

LG상사 (001120)

확실한 기다림으로의 초대

철강/비철금속/상사 Analyst **배은영**

02. 3779-8634 bathy@ebestsec.co.kr



투자의견 매수 및 목표주가 42,000 원 제시

LG상사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 42,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 Sum of Parts 방법으로 산출하였다. 자원/원자재, 산업재, 발전 사업 등을 영위하는 기존 LG상사의 가치는 2016년 예상 순이익에 Target PER 12.2배를 적용하여 산출하였다. 물류 부문의 가치는 2016년 예상 지배지분 순이익에 Target PER 22.0배를 적용하였다.

LG 상사, 승계와 상속을 위한 지배구조 핵심으로 부상

그룹 오너 일가가 LG상사와 함께 범LG가의 해운·항공 물류회사인 범한판토스 지분을 사들 이면서 LG상사는 그룹 지배구조의 핵심으로 부상하였다. 지주회사체제 밖의 계열사를 동원 해 범한판토스를 인수한 점 등을 감안할 때, LG상사의 M&A는 사업 확장보다 승계 이슈와 맞닿아 있다는 판단이다. 1) 물류 사업을 영위하는 범한판토스 매출의 상당 부분이 LG계열 사를 통해 창출되는 점, 2) 구광모 상무가 범한판토스 지분 7%를 개인 매입한 점, 3) 아직 범한판토스가 비상장회사인 점, 4) LG상사가 인수 주체인 점 등을 감안할 때, 사업 확대 과 정에서 범한판토스의 가치 상승에 따라 LG그룹 내 주요 계열사로 부각될 전망이다.

산업재 부문의 수익 인식 본격화 기대

산업재 부문의 실적이 15.4Q 이후 본격적으로 개선될 전망이다. 투르크메니스탄 프로젝트 의 기성률 상승에 따른 수익 인식 본격화 등 현재 진행되고 있는 투르크메니스탄 프로젝트 3건 외 향후 추가적인 EPC 프로젝트의 수주 및 수익인식이 기대되기 때문이다. 내년 프 로젝트 관련 연간 영업이익은 440억원으로 예상된다.

Financial Data

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	12,073	11,372	12,840	14,532	14,857
영업이익	98	172	109	206	238
세전계속사업손익	74	13	89	179	222
순이익	44	-14	38	139	167
EPS (원)	1,242	-340	297	2,474	3,008
증감률 (%)	-78.3	적전	흑전	733.3	21.6
PER (x)	23.1	-84.3	113.8	13.7	11.2
PBR (x)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	10.3	8.8	15.5	8.7	7.8
영업이익률 (%)	0.8	1.5	0.8	1.4	1.6
EBITDA 마진 (%)	1.8	2.1	1.4	2.1	2.3
ROE (%)	3.3	-0.9	0.8	6.4	7.1
부채비율 (%)	202.3	212.9	229.8	222.9	208.8

주: IFRS 연결 기준

자료: LG 상사, 이베스트투자증권 리서치센터

Buy (Initiate)

목표주가 **42,000 원**

현재주가 **33,800 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(12/11)		1,948.62pt
시가총액		13,101 억원
발행주식수		38,760 천주
52 주 최고가 / 최저가	43,300 / 24,200 원	
90 일 일평균거래대금		76.43 억원
외국인 지분율		10.7%
배당수익률(15.12E)		0.9%
BPS(15.12E)		37,114 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	5.8%
	6 개월	-7.3%
	12 개월	19.3%
주주구성	구분준외 44 인	27.6%
	국민연금공단	12.3%
	트러스트자산운용(주)	5.0%

Stock Price



투자의견 및 밸류에이션

투자의견 매수 및 목표주가 42,000 원 제시

LG상사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 42,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Sum of Parts 방법으로 산출하였다. 목표주가는 2016년 예상 EPS 기준으로 PER 17.0배에 해당한다. 현재주가는 내년 기준 PER 14.1배, PBR 0.9배에 해당한다.

자원/원자재, 산업재, 발전 사업 등을 영위하는 기존 LG상사의 가치는 2016년 예상 순이익에 시장 PER 대비 10% 할증한 Target PER 12.2배를 적용하여 산출하였다. 원자재 가격 하락으로 자원/원자재 실적 부진이 지속되고 있으나 프로젝트 오거나이징, IT 트레이딩 물량 증대, 해외 발전 및 시멘트 사업 진출 등으로 중장기 실적 개선세가 예상되어 무리가 없다는 판단이다.

하이로지스틱스를 인수한 범한판토스 지분 51%에 대한 가치는 9,958억원으로 추정된다. 2016년 하이로지스틱스 실적 반영에 따른 이익 증가가 예상된다. 2016년 예상 지배지분 순이익에 Target PER 22.0배를 적용하였다. 이는 현대글로벌비스가 상장 이후 시장 대비 평균 150% 할증 받았던 것을 감안한 수치다. 범한판토스가 LG그룹 내 지배구조 관련 핵심 역할을 할 것으로 예상되는 만큼 향후 LG그룹의 물류비용 내재화, LG 전자의 전기자동차 부품 물류 증대 등에 따라 안정적인 성장이 기대된다. 또한 그룹 차원에서의 물류 사업 강화가 예상되어 중장기적인 관점에서 성장성 역시 유효하다는 판단이다.

현대글로벌비스의 주가 상승이 8년에 걸쳐 10배 이상 상승한 것처럼 LG상사 역시 무엇보다도 중장기적인 관점에서의 인내심이 필요하다는 판단이다. 상품가격 변동성 확대 및 약세 등에 따라 E&P부문의 실적 부진이 당분간 지속될 것으로 예상되는 반면, 지배구조 관련 이슈에 따른 범한판토스의 기업 가치 상승은 오랜 시간에 걸쳐 이루어질 것으로 예상되기 때문이다.

표1 목표주가 산정

구분	순이익 (억원)	Target PER (배)	기업가치 (억원)
상사	507	12.2	6,179
물류	453	22.0	9,958
합계			16,137
주식수 (천주)	38,760		
목표주가 (원)	42,000		
현재주가 (12/11) (원)	33,800		
상승여력 (%)	24.3		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 LG 상사 12M FWD PER 추이



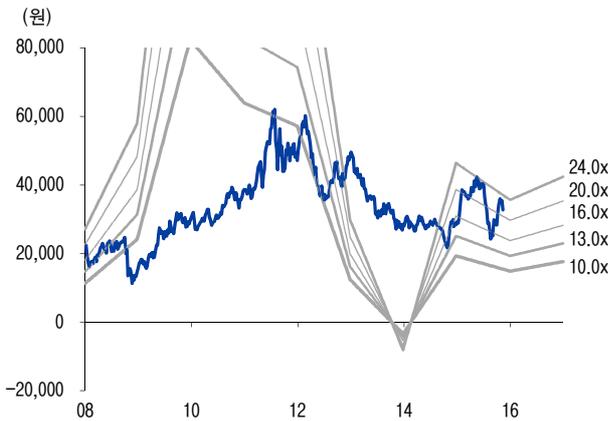
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 현대글로벌비스 12M FWD PER 추이



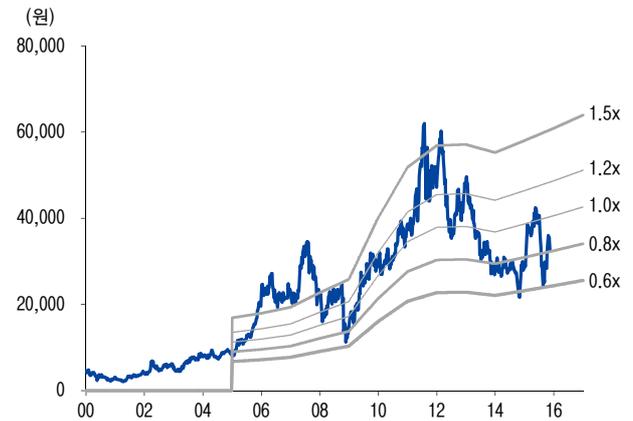
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 LG 상사 PER Band 추이



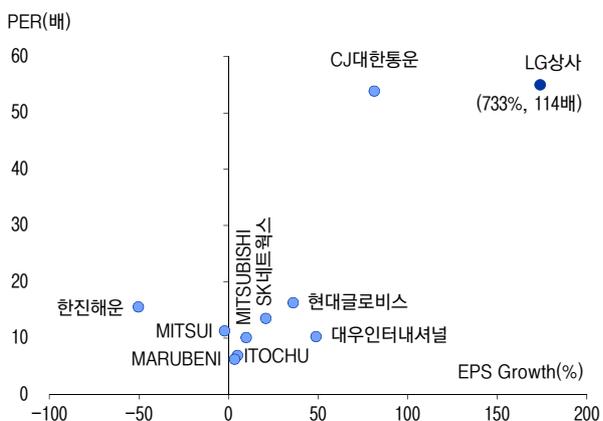
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 LG 상사 PBR Band 추이



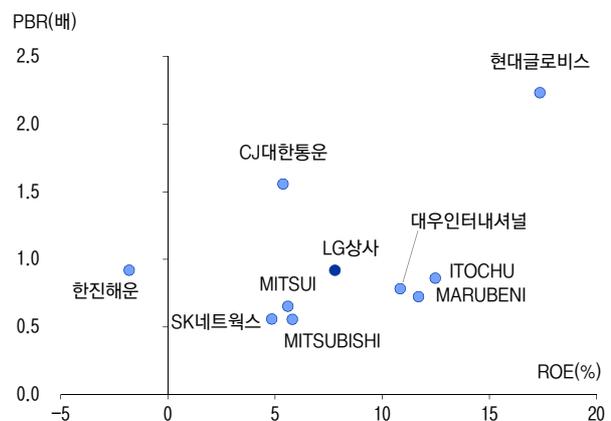
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 PER 과 EPS Growth 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 PBR 과 ROE 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 동종 업체와의 실적 및 투자지표 비교

(Mil USD)		LG상사	대우인터	SK네트웍스	MITSUBISHI	MITSUI	ITOCHU	MARUBENI
주가 (USD)		28.9	14.4	4.8	16.4	12.1	12.0	5.5
시가총액		1,119	1,639	1,183	26,113	21,656	19,901	9,487
매출액	2014	10,805	19,390	21,290	70,116	49,413	51,118	71,622
	2015F	10,908	15,418	17,438	60,211	40,175	44,900	111,706
	2016F	12,346	16,015	18,016	63,786	40,134	46,393	115,418
영업이익	2014	163	357	191	1,930	2,388	2,493	1,469
	2015F	92	335	178	1,375	1,391	2,056	1,246
	2016F	175	338	208	1,650	1,350	2,246	1,308
EBITDA	2014	226	463	308	3,819	4,842	3,488	2,550
	2015F	152	447	291	3,349	4,337	3,002	2,404
	2016F	265	452	325	3,696	4,353	3,526	2,496
순이익	2014	(13)	175	30	3,662	2,802	2,748	965
	2015F	32	167	91	2,565	1,924	2,697	1,510
	2016F	118	246	110	2,794	1,891	2,827	1,564
EPS (USD)	2014	(0.32)	1.54	0.12	2.25	1.56	1.73	0.56
	2015F	0.25	1.45	0.37	1.62	1.07	1.72	0.87
	2016F	2.10	2.16	0.44	1.78	1.05	1.81	0.90
OP margin(%)	2014	1.5	1.8	0.9	2.8	4.8	4.9	2.0
	2015F	0.8	2.2	1.0	2.3	3.5	4.6	1.1
	2016F	1.4	2.1	1.2	2.6	3.4	4.8	1.1
ROE(%)	2014	(0.9)	8.0	1.3	7.5	7.7	13.4	7.3
	2015F	0.8	7.9	4.2	5.5	5.8	13.3	12.0
	2016F	6.4	10.9	4.9	5.8	5.6	12.5	11.7
PER(배)	2014	-	19.1	69.3	9.8	9.4	6.9	11.4
	2015F	113.8	10.1	12.8	10.2	11.1	6.9	6.2
	2016F	13.7	6.8	10.6	9.2	11.3	6.5	6.0
PBR(배)	2014	0.8	1.5	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
	2015F	0.9	0.8	0.5	0.6	0.7	0.9	0.7
	2016F	0.8	0.7	0.5	0.5	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	2014	8.8	17.1	11.3	21.4	11.8	12.7	14.5
	2015F	15.5	11.9	7.7	21.4	11.1	16.3	13.5
	2016F	8.7	11.8	6.9	19.1	11.0	13.9	12.9
BPS (USD)	2014	33.8	19.1	9.2	28.7	19.1	12.8	7.3
	2015F	31.5	19.0	8.9	29.5	18.6	13.9	7.5
	2016F	34.3	20.7	9.2	31.4	19.2	15.2	8.3

주: 2015.12.10 기준

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 동종 업체와의 실적 및 투자지표 비교

(Mil USD)		LG상사	현대글로벌비스	CJ대한통운	한진해운
주가 (USD)		28.9	156.3	158.8	3.3
시가총액		1,119	5,861	3,623	803
매출액	2014	10,805	13,227	4,333	8,223
	2015F	10,908	12,683	4,366	6,975
	2016F	12,346	13,590	4,899	7,185
영업이익	2014	163	612	159	78
	2015F	92	594	183	219
	2016F	175	657	230	260
EBITDA	2014	226	707	276	410
	2015F	152	700	293	506
	2016F	265	778	347	548
순이익	2014	(13)	509	54	(425)
	2015F	32	368	63	73
	2016F	118	504	111	20
EPS (USD)	2014	(0.32)	13.59	2.38	(2.66)
	2015F	0.25	9.81	2.95	0.21
	2016F	2.10	13.35	5.35	0.11
OP margin (%)	2014	1.5	4.6	3.7	1.0
	2015F	0.8	4.7	4.2	3.1
	2016F	1.4	4.8	4.7	3.6
ROE (%)	2014	(0.9)	21.0	2.6	(65.6)
	2015F	0.8	14.6	3.2	12.3
	2016F	6.4	17.4	5.4	(1.8)
PER(배)	2014	-	20.4	67.9	-
	2015F	113.8	16.2	58.5	18.7
	2016F	13.7	11.9	30.3	33.0
PBR(배)	2014	0.8	3.9	2.0	1.6
	2015F	0.9	2.2	1.6	0.9
	2016F	0.8	1.9	1.5	0.9
EV/EBITDA(배)	2014	8.8	15.9	20.3	16.2
	2015F	15.5	9.5	16.9	11.6
	2016F	8.7	8.6	14.3	10.6
BPS (USD)	2014	33.8	67.6	89.8	3.5
	2015F	31.5	71.4	101.6	3.6
	2016F	34.3	82.7	107.1	3.6

주: 2015.12.10 일 기준

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

지배구조 핵심으로 부상

승계의 마중물

LG 상사, 승계와 상속을 위한 지배구조 핵심으로 부상

올해 초, 그룹 오너 일가가 LG상사와 함께 범LG가의 해운·항공 물류회사인 범한판토스 지분을 사들이면서 LG상사는 그룹 지배구조의 핵심으로 부상하였다. 1) 그룹 후계자인 구광모 상무 등 오너 일가가 지분 확보에 참여한 점, 2) 지주회사체제 밖의 계열사를 동원해 범한판토스를 인수한 점 등을 감안할 때, LG상사의 M&A는 사업 확장보다 승계 이슈와 맞닿아 있다는 판단이다. 이에 범한판토스가 삼성SDS 및 현대글로벌비스와 유사한 역할을 할 수 있을 것으로 예상된다.

삼성SDS와 현대글로벌비스는 그룹 지배구조의 하단에 위치해 있지만 지배구조와 긴밀하게 연결되어 있다는 점에서 향후 LG상사의 방향성에 대한 조심스러운 예측이 가능하다. 이재용 부회장은 핵심 기업인 삼성전자 지분이 부족하고, 정의선 부회장 역시 현대모비스 지분 확보가 절실한 반면, 이재용 부회장의 삼성SDS 지분율은 11.25%, 정의선 부회장의 현대글로벌비스 지분율은 31.88%에 이른다. 삼성SDS는 그룹의 정보시스템 구축을 전담하고, 현대글로벌비스는 자동차 운송 등을 통해 기업가치를 상승시켜 왔다. 이에 삼성SDS와 현대글로벌비스의 지분은 상속 과정이나 지분 인수 과정에서의 세금이나 지분 인수 자금으로 이용될 것이라는 분석이 지배적이다. 특히 LG그룹의 물류를 담당하고 있는 범한판토스는 현대차그룹의 지배구조 관련 핵심 기업으로 조명 받는 현대글로벌비스와 비슷한 행보를 이어갈 가능성이 높다.

표4 지배구조 이슈 관련 3사 비교

구분	삼성SDS	현대글로벌비스	범한판토스
매출액	4조 5,748억원	11조 1,668억원	1조 2,448억원
전체 매출 중 특수관계사 비중	55%	70%	60%
주요 오너 대주주	이재용(11.25%), 이부진(3.9%), 이서현(3.9%)	정몽구(6.71%), 정의선(23.29%)	구광모 등(31.1%)

주: 매출액은 2014년 별도 기준, 범한판토스는 계열사 매출 비중 추정치 사용

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 경영권 승계 위한 초석 다지기

날짜	내용	비고
2004	구광모 상무, 구분무 회장의 양자로 입적	
2014.4	구광모, LG전자에서 ㈜LG의 시너지팀 부장으로 이동	2006년 LG전자 뉴저지 법인에서 시작
2014.12	그룹 인사 통해 구광모 상무 승진	경영권 승계작업 시작
2015.1.20	범한판토스 지분 51% 인수 결정 (총 102만주, 3,147억원 규모)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 사업 경쟁력 강화와 안정적인 신규 수익원 확보 목적 공시 ■ 49% 가운데 31.1%는 구광모 상무(7%)를 비롯한 LG그룹의 특수관계인이 인수 ■ 나머지 14.9%는 구분호 부사장이 그대로 보유
2015.10.28	범한판토스의 하이로지스틱스 인수 결정	물류 사업 확대

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

경영권 승계 위한 초석 다지기 : 범한판토스 가치 확대 주력 전망

일감 몰아주기로 성장

꾸준한 성장을 통해 알짜기업으로 평가 받고 있는 노른자위 기업 범한판토스 매출의 60%는 LG계열사를 통해 발생한다. 범한판토스가 LG그룹의 계열사가 아닌 방계 회사였던 만큼 LG그룹 계열사들의 일감 몰아주기는 문제 되지 않았다.

하지만 이제 상황이 달라졌다. 범한판토스가 계열사로 편입된 이상, 일감 몰아주기 규제에서 자유로울 수 없다. 이에 LG그룹은 LG상사가 범한판토스를 인수하는 과정에서 범한판토스의 지분이 복잡하게 쪼개지는 불편함을 감수해서라도 레드캡투어가 LG그룹 계열사로 편입되는 것을 막는 것과 더불어 범한판토스의 일감 몰아주기 규제를 피하고자 하였다.

이에 범한판토스의 기존 대주주 지분 97%는 51%+19%(7%+12%)+12.1%+14.9% 네 개로 나뉘었다. LG상사는 경영권 확보에 필요한 안정적인 지분인 51%(102만주)만 3,147억원에 인수하였다. 구광호씨는 14.9%만 그대로 보유하였다. 구광모 상무 7%를 비롯한 LG그룹 특수관계인이 19%를, 계열분리된 LG 방계 계열이 12.1%를 인수하였다.

LG상사의 총수일가 지분율이 현행 공정거래법상 과징금의 대상인 30% 이하인 27.62%이라는 점 역시 범한판토스의 성장 가능성을 뒷받침한다. 범한판토스를 비롯한 계열사 간의 내부거래에 제한이 없어 내부거래가 증가하더라도 법적으로 문제가 되지 않기 때문이다. 향후 계열사들의 탄탄한 지원에 힘입어 범한판토스의 성장 및 LG상사의 주가 상승이 기대되는 이유다.

따라서 1) 물류 사업을 영위하는 범한판토스 매출의 상당 부분이 LG계열사를 통해 창출되는 점, 2) 구광모 상무가 범한판토스 지분 7%를 개인 매입한 점, 3) 아직 범한판토스가 비상장회사인 점, 4) LG상사가 인수 주체인 점 등을 감안할 때, 사업 확대 과정에서 범한판토스는 LG그룹 내 주요 계열사로 떠오를 전망이다. 이에 범한판토스 가치 상승에 따라 LG상사 주가는 현대글로비스와 비슷한 그림을 이어갈 것으로 예상된다.

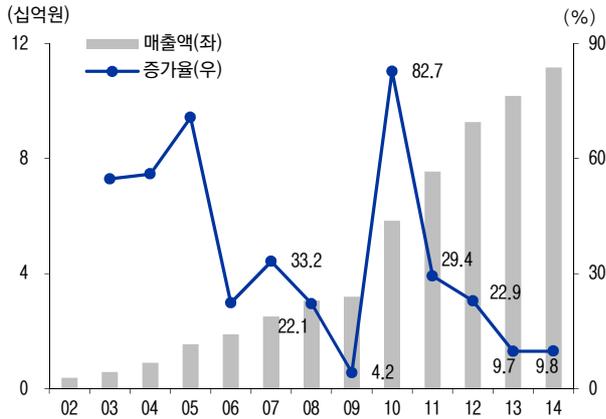
독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정안

정부의 일감 몰아주기 규제 방안

→ 2014년 2월 14일 개정안 시행 이후 1년의 유예기간을 거쳐 올해 2월부터 적용

자산 5조원 이상 대기업그룹의 총수 일가가 상장 계열사 지분 30% 또는 비상장 계열사 지분 20% 넘게 보유한 상태에서 해당 기업 또는 관련 기업에 200억원 이상 또는 매출의 12%에 달하는 일감 몰아주기를 하면 매출액의 5% 이내에서 과징금을 부과한다.

그림7 현대글로비스 매출액과 증가율 추이



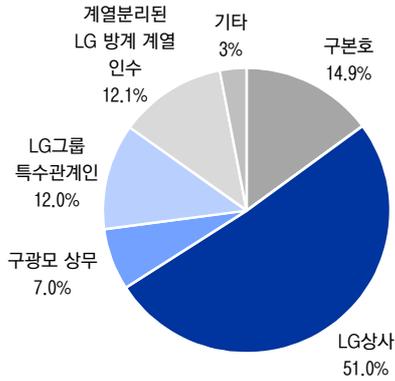
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 현대글로비스 주가 추이



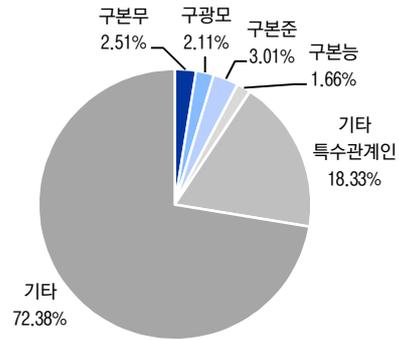
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 범한판토스 지분 구조



자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 LG 상사 지분 구조



자료: LG 상사, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 범한판토스 지분가액 추정

지분주체	지분율 (%)	지분가액 (십억원)
LG상사	51.0	314.7
구광모 상무	7.0	43.2
구분호	14.9	91.9
LG그룹 특수관계인	12.0	74.0
계열분리된 LG 방계 계열 인수	12.1	74.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

경영권 승계 위한 실탄 창구

범한판토스는 LG그룹의 지원에 힘입은 연매출 2조원대의 안정적인 성장과 동시에 꾸준히 주당 5,000원 이상의 후한 배당을 해왔다. 향후 LG상사가 인수한 범한판토스에 경영권 승계를 위한 실탄 창구로서의 역할을 기대하는 이유다. 공정거래법으로부터 자유로운 상황 하, LG그룹에 편입된 범한판토스가 계열사 물량 확대에 따른 시너지를 토대로 안정적 성장 및 고액의 배당금을 통해 LG家 4세들의 승계 자금 마련에 일조할 수 있다는 판단이다. 즉, 구광모 상무의 범한판토스 인수 참여에 따라 범한판토스의 매출이 상당 부분 LG 관계사로부터 나온 후, 그 수익이 다시 총수 일가로 흘러 들어가는 구조가 예상된다.

표7 범한판토스 배당액 추이

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
배당 받을 주식수 (주)	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
배당액 (억원)	150	250	250	200	100	100	100
배당성향 (%)	39.9	58.9	34.0	36.2	14.6	20.3	13.7

자료: 범한판토스, 이베스트투자증권 리서치센터

지분 승계의 핵심, IPO 가능성 활짝

범한판토스로부터의 배당금만으로는 구광모 상무의 그룹 승계를 위한 자금으로 사용하기에는 턱없이 모자라다. 따라서 구광모 상무의 지분 가치 상승을 위해 향후 일정한 매출원을 확보한 범한판토스의 기업가치 상승 및 기업공개와 상장 추진이 예상된다. 이 과정에서 범한판토스 지분 51%를 보유하고 있는 LG상사의 주가 상승이 가능할 전망이다.

구광모 상무는 경영권 승계를 위해 LG그룹의 지주사인 (주)LG의 지분을 확보해야 한다. 최근 들어 구광모 상무는 (주)LG의 지배력을 꾸준히 키우고 있다. 지난해 친부인 구본능 회장의 주식 190만주를 증여 받아 구광모 상무의 (주)LG지분은 4.75%에서 5.94%로 증가하였다. 올해 역시 지난 4월 7일 9만주, 지난 5월 27일 7만주 등 꾸준한 장내매수를 통해 15.3Q 현재 구광모 상무는 (주)LG지분 6.03%를 보유 중이다. 하지만 이것으로 경영권을 보장받기에는 아직 역부족이다.

구광모 상무가 양부인 구본무 회장의 지분 11%를 상속 받게 되면 (주)LG지분을 15% 이상 보유하게 되어 LG그룹에 대한 안정적인 지배력 확보가 가능하다. 따라서 향후 경영권을 확고히 하기 위해서는 구본무 회장 등이 보유한 (주)LG지분의 승계 작업이 필수적이다. 이 과정에서 구광모 상무는 상속세로만 1조원 이상이 필요한 것으로 추산된다. 막대한 자금 부담을 줄이기 위해 가능한 모든 수단을 총동원해야 하는 구광모 상무로서는 승계를 위해 범한판토스의 지분을 이용할 가능성이 매우 크다. 범한판토스의 기업가치가 커질수록 IPO 추진 시 구광모 상무의 지분가치 상승이 확실시되어 무조건 유리할 수밖에 없는 구조다.

표8 (주)LG 지분 구조 변화

성명	15.3Q			2014		2013	
	지분율 (%)	지분가액 (십억원)	주식수 (주)	지분율 (%)	주식수 (주)	지분율 (%)	주식수 (주)
구분무	11.28	1,465.2	19,458,169	11.00	18,978,169	11.00	18,978,169
구광모	6.03	783.6	10,409,715	5.94	10,249,715	4.84	8,349,715
구본준	7.72	1,002.8	13,317,448	7.72	13,317,448	7.72	13,317,448
구본능	3.45	448.4	5,955,032	4.03	6,955,032	5.13	8,855,032
구본식	4.48	582.0	7,728,601	4.48	7,728,601	4.48	7,723,601

자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 LG 상사 지분 구조

	지분율 (%)	주식수 (주)	지분가액 (십억원)
구분무	2.51	974,790	36.0
구광모	2.11	818,201	30.2
구본준	3.01	1,165,829	43.0
구본능	1.66	642,766	23.7
기타 특수관계인	18.33	8,897,110	328.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Door to Door 로 화룡점정을 맞이한 범한판토스의 가치 확대

최근 삼성, 현대자동차, SK 등 주요 그룹들이 스마트 물류 사업 확대에 나서고 있다. LG 역시 LG상사가 지난 5월 동아원그룹으로부터 유류 및 화공약품 등의 보관업 및 운반업을 영위하는 물류업체 당진탱크터미널을 인수한 데 이어 연매출 2조원대의 안정적인 사업 구조를 가진 포워더인 범한판토스를 인수하였다. 이러한 움직임은 물류가 정보 기술과 접목한 고부가가치 산업이 되면서 외부 업체에 맡기는 것보다는 그룹으로 흡수하는 것이 훨씬 유리하다는 판단에서다. 물론 물류가 현금 자판기 역할을 할 수 있다는 측면에서 오너가의 지분 가치를 키우겠다는 목적도, 유라시아 이니셔티브를 강하게 추진하는 정부 정책에 발맞추기 위한 목적도 있을 수 있다. 하지만 인수 목적이야 어떻든간에 여러 가지 배경 등을 감안할 때, 관건은 향후 범한판토스가 얼마나 성장할 것인가이다. 이를 토대로 LG상사는 LG그룹 지배구조 이슈에서 중추적인 역할을 할 것으로 기대된다.

표10 IT 융합 물류 사업을 확대하는 주요 그룹

그룹	내용
삼성	삼성SDS의 계열사 물류 담당 비중 확대, IT와 물류 접목 통한 고부가가치 사업 진출
현대자동차	현대글로벌비스 별크선 사업 확대, 현대차 외 물량 확보 주력
LG	LG상사에서 범한판토스, 하이로지스틱스 인수
SK	SK C&C와 SK 합병, 대우조선해양 인수설
한화	한화S&C, 중국 물류업체와 파트너십 추진설

자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 유라시아 이니셔티브 정책

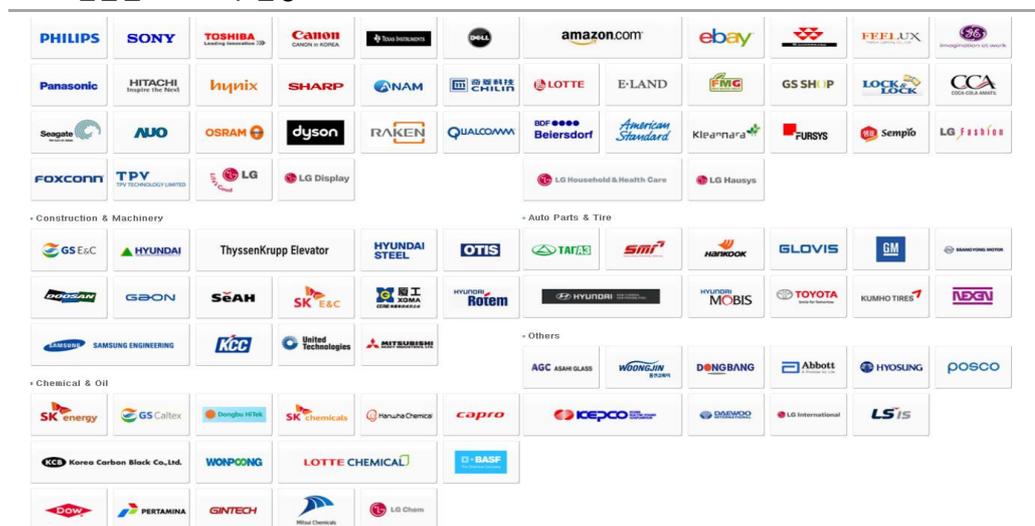


자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

현재 정부 정책, 승계 시기 등과 맞물려 LG상사는 범한판토스를 자회사로 운영하며 물류 사업의 경쟁력을 강화하고, 물류 기능을 활용한 신사업을 모색할 계획이다. 기존 컨테이너 중심의 물류사업 영역을 자원 및 원자재 등의 벌크 분야로 확대해 나갈 계획이다. 즉, 범한판토스는 사실상 LG상사의 자회사가 되면서 LG상사의 글로벌 역량과 범한판토스의 물류 역량을 결합하여 사업 경쟁력을 강화하는 등 기업가치 도약의 발판을 마련한 셈이다.

범한판토스는 현재 전자, 기계, 화학, 정유, 건설, 유통 등 다양한 산업군의 2,500여개 고객사를 대상으로 종합물류서비스를 제공하고 있다. LG와의 거래에 힘입어 미국, 중국, 인도네시아 등 전세계 40여개국에 약 180개의 글로벌 네트워크를 보유하고 있어 해외 3자 물류 분야를 담당하는 국내 종합물류기업 중 최대 규모를 자랑한다.

그림12 범한판토스 고객 현황



자료: 범한판토스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 범한판토스 법인/지사 현황



자료: 범한판토스, 이베스트투자증권 리서치센터

더불어 지난 10월말 LG상사는 범한판토스를 통해 LG전자의 100% 자회사인 물류업체 하이로지스틱스 인수(100%, 1,054억원)를 결정하였다. LG상사의 새로운 성장동력으로 자리매김하고 있는 물류사업 강화 차원에서다. 이는 그 동안 주력 사업이었던 E&P부문이 원자재가격 하락으로 직격탄을 맞은 이후 새로운 성장동력에 고심하던 LG상사가 물류사업에 대한 확고한 의지를 드러낸 시발점이자 범한판토스 인수 이면의 경영권 승계에 대한 생각을 엿볼 수 있다.

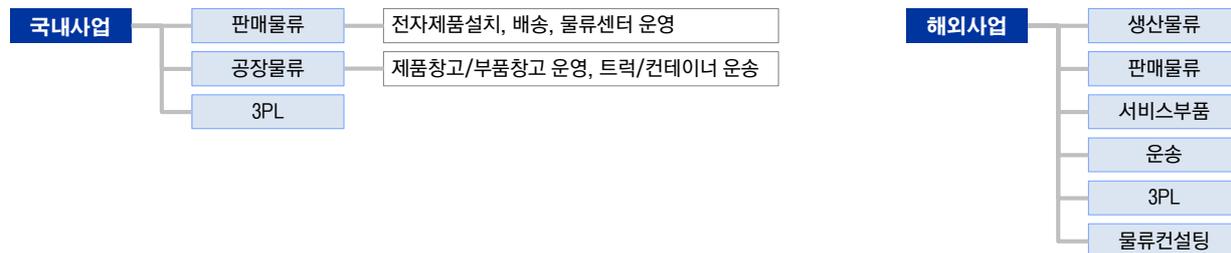
하이로지스틱스는 2014년 매출액 4,125억원 가운데 80% 가량을 LG전자, LG화학, LG생활건강 등 LG그룹 계열사로부터 벌어들였다. 범한판토스와 하이로지스틱스는 사업 측면에서 밀접한 관계인만큼 통합에 따른 등의 시너지 효과가 기대된다. 하이로지스틱스가 LG전자 생산공장과 물류센터의 운영과 배송을 담당하고 있는 만큼 범한판토스는 이번 인수를 통해 기존 LG그룹의 해상·항공 물류뿐 아니라 하이로지스틱스가 강점을 갖고 있는 창고 및 국내 육상 물류까지 아우르게 되었다. 이로써 그 동안의 Port to Port가 아닌, 현지통관에서 내륙수송까지 아우르는 Door to Door의 글로벌 프로젝트 물류업체로서의 역할을 표방한 범한판토스에 날개를 달아준 격이다.

그림14 물류 사업 확대를 통한 경쟁력 향상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 하이로지스틱스 사업 현황



자료: 범한판토스, 이베스트투자증권 리서치센터

장기적으로 Captive 물량 및 4자 물류를 바탕으로 성장 전망

범한판토스는 이번 인수를 통해 해외 거점 300개, 물류센터 150개 이상의 육해공을 아우르는 물류망을 갖추고, 글로벌 영업 강화와 운영 효율화, 비용절감 등의 시너지 효과를 극대화하며 글로벌 종합물류기업으로서의 경쟁력을 강화할 수 있게 되었다. 다양한 산업군 내 글로벌 고객사와 거래하면서 쌓아온 국제물류 경쟁력과 더불어 하이로지스틱스의 공장물류 노하우를 접목시켜 종합물류 경쟁력을 제고하게 된 것이다. 이러한 경쟁력 강화를 바탕으로 한 LG그룹 차원의 물류 사업 확대 필요성을 감안할 때, 장기적인 관점에서의 접근이 필요하다는 판단이다.

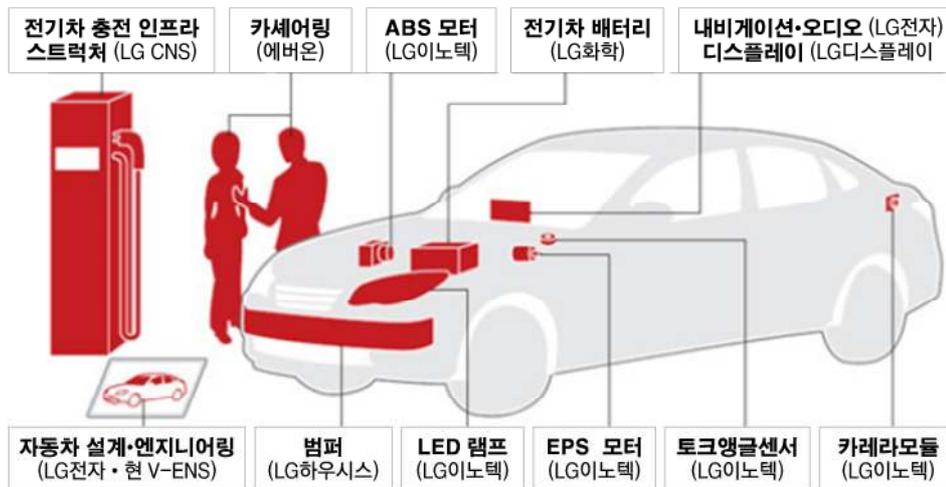
우선 초반에 범한판토스는 그룹 내 Captive 물량을 바탕으로 안정적인 실적 성장이 예상된다. 우선 범한판토스의 벌크선 확대 전략에 따라 LG상사로부터의 매출 증가가 예상된다. 현재 LG상사의 범한판토스향 물류비중은 전체 물류비 중 10~15%에 불과하다. LG상사의 경우 E&P사업을 위한 벌크선 이용이 중요한데 향후 범한판토스가 벌크선 부문에 주력할 것을 표방한 만큼 LG상사의 범한판토스향 물류비중은 점차 높아질 것으로 예상된다.

또한 지난해 범한판토스의 매출액 약 2조원 중 1.2조원 정도가 LG계열사로부터 발생한 것으로 추정된다. LG그룹 주요계열사의 물류비용이 약 3조원을 상회하는 것으로 추정되는 것을 감안하면 향후 LG그룹 차원의 물류비용 내재화에 따라 매출액은 꾸준히 두 배 이상 증가할 전망이다.

특히 중장기적으로 범한판토스의 매출액 증가는 LG그룹의 전기자동차용 부품 물류 확대에 따른 수혜를 입을 전망이다. 최근 휴대전화와 TV 사업의 부진으로 고전하던 LG전자는 전기자동차용 부품 사업에서 신규 성장동력을 발굴하였다. LG전자는 미국 자동차업체인 제너럴모터스의 전기차 쉐보레 볼트 EV에 핵심부품과 시스템 11종을 공급한다. GM은 2016년 말부터 미국 미시간주 오리온 공장에서 쉐보레 볼트 EV를 양산할 계획이다.

이번 계약은 LG그룹에 있어 향후 자동차 부품 사업의 성장을 촉진시키는 계기가 될 전망이다. LG 계열사들이 자동차 업체와 각각 계약을 맺었던 과거와 달리 LG전자가 여타 계열사로부터 부품을 받아 재가공해 바로 자동차에 장착할 수 있는 모듈 형태로 자동차 업체에 건네는 형태여서 부품부터 모듈에 이르는 수직계열화가 완성되었기 때문이다.

그림17 LG 계열사 자동차 부품 사업



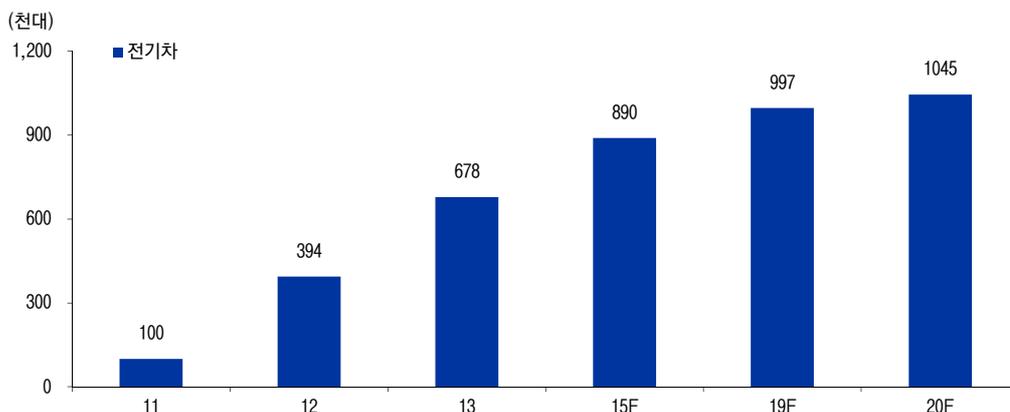
자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 LG 계열사 자동차 부품 사업

구분	회사	내용
1단계	LG전자	<ul style="list-style-type: none"> 자동차 설계 엔지니어링(V-ENS) 공조시스템, 인버터 전기차모터, 컴프레서 내비게이션, 카오디오 등 인포테인먼트 시스템
	LG화학	<ul style="list-style-type: none"> 전기차 배터리 재료
2단계	LG디스플레이	<ul style="list-style-type: none"> 차량용 디스플레이(LCD패널, OLED패널)
	LG이노텍	<ul style="list-style-type: none"> 전자식 조향장치용 모터, 브레이크 잠김 방지 장치용 모터 토크 앵글 센서, 차량용 통신 모듈, 카메라 모듈, LED램프 배터리매니지먼트시스템(BMS)
	LG CNS	<ul style="list-style-type: none"> 전기차 충전 인프라
	LG하우시스	<ul style="list-style-type: none"> 차량용 내외장재(시트, IP패널, 도어 등)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

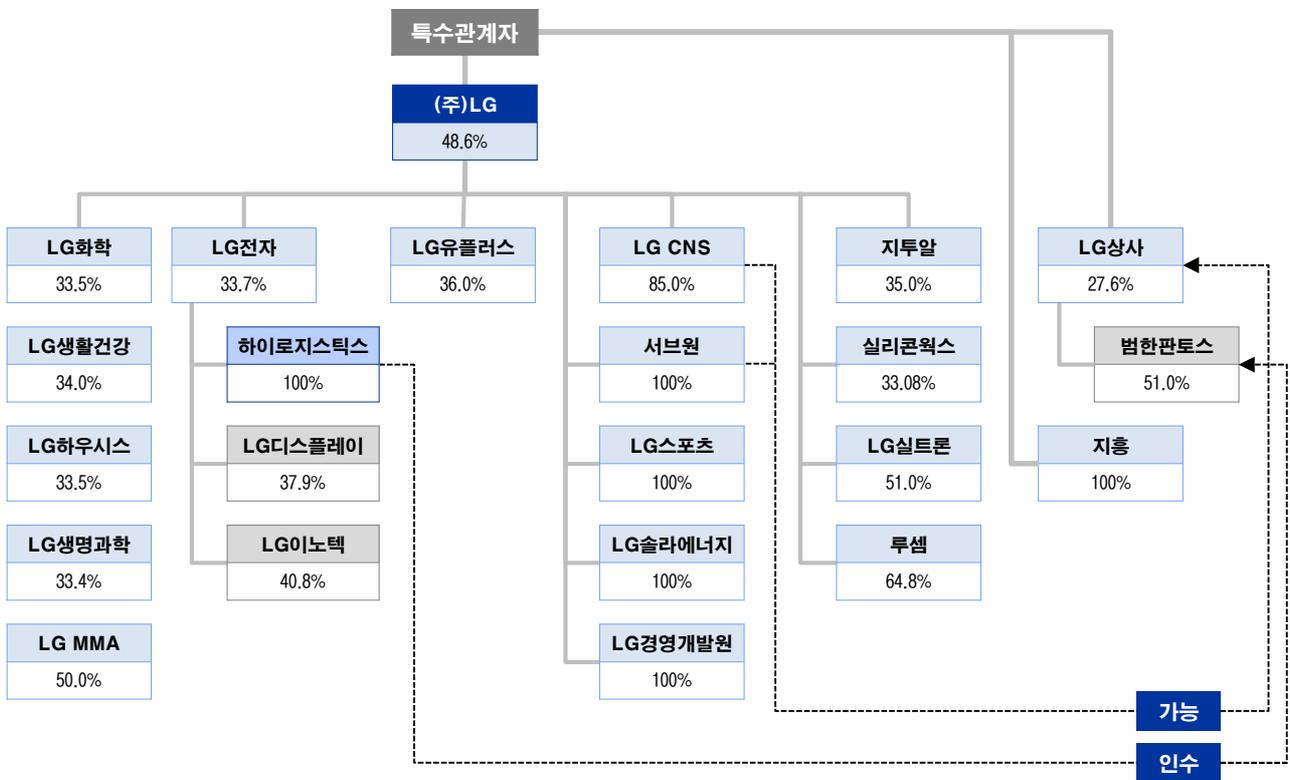
그림18 전기자동차 시장 전망



자료: B3, 이베스트투자증권 리서치센터

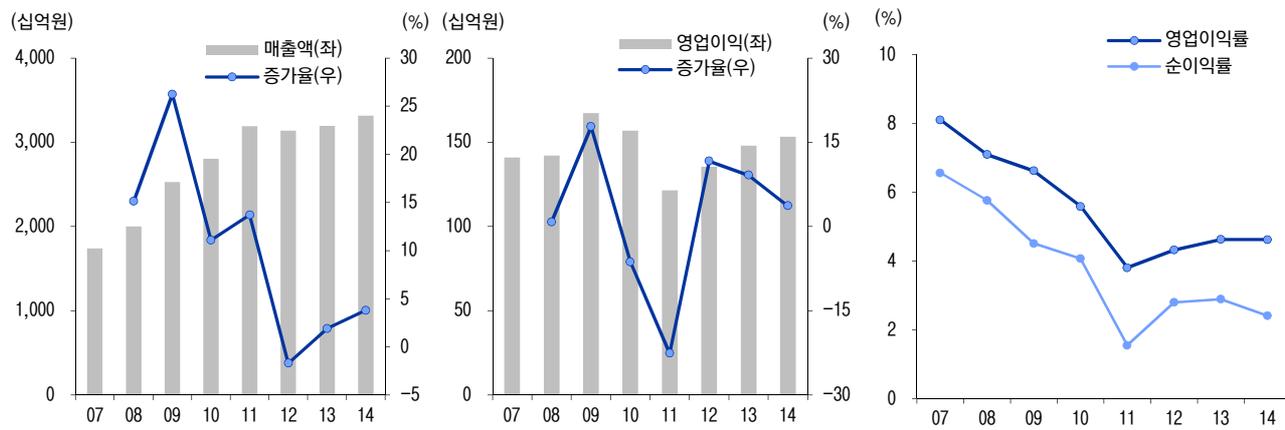
그룹 내 물류비용의 내재화와 더불어 물류 산업 내 변화의 흐름에 맞춘 경쟁력 강화 역시 중요하다. 3자 물류가 아닌 4자 물류에 최종 목표를 둘 경우 3자 물류 업체가 제공하는 보관과 하역, 포장 등의 물류서비스에 공급망 관리(SCM), 프로세스 재설계 등 물류컨설팅과 같은 IT서비스 결합이 필요하다. 이에 범한판토스와 하이로지스틱스의 물류 시설, 공급망 관리 능력 등에 LG CNS의 물류 IT기술 가세, B2B MRO 업체인 서브원을 통한 그룹 물류 기능 일원화가 확립될 경우 그룹 차원의 비용 절감은 물론 대외적으로도 물류 사업의 경쟁력은 더욱 강화될 전망이다. 따라서 추가적인 M&A 가능성에도 관심이 요구된다.

그림19 LG 그룹 지분 구조



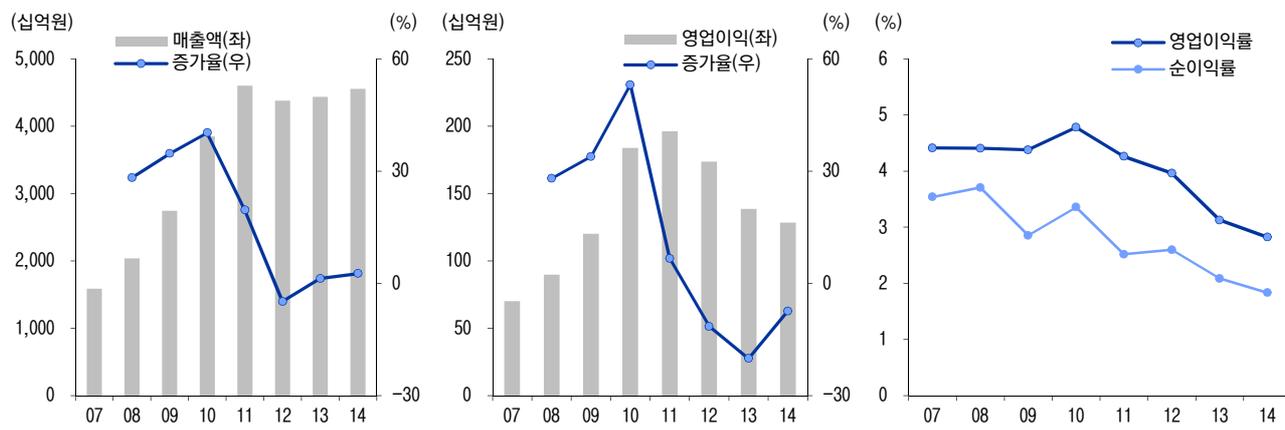
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 LG CNS 실적 추이



자료: LG CNS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 서브윈 실적 추이



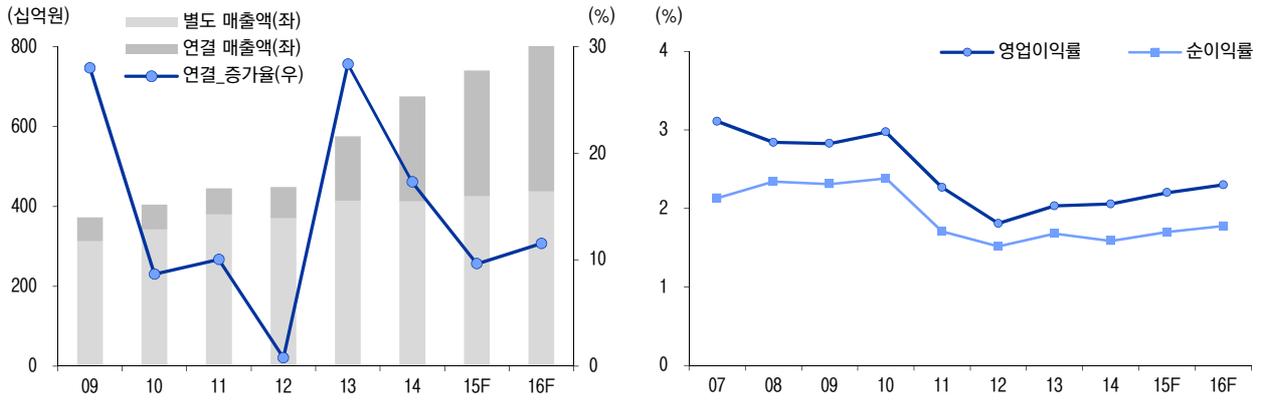
자료: 서브윈, 이베스트투자증권 리서치센터

2016년 범한판토스 순이익 19.3% 증가 예상

석유, 석탄, 구리 등 자원개발 시황이 약세를 보이고 있음에도 불구하고, LG상사는 범한판토스 인수를 토대로 실적 방어를 보이고 있다. 향후 범한판토스는 하이로지스틱스 인수에 따라 시너지 효과가 기대된다.

하이로지스틱스는 2010년부터 지난해까지 신규 해외 법인 설립에 따라 연평균 14%의 성장세를 나타냈다. 그 결과 2014년 매출액은 6,750억원(+17.3% YoY), 영업이익은 139억원(+18.6% YoY), 순이익은 107억원(+10.7% YoY)을 기록하였다. 이와 같은 성장세는 향후에도 지속될 전망이다. 향후 3년간 매출액과 영업이익 성장세는 각각 10.6%, 18.1%로 예상된다. LG전자의 전기자동차용 부품 사업 증대 등 LG계열사로부터의 수혜가 예상되고, 해외 매출 확대 등이 예상되기 때문이다. 2016년 매출액과 영업이익은 각각 전년 대비 11.5%, 19.0% 증가한 8,250억원, 190억원으로 예상된다.

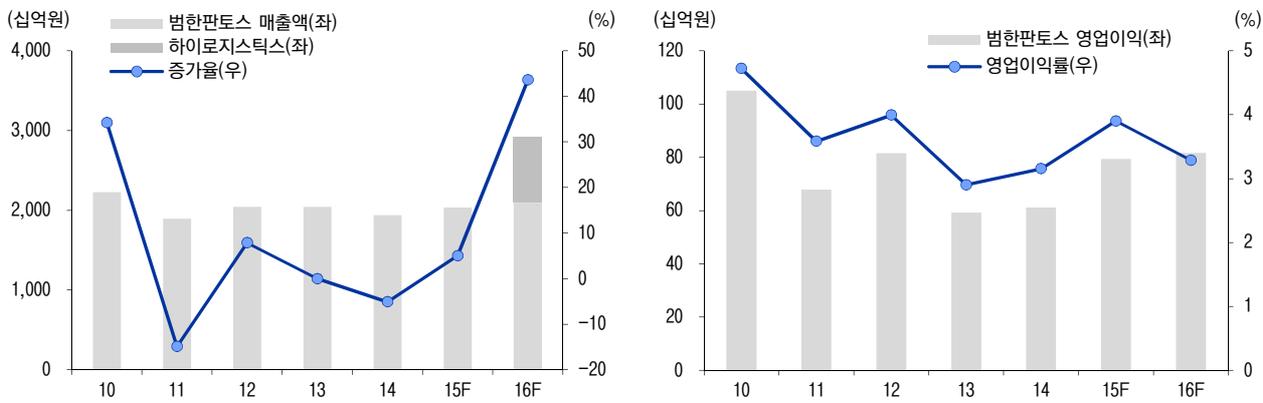
그림22 하이로지스틱스 실적 전망



자료: 하이로지스틱스, 이베스트투자증권 리서치센터

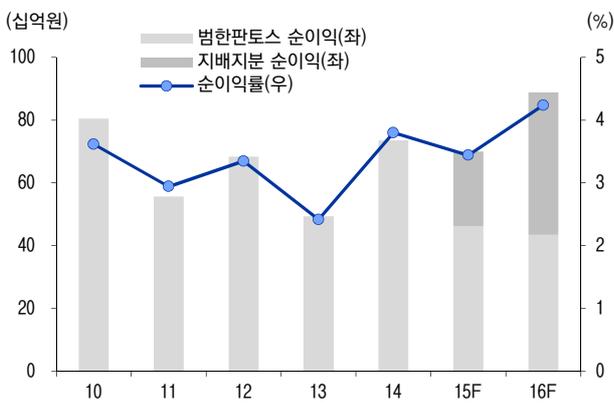
합병 이후 범한판토스의 2016년 매출액과 영업이익은 하이로지스틱스 실적 반영, LG 그룹 계열사로부터의 수혜 등에 따라 각각 전년 대비 43.6%, 20.9% 증가한 2.9조원, 959억원으로 예상된다. 순이익은 전년 대비 26.8% 증가한 888억원으로, LG상사의 지배지분 순이익은 453억원으로 예상된다.

그림23 합병 이후 범한판토스 실적 전망



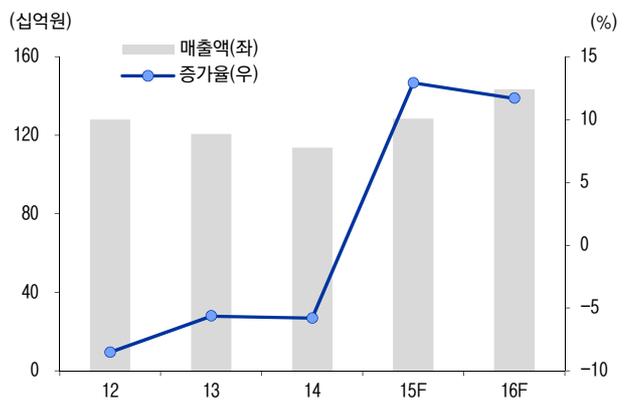
자료: 범한판토스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 합병 이후 범한판토스 실적 전망



자료: 범한판토스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 합병 이후 LG 상사 실적 전망



자료: LG 상사, 이베스트투자증권 리서치센터

산업재 부문의 성장 동력 확보

프로젝트 오거나이징 수익인식 확대

투르크메니스탄 프로젝트의 본격적 기성 인식 및 신규 수주 등으로 실적 모멘텀 기대

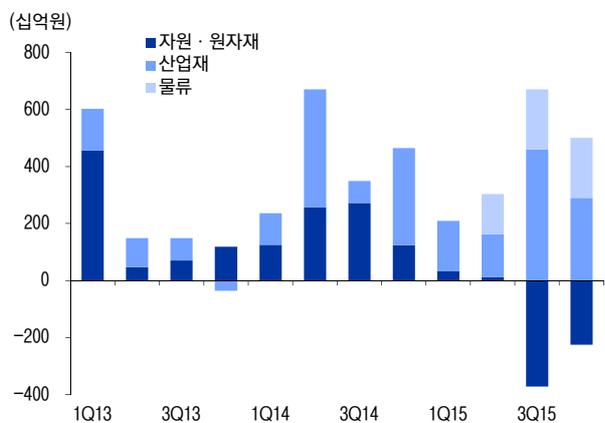
산업재 부문의 실적이 15.4Q 이후 본격적으로 개선될 전망이다. 현재 진행되고 있는 투르크메니스탄 프로젝트 3건 외 향후 추가적인 EPC 프로젝트의 수익인식 및 수주가 기대되기 때문이다. 15.4Q 정유공장 현대화 2차에 대한 금융 조달 관련 성공 수수료 역시 인식될 예정이다. 15.2Q 키안리 에탄크래커 프로젝트의 공정률이 20% 이상으로 상승한 만큼 향후 본격적인 기성 인식이 가능할 전망이다. 이에 따라 내년 프로젝트 관련 연간 영업이익은 440억원으로 예상된다. 2016년 GTL 39억 달러 수주, 2017년 세이디 20억 달러 수주가 예상되는 점 역시 향후 수익 규모 확대를 통해 추가적인 실적 모멘텀을 뒷받침할 것으로 보여 긍정적이다.

표13 투르크메니스탄 프로젝트 관련 사항

구분	프로젝트 내용	프로젝트 기간	프로젝트 규모 (억 달러)	진행현황
진행 중	정유공장 현대화 1차	12.7~15.10	5.3	16.1H까지 수익 인식 예정
	원유처리 플랜트(페트로나스)	13.6~15.12	2.4	2015년말 완공 예정
	키안리 에탄크래커	14.7~18.5	34.3	14.2Q 성공 수수료 인식, 14.4Q 수익 인식 시작
신규	정유공장 현대화 2차	42개월	9.4	15.4Q 성공 수수료 인식 예상
	천연가스 합성섬유(GTL) 플랜트	63개월	38.9	2016년 수주 계획
	세이디 에탄크래커	-	20.0	MOU

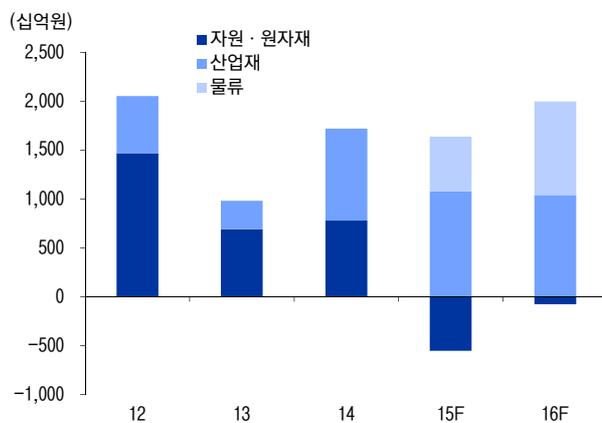
자료: LG 상사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 LG 상사 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: LG 상사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 LG 상사 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: LG 상사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 투르크메니스탄 프로젝트 관련



자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

사업 다각화 통한 중장기 성장성 확보

LG상사는 해외 발전 사업에 진출하여 중장기 성장동력 확보에 나섰다. 지난 10월 중국 간쑤성디엔리터우즈그룹(GEPIC)과 총사업비 6,000억원인 간쑤성 우웨이시 인근에 들어서는 700MW 규모의 석탄열병합발전소 합작투자 계약(625억원 투자하여 지분 30% 취득)을 체결하였다. 간쑤성디엔리터우즈그룹은 간쑤성 성정부에서 100% 출자하여 만든 정책성 국유 대형투자회사로 석탄화력, 수력, 풍력 등의 발전사업을 중심으로 석탄 개발 및 철도, 물류, 부동산 개발 사업 등을 추진하고 있다.

석탄열병합발전소는 2017년 하반기 완공 계획으로 2018년 발전소 가동이 본격화되어 상업생산될 계획이다. 이 발전소에서 석탄을 연료로 생산한 전력과 난방용 열은 지역 내 정부산하 기관에 전량 판매될 계획으로 향후 중국에서의 발전사업 확장과 석탄 연료 공급 등의 효과가 기대된다. 특히, 일대일로 정책 등의 영향으로 발전 가능성이 높은 중국 서북부 지역 진출이라는 점에서도 의미가 크다.

LG상사는 인도네시아에서도 민자 수력발전사업을 추진하며 산업 인프라 사업에 본격적으로 나서고 있다. 인도네시아 에너지 전문 기업인 티탄그룹과 함께 41MW 규모의 인도네시아 하상 수력발전소(지분 51% 확보) 개발 사업을 추진하였고, 2018년 하반기 완공 예정이다. 동사는 시설소유권 및 운영권을 갖게 되며, 발주처인 인도네시아 국영전력회사(PLN)와 30년 장기 전력구매계약을 마무리 지었다. 동사는 이와 같은 중국 및 인도네시아에서 추진하는 발전사업 경험을 토대로 향후 미얀마, 오만 등 성장 잠재력이 높은 신흥시장 중심으로 산업 인프라 관련 추가 사업기회 역시 적극 모색할 전망이다.

또한 동사는 2016년 1월 BDL 시멘트 합작회사(454억원 투자하여 지분 51% 취득) 설립 후, 시멘트 생산 사업을 진행할 예정이다. 공장 양산 규모 등은 아직 미정이나 향후 미얀마 건설시장의 확대 가능성 등을 감안하면 실적 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

그림29 석탄열병합발전소 지분 투자



자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 수력발전소 지분 투자



자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망

2016년 영업이익 2,056억원(+89.2% YoY), 세전이익 1,788억원(+100.4% YoY) 전망 투르크메니스탄 프로젝트의 본격적 기성 인식 및 신규 수주 등으로 실적 모멘텀 기대

2016년 영업이익은 전년 대비 89.2% 증가한 2,056억원으로 예상된다. 자원·원자재 부문의 적자폭이 축소되는 가운데 프로젝트 부문의 본격적인 수익 증가와 물류 부문의 하이로지스틱스 인수로 실적 개선이 예상된다.

당사 리서치센터 전망에 따르면 내년 상품가격은 올해의 하락폭을 만회하는 상승세를 보이며 그간의 하락세를 일단락 지을 것으로 예상된다. 미연준의 금리 인상 이후 달러 약세가 예상되는 점 역시 상품가격의 하락을 제한할 전망이다. 15.2Q와 15.3Q에 걸쳐 비철금속/그린 관련 대규모 손실 역시 마무리되었다. 이에 내년 상품가격의 하방경직성이 강화됨에 따라 자원·원자재 부문의 영업이익 적자폭은 축소될 것으로 예상된다.

산업재 부문의 영업이익은 전년 대비 3.5% 감소한 1,040억원으로 예상된다. 15.3Q 탄소배출권 매각 수익 200억원의 일회적 요인을 감안하면 18.6% 증가하는 것이다. 투르크메니스탄 프로젝트의 기성률 상승에 따른 수익 인식 본격화 등에 따라 프로젝트 관련 수익 확대가 예상된다.

표14 LG 상사 실적 추이 및 전망

(억원)	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4QF	16.1QF	16.2QF	16.3QF	16.4QF	2014	2015F	2016F
매출액	26,173	30,351	28,997	28,202	26,449	32,029	36,177	33,744	33,761	36,103	38,934	36,523	113,722	128,399	145,321
자원/원자재부문	7,887	8,536	7,721	7,708	7,380	8,235	7,144	7,132	7,011	7,988	7,215	7,274	31,853	29,891	29,489
산업재부문	18,285	21,814	21,276	20,494	19,068	20,406	23,940	21,518	19,450	20,814	24,418	21,949	81,869	84,932	86,631
물류부문						3,388	5,094	5,094	7,300	7,300	7,300	7,300	-	13,576	29,202
(% YoY)	-9.2	-2.8	-8.4	-2.8	1.1	5.5	24.8	19.7	27.6	12.7	7.6	8.2	-5.8	12.9	13.2
영업이익	236	671	349	464	209	303	299	276	497	495	528	536	1,720	1,087	2,056
자원/원자재부문	126	257	272	124	32	12	-372	-225	-22	-24	-18	-11	779	-553	-75
산업재부문	110	414	77	340	177	151	460	290	260	260	260	260	941	1,077	1,040
물류부문						140	211	211	240	240	240	240	-	562	959
(영업이익률, %)	0.9	2.2	1.2	1.6	0.8	0.9	0.8	0.8	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5	0.8	1.4
(% YoY)	-60.9	352.2	134.9	457.1	-11.2	-54.8	-14.4	-40.5	137.8	63.4	76.7	94.1	-16.3	-36.8	89.2
지분법+배당이익	41	26	-50	-95	-11	-20	-128	-33	-16	-17	-20	-23	-78	-192	-76
자원/원자재부문	65	41	18	-90	-13	-26	-121	-26	-20	-21	-24	-27	34	-186	-92
산업재부문	-24	-15	-68	-5	2	6	-7	-7	4	4	4	4	-112	-6	16
세전이익	335	-298	31	58	232	287	115	258	433	430	459	465	126	892	1,788
(세전이익률, %)	1.3	-1.0	0.1	0.2	0.9	0.9	0.3	0.8	1.3	1.2	1.2	1.3	0.1	0.7	1.2
(% YoY)	-52.6	적전	-82.1	흑전	-30.8	-196.2	267.3	345.7	87.2	49.9	297.7	80.3	-83.0	606.0	100.4
순이익	194	-311	-23	1	132	64	5	181	338	335	358	363	-138	382	1,394
지배주주귀속	186	-310	-21	13	122	-4	-68	166	229	226	249	254	-132	115	960
(순이익률, %)	0.7	-1.0	-0.1	0.0	0.5	0.2	0.0	0.5	1.0	0.9	0.9	1.0	-0.1	0.3	1.0
(% YoY)	-66.6	적전	적전	흑전	-31.9	흑전	흑전	14,093.2	155.4	426.1	6,871.1	100.9	-131.2	-377.2	265.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

물류 부문의 영업이익은 전년 대비 70.7% 증가한 959억원으로 예상된다. 이는 범한판토스 실적의 온기 반영, 하이로지스틱스 인수에 따른 신규 수익 반영, 지배구조 핵심 기업으로서의 LG그룹 물량 증대 등에 따른 매출액 확대 등에 기인한다.

세전이익은 전년 대비 100.4% 증가한 1,788억원으로 예상된다. 이는 상품가격 안정화에 따른 E&P부문 적자폭 축소, 하이로지스틱스 인수 등에 따른 영업이익의 개선 및 지분법 손실 감소 등 때문이다.

LG 상사 (001120)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	2,799	2,830	3,408	3,705	3,913
현금 및 현금성자산	385	480	325	384	435
매출채권 및 기타채권	1,390	1,097	1,486	1,609	1,724
재고자산	689	1,047	1,204	1,303	1,330
기타유동자산	335	206	392	408	425
비유동자산	2,078	2,067	2,468	2,461	2,463
관계기업투자등	755	770	792	824	858
유형자산	89	96	303	272	246
무형자산	869	805	997	973	951
자산총계	4,877	4,897	5,875	6,166	6,375
유동부채	2,245	2,352	2,860	3,017	3,065
매입채무 및 기타채무	1,347	1,566	1,806	1,955	1,995
단기금융부채	836	716	843	843	843
기타유동부채	62	71	210	219	227
비유동부채	1,018	979	1,234	1,240	1,245
장기금융부채	907	862	1,094	1,094	1,094
기타비유동부채	111	117	140	146	152
부채총계	3,264	3,332	4,094	4,256	4,311
지배주주지분	1,476	1,427	1,439	1,566	1,721
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	102	102	102	102	102
이익잉여금	1,125	1,101	1,113	1,241	1,396
비지배주주지분(연결)	138	139	343	343	343
자본총계	1,613	1,565	1,782	1,909	2,065

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	-174	348	-46	185	179
당기순이익(손실)	44	-14	38	139	167
비현금수익비용가감	221	252	135	120	115
유형자산감가상각비	16	13	24	42	38
무형자산상각비	102	53	47	65	64
기타현금수익비용	2	19	65	13	14
영업활동 자산부채변동	-287	145	-183	-74	-103
매출채권 감소(증가)	29	306	-48	-122	-115
재고자산 감소(증가)	-33	-358	-122	-99	-26
매입채무 증가(감소)	-206	204	30	149	40
기타자산, 부채변동	-78	-7	-42	-1	-2
투자활동 현금	-235	-23	-226	-114	-117
유형자산처분(취득)	-8	-8	-13	-11	-12
무형자산 감소(증가)	-89	-49	-32	-42	-42
투자자산 감소(증가)	-1	-66	-5	-46	-48
기타투자활동	-137	100	-176	-15	-16
재무활동 현금	239	-237	98	-12	-12
차입금의 증가(감소)	261	-214	114	0	0
자본의 증가(감소)	-22	-23	-16	-12	-12
배당금의 지급	22	23	16	12	12
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-149	95	-155	59	50
기초현금	534	385	480	325	384
기말현금	385	480	325	384	435

주: IFRS 연결 기준

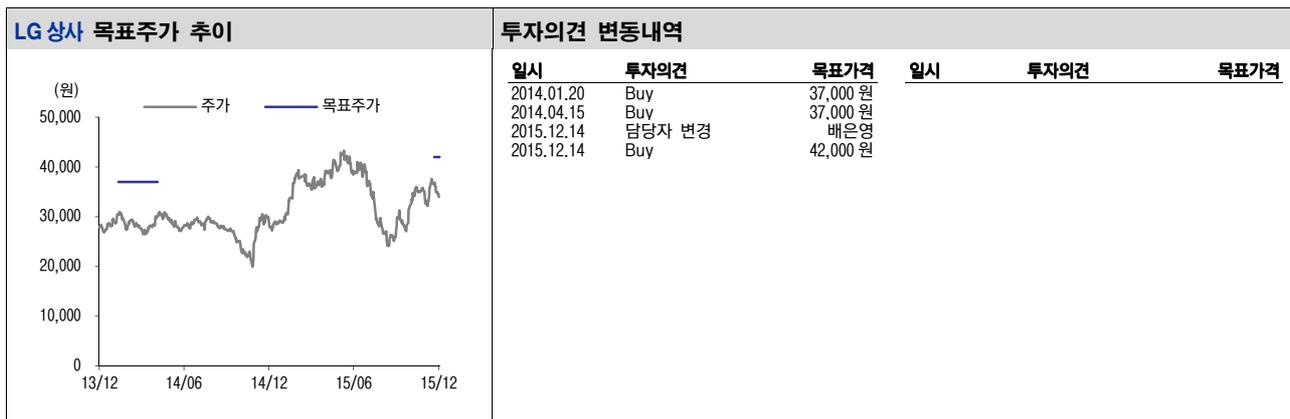
자료: LG 상사, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	12,073	11,372	12,840	14,532	14,857
매출원가	11,583	10,873	12,329	13,863	14,135
매출총이익	490	499	511	669	722
판매비 및 관리비	392	327	402	464	484
영업이익	98	172	109	206	238
(EBITDA)	216	238	179	312	339
금융손익	-13	-45	-58	-34	-16
이자비용	47	45	50	55	55
관계기업등 투자손익	-30	-8	-14	-8	-8
기타영업외손익	19	-106	53	15	8
세전계속사업이익	74	13	89	179	222
계속사업법인세비용	30	26	51	39	56
계속사업이익	44	-14	38	139	167
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	-14	38	139	167
지배주주	48	-13	12	96	117
총포괄이익	23	-39	38	139	167
매출총이익률 (%)	4.1	4.4	4.0	4.6	4.9
영업이익률 (%)	0.8	1.5	0.8	1.4	1.6
EBITDA 마진률 (%)	1.8	2.1	1.4	2.1	2.3
당기순이익률 (%)	0.4	-0.1	0.3	1.0	1.1
ROA (%)	1.0	-0.3	0.2	1.6	1.9
ROE (%)	3.3	-0.9	0.8	6.4	7.1
ROIC (%)	3.2	-10.0	2.2	6.5	7.1

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	23.1	-84.3	113.8	13.7	11.2
P/B	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.3	8.8	15.5	8.7	7.8
P/CF	4.2	4.7	7.5	5.1	4.6
배당수익률 (%)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	-5.6	-5.8	12.9	13.2	2.2
영업이익	-52.2	75.0	-36.8	89.2	15.8
세전이익	-75.2	-83.0	605.7	100.4	24.5
당기순이익	-80.8	적전	흑전	265.2	19.7
EPS	-78.3	적전	흑전	733.3	21.6
안정성(%)					
부채비율	202.3	212.9	229.8	222.9	208.8
유동비율	124.7	120.3	119.2	122.8	127.6
순차입금/자기자본 (x)	68.8	63.2	82.3	73.4	65.1
영업이익/금융비용 (x)	2.1	3.8	2.2	3.7	4.3
총차입금 (십억원)	1,743	1,578	1,937	1,937	1,937
순차입금 (십억원)	1,110	989	1,467	1,402	1,345
주당지표 (원)					
EPS	1,242	-340	297	2,474	3,008
BPS	38,076	36,809	37,114	40,409	44,412
CFPS	6,840	6,156	4,478	6,690	7,269
DPS	300	300	300	300	300



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 배은영)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	90.2% 9.8%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2014. 10. 1 ~ 2015. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)