

지주

Overweight
(Maintain)

2013. 4. 4

중소형 지주사, 비상장사 요점정리

지주회사 및 복합기업을 분석하고 투자하는데, 이제는 중소형 지주회사(α)와 비상장기업(β)에 대한 분석이 없으면 시장 수익률을 따라잡기 어렵다고 판단된다.

이에 17개의 중소형 지주회사를 요점정리 해보고 삼성/현대차/LG/SK/GS/CJ 등의 주요 비상장 계열사의 현황을 정리하여 투자자들의 고민 해결에 조금이나마 도움을 드리고자 한다.



지주/건설

Analyst 박중선

02) 3787-4945

jspark@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 중소기업주회사를 분석하게 된 계기	3
> 대형주 보다 중소기업주 강세 국면 지속	3
> 중소기업주회사에 대한 요점정리 필요	3
II. 기업가치에 대한 고민	4
> 지주회사는 Double counting인가?	4
> 지주회사 밸류에이션 방법론	5
> 지주회사 가치는 NAV, 현금흐름 뿐 아니라 성장성도 필요	6
III. 중소기업주회사 (α) 요점정리 I	7
> 내수 섹터 지주회사	7
> 수출 섹터 지주회사	28
> 산업재 섹터 지주회사	28
IV. 주요 비상장 기업 실적 점검	29
> 삼성그룹의 주요 비상장 기업 실적	29
> 현대차그룹의 주요 비상장 기업 실적	32
> 순환출자 규제	32
> SK의 주요 비상장 기업 실적	35
> LG의 주요 비상장 기업 실적	38
> CJ의 주요 비상장 기업 실적	41
> 아모레G의 주요 비상장 자회사 실적	44
> 주요 비상장 기업 장외 주가 및 시가총액	45
V. 대형 지주회사/복합기업 업데이트	46
> 기존 커버리지 지주회사 주당 가치 재산정	46

중소형 지주회사 요점정리

>>> 중소기업주회사 (α) 검토

최근 시장 분위기는 더 이상 대형주에서 초과 수익을 거두기 어렵고, 매크로의 영향을 받는 대기업보다는 밸류에이션 매력있는 중소기업과 기술력 갖춘 강소기업에 대한 관심이 늘고 있다고 판단한다. 이에 그동안 SK, LG, CJ, 한화, 효성 등 대형 지주회사/복합기업에 머물렀던 분석을 좀더 확대해보고자 한다. 이에 지주회사 혹은 지분가치가 풍부한 복합기업 17개를 정리해보았다.

>>> 비상장 기업 (β) 실적 체크

당사의 복합기업 및 지주회사의 분석에서는 상장 자회사의 시가총액 변화, 브랜드로열티/배당금수익 등 현금흐름 뿐 아니라 비상장 자회사의 기업가치에도 주목하고 있다. 비상장 기업의 실적에 대하여 점검이 없다면, 장부가로만 평가하여 지분을 보유한 기업의 가치분석에 오류가 발생할 수 있다고 판단한다. 따라서 복합기업 및 지주회사를 명확히 분석하기 위하여 삼성, 현대차, LG, SK, CJ, 한화, GS, 아모레G에서 주목할 만한 비상장 기업의 2012년 실적을 체크하고, 재무구조와 지분가치에 대하여 고민해보았다

>>> 현금흐름과 성장성 측면 중시

당사의 지주회사 밸류에이션 방법은 타 증권사의 NAV 분석과 같이 자의적인 할인율 적용에 따른 방식이 아니라 NAV분석과 성장성을 반영한 지주회사 현금흐름가치의 중간 가치를 통해 평가하고 있다. 이러한 방법론에 의거하여 분석대상 모든 지주회사의 적정 주당 가치를 업데이트 해보았다.

- > 당사는 4월 3일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 중소형 지주회사를 분석하게 된 계기

>>> 대형주 보다 중소형주 강세 국면 지속

2013년 1분기 동안 전세계적으로 대형주보다 중소형주의 강세가 주목되고 있다. 한국의 KOSPI가 연초이후 1.3% 하락한 반면, KOSDAQ은 10.6%나 상승했고, 일본에서도 TOPIX보다 JASDAQ이 두배의 수익률을 기록했다. 중국에서도 상해종합지수는 1.4%하락했고, CHINEXT는 16.4% 상승했다.

이는 대규모 설비투자가 필요한 산업 (해운, 조선, 건설, 화학, 철강, 중장비) 보다는 소비자의 감성을 자극하는 창의력과 특허 기술력 등이 필요한 산업 (콘텐츠, 바이오, 플랫폼, IT부품, IT재료, 화장품 등) 이나 인구구조 변화에 대응력을 갖춘 필수소비산업(제약, 음식료 등)이 높은 실적 가시성을 보이고 있기 때문이다.

그리고 고용창출 능력을 감안했을 때 경기 부양에 나서고 있는 각국 중앙 정부가 중소기업 육성 정책을 펼치고 있다는 점에서 글로벌 경기 회복에 대한 체감효과가 중소형주에서 먼저 나타난 것 때문으로 풀이된다.

2012년 하반기 이후 KOSPI 대형/중형/소형지수 및 코스닥 지수 추이 (2012년 7월말 = 100)



>>> 중소형 지주회사에 대한 요점정리 필요

당사에서는 다수의 산업 자회사를 거느리고 있는 복합지주회사를 중심으로 분석하여왔다. 그러나 중소형 지주회사에 대한 시장의 관심도 증가할 것이라는 판단이며, 따라서 이 자료는 본격적인 coverage와 종목 추천을 드리기 보다는 기본적인 study를 해보자는 취지로 이번 자료를 작성해 보았다.

II. 기업가치에 대한 고민

>>> 지주회사는 Double counting인가?

만약 A라는 기업이 B라는 자회사지분을 100% 소유하고 있다고 가정하자. B가 연간 순이익을 3000억원을 꾸준히 기록하여 B의 적정 시가총액이 3조원이라고 하고, B의 지분 100%를 소유한 A가 순차입금이나 기타 매각자산이 없다면 A의 시가총액은 3조원이 될 것이다.

만약 B가 상장을 하여 50%의 지분을 외부주주에게 매각할 경우 A는 1.5조원의 현금을 수취하고, B의 지분 50%만을 보유하게 된다.

이 경우 A의 기업가치는 현금 1.5조원과 B에 대한 지분가치 1.5조원을 합쳐 3조원이라는 전체 기업가치에 변화가 없기 때문에 여전히 시가총액이 3조원을 유지할 가능성이 있다.

B역시 상장하였을 때 시가총액은 3조원이 될 것이다.

이로 인해 주식시장에는 기존에 유일하게 상장되었던 A의 시가총액 3조원과 B의 상장으로 추가된 시가총액 3조원을 합친 6조원이 전체 시가총액이 된다.

이러한 현상에 대하여 투자자들이 Double counting이라고 여기는 것은 B가 매년 창출하는 이익 3000억원에서 발생한 시가총액이 6조원에 달하기 때문이다.

만약 기존 A의 주주가 경영권을 위협하지 않을 지분 49.9%를 매각하려고 하면, 투자자들은 A의 시가총액에 대한 discount를 하기 시작하고, 어느 순간 보유하고 있는 현금 1.5조원에서 발생하는 연간 이자 수익(금리 6%로 가정시 900억원)과 B라는 자회사에서 오는 배당수익(연간 600억원으로 가정)의 합계에 10배에 해당하는 1.5조원으로 시가총액이 감소할 수 있다. (NAV대비 할인율 약 50%)

이 경우 A의 주주 입장에서는 B를 상장하기 전에는 자신의 부가 3조원이었는데, 자회사 B를 상장하면서 주식의 가치가 1.5조원으로 감소한 것을 목격하게 된다.

이에 A는 보유하고 있는 현금 1.5조원을 모두 기존 A의 주주에게 배당을 하게 되면, A의 주주는 1.5조원의 현금을 받게 되고, B에 대한 지분 50% 소유는 남게 된다. 이렇게 되면 A의 시가총액은 B로부터의 배당수익의 10배에 해당하는 6000억원으로 감소할 수도 있다.

여전히 자신의 가치가 감소한 것이 못마땅한 A의 주주들은 C에게 A주식을 매각을 결정한다.

C는 A가 보유한 B지분 50%를 인수하자마자 B에 대한 지분 50%를 M&A premium을 받고 매각하고, 대략 1.5조원을 수취할 수 있다.

만약 C가 1.5조원 이하에서 A의 지분을 인수할 경우 arbitrage 이익을 향유하게 된다.

만약에 시장에 차익기회가 없다는 가정을 한다면, A의 주식가치는 1.5조원에 육박해야 한다.

그리고 기존에 보유한 현금 1.5조원을 합산할 경우 3조원의 기업가치가 적당한 가치가 될 수 있다.

결국 지주회사 A의 가치는 M&A청산을 가정으로 한 3조원과 현금흐름에 성장성을 감안한 1.5조원의 중간 수준으로 수렴할 것이라는 것이 필자의 논리이다.

>>> 지주회사 밸류에이션 방법론

청산가치와 현금흐름을 혼합하여 기업가치 계산

당사에서는 앞장에서 기술한 바와 같이 지주회사를 현시점에서 청산한다는 시나리오와 매년 자회사로부터 현금을 수취한다는 두가지 가정을 섞어서 밸류에이션 하고자 한다.

이 때 지주회사의 현금흐름가치는 별도영업이익 (배당금수익+브랜드로열티 등 - 영업비용)에 대하여 성장성을 감안한 multiple을 적용하거나 DCF(discounted cash flow)를 계산하여 산출하고자 한다.

지주회사 현금흐름에 적용할 적정 배수

지주회사 현금흐름의 가치를 현가화 하기는 다소 많은 가정이 포함되어야 하기 때문에, 각 지주회사의 핵심 상장 자회사의 방향성이나 비상장 계열사의 성장성을 바탕으로 동종 상장기업과 비교하여 산출하고자 한다.

당사의 지주회사 NAV 분석 방법론

본 리포트에서 지주회사 Valuation은 다음의 합산으로 할 것이다.

1) 자회사의 지분가치

- ① {(배당수익+브랜드로열티수익+기타 자회사로부터의 수익)-지주회사 영업비용} * 적정 배수
- ② 상장사 시가총액과 지분율을 감안한 지분가치, 비상장사 장부가 혹은 적정 지분가치
- ① 과 ② 의 중간값

2) 비 영업용 투자부동산 장부가 매각시 세후 유입예상 금액

3) 현금 등 기타 금융자산 (주식 제외)

4) 우선주 가치(차감요인)

5) 총 주식수는 의결권이 발생하는 보통주 (자사주 제외, 신주인수권부 주식수 포함)

>>> 지주회사 가치는 NAV, 현금흐름 뿐 아니라 성장성도 필요

성장주 성격 규명 필요

지주회사의 이익에 대한 multiple을 검토할 때 2013년~2014년 주도주(성장주)의 성격을 규명해야 한다고 판단한다. 이에 최근 주목받고 있는 성장 산업들의 Key word를 나열해보면, 다음과 같다.

기본적인 성격	경제지표가 전반적으로 부진하면서 불황에 강한 투자안 관심 효율성 극대화(모바일, 아웃소싱, 부채 구조조정), 가격대비 효용(모바일게임, 저가의류, 저가항공, 저가화장품, 제네릭의약품, 석탄발전)
IT	스마트폰, 태블릿PC, 플렉서블디스플레이, LED조명, 터치스크린, 모바일DRAM, UHD TV
통신, 인터넷	빅데이터, IPTV (VOD), 모바일메시징
IT+CT (ICT)	LTE를 비롯한 통신기술, S/W의 발달과 스마트폰(태블릿)등 IT H/W의 융합 콘텐츠, 플랫폼, 네트워크, 디바이스의 융합 추구, 전자(모바일)결제
에너지 산업	복합화력발전, 셰일가스 채굴 및 운송, 탄소배출 저감 관련 산업
인프라 산업	RO방식 멤브레인수처리, 스마트그리드, 지능형교통망, 대심도 지하철(GTX)
내수	이머징소비증가 수혜를 볼 수 있는 내수 산업 = 화장품 카지노 엔터테인먼트 안티에이징 산업 (2012년 12조로 성장, 화장품, 피부과(보톡스), 임플란트 등 수혜)
인구 구조의 변화	1인가구 수요에 알맞은 식품산업 (식자재유통, 프랜차이즈, 가공식품), 가정보안시스템, 인구 고령화에 따른 스마트헬스케어, 건강보조식품
소비지역의 변화	아시아 저개발국가의 고성장 주목 (미얀마, 라오스, 캄보디아, 베트남, 중앙아시아)
주택 수요 변화	고가 중대형 아파트보다는 기존 주택의 리모델링을 중심으로 한 B2C 건축자재
바이오	의료서비스, 줄기세포치료 API, CMS(원료의약품 생산대행) 식량자원, 의료장비

반면, 장기 침체 우려가 있는 산업은 다음과 같다.

고가 소비재 상품	프리미엄 백화점 상품, 고가 화장품, 고가 의류
통신	LTE요금제 소비자 부담, 정부 규제
IT	대형TV, 휴대성과 속도 떨어지는 윈도우기반 PC
에너지 다소비 산업	전기로 철강, 태양광, 판유리, 시멘트, 고층 유리 외벽 빌딩
공급과잉 산업	태양광, 풍력
건설	중대형 아파트, 민자SOC
인터넷	PC기반 게임, MMORPG

III. 중소형 지주회사 (α) 요점정리 I

>>> 내수 섹터 지주회사

모든 중소형 지주회사를 애널리스트 혼자 분석하는 것은 종목수가 많아 현실적으로 쉽지 않기 때문에, 이번 자료에서는 일단 내수 섹터 중소형 지주회사를 정리해 보았다.

개별 종목에서는 투자자들에게 이들 중소형 지주회사의 주요 체크할 사항과 키움증권의 지주회사 밸류에이션 방식에 기준하여 적정주가 산출식을 제시하고자 한다.

종목의 편집된 순서는 시가총액 순서에 의거하며 정리 하였다.

아래 투자 매력도 요약표는 기업 전체 가치에서 상장사 가치를 제외한 기타 가치의 비중과 자회사의 밸류에이션, 성장성 세가지 측면에서 별점 표시를 통해 매력도를 부여하고자 하였다.

그리고 8~9페이지에서는 주요 중소형 지주회사와 이들의 상장 자회사들의 주가 performance, 2012년 실적 기준 P/E, P/B를 요약해보았다.

내수 섹터 중소 지주회사 투자 매력도 요약

지주회사명	비상장사 NAV비중	자회사 밸류에이션	자회사 성장성	지주회사 투자매력
대웅	★★★	★★☆	★★☆	★★★★★
폴무원홀딩스	★★★	★★★	★★	★★★★★
하림홀딩스	★★★	★★	★★	★★★★★
농심홀딩스	★☆	★★★	★★	★★★★☆
대상홀딩스	★★	★★	★★☆	★★★★☆
현대그린푸드	★★	★★	★★☆	★★★★☆
KG케미칼	★★	★	★★★	★★★
삼양홀딩스	★	★★★	★★	★★★
이지바이오	★★☆	★☆	★★	★★★
영원무역홀딩스	★★	★☆	★★	★★☆
AK홀딩스	★★	★	★★☆	★★☆
아모레G	★☆	★	★★☆	★★
SBS미디어홀딩스	☆	★☆	★★☆	★★
코라오홀딩스	★★★		★★	★★
한국콜마홀딩스	★	☆	★★★	★☆
사조산업	★☆	★★☆	★★☆	★☆
한세에스24홀딩스	☆	★★☆	★★☆	★☆

자료: 키움증권 정리

12개월 상승률 순, 주요 중소 지주회사 및 상장자회사 주가, 시가총액, 주가 동향 (단위: 원, 억원, %)

종목코드	종목명	종가	시가총액	12개월상승률	연초이후상승률
A024720	한국콜마홀딩스	16,600	2,721	283.69	9.57
A900140	코라오홀딩스	28,950	11,673	170.86	57.34
A009440	KC그린홀딩스	6,300	1,413	157.14	115.75
A046440	KG모빌리언스	11,850	2,201	145.34	1.72
A069620	대웅제약	63,000	7,300	143.94	32.08
A001680	대상	36,950	12,715	143.89	41.03
A102940	코오롱생명과학	89,100	4,603	121.09	7.87
A035600	KG이니시스	14,600	3,713	110.07	19.18
A084690	대상홀딩스	8,630	3,125	109.47	34.84
A105630	한세실업	16,750	6,700	104.52	1.21
A111770	영원무역	42,600	18,877	99.53	29.09
A126560	현대에이치씨엔	6,110	5,177	88.87	43.09
A003090	대웅	28,600	3,326	86.93	25.99
A028150	GS홈쇼핑	196,500	12,895	72.37	28.85
A143160	아이디스	81,000	2,893	71.35	12.73
A035810	이지바이오	4,845	2,276	65.08	55.54
A101060	SBS미디어홀딩스	5,690	7,960	62.11	-33.84
A090350	노루페인트	5,270	1,054	60.43	15.70
A114450	KPX생명과학	4,790	719	55.77	18.27
A028080	휴맥스홀딩스	10,000	1,258	54.32	53.61
A000640	동아제약	124,000	13,807	51.40	13.76
A054800	아이디스홀딩스	16,150	1,671	50.93	20.97
A003940	삼양제넥스	85,700	1,633	50.10	48.50
A002790	아모레G	392,500	31,318	48.67	-16.04
A001390	KG케미칼	13,500	1,445	48.35	18.42
A034120	SBS	47,300	8,633	47.81	11.56
A046140	SBS콘텐츠허브	15,350	3,295	42.13	17.62
A000140	하이트진로홀딩스	16,100	3,736	41.23	-1.83
A008730	울촌화학	11,350	2,815	40.12	39.78
A004370	농심	315,000	19,160	38.16	16.02
A083420	KPX그린케미칼	4,930	986	36.94	4.56
A009970	영원무역홀딩스	77,200	10,527	35.92	29.31
A072710	농심홀딩스	71,000	3,293	35.50	16.58
A025530	SJM홀딩스	4,850	724	33.61	29.85
A119650	KC코트렐	14,150	1,415	31.64	52.64
A016450	한세에스24홀딩스	7,900	2,508	31.45	13.18
A017810	풀무원홀딩스	54,500	2,076	29.15	13.54
A123700	SJM	9,630	1,503	26.71	23.30
A000080	하이트진로	32,400	22,511	24.38	6.58
A053280	에스24	7,070	1,216	20.65	64.61
A115160	휴맥스	11,850	2,712	18.50	6.28
A005440	현대그린푸드	17,350	16,952	18.43	2.06
A000320	노루홀딩스	8,800	1,161	16.40	-2.22
A010640	진양폴리	1,760	176	13.55	8.98
A051630	진양화학	1,775	213	11.99	1.43
A145990	삼양사	48,400	2,063	6.96	-2.81
A008720	삼양엔텍	19,700	243	3.41	1.81
A024720	동양	16,600	2,756	2.27	44.60

자료: 키움증권 정리

내수 섹터 중소 지주회사 및 주요 상장자회사 2012년 실적 대비 밸류에이션 (단위: 억원, 배)

지주회사명	시가총액	순자산	지배주주순익	P/B	P/E
아모레G	31,198	15,828	1,544	1.98	20.2
아모레퍼시픽	56,237	23,451	2,696	2.39	20.9
현대그린푸드	16,805	11,839	800	1.43	21.0
현대백화점	38,029	23,807	3,219	1.66	11.8
현대홈쇼핑	16,200	9,747	1,040	1.69	15.6
현대에이치씨엔	5,134	3,754	522	1.38	9.8
코라오홀딩스	11,148	1,152	292	10.13	38.2
영원무역홀딩스	10,363	3,747	834	2.81	12.4
영원무역	18,744	5,309	1,187	3.56	15.8
SBS미디어홀딩스	7,890	5,259	305	1.51	25.9
SBS	8,588	5,490	275	1.57	31.2
SBS콘텐츠허브	3,284	1,288	231	2.56	14.2
삼양홀딩스	5,924	10,395	1,156	0.57	5.1
삼양제넥스	1,609	3,042	300	0.54	5.4
삼양사	2,110	4,100	261	0.50	8.1
삼양엔텍	241	518		0.47	
농심홀딩스	3,362	5,139	147	0.64	22.9
농심	19,373	14,410	-68	1.33	-285.6
울촌화학	2,827	3,042	226	0.93	12.5
대웅	3,355	2,865	442	1.16	7.6
대웅제약	7,265	3,846	341	1.90	21.3
대상홀딩스	3,111	3,672	355	0.85	8.8
대상	12,319	5,801	912	2.19	13.5
한국콜마홀딩스	2,696	1,542		1.76	
한국콜마	6,264	949		6.75	
사조산업	2,575	2,099	123	1.21	21.0
사조대림	793	1,337	-12	0.55	-68.6
사조오양	433	720	6	0.60	75.2
사조씨푸드	1,081	1,533	112	0.70	9.7
사조해표	682	1,179	28	0.58	24.8
한세에스24홀딩스	2,476	1,191	235	2.11	10.5
한세실업	6,560	2,393	526	2.80	12.5
에스24	1,185	603	73	2.02	16.2
AK홀딩스	2,305	3,407		0.67	
애경유화	1,524	1,304	72	1.16	21.0
이지바이오	2,224	1,653	157	1.38	14.2
풀무원홀딩스	2,049	1,548	99	1.34	20.7
하림홀딩스	1,935	2,183	-402	0.90	-4.8
하림	1,858	1,930	48	0.93	38.9
KG케미칼	1,455	1,631	71	0.89	20.4
KG모빌리언스	2,146	979	157	2.25	13.7
KG이니시스	3,612	1,423	228	2.61	15.8

자료: 키움증권 정리 (한국콜마는 3월 결산으로 아직 2012 회계연도 순이익 확인 불가, AK홀딩스 순이익은 1회성이 많아 제외)

아모레G (3.1조원) - 화장품 업종 생태계 변화로 주가 상승여력 제한적

2012년 지배주주 순이익을 분해해보면, 아모레퍼시픽이 약 60%를 제공했고, 이니스프리 등 기타 자회사 약 30%를 기여했다. 비상장 화장품 자회사의 성장성은 우수하지만, NAV의 70%가까이를 차지하는 아모레퍼시픽의 저성장성은 아모레G의 기업가치에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

아모레G의 유일한 상장 자회사 아모레퍼시픽은 고가 한방 화장품에 대한 소비자의 니즈 감소와 방판 채널의 위축으로 성장성이 미약할 것으로 전망된다. 그러나 아모레퍼시픽은 해외 성장을 발판으로 4500~5000억원 정도의 영업이익을 꾸준히 창출할 것으로 기대한다.

이니스프리와 에뛰드는 로드샵을 중심으로 한 브랜드화장품 업체인데, 이니스프리의 2012년 매출액은 전년비 63.4% 증가한 2294억원(영업이익 363억, 순이익 280억)을 기록하였고, 에뛰드의 2012년 매출액은 2805억원(영업이익 234억원, 순이익 186억)을 기록하여 전년비 30.5% 증가하였다. 양사 합산 매출액은 2012년 약 5000억원에서 2013년에는 6500억원에 이를 전망이며, 영업이익률이 유지될 경우 약 750억원의 영업이익이 기대된다. (양사 매장수 합계 2011년말 810개, 2012년말 1093개)

이니스프리는 중국 11개 점포를 운영중이며, 진출 쇼핑몰에서 브랜드샵 중 1위로 순항중이다.

아모스프로페셔널은 전문가용 헤어케어 제품을 생산하며, 2012년 매출액은 426억원(영업이익 97억원, 순이익 82억원)을 기록하였다. 태평양제약은 메디톡스유통 등 피부과용 의약품과 먹는화장품을 중심으로 하고 있으며, 2012년 매출액은 1412억원(순이익 10.6억원)을 기록했다.

아모레G는 2012년 자회사로부터 배당금수익+브랜드로열티-영업비용으로 약 260억원의 별도영업이익을 기록했다.

아모레G 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	아모레퍼시픽	35.4%	19,908
	이니스프리 (주 1)	81.8%	8,908
	에뛰드 (주 2)	80.5%	3,767
	아모스프로페셔널 (주 3)	100.0%	1,649
	태평양제약 (주 4)	65.1%	581
	기타		816
지분가치	합계 (1)		35,629
현금흐름	2012년 별도영업이익 x 35배		9,111
	(1)과 (2)의 평균		22,370
기타	우선주		-783
	부동산		899
	순현금		3,136
NAV	합계		25,622
주당가치	자사주 제외한 보통주 742.7만주 기준		344,985

자료: 키움증권 추정

주: 1) 이니스프리: 2012년 영업이익 * 30배 적용, 2) 에뛰드: 2012년 영업이익 * 20배 적용, 3) 아모스프로페셔널: 2012년 영업이익 * 17배 적용

4) 태평양제약은 장부가 적용

현대그린푸드 (1.7조원) - 식자재 유통시장 영역 확대와 풍부한 자산가치 매력 풍부

현대그린푸드는 식자재유통업 등 영업자산과 현대백화점 등 자회사, 부동산 등을 보유하고 있는 준지주회사라고 평가할 수 있다.

동사의 2012년 별도기준 매출액(약 1.2조원)을 breakdown해보면, 식자재 유통이 1450억원, 단체급식이 5240억원, 백화점 등에 신선식품을 공급하는 B2C가 4762억원, IT사업/임대가 230억원을 차지하고 있다.

식자재 유통과 단체급식 시장의 성장과 현대그린푸드 등 대기업 계열사의 참여가 확대되면서 성장성이 부각될 것으로 전망한다.

현재 단체급식 시장 규모는 10조원규모인데, 현대그린푸드와 같은 위탁급식업체들은 3.6조원에 달하는 산업체 시장에서만 사업을 전개해왔으나, 향후 군대, 병원, 학교 등의 시장이 개방되면서 성장성이 풍부하다고 판단된다.

단체급식장과 중소 음식점 등에 식자재를 공급하는 식자재유통 사업은 매년 30~50%씩 성장하고 있으며, 단체급식 사업도 매년 12~15%씩 매출 성장을 기록하고 있다.

현대그린푸드는 이외에 현대드림투어 100%, 호텔현대 100%, 현대홈쇼핑 15.5%, 현대HCN 6.1%, 현대H&S(MRO) 100%, 리바트(가구) 24.8%, 그리고 현대백화점 지분 12%를 보유하고 있다.

이들 자회사로부터 현대그린푸드는 2012년 57.4억원의 배당금수익을 수취하였다.

동사는 또한 압구정 금강쇼핑센터 1226평, 압구정 현대빌딩 442평, 수지사옥 5178평, 광주시 도척면 7574평 등의 토지를 보유하고 있으며, 동사가 보유한 유형자산과 투자부동산의 장부가는 1795억원에 달한다.

현대그린푸드 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
본사 영업가치	2013년 예상 EBITDA(1,260 억원) X 10 배		12,600
상장자회사	현대백화점	12.1%	4,602
	현대홈쇼핑	15.5%	2,511
	현대 HCN	6.1%	313
	현대차	0.4%	145
	리바트	24.8%	284
비상장 자회사	금강 A&D (호텔현대금강)	100%	365
	현대 A&I	10.4%	108
	현대드림투어	100%	59
	현대 H&S(MRO 사업)	100%	74
	현대엘이디	51%	62
	현대푸드시스템	100%	40
	기타		10
지분가치	합계 (1)		8,573
현금흐름	2012년 배당금수익 * 15 배 (2)		861
	(1)과 (2)의 평균		4,717
기타	순현금		1,862
	투자부동산		1,795
NAV	합계		20,974
주당가치	자사주 제외한 보통주 8692만주 기준		24,130

자료: 키움증권 추정

코라오홀딩스 (1.2조원) - 과연 지금까지의 성장속도로 향후에도 성장할지 의문

코라오홀딩스는 2012년 매출액 2,759억원, 영업이익 294억원, 순이익 292억원을 기록하였다. 그러나 시가총액은 이미 1조원을 상회하여 (주가 27,000원 기준), 지난해 실적 대비 P/E가 30배를 상회하고 있다. 2013년 회사측 가이드스 매출액 3.15억\$ 대비해서도 PSR 3배 이상이다.

이러한 높은 밸류에이션은 동사가 진출하여 독점적인 위치를 차지하고 있는 라오스 경제는 관광자원/지하자원/전력자원을 바탕으로 8%가 넘는 GDP 성장세를 지속 중이고, 라오스의 도로연장이 2009년 3.9만km에서 2015년 4.9만km로 확대 중이라는 점이 작용했기 때문이다. 그리고 회사측의 매출 목표는 매년 30%씩 성장하여 2015년 매출액 5.3억\$, 2018년 매출액 10.0억\$ 이다.

회사측이 제시하고 있는 매출성장 가이드스에 상당부분 의존하는 바가 크고, 아직까지 진출하지 않은 국가(미얀마 등)와 사업영역(굴삭기 판매, 픽업트럭 등)에 대한 성공여부를 그대로 신뢰한다는 가정에서 출발하고 있다고 판단된다.

그동안 코라오홀딩스가 성공한 것은 라오스의 국민소득 (1인당 940\$, 2012년)에 알맞은 상품 (중고차)를 거의 독점적으로 판매하면서 성장해온 것이나, 라오스가 중고차판매를 수입금지 조치하면서 동사는 현대/기아차의 신차 판매로 주력사업을 전환시켰다. 이로 인해 동사의 신차 판매가 매출에서 차지하는 비중이 2010년 40%에서 2012년 63.5%로 상승하였다. 그리고 동사는 자동차 A/S, 1톤 트럭, 픽업트럭, 할부금융 매출을 늘려 현대차그룹으로부터의 매출 비중을 2012년 65%에서 2016년 45%로 낮출 계획 이기는 하다.

또한 성장률 유지를 위해 동사는 자동차 부품판매 부문에 진출하였고, 두산의 굴삭기 판매에도 진출하였다고 한다.

또한 지난해부터 1톤 트럭(엔진을 현대위아에서 조달받고 태국에서 전자부품, 중국에서 바디와 프레임을 조달하여 대당 단가 1.2만\$로 판매) CKD로 조립/판매에 나섰고, 한국이 경쟁력이 취약한 픽업트럭 부문에도 자체 생산으로 진출하여 일본 등 경쟁사대비 저렴하게 생산하여 판매할 계획이긴 하다.

코라오홀딩스 주요 재무 지표 (단위: %, 억원)

항목	2011	2012	2013E
매출액	1,933	2,759	3,465
(신차)	1,000	1,751	1,900
(CKD)	521	540	550
(기타)	412	468	1,015
영업이익	227	294	415
(영업이익률)	11.7%	10.6%	12.0%

자료: 키움증권 추정

영원무역홀딩스 (1조원) - 골드윈코리아의 부진이 과연 해소될지 의문

영원무역홀딩스는 아웃도어 및 가방 OEM, ODM을 하는 영원무역 지분 54.9%와 국내에서 노스페이스 유통을 하고 있는 골드윈코리아 지분 59.3%, 방글라데시치타공경제자유구역(KEPZ) 지분 100%를 소유한 지주회사이다.

주요 자회사의 실적을 살펴보면, 영원무역은 매출액 1.05조원, 순이익 515억원을 기록하였고, 골드윈코리아는 매출액 5050억원, 순이익 429억원을 기록하였다.

2011년 영원무역과 골드윈코리아가 각각 543억원, 844억원의 순이익을 기록했던 점을 감안하면, 골드윈코리아의 실적이 큰 폭으로 역성장 하였다. 이는 노세일정책에 의해 소비자의 부담이 높아진 영향으로 재고가 누적되면서 400억원 이상의 재고평가손실을 인식했기 때문이다.

지난해 실적은 부진하지만, 영원무역은 신규바이어를 확보하고 있고, 방글라데시와 베트남 의류공장을 확충하면서 성장성이 부각되면서 주가가 최근 강세를 보이고 있는 반면, 골드윈코리아는 국내 아웃도어 시장의 포화상태 진입으로 당분간 2012년 수준의 실적을 유지할 것으로 판단된다.

영원무역을 같은 OEM업체인 한세실업과 비교하면 영원무역은 woven의류와 고어텍스 등 기능성 원재료를 사용하기 때문에 면화가격에 상대적으로 영향이 적고 한세실업에 비하여 이익률 변동이 낮다.

영원무역홀딩스는 2012년 자회사로부터 배당금과 기타 수익으로 248억원을 수취하였고, 55억원의 비용을 인식하여, 별도기준 영업이익은 193억원을 기록하였다. 이는 2011년 별도 영업이익 394억원에 비하여 급감한 수준인데, 골드윈코리아의 이익 감소 영향이 가장 큰 것으로 판단된다.

한편, 동사는 자사주 14.9%를 보유하고 있다.

영원무역홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	영원무역	54.9%	10,290
비상장자회사	골드윈코리아 (주 1)	59.3%	2,544
	KEPZ (주 2)	100%	18
지분가치	합계 (1)		12,852
현금흐름	2012년 별도 영업이익 193 억원 x 20 배		3,860
	(1)과 (2)의 평균		8,356
기타	순차입금		-110
NAV	합계		8,246
주당가치	자사주 제외한 보통주 1160.5만주 기준		71,056

자료: 키움증권 추정, 주: 1) 골드윈코리아 2012년 P/E 10배 적용, 2) 장부가 적용

SBS미디어홀딩스 (8,000억원) - 콘텐츠 확장성은 우수, 현금흐름 가치 대비해서 고평가

SBS미디어홀딩스는 SBS, SBS콘텐츠허브 2개의 상장회사와 SBS플러스 등 비상장회사 7개를 자회사로 두고 있다. 2012년말 자회사 가치의 장부가 합계는 4,922억원이며, 이 중 58%는 SBS가 차지하고 있다. SBS그룹은 방송콘텐츠를 기반으로 생산→공급→재판매로 부가가치를 높이고 있으며, 인터넷/모바일/IPTV로 One Source Multi Use를 통한 부가가치가 증대되고 있다. 또한 한류 열풍에 힘입어 해외로 판권 판매가 증가하고 있어 성장성이 돋보이고 있다.

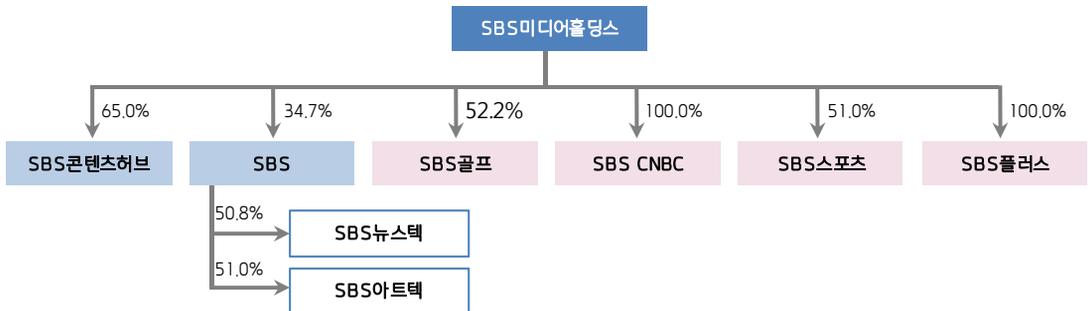
SBS미디어홀딩스의 2012년 별도 영업수익은 178억원(배당수익 109억원+사업수익 61억원+기타)이며, 영업비용은 84억원으로 영업이익은 87억원을 기록하였다.

SBS자회사 2012년말 재무 현황 (단위: 억원)

항목	영업수익	당기순이익	순자산
SBS	7,571	289	5,490
SBS 콘텐츠허브	1,930	217	1,291
SBS 플러스	864	110	1,437
SBS 골프	448	2	421
SBS 스포츠	498	-1	163
SBS 비즈니스네트웍	86	-25	-28
SBS 바이아컴	154	-20	29
SBS Internat'l	193	21	86
합계	11,861	593	8,889

자료: 키움증권 추정

SBS미디어홀딩스 자회사 지분구조 (단위: %, 억원)



자료: SBS

SBS미디어홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	SBS	34.7%	2,995
	SBS 콘텐츠허브	65.0%	2,142
비상장자회사	SBS 플러스 (P/E 15 배)	100%	1,650
	기타 방송사 (장부가)		1,379
지분가치	합계 (1)		8,166
현금흐름	2012년 별도 영업이익 (87 억원) * 30 배 (2)		2,610
	(1)과 (2)의 평균		5,388
기타	순현금		188
	투자부동산		55
NAV	합계		5,631
주당가치	자사주 없으며, 보통주 13,990 만주 기준		4,025

자료: 키움증권 추정

삼양홀딩스 (6,000억원) - 음식료 자회사 가치 부각 중, 화학부문 적자 해소 필요

동사는 삼양사, 삼양제넥스, 휴비스 등을 보유하고 있는 지주회사이다.

삼양홀딩스는 자체로 무역사업부문이 있으며, 설탕, TPA, 폴리에스테르 단섬유, 전분 등이 주요 수출 품목이다.

음식료 중간재 자회사

- ◎ 삼양사는 설탕 제조사이며, CJ제일제당, 대한제당과 경쟁하고 있다. (국내 M/S 32%)
원재료는 호주, 과테말라, 태국 등에서 수입한다.
- ◎ 삼양제넥스는 전분당(물엿, 과당, 포도당)을 생산하는 중간재 업체이며, 경쟁사는 대상, CJ제일제당 등이다. (국내 M/S 29%), 2012년 매출액 4221억원, 영업이익 175억을 기록했다.
삼양제넥스는 투자부문 (장부가 1,632억원)을 삼양홀딩스에 이양했고, 순현금은 756억원이 남게 되었다. 삼양제넥스의 주식수는 분할전 299만주에서 분할후 190만주로 감소했다.
전분당은 음식료 이외에 제지, 골판지 접착제, 제약 등에 광범위하게 사용되고 있다.
- ◎ 삼양밀맥스는 제분업체이며, 경쟁사는 CJ제일제당, 대한제분, 한국제분, 동아원, 대선제분, 영남제분 등이다. (국내 M/S 9%) 제분시장은 시장 성장률이 정체되고 있다.
- ◎ 삼양웰푸드는 마가린, 쇼트닝, 식용유 등 유지제품을 생산하는 중간재 업체이며, 롯데삼강, 오투기, 웰가 등의 업체와 경쟁하고 있다. (국내 M/S 26%) 주요 제과제빵업체가 고객사이다.

화학 자회사

- ◎ 삼양사는 삼양화성에서 생산하는 폴리카보네이트를 재판매하거나 컴파운드(국내 M/S 28%) 생산의 원료로 사용하고, PBT(폴리부틸렌 테레프탈레이트)를 생산하여 판매하고 있다
- ◎ 휴비스는 폴리에스테르(PET)업체이다. 휴비스의 PET Bottle 국내 M/S는 14%이며 단섬유 M/S는 27%이다.
- ◎ 삼남석유화학은 폴리에스테르의 원재료가 되는 TPA(연산 180만톤)를 생산하며(국내 M/S 27%), 중국 등의 공급증가가 심화되어 실적이 부진하다.
- ◎ 삼양이노켄은 BPA를 2010년부터 생산하고 있으며(국내 M/S 10%), BPA는 PC(폴리카보네이트) 및 에폭시수지의 원재료로 사용된다. 2012년 1818억원 매출액, 263억원 적자를 기록했다.
- ◎ 삼양화성은 PC(폴리카보네이트) 레진을 생산한다. (국내 M/S 21%)
삼양EP헝가리는 엔지니어링플라스틱을 생산한다.

바이오 자회사

- ◎ 삼양바이오팜은 수술용 봉합사를 생산하며, 보건복지부에서 인증하는 혁신형 제약기업으로 선정되었다.
- ◎ 삼양제넥스바이오는 유럽GMP를 통과한 설비에서 항암제 원료를 생산하는 업체이다.

삼양홀딩스의 연결기준 손익 산업별 (2012년 3분기 기준)

구분	식품	화학	무역	기타	연결제거	합계
매출액	7,485	2,722	2,413	1,159	-1,202	12,576
부문손익	442	-154	37	122	-72	375
지분법손익						424
미배분손익						718
연결세전이익						1517

자료: 삼양홀딩스 2012년 3분기 분기보고서

삼양홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가	
상장자회사	삼양사	60.9%	1,285	
	삼양제넥스	48.6%	782	
	휴비스	25.5%	1,091	
	삼양엔텍	68.1%	164	
	삼양데이터	100%	95	
	삼양밀맥스	94.3%	950	
	삼양웰푸드	100%	486	
	세븐스프링스	85%	71	
	삼양푸드앤다이닝	100%	55	
	비상장 자회사	삼양이노켄	80%	286
비상장 자회사	삼양바이오팜	100%	1013	
	삼양제넥스바이오	100%	833	
	삼양공정소료상해유한공사	100%	73	
	진황도삼양제넥스식품유한회사	100%	207	
	PT 삼양 헝가리	70%	208	
	삼양 EMS	100%	72	
	SK 건설	0.4%	32	
	경방	7.6%	161	
	기타 지분	삼남석유화학	40%	968
	삼양화성	50%	319	
기타 지분	경원건설	12.2%	145	
	기타		20	
지분가치	합계 (1)		9,318	
현금흐름	2012년 배당금수량액(46 억원) * 20 배 (2)		920	
	(1)과 (2)의 평균		5,119	
영업가치	무역 부문 (매출액 약 3400 억원, 영업이익 약 50 억원)		500	
기타	순차입금		-822	
	투자부동산		1,761	
NAV	합계		6,558	
주당가치	자사주 제외 보통주 817만주 기준		80,269	

자료: 키움증권 추정, 주: 1) 선바이오텍 P/E 20배 적용, 2) 한국후디팜 P/E 15배 적용, 3) 장부가 적용

농심홀딩스 (3,300억원) - 울촌화학의 성장성과 농심 라면의 점유율 회복 수혜

농심홀딩스는 농심 32.7%, 울촌화학 40.3%의 상장사 지분을 보유하고 있으며, 태경농산(농축산물 가공판매, 2012년 순이익 101억원) 등의 비상장 자회사를 거느리고 있다.

농심은 국내 라면 시장 점유율 65%에 달하는 독점적 지위 업체이며, 최근 윤민수 아들 후가 출연하는 '아빠 어디가~'에서 "짜빠구리=짜파게티+너구리"가 인기를 끌면서 벤조피렌 이슈와 삼다수의 판매 중단으로 인한 성장성 둔화 우려를 불식시켰고, 완만한 주가 상승을 기록하고 있다.

울촌화학은 농심 라면, 과자 봉지 포장지와 골판지 등의 주요 공급업체이다. 동사는 이외에도 필름과 전자재료 부문에도 영역을 넓히고 있는데, 필름사업부는 BOPP, CPP, PP수축필름을 생산한다.

동사의 BOPP CAPA는 기존 1300톤/월에서 2013년 5월 3400톤/월로 급증하는 투자를 완료했으며, 2013년 필름사업부의 매출액은 1100억원에 달할 전망이다.

전자소재는 제일모직, LGD 등에 보호필름을 납품하고, 2차전지용 셀파우치 등 신규제품을 개발하고 있으며, 울촌화학의 전자재료 매출액은 2013년 1300억원에 달할 전망이다.

이러한 전자재료와 필름사업부문의 성장에 힘입어 동사의 매출액은 2010년 3400억원, 2011년 3800억원, 2012년 4057억원, 2013년 4800억원으로 성장할 전망이다.

농심홀딩스는 2012년 자회사로부터 배당금수익 200억원(농심 80억원, 울촌화학 50억원, 태경농산 62억원 등)을 수취하였다.

농심홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	농심	32.7%	6,335
	울촌화학	40.0%	1,130
	태경농산	100%	609
비상장 자회사	농심엔지니어링	100%	46
	농심기획	50%	37
	농심개발	97%	332
지분가치	합계 (1)		8,489
현금흐름	2012년 배당금수익 * 15 배 (2)		3,000
	(1)과 (2)의 평균		5,745
기타	순차입금		-555
NAV	합계		5,190
주당가치	자사주 없으며, 보통주 464만주 기준		111,843

자료: 키움증권 추정

대웅 (3,300억원) - 대웅제약과 대웅바이오를 싸게 매수할 수 있는 방법

동사는 대웅제약 지분 40.5%를 보유하고 있으며, 대웅바이오 지분 100%, 알피코프 지분 64.8% 지분을 보유한 제약/바이오 지주회사이다.

자회사 대웅제약은 상위 제약 업체 대비 밸류에이션 저평가를 바탕으로 꾸준한 주가 상승을 보이고 있다. 대웅제약의 할인 요인은 1) 낮은 수출 비중, 2) 신약 파이프라인 취약 때문이다.

대웅제약은 2012년 6,646억원의 매출을 기록하여 업계 4위를 기록했으며, 영업이익 378억원, 당기순이익은 346억원을 기록했다.

최근 리베이트 규제 등 영업환경이 변화되고 있어 오리지널 의약품이 많이 보유한 동사에게 가격 경쟁력 및 수요 측면에서 상대적으로 유리한 영업환경이 조성되고 있다.

대웅제약은 매출 100억원 이상의 블록버스터급 제품을 15개 보유하여 국내 제약사 중 최고 수준이다. 대표 제품으로는 우루사(이상, 2012년 매출액 582억원), 글리아틴(670억원), 알비스(592억원), 올메텍(고혈압치료제, 749억원), 클리아티린(뇌기능장애), 가스모틴(위장관운동 촉진제)이 있다. 이 중 자체개발 제품인 우루사(간기능개선제)의 경우 국내 간장보조제 시장을 선점해 안정적인 매출성장에 크게 기여하고 있다. 반면, 올메텍이 2013년 9월 특허만료를 앞두고 있는데, 동사는 세비카 등 제네릭 제품을 출시할 계획으로 시장 점유율 하락을 어느정도 방어할 계획이다.

대웅바이오는 원료의약품 생산업체로 2012년 매출액 1386억원, 당기순이익 107억원을 기록한 우량한 자회사이며, 알피코프도 매출액 827억원, 당기순이익 52억원을 기록하였다.

대웅 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	대웅제약	40.5%	2,957
	대웅바이오 (주 2)	100%	2,140
	알피코프 (주 2)	64.5%	671
	대웅생명과학 (주 1)	76.8%	36
	대웅경영개발원 (주 1)	70.0%	8
비상장 자회사	대웅개발 (주 1)	100%	309
	산웅개발 (주 1)	100%	11
	산웅엔지니어링 (주 1)	61.8%	0.4
	HR 그룹 (주 1)	51.2%	11
	기타 (주 1)		21
	합계 (1)		6,489
현금흐름 가치	2012년 E 별도 영업이익 (120억) * 20배		2,408
지분가치 계	1)과 2)의 평균		4,448
기타	순현금		261
	투자부동산		107
NAV	합계		4,816
주당가치	자사주 제외한 보통주 842만주 기준		57,197

자료: 키움증권 추정, 주 1): 장부가 적용, 2): 2012년 순이익 x 20배 적용

대상홀딩스 (3,100억원) - 대상 실적의 성장을 저렴하게 매수할 수 있는 방법

대상홀딩스는 상장사인 대상 지분 38%와 대상정보통신, 상암커뮤니케이션, 동서건설, 해외 자회사 등을 거느리고 있다.

2012년 이후 대상의 주가 상승세가 눈부시다. 대상은 기존에 소재식품회사였으나 가공식품 매출비중이 70%대로 상승하면서 커지면서 종합식품회사로 성장하고 있다. 제품포트폴리오를 보면 청정원, 순창, 맛선생, 국선생, 종가집김치, 흥초, 복음자리, 초록마을, 베스트코 등 브랜드인지도가 높고 프리미엄으로 포지셔닝에 성공하였다.

향후 1~2인 가구의 증가가 예상된다. 이는 동사의 가공식품 부문의 중장기 사업전망에 긍정적인 전망이며, 동남아시아에서 MSG(조미료)의 수요가 증가하는 것도 우호적이다.

대상은 2010~2012년 연평균 15~19%의 높은 매출액 성장성을 보이고 있으며, 이로써 2012년 연결 매출액 2.5조원, 영업이익 1324억원을 기록하였다. 2013년에도 고성장을 이어가 매출액 2.7조원, 영업이익 1600억원을 기록할 것으로 전망된다.

대상홀딩스의 기타 자회사는 지난해 모두 흑자를 기록하였다. 자회사의 당기순이익은 다음과 같다. 대상정보기술(SI업체) 11억원, 상암커뮤니케이션(광고제작 대행) 14억원, 동서건설(토목시설) 18억원, 엠플러스사모(건물임대업) 54억원, 뉴욕골프(골프장) 2천만원, 초록마을(유기농프렌차이즈) 26억원. 이에 따라 대상홀딩스의 기업가치 산출에서 대상을 제외한 자회사는 장부가를 그대로 적용하고자 한다.

대상홀딩스는 2012년 자회사로부터 배당금수익(57억원)+브랜드로열티(23억원)-영업비용(47억원)으로 약 32억원의 별도영업이익을 기록했다.

대상홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	대상	38%	4,681
	대상정보기술	100%	133
	상암커뮤니케이션	100%	198
	동서건설	100%	179
	엠플러스사모부동산신탁	60%	478
	초록마을	69%	144
	뉴욕골프	100%	165
기타			356
지분가치	합계 (1)		6,334
현금흐름	2012년 별도영업이익 x 30 배		960
	(1)과 (2)의 평균		3,647
기타	우선주		-35
	순현금		455
NAV	합계		4,067
주당가치	자사주 제외한 보통주 3621 만주 기준		11,232

자료: 키움증권 추정

한국콜마홀딩스 (2,700억원) - 한국콜마도 고평가이고, 한국콜마홀딩스는 더욱 고평가

한국콜마는 2012년 기업 분할과 지분 스왑을 통해 대주주의 지분율을 54%로 높였고, 한국콜마(사업회사)의 지분을 20.2% 보유하는 지주회사 체제를 갖췄다.

한국콜마홀딩스는 한국콜마 이외에 선바이오텍 67.4%(장부가 39억)와 CNI개발 77.9%(장부가 54억), 콜마파마 91.9%(장부가 88억)등을 소유하고 있다.

한국콜마는 한국과 국제 CGMP(cosmetic good manufacturing practices)를 모두 통과한 업체이며, 화장품과 제약이 매출액에서 각각 7:3의 비중을 차지하고 있다. 한국콜마의 국내법인은 화장품 2500억원, 제약 1000억원을 생산할 수 있는 능력을 갖고 있으며, 화장품 생산능력을 1000억원 가량 증가시킬 계획이다.

2011년 가동 시작한 북경콜마(한국콜마 지분율 100%)의 생산 능력은 2012년 300억원에서 두배로 증가시킬 계획이다. (2012년 북경콜마 매출액 50억원, 순손실 5억원, 2013년 매출액 70~100억원, BEP 목표) 그리고 2014년에는 광저우에서 화장품OEM 공장인수를 준비중으로 코스맥스에는 다소 뒤쳐졌지만, 점차 중국법인의 실적기여도 점차 높아질 전망이다.

한국콜마는 2012년 영업이익 151억원, 순이익 117억원을 기록했고, 2013년 영업이익 290억원, 순이익 190억원을 기록할 것으로 기대되고 있다.

이러한 성장성에 대한 기대감이 반영되며, 한국콜마의 주가는 2013년 예상 실적 대비 P/E 34배에 거래되고 있는데, 다소 과도한 밸류에이션 프리미엄이라고 판단된다.

선바이오텍은 한국콜마와 한국원자력연구원과 공동출자(한국콜마홀딩스가 67.4%, 원자력연구원이 21.4%)로 설립된 기업이며, 2012년 매출액 405억원, 순이익 74억원을 기록한 건강기능식품/화장품 제조업체이다. 선바이오텍은 한국콜마(사업회사)와 합병을 준비중이며, 이를 통해 한국콜마홀딩스의 한국콜마에 대한 지분율을 높일 계획이다.

한편, 한국콜마홀딩스의 순차입금 120억원 수준이다.

한국콜마홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	한국콜마	20.2%	1,324
	선바이오텍 (주 1)	67.4%	998
비상장 자회사	한국 후디팜 (주 2)	28.4%	47
	콜마파마	77.9%	88
	CNI 개발	91.9%	54
지분가치	합계		2,511
기타	순차입금		-125
	투자부동산		95
NAV	합계		2,481
주당가치	자사주 제외 보통주 1629만주 기준		15,137

자료: 키움증권 추정, 주: 1) 선바이오텍 P/E 20배 적용, 2) 한국후디팜 P/E 15배 적용, 3) 장부가 적용

사조산업 (2,500억원) - 엔저 역효과로 실적 부진, 현주가 고평가 상태

사조산업은 지주회사는 아니지만, 상장 자회사 3개 (사조씨푸드, 사조해표, 사조대림)을 보유하고 있다.

사조산업은 남태평양, 인도양 등지에 선박 39척으로 참치 조업을 하고 있고, 북태평양에 트롤선 1척을 영위하고 있다. 그의 육가공업, 냉장창고업, 참치통조림, 장류(순창)제조, 구이김 등의 판매업을 영위하고 있다. 이머징 국가 소득 증가로 참치 소비가 견조하게 증가할 것으로 기대되고 있었다. 그러나 엔저로 인해 전세계 횡감용 참치 수요의 90%를 차지하는 일본으로의 참치 수출이 채산성이 낮아졌고, 국내 횡감용 참치 단가도 4% 하락했다.

한편 동사는 참치독항 M/S 26%, 참치선망 M/S 11%, 원양트롤 M/S 3%를 차지하고 있다.

사조산업의 2012년 매출액은 4433억원, 영업이익 130억원, 순이익 167억원을 기록하였다. 순이익이 영업이익을 초과한 것은 약 200억원에 달하는 투자자산(사조씨푸드), 유형자산(중고선) 처분이익이 잡혔기 때문이다. 만약 차입금에 대한 순이자비용 64억원을 감안한다면 지난해 순이익은 100억원을 크게 하회했을 것으로 판단한다.

한편, 동사는 전국(경기도 하남시 등)에 약 40만평의 토지를 보유하고 있어 자산주로 부각받을 수 있겠다. (장부가 1554억)

사조산업 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	사조씨푸드	65.0%	702
	사조해표	22.3%	152
	사조대림	35.4%	278
비상장자회사	동화 농산	100%	64
	부국 사료	40%	119
	사조 인티그레이션	25%	60
	기타		265
지분가치	합계 (1)		1,640
영업가치	2012년 E 별도 영업이익 * 12 배)		1,560
기타	투자부동산		1554
	순차입금		-2566
NAV	합계		2,188
주당가치	자사주 제외한 보통주 500만주 기준		43,760

자료: 키움증권 추정

한세에스24홀딩스 (2,500억원) - 환율 하락, 면화 상승은 실적에 부정적

한세에스24홀딩스는 YES24 지분 49.8%와 한세실업 지분 41.9%를 보유한 지주회사이다.

한세실업은 베트남, 인도네시아 등에 의류공장을 보유한 ODM, OEM업체이다.

2001년 5월 저렴한 인건비의 노동력을 가진 베트남에 현지법인을 설립했고, 2005년 베트남2법인, 2010년 베트남3법인을 설립하며 빠르게 성장하고 있다. 완성된 니트/우븐 의류는 주로 미국으로 수출하고 있다.

한세실업의 지난해 4분기 실적은 매우 부진하였는데, 이는 동사의 매출에서 니트의류가 차지하는 비중이 80-90%로 매우 높는데, 면화가격이 2012년 10월을 저점으로 약 20% 상승했고, 환율 하락으로 인해 영업이익률이 감소했기 때문이다. 한세실업의 2012년 실적은 매출액 1.07조원, 순이익 514억원이다.

그러나 한세실업의 장기 성장성은 매우 우수하다고 판단한다. 이는 지난해부터는 Zara, H&M에 납품을 시작했고, 2013년부터 유니클로에도 납품할 계획으로 글로벌 3대 SPA(specialty store of retail, private label apparel)브랜드에 모두 납품을 하는 국내 유일의 OEM/ODM업체가 되었기 때문이며, 베트남/인도네시아 등의 최저임금의 상승에도 불구하고 여전히 중국 대비 인건비가 낮고, 미얀마 등 신규 국가로 생산기지를 이전할 경우 이러한 효과가 연속될 수 있을 것이라고 기대되기 때문이다.

에스24는 국내 최대 온라인 도서업체이며, 점유율은 40%이상을 유지하고 있다. 전체 도서시장에서 인터넷서점이 차지하는 비중은 2005년 16%에서 2010년 33%로 증가했고, 앞으로도 인터넷 유통시장과 모바일 다운로드 시장이 오프라인시장규모를 넘어설 것으로 판단한다. 2013년 1월 대구 2물류센터를 가동했고, 도서 이외에 영화, 공연 등 티켓판매를 확대하고 있으며, 전자책 부문에 투자를 늘리고 있어 성장성이 예상된다. 에스24의 2012년 실적은 매출액 3400억원, 순이익 73억원이다.

한세에스24홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	한세실업	41.9%	2,748
	에스 24	49.8%	590
비상장자회사	한세에스 24 베트남	100%	1
	PT 한세에스 24 인도네시아	95%	7
지분가치	합계 (1)		3,346
현금흐름	2012년 별도 영업이익 (26 억원) * 30 배 (2)		780
	(1)과 (2)의 평균		2,063
기타	순차입금		-75
	투자부동산		169
NAV	합계		2,157
주당가치	자사주 없음, 보통주 3,174.8만주 기준		6,794

자료: 키움증권 추정

AK홀딩스 (2,300억원) - 제주항공 지분가치 긍정적이나 현금흐름 대비 싸지 않음

AK홀딩스의 관계회사 포함 2012년말 투자자산규모는 3,240억원이다. 당사는 2012년말 순현금 85억원을 포함하여 순자산은 3,407억원이며, 현재 시가총액 약 2,450억원 기준 P/B는 0.7배 수준으로 저평가이다.

AK홀딩스는 3월 22일 공시를 통해 제주항공 지분을 자회사 AK S&D로부터 92억원에 취득하여 지분율을 34.5%에서 49.9%로 높였다. (지주회사 비상장 기업 지분율 40%이상 의무 충족)

이는 제주항공의 순자산가치를 600억원으로 평가한것으로 지난해 제주항공 실적대비 P/E 11.4배, P/B 1.8배, P/S 0.17배 수준이며, 제주항공의 2012년 매출액이 YoY로 32.4%나 급증하였고, 2013년 매출액도 4,000억원 초증반을 기록할 것으로 전망되며, 국제선 탑승률 개선에 힘입어 순이익도 크게 개선될 전망이다 점을 감안하면, 이번 지분 인수는 적절한 가격에 형성되었다고 판단된다.

다만, 애경그룹의 또다른 지주회사인 애경유지가 2011년말 순자산이 61억원으로 자본금 519억원 대비 자본잠식 상태이고, 애경유지의 주요 자회사인 애경PFV1이 시공사로 참여한 달서AK그랑폴리스 아파트의 입주 실적에 따라 재무구조 개선이 가능하여, AK홀딩스나 자회사의 재무적인 지원이 있을 수 있다는 불확실성이 있다.

AK홀딩스 주요 자회사 2012년 실적 (단위: 억원)

자회사명	지분율	매출액	순이익	순자산	순자산 지분 가치
AKS&D(백화점)	47.5%	3,102	-266	1,343	638
AM플러스자산(시행사)	57.1%	234	35	646	369
제주항공(저가항공)	49.9%	3,412	59	327	163
애경산업(생활용품)	20.2%	3,422	32	793	160
애경유화	44.5%	3,205	52	1,304	675
애경화학	40.2%	2,486	126	817	328
AK캠텍	52.4%	4,008	184	1,108	581
연결 실적, 합계					2,914

자료: AK홀딩스 전자 공시

AK홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	애경유화	44.5%	675
	제주항공 (주 1)	49.9%	673
	AK S&D	47.5%	638
비상장자회사	AM 플러스자산	57.1%	369
	애경산업 (주 2)	20.2%	400
	애경화학	44.5%	328
	AK 캠텍	52.4%	581
지분가치	합계 (1)		3,664
현금흐름	2012년 영업수익 66 억원(주 3) x 20 배		1,320
	(1)과 (2)의 평균		2,492
NAV	합계		2,492
주당가치	자사주 제외한 보통주 1089.8 만주 기준		22,867

자료: 키움증권 추정

주 1) 제주항공 2013년 매출액에 PSR 0.3배 적용, 애경산업 2013년 예상 실적에 P/E 20배 적용

주 2) 향후 AK홀딩스가 자회사로부터 브랜드로열티를 매출액의 0.2%를 추취할 경우 40억원 수익, 2012년 배당수익 26억 합산

이지바이오 (2,270억원) - 농산물가격과 돼지고기가격 폭락으로 agriflation 기대는 과도
 이지바이오는 자체 사업으로 사료와 사료첨가제를 하고 있으며, 이지바이오 본사의 국내 사료 시장 점유율은 7.0%이다. 동사의 효소복합제 엔도파워, 리퍼돌이 미국/중남미/아시아로 수출되고 있다. 2012년 본사의 영업이익은 205억원으로 2011년 136억원 대비 급증하였다.

이지바이오의 주요 자회사는 다음과 같다.

- ◎ 양돈 양계: 마니커, 성화식품, 가족농장
- ◎ 육가공: 팜스토리
- ◎ 가축 백신: 옵티팜솔루션 - 2014년 상장 진행
- ◎ 사료: 이지팜스 (삼양사에서 사료업체 인수, 이지바이오와 합산시 시장점유율 9%)
- ◎ 쌀(서산), 옥수수등 사료(러시아) 등 곡물농장

이지바이오는 원재료인 곡물(옥수수, 대두)가격의 변동에 수익성이 민감하게 움직이며, 원화가 강세일 경우 손해이다. 올해 북미 곡물 작황이 안정적인 전망이며, 국제 곡물가격도 하향추세이고, 원화도 당분간 큰폭의 약세전환할 가능성이 낮기 때문에 이지바이오의 수익성에는 도움이 될 전망이다. 그리고 동사는 연해주에서 직접 곡물 경작도 하고 있기 때문에 원가를 통제도 가능하다. (2013년 3월 22일 러시아 연해주에서 옥수수 3100만톤 첫 반입함)

국내 사료시장 규모는 4.5조원이며, 사료 첨가제는 사료의 효율성을 높이는 역할을 한다.

동사의 자회사 마니커와 성화농장등이 생산하는 닭고기는 전년비 5% 상승했으나, 돼지고기는 40%이상 폭락했다. 이로인해 마니커는 2012년 매출액 3600억원에 209억원의 적자를 기록했다. 반면 팜스토리는 2012년 매출액 4625억원, 순이익 151억원을 기록하였다.

이지바이오 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	마니커	23.4%	110
	팜스토리 (주 1)	60.1%	1,362
	농업회사 우리손	90%	452
비상장 자회사	이지삼양팜스	100%	101
	옵티팜	48.4%	28
	성화식품	100%	188
	지분가치 합계 1)		2,241
관계기업 투자손익	2012년 투자손익 * 10 배 2)		-844
지분가치	1)과 2)의 평균		700
영업가치	2012년 영업이익 * 12 배		2,464
기타	순차입금		-853
NAV	합계		2,311
주당가치	자사주 없으며, 보통주 4,698만주 기준		4,918

자료: 키움증권 추정, 주1: P/E 15배 적용

풀무원홀딩스 (2,100억원) - 모든 자회사가 비상장, 인구구조 변화에 장기적 수혜

풀무원홀딩스는 자회사가 모두 비상장 기업으로 double counting 이슈가 전혀 없으며, 대부분 지분율이 100%에 육박하고 있기 때문에 사실상 자체 사업이라고 할 수 있다.

풀무원홀딩스의 영업수익은 경영관리fee 439억원과 배당/기타수익 95억원 등 534억원을 기록했고, 362억원의 영업비용을 제외하면 171억원의 별도기준 영업이익을 기록하였다.

핵심 자회사 풀무원식품은 비상장사이며, 두부(49%: 이상 국내 시장 점유율), 콩나물(47%), 생면(34%) 시장 1위 업체이며, 계란과 김치도 생산한다.

각 제품별 매출액은 두부(1,988억), 콩나물/계란(1064억), 김치/장/절임(1818억), 생라면(802억)이다. 풀무원건강생활은 녹즙(신선음료)와 20여종의 건강기능/화장품 및 이유식 제품을 방문판매 사업을 하고 있다.

이씨엠디는 푸드서비스(위탁급식, 휴양리조트 컨세션, 이동급식) 사업을 영위하고 있다.

푸드머스는 식자재 유통업을 영위하고 있다.

전반적으로 자회사들이 1~2인 가구 증가에 따른 가공식품/외식 수요 증가의 수혜를 받을 수 있고, 국산 청정제품 브랜드 이미지로 제품 프리미엄도 잘 되어 있다는 점이 매력적이다.

풀무원홀딩스의 손익 자회사 및 산업별 (2012년말 기준)

자회사명	풀무원식품 등	이씨엠디	푸드머스		풀무원건강생활		순매출
산업구분	식품	급식	식자재	물류	건강기능	해외 및 기타	
매출액	5,637	2,958	3,470	137	983	1,375	14,579
매출비중	39%	20%	24%	1%	7%	9%	
영업이익	159	52	37	62	75	-216	348
EBITDA	325	143	59	123	113	-134	833
EBITDA비중	39%	17%	7%	15%	14%	-16%	
순자산	3,377	459	203	625	400	1,020	7,633
순자산비중	44%	6%	3%	8%	5%	13%	

자료: 풀무원홀딩스 2012년 3분기 분기보고서

풀무원홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
비상장 자회사	풀무원식품 (주 1)	75.8%	1,940
	풀무원건강생활 (주 2)	100%	756
	이씨엠디 (주 2)	100%	826
	푸드머스 (주 1)	100%	200
	로하스아카데미 (주 2)	100%	63
	씨디스어소시에이치 (주 1)	100%	8
	풀무원생물 (주 1)	49%	145
	힐리언스 (주 1)	25.5%	19
	풀무원다농 (주 1)	50 [^]	147
자분가치	합계 (1)		4,104
기타 가치	투자부동산		75
	순차입금		-1,333
NAV	합계		2,846
주당가치	자사주 제외한 보통주 377만주 기준		75,491

자료: 키움증권 추정, 주 1) 장부가 적용, 2) 2012년 순익 x 20배 적용

하림홀딩스 (1,960억원) - 비상장 농수산 홈쇼핑을 대신 매수할 수 있는 방법

하림홀딩스는 NS홈쇼핑(농수산홈쇼핑) 지분 40.7%를 소유하고 있으며, 그 외 에코캐피탈, 주원산오리 그린바이오텍, 한강씨엠 등의 비상장자회사를 거느리고 있다.

동사의 NS홈쇼핑에 대한 지분율은 제일홀딩스, 선진지주로부터의 현물출자로 인해 지분율이 지난해 19.9%에서 2013년 3월 27일 40.7%로 증가하였다.

NS홈쇼핑은 국내 홈쇼핑 업체 중 시장점유율 약 10%이며, 2012년 매출액 3422억원 매출과 499억원의 당기순이익을 기록하였다.

상장되어 있는 CJ오쇼핑, 현대홈쇼핑, GS홈쇼핑 등이 2012년 실적 대비 평균 13.1배에 거래되는 점을 감안하면 NS홈쇼핑의 상장시 가치는 6,537억원에 달하는 것으로 판단된다.

참고로 NS홈쇼핑은 장외에서 2,274억원에 거래되고 있다.

하림홀딩스는 자회사가 전부 비상장이므로, double counting 이슈가 없으며, 따라서 비상장 자회사에 대하여 적정시가총액과 2012년말 장부가의 평균가치를 그대로 적용하고, 연간 4억원에 불과한 현금흐름에 기반한 가치는 평가에서 제외하기로 한다.

동사는 2012년말 356억원의 순현금을 보유하고 있으며, sum of the parts value가 3,209억원에 달하여 주당 7,886원의 가치가 산출되었다.

하림홀딩스 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
비상장자회사 지분가치	NS 홈쇼핑 (주 1)	40.7%	2,660
	에코캐피탈	33.3%	150
	주원산오리	70.0%	385
	한강씨엠	83.7%	214
	그린바이오텍	100%	343
	기타		132
	합계 (1)		3,884
비상장 자회사	장부가 (2)		1,771
지분가치	1)과 2)의 평균		2,828
기타	투자부동산		26
	순현금		356
NAV	합계		3,209
주당가치	자사주 제외한 보통주 4,069만주 기준		7,886

자료: 키움증권 추정, 주: 상장되어 있는 홈쇼핑 3사 평균 P/E 13배 적용

KG케미칼(1,440억원) - 전자결제 및 에너지 사업 성장성 우수하나, 재무구조는 열악하다
 당사는 과거 경기화학이 사명으로, 비료사업을 영위하고 있다. 당사의 국내 비료시장 점유율은 10.7%이며, 매출액은 1000억원 수준이다. 그 외 당사는 수처리제, 향만물류 사업 등도 영위하고 있다. 다만, 수익성은 판매단가 하락과 원재료가격 상승으로 2012년 11.3억원 영업적자를 기록하여 부진하다.

KG케미칼은 전자상거래 시장의 성장성을 주목하여 (온라인 전자상거래 시장은 매년 20%이상 성장) 2011년 KG이니시스를 인수하였고, KG이니시스를 통해 KG모빌리언스를 소유하고 있다.

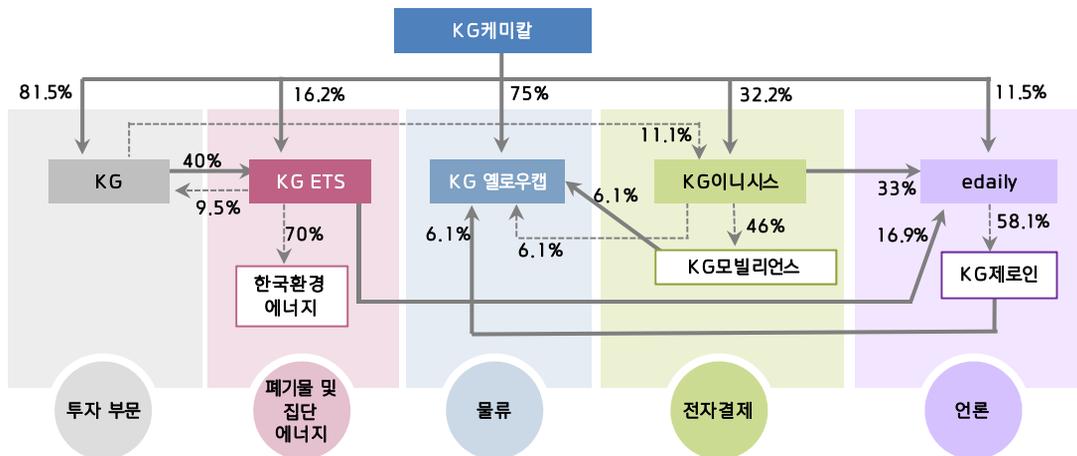
KG이니시스는 국내 최대 전자결제업체로 온라인 신용카드 PG(Payment gateway)시장에서 1위(국내 M/S 35%)를 차지하고 있으며, 모바일 결제 시장 확대로 수혜를 받고 있다. 당사의 경쟁사는 LG유플러스, 한국사이버결제이다.

KG이니시스의 2012년 매출액은 2,194억원, 영업이익 155억원으로 각각 전년비 21%, 17% 성장했다. 또한 KG모빌리언스는 다날과 함께 국내 휴대폰 결제시장의 90%이상을 독점하고 있다.

기타 자회사로는 온라인/오프라인 뉴스 매체인 edaily, 택배/물류업을 하고 있는 KG옐로우캡, 집단에너지(스팀, 전력, 폐기물처리)사업을 하는 KG ETS를 자회사로 두고 있다.

이데일리의 2012년 매출액은 489억원으로 매일경제의 1/4 수준이고, KG ETS는 2012년 매출액 940억원에 영업이익 157억원, 순이익 101억원으로 안정적인 실적을 시현했고 2013년 상반기 중 상장을 준비중이다. 다만, KG옐로우캡은 경쟁심화 등으로 2012년 매출액은 1020억원을 기록했으나, 57억원의 당기순손실을 기록했다.

KG케미칼 그룹의 복잡한 순환출자 구조



자료: 키움증권 정리

KG케미칼 적정주가 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	KG 이니시스	33.2%	1,232
	KG ETS (주 1)	16.2%	243
	KG	81.5%	381
	이데일리	11.5%	75
	KG 옐로우캡	75.0%	87
비상장자회사	기타		10
	지분가치 합계		2,028
영업가치	2012년 EBITDA(14 억원) * 12 배		168
기타	순차입금		-1,737
	매각예정비유동자산		1,010
NAV	합계		1,469
주당가치	자사주 없으며, 보통주 1070만주 기준		13,730

자료: 키움증권 추정, 주: P/E 15배 적용

이상으로 내수 섹터 중소형 지주회사를 정리해 보았다. 4월 중순 경 수출섹터 중소형 지주회사 및 산업재 섹터 중소형 지주회사 분석 자료를 작성할 계획이다. 이에 분석 대상 기업들의 리스트를 미리 공개하고자 한다.

>>> 수출 섹터 지주회사

- 한국타이어홀딩스 - 한국타이어, 아트라스BX의 가치를 최대한 끌어올릴 전망
- 영풍 - 고려아연, 코리아씨키트, 인터플렉스를 싸게 매입할 수 있는 방법
- 휴맥스홀딩스, 아이디스홀딩스, SJM홀딩스

>>> 산업재 섹터 지주회사

- 코오롱 - 코오롱글로벌의 정상화와 코오롱생명과학의 성장성
- 효성 - 하반기 턴어라운드 기대감, 과도한 차입금과 방만한 자회사 관리 해소 필요
- KCC - 무리한 신규사업에서의 손실 처리 마무리, 그러나 현금흐름 개선 필요
- 한솔제지(CSN, PNS) - 취약한 지배구조, 삼성그룹과의 우호적인 관계 수혜
- KAL(대한항공)지주 - 진에어, 한진에너지 가치는 모두 지주사로
- 세아홀딩스 - 세아베스틸의 수익성 악화가 문제
- KC그린홀딩스 - 석탄발전소 설치 증가에 따른 수혜
- 진양홀딩스 - 고배당 매력
- 노루홀딩스 - 노루페인트 수익성 안정적
- 풍산홀딩스 - 국제 구리가격이 반등해야
- 동성홀딩스 - 페타이어 사업 기대감, 멜라닌폼 공장 가동 개시 임박, 화인텍의 실적 호조
- 일진홀딩스 - 전력기기 산업 경쟁 심화, 신규사업 수익성 부진
- KPX홀딩스 - 화학업황 부진에 영향 받고 있음

IV. 주요 비상장 기업 실적 점검

>>> 삼성그룹의 주요 비상장 기업 실적

삼성에버랜드

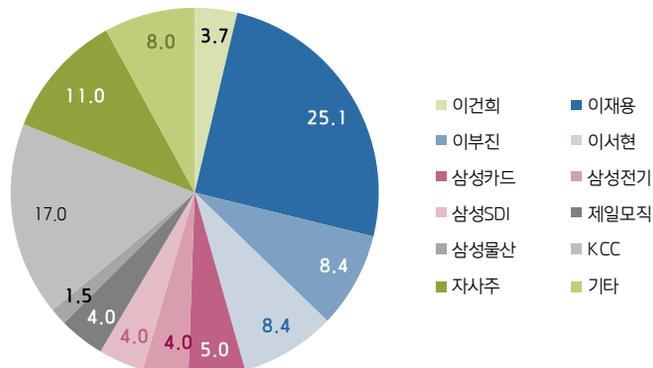
삼성그룹의 실질적인 지주회사이며, 삼성생명의 지분 19.3%를 소유하고 있다. 동사의 주요 사업과 지분구조를 정리하면 다음과 같다.

삼성에버랜드 부문별 실적 Breakdown (2011년 기준) (단위: 십억원)

	E&A (건물관리, 조정, 리모델링)	레저 (에버랜드, 골프장)	FC (캐이더링, 식자재유통)	합계
매출액	1,227	372	1,088	2,687
영업이익	151	28	80	208
EBITDA	157	69	90	269
당기순이익	149	26	80	296
매출액 비중	45.7%	13.8%	40.5%	
영업이익률	12.3%	7.5%	7.4%	
순이익률	12.1%	6.9%	7.4%	

자료: 전자공시, 키움증권 정리

삼성에버랜드 지분구조



자료: 전자공시, 키움증권 정리

삼성에버랜드의 2012년 영업이익, 순이익은 부진하였으나, 동사를 보유한 기업들은 에버랜드의 기업가치를 5.2조원으로 산출하고 있다. 이는 KCC의 2012년말 감사보고서에서 삼성에버랜드에 대한 지분가치(지분율 17.0%)를 8,856억원으로 평가하였다는 점에서 역산한 것이다. KCC는 삼성에버랜드의 적정가치 산출을 위하여 예상현금흐름을 기초로 가중평균자본비용(WACC)을 적용한 현금흐름할인모형(DCF)과 자산가치를 적용한 순자산가치평가법(sum of the parts NAV)의 연속확률분포를 이용하였다고 기술하였다.

삼성에버랜드 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	2,208	176	176	4,322
2011	2,687	208	296	3,774
2012	3,004	133	141	3,805

자료: 삼성에버랜드, 전자공시

삼성코닝정밀소재

삼성전자 등이 필요로하는 LCD글래스를 독점 생산하는 기업이며, 미국의 코닝사와 합작사이다. 주요 주주로는 (코닝 49.4%, 삼성디스플레이 42.6%, 홍석현 7.3% 등)이 있다.

삼성전자는 삼성코닝정밀소재 지분 42.64%를 2012년 삼성디스플레이(삼성전자 85%, 삼성SDI 15%)에 이전하였다.

동사는 LCD시황 악화에 따른 이익 감소에 시달리고 있으며, 배당금도 2010년 3,141억원에서 2011년 1,267억원으로 감소시켰다. 그러나 2012년에는 이익이 급감했음에도 배당금 지급을 2,180억원으로 증대시켰다.

동사는 전망이 불투명한 LCD유리보다는 OLED 부품소재 등으로 연구개발을 집중하고 있다.

삼성코닝정밀소재 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	5,616	3,698	3,399	6,362
2011	4,613	2,707	2,305	7,501
2012	3,245	1,672	1,353	6,649

자료: 삼성코닝정밀유리, 전자공시

삼성종합화학

삼성종합화학은 삼성토탈사의 지분 50%를 보유한 지주회사이다. 삼성토탈은 에틸렌 97만톤, 프로필렌 78만톤, 부타디엔 12만톤, 벤젠 68만톤, PX 70만톤, SM 87만톤, HDPE 17.5만톤, PP 67만톤의 생산능력을 갖고 있는 중형 화학업체이다. 삼성종합화학의 주요 주주는 삼성물산 38.7%, 삼성테크윈 26.5%, 삼성SDI 10.7%, 삼성전기 10.5%, 삼성전자 3.9%이다. 삼성종합화학의 실적은 삼성토탈로부터의 지분법평가이익이 대부분이며, 아로마틱계열 마진이 상대적으로 견조하여 타 화학업체보다 2012년 실적 변동성이 낮았다고 평가된다.

삼성종합화학 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	158	157	150	1,045
2011	181	181	170	1,215
2012	131	131	137	1,350

자료: 삼성종합화학

삼성석유화학

삼성석유화학은 폴리에스테르의 원재료인 PTA(TPA) 생산능력 국내 1위 (200만톤)을 갖추고 있는 기업이다.

2007년 합작사인 BP의 지분을 인수하여 삼성 독자 경영체제를 갖췄다. 현재 주주 구성은 삼성물산 27.3%, 제일모직 21.4%, 삼성전자 13%, 신세계 5.2%이다. 중국 등의 PTA증설 과잉에 따른 제품스프레드 악화로 동사의 실적은 삼성물산 등의 감사보고서를 참고할 경우 2012년 당기순손실을 기록한 것으로 판단된다.

삼성석유화학 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	1,987	239	190	391
2011	2,572	167	136	516
2012	2,223	-107	-74	432

자료: 삼성석유화학, 전자공시

삼성SDS (장외 주가 95,500원, 장외 시가총액 6.9조원)

동사의 매출구성은 SI용역/상품이 55%, 시스템종합관리/아웃소싱이 24%, 교육/기타가 21%를 차지한다. 삼성SDS의 주요 주주로는 삼성전자 21.7%, 삼성물산 18.3%, 삼성전기 8.4%, 이재용 8.8%, 이부진/이서현 4.2%이 있다.

한국의 ICT서비스 시장 규모는 2011년 26.9조원에서 2012년 27.4조원으로 성장하였으며, 삼성SDS의 시장점유율은 2011년 14.8%으로 1위를 기록하였었다.

동사의 2012년 매출액은 6.1조원으로 전년비 28.1%나 급증하였고 순이익도 전년대비 두자리수 성장하였다. 이는 사우디 스마트인프라스트럭처 엔지니어링과 디지털스페이스컨버전스 사업수주가 많았고, 지난해 정부의 대기업 SI사업 참여 제한조치 등 규제를 피하기 위하여 시작한 물류사업을 포함한 해외 지법인의 성과가 매출성장을 견인했기 때문이다.

동사는 향후 본격적인 해외사업 추진을 위하여 권역별 해외 총괄체제를 도입하였고, 건설, 교통IT, 전자정부, 모바일 등 7개 성장산업에 집중되는 사업구조로 재편할 계획이다. 이를 통해 향후 모바일컴퓨팅 환경 에서 성장성이 높은 클라우드컴퓨팅, 빅데이터에 대한 R&D를 강화할 것으로 판단된다.

삼성SDS의 2013년 경영목표는 매출액 7.5조원, 해외 매출비중 40%이다.

삼성SDS 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	4,330	424	328	2,640
2011	4,765	423	333	2,970
2012	6,106	567	407	3,245
1Q12	1,218	72	52	3,014
2Q12	1,455	125	93	3,105
3Q12	1,631	136	91	3,171
4Q12	1,802	234	171	3,245

자료: 삼성SDS, 전자공시, 키움증권 추정

삼성그룹 투자

삼성그룹은 3월 20일 48조원의 투자계획을 발표하였다. 이는 2011년 44조원 투자에 비하여 약 8% 증가한 수준이다. 이 중 시설투자는 32조원, R&D는 16조원이며, 부문별로는 삼성전자의 부품 부문이 25조원을 투자하기로 하였으며, 디스플레이 설비투자에는 8조원(지난해 대비 67% 증가, OLED 6조원, LCD 2조원)를 투입할 계획이다.

삼성그룹 투자 계획 (단위: 조원, 명)

구분	투자 규모	2011	2012	2013
	총 투자	42.8	44.4	48.0
	(부문별)			
	시설	27.9	31.0	32.0
	R&D	12.0	13.0	16.0
	자본투자	2.9	0.4	
투자 규모	(주요 기업별)			
	삼성전자	25.0	35.0	
	삼성전기	1.3	0.6	
	삼성 SDI	0.5	0.8	
	제일모직	1.0	1.1	
	기타	15.0	20.8	
채용 규모		25,100	26,100	26,000

자료: 언론보도, 키움증권 정리

>>> 현대차그룹의 주요 비상장 기업 실적

현대차의 금융 계열사

현대차는 현대캐피탈 (현대차 56.5%), 현대카드(현대차 31.5%, 기아차 11.5%), 현대커머셜 (현대차 50.0%) 등 금융회사의 지분을 보유하고 있으며, 장부가 합계는 1.3조원에 달한다.

현대차의 금융자회사 3사의 2012년 당기순이익은, 현대캐피탈이 5,074억원, 현대카드가 2,386억원이었으며, 현대커머셜이 약 500억원으로 추산되어 상장되었을 경우 P/E 10배를 적용하면, 현대차의 금융자회사 보유지분가치는 3.9조원에 육박하게 된다.

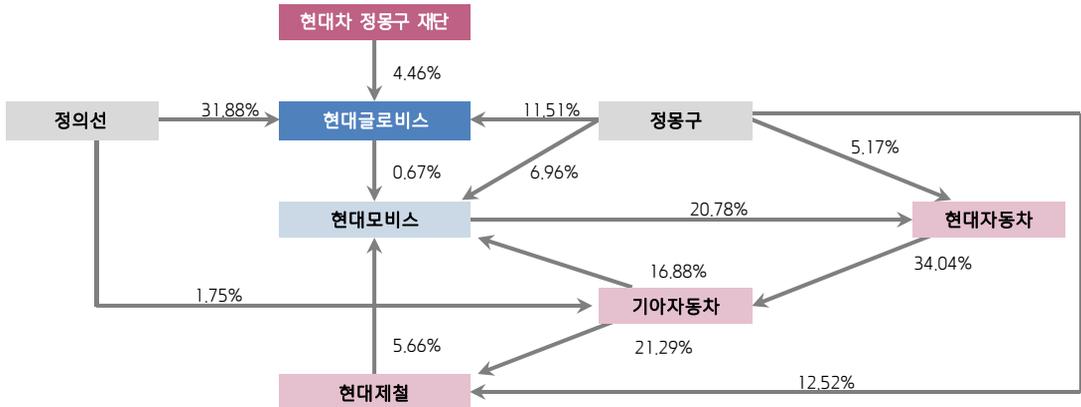
만약 현대차가 금산분리 원칙에 따라 금융계열사를 인적분할하고, 중간지주회사를 설립할 경우 현대차의 시가총액은 1.3~3.9조원이 감소하게 되며, 이에 따라 현대차의 주당기업가치가 더욱 향상될 수 있을 것으로 판단된다.

>>> 순환출자 규제

현대차그룹의 순환출자 구조 해소 방안 연구

박근혜 대통령이 기존 순환출자는 허용키로 했다. 이로써 당장 삼성그룹, 현대차그룹의 순환출자 문제가 당면한 사안은 아니다. 그러나 차기 정권에서는 순환출자에 대한 규제가 나올 수 있고, 경영권 승계를 앞두고 현재의 지배구조에 변화가 불가피한 그룹사의 경우 향후 5년 동안 준비가 필요하다고 판단된다.

현재의 현대차그룹 지배구조



자료: 키움증권

현대차그룹의 순환출자 구조 해소 방안 연구

현대차 그룹의 순환출자 문제를 해결할 수 있는 가장 가능성이 높은 방식은 다음과 같다.

1단계	현대모비스 인적분할	현대모비스를 사업부문과 투자부문으로 분할 한 후 투자부문(예상 시총 5조원)이 현대차를 지배한다
2단계	기아차가 보유하고 있는 현대모비스 순환출자 고리 제거	현대차가 지배하고 있는 기아차는 현대모비스의 최대주주로서 순환출자에 해당된다. 기아차가 보유하고 있는 현대모비스 투자부문의 지분(약 8000억원)을 매각한다.
3단계	정몽구회장과 정의선부회장의 기타 지분과 스왑	기아차가 현대모비스 투자부문의 지분을 매각할 때 정몽구회장이 보유하고 있는 현대제철 지분 12.52%(약 9000억원)와 맞교환한다. 이렇게 되면 기아차의 현대제철에 대한 지분율은 33.8%로 높아지게 되고, 정몽구 회장의 현대모비스 투자부문에 대한 지분율은 23.8%로 높아지게 된다.

이 경우 정몽구회장 → 현대모비스 투자부문 → 현대차 → 기아차 → 현대제철의 지배구조가 완성된다.

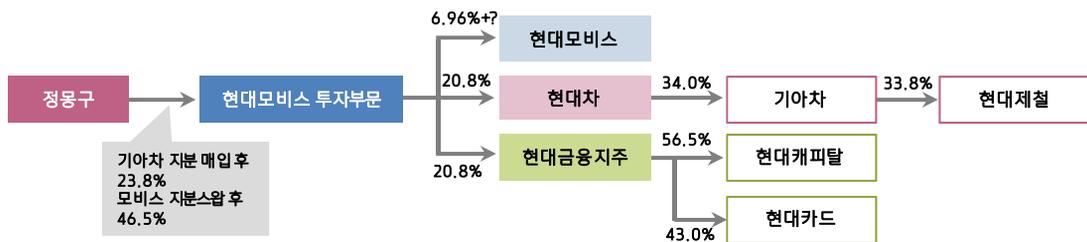
지분 스왑 후 현대차 그룹 지배구조 예상도



자료: 키움증권

현대차그룹은 중장기적으로 복잡한 순환출자 구조와 금융기업에 대한 지배구조를 변화시켜야 하며, 이에 따라 당사에서는 1) 현대모비스의 지주회사체제 전환과 2) 기아차의 현대모비스 지분과 정몽구회장의 현대제철지분의 스왑, 3) 정몽구회장의 현대모비스 지분을 현대모비스투자부문에 현물출자, 4) 현대금융지주회사(중간지주)의 설립을 예상하고 있다.

현대차 지배구조 변화 예상



자료: 키움증권 정리

현대엠코

현대엠코는 정의선 25.1%, 정몽구 10.0%, 현대글로벌비스 25.0%, 기아차 20.0%, 현대모비스 20.0%이 주요 주주인 종합건설회사이다.

현대엠코는 현대제철, 현대하이스코 계열사 공사와 서울 상봉동, 상도동 아파트 등 일부 주택사업 및 토목사업을 영위하고 있다.

동사의 2012년 실적을 살펴보면 매분기 매출액과 이익이 증가하고 있으며, 연간으로는 매출액 3.3조원, 순이익 1650억원을 달성하며 사상 최대의 실적을 기록하였다.

현대엠코 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	1,242	77	67	421
2011	2,301	106	89	443
2012	3,346	217	165	563
1Q12	587	47	42	485
2Q12	734	35	33	518
3Q12	832	42	31	563
4Q12	1,193	93	58	563

자료: 현대엠코, 전자공시

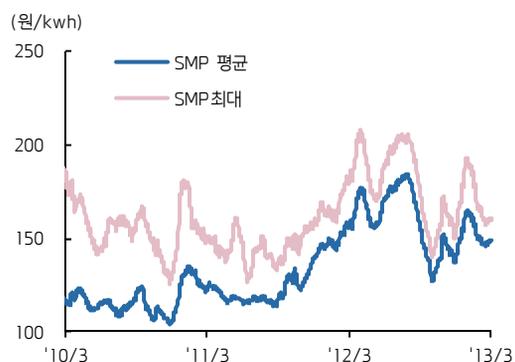
>>> SK의 주요 비상장 기업 실적

SK E&S

당사에서 2013년 3월 11일 발간한 지주회사 리포트 26페이지에 SK E&S의 2012년 실적 전망으로 매출액 5.4조원, 영업이익 8391억원, 순이익 6,293억원으로 추정하였으나, 실제로 발표된 실적은 매출액은 약 5.8조원, 순이익은 6,100억원을 기록하여 매출액은 예상을 상회했으나, 순이익이 기대치를 하회하였다.

이는 지난해 상반기 이후 SMP가 하향되기 시작했고, 한국전력의 민자발전소 수익제한 움직임에 동사의 실적이 일정부분 영향을 받은 것으로 판단된다.

SMP 추이 (30일 이동평균 가격)



자료: 한국전력거래소

오성천연가스발전소 전경



자료: 오성 발전소 직원

그러나 SK E&S가 7,000억원을 투자한 오성복합화력발전(펄팩에너지서비스)가 2013년 3월 21일부터 가동되기 시작하면서 833MW의 발전용량이 추가되었으며, 이에 따라 SK E&S의 발전부문 설비용량은 기존 1.07GW에서 1.9GW로 급증하게 되었으며, 이에 따라 SK E&S의 2013년 순이익은 2012년 대비 증가할 것으로 판단한다. 다만 가동시점이 최초 계획시점인 2013년 1월에서 3월로 지연되면서, 당사의 2013년 실적추정에는 하향 요소가 될 전망이다.

SK E&S 실적 추이 (단위 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	5,059	586	437	1,902
2011	5,503	540	381	1,795
2012	5,776	760	610	2,121
1Q12	2,029	300	224	1,800
2Q12	1,104	207	160	1,960
3Q12	989	165	122	2,024
4Q12	1,654	88	104	2,121

자료: SK E&S (2010년, 2011년, 2012년 4분기 영업이익은 추정)

SK E&S는 4월 1일 공시를 통해 홍콩증시에 상장된 차이나가스홀딩스 지분 16.98%를 1,100억원에 취득하였다고 공시하였으며, 이는 기존에 알려졌던 지분을 11.42%에 비하여 5.5%가량 높은 것으로 중국 도시가스 시장에 대한 SK E&S의 exposure를 높이는 수단으로 판단된다.

참고로, 차이나가스홀딩스는 2011년 매출액 2.7조원, 당기순이익 1,789억원을 기록하였다.

SK E&S 실적 추정 (단위: 억원)

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	57,760	61,992	62,134	69,459	75,039
영업이익	7,601	9,132	8,699	10,036	10,772
당기순이익	6,100	6,849	6,524	7,527	8,079

자료: 키움증권 추정

SK건설 (장외 주가 30,500원, 장외 시가총액 7,207억원)

SK건설은 (주)SK가 40%를 보유하고 있으며, 그 외 SK케미칼(25.4%), 최창원(9.6%)가 주요 주주이다.

동사는 신평사 신용등급 A+를 받고 있으며, 2012년 시공능력평가순위 9위이다.

동사는 적극적인 해외 플랜트 수주활동에 힘입어 2007~2012년 연평균 7조원을 상회하는 신규수주를 기록하였으며, 2012년 매출액이 전년비 17.9% 증가한 7.5조원을 기록하였다.

동사는 2012년말 약 22조원의 수주잔고를 확보하고 있으며, 이를 바탕으로 향후 3년간 최소 7조원 이상의 매출은 유지가능할 전망이다.

공종별 매출비중으로는 토목 12%, 건축 16%, 플랜트 71%로 구성되어 플랜트 중심의 사업포트폴리오가 지속되고 있다. 이 중에는 계열관련 매출도 1조원 수준을 유지하면서 사업의 안정성은 높은 편이다.

SK 건설 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	4,653	239	40	899
2011	6,394	107	85	1,191
2012	7,537	101	10	1,139
1Q12	1,787	23	23	1,214
2Q12	1,905	54	13	1,227
3Q12	1,896	3	(1)	1,252
4Q12	1,949	21	(25)	1,139

자료: SK건설, 전자공시

SK건설의 재무구조는 다소 불안정하여, 순차입금이 1.3조원을 상회하며, PF우발채무는 수도권에만 8,953억원(2012년 3분기말)을 부담하고 있고, 대부분 ABCP를 통해 조달하고 있어 단기 유동성이 취약한 상황이다.

동사의 자본총계가 1.2조원 수준인 점을 감안하면, 동사의 차입 Leverage는 상당히 높은 수준이다.

SK건설이 2011년 이후 수주한 일부 해외 플랜트 공사의 수익성이 다소 낮을 가능성이 있으며, 동사의 주택사업 관련 공사 미수금이 1조원을 상회하는 반면, 대손충당금은 아직 인식을 적게 하여 향후 순자산에 감소 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

따라서 (주)SK가 보유하고 있는 SK건설의 지분에 대하여 P/B 1배를 주는 것은 다소 부담스럽다고 판단한다. 다만, 당사의 지주회사 밸류에이션법은 시가총액 및 장부가를 감안한 청산가치 시나리오와 현금흐름 시나리오의 중간수준을 적용한 것이며, SK건설의 장부가가 (주)SK의 NAV에서 차지하는 비중이 3~4%에 불과하기 때문에 실적 악화에 따른 영향으로 (주)SK의 주가가 하락할 경우 매수 기회로 판단하고 있다.

SK해운

(주)SK는 SK해운 지분 83.1%를 보유하고 있다. 동사는 매출의 절반이상을 원유, LNG, LPG 및 석유제품 운송을 통해 창출하여 타 해운사에 비하여 상대적으로 실적 변동성이 낮은 편이다. 동사의 수익성은 유류비 상승에 따라 영업적자를 기록하고 있으며, 2013년에도 선복량 수급 불균형 지속으로 해운시황 회복을 기대하기 어렵다고 판단된다.

누적된 적자로 동사의 순자산은 2012년말 3,089억원으로 감소하였다.

SK해운은 대규모 선박투자로 인해 2012년 순차입금은 3조원을 상회하고 부채비율이 575%를 기록하며, 해외 법인에 대한 지급보증도 급증하고 있어 재무안정성은 낮은 상황이다.

SK 해운 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	2,409	-33	-85	424
2011	2,445	22	12	427
2012	2,515	1	-83	309

자료: SK해운, 전자공시

SK CHINA

2010년 7월부터 SK차이나를 중심으로 중국사업 체계 재구축하고 있다. SK차이나는 향후 성장 분야인 신에너지, 석유화학, 차세대ICT, 도시개발, 환경사업 등을 중심으로 중국 사업 포트폴리오를 구축하고 관련 투자를 확대해나갈 계획이다. 2011년 9월 2차전지 핵심 소재인 양극전구체 사업 진출을 선언했고, 이를 위해 연산 2천톤 설비를 갖춘 중국 엘리트코니 지분 51%를 인수했다.

>>> LG의 주요 비상장 기업 실적

비상장 자회사 실적 대체로 부진

LG실트론은 반도체용 웨이퍼 가격 하락과 공급과잉으로 인해 실적이 2011년 대비 급감했고, 지난해 4분기에는 약 150억원의 순손실을 기록했다. MRO와 건물관리를 주요사업으로 하는 서브원은 LG트윈타워 리노베이션이 마무리되었고, 매출액의 70%를 차지하는 MRO사업은 정부의 규제로 인해 외형 성장이 어렵다고 판단된다. 그러나 LG CNS가 삼성SDS와 마찬가지로 4분기에 실적 서프라이즈를 내면서 LG의 비상장 자회사 가치 훼손을 방어하였다.

LG Siltron (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	1,027	147	108	516
2011	1,152	135	95	592
2012	1,067	67	19	570
1Q12	260	18	16	
2Q12	286	31	12	
3Q12	280	18	7	598
4Q12	242	-7	-15	570

자료: LG실트론

LG CNS (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	2,807	150	114	613
2011	3,191	122	49	627
2012	3,249	137	87	692
1Q12	519	-18	-28	
2Q12	777	7	0	
3Q12	688	13	7	584
4Q12	1,265	137	108	692

자료: LG CNS

LG 서브원 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	3,848	181	129	432
2011	4,603	185	116	507
2012	4,379	174	113	572
1Q12	947	33	23	
2Q12	1,152	53	36	
3Q12	1,102	32	19	538
4Q12	1,178	56	35	562

자료: LG

LG MMA (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	563	136	99	364
2011	638	155	119	441
2012	587	58	46	425
1Q12	167	17	13	
2Q12	154	19	15	
3Q12	136	16	12	
4Q12	130	6	5	425

자료: LG

>>> 한화그룹의 주요 비상장 기업 실적

한화건설

한화건설은 한화가 100% 지분을 보유한 국내 시공능력평가 11위 건설사이며, 신용등급은 A2-(한기평)이다.

2011년 이전에 해외 수주 보다는 국내 건축/토목 위주였으나, 2012년 이라크 비스마야 도시개발 수주(77.5억\$)를 중심으로 9.4조원의 수주를 받으면서 매출 구성을 다변화하는데 성공하였다. 동사는 2011~2012년 사우디 마라픽 안부2 10.5억\$, 지산 정유 터미널 5.85억\$에서 수주를 하는 등 중동지역에서 강점이 있다.

활발한 해외 수주에 힘입어 동사의 수주잔고는 2011년 11.2조원에서 2012년 19.4조원으로 급증하였다. 이 중 미착공 주택사업장 수주잔고 4조원을 제외하면 실질수주잔고는 약 15조원으로 평가된다.

이라크 도시개발 수주의 경우 7년간 공사가 진행되며, 선수금 10%을 수령했고, 중도금 15%도 2014년까지 수령할 계획이다. 잔금은 매 4개월마다 공사 기성률에 따라서 수령할 예정이다. 다만, 이라크의 지정학적 리스크와 정치적 불안정성, 최초 진출에 따른 학습비용 발생 가능성까지 감안하면 지속적인 모니터링이 필요하다고 판단된다.

한화건설 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	2,637	69	(52)	1,301
2011	2,745	178	18	1,272
2012	3,241	152	84	1,337
1Q12	634	38	7	1,291
2Q12	679	75	40	1,297
3Q12	879	57	22	1,325
4Q12	1,050	(18)	16	1,337

자료: 한화건설, 전자공시

동사가 진행하고 있는 주택사업장의 경우 대부분 수도권에 위치하고 있는데, 총 분양가 7000억원(2620세대)의 김포 풍무의 경우 분양률(72%)이 높지 않고, 현장 답사 결과 주변시세 대비 50%가량 높은 분양가로 입주가 지연될 가능성이 있어 한화건설의 재무건전성에 불리하게 작용할 가능성이 있다고 판단된다.

한화건설은 한화 그룹의 후광효과를 누릴 수 있고, 한화생명 지분 24.9%(약 1.5조원)을 보유하는 등 담보력이 우수하지만, 2014년까지 만기도래하는 회사채와 PF우발채무가 2.1조원이나 되는 반면, 순자산은 1.3조원에 불과하여 단기 재무건전성은 좋지 않다고 판단한다.

한화케미칼의 태양광 관련 비상장 자회사

한화케미칼의 100% 자회사인 한화솔라원의 4Q12 매출총이익률은 -31.3%였으며, 가동률의 경우 4Q12에는 50~60%에 불과하였다. 한화솔라원의 태양광모듈 연간 출하량은 2012년 830MW였는데 2013년 가이던스는 1.3~1.5GW이다. 2012년 순손실 15.6억위안(2.5억달러), 2011년 순손실 9.3억위안을 기록하였다. 다만, 중국의 선택 등 경쟁사의 부도로 공급과잉이슈가 해소될 경우 올해 하반기 이후 실적 개선을 기대할 수 있겠다.

한화케미칼(자회사)의 태양광 부문 생산능력 (2012년말 기준)

기업명	위치	지분율	폴리실리콘 잉곳/웨이퍼	셀	모듈
한화케미칼	울산	100.0%	1만톤(2013년말)		
한화솔라원	중국	48.3%	800MW	1.3GW	1.5GW
한화큐셀	말레이시아/독일	100.0%		1.0GW	0.2GW
한화엘앤씨	충북	100.0%			

자료: 키움증권 정리

한화솔라원 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2011	1,019.5	-174.2	-147.8	630.5
2012	658.4	-212.4	-190.0(예상)	440.0(예상)
1Q12	141.6	-41.0		
2Q12	197.2	-17.6		
3Q12	179.4	-45.0		
4Q12	146.4	-109.5		

자료: 한화솔라원, 키움증권 정리

한화호텔앤드리조트

한화가 50.6%, 한화케미칼이 48.7% 지분을 보유하고 있는 한화호텔앤드리조트는 삼성에버랜드와 유사한 사업을 영위하고 있는데, 전국 12개 휴양지와 리조트, 5개의 골프장, 16만식의 급식서비스를 제공하는 종합레저기업이다. 2009년에는 서울 플라자호텔, 63빌딩의 식음/문화 부문을 인수하고, 2010년 태안리조트를 흡수합병하여 사업영역이 확대되었다. 2012년초까지 노후화된 호텔, 콘도와 63빌딩 사업장을 리모델링 고급화 하면서 레저부문의 경쟁력이 제고되었다.

다만, 지난 2년간 주요 호텔/리조트 리뉴얼 투자와 인수합병, 법인세 추징금 납부로 4천억원 이상의 순자금 유출이 이뤄지면서 총차입금이 5775억원으로 과도한 수준이며, 회원권 보증금이 부채로 계상됨에 따라 2012년 3분기말 8397억원의 대규모 회원보증금을 축적하고 있어 부채비율 등 전반적인 안정성 지표가 부진하다.

한화호텔앤드리조트 연결 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	711	17	(14)	847
2011	959	55	(84)	704
2012	1,056	68	20	757
1Q12	212	(1)	(13)	694
2Q12	249	14	2	689
3Q12	272	19	5	695
4Q12	295	35	26	757

자료: 한화호텔앤드리조트, 전자공시

>>> CJ의 주요 비상장 기업 실적

CJ푸드빌

CJ가 96.3% 지분을 보유하고 있는 외식 및 프랜차이즈 업체 CJ푸드빌은 2011년 대규모 손실을 기록했다가 2012년 흑자로 턴어라운드하는데 성공하였다. 2012년 동사의 별도기준 매출액은 8,553억원, 영업이익 53억원, 순이익은 8.8억원을 기록하였다. 해외 부문을 포함한 연결기준 실적은 매출액이 약 9,000억원을 기록하였으나, 연결기준 영업이익은 적자를 기록한 것으로 추정된다(CJ푸드빌의 총 포괄 손익 20억원 적자).

CJ푸드빌의 자본총계는 2012년 말 기준 400.4억원에 불과하여 자본금 722억원을 크게 하회하고 있으며, 자본잠식을 타개하기 위하여 동사는 대주주를 대상으로 2013년 3월 21일 자본금을 722.4억원에서 277.1억원으로 감자하기로 결정하였고, 이에 최대주주인 CJ와 이재현회장은 보유주식수를 2.65:1로 병합하기로 하였다.

이러한 무상감자 결정으로 인해 CJ는 약 400~500억원의 감자차손이 발생할 것으로 판단된다.

한편, 당사에서는 CJ푸드빌이 2011년말 기준 903억원의 순차입금을 지니고 있어, 자본총계를 크게 상회한다는 점에서 대주주(CJ)의 유상증자가 일정부분 필요하다고 판단하고 있다.

CJ 푸드빌 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	761	11	3	57
2011	834	(23)	(23)	30
2012	855	5	1	40

자료: CJ푸드빌 전자공시

CJ올리브영

CJ가 100% 지분을 보유하고 있는 CJ올리브영은 Beauty care, Personal care 제품을 유통사 중 1위 기업(시장점유율 70%이상)이며, 매장수는 2011년 152개에서 2012년 270개로 증가시켰다.

급격한 출점에 이뤄지는 과정에서 수익성이 다소 훼손되었지만, CJ올리브영이 최근 발행한 3년만기 회사채 500억원에, 수요가 몰려 100억원은 추가 발행한 600억원의 자금을 확보했고, 조달금리는 3.63%으로 기존 대출금리 5%대보다 크게 낮췄다. 당사는 올리브영이 2012년 선투자 이후 2013년에는 수익성이 빠르게 개선될 것으로 예상하고 있다.

동사는 2012년 매출액은 3075억원을 기록하여 2011년 대비 45%가량 급증하였으며, 이에 따라 현재의 부진한실적 기준 수익가치로 평가 하기 보다는 고성장성을 감안해 PSR 1배 수준의 밸류에이션은 무방하다고 판단한다.

CJ 올리브영 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	135	2	2	69
2011	212	8	6	66
2012	308	0	2	67

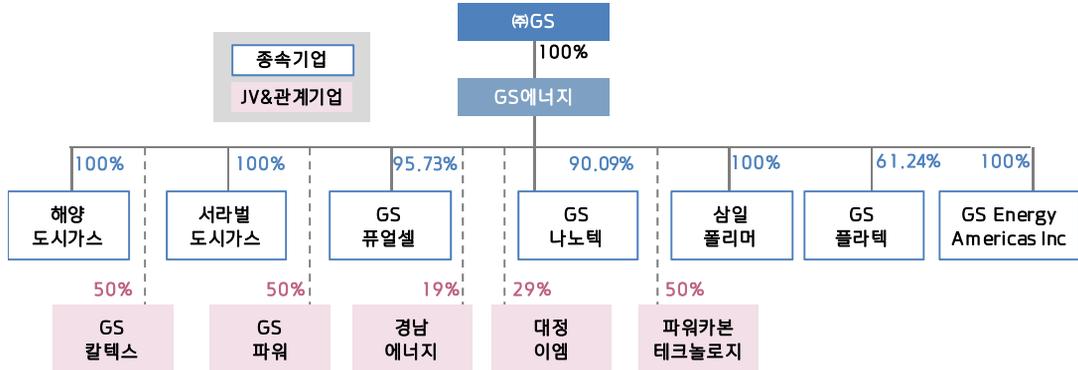
자료: CJ올리브영 전자공시

>>> GS의 주요 비상장 기업 실적

GS에너지

GS의 100% 자회사 지난해 출범한 GS에너지는 GS칼텍스 50%, GS파워 50%, 해양도시가스 100%, 경남에너지 19%, GS퓨얼셀, GS나노텍, GS플라텍 등의 지분을 보유하고 있는 중간지주회사이다.

GS에너지 지분보유 현황



자료: 한기평, 키움증권 정리

GS에너지의 2012년 별도기준 실적은 매출액 2,486억원, 영업이익 2,261억원, 순이익 2,043억원을 기록하였다.

GS에너지는 GS칼텍스로부터 2012년 상반기 2,485억원의 배당금수익을 거두었다.

동사는 자산 4.9조원, 부채 1.2조원의 재무구조이며, 다만 자회사 지분을 가져오는 과정에서 2012년 2분기 기준 순차입금 8,261억원을 지니고 있다.

GS칼텍스 점유

GS에너지가 50% 지분을 보유하고 있는 GS칼텍스의 2012년 순이익은 2011년 대비 40%가량 감소한 7,314억원을 기록하였다.

GS칼텍스 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	35,316	1,200	865	8,074
2011	46,456	1,949	1,236	8,932
2012	47,872	510	731	9,128
1Q12	12,449	371	264	8,700
2Q12	11,770	(249)	67	8,776
3Q12	12,084	324	285	9,041
4Q12	12,193	115	118	9,128

자료: GS칼텍스 전자공시, GS홀딩스 IR자료

GS EPS

GS가 70%의 지분을 보유하고 있는 GS EPS는 충청남도 당진에 복합화력발전 1.088GW의 설치용량을 갖고 있으며, 국내 총 발전설비 용량 중 1.3%를 차지하고 있다. 2013년 9월까지 3호기 415MW가 준공되면, 동사의 발전 설치용량은 1.5GW가 될 전망이다.

동사는 지난해 매출액 1.1조원, 순이익 915억원을 기록하여 2011년 대비 순이익이 71%나 급증하였다. 이는 동사 발전소의 평균 가동률이 2012년 3분기 누계로 89.5%를 기록하여 2011년 87.1%보다 개선되었고, 연평균 SMP가 2010년 118원/kWh에서 2012년 160원/kWh으로 상승하였기 때문이다.

GS EPS 실적 추이 (단위: 십억원)

	매출액	영업이익	순이익	순자산
2010	759.2	106.8	59.8	473.5
2011	836.6	86.4	53.4	499.5
2012	1,112.9	114.2	91.5	569.0
1Q12	313.5	41.8	29.3	506.8
2Q12	282.1	30.6	21.4	528.2
3Q12	242.3	33.2	24.4	552.3
4Q12	275.0	8.6	16.4	569.0

자료: GS EPS 전자공시

>>> 아모레G의 주요 비상장 자회사 실적

아모레G의 주요 비상장 자회사인 에뛰드와 이니스프리는 2012년 성장의 키워드인 중저가 화장품 브랜드 대표기업이다.

특히 이니스프리는 2009년 274개에 불과하던 매장수가 2012년 625개로 폭증하였고, 에뛰드 역시 매장이 국내와 합쳐 2009년 286개에서 2012년 664개로 급증한 가운데, 특히 해외 매장수가 2012년 4분기 191개로 2010년말 대비 두배 증가하였다.

그러나 2012년 4분기 에뛰드는 6억원, 이니스프리는 44억원의 영업이익을 기록하여 전분기 대비 각각 -87%, -56%급감하였고, 전년동기 대비 에뛰드가 -84%감소하는 등 원브랜드 로드샵 화장품 업체의 경쟁이 얼마나 심화되었는지를 실감하게 하였다.

아모레G 주요 화장품 자회사 2012년 실적

기간	자회사	2011	2012	YoY 성장률
매출액	에뛰드	2,148	2,805	30.6%
	이니스프리	1,405	2,294	63.3%
	아모스프로패셔널	348	426	22.4%
	태평양제약	1,395	1,412	1.2%
영업이익	에뛰드	196	234	19.4%
	이니스프리	188	363	93.1%
	아모스프로패셔널	77	97	26.0%
	태평양제약	59	69	16.9%

자료: 아모레G

아모레G 주요 화장품 자회사의 점포 수 추이

	2011				2012				2010	2011	2012
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
Etude											
DOMESTIC	289	318	339	357	380	418	460	473	281	357	473
Specialty Store	185	200	214	228	240	260	273	273	181	228	273
Hypermarket	88	102	109	113	124	142	171	184	84	113	184
Duty-Free	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
OVERSEAS	105	118	131	150	159	171	179	191	100	150	191
Innisfree											
DOMESTIC	344	384	423	453	492	547	592	620	325	453	620
Specialty Store	269	292	312	334	363	390	415	420	257	334	420
Hypermarket	71	87	102	110	118	145	163	186	66	110	186
Duty-Free	4	5	9	9	11	12	14	14	2	9	14
OVERSEAS	0	0	0	0	0	3	4	5	0	0	5

자료: 아모레G

>>> 주요 비상장 기업 장외 주가 및 시가총액

대표적인 장외 주식 거래 웹사이트인 38stock에서 주요 비상장 기업들의 시가총액을 살펴보면, 아래 표와 같다.

주요 비상장 기업 내역 (단위: 원, 억원)

주요 비상장 기업명	종가	시가총액	주요 주주
삼성SDS	95,750	69,186	전자 21.7%, 물산 18.3%, 전기 8.4%, 이재용 8.8%, 이부진/이서현 4.2%
교보생명보험	180,000	36,900	신창재 외 40.3%, 대우인터 24.0%, KAMCO 9.9%
현대캐피탈	38,750	38,482	현대차 56.5%, GE 43.3%
포스코건설	66,500	24,420	POSCO 89.5%, 포항공대 2.4%
현대삼호중공업	47,000	18,800	현대중공업 94.9%
현대카드	8,600	13,800	현대차 31.5%, 기아차 11.5%, GE 43.0%, 현대제철 5.4%
LGCNS	16,350	14,253	LG 85%, 구본무 외 2.4%
LS전선	53,000	12,190	LS 87%
현대엔지니어링	200,000	8,086	현대건설 72.6%, 산업은행 7.4%
SK건설	30,500	7,207	SK 40%, SK케미칼 25.4%, 최창원 9.6%
현대다이모스	24,500	7,352	현대차 47.3%, 기아차 45.3%, 현대위아 5.1%
롯데홈쇼핑(우리홈쇼핑)	62,000	4,960	롯데쇼핑 53%, 태광산업 28%, 대한화석 10%, 태광관광개발 6.8%
삼성메디슨	4,100	4,818	삼성전자 68.5%
롯데건설	20,000	4,934	롯데호텔 38.3%, 롯데케미칼 35.2%, 롯데알미늄 10%, 롯데칠성 3.3%
세메스	188,000	4,462	삼성전자 87.4%
동부메탈	10,500	3,150	동부하이텍 31.3%, 동부인베스트먼트 31%, 동부씨엔아이 10%
하이투자증권	870	3,057	현대미포조선 83.2%
NS쇼핑	70,000	2,359	하림홀딩스 40.1%, 우리블랙스톤사모 14.8%
현대로지스틱스	11,000	2,009	현대글로벌 24.4%, 현대상선 14.5%, 현정은 12%
스포츠투토	9,250	1,512	오리온 66.6%, 신한은행 9.5%
시큐아이닷컴	12,900	1,484	에스원 52.2%, 에버랜드 8.7%, SDS 4.4%
KT파워텔	6,600	1,143	KT 44.9%
SK텔레콤	75,000	973	SK텔레콤 83.5%

자료: 38stock (4월 3일 기준) 전자공시, 키움증권 정리

V. 대형 지주회사/복합기업 업데이트

>>> 기존 커버리지 지주회사 주당 가치 재산정

SK - SK해운, 건설 지분가치 하락과 상장 자회사 주가 하락으로 기업가치 하락

1) SK E&S, SK건설, SK해운 가치 축소

SK E&S와 SK건설, SK해운에 대한 비상장 기업가치를 기존에 장부가를 그대로 준용하다가, 2012년 수익성 하락과 취약한 재무구조를 반영하여 30%씩 감액하였다. 그리고 SK E&S의 2013년 예상 실적대비 P/E 10배를 적용하던 것에서 9배로 하향하였다. 이는 오성복합화력발전의 가동시기가 1월말에서 3월중순으로 연기된 것을 반영한 것이다.

2) 순차입금 3조원에서 3.25조원으로 증가, 그러나 SK china에 대한 장부가격이 기존보다 2000억원가량 증가하여 전체 가치변화에는 미미한 영향

3) 상장 자회사 시가총액 가치 3월 초 리포트에서 10.9조원에서 10.4조원으로 하락

4) SK는 배당금수익 4,910억원, 브랜드로열티 2,106억원 등 7,332억원의 영업수익을 거둬 지주회사 중 가장 탄탄한 수익성을 기록하고 있으므로 현금흐름 가치는 그대로 유지

이에 따라 주당 가치도 기존 25.9만원에서 23.7만원으로 하향추정 됨.

SK NAV 분석 요약 (단위: %, 십억원)

구분	항목	지분율	시가총액,장부가	NAV구성비
상장자회사	SK텔레콤	25.2%	3,737	38.9%
	SK이노베이션	33.0%	4,815	50.1%
	SK네트웍스	39.1%	726	7.6%
	SKC	42.5%	1,135	11.8%
	소계		10,413	108.3%
비상장 자회사	SK건설	40.0%	319	3.3%
	SKE&S(주1)	94.1%	5,794	60.2%
	SK해운	83.1%	309	3.2%
	SKCHINA	16.2%	235	2.4%
	SK바이오팜	100.0%	228	2.4%
	기타		206	2.1%
	소계		7,091	73.7%
지분가치	합계 (1)		17,504	
현금흐름	2012년 별도 영업이익 * 15배 (2)		8,295	
	(1)과 (2)의 평균		12,900	
	우선주		-25	
	순차입금		-3,256	-33.9%
NAV	합계		9,618	
주당 가치 (원)	자사주 제외한 보통주 4048만주 기준		237,617	

자료: 키움증권, 주 1) SK E&S '13E P/E 9배 적용, 2) 2012년 3분기말 장부가 기준

LG - LG CNS의 실적 서프라이즈로 LG의 주가 상승여력 회복

1) 상장 자회사 가치 소폭 하락

3월 11일 자료에서 16조원으로 추정되었던 LG의 상장자회사 가치는 15.2조원으로 하락하였다. 특히 6.4조원 가치였던 LG화학이 5.8조원으로 하락한것의 영향이 가장 크다.

그러나 LG전자, LG이노텍, LG디스플레이 등이 지난해말 이후 완만한 주가 상승세를 보이고 있고, 특히 재무레버리지가 높은 LG이노텍이 카메라폰부품 부문의 성장성과 LED부문의 턴어라운드를 바탕으로 실적이 회복되고 있어 상장 자회사 가치에 긍정적 영향을 미치고 있다.

2) LG의 비상장 자회사들이 정부의 일감몰아주기 규제의 영향을 받을 전망이다, LG CNS와 서브원이 4분기에 실적이 호조를 보이면서 비상장 자회사 가치는 기존 2조원에서 2.8조원으로 증가한 것으로 추정된다.

3) LG는 배당금수의 2,526억원, 브랜드로열티 2,711억원 등 6,165억원의 영업수익을 거뒀으며, 영업비용을 제외할 경우 영업이익은 4,683억원을 기록하였다.

4) 순현금이 2012년 3분기말 약 1100억원에서 약 2210억원으로 증가하였고, 투자부동산가치를 장부가로 적용하였다.

비록 LG CNS, 서브원 등이 정부의 대기업 일감몰아주기 규제의 영향을 받고, 실트론, 솔라에너지 등이 실적이 부진하여 상장 자회사 대비 (주)LG의 투자매력은 상대적으로 낮아보이지만, 당사의 기업가치 분석에 의하면, 적정 주가는 77,000원으로 현주가 대비 20%이상 상승여력이 남아 있다.

LG NAV 분석 요약 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액,장부가	NAV구성비
상장자회사	LG전자	33.7%	4,346	32.7%
	LG화학	33.5%	5,761	43.3%
	LG생활건강	34.0%	3,207	24.1%
	LG하우시스	33.5%	261	2.0%
	LG유플러스	36.1%	1,275	9.6%
	LG생명과학	30.4%	276	2.1%
	G IIR	35.0%	45	0.3%
	LS산전	2.3%	42	0.3%
		소계		15,214
비상장 자회사	LG CNS (주1)	85.0%	1,118	8.4%
	서브원 (주2)	100.0%	1,137	8.6%
	LG실트론 (주3)	51.0%	191	1.4%
	엘지MMA (주2)	50.0%	225	1.7%
	엘지솔라에너지	100.0%	27	0.2%
	루셈	64.8%	29	0.2%
	기타		82	0.6%
		소계		2,809
자분가치	합계 (1)		18,023	
현금흐름	2012년 별도 영업이익 * 15배 (2)		7,025	
	(1)과 (2)의 평균		12,524	
기타	순현금		221	1.7%
	투자부동산		626	4.7%
	우선주		-74	-0.6%
NAV	합계		13,296	
주당 가치 (원)	자사주 제외한 보통주 1.72억주 기준		77,096	

자료: 키움증권, 주1: 2012년 실적에 P/E 15배 적용, 주2: 2012년 실적에 P/E 10배 적용, 주3: 2012년 실적에 P/E 20배 적용

CJ - 푸드빌, 대한통운 등의 실적 부진하나 음식료/엔터테인먼트/유통 부문 성장성 풍부

1) 상장 자회사 가치 소폭 하락

비록 CJ CGV 등의 상장 자회사 주가가 급등세를 보였지만, 가장 비중이 큰 CJ제일제당이 3월 초 이후 주가가 타 음식료업체와 동조현상을 보이지 못하고 크게 밀렸고, 대한통운의 주가도 실적과 오버행 이슈로 부진하면서 상장 자회사의 시총 합계는 기존 4.18조원에서 4.09조원으로 하락하였다.

2) 비록 CJ푸드빌이 자본잠식으로 인해 감자를 결정하였지만, 여전히 해외부문의 성장성을 기대하고 있고, 국내 부문에서 2012년 4분기 60억원에 가까운 영업이익을 냈기 때문에 자회사에 대한 적정 시가총액은 9000억원에 가까운 것으로 추정하였다.

3) CJ는 2012년 배당금수익 483억원, 브랜드로열티 520억원 등 1,080억원의 영업수익을 거뒀으며, 영업비용을 제외할 경우 영업이익은 666억원을 기록하여 2011년 403억원 대비 무려 65%나 증가한 이익을 기록하였다.

지주회사 CJ의 현금흐름 성장성에 대하여 높은 multiple을 부여한것에 대하여 시장참여자들이 컨센서스가 있다면, 비록 비상장 자회사들이 투자국면에서 실적이 다소 부진하더라도 CJ의 주가가 크게 하락할 가능성은 낮아보인다. 신규로 추정한 CJ의 적정 주당가치는 16.4만원으로 3월 11일 자료에서 16.2만원보다 소폭 증가하였다.

CJ NAV 분석 요약 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가	NAV 구성
상장자회사	CJ 제일제당	37.0	1,708	40.0%
	CJCGV	40.1	412	9.6%
	CJO 쇼핑	39.8	741	17.3%
	CJE&M	40.2	521	12.2%
	CJ프레시웨이	51.7	214	5.0%
	KX 홀딩스	93.2	492	11.5%
	소계		4,089	95.7%
비상장 자회사	CJ 건설	100	107	2.5%
	CJ 시스템즈	66.3	20	0.5%
	CJ 푸드빌(주 1)	96.3	400	9.4%
	CJ 올리브영(주 1)	100	300	7.0%
	기타	100	60	1.4%
	소계		887	20.8%
자분가치	합계 (1)		5,064	
현금흐름	지주회사 2013년 영업이익 * 40 배 (2)		3,738	
	(1)과 (2)의 평균		4,357	
	차입금		-99	-2.3%
	우선주		-62	-1.4%
	부동산		75	1.8%
합계			4,272	
주당 가치 (원)	자사주 제외한 보통주 2,603 만주		164,086	

자료: 키움증권 추정

한화 - 자회사가치의 회복이 아직 보이지 않고 있다.

한화케미칼, 한화생명보험 등의 주가 하락과 손자회사인 한화솔라원의 대규모 손실이 기업가치의 훼손을 가져왔다.

비록 한화건설과 한화호텔앤드리조트가 성장성은 보이지만 취약한 재무구조로 추가적인 밸류에이션 할증을 주기는 어렵다고 판단하며, 한화의 주당 적정가치는 현주가 대비 매력적이지 않다.

한화 NAV 분석 요약 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액,장부가	NAV구성비
자회사	한화케미칼	37.9	1,001	46.9%
	한화생명보험	21.7	1,278	59.8%
	한화호텔앤드리조트 (주1)	50.6	657	30.8%
	한화건설	100.0	1,058	49.5%
	한화테크엠	100.0	83	3.9%
	한화솔라에너지	41.0	57	2.7%
	기타		195	9.1%
	1) 소계		4,329	
현금흐름	2012년 배당금수익 * 15배 (2)		1,170	
	(1)과 (2)의 평균		2,690	
기타	사업가치 (FY12 영업이익 * 12배)		1,352	63.3%
	순차입금		-1,945	-91.1%
	투자부동산		44	2.1%
	우선주		-5	-0.2%
NAV	합계		2,196	
주당 가치 (원)	자사주 제외한 보통주 6908만주 기준		31,787	

자료: 키움증권, 주 : 호텔앤드리조트에 대하여 호텔산타와 유사한 P/B 3배 적용, 나머지 비상장 자회사는 P/B 1배 적용

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		