

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순

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

Company Data

자본금	8,794 억원
발행주식수	17,587 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	117,684 억원
주요주주	
구광모(외32)	46.55%
국민연금공단	7.08%
외국인지분률	34.60%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(18/12/11)	68,200 원
KOSPI	2053.79 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	94,900 원
52주 최저가	62,000 원
60일 평균 거래대금	149 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.4%	2.0%
6개월	-11.5%	5.6%
12개월	-22.1%	-6.5%

LG (003550/KS | 매수(유지) | T.P 95,000 원(하향))

그룹 포트폴리오 조정 이후를 기대

배당 확대에 대한 기대감이 낮고, NAV 중 상장사 비중이 지주회사 내에서 가장 높은 LG 는 2019년 약세장이 될 경우 투자 매력도가 떨어짐. 다만 현 주가가 역사적, 상대적으로 높은 할인율을 적용받고 있는 점은 주가의 하방을 막아주는 요인이며, 그룹 포트폴리오 조정 이후 선택과 집중을 통해 더욱 강력한 포트폴리오 구축이 가능하다는 점도 긍정적 요인임

전통적인 저평가 요인은 여전

LG는 전통적으로 NAV 기준 지주회사 내 가장 저평가된 종목 중 하나이다. LG의 저평가는 IT, 화학 등 주요 자회사의 업황 사이클 변동성이 커 실적의 안정성이 떨어지고, 기업공개 등 비상장 자회사의 가치가 적절하게 반영될 계기가 없었으며, 배당 확대에 대한 기대감이 낮았기 때문이다. 최근에도 대표이사 변경에 따른 불확실성과 계열분리 가능성이 제기되면서 주가는 약세를 기록하고 있다. LG 전자, LG 화학 등 주요 자회사의 업황에 대한 우려는 여전하며, 단기적으로 비상장 자회사의 기업공개 가능성도 희박하다. 오히려 서브윈은 MRO(Maintenance, Repair, Operation) 사업부문의 물적분할을 결정했으며, 향후 매각을 추진 중에 있다. 따라서 현재 40%를 상회하는 NAV 대비 할인율이 단기간에 축소될 가능성은 낮은 것으로 판단한다

점진적인 변화 가능성

LG의 대표이사가 구광모 회장으로 변경되었으며, 구본무 회장 별세 이후 상속을 통해 8.8% 지분을 추가로 확보해 LG의 지분율을 15%로 증가시켰다. 단 최대주주로서 안정적인 경영권을 확보하였음에도 상속세, 계열분리 문제 등의 불확실성이 남아있다는 의견이 대두되기도 했다. 하지만 상속세는 적법하게 납부할 예정이며, 오히려 상속세 재원 확보를 위해 LG의 배당을 늘릴 가능성도 있다. 계열분리의 경우 합리적인 조건으로 지분스왑 등의 과정을 거치기 때문에 원칙적으로는 기업가치에 중립적인 이벤트이다. 오히려 주요 계열사의 경영진이 젊어진 상황에서, MRO 사업부 매각, 전장 및 배터리 사업부 집중 투자 등 선택과 집중 전략을 통해 그룹 포트폴리오 개선효과가 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	99,654	96,739	118,411	123,930	136,070	141,796
yoy	%	1.0	-2.9	22.4	4.7	9.8	4.2
영업이익	억원	11,386	13,227	21,858	21,166	23,330	23,840
yoy	%	9.1	16.2	65.3	-3.2	10.2	2.2
EBITDA	억원	14,476	16,196	24,432	23,246	25,283	25,574
세전이익	억원	10,761	12,905	27,413	22,512	25,610	26,363
순이익(지배주주)	억원	9,442	10,748	23,959	19,481	22,126	22,782
영업이익률%	%	11.4	13.7	18.5	17.1	17.2	16.8
EBITDA%	%	14.5	16.7	20.6	18.8	18.6	18.0
순이익률	%	9.5	11.3	20.6	15.9	16.4	16.2
EPS	원	5,373	6,180	13,493	11,076	12,581	12,954
PER	배	13.2	9.7	6.7	6.2	5.4	5.3
PBR	배	1.0	0.8	1.0	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	9.5	7.1	6.5	4.7	3.7	3.0
ROE	%	7.5	8.0	16.0	11.4	11.5	10.7
순차입금	억원	6,726	5,448	-3,553	-12,736	-28,908	-45,561
부채비율	%	36.2	37.1	33.8	33.0	31.9	30.3

실적전망

3Q18 LG 실적은 매출액 2 조 9,673 억원(-1.2% yoy), 영업이익 5,273 억원(-9.4% yoy, OPM: 17.8%)이다. 영업이익에 반영되는 LG 전자의 실적개선에도 불구하고 LG 화학 실적부진으로 영업이익은 전년 동기 대비 부진하였다. 비상장 자회사인 LG CNS와 서브원도 부진한 실적을 기록했다. 4 분기에는 LG CNS 실적 개선 및 LG 전자의 지배법이익 증가효과로 전년 동기 대비 영업이익 증가가 예상된다. 2019 년에도 LG 전자의 실적 성장세가 지속되는 가운데 비상장 자회사의 안정적 실적이 지속될 것으로 예상된다.

LG 분기별 실적 전망

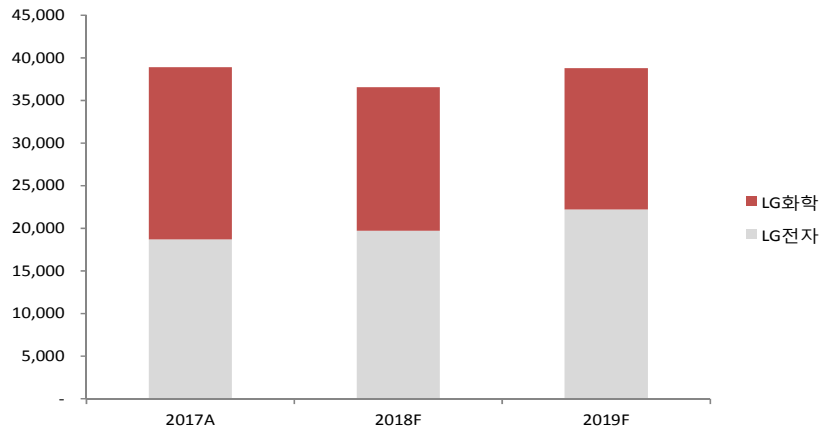
(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	26,428	28,986	30,030	32,967	28,501	29,603	29,673	36,153	118,411	123,930	136,070
LG지주회사	4,088	989	984	1,087	4,615	937	982	1,082	7,148	7,617	8,089
LG CNS 계열	6,546	7,855	8,412	11,591	6,698	6,943	8,060	11,846	34,404	33,547	33,274
서브원 계열	15,002	16,847	17,782	20,658	17,184	18,747	17,681	21,980	70,289	75,592	86,986
루셈	334	294	328	-	-	-	-	-	955	-	-
LG경영개발원	172	216	210	209	200	231	227	213	806	871	903
LG스포츠	47	219	260	94	53	232	246	97	620	628	714
LG Holdings Japan Co., Ltd	21	21	21	20	20	20	20	21	83	80	76
영업이익	6,063	5,784	5,821	4,190	6,146	5,240	5,273	4,507	21,858	21,166	23,330
LG지주회사	3,621	359	471	509	4,136	380	473	523	4,960	5,512	5,749
LG CNS 계열	170	327	649	984	342	342	277	1,232	2,130	2,192	2,136
서브원 계열	582	542	716	262	660	695	554	502	2,103	2,410	2,693
루셈	17	11	23	-	-	-	-	-	50	-	-
LG경영개발원	0	9	2	7	8	18	13	18	18	57	39
LG스포츠	-91	86	110	-134	-99	92	101	-171	-28	-78	-97
LG Holdings Japan Co., Ltd	17	14	14	-1	15	12	12	-0	45	39	39
영업이익률	22.9%	20.0%	19.4%	12.7%	21.6%	17.7%	17.8%	12.5%	18.5%	17.1%	17.1%

자료: LG, SK 증권

LG 전자 및 LG 화학 순이익 전망

(단위: 억원)



자료: Quantwise

Valuation 및 NAV 점검

LG 에 대한 목표주가를 기존 100,000 원에서 95,000 원으로 하향 조정한다. 주요 상장 계열사의 주가 하락에 따른 지분가치 하락분을 반영하였다. 또한 비상장 자회사의 경우 장부가를 적용하였다. 비상장 자회사의 기업공개 등 단기모멘텀 부재를 고려하여 40%의 할인율을 적용하였다.

LG 지분가치 산정

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	LG전자	115,044	33.7%	28,046	38,735
	LG화학	241,426	30.1%	16,212	72,573
	LG하우시스	4,591	30.1%	1,838	1,381
	LG생활건강	181,640	34.0%	1,416	61,812
	LG유플러스	66,583	36.1%	11,620	24,037
	LG상사	6,337	24.7%	2,967	1,565
	지투알	1,178	35.0%	395	412
	실리콘웍스	6,172	33.1%	1,450	2,042
	LG 자사주	118,892	0.1%		65
비상장	LG MMA		50.0%	1,154	1,154
	LG CNS		85.0%	3,305	3,305
	서브원		100.0%	2,501	2,501
	LG경영개발원		100.0%	172	172
	LG스포츠		100.0%	1,061	1,061
	LG Holdings Japan Co., Ltd.		100.0%	1,910	1,910
	기타			2,813	2,813
합계				76,861	215,537
할인율					40%
자회사 가치					129,322

자료: SK 증권

주1) 비상장 자회사는 장부가 적용

주2) 할인율: 비상장 자회사 상장 등 단기 자회사 모멘텀 부족 고려하여 적용

LG 목표주가 산정

(단위: 억원 원)

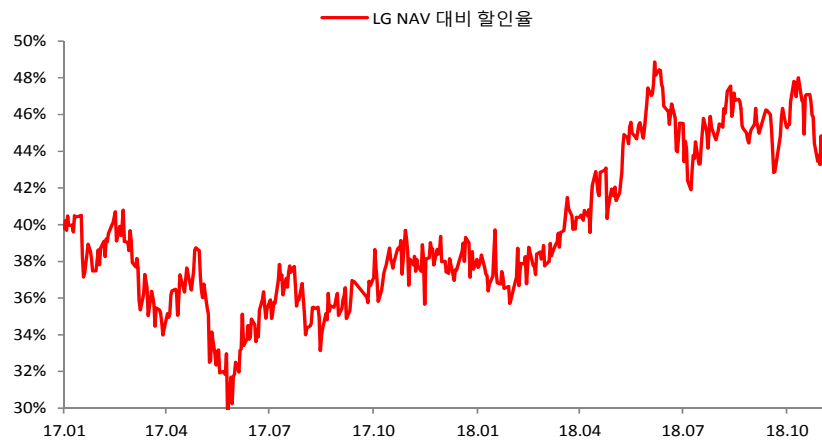
구분	내용
브랜드 가치	26,980
지분 가치	129,322
순차입금	-7,970
적정 시가총액	164,272
발행주식수	172,557,131
적정주가	95,199
목표주가	95,000

자료: SK 증권

주: 브랜드 가치는 예상 브랜드 로열티 대비 10 배 적용

현재 LG의 NAV 대비 할인율은 44%로 역사적으로도 최고 수준이며, 경쟁사와 비교해도 높은 수준이다. 단기간에 NAV 대비 할인율이 축소될 모멘텀은 부족한 상황이지만 18년 상장사 합산 NAV는 14.6% 감소한 반면 LG의 주가는 22.1% 하락하면서 주가의 낙폭이 과도하다는 판단이다. 특히 NAV에서 차지하는 비중이 크면서 낙폭이 컸던 LG 전자의 경우 VC 분사 루머로 주가 하락폭이 컸던 점을 고려하면 단기 주가 반등 가능성도 있다. LG 화학도 배터리 부문 성장과 유가 안정화에 따른 원가부담 완화가 예상된다.

LG NAV 대비 할인율은 40% 이상



자료 SK 증권

LG 시총 및 상장자회사 NAV

(단위: 억원)

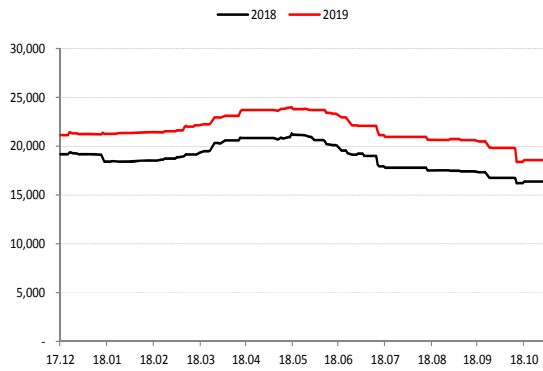
	LG	상장사 NAV 합산	LG전자	LG화학	LG하우시스	LG생활건강	LG유플러스	LG상사	지투알	실리콘웍스
17년말	157,027	238,269	58,406	85,941	2,618	63,194	22,066	2,599	597	2,846
18년 현재	122,343	203,517	39,562	73,103	1,421	61,174	24,194	1,632	420	2,010
YTD	-22.1%	-14.6%	-32.3%	-14.9%	-45.7%	-3.2%	9.6%	-37.2%	-29.6%	-29.4%

자료 Quantwise

주요 상장자회사 실적 및 주가전망

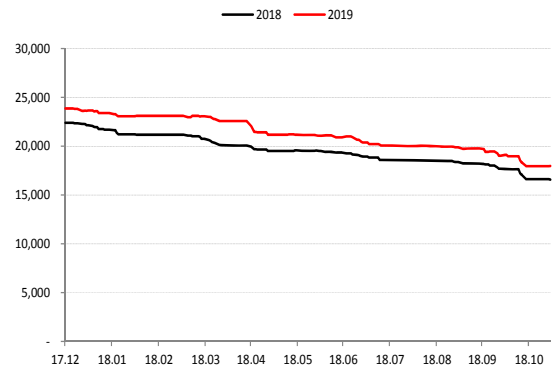
LG 주요 상장 자회사 중 2019 년 LG 생활건강과 LG 유플러스의 실적 개선이 예상된다. LG 생활건강은 면세점과 중국매출이 증가하고 있는 화장품 부문이 성장을 견인할 전망이다. 통신 3사 중 LTE 가입자의 데이터 사용량이 가장 많은 LG 유플러스는 5G 상용화 이후 통신 3사 중 가장 빠르게 실적개선이 확인될 것으로 예상된다. LG 전자와 LG 화학의 경우에도 19년 순이익은 18년 대비 제한적인 수준에서 개선될 것으로 예상된다.

LG 전자 지배주주 순이익 전망 추이 (단위: 억원)



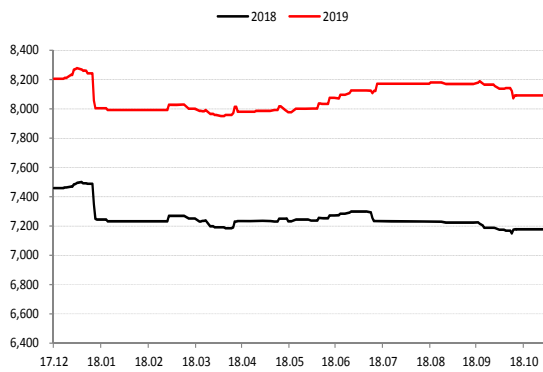
자료: Quantwise

LG 화학 지배주주 순이익 전망 추이 (단위: 억원)



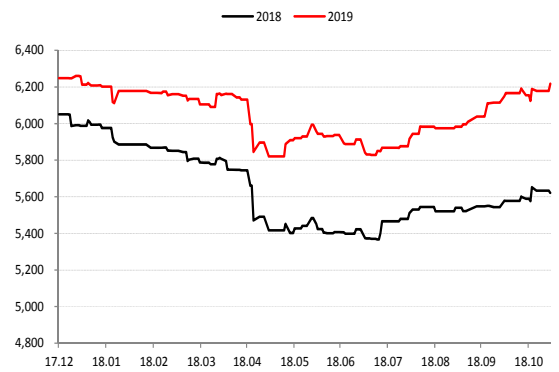
자료: Quantwise

LG 생활건강 지배주주 순이익 전망 추이 (단위: 억원)



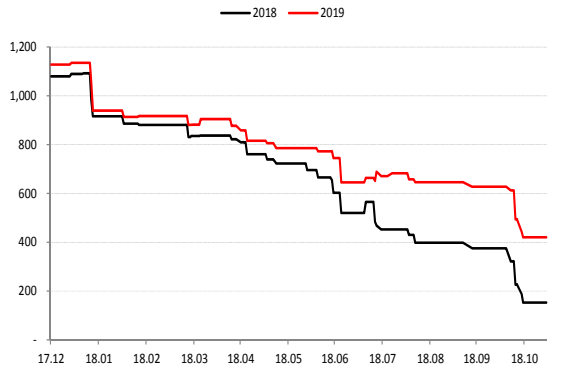
자료: Quantwise

LG 유플러스 지배주주 순이익 전망 추이 (단위: 억원)



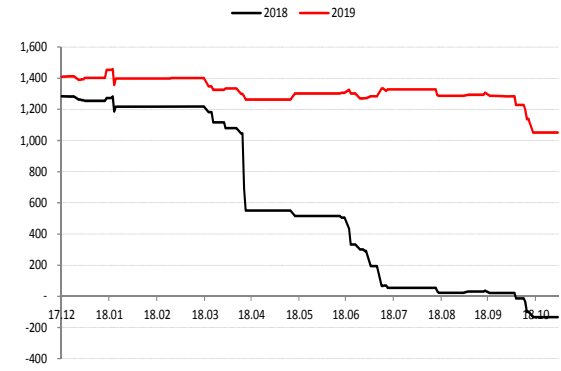
자료: Quantwise

LG 하우스 지배주주 순이익 전망 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

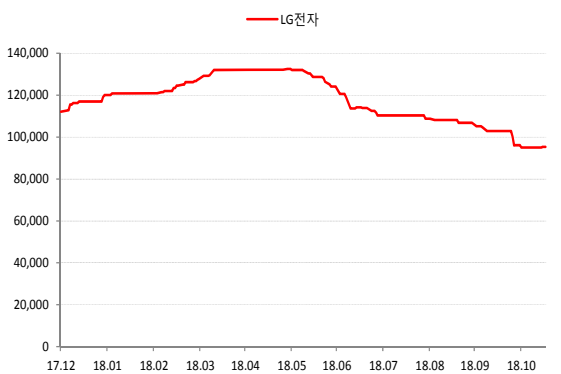
LG 상사 지배주주 순이익 전망 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

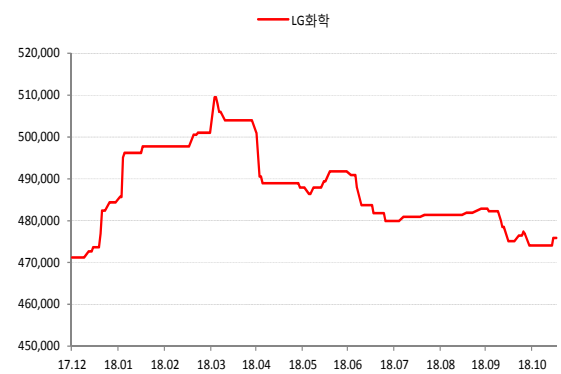
LG 주요 자회사의 주가에 대한 기대감은 하락하고 있다. LG 전자와 LG 화학의 애널리스트 목표주가는 불확실한 업황을 반영하여 지속적으로 하락하고 있으며, 불안정한 시장 상황에서 LG 생활건강의 높은 밸류에이션도 부담으로 작용하고 있다. 다만 5G 상용화 이후 실적개선이 예상되는 LG 유플러스의 기업가치는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 19년 LG 상장 자회사의 주가가 추가적으로 하락한다면 LG 주가도 하락할 가능성이 높다. 특히 배당에 대한 기대감이 낮아 19년 약세장이 된다면 방어주로의 역할도 미미할 전망이다. 다만 현재 주가가 이미 역사적, 상대적으로 가장 높은 할인율이 적용되고 있어 주가하락폭이 18년과 같이 크진 않을 것으로 예상된다.

LG 전자 목표주가 추이 (단위: 원)



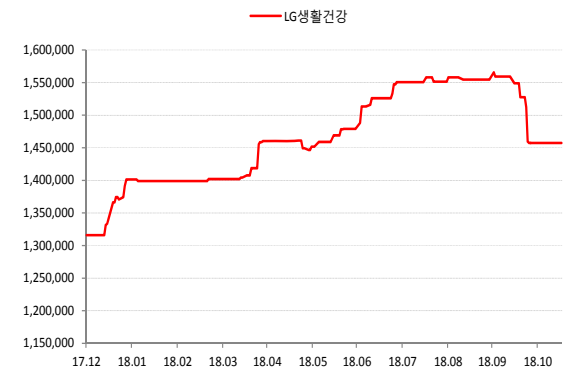
자료: Quantwise

LG 화학 목표주가 추이 (단위: 원)



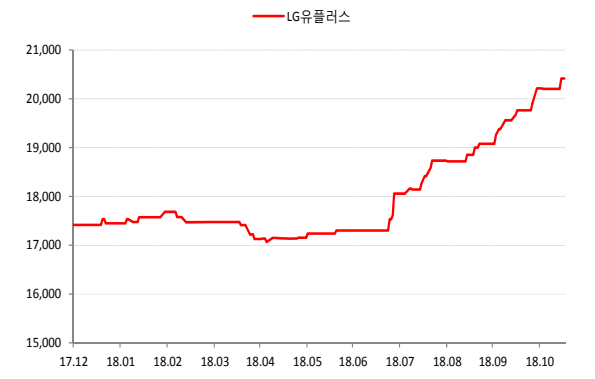
자료: Quantwise

LG 생활건강 목표주가 추이 (단위: 원)



자료: Quantwise

LG 유플러스 목표주가 추이 (단위: 원)

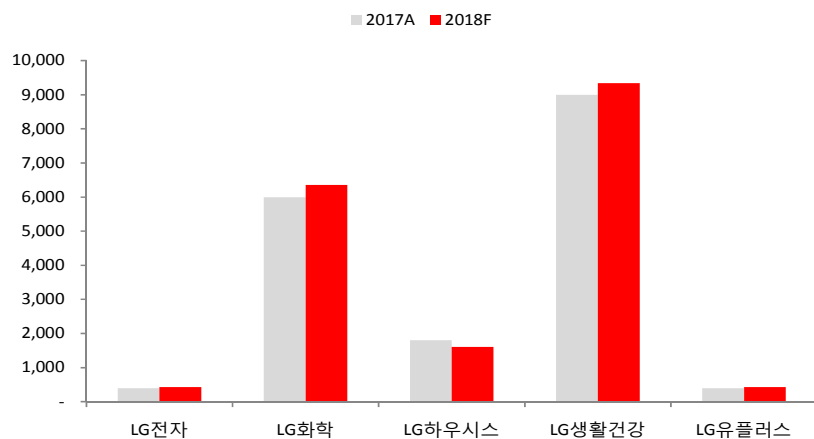


자료: Quantwise

배당

LG 저평가의 이유 중 하나는 배당 확대에 대한 기대감이 낮았기 때문이다. 2009년 주당 1,000 원을 배당한 LG는 2015년 주당 배당금을 1,300 원으로 상향하였다. 이후 3년 동안 1,300 원의 DPS가 유지되고 있다. LG 생활건강과 LG 유플러스는 지속적으로 배당금을 확대해 왔으며, 올해에도 배당금이 확대될 가능성이 있다. 자회사의 배당금 증가와 함께 최대주주의 상속세 재원 확보라는 측면에서도 LG의 경우 올해 배당금 증가 가능성도 있다.

LG 주요 상장 자회사 주당 배당금 전망 (단위: 원)



자료: Quantwise

LG 화학 실적 및 배당금 추이

(단위: 백만원, 원)

구분	현금배당금 총액	연결 당기순이익	배당성향	주당 현금배당금
2010	209,202	1,002,585	20.87%	2,500
2011	257,752	1,384,472	18.62%	3,500
2012	294,520	1,970,993	14.94%	4,000
2013	294,520	1,265,968	23.26%	4,000
2014	294,520	867,924	33.93%	4,000
2015	331,287	1,152,987	28.73%	4,500
2016	368,055	1,281,124	28.73%	5,000
2017	460,058	1,945,280	23.65%	6,000
3Q18 누적		1,352,462		

자료: LG 화학

2019년 관전포인트

그룹 포트폴리오 조정

대표이사가 변경된 LG는 2019년 계열분리 등 그룹 포트폴리오 조정 가능성이 높다. 실제로 서브원은 MRO 사업의 물적분할 후 매각을 추진중이며, 주요 계열사의 계열분리 가능성도 높다. 계열분리에 대해서는 확정된 바가 없으나 가능성은 충분하다고 판단한다. 계열분리 시 지분스왑 등의 과정이 수반되는데 합리적인 가치평가가 수반되기 때문에 추가 측면에서는 중립적이다. 오히려 선택과 집중 전략을 통해 그룹 포트폴리오가 강화될 여지도 많다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.12.12	매수	95,000원	6개월		
2018.08.29	매수	100,000원	6개월	-30.73%	-26.70%
2018.06.18	매수	105,000원	6개월	-21.85%	-9.62%
2018.05.29	매수	105,000원	6개월	-18.39%	-9.62%
2017.11.29	매수	105,000원	6개월	-17.49%	-9.62%
2017.05.26	매수	90,000원	6개월	-9.70%	-0.44%



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 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	46,631	53,678	65,383	85,260	103,973
현금및현금성자산	11,290	13,099	24,021	40,193	56,846
매출채권및기타채권	28,924	33,059	35,199	38,691	40,632
재고자산	3,229	1,100	1,171	1,287	1,352
비유동자산	148,263	162,799	178,643	183,538	188,588
장기금융자산	910	1,218	1,257	1,257	1,257
유형자산	24,814	19,115	17,372	15,678	14,209
무형자산	1,140	944	1,100	1,124	1,142
자산총계	194,894	216,477	244,026	268,798	292,561
유동부채	35,673	39,436	38,670	42,379	44,440
단기금융부채	7,022	3,818	1,289	1,289	1,289
매입채무 및 기타채무	25,174	30,482	32,455	35,675	37,464
단기충당부채	515	628	668	735	771
비유동부채	17,021	15,246	21,833	22,682	23,514
장기금융부채	11,799	10,128	14,001	14,001	14,001
장기매입채무 및 기타채무	835	599	1,085	1,572	2,059
장기충당부채	262	145	155	170	179
부채총계	52,694	54,682	60,503	65,061	67,954
지배주주지분	138,744	160,026	181,843	201,877	222,567
자본금	8,794	8,794	8,794	8,794	8,794
자본잉여금	23,649	23,655	23,655	23,655	23,655
기타자본구성요소	-24	-24	-24	-24	-24
자기주식	-24	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	107,921	130,104	151,813	171,698	192,238
비지배주주지분	3,457	1,770	1,680	1,860	2,039
자본총계	142,201	161,795	183,523	203,737	224,607
부채외자본총계	194,894	216,477	244,026	268,798	292,561

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	6,901	8,141	11,599	22,136	22,375
당기순이익(손실)	10,913	24,356	19,661	22,307	22,963
비현금성항목등	-1,672	-14,116	-4,427	2,976	2,612
유형자산감가상각비	2,696	2,294	1,842	1,693	1,469
무형자산감가상각비	272	281	238	260	265
기타	1,135	1,205	1,216	-96	-96
운전자본감소(증가)	-871	-549	-688	-445	-400
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3,695	-7,175	-1,520	-3,492	-1,941
재고자산감소(증가)	126	-478	-67	-116	-65
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,712	7,089	3,070	3,220	1,789
기타	-15	15	-2,172	-57	-184
법인세납부	-1,469	-1,549	-2,948	-2,702	-2,799
투자활동현금흐름	-990	-4,078	-211	-3,751	-3,509
금융자산감소(증가)	1,678	-2,583	402	0	0
유형자산감소(증가)	-2,643	-2,592	-99	0	0
무형자산감소(증가)	-229	-264	-284	-284	-284
기타	204	1,360	-230	-3,468	-3,225
재무활동현금흐름	-3,289	-1,768	-881	-2,213	-2,213
단기금융부채증가(감소)	-2,197	-1,517	-717	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,792	2,546	1,943	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-2,302	-2,428	-2,287	-2,242	-2,242
기타	-582	-370	207	29	29
현금의 증가(감소)	2,586	2,138	10,593	16,171	16,654
기초현금	8,704	11,290	13,429	24,021	40,193
기말현금	11,290	13,429	24,021	40,193	56,846
FCF	13,603	24,146	19,206	21,888	22,159

자료 : LG, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	96,739	118,411	123,930	136,070	141,796
매출원가	79,608	92,939	96,603	107,530	110,229
매출총이익	17,130	25,472	27,327	28,540	31,567
매출총이익률 (%)	17.7	21.5	22.1	21.0	22.3
판매비와관리비	3,903	3,613	6,161	5,210	7,727
영업이익	13,227	21,858	21,166	23,330	23,840
영업이익률 (%)	13.7	18.5	17.1	17.2	16.8
비영업손익	-322	5,555	1,346	2,281	2,523
순금융비용	281	189	170	-14	-257
외환관련손익	6	-208	-109	-109	-109
관계기업투자등 관련손익	23	5,963	2,471	2,279	2,279
세전계속사업이익	12,905	27,413	22,512	25,610	26,363
세전계속사업이익률 (%)	13.3	23.2	18.2	18.8	18.6
계속사업법인세	1,871	3,286	2,851	3,304	3,401
계속사업이익	11,034	24,127	19,660	22,307	22,963
중단사업이익	-122	229	1	0	0
*법인세효과	-58	58	-1	0	0
당기순이익	10,913	24,356	19,661	22,307	22,963
순이익률 (%)	11.3	20.6	15.9	16.4	16.2
지배주주	10,748	23,959	19,481	22,126	22,782
지배주주귀속 순이익률(%)	11.11	20.23	15.72	16.26	16.07
비지배주주	165	397	180	180	180
총포괄이익	11,472	23,952	19,811	22,456	23,112
지배주주	11,268	23,564	19,631	22,276	22,932
비지배주주	204	389	180	180	180
EBITDA	16,196	24,432	23,246	25,283	25,574

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-2.9	22.4	4.7	9.8	4.2
영업이익	16.2	65.3	-3.2	10.2	2.2
세전계속사업이익	19.9	112.4	-17.9	13.8	2.9
EBITDA	11.9	50.9	-4.9	8.8	1.2
EPS(계속사업)	15.0	118.3	-17.9	13.6	3.0
수익성 (%)					
ROE	8.0	16.0	11.4	11.5	10.7
ROA	5.8	11.8	8.5	8.7	8.2
EBITDA마진	16.7	20.6	18.8	18.6	18.0
안정성 (%)					
유동비율	130.7	136.1	169.1	201.2	234.0
부채비율	37.1	33.8	33.0	31.9	30.3
순차입금/자기자본	3.8	-2.2	-6.9	-14.2	-20.3
EBITDA/이자비용(배)	35.7	64.7	52.4	55.2	55.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,180	13,493	11,076	12,581	12,954
BPS	78,889	90,990	103,395	114,786	126,551
CFPS	7,799	15,087	12,260	13,691	13,940
주당 현금배당금	1,300	1,300	1,300	1,300	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.2	6.7	8.6	7.5	7.3
PER(최저)	9.1	4.4	5.6	4.9	4.8
PBR(최고)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	7.7	6.0	5.6	5.0	4.9
EV/EBITDA(최고)	8.8	6.5	6.7	5.5	4.8
EV/EBITDA(최저)	6.7	4.2	4.2	3.3	2.6