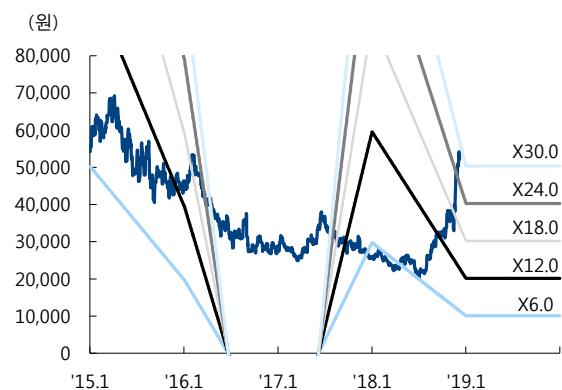
택배부문의 경우 농협 등 물동량 확대로 인하여 물류터미널의 고정비 부담이 완화되면서 수익성 개선이 이루어지고 있다.

무엇보다 최저임금 인상에 따른 비용증가로 인하여 택배가격이 인상 되고 있어서 레버리지 효과 발생으로 해를 거듭할수록 택배부문 실적 터어라운드가 가속화 될 수 있을 것이다.

### 지배구조 개선 가능성이 높아지는 환경하에서 택배부문의 실적 터어라운드 가속화가 동사 주가 상승 모멘텀

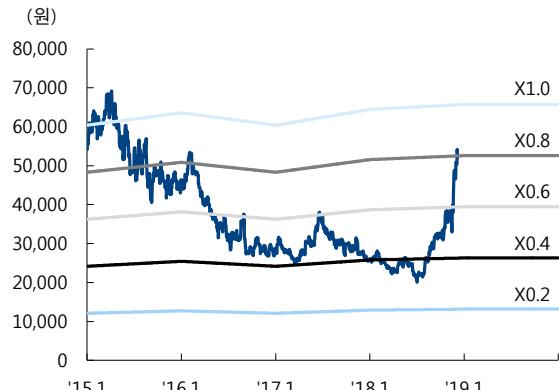
동사 주가는 올해 기준 PBR 0.8 배에 거래되고 있으며, 향후 지배구조 개선 가능성이 높아지는 환경하에서 택배부문의 실적 터어라운드 가속화가 동사 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림35. 한진 PER 밴드



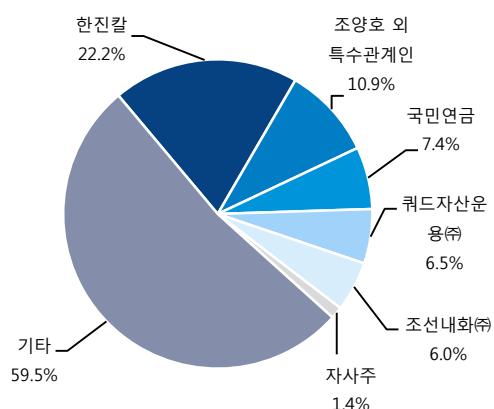
자료: Dataguide, 리서치센터

그림36. 한진 PBR 밴드



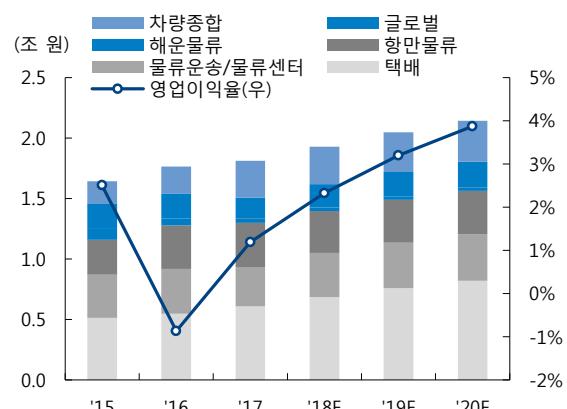
자료: Dataguide, 리서치센터

그림37. 한진 지분 구성(2018년 11월 20일 기준)



자료: 한진, 리서치센터

그림38. 한진 실적 추이



자료: 한진, 리서치센터

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	493	690	985	1,507
현금 및 현금성자산	112	270	589	1,065
단기금융자산	6	7	6	6
매출채권	242	276	242	294
재고자산	7	8	8	9
비유동자산	1,961	2,011	2,050	2,087
유형자산	1,256	1,312	1,355	1,397
무형자산	453	441	430	419
자산총계	2,454	2,701	3,035	3,594
유동부채	685	876	1,194	1,722
매입채무	22	23	25	26
단기차입금	119	119	119	119
유동성장기부채	245	245	245	245
비유동부채	899	899	899	899
사채	238	238	238	238
장기차입금	353	353	353	353
부채총계	1,585	1,776	2,093	2,621
지배주주지분	717	772	787	817
자본금	60	60	60	60
자본잉여금	80	80	80	80
이익잉여금	542	596	612	642
기타자본항목	-7	-7	-7	-7
비지배주주지분	152	154	154	156
자본총계	869	926	942	973

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,813	1,928	2,048	2,144
증가율(%)	2.7	6.3	6.3	4.7
매출원가	1,717	1,809	1,876	1,961
매출총이익	95	118	172	182
판매비와관련비	74	74	107	99
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	22	45	65	83
증가율(%)	-240.7	107.4	46.2	26.8
영업이익률(%)	1.2	2.3	3.2	3.9
이자수익	1	5	11	20
이자비용	62	57	57	47
지분법이익(순실)	6	6	6	6
기타영업외손익	65	81	3	-15
세전계속사업이익	-47	81	28	47
법인세비용	0	20	7	11
세전계속이익률(%)	-2.6	4.2	1.3	2.2
당기순이익	-47	61	21	36
순이익률(%)	-2.6	3.2	1.0	1.7
지배주주구속 순이익	-45	59	20	34
기타포괄이익	2	-	-	-
총포괄이익	-45	61	21	36
지배주주구속총포괄이익	-43	59	20	34

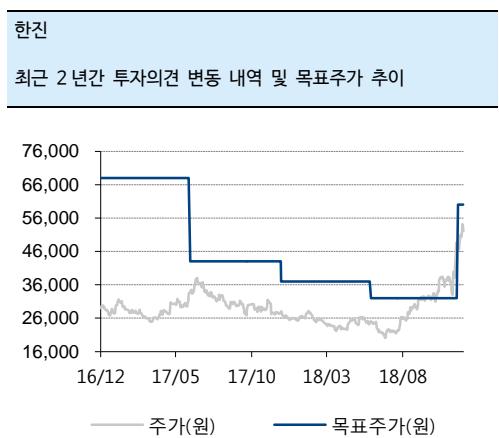
현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	32	350	499	657
당기순이익	-47	61	21	36
유형자산감가상각비	57	54	56	58
무형자산상각비	12	12	11	11
지분법관련손실(이익)	6	6	6	6
투자활동 현금흐름	153	74	86	85
유형자산의 차분(취득)	5	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-49	159	318	476
재무활동 현금흐름	-234	185	185	185
단기금융부채의증감	-71	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-5	-5	-5	-5
현금및현금성자산의증감	-50	158	319	476
기초현금및현금성자산	163	112	270	589
기말현금및현금성자산	112	270	589	1,065

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-3,750	4,961	1,678	2,878
BPS	59,896	64,463	65,747	68,231
CFPS	1,995	10,471	7,337	8,672
DPS	400	400	400	400
Valuation(배)				
PER		10.5	31.1	18.1
PBR	0.4	0.8	0.8	0.8
PCR	13.0	5.0	7.1	6.0
EV/EBITDA	12.7	11.8	7.4	3.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-6.1	8.0	2.6	4.3
EBITDA 이익률	5.0	5.7	6.5	7.1
부채비율	182.3	191.8	222.3	269.5
순부채비율	96.2	73.2	38.2	-12.0
매출채권화전율(x)	8.0	7.5	7.9	8.0
재고자산회전율(x)	245.8	254.3	254.2	252.3

자료 : 한진, 하이투자증권



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리를 보는 방법	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-06-05	Buy	43,000	6 개월	-27.9%	-11.5%
2017-12-05	Buy	37,000	1 년	-32.1%	-23.9%
2018-06-04	Buy	32,000	1 년	-9.0%	50.8%
2018-11-26	Buy	60,000	1 년		

## 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 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
  - ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
  - ▶ 당 보고서에 게재되 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 얻어 현재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 문단(재판 등) 등으로 인한 부적법생성 범위 책임이 있으므로 주지하시기 바랍니다.

1. 종목수천 투자등급 (초창기 기준 종기대비 3등급) 종목투자의 것은 향후 12개월간 축적일 종기대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비)

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-

## 롯데지주 (004990)

NR

액면가	200 원
종가(2018/12/07)	54,300 원

Stock Indicator	
자본금	23.3십억원
발행주식수	11,755만주
시가총액	6,382십억원
외국인지분율	12.4%
52주주가	47,050~71,700 원
60일평균매물	249,745주
60일평균거래대금	13.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.7	13.4	-8.6	-9.0
상대수익률	8.8	22.4	7.4	6.6



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)				
영업이익(십억원)				
순이익(십억원)				
EPS(원)				
BPS(원)				
PER(배)				
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				
주K-IFRS 연결 오류 재무제표				

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 배당확대 수혜 및 신규사업 성장성 증대

### 동사 롯데그룹 배당확대의 최대 수혜

지난해 10 월 상장 4 개사(롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드)을 사업부문과 투자부문 분할 및 투자부문 간 합병을 동시에 진행하면서 동사가 롯데그룹의 지주회사로 출범하였다. 올해 4 월에는 비상장 6 개사(롯데지알에스, 롯데상사, 롯데로지스틱스, 한국후지필름, 대홍기획, 롯데아이티테크)를 사업부문과 투자부문으로 분할한 후, 투자부문을 동사와 합병하면서 지주회사 출범과정에서 발생한 신규 순환 출자 및 상호출자를 모두 해소하였다.

또한 올해 6 월에는 롯데제과 및 롯데칠성 지분을 대상으로 동사에 대한 현물출자를 실시하여 지주회사의 자회사 지분요건을 충족하는 동시에 신동빈 회장의 지배력이 강화되었다. 이와 더불어 지난 10 월 동사는 호텔롯데 및 롯데물산으로부터 롯데케미칼 지분 총 23.24%(인수대금 2 조 2,274 억원)를 매입함에 따라 롯데케미칼은 동사의 자회사로 편입되었다.

한편, 11 월 21 일 임시 주주총회를 통하여 동사 보유 보통주 자기주식 45,760,935 주 중 일부인 11,657,000 주에 대해서 소각을 확정하였을 뿐만 아니라, 자본잉여금 중 4.5 조원을 이익잉여금으로 전환함에 따라 배당재원이 대폭 증가하였다.

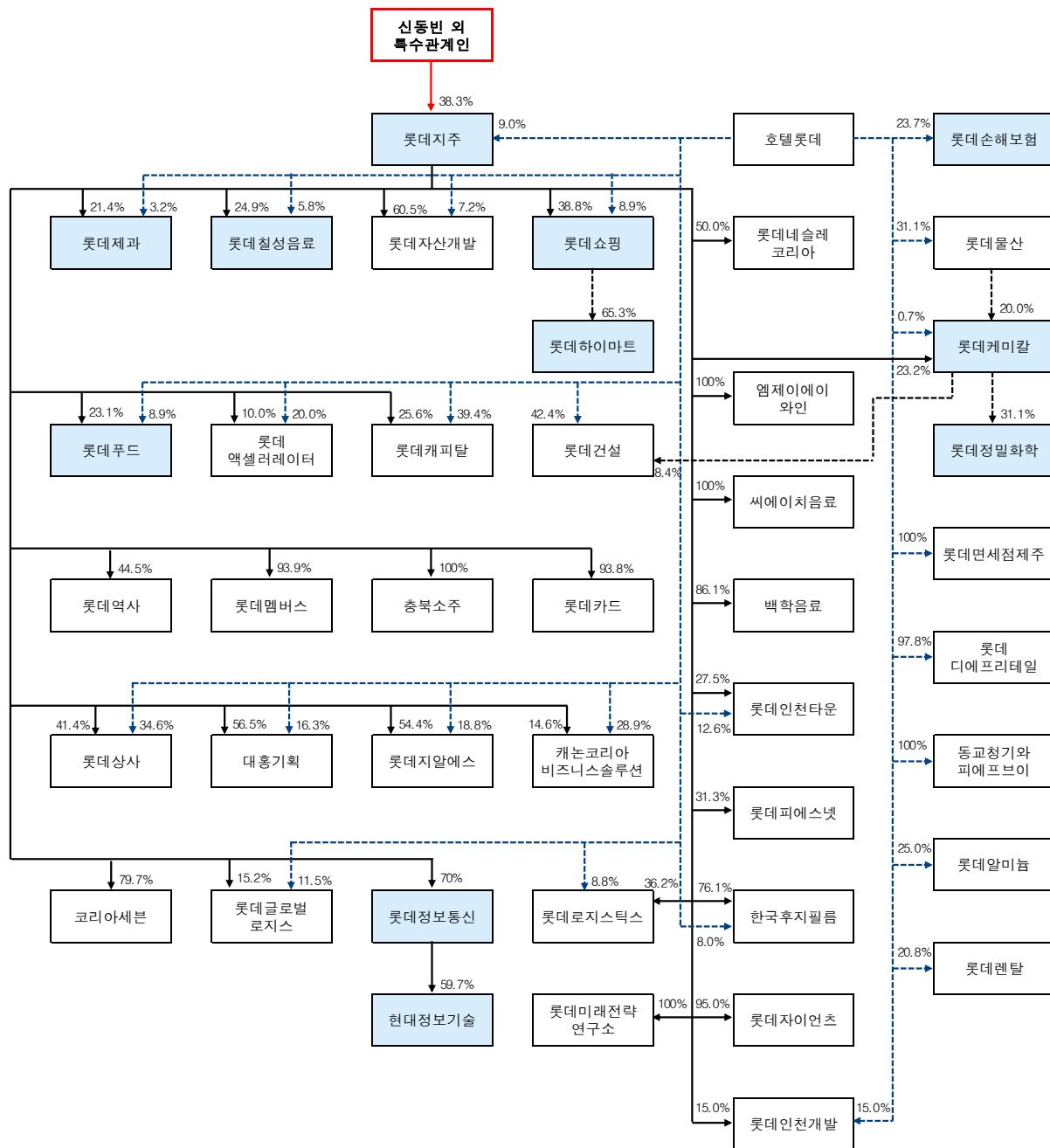
롯데그룹은 점진적 배당성향 확대 등으로 중장기 배당성향을 30%까지 강화할 예정인데, 롯데케미칼 자회사 편입 및 롯데쇼핑 실적 정상화 등으로 인하여 동사는 배당확대의 최대 수혜가 예상된다.

### 부동산 자산 운용 및 O4O(Online for Offline) 등 신규 사업 성장성

언론보도에 따르면 동사는 최근 국토교통부에 리츠자산관리회사(AMC) 예비 인가 신청을 냈다. AMC는 100% 동사가 출자함에 따라 지주회사 차원에서 부동산 자산을 운용할 계획이다. 이는 곧 롯데 계열사들이 보유한 마트, 호텔, 백화점, 임대주택, 물류시설 등 다양한 부동산을 유동화하거나 개발하겠다는 의도로서 동사의 새로운 신규사업로서 입지를 높여 나갈 수 있을 것이다. 무엇보다 과거에는 부동산 개발과 보유가 유통업 성장의 한 축이었지만 매출이 정체되어 있는 현재의 상태에서는 부동산 유동화를 통한 효율성 증대가 중요해짐에 따라 부동산 자산 운용 등이 동사의 주력사업으로서 입지를 견고히 할 수 있을 것이다.

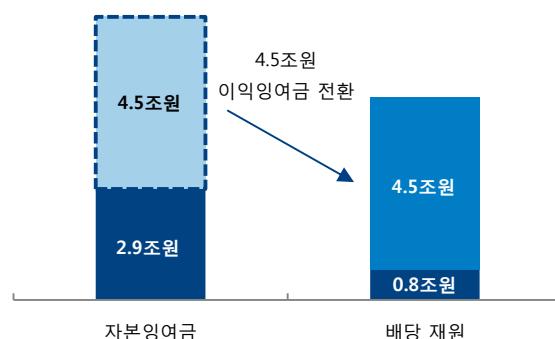
한편, 롯데그룹은 5 년간 총 50 조원의 투자를 계획 중에 있는데, 그 중 25% 비중으로 투자하는 유통 사업의 경우는 3800 만 명의 롯데멤버스와 더불어 1 만 1 천여 곳의 오프라인 매장을 연계하는 온라인/오프라인 Commerce 플랫폼 통합인 O4O(Online for Offline) 전략으로 온라인과 오프라인 매장 간 시너지를 창출한다는 계획이다. 즉, 이커머스 통합과 오프라인 혁신을 통해 온·오프라인 통합 혜택과 더불어 고객의 시간 단축 등 배송 혁신이 가져오는 차별화된 쇼핑경험 등을 통하여 향후 성장할 것으로 예상된다.

그림39. 롯데그룹 지배구조



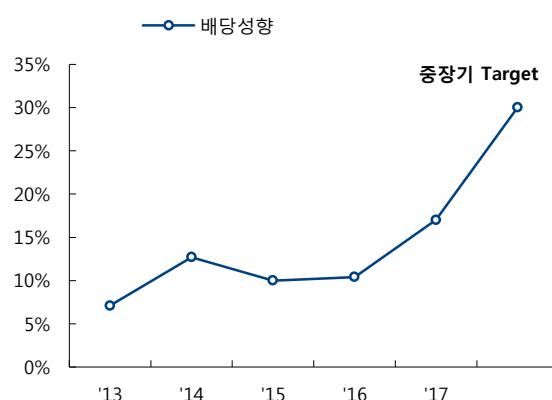
자료: 롯데지주, 하이투자증권

그림40. 배당재원을 위해 자본잉여금 중 4.5 조원을  
이익잉여금으로 전환



자료: 롯데지주, 하이투자증권

그림41. 롯데 계열사 과거 평균배당성향 및 중장기 Target



자료: 롯데지주, 하이투자증권

표11. 롯데그룹 사업군별 전략 방향 및 5개년 투자 계획

구분		내용
5년간 총 50조원 투자	식품(10%)	- 기존 사업 Value Chain 비용구조 효율화(ZBB), 수익성 개선 - Emerging 국가 중심 해외 확대 지속
	유통(25%)	- 국내 오프라인 Restructuring 통한 수익성 제고 - 오프라인 채널 경쟁력 기반, 신기술 활용한 O2O(Online for Offline) 전략으로 온라인 시장 성장 대응
	화학(40%)	- 원료 다변화 통한 원가 경쟁력 확보 - Specialty 비중 확대로 사업 Portfolio 강화
	서비스(25%)	- 호텔: 국내외 주요 도시 거점 확대로 그룹 브랜드 인지도 제고 - 면세점: 시내/온라인 면세점 중심 운영 통한 경쟁력, M/S 유지 및 강화 통한 수익구조 개선

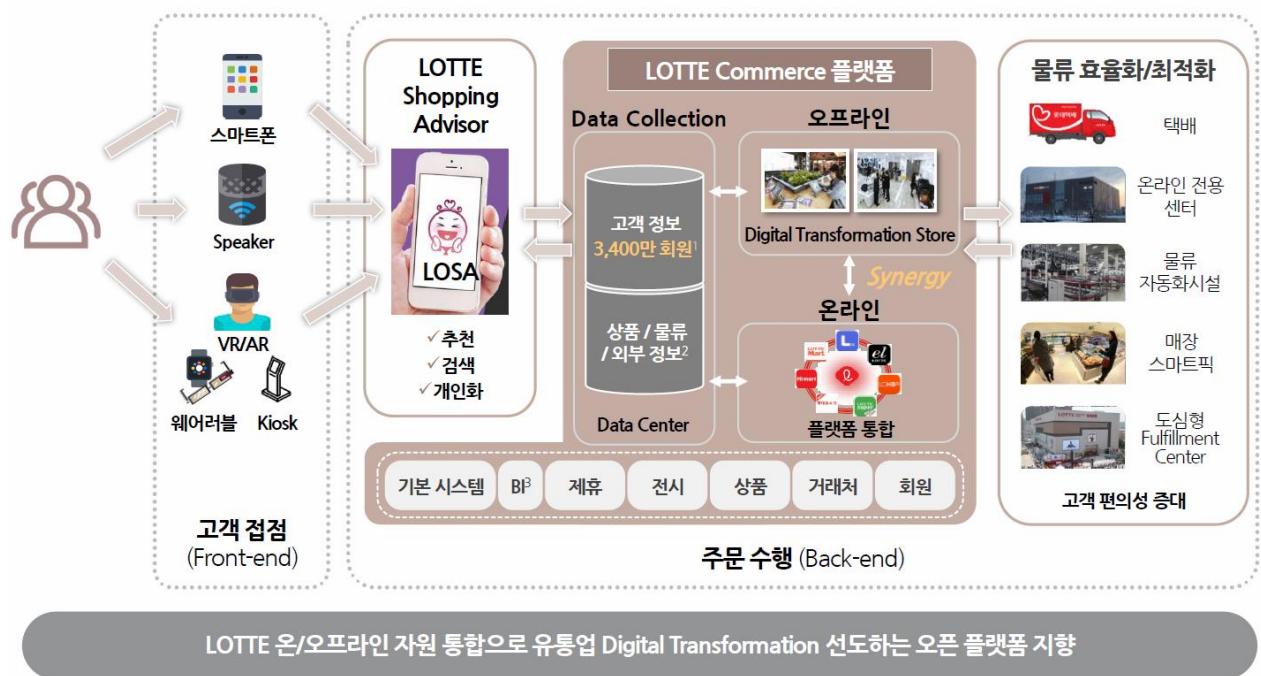
자료: 롯데지주, 하이투자증권

표12. 롯데지주 및 주요 자회사 투자 포인트

주요 자회사 측면	
식품	- 국내 사업 수익성 개선 및 해외 사업 확대로 지속 성장 기반 마련
유통	- Restructuring 및 수익성 개선을 통한 오프라인 경쟁력 제고 - 오프라인 기반의 온라인 사업 강화
화학	- 안정적 고수익 사업 Portfolio 구축 통해 지속성장 가능한 글로벌 화학기업으로 도약
지주회사 측면	
기업가치 제고	- 우량 자회사 편입 통한 Portfolio 다변화/비상장 자회사 IPO
주주가치 제고	- 자사주 소각/배당 확대

자료: 롯데지주, 하이투자증권

그림42. 온라인 / 오프라인 Commerce 플랫폼 통합: 040



자료: 롯데지주, 하이투자증권

롯데지주
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-09-17	NR				

### 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 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6 개월간 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 투자의 증권투자를 돋기 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 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함:

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-

## 대주주가 되기 쉬운 나라: (1) 대림산업

### 1. 대림그룹: 이해욱 부회장 → 대림코퍼레이션 → 대림산업 → 계열사로 이어지는 지배구조

대림그룹은 대림코퍼레이션이 실질적인 사업주회사 대림산업을 지배하고, 대림산업이 다른 계열사들을 지배하는 구조이다. 즉, 이해욱 부회장이 대림코퍼레이션 지분 52.3%를 보유하고 있으며, 대림코퍼레이션은 대림산업 지분 21.7%를 확보하고 있다. 그리고 대림산업이 고려개발 62.2%, 삼호 72.9%, 오라관광 100%, 대림씨엔에스 50.8%, 대림에너지 70.0% 등의 지분을 보유하면서 대부분의 계열사에 대한 지배권을 행사하고 있다.

### 2. 두 번의 합병: 이해욱 부회장 대림코퍼레이션 지분율 0%에서 52.3%으로 확대됨에 따라 대림그룹 지분승계 done

대림코퍼레이션은 지난 1994년 설립된 대림그룹 전문 무역회사로서 나프타 등의 수입 공급과 더불어, 생산된 석유화학제품의 해외판매 대행사업을 주력사업으로 영위하고 있다. 지난 2008년 계열 내 해운회사인 대림 H&L 을 흡수합병 하여 해운 및 물류 사업을 영위하게 되었으며, 2015년 7월 대림 I&S 와의 합병으로 SI 사업(ITC 사업)까지 사업 영역을 확장하였다. 2018년 3분기 누적 기준으로 대림코퍼레이션의 매출비중을 살펴보면, 석유화학 70.9%, 해운/물류 11.9%, ITC 11.0%, 기타 6.2% 등이다.

이와 같은 두 번의 합병을 통하여 이해욱 부회장의 대림코퍼레이션 지분율이 0%에서 52.3%으로 확대되면서 대림그룹 지분승계가 마무리 되었다. 즉, 대림코퍼레이션과 대림 H&L 합병을 통하여 이해욱 부회장은 대림코퍼레이션 지분율이 0%에서 32.1%로 증가하였으며, 대림코퍼레이션과 대림 I&S 와의 합병으로 대림코퍼레이션 지분율이 32.1%에서 52.3%로 확대되었다.

승계과정에서 중축 역할을 했던 대림코퍼레이션, 대림 H&L, 대림 I&S 의 공통점은 오너일가 개인이 대주주로 소유하고 있을 뿐만 아니라 대부분의 매출은 그룹과 연관되어 발생한다는 것이다. 이에 따라 오너일가의 개인회사나 다름없는 회사에 계열 일감을 몰아주고 기업가치를 키워 그룹 지배권을 가진 회사와 합병함으로써 자연스럽게 지분을 승계하는 것이다. 여기서 문제되는 것은 계열사들의 이익 이전 효과이다.

따라서 대림그룹 지배구조가 개선되면 실질적인 사업주회사인 대림산업이 최대 수혜자가 될 것이다.

### 3. 대림산업: 대림그룹의 실질적인 사업지주회사로서 지배구조 개선 및 배당 확대 최대 수혜자

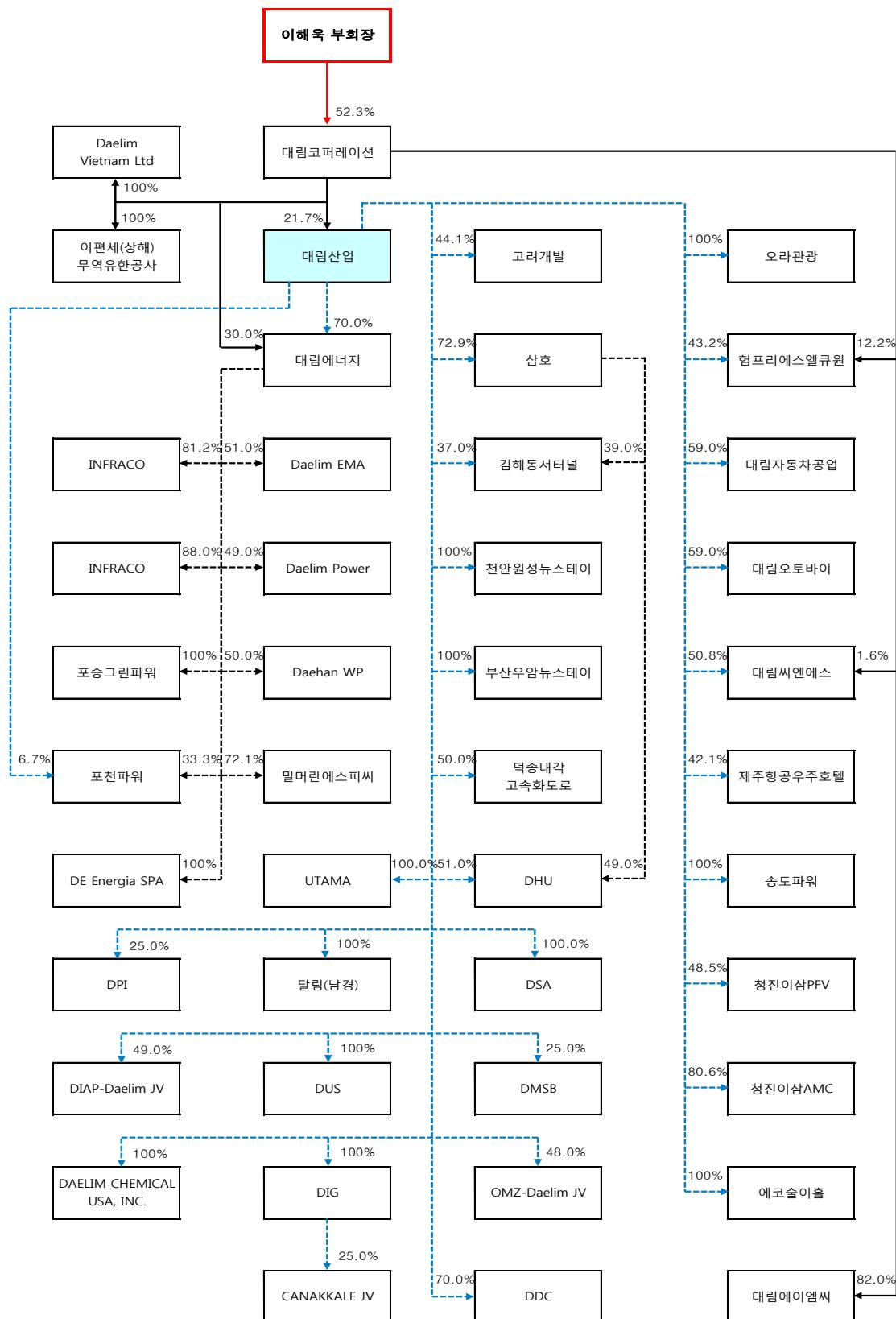
일감몰아주기, 갑질의혹 등이 불거지자 올해 1 월 대림그룹은 일감 몰아주기 해소, 지배구조 개선, 상생협력 추구 등을 골자로 하는 경영쇄신책을 발표하였다. 우선 대림그룹은 올해부터 신규 계열거래를 진행하지 않기로 했다. 법령상 허용되는 필수불가결한 계열거래를 제외하고는 계약 기간이 남아 있는 기존 계열거래에 대해서도 거래를 단절하거나 외부 사례를 참고해 거래 조건을 변경할 계획이다. 기존에 수의계약으로 진행하던 거래는 경쟁입찰 방식으로 변경해 외부업체 및 중소기업 등으로 참여를 확대한다.

이러한 경영 쇄신책의 진행으로 실질적인 사업지주회사인 대림산업이 수혜 받을 수 있을 것으로 예상된다.

한편, 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입함에 따라 중점적으로 기업지배구조 개선과 배당확대를 요구할 것으로 예상된다. 이에 대한 연장선상에서 국민연금은 대림산업 지분 14.1%를 보유하고 있으므로 향후 배당확대 등을 요구할 가능성이 높을 것이다. 대림산업의 경우 2017 년 배당성향을 기존 4.4%에서 7.9%으로 상향하며 주당 배당금을 2016 년 300 원에서 2017 년 1,000 원으로 올린 바 있으나, 여전히 배당성향이 낮을 뿐만 아니라 올해 순이익 증가로 인하여 주당 배당금 상승여력을 충분하다고 판단된다.

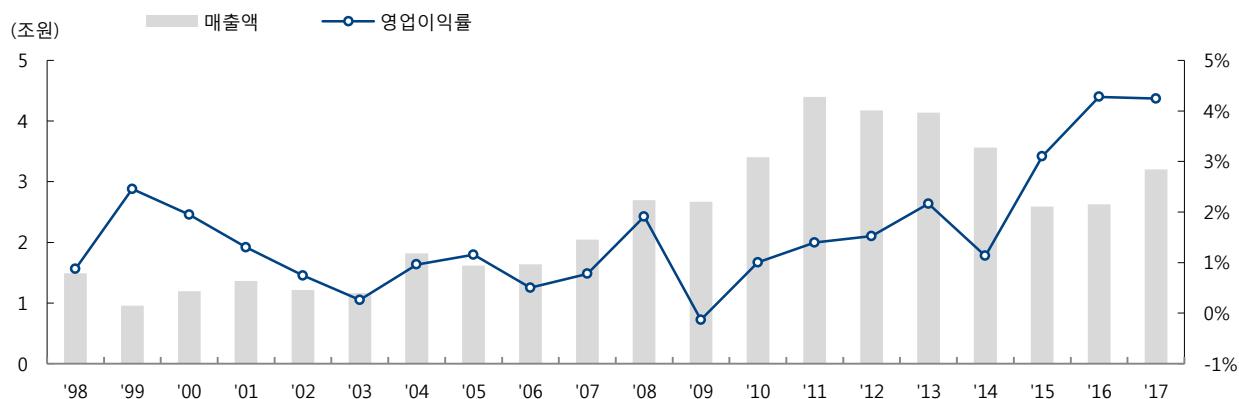
대림산업의 주가는 현재 PBR 0.6 배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적일 뿐만 아니라, 여러 가지 명분상 향후 지배구조 개선 가능성이 높아지면서 주주가치 향상을 도모할 수 있을 것이다.

그림43. 대림그룹 지배구조



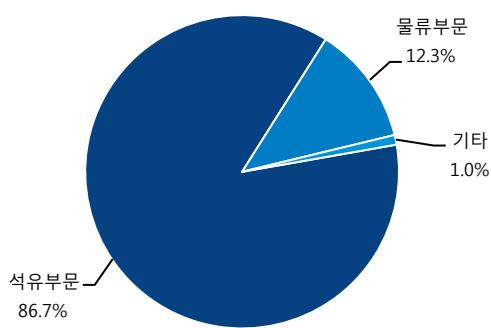
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림44. 대림코퍼레이션 실적 추이



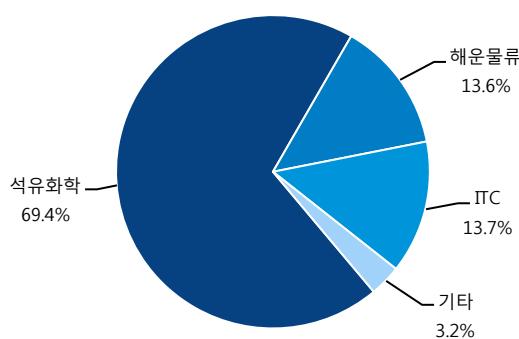
자료: 대림코퍼레이션, 하이투자증권

그림45. 대림 H&amp;L 합병 후 대림코퍼레이션 매출 구성(2009년 기준)



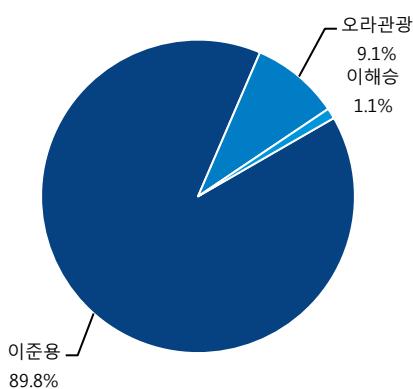
자료: 대림코퍼레이션, 하이투자증권

그림46. 대림 I&amp;S 합병 후 대림코퍼레이션 매출 구성(2016년 기준)



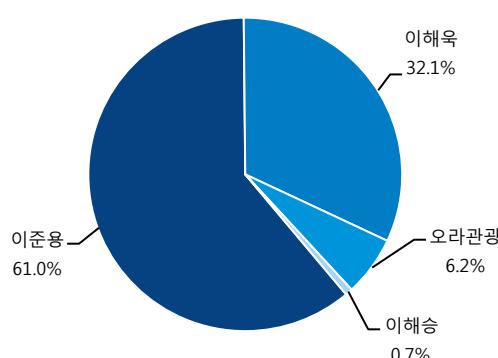
자료: 대림코퍼레이션, 하이투자증권

그림47. 대림 H&amp;L 합병 전 대림코퍼레이션 주주 구성(2008년 9월말 기준)



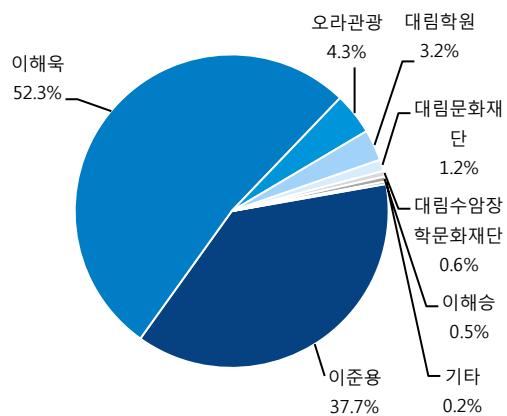
자료: 대림코퍼레이션, 하이투자증권

그림48. 대림 H&amp;L 합병 후 대림코퍼레이션 주주 구성(2008년 12월말 기준)



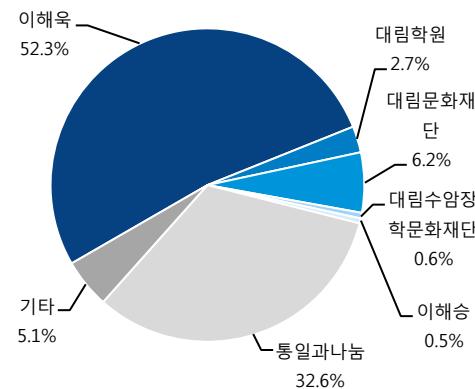
자료: 대림코퍼레이션, 하이투자증권

그림49. 대림I&S 합병 후 대림코퍼레이션 주주 구성(2015년 9월말 기준)



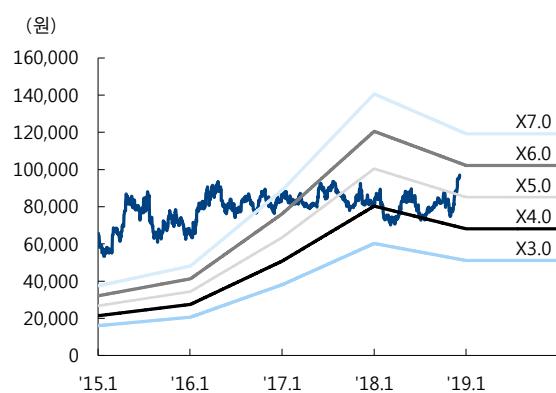
자료: 대림코퍼레이션, 하이투자증권

그림50. 대림코퍼레이션 주주 구성(2018년 9월말 기준)



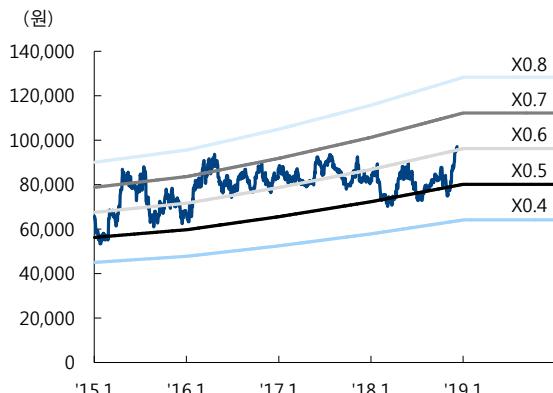
자료: 대림코퍼레이션, 하이투자증권

그림51. 대림산업 PER 밴드



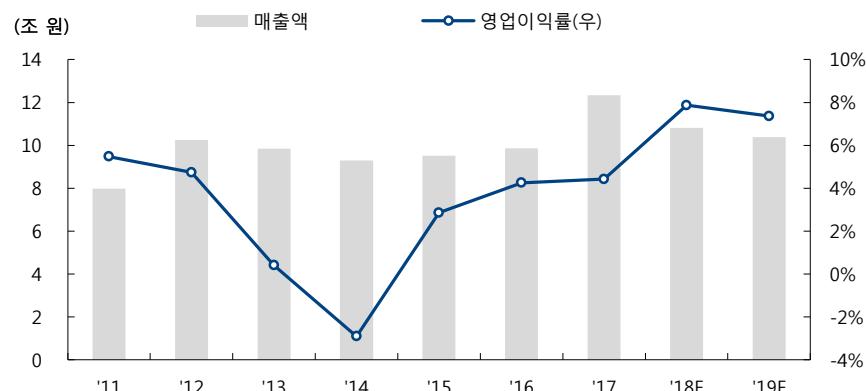
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림52. 대림산업 PBR 밴드



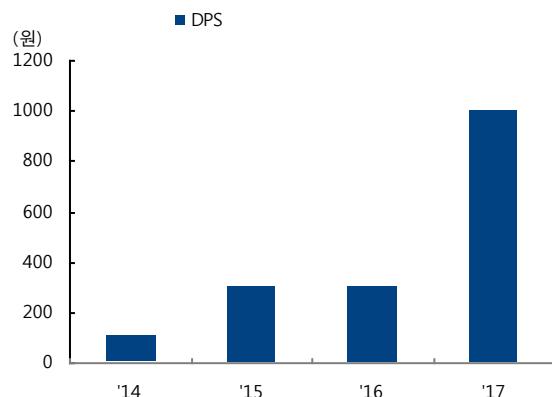
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림53. 대림산업 실적 추이 및 전망



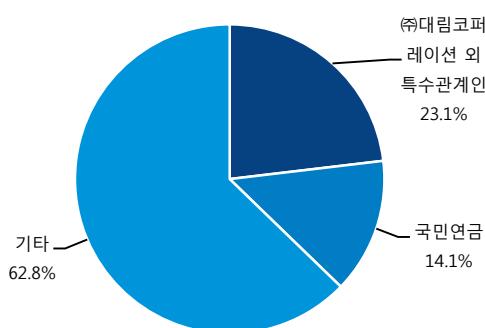
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림54. 대림산업 DPS 추이



자료: 대림산업, 하이투자증권

그림55. 대림산업 주주 분포



자료: 대림산업, 하이투자증권

### 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-mail 등을 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 돋기 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:

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-

## 대주주가 되기 쉬운 나라: (2)현대그린푸드

### 1. 현대백화점그룹: 현대그린푸드→ 현대백화점→ 계열사로 이어지는 지배구조

현대그린푸드는 현대백화점그룹 지배구조 측면에서 사실상 자주회사 역할을 하고 있다. 즉, 현대그린푸드는 현대백화점 12.1%를 비롯하여 현대홈쇼핑 25.0%, 현대드림투어 100.0%, 현대리바트 39.9%, 현대 LED 51.0%, 씨엔에스푸드시스템 100.0% 등의 지분을 보유하고 있다. 이어 현대백화점은 현대쇼핑 100.0%, 현대백화점면세점 100.0%, 한무쇼핑 46.3%, 현대홈쇼핑 15.8% 등 유통관련 기업의 지분을 보유하고 있다. 특히 현대홈쇼핑은 그룹의 복수종합유선방송사업자(MSO)인 HCN 의 지분 38.3%를 보유함으로써 유선방송사업에도 진출해 있다.

### 2. 직간접적으로 한무쇼핑을 활용하여 정지선 회장은 현대백화점을, 교선 부회장은 현대그린푸드를 지분승계 done

현대백화점그룹의 경우 정몽근 명예회장이 장남인 정지선 회장에게는 현대백화점 지분을, 차남인 정교선 부회장에게는 현대그린푸드 지분을 지속적으로 증여하였다. 또한 비상장 회사인 한무쇼핑 일부 지분을 정몽근 명예회장이 정지선 회장과 정교선 부회장에게 증여 하였으며, 증여 받은 주식 모두를 다시 현대백화점에게 매각하였다. 결국에는 직간접적으로 한무쇼핑을 활용하여 현대백화점 및 현대그린푸드 지분승계를 완료하였다.

한편, 올해 정지선 회장은 현대쇼핑이 가지고 있던 현대 A&I 지분 21.3%를 매입하고 정교선 부회장도 현대쇼핑이 보유한 현대그린푸드 지분 7.8%를 매입하면서 현대백화점 그룹 내 순환출자고리가 해소되었다.

이에 따라 현대백화점의 지분은 정지선 회장 17.1%를 비롯하여 정몽근 명예회장 2.6%, 현대그린푸드 12.1%, 현대 A&I 4.3%, 국민연금 10.9%, 자사주 3.6%, 기타 49.4% 등으로 분포되어 있으며, 현대그린푸드의 지분은 정교선 부회장 23.0%를 비롯하여 정지선 회장 12.7%, 국민연금 12.6%, 자사주 10.6%, 기타 41.1% 등으로 분포되어 있다. 또한 한무쇼핑의 지분은 현대백화점 46.3%를 비롯하여 정몽근 명예회장 10.4%, 현대쇼핑 8.5%, 금강 A&D 0.4%, 한국무역협회 33.4%, 기타 1.0% 등으로 분포되어 있다.

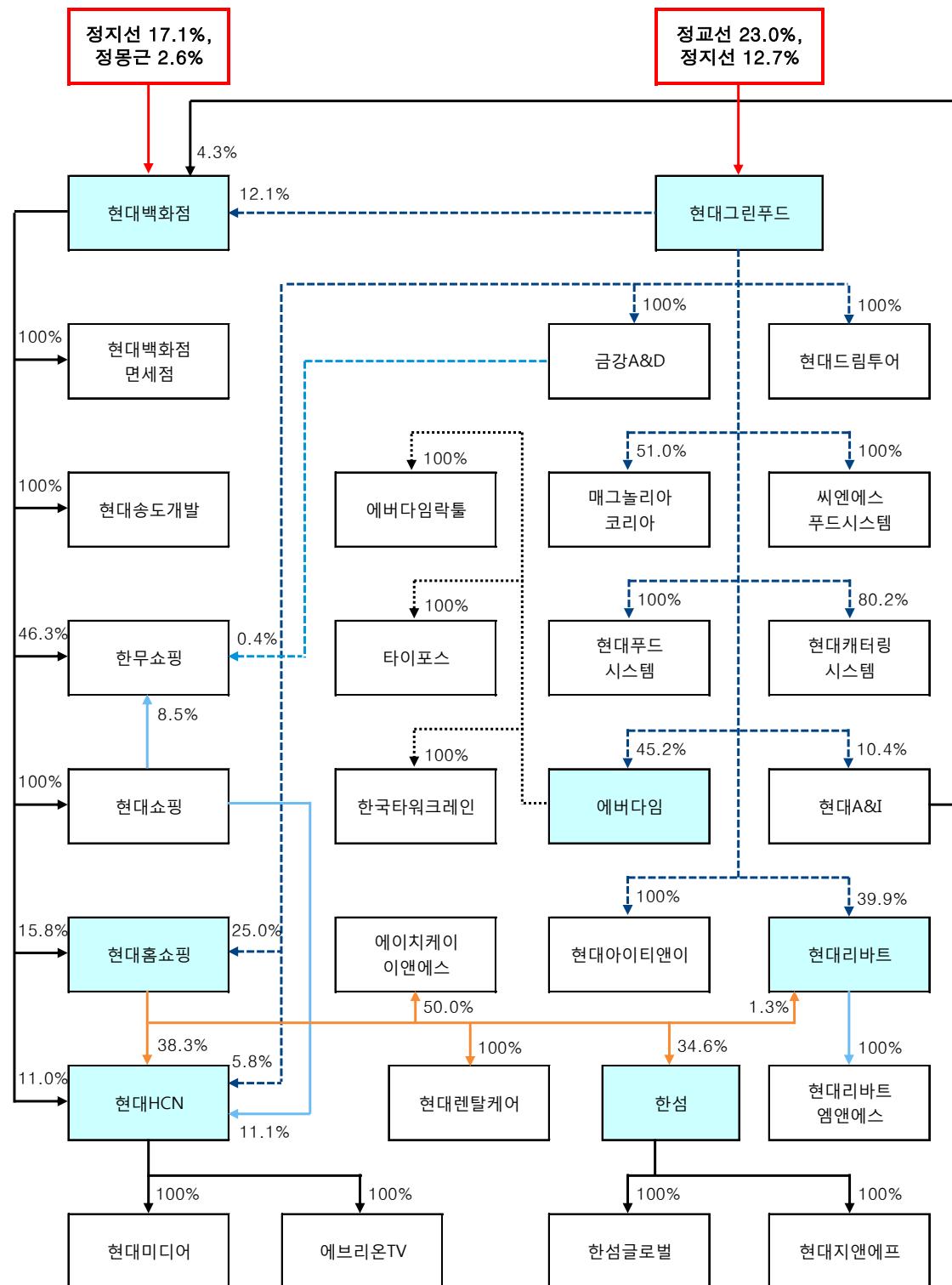
현대백화점은 정지선 회장, 현대그린푸드는 정교선 부회장 구도가 더욱 더 확고해질 것으로 예상됨에 따라 향후에는 정지선 회장이 보유한 현대그린푸드 지분(12.7%)과 현대그린푸드가 보유한 현대백화점 지분(12.1%) 교환이 이루어 질 것으로 예상된다.

### 3. 현대그린푸드: 현대백화점그룹의 실질적인 사업지주회사로서 지배구조 개선 및 배당 확대 수혜 가능할 듯

국민연금이 스튜어드십 코드 도입함에 따라 중점적으로 기업지배구조 개선과 배당확대를 요구할 것으로 예상된다. 이에 대한 연장선상에서 국민연금은 현대그린푸드 지분 12.6%를 보유하고 있으므로 향후 배당확대를 요구할 가능성이 높을 것이다.

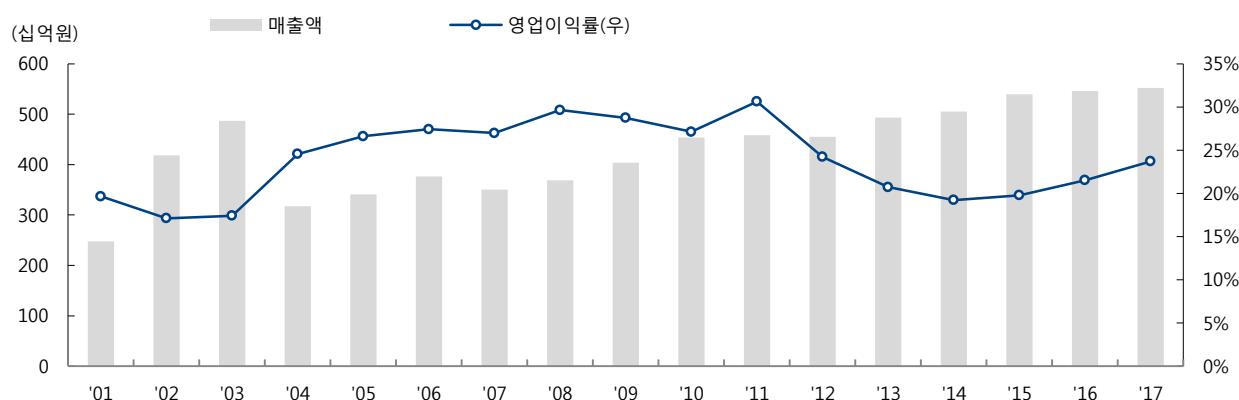
현대그린푸드의 경우 주당 배당금을 2016년 60 원에서 2017년 80 원으로 올린 바 있으나, 여전히 배당성향이 낮기 때문에 주당 배당금 상승여력은 충분하다고 판단된다.

그림56. 현대백화점그룹 지배구조



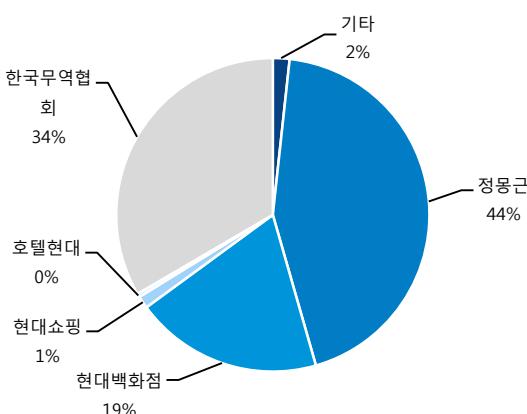
자료: 현대백화점, 하이투자증권

그림57. 한무쇼핑 실적 추이



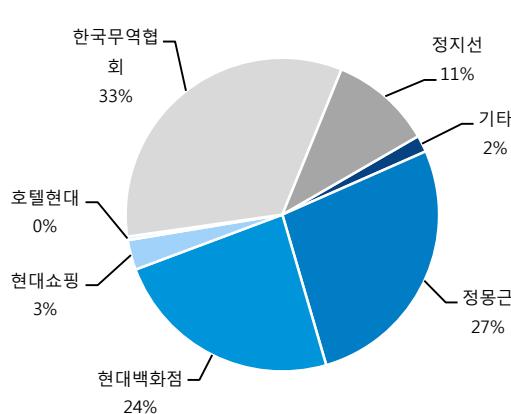
자료: 한무쇼핑, 하이투자증권

그림58. 한무쇼핑 주주 구성(2001년 12월 말 기준)



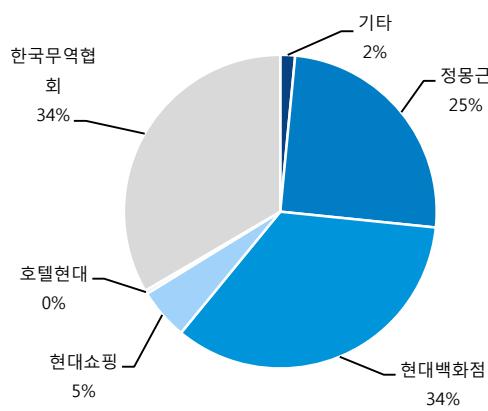
자료: 한무쇼핑, 하이투자증권

그림59. 한무쇼핑 주주 구성(2004년 12월 말 기준)



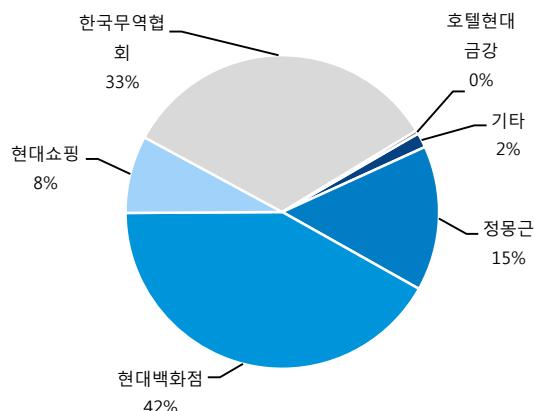
자료: 한무쇼핑, 하이투자증권

그림60. 한무쇼핑 주주 구성(2005년 12월 말 기준)



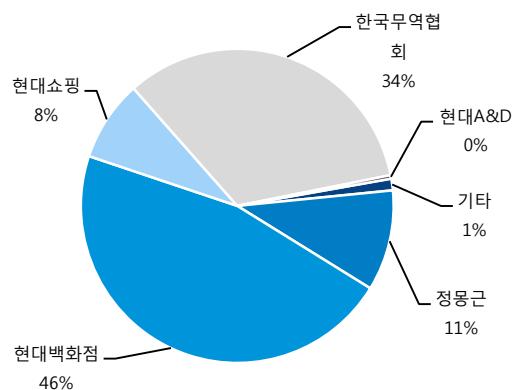
자료: 한무쇼핑, 하이투자증권

그림61. 한무쇼핑 주주 구성(2007년 12월 말 기준)



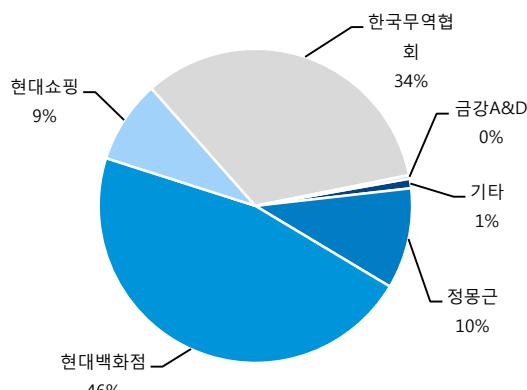
자료: 한무쇼핑, 하이투자증권

그림62. 한무쇼핑 주주 구성(2010년 12월 말 기준)



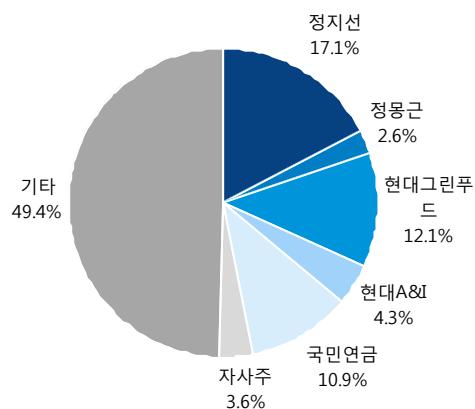
자료: 한무쇼핑, 하이투자증권

그림63. 한무쇼핑 주주 구성(2017년 12월 말 기준)



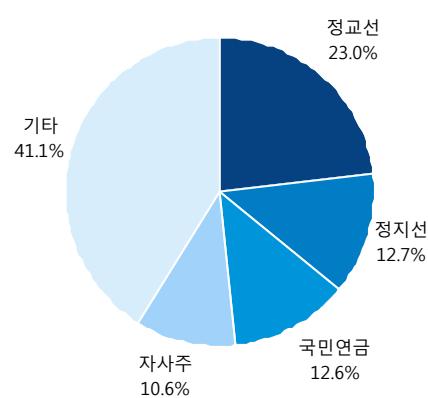
자료: 한무쇼핑, 하이투자증권

그림64. 현대백화점 주주 분포(2018년 9월 30일 기준)



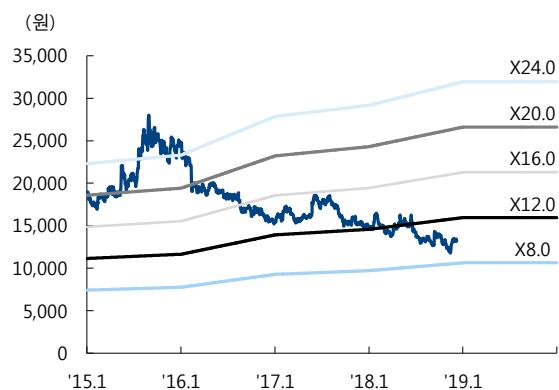
자료: 현대백화점, 하이투자증권

그림65. 현대그린푸드 주주 분포(2018년 9월 30일 기준)



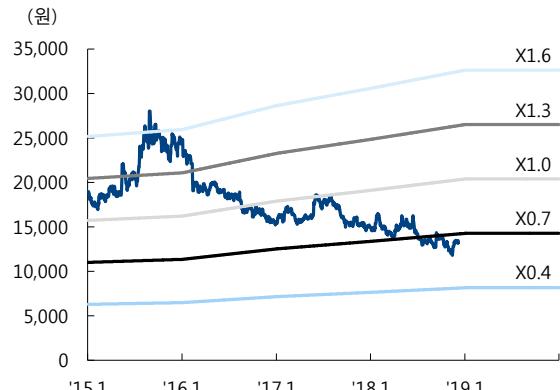
자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

그림66. 현대그린푸드 PER 밴드



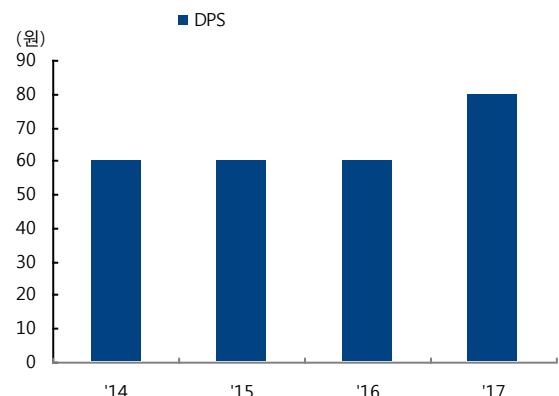
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림67. 현대그린푸드 PBR 밴드



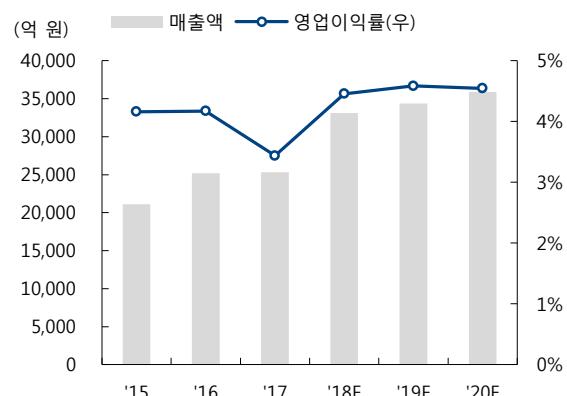
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림68. 현대그린푸드 DPS 추이



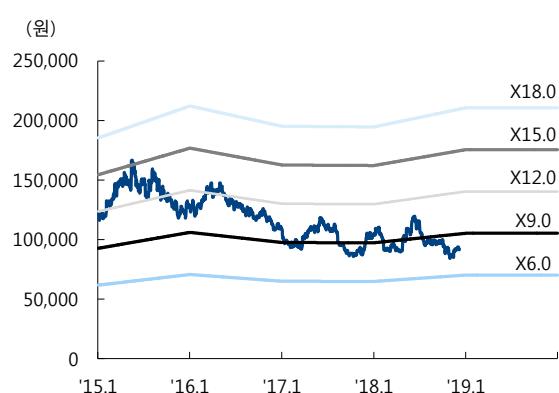
자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

그림69. 현대그린푸드 실적 추이



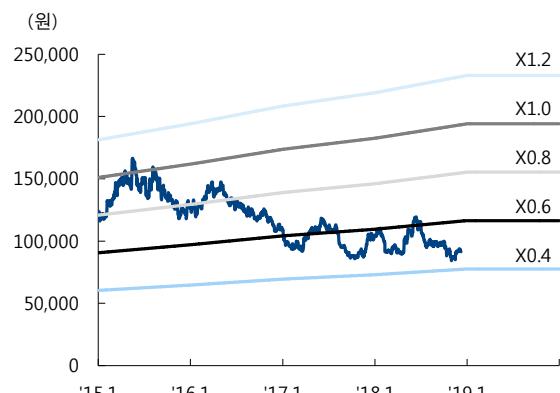
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림70. 현대백화점 PER 밴드



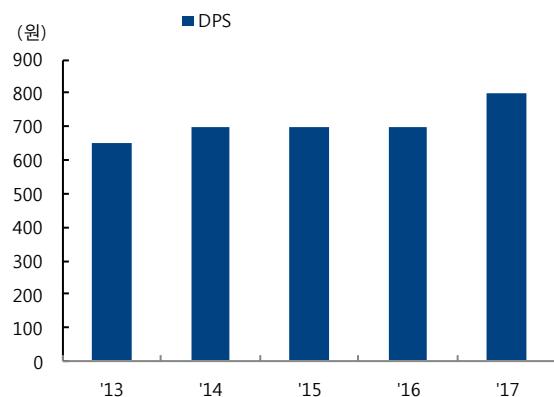
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림71. 현대백화점 PBR 밴드



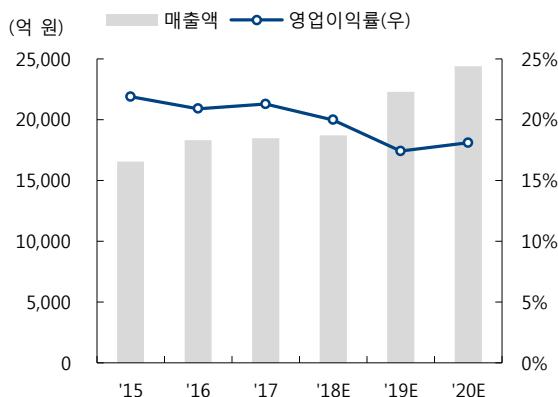
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림72. 현대백화점 DPS 추이



자료: 현대백화점, 하이투자증권

그림73. 현대백화점 실적 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

### 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 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6 개월간 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 투자의 증권투자를 돋기 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 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함:

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-

## 휠라코리아 (081660)

### Buy (Initiate)

목표주가(12M)	72,000 원(신규)
종가(2018/12/07)	54,700 원

Stock Indicator	
자본금	61십억원
발행주식수	6,112만주
시가총액	3,343십억원
외국인지분율	46.0%
52주주가	15,820~56,200원
60일평균대량	699,521주
60일평균거래대금	33.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.2	38.5	80.8	235.6
상대수익률	12.3	47.5	96.8	251.3



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,530	2,875	3,090	3,340
영업이익(십억원)	217	350	401	463
순이익(십억원)	62	179	225	284
EPS(원)	5,150	2,934	3,687	4,643
BPS(원)	65,368	20,518	23,955	28,348
PER(배)	3.2	18.6	14.8	11.8
PBR(배)	0.2	2.7	2.3	1.9
ROE(%)	7.5	17.5	16.6	17.8
배당수익률(%)	1.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	4.2	9.5	8.0	6.6

주K-IFRS 연결 오류 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 트렌드를 애자일(Agile)스럽게

### 글로벌 스포츠 브랜드 휠라(FILA)의 가치가 상승하고 있다

동사는 휠라(FILA) 브랜드로 국내 및 미국에서 신발, 의류 등을 판매하고 있으며, 휠라(FILA) 브랜드에 대하여 글로벌 라이센시로부터 로열티도 수취하고 있다. 또한 중국의 Full Prospect 법인(안타스포츠와의 JV)으로부터 매출의 3%를 디자인수수료로 수취할 뿐만 아니라, 보통주 15%에 대한 지분법 이익 및 배당수익을 인식한다. 그리고 동사는 타이틀시스트, 풋조이 등 골프 의류 및 용품 판매사업을 영위하고 있는 아쿠시네트 지분 53%를 보유하고 있다.

한편, 고유의 헤리티지를 담은 레트로풍 디자인으로 투박해 보이는 운동화인 어글리 슈즈와 더불어 펜디 등과의 콜라보레이션 등을 통하여 중국, 미국, 유럽 등 세계시장에서 글로벌 스포츠 브랜드 휠라(FILA)의 상승세가 두드러지고 있다. 이는 곧 헤리티지 브랜드로서의 입지를 구축하는 것으로서 향후 브랜드 로열티 상승의 일조를 할 것이다.

### 애자일(Agile)한 조직에서 트렌드를 이끌면서 실적향상의 지속성을 높여준다

몇 년 전까지만 해도 고루한 브랜드 이미지로 침체기를 겪었던 동사는 2015년부터 타깃 소비층을 시장 전반에 구매력 있는 3040 대에서, 트렌드를 확산시키고 미래 주요 소비층이 될 세대인 1020 대를 주 고객층으로 하는 브랜드 리뉴얼 작업을 시작하였다. 이와 같은 브랜드 리뉴얼 효과가 올해부터 본격화 되면서 실적 턴어라운드의 원동력이 되고 있다.

또한 동사는 유행에 민감한 젊은 세대 트렌드에 대응하기 위해 중국 진장시에 글로벌 소싱센터를 구축하였다. 여기에서 샘플 개발 파트와 소싱 관리 파트로 나누어 직접 개발한 샘플을 즉시 생산할 수 있게 함으로써 생산 단가를 낮춰 가격 경쟁력을 확보할 수 있게 되었다.

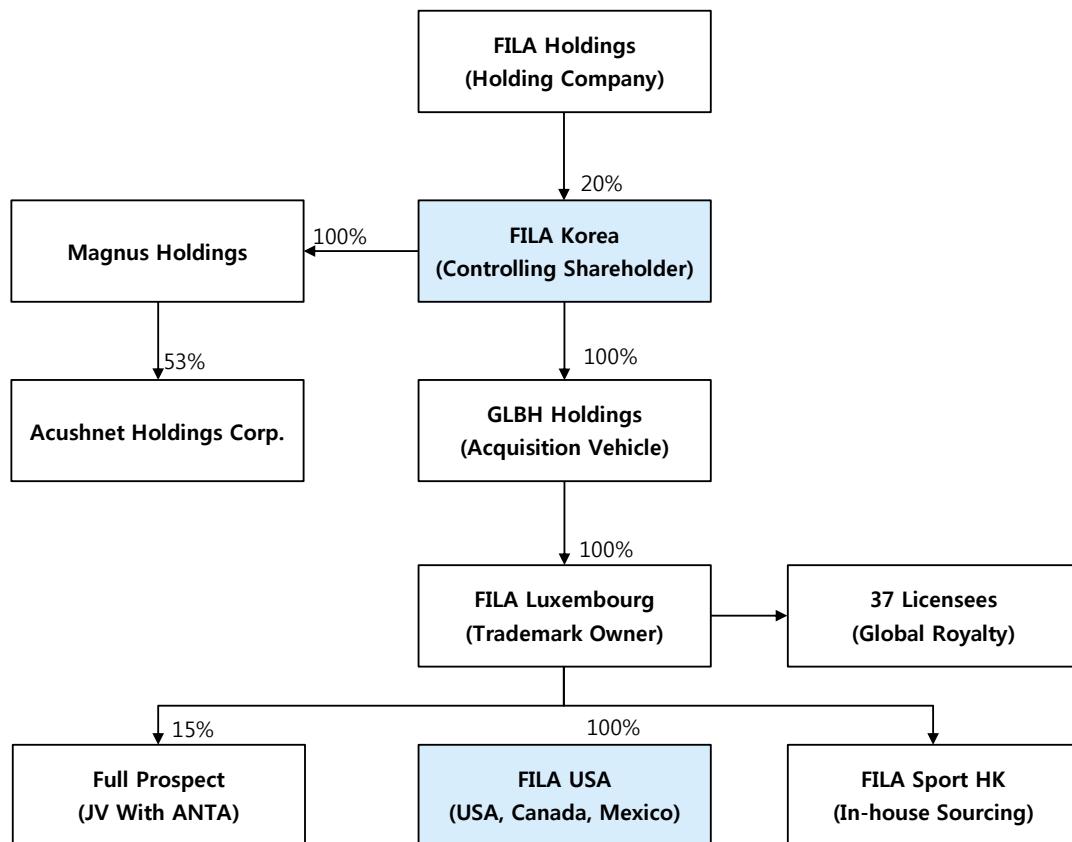
이와 같은 소싱센터를 통하여 젊은 세대 트렌드의 주기가 짧아지는 환경에 민첩하게 대응할 뿐만 아니라 가격 경쟁력을 통한 신제품 출시로 재고를 줄이면서 실적향상의 지속성을 이끌어 갈 수 있을 것이다.

### 실적향상의 지속성으로 동사 주가 한 단계 레벨업 될 듯

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가 72,000를 제시한다. 목표주가는 Sum-of-part 밸류에이션에서 휠라부문 영업가치의 경우 2019년 예상 세후영업이익에 Target PER 23.3 배(글로벌 PEER 평균에 20% 할인), 아쿠시네트 가치의 경우 평균시장가격을 적용하여 산출하였다.

올해부터 브랜드 리뉴얼 효과가 본격화 되면서 실적이 턴어라운드 되고 있을 뿐만 아니라, 무엇보다 애자일(Agile)한 조직 등이 실적향상의 지속성을 높여주고 있다. 이와 같은 실적향상의 지속성으로 동사의 주가는 한 단계 레벨업 될 수 있을 것이다.

그림74. 휠라코리아 지배구조



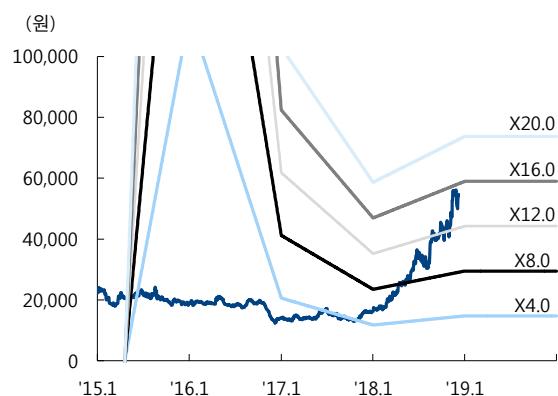
자료: 휠라코리아, 하이투자증권

표13. 휠라코리아 사업부문

<b>Direct</b>	<b>FILA Korea</b>	리테일 및 홀세일 distributor 기반 의류, 신발 판매 매장 수 582개(2018년 2분기 기준) FILA, FILA KIDS, FILA UNDERWEAR, FILA GOLF
	<b>FILA USA</b>	북미지역(미국, 캐나다, 멕시코) 홀세일 distributor 기반 신발 판매
<b>Indirect</b>	<b>FILA Licensee</b>	EMEA, 북미, 라틴아메리카, 아시아 등 37개 licensee 글로벌 FILA의 안정적 매출 및 이익 기여
	<b>Full Prospect</b>	2009년 ANTA Sports와 JV 설립(FILA 지분 15%) 중국, 홍콩, 마카오, 싱가폴 등에서 프리미엄 스포츠&라이프 스타일 상품 판매 디자인 서비스 수수료로 FILA Korea 홀세일 매출의 3% 차지 런칭 이후 매출 급성장 중
	<b>Acushnet Hold.</b>	FILA Korea가 Magnus Holdings 지분 100% 보유, Magnus Holdings는 Acushnet Holdings 지분 53% 보유 Acushnet Holdings는 골프용품 디자인, 생산, 판매 등 글로벌 사업 영위. 총 4개 세그먼트 보유(titleist Golf Balls, Titleist Golf Clubs, Titleist Golf Gear, and FootJoy Golf wear) 브랜드: Titleist, FootJoy Vokey, Scotty Cameron, Pinnacle

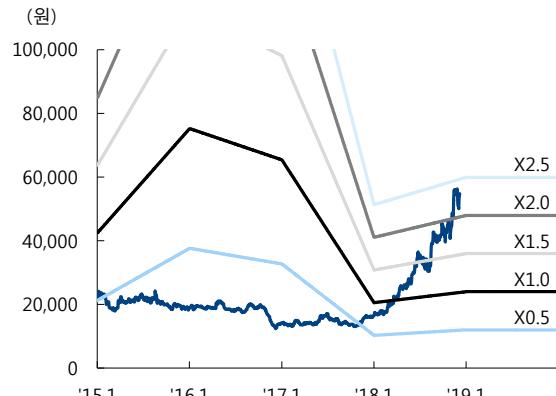
자료: 휠라코리아, 하이투자증권

그림75. 훨라코리아 PER 밴드



자료: 훨라코리아, 하이투자증권

그림76. 훨라코리아 PBR 밴드



자료: 훨라코리아, 하이투자증권

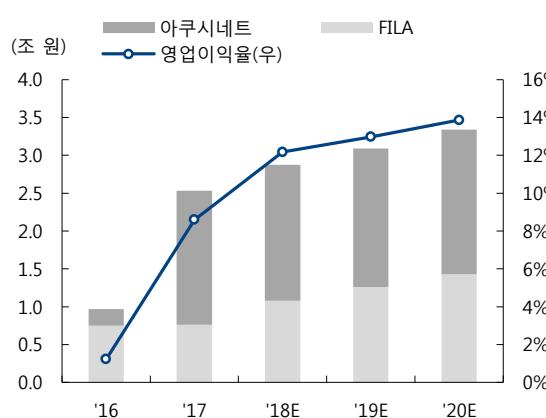
표14. 훨라코리아 주당 가치(단위: 억원)

훨라부문 영업가치	33,319
아쿠시네트	10,650
NAV	43,969
발행주식수	61,115,070
주당 NAV(원)	71,945

2019 예상 NOPLT\*Taget PER 23.3(글로벌 PEER 평균에 20% 할인)

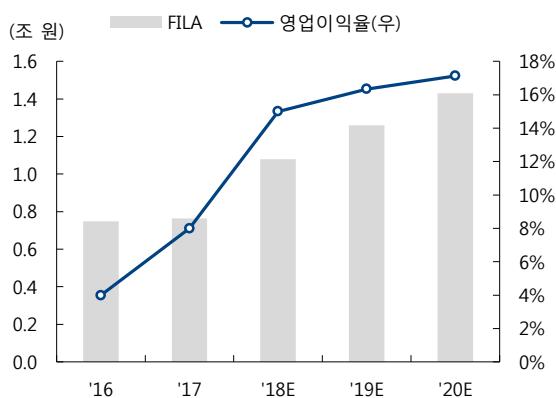
자료: 훨라코리아, 하이투자증권

그림77. 훨라코리아 실적 추이



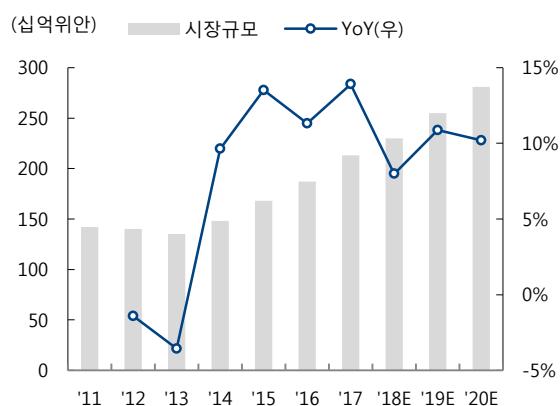
자료: 훨라코리아, 하이투자증권

그림78. FILA 부문 실적 추이



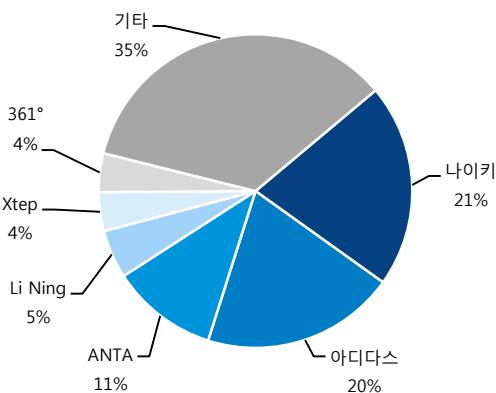
자료: 훨라코리아, 하이투자증권

그림79. 중국 스포츠웨어 시장규모 및 성장을 추이 및 전망



자료: Euromonitor, 하이투자증권

그림80. 2017년 중국 내 브랜드 시장점유율



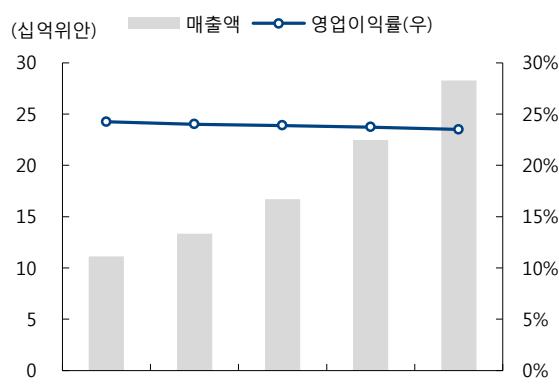
자료: Euromonitor, 하이투자증권

그림81. ANTA SPORTS 시가총액 추이



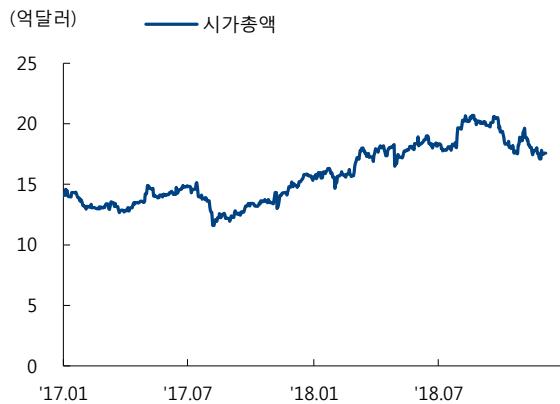
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림82. ANTA SPORTS 실적 추이 및 전망



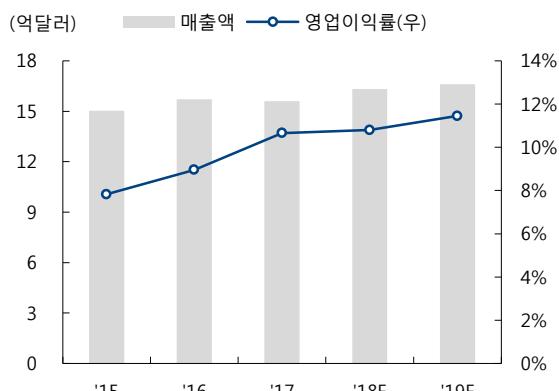
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림83. ACUSHNET HOLDINGS 시가총액 추이



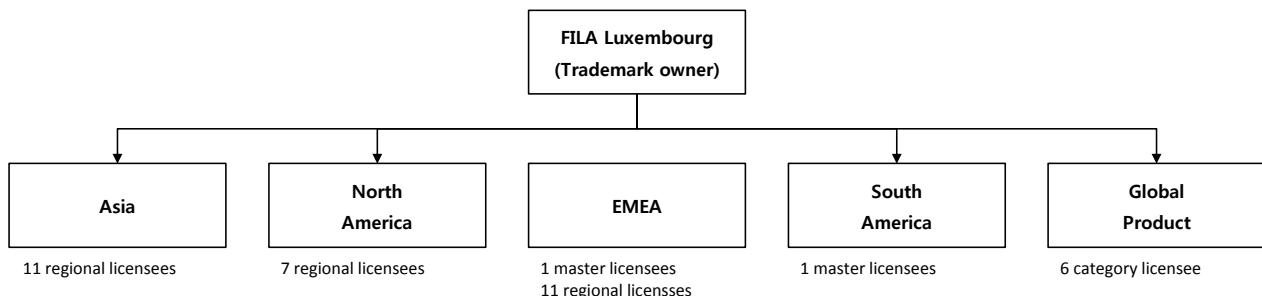
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림84. ACUSHNET HOLDINGS 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림85. 휠라코리아 라이센스 현황



- 라이센스 기간: 5년(마스터 10년)
- 라이센스별 홀세일 수익 기반
- FILA 홀세일 수익의 평균 6-7% 수준
- 예상 수익 기반의 라이센스별 최소 MGR
- 반기마다 GCM(Global Collaboration Meetings) 회의를 통해 전략 가이드라인 설정

자료: 휠라코리아, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,154	1,736	2,041	2,397
현금 및 현금성자산	108	591	816	1,079
단기금융자산	30	29	29	30
매출채권	387	403	371	434
재고자산	578	661	773	802
비유동자산	1,925	1,891	1,872	1,867
유형자산	324	289	260	235
무형자산	1,440	1,418	1,396	1,375
자산총계	3,079	3,627	3,913	4,264
유동부채	695	722	729	741
매입채무	161	183	197	213
단기차입금	213	213	213	213
유동성장기부채	70	70	70	70
비유동부채	1,150	1,150	1,150	1,150
사채	70	70	70	70
장기차입금	786	786	786	786
부채총계	1,845	1,872	1,879	1,891
지배주주지분	799	1,254	1,464	1,732
자본금	61	306	306	306
자본잉여금	118	118	118	118
이익잉여금	680	844	1,054	1,322
기타자본항목	-13	-13	-13	-13
비지배주주지분	435	501	570	641
자본총계	1,234	1,755	2,034	2,374

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,530	2,875	3,090	3,340
증가율(%)	161.6	13.6	7.5	8.1
매출원가	1,290	1,380	1,465	1,553
매출총이익	1,241	1,495	1,625	1,787
판매비와관련비	1,023	1,145	1,224	1,324
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	217	350	401	463
증가율(%)	1,737.1	60.9	14.6	15.5
영업이익률(%)	8.6	12.2	13.0	13.9
이자수익	2	8	10	14
이자비용	53	53	53	53
지분법이익(손실)	12	23	32	42
기타영업외손익	-4	-4	-2	0
세전계속사업이익	182	323	389	468
법인세비용	74	78	94	113
세전계속이익률(%)	7.2	11.2	12.6	14.0
당기순이익	108	245	295	355
순이익률(%)	4.3	8.5	9.5	10.6
지배주주구속 순이익	62	179	225	284
기타포괄이익	-183	-	-	-
총포괄이익	-75	245	295	355
지배주주구속총포괄이익	-43	179	225	284

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	30	415	461	501
당기순이익	108	245	295	355
유형자산감가상각비	40	35	29	25
무형자산상각비	26	22	22	21
지분법관련손실(이익)	12	23	32	42
투자활동 현금흐름	-52	-10	-12	-13
유형자산의 차분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	2	-	-	-
금융상품의 증감	-38	483	225	265
재무활동 현금흐름	22	237	-19	-19
단기금융부채의증감	-302	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-22	-3	-15	-15
현금및현금성자산의증감	-42	484	224	263
기초현금및현금성자산	149	108	591	816
기말현금및현금성자산	108	591	816	1,079

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,150	2,934	3,687	4,643
BPS	65,368	20,518	23,955	28,348
CFPS	10,607	3,864	4,522	5,396
DPS	250	250	250	250
Valuation(배)				
PER	3.2	18.6	14.8	11.8
PBR	0.2	2.7	2.3	1.9
PCR	1.5	14.2	12.1	10.1
EV/EBITDA	4.2	9.5	8.0	6.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	7.5	17.5	16.6	17.8
EBITDA 이익률	11.2	14.2	14.6	15.2
부채비율	149.4	106.7	92.3	79.6
순부채비율	81.1	29.5	14.4	1.2
매출채권화전율(x)	6.4	7.3	8.0	8.3
재고자산회전율(x)	4.3	4.6	4.3	4.2

자료 : 퀄라코리아, 하이투자증권



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-10	Buy	87,000	6개월	-83.0%	-80.3%
2018-03-27(담당자변경)	Buy	150,000	1년	-75.6%	-62.5%
2018-12-11(담당자변경)	Buy	72,000	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-mail 등을 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 돋기 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:

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-



## 현대상사 (011760)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	35,000 원(유지)
종가(2018/12/07)	30,350 원

Stock Indicator	
자본금	66십억원
발행주식수	1,323만주
시가총액	401십억원
외국인지분율	8.9%
52주주가	17,500~49,800원
60일평균거래량	350,242주
60일평균거래대금	11.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.9	-3.3	-29.5	47.0
상대수익률	24.0	5.7	-13.5	62.7



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	4,306	4,809	5,014	5,198
영업이익(십억원)	34	51	57	61
순이익(십억원)	25	35	40	44
EPS(원)	1,888	2,661	3,012	3,311
BPS(원)	27,347	29,434	31,872	34,609
PER(배)	10.3	11.4	10.1	9.2
PBR(배)	0.7	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	6.3	9.4	9.8	10.0
배당수익률(%)	3.1	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	11.8	12.9	8.8	8.6

주K-IFRS 연결 오류 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 실적 개선 및 예멘 평화 기대됨

차량부문 DKD 판매 호조 및 철강부문 등으로 인하여 실적 성장세 이어갈 듯

차량 부문은 크게 자동차와 상용차량으로 구성되어 있다. 자동차 부문은 글로벌 시장에 승용차, 특장차, 군용차, 엔진부품 등을 공급하고 있으며, 현대/기아차가 핵심 파트너 중 하나다. 상용차량 부문은 현대로템과 협력해 고속전철, 전동차, 기관차, 신호통신시스템, 철도전력설비 등을 판매하고 있다. 이러한 차량부문에서 아프리카, 중동, 중남미 등 신흥국 중심으로 완성차 및 DKD 판매 호조가 지속되면서 동사 실적 개선을 이끌고 있다.

특히 DKD(Disassembled Knocked Down)은 완성차를 큰 덩어리로 분해해 포장하는 것을 말하며, 수입국에서는 간단한 조립만으로 완성차를 만들 수 있다. 이런 DKD에 대하여 알제리 등 대체시장을 적극 발굴하면서 매출이 성장하고 있으며 향후 지속성도 높아 보인다.

한편, 철강 부문의 경우 전체 수출액에서 미국 시장이 차지하는 비중은 5%밖에 안될 뿐만 아니라 그 중에서도 관세 규제를 받는 품목은 2%에 불과하다. 미국을 제외한 기타 지역으로 유통망을 확장함으로써 수익성 개선을 이어가고 있다.

### 예멘 불확실성 해소되면 동사 자원개발 가치 상승할 듯

동사의 자원개발사업은 베트남 11-2 가스, 오만 LNG, 카타르 LNG, 예멘 LNG 등으로 구성되어 있다. 이 중에서도 예멘 LNG의 경우 총투자액 45 억달러가 투입된 예멘 최대의 LNG 프로젝트로, 최초 확인매장량은 9.15Tcf, 연산 780 만톤 규모에 이르고 있다. 동사는 한국가스공사와의 합작법인인 HYLNG(YLNG 지분 5.9% 보유)의 지분 51% 보유를 통해 예멘 LNG 가스전에 투자하고 있다.

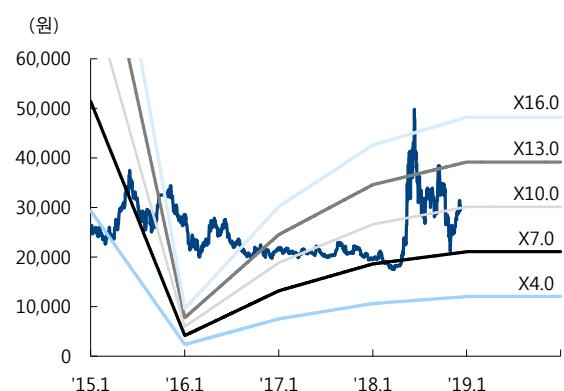
예멘 LNG는 2015년 4월부터 내전으로 생산이 중단된 상태로 가스전은 정부군, 액화기지 및 파이프라인은 주변 지역부족민에 의해 보호되고 있다. 현재 시험가동 중에 있어 휴전 및 안전망 확보 시 즉시 액화기지 재가동이 가능해졌다.

한편, 최근 언론인 자말 카슈끄지 살해 사건으로 사우디 왕실이 위기에 처하면서 예멘 내전에 대한 책임론까지 비판이 번지고 있다. 이에 대하여 예멘 내전을 마무리하기 위한 정부와 반군간의 평화협상이 지난 12월 6일 스웨덴에서 시작되어 일주일간 진행될 예정이다. 휴전에 이르는 돌파구를 마련할 수 있을지는 여전히 불투명하지만 향후 휴전을 하기 위한 대화가 시작되었다는데 의의가 있을 것이다. 만약 내전을 종식하기 위한 평화협상이 체결된다면 예멘 LNG 생산이 가능해져 불확실성이 해소되는 동시에 동사 자원개발 부문의 가치가 상승할 수 있을 것이다.

### 실적 개선 되는 환경하에서 자원개발 가치 상승 기대

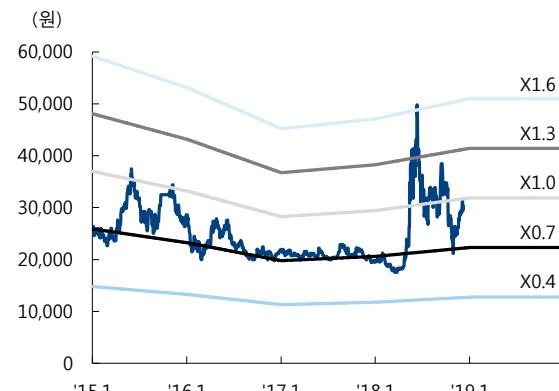
실적이 개선 되는 환경하에서 예멘 LNG 생산이 가능해 자원개발 가치 상승 등이 기대되면서 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림86. 현대상사 PER 밴드



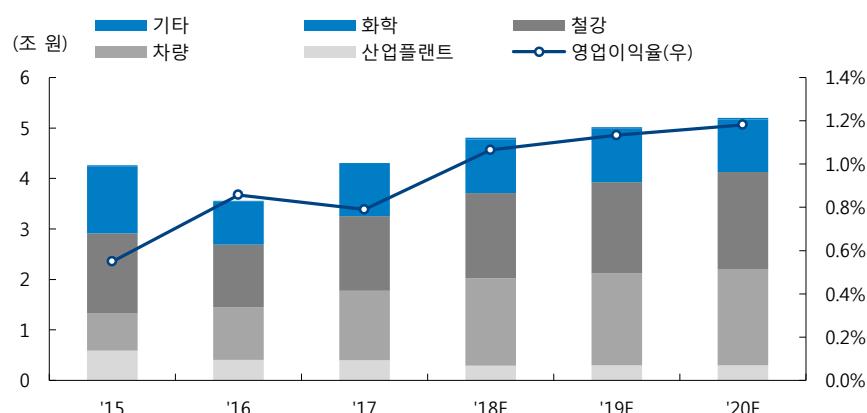
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림87. 현대상사 PBR 밴드



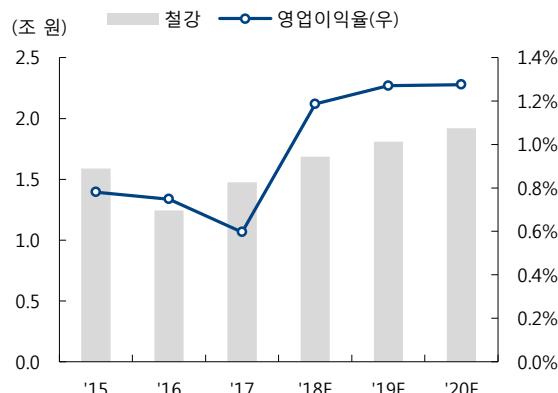
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림88. 현대상사 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



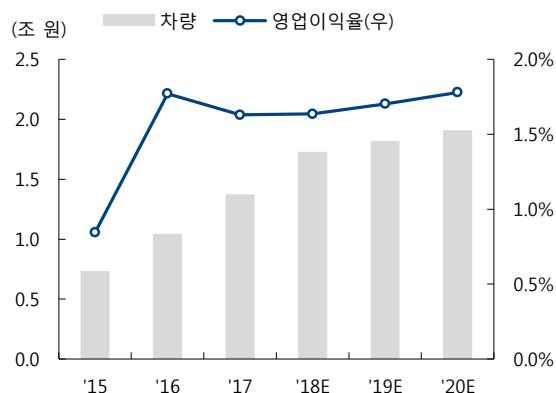
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림89. 현대상사 철강부문 매출액 및 영업이익률 추이



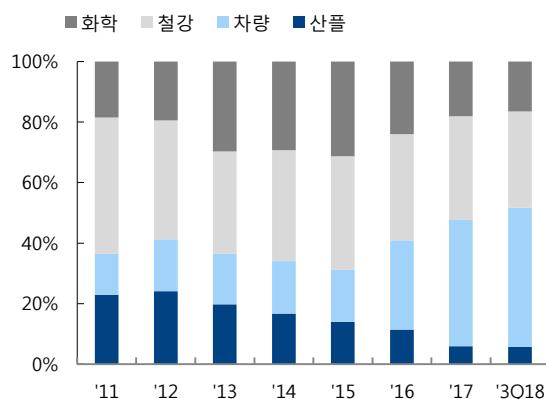
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림90. 현대상사 차량부문 매출액 및 영업이익률 추이



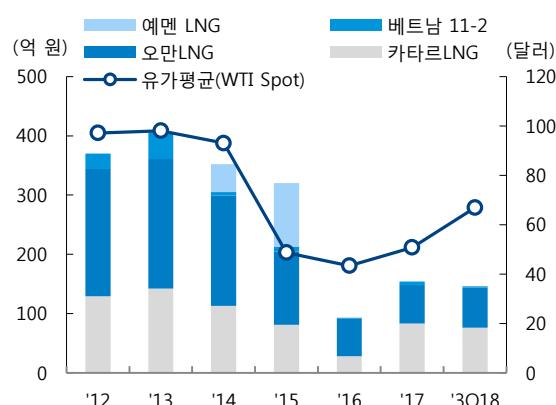
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림91. 현대상사 무역부문별 매출 비중 추이



자료: 현대상사, 하이투자증권

그림92. 현대상사 자원개발부문 실적 추이



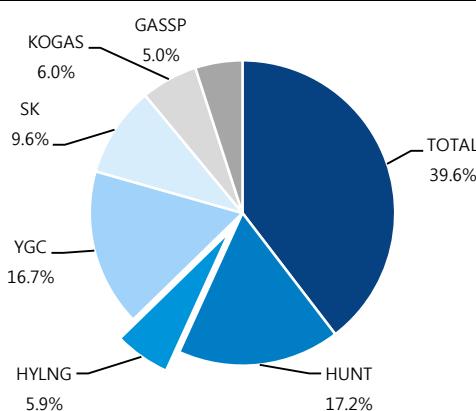
자료: 현대상사, 하이투자증권

표15. 자원개발부문 투자현황

구 분	예멘 LNG(HLNG)	오만 LNG(KOLNG)	카타르 LNG(Ras Laffan)	베트남 11-2
위치	예멘 남동부 해안 Balhaf 지역	오만 무스кат 200km 남동쪽 AI Ghaliyah 지역	카타르 도하 80km 북쪽 Ras Laffan 지역	베트남 봉타우 남동쪽 280km 해상(수심 70~100m)
사업형태	컨소시움(HYLN)	컨소시움(KOLNG)	컨소시움(KORAS)	직접투자
연간생산량	LNG 7.8 백만톤	LNG 5.7 백만톤	LNG 6.8 백만톤	가스 45 BCF
장기계약	Total/KOGAS/Engie	KOGAS/Osaka Gas/Itochu	KOGAS	Petro Vietnam
운영권자	Total	Shell	Exxon Mobil	KNOC
프로젝트지분율	3.0%	1.0%	0.4%	4.9%
자산인식방식	관계기업투자	관계기업투자	매도가능금융자산	해외광구개발비
수익인식방식	지분법이익	지분법이익	배당금수익	매출총이익
생산시기	2009.11	2000.04	1999.05	2006.12
배당기간	'12년~'38년	'02년~'24년	'01년~'29년	'07년~'21년
비고	'15년 4월 내전으로 생산중단			

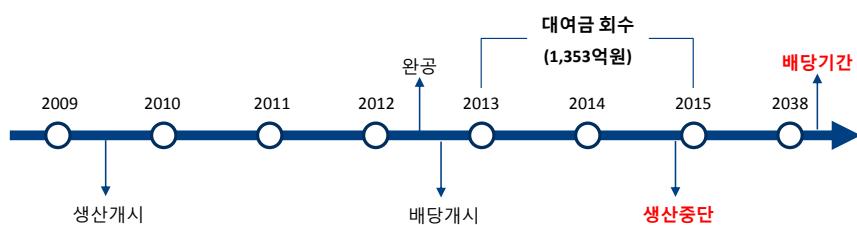
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림93. 예멘 LNG 지분구성



자료: 현대상사, 하이투자증권

그림94. 예멘 LNG 현황



자료: 현대상사, 하이투자증권

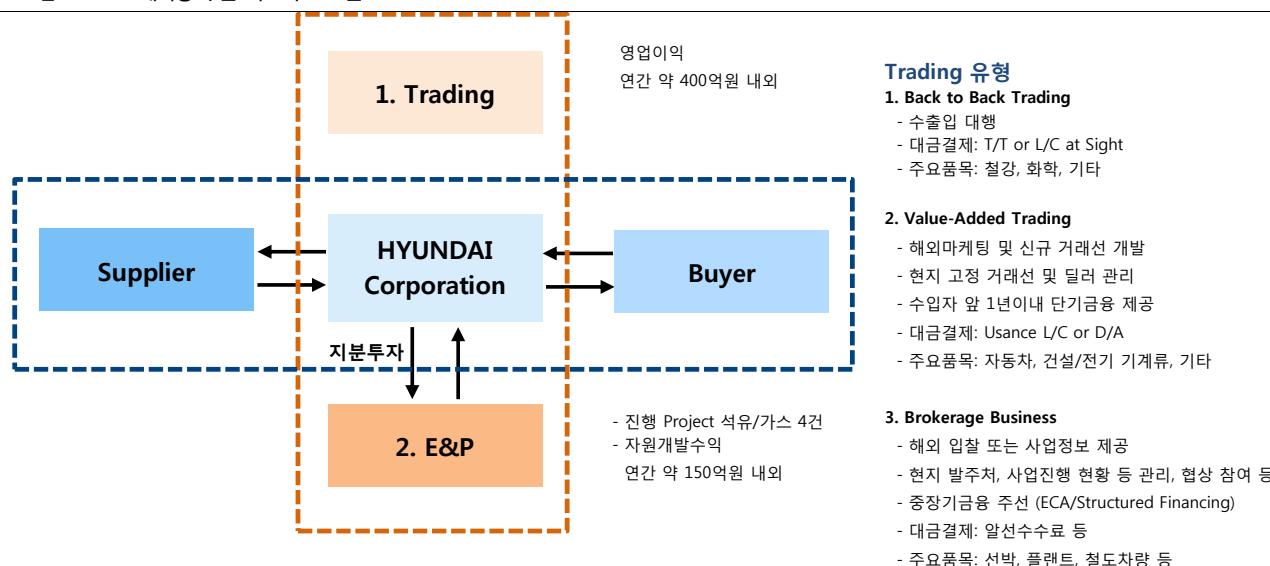
그림95. 예멘 LNG 현황



- **정세:** 정부군(사우디 연합군 포함)과 반군간 교전 진행 중
- **생산:** 가스전은 정부군, 액화기지 및 파이프라인은 주변 지역부족민에 의해 보호  
현재 시험가동중에 있어 휴전 및 안전망 확보시 즉시 액화기지 재가동 가능

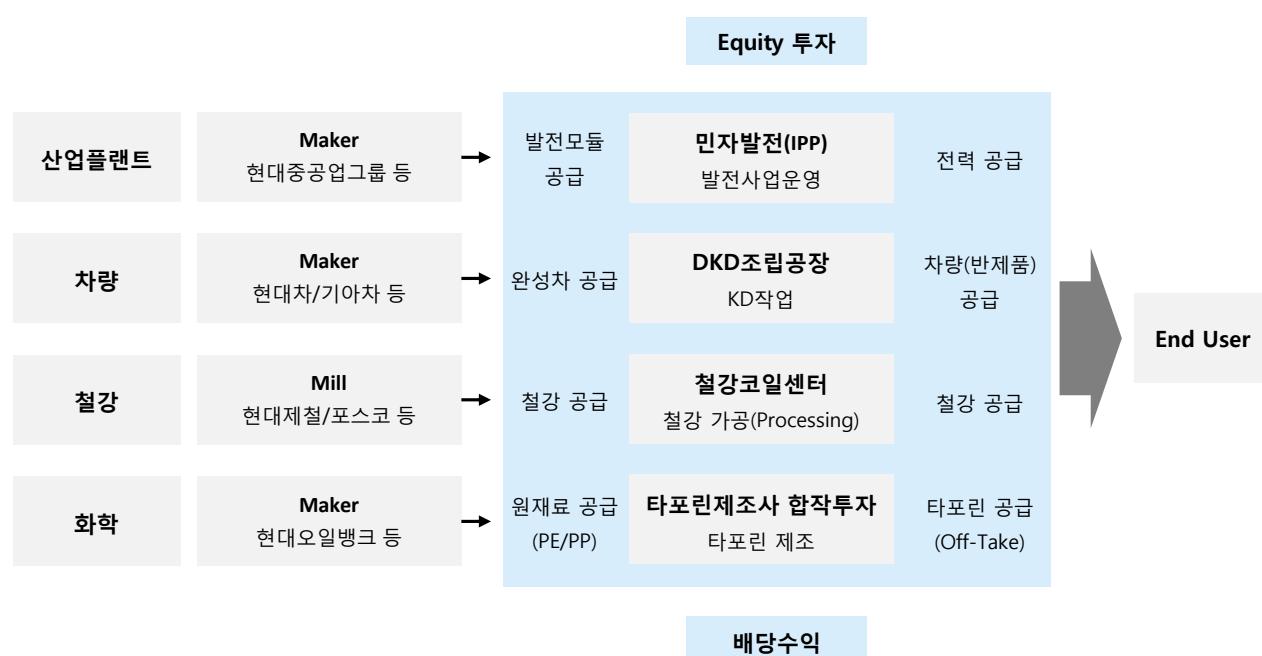
자료: 현대상사, 하이투자증권

그림96. 트레이딩 부문 비즈니스 모델



자료: 현대상사, 하이투자증권

그림97. Trading 연계 투자를 통한 Value Chain 확장



자료: 현대상사, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	993	1,064	1,113	1,162
현금 및 현금성자산	158	49	221	199
단기금융자산	3	3	3	3
매출채권	549	640	541	587
재고자산	240	327	301	327
비유동자산	266	274	282	291
유형자산	3	3	2	1
무형자산	24	22	21	19
자산총계	1,259	1,337	1,395	1,452
유동부채	847	898	923	944
매입채무	399	446	465	482
단기차입금	337	337	337	337
유동성경기부채	-	-	-	-
비유동부채	49	49	49	49
사채	-	-	-	-
장기차입금	5	5	5	5
부채총계	896	947	972	993
지배주주지분	362	389	422	458
자본금	66	66	66	66
자본잉여금	-	-	-	-
이익잉여금	443	471	503	539
기타자본항목	-273	-273	-273	-273
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	363	390	423	459

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,306	4,809	5,014	5,198
증가율(%)	21.0	11.7	4.3	3.7
매출원가	4,196	4,664	4,866	5,042
매출총이익	110	144	148	156
판매비와관련비	76	93	91	95
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	34	51	57	61
증가율(%)	11.5	50.7	10.8	8.1
영업이익률(%)	0.8	1.1	1.1	1.2
이자수익	4	1	5	5
이자비용	7	7	7	7
지분법이익(손실)	7	10	11	11
기타영업외손익	-35	-17	-20	-19
세전계속사업이익	10	47	53	58
법인세비용	-15	11	13	14
세전계속이익률(%)	0.2	1.0	1.1	1.1
당기순이익	25	35	40	44
순이익률(%)	0.6	0.7	0.8	0.8
지배주주구속 순이익	25	35	40	44
기타포괄이익	-84	-	-	-
총포괄이익	-59	35	40	44
지배주주구속총포괄이익	-59	35	40	44

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	49	-78	203	9
당기순이익	25	35	40	44
유형자산감가상각비	1	1	1	0
무형자산상각비	2	2	2	1
지분법관련손실(이익)	7	10	11	11
투자활동 현금흐름	18	-70	-70	-69
유형자산의 차분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	3	-	-	-
금융상품의 증감	-46	-109	173	-22
재무활동 현금흐름	-95	-8	-8	-8
단기금융부채의증감	-89	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-8	-8	-8
현금및현금성자산의증감	-35	-110	172	-22
기초현금및현금성자산	194	158	49	221
기말현금및현금성자산	158	49	221	199

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,888	2,661	3,012	3,311
BPS	27,347	29,434	31,872	34,609
CFPS	2,129	2,852	3,176	3,455
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER	10.3	11.4	10.1	9.2
PBR	0.7	1.0	1.0	0.9
PCR	9.2	10.6	9.6	8.8
EV/EBITDA	11.8	12.9	8.8	8.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.3	9.4	9.8	10.0
EBITDA 이익률	0.9	1.1	1.2	1.2
부채비율	247.0	242.5	229.8	216.2
순부채비율	49.8	74.3	27.8	30.4
매출채권화전율(x)	7.6	8.1	8.5	9.2
재고자산회전율(x)	16.4	17.0	16.0	16.5

자료 : 현대상사, 하이투자증권 리서치센터

현대상사
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-11-20	Buy	35,000	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-mail 등을 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 돋기 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.

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-



## SK 네트웍스 (001740)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	6,300 원(유지)
종가(2018/12/07)	4,960 원

Stock Indicator	
자본금	649십억원
발행주식수	24,830만주
시가총액	1,237십억원
외국인지분율	11.9%
52주주가	4,255~6,770원
60일평균거래량	1,325,237주
60일평균거래대금	6.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.3	0.7	-1.6	-22.5
상대수익률	12.5	9.7	14.4	-6.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	15,202	14,209	15,439	15,813
영업이익(십억원)	143	132	215	252
순이익(십억원)	33	16	96	127
EPS(원)	135	66	387	512
BPS(원)	9,550	9,720	9,990	10,386
PER(배)	49.4	74.6	12.8	9.7
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	1.4	0.7	3.9	5.0
배당수익률(%)	1.8	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA(배)	9.1	8.8	7.2	6.3

주K-IFRS 연결 오류 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 스마트 모빌리티 날개를 달다

렌터카 시장 롯데그룹과 SK 그룹 양강 체재로 재편되면서 경쟁강도 완화로 수익성 개선 발판 마련

지난 9월 21일 AJ 네트웍스가 보유 중인 AJ 렌터카 지분 전량(39.8%) 및 일부 특수관계인 보유 지분(2.4%) 등을 포함한 42.2%를 3,000 억원 내외의 가격으로 동사에게 매각하기로 결정하였다. 이에 따라 공정거래위원회의 승인을 거쳐 연내 매각절차를 완료할 계획이다.

이번 M&A로 동사(12.2%)와 AJ 렌터카(9.5%) 등 SK 그룹의 렌터카 시장 점유율은 21.7%를 차지하게 되었다. 이에 따라 그 동안 격차가 벌어진 2위에서 바로 선두인 롯데렌탈(24.3%)과의 간극이 줄어들면서 렌터카 시장 산업 내 경쟁 구도도 롯데그룹과 SK 그룹 양강 체제로 재편된다. 이는 곧 업체간 경쟁강도가 완화될 수 있는 환경이 조성되는 것으로서 향후 수익성 개선의 발판이 마련될 것이다.

AJ 렌터카 인수로 스마트 모빌리티 인프라 기반 마련되면서 향후 레버리지 효과 큼 듯

스마트 모빌리티 사업 강화 측면에서 렌터카 업체 확보가 필수이다. 왜냐하면 카헤일링(Car Hailing) 사업자의 진입이 차단되다 보니 향후 렌터카 사업자 기반으로 카셰어링 등 스마트 모빌리티 사업이 펼쳐질 것으로 예상되기 때문이다.

이번 인수로 동사는 AJ 렌터카가 보유 중이던 82,655 여대 차량과 영업망을 추가로 확보함에 따라 동사 보유(101,270 대)를 포함하여 총 183,925 여대에 달하는 렌터카를 보유하게 되었다. 이렇게 스마트 모빌리티 사업 인프라 기반이 확보됨에 따라 카셰어링 등 여러 가지 제반 요건이 마련되어 스마트 모빌리티 사업 진출 시 동사의 레버리지 효과가 크게 나타날 수 있을 것이다.

### 현대차와 함께 스마트 모빌리티 핵심 콘텐츠인 충전 인프라 구축 본격화

동사와 현대차가 스마트 모빌리티의 핵심 콘텐츠 중 하나인 전기자동차 충전 인프라 구축에 본격적으로 나선다. 이에 대하여 동사는 내년 하반기까지 서울 강동구 길동에 있는 직영 주유소에 연면적 1천 평 이상의 랜드마크 건물을 지어 모빌리티 라이프스타일 충전소로 전환할 예정이다. 여기에는 현대차가 개발한 총 10 기의 신규 초고속 충전기가 설치되며, 건물은 고객들이 충전하는 동안 기다리며 시간을 보낼 수 있는 라이프스타일 복합 콘텐츠 공간으로 운영된다.

### AJ 렌터카 인수로 사업적인 시너지 효과 본격화 될 듯

AJ 렌터카는 개인장기렌탈 위주인 동사와 달리 법인 및 단기렌탈에 강점을 보유하고 있으며, 장기간 동 업종을 영위하여 중고차 매각 등 사업관련 노하우를 보유하고 있다.

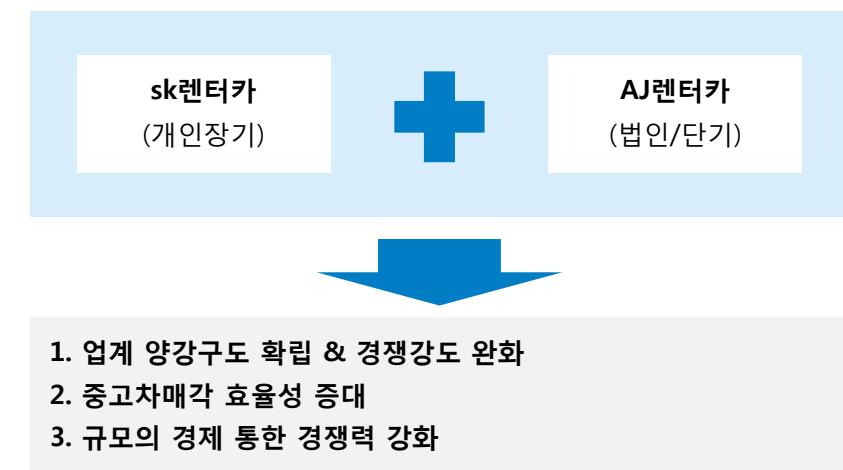
또한 AJ 렌터카 인수에 따라 규모의 경제를 통한 자동차 제조사 디스카운트율 개선, 경쟁완화에 따른 마진율 개선, 스피드메이트와의 경영비부문 시너지 등도 예상된다.

표16. 렌터카 3사 주요 지표

	SK 렌터카(Car-Life)	AJ 렌터카	롯데렌탈
운영대수(대)	101,270	82,655	198,456
시장점유율	12.20%	9.50%	24.00%
매출액	8,849 억원	5,915 억원	1 조 6,598 억원
영업이익	389 억원	414 억원	931 억원

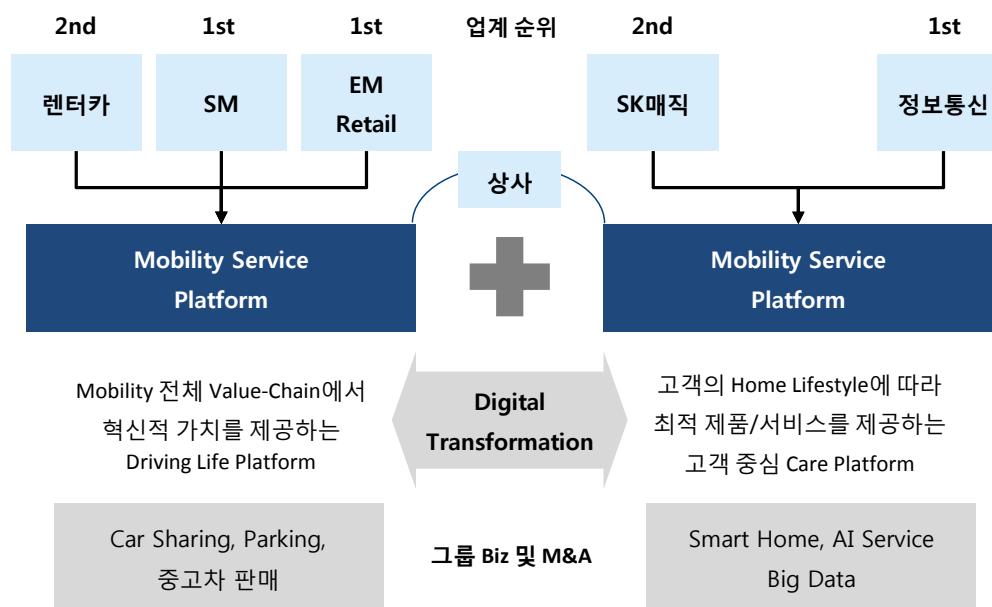
자료: SK 네트웍스, 하이투자증권

그림98. 시너지 효과



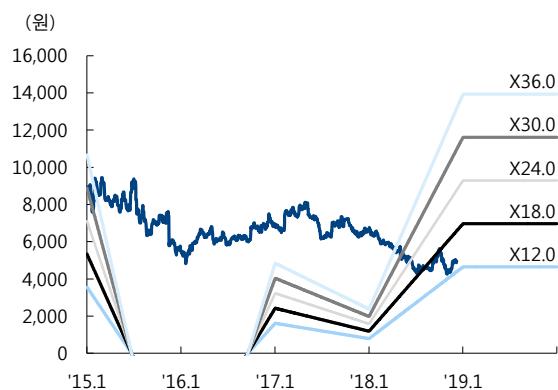
자료: SK 네트웍스, 하이투자증권

그림99. 중장기 성장 전략



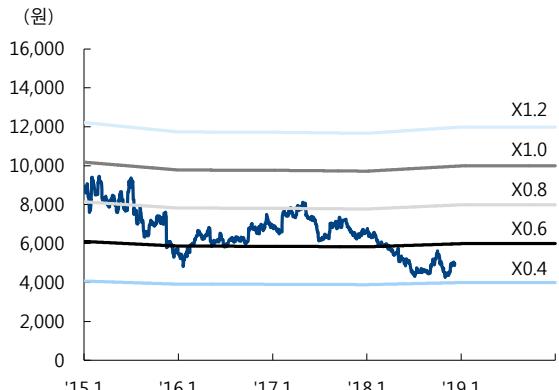
자료: SK 네트웍스, 하이투자증권

그림100. SK 네트웍스 PER 밴드



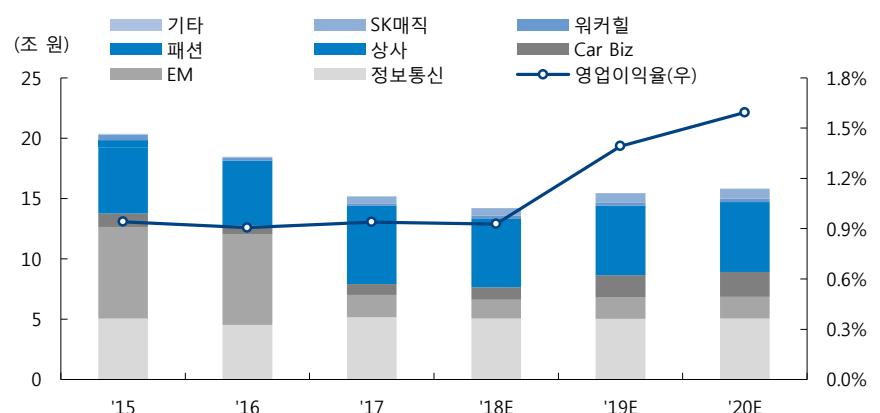
자료: SK 네트웍스, 하이투자증권

그림101. SK 네트웍스 PBR 밴드



자료: SK 네트웍스, 하이투자증권

그림102. SK 네트웍스 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: SK 네트웍스, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,609	2,546	2,812	3,019
현금 및 현금성자산	263	163	236	465
단기금융자산	9	10	10	11
매출채권	1,247	1,250	1,405	1,344
재고자산	635	639	664	727
비유동자산	4,618	4,570	4,511	4,434
유형자산	3,540	3,504	3,457	3,391
무형자산	555	543	531	520
자산총계	7,227	7,115	7,323	7,453
유동부채	3,207	3,053	3,192	3,221
매입채무	1,988	1,859	2,019	2,068
단기차입금	417	417	417	417
유동성장기부채	333	333	333	333
비유동부채	1,672	1,672	1,672	1,672
사채	979	979	979	979
장기차입금	384	384	384	384
부채총계	4,879	4,725	4,864	4,893
지배주주지분	2,370	2,412	2,479	2,578
자본금	649	649	649	649
자본잉여금	814	814	814	814
이익잉여금	1,012	1,000	1,067	1,165
기타자본항목	-54	1	1	1
비지배주주지분	-22	-22	-20	-17
자본총계	2,349	2,391	2,460	2,560

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	15,202	14,209	15,439	15,813
증가율(%)	17.8	-6.5	8.7	2.4
매출원가	14,104	13,200	14,312	14,668
매출총이익	1,098	1,009	1,127	1,145
판매비와판로비	956	877	912	893
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	143	132	215	252
증가율(%)	-8.1	-7.7	63.1	17.2
영업이익률(%)	0.9	0.9	1.4	1.6
이자수익	7	5	6	12
이자비용	63	63	63	63
지분법이익(손실)	0	-	-	-
기타영업외손익	-28	-111	-92	-31
세전계속사업이익	63	50	129	171
법인세비용	16	27	31	41
세전계속이익률(%)	0.4	0.4	0.8	1.1
당기순이익	35	17	98	130
순이익률(%)	0.2	0.1	0.6	0.8
지배주주구속 순이익	33	16	96	127
기타포괄이익	-12	-	-	-
총포괄이익	22	17	98	130
지배주주구속총포괄이익	22	16	96	127

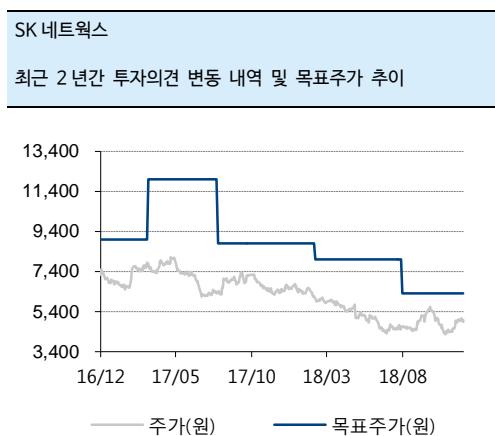
현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-635	77	283	410
당기순이익	35	17	98	130
유형자산감가상각비	231	216	207	196
무형자산상각비	12	12	12	11
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-
투자활동 현금흐름	878	574	597	625
유형자산의 차분(취득)	117	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	6	-	-	-
금융상품의 증감	-485	-99	72	230
재무활동 현금흐름	-676	29	-25	-25
단기금융부채의증감	-433	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-25	-29	-29	-29
현금및현금성자산의증감	-433	-101	73	229
기초현금및현금성자산	696	263	163	236
기말현금및현금성자산	263	163	236	465

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	135	66	387	512
BPS	9,550	9,720	9,990	10,386
CFPS	1,113	986	1,267	1,347
DPS	120	120	120	120
Valuation(배)				
PER	49.4	74.6	12.8	9.7
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
PCR	6.0	5.0	3.9	3.7
EV/EBITDA	9.1	8.8	7.2	6.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.4	0.7	3.9	5.0
EBITDA 이익률	2.5	2.5	2.8	2.9
부채비율	207.7	197.6	197.8	191.1
순부채비율	78.4	81.1	75.9	64.0
매출채권화전율(x)	10.8	11.4	11.6	11.5
재고자산회전율(x)	25.6	22.3	23.7	22.7

자료 : SK 네트웍스, 하이투자증권 리서치센터



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-03-13	Buy	12,000	6개월	-40.4%	-32.3%
2017-07-31	Buy	8,800	1년	-24.4%	-16.5%
2018-02-12	Buy	8,000	1년	-34.5%	-23.9%
2018-08-06	Buy	6,300	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-mail 등을 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 돋기 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.

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-



## AJ 렌터카 (068400)

NR

액면가	500 원
종가(2018/12/07)	13,100 원

Stock Indicator	
자본금	11.1십억원
발행주식수	2,215만주
시가총액	290십억원
외국인지분율	5.3%
52주주가	9,250~20,050 원
60일평균매물	477,281주
60일평균거래대금	6.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.4	-10.3	13.9	-31.2
상대수익률	28.6	-1.3	29.9	-15.5



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	637	673	720	800
영업이익(십억원)	41	41	47	56
순이익(십억원)	13	16	20	28
EPS(원)	570	736	903	1,241
BPS(원)				
PER(배)	17.4	17.8	14.5	10.6
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				
주K-IFRS 연결 오각 재무제표				

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## SK 그룹 스마트 모빌리티 전략적 요충지

### 국내 3 위의 렌터카 전문회사

동사는 1988년 설립된 렌터카 전문회사로 국내 시장 점유율 3위를 차지하고 있다. 지난해 기준으로 대여 유형별 매출 비중을 살펴보면 장기 70.0%, 중기 13.5%, 단기 16.5% 등이며 장기의 대부분은 법인렌탈에서 발생한다.

### SK 그룹 편입 효과로 조달 비용 감소하면서 수익성 향상 발판 마련됨

지난 9월 21일 동사의 대주주인 AJ 네트웍스는 보유 중인 동사 지분 전량(39.8%) 및 일부 특수관계인 보유 지분(2.4%) 등을 포함한 42.2%를 3,000억원 내외의 가격으로 SK 네트웍스에 매각하기로 결정하였다. 이에 따라 공정거래위원회의 승인을 거쳐 연내 매각절차를 완료할 계획이다.

이와 같은 SK 그룹의 편입으로 우선 동사 수익성 향상에 발판이 마련되었다. 렌터카 비즈니스는 차입 조달을 통해 자산을 갖추고, 장기간 렌탈을 통해 수익을 조금씩 쌓아가는 구조로 조달 비용을 얼마나 낮추느냐가 수익을 판가름한다. 동사는 그 동안 대기업 계열인 롯데렌탈과 SK 네트웍스에 비해 신용등급 면에서 상대적으로 열위일 수밖에 없었는데, 이번 SK 그룹 편입으로 인하여 동사 신용등급 상향에 따른 조달 비용 감소가 예상되면서 수익성이 향상 될 수 있을 것이다.

### SK 그룹 스마트 모빌리티 사업 육성 하에서 동사의 전략적 중요성 확대 될 듯

향후 렌터카 사업자 기반으로 카셰어링 등 스마트 모빌리티 사업이 펼쳐질 것으로 예상됨에 따라 SK 네트웍스가 동사를 스마트 모빌리티 사업 인프라 기반 확보차원에서 인수한 것이다.

따라서 스마트 모빌리티 사업 진출 시 동사를 적극적으로 활용하는 전략적인 요충지 역할이 기대된다. 동사는 82,655여대 차량을 보유하면서 운영 중에 있으므로, SK 네트웍스 보유(101,270대)를 포함하게 되면 총 183,925여대에 이르게 된다.

이렇게 스마트 모빌리티 사업 인프라 기반에 확보됨에 따라 카셰어링 등 여러 가지 제반 요건이 마련되어 스마트 모빌리티 사업 진출시 동사 렌터카 및 지점망 등을 활용하면서 레버리지 효과가 크게 나타날 수 있을 것이다.

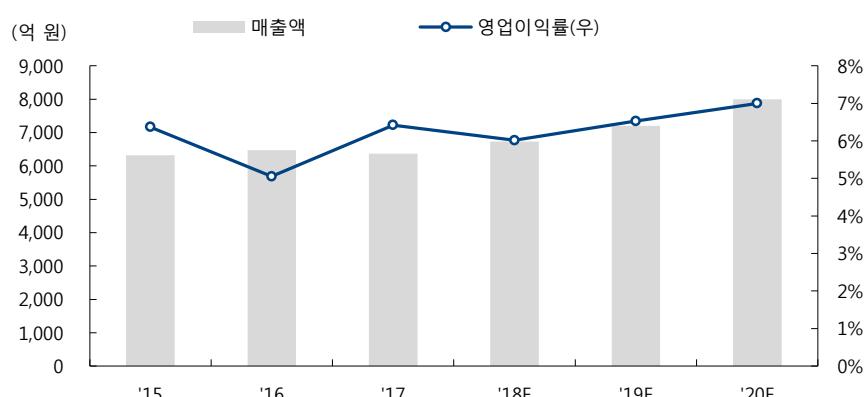
무엇보다 SK 그룹의 스마트 모빌리티 사업 육성하에서 그 만큼 동사의 전략적 중요성이 확대될 수 있을 것이다.

표17. AJ 렌터카 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2015	6,321	403	226	171	175	790	15.1
2016	6,476	327	120	68	80	360	23.2
2017	6,368	409	169	123	126	570	17.4
2018E	6,730	405	211	160	163	736	17.8
2019E	7,200	470	260	198	200	903	14.5
2020E	8,000	560	360	273	275	1,241	10.6

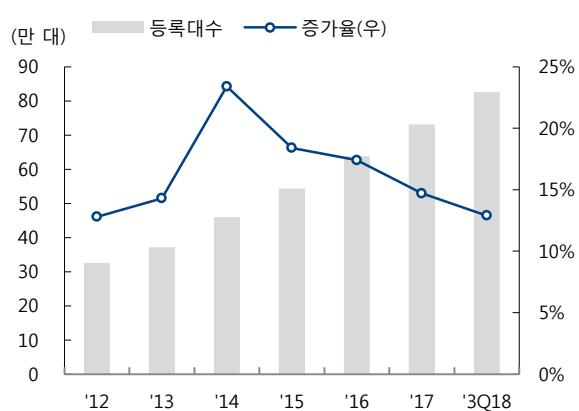
자료: AJ 렌터카, 하이투자증권

그림103. AJ 렌터카 실적 추이 및 전망



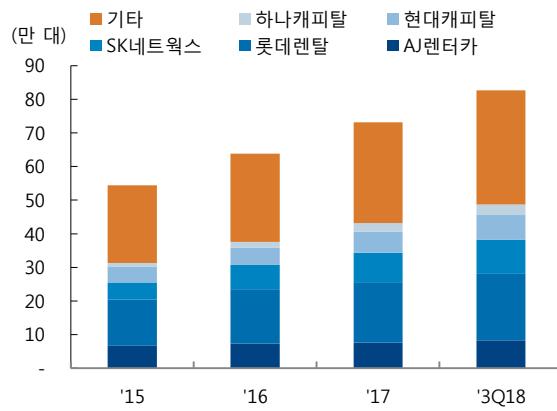
자료: AJ 렌터카, 하이투자증권

그림104. 렌터카 등록대수 추이



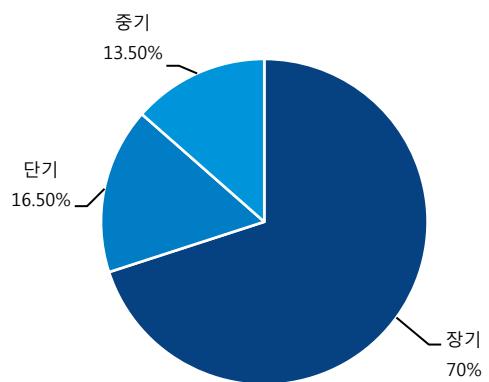
자료: 서울시자동차대여사업조합, 하이투자증권

그림105. 사업자별 렌터카 등록대수 추이



자료: 전국자동차대여사업조합연합회, 하이투자증권

그림106. AJ 렌터카 대여유형별 매출 비중



자료: AJ 렌터카, 하이투자증권

AJ 렌터카
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	괴리율	
			목표주가 대상시점	평균 주가대비

2018-11-21 NR



### 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-mail 등을 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 간접 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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.

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-

## 푸드나무 (290720)

NR

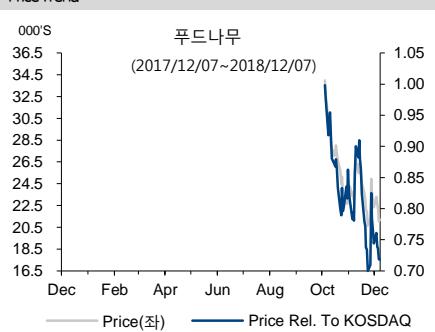
액면가	500 원
증가(2018/12/07)	21,250 원

## Stock Indicator

자본금	3.4십억원
발행주식수	681만주
시가총액	145십억원
외국인지분율	0.0%
52주주가	20,650~34,000원
60일평균매량	208,460주
60일평균거래대금	6.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	-37.5	-37.5	-37.5
상대수익률	-8.0	-21.2	-14.7	-28.5

## Price Trend



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	35	59	76	98
영업이익(십억원)	4	9	11	14
순이익(십억원)	4	8	10	13
EPS(원)	392353	1,131	1,424	1,835
BPS(원)				
PER(배)	-	18.7	14.9	11.6
PBR(배)				
ROE(%)				
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				
주K-IFRS 연결 오류 재무제표				

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 다이어트 나무 가지가 펼쳐지다

### 닭가슴살 전문 온라인 플랫폼 기반의 푸드테크 기업

동사는 랭킹닭컴 등 온라인 플랫폼을 이용하여 간편건강식품의 유통 등을 주요사업으로 영위하는 푸드테크 기업으로, 웰니스 기반의 피트니스와 미디어 콘텐츠 사업으로 사업부문을 확장하고 있다. 즉, 간편건강식품 유통 플랫폼 랭킹닭컴 등과 더불어, 맛있닭, 신선애, 러브잇 등의 닭가슴살 가공식품 브랜드를 보유 중이며, 피트니스 관련 용품을 판매하는 랭킹상사와 헬스/피트니스 전문 미디어 개근질닷컴, 다이어트 레시피 전문 매거진 닭국까지 플랫폼사업부터 제품생산, 콘텐츠 사업 등을 영위하고 있다.

올해 상반기 기준으로 매출 비중은 맛있닭 55.4%, 러브잇 10.4%, 신선애 9.4%, 기타 24.8% 등이다.

### 동사 플랫폼 기반으로 다이어트 관련 간편건강식품 라인업을 확대하여 매출성장 할 듯

국내 최초 닭가슴살 전문플랫폼인 랭킹닭컴에는 플랫폼이라는 사업구조를 통해 현재 동사 자체 브랜드 외에도 71 개의 타사 브랜드가 입점돼 있다. 올해 상반기 기준 약 56 만명의 회원수를 확보하고 있으며 재구매율도 57.1%에 이르고 있다.

HMR 시장 확대 및 비만인구의 증가에 따라 다이어트 사업이 빠르게 성장하는 만큼 다이어트를 위해 쉽게 조리 및 섭취할 수 있는 간편건강식품 라인업을 동사 플랫폼을 기반으로 확대하여 매출성장을 도모할 예정이다. 즉 육포, 피자, 브리또 등 기존에 없었던 유형의 닭가슴살 제품을 개발하고 저칼로리, 저염 등 잇 다이어트(Eat Diet) 트랜드에 맞는 가정식 대체식품을 출시해 브랜드 경쟁력을 강화할 예정이다.

### 다이어트 관련 플랫폼 확장 및 물류혁신

신규 사업 개근질마트와 피카다이어트은 기존 간편 건강식품 중심의 사업을 확장해 전문가와 비전문가를 대상으로 독특한 헬스와 다이어트 용품을 판매하는 신규 플랫폼이 될 예정이다. 또한 랭킹닭컴, 개근질닷컴 등 동사 플랫폼과의 연계마케팅을 통해 선순환 구조를 만들 것이다.

한편, 동사는 판매채널 확대와 함께 콜드체인 기반시설 구축을 통한 물류 혁신도 진행하고 있다. 즉, 올해 말에 준공될 파주 자동 냉동 물류센터를 기반 콜드체인 구축으로 당일배송, 새벽배송, 신선배송 등이 가능해 지면서 매출확대의 계기를 마련할 것이다.

표18. 푸드나무 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2016	223	34	34	29	29	294,428	-
2017	348	43	43	39	39	392,353	-
2018E	585	86	85	77	77	1,131	18.7
2019E	760	110	108	97	97	1,424	14.9
2020E	980	140	138	125	125	1,835	11.6

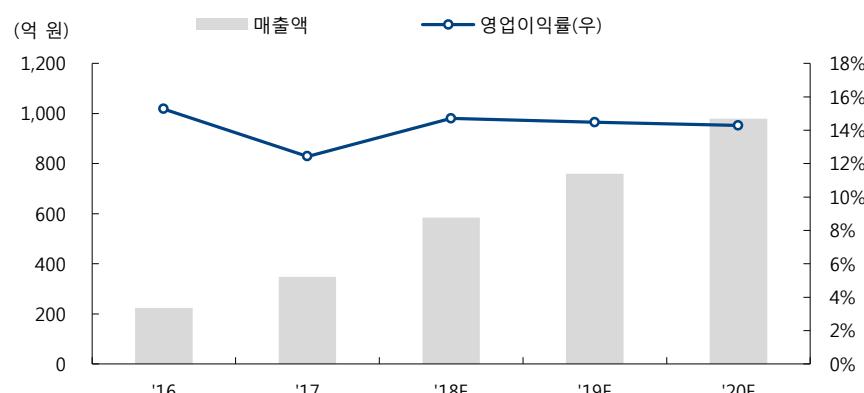
자료: 푸드나무, 하이투자증권

표19. 푸드나무 주요 사업분야

사업분야	구분	사업의 내용
플랫폼 사업(유통)	전자상거래 플랫폼 분야	국내 최초 닭가슴살 플랫폼 '랭킹닭컴', 자사 브랜드 플랫폼 '맛있닭' 피트니스 용품 전문 쇼핑몰 '랭킹상사', 다이어트 전문 플랫폼 '피키다이어트'
제품생산(제조)	간편건강식품 및 가정식대체식품(HMR) 분야	간편건강식품(맛있닭 외 9종 브랜드 보유) 건강 관심도 증가에 맞춘 간편건강식품의 생산 및 판매, 1인 가구 증가로 인한 라이프 스타일 변화에 맞춘 가정 간편식품(HMR) 생산 및 판매
	건강기능제품 분야	프리미엄 미세먼지 마스크, 피카마스크(출시), 보충제, 혈스용품, 운동복, 홈트레이닝 등
기타 콘텐츠 광고	콘텐츠 사업 분야	헬스&피트니스 전문미디어 '개근질닷컴', 바디프로필 전문스튜디오 '스튜디오 U' 다이어트 레시피 전문 매거진 '닭쿡' 등을 통하여 헬스, 다이어트, 피트니스 등 건강관련 콘텐츠 생산/유통
	광고분야	TV, 라디오, 디지털미디어 광고집행

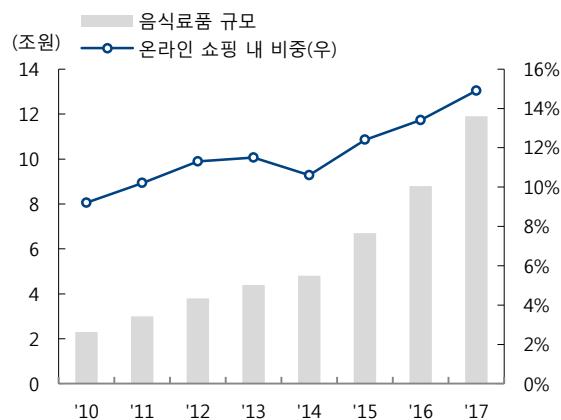
자료: 푸드나무, 하이투자증권

그림107. 푸드나무 실적 추이 및 전망



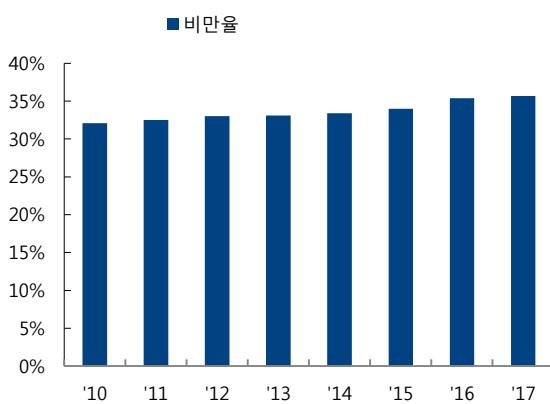
자료: 푸드나무, 하이투자증권

그림108. 온라인 쇼핑 내 음식료품 규모 및 비중 추이



자료: 통계청, 하이투자증권

그림109. 성인남자 비만율 추이



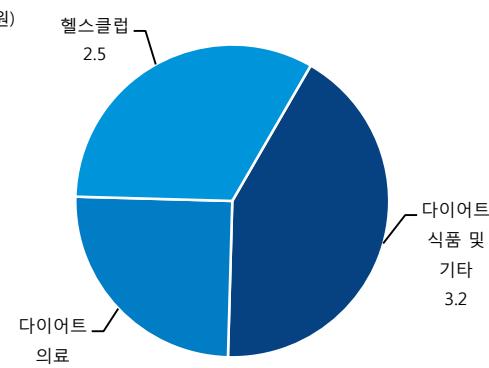
자료: 건강보험공단, 하이투자증권

그림110. 국내 HMR 시장규모 추이



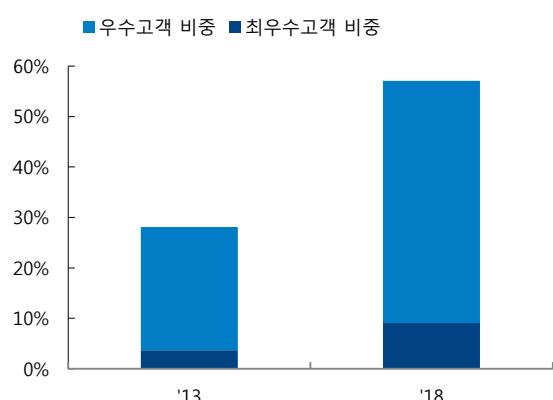
자료: 농림축산식품부, 농촌진흥청, 하이투자증권

그림111. 다이어트 관련 시장규모



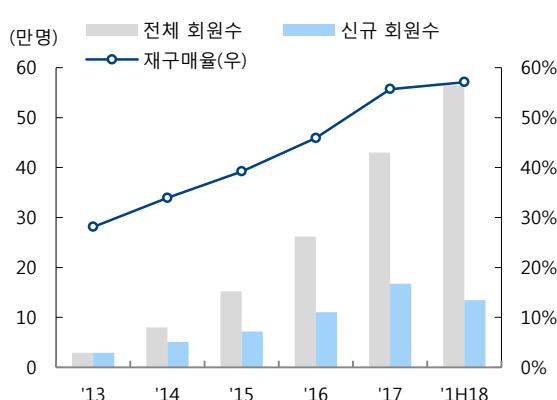
자료: 언론보도, 하이투자증권

그림112. 랭킹닭컴 충성고객 비중 변화



자료: 푸드나무, 하이투자증권

그림113. 랭킹닭컴 회원수 및 재구매율 추이

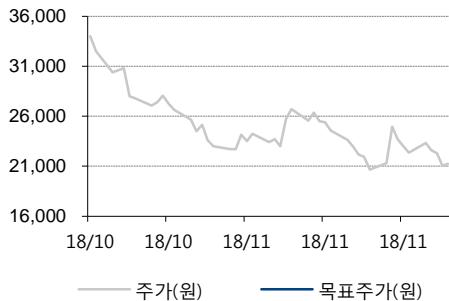


자료: 푸드나무, 하이투자증권

푸드나무
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2018-11-12 NR



### 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-mail 등을 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 돋기 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.

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-

## 오스템임플란트 (048260)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	64,000 원(상향)
증가(2018/12/07)	51,700 원

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	1,429만주
시가총액	739십억원
외국인지분율	43.9%
52주주가	41,700~62,900 원
60일평균거래량	71,182주
60일평균거래대금	3.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.6	4.4	-1.0	-9.0
상대수익률	17.2	20.8	21.9	0.1



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	398	454	508	565
영업이익(십억원)	22	36	43	56
순이익(십억원)	10	20	37	42
EPS(원)	708	1,422	2,557	2,942
BPS(원)	7,909	9,332	11,890	14,834
PER(배)	83.5	36.4	20.2	17.6
PBR(배)	7.5	5.5	4.3	3.5
ROE(%)	9.3	16.5	24.1	22.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	28.3	16.8	14.6	11.8

주 K-IFRS 연결 오류 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 레버리지 효과 본격화

지난 7 월부터 65 세 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 지난 7월부터 65세 이상 노인의 치과 임플란트 비용 중 본인부담률을 50%에서 30%로 줄어들었다.

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

올해 3분기부터 구조적으로 실적이 개선될 수 있는 환경이 마련됨에 따라 내년부터 실적 턴어라운드 가속화 될 듯

동사는 올해 3분기 동안 K-IFRS 연결기준 매출액 1,140 억원(YoY+14.5%), 영업이익 122 억원(YoY+173.8%)으로 호실적을 기록하였다. 이는 지난해 3분기 일회성 대손상각비 발생에 따른 기저효과 하에서 매출 증가로 인한 이익이 상승하면서 구조적으로 실적이 개선될 수 있는 환경이 마련된 것이 입증 되었다.

지난해의 경우 영업력 강화 목적으로 인력 등이 늘어남에 따라 고정비가 대폭 증가되는 환경하에서 재고자산평가손실, 대손상각비 등 일회성 비용이 발생하였으며, 올해의 경우 일회성 비용 등이 줄어들면서 분기를 거듭할수록 점진적으로 영업이익이 증가하다가 3분기부터 매출 증가로 인한 레버리지 효과가 가시화되면서 실적이 개선되었다.

따라서 고정비 투자로 인한 영업 레버리지 효과가 내년부터 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.

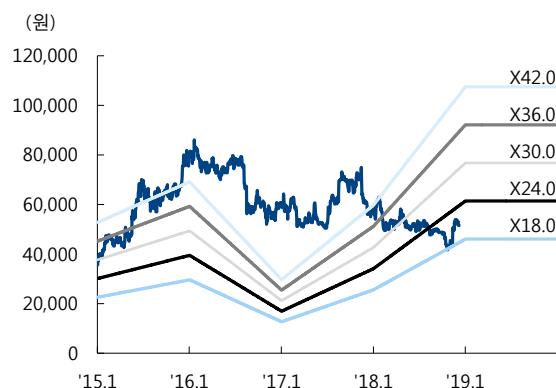
한편, 동사는 지속적인 치과관련 신제품 출시 등을 통하여 시장 지배력 확대 뿐만 아니라 종합 치과의료기기 업체로 거듭나는 계기를 마련할 것으로 예상된다.

동사 주가 반등 모멘텀 강화 될 듯

동사의 실적 추정치 상향을 적용하여 목표주가를 64,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2019년 EPS 추정치 2,557 원에 Target PER 25.0 배(Straumann 2019년 예상 PER에 20% 할인)를 적용하여 산출하였다.

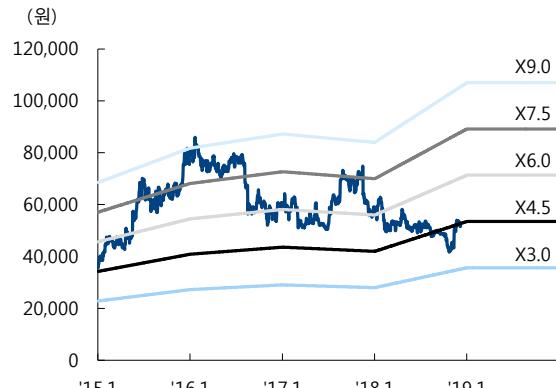
정책효과 수혜 및 레버리지 효과 본격화로 실적 턴어라운드가 가속화 되면서 동사 주가 반등 모멘텀이 강화 될 수 있을 것이다.

그림114. 오스템임플란트 PER 배드



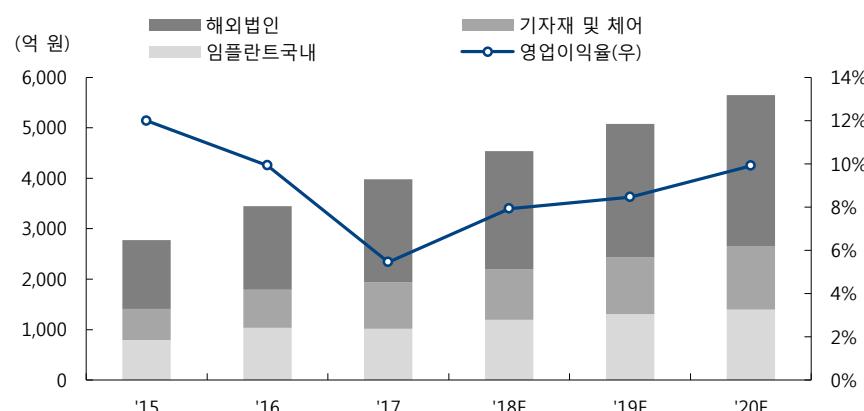
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림115. 오스템임플란트 PBR 배드



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림116. 오스템임플란트 실적 추이 및 전망



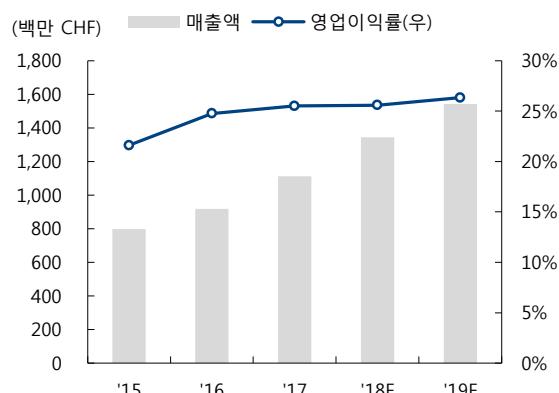
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림117. Straumann 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림118. Straumann 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

표20. 보험 정책 효과

임플란트 평생 2 개 적용		
적용일자	연령대	대상 인원
2014.07.01	75 세 이상	8 만명
2015.07.01	70 세 이상	10 만명
2016.07.01	65 세 이상	15 만명
2018.07.01	65 세 이상	16 만명

총 비용 = 110-128 만원/개당 X 70%

재료비(9-27 만원) + 수술비(101 만원)

Market Size 추정(평균단가 18 만원 적용)

2014.07.01 8 만명 X 18 만원(1-2 개) = 144-288 억원

2015.07.01 10 만명 X 18 만원(1-2 개) = 180-260 억원

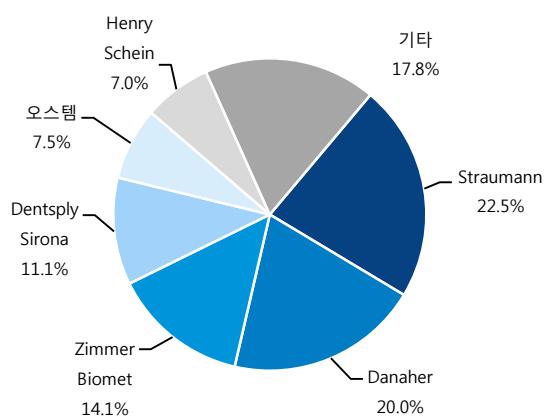
2016.07.01 15 만명 X 18 만원(1-2 개) = 270-540 억원

2018.07.01 16 만명 X 18 만원(1-2 개) = 280-550 억원

보험효과 반영시 3 년간 CAGR 10%대 성장 전망

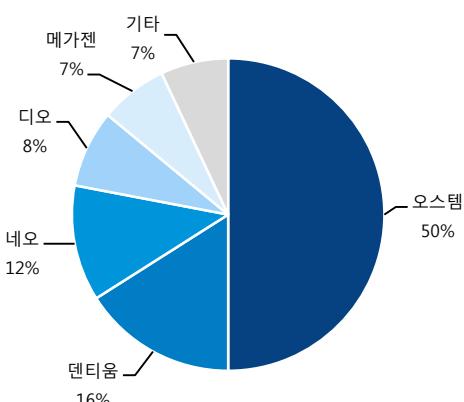
자료: 보건복지부, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림119. 글로벌 시장 점유율



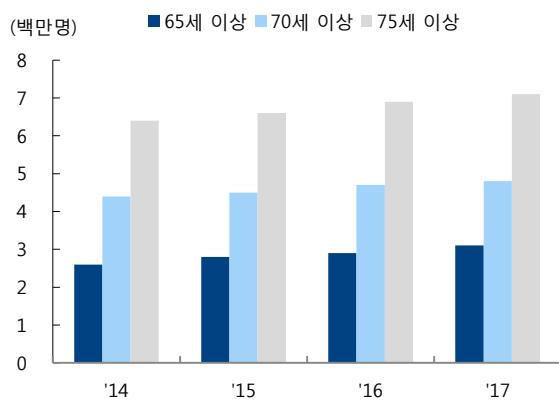
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림120. 국내 시장 점유율



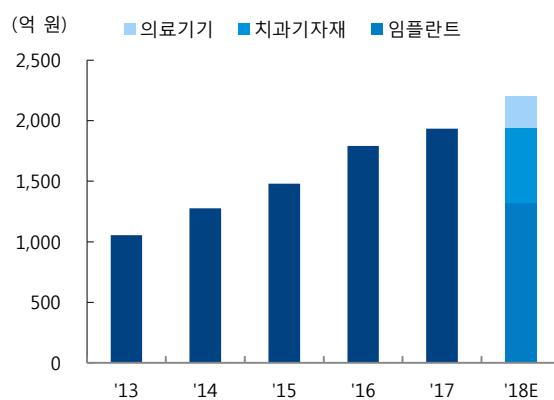
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림121. 연령별 인구수 추이(누적)



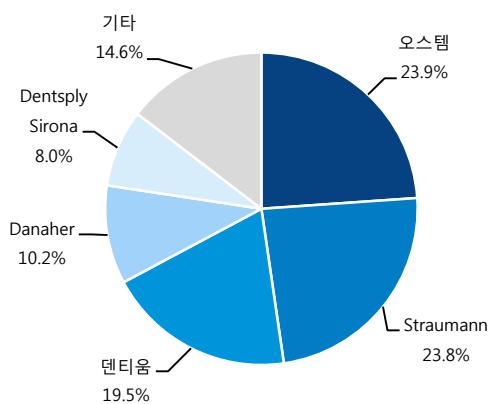
자료: 통계청 MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림122. 오스템임플란트 국내 매출 추이



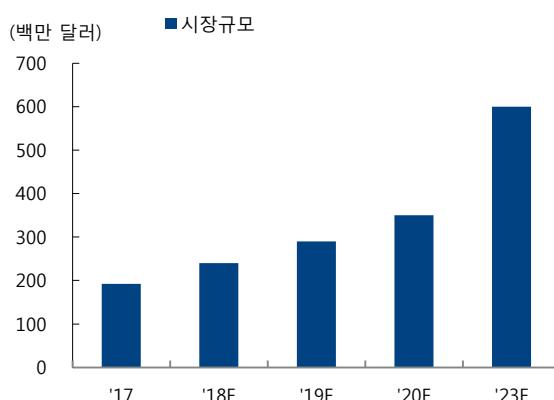
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림123. 중국 시장 점유율



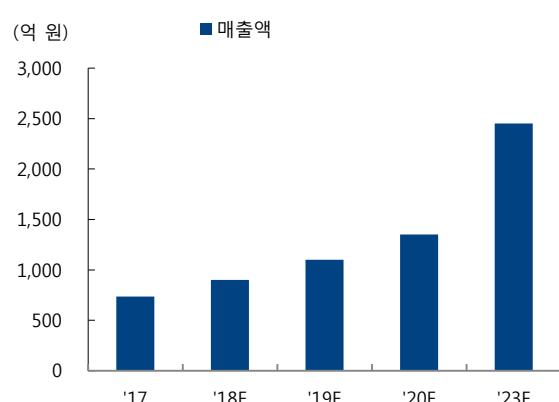
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림124. 중국 시장규모 추이 및 전망



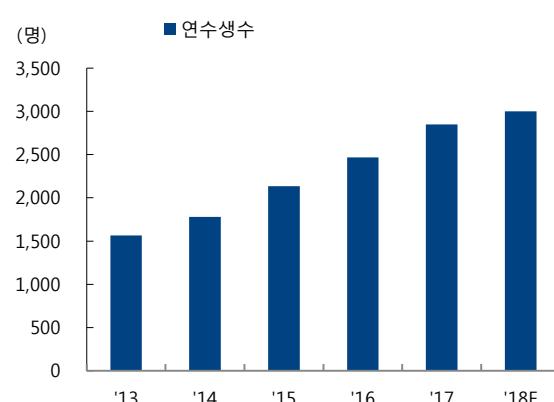
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림125. 오스템임플란트 중국 매출액 추이 및 전망



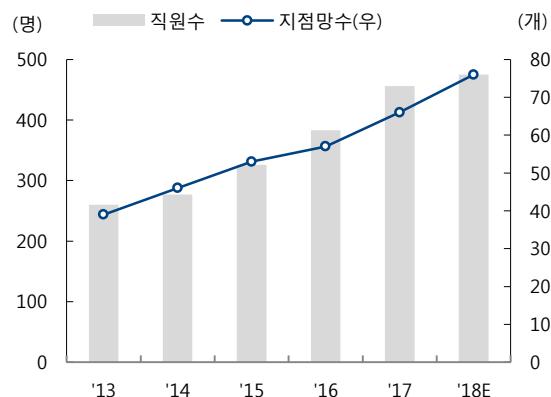
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림126. 중국 AIC 연수생수 추이



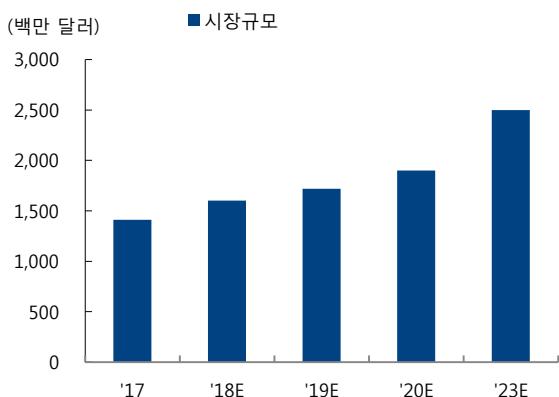
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림127. 중국 영업망 및 직원수 추이



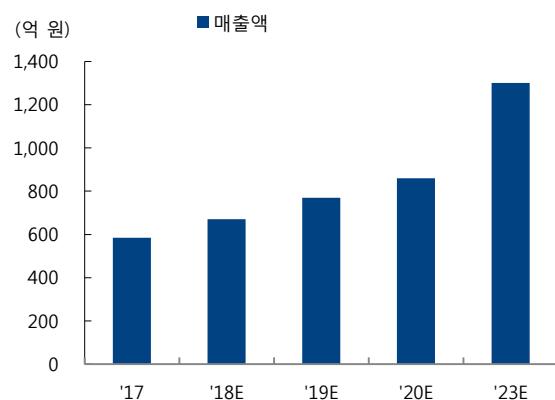
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림128. 북미 시장규모 추이 및 전망



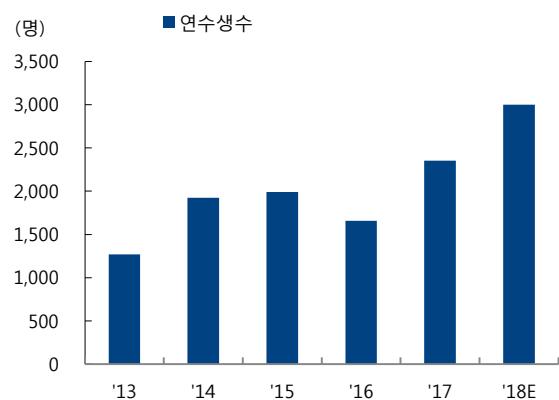
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

그림129. 오스템임플란트 북미 매출액 추이 및 전망



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

그림130. 북미 AIC 연수생수 추이



자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	318	338	376	421
현금 및 현금성자산	111	105	125	130
단기금융자산	28	27	26	27
매출채권	83	91	108	118
재고자산	90	107	111	138
비유동자산	237	229	221	215
유형자산	190	182	175	168
무형자산	14	12	10	9
자산총계	556	567	597	635
유동부채	352	351	354	356
매입채무	11	13	14	16
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	434	437	439
지배주주지분	113	133	170	212
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	85	105	142	184
기타자본항목	-38	-38	-38	-38
비지배주주지분	7	0	-10	-15
자본총계	120	133	160	197

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	398	454	508	565
증가율(%)	15.4	14.1	11.9	11.2
매출원가	166	188	210	236
매출총이익	232	266	298	329
판매비와관련비	210	230	255	273
연구개발비	13	15	17	16
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	22	36	43	56
증가율(%)	-36.6	66.0	19.3	30.2
영업이익률(%)	5.5	7.9	8.5	9.9
이자수익	0	0	1	1
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	9	-4	3	2
세전계속사업이익	19	23	39	52
법인세비용	14	10	12	16
세전계속이익률(%)	4.9	5.1	7.6	9.2
당기순이익	6	13	27	36
순이익률(%)	1.4	2.8	5.3	6.4
지배주주구속 순이익	10	20	37	42
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	6	13	27	36
지배주주구속총포괄이익	11	20	37	42

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	47	21	44	31
당기순이익	6	13	27	36
유형자산감가상각비	7	8	7	6
무형자산상각비	2	2	2	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-47	32	33	31
유형자산의 차분(취득)	12	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	3	-	-	-
금융상품의 증감	38	-7	19	6
재무활동 현금흐름	36	-3	0	0
단기금융부채의증감	-13	-2	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	35	-6	20	5
기초현금및현금성자산	76	111	105	125
기말현금및현금성자산	111	105	125	130

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	708	1,422	2,557	2,942
BPS	7,909	9,332	11,890	14,834
CFPS	1,351	2,125	3,170	3,478
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	83.5	36.4	20.2	17.6
PBR	7.5	5.5	4.3	3.5
PCR	43.7	24.3	16.3	14.9
EV/EBITDA	28.3	16.8	14.6	11.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.3	16.5	24.1	22.0
EBITDA 이익률	7.8	10.1	10.2	11.3
부채비율	361.6	325.7	272.8	223.2
순부채비율	24.6	25.5	9.6	4.8
매출채권화전율(x)	4.6	5.2	5.1	5.0
재고자산회전율(x)	4.7	4.6	4.7	4.5

자료 : 오스템임플란트, 하이투자증권



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	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	-26.2%	-20.0%
2018-11-07	Buy	58,500	1년	-12.3%	-7.7%
2018-12-11	Buy	64,000	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-mail 등을 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 돋기 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.

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-