

2018

IBKS OUTLOOK

지주회사 (Overweight)

2017년 데자뷰!

일감 몰아주기와 내부거래를 통제하기 위해 감시 기능을 강화한다. 지주회사가 상표를 사용하고 있는 계열사로부터 수취하는 상표사용료를 검토하겠다고 밝힌 바 있다. 중소기업 특허업종을 확장하여 구체적으로 제시할 가능성이 높다. 공익재단이 소유한 지주회사의 지분구조에 대해서도 들여다본다. 순환출자를 해소하도록 유도하는 것은 새로운 안전이라고 할 수도 없고, 상법 개정도 마찬가지다. 규제 법안은 대부분 대기업에 초점을 맞추고 있다. 지금까지 나열한 것이 2018년 흔히 들게 될 대표적인 규제안들이다.

규제의 강한 의지를 감안할 때 변화는 필수이자, 생존 전략이다. 안전별로 대응 방법이 다를 수 있다. 사업구조를 바꿀 수 있고, 지배구조를 바꿀 수도 있다. 두 가지를 동시에 진행할 수도 있을텐데, 중장기적 관점에서 변화는 기업의 가치에 긍정적인 가능성이 높다. 규제의 불합리를 타하기보다 변화를 통해 최적의 해결책을 찾는 것이 바람직하다.

성장 스토리가 명확하고, 주력 계열사의 실적이 개선되며, 성장의 축에 비상장 계열사가 포함되어 있다면 금상첨화일 것이다. IT에 이어 바이오에 대한 관심이 높아지는 분위기가 내년에도 지속될 것으로 예상하는 가운데 투자 대상은 2017년과 크게 다르지 않을 전망이다.

성장 스토리를 잘 실천하고 있는 SK는 2018년에도 성장 동력이 추가될 예정이어서 지주 최선호주로 손색이 없다는 판단이다. 투자의 선별조건을 충족하며 모범적인 지배구조를 가진 LG를 차선호주로 제시하며, 주가 약세 요인이 해소되는 한화와 사업 구조조정을 확정한 이후 변화가 예상되는 LS도 눈여겨보아야 하는 투자 후보군이다.

TOP PICKS

SK (034730)

투자의견	매수 (유지)
목표주가	430,000원
현재가 (11/28)	297,000원

LG (003550)

투자의견	매수 (유지)
목표주가	120,000원
현재가 (11/28)	87,700원

Analyst

김 장 원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자청고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

2017년 회고(回顧).....	3
상저, 중고, 하약.....	3
불안·규제·현실.....	5
이벤트.....	6
2018년 / 강해지는 규제 만큼 변화도 커진다.....	7
규제.....	8
변화.....	9
순환출자 / 해소 분위기 가속화.....	9
일감몰아주기 및 내부거래 근절은 지배구조를 변화.....	10
지주 전환 지속.....	11
지주와 계열사의 주가 관계.....	12
기업분석.....	16
SK (034730):	
보여줄 게 아직 많이 남았다 / 매수(유지) / 목표주가: 430,000원.....	16
LG (003550):	
지배구조와 주가 모두 모범적 / 매수(유지) / 목표주가: 120,000원.....	22
한화 (000880):	
위험인자의 부담에서 벗어나는 2018년 / 매수(유지) / 목표주가: 53,000원.....	25
LS (006260):	
펀더멘탈 이상 없습니다 / 매수(유지) / 목표주가: 100,000원.....	28

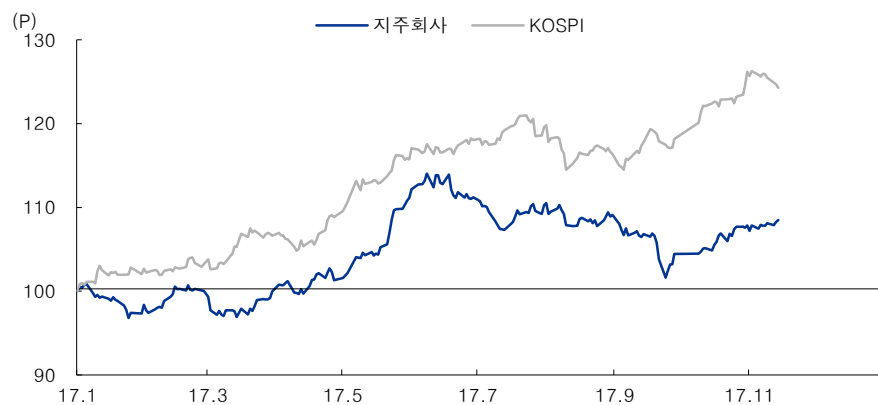
2017년 회고(回顧)

상저, 중고, 하약

국내 정세 → 불확실 해소
→ 규제

지주회사 주가는 금년 초 불안한 정치 정세로 출발이 불안했다. 그렇지만 대표적인 불확실성 요소였던 대선이 끝나고 나서는 강세로 전환되었다. 신정부가 들어서고 규제가 진행되면서 강세 국면도 오래가지 않았다. 등락이 컸던 지주는 강세를 보일때도 코스피를 상회하지는 못해서 2017년은 전반적으로 약세였다고 평가할 수 있다.

그림 1. 지주회사 2017년 주가 흐름

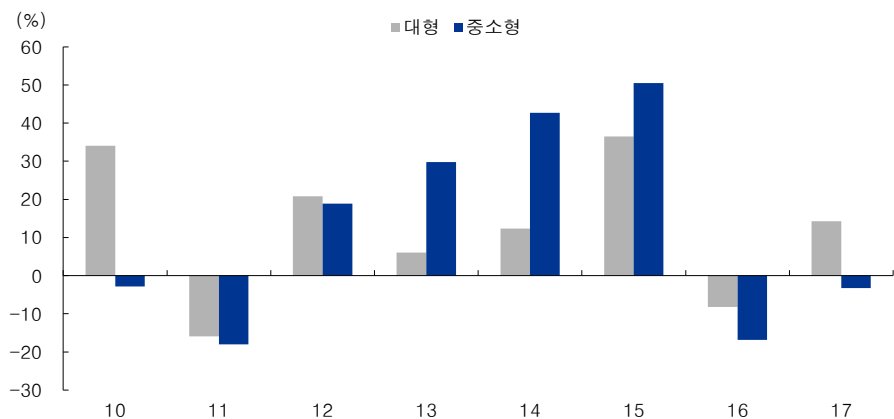


주: 상장된 44개 지주회사 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

대형 지주회사의 강세

지주의 주가 움직임에 대해 좀 더 이해를 돕고자 자산규모와 시가총액, 그리고 보유업종의 복합성 여부를 고려해 대형과 중소형으로 구분해서 주가 변동률을 그려보면 중소형지주에 뒤쳐져 있던 대형지주가 2017년에는 힘을 내는 모습이었다. 국내외 경기가 좋아지면서 실적이 개선되고, 중소형지주가 2016년에만 약세였지 수년 동안 강세로 기업의 가치가 주가에 반영된 탓에 반대급부의 영향도 있었다고 판단한다.

그림 2. 지주 규모별 주가 등락률

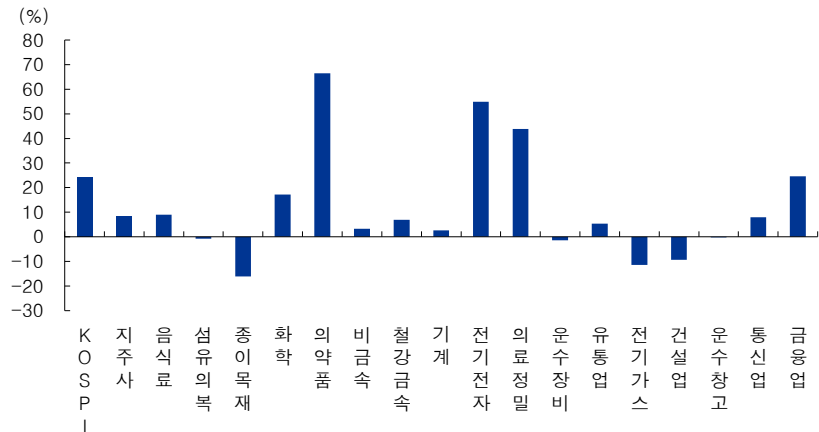


주: 44개 지주회사중에서 17개가 대형, 그룹 및 자산규모 기준으로 분류. 2017년은 연초 대비 2017년 11월 15일 종가 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

업종지수가 지주의 방향성

지주가 다양한 업종을 소유하다 보니 업종별 등락이 지주 주가에 매우 큰 영향을 미친다. 계열사의 주가에 연동하는 것이 지주 주가라서 업종의 주가 상승이 곧 지주의 상승을 의미하지만, 어떤 업종과 자산가치에서 그 업종의 비중에 따라 영향력이 다르다. 국내 지주회사는 LG를 제외하고 IT업종에 큰 영향을 받지 않는다. 지주 주가가 강세일 때 IT업종은 약세였고, 심지어 마이너스 성장을 보이기도 했다.

그림 3. 업종별 2017년 지수 등락률

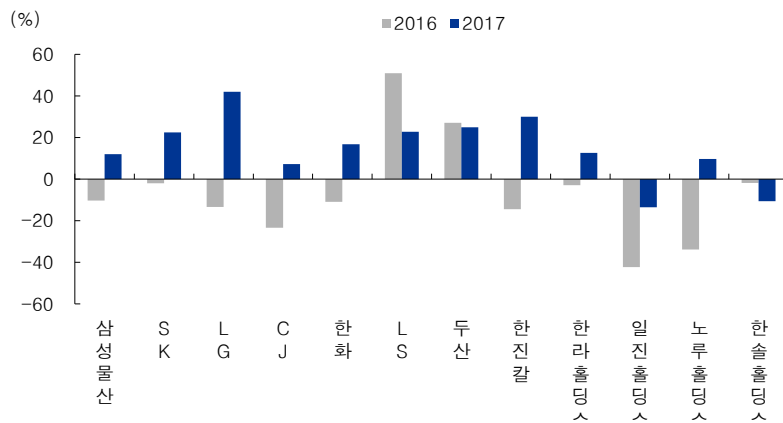


주: 연초 대비 2017년 11월 15일 종가 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

LS와 두산 2년 연속 상승
LG 상승세가 돋보여

커버하는 지주는 대부분 대형지주로 주가 상승폭이 지주 전체 평균보다 높았다. 2016년에 이어 2017년에도 상승세가 지속된 지주는 LS와 두산이다. LS는 실적 턴어라운드 이후 수익성이 안정적이었으며, 두산은 재무 부담 경감과 자체사업의 실적이 호조세를 유지했기 때문이다. 두 종목을 제외하고 2년 연속 같은 방향으로 움직이는 종목은 없다. 일진홀딩스가 2년 연속 마이너스이지만 하락폭은 줄었다. 2017년 가장 주목받은 종목은 LG다. 사실 특별할 게 없는 순수 지주임에도 상승폭이 컸던 것은 자산가치 대비 저평가됐다는 점과 안정성이 부각된 듯하다. 한진칼은 상승폭이 높았지만, 자회사의 주식상장을 결정한 하반기에 약세로 전환됐다.

그림 4. IBK 지주회사 커버리지 종목의 연간 주가 등락폭



주: 1년 단위 등락률로 2017년은 연초 대비 11월 15일 종가 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

불안 · 규제 · 현실

좌불안석

2017년은 불안한 마음을 갖고 시작했다. 정치 불안이 주식시장에서는 호의적이지 않았고, 특히 그룹을 대표하는 지주는 더욱 그랬다. 대통령 선거를 앞두고 당선 가능성이 높았던 후보자가 재벌개혁과 경제력 집중 방지 등을 경제 공약으로 내세움에 따라 약세 분위기는 선거기간 내내 이어졌다.

약세 요인은 불확실성

약세 요인의 공약을 내건 후보자가 대통령에 당선되고, 예상했던 대로 재벌 개혁에 강한 의지를 보여 왔던 인사들을 기업 활동과 관련이 밀접한 정부 부처에 임명함으로써 강한 규제를 암시하기도 했다. 그러나 주가는 오히려 이 시기 이후 약세에서 탈피해 상승세를 타기 시작했다. 예상 밖의 현상으로 당황스러울 정도였다. 그렇지만 이유가 없는 것은 아니었다. 기업 비친화적인 인사가 기업에 유화적인 언행을 보임에 따라 불확실성이 해소됨과 동시에 다소 안심된다는 것으로 해석한 것 같다. 그렇다고 기본 인식이 바뀐 것은 아니었다. 오히려 친화적인 기업지배구조와 대기업중심의 경제구조에 변화를 주겠다는 의지는 분명했다.

표 1. 공정거래위원장의 정책 방향

구분	발언내용
순환출자	- 기존 순환출자 해소가 우선 순위는 아님 - 순환출자는 가공자본 창출력과 총수 일가의 지배력 강화의 편법화 방법이라고 인식
모니터링 강화	- 4대그룹을 포함한 자산 순위 상위 대기업을 중점 모니터링 예정 - 법 해석과 집행 재량권을 통해 사안별로 엄격한 잣대를 적용
대기업 전담 부서	- 조사와 경제 분석 기능까지 갖춘 전담 부서 신설
전속고발권 폐지	- 형사적 규율 이전에 행정규율과 민사규율을 적절히 사용하겠다는 의미로 해석

자료: 언론내용 참고, IBK투자증권 정리

경제 개혁의 선봉장

아니나 다를까, 대기업과 중소기업 가릴 것 없이 규제가 들어오기 시작했다. 대기업 중심으로 예상했던 규제가 프랜차이즈 사업에 먼저 손을 댔다. 프랜차이즈 사업이 대기업은 아니지만, 본사와 가맹점간에 갑을관계가 형성되는 사업구조로 경제민주화에 대한 정책 방향을 다소나마 읽을 수 있었다. 주가의 안도 랠리는 오래가지 않았다. 공정거래위원회의 영향력이 커지면서 규제도 강해졌다.

한 번은 겪어야 할 규제

규제가 강하다 약하다를 평가하기에는 아직 이르다. 기업 친화적이든, 비친화적이든간에 정권 초기에는 규제가 강했었다. 지금의 규제가 비정상상을 바로잡는 상황이라고 생각한다면 이해가 안되는 것은 아니다. 다만 규제가 경제 주체를 위축시켜서는 안된다고 생각한다. 규제와 경제 활성화를 모두 기대하는 것은 희망사항일 수 있다. 초기 규제는 기업이 매우 쪼끄럽게 생각할 수 있고, 불편할 수 있다. 그렇지만 어느 정도 필요한 것으로 간주하려면 규제의 기간이 너무 오래가면 역효과가 생길 수 있다. 여기서 역효과는 경제 주체의 부담을 의미한다. 인위적인 규제 활동이 상당히 피곤할 수 있는 시기가 2017년이었다고 생각한다. 규제는 시간이 흐르면 내성이 생기기 마련이다. 정부도 규제의 방향성과 지침을 중시하는 방향으로 전환해야 한다고 생각할 것이다.

이벤트

공정거래위원회의 권한과
위상 강화

신정부가 들어선 5월 이후 공정거래위원회의 보도내용을 살펴보면 일감 몰아주기와 불공정 영업 행위에 대한 규제 언급이 많았다. 이와 관련하여 시행령을 입법 예고하는 등 구조적으로 근절하기 위한 방안이 진행되었다. 기업과 산업 전반에 걸쳐 영향력이 큰 공정거래위원회의 권한과 위상이 더 높아졌다.

표 2. 공정거래위원회 보도내용 중 규제 관련 부분

날짜	제목	내용
5월	공정거래법 시행령 입법예고	총수입가 사의 편취 규제 대상 확대 등이 주 내용. 시행일 7월 19일
6월	현행법의 엄정한 집행	대기업집단에 대한 내부거래 실태점검. 결과에 따라 작권조사 예정 하도급 · 가맹 · 유통 · 대리점 등 경제적 약자를 적극 보호할 방침
	하위법령 개선	대규모유통업법 과징금 고시 개정 우선 추진
	시행령	자료 미제출에 대한 이행강제금 제도 운영 방안, 과징금 가중상한 상향조정, 사익편취행위 신고포상금 지급
	이해관계자 소통	정책 이행관계자와의 소통에 적극 나선다고 언급. 4대그룹 만남 추진
	공정거래법 시행령 입법예고	자료 제출을 거부하면 이행 강제금이 10월부터 부과
9월	가맹사업거래 개정안 입법예고	가맹분야 불공정 관행을 근절하기 위해 가맹사업의 공정화 법률시행령 마련
	독점규제 및 공정거래 법률 개정안 국회 본회의 통과	일반지주회사를 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사로 보지 않는다는 안건 그동안 금융보험업으로 분류되어 공정거래법상 금융보험사 규제를 적용
10월	대기업집단 계열분리제도 개선 추진	대기업집단 지정 제도를 현실에 맞게 개선하기 위해 추진 일정한 요건을 갖춘 회사를 동일인이 지배하는 기업집단의 범위에서 제외 친족 분리 회사는 종전 집단과의 거래내역을 제출하고 부당지원시 분리 취소 임원 보유 회사는 독립 경영 요건을 충족할 경우 심사를 거쳐 분리 인정
11월	5대 그룹과 기업 개혁방안 논의	공정거래위원장과 5대그룹 전문경영인이 정책 간담회 개최

주: 날짜는 공식 기준. 자료: 공정거래위원회 홈페이지, IBK투자증권 정리

규제는 강해지고, 많아짐
그리고 변화를 유도

기업 지배구조와 영업에 영향을 많이 미치는 규제안이 언급되고, 실행되었다. 이로 인해 기업들도 적잖은 변화를 나타냈다. 삼성전자는 지주 전환을 고민했었고, 순환출자의 대표적인 그룹이었던 롯데그룹이 지주로 전환하면서 순환출자를 대부분 해소했다. 규제의 강도가 강해지는 가운데 언급도 많은 해였다.

표 3. 규제 관련하여 언론에 보도된 내용

날짜	제목	내용
1월	상법개정	대기업 지배구조에 초점을 둔 법안으로 임시국회 처리 가능성까지 언급
	금융계열사 의결권 제한 및 자사주 규제 등 법안 발의	대기업 금융 계열사의 의결권 행사를 제한, 분할 또는 분할합병시 배정받은 신주 의결권 제한. 자사주 취득과 처분 규제
	롯데그룹 계열사 지분정리검토 공시	쇼핑, 푸드, 제과, 칠성음료 등은 지주 전환을 검토, 계열사간 지분 정리
2월	현대중공업 4개사로 분할 주총 통과	사업분할 안건이 주주총회를 통과. 4월 지주체제로 전환
3월	삼성전자 지주 전환 보류	검토하던 지주 전환을 보류한다고 발표
4월	삼성전자 지주 전환 계획 백지화	지주 전환을 완전 백지화한다고 밝히고, 자사주 소각 결정
5월	스튜어드십 코드 연내 도입 언급	주주의 의결권 행사가 강화되는 스튜어드십 코드 도입
6월	경제개혁은 지속. 시간 필요 언급	경제력 집중 억제 방안 마련. 개혁 의지는 불변. 다만 시간적 여유를 제시
7월	지배와 소유구조 모범사례를 주문	점진적이고, 지속 가능한 방식으로 변화를 유도할 것으로 정책당국자가 언급 유화적이면서도 시간이 많지 않다고 압박하는 양면전략
9월	기업집단국 신설	대기업의 일감 몰아주기와 부당 내부거래를 집중적으로 감시하는 조직
10월	롯데그룹 지주 전환	지주로 전환하면서 순환출자고리를 13개로 줄여 지배구조 단순화
11월	브랜드수수료와 공익재단 조사	브랜드 수수료 기준에 대해 조사하고, 공익재단에 대해서도 조사 방침 기업집단국이 두 건의 조사를 맡으며 대기업의 개혁을 유도할 계획
	적극적이고 빠른 개혁 주문	공정거래위원장의 개혁을 서둘러야 한다는 언급이 기업과 경제계를 압박

자료: 언론기사 참조, IBK투자증권 정리

2018년 / 강해지는 규제 만큼 변화도 커진다

강한 규제를 지향하는 정부

더 특별할 것은 없어 보이지만, 강도는 결코 약하지 않을 것 같다. 시기와 상황에 따라 규제의 완급을 조절할 뿐이지 강한 규제의 기본 취지는 바뀌지 않는다. 정권 출범부터 추진해 왔던 내부거래와 일감 몰아주기 근절은 계속 유지하면서 모니터링을 강화할 것이다. 기업집단국에서 조사하겠다는 대기업의 공익재단과 브랜드로열티는 지배구조와 지주회사의 수익원을 직접 들여다 보겠다는 것으로 적잖은 영향이 예상된다. 순환출자는 많이 줄었으며, 남은 출자구조도 해소하도록 유도할 것이다.

공정거래위원장과 청와대 정책실장의 성향을 감안했을 때 규제는 강할 것이며, 권한과 위상이 높아진 공정거래위원회가 규제의 선봉에 나설 것이다. 기업과의 만남도 많아질 것으로 예상하는데, 만남 자체가 부담을 줄 수 있기에 규제는 계속된다고 보는 것이 맞을 것 같다.

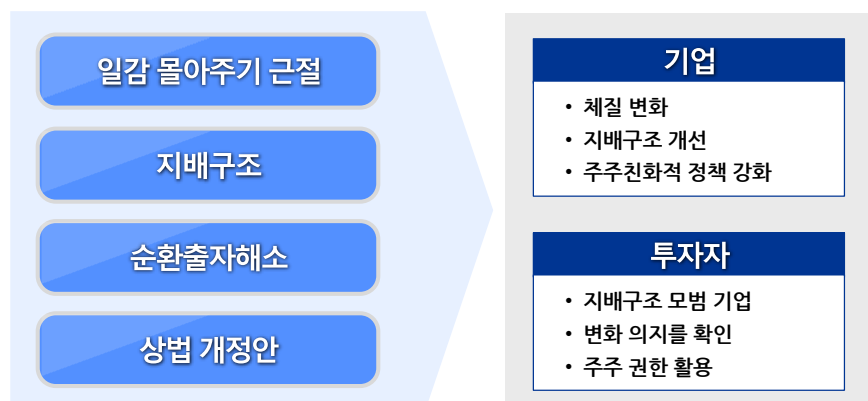
기업은 유연한 조직이기에 변화로 대응할 것

규제가 주는 효과는 동전의 양면과도 같다. 규제를 당하는 쪽은 부정적이라고 믿을 것이고, 규제를 하는 쪽에서는 긍정적인 효과만 볼 것이다. 규제의 산물은 결국 변화다. 즉, 변화를 유도하기 위해 규제를 활용하는 것이다. 현재 행해지고 있는 규제가 2018년에도 지속될 가능성이 높는데, 물론 새로운 규제도 나오겠지만 이미 언급된 사항을 실천에 옮기는 것이라서 크게 놀랄 규제는 없을 것이다. 기업은 다른 조직과 달리 이익집단이라서 변화에 상대적으로 빠르게 대응한다. 규제가 강한 만큼 기업도 변화가 크고, 그 변화의 속도는 빠를 것으로 예상된다.

투자의 기회 제공

규제는 주식투자에도 영향을 미친다. 규제에 영향을 많이 받는 기업은 규제가 진행될 때 투자 대상에서 소외되겠지만, 규제에 민감한 만큼 변화의 폭이 크다는 점에서 변화 여부에 따라 투자 수익이 크게 발생할 수 있는 기회를 제공할 수 있다. 결국 규제와 지배구조 관점에서 규제에 둔감한 기업보다는 민감한 기업을 더 주의 깊게 살펴봐야 하는 이유가 되는 것이다. 사회책임펀드에서 이런 종목을 주목하지 않을 이유가 없을 것이다. 그리고 주주의 권한이 높아지는 시대가 주식의 가치에도 플러스가 될 전망이다.

그림 5. 2018년 규제와 이에 대응할 변화들



자료: IBK투자증권

규제

상법 개정안: 본격 논의
주주 가치에 긍정적

우선 예상해 볼 수 있는 규제는 상법 개정안의 입법화다. 발의된 내용이 한꺼번에 법 제화된다고 가정하는 것은 다소 무리가 있지만, 하나 둘씩 개정되는 것은 충분히 예상해 볼 수 있다. 상법 개정안은 일반주주의 권익을 보호하고, 기업의 감시 기능을 확대하는 것으로 주체에 따라 반응이 다를 수 있다. 그렇지만, 주식시장에서 바라볼 때 기업의 주식 가치 측면에서는 나쁠게 없다는 판단이다.

표 4. 상법 개정안

구분	주요 내용
다중대표소송제	모회사 지분을 1% 이상 소유한 주주가 자회사 경영진 불법행위에 대해 소송 제기 가능
전자투표제 의무화	인터넷 등 온라인 방식으로 주주총회에 참석하지 않더라도 투표에 참여
감사위원 분리 선출	감사위원회를 설치한 상장회사는 주주총회에서 감사위원을 다른 이사와 분리해 선임
집중투표제 의무화	이사 선출시 1주 1표가 아니라 선출하는 이사 수만큼 의결권 부여
사외이사 선임 규제 강화	우리사주 조합이나, 소액주주들이 추천한 각 1인을 사외이사로 선임
자사주 규제	인적분할을 통한 지주회사 전환시 자기주식에 신주 배정 금지

자료: 언론 참조, IBK투자증권 정리

지주 요건: 신중히 판단

지주회사 요건은 강화되고 있었기 때문에 약화되지는 않을 것이다. 그 중에서도 자(손)회사 보유지분율은 상당히 신중하게 판단해야 할 것이다.

표 5. 현행 지주회사 강제지정 및 성립 요건

항목	주요 내용
강제지정	자회사의 가치가 자산총액의 50% 이상일 경우, 단 최대주주일 경우에만 적용
자산총액	5천억원 이상
재(손)회사 지분율	상장기업 20% 이상, 비상장기업 40% 이상 보유
증손회사 지분율	100% 보유해야 하나, 외국 합작법인의 경우 외국인투자촉진법 시행으로 50% 이상 소유 가능
재무구조	부채비율 200% 이내로 제한
금산분리	일반지주회사는 금융회사를 소유할 수 없음

자료: 공정거래법, IBK투자증권 정리

다시 주목할 안건

19대 국회에서도 많은 논쟁이 있었던 안건으로 재발의 여부를 현재로서는 알 수 없다. 그렇지만 관련된 기업이 있고, 국회에서도 여전히 관심을 갖고 있는 안건이기에 가능성을 완전 배제할 수 없다는 생각이다.

표 6. 다시 관심이 높아질 안건

제목	내용
금산분리	독점규제 및 공정거래에 관한 법률, 대기업 금융계열사가 보유한 비금융계열사 주식의 의결권 상한을 현행 15%에서 5%로 축소하는 방안
보험업법 개정안	보험사의 보유주식가액을 현행 취득원가에서 시가로 계산하는 개정안을 발의, 현재 보험사는 대주주, 자회사가 발행한 주식 또는 채권을 총자산의 3%, 자기자본의 60% 초과 보유 금지
중간금융지주	일반지주회사의 체제에 금융지주회사를 중간에 만들수 있도록 한 법안. 금산복합기업의 순환출자를 해소하고, 산업과 금융의 분리를 전제로 지배구조를 지주회사로 전환할 수 있어 소유구조 개선 기대

주: 19대 국회에서 발의되었던 법안

자료: 언론, IBK투자증권 정리

변화

순환출자 / 해소 분위기 가속화

순환출자는 해소 분위기

신규는 금지하나, 기준은 유지할 수 있다. 다만 해소하도록 유도한다는 것이 정부 당국의 입장이다. 지배구조를 지주로 전환하기 위해서는 2년 이내에 순환출자구조를 해소해야 하고, 분할합병과정에서 새로 만들어진 순환출자는 6개월 이내에 해소해야 한다.

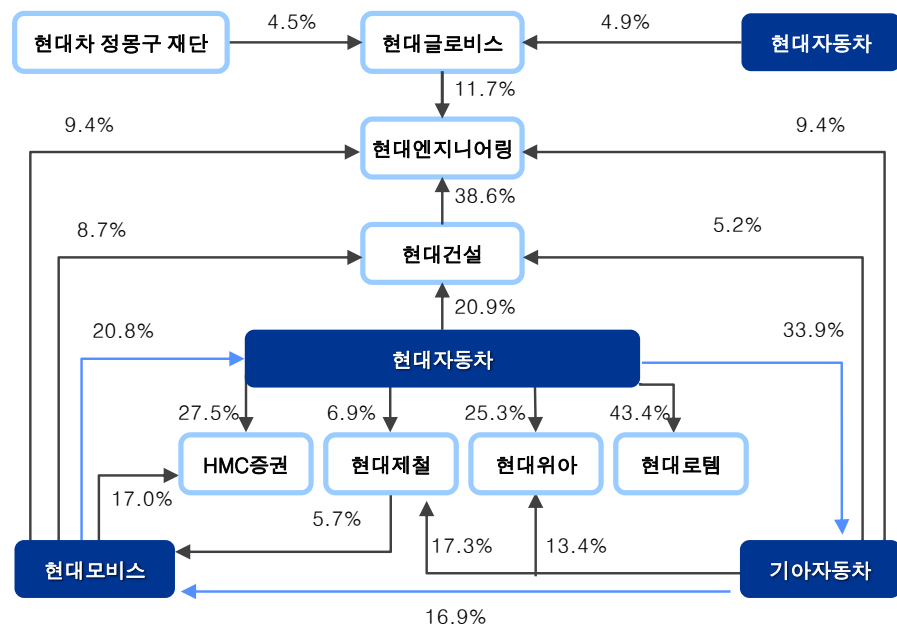
롯데에 이어 현대차그룹이 순환출자고리 해소 대상

가장 많은 순환출자고리를 갖고 있던 롯데그룹이 지주로 전환하면서 이제 열서너개에 불과하며, 이마저도 모두 해소할 계획이다. 지주로 전환할 경우 순환출자는 사라지게 된다. 국내 대기업중 많은 기업이 지주로 전환했기 때문에 순환출자구조를 가진 기업이 많지 않다. 현대차그룹은 순환출자 고리수가 많지는 않지만 그룹의 주축이 연결되어 있다 보니 주목을 받고 있다. 당장 해소해야 하는 것은 아니지만, 경영권 승계까지 생각한다면 변화의 필요성이 제기되고 있다.

고리를 끊기 위해서는 분할 합병 수순을 거쳐야 하며, 문제는 주체일 듯

지배구조에 정답은 없다. 기업이 처한 상황에서 최적의 조건을 찾아갈 뿐이다. 현대차는 순환출자를 해소하고, 동시에 승계 작업도 진행하는 옵션을 고려할 필요가 있다. 두 개의 전제조건을 기반으로 지배구조를 생각하면 순환출자에 있는 기업을 인적분할하여 한 투자회사에 나머지 투자회사를 모으는 방법이 있다. 문제는 합병주체로 현대모비스가 현대자동차를 지배하고 있다는 점에서 합병주체로 생각해 왔으나, 정의선 부회장이 현대자동차 지분을 2.3% 확보했고, 투자회사를 합병하는 과정에서 현대모비스 지분을 추가 확보할 수 있어서 현대자동차 중심의 대안도 생각해 볼 수 있다.

그림 6. 현대차그룹 지배구조



자료: 사업보고서, IBK투자증권

일감몰아주기 및 내부거래 근절은 지배구조를 변화

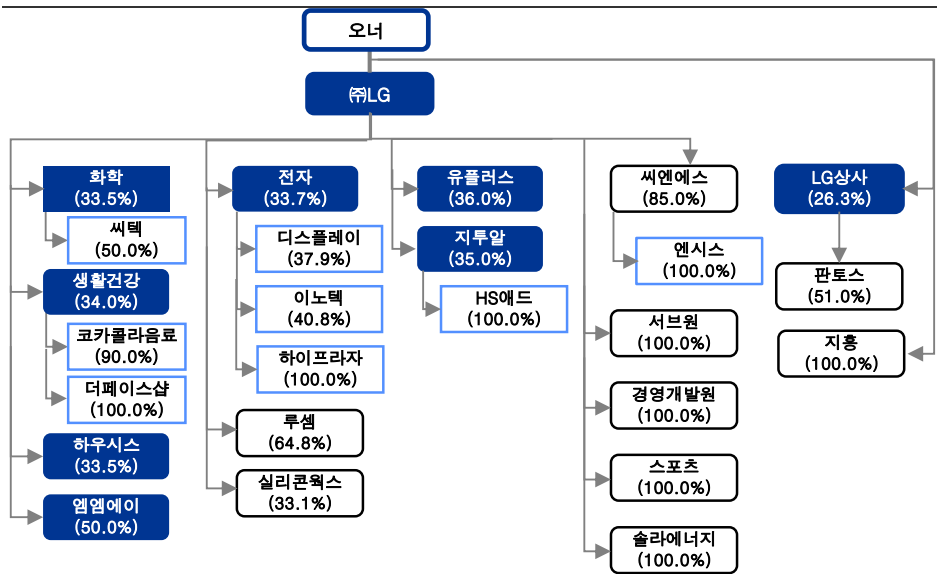
LG의 LG상사 오너 지분
인수는 규제 회피 목적

도미노 현상

LG는 오너가 지배하던 LG상사를 경영권 프리미엄 없이 오너 지분을 인수하여 자회사로 편입했다. 규제에서 벗어나며 지배구조의 모범적 사례를 만들어 달라는 정부의 요구를 받아들인 결정이라고 생각한다.

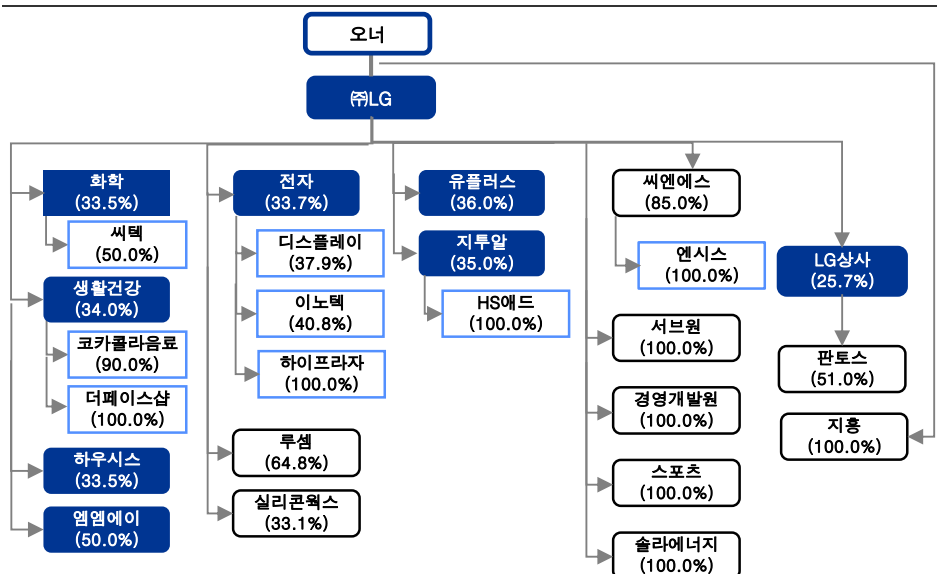
지주에 포함되지 않으면서 오너 지분율이 높은 기업은 사업 내용에 따라 규제의 대상이 될 수 있다. 이런 기업이 경영권 승계과정에서 지렛대 역할을 예상할 수 있었는데, 앞으로 기대감이 약해지면서 지배구조의 또다른 변화를 촉발할 가능성이 높아졌다.

그림 7. LG그룹 지배구조 변화 전



주: 음영은 상장사. 자료: 사업보고서, IBK투자증권

그림 8. LG그룹 지배구조 변화 후



주: 음영은 상장사. 자료: 사업보고서, IBK투자증권

지주 전환 지속

지주 전환 증가.
2017년 현대중공업, 롯데

2017년 9월 말 지주회사는 193개로 2016년 9월 말 대비 31개 증가했다. 금융지주 10개가 변동이 없으므로 일반지주만 늘어났다. 10월에 롯데가 지주로 전환했으니 194개가 되었을 것이다. 기업집단이 지주체제로 전환한 기업도 있고, 그룹내 계열사가 지주로 전환한 경우도 있다.

현대중공업 4개로 분할
오너 장악력과 가치 확대

현대중공업은 현대중공업, 현대일렉트릭엔에너지시스템, 현대건설기계, 현대로보틱스로 분할한 후 투자회사 현대로보틱스를 중심으로 지주체제로 전환했다. 지주 전환 후 오너의 지배력은 견고해졌고, 분할 전에 비해 투자가치도 높아졌다.

지주의 완성단계까지
갈 길이 먼 롯데

롯데그룹도 롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데칠성, 롯데푸드를 인적분할하여 투자회사를 롯데제과의 투자회사에 합병하여 롯데지주를 탄생시켰다. 우선은 신동빈 부회장이 롯데지주의 1대주주로 국내 롯데를 장악한 모습이다. 완전한 지주체제를 갖추기 위해서는 추가 변화가 있어야 하는데, 지주의 사업회사 지분을 늘려야 한다. 이 과정에서 신동빈 부회장의 지주 지분율은 좀 더 올라갈 것이다. 그 후에는 지주 밖에 있는 화학을 편입시킬 예정이고, 상장을 추진하다 멈춘 호텔롯데도 재추진할 가능성이 높다. 금융계열사를 일반지주가 소유할 수 없어 2년 내에 지주체제에서 벗어나게 해야 한다. 물론 중간금융지주회사가 허용되면 소유해도 되지만, 그럴 가능성은 높지 않아 보인다.

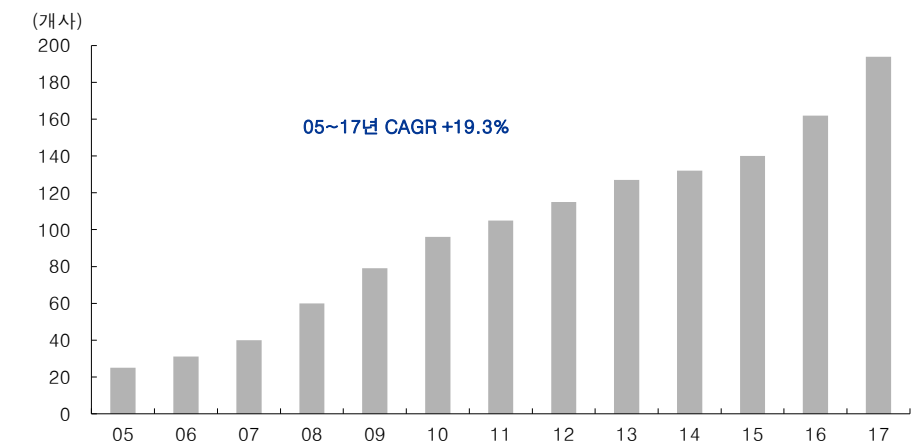
지주로 전환 지속

대체로 지분율이 낮은 국내 기업은 지분율을 높일 수 있는 지주의 장점을 쉽게 버리지 못한다. 사업의 안정과 성장 측면에서도 지주는 매력적인 부분이 있다. 자사주의 활용이 예전만큼 자유롭지 않아 보이지만, 순환출자 해소라는 규제 이슈도 지배구조를 변환하는 촉매가 될 것이다.

조짐을 보이고 있는 효성

효성은 지배구조 개선 및 내부통제 강화 방안을 결의했고, 지주 전환 관련하여 조희공시에서도 전환을 검토하고 있다고 언급한 바 있어 시기가 문제일 뿐 전환은 기정사실로 봐도 무관할 것 같다.

그림 9. 국내 지주회사 수



주: 일반지주와 금융지주 포함. 금융지주는 10개사. 자료: 공정거래위원회 보도자료, IBK투자증권

지주와 계열사의 주가 관계

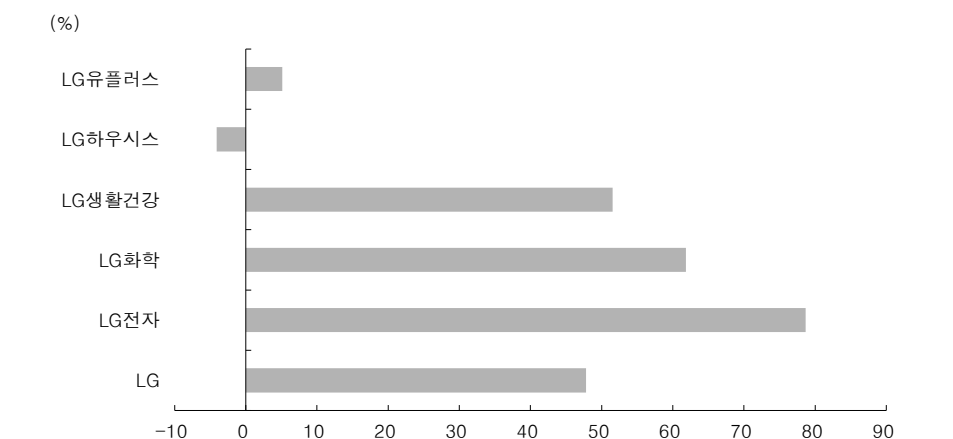
지주 주가는 지주의 형태
및 비상장 계열사 유무와
규모에 따라 차별화가 큼

계열사의 지분만 갖고 있는 순수지주와 계열사의 지분뿐만 아니라 자체사업도 갖고 있는 사업지주는 연결실적에서 종속계열사의 규모가 대부분 훨씬 더 크기 때문에 큰 의미가 없다. 그러나 주가는 차이가 날 수 있다. 대부분 그룹의 주력 계열사를 분할하여 지주를 만들다보니 주력 계열사가 상장되어 있는 경우가 많다. 그래서 일차적으로는 계열사의 주가에 영향을 많이 받는다. 순수지주의 경우 더더욱 그렇다. 그러나 비상장 자회사의 보유 여부와 규모, 그리고 자체사업의 실적에 따라 지주와 계열사의 주가에 차이가 발생할 수 있다. 이는 다른 지주와도 차이가 발생하는 원인이 된다.

LG는 순수지주이지만, 비상장자회사가 규모가 크다. SK도 마찬가지다. 그러다보니 계열사의 주가 상승률 평균을 지주가 상회하고 있다. 이는 비상장계열사의 가치가 지주에 반영되고 있기 때문으로 분석된다. 반대로 CJ는 순수지주이면서 비상장계열사가 상대적으로 크지 않아 평균을 하회한다고 생각한다.

주력 자회사 LG전자와
LG 화학의 영향력이
높지만, 비상장 계열사
LGCNS와 서브원도
무시 못함

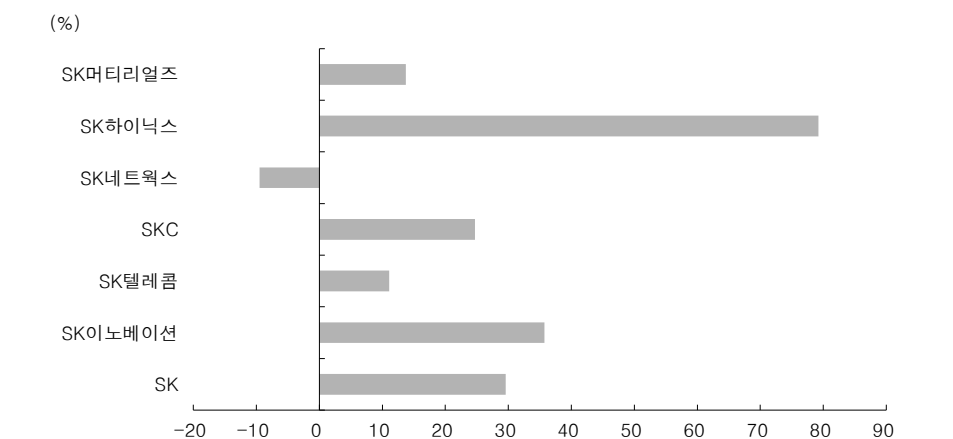
그림 10. LG그룹 주요 계열사의 2017년 주가 등락률



주: 연초 대비 2017년 11월 15일 종가 기준, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

SK하이닉스의 가치를
충분히 반영하지 못한
상황이지만, SKE&S와
바이오의 영향력 큼

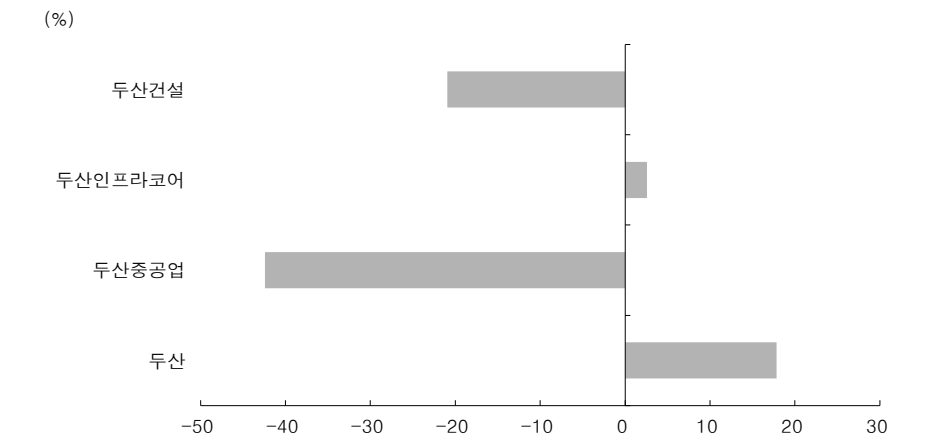
그림 11. SK그룹 주요 계열사의 2017년 주가 등락률



주: 연초 대비 2017년 11월 15일 종가 기준, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

주력 계열사가 부진함에도
자체사업의 실적 호조가
지주 주가를 견인

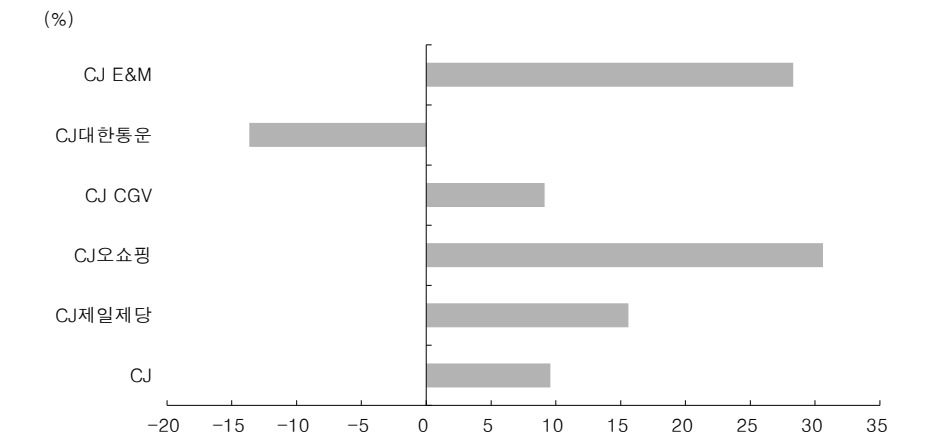
그림 12. 두산그룹 주요 계열사의 2017년 주가 등락률



주: 연초 대비 2017년 11월 15일 종가 기준, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장계열사 영향력이
타 지주에 비해 상대적으로
낮아 계열사대비 약세

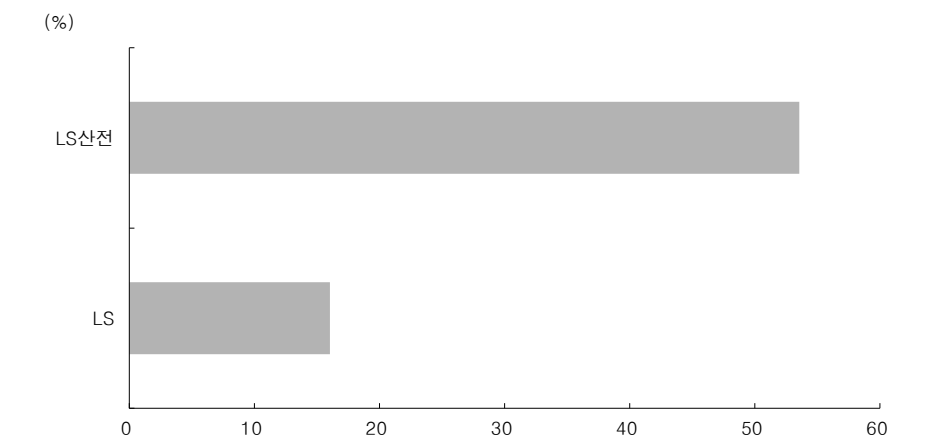
그림 13. CJ그룹 주요 계열사의 2017년 주가 등락률



주: 연초 대비 2017년 11월 15일 종가 기준, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

많은 계열사가 비상장이고,
수익이 개선됨에도 상장
계열사의 상승률보다 많이
낮은 특이한 상황

그림 14. LS그룹 주요 계열사의 2017년 주가 등락률



주: 연초 대비 2017년 11월 15일 종가 기준, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

투자포인트

규제는 투자의 걸림돌이
아닌 기회 요인

규제가 지주에 투자할 때 검토해야 하는 이슈로 걸림돌일 수는 있지만, 결정적인 이유라고 생각하지 않는다. 규제는 모든 산업에 항상 있어 왔기에 규제의 영향에 대해서만 고민하면 된다. 다만 규제가 편향적으로 이용되거나, 활용된다고 느끼는 것은 경계해야 한다. 이는 투자자의 가치 판단에 혼선을 주기 때문이다.

스토리가 있는 지주,
실천력이 높은 지주,
주목받을 업종 지주

여러 투자포인트 중에서 가장 먼저 제시하고 싶은 포인트는 스토리다. 성장을 위한 청사진과 수익 모델템을 제시하여 투자자가 유추할 수 있어야 한다. 그것을 실행하기 위해 기업이 어떤 일을 하고 있는지 확인하는 것이 투자자의 몫이다. 다음은 올해의 업종을 선택하는 것이다. 2017년이 IT와 바이오였다면 2018년에는 어떤 업종이 부각될까? 유사할 것 같다. 낮은 밸류에이션은 가격적인 측면에서 매력이 커질 수 있어 2017년 하반기 주춤했던 산업재도 다시 부각될 수 있다.

SK 최선호
LG 차선호
한화, LS 다크호스

그룹이 중장기 성장비전대로 변화하고 있는 SK를 2017년에 이어 2018년에도 지주업종 내 최선호주로 제시한다. M&A 효과와 바이오의 개발 성과가 부각될 것으로 예상하기 때문이다. LG는 주력 계열사 수익 개선과 모범적인 지배구조가 계속해서 긍정적으로 작용할 전망이다. 한화는 건설의 약세 요인이 해소되고, LS는 비상장중심으로 구성된 주력 계열사의 실적 개선이 지속될 것으로 예상된다.

표 7. 커버리지 종목의 투자 의견

(단위: 원, %, 배)

		삼성물산	SK	LG	CJ	한화	두산
투자 의견		매수	매수	매수	중립	매수	매수
목표주가(원)		195,000	430,000	120,000	-	53,000	170,000
주가(11/28)		134,500	297,000	87,700	193,000	40,300	127,500
배당금		550	3,700	1,300	1,350	600	5,100
기대수익률		0.4%	1.2%	1.5%	0.7%	1.5%	4.0%
PER	2016	223.6	21.3	9.8	26.3	5.8	14.2
	2017F	41.8	10.7	6.4	12.3	4.3	25.1
	2018F	34.4	8.9	8.1	24.0	4.2	10.8
PBR	2016	1.3	1.2	0.8	1.6	0.8	1.1
	2017F	1.2	1.4	1.0	1.5	0.7	1.3
	2018F	1.2	1.3	0.9	1.5	0.6	1.3
		LS	한진칼	한라홀딩스	일진홀딩스	노루홀딩스	한솔홀딩스
투자 의견		매수	매수	매수	중립	중립	매수
목표주가(원)		100,000	25,000	80,000	-	-	8,200
주가(11/28)		67,700	20,000	66,100	5,690	19,050	4,885
배당금		1,250	75	1,250	30	450	450
기대수익률		1.8%	0.4%	1.9%	0.5%	2.4%	9.2%
PER	2016	11.4	-	8.7	-	19.3	-
	2017F	7.8	9.1	7.6	-	5.0	21.4
	2018F	8.2	7.7	9.8	155.2	23.2	23.4
PBR	2016	0.8	0.9	0.7	1.1	0.6	0.6
	2017F	0.8	1.0	0.7	1.1	0.6	0.4
	2018F	0.8	0.9	0.7	1.1	0.6	0.4

주: 밸류에이션은 11월 28일 종가 기준. 배당금은 2017년 보통주 지급 기준. 자료: 사업보고서, Wisefn, IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
SK (034730)	매수(유지)	430,000원
LG (003550)	매수(유지)	120,000원
한화 (000880)	매수(유지)	53,000원
LS (006260)	매수(유지)	100,000원

매수 (유지)

목표주가 430,000원
현재가 (11/28) 297,000원

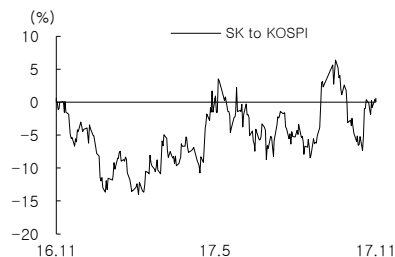
KOSPI (11/28)	2,514.19pt
시가총액	20,992십억원
발행주식수	70,926천주
액면가	200원
52주 최고가	307,000원
최저가	212,000원
60일 일평균거래대금	32십억원
외국인 지분율	24.0%
배당수익률 (2017F)	1.3%

주주구성	
최태원 외 4인	30.88%
국민연금	8.40%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	3%	1%	0%
절대기준	3%	8%	27%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	430,000	370,000	▲
EPS(17)	27,834	28,528	▼
EPS(18)	33,453	32,922	▲

SK 상대주가 (%)



SK (034730)

보여줄 게 아직 많이 남았다

M&A는 선택과 집중으로 결정

M&A에 남다른 재주가 있다. 부정적 의견이 팽배했던 반도체사업의 인수는 지금 와서 보면 묘수였다. 그리고 반도체사업을 전후방 연계하여 확장하는 것은 정책적 옳은 판단이었다. 실트론을 LG로부터 인수한 후 실트론 실적이 크게 좋아진 것은 우연의 일치라고 봐야 하겠지만, 포인트는 주력 사업의 확장성을 염두에 둔 장기적 안목에서 결정했다는 점이다. 사기만 한 것이 아니라 팔기도 했다. 증권사를 매각했고, 온라인 중고차사업도 매각을 결정했다. 온라인뿐만 아니라 오프라인 중고차사업도 접을 가능성이 높다. 주력은 보강하고, 주력이 아니라고 생각한 사업은 정리하는 선택과 집중을 보여주고 있다.

연이은 비상장계열사의 비상(飛上)

반도체에 이어 발전사업의 확장이 올해였다면, 내년에는 바이오가 두각을 나타낼 전망이다. 바이오가 갑자기 등장하는 것처럼 보이지만, 사실 오랫동안 준비한 결과이다. 그 시점이 언제냐가 관건인데, 준비해 왔던 바이오 계열사의 결과물이 2018년 부각될 것이고, 비상장기업으로 주가적 측면에서는 고스란히 지주를 통해 결과를 향유하게 될 것이다.

기업가치의 상승 속도에 비해 주가는 느림보

계열로 추가된 기업가치는 상승하고, 매각하는 기업은 규모가 크지 않아 M&A는 지주 가치에 플러스다. 주력 계열사의 가치 상승과 사업 확장이 매우 빠르게 안착함으로써 수익의 개선 효과를 유발했다. 부각될 것으로 예상하는 바이오의 가치는 기대 이상이 될 가능성이 높다. 그럼에도 주가는 현재 가치도 반영을 충분히 못하고 있다는 판단이다. 목표주가는 변화된 가치를 반영해 43만원으로 상향한다.

(단위:십억원배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	39,300	83,617	92,841	96,878	101,054
영업이익	1,407	5,298	6,015	6,452	7,104
세전이익	6,288	4,376	7,640	8,922	9,001
지배주주순이익	5,346	766	1,990	2,411	2,471
EPS(원)	93,713	10,794	27,834	33,453	34,028
증가율(%)	3,581.0	-88.5	157.9	20.2	1.7
영업이익률(%)	3.6	6.3	6.5	6.7	7.0
순이익률(%)	14.1	3.4	6.1	6.8	6.6
ROE(%)	70.6	6.0	14.3	15.3	13.7
PER	2.6	21.3	10.7	8.9	8.7
PBR	1.4	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	18.4	6.2	6.4	6.4	6.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

주력 사업으로 압축되는 계열구도

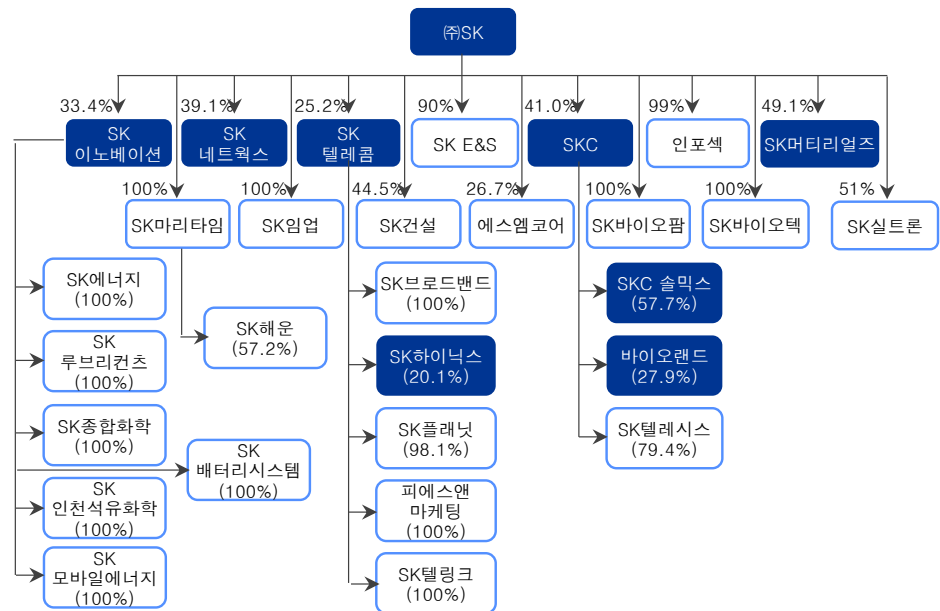
그룹의 역량을 선택과 집중

금융계열사를 매각했고, 11월에는 온라인 중고차운용사업(SK엔카닷컴)을 2대주주 호주의 카세일 홀딩스에 매각하기로 결정했다. 금융계열사 매각은 지주 요건을 충족하기 위한 것이고, 중고차운용사업 매각은 그룹의 주력사업에 집중하겠다는 의지로 보인다.

M&A의 긍정적 효과

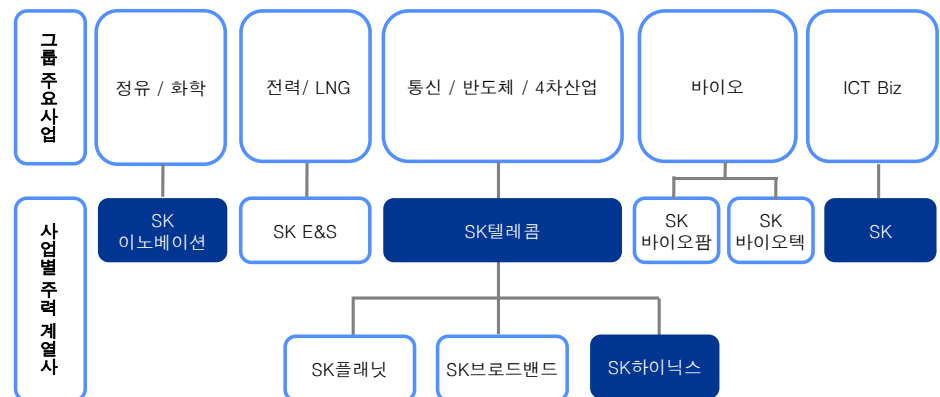
연초에 스마트팩토리사업을 하는 에스엠코어와 웨이퍼를 생산하는 실트론을 인수했다. 에스엠코어는 코스닥기업으로 지분을 취득했고, 실트론은 LG로부터 인수했다. 그룹의 주력사업과 연관성이 높은 기업으로 시너지 효과가 나타나고 있다. 주력 사업을 중심으로 사업적 시너지가 필요하다면 M&A를 지속할 가능성이 높다.

그림 15. SK 계열구도



자료: 사업보고서, IBK투자증권

그림 16. SK그룹의 주요 사업과 관련 계열사



자료: IBK투자증권

사업과 주가는 밀접한 관련

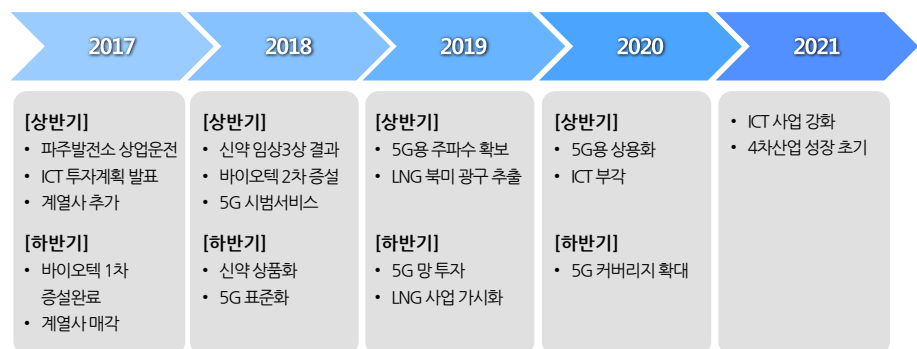
2017년 성장 청사진
첫 해로 출발 순조로워

2016년 그룹의 성장 계획을 밝혔고, 2017년은 청사진을 밝힌 첫 해였다. 계획했던 대로 이뤄졌고, 결과는 기대 이상이라고 말하고 싶다. 특히 파주LNG복합발전소가 연초에 완공하여 본격적인 상업운전은 3~6개월정도 소요될 것으로 예상했었으나, 완공 직후 바로 상업운전에 들어가는 기대 이상의 결과를 낳았다. M&A는 주력사업과 관련이 깊은 기업으로 성공적이었다고 평가할 수 있다. 이런 긍정적인 변화가 결국은 주가에도 긍정적이었다.

바이오의 해가 될 2018년
주기도 긍정적 반응 예상

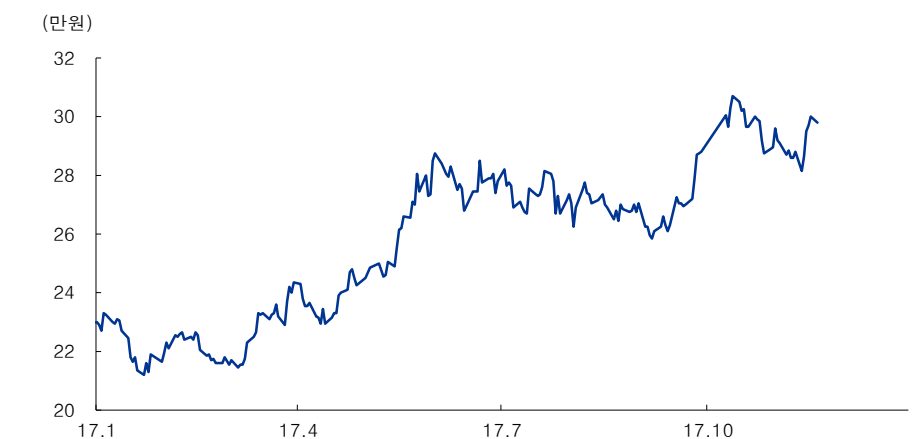
변화의 결과는 한 해로 끝나는 것이 아니라 계속해서 수익과 성장에 영향을 미치는 가운데 2018년에는 바이오에서 변화가 있을 것으로 예상된다. 임상 3상을 진행하고 있는 뇌전증 치료제가 결과에 이어 상품화가 진행되고, 이어서 다른 신약 개발도 부각될 전망이다. 성장동력이 가시화될 때 주가가 상승했던 2017년을 비추어 볼 때 2018년에도 성장동력의 가시화에 주가가 반응할 것으로 예상된다.

그림 17. SK그룹의 연도별 가시화 될 사업 계획



자료: IBK투자증권

그림 18. SK 2017년 주가 흐름



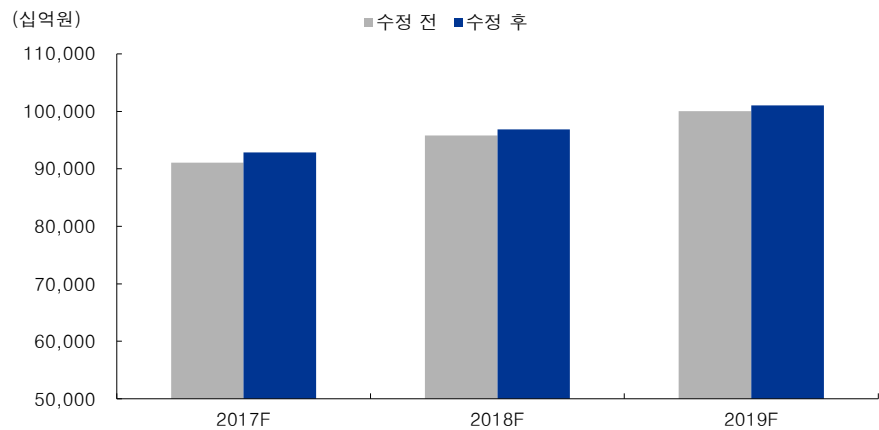
자료: Quantiwise, IBK투자증권

실적 개선

주력 계열사의 수익 개선을
예상하는 가운데 리스크
요인 완화와 M&A 효과

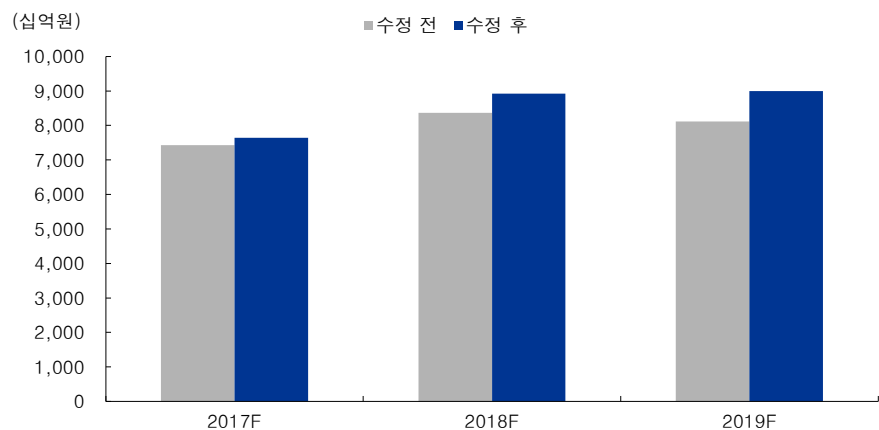
주력 계열사의 실적 전망이 괜찮다. SK이노베이션과 SK하이닉스의 전망이 밝고, SK텔레콤이 가계통신비 절감을 위한 규제에 비교적 밝지 못한 편이지만, 비용 절감으로 수익을 보존할 수 있을 것으로 예상해 큰 무리는 없을 것 같다. 광양에 이어 파주에 대규모 LNG복합발전소를 확보한 SKE&S는 2018년 매출과 영업이익이 +6%, +15.2%를 기록할 것으로 전망된다. 파주발전소가 완공 즉시 상업운전을 시작해 2017년 매출과 영업이익이 아직 한 분기가 남아있긴 하나 전년대비 35.3%, 140.8% 증가해 발전소 추가 혜택이 2017년에 반영되었다. LG로부터 인수한 SK실트론은 2017년 매출과 영업이익 +11.3%, +272.9%를 기록하는 괄목할 만한 성장세를 기록했으며, 2018년에도 매출 10% 성장과 영업이익 13% 증가를 예상한다. SK건설은 매출이 줄었지만, 매우 안정적인 수익구조를 유지하고 있고, 해운도 구조조정 이후 안정세를 찾아 그룹 전반에 걸쳐 수익 개선과 함께 안정적인 수익구조를 유지할 것으로 전망한다.

그림 19. SK 매출(연결)



자료: IBK투자증권

그림 20. SK 세전이익(연결)



주: SK하이닉스의 실적은 지분법이익으로 세전이익에 포함. 자료: IBK투자증권

밸류에이션

주력 계열사 성장 전망
밝음. 특히 비상장 계열사
가치 부각

주력 계열사가 상장일수도 아닐 수도 있는데, SK는 상장과 비상장이 적절히 구성되어 있다. 우선 주력 계열사의 실적과 성장 전망이 밝다. 통신이 약간 불투명하긴 하나 우려할 정도는 아니고, 오히려 변화의 기회라고 본다. 5G 시대에 4차산업을 통해 성장도 기대하기에 주력 계열사로서 역할을 기대하고 있다. 발전사업에 이어 바이오사업이 그룹의 성장을 견인할 전망이다. 그리고 두 사업을 담당하는 계열사는 비상장으로 수익 가치뿐만 아니라 추후 투자자산의 재무적 가치로도 부각될 여지가 있어 긍정적이다.

그룹의 성장 스토리 유효

반도체 · ICT · 발전 · 바이오 네 개의 성장 축이 성장 계획을 언급한 대로 잘 진행하고 있다. 반도체는 충분한 성과를 내고 있고, 관련 계열사를 추가하여 더 높은 성과를 기대할 수 있다. 발전은 발전소를 추가하였고, 국가 발전사업계획을 비춰볼 때 사업여건이 개선될 여지가 높다. 바이오는 묵힌 장과 같아서 오랜 연구개발기간 끝에 성과가 나올 전망이다. ICT는 철저한 준비를 통해 때를 기다리고 있다.

자회사와 자체사업 가치의
변화를 반영해 목표주가를
43만원으로 상향

미래 성장은 고사하고 현재 성과도 주가에 제대로 반영되지 못하고 있다. 상장 계열사는 주식시장에서 평가된 시가총액을 기준으로 가치를 반영하고, 비상장 계열사는 기업의 상황과 실적에 따라 장부가 혹은 실적 전망에 따른 적절한 밸류에이션을 부여해 가치를 반영한다. 비상장계열사 중에서 SK건설과 SK마리타임(구 해운)은 구조조정 이후 안정적인 실적을 보이고 있음에도 장부가액을 기준으로 했고, 두 개의 바이오 계열사도 장부가액을 기준으로 했다. SKE&S의 경우 기존에는 실적 추정에 멀티플을 적용해 가치를 산정했었으나, 최근 SKE&S가 제 3자배정 유상증자를 실시하면서 제시된 주당 가치로 산정기준을 변경했다. 이에 따라 SKE&S의 가치가 4.4조원에서 6.1조원으로 상승했다. 영업가치는 IT서비스와 중고차유통이 포함되어 있는데, 중고차유통의 기여도가 미미해 중고차유통사업에 변화가 오더라도 영향이 거의 없다. 순차입금은 단기차입금이 늘어 전분기대비 증가했다. 할인율은 비상장계열사에 50%를 적용해 왔었으나, 리스크가 있다고 판단되는 계열사를 장부가액으로 했고, SKE&S도 외부 투자기관에서 평가받은 가치를 기준으로 설정함으로써 객관성이 높아져 40%로 낮췄다. 이런 밸류에이션의 변화를 통해 목표주가는 기존 37만원에서 43만원으로 상향 조정한다.

표 8. Valuation

(단위: 억원, 백만주, %, 원)

구분	가치 추정		내용
	신규	기존	
투자자산가치(A)	396,179	355,485	
상장기업	265,150	250,638	주요 계열사 주가 상승
비상장기업	131,029	104,847	SKE&S 실적 개선, SK실트론 추가
브랜드 사용료(B)	2,037	2,037	상표사용료에 대한 멀티플 적용 배제
영업가치(C)	26,000	26,000	자체사업(IT서비스)의 가치
순차입금(D)	65,200	54,200	2017년 3분기 별도기준 재무제표
주식수(E)	56	56	
적정주가	431,202	384,955	상장기업 25%, 비상장기업 40% 할인율 적용

주: 적정주가는 (A+B+C-D)/E, 자료: 사업보고서, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	39,300	83,617	92,841	96,878	101,054
증가율(%)	1,520.0	112.8	11.0	4.3	4.3
매출원가	35,383	73,770	82,248	85,776	89,241
매출총이익	3,917	9,848	10,593	11,102	11,813
매출총이익률 (%)	10.0	11.8	11.4	11.5	11.7
판매비	2,510	4,550	4,577	4,650	4,709
판매비율(%)	6.4	5.4	4.9	4.8	4.7
영업이익	1,407	5,298	6,015	6,452	7,104
증가율(%)	418.1	276.6	13.5	7.3	10.1
영업이익률(%)	3.6	6.3	6.5	6.7	7.0
순금융손익	-269	-816	-713	-674	-602
이자손익	-273	-597	-690	-697	-670
기타	4	-219	-24	24	68
기타영업외손익	4,486	-825	-119	-109	-106
중속/관계기업손익	665	719	2,457	3,253	2,605
세전이익	6,288	4,376	7,640	8,922	9,001
법인세	582	1,354	1,971	2,320	2,340
법인세율	9.2	30.9	25.8	26.0	26.0
계속사업이익	5,706	3,022	5,669	6,602	6,661
중단사업손익	-157	-199	-16	0	0
당기순이익	5,549	2,822	5,653	6,602	6,661
증가율(%)	4,172.0	-49.1	100.3	16.8	0.9
당기순이익률 (%)	14.1	3.4	6.1	6.8	6.6
지배주주당기순이익	5,346	766	1,990	2,411	2,471
기타포괄이익	-96	45	-270	0	0
총포괄이익	5,453	2,867	5,384	6,602	6,661
EBITDA	3,607	10,511	11,427	11,764	12,530
증가율(%)	997.3	191.4	8.7	2.9	6.5
EBITDA마진율(%)	9.2	12.6	12.3	12.1	12.4

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표 (원)					
EPS	93,713	10,794	27,834	33,453	34,028
BPS	177,177	184,873	205,000	233,976	263,259
DPS	3,400	3,700	3,700	3,800	3,800
밸류에이션(배)					
PER	2.6	21.3	10.7	8.9	8.7
PBR	1.4	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	18.4	6.2	6.4	6.4	6.3
성장성지표(%)					
매출증가율	1,520.0	112.8	11.0	4.3	4.3
EPS증가율	3,581.0	-88.5	157.9	20.2	1.7
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	1.6	1.3	1.3	1.3
ROE	70.6	6.0	14.3	15.3	13.7
ROA	10.9	2.8	5.5	6.2	5.9
ROIC	21.4	5.5	10.5	11.8	11.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	141.1	143.5	124.0	107.7	94.6
순차입금 비율(%)	54.9	47.3	42.8	35.4	29.0
이자보상배율(배)	4.0	6.6	6.7	7.2	8.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.4	8.1	9.1	9.4	9.4
재고자산회전율	13.6	14.3	14.8	14.6	14.6
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	29,765	32,450	31,297	32,864	34,956
현금및현금성자산	6,995	7,087	6,373	6,941	7,784
유가증권	2,741	4,266	4,328	4,502	4,720
매출채권	10,178	10,398	10,100	10,505	11,013
재고자산	5,643	6,019	6,493	6,754	7,080
비유동자산	66,869	70,597	72,785	76,939	80,456
유형자산	39,445	41,033	41,048	42,043	42,912
무형자산	9,749	11,772	11,722	11,405	11,170
투자자산	13,715	13,785	16,229	19,579	22,305
자산총계	96,634	103,047	104,082	109,803	115,412
유동부채	25,919	28,717	26,114	25,631	25,180
매입채무및기타채무	7,431	8,897	7,695	7,504	7,342
단기차입금	2,727	2,614	1,801	1,765	1,730
유동성장기부채	5,493	5,630	6,216	6,116	6,016
비유동부채	30,637	32,004	31,496	31,304	30,915
사채	20,508	19,377	18,792	18,592	18,392
장기차입금	2,988	3,757	3,792	3,692	3,592
부채총계	56,557	60,721	57,610	56,935	56,095
지배주주지분	12,567	13,112	14,656	16,860	19,119
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,678	5,646	5,541	5,541	5,541
자본조정등	-904	-904	-904	-904	-904
기타포괄이익누계액	-25	-12	-124	-124	-124
이익잉여금	7,802	8,368	10,128	12,332	14,591
비지배주주지분	27,511	29,214	31,816	36,008	40,198
자본총계	40,077	42,327	46,472	52,868	59,317
비이자부채	24,837	29,342	27,008	26,769	26,364
총차입금	31,720	31,379	30,602	30,166	29,731
순차입금	21,984	20,026	19,901	18,723	17,227

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	4,589	9,111	7,454	7,909	8,549
당기순이익	5,549	2,822	5,653	6,602	6,661
비현금성 비용 및 수익	-1,641	8,145	4,927	2,841	3,529
유형자산감가상각비	1,713	4,052	4,096	4,045	4,171
무형자산상각비	487	1,161	1,316	1,267	1,255
운전자본변동	1,504	130	-1,610	-838	-971
매출채권등의 감소	983	-267	336	-406	-507
재고자산의 감소	1,421	-329	-525	-261	-326
매입채무등의 증가	-657	1,196	-1,139	-191	-162
기타 영업현금흐름	-824	-1,987	-1,516	-697	-670
투자활동 현금흐름	4,330	-7,381	-5,555	-6,538	-6,746
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,238	-4,935	-5,052	-5,040	-5,040
유형자산의 감소	185	167	85	0	0
무형자산의 감소(증가)	-210	-878	-916	-950	-1,020
투자자산의 감소(증가)	-106	608	-178	-97	-121
기타	6,698	-2,342	507	-452	-565
재무활동 현금흐름	-2,225	-1,622	-2,556	-803	-961
차입금의 증가(감소)	0	0	3,052	-100	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-2,225	-1,622	-5,608	-703	-861
기타 및 조정	56	-16	-58	0	0
현금의 증가	6,749	92	-714	568	843
기초현금	246	6,995	7,087	6,373	6,941
기말현금	6,995	7,087	6,373	6,941	7,784

매수 (유지)

목표주가 120,000원
현재가 (11/28) 87,700원

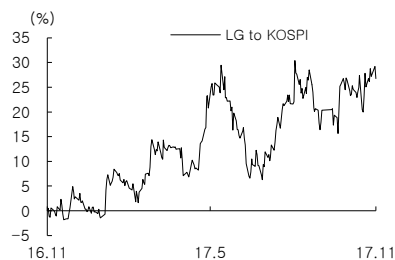
KOSPI (11/28)	2,514.19pt
시가총액	15,297십억원
발행주식수	175,872천주
액면가	5,000원
52주 최고가	89,600원
최저가	56,400원
60일 일평균거래대금	23십억원
외국인 지분율	31.4%
배당수익률 (2017F)	1.8%

주주구성	
LG연임학원 외 31 인	46.65%
국민연금	8.14%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	3%	21%
절대기준	1%	10%	54%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	120,000	110,000	▲
EPS(17)	13,887	11,962	▲
EPS(18)	10,947	10,318	▲

LG 상대주가 (%)



LG (003550)

지배구조와 주가 모두 모범적

계열사 실적 개선

3분기 누적으로 LG전자 순이익이 전년대비 322% 증가했고, LG화학은 66% 증가했다. 연결중속기업 LGCNS와 서브윈도 각각 232%, 61% 증가했다. 이렇게 계열사의 실적 호조에 힘입어 지주의 연결 영업이익과 순이익이 각각 66%, 132% 증가했다. 큰 이변이 없는 한 2017년 연결 실적은 지난해보다 매우 좋을 것으로 예상된다. 실적은 주력 계열사의 실적 전망이 밝기 때문에 2018년에도 호조세가 지속될 가능성이 높다. 계열사의 발주에 의존하고, 마곡단지 건설 등 발주물량이 많았던 서브윈이 주춤할 수 있을 정도인데, 전체 실적에 미치는 영향은 크지 않다.

보이지는 않지만, 그럴 수 있는 가능성을 제거

지주는 많은 것을 생각하게 한다. 그러다 보니 상상에 그칠 수 있는 얘기들도 하게 되는데, 지금부터 할 얘기가 그렇다. LG상사는 그룹에 편입되어 있지 않으면서 LG의 오너들이 지분을 갖고 있었다. 특히 향후 경영권을 승계받을 오너도 지분을 갖고 있다보니 LG 지분을 늘리는데 사용하지 않을까 하는 생각을 할 수 있었다. 그런데 LG가 오너들이 보유하고 있던 LG상사 지분을 프리미엄 없이 시장가치로 인수했다. 이것이 규제를 피하기 위한 의도일 수 있지만, 궁극적으로는 이런 가능성을 완전 배제한 것으로 LG 주가에는 긍정적인 이벤트이다.

더 오를 것 같다

계열사 실적이 좋아졌고, 신성장동력에 대한 M&A 가능성을 열어줬으니 안 오르는 것이 이상할 정도다. 꽤 많은 비상장계열사가 있고, 성장 의지가 충만해 상승세는 지속될 것으로 전망한다. 계열사와 자산 및 재무가치의 변화를 감안해 목표주가를 12만원으로 상향 조정한다.

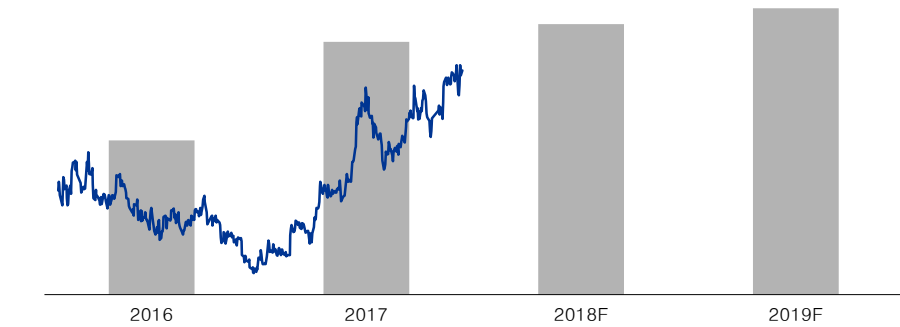
(단위:십억원 배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	9,965	10,725	11,804	12,511	13,104
영업이익	1,139	1,345	2,214	2,358	2,496
세전이익	1,076	1,275	2,746	2,300	2,423
지배주주순이익	944	1,075	2,442	1,925	2,005
EPS(원)	5,369	6,111	13,887	10,947	11,398
증가율(%)	11.8	13.8	127.2	-21.2	4.1
영업이익률(%)	11.4	12.5	18.8	18.8	19.0
순이익률(%)	9.5	10.2	20.9	15.6	15.5
ROE(%)	7.5	8.0	16.3	11.4	11.0
PER	13.2	9.8	6.4	8.1	7.8
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.2	6.9	6.4	5.9	5.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

연간 실적과 주가 그리고 밸류에이션

그림 21. LG 연결 영업이익과 주가

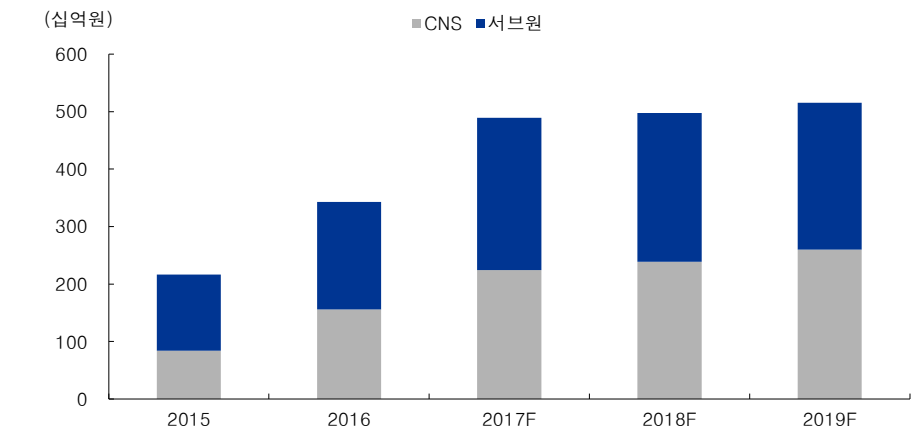
연결 영업이익과 주가의
궤적이 동일



주: 막대는 영업이익, 선은 주가. 자료: Quantiwise, 사업보고서, IBK투자증권

그림 22. 연결 종속기업 LGCNS와 LG서브원 연결 영업이익

CNS 영업이익이 서브원을
역전



자료: 사업보고서, IBK투자증권

표 9. Valuation

(단위: 억원, 백만주, %, 원)

구분	가치 추정		비고
	신규	기존	
투자자산가치(A)	252,231	252,231	
상장기업	235,565	213,600	기존대비 주력 계열사 주가 상승
비상장사	48,069	38,631	LG홀딩스일본(부동산임대업) 장부가치를 신규 포함
LG CNS	20,877	15,997	EBITDA에 multiple 7배
서브원	22,755	21,107	EBITDA에 multiple 7배
부동산가치(B)	14,196	8,101	별도 감사보고서의 보유 부동산 장부가액(자산재평가)
브랜드 사용료(C)	2,478	2,478	브랜드 사용료에 적용하던 multiple 제거
순차입금(D)	4,402	1,918	2017년 3분기 연결 재무제표
주식수(E)	175	175	보통주와 우선주 포함(자사주는 제외)
적정주가	122,712	110,356	할인율 상장사 25%, 비상장사 35% 적용

자료: LG, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	9,965	10,725	11,804	12,511	13,104
증가율(%)	1.0	7.6	10.1	6.0	4.7
매출원가	8,338	8,924	9,208	9,752	10,198
매출총이익	1,627	1,801	2,597	2,759	2,907
매출총이익률 (%)	16.3	16.8	22.0	22.0	22.2
판매비	489	456	383	400	410
판매비율(%)	4.9	4.3	3.2	3.2	3.1
영업이익	1,139	1,345	2,214	2,358	2,496
증가율(%)	9.1	18.1	64.7	6.5	5.9
영업이익률(%)	11.4	12.5	18.8	18.8	19.0
순금융손익	-66	-55	-10	-3	-11
이자손익	-61	-54	-9	-3	-11
기타	-5	-1	-1	0	0
기타영업외손익	3	-15	542	-56	-63
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	1,076	1,275	2,746	2,300	2,423
법인세	132	182	306	345	388
법인세율	12.2	14.3	11.1	15.0	16.0
계속사업이익	945	1,092	2,441	1,955	2,035
중단사업손익	-1	-1	25	0	0
당기순이익	944	1,091	2,465	1,955	2,035
증가율(%)	13.1	15.6	125.9	-20.7	4.1
당기순이익률 (%)	9.5	10.2	20.9	15.6	15.5
지배주주당기순이익	944	1,075	2,442	1,925	2,005
기타포괄이익	-43	56	42	0	0
총포괄이익	900	1,147	2,508	1,955	2,035
EBITDA	1,448	1,642	2,486	2,631	2,798
증가율(%)	7.5	13.4	51.4	5.9	6.3
EBITDA마진율(%)	14.5	15.3	21.1	21.0	21.3

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,369	6,111	13,887	10,947	11,398
BPS	73,778	78,889	91,719	99,695	108,122
DPS	1,300	1,300	1,500	1,500	1,500
밸류에이션(배)					
PER	13.2	9.8	6.4	8.1	7.8
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.2	6.9	6.4	5.9	5.4
성장성지표(%)					
매출증가율	1.0	7.6	10.1	6.0	4.7
EPS증가율	11.8	13.8	127.2	-21.2	4.1
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	2.2	1.8	1.8	1.8
ROE	7.5	8.0	16.3	11.4	11.0
ROA	5.3	5.8	12.2	9.1	9.0
ROIC	28.2	34.5	87.2	65.7	53.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	36.2	37.1	26.2	22.9	19.8
순차입금 비율(%)	5.0	3.8	-0.2	-2.7	-3.8
이자보상배율(배)	14.3	18.0	63.3	84.4	90.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.5	4.5	4.7	4.7	4.3
재고자산회전율	30.6	32.2	42.1	47.7	43.1
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	4,156	4,663	5,518	6,322	7,096
현금및현금성자산	870	1,129	850	1,274	1,509
유가증권	376	207	254	254	266
매출채권	2,200	2,551	2,510	2,814	3,279
재고자산	344	323	237	287	321
비유동자산	13,968	14,826	15,290	15,693	16,177
유형자산	2,471	2,481	1,996	2,149	2,324
무형자산	117	114	109	116	121
투자자산	10,439	11,070	12,037	12,237	12,437
자산총계	18,123	19,489	20,808	22,015	23,274
유동부채	2,713	3,567	3,086	2,872	2,631
매입채무및기타채무	1,353	1,635	1,592	1,407	1,230
단기차입금	169	191	73	71	70
유동성장기부채	321	507	246	241	236
비유동부채	2,103	1,702	1,234	1,223	1,211
사채	947	828	718	713	708
장기차입금	480	352	32	27	17
부채총계	4,815	5,269	4,320	4,095	3,841
지배주주지분	12,976	13,874	16,131	17,534	19,016
자본금	879	879	879	879	879
자본잉여금	2,362	2,365	2,365	2,365	2,365
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	-135	-160	-112	-112	-112
이익잉여금	9,872	10,792	13,001	14,404	15,886
비지배주주지분	333	346	357	386	417
자본총계	13,308	14,220	16,487	17,920	19,432
비이자부채	2,899	3,392	3,252	3,043	2,811
총차입금	1,917	1,878	1,068	1,052	1,031
순차입금	670	542	-35	-476	-745

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	886	878	1,210	1,748	1,725
당기순이익	944	1,091	2,465	1,955	2,035
비현금성 비용 및 수익	-113	-167	-1,061	332	375
유형자산감가상각비	282	270	246	248	275
무형자산상각비	27	27	25	25	26
운전자본변동	53	-87	-355	-535	-674
매출채권등의 감소	72	-373	-80	-304	-465
재고자산의 감소	-47	13	-147	-50	-34
매입채무등의 증가	-25	271	31	-185	-177
기타 영업현금흐름	3	41	160	-3	-11
투자활동 현금흐름	-368	-344	-554	-701	-826
유형자산의 증가(CAPEX)	-263	-274	-339	-400	-450
유형자산의 감소	7	10	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-10	-23	-35	-32	-32
투자자산의 감소(증가)	-82	-62	-199	-240	-300
기타	-20	5	18	-30	-44
재무활동 현금흐름	-145	-275	-852	-623	-664
차입금의 증가(감소)	91	80	-33	-5	-10
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-236	-355	-819	-618	-654
기타 및 조정	0	0	-83	0	0
현금의 증가	373	259	-279	424	235
기초현금	498	870	1,129	850	1,274
기말현금	870	1,129	850	1,274	1,509

매수 (유지)

목표주가 53,000원
현재가 (11/28) 40,300원

KOSPI (11/28)	2,514.19pt
시가총액	3,434십억원
발행주식수	97,910천주
액면가	5,000원
52주 최고가	52,000원
최저가	34,600원
60일 일평균거래대금	11십억원
외국인 지분율	31.5%
배당수익률 (2017F)	1.5%

주주구성	
김승연 외 10 인	36.05%
국민연금	7.67%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-12%	-18%	-10%
절대기준	-11%	-13%	15%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	53,000	56,000	▼
EPS(17)	9,296	8,959	▲
EPS(18)	9,531	9,773	▼

한화 상대주가 (%)



한화 (000880)

위험인자의 부담에서 벗어나는 2018년

불꽃 같았던 2017년

2017년 1분기까지만 해도 주가가 자산가치대비 저평가라고 평가했었다. 그렇지만 2분기에 저평가를 모두 해소하는 대형주가 좀처럼 보여주기 어려운 상승폭을 기록했었다. 이유는 주력 계열사의 주가 상승과 건설의 예상 수익 가이던스가 만족할만한 수준이라고 판단했었기 때문이다. 그러나 3분기 말 최고점을 찍은 후 하락세로 전환했다. 상승할 때 이유와 반대 양상이었다. 주력계열사 주가는 빠지고, 건설에서는 해외사업장에서 추가 비용이 발생하기 시작했다. 급기야 3분기에는 건설이 대규모 비용으로 적자를 시현했다.

건설의 잠재적 비용을 모두 반영하여 원인 해소

사업을 하다 보면 비용이 발생하기 마련이다. 특히 일회성비용은 예측하기도 힘들어 말 그대로 일회성이라면 주가에 미치는 영향도 오래 가지 않는다. 그렇지만 계속되는 비용과 원인 제공의 처리가 지지부진할 경우 실망감에 외면받을 수 있다. 이게 2017년 하반기 모습이다. 원인은 해외 건설 사업장에서 발생할 수 있는 하자보수비용의 회계 처리였고, 결과적으로는 계약서에 명시된 만큼 모두 반영해 원인을 모두 해소했다. 이라크 주택사업은 여전히 기대에 부응하지 못하고 있지만, 비용이 발생하지 않아 2018년 건설사업은 안정될 전망이다.

신뢰가 쌓이면 저평가도 해소될 전망

계속된 건설의 비용이 실망감을 줬을 것이다. 혹시나 가능성이 있었던 명시된 건설 비용을 모두 처리함으로써 안정된 실적을 보여주면 저평가도 해소될 것이다. 매수의견을 유지하고, 목표주가는 주력 계열사의 주가 하락을 반영해 53,000원으로 하향 조정한다.

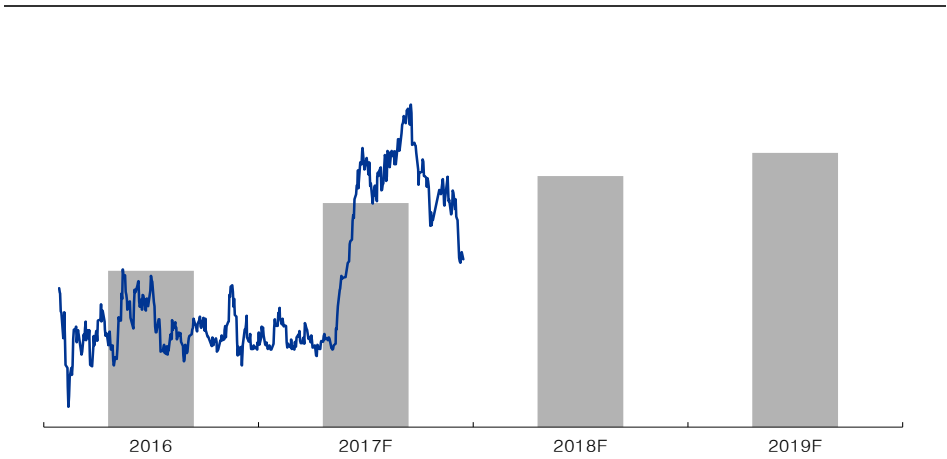
(단위:십억원배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	41,376	47,120	48,759	51,537	53,858
영업이익	758	1,686	2,415	2,706	2,957
세전이익	175	1,672	2,528	2,882	3,167
지배주주순이익	-285	492	910	933	1,062
EPS(원)	-3,778	6,082	9,296	9,531	10,843
증가율(%)	적지	흑전	52.8	2.5	13.8
영업이익률(%)	1.8	3.6	5.0	5.2	5.5
순이익률(%)	0.3	2.7	3.8	4.3	4.5
ROE(%)	-6.7	11.5	18.8	16.4	16.1
PER	-10.4	5.8	4.3	4.2	3.7
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.6	7.9	6.9	6.6	6.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

실적과 주가 그리고 밸류에이션

상반기 호조, 하반기 건설
비용 발생으로 부진

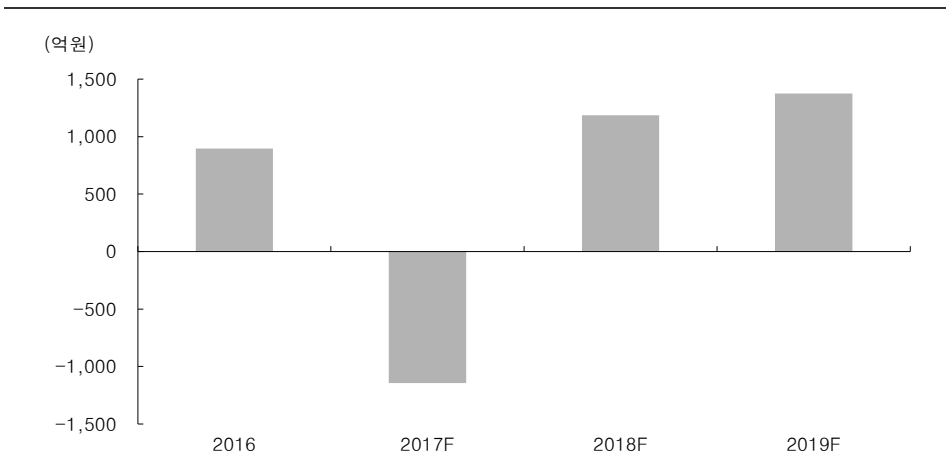
그림 23. 한화 연결 영업이익과 한화 주가



주: 막대는 연결 영업이익, 선은 한화 주가. 자료: Quantiwise, 사업보고서, IBK투자증권

해외 건설사업장의 예상
비용을 2017년 하반기에
모두 반영

그림 24. 한화건설 영업이익(연결 기준)



자료: 사업보고서, IBK투자증권

표 10. Valuation

(단위: 억원, 백만주, %, 원)

구분	가치 추정		비고
	신규	기존	
투자자산가치(A)	58,576	62,827	
상장사	35,713	39,964	
한화생명	11,539	11,035	기준은 시가총액으로 기존대비 가치 상승
한화케미칼	18,057	22,608	기준은 시가총액으로 기존대비 가치 하락
한화테크윈	6,117	6,321	기준은 시가총액으로 기존대비 가치 하락
비상장사	22,863	22,863	호텔앤리조트와 기타 자산 포함
한화건설	12,587	12,587	장부가액 기준으로 변동 없음
영업가치(B)	34,972	30,215	한화 자체사업으로 밸류에이션 기준을 2018년으로 전환
브랜드 사용료(C)	1,074	1,074	1년간 브랜드 사용료에 multiple 8x, 할인율 30% 적용
순차입금(D)	27,752	27,570	2017년 상반기 별도 기준
주식수(E)	92	92	
적정주가(A+B+C-D/E)	53,023	52,758	할인율 상장사 25%, 비상장사 40% 적용

자료: 한화, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	41,376	47,120	48,759	51,537	53,858
증가율(%)	10.5	13.9	3.5	5.7	4.5
매출원가	38,428	43,050	44,125	46,590	48,607
매출총이익	2,949	4,070	4,634	4,948	5,251
매출총이익률 (%)	7.1	8.6	9.5	9.6	9.7
판매비	2,190	2,385	2,219	2,242	2,294
판매비율(%)	5.3	5.1	4.6	4.3	4.3
영업이익	758	1,686	2,415	2,706	2,957
증가율(%)	47.0	122.3	43.2	12.1	9.3
영업이익률(%)	1.8	3.6	5.0	5.2	5.5
순금융손익	-388	-416	-376	-371	-367
이자손익	-351	-421	-385	-381	-375
기타	-36	6	8	10	7
기타영업외손익	-512	-50	-118	-133	-128
중속/관계기업손익	316	452	608	680	706
세전이익	175	1,672	2,528	2,882	3,167
법인세	55	383	653	686	754
법인세율	31.3	22.9	25.8	23.8	23.8
계속사업이익	121	1,289	1,875	2,196	2,413
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	121	1,289	1,875	2,196	2,413
증가율(%)	흑전	969.3	45.5	17.1	9.9
당기순이익률 (%)	0.3	2.7	3.8	4.3	4.5
지배주주당기순이익	-285	492	910	933	1,062
기타포괄이익	113	-939	92	0	0
총포괄이익	233	349	1,966	2,196	2,413
EBITDA	1,579	2,631	3,313	3,604	3,895
증가율(%)	30.3	66.6	25.9	8.8	8.1
EBITDA마진율(%)	3.8	5.6	6.8	7.0	7.2

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-3,778	6,082	9,296	9,531	10,843
BPS	55,072	45,022	54,047	62,504	72,274
DPS	500	600	600	600	600
밸류에이션(배)					
PER	-10.4	5.8	4.3	4.2	3.7
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.6	7.9	6.9	6.6	6.4
성장성지표(%)					
매출증가율	10.5	13.9	3.5	5.7	4.5
EPS증가율	적지	흑전	52.8	2.5	13.8
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	1.7	1.5	1.5	1.5
ROE	-6.7	11.5	18.8	16.4	16.1
ROA	0.1	0.9	1.2	1.4	1.5
ROIC	1.0	10.4	14.4	15.4	16.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	967.2	988.5	863.9	766.7	681.8
순차입금 비율(%)	66.5	55.2	48.6	42.4	36.3
이자보상배율(배)	1.8	3.7	5.8	6.5	7.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.2	12.0	13.3	14.3	15.0
재고자산회전율	14.1	16.1	17.7	18.3	18.5
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	11,223	12,432	12,336	12,444	12,712
현금및현금성자산	2,244	3,769	3,074	3,121	3,300
유가증권	368	239	350	350	350
매출채권	4,143	3,700	3,654	3,573	3,599
재고자산	3,110	2,755	2,740	2,878	2,936
비유동자산	15,477	16,310	16,987	18,255	19,521
유형자산	10,406	10,328	10,782	11,323	11,829
무형자산	880	1,522	1,536	1,567	1,593
투자자산	2,769	2,906	3,126	3,813	4,523
자산총계	145,622	154,871	159,671	161,699	163,888
유동부채	12,795	13,661	13,340	13,360	13,344
매입채무및기타채무	2,118	2,580	2,145	2,253	2,324
단기차입금	3,434	3,775	3,223	3,191	3,159
유동성장기부채	2,690	2,380	3,350	3,340	3,330
비유동부채	10,278	10,392	9,664	9,582	9,479
사채	2,390	2,726	2,632	2,602	2,552
장기차입금	3,169	2,977	2,267	2,247	2,227
부채총계	131,976	140,643	143,106	143,043	142,924
지배주주지분	4,155	4,408	5,292	6,120	7,076
자본금	377	490	490	490	490
자본잉여금	522	671	659	659	659
자본조정등	39	38	36	36	36
기타포괄이익누계액	627	214	249	249	249
이익잉여금	2,589	2,995	3,858	4,686	5,643
비지배주주지분	9,491	9,820	11,274	12,536	13,888
자본총계	13,646	14,228	16,566	18,656	20,964
비이자부채	120,294	128,786	131,635	131,664	131,657
총차입금	11,682	11,858	11,471	11,379	11,267
순차입금	9,070	7,849	8,047	7,908	7,617

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	9,621	6,097	679	2,585	2,752
당기순이익	121	1,289	1,875	2,196	2,413
비현금성 비용 및 수익	6,759	6,057	2,589	722	728
유형자산감가상각비	730	817	757	759	794
무형자산상각비	90	127	141	139	145
운전자본변동	-351	-4,463	-4,497	49	-14
매출채권등의 감소	-1,005	284	50	81	-26
재고자산의 감소	326	360	87	-138	-58
매입채무등의 증가	-288	335	-486	108	72
기타 영업현금흐름	3,092	3,215	712	-381	-375
투자활동 현금흐름	-8,958	-5,857	-3,003	-2,142	-2,160
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,462	-1,142	-1,350	-1,300	-1,300
유형자산의 감소	125	160	60	0	0
무형자산의 감소(증가)	-67	-121	-140	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	-7,616	-3,612	-1,109	-7	-5
기타	62	-1,142	-465	-665	-685
재무활동 현금흐름	10	1,295	987	-397	-414
차입금의 증가(감소)	1,165	1,414	4,065	-20	-20
자본의 증가	0	375	0	0	0
기타	-1,155	-495	-3,079	-377	-394
기타 및 조정	2	-10	643	0	0
현금의 증가	674	1,525	-695	46	179
기초현금	1,570	2,244	3,769	3,074	3,121
기말현금	2,244	3,769	3,074	3,121	3,300

매수 (유지)

목표주가 100,000원
현재가 (11/28) 67,700원

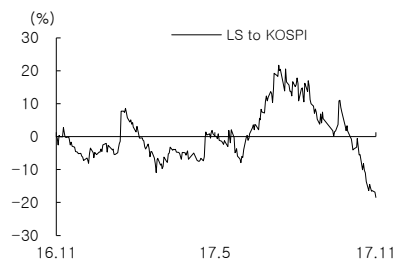
KOSPI (11/28)	2,514.19pt
시가총액	2,180십억원
발행주식수	32,200천주
액면가	5,000원
52주 최고가	88,100원
최저가	59,300원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	21.4%
배당수익률 (2017F)	1.6%

주주구성	
구자월 외 39 인	33.41%
국민연금	10.88%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-16%	-15%	-15%
절대기준	-15%	-9%	9%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	100,000	-
EPS(17)	8,645	8,645	-
EPS(18)	8,265	8,265	-

LS 상대주가 (%)



LS (006260)

펀더멘탈 이상 없습니다

안정적인 수익구조

한때 구조조정과 일회성이라는 이유로 비용이 수시로 발생해 수익전망에 믿음이 떨어진 적이 있었으나, 이런 불안감을 완전 불식시켰다. 고부가 가치 제품의 비중이 늘어나고, 해외 수주가 글로벌화되면서 수익기반이 안정됐으며, 구리가격의 상승도 큰 몫을 했다. 2018년은 계열사의 사업 구조조정으로 수익이 감소하나, 중장기 성장과 수익의 방향성이 달라질 요인은 아니라고 판단한다. 전선은 초고압전력선을 중심으로 해외 시장에서 선전하고, 전력장비도 실적 호조가 지속될 전망이다. 미국 현지법인인 SPSX는 통신선에 이어 권선도 실적 기여도가 높아지며, 전력선 시장에 대응하기 위한 신설 법인도 의미있는 변화가 예상된다. 반면 엠트론은 사업 일부와 자회사의 사업 양도로 수익이 감소할 전망이다.

사업 조정은 중장기 성장 계획의 과정

엠트론이 사업 조정의 중심에 있다. 좋아지는 사업을 매각한다고 결정 한 이후 특별한 대안을 제시하지 않고 있다. 그렇지만 사업 매각은 내년 초에 완전히 종료되는 것으로 매각 자금을 활용하는 방안은 그 시점에 발표하는 것이 정상이라고 생각한다. 내년 3월 전후로 엠트론 혹은 지주 차원에서 성장을 조명할 수 있는 기회가 있을 것으로 예상된다.

궤도를 이탈한 주가는 제자리로 돌아올 전망

실적이 매 분기 전년대비 기대 이상의 개선을 기록하고 있음에도 주가가 하반기에 약세를 보이는 것은 계열사의 사업 구조조정 때문이라고 밖에 설명할 방법이 없다. 매각 결정 후 대안과 계획에 언급이 없어서 발생한 오해의 소지가 크다. 실적 개선이 지속되는 가운데 내년 초 매각 자금의 계획을 구체화하고, LS오토모티브가 사업 양도 후에도 지분법대상으로 남아 있는 것을 확인한 이후에는 주가가 반대 양상일 것이다.

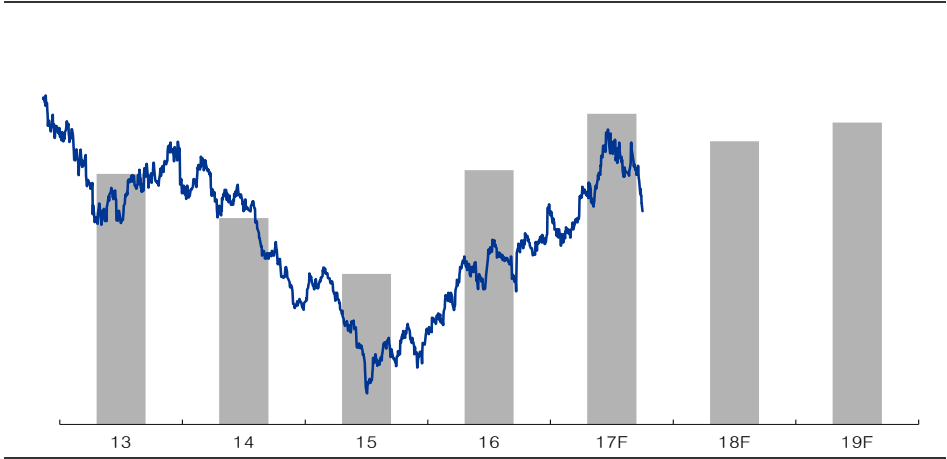
(단위:십억원배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	10,000	9,621	10,743	10,663	10,806
영업이익	272	459	562	512	546
세전이익	17	273	457	440	499
지배주주순이익	-99	168	278	266	307
EPS(원)	-3,064	5,223	8,645	8,265	9,542
증가율(%)	적전	흑전	65.5	-4.4	15.5
영업이익률(%)	2.7	4.8	5.2	4.8	5.1
순이익률(%)	-0.7	2.2	3.3	3.2	3.6
ROE(%)	-4.2	7.1	10.9	9.6	10.1
PER	-13.2	11.4	7.8	8.2	7.1
PBR	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.5	7.5	6.8	7.2	6.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

실적과 주가, 구조조정, 밸류에이션

173Q 예상을 넘는 호실적.
그럼에도 주가 하락. 내년
실적은 사업 구조조정 반영.
주가 상승 이유 충분

그림 25. LS 연결 영업이익과 LS 주가



2018년 3월 사업 양도
종료. 자금 확보 후 사업
계획 언급. 자동차부품은
지분법대상기업으로 잔류

그림 26. LS엠트론의 동박사업 매각과 LS오토모티브의 사업양도 구조

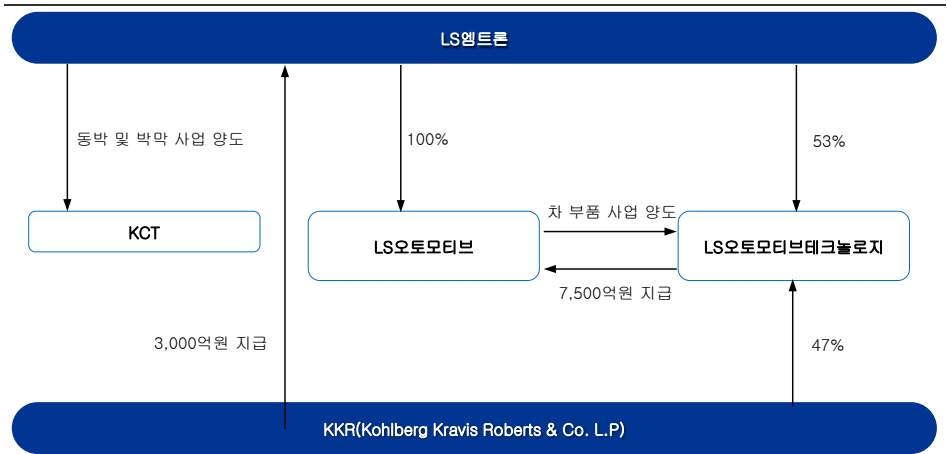


표 11. Valuation

(단위: 억원, %, 원)

구분	기업가치		지분	내용
	신규	기존		
투자자산가치	30,556	30,142		
LS전선	3,588	3,588	89.2	기존대비 순차입금 증가
LS니꼬동제련	5,696	5,696	50.1	장부가액 기준
LS엠트론	9,462	9,462	100.0	영업가치에 할인율 30% 적용. 순현금자산에 할인율 10% 적용
LS산전	6,324	5,910	46.0	시가총액 기준. 할인율 25% 적용. 주가 상승
LS아이앤디	5,487	5,487	92.2	부동산 가치에 할인율 30% 적용. 실적 전망 상향
브랜드로열티	210	210		2016년에 수취한 브랜드사용료 기준
순차입금	2,613	2,296		LS 별도실적 2017년 3분기 기준
순자산가치	28,153	28,056		
적정주가	101,391	101,041		주식수에서 자사주 제외

자료: 사업보고서, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	10,000	9,621	10,743	10,663	10,806
증가율(%)	-8.1	-3.8	11.7	-0.7	1.3
매출원가	8,652	8,321	9,286	9,312	9,400
매출총이익	1,348	1,300	1,457	1,351	1,406
매출총이익률 (%)	13.5	13.5	13.6	12.7	13.0
판매비	1,034	940	985	930	954
판매비율(%)	10.3	9.8	9.2	8.7	8.8
영업이익	272	459	562	512	546
증가율(%)	-27.0	68.9	22.3	-8.9	6.7
영업이익률(%)	2.7	4.8	5.2	4.8	5.1
순금융손익	-137	-127	-136	-113	-106
이자손익	-131	-121	-135	-113	-106
기타	-6	-6	-1	0	0
기타영업외손익	-118	-60	31	41	59
종속/관계기업손익	-42	99	90	90	94
세전이익	17	273	457	440	499
법인세	55	42	100	99	110
법인세율	323.2	15.6	21.9	22.5	22.0
계속사업이익	-38	230	357	341	389
중단사업손익	-35	-15	-1	0	0
당기순이익	-73	215	356	341	389
증가율(%)	적전	흑전	65.5	-4.2	14.0
당기순이익률 (%)	-0.7	2.2	3.3	3.2	3.6
지배주주당기순이익	-99	168	278	266	307
기타포괄이익	-3	-4	-21	0	0
총포괄이익	-76	211	335	341	389
EBITDA	617	808	907	845	877
증가율(%)	-14.1	31.1	12.2	-6.8	3.7
EBITDA마진율(%)	6.2	8.4	8.4	7.9	8.1

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-3,064	5,223	8,645	8,265	9,542
BPS	71,509	76,132	82,803	89,990	98,455
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
밸류에이션(배)					
PER	-13.2	11.4	7.8	8.2	7.1
PBR	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.5	7.5	6.8	7.2	6.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-8.1	-3.8	11.7	-0.7	1.3
EPS증가율	적전	흑전	65.5	-4.4	15.5
수익성지표(%)					
배당수익률	3.1	2.1	1.6	1.6	1.6
ROE	-4.2	7.1	10.9	9.6	10.1
ROA	-0.7	2.2	3.6	3.4	3.8
ROIC	-1.2	3.7	6.3	6.0	6.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	234.6	198.4	180.8	162.5	145.2
순차입금 비율(%)	132.8	101.6	88.5	77.4	65.4
이자보상배율(배)	2.1	2.6	3.4	3.2	3.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.5	4.4	4.8	4.7	4.7
재고자산회전율	6.2	6.3	7.1	7.0	7.1
총자산회전율	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,330	5,255	5,583	5,672	5,798
현금및현금성자산	691	653	815	852	966
유가증권	90	85	125	125	125
매출채권	2,200	2,202	2,267	2,289	2,273
재고자산	1,566	1,495	1,511	1,526	1,537
비유동자산	4,552	4,458	4,390	4,453	4,532
유형자산	2,583	2,487	2,392	2,367	2,348
무형자산	791	781	728	720	715
투자자산	923	943	983	1,074	1,168
자산총계	9,881	9,713	9,973	10,125	10,329
유동부채	4,027	4,191	3,923	3,849	3,770
매입채무및기타채무	864	1,079	1,079	1,053	1,039
단기차입금	1,197	1,074	1,184	1,166	1,148
유동성장기부채	992	1,036	718	698	668
비유동부채	2,901	2,267	2,499	2,418	2,348
사채	1,966	1,409	1,530	1,470	1,420
장기차입금	548	527	650	630	610
부채총계	6,928	6,458	6,422	6,268	6,117
지배주주지분	2,303	2,451	2,666	2,898	3,170
자본금	161	161	161	161	161
자본잉여금	230	251	246	246	246
자본조정등	-78	-78	-78	-78	-78
기타포괄이익누계액	-3	-6	-27	-27	-27
이익잉여금	1,992	2,124	2,365	2,596	2,869
비지배주주지분	651	804	885	960	1,042
자본총계	2,954	3,255	3,551	3,858	4,212
비이자부채	2,225	2,411	2,340	2,304	2,271
총차입금	4,703	4,047	4,082	3,964	3,847
순차입금	3,922	3,308	3,141	2,986	2,756

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	464	808	443	483	561
당기순이익	-73	215	356	341	389
비현금성 비용 및 수익	822	602	429	315	285
유형자산감가상각비	287	285	287	280	279
무형자산상각비	58	64	58	53	52
운전자본변동	-142	139	-212	-61	-7
매출채권등의 감소	-2	39	-135	-22	15
재고자산의 감소	95	70	-29	-15	-11
매입채무등의 증가	-267	195	22	-27	-14
기타 영업현금흐름	-142	-149	-131	-113	-106
투자활동 현금흐름	-343	-236	-338	-297	-348
유형자산의 증가(CAPEX)	-253	-232	-258	-255	-260
유형자산의 감소	31	20	22	0	0
무형자산의 감소(증가)	-46	-44	-41	-45	-48
투자자산의 감소(증가)	-34	56	-42	0	0
기타	-41	-35	-18	3	-40
재무활동 현금흐름	-139	-612	59	-148	-100
차입금의 증가(감소)	688	318	374	-20	-20
자본의 증가	0	90	13	0	0
기타	-827	-1,020	-328	-128	-80
기타 및 조정	3	2	-2	0	0
현금의 증가	-15	-38	162	37	113
기초현금	707	691	653	815	852
기말현금	691	653	815	852	966

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

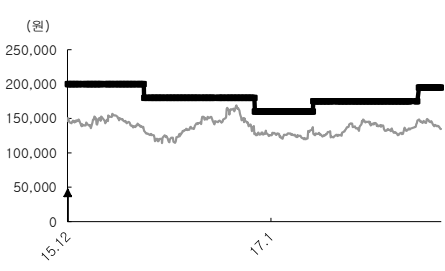
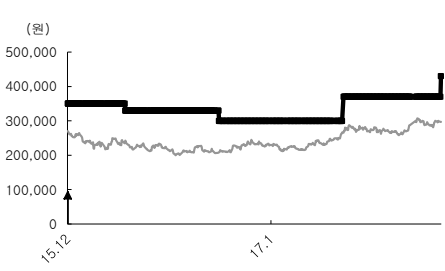
종목 투자익전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

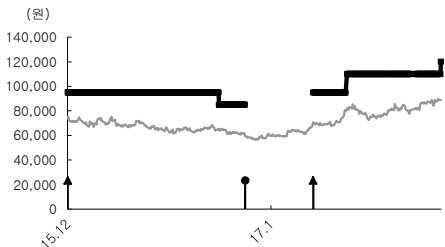
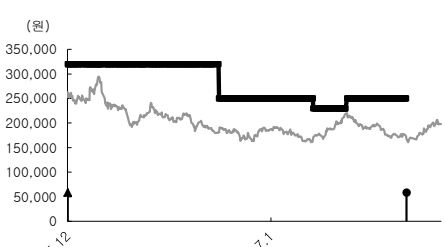
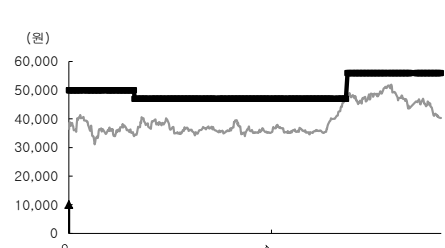
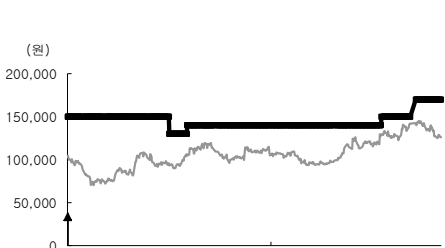
투자등급 통계 (2016.10.01~2017.09.30)

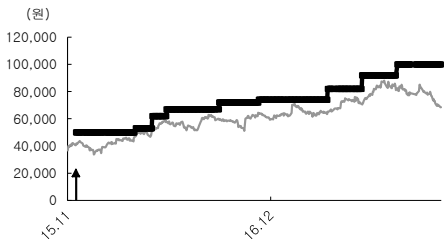
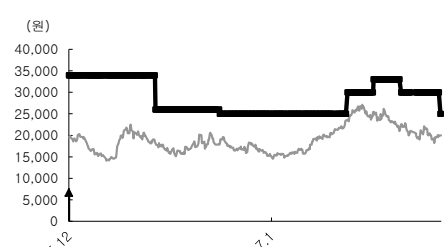
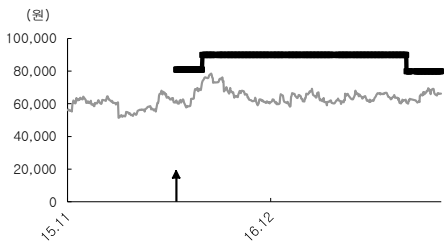
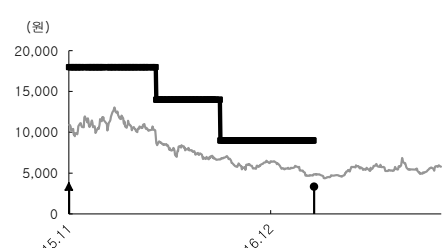
투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	85.4
중립	23	14.6
매도	0	0.0

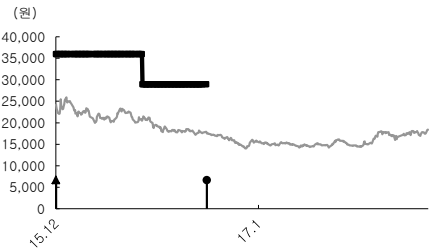
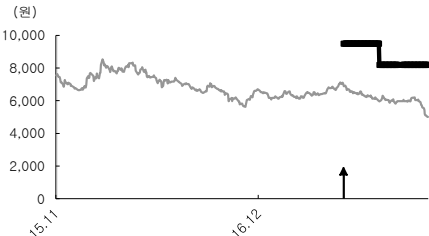
최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

삼성물산 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.04.28	매수	180,000	-22.95	-6.11					
	2016.11.30	매수	160,000	-20.84	-14.06					
	2017.03.24	매수	175,000	-23.38	-15.14					
	2017.10.16	매수	195,000	-26.46	-23.33					
	2017.11.28	매수	195,000							
SK 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.03.22	매수	330,000	-34.03	-28.03					
	2016.09.21	매수	300,000	-23.79	-11.33					
	2017.05.22	매수	370,000	-24.60	-17.03					
	2017.11.28	매수	430,000							

LG 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.09.21	매수	85,000	-26.37	-23.06					
	2016.11.11	중립	-	-	-					
	2017.03.24	매수	95,000	-25.35	-14.95					
	2017.05.29	매수	110,000	-26.16	-18.55					
	2017.11.28	매수	120,000							
CJ 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.09.21	매수	250,000	-28.56	-23.00					
	2017.03.24	매수	230,000	-17.93	-4.78					
	2017.05.29	매수	250,000	-24.61	-14.00					
	2017.09.22	중립	-	-	-					
	2017.11.28	중립	-	-	-					
한화 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.04.07	매수	47,000	-23.26	-15.96					
	2017.04.07	1년경과	-	-13.98	-					
	2017.05.29	매수	56,000	-16.36	-7.14					
	2017.11.28	매수	56,000							
두산 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.06.16	매수	130,000	-26.21	-18.08					
	2016.07.21	매수	140,000	-23.36	-10.00					
	2017.07.21	1년경과	-	-12.82	-					
	2017.08.04	매수	150,000	-12.28	-5.33					
	2017.10.10	매수	170,000	-20.18	-14.71					
	2017.11.28	매수	170,000							

LS 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.04.11	매수	53,000	-6.79	-4.15					
	2016.05.13	매수	62,000	-10.42	-4.68					
	2016.06.10	매수	67,000	-15.15	-6.12					
	2016.09.21	매수	72,000	-18.50	-10.56					
	2016.12.07	매수	74,000	-13.59	-4.05					
	2017.04.21	매수	82,000	-13.02	-7.32					
	2017.06.27	매수	92,000	-11.44	-4.24					
	2017.09.04	매수	100,000	-21.58	-14.90					
	2017.11.28	매수	100,000							
한진칼 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.05.18	매수	26,000	-33.10	-20.77					
	2016.09.21	매수	25,000	-29.59	-6.20					
	2017.05.29	매수	30,000	-15.53	-9.67					
	2017.07.19	매수	33,000	-28.05	-20.76					
	2017.09.11	매수	30,000	-31.60	-24.00					
	2017.11.27	매수	25,000							
	2017.11.28	매수	25,000							
한라홀딩스 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.06.29	매수	81,000	-21.81	-10.12					
	2016.08.19	매수	90,000	-27.79	-12.78					
	2017.08.19	1년경과		-30.27	-					
	2017.09.22	매수	80,000	-18.17	-13.13					
	2017.11.28	매수	80,000							
일진홀딩스 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.01.22	매수	18,000	-38.62	-27.50					
	2016.05.18	매수	14,000	-45.16	-36.43					
	2016.09.21	매수	9,000	-34.90	-21.33					
	2017.03.24	중립	-	-	-					
	2017.11.28	중립	-	-	-					

노루홀딩스 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.05.18	매수	29,000	-35.76	-25.86					
	2016.09.21	중립	-	-	-					
	2017.09.21	1년경과	-	-	-					
	2017.11.28	중립	-	-	-					
한솔홀딩스 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.06.16	매수	9,500	-32.65	-27.16					
	2017.08.25	매수	8,200	-27.67	-23.17					
	2017.11.28	매수	8,200							