

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	1,610 억원
발행주식수	3,220 만주
자사주	443 만주
액면가	5,000 원
시가총액	16,841 억원
주요주주	
구자열(외38)	31.05%
LS 자사주	13.76%
외국인지분률	18.10%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(18/12/11)	52,300 원
KOSPI	2,053.79 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	90,100 원
52주 최저가	49,550 원
60일 평균 거래대금	67 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.1%	-3.6%
6개월	-36.0%	-23.6%
12개월	-21.9%	-6.3%

LS (006260/KS | 매수(유지) | T.P 75,000 원(하향))

실적대비 과도한 주가 하락

18 년 상반기 고점을 기록한 이후 구리가격 하락세와 함께 LS 의 주가도 하락하고 있음. 최근 구리가격이 안정세를 보이고 있어 추가적인 주가 하락은 제한적으로 판단. 구리가격 안정화와 자회사의 사업 양수도가 마무리되며 불확실성도 제거되어 NAV 대비 47%에 달하는 할인율 고려 시 주가 반등가능성 높음. 18 년 배당수익률은 2.4%로 지주회사 내에서 매력적임

구리가격 안정세로 추가적인 주가하락 가능성은 낮음

2018 년 LS 의 주가는 구리가격이 높은 수준으로 유지되던 상반기 고점을 기록한 이후 구리가격 하락과 함께 지속적으로 하락하는 모습을 보였다. 구리가격과의 주가 동행성이 높은 LS 의 주가 반등을 위해서는 구리가격 반등이 필요하다. 최근 구리가격은 안정세를 보이고 있으며, 주요 자회사의 사업 양수도가 마무리되어 감에 따라 불확실성도 제거되고 있다.

주요 자회사의 2019 년 실적 개선 가능성 높음

유일한 코스피 상장사인 LS 산전의 2019 년 지배주주순이익은 2018 년 대비 8.7% 증가할 것으로 예상되며, 목표주가는 현주가 대비 50% 이상의 상승여력이 있는 것으로 평가된다. 비상장 자회사인 LS 아이엔디와 LS 엠트론은 2018 년 다소 부진한 실적이 예상되지만, 2019 년 구리가격 안정세에 따라 실적개선 가능성이 높다고 판단한다. 구리가격과 실적 연동성이 높은 LS 니코동제련, LS 전선도 구리가격 반등과 함께 실적개선 가능성이 높다.

투자의견 매수, 목표주가 75,000 원(하향)

LS 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 18 년 부진했던 주요 계열사 실적이 19 년에는 개선 가능성이 높기 때문이다. 또한 LS 주가와 연관성이 높은 구리가격도 안정세를 보이고 있으며, NAV 대비 할인율도 47%에 달해 주가의 하방경직성도 확보하고 있다. 목표주가는 LS 산전 등의 주가하락을 고려하여 기존 85,000 원에서 75,000 원으로 하향하나, 주가 하방경직성과 19 년 실적개선, 재무구조 개선 등을 고려할 때 주가 상승여력은 충분하다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	99,997	85,075	95,151	100,227	105,731	111,483
yoy	%	-8.1	-14.9	11.8	5.3	5.5	5.4
영업이익	억원	3,143	2,793	4,072	4,526	5,619	6,805
yoy	%	-1.7	-11.1	45.8	11.1	24.2	21.1
EBITDA	억원	6,590	5,590	6,815	7,208	8,113	8,985
세전이익	억원	170	2,030	3,778	3,814	4,483	5,768
순이익(지배주주)	억원	-987	1,682	2,969	4,779	5,324	6,325
영업이익률%	%	3.1	3.3	4.3	4.5	5.3	6.1
EBITDA%	%	6.6	6.6	7.2	7.2	7.7	8.1
순이익률	%	-0.7	2.5	3.8	5.8	5.8	6.4
EPS	원	-1,963	3,940	8,475	6,523	8,214	11,323
PER	배	N/A	15.1	8.6	8.0	6.4	4.6
PBR	배	0.6	0.8	0.9	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	9.1	10.9	9.2	7.3	5.7	4.5
ROE	%	-4.2	7.1	11.5	16.3	15.7	16.2
순차입금	억원	39,332	32,978	29,655	22,981	16,532	9,712
부채비율	%	234.6	198.4	174.7	138.9	124.7	111.7

실적전망

LS 3Q18 실적은 매출액 2조 4,993억원(4.9% yoy), 영업이익 1,171억원(-9.2% yoy, OPM: 4.7%)이다. 초고압 전력선 호조의 LS 전선 및 동관 판가 인상에 따른 매출 증가로 LS 산전 매출이 증가하면서 매출은 전년 동기 대비 소폭 증가하였다. 영업이익은 전년 동기 및 전기 대비 감소했는데, 가온전선 부의 영업권 환입에 따른 지분법 이익 감소와 동가하락의 영향이다. 3분기부터 시작된 동가격 하락에도 불구하고 3분기 전선 부문이 호조를 보였으나, 전반적으로 동가격 하락은 LS 실적에는 부정적 요인이다. 동가격의 레벨이 18년 대비 하락했음을 고려했을 때 2019년 영업이익 개선은 다소 제한적일 것으로 판단한다.

LS 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	26,395	26,524	23,823	23,942	24,341	25,767	24,993	25,127	100,684	100,228	105,731
LS별도	810	89	89	165	870	92	92	161	1,153	1,215	1,268
LS전선	8,291	8,800	9,134	9,259	9,922	9,898	10,826	10,537	35,484	41,183	44,805
LS산전	5,594	5,883	5,914	6,046	5,916	6,283	6,025	6,686	23,437	24,910	26,517
LS엠티론	5,645	5,593	2,369	2,189	2,272	2,297	2,036	1,891	15,796	8,496	8,613
LS아이앤디	6,600	6,000	6,566	6,103	5,885	6,207	5,807	5,670	25,269	23,569	24,119
기타 및 연결조정	-545	159	-249	180	-524	990	207	183	-455	856	409
영업이익	1,596	1,321	1,289	1,517	1,801	1,617	1,171	1,256	5,723	5,845	5,619
LS별도	738	3	18	93	792	-34	12	86	852	857	923
LS전선	215	208	306	384	278	334	377	439	1,113	1,428	1,475
LS산전	359	437	554	234	554	653	526	480	1,584	2,213	1,821
LS엠티론	345	309	-45	-34	4	39	-60	-48	575	-65	138
LS아이앤디	330	226	310	309	192	201	80	85	1,175	558	651
기타 및 연결조정	-391	138	146	531	-19	424	236	213	424	854	612
영업이익률	6.0%	5.0%	5.4%	6.3%	7.4%	6.3%	4.7%	5.0%	5.7%	5.8%	5.3%

자료: LS, SK 증권

주: 조정영업이익 기준

Valuation 및 NAV 점검

LS 에 대한 목표주가를 기존 85,000 원에서 75,000 원으로 하향한다. LS 산전과 자사주 가치 하락분을 반영한 결과이다. 비상장사는 장부가치를 반영했는데, LS 니꼬동제련은 Target PBR 1.4 배를 적용(2017 년 ROE: 14.1%)하여 기업가치를 2 조 6,900 억원(지분율 50.1% 반영)을 적용하였다. 할인율은 구리가격 하락에 따른 업황 둔화 우려를 반영하여 30%를 적용하였다.

LS 지분가치 산정

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LS산전	14,730	46.0%	2,979	6,776
	LS전선	5,813	89.2%	3,085	5,184
	LS아이앤디	1,251	92.2%	2,640	1,153
	LS자사주	17,420	13.8%		2,398
비상장	LS니꼬동제련		50.1%	5,696	13,477
	LS엠트론		100.0%	4,334	4,334
	LS글로벌인코퍼레이티드		100.0%	200	200
	Cyprus Investments Inc.			1,676	1,676
합계				20,609	33,522
할인율					30%
보유지분 가치					26,818

자료: SK 증권

주 1) LS 전선, LS 아이앤디는 K-OTC 시가총액 적용, 나머지 비상장 자회사는 장부가 적용

주 2) 할인율: 구리가격 하락에 따른 업황 둔화 우려 반영하여 적용

LS 에 대한 목표주가를 브랜드가치와 지분가치를 합산하여 산정한 75,000 원으로 하향한다. 기존 목표주가 85,000 원 대비 11.8% 하향조정된 수치이다. LS 주가는 연초 대비 25% 가량 하락했는데 하반기 주가 하락폭이 컸다. 이는 구리가격 하락 시기와 일치하는데 구리가격 반등이 LS 주가 반등의 전제조건이다.

LS 목표주가 산정

(단위: 억원 주 원)

구분	내용
브랜드가치	2,411
지분가치	23,466
순차입금	2,125
LS 적정시가 총액	23,752
LS 상장주식수	32,200,000
LS 적정주가	73,763
LS 목표주가	75,000

자료: LSA 증권

주: 브랜드 가치는 예상 브랜드 로열티 대비 10 배 적용

LS의 NAV 대비 할인율은 47% 수준으로 2018년 하반기 들어 크게 확대되고 있다. 구리가격 하락에 따라 LS 주가가 하락하였기 때문이다. 현재 구리가격은 안정화되고 있어 추가적인 할인율 확대 가능성은 제한적이라 판단한다.

LS NAV 대비 할인율은 40% 수준

(단위: 원)



자료 Quantwise

18년 LS 상장자회사(K-OTC 포함) NAV는 13.3% 하락하였으며 LS의 주가는 25.9% 하락하였다. LS의 주가 하락은 NAV 하락 대비 과도한 수준이다. 다만 유일한 KOSPI 상장사인 LS산전의 주가 하락과 비슷한 수준으로 주가가 하락하였다. LS의 주가가 NAV 대비 크게 하락한 이유는 구리가격 하락에 따른 우려감이 반영되었기 때문이다. 최근 구리가격이 안정화되고 있어 추가적인 주가 하락 가능성은 제한적이라 판단한다.

LS 시총 및 상장자회사 NAV

(단위: 억원)

	LS	상장사 NAV 합산	LS산전	LS전선	엘에스아이앤디
17년말	23,635	15,093	9,232	4,532	1,329
18년 현재	17,517	13,090	6,859	5,101	1,130
YTD	-25.9%	-13.3%	-25.7%	12.5%	-15.0%

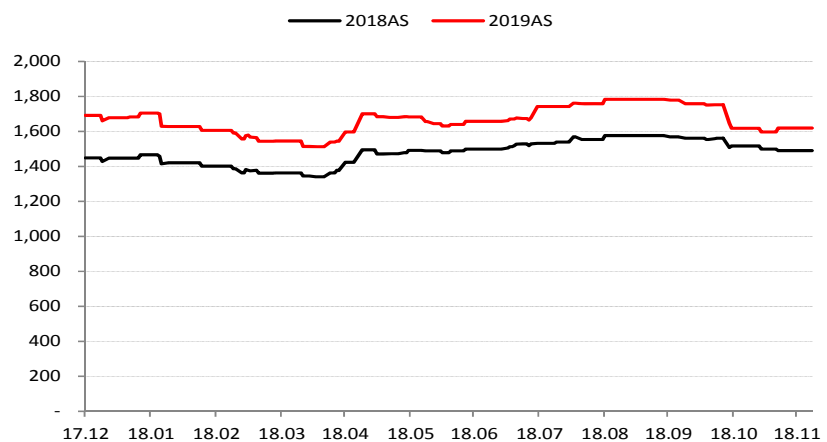
자료 Quantwise

주요 자회사 실적 및 주가전망

LS 의 유일한 코스피 상장 자회사인 LS 산전의 지배주주순이익 전망은 비교적 안정적이다. 2019 년 지배주주순이익도 2018 년 대비 8.7% 상승할 것으로 예상된다. 구리가 격 하락에 따라 목표주가는 다소 하향조정되고 있지만, 여전히 현주가 대비 상승여력이 50% 이상 있는 것으로 추정되고 있다.

LS 산전 지배주주 순이익 전망 추이

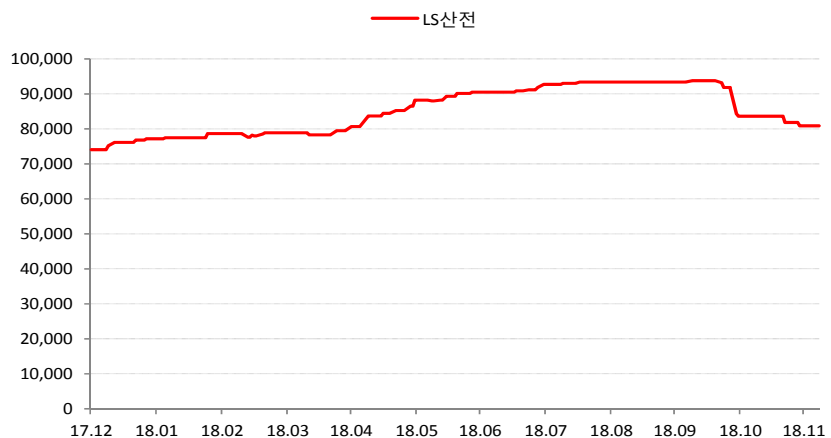
(단위: 억원)



자료: Quantwise

LS 산전 목표주가 추이

(단위: 원)



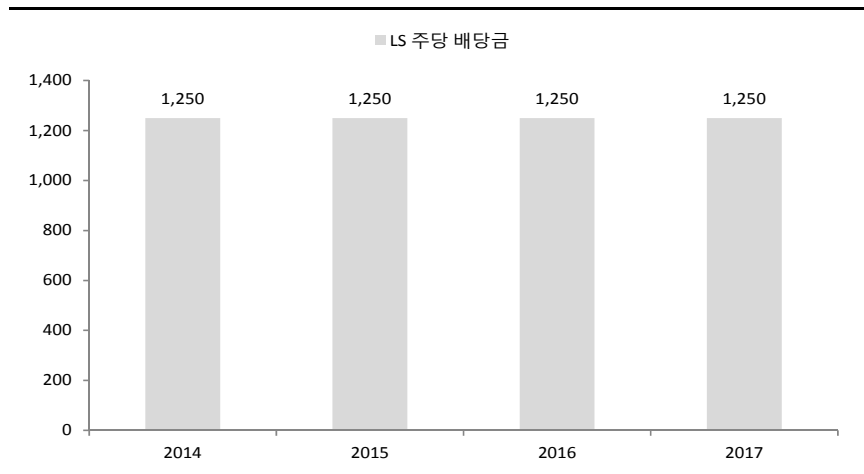
자료: Quantwise

배당

LS의 주당 배당금은 2011년 이후 주당 1,250 원이 유지되고 있다. 올해 EPS는 전년 대비 26.5% 감소할 것으로 예상되는데, 올해에도 주당 배당금은 1,250 원이 유지될 전망이다. 배당수익률은 2.4% 수준이다. 지주회사 내 배당수익률은 높은 편이지만, 코스피 평균 배당수익률이 2.6%인 것을 고려하면 절대적인 배당매력도가 높다고 할 수 없다.

LS 주당 배당금 추이

(단위: 원)

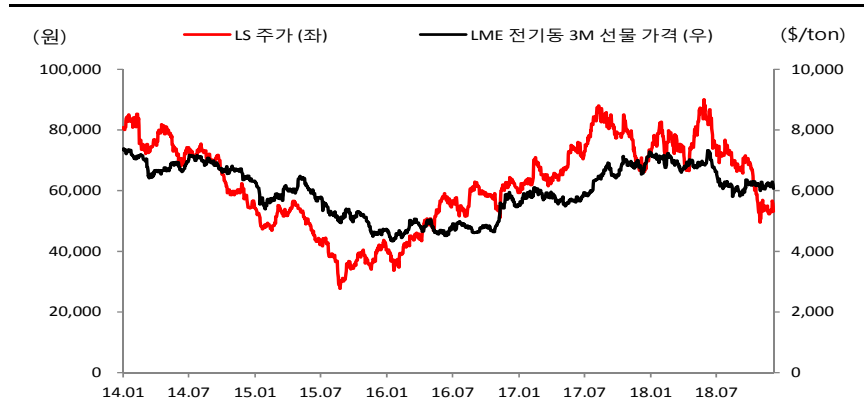


자료: Quantwise

2019년 관전포인트

LS 주가 반등은 구리가격 반등과 함께할 가능성이 높다. 최근 구리가격은 18년 하반기 시작된 하락세가 마무리되며 안정화되고 있는 추세이다. 따라서 LS 실적과 주가 반등 가능성이 높다고 판단한다.

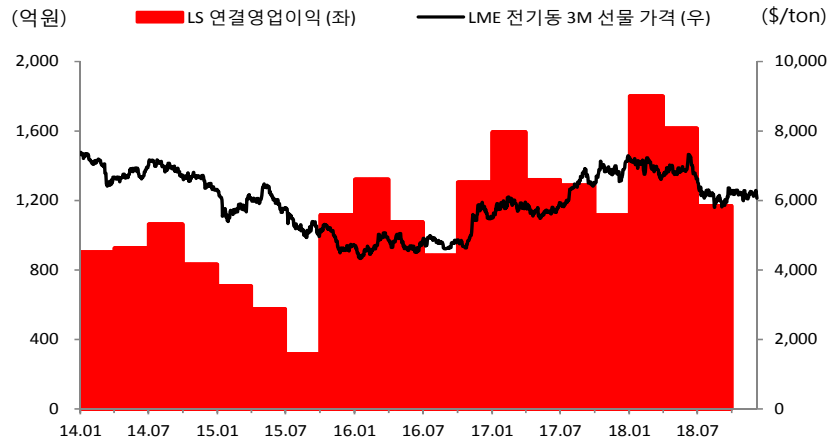
LS 주가와 구리가격은 높은 동행성을 보이고 있음



자료: Bloomberg

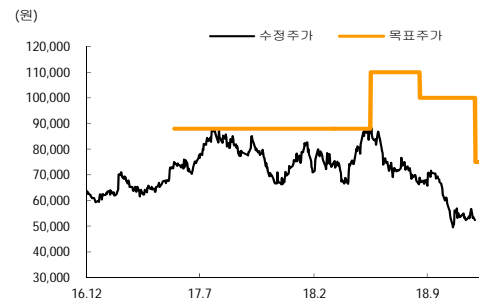
LS 연결영업이익과 구리가격 추이

(단위: 원)



자료: Bloomberg

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.12.12	매수	75,000원	6개월		
2018.08.29	매수	100,000원	6개월	-40.01%	-28.40%
2018.06.18	매수	110,000원	6개월	-31.94%	-19.73%
2018.05.29	매수	110,000원	6개월	-22.83%	-19.73%
2017.12.08	매수	88,000원	6개월	-12.66%	2.39%
2017.11.29	매수	88,000원	6개월	-11.33%	0.11%
2017.05.26	매수	88,000원	6개월	-10.66%	0.11%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 12 월 12 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	52,552	61,049	60,247	68,735	78,102
현금및현금성자산	6,535	6,287	15,236	21,686	28,506
매출채권및기타채권	26,693	25,642	25,878	27,138	28,711
재고자산	14,947	14,185	14,315	15,012	15,882
비유동자산	44,578	38,740	43,214	41,304	39,726
장기금융자산	691	808	1,635	1,635	1,635
유형자산	24,870	19,577	22,026	20,034	18,339
무형자산	7,807	6,371	6,477	6,304	6,150
자산총계	97,130	99,789	103,460	110,039	117,828
유동부채	41,910	41,200	38,824	39,642	40,663
단기금융부채	22,322	19,583	21,119	21,119	21,119
매입채무 및 기타채무	11,759	11,206	11,309	11,860	12,547
단기충당부채	662	344	347	364	385
비유동부채	22,668	22,268	21,335	21,414	21,499
장기금융부채	19,474	20,001	19,002	19,002	19,002
장기매입채무 및 기타채무	0	0	33	36	39
장기충당부채	353	301	303	318	337
부채총계	64,578	63,468	60,159	61,056	62,162
지배주주지분	24,515	27,217	31,441	36,229	42,018
자본금	1,610	1,610	1,610	1,610	1,610
자본잉여금	2,508	2,854	2,900	2,900	2,900
기타자본구성요소	-692	-692	-781	-781	-781
자기주식	-781	-781	-781	-781	-781
이익잉여금	21,236	23,918	28,326	33,303	39,280
비지배주주지분	8,038	9,104	11,860	12,755	13,649
자본총계	32,552	36,321	43,301	48,983	55,667
부채외자본총계	97,130	99,789	103,460	110,039	117,828

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	9,002	2,994	5,175	8,168	8,440
당기순이익(손실)	1,739	3,409	3,060	6,171	7,172
비현금성항목등	6,461	4,293	4,475	4,620	4,492
유형자산감가상각비	2,262	2,202	2,168	1,991	1,695
무형자산감가상각비	535	541	514	503	485
기타	3,313	999	223	-46	-46
운전자본감소(증가)	1,381	-3,755	-1,005	-1,538	-1,854
매출채권및기타채권의 감소(증가)	518	-2,841	-1,602	-1,260	-1,573
재고자산감소(증가)	736	-782	599	-697	-870
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,560	1,527	-4,172	550	687
기타	-1,433	-1,659	4,170	-132	-98
법인세납부	-579	-953	-1,356	-1,085	-1,369
투자활동현금흐름	-2,027	-3,391	6,485	-129	-31
금융자산감소(증가)	-53	-975	406	0	0
유형자산감소(증가)	-1,504	-1,282	-2,094	0	0
무형자산감소(증가)	-315	-306	-330	-330	-330
기타	-155	-828	8,504	201	300
재무활동현금흐름	-7,374	231	-2,708	-1,589	-1,589
단기금융부채증가(감소)	-9,940	-5,570	-2,899	0	0
장기금융부채증가(감소)	3,414	6,283	2,680	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-531	-513	-347	-347	-347
기타	-317	31	-1,937	-1,242	-1,242
현금의 증가(감소)	-378	-248	8,949	6,450	6,820
기초현금	6,913	6,535	6,287	15,236	21,686
기말현금	6,535	6,287	15,236	21,686	28,506
FCF	6,316	3,557	3,691	5,270	5,564

자료 : LS, LSA증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	85,075	95,151	100,227	105,731	111,483
매출원가	73,696	82,508	87,183	91,942	96,947
매출총이익	11,379	12,643	13,045	13,789	14,535
매출총이익률 (%)	13.4	13.3	13.0	13.0	13.0
판매비와관리비	8,586	8,571	8,519	8,171	7,731
영업이익	2,793	4,072	4,526	5,619	6,805
영업이익률 (%)	3.3	4.3	4.5	5.3	6.1
비영업손익	-1,756	-1,544	-2,031	-1,135	-1,037
순금융비용	1,133	1,088	1,033	969	870
외환관련손익	94	-559	-212	-212	-212
관계기업투자등 관련손익	-5	0	5	0	0
세전계속사업이익	2,030	3,778	3,814	4,483	5,768
세전계속사업이익률 (%)	2.4	4.0	3.8	4.2	5.2
계속사업법인세	292	369	699	991	1,275
계속사업이익	1,739	3,409	3,115	3,492	4,493
중단사업이익	413	240	2,679	2,679	2,679
*법인세효과	119	195	60	0	0
당기순이익	2,151	3,648	5,793	6,171	7,172
순이익률 (%)	2.5	3.8	5.8	5.8	6.4
지배주주 귀속 순이익률(%)	1.682	2.969	4.779	5.324	6.325
비지배주주 귀속 순이익률(%)	1.98	3.12	4.77	5.04	5.67
비지배주주	470	680	1,014	847	847
총포괄이익	2,112	3,500	5,652	6,029	7,030
지배주주	1,652	2,738	4,591	5,135	6,136
비지배주주	460	762	1,061	894	894
EBITDA	5,590	6,815	7,208	8,113	8,985

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-14.9	11.8	5.3	5.5	5.4
영업이익	-11.1	45.8	11.1	24.2	21.1
세전계속사업이익	1,092.3	86.1	1.0	17.5	28.7
EBITDA	-15.2	21.9	5.8	12.6	10.8
EPS(계속사업)	흑전	115.1	-23.0	25.9	37.9
수익성 (%)					
ROE	7.1	11.5	16.3	15.7	16.2
ROA	2.2	3.7	5.7	5.8	6.3
EBITDA마진	6.6	7.2	7.2	7.7	8.1
안정성 (%)					
유동비율	125.4	148.2	155.2	173.4	192.1
부채비율	198.4	174.7	138.9	124.7	111.7
순차입금/자기자본	101.3	81.7	53.1	33.8	17.5
EBITDA/이자비용(배)	4.4	5.5	5.9	6.5	7.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,940	8,475	6,523	8,214	11,323
BPS	76,132	84,524	97,642	112,512	130,491
CFPS	13,908	17,736	23,173	24,279	26,412
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.3	10.4	13.8	11.0	8.0
PER(최저)	8.5	7.0	7.6	6.0	4.4
PBR(최고)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.4	0.7	0.5	0.4	0.4
PCR	4.3	4.1	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA(최고)	11.2	10.0	8.9	7.2	5.8
EV/EBITDA(최저)	9.5	8.6	7.1	5.6	4.4