

20181213

# SK INDUSTRY ANALYSIS

**지주회사**

## 낮아진 투자매력도, 자세히 봐야 아름답다

지주·통신·인터넷·게임, 최관순, 3773-8812



# SK INDUSTRY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## 지주회사

### 낮아진 투자매력도, 자세히 봐야 아름답다

전통적으로 하락장에서 방어주 역할을 해주던 지주회사는 2018 년에 지수 대비 하락 폭을 키우면서 방어주로서의 역할을 하지 못함. 2019 년에도 지수 상승에 대한 불확실성이 상존하지만 섹터로의 지주회사 매력은 크지 않아 보임. 다만 다양한 변수에 의해 주가가 결정되는 지주회사는 종목별 접근방식이 가능하며, 특히 지수 하락에도 NAV가 크게 영향을 받지 않는 비상장 자회사를 다수 보유한 SK에 주목

### 방어주로의 매력 낮아진 지주회사 섹터

2018 년 코스피 지수는 연초 대비 15.9% 하락하였다. 반면 SK 증권, SK 이노베이션 지주회사(SK, LG, CJ, 한화, LS)의 합산 시가총액은 16.4% 감소하였다. 특히 SK 를 제외하면 시가총액 24.9%이 감소하면서 시장 대비 큰 하락폭을 기록하였다. 일반적으로 지주회사는 낮은 베타로 하락장에서 방어주의 역할을 해주는 것으로 인식되어 왔다. 하지만 2018 년에는 기존의 상식과는 다른 주가 흐름이 나타난 것이다. 다양한 자회사로 구성된 포트폴리오를 보유하고 있음에도 불구하고 하락장에서 지수 대비 지주회사의 주가하락 폭이 컸던 이유는 지주회사가 방어주로의 매력이 떨어졌음을 시사한다.

### 2019 년 지주회사 투자매력도는 낮음

2019 년에도 다양한 이유로 지수 상승에 대한 기대감이 높지 않다. 하지만 지주회사는 2019 년에도 투자 매력도가 크지 않은 것으로 판단한다. 특히 지주회사의 주가는 상장 및 비상장 자회사의 가치로 결정되는데, 지수가 하락할 경우 상장자회사의 주가가 하락해 지주회사의 주가도 하락할 것이다. 다만 지수하락에도 불구하고 비상장 자회사 가치가 부각될 경우에는 지주회사 주가가 상승할 가능성이 있다. 여기에 그동안 지주회사 주가와 상관관계가 높았던 M&A 와 하락장에 대비한 종목별 배당 매력 등 다양한 변수를 고려해 투자 의사결정을 내리는 것이 바람직하다.

### 종목별 접근 시 비상장 자회사 가치가 부각될 SK 추천

지주회사 섹터의 투자 매력도는 분명 크지 않아 보인다. 2019 년 시장 전체의 불확실성이 큰 상황이란 점은 2018 년처럼 지주회사의 지수 대비 주가 하락폭이 더 클 수 있는 점을 시사한다. 따라서 섹터로 접근하기 보다는 종목별로 접근하는 것이 유효하다. 지주회사의 경우 복합적인 요인으로 주가가 결정되기 때문에 비상장자회사의 부각 가능성, 상장자회사의 주가 상승 여부, 시장에서 긍정적으로 볼 수 있는 M&A 가능성, 배당매력도 등 다양한 요인을 분석해야 한다. 지주회사 중 투자매력도가 가장 높은 종목은 SK 로 판단한다. 5G 에 대한 기대감으로 SK 텔레콤의 주가 상승 가능성이 높으며, 투자지주회사로서의 저력이 이미 확인되었고, 중간배당 지급과 지속적인 DPS 상승이 매력적이기 때문이다. 특히 SK 바이오팜, SK 실트론, SK 건설 등 비상장 자회사의 상장 가능성이 높은 점은 타 지주사와 차별화되는 투자 포인트이다.

## Contents

사랑받지 못한 2018 년 지주회사	3
의외로 높은 지주회사 베타	5
실적보다는 NAV 가 주가 결정 변수	6
배당수익률 낮지만 점진적 증가 기대	8
종목별 접근방식 유효	10
개별기업 분석	13
SK(매수, 목표주가: 390,000 원)	
LG(매수, 목표주가: 95,000 원)	
CJ(매수, 목표주가: 160,000 원)	
한화(매수, 목표주가: 43,000 원)	
LS(매수, 목표주가: 75,000 원)	

### 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 3 자에게 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

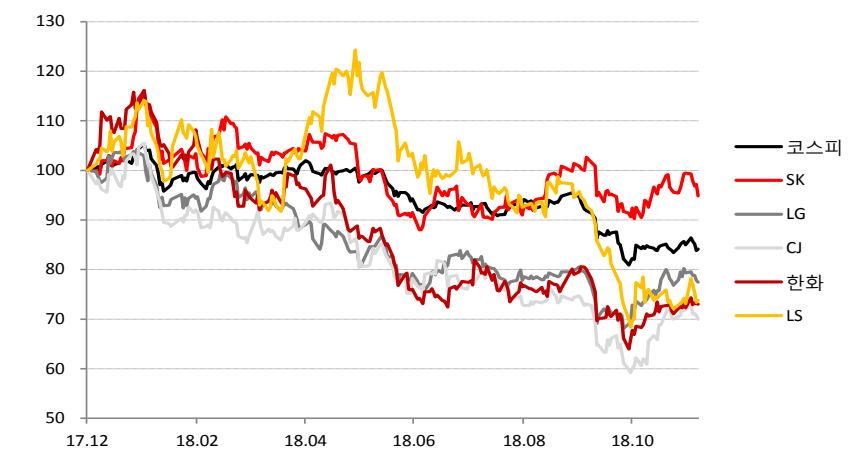
### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 12 월 13 일 기준)

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

## 사랑받지 못한 2018 년 지주회사

2018 년 코스피 지수는 연초 대비 15.9% 하락하였다. 동일 기간 SK 증권 커버 지주회사(SK, LG, CJ, 한화, LS)의 합산 시가총액도 16.4% 감소하면서 코스피와 유사한 주가 흐름을 보였다. SK 를 제외할 경우 시가총액 감소폭이 24.9%에 달해 코스피 수익률을 크게 하회하였다. 지주회사는 방어주 성격이 강하다는 일반적 상식과 다른 결과이다.

2018 년은 코스피 대비 주요 지주회사 낙폭이 컸던 한 해

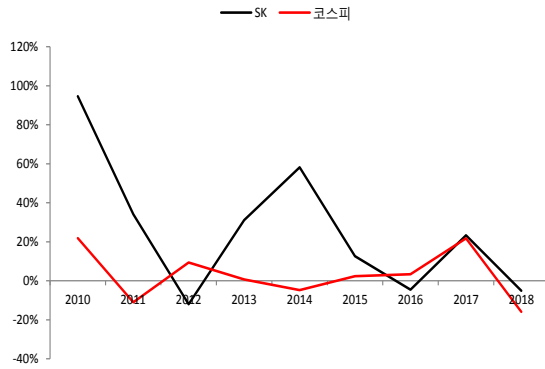


자료 Quantiverse

지주회사는 전통적으로 방어주 성격이 강한 것으로 인식되어 왔다. 다양한 자회사로 구성된 포트폴리오 업종 리스크가 분산되어 있고, 최대주주의 높은 지분율에 근거한 고배당 기대감 때문이다. 하지만 2018 년에는 시장 대비 주가 하락폭이 더 커 이러한 기대감이 작동하지 않았다.

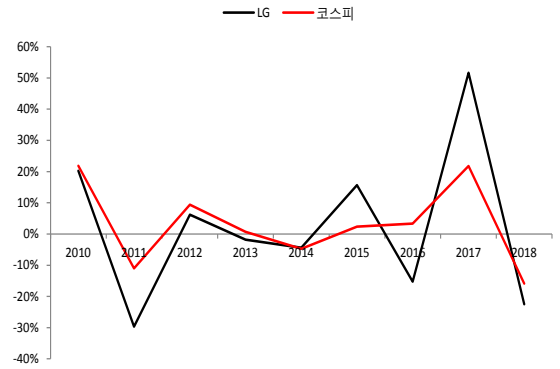
그럼에도 불구하고 지주회사와 코스피의 연간 수익률을 비교해보면 변동성 역시 코스피 대비 큰 것으로 나타났다. 즉 코스피 상승기에 지주회사 주가 상승폭이 더 컸으며, 하락기에 지주회사 주가 하락폭이 더 컸다. 따라서 지수가 하락한 2018 년 지주회사의 주가 하락폭이 컸던 것은 어찌보면 자연스러운 결과이다.

### SK와 코스피 연간 수익률 추이



자료: Quantwise

### LG와 코스피 연간 수익률 추이



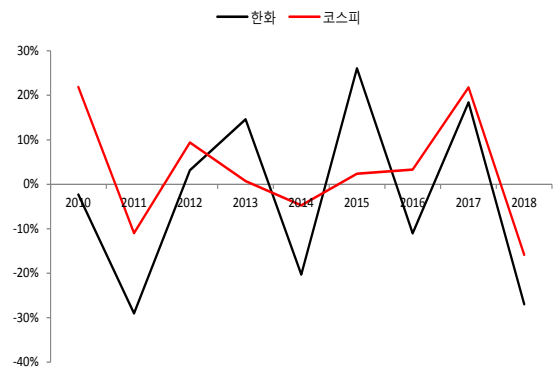
자료: Quantwise

### CJ와 코스피 연간 수익률 추이



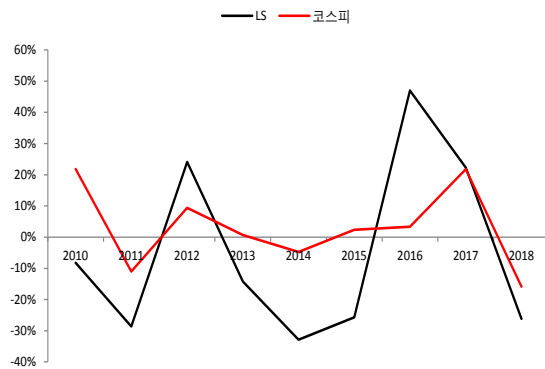
자료: Quantwise

### 한화와 코스피 연간 수익률 추이



자료: Quantwise

### LS와 코스피 연간 수익률 추이

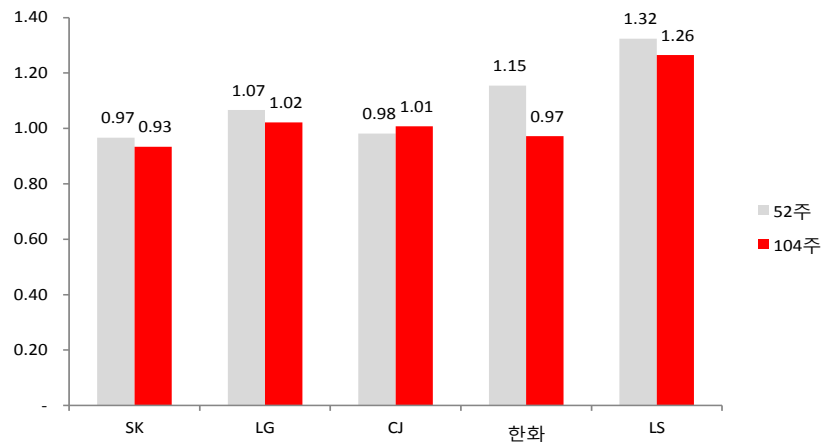


자료: Quantwise

## 의외로 높은 지주회사 베타

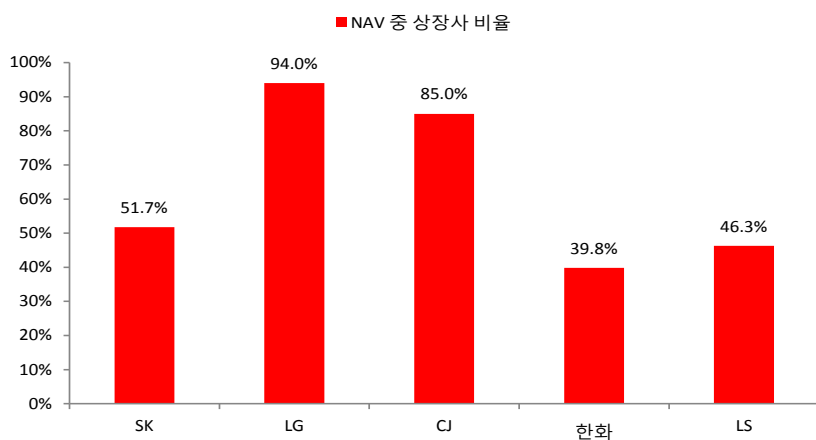
지주회사의 코스피 대비 베타는 대체로 1을 중심으로 분포되어 있다. 52주 베타의 경우 LS가 1.32로 가장 높았으며, SK가 0.97로 가장 낮았다. 104주 베타도 LS가 가장 높고 SK가 가장 낮았다. 한편 LG와 CJ는 52주, 104주 베타 모두 1 부근이다. 특히 LG와 CJ의 베타가 1 부근인 이유는 LG와 CJ의 NAV 때문으로 보인다. LG와 CJ는 자체 사업을 보유하고 있지 않은 순수지주회사로서 전체 NAV 중 상장사의 비중이 높다. 전체 NAV 중 상장사 비중은 LG가 94.0%, CJ는 85.0%이다. 따라서 LG와 CJ의 주가는 코스피와 유사한 방향일 가능성이 크다.

국내 주요 지주회사 52주 및 104주 베타는 1과 유사한 수준



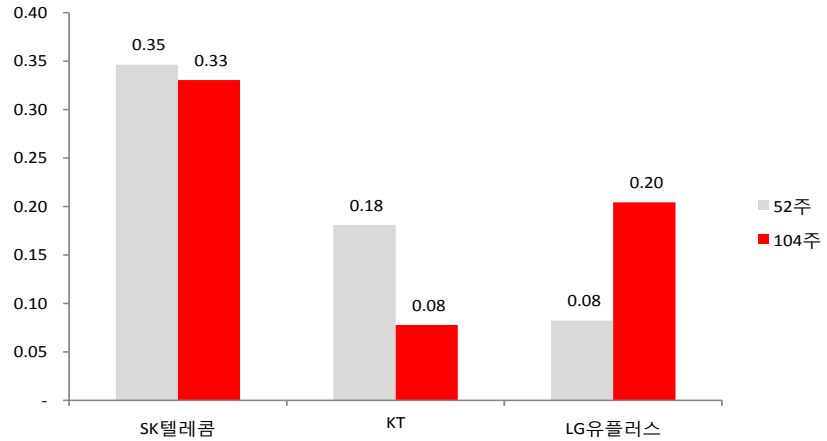
자료 SK 증권

국내 주요 지주회사의 상장자회사 NAV 비중



자료 SK 증권

## 전통적인 통신주의 베타는 1 보다 크게 낮은 수준

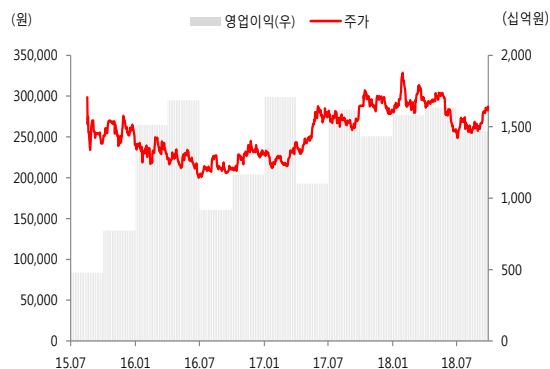


자료: SK 증권

## 실적보다는 NAV가 주가 결정 변수

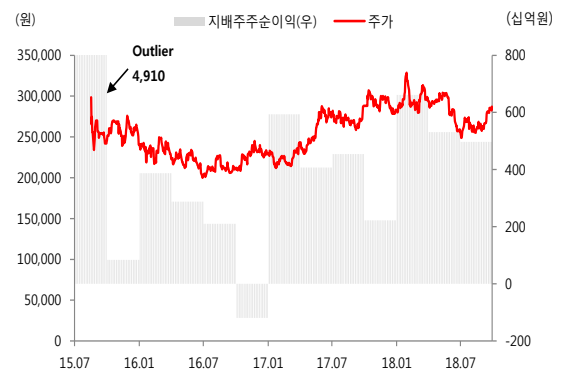
지주회사 주가와 이익지표 간의 상관관계는 높지 않다. 특히 지배주주순이익의 경우 일회성 요인이 포함되어 주가 설명력이 낮았다. 지주회사 이익지표의 주가 설명력이 낮은 이유는 지주회사의 기업가치가 NAV로 설명되기 때문이다. NAV는 자회사 주가로 설명할 수 있고, 자회사의 주가는 결국 실적으로 설명할 수 있다. 그럼에도 불구하고 지주회사 실적과 주가 간에 괴리가 발생하는 것은 지주회사의 실적은 연결 실적으로 자체적으로 거둔 경영성과로 인정받기 어렵고, 자회사의 이익규모와 NAV 비중이 일치하지 않기 때문이다.

## SK 영업이익과 주가 추이



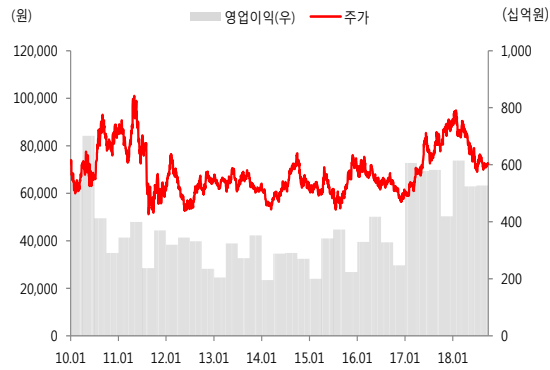
자료: Quantwise

## SK 지배주주순이익과 주가 추이



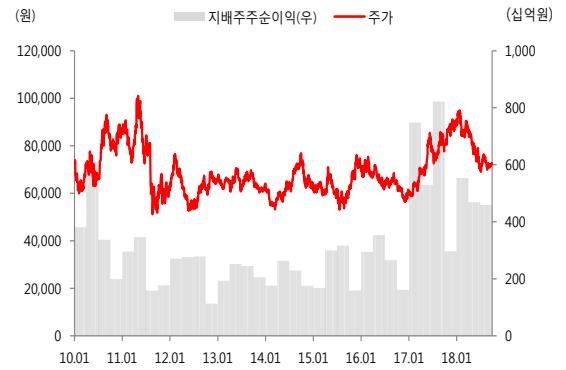
자료: Quantwise

### LG 영업이익과 주가 추이



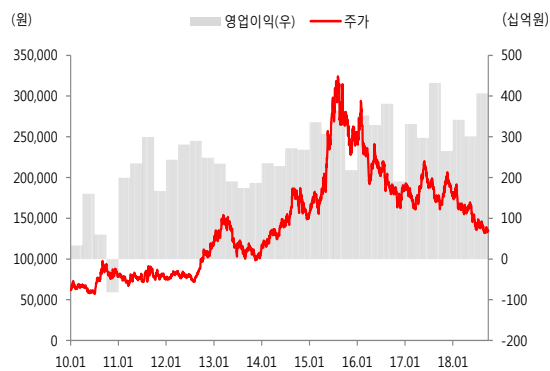
자료: Quantwise

### LG 지배주주순이익과 주가 추이



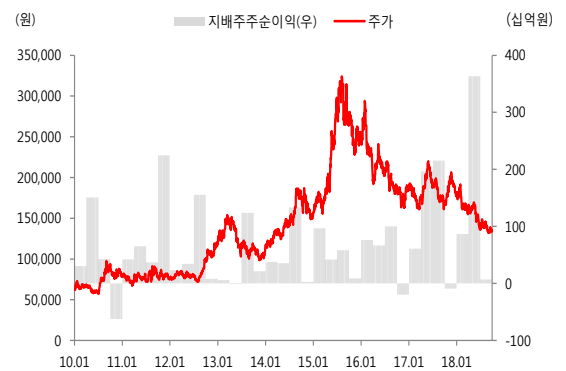
자료: Quantwise

### CJ 영업이익과 주가 추이



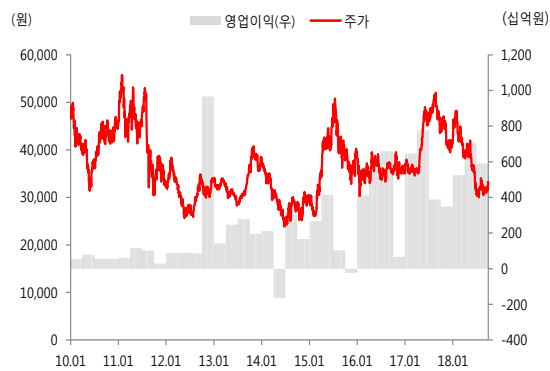
자료: Quantwise

### CJ 지배주주순이익과 주가 추이



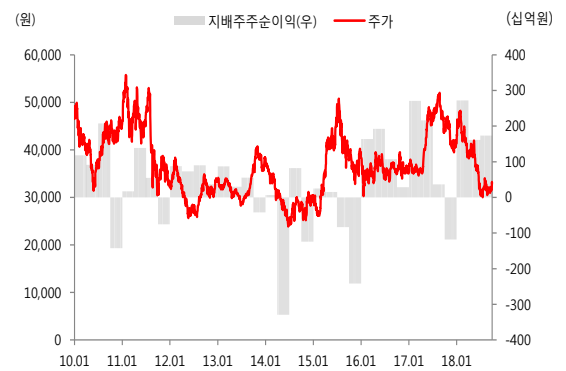
자료: Quantwise

### 한화 영업이익과 주가 추이



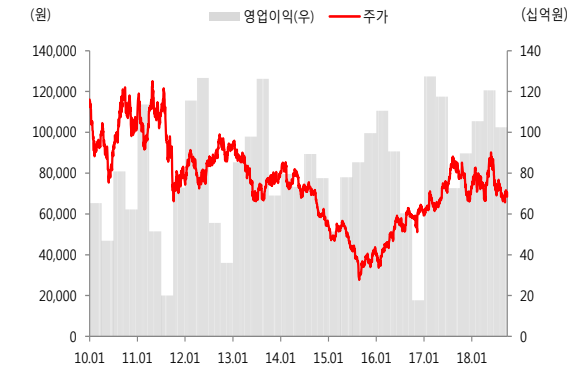
자료: Quantwise

### 한화 지배주주순이익과 주가 추이



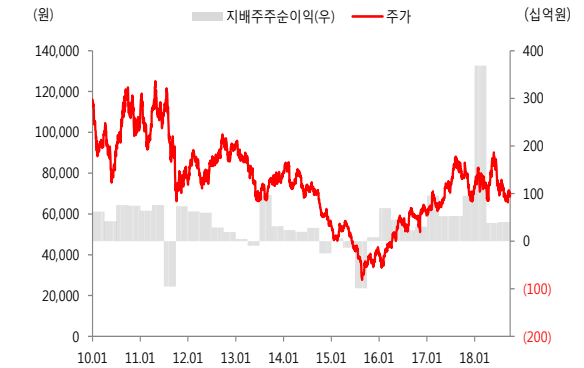
자료: Quantwise

## LS 영업이익과 주가 추이



자료: Quantwise

## LS 지배주주순이익과 주가 추이



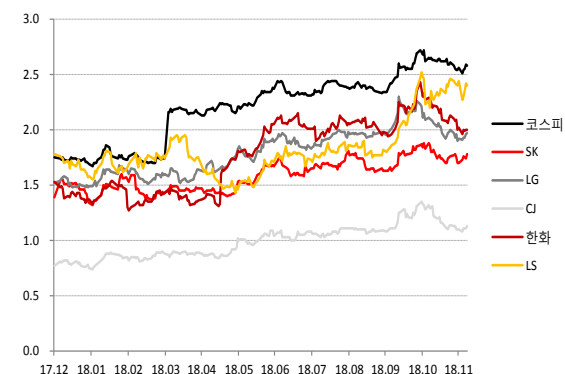
자료: Quantwise

## 배당수익률 낮지만 점진적 증가 기대

지주회사의 배당수익률은 코스피 대비 낮은 수준이 유지되고 있다. 지주회사의 주가 하락폭이 컸음에도 불구하고 배당수익률이 낮다는 점은 지주회사가 방어주로서 매력을 갖지 못했음을 의미한다. 지주회사의 배당수익률이 낮은 것은 기업가치(주가) 증가에도 불구하고 DPS가 증가하지 않았기 때문이다. LS는 7년 연속 DPS가 1,250원이며, LG도 1,300원이 3년째 유지되고 있다. 지주회사의 주당 배당금이 증가하지 않은 것은 신규 계열사 인수, 기존 계열사에 대한 추가적인 지분확보 등 투자에 대한 재원을 확보하려 했기 때문이다. 향후에는 스튜어드십 코드가 활성화되면서 지주회사의 배당금도 증가할 가능성이 높다. 스튜어드십 코드는 주주 권한을 적극적으로 행사하는 것을 의미하는데, 요구사항을 살펴보면 배당증액에 대한 요구가 가장 많다. 또한 실제로 배당증액 요구 이후 배당이 증가한 기업들 역시 많다.

## 2018년 배당수익률

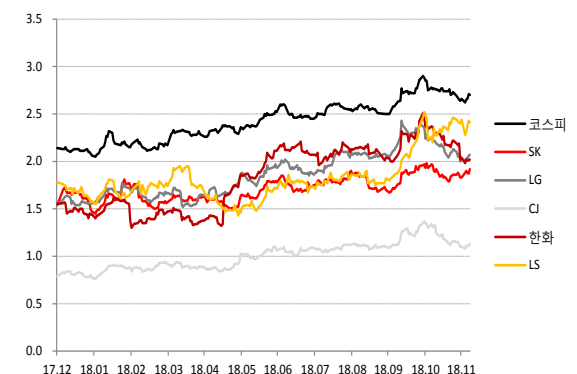
(단위: %)



자료: Quantwise

## 2019년 배당수익률

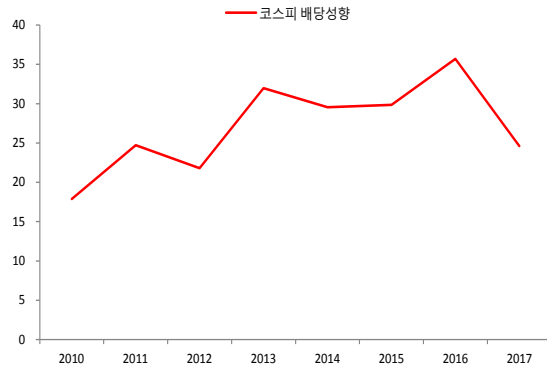
(단위: %)



자료: Quantwise

코스피 배당성향 추이

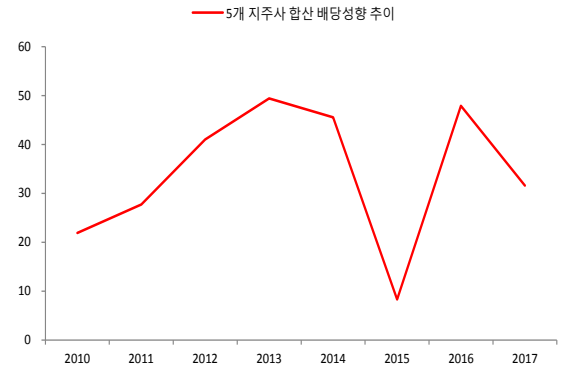
(단위: %)



자료: Quantwise

지주회사 배당성향 추이

(단위: %)

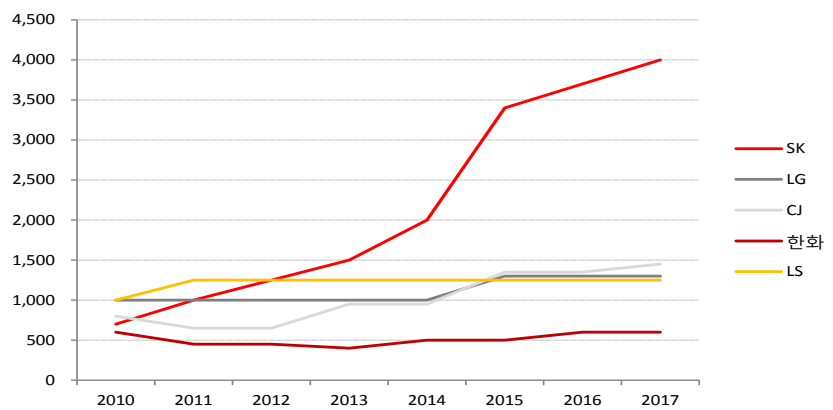


자료: Quantwise

주: 2015 년은 SK C&C 와 SK 의 합병으로 일시적으로 SK 의 순이익 증가

주요 지주회사 주당 현금배당금 추이

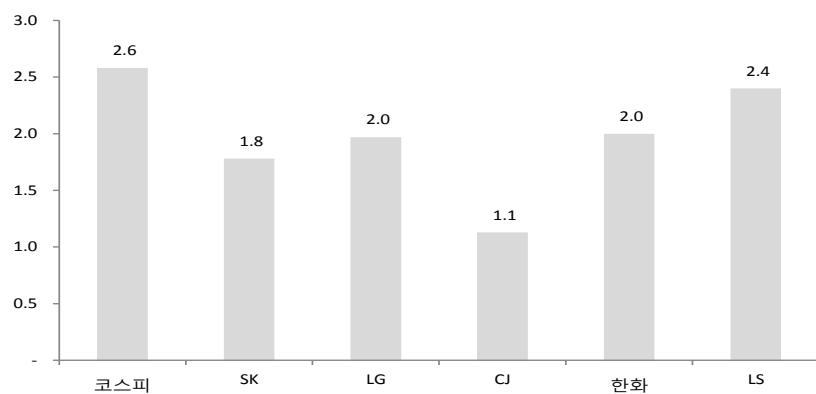
(단위: 원)



자료: SK 증권

2018 년 코스피와 지주회사 배당수익률

(단위: 원)



자료: Quantwise

## 종목별 접근방식 유효

지주회사 간 주가 상관관계도 높지 않다. 이는 개별 섹터로서 지주회사가 큰 의미를 갖지 않음을 뜻한다. 따라서 지주회사에 대한 투자전략은 개별 지주회사 종목별 접근 방식이 유효하다. 비상장자회사의 가치 부각, 상장자회사의 주가 상승 가능성, M&A 모멘텀, 배당수익률 등을 지주회사별로 종합 검토하는 방식이다. 이들 요소를 종합적으로 고려했을 때 지주회사 내 탑픽은 SK를 제시한다. SK 바이오팜, SK 실트론, SK 건설 등 비상장자회사의 상장 가능성이 높고, 주요 계열사인 SK 텔레콤의 경우 5G 성장 모멘텀 및 물적분할 시 할인요인 제거로 주가 상승 가능성이 높기 때문이다. 투자 전문회사로서 저력은 이미 확인되었으며, 지속적으로 주당 배당금이 상향되어 온 점도 긍정적이다.

### 지주회사 주가의 상관관계

	SK	LG	CJ	한화	LS
SK	1.00	0.15	0.79	0.05	-0.67
LG	0.15	1.00	-0.08	0.58	0.42
CJ	0.79	-0.08	1.00	0.03	-0.81
한화	0.05	0.58	0.03	1.00	0.36
LS	-0.67	0.42	-0.81	0.03	1.00

자료: SK 증권

주: Correlation 은 2010 년 이후 주가로 계산

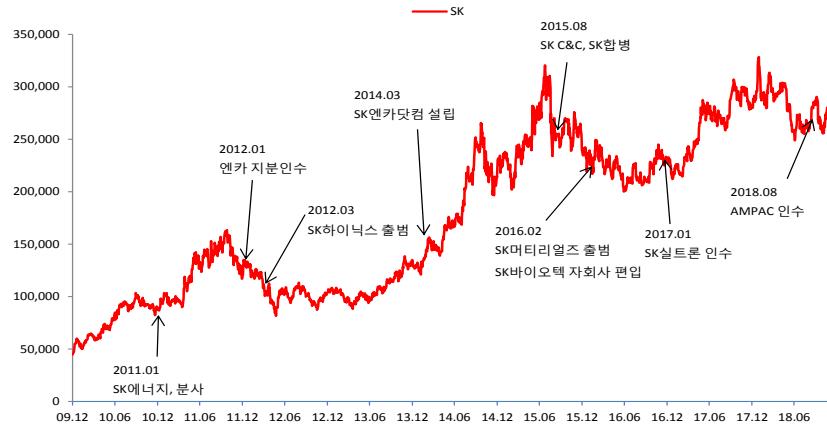
### 지주회사 투자매력도 점검

	SK	LG	CJ	한화	LS
비상장자회사 부각	★★★★★	★★	★★★★	★★	★★★★
상장자회사 주가 상승 가능성	★★★★	★★	★★★★	★★	★★
M&A 가능성	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
배당매력	★★★★	★★★★	★★	★★★★	★★★★
종합적인 투자매력도	★★★★	★★	★★★★	★★	★★★★

자료: SK 증권

### SK 주가와 M&A

(단위: 원)



자료 SK 증권

### LG 주가와 M&A

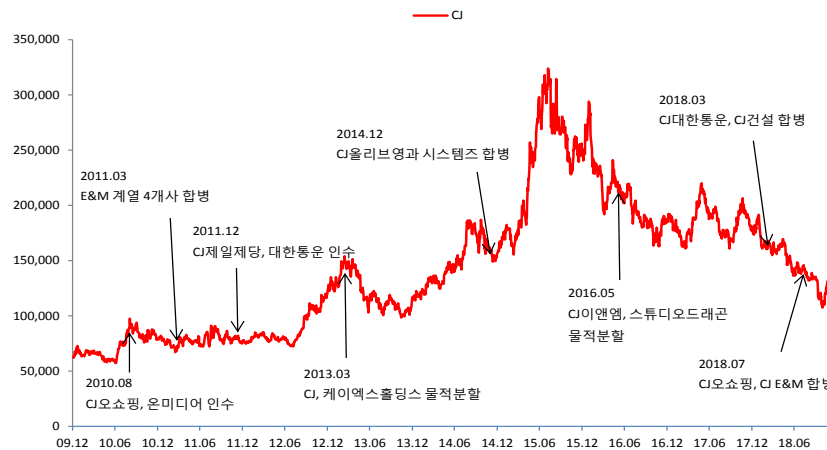
(단위: 원)



자료 SK 증권

### CJ 주가와 M&A

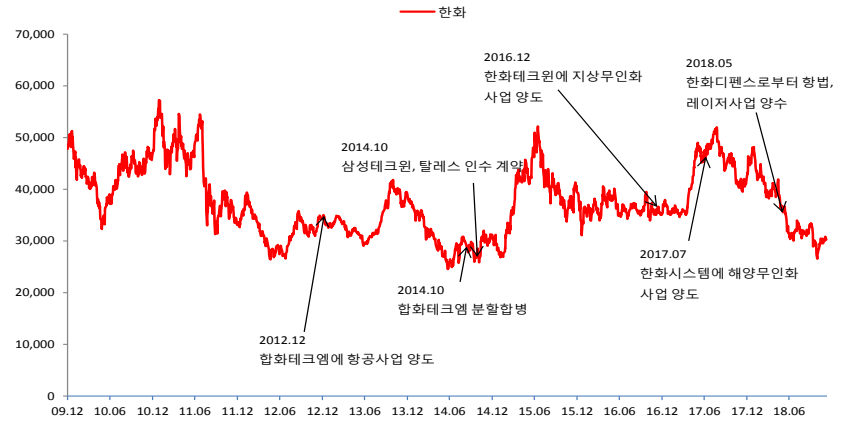
(단위: 원)



자료 SK 증권

### 한화 주가와 M&A

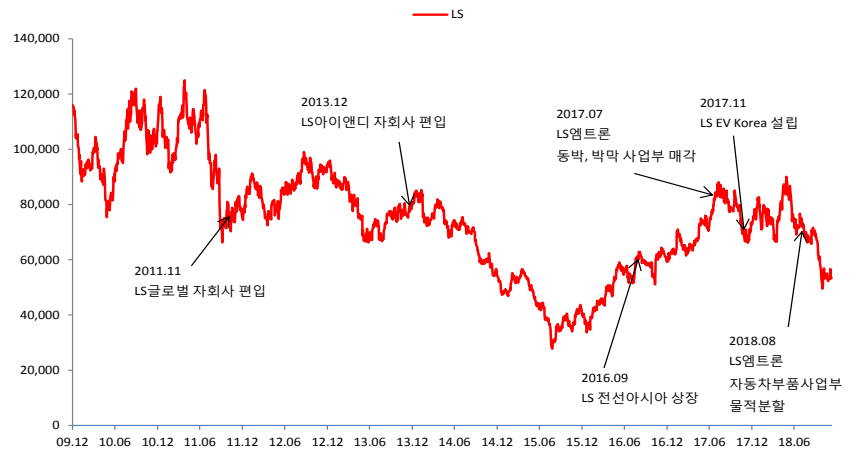
(단위: 원)



자료: SK 증권

### LS 주가와 M&A

(단위: 원)



자료: SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	154 억원
발행주식수	7,093 만주
자사주	1,454 만주
액면가	200 원
시가총액	191,380 억원
주요주주	
최태원(외29)	30.87%
SK 자사주	20.65%
외국인지분률	25.60%
배당수익률	1.50%

## Stock Data

주가(18/12/11)	272,000 원
KOSPI	2053.79 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	328,500 원
52주 최저가	249,000 원
60일 평균 거래대금	224 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.8%	5.5%
6개월	-3.9%	14.7%
12개월	-8.0%	10.4%

SK (034730/KS | 매수(유지) | T.P 390,000 원(유지))

## 비상장 자회사의 가치가 본격적으로 부각될 2019 년

SK 바이오팜, SK 실트론, SK 건설 등 비상장 자회사의 기업공개가 진행될 경우 이들 기업의 가치가 현실화될 가능성이 높으며, 5G 상용화 이후 실적 개선과 분할 이후 할인요인 제거가 예상되는 SK 텔레콤의 주가 상승 기대감도 유효. 투자지주회사로 추가적인 M&A에 대한 기대감이 있고, 지속적인 DPS 상승도 긍정적 요인임. 2019 년 시장의 성격과 관계없이 성장주와 방어주로의 매력을 동시에 보유하고 있음

## 2019 년은 Re-rating 의 원년

2019 년 SK 의 Re-rating 이 기대된다. 상장 자회사의 주가 상승, 비상장 자회사의 가치부각, 추가적인 M&A 등 주가 상승요인이 많다. SK 텔레콤은 19 년 3 월 5G 상용화를 앞두고 ARPU 상승에 대한 기대감, SK 이노베이션은 ESS 사업진출로 배터리 사업의 성장성이 부각되며 주가 상승 가능성이 높다. SK 실트론은 웨이퍼의 공급부족이 지속되는 가운데 높은 이익성장세를 기록하고 있다. SK E&S 는 SMP 가 견조하게 유지되는 가운데 파주에너지 지분 매각(49%, 8,851 억원) 이후 여주발전소 건설 투자재원이 확보되었다. SK 바이오팜은 4Q18 부터 AMPAC 이 인식되면서 외형성장이 확인될 것이다. SK 바이오팜의 뇌전증 신약 Cenobamate 는 18 년 연내 미국 FDA 판매승인 신청되고, 19 년말에는 판매가 가능할 전망이다. SK 실트론과 SK 바이오팜은 높은 성장세를 바탕으로 19 년에는 기업공개 가능성이 부각될 전망이다. SK 디스커버리와 지분정리가 필요한 SK 건설도 기업공개를 통한 지분정리 가능성이 높다. 비상장 자회사의 상장으로 기업가치가 부각될 가능성이 높으며, 이는 약세장에서도 SK 의 주가를 견조하게 유지시켜 주는 요인이 될 것이다.

## SK 텔레콤 지배구조 개편은 SK 주주입장에서는 긍정적 요인이 더 많을 것

SK 텔레콤은 이동통신 부문의 물적분할을 추진하고 있는 것으로 알려졌다. 이동통신 부문을 물적분할 한다면 신규사업에 대한 투자로 인해 저평가 받고 있는 이동통신부문의 밸류에이션이 정상화될 가능성이 높고, SK 하이닉스의 배당확대 가능성이 높아 SK 에 유입되는 배당금 수익도 증가할 여지가 있다. 또한 11 번가, ADT 캡스, SK 브로드밴드 등 주요 자회사의 가치가 현실화되어 주가 상승 가능성이 높다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	392,995	827,299	932,964	1,046,584	1,076,946	1,167,101
yoy	%	1,520.0	110.5	12.8	12.2	2.9	8.4
영업이익	억원	14,068	52,808	58,610	61,698	65,172	71,160
yoy	%	418.1	275.4	11.0	5.3	5.6	9.2
EBITDA	억원	36,070	104,940	115,027	119,571	117,064	115,905
세전이익	억원	62,881	43,897	74,422	85,266	93,214	101,097
순이익(지배주주)	억원	53,460	7,656	16,774	25,059	28,986	34,618
영업이익률%	%	3.6	6.4	6.3	5.9	6.1	6.1
EBITDA%	%	9.2	12.7	12.3	11.4	10.9	9.9
순이익률	%	14.1	3.4	5.4	6.0	6.2	6.2
EPS	원	96,468	13,720	25,270	32,861	40,867	48,808
PER	배	2.5	16.7	11.2	8.3	6.7	5.6
PBR	배	1.4	1.2	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	19.2	6.7	6.8	6.2	5.9	5.6
ROE	%	70.6	6.0	12.5	16.6	16.2	16.6
순차입금	억원	214,852	196,942	219,374	159,847	70,615	-717
부채비율	%	141.1	143.5	139.9	134.2	121.6	112.1

## 실적전망

3Q18 SK 실적은 매출액 26 조 7,762 억원(12.7% yoy), 영업이익 1 조 4,662 억원(-9.4% yoy, OPM: 5.5%)이다. SK 텔레콤이 약정할인 가입자 증가 여파로 매출이 감소하였으나, 유가 상승에 따라 SK 이노베이션 매출이 증가하였고, SMP가 견조하게 유지되는 가운데 SK E&S의 실적도 전년 동기 대비 증가하였다. 또한 타이트한 웨이퍼 공급에 따라 SK 실트론의 매출도 크게 증가하였다. 반면 영업이익은 SK 네트워크스, SK 텔레콤의 영업이익 감소 영향으로 전년 동기 대비 감소하였다. 4분기에는 SK E&S의 도시가스 부문 매출 증가, SK 바이오텍의 AMPAC 인수 효과, SK 실트론의 업황호조 지속으로 3분기 대비 매출액과 영업이익이 모두 증가할 전망이다. 2019년에는 SK 바이오팜의 기면증 신약 Solriamfetol 출시, 연말 기면증 신약 Cenobamate 출시로 바이오 부문이 성장을 주도할 것이며, 5G 상용화에 따른 ARPU 증가로 SK 텔레콤의 호실적도 기대된다.

SK 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	230,625	219,678	237,634	245,026	246,151	252,321	267,762	280,349	932,964	1,046,584	1,076,946
별도기준	12,372	7,148	7,669	-2,411	11,542	4,526	5,452	5,197	24,778	26,717	28,503
자회사	218,253	212,529	229,965	247,438	234,609	247,795	262,311	275,152	908,185	1,019,867	1,048,443
SK이노베이션 계열	113,871	105,611	117,589	125,539	121,661	134,380	149,587	148,935	462,609	554,564	574,603
SK텔레콤 계열	42,344	43,456	44,427	44,973	41,815	41,543	41,864	43,529	175,200	168,751	172,178
SK네트웍스 계열	50,578	50,514	50,968	43,877	34,773	34,324	35,300	38,057	195,937	142,454	145,134
SKC 계열	5,870	6,152	7,408	7,106	6,387	7,260	6,894	7,860	26,535	28,401	30,983
SK건설(주) 계열	15,623	16,910	18,537	22,091	16,409	19,264	19,009	22,754	73,161	77,436	74,079
SK해운(주) 계열	4,083	3,696	3,607	3,961	3,965	4,075	4,071	3,945	15,346	16,057	-
SK E&S(주) 계열	16,654	11,538	10,753	16,407	21,309	13,013	11,595	18,031	55,352	63,949	73,781
영업이익	17,070	11,019	16,191	14,330	15,814	16,338	14,662	14,883	58,610	61,698	65,172
별도기준	6,523	829	1,239	103	8,032	805	1,316	685	8,695	10,838	10,875
자회사	10,548	10,190	14,952	14,226	7,782	15,534	13,346	14,198	49,916	50,860	54,297
SK이노베이션 계열	10,043	4,212	9,636	8,453	7,118	8,514	8,358	7,502	32,344	31,492	32,197
SK텔레콤 계열	4,105	4,211	3,944	3,048	3,216	3,461	3,032	3,198	15,308	12,906	14,638
SK네트웍스 계열	297	195	588	325	245	213	413	456	1,405	1,327	1,847
SKC 계열	378	442	482	455	412	531	540	562	1,757	2,045	2,395
SK건설(주) 계열	163	332	246	1,080	966	1,107	620	1,160	1,822	3,854	2,757
SK해운(주) 계열	-6	286	281	286	327	150	155	197	847	831	-
SK E&S(주) 계열	1,634	820	504	599	2,606	971	256	884	3,557	4,716	5,226
영업이익률	7.4%	5.0%	6.8%	5.8%	6.4%	6.5%	5.5%	5.3%	6.3%	5.9%	6.1%

자료: SK, SK 증권

## Valuation 및 NAV 점검

SK 에 대한 목표주가 39 만원을 유지한다. SK 가 보유하고 있는 지분가치는 25.8 조원으로 산정하였다. SK 건설, SK 해운, SK 임업 등 비상장 자회사는 장부가를 적용했으며, SK E&S 는 유상증자 당시 기업가치를 적용했다. 자회사 중 가장 높은 성장세를 보이고 있는 SK 실트론의 기업가치는 18 년 예상 EBITDA 에 Global Peer 평균 8 배를 적용하여 산정하였다. 할인율은 10%를 적용하였다. 현재 장부가치만 반영하고 있는 바이오부문 자회사(SK 바이오팜, SK 바이오텍)의 실적이 가시화되고 있으며, 2019 년 기업공개 가능성이 본격적으로 부각되는 등 잠재력을 고려하였다.

SK 지분가치 산정

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	SK이노베이션	181,233	33.0%	30,729	59,734
	SK텔레콤	215,591	26.8%	50,807	57,822
	SK네트웍스	11,268	39.1%	7,062	4,408
	SKC	13,175	41.7%	5,487	5,499
	SK머티리얼즈	17,383	49.1%	4,733	8,535
	에스엠코어	1,899	26.7%	394	506
	SK 자사주	193,139	20.7%		39,901
비상장사	SK E&S		90.0%	26,000	61,000
	SK실트론		51.0%	6,260	16,784
	SK건설		44.5%	5,453	5,453
	SK해운		57.2%	217	217
	SK임업		100.0%	614	614
	SK바이오팜		100.0%	3,287	3,287
	SK바이오텍		100.0%	3,363	3,363
	기타 자회사			20,490	20,490
합계				164,897	287,612
할인율					10%
지분가치					258,851

자료: SK 증권

주 1) SK E&amp;S: 유상증자 당시 기업가치 기준

주 2) SK 실트론: 18 년 예상 EBITDA 기준 8 배(Global Peer 평균) 적용

주 4) 나머지 비상장 자회사 장부가 적용

주 3) 할인율: 장부가로 반영되어 있는 바이오부문 잠재력 고려하여 적용

SK의 사업가치는 5.3 조원으로 산정하였다. 2018년 예상 세후 영업이익에 23.6 배를 적용하였다. 이는 삼성 SDS의 18년 세후 영업이익 대비 현 시가총액 배수이다.

SK 사업가치 신장		(단위: 억원 배)
구분	내용	
매출액		15,556
영업이익		2,981
법인세율		24.2%
세후 영업이익		2,260
멀티플		23.6
사업가치		53,363

자료: SK 증권

주: 적용 멀티플은 삼성 SDS 현주가 대비 18년 예상 세후 영업이익 대비 멀티플 적용

SK에 대한 목표주가를 브랜드가치와 지분가치, 사업가치를 합산하여 산정한 39만원으로 유지한다. 투자지주회사로서 그 성과가 가시화되고 있는데, 2019년 SK 바이오팜, SK 실트론, SK 바이오텍, SK 건설 등 비상장 자회사의 기업공개 기대감이 확대되면서 2019년 기업가치도 지속적으로 상승할 가능성이 높다고 판단한다.

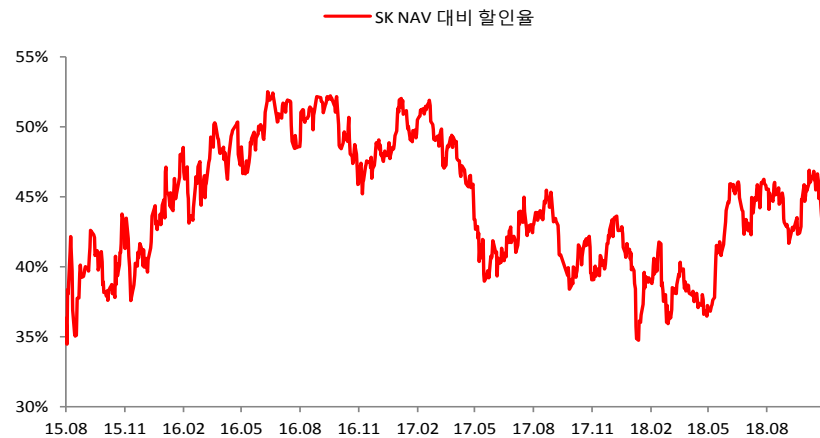
SK 목표주가 산정		(단위: 억원 주, 원)
구분	내용	
브랜드가치		23,853
지분가치		258,851
사업가치		53,363
순차입금		63,403
SK 적정시가 총액		272,665
SK 상장주식수		70,360,297
SK 적정주가		387,526
SK 목표주가		390,000

자료: SK 증권

주: 브랜드 가치는 예상 브랜드 로열티 대비 10배 적용

현재 SK의 NAV 대비 할인율은 43%로 SK C&C와 SK 합병 이후 평균적인 할인율 수준이다. 19년 자회사의 본격적인 가치 부각이 예상되어 할인율은 점차 축소될 수 있을 것으로 판단한다.

#### SK NAV 대비 할인율은 40% 이상



자료: SK 증권

18년 SK 상장자회사 NAV는 3.5% 하락하였으며 SK의 주가는 3.4% 하락하였다. SK의 주가하락이 NAV 감소 대비 과도한 수준은 아니었다. SK텔레콤을 제외한 모든 상장 자회사 주가가 하락하였으며, 특히 SK네트웍스, SKC의 주가가 크게 하락하며 NAV 하락에 견인하였다. 19년에는 두 회사의 이익개선이 예상되며, 주가가 반등할 경우 SK의 주가도 반등 가능성이 높다.

#### SK 시총 및 상장자회사 NAV

(단위: 억원)

	SK	상장사 NAV 합산	SK텔레콤	SK이노베이션	SK네트웍스	SKC	SK머티리얼즈	에스엠코어
17년말	199,120	140,740	54,372	62,325	6,457	7,363	9,322	901
18년 현재	192,435	135,814	56,816	60,039	4,398	5,483	8,556	522
YTD	-3.4%	-3.5%	4.5%	-3.7%	-31.9%	-25.5%	-8.2%	-42.1%

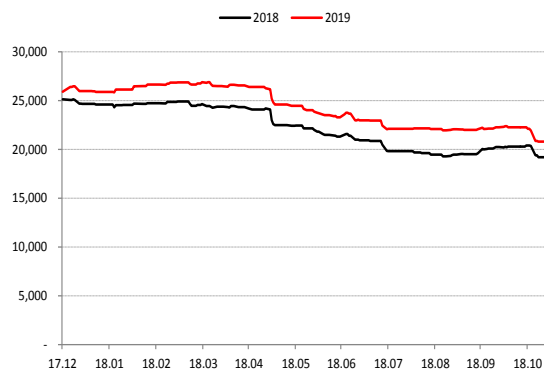
자료: Quantwise

## 주요 상장자회사 실적 및 주가전망

SK 주요 상장 자회사 중 SK 텔레콤의 실적 개선이 기대된다. 5G 상용화 이후 점진적으로 이동통신 ARPU 상승이 예상되기 때문이다. 또한 11 번가의 분사 이후 수익성 중심 경영기조 유지, ADT 캡스와 NSOK 간의 시너지 발생, 유선부문 수익성 개선 등 장기 성장의 원년이 될 것으로 예상된다. SK 이노베이션은 유가 하락에 대한 우려로 19년 이익규모는 18년 대비 크지 않을 것으로 예상되나, 배터리 사업 중심의 외형성장이 기대된다.

SK 이노베이션 지배주주 순이익 전망 추이

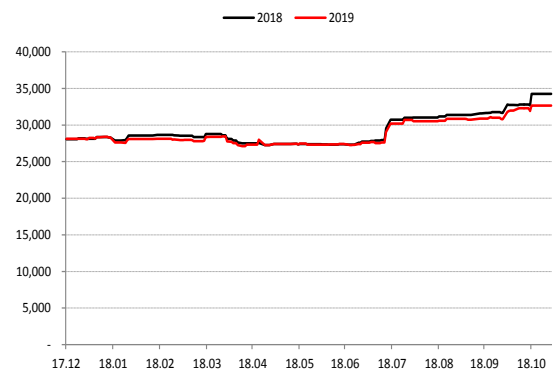
(단위: 억원)



자료: Quantivise

SK 텔레콤 지배주주 순이익 전망 추이

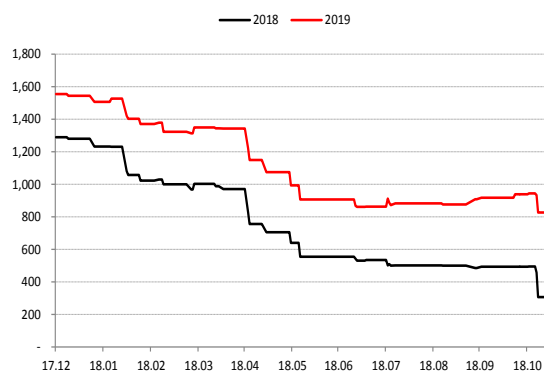
(단위: 억원)



자료: Quantivise

SK 네트워크스 지배주주 순이익 전망 추이

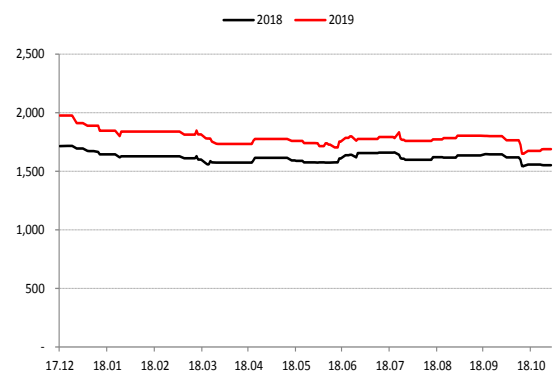
(단위: 억원)



자료: Quantivise

SKC 지배주주 순이익 전망 추이

(단위: 억원)

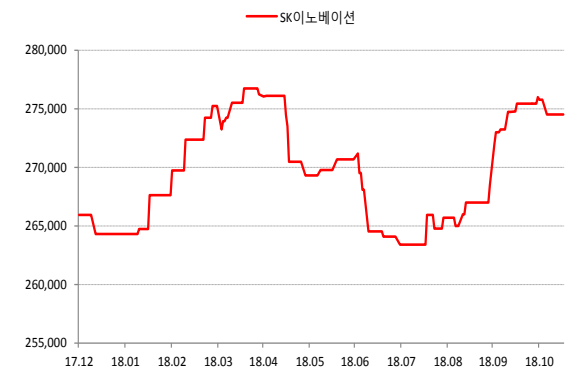


자료: Quantivise

19년 양호한 실적이 예상되는 SK 텔레콤의 주가 상승이 예상된다. 현재 애널리스트의 SK 텔레콤에 대한 목표주가 평균치는 34 만원까지 상승하였다. SK 이노베이션도 배터리 사업에 대한 기대감이 반영되며 목표주가가 상향 조정되고 있다. NAV 에서 가장 큰 비중을 차지하는 SK 텔레콤과 SK 이노베이션의 내년 주가 상승 가능성이 높아 SK 의 주가도 이를 점진적으로 반영할 것으로 예상된다.

SK 이노베이션 목표주가 추이

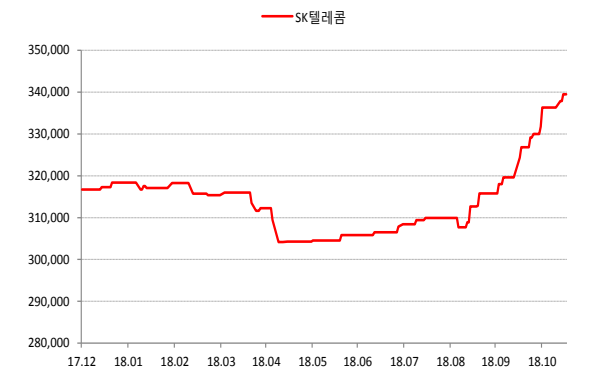
(단위: 원)



자료: Quantwise

SK 텔레콤 목표주가 추이

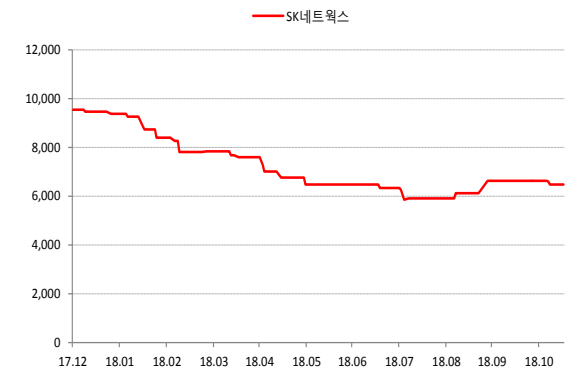
(단위: 원)



자료: Quantwise

SK 네트워크스 목표주가 추이

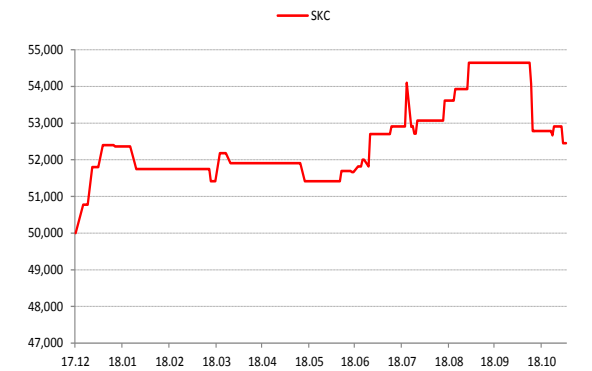
(단위: 원)



자료: Quantwise

SKC 목표주가 추이

(단위: 원)



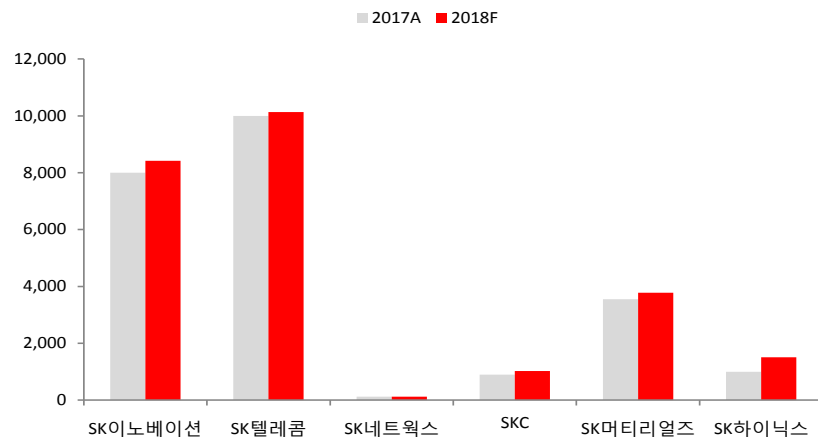
자료: Quantwise

## 배당

SK의 배당은 전년 대비 증가할 것으로 예상된다. SK 이노베이션과 SKC은 전년 대비 높은 주당 배당금을 기대하고 있다. 또한 SK 하이닉스 배당이 증가할 경우 SK 텔레콤의 배당 증가 가능성도 있다. SK E&S도 전년 대비 높은 배당이 기대되는데 올해 호실적을 보이고 있기 때문이다. 전년 수준의 배당성향이 유지된다면 주당 6,000 원 이상 배당될 전망이다. SK는 최근 특별배당에 대해 언급했는데, 자회사 매각, 기업공개 등으로 생긴 현금흐름에 대해 특별배당을 실시하는 것이다. 2019년 주요 비상장 자회사의 기업공개가 유력한만큼 SK의 주당배당금은 지속적으로 증가할 전망이다.

SK 주요 상장 자회사 주당 배당금 전망

(단위: 원)



자료: Quantwise

SK E&S 실적 및 배당금 추이

(단위: 백만원 원)

구분	현금배당금 총액	연결 당기순이익	배당성향	주당 현금배당금
2010	11,325	46,830	24.2%	1,500
2011	200,039	125,107	159.9%	4,790
2012	513,002	547,902	93.6%	12,284
2013	449,023	586,608	76.5%	10,752
2014	336,809	391,275	86.1%	8,065
2015	216,117	381,121	56.7%	5,175
2016	150,844	172,144	87.6%	3,612
2017	264,213	350,438	75.4%	5,694
3Q18 누적		320,757		

자료: SK E&S

## 2019년 관전포인트

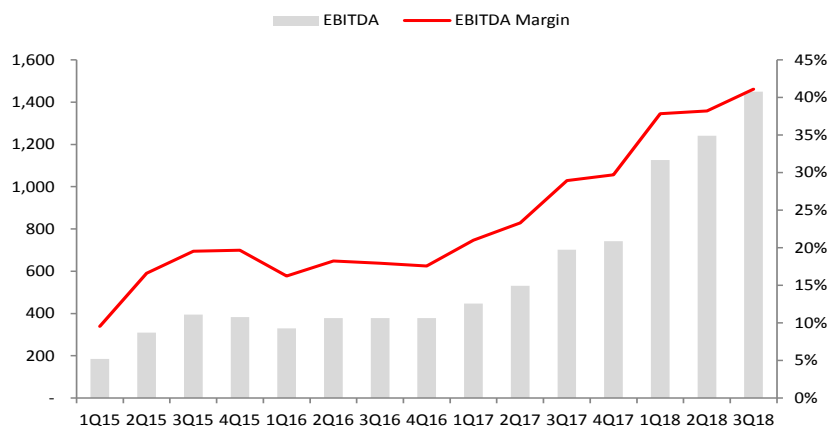
### 비상장 자회사의 기업공개

SK의 주요 비상장 자회사의 기업공개 가능성이 높다. SK 바이오팜은 뇌전증 신약 Cenobamate의 FDA 판매승인 신청이 완료됐으며, 내년 말 판매가 시작될 것으로 예상된다. 뇌전증 1위 치료제인 Vimpat의 매출액은 1조원을 상회하고 있는데, 임상에서 탁월한 약효가 입증된 만큼 2020년 이후 1조원 이상의 매출이 기대된다. Cenobamate 출시 이전 Jazz사에 License Out한 기면증 신약 Solriamfetol이 출시 예정이다. 이후 기업공개를 추진할 것으로 예상된다. 현재 국내, 미국 상장 등 다양한 가능성을 두고 검토 중에 있으며, SK 비상장 자회사 중 가장 먼저 기업공개가 추진될 것으로 예상된다. 내년도 기업공개가 될 경우 3조원 이상의 기업가치가 예상된다. 이와 함께 SK 바이오텍의 기업공개 가능성도 높다. SK 바이오텍의 CAPA는 100만톤(대덕 16만톤 + 세종 16만톤 + BMS 8만톤 + AMPAC 60만톤) 수준이다. 내년 매출액 5,000억원, 영업이익 1,000억원의 실적이 예상된다. SK 바이오팜 기업공개 이후 추진 가능성이 높으며 높은 성장 잠재력을 보유하고 있다.

3Q18 누적 SK 실트론의 실적은 매출액 9,750억원, 1,040억원, 세전이익 1,001억원이다. 반도체 업황에 대한 우려에도 불구하고 웨이퍼는 여전히 공급부족 사태가 이어지고 있어 SK 실트론 실적 개선은 지속될 가능성이 높다. SK 실트론의 장부가는 6,226억원으로 올해의 실적으로 기업공개가 진행된다고 하더라도 3조원 이상의 기업가치가 예상된다.

SK 실트론 EBITDA 추이

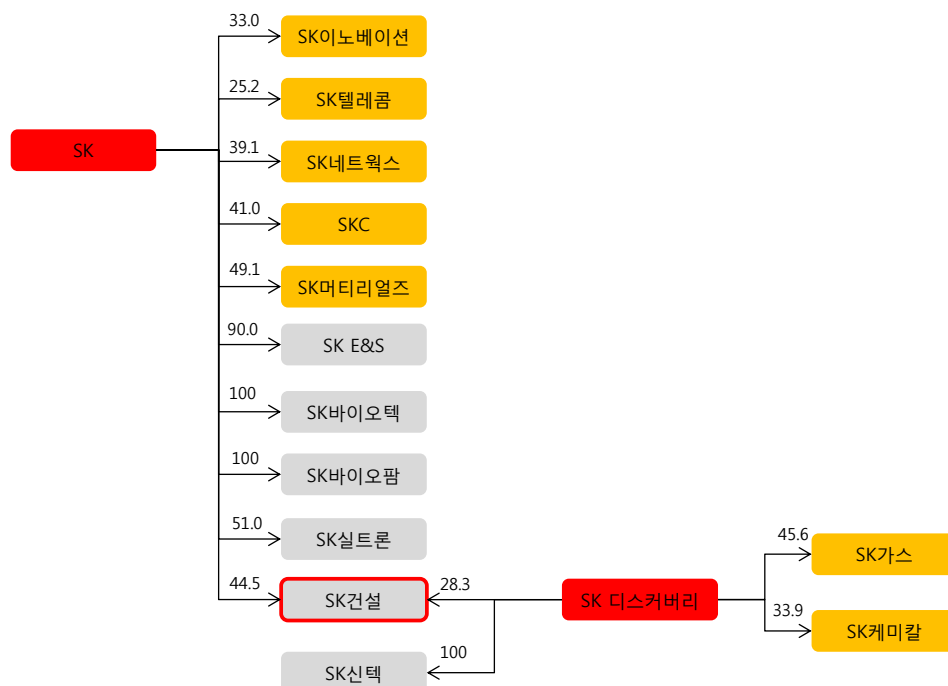
(단위: 억원)



자료: SK 실트론

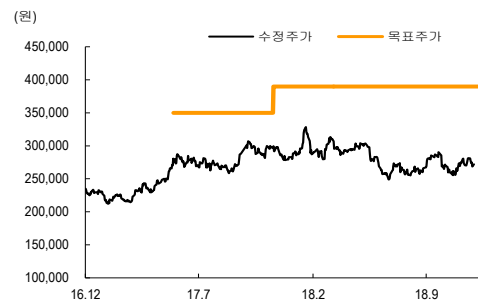
이 밖에 SK 건설의 기업공개 가능성도 높다. SK 디스커버리가 지주회사로 전환하면서 SK와 SK 디스커버리 간의 지분정리가 필요하기 때문이다. 현재 지분정리에 대해서 명확하게 확정된 바는 없으나 기업공개 시 SK 디스커버리는 구주매출을 통한 지분정리가 유력한 상황이다. 내년 초 라오스 정부에서 사고관련 공식조사 결과가 발표된 이후 SK 건설에 대한 불확실성은 제거될 것으로 예상된다.

#### SK와 SK 디스커버리 중 한 회사는 SK 건설의 지분 매각 필요



자료: SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.12.12	매수	390,000원	6개월		
2018.08.29	매수	390,000원	6개월	-27.89%	-15.77%
2018.06.18	매수	390,000원	6개월	-26.93%	-15.77%
2018.05.29	매수	390,000원	6개월	-24.65%	-15.77%
2017.11.29	매수	390,000원	6개월	-24.28%	-15.77%
2017.08.16	매수	350,000원	6개월	-20.22%	-12.29%
2017.05.26	매수	350,000원	6개월	-21.40%	-17.86%



### 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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 12월 1 현재 SK와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

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

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

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	324,500	351,989	456,135	548,620	642,258
현금및현금성자산	70,870	71,458	159,630	248,862	320,195
매출채권및기타채권	122,274	135,302	151,470	153,342	166,178
재고자산	60,189	81,779	91,552	92,683	100,442
<b>비유동자산</b>	705,973	745,780	759,492	746,328	745,184
장기금융자산	25,391	26,729	32,447	32,447	32,447
유형자산	410,325	412,864	387,289	347,875	314,230
무형자산	117,724	123,508	118,897	109,767	102,013
<b>자산총계</b>	1,030,473	1,097,769	1,215,628	1,294,948	1,387,442
<b>유동부채</b>	287,166	313,680	333,321	336,328	356,712
단기금융부채	85,015	96,962	91,263	91,263	91,263
매입채무 및 기타채무	121,390	131,992	147,765	149,590	162,113
단기충당부채	4,208	2,468	2,748	2,812	3,006
<b>비유동부채</b>	320,040	326,525	363,193	374,356	376,519
장기금융부채	231,962	234,052	257,246	257,246	257,246
장기매입채무 및 기타채무	46,018	37,404	31,965	26,526	26,526
장기충당부채	1,043	1,670	1,819	1,869	2,040
<b>부채총계</b>	607,206	640,205	696,514	710,683	733,231
<b>지배주주지분</b>	131,124	136,601	164,895	192,652	225,203
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	56,456	50,170	49,777	49,777	49,777
기타자본구성요소	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
자기주식	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
이익잉여금	83,681	98,376	125,901	152,375	183,643
비지배주주지분	292,144	320,963	354,219	391,613	429,007
<b>자본총계</b>	423,267	457,564	519,114	584,265	654,211
<b>부채와자본총계</b>	1,030,473	1,097,769	1,215,628	1,294,948	1,387,442

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	98,809	76,273	127,243	107,249	83,126
당기순이익(손실)	28,225	50,665	62,671	66,597	72,229
비현금성항목등	81,451	65,807	58,714	50,467	43,676
유형자산감가상각비	40,521	43,182	44,526	39,414	33,644
무형자산감가상각비	11,611	13,235	13,348	12,478	11,102
기타	15,180	7,572	2,597	-2,451	-2,451
운전자본감소(증가)	1,304	-25,598	21,001	375	-3,912
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3,003	-16,257	-21,272	-1,871	-12,837
재고자산감소(증가)	-3,295	-21,844	-9,834	-1,131	-7,759
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14,828	13,440	10,859	1,826	12,523
기타	-7,226	-937	41,248	1,552	4,161
법인세납부	-12,170	-14,601	-15,143	-10,191	-28,868
<b>투자활동현금흐름</b>	-70,098	-58,615	-17,727	932	2,554
금융자산감소(증가)	-9,752	6,558	10,719	0	0
유형자산감소(증가)	-47,679	-46,962	-26,498	0	0
무형자산감소(증가)	-8,782	-3,591	-3,348	-3,348	-3,348
기타	-3,885	-14,620	1,401	4,280	5,902
<b>재무활동현금흐름</b>	-27,633	-15,365	-21,705	-18,949	-14,347
단기금융부채증가(감소)	-62,599	-48,075	2,107	0	0
장기금융부채증가(감소)	53,288	54,890	13,348	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-11,326	-13,564	-2,256	-2,512	-3,349
기타	-6,995	-8,615	-25,007	-16,437	-10,998
<b>현금의 증가(감소)</b>	917	589	88,172	89,232	71,332
기초현금	69,952	70,870	71,458	159,630	248,862
기말현금	70,870	71,458	159,630	248,862	320,195
FCF	52,484	26,992	68,361	94,676	88,327

자료 : SK, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	827,299	932,964	1,046,584	1,076,946	1,167,101
<b>매출원가</b>	730,056	823,997	932,154	961,978	1,044,871
<b>매출총이익</b>	97,243	108,967	114,430	114,969	122,229
매출총이익률 (%)	11.8	11.7	10.9	10.7	10.5
<b>판매비와관리비</b>	44,435	50,357	52,733	49,797	51,070
영업이익	52,808	58,610	61,698	65,172	71,160
영업이익률 (%)	6.4	6.3	5.9	6.1	6.1
비영업손익	-8,911	15,811	23,569	28,042	29,937
<b>순금융비용</b>	5,997	6,968	8,396	6,991	5,096
외환관련손익	-856	1,793	654	654	654
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	7,523	25,861	31,572	31,929	31,929
세전계속사업이익	43,897	74,422	85,266	93,214	101,097
세전계속사업이익률 (%)	5.3	8.0	8.2	8.7	8.7
계속사업법인세	13,596	22,608	24,347	26,617	28,868
<b>계속사업이익</b>	30,300	51,814	60,919	66,597	72,229
중단사업이익	-2,075	-1,149	1,752	0	0
*법인세효과	-510	-813	429	0	0
당기순이익	28,225	50,665	62,671	66,597	72,229
<b>순이익률 (%)</b>	3.4	5.4	6.0	6.2	6.2
지배주주	7,656	16,774	20,509	28,986	34,618
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.93	1.8	2.39	2.69	2.97
<b>비지배주주</b>	20,569	33,891	37,612	37,612	37,612
<b>총포괄이익</b>	28,673	44,661	63,737	67,663	73,295
<b>지배주주</b>	7,665	13,955	26,343	30,269	35,901
<b>비지배주주</b>	21,008	30,706	37,394	37,394	37,394
EBITDA	104,940	115,027	119,571	117,064	115,905

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	110.5	12.8	12.2	2.9	8.4
영업이익	275.4	11.0	5.3	5.6	9.2
세전계속사업이익	-30.2	69.5	14.6	9.3	8.5
EBITDA	190.9	9.6	4.0	-2.1	-1.0
EPS(계속사업)	-85.8	84.2	30.0	24.4	19.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.0	12.5	16.6	16.2	16.6
ROA	2.8	4.8	5.4	5.3	5.4
EBITDA마진	12.7	12.3	11.4	10.9	9.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	113.0	112.2	136.9	163.1	180.1
부채비율	143.5	139.9	134.2	121.6	112.1
순차입금/자기자본	46.5	47.9	30.8	12.1	-0.1
EBITDA/이자비용(배)	13.2	12.6	11.1	10.6	10.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	13,720	25,270	32,861	40,867	48,808
BPS	184,873	192,595	232,487	271,622	317,517
CFPS	84,296	103,193	116,928	114,031	111,896
주당 현금배당금	3,700	4,000	4,500	5,000	6,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	18.2	12.2	10.0	8.0	6.7
PER(최저)	14.6	8.4	7.6	6.1	5.1
PBR(최고)	1.4	1.6	1.4	1.2	1.0
PBR(최저)	1.1	1.1	1.1	0.9	0.8
PCR	2.7	2.7	2.3	2.4	2.4
EV/EBITDA(최고)	6.8	6.9	6.6	6.2	6.0
EV/EBITDA(최저)	6.5	6.4	6.1	5.7	5.5

# 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 2019 년 약세장이 될 경우 투자 매력도가 떨어짐. 다만 현 주가가 역사적, 상대적으 로도 높은 할인율을 적용받고 있는 점은 주가의 하방을 막아주는 요인이며, 그룹 포트폴 리오 조정 이후 선택과 집중을 통해 더욱 강력한 포트폴리오 구축이 가능하다는 점도 긍정적 요인임

## 전통적인 저평가 요인은 여전

LG 는 전통적으로 NAV 기준 지주회사 내 가장 저평가된 종목 중 하나이다. LG 의 저 평가는 IT, 화학 등 주요 자회사의 업황 사이클 변동성이 커 실적의 안정성이 떨어지 고, 기업공개 등 비상장 자회사의 가치가 적절하게 반영될 계기가 없었으며, 배당 확대 에 대한 기대감이 낮았기 때문이다. 최근에도 대표이사 변경에 따른 불확실성과 계열분 리 가능성이 제기되면서 주가는 약세를 기록하고 있다. LG 전자, LG 화학 등 주요 자회 사의 업황에 대한 우려는 여전하며, 단기적으로 비상장 자회사의 기업공개 가능성도 희 박하다. 오히려 서브원은 MRO(Maintenance, Repair, Operation) 사업부문의 물적분 할을 결정했으며, 향후 매각을 추진 중에 있다. 따라서 현재 40%를 상회하는 NAV 대 비 할인율이 단기간에 축소될 가능성은 낮은 것으로 판단한다

## 점진적인 변화 가능성

LG 의 대표이사가 구광모 회장으로 변경되었으며, 구본무 회장 별세 이후 상속을 통해 8.8% 지분을 추가로 확보해 LG 의 지분율을 15%로 증가시켰다. 단 최대주주로서 안 정적인 경영권을 확보하였음에도 상속세, 계열분리 문제 등의 불확실성이 남아있다는 의견이 대두되기도 했다. 하지만 상속세는 적법하게 납부할 예정이며, 오히려 상속세 재원 확보를 위해 LG 의 배당을 늘릴 가능성도 있다. 계열분리의 경우 합리적인 조건 으로 지분스왑 등의 과정을 거치기 때문에 원칙적으로는 기업가치에 중립적인 이벤트 이다. 오히려 주요 계열사의 경영진이 젊어진 상황에서, MRO 사업부 매각, 전장 및 배터리 사업부문 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 서브윈도 부진한 실적을 기록했다. 4 분기에는 LG CNS 실적 개선 및 LG 전자의 지분법이익 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

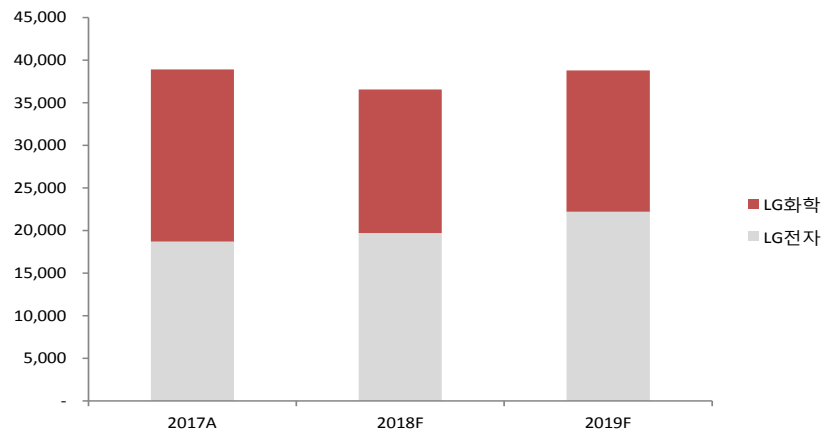
(단위: 억원)

	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
서브윈 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
서브윈 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: Quantiverse

## Valuation 및 NAV 점검

LG에 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

주 1) 비상장 자회사는 장부가 적용

주 2) 할인율: 비상장 자회사 상장 등 단기 자회사 모멘텀 부족 고려하여 적용

## LG 목표주가 산정

(단위: 억원, 원)

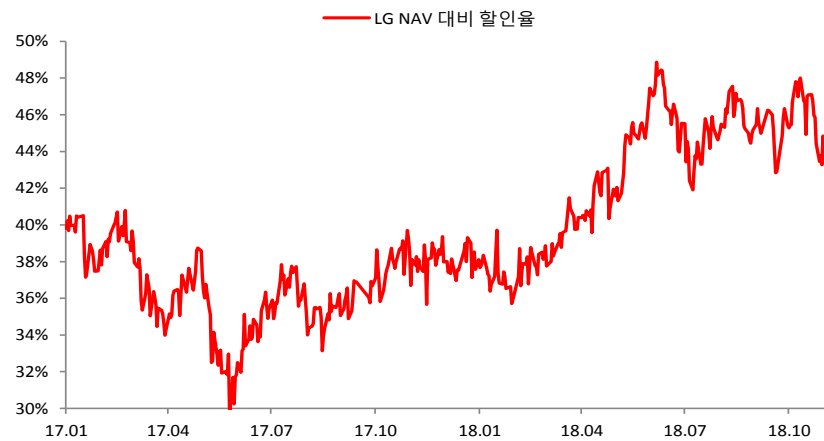
구분	내용
브랜드 가치	26,980
지분 가치	129,322
순차입금	-7,970
적정 시가총액	164,272
발행주식수	172,557,131
적정주가	95,199
목표주가	95,000

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%

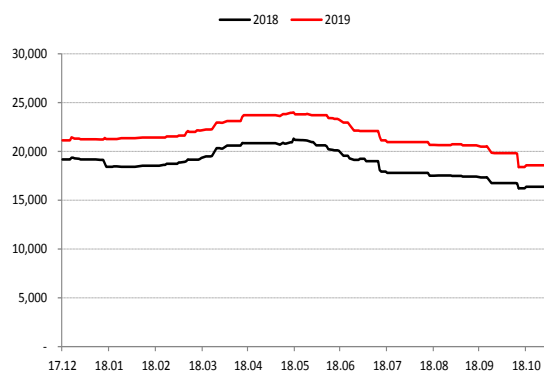
자료: Quantwise

## 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 19 년 순이익은 18 년 대비 제한적인 수준에서 개선될 것으로 예상된다.

LG 전자 지배주주 순이익 전망 추이

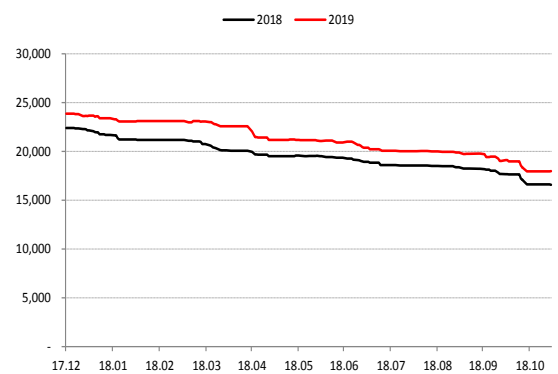
(단위: 억원)



자료: Quantivise

LG 화학 지배주주 순이익 전망 추이

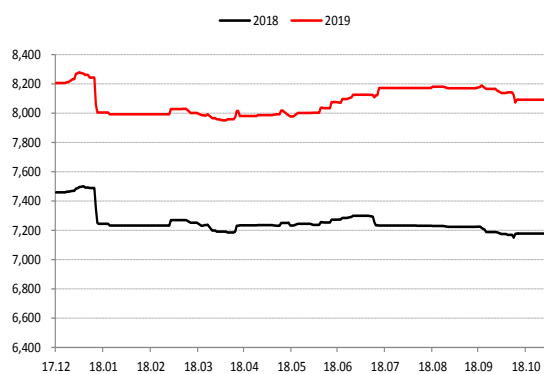
(단위: 억원)



자료: Quantivise

LG 생활건강 지배주주 순이익 전망 추이

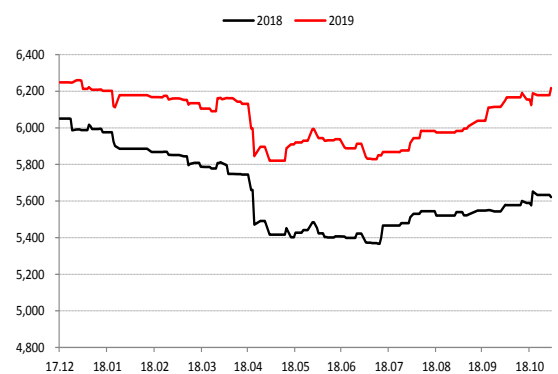
(단위: 억원)



자료: Quantivise

LG 유플러스 지배주주 순이익 전망 추이

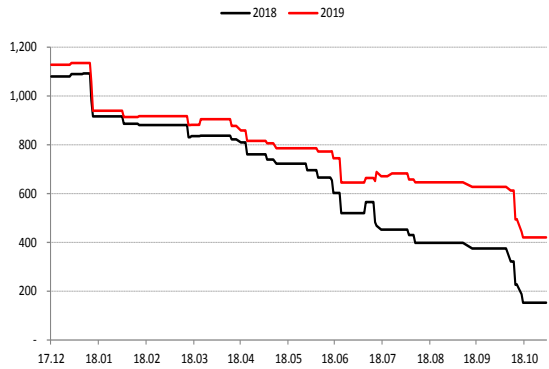
(단위: 억원)



자료: Quantivise

LG 하우스 지배주주 순이익 전망 추이

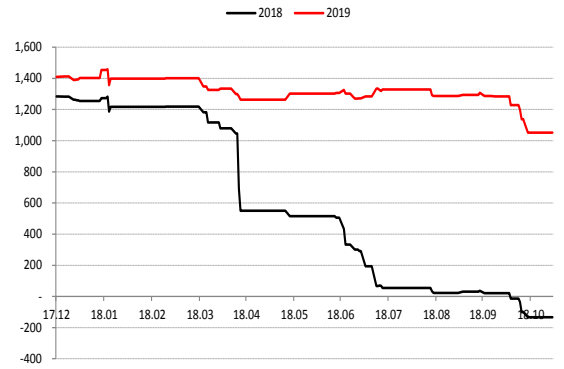
(단위: 억원)



자료: Quantivise

LG 상사 지배주주 순이익 전망 추이

(단위: 억원)

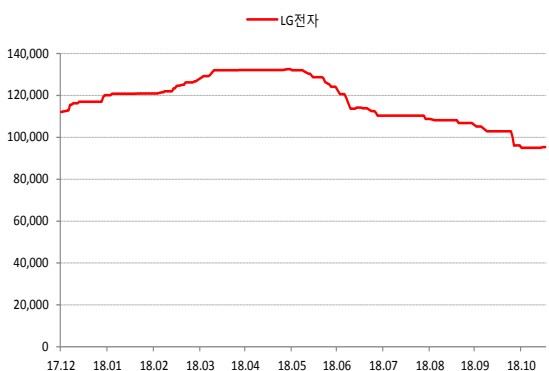


자료: Quantivise

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

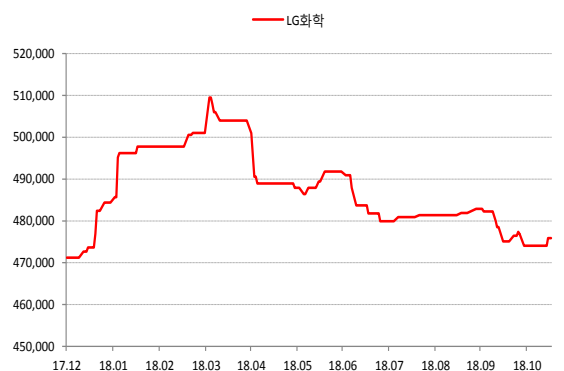
(단위: 원)



자료: Quantivise

LG 화학 목표주가 추이

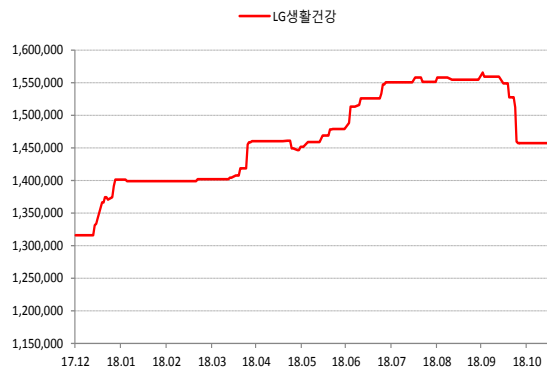
(단위: 원)



자료: Quantivise

LG 생활건강 목표주가 추이

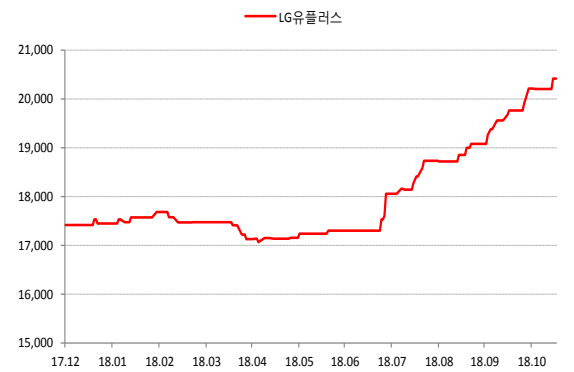
(단위: 원)



자료: Quantiverse

LG 유플러스 목표주가 추이

(단위: 원)



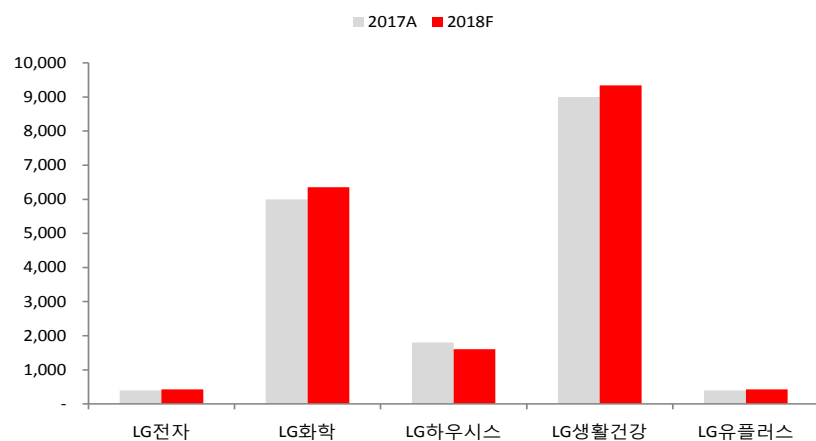
자료: Quantiverse

## 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 자원 확보라는 측면에서도 LG의 경우 올해 배당금 증가 가능성도 있다.

LG 주요 상장 자회사 주당 배당금 전망

(단위: 원)



자료: Quantiverse

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

## 2019 년 관전포인트

### 그룹 포트폴리오 조정

대표이사가 변경된 LG 는 2019 년 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 주가 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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

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

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

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	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
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	194,894	216,477	244,026	268,798	292,561
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	52,694	54,682	60,503	65,061	67,954
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	142,201	161,795	183,523	203,737	224,607
<b>부채외자본총계</b>	194,894	216,477	244,026	268,798	292,561

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	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
<b>투자활동현금흐름</b>	-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
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	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
<b>매출액</b>	96,739	118,411	123,930	136,070	141,796
<b>매출원가</b>	79,608	92,939	96,603	107,530	110,229
<b>매출총이익</b>	17,130	25,472	27,327	28,540	31,567
매출총이익률 (%)	17.7	21.5	22.1	21.0	22.3
<b>판매비와관리비</b>	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
<b>순금융비용</b>	281	189	170	-14	-257
외환관련손익	6	-208	-109	-109	-109
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	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
<b>계속사업이익</b>	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
<b>순이익률 (%)</b>	11.3	20.6	15.9	16.4	16.2
<b>지배주주</b>	10,748	23,959	19,481	22,126	22,782
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	11.11	20.23	15.72	16.26	16.07
<b>비지배주주</b>	165	397	180	180	180
<b>총포괄이익</b>	11,472	23,952	19,811	22,456	23,112
<b>지배주주</b>	11,268	23,564	19,631	22,276	22,932
<b>비지배주주</b>	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
<b>성장성 (%)</b>					
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
<b>수익성 (%)</b>					
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
<b>안정성 (%)</b>					
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
<b>주당지표 (원)</b>					
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
<b>Valuation지표 (배)</b>					
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

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

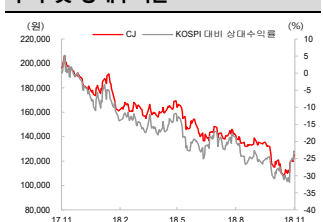
## Company Data

자본금	1,579 억원
발행주식수	2,918 만주
자사주	326 만주
액면가	5,000 원
시가총액	36,471 억원
주요주주	
이재현(외7)	43.28%
CJ 자사주	11.17%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	120%

## Stock Data

주가(18/11/17)	125,000 원
KOSPI	20924 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	206,500 원
52주 최저가	107,500 원
60일 평균 거래대금	99 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.7%	11.4%
6개월	-23.8%	-10.4%
12개월	-36.4%	-22.9%

CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 160,000 원(하향))

## 과도기의 불확실성이 마무리되어 가는 국면

CJ 는 2018 년 지주회사 내 주가 하락폭이 가장 컸다. 그룹 포트폴리오 조정 과정에서 불확실성이 부각되었으며, 타 지주사 대비 높은 밸류에이션도 부담으로 작용하였음. 또한 1.1%에 불과한 18 년 배당수익률도 방어주로의 역할을 하지 못하게 한 요인임. 반면 그룹 포트폴리오 조정이 마무리되고, 그 성과가 차츰 확인된다면 낙폭이 컸던 CJ 주가의 반등 가능성도 높음

## 지주사 중 18 년 주가 하락폭 최대

2018 년 CJ 의 주가는 31% 하락하면서 대형 지주회사 중 낙폭이 가장 컸다. 특이한 점은 NAV 하락폭은 2.1%에 불과하다는 점이다. CJ CGV 와 CJ 프레시웨이의 하락폭은 컸지만 NAV 에서 차지하는 비중이 크지 않다. CJ 제일제당은 오히려 연초 대비 10% 가량 주가가 상승했으며, CJ ENM(CJ 오쇼핑+CJ E&M)도 주가는 견조했다. 핵심 비상장 자회사인 CJ 올리브네트웍스도 지속적인 외형성장을 이룩하고 있다. 그럼에도 불구하고 18 년 CJ 의 주가가 부진했던 이유는 높은 밸류에이션과 지배구조 개편 과정에서의 불확실성을 들 수 있다. 하지만 CJ 의 현주가는 NAV 대비 할인율 32% 수준으로 경쟁 지주회사 대비 높은 편이 아니다. 과거 CJ 는 NAV 대비 할인이 아닌 프리미엄을 받았는데 안정적인 그룹 포트폴리오가 부각되었기 때문이다. 이제 CJ 는 그룹 포트폴리오를 재편하고 있으며, 재편 이후 다시 한번 포트폴리오 측면의 매력성이 부각될 수 있을 전망이다.

## M&A 와 지배구조 개편으로 그룹 포트폴리오 강화

최근 CJ 는 M&A 와 지배구조 개편을 통해 그룹 포트폴리오를 조정하고 있다. CJ 제일제당은 최근 쉬완스를 CJ 역사상 최대 규모인 2 조 881 억원에 인수하며, 미국 유통망 확대를 위한 기반을 마련하였다. CJ 대한통운은 CJ 제일제당의 단독자회사가 됐으며, 미국 DSC 로지스틱스를 인수하였다. CJ 오쇼핑과 CJ E&M 도 합병을 통해 CJ ENM 을 출범하였다. 반면 CJ 제일제당은 CJ 헬스케어를 한국콜마에 매각하였다. 이재현 회장 복귀 이후 선택과 집중을 통해 그룹 포트폴리오가 강력해지고 있으며, 2019 년부터 가시적인 성과가 차츰 확인될 수 있을 전망이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	211,667	239,542	268,986	291,484	308,939	324,037
yoy	%	8.2	13.2	12.3	8.4	6.0	4.9
영업이익	억원	12,253	12,529	13,260	13,680	15,145	16,088
yoy	%	22.2	2.3	5.8	3.2	10.7	6.2
EBITDA	억원	25,595	27,149	28,349	29,958	34,544	34,143
세전이익	억원	7,349	7,953	15,752	17,356	10,692	11,830
순이익(지배주주)	억원	2,058	2,230	4,637	4,964	4,090	4,953
영업이익률%	%	5.8	5.2	4.9	4.7	4.9	5.0
EBITDA%	%	12.1	11.3	10.5	10.3	11.2	10.5
순이익률	%	2.6	2.4	4.2	4.3	2.6	2.8
EPS	원	6,559	7,099	14,750	15,789	13,009	15,754
PER	배	38.3	26.3	12.3	7.9	9.6	7.9
PBR	배	2.2	1.6	1.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	8.2	7.9	8.1	7.2	5.7	5.2
ROE	%	5.9	6.1	12.1	12.3	9.7	11.4
순차입금	억원	67,530	80,475	91,593	92,302	72,282	52,966
부채비율	%	138.9	140.0	144.5	161.7	166.9	171.1

## 실적전망

3Q18 CJ 실적은 매출액 7조 6,861억원(8.8% yoy), 영업이익 4,064억원(-5.9% yoy, OPM: 5.3%)이다. CJ 제일제당 등 주요 계열사 매출이 증가하면서 매출은 전년 동기 대비 증가했다. CJ 올리브네트웍스는 지속적인 외형성장이 진행 중에 있으며, CJ 제일제당도 쉬완스 인수 효과가 2019년 본격화 될 전망이다. CJ ENM도 베트남 진출로 성장 기반이 확장될 전망이다.

CJ 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	63,497	65,050	70,651	69,789	69,742	70,625	76,861	74,256	268,986	291,484	308,939
CJ별도	567	235	250	531	605	242	262	314	1,583	1,423	1,480
CJ제일제당	38,665	39,089	44,107	42,911	43,486	44,537	49,456	45,249	164,772	182,728	188,636
CJ CGV	4,055	3,826	4,722	4,541	4,412	4,048	4,730	4,929	17,144	18,119	20,512
CJ ENM	5,464	5,634	5,407	6,096	5,647	5,852	10,963	6,388	22,600	28,851	29,852
C프레시웨이	5,948	6,346	6,620	6,129	6,758	7,286	7,043	6,987	25,044	28,075	29,188
C푸드빌	3,141	3,106	3,106	3,236	3,110	3,032	2,987	3,208	12,589	12,337	12,434
C올리브네트웍스	4,130	4,718	5,038	4,342	4,653	5,245	5,384	4,771	18,228	20,053	21,967
영업이익	3,317	2,976	4,319	2,648	3,415	3,013	4,064	3,188	13,260	13,680	15,145
CJ별도	454	74	80	77	475	114	113	47	685	750	753
CJ제일제당	1,925	1,644	2,693	1,504	2,103	1,846	2,652	1,737	7,766	8,337	8,768
CJ CGV	146	-31	322	426	192	3	327	331	862	852	1,072
CJ ENM	535	647	492	571	555	496	765	613	2,245	2,430	3,226
C프레시웨이	45	140	149	105	60	138	133	118	439	449	490
영업이익률	5.2%	4.6%	6.1%	3.8%	4.9%	4.3%	5.3%	4.3%	4.9%	4.7%	4.9%

자료: CJ, SK 증권

## Valuation 및 NAV 점검

CJ에 대한 목표주가를 16만원으로 하향한다. CJ 올리브네트웍스 가치는 올해 예상 순이익에 20배를 적용하여 산정하였다. 지난 보고서 대비 상장 자회사의 주가 하락분도 반영하였다. 지분가치에 대한 할인율은 40%를 적용하였다. CJ 올리브네트웍스의 외형 성장이 지속되고 있지만 점포 증가에 따른 비용 증가로 수익성 둔화가 우려되며, 단기 간에 기업공개 등의 가능성이 낮다고 판단되어 단기 비상장 자회사 모멘텀이 부족하다고 판단한 결과이다.

### CJ 지분가치 산정

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ제일제당	54,421	45.6%	14,741	24,838
	CJ CGV	8,316	39.0%	698	3,245
	CJ ENM	48,896	44.8%	7,591	21,886
	CJ프레시웨이	2,564	47.1%	430	1,208
	CJ자사주	36,471	11.2%		4,074
비상장	CJ푸드빌		96.0%	1,219	1,219
	씨제이올리브네트웍스		55.1%	918	8,358
	기타 자회사			76	76
합계				25,674	64,903
할인율					40%
지분 가치					38,942

자료: SK 증권

주 1) 씨제이올리브네트웍스 18년 예상 순이익 758 억원 대비 20 배 적용

주 2) 나머지 비상장 자회사 장부가 적용

주 2) 할인율: 비상장 자회사 상장 등 단기 자회사 모멘텀 부족 고려하여 적용

### CJ 목표주가 산정

(단위: 억원)

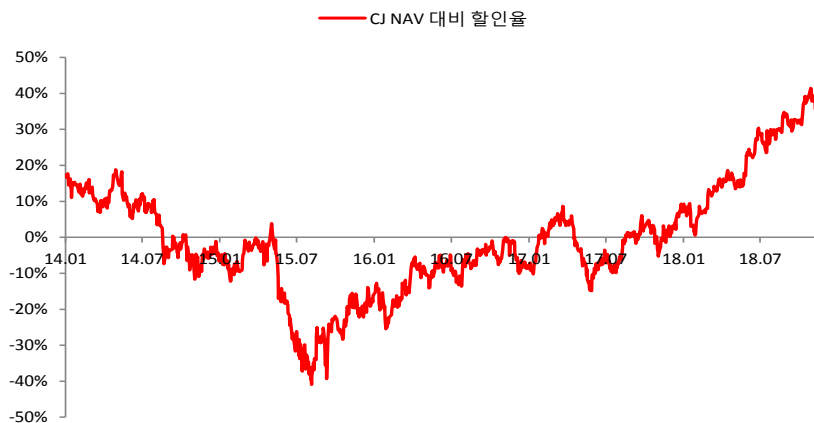
구분	내용
브랜드가치	9,352
지분가치	38,942
순차입금	152
적정 시가총액	46,847
발행주식수	29,176,998
적정주가	160,560
목표주가	160,000

자료: SK 증권

주: 브랜드 가치는 예상 브랜드 로열티 대비 10 배 적용

CJ의 NAV 대비 할인율은 33%로 역사적 최고 수준이다. 또한 2018년 상장사 NAV가 2.1% 하락한데 비해 CJ의 주가는 31.1% 하락해 주가하락 수준이 과도하지만 타 지주사와 비교 시 NAV 대비 할인율 측면에서 밸류에이션 매력은 떨어진다. 다만 18년 NAV 하락 대비 CJ 주가 낙폭이 과도했고, 그룹 포트폴리오 조정과정에서 불확실성이 마무리되어 간다는 측면에서 단기 주가 반등 가능성도 높다

#### CJ NAV 대비 할인율은 사상 최고 수준이나 타 지주사 대비는 여전히 낮음



자료: SK 증권

#### CJ 시총 및 상장자회사 NAV

(단위: 억원)

	CJ	상장사 NAV 합산	CJ제일제당	CJ CGV	CJ ENM	CJ프레시웨이
17년말	52,956	51,016	22,011	6,127	20,653	2,226
18년 현재	36,471	49,940	24,116	3,253	21,326	1,244
YTD	-31.1%	-2.1%	9.6%	-46.9%	3.3%	-44.1%

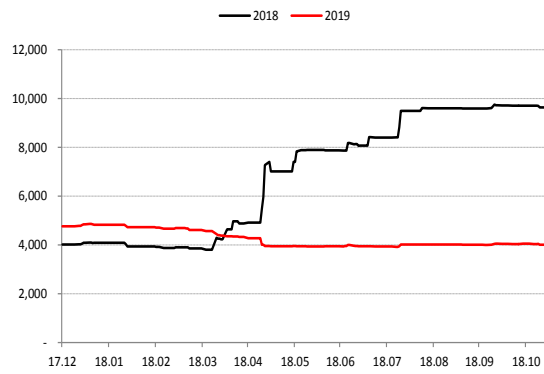
자료: Quantwise

### 주요 자회사 실적 전망

CJ 주요 상장 자회사 순이익 전망은 대체로 밝지 않다. CJ 제일제당은 헬스케어 매각 차익이 2Q18 반영되면서 기고효과로 2019년 순이익은 감소가 예상된다. 다만 쉬완스 인수 이후 미국 시장으로 적극적인 진출이 기대되는 점은 긍정적이다. 국내에서 부진한 CJ CGV의 2019년 실적도 최근 크게 하향 조정되었다. 외식업 경기 악화로 인한 영업환경이 불안한 CJ 프레시웨이의 19년 이익 전망치도 하향 조정되고 있다. CJ ENM은 콘텐츠 경쟁력이 강화되며 2019년에도 견조한 실적이 예상되며, 비상장 자회사인 CJ 올리브네트웍스는 외형성장과 수익성 개선이 2019년에도 지속될 것으로 예상된다.

CJ 제일제당 지배주주 순이익 전망 추이

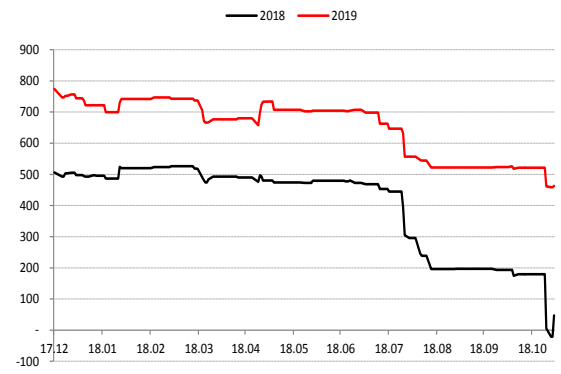
(단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ CGV 지배주주 순이익 전망 추이

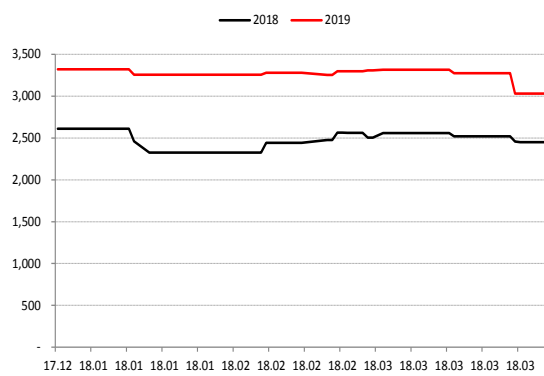
(단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ ENM 지배주주 순이익 전망 추이

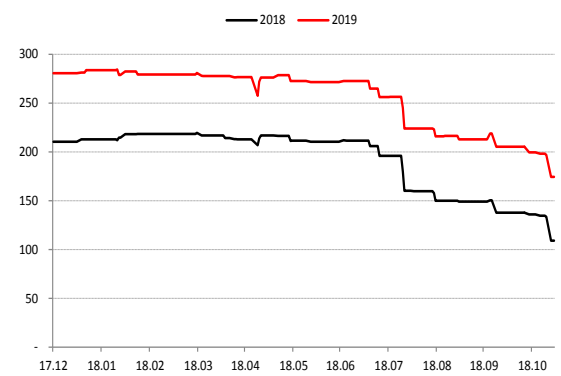
(단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ 프레시웨어 지배주주 순이익 전망 추이

(단위: 억원)

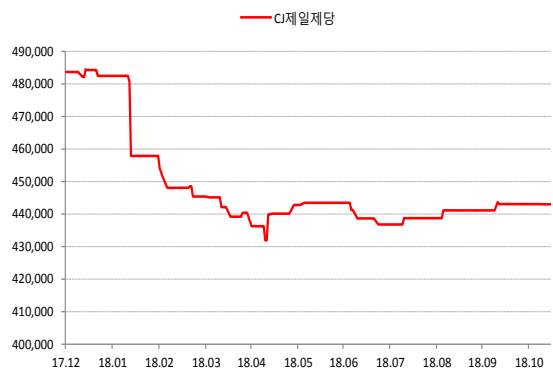


자료: Quantwise

CJ NAV 중 가장 큰 비중을 차지하는 CJ 제일제당과 CJ ENM의 주가 전망은 밝다. CJ 제일제당은 쉬완스 인수 이후 미국시장 진출, CJ ENM은 미디어와 커머스에 대한 시너지 발생이 각각 기대되기 때문이다. 다만 국내 영화시장의 불황에 따른 실적개선이 제한적인 CJ CGV의 목표주가는 지속적으로 하향 조정되고 있다.

CJ 제일제당 목표주가 추이

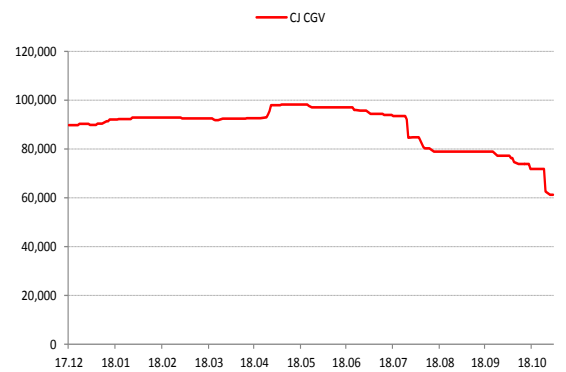
(단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ CGV 목표주가 추이

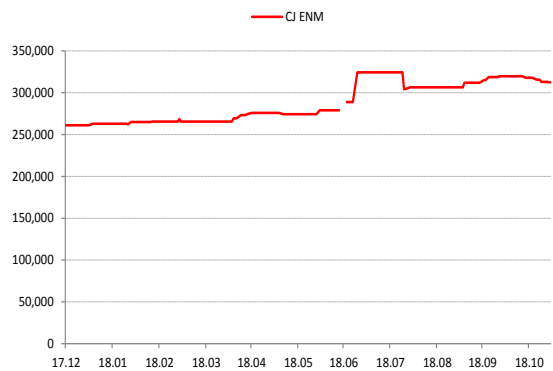
(단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ ENM 목표주가 추이

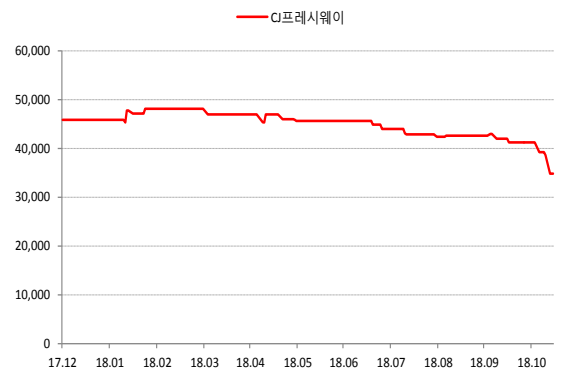
(단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ 프레시웨어 목표주가 추이

(단위: 억원)



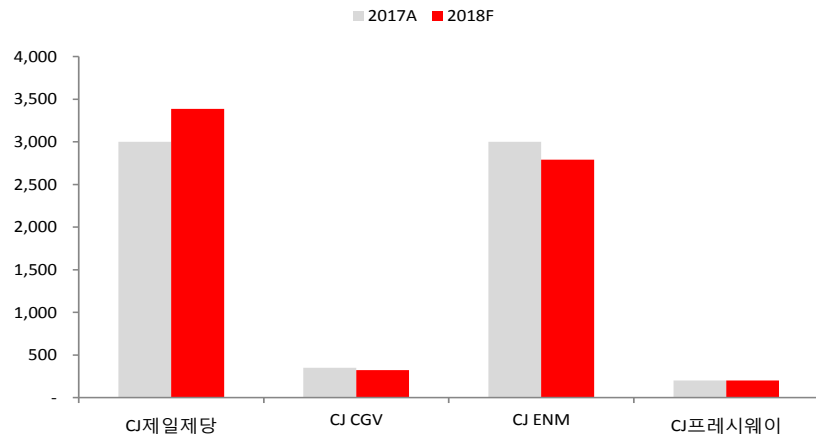
자료: Quantwise

## 배당

CJ의 2018년 기대 배당수익률은 1% 초반으로 매력적이지 않다. 상장 자회사도 올해 배당이 크게 늘 요인이 없다. 배당 매력 없는 CJ는 약세장이 예상되는 2019년 주가 하방 경직성이 악화될 가능성이 높은 점은 불안요인이다

## CJ 주요 상장 자회사 주당 배당금 전망

(단위: 원)



자료: Quantwise

## CJ 올리브네트웍스 실적 및 배당금 추이

(단위: 백만원)

구분	CJ에게 지급한 배당금	현금배당금 총액	연결 당기순이익	배당성향
2016	7,721	12,120	81,133	14.9%
2017	11,794	15,459	81,335	19.0%

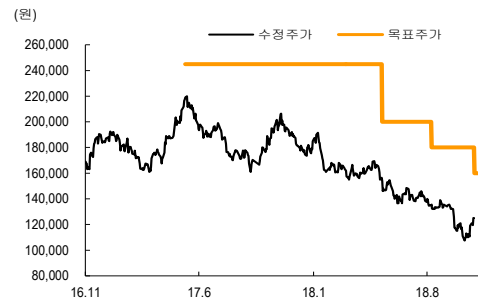
자료: CJ 올리브네트웍스

## 2019 년 관전포인트

## 불확실성의 마무리 국면

CJ의 지배구조 개편이 마무리되어 가는 가운데 발생했던 불확실성은 이미 CJ의 주가에 충분히 반영되었다. 지주회사 내에서도 주가 낙폭이 가장 컸다는 측면에서 불확실성 제거 이후 주가 반등 여지가 있으며, 이재현 회장의 경영 복귀 이후 그룹 포트폴리오 조정이 있었고, 선택과 집중을 통해 포트폴리오에 대한 매력도가 부각될 가능성이 있다. 상장자회사의 NAV 비중이 높는데, 주력 계열사인 CJ제일제당과 CJENM의 주가 상승 가능성이 높아 CJ의 주가도 점진적으로 상승 가능성이 있다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.21	매수	160,000원	6개월		
2018.08.29	매수	180,000원	6개월	-30.82%	-22.78%
2018.06.18	매수	200,000원	6개월	-28.60%	-22.75%
2018.05.29	매수	200,000원	6개월	-24.96%	-22.75%
2017.11.29	매수	245,000원	6개월	-26.73%	-10.20%
2017.05.26	매수	245,000원	6개월	-23.32%	-10.20%



### 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 3 자에게 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 11 월 21 일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	78,625	83,333	103,780	126,519	149,094
현금및현금성자산	11,693	12,195	26,805	46,825	66,141
매출채권및기타채권	35,823	38,869	41,357	43,002	44,973
재고자산	16,994	17,330	18,439	19,173	20,052
<b>비유동자산</b>	191,471	209,921	219,959	207,592	196,659
장기금융자산	7,492	4,382	10,053	10,053	10,053
유형자산	103,728	114,929	117,115	106,179	96,264
무형자산	57,361	60,390	61,107	58,718	56,652
<b>자산총계</b>	270,096	293,254	323,739	334,112	345,753
<b>유동부채</b>	86,622	93,633	109,767	111,802	114,241
단기금융부채	42,529	45,545	58,601	58,601	58,601
매입채무 및 기타채무	28,889	33,741	35,901	37,329	39,041
단기충당부채	85	85	91	94	99
<b>비유동부채</b>	70,930	79,700	90,260	97,102	103,985
장기금융부채	55,691	63,400	69,087	69,087	69,087
장기매입채무 및 기타채무	278	299	299	299	299
장기충당부채	191	218	230	237	247
<b>부채총계</b>	157,551	173,332	200,027	208,904	218,226
<b>지배주주지분</b>	37,358	39,298	41,549	42,566	44,408
자본금	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579
자본잉여금	9,930	9,930	9,930	9,930	9,930
기타자본구성요소	-2,566	-2,236	-1,987	-1,987	-1,987
자기주식	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863
이익잉여금	26,995	31,153	35,864	39,552	44,064
비지배주주지분	75,186	80,624	82,163	82,641	83,120
<b>자본총계</b>	112,545	119,922	123,712	125,208	127,528
<b>부채외자본총계</b>	270,096	293,254	323,739	334,112	345,753

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	19,896	23,401	16,949	29,765	28,904
당기순이익(손실)	7,953	15,752	16,034	8,116	8,979
비현금성항목등	17,631	11,552	13,287	26,428	25,165
유형자산감가상각비	8,321	9,222	10,016	10,936	9,915
무형자산상각비	6,299	5,867	6,262	8,462	8,141
기타	1,219	-42	869	1,752	1,752
운전자본감소(증가)	-3,335	-1,699	-8,328	-1,085	-1,271
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3,080	-4,673	-8,323	-1,645	-1,972
재고자산감소(증가)	-1,523	717	-1,918	-733	-879
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,564	5,627	1,865	1,428	1,711
기타	-297	-3,371	48	-135	-132
법인세납부	-2,352	-2,203	-4,043	-3,694	-3,968
<b>투자활동현금흐름</b>	-32,456	-29,172	-5,540	-5,512	-5,318
금융자산감소(증가)	1,037	2,513	240	0	0
유형자산감소(증가)	-13,125	-21,834	-11,082	0	0
무형자산감소(증가)	-5,383	-5,518	-6,074	-6,074	-6,074
기타	-14,986	-4,334	11,376	562	757
<b>재무활동현금흐름</b>	12,336	6,719	2,992	-4,232	-4,271
단기금융부채증가(감소)	-10,898	-12,486	402	0	0
장기금융부채증가(감소)	19,781	21,429	11,870	0	0
자본의증가(감소)	30	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,144	-1,194	-414	-402	-441
기타	4,567	-1,030	-8,081	-3,831	-3,831
<b>현금의 증가(감소)</b>	-258	503	14,610	20,020	19,315
기초현금	11,951	11,693	12,195	26,805	46,825
기말현금	11,693	12,195	26,805	46,825	66,141
FCF	1,842	-3,052	7,334	23,884	23,071

자료 : CJ, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	239,542	268,986	291,484	308,939	324,037
<b>매출원가</b>	165,020	186,086	204,354	214,174	224,868
<b>매출총이익</b>	74,522	82,900	87,130	94,765	99,169
매출총이익률 (%)	31.1	30.8	29.9	30.7	30.6
<b>판매비와관리비</b>	61,993	69,641	73,450	79,620	83,081
영업이익	12,529	13,260	13,680	15,145	16,088
영업이익률 (%)	5.2	4.9	4.7	4.9	5.0
비영업손익	-4,576	2,492	3,676	-4,453	-4,258
<b>순금융비용</b>	2,508	2,759	3,627	3,436	3,241
외환관련손익	-652	702	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	770	5,762	10,682	735	735
세전계속사업이익	7,953	15,752	17,356	10,692	11,830
세전계속사업이익률 (%)	3.3	5.9	6.0	3.5	3.7
계속사업법인세	2,254	4,375	4,860	2,577	2,851
<b>계속사업이익</b>	5,698	11,377	12,495	8,116	8,979
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,698	11,377	12,495	8,116	8,979
<b>순이익률 (%)</b>	2.4	4.2	4.3	2.6	2.8
지배주주	2,230	4,637	4,964	4,090	4,953
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.93	1.72	1.7	1.32	1.53
<b>비지배주주</b>	3,468	6,740	7,532	4,026	4,026
<b>총포괄이익</b>	4,944	4,646	6,277	1,897	2,760
<b>지배주주</b>	2,180	2,065	2,293	1,419	2,282
<b>비지배주주</b>	2,764	2,580	3,984	478	478
EBITDA	27,149	28,349	29,958	34,544	34,143

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.2	12.3	8.4	6.0	4.9
영업이익	2.3	5.8	3.2	10.7	6.2
세전계속사업이익	8.2	98.1	10.2	-38.4	10.6
EBITDA	6.1	4.4	5.7	15.3	-1.2
EPS(계속사업)	8.2	107.8	7.0	-17.6	21.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.1	12.1	12.3	9.7	11.4
ROA	2.3	4.0	4.1	2.5	2.6
EBITDA마진	11.3	10.5	10.3	11.2	10.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	90.8	89.0	94.6	113.2	130.5
부채비율	140.0	144.5	161.7	166.9	171.1
순차입금/자기자본	71.5	76.4	74.6	57.7	41.5
EBITDA/이자비용(배)	9.3	8.9	7.8	9.0	8.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,099	14,750	15,789	13,009	15,754
BPS	118,834	125,004	132,164	135,401	141,259
CFPS	53,632	62,747	67,569	74,715	73,188
주당 현금배당금	1,350	1,450	1,550	1,700	1,900
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	41.4	14.9	12.1	14.7	12.2
PER(최저)	23.0	10.9	6.8	8.3	6.8
PBR(최고)	2.5	1.8	1.5	1.4	1.4
PBR(최저)	1.4	1.3	0.8	0.8	0.8
PCR	3.5	2.9	1.9	1.7	1.7
EV/EBITDA(최고)	9.1	8.5	7.8	6.2	5.7
EV/EBITDA(최저)	7.7	7.9	7.0	5.5	5.0

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	4,896 억원
발행주식수	9,743 만주
자사주	588 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,563 억원
주요주주	
김승연(외10)	36.05%
국민연금공단	8.38%
외국인지분률	25.80%
배당수익률	2.00%

## Stock Data

주가(18/12/11)	30,100 원
KOSPI	2053.79 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	48,200 원
52주 최저가	26,550 원
60일 평균 거래대금	64 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	4.3%
6개월	-17.2%	-1.1%
12개월	-24.3%	-9.2%

한화 (000880/KS | 매수(유지) | T.P 43,000 원(하향))

## 자체사업 및 건설호조에도 금융부문의 불확실성이 더 부각

2018 년 부진했던 한화의 주가는 방산 등 자체사업 호조, 건설부문 이익 정상화 등 긍정적 요인을 보유하고 있음. 또한 타 지주회사와 비교해도 NAV 와 멀티플 측면에서 매력적인 주가 수준임. 다만 NAV 에서 차지하는 비중이 높은 한화생명의 실적개선 시기가 지연될 가능성이 높으며, 한화케미칼 업황에 대한 우려도 존재해 한화의 본격적인 주가 반등 시기는 늦어질 가능성 있음

## 금융부문 등 주요 계열사의 실적 및 주가 부진

2018 년 한화의 상장 자회사는 실적 부진이 이어지면서 주가도 크게 하락하였다. 이는 한화 NAV 감소로 이어져 한화의 주가도 부진한 한해였다. 2019 년에도 한화 연결실적의 절대적인 비중을 차지하는 금융부문의 부진이 예상되고 한화케미칼의 지배주주순이익 감액이 예상되는 등 상장 자회사의 실적 부진이 이어질 전망이다. 한화의 2019 년 투자 매력도는 높지 않다.

## 자체사업 및 건설부문 호조는 긍정적 요인

한화 자체사업은 2019 년에도 호조가 예상된다. 방산 등 제조부문의 2018 년 호조세가 2019 년에도 이어질 전망이며, 무역부문은 수익성 개선이 지속될 것으로 예상된다. 브랜드로열티의 경우 2018 년 1,026 억원에서 2019 년 1204 억원으로 17% 가량 증가할 전망이다. 건설부문도 수익성 개선이 예상된다. 건설의 영업이익은 2017 년 1,414 억원에서 2018 년 3,329 억원으로 증가할 전망이며, 2019 년에도 4,083 억원으로 지속적인 이익증가를 예상한다. 국내 주택부문 호조와 이라크 사업의 확대에 기인한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 43,000 원(하향)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 자체사업 및 건설부문 호조가 2019 년에도 지속될 것으로 예상하기 때문이다. 한화의 NAV 대비 할인율은 48.3%로 타 지주사 대비 큰 편이며, 2019 년 기준 PER 4.4 배, PBR 0.6 배로 밸류에이션 매력도 보유하고 있다. 다만 본격적인 주가 상승을 위해서는 금융부문의 실적개선 및 주가 반등이 필요해 본격적인 주가 반등 시기는 다소 늦어질 가능성이 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	413,763	471,202	504,044	502,701	522,596	544,457
yoy	%	10.5	13.9	7.0	-0.3	4.0	4.2
영업이익	억원	7,585	16,859	21,589	22,847	23,714	25,082
yoy	%	47.0	122.3	28.1	5.8	3.8	5.8
EBITDA	억원	15,789	26,306	30,795	32,202	32,426	32,967
세전이익	억원	1,754	16,719	19,951	18,351	17,869	19,241
순이익(지배주주)	억원	-2,850	4,917	4,054	6,518	6,710	7,679
영업이익률%	%	1.8	3.6	4.3	4.5	4.5	4.6
EBITDA%	%	3.8	5.6	6.1	6.4	6.2	6.1
순이익률	%	0.3	2.7	2.6	2.5	2.4	2.5
EPS	원	-3,778	6,087	4,140	6,657	6,853	7,843
PER	배	N/A	5.8	10.0	4.5	4.4	3.8
PBR	배	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	-22.5	-15.3	-14.2	-14.6	-16.7	-18.3
ROE	%	-6.7	11.5	9.1	14.8	15.1	16.0
순차입금	억원	-496,764	-547,325	-603,755	-639,613	-713,010	-776,431
부채비율	%	967.2	988.5	903.4	880.3	924.4	950.3

## 실적전망

한화 3Q18 실적은 매출액 11 조 6,234 억원(-0.6% yoy), 영업이익 5,900 억원(51.9% yoy, OPM: 5.1%)이다. 전년 동기 대비 유사한 매출을 달성했으나, 자체사업 실적 개선과 건설 턴어라운드로 영업이익은 크게 증가하였다. 다만 금융계열사의 부진으로 전기 대비는 매출액(-7.9% qoq) 및 영업이익(-16.4% qoq)이 부진하였다. 금융부문의 부진은 당분간 지속될 가능성이 높으나, 자체사업 및 건설부문의 안정적 이익 창출 기조는 유지될 전망이다. 2018 년과 2019 년 영업이익은 각각 5.8%, 3.8% 증가할 것으로 예상되어 영업이익 성장성은 둔화될 것으로 예상된다.

한화 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	133,465	113,850	116,955	139,775	115,103	126,223	116,234	145,142	504,045	502,702	522,596
한화별도	11,282	11,240	11,486	12,392	11,455	11,390	13,916	13,134	46,400	49,895	53,180
한화테크윈	7,743	10,363	8,686	15,363	7,480	10,113	10,400	15,856	42,155	43,849	46,404
한화건설	7,119	7,838	6,185	10,849	6,996	9,082	8,899	12,270	31,991	37,247	43,112
한화케미칼	9,712	9,766	9,997	10,179	10,184	10,529	10,193	9,391	39,654	40,297	38,706
한화호텔앤드리조트	2,500	2,629	2,948	2,948	2,802	2,907	3,139	3,095	11,025	11,943	12,710
한화생명	52,023	41,108	36,793	38,523	37,678	45,167	38,429	39,448	168,447	160,722	163,492
기타 및 연결조정	43,086	30,906	40,860	49,521	38,508	37,035	31,258	51,948	164,373	158,749	164,991
영업이익	6,458	7,762	3,883	3,485	5,237	7,060	5,900	4,650	21,588	22,847	23,714
한화별도	583	776	805	428	734	933	913	582	2,592	3,162	3,225
한화테크윈	112	232	22	463	-335	138	180	656	829	639	1,438
한화건설	610	169	-1,122	1,757	585	1,114	734	896	1,414	3,329	4,083
한화케미칼	1,577	1,573	1,624	1,110	1,444	1,750	805	727	5,884	4,726	3,445
한화호텔앤드리조트	6	-105	178	178	-28	-122	97	56	257	3	195
한화생명	1,968	2,661	1,538	-243	1,129	1,486	728	-162	5,924	3,181	3,319
기타 및 연결조정	1,602	2,456	838	-208	1,708	1,761	2,443	1,896	4,688	7,808	8,009
영업이익률	4.8%	6.8%	3.3%	2.5%	4.5%	5.6%	5.1%	3.2%	4.3%	4.5%	4.5%

자료: 한화 SK 증권

## Valuation 및 NAV 점검

한화에 대한 목표주가를 47,000 원에서 43,000 원으로 하향한다. 주요 상장자회사의 주가 하락에 따라 NAV 가 감소하였으며, 한화건설 등 비상장자회사는 장부가액을 적용하였다. 지분가치 산정 시 할인율은 비상장자회사의 상장 가능성이 낮으며, 금융부문의 불확실성 등을 고려하여 40%를 적용하였다.

한화 지분가치 산정

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화케미칼	27,158	36.5%	9,721	9,915
	한화생명	39,214	18.2%	9,140	7,117
	한화에어로스페이스	16,809	32.7%	8,252	5,493
	한화자사주	22,225	7.8%		1,742
비상장사	한화건설		100.0%	12,587	12,587
	한화호텔앤드리조트		50.6%	2,192	2,192
	한화테크엠		100.0%	167	167
	한화큐셀코리아		20.4%	574	574
	기타 자회사			1,959	1,959
합계				44,592	41,748
할인율					40%
보유 지분가치					25,049

자료: SK 증권

주 1) 비상장 자회사 장부가 적용

주 2) 할인율: 비상장 자회사 상장 등 단기 자회사 모멘텀 부족 고려하여 적용

사업가치는 세후 영업이익에 멀티플 8 배를 적용하여 산정하였다. 방위산업은 3 분기에도 양호한 실적을 기록했으며, 4 분기에는 성수기 효과가 나타날 것으로 예상한다

한화 사업가치 산정

(단위: 억원 배)

구분	내용
매출액	49,895
영업이익	3,162
법인세율	24.2%
세후 영업이익	2,396
멀티플	8.0
사업가치	19,172

자료: SK 증권

주: 적용 멀티플은 방위 산업에 대한 불확실성 고려하여 적용

한화에 대한 목표주가를 브랜드가치와 지분가치, 사업가치를 합산하여 산정한 43,000 원으로 제시한다. 기존 목표가 대비 8.5% 하향한 수치로 주요 상장자회사의 주가 하락에 기인한다. 금융부분에 대한 불확실성은 불안요인이자, 방산부문 등 자체 사업의 호조가 지속되고 있으며, 건설부문의 본격적인 이익기여가 예상된다는 점은 긍정적 요인이다.

#### 한화 목표주가 산정

(단위: 억원 주, 원)

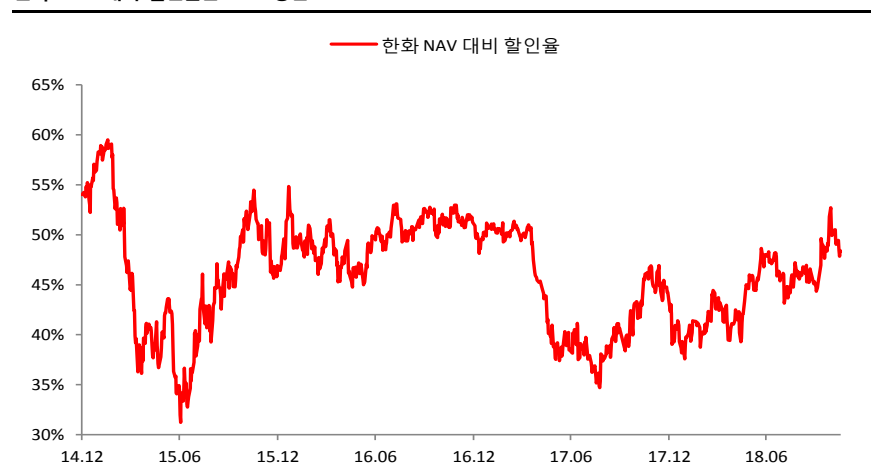
구분	내용
브랜드가치	13,974
지분가치	25,049
사업가치	19,172
순차입금	22,779
우선주 가치(차감)	3,213
한화 적정시가 총액	32,202
한화 상장주식수	74,958,735
한화 적정주가	42,960
한화 목표주가	43,000

자료 SK 증권

주: 브랜드 가치는 예상 브랜드 로열티 대비 10 배 적용

현재 한화의 NAV 대비 할인율은 48.3%로 타 지주사 대비 높은 편이다. 역사적으로도 상단에 해당되는데, 금융부분에 대한 불확실성에 기인한다. 단기간에 금융부문 턴어라운드 가능성은 낮지만, 건설부문의 이익 정상화가 부각된다면 한화의 NAV 대비 할인율은 점차 축소될 가능성도 있다.

#### 한화 NAV 대비 할인율은 40% 중반



자료 SK 증권

18년 한화 상장자회사 NAV는 32.6% 하락하였으며 한화의 주가는 30.4% 하락하였다. NAV 하락폭이 커 한화 주가에도 부정적인 영향이 있었다. 한화 주가 반등을 위해서는 NAV에서 차지하는 비중이 큰 한화생명의 주가 반등이 필요한 상황이다.

한화 시총 및 상장자회사 NAV

(단위: 억원)

	한화	상장사 NAV 합산	한화에어로스페이스	한화케미칼	한화생명
17년말	32,420	36,189	7,010	9,737	19,443
18년 현재	22,563	24,391	6,213	5,122	13,056
YTD	-30.4%	-32.6%	-11.4%	-47.4%	-32.8%

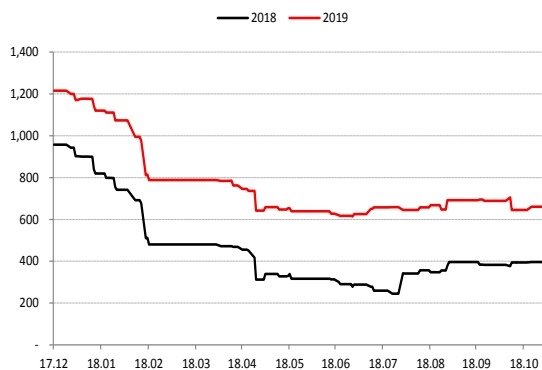
자료: Quantwise

## 주요 자회사 실적 및 주가전망

한화 주요 자회사 지배주주 순이익은 컨센서스는 대부분 하향조정되고 있다. 특히 한화 케미칼은 2019년 지배주주 순이익이 2018년 대비 하락할 것으로 예측된다. 하지만 한화에어로스페이스의 2019년 지배주주순이익은 전년 대비 270% 증가할 것으로 예상되며, 한화생명과 한화손해보험 지배주주순이익도 각각 7.6%, 18.4% 증가할 것으로 예상되는 점은 긍정적이다.

한화에어로스페이스 지배주주 순이익 전망 추이

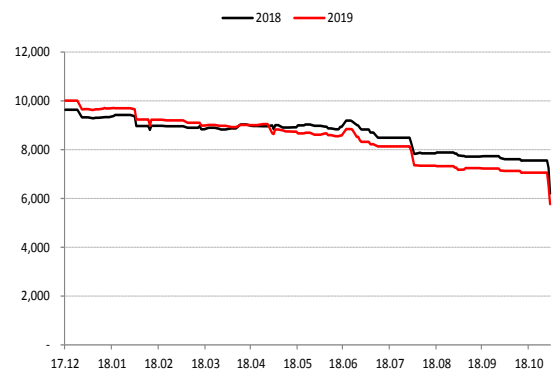
(단위: 억원)



자료: Quantwise

한화케미칼 지배주주 순이익 전망 추이

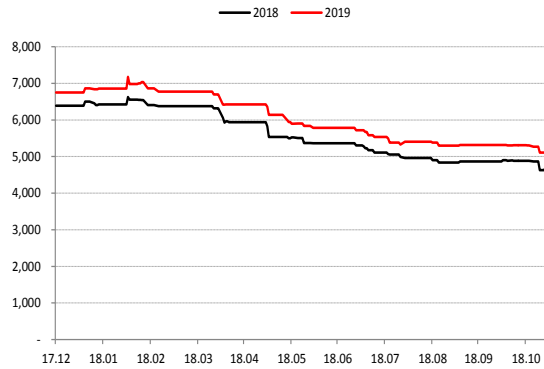
(단위: 억원)



자료: Quantwise

한화생명 지배주주 순이익 전망 추이

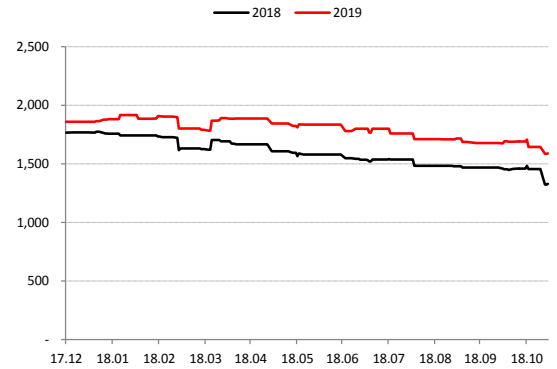
(단위: 억원)



자료: Quantwise

한화손해보험 지배주주 순이익 전망 추이

(단위: 억원)



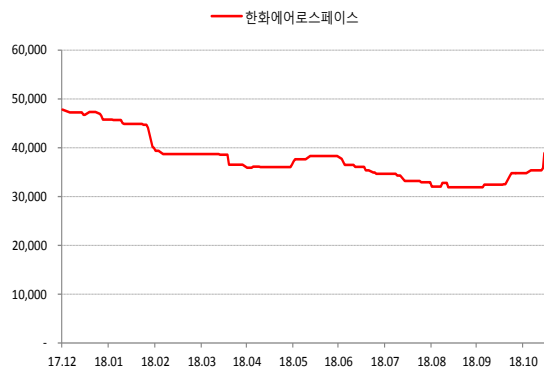
자료: Quantwise

주: 한화손해보험은 한화의 손자회사로 한화생명의 자회사

한화에어로스페이스의 2019 년 실적 개선이 예상됨에 따라 목표주가는 상향조정되고 있다. 다만 실적부진이 예상되는 한화케미칼의 목표주가는 지속적으로 하향조정되고 있으며, 금융계열사의 목표주가가 불확실한 영업환경으로 목표주가는 지속적으로 하향 조정되고 있다.

한화에어로스페이스 목표주가 추이

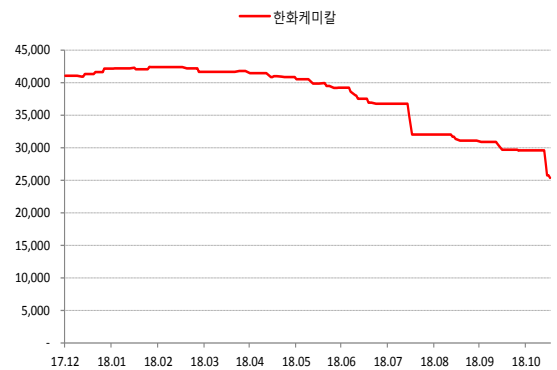
(단위: 억원)



자료: Quantwise

한화케미칼 목표주가 추이

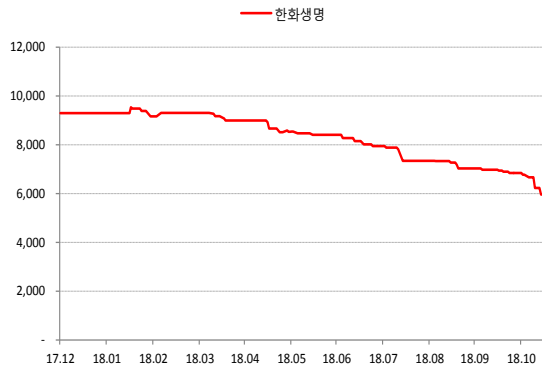
(단위: 억원)



자료: Quantwise

한화생명 목표주가 추이

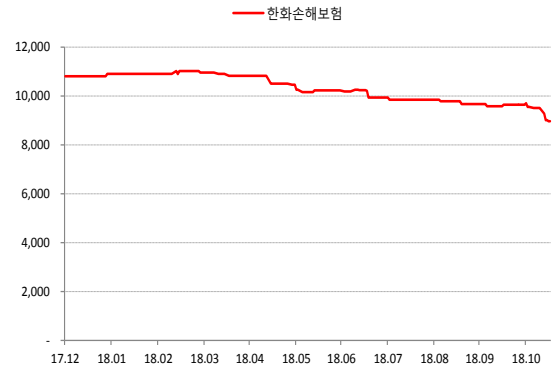
(단위: 억원)



자료: Quantiverse

한화손해보험 목표주가 추이

(단위: 억원)



자료: Quantiverse

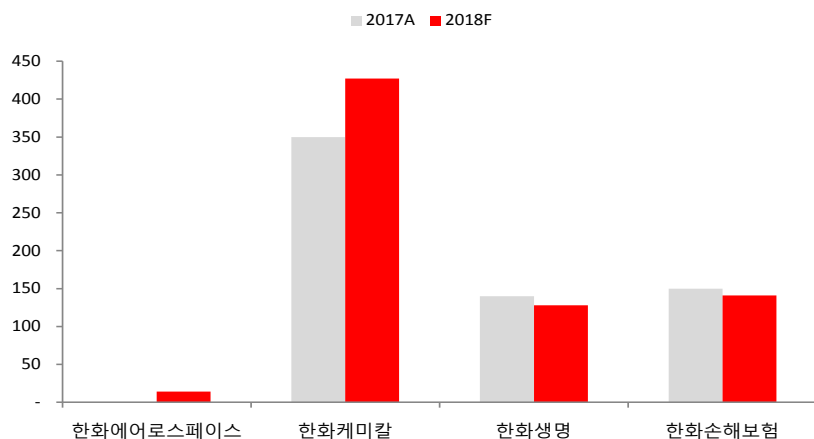
주: 한화손해보험은 한화의 손자회사로 한화생명의 자회사

## 배당

한화케미칼 담당 애널리스트들은 2018년 한화케미칼의 배당이 증가하는 것으로 예상하고 있으나, 아웃라이어를 제외하고, 올해 실적부진을 고려하면 올해에도 작년과 마찬가지로 수준의 배당이 예상된다. 한화생명도 실적부진 여파로 올해 배당금은 증가하기 어려울 것으로 예상된다. 따라서 한화의 올해 주당배당금도 전년도 수준이 유력하다. 다만 한화건설의 실적개선으로 인한 배당금수입이 증가하면서 소폭 배당 확대 가능성도 있다.

한화 주요 상장 자회사 주당 배당금 전망

(단위: 원)



자료: Quantiverse

한화건설 실적 및 배당금 추이

(단위: 백만원, 원)

구분	현금배당금 총액	연결 당기순이익	배당성향	주당 현금배당금
2014	10,400	-419,935	-2.5%	5,434
2015	25,119	-454,594	-5.5%	13,125
2016	36,119	256,026	14.1%	18,873
2017	9,510	-193,412	-4.9%	4,969
3Q18 누적	24,690	203,148	12.2%	12,901

자료: 한화건설

## 2019 년 관전포인트

한화 자체사업은 2019 년에도 호조를 보일 가능성이 높다. 남북화해모드에 따라 방산 부문에 대한 일부 우려가 있었으나, 매출 성장세는 지속되고 있다. 2019 년에도 방산부문의 호조는 지속될 것으로 예상한다. 건설부문도 국내 주택사업 호조와 이라크 사업 확대에 외형 및 수익성 개선이 예상된다. 특히 중동 사업관련 리스크가 사실상 모두 해소되었다는 측면은 긍정적이다. 다만 금융부문 실적 개선에 대한 전망이 밝지 않고, 한화케미칼의 감익이 예상되는 점은 부정적 요인이다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.12.12	매수	43,000원	6개월		
2018.08.29	매수	47,000원	6개월	-35.34%	-28.83%
2018.06.18	매수	55,000원	6개월	-23.77%	-5.45%
2018.05.29	매수	55,000원	6개월	-20.13%	-5.45%
2017.11.29	매수	55,000원	6개월	-19.43%	-5.45%
2017.05.26	매수	55,000원	6개월	-14.92%	-5.45%



### 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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

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

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

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	1,136,523	1,177,208	1,243,059	1,352,205	1,444,654
현금및현금성자산	48,810	38,962	66,332	139,729	203,150
매출채권및기타채권	312,979	327,729	340,314	368,775	391,887
재고자산	27,549	26,908	27,941	30,278	32,176
<b>비유동자산</b>	412,187	424,741	433,258	445,713	455,422
장기금융자산	9,177	5,864	4,524	4,524	4,524
유형자산	120,876	118,757	119,324	112,164	105,858
무형자산	19,138	19,386	23,297	23,496	23,667
<b>자산총계</b>	1,548,710	1,601,950	1,676,318	1,797,918	1,900,076
<b>유동부채</b>	213,600	208,413	225,287	234,079	241,219
단기금융부채	114,918	107,170	120,156	120,156	120,156
매입채무 및 기타채무	51,864	50,206	52,134	56,494	60,035
단기충당부채	908	2,399	2,491	2,700	2,869
<b>비유동부채</b>	1,192,831	1,233,889	1,280,029	1,388,337	1,477,955
장기금융부채	75,310	54,032	55,661	55,661	55,661
장기매입채무 및 기타채무	1,623	1,391	1,232	1,073	913
장기충당부채	3,840	2,505	2,601	2,818	2,995
<b>부채총계</b>	1,406,431	1,442,302	1,505,316	1,622,416	1,719,174
<b>지배주주지분</b>	44,081	45,413	42,959	45,953	49,847
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	6,709	5,472	4,981	4,981	4,981
기타자본구성요소	382	383	366	366	366
자기주식	-208	-208	-208	-208	-208
이익잉여금	29,953	33,651	37,631	43,927	51,122
비지배주주지분	98,198	114,235	128,043	129,549	131,055
<b>자본총계</b>	142,279	159,647	171,002	175,502	180,902
<b>부채외자본총계</b>	1,548,710	1,601,950	1,676,318	1,797,918	1,900,076

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	30,569	26,902	21,788	75,637	65,725
당기순이익(손실)	16,719	19,951	18,221	12,615	13,584
비현금성항목등	60,567	43,274	35,773	19,811	19,383
유형자산감가상각비	8,174	7,901	7,886	7,161	6,305
무형자산감가상각비	1,273	1,305	1,470	1,551	1,580
기타	63,454	17,160	32,842	1,506	1,506
운전자본감소(증가)	-40,488	-31,789	-27,704	53,620	43,571
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,838	-1,988	-11,445	-28,461	-23,112
재고자산감소(증가)	3,605	673	6,927	-2,337	-1,898
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3,353	989	6,367	4,360	3,541
기타	-50,284	-31,463	-29,554	80,058	65,039
법인세납부	-6,229	-4,534	-4,502	-10,410	-10,813
<b>투자활동현금흐름</b>	-18,917	-21,947	-10,604	1,974	1,978
금융자산감소(증가)	-30,523	-61,750	-33,410	0	0
유형자산감소(증가)	-9,823	-8,727	-7,845	0	0
무형자산감소(증가)	-1,209	-1,247	-1,750	-1,750	-1,750
기타	22,638	49,778	32,401	3,724	3,728
<b>재무활동현금흐름</b>	3,695	-13,277	14,777	-4,214	-4,283
단기금융부채증가(감소)	-8,635	-9,447	1,782	0	0
장기금융부채증가(감소)	14,143	-5,719	19,195	0	0
자본의증가(감소)	3,753	0	0	0	0
배당금의 지급	-348	-570	-563	-414	-484
기타	-5,219	2,460	-5,637	-3,799	-3,799
<b>현금의 증가(감소)</b>	15,248	-8,744	24,244	73,397	63,421
기초현금	22,442	37,690	28,946	53,190	126,587
기말현금	37,690	28,946	53,190	126,587	190,008
FCF	65,805	45,382	39,149	77,173	67,262

자료 : 한화, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	471,202	504,044	502,701	522,596	544,457
<b>매출원가</b>	430,497	459,211	454,605	474,573	494,563
<b>매출총이익</b>	40,705	44,833	48,097	48,022	49,893
매출총이익률 (%)	8.6	8.9	9.6	9.2	9.2
<b>판매비와관리비</b>	23,845	23,244	25,250	24,308	24,811
영업이익	16,859	21,589	22,847	23,714	25,082
영업이익률 (%)	3.6	4.3	4.5	4.5	4.6
비영업손익	-140	-1,638	-4,496	-5,845	-5,841
<b>순금융비용</b>	4,215	3,835	3,494	3,570	3,566
외환관련손익	65	155	-5,838	-5,838	-5,838
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	4,515	5,825	5,059	5,069	5,069
세전계속사업이익	16,719	19,951	18,351	17,869	19,241
세전계속사업이익률 (%)	3.6	4.0	3.7	3.4	3.5
계속사업법인세	3,833	6,842	5,928	5,253	5,657
<b>계속사업이익</b>	12,887	13,109	12,423	12,615	13,584
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	12,887	13,109	12,423	12,615	13,584
<b>순이익률 (%)</b>	2.7	2.6	2.5	2.4	2.5
지배주주	4,917	4,054	6,518	6,710	7,679
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.04	0.8	1.3	1.28	1.41
<b>비지배주주</b>	7,970	9,056	5,905	5,905	5,905
<b>총포괄이익</b>	3,493	9,982	4,722	4,915	5,884
<b>지배주주</b>	588	3,104	3,216	3,408	4,377
<b>비지배주주</b>	2,905	6,878	1,506	1,506	1,506
EBITDA	26,306	30,795	32,202	32,426	32,967

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.9	7.0	-0.3	4.0	4.2
영업이익	122.3	28.1	5.8	3.8	5.8
세전계속사업이익	853.4	19.3	-8.0	-2.6	7.7
EBITDA	66.6	17.1	4.6	0.7	1.7
EPS(계속사업)	흑전	-32.0	60.8	3.0	14.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.5	9.1	14.8	15.1	16.0
ROA	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA마진	5.6	6.1	6.4	6.2	6.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	532.1	564.8	551.8	577.7	598.9
부채비율	988.5	903.4	880.3	924.4	950.3
순차입금/자기자본	-384.7	-378.2	-374.0	-406.3	-429.2
EBITDA/이자비용(배)	5.7	7.5	9.0	8.9	9.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	6,087	4,140	6,657	6,853	7,843
BPS	45,022	46,382	43,876	46,934	50,911
CFPS	17,782	13,542	16,212	15,751	15,896
주당 현금배당금	600	600	600	700	700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	6.5	12.6	7.2	7.0	6.2
PER(최저)	5.0	8.4	4.0	3.9	3.4
PBR(최고)	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5
PCR	2.0	3.1	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA(최고)	-15.1	-13.9	-14.1	-16.2	-17.8
EV/EBITDA(최저)	-15.5	-14.4	-14.7	-16.8	-18.4

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

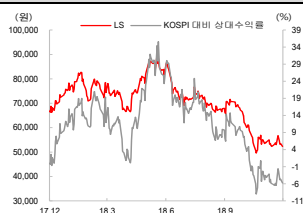
## Company Data

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	2053.79 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

18년 상반기 고점을 기록한 이후 구리가격 하락세와 함께 LS의 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. 18년 배당수익률은 2.4%로 자회사사에서 매력적임

## 구리가격 안정세로 추가적인 주가하락 가능성은 낮음

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

## 주요 자회사의 2019년 실적 개선 가능성 높음

유일한 코스피 상장사인 LS 산전의 2019년 지배주주순이익은 2018년 대비 8.7% 증가할 것으로 예상되며, 목표주가는 현주가 대비 50% 이상의 상승여력이 있는 것으로 평가된다. 비상장 자회사인 LS 아이엔디와 LS 엠트론은 2018년 다소 부진한 실적이 예상되지만, 2019년 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)

LS에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 18년 부진했던 주요 계열사 실적이 19년에는 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 19년 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
LS엠트론	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
LS엠트론	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 니코동제련은 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	LS니코동제련		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%

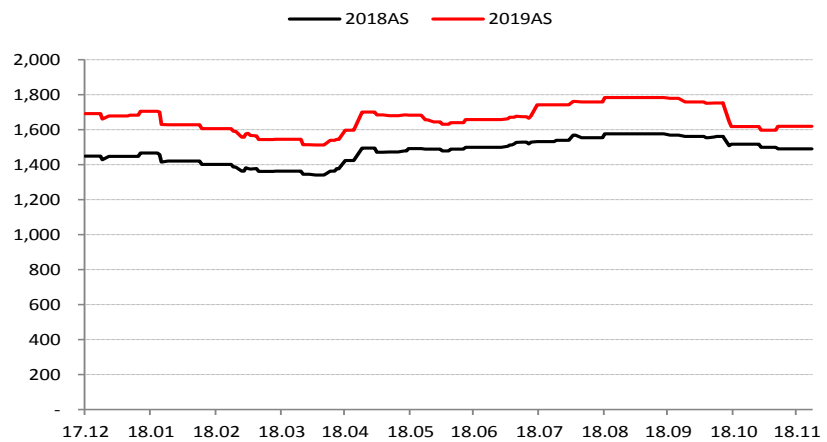
자료: Quantwise

## 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

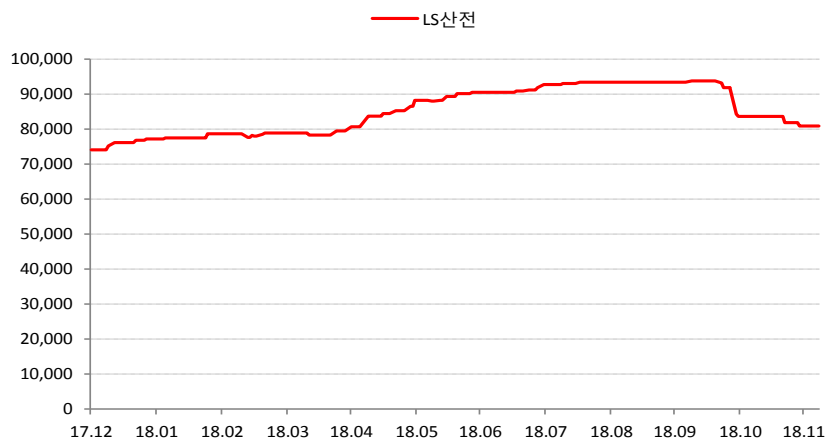
(단위: 억원)



자료: Quantwise

LS 산전 목표주가 추이

(단위: 원)



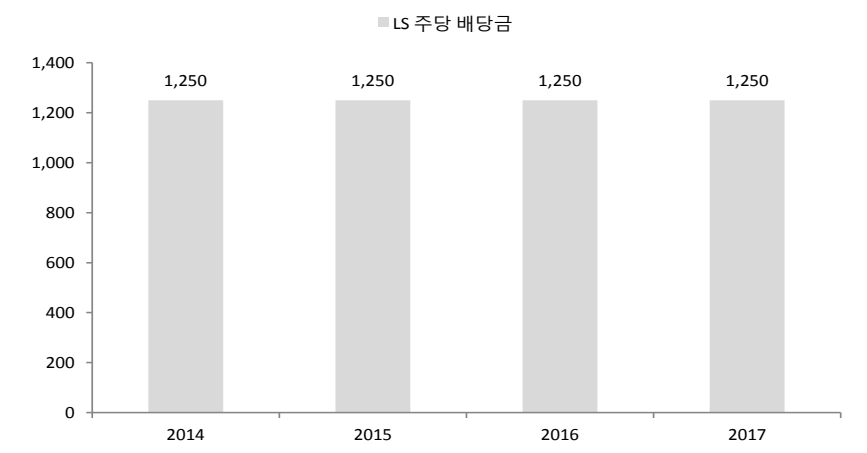
자료: Quantwise

## 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 순 없다.

LS 주당 배당금 추이

(단위: 원)

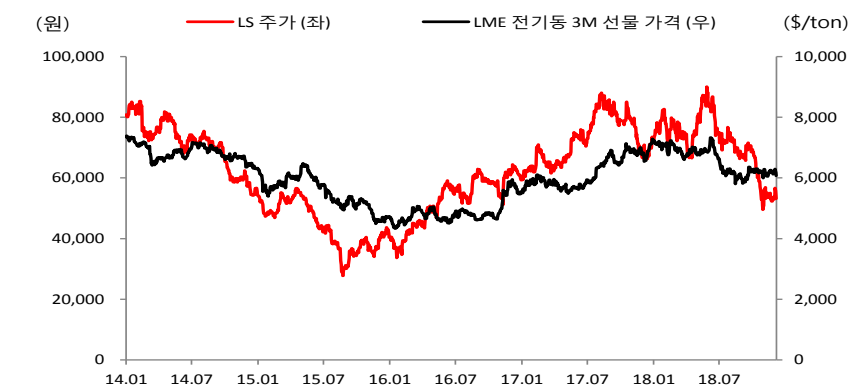


자료: Quantwise

## 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.

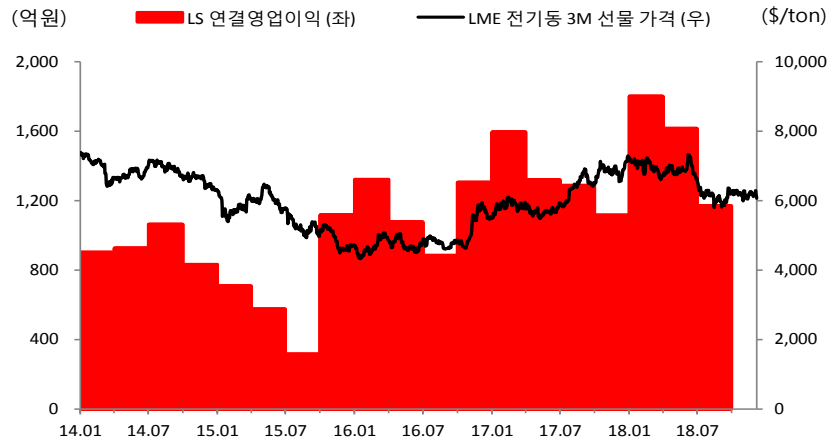
LS 주가와 구리가격은 높은 동행성을 보이고 있음



자료: Bloomberg

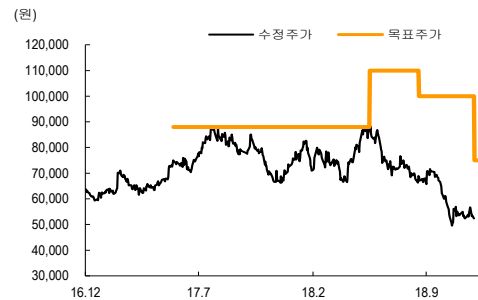
LS 연결영업이익과 구리가격 추이

(단위: 원)



자료: Bloomberg

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				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(최관순)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

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

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

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	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
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	97,130	99,789	103,460	110,039	117,828
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	64,578	63,468	60,159	61,056	62,162
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	32,552	36,321	43,301	48,983	55,667
<b>부채외자본총계</b>	97,130	99,789	103,460	110,039	117,828

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	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
무형자산감각비	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
<b>투자활동현금흐름</b>	-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
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	-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
<b>매출액</b>	85,075	95,151	100,227	105,731	111,483
<b>매출원가</b>	73,696	82,508	87,183	91,942	96,947
<b>매출총이익</b>	11,379	12,643	13,045	13,789	14,535
매출총이익률 (%)	13.4	13.3	13.0	13.0	13.0
<b>판매비와관리비</b>	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
<b>순금융비용</b>	1,133	1,088	1,033	969	870
외환관련손익	94	-559	-212	-212	-212
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-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
<b>계속사업이익</b>	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
<b>순이익률 (%)</b>	2.5	3.8	5.8	5.8	6.4
지배주주	1,682	2,969	4,779	5,324	6,325
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.98	3.12	4.77	5.04	5.67
<b>비지배주주</b>	470	680	1,014	847	847
<b>총포괄이익</b>	2,112	3,500	5,652	6,029	7,030
<b>지배주주</b>	1,652	2,738	4,591	5,135	6,136
<b>비지배주주</b>	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
<b>성장성 (%)</b>					
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
<b>수익성 (%)</b>					
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
<b>안정성 (%)</b>					
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
<b>주당지표 (원)</b>					
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
<b>Valuation지표 (배)</b>					
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

**memo**

---