산업분석

2021. 7. 6

지주

Overweight

지금은 주워 담을 때

Part I 과도한 저평가 국면

Part II 변화하는 지주회사 환경

이베스트투자증권

이베스트투자증권 **이승웅**입니다.

지주 업종 In-depth 자료를 발간하고 **비중확대 의견**으로 커버리지를 개시합니다.

지주회사에 대해 평소에는 상장자회사의 지분가치를 추종하고
이벤트 구간에서 초과수익을 추구하는 **Active ETF 관점**으로 접근해야 한다고 생각합니다.

코로나19 이후 국내 증시는 V자 반등에 성공하며 상승 랠리를 보였지만
지주회사는 자회사 가치 상승분을 전혀 반영하지 못하며 NAV 할인율이 역사적 고점 수준까지 확대됐습니다.
이제 **과도하게 저평가**된 지주회사에 관심을 가질 시기입니다.

NAV 할인율은 확대와 축소를 반복해 왔으며 이제 평균으로의 회귀를 시도할 가능성이 높아졌습니다.
자회사 IPO를 통한 NAV 상승, 성장 잠재력이 높은 포트폴리오를 보유한
사업형 · 투자형 지주회사의 매력도가 높다고 판단합니다.

최선호 종목으로 **SK(034730)**을 제시하고
LG(003550), CJ(001040), 한화(000880) 커버리지를 개시합니다

통신/지주
Analyst **이승웅**
02 3779 8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **2 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 과도한 저평가 국면]

지주회사는 지배구조의 정점에서 기업집단의 컨트롤타워로써 영향력을 행사하지만
자회사 없이는 존재하지 못한다는 태생적 한계도 지니고 있습니다.

지주회사의 자체사업이나 투자활동 증가에도 불구하고
자회사는 여전히 지주회사의 가치를 산정함에 있어 가장 중요한 요소입니다

코로나 19 이후 지주회사의 NAV 할인율이 과도하게 높아진 상태로 관심을 가질 시기라고 판단합니다.
특히 IPO 를 통한 자회사 가치를 반영할 수 있거나 성장 잠재력이 높은 포트폴리오를 보유한
사업형, 투자형 지주회사에 대한 매력도가 높다고 판단합니다.

[Part II. 변화하는 지주회사 환경]

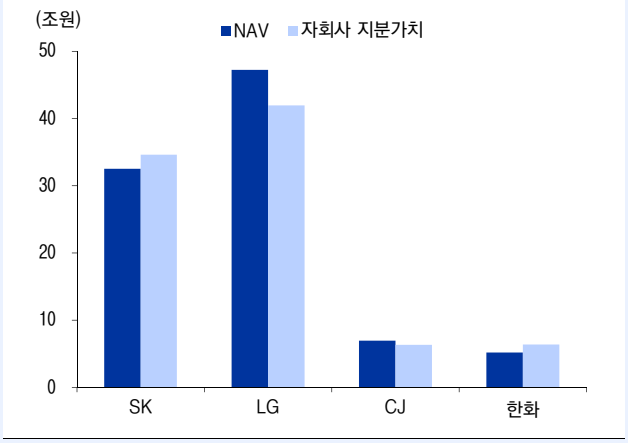
연기금의 ESG 투자 확대에 따라 향후 ESG 등급은 지주회사의 주가 차별화로 나타날 것입니다.
ESG 지수의 구성종목은 향후 ESG 등급에 따라 편입편출이 결정될 것이며
이는 지주회사와 그룹 내 계열사의 수급에 영향을 미칠 것으로 예상됩니다.

지주회사들의 친환경 투자 확대가 지속될 전망입니다.
모든 그룹사의 사업 포트폴리오에서 나타나는 공통점은 친환경 에너지 투자 강화입니다.
ESG 에서 접근성이 가장 높고 성장에 대한 가시성도 높을 뿐만 아니라
탄소국경세가 도입되면 수출 의존도가 높은 국내 기업들의 친환경 에너지 사용은 필수이기 때문입니다.

CVC 설립 허용으로 NAV 할인율 축소가 기대됩니다.
지주회사는 CVC 를 통해 단순 지분투자와 투자수익을 추구하기보다는
계열사와의 시너지, 사업 포트폴리오 강화를 위한 투자를 단행할 가능성이 높습니다.
향후 자회사 편입, IPO 등을 통한 NAV 확대로도 이어질 수 있다는 점에서 긍정적입니다.

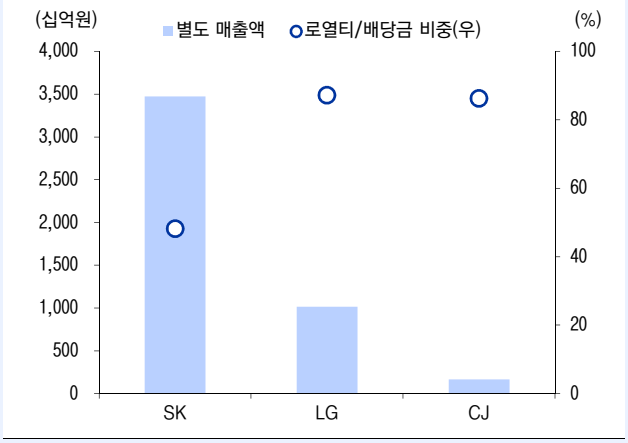
Key Charts

지주회사별 NAV 및 자회사 지분가치 비교



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

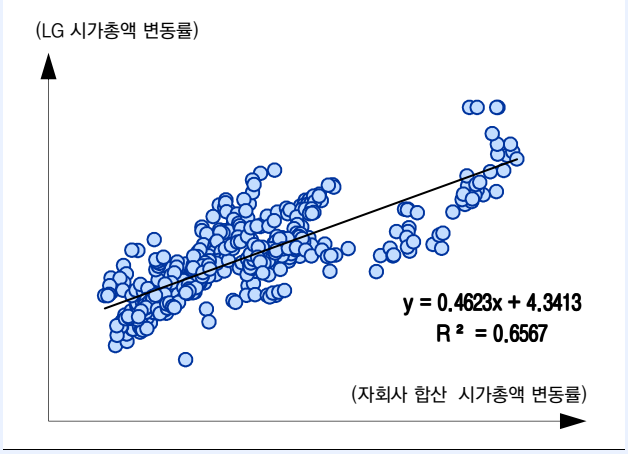
20 년 별도 매출액 및 로열티/배당금 비중



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

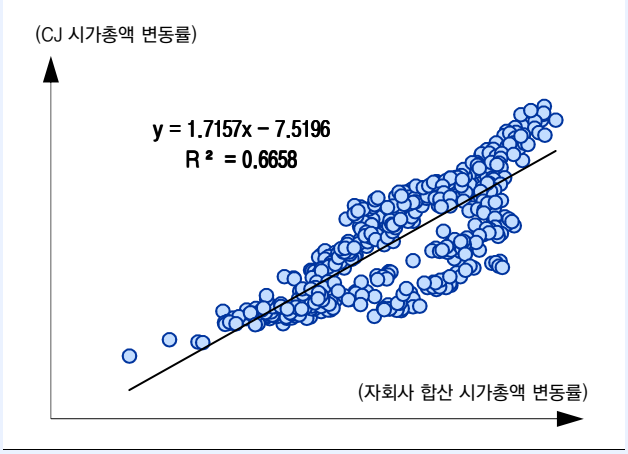
- 자회사는 여전히 지주회사의 가치를 산정함에 있어 가장 중요한 요소
- 지주회사의 NAV 와 별도 이익 등으로 연결되기 때문

11 년 이후 LG-자회사 주가 변동



자료: LG, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

11 년 이후 CJ-자회사 주가 변동

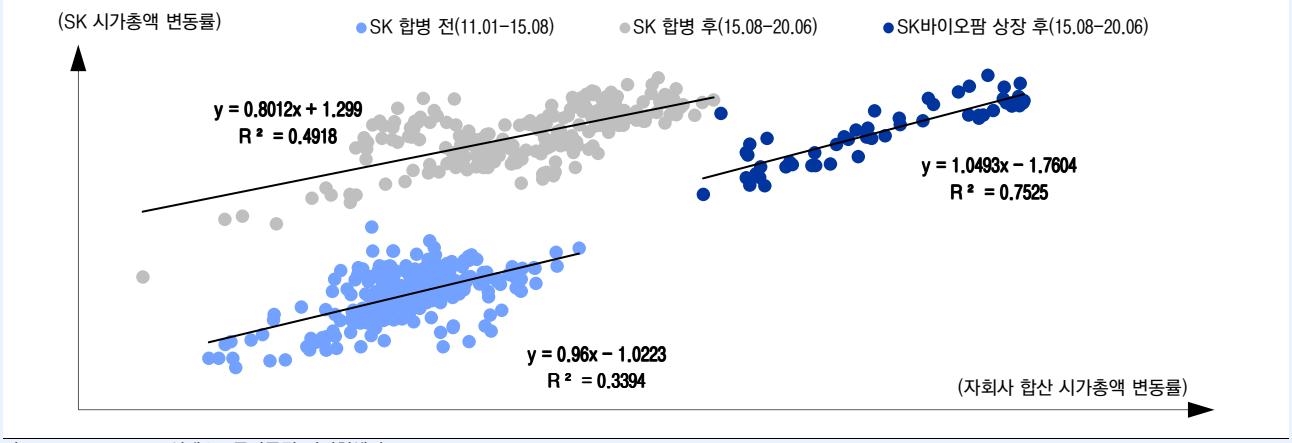


자료: CJ, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

- 모든 지주회사는 자회사의 주가변동을 추종, 다만 지주회사에 따라 반영하는 정도가 달라짐
- 비교적 안정된 포트폴리오를 보유하고 그룹 내 변화가 적었던 지주회사는 변동폭이 낮음

Key Charts

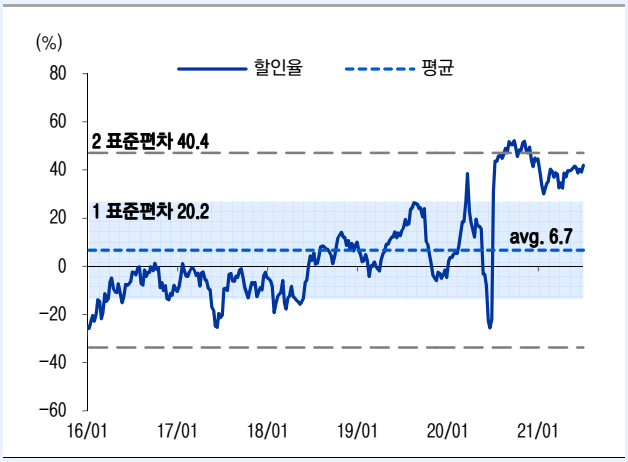
지배구조 개선 및 자회사 IPO 이후 SK-자회사간 주가 변동의 설명력 강화



자료: SK, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

- NAV 에 영향을 주는 이슈가 발생하면 지주회사와 자회사 주가 사이의 관계와 영향력 변화
- SK 는 SK 바이오팜 상장 이후 자회사와의 주가 변동 설명력 강화된 바 있음

SK NAV 할인율 추이



자료: SK, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

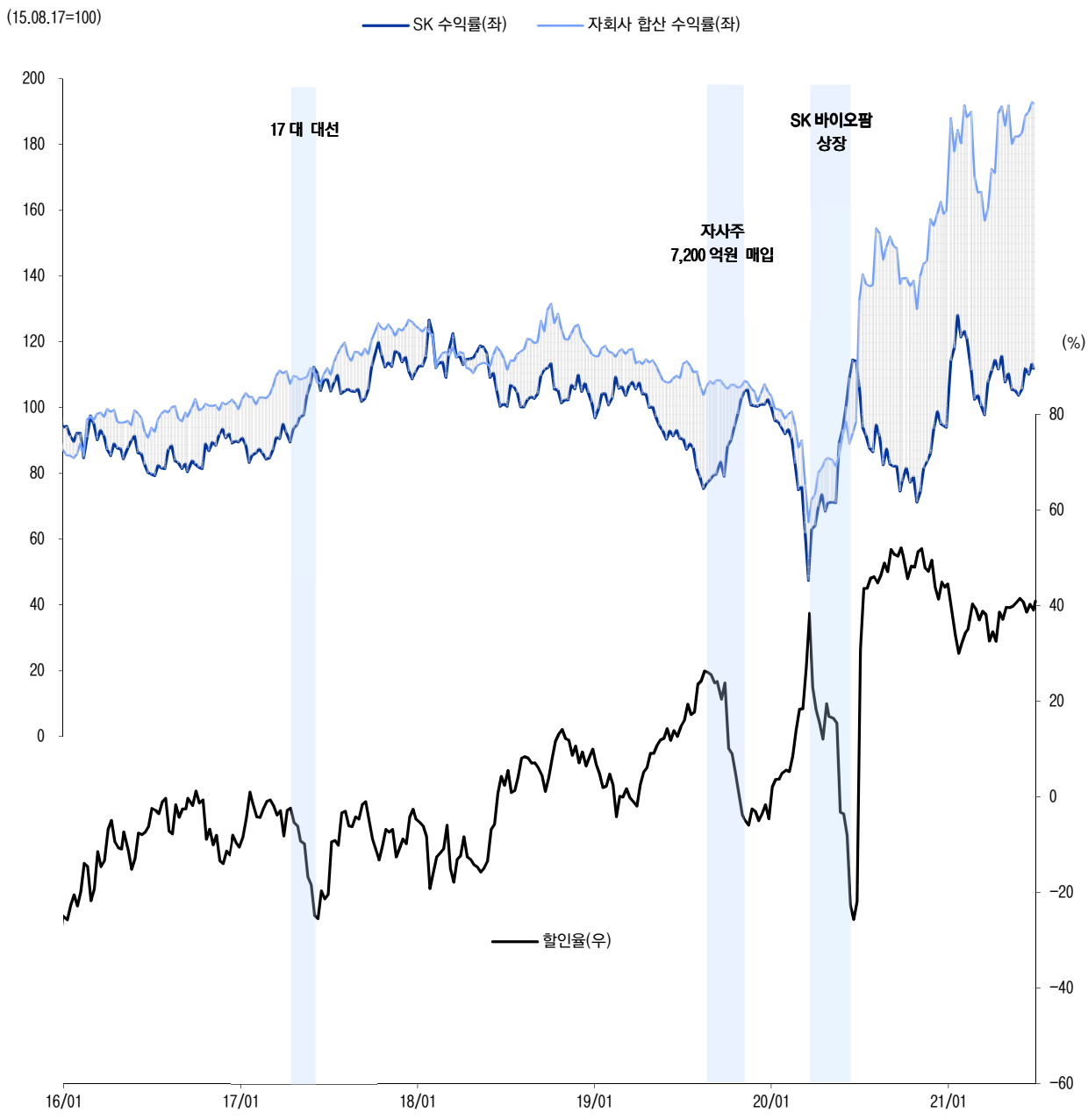
LG NAV 할인율 추이

자료: LG, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

- 지주회사의 NAV 할인율은 최근 10 년 사이 최고점 수준
- 지주회사의 주가는 과도하게 저평가된 것으로 판단

Key Charts

지배구조 개선 및 자회사 IPO 이후 SK-자회사간 주가 변동의 설명력 강화



자료: SK, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

- 지주회사의 NAV 할인율은 역사적 고점 수준, 평균으로 회귀를 시도할 가능성이 높아짐
- 이벤트 발생 기대감이 높은 사업형, 투자형 지주회사에 대한 매력도가 높다고 판단

Key Charts

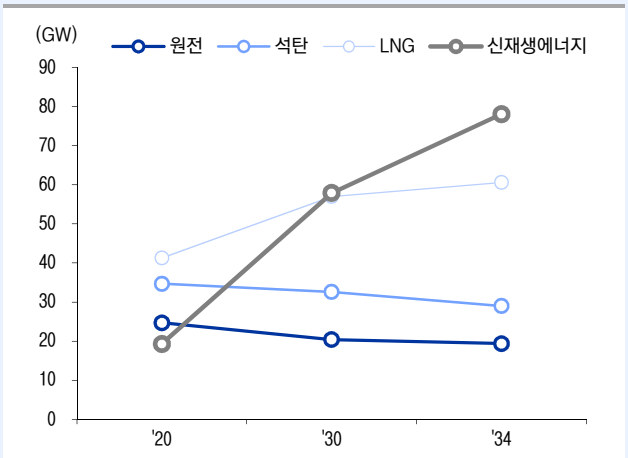
주요 지주회사의 ESG 지수 편입 여부

	ESG Leaders 150	코스피200 ESG 지수	KRX Eco Leaders100	ESG 사회책임경영지수(S)	KRX Governance Leaders 100	편입 개수
SK	O	O	X	O	O	4
LG	O	X	O	X	O	3
CJ	O	O	X	X	X	2
한화	O	O	X	X	X	2
롯데지주	O	X	X	X	X	1
한진칼	X	O	O	X	O	3
GS	X	X	X	X	X	0

자료: 한국거래소, 이베스트투자증권 리서치센터

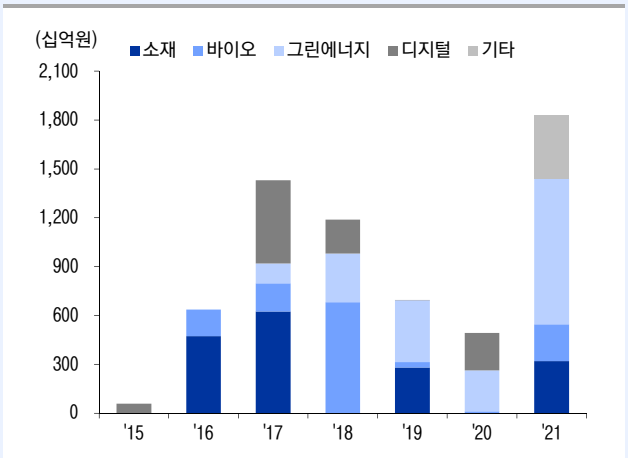
- 주가지수와 ESG 지수 사이에 뚜렷한 수익률 차별화는 없으나, 구성종목 차별화는 나타나는 중
- 향후 ESG 등급에 지주회사와 그룹 내 계열사 수급에 영향을 미칠 것으로 예상

국내 발전원별 설비용량 전망



자료: 산업통산자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

SK 의 그린에너지 분야 투자 대폭 증가



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

- 지주회사들의 친환경 투자 확대는 지속될 전망
- ESG 에서 접근성이 가장 높고 성장에 대한 가시성이 높기 때문

산업분석

지주
Overweight

지금은 주워 담을 때

Contents

Part I	과도한 저평가 국면	9
Part II	변화하는 지주회사 환경	20

기업분석

SK (034730)	30
LG (003550)	43
CJ (001040)	52
한화 (000880)	59

Part I

과도한 저평가 국면

NAV 할인율 역사적 고점 수준

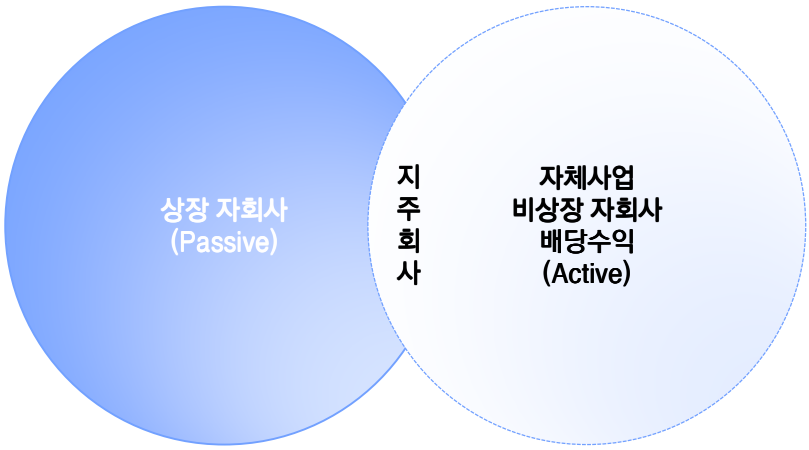
지주회사는 지배구조의 정점에서 기업집단의 컨트롤타워로써 영향력을 행사하지만 자회사 없이는 존재하지 못한다는 태생적 한계도 지니고 있습니다. 자체 사업이나 투자활동 증가에도 불구하고 자회사는 여전히 지주회사의 가치를 산정함에 있어 가장 중요한 요소입니다. 코로나19 이후 지주회사의 NAV 할인율이 과도하게 높아진 상태로 관심을 가질 시기라고 판단합니다. 특히 IPO를 통한 자회사 가치를 반영할 수 있거나 성장 잠재력이 높은 포트폴리오를 보유한 사업형, 투자형 지주회사에 대한 매력도가 높다고 판단합니다.

지주회사 투자는 액티브 ETF 관점으로 접근

지주회사는 '주식(지분)' 소유를 통해 국내회사의 사업활동을 지배 또는 관리하는 것을 주된 사업으로 하는 회사를 지칭한다. 즉, 지배구조 정점에서 기업집단의 컨트롤 타워로써 그룹 전반에 걸쳐 경영에 영향력을 행사한다. 이는 자회사 없이는 존재하지 못한다는 태생적 한계를 지니고 있다는 것을 의미하기도 한다. 법적으로 지주회사의 기준은 자산총액이 5,000억원 이상, 자회사의 주식가액의 합계액이 자산총액의 50% 이상이며 자회사의 지분율은 상장사 20%(개정안 30%), 비상장사 40%(개정안 50%) 이상을 보유해야 한다. 따라서 지주회사에 투자한다는 것은 평소에는 그룹 내 상장자회사의 지분가치를 추종하고 이벤트, 자체사업, 배당수익을 통한 초과수익을 추구하는 액티브 ETF에 투자하는 것으로 이해할 수 있다.

지주회사의 자체사업이나 투자활동이 증가하고 있지만 자회사는 여전히 지주회사의 가치를 산정함에 있어 가장 중요한 요소이다. 자회사는 지주회사의 NAV에서 가장 큰 비중을 차지함과 동시에 지주회사의 로열티수익, 배당금수익 등 별도 실적으로도 연결되기 때문이다. 순수지주회사인 CJ와 LG의 경우 2020년 로열티수익과 배당금수익이 별도 매출액에서 차지하는 비중은 80%를 상회했으며 자체사업을 보유한 SK도 비중이 48%에 달했다. 이러한 이유로 지주회사와 자회사 주가 사이의 상관계수는 0.8로 매우 높은 수준이다.

그림1 Active ETF 에 빗댄 지주회사

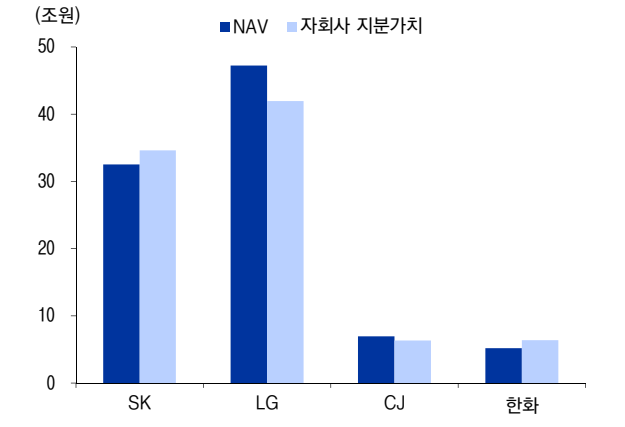


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 지주회사의 실적 구성

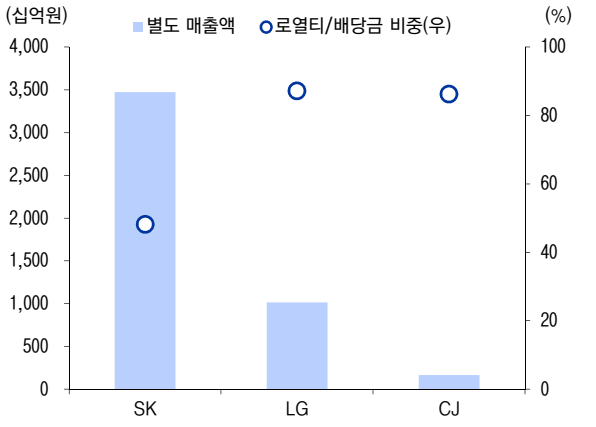
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 지주회사별 NAV 및 자회사 지분가치 비교



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 20 년 별도 매출액 및 로열티/배당금 비중

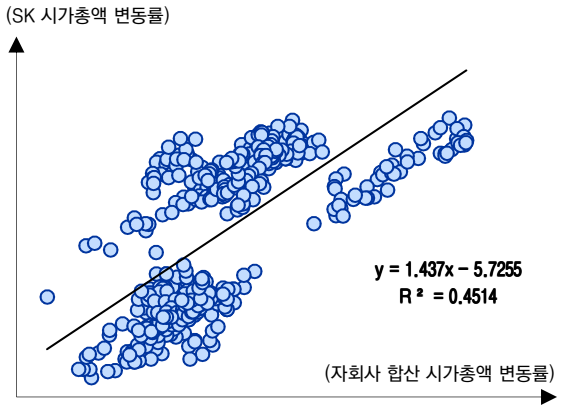


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

모든 지주회사는 자회사의 주가변동을 추종하지만 지주회사에 따라 반영하는 정도가 달라진다. 특히, 지배구조의 변화, 자회사 IPO 등 다양한 이벤트가 존재했던 지주회사의 주가는 자회사보다 변동폭이 컸지만 비교적 안정된 포트폴리오를 보유하고 그룹 내 변화가 적었던 지주회사는 변동폭이 낮은 것으로 나타났다.

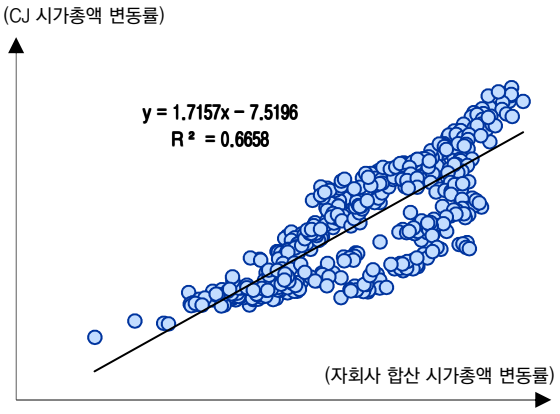
지난 10년간 자회사의 분할과 합병, IPO 등 지배구조상의 변화가 있었던 SK와 CJ의 주가는 변동성은 높지만 자회사의 주가변동이 지주회사 주가에 미치는 영향력은 낮았으며 비교적 변화가 적었던 LG와 한화는 그 반대로 해석된다. 2011년 이후 지주회사와 자회사의 주가 변동 사이의 관계를 분석해보면 자회사 합산 시가총액이 1% 변동할 때 SK는 1.4%, CJ는 1.7%, LG는 0.5%, 한화는 0.7% 변동하는 것으로 나타났다. 또한, 이에 대한 설명력을 나타내는 결정계수(R-Squared)는 SK 0.45, CJ 0.67, LG 0.66, 한화 0.67로 나타났다.

그림5 11 년 이후 SK-자회사 주가 변동



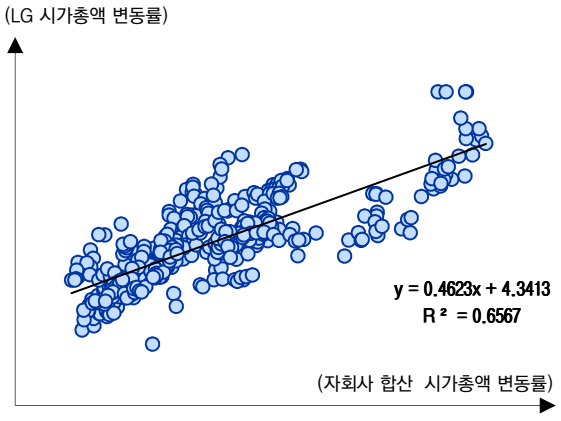
자료: SK, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 11 년 이후 CJ-자회사 주가 변동



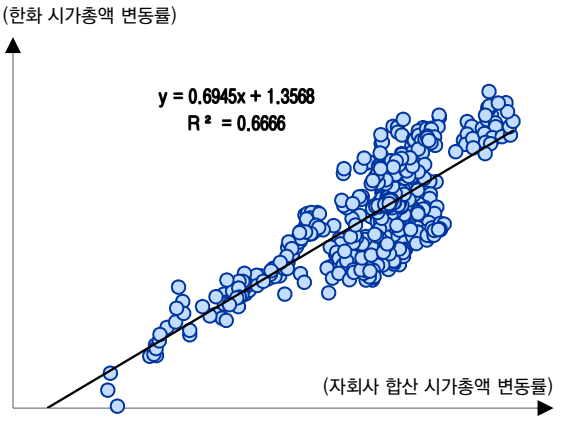
자료: CJ, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 11 년 이후 LG-자회사 주가 변동



자료: CJ, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

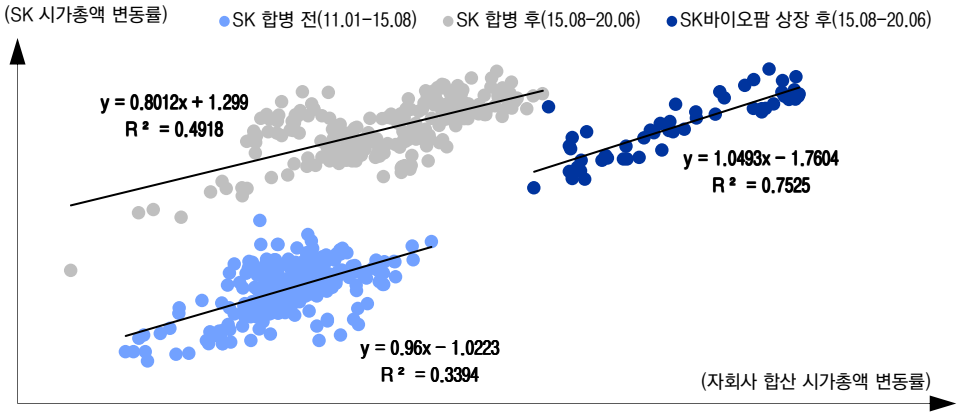
그림8 11 년 이후 한화-자회사 주가 변동



자료: 한화, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

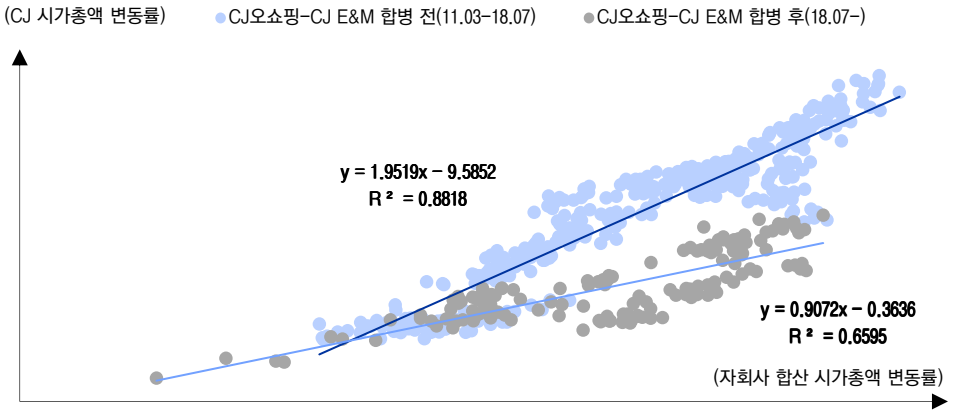
지주회사 내 포트폴리오 구성의 변화, 즉 NAV에 영향을 주는 이슈가 발생하면 지주회사와 자회사 주가 사이의 관계는 변화한다. 2015년 8월 SK는 SK C&C와 SK의 합병을 통해 옥상옥 구조에서 탈피하고 진정한 지주회사 체제를 완성했다. 지배구조를 개선시키고 불확실성을 제거함으로써 자회사와 지주회사간의 주가 변동에 대한 설명력은 높아졌다. 2020년 7월 SK바이오팜 상장 이후 설명력은 더 강화되는 모습을 보여줬다. SK NAV의 17%를 차지하는 SK바이오팜은 상장을 통해 그동안 반영하지 못했던 가치를 반영함으로써 지주회사와 자회사 주가의 상관관계가 강화된 것으로 해석할 수 있다.

그림9 지배구조 개선 및 자회사 IPO 이후 SK-자회사간 주가 변동의 설명력 강화



자료: SK, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 CJ 오쇼핑-CJ E&M 합병 이후 주가 변동의 설명력 약화

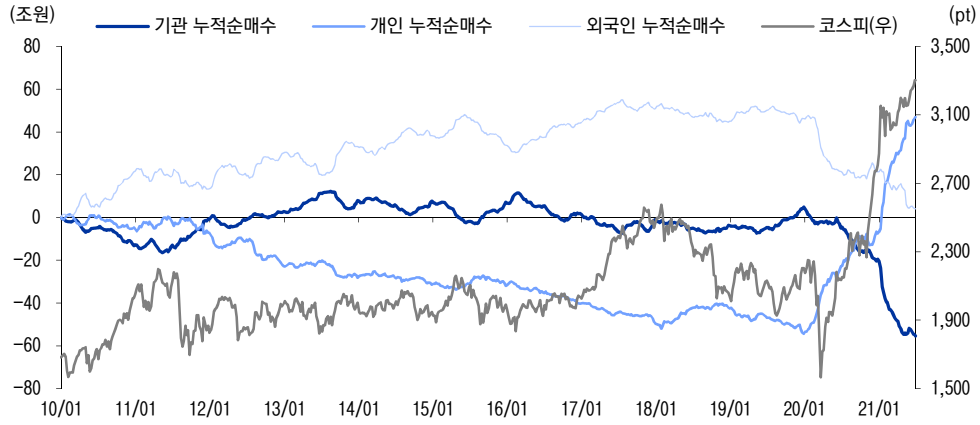


자료: CJ, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

지주회사, 과도한 저평가 국면으로 판단

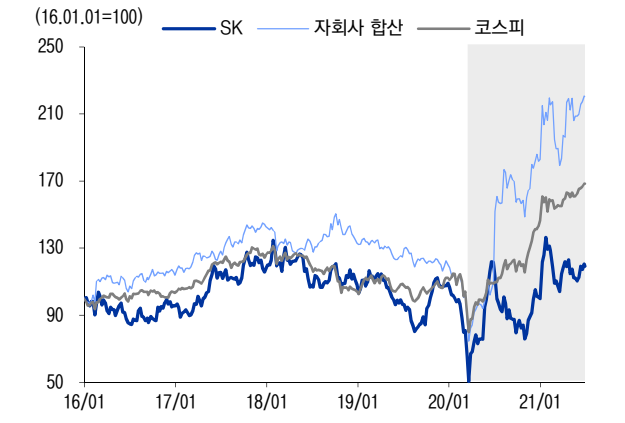
당사는 지주회사의 NAV 할인율이 과도하게 높아진 상태로 지주회사에 관심을 가질 시기라고 판단한다. 코로나19 이후 풍부해진 시장 유동성은 증시로 유입됐고 강세장으로 이어졌다. 2020년 코스피는 연초대비 30.4% 상승했고 개인투자자는 47조원을 순매수했다. 반면, 기관과 외국인은 각각 25.3조원, 24.9조원을 매도했다. 이번 증시 상승 배경에는 개인투자자 유입이 강하게 작용했다. 개인투자자의 경우 복잡한 사업구조와 지배구조로 인해 투자포인트가 희석될 소지가 있는 지주회사보다는 직접 사업을 영위하는 자회사에 대한 선호도가 높은 것으로 분석된다. 따라서 이번 강세장에서 지주회사는 자회사의 주가 상승을 전혀 반영하지 못했고 이는 지주회사의 NAV 할인율 확대로 이어졌다.

그림11 2010년 이후 투자자별 누적 순매수 추이



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 SK, 자회사, 코스피 누적 수익률 추이

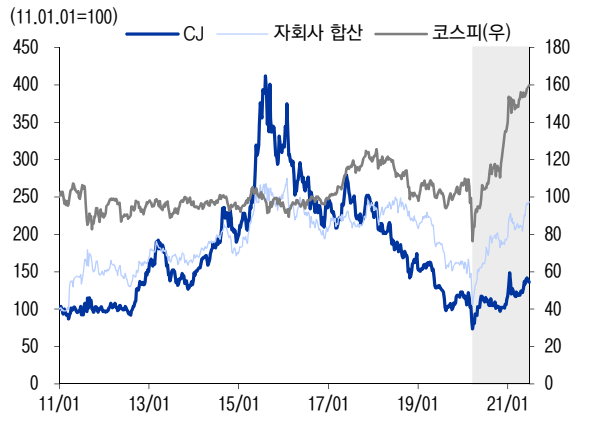


자료: 각 사, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 LG, 자회사, 코스피 누적 수익률 추이

자료: 각 사, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 CJ, 자회사, 코스피 누적 수익률 추이



자료: 각 사, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

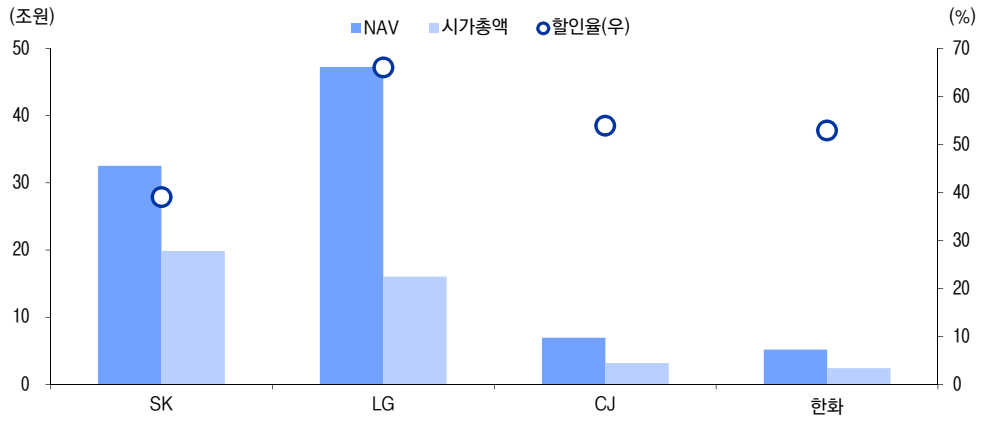
그림15 한화, 자회사, 코스피 누적 수익률 추이

자료: 각 사, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

지주회사에서 NAV 할인율은 다양한 이유로 존재한다. 지주회사의 태생적 한계, 수급상 열위, 정보의 비대칭성 등이 있다. 자회사의 지분가치와 수익은 지주회사에 막대한 영향을 미치고 있으며 지주회사는 자회사 없이는 존재할 수 없는 태생적 한계를 지닌다. 또한, 국내 지주회사의 특징은 상장 자회사를 보유하고 있다는 점이다. 이는 지주사를 통한 간접투자 없이 직접 투자가 가능하기 때문에 수급상 후순위에 위치할 수 밖에 없다. 이렇게 지주회사의 NAV 할인 이유에 대한 다양한 의견은 존재하지만 할인 요인을 계량화하고 인과관계를 설명할 수 있는 방법은 없다.

다만, 한가지 확실한 점은 지주사의 NAV 할인율이 확대와 축소를 계속해서 반복한다는 점이다. 현시점에서 대부분의 지주회사의 NAV할인율은 최근 10년 사이 최대치를 기록하며 2 표준편차 수준에 근접하고 있다. 특히 SK의 경우 2020년 SK바이오팜 상장 전 기대감을 반영하며 주가가 급등했지만 10조원에 지분가치를 모두 반영하지 못하면서 할인율은 큰 폭으로 확대됐다. 당사는 지주사의 주가가 과도하게 저평가되어 있으며 NAV 할인율이 평균으로의 회귀를 시도할 가능성이 높아졌다고 판단한다.

그림16 지주사별 NAV, 시가총액, 할인율 비교(21.07.05 기준)



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 SK NAV 할인율 추이

자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 한화 NAV 할인율 추이

자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 CJ NAV 할인율 추이

자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 LG NAV 할인율 추이

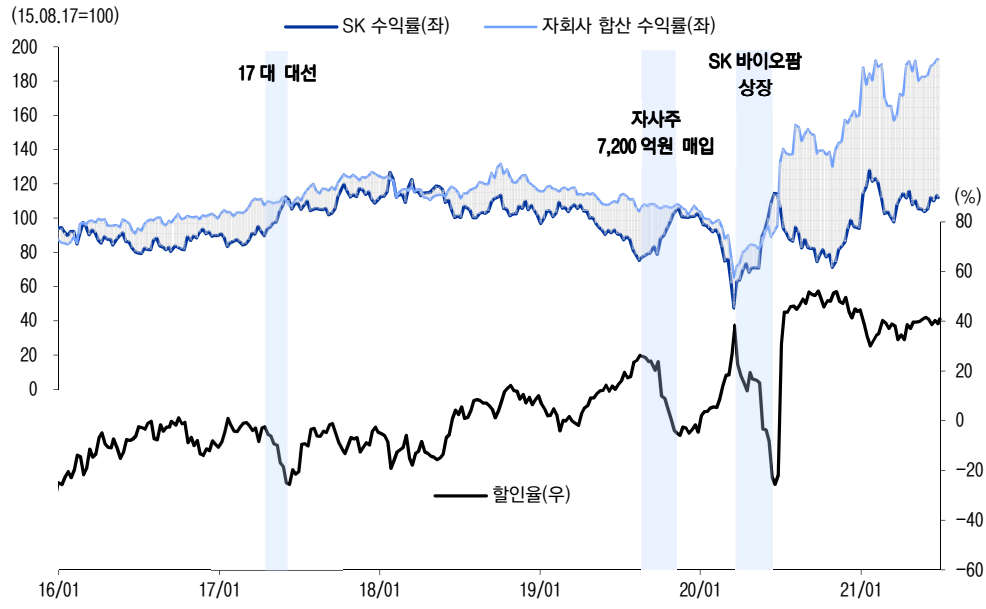
자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터

이벤트는 NAV 할인율 축소의 트리거

지주회사의 NAV 할인율은 현재 역사적 고점 수준으로, 평균으로 회귀를 시도할 가능성이 높아졌다. 지주회사에 관심을 가질 시기이다. 지주회사는 이벤트가 발생하는 시기에 자회사 주가를 Out-Perform하며 할인율을 축소하는 구간을 만들어왔다. 따라서 자회사 IPO, 사업 포트폴리오 변화로 이벤트 발생 기대감이 높은 사업형, 투자형 지주회사에 대한 매력도가 높다고 판단한다.

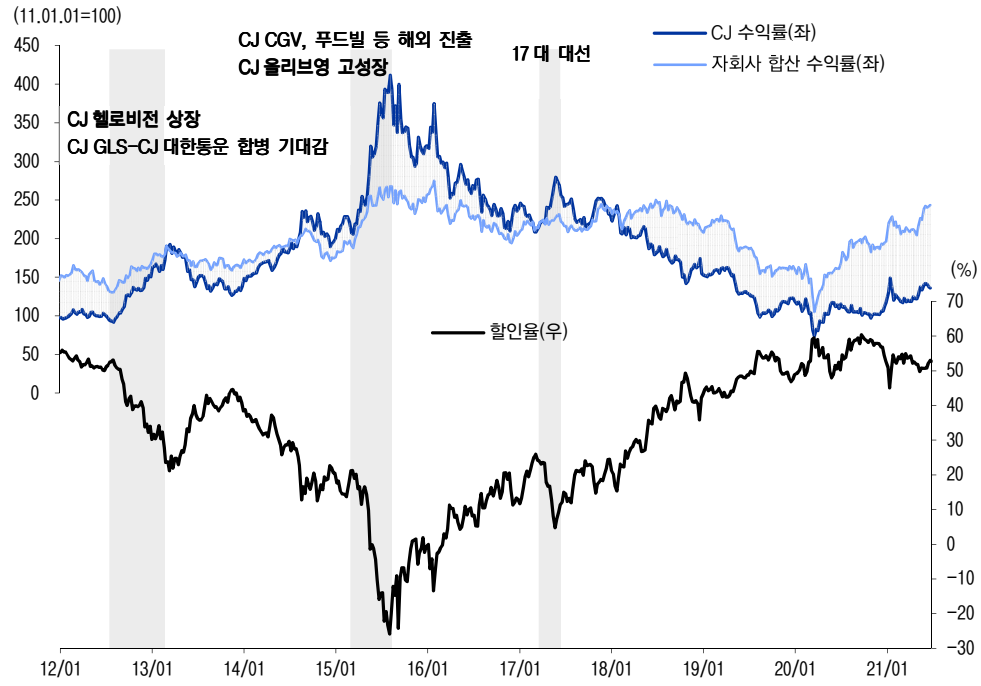
과거 주주환원 강화, 지배구조 개편, 자회사 IPO 등 이벤트가 부각되는 시기에 지주회사의 주가는 강세를 보이며 확대됐던 할인율을 축소했다. 대표적인 케이스로 2019년 10월 SK의 7,200억원 규모의 자사주 매입, 2020년 7월 SK바이오팜 상장, 그리고 2015년 3월 한화의 삼성 방산 및 화학 사업 인수 등이 있다. 또한, 정치적 이벤트, 규제/정책 변화 발생하는 구간에서도 유사한 흐름이 나타난다. 2017년 대선 이후 경제민주화, 공정경제3법 도입 등 기대감을 반영하며 지주사의 주가가 상대적으로 강세를 보였었다. 올해 하반기 SK리츠 상장, 2022년 SK실트론, SK팜테코, CJ올리브영 등 지주사의 핵심 자회사의 IPO가 이어질 것으로 예상되며 더불어 2022년 봄에는 18대 대선이 예정되어 있다.

그림21 SK NAV 할인율 축소 구간



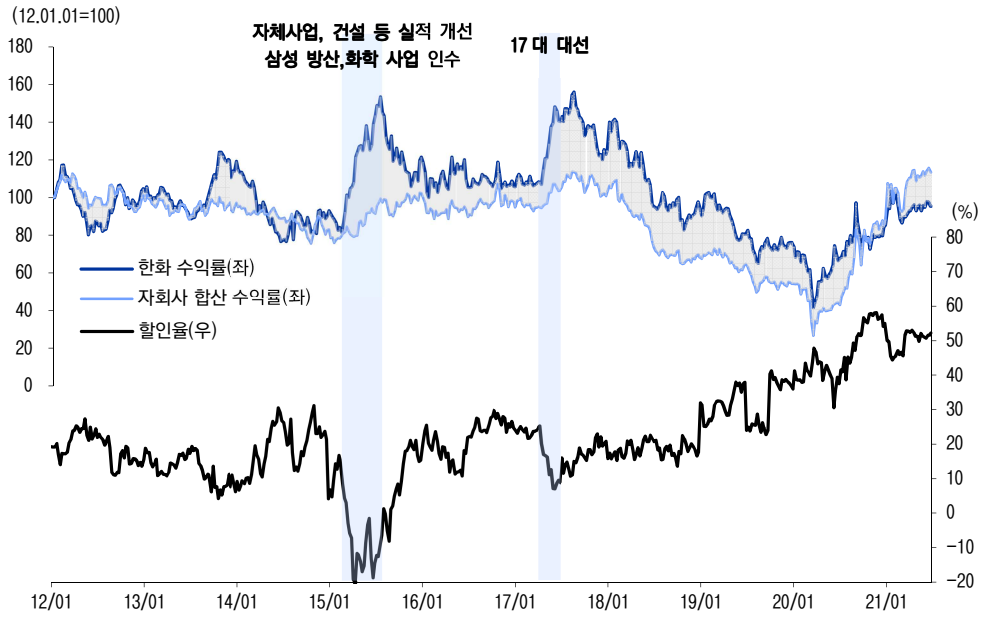
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 CJ NAV 할인율 축소 구간



자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 한화 NAV 할인율 축소 구간



자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

변화하는 지주회사 환경

사업 포트폴리오 재편 중인 지주회사들

연기금의 ESG 투자 확대에 따라 향후 ESG 등급은 지주회사의 주가 차별화로 나타날 것입니다. ESG 지수의 구성종목은 향후 ESG 등급에 따라 편입편출이 결정될 것이며 이는 지주회사와 그룹 내 계열사의 수급에 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문입니다. 지주회사들의 친환경 투자 확대가 지속될 전망입니다. ESG에서 접근성이 가장 높고 성장에 대한 가시성도 높을 뿐만 아니라 탄소국경세가 도입되면 수출 의존도가 높은 국내 기업들의 친환경 에너지 사용은 필수이기 때문입니다. 또한, CVC 설립 허용으로 NAV 할인율 축소가 기대됩니다. 지주회사는 CVC를 통해 단순 지분투자와 투자수익을 추구하기보다는 계열사와의 시너지, 사업 포트폴리오 강화를 위한 투자를 단행할 가능성이 높습니다. 향후 자회사 편입, IPO 등을 통한 NAV 확대로도 이어질 수 있다는 점에서 긍정적입니다.

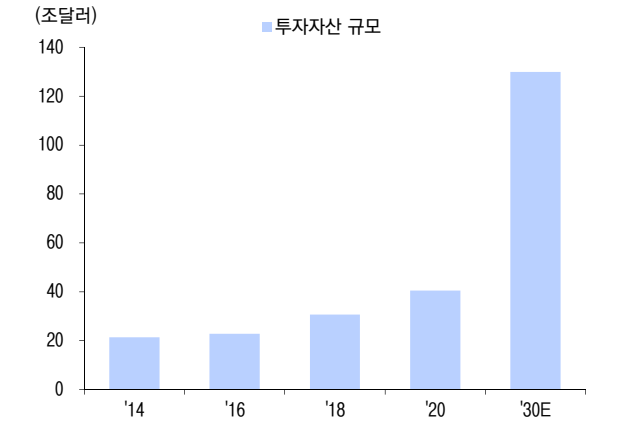
거스를 수 없는 ESG 투자

코로나19는 일상 생활의 변화뿐만 아니라 지주회사에도 전환점이 되고 있다. 미국과 유럽을 중심으로 확대된 ESG 투자는 최근 글로벌 투자 트렌드로 자리잡기 시작했으며 ESG 펀드로는 거대한 자금이 유입되고 있다. 국내는 국민연금이 전체 운용자산 중 ESG 비중을 25%에서 22년 50%로 확대할 계획을 밝힘에 따라 ESG 투자가 활성화되기 시작한 단계이다. 정부는 올해 안에 한국형 ESG 지표를 마련하고 2030년부터는 모든 코스피 상장사의 ESG 공시를 의무화를 추진할 계획이다. 지주회사의 수급주체가 기관이라는 점을 감안한다면 ESG는 이제 필수요소이다.

그림24 ESG 개요

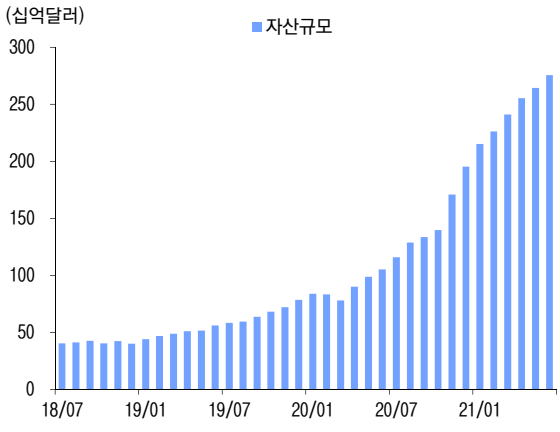
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 글로벌 ESG 투자자산 규모 추이 및 전망



자료: GSIA, 도이치뱅크, 이베스트투자증권 리서치센터

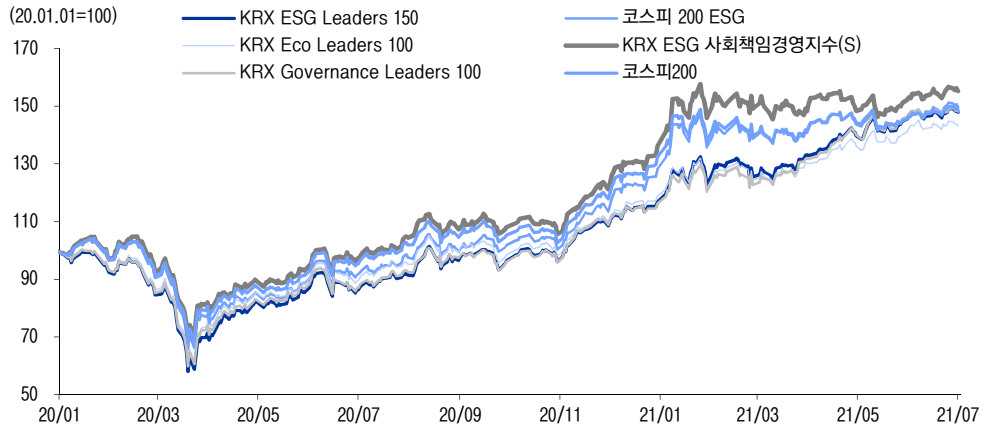
그림26 글로벌 ESG 관련 ETF 자산규모 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

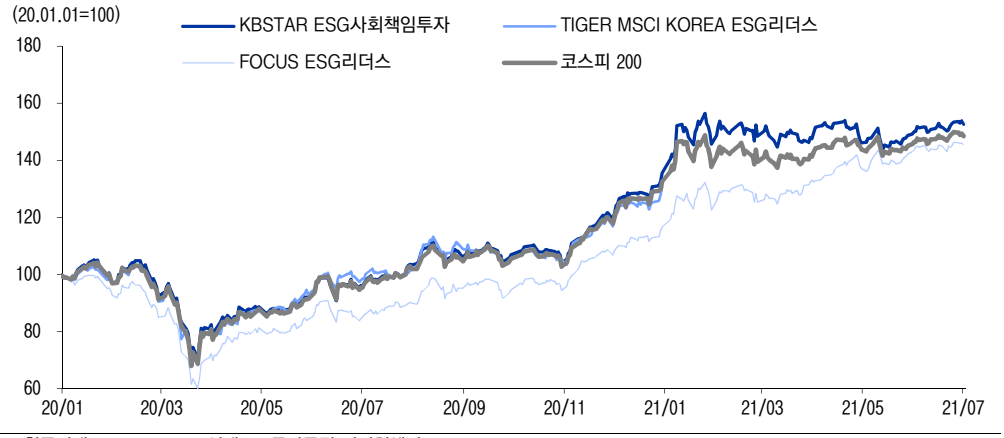
향후 ESG 등급은 지주회사의 주가 차별화로 나타날 것이다. 국내 ESG 투자는 2020 년부터 본격적으로 확산되기 시작됐다. 비교적 짧은 기간이지만 코스피200과 비교했을 때 수익률 측면에서 뚜렷한 차별점이 나타나진 않지만 구성종목에서 차별화가 나타나고 있다. ESG 지수의 구성종목은 향후 ESG 등급에 따라 편입편출이 결정될 것이며 이는 지주회사와 그룹 내 계열사의 수급에 막대한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

그림27 코스피 200 및 KRX ESG 지수 수익률 비교



자료: 한국거래소, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 코스피 200 및 ESG ETF 지수 수익률 비교



자료: 한국거래소, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 주요 지주회사의 ESG 지수 편입 여부

	ESG Leaders 150	코스피200 ESG 지수	KRX Eco Leaders100	ESG 사회책임경영지수(S)	KRX Governance Leaders 100	편입 개수
SK	O	O	X	O	O	4
LG	O	X	O	X	O	3
CJ	O	O	X	X	X	2
한화	O	O	X	X	X	2
롯데지주	O	X	X	X	X	1
한진칼	X	O	O	X	O	3
GS	X	X	X	X	X	0

자료: 한국거래소, 이베스트투자증권 리서치센터

확대되는 친환경 투자

지주회사들의 친환경 분야에 대한 투자 확대는 지속될 전망이다. 최근 ESG 트렌드에 맞춰 그룹사들의 사업 포트폴리오가 재편되고 있다. SK는 첨단소재, 바이오, 그린에너지, 디지털 분야를 중심으로 포트폴리오를 재편하고 있으며 LG는 모빌리티(전기차, 카인포테인먼트)에 집중하고 있다. 한화는 수소, 태양광 등 사업을 강화하고 있다. 모든 그룹사의 사업 포트폴리오에서 나타나는 공통점은 친환경 에너지 투자 강화이다. ESG에서 접근성이 가장 높고 성장에 대한 가시성도 높아 중장기적으로 친환경 관련된 투자 포트폴리오 확장은 지속될 전망이다.

미국의 파리기후협약 복귀, RE100 등 다양한 친환경 이슈로 관련된 투자가 확대되고 있지만 가장 강력한 영향력을 미칠 것으로 예상되는 것은 EU의 탄소국경조정세 법률안이다. 이 법률안의 골자는 온실가스를 배출량하는 화석연료 사용량에 따라 생산자에게 수출시 관세를 부과하는 것이다. EU 외에 미국, 일본 등도 도입을 검토 중인 것으로 파악돼 탄소국경세가 전세계적으로 보편화될 가능성이 높다고 판단하며 수출 의존도가 높은 국내 기업들의 친환경 에너지 분야에 대한 투자 비중은 계속해서 확대할 수 밖에 없다.

표2 유럽의 친환경 정책

정책	내용
유럽 기후법	30년까지 온실가스 90년 대비 최소 55% 이상 감축
탄소국경조정세	온실가스를 배출하는 화석연료 사용량에 따라 생산자에 세금 부과. 21.03 도입 결의문 채택. 법률안 마련 중으로 23년부터 시행 예정
공급망 실사제도	기업의 밸류체인 내 모든 행위자들에게 ESG 의무 부과 21.01 입법 권고안 채택, 초안 준비 중으로 23년부터 시행 예정

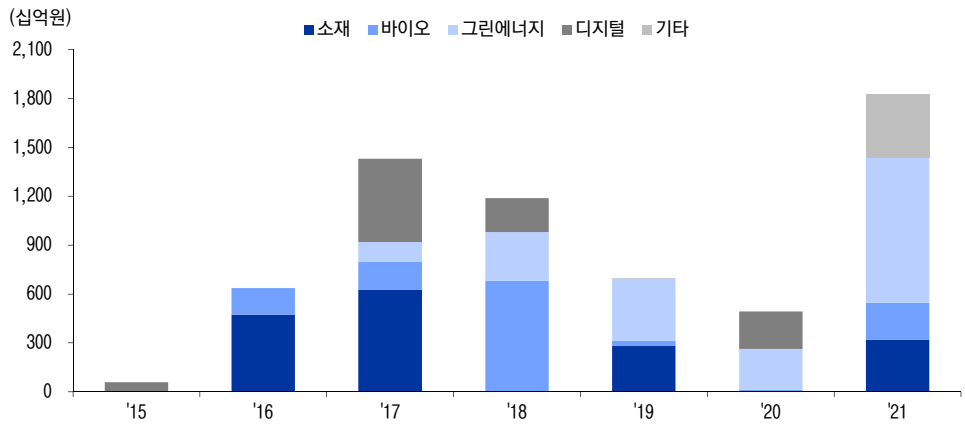
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 국내 그룹사별 수소분야 투자 계획

그룹	투자분야	규모(조원)
SK	대규모 액화플랜트 구축, 연료전지발전 확대 등	18.5
현대차	수소차 설비투자 및 R&D, 연관 인프라(충전소 등) 투자	11.1
POSCO	부생수소 생산/해외 그린수소 도입, 수소환원제철 개발 등	10
한화	그린수소(수전해) R&D,실증,생산,수소저장설비 등	1.3
효성	액화 플랜트 구축, 액화충전소 보급 등	1.2

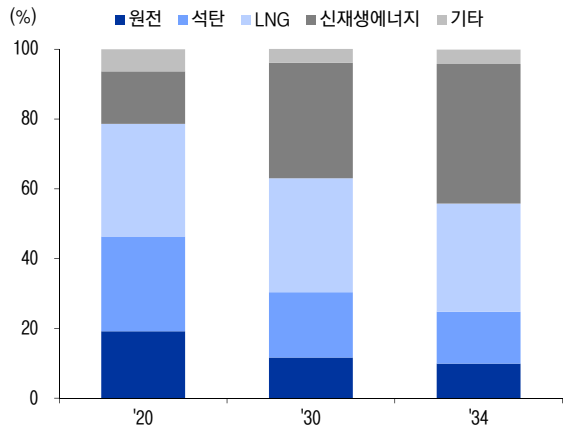
자료: 에너지경제연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 18년 이후 SK 그린에너지 투자 확대



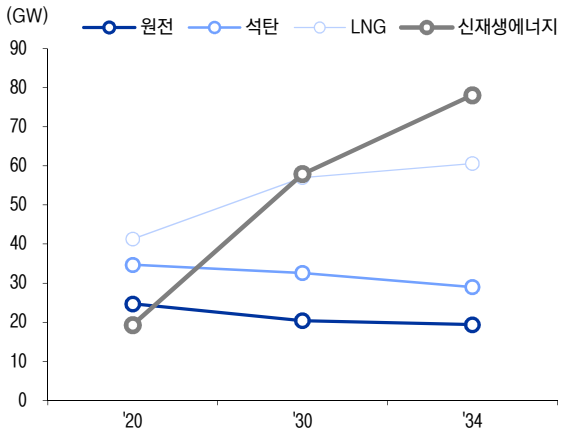
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 국내 발전원별 설비비중 전망



자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 국내 발전원별 설비용량 전망



자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

CVC 설립으로 허용으로 NAV 할인율 축소 기대

기업형벤처캐피탈(CVC, Corporate Venture Capital) 설립 허용으로 NAV 할인율 축소가 기대된다. 그동안 일반지주회사의 벤처캐피탈 지분 보유는 금산분리 원칙에 따라 금지되어 있었다. 올해 말 시행되는 공정거래법 개정안에 따라 일반지주회사의 벤처캐피탈 소유가 제한적으로 가능해진다.

그동안 지주회사 체제의 대기업은 지주체제 밖에서 혹은 해외법인 형태로 CVC를 운영해왔다. 지주회사는 CVC를 통해 단순 지분투자와 투자수익을 추구하기보다는 계열사와의 시너지, 사업 포트폴리오 강화를 위한 투자를 단행할 가능성이 높다. 즉, CVC의 투자 포트폴리오를 통해 그룹사의 미래 포트폴리오와 사업 방향성을 확인할 수 있을 것이다. 또한, 스타트업에서 자회사 편입, IPO 등을 통한 NAV 확대로도 이어질 수 있다는 점에서 긍정적이다.

표4 국내 주요 그룹사 CVC

구분	그룹명	CVC
지주	롯데	롯데엑셀러레이터
	코오롱	코오롱인베스트먼트
	CJ	타임와이즈인베스트먼트
	LG	LG테크놀로지벤처스
	신세계	시그나이트파트너스
비지주	삼성	삼성벤처투자
	KT	KT인베스트먼트
	포스코	포스코기술투자
	두산	네오플럭스
	네이버	스프링캠프
	카카오	카카오벤처스

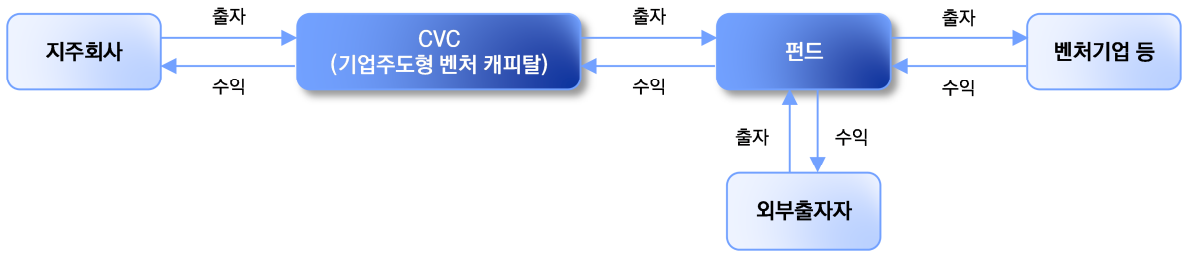
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 공정거래법 개정안 주요 내용

주요내용	현행	개정안
지주회사 지분율 요건 강화	자 · 손자회사 지분율 상장 20%, 비상장 40%	자 · 손자회사 지분율 상장 30%, 비상장 50% 신규 설립, 전환 지주회사에만 적용
사익편취 규제 강화	총수일가 지분율 상장 30% 이상, 비상장 20% 이상인 회사	총수일가 등 특수관계인의 지분율 20% 이상인 회사
CVC 보유 허용	보유 불가	제한적 허용

자료: 국가법령정보센터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 CVC 개념도



자료: 공정거래위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 일반지주회사의 CVC 관련 규정

항목	내용
CVC설립·운용	CVC는 지주회사가 지분 100% 보유 자회사로 설립 CVC 차입 규모 제한(자기자본의 200%) 투자 행위만 허용, 타 금융업 금지
자금조달 · 투자 등	투자조합별 40% 이내에서 외부자금 출자 허용 CVC 총자산(펀드 출자금액 포함)의 20% 이내 해외투자 허용 소속 기업집단 총수일가 지분보유 기업에 투자금지 등
모니터링	CVC 출자자현황, 투자내역 등 공정위 보고
기타	투자 중소벤처기업의 대기업집단 편입유예기간 확대(7년→10년)

자료: 공정거래위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

SK (034730)	30
LG (003550)	43
CJ (001040)	52
한화 (000880)	59

Universe

종목명	투자판단	목표주가
SK	Buy (신규)	375,000 원(신규)
LG	Buy (신규)	130,000 원(신규)
CJ	Buy (신규)	140,000 원(신규)
한화	Buy (신규)	41,000 원(신규)

SK (034730)

2021. 7. 6 | 지주

Analyst 이승웅
02. 3779-8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

완벽한 스토리를 보유한 지주회사

Buy (Initiate)

목표주가 375,000 원
현재주가 277,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

진화를 거듭하는 지주회사

동사는 국내 유일무이한 투자형 지주회사로 기존의 사업 포트폴리오를 유지하는데 그치지 않고 Seeding에서 Growth 그리고 Core로 이어지는 투자 포트폴리오 체계를 구축하고 관리해왔다. 최근에는 ESG에 초점을 맞춰 첨단소재(배터리, 반도체), Green(수소 밸류체인, 환경 Solution), 바이오(혁신신약, CDMO, CNS), 디지털(AI/DX, Platform) 중심의 포트폴리오 재편을 추진 중이다. 동사의 포트폴리오 재편은 단순히 사업 영역을 확대하는 것보다는 기존 사업과 계열사와 연관돼 이해도가 높은 분야로 확장함으로써 투자에 대한 성공 확률을 높이고 SK그룹만의 파이낸셜 스토리를 풀어나간다.

자회사 지분가치 상승 지속될 전망

동사는 자회사 IPO에 따른 NAV 상승과 주주환원 강화에 따른 할인율 축소로 이어지며 주가 상승이 기대된다. 동사의 배당 정책은 일반배당과 특별배당으로 이루어진다. 일반배당은 자회사로부터 발생하는 배당 수익의 30% 이상을 원칙으로 한다. 특별배당의 경우 동사는 투자전문 지주회사로써 자회사의 IPO, 투자자산 매각 등 투자 수익을 주주와 함께 나누는 것이다. SK는 사업 포트폴리오 재편을 위한 재원으로 2025년까지 46조원의 재원을 확보할 계획이다. Legacy 비중 축소로 16조원, Harvest 20조원, 외부펀딩 10조원으로 조달할 계획이다. 조달 계획 중 가장 비중이 큰 Harvest는 비상장 자회사의 IPO와 투자자산 매각을 통한 조달이다. 따라서 자회사의 IPO가 이어질 것으로 기대된다. 3Q21 SK리츠를 시작으로 SK팜테코, SK실트론, SK에코플랜트 등 유망 자회사들이 IPO를 차례로 준비하고 있는 것으로 파악된다. 동사 투자가치 상승뿐만 아니라 주주환원 강화로도 이어지는 만큼 동사 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 375,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 375,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업가치 5.3조원에 자회사 지분가치 35.6조원을 합산해 산출했다. 올해 하반기부터 23년까지 이어지는 주요 자회사의 IPO, 그린에너지 투자, 자회사의 실적 턴어라운드를 고려하면 NAV 증가와 할인율 축소가 동시에 가능할 것으로 전망하며 지주업종 내 최선호주로 제시한다.

Stock Data

KOSPI(7/5)		3,293.21 pt
시가총액		194,898 억원
발행주식수		70,360 천주
52 주 최저가 / 최고가		182,500/355,000 원
90 일 일평균거래대금		675 억원
외국인 지분율		20.3%
배당수익률(21.12E)		2.5%
BPS(21.12E)		274,751 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.0%
	6 개월	0.0%
	12 개월	-51.2%
주주구성	최태원 (외 34 인)	28.5%
	자사주 (외 1 인)	25.7%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	97,812	3,736	2,836	1,606	13,652	-66.1	11,335	19.2	4.9	1.1	4.3
2020	81,820	-164	-28	-108	3,544	-74.0	7,820	67.9	7.4	1.0	1.1
2021E	91,484	4,738	4,346	2,972	24,945	603.8	13,369	11.1	4.6	1.0	7.1
2022E	96,722	4,203	3,885	2,719	23,318	-6.5	12,846	11.8	4.8	1.0	6.1
2023E	101,625	4,721	4,396	3,077	26,395	13.2	13,370	10.5	4.6	0.9	6.6

자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

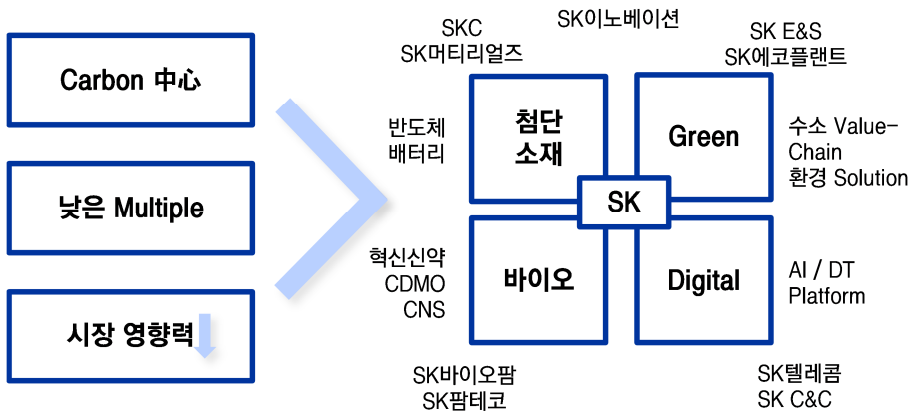
진화를 거듭하는 지주회사

동사는 국내 유일무이한 투자형 지주회사로 기존의 사업 포트폴리오를 유지하는데 그치지 않고 Deep Change(근본적인 혁신)와 DBL(Double Bottom Line)의 경영 철학을 바탕으로 Seeding에서 Growth 그리고 Core로 이어지는 투자 포트폴리오 체계를 구축하고 관리해왔다. 최근에는 첨단소재(배터리, 반도체), 그린에너지(수소 밸류체인, 환경 Solution), 바이오(혁신신약, CDMO, CNS), 디지털(AI/DX, Platform) 중심으로의 포트폴리오 재편을 추진 중이다. 동사의 포트폴리오 재편은 단순히 사업 영역을 확대하는 것보다는 기존 사업과 계열사와 연관돼 이해도가 높은 분야로 확장함으로써 투자에 대한 성공 확률을 높이고 SK그룹만의 파이낸셜 스토리를 풀어나간다.

그림33 SK 투자 포트폴리오 관리 체계

자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

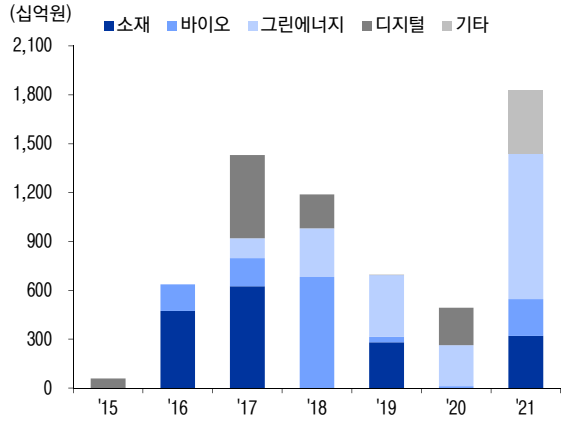
그림34 SK의 사업 포트폴리오 재편



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

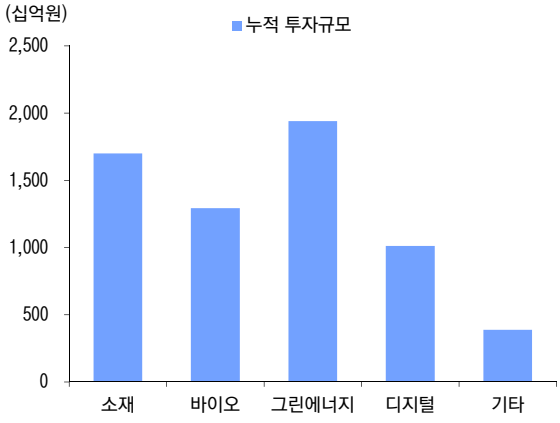
동사의 파이낸셜 스토리는 이제 ESG로 초점이 맞춰지고 있다. 동사는 첨단소재, 그린에너지, 바이오, 디지털 4대 핵심 분야로 ESG First 투자 포트폴리오 재편을 추진 중이다. 15년 이후 첨단소재와 모빌리티 분야에 집중되었던 투자는 20년 이후 그린에너지와 사회적 가치 확산을 위한 분야를 중심으로 이루어지고 있다. 눈에 띄는 분야는 단연 수소이다. 21년 1월 SK E&S와 Plug Power에 8,000억원을 투자해 지분 약 10%를 확보하며 최대주주로 올라섰으며 6월에는 친환경 청록수소 생산 기술을 보유한 Monolith 지분을 일부 인수했다. 17년 1,200억원에 불과했던 그린에너지분야의 투자규모는 1Q21말 1.9조원까지 확대됐다. SK그룹은 20년 말 수소사업의 전담조직인 수소사업추진단을 출범했으며 2025년까지 18.5조원을 투자해 수소의 생산-유통-공급으로 이어지는 Value Chain을 구축할 계획으로 그린에너지분야에 대한 투자는 계속해서 확대될 전망이다.

그림35 최근 그린에너지 분야 투자 증가



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 15년 이후 분야별 누적 투자 규모



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

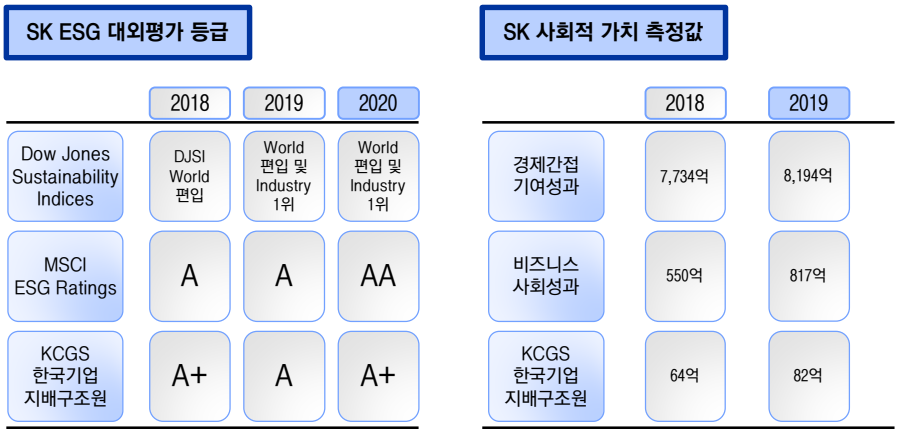
표7 20년 이후 SK의 투자 포트폴리오는 변화 중

영역	기업명	사업	국가	투자시기	투자규모(십억원)
그린에너지	**Belstar Superfreeze**	**콜드체인 물류**	**미국**	**20.03**	**25.2**
	Energy Solution Holdings	**친환경에너지**	**미국**	**20.08**	**36.4**
	PlugPower	**수소연료전지**	**미국**	**21.01**	**800**
	Monolith	**청록수소**	**미국**	**21.06**	**비공개**
첨단소재	SK머티리얼즈	반도체용 특수가스	국내	16.02	473.3
	SK실트론	반도체 웨이퍼	국내	17.08	622.6
	Solid Energy Sistems	전고체배터리	미국	18.11	28.5
	Wason	동박	중국	18.12	270.0
	Kinestral Technologies	스마트글라스	미국	19.01	8.4
	예스파워테크닉스	**SiC 전력반도체**	**국내**	**21.01**	**26.8**
바이오	SK바이오팜	신약개발	국내	20.07 상장	-
	SK바이오텍	CMO	국내	15.04 설립	-
	GenEdit	유전자치료제	미국	18.02	1.5
	Harbour BioMed	항체신약개발	중국	19.10	6.0
	스탠다임	AI 신약개발	국내	19.11	9.4
	Hummingbird Bioscience	**항체신약개발 플랫폼**	**싱가포르**	**20.05**	**7.4**
	Yposkesi	**유전자치료제 CMO**	**프랑스**	**21.03**	**비공개**
디지털	쏘카	차량공유	국내	16.01	58.9
	에스엠코어	스마트팩토리	국내	17.01	39.4
	Turo	차량공유	미국	17.07	39.6
	Grab	차량공유	동남아	18.03	81.0
	Sino Glow	물류	중국	18.04	5.3
	베가스	빅데이터 분석	국내	18.05	5.0
	티라유텍	스마트팩토리	국내	18.07	4.2
	아크릴	AI, 딥러닝	국내	18.08	2.5
	에비드넷	의료데이터	국내	18.09	3.0
	LVIS	뇌회로 분석	미국	18.11	3.4
	GenEdit	유전자가위	미국	18.12	1.5
	Otonomo Technologies	자동차 빅데이터	이스라엘	18.12	11.2
	Visible Patient	AI기반 3D 환자정보 분석	프랑스	19.05	2.9
	클루커스	클라우드 관리	국내	19.10	6.5
	피유엠피	공유킥보드	국내	19.11	3.0
	ENUMA	**에듀테크**	**국내**	**20.02**	**3.6**
	투라인코드	**클라우드, 빅데이터/AI**	**국내**	**20.02**	**2.5**
	테스트웍스	**AI 데이터 가공**	**국내**	**20.11**	**2.0**
	토도웍스	**전동휠체어**	**국내**	**21.03**	**2.0**
	더웨이브톡	**IoT센서**	**국내**	**21.03**	**2.0**

자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

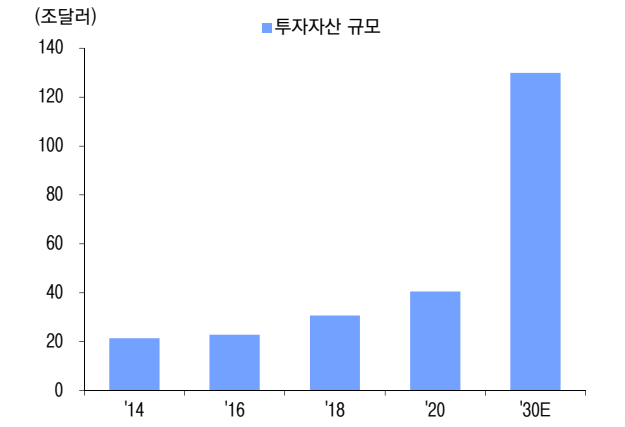
ESG 투자가 글로벌 주요 트렌드로 자리잡기 시작한 상황에서 동사는 DJSI World 편입과 Industry 1위, MSCI AA등급, KCGS A+ 등 국내외 ESG 평가기관으로부터 우수한 등급을 확보하며 ESG 트렌드의 선도하고 있다. 국민연금을 포함한 국내 기관의 ESG 투자 비중 확대가 예고되고 있다는 점을 감안한다면 ESG 투자 확대에 따른 수혜가 예상된다.

그림37 SK의 ESG 대외평가 등급 및 사회적가치



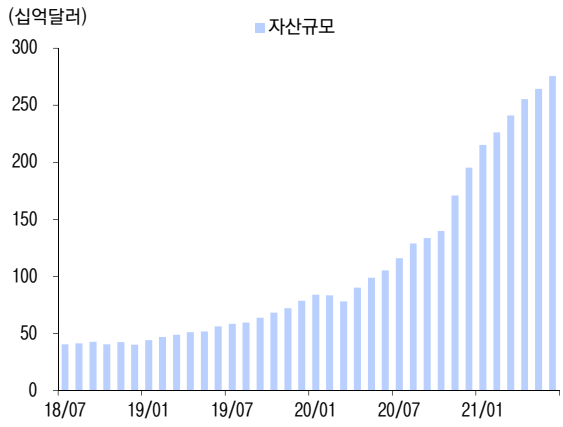
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 글로벌 ESG 투자자산 규모 추이 및 전망



자료: GSIA, 도이치뱅크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 글로벌 ESG 관련 ETF 자산규모 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

자회사 지분가치 상승 지속될 전망,

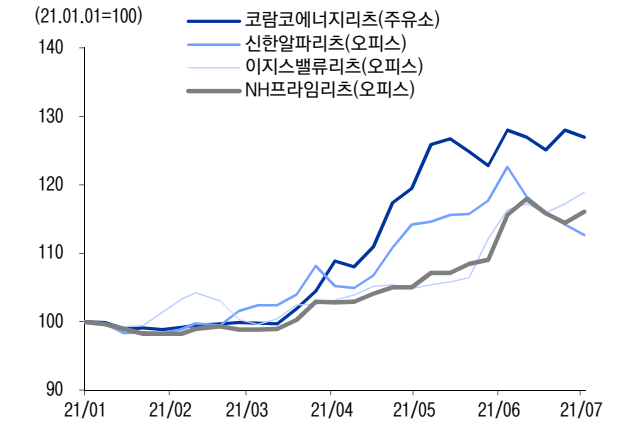
동사는 자회사 IPO에 따른 NAV 상승과 주주환원 강화에 따른 할인율 축소로 이어지며 주가 상승이 기대된다. 동사의 배당 정책은 일반배당과 특별배당으로 이루어진다. 일반배당은 자회사로부터 발생하는 배당 수익의 30% 이상을 원칙으로 한다. 특별배당의 경우 동사는 투자전문 지주회사로써 자회사의 IPO, 투자자산 매각 등 투자 수익을 주주와 함께 나누는 것이다. SK는 사업 포트폴리오 재편을 위한 재원으로 2025년까지 46조원의 재원을 확보할 계획이다. Legacy 비중 축소로 16조원, Harvest 20조원, 외부펀딩 10조원으로 조달할 계획이다. 조달 계획 중 가장 비중이 큰 Harvest는 비상장 자회사의 IPO와 투자자산 매각을 통한 조달이다. 따라서 자회사의 IPO가 이어질 것으로 기대된다. 3Q21 SK리츠를 시작으로 SK팜테코, SK실트론, SK에코플랜트 등 유망 자회사들이 IPO를 차례로 준비하고 있는 것으로 파악된다. 동사 투자가치 상승뿐만 아니라 주주환원 강화로도 이어지는 만큼 동사 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.

표8 3Q21 SK 리츠 상장 예정

SK리츠 개요	
운용사	SK리츠운용
상장예정시기	3Q21
SK 출자액	3,873억원
자산규모	약 1.9조원
편입자산	SK서린빌딩(오피스), SK에너지주유소(주유소)
투자유치	Pre-IPO 1,550억원, 공모규모 2,000-3,000억원 예상
배당	분기배당 실시 예정, 예상 배당수익률 5.5%

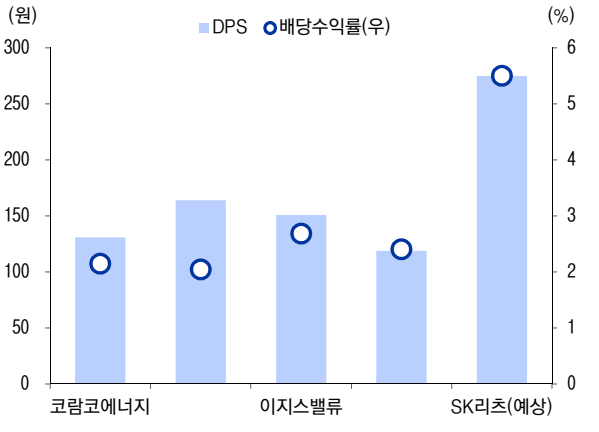
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 국내 주요 리츠 수익률 추이



자료: 각 사, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 국내 주요 리츠 배당수익률(최근 사업연도 기준)

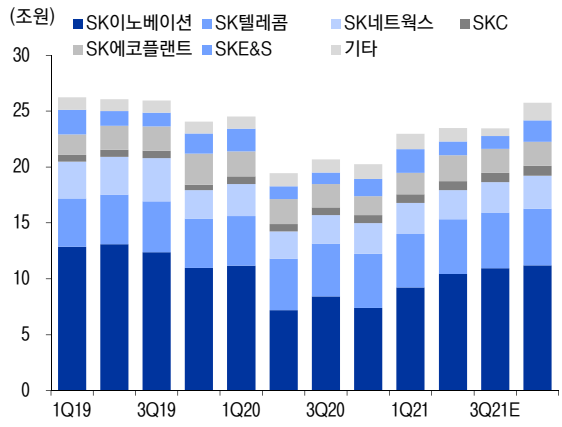


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

21년 실적 턴어라운드 전망

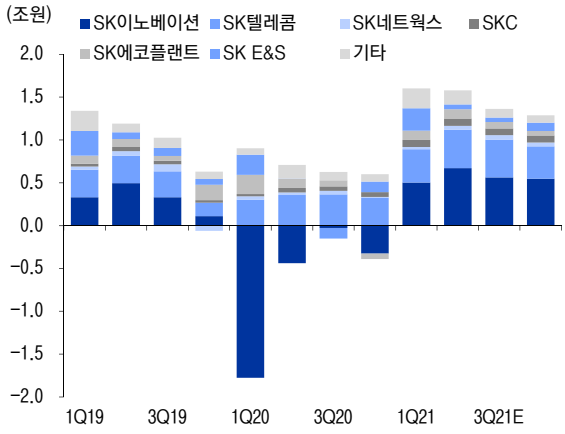
21년 연결 매출액은 91.5조원(+11.8% yoy), 연결 영업이익은 4.7조원(흑전 yoy)로 실적 턴어라운드가 예상된다. 매출액의 두 자릿수 증가는 연결 자회사의 실적 호전에 기인한다. 특히 20년 동사의 연결 실적 부진의 원인이었던 SK이노베이션의 실적이 매출액 41.8조원(+22.4% yoy), 영업이익 2.3조원(흑전 yoy)으로 회복세를 보이며 실적 호전에 가장 크게 기여할 것이다. SK텔레콤 역시 비용 절감에 우호적인 환경이 지속되고 있어 21년 두 자릿수 영업이익 증가가 예상돼 SK이노베이션과 함께 동사의 연결 실적 턴어라운드를 견인할 전망이다. SK E&S는 1H21 Dubai 원유가격이 60-70달러로 높은 수준이었다는 점을 감안한다면 2H21 SMP 가격 상승이 예상돼 양호한 실적을 기록할 전망이다.

그림42 SK 주요 자회사 매출액 추이 및 전망



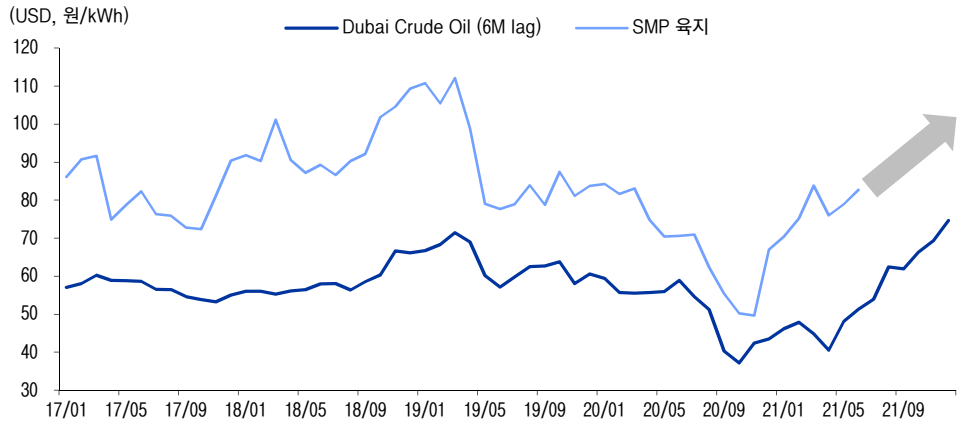
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 SK 주요 자회사 영업이익 추이



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 SMP 가격 및 Dubai Crude Oil 가격 비교



자료: EPSIS, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 SK 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	**23,726**	**18,777**	**19,957**	**19,360**	**22,250**	**22,303**	**22,415**	**24,516**	**99,265**	**81,820**	**91,484**
SK 별도	1,445	498	988	543	898	533	596	634	3,246	3,474	2,662
투자부문	1,022	53	538	61	451	66	124	128	1,404	1,674	770
C&C	423	445	450	482	446	467	472	506	1,842	1,800	1,892
연결 자회사	24,510	19,449	20,674	20,248	22,957	23,480	23,468	25,753	102,275	84,881	95,658
영업이익	**-923**	**189**	**452**	**117**	**1,545**	**1,174**	**1,073**	**946**	**3,950**	**-164**	**4,738**
SK 별도	1,052	44	533	29	489	69	119	43	1,481	1,658	721
연결 자회사	-874	269	477	212	1,601	1,579	1,363	1,290	4,129	83	5,832
세전이익	-1,134	380	924	-197	928	1,389	1,677	352	2,836	-28	4,346
순이익	-833	118	927	-319	580	972	1,174	246	1,606	-108	2,972
지배주주순이익	-188	11	508	-141	232	438	528	111	717	189	1,309
YoY %											
매출액	***-7.1***	***-25.3***	***-20.0***	***-18.0***	***-6.2***	***18.8***	***12.3***	***26.6***	***-2.2***	***-17.6***	***11.8***
SK 별도	*-3.8*	*-17.7*	*72.9*	*-4.2*	*-37.9*	*7.1*	*-39.7*	*16.9*	*21.4*	*7.0*	*-23.4*
투자부문	*-8.2*	*-33.0*	*280.1*	*-12.2*	*-55.8*	*24.5*	*-76.9*	*111.0*	*-58.8*	*19.3*	*-54.0*
C&C	*8.7*	*-15.3*	*4.6*	*-3.0*	*5.5*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*9.6*	*-2.3*	*5.1*
연결 자회사	*-6.6*	*-25.3*	*-20.3*	*-15.8*	*-6.3*	*20.7*	*13.5*	*27.2*	*-3.2*	*-17.0*	*12.7*
영업이익	***적전***	***-83.8***	***-55.0***	***-76.4***	***흑전***	***521.1***	***137.2***	***710.3***	***-15.7***	***적전***	***흑전***
SK 별도	*-6.0*	*-75.4*	*273.1*	*-26.4*	*-53.5*	*56.3*	*-77.6*	*47.8*	*39.6*	*12.0*	*-56.5*
연결 자회사	*적전*	*-77.5*	*-53.5*	*-62.9*	*흑전*	*487.1*	*185.7*	*509.4*	*-15.6*	*-98.0*	*6,888.5*
세전이익	*적전*	*-56.7*	*-19.9*	*적지*	*흑전*	*265.8*	*81.5*	*흑전*	*-62.5*	*적전*	*흑전*
순이익	*적전*	*-75.8*	*7.6*	*적지*	*흑전*	*726.9*	*26.6*	*흑전*	*-73.9*	*적전*	*흑전*
지배주주순이익	*적전*	*-90.5*	*11.8*	*적지*	*흑전*	*3,827.0*	*4.0*	*흑전*	*-68.2*	*-73.6*	*591.1*
Margin %											
영업이익률	***-3.9***	***1.0***	***2.3***	***0.6***	***6.9***	***5.3***	***4.8***	***3.9***	***4.0***	***-0.2***	***5.2***
SK 별도	*72.8*	*8.8*	*53.9*	*5.4*	*54.5*	*12.9*	*20.0*	*6.8*	*45.6*	*47.7*	*27.1*
연결 자회사	*-3.6*	*1.4*	*2.3*	*1.0*	*7.0*	*6.7*	*5.8*	*5.0*	*4.0*	*0.1*	*6.1*
세전이익률	*-4.8*	*2.0*	*4.6*	*-1.0*	*4.2*	*6.2*	*7.5*	*1.4*	*2.9*	*0.0*	*4.8*
순이익률	*-3.5*	*0.6*	*4.6*	*-1.7*	*2.6*	*4.4*	*5.2*	*1.0*	*1.6*	*-0.1*	*3.2*

자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 SK 주요 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액											
SK이노베이션	11,163	7,200	8,419	7,383	9,240	10,426	10,941	11,202	49,307	34,165	41,809
SK텔레콤	4,450	4,603	4,731	4,841	4,780	4,905	4,989	5,075	17,741	18,625	19,749
SK네트웍스	2,875	2,434	2,561	2,757	2,754	2,587	2,713	2,952	13,054	10,626	11,005
SKC	661	652	676	712	785	827	841	889	2,361	2,702	3,342
SK건설	2,257	2,240	2,093	1,685	1,915	2,307	2,155	2,145	8,955	8,274	8,523
SK E&S	2,020	1,137	1,027	1,566	2,112	1,220	1,139	1,924	6,562	5,750	6,396
영업이익											
SK이노베이션	-1,776	-440	-28	-325	503	673	564	548	1,269	-2,569	2,289
SK텔레콤	301	358	364	326	389	448	439	378	1,104	1,349	1,654
SK네트웍스	41	30	44	9	26	42	54	46	109	124	169
SKC	27	53	53	58	82	86	79	81	155	191	328
SK건설	223	105	71	-64	110	108	73	53	421	334	344
SK E&S	238	3	-122	123	259	56	55	95	526	241	465
OPM %											
SK이노베이션	*-15.9*	*-6.1*	*-0.3*	*-4.4*	*5.4*	*6.5*	*5.2*	*4.9*	*2.6*	*-7.5*	*5.5*
SK텔레콤	*6.8*	*7.8*	*7.7*	*6.7*	*8.1*	*9.1*	*8.8*	*7.4*	*6.2*	*7.2*	*8.4*
SK네트웍스	*1.4*	*1.2*	*1.7*	*0.3*	*1.0*	*1.6*	*2.0*	*1.6*	*0.8*	*1.2*	*1.5*
SKC	*4.2*	*8.1*	*7.8*	*8.2*	*10.4*	*10.4*	*9.4*	*9.1*	*6.6*	*7.1*	*9.8*
SK건설	*9.9*	*4.7*	*3.4*	*-3.8*	*5.8*	*4.7*	*3.4*	*2.5*	*4.7*	*4.0*	*4.0*
SK E&S	*11.8*	*0.2*	*-11.8*	*7.8*	*12.3*	*4.6*	*4.8*	*5.0*	*8.0*	*4.2*	*7.3*

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 375,000원으로 커버리지 개시

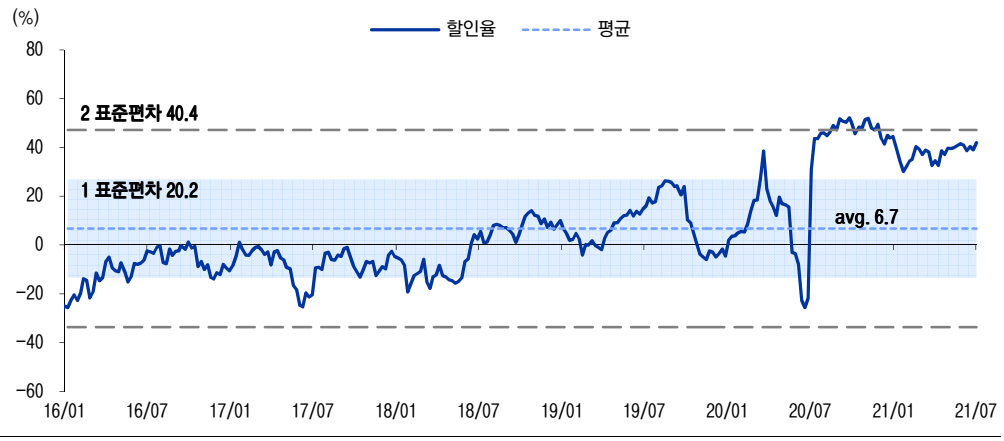
동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 375,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업가치 5.3조원에 자회사 지분가치 35.6조원을 합산해 산출했다. 올해 하반기부터 23년까지 이어지는 주요 자회사의 IPO, 그린에너지 투자 그리고 자회사의 실적 턴어라운드를 고려하면 NAV 증가와 할인율 축소가 동시에 가능할 것으로 전망하며 지주업종 내 최선호주로 제시한다.

표11 SK 목표주가 산정

(십억원, x, %)		기업가치	지분율	비고
영업가치		**5,262**		
IT서비스(C&C)		2,408		EV/EBITDA 8x 적용
브랜드사용수익		2,854		21년 예상 10x 적용
지분가치		**35,628**		
상장사	SK이노베이션	8,429	33.4	최근 3개월 평균 시가총액
	SK텔레콤	6,362	26.8	
	SK네트웍스	558	39.1	
	SKC	2,145	40.6	
	SK머티리얼즈	1,712	49.1	
	SK바이오팜	5,758	64.0	
	에스엠코어	41	26.6	
	티라유텍	12	13.8	
비상장사	SK E&S	2,600	90.0	장부가
	SK건설	1,266	44.5	장외 시가총액 기준
	SK실트론	623	51.0	장부가
	기타	6,123		
영업가치 및 지분가치 합계		**40,890**		
순차입금		7,036	1Q21 별도 기준	
NAV		**33,854**		
상장 자회사 할인율		30%		
적정 기업가치		**26,348**		
발행 주식수(백만주)		70.4		
적정 주가(원)		374,479		
목표 주가(원)		**375,000**	**상승여력 +35.4%**	

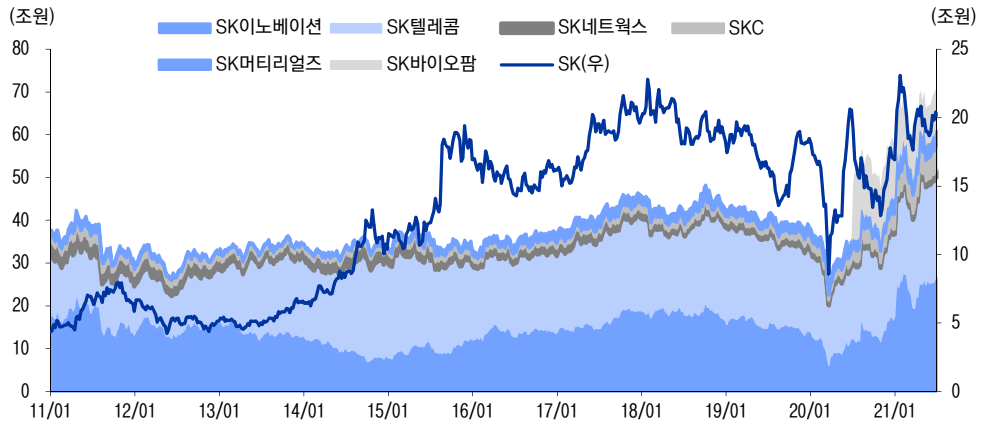
자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 SK NAV 할인율 추이



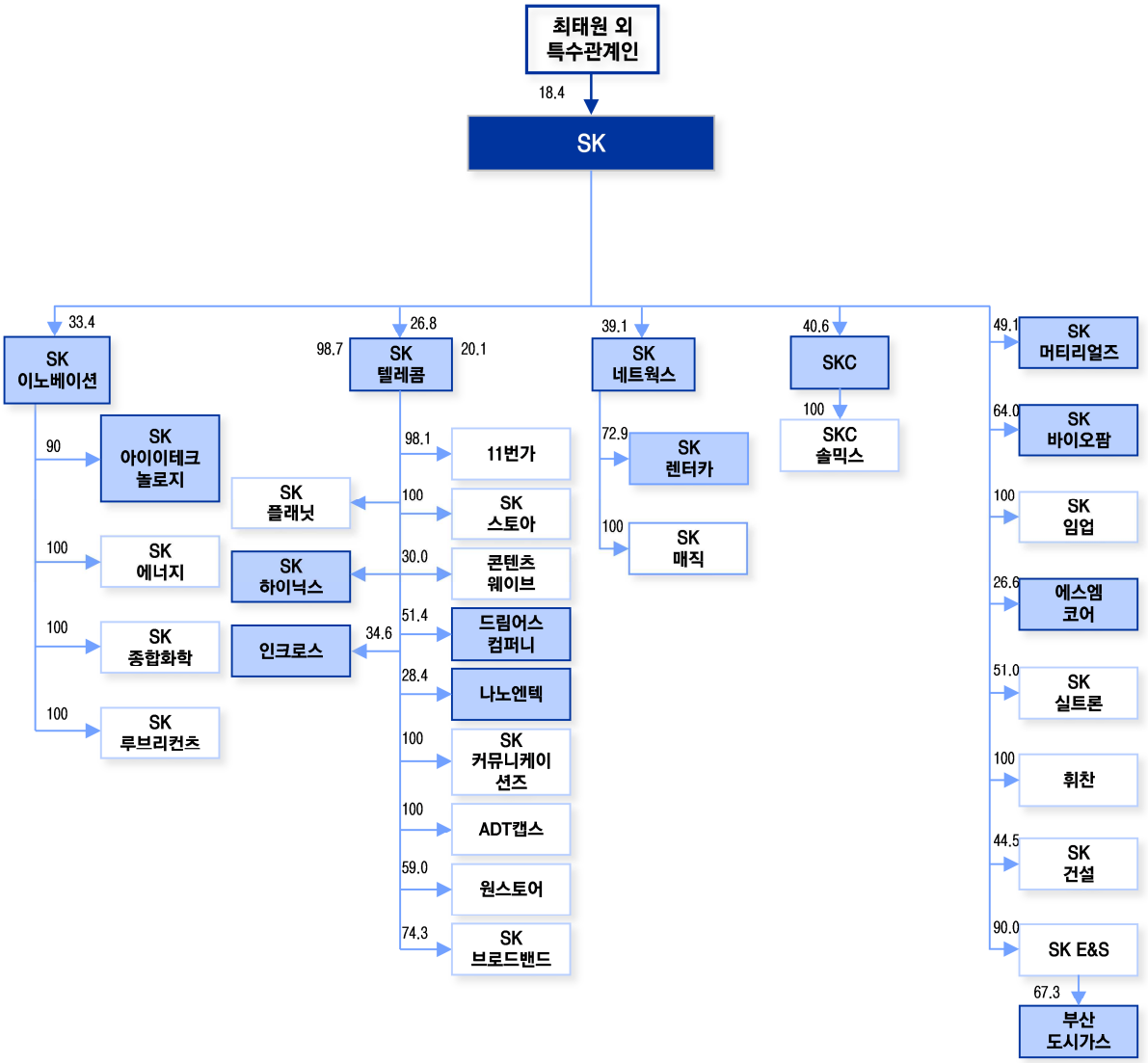
자료: SK, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 SK 주요 계열사 시가총액 추이



자료: 각 사, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 SK 지배구조



자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

SK (034730)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	40,015	38,052	43,123	44,392	45,335
현금 및 현금성자산	7,982	10,097	12,576	12,338	11,846
매출채권 및 기타채권	12,290	10,503	11,822	12,465	13,053
재고자산	9,138	6,179	7,508	7,917	8,290
기타유동자산	10,605	11,273	11,217	11,672	12,146
비유동자산	92,596	99,586	103,351	104,429	105,960
관계기업투자등	23,847	24,177	27,503	28,619	29,781
유형자산	42,828	45,911	47,961	48,537	49,393
무형자산	14,666	16,660	15,436	14,316	13,302
자산총계	**132,611**	**137,638**	**146,474**	**148,821**	**151,294**
유동부채	35,627	37,213	39,921	41,141	42,314
매입채무 및 기타재무	12,771	11,789	13,815	14,567	15,254
단기금융부채	13,203	14,760	14,584	14,584	14,584
기타유동부채	9,654	10,664	11,522	11,990	12,477
비유동부채	44,808	48,566	52,410	52,684	52,970
장기금융부채	36,044	41,021	44,147	44,147	44,147
기타비유동부채	8,764	7,545	8,263	8,537	8,822
부채총계	**80,435**	**85,778**	**92,331**	**93,825**	**95,284**
지배주주지분	16,684	17,435	19,487	20,341	21,355
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,886	7,062	8,131	8,131	8,131
이익잉여금	12,557	12,497	13,480	14,333	15,348
비지배주주지분(연결)	35,492	34,425	34,655	34,655	34,655
자본총계	**52,176**	**51,860**	**54,142**	**54,996**	**56,010**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**97,812**	**81,820**	**91,484**	**96,722**	**101,625**
매출원가	89,026	76,477	82,360	88,017	92,479
매출총이익	**8,786**	**5,343**	**9,124**	**8,705**	**9,146**
판매비 및 관리비	5,050	5,507	4,386	4,502	4,425
영업이익	**3,736**	**-164**	**4,738**	**4,203**	**4,721**
(EBITDA)	11,335	7,820	13,369	12,846	13,370
금융손익	-1,274	-1,108	-1,297	-1,170	-1,161
이자비용	1,384	1,398	1,381	1,389	1,389
관계기업등 투자손익	939	2,154	2,449	2,449	2,449
기타영업외손익	-565	-909	-1,544	-1,597	-1,613
세전계속사업이익	**2,836**	**-28**	**4,346**	**3,885**	**4,396**
계속사업법인세비용	1,006	260	1,455	1,165	1,319
계속사업이익	1,829	-288	2,891	2,719	3,077
중단사업이익	-223	180	81	0	0
당기순이익	**1,606**	**-108**	**2,972**	**2,719**	**3,077**
지배주주	717	189	1,309	1,224	1,385
총포괄이익	**1,881**	**-473**	**2,972**	**2,719**	**3,077**
매출총이익률 (%)	9.0	6.5	10.0	9.0	9.0
영업이익률 (%)	3.8	-0.2	5.2	4.3	4.6
EBITDA 마진률 (%)	11.6	9.6	14.6	13.3	13.2
당기순이익률 (%)	1.6	-0.1	3.2	2.8	3.0
ROA (%)	0.6	0.1	0.9	0.8	0.9
ROE (%)	4.3	1.1	7.1	6.1	6.6
ROIC (%)	4.0	-0.2	4.6	4.3	4.9

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**7,979**	**9,695**	**5,894**	**7,591**	**7,803**
당기순이익(손실)	1,606	-108	2,972	2,719	3,077
비현금수익비용가감	9,977	8,505	4,911	4,973	4,793
유형자산감가상각비	6,066	6,350	7,050	7,162	7,274
무형자산상각비	1,532	1,635	1,581	1,481	1,375
기타현금수익비용	-739	-2,100	-3,720	-3,670	-3,856
영업활동 자산부채변동	-1,407	3,520	827	-102	-68
매출채권 감소(증가)	179	1,187	215	-644	-588
재고자산 감소(증가)	54	2,975	-59	-409	-373
매입채무 증가(감소)	-158	-1,711	528	752	687
기타자산, 부채변동	-1,481	1,069	144	199	207
투자활동 현금	**-10,687**	**-10,419**	**-5,283**	**-7,459**	**-7,925**
유형자산처분(취득)	-7,654	-8,905	-7,370	-7,738	-8,130
무형자산 감소(증가)	-546	-435	-354	-361	-361
투자자산 감소(증가)	35	31	947	1,146	1,093
기타투자활동	-2,521	-1,109	1,494	-506	-526
재무활동 현금	**3,868**	**3,244**	**0**	**-370**	**-370**
차입금의 증가(감소)	4,817	4,156	3,086	0	0
자본의 증가(감소)	-1,816	-1,212	-370	-370	-370
배당금의 지급	1,816	1,212	370	370	370
기타재무활동	867	299	-2,716	0	0
현금의 증가	**1,199**	**2,115**	**2,479**	**-238**	**-492**
기초현금	6,783	7,982	10,097	12,576	12,338
기말현금	7,982	10,097	12,576	12,338	11,846

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	19.2	67.9	11.1	11.8	10.5
P/B	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.9	7.4	4.6	4.8	4.6
P/CF	1.6	2.0	2.5	2.5	2.5
배당수익률 (%)	1.9	2.9	2.5	2.5	2.5
성장성 (%)					
매출액	-2.3	-16.3	11.8	5.7	5.1
영업이익	-20.2	적전	흑전	-11.3	12.3
세전이익	-62.5	적전	흑전	-10.6	13.2
당기순이익	-73.9	적전	흑전	-8.5	13.2
EPS	-66.1	-74.0	603.8	-6.5	13.2
안정성 (%)					
부채비율	154.2	165.4	170.5	170.6	170.1
유동비율	112.3	102.3	108.0	107.9	107.1
순차입금/자기자본(x)	71.2	78.4	76.8	75.7	74.8
영업이익/금융비용(x)	2.7	-0.1	3.4	3.0	3.4
총차입금 (십억원)	49,246	55,781	58,731	58,731	58,731
순차입금 (십억원)	37,131	40,670	41,571	41,623	41,921
주당지표(원)					
EPS	13,652	3,544	24,945	23,318	26,395
BPS	235,226	245,819	274,751	286,786	301,089
CFPS	164,622	119,331	112,038	108,454	110,964
DPS	5,000	7,000	7,000	7,000	7,000

자료: SK, 이베스트투자증권 리서치센터

LG (003550)

2021. 7. 6 | 지주

Analyst 이승웅
02. 3779-8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

다크호스가 될 것인가

Buy (Initiate)

목표주가 130,000 원
현재주가 100,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

변화하는 LG에 익숙해져라

동사는 자체사업을 보유하지 않은 순수지주회사로써 안정적인 지배구조를 바탕으로 NAV 할인율의 변동폭은 최근 LX 분할기간을 제외하면 장기간 낮은 수준을 유지했다. 이러한 LG가 변하고 있다. 4세 경영체제 이후 그룹차원에서 전략적 우선순위와 미래 성장성을 기준으로 사업 구조조정을 진행했다. 최근 LX를 계열분리하며 그룹 전반에 걸친 사업 포트폴리오 조정을 마무리한 것으로 판단한다. 이제 LG생활건강과 LG유플러스의 캐시카우 사업을 바탕으로 배터리, 전장, OLED 등 신성장 사업에 집중할 전망이다.

보유현금 활용에 주목

1.6조원에 달하는 순현금(별도 기준)을 바탕으로 주주환원 강화와 적극적인 투자에 나설 전망이다. 신성장 사업인 배터리, 전장, OLED를 종합해보면 투자의 방향성은 자연스럽게 모빌리티로 연결된다. 최근 LG를 비롯한 계열사들의 투자를 살펴보면 LG에너지솔루션(배터리셀, BaaS)-LG전자(파워트레인, 헤드램프)-LG유플러스(카인포테인먼트)-LG(모빌리티 플랫폼 투자)로 이어진다. 그동안 LG그룹은 선택과 집중을 바탕으로 사업을 전개해온 만큼 모빌리티 사업 포트폴리오 강화를 위한 적극적인 투자를 이어나갈 것으로 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업가치 2.6조원에 자회사 지분가치 39.4조원을 합산해 산출했다. LX 계열분리에 따른 NAV 감소, 대주주간의 지분정리, LG에너지솔루션 상장 등 불확실성을 감안하더라도 현수준의 NAV 할인율은 과도하다고 판단한다. 또한, 선택과 집중을 통한 사업 포트폴리오조정과 1.6조원에 달하는 순현금을 바탕으로 투자에 나서고 주주환원 정책을 강화할 가능성도 높다. 그동안 이벤트가 부재한 순수지주회사라는 이유로 높은 NAV 할인율을 받았다는 점을 감안하면 지주회사 내 다크호스로 부상할 가능성이 높다고 판단한다.

Stock Data

KOSPI(7/5)		3,293.21 pt
시가총액		157,301 억원
발행주식수		157,301 천주
52 주 최저가 / 최고가		64,048/119,500 원
90 일 일평균거래대금		429 억원
외국인 지분율		33.5%
배당수익률(21.12E)		2.6%
BPS(21.12E)		111,025 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-1.4%
	6 개월	-2.4%
	12 개월	-5.6%
주주구성	구광모 (외 29 인)	45.9%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.0%
	미래에셋자산운용	5.5%

Stock Price

Financial Data

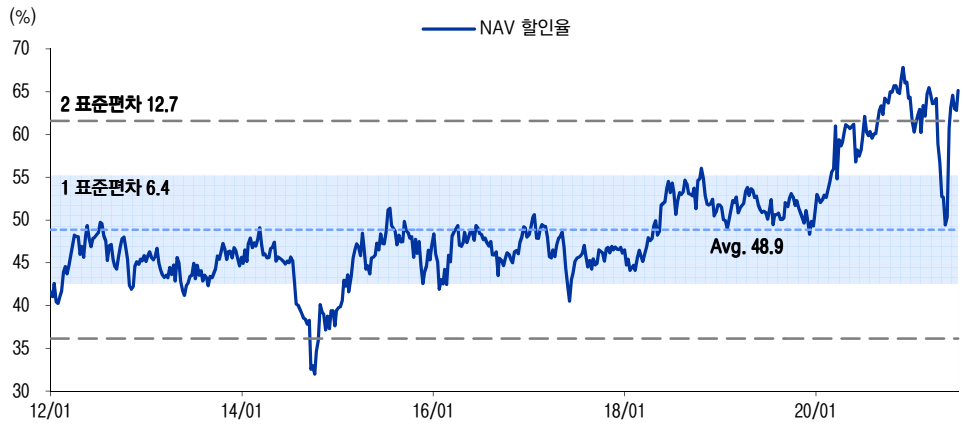
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	6,534	994	981	1,107	5,874	-42.2	1,170	11.9	10.4	0.7	5.9
2020	6,632	1,702	1,754	1,541	7,982	35.9	1,876	10.4	7.3	0.8	7.5
2021E	8,361	3,006	3,119	2,686	14,120	76.9	3,179	7.1	4.1	0.9	12.6
2022E	8,932	3,298	3,381	2,756	14,290	1.2	3,468	7.0	3.1	0.8	12.0
2023E	9,548	3,648	3,733	3,042	15,779	10.4	3,816	6.3	2.2	0.7	12.0

자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

변화하는 LG에 익숙해져라

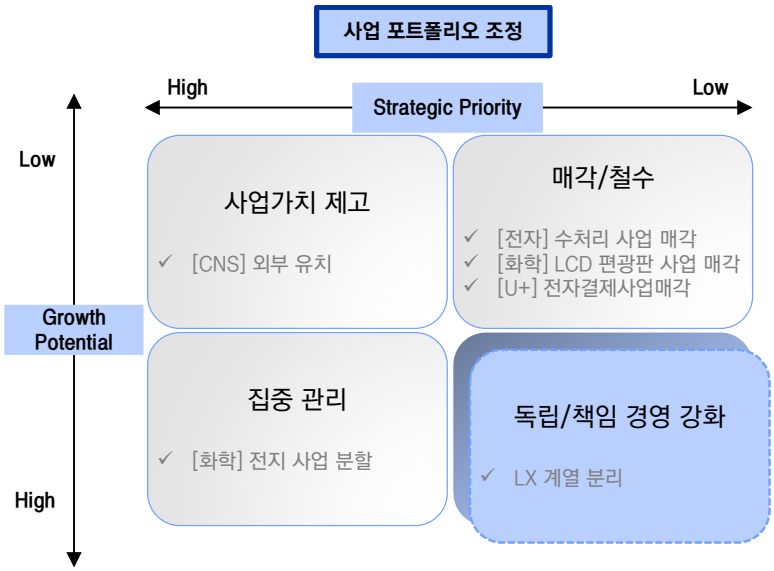
동사는 자체사업을 보유하지 않은 순수지주회사로써 안정적인 지배구조를 바탕으로 NAV 할인율의 변동폭은 최근 LX 분할 기간을 제외하면 장기간 낮은 수준을 유지했다. 이러한 LG가 변하고 있다. 4세 경영 체제 이후 그룹차원에서 전략적 우선순위와 미래 성장성을 기준으로 사업 구조조정을 진행했다. 18년 MRO 사업을 영위하는 서브원(구 LG서브원) 지분 60.1%를, 20년 4월에는 LG CNS 지분 35%를 매각했다. 19년에는 LG퓨얼셀시스템즈를 청산했다. 자회사인 LG전자는 수처리 사업을, LG유플러스는 PG 사업을, LG화학은 LCD 편광판 사업을 매각했으며 최근 LX를 계열분리하며 그룹 전반에 걸친 사업 포트폴리오 조정을 마무리한 것으로 판단한다. 이제 LG생활건강과 LG유플러스의 캐시카우 사업을 바탕으로 배터리, 전장, OLED 등 신성장 사업에 집중할 전망이다.

그림48 LG 할인율 추이



자료: LG, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 LG 그룹 사업 포트폴리오 조정

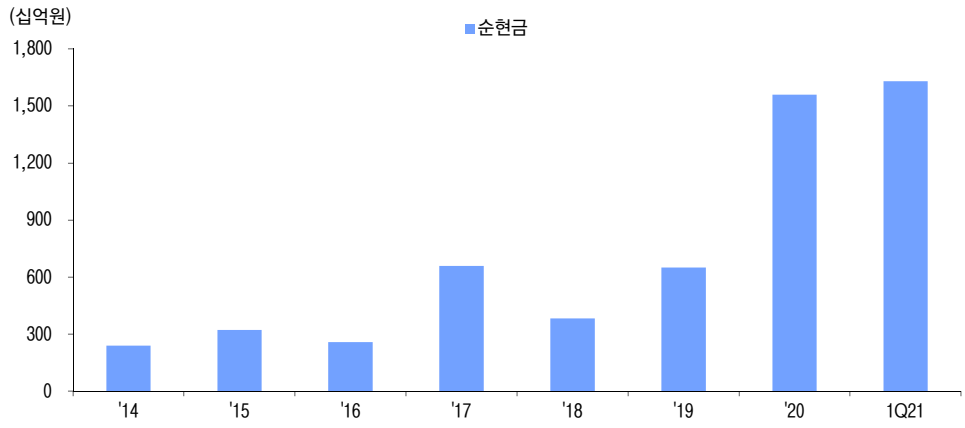


자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터

보유현금 활용에 주목

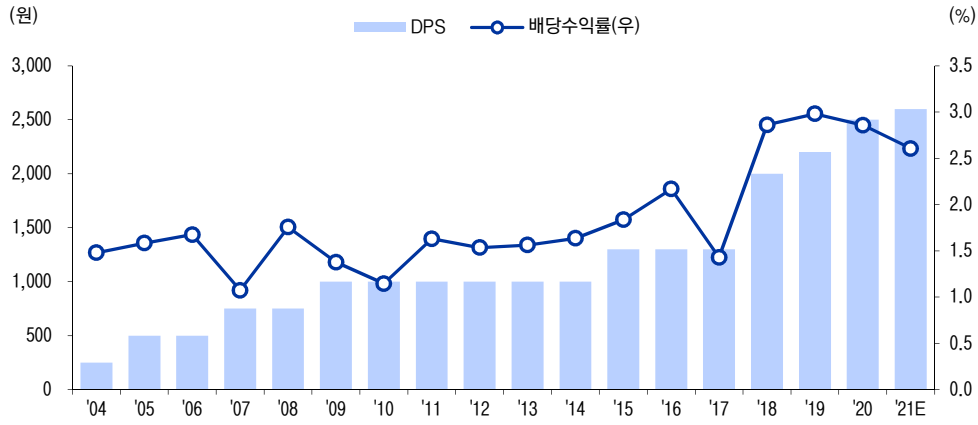
1.6조원에 달하는 순현금(별도 기준)을 바탕으로 주주환원 강화와 적극적인 투자에 나설 전망이다. 신성장 사업인 배터리, 전장, OLED를 종합해보면 투자의 방향성은 자연스럽게 모빌리티로 연결된다. 18년 LG와 LG전자는 차량 헤드램프 기업 ZKW를 인수(LG 30%, LG전자 70%)했고 LG에너지솔루션은 GM과 배터리셀 합작법인을 설립했다. 최근에는 LG전자가 마그나와 JV인 LG마그나 이파워트레인을 설립했다. 지난 7월 1일 LG는 카카오모빌리티에 1,000억원 지분투자를 결정했다. 이는 LG에너지솔루션(배터리셀, BaaS) – LG전자(파워트레인, 헤드램프) – LG유플러스(카인포테인먼트) – LG(모빌리티 플랫폼 투자)로 이어진다. 그동안 LG그룹은 선택과 집중을 바탕으로 사업을 전개해온 만큼 모빌리티 사업 포트폴리오 강화를 위한 적극적인 투자를 이어나갈 것으로 기대된다.

그림50 1Q21 LG 별도 기준 순현금 1.6 조원



자료: LG 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 LG DPS 및 배당수익률 추이



자료: LG 이베스트투자증권 리서치센터

21년 연결 매출액 및 영업이익 두자릿수 성장 전망

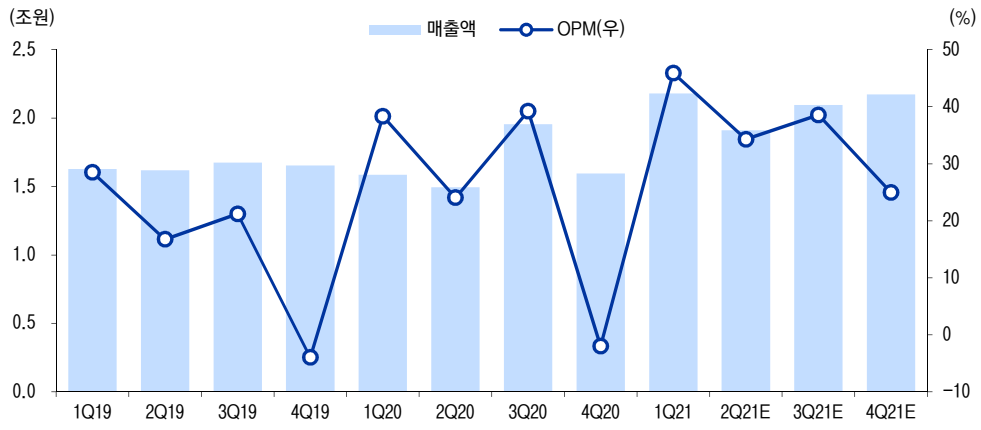
동사의 21년 연결 매출액은 8.4조원(+26.1% yoy). 영업이익은 3.0조원(+77.6% yoy)으로 두 자릿수 성장이 예상된다. 견조한 실적 성장은 연결 자회사와 지분법 인식 자회사의 고른 성장에 기인한다. LG CNS는 클라우드, 빅데이터, AI, 블록체인 등 IT 신기술 매출과 Non-Captive 매출 확대로 영업이익률 개선이 지속되며 성장을 견인할 전망이다. 지분법이익은 주요 자회사인 LG화학, LG전자, LG유플러스 등 수익성 개선으로 2.4조원(+77.6% yoy)을 기록할 전망이다.

표12 LG 연결실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	**1,585**	**1,495**	**1,956**	**1,596**	**2,180**	**1,911**	**2,096**	**2,173**	**6,575**	**6,632**	**8,361**
LG별도	745	96	104	71	597	112	147	119	875	1,016	975
배당금	650	0	0	0	485	0	33	0	476	615	518
상표권사용	63	63	71	74	79	78	80	84	271	271	322
임대수익	32	33	33	33	32	34	34	35	128	130	135
연결자회사	**1,002**	**1,185**	**1,274**	**1,757**	**1,247**	**1,276**	**1,370**	**1,708**	**5,851**	**5,218**	**5,601**
지분법손익	**533**	**260**	**616**	**-96**	**860**	**562**	**653**	**398**	**499**	**1,314**	**2,473**
영업이익	**608**	**359**	**767**	**-32**	**1,001**	**655**	**808**	**542**	**1,024**	**1,702**	**3,006**
LG 별도	696	35	53	10	548	41	72	36	565	794	697
연결 자회사	35	65	97	125	78	53	117	110	359	323	357
세전이익	543	355	812	44	1,120	658	809	533	981	1,754	3,119
순이익	592	131	762	56	1,057	536	659	434	1,107	1,541	2,686
지배주주순이익	589	120	742	14	1,040	510	627	413	1,080	1,466	2,590
YoY %											
매출액	***-2.6***	***-7.7***	***16.8***	***-3.5***	***37.5***	***27.8***	***7.1***	***36.2***	***-45.0***	***0.9***	***26.1***
LG별도	*30.4*	*-2.4*	*2.9*	*-31.5*	*-19.9*	*16.7*	*41.3*	*66.9*	*15.5*	*16.2*	*-4.1*
배당금	*36.4*				*-25.3*				*29.3*	*29.0*	*-15.7*
상표권사용	*-1.9*	*-3.9*	*3.7*	*2.8*	*25.3*	*23.6*	*12.5*	*14.3*	*0.2*	*0.3*	*18.6*
임대수익	*5.6*	*0.5*	*1.2*	*0.6*	*0.5*	*3.5*	*3.5*	*6.4*	*7.5*	*1.9*	*3.5*
연결자회사	*-15.8*	*-15.1*	*-8.1*	*-6.6*	*24.5*	*7.7*	*7.5*	*-2.8*	*-44.3*	*-10.8*	*7.3*
지분법손익	*41.4*	*58.9*	*171.0*	*-64.4*	*61.4*	*115.7*	*6.1*	*흑전*	*-60.7*	*163.0*	*88.2*
영업이익	*31.2*	*32.5*	*115.8*	*적지*	*64.7*	*82.4*	*5.3*	*흑전*	*-47.9*	*66.2*	*76.6*
LG 별도	*33.1*	*6.6*	*6.9*	*흑전*	*-21.3*	*18.0*	*37.1*	*247.0*	*3.5*	*40.4*	*-12.2*
연결 자회사	*-13.6*	*-4.2*	*13.1*	*-23.5*	*120.1*	*-18.7*	*20.3*	*-12.6*	*-29.9*	*-10.0*	*10.6*
세전이익	*18.0*	*31.4*	*131.7*	*흑전*	*106.2*	*85.0*	*-0.4*	*1,124.4*	*-44.7*	*78.9*	*77.8*
순이익	*30.8*	*-74.8*	*123.5*	*흑전*	*78.6*	*308.4*	*-13.5*	*679.9*	*-41.2*	*39.2*	*74.4*
지배주주순이익	*31.1*	*-76.7*	*123.0*	*흑전*	*76.4*	*325.1*	*-15.6*	*2,868.8*	*-42.1*	*35.7*	*76.7*
Margin %											
영업이익률	***38.3***	***24.0***	***39.2***	***-2.0***	***45.9***	***34.3***	***38.5***	***24.9***	***15.6***	***25.7***	***36.0***
LG 별도	*93.4*	*36.3*	*50.7*	*14.5*	*91.8*	*36.7*	*49.2*	*30.1*	*64.7*	*78.1*	*71.5*
연결 자회사	*3.5*	*5.5*	*7.6*	*7.1*	*6.3*	*4.2*	*8.5*	*6.4*	*6.1*	*6.2*	*6.4*
세전이익률	*34.3*	*23.8*	*41.5*	*2.7*	*51.4*	*34.4*	*38.6*	*24.5*	*14.9*	*26.5*	*37.3*
순이익률	*37.3*	*8.8*	*38.9*	*3.5*	*48.5*	*28.0*	*31.4*	*20.0*	*16.8*	*23.2*	*32.1*

자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 LG 연결 매출액 및 영업이익률



자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

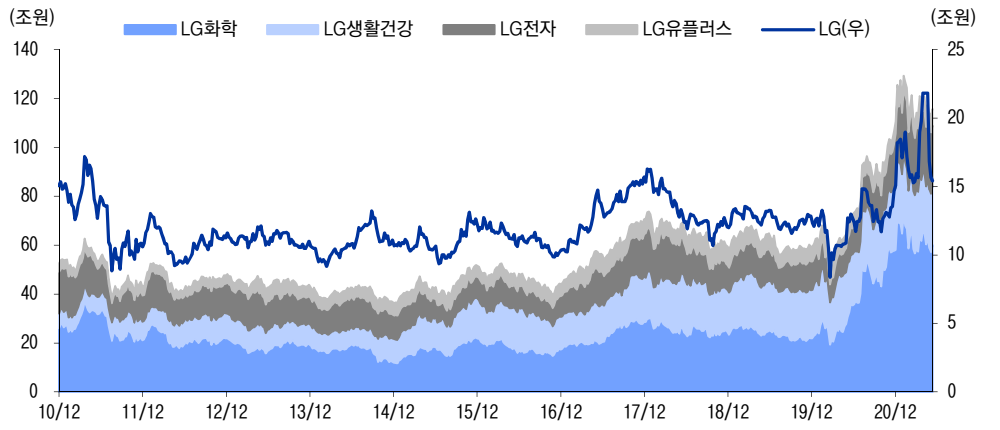
동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업가치 2.6조원에 자회사 지분가치 39.4조원을 합산해 산출했다. LX 계열분리에 따른 NAV 감소, 대주주간의 지분정리, LG에너지솔루션 상장 등 불확실성을 감안하더라도 현수준의 NAV 할인율은 과도하다고 판단한다. 또한, 선택과 집중을 통한 사업 포트폴리오조정과 1.6조원에 달하는 순현금을 바탕으로 투자에 나서고 주주환원 정책을 강화할 가능성도 높다. 그동안 이벤트가 부재한 순수지주회사라는 이유로 높은 NAV 할인율을 받았다는 점을 감안하면 지주회사 내 다크호스로 부상할 가능성이 높다고 판단한다.

표13 LG 목표주가 산정

(십억원, x, %)		기업가치	지분율	비고
영업가치		**2,574**		
상표권사용		2,574		21년 예상 8x 적용
지분가치		**39,431**		
상장사	LG화학	18,189	30.1	최근 3개월 평균 시가총액
	LG생활건강	8,429	34.0	
	LG전자	8,655	33.7	
	LG유플러스	2,387	37.7	
	지투알	39	35.0	
비상장사	LG CNS	695	49.0	장부가
	S&I Corp	250	100.0	
	ZKW Holdings	376	30.0	
	기타	409		
영업가치 및 지분가치 합계		**42,005**		
순현금		1,630	1Q21말 별도 기준	
NAV		**43,635**		
할인율		60%		
적정 기업가치		**20,597**		
발행 주식수(백만주)		157.3		
적정 주가(원)		130,943		
목표 주가(원)		**130,000**	**상승여력 +30.0%**	

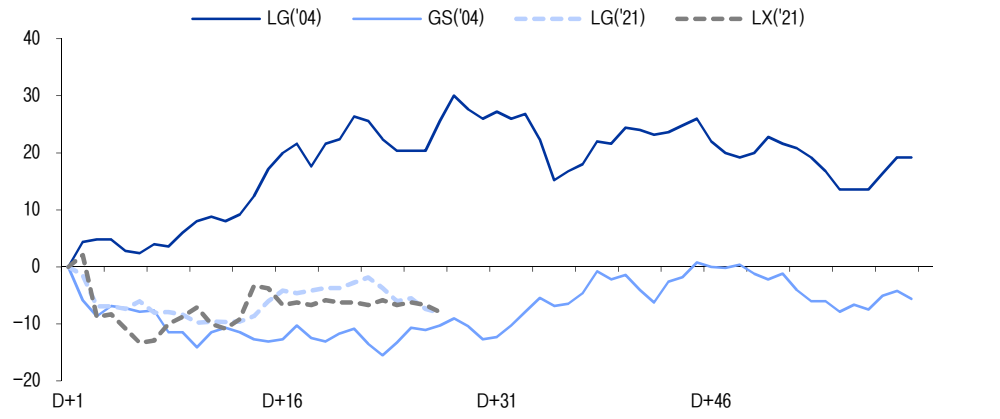
자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 LG 및 LG 상장 자회사 시가총액 추이



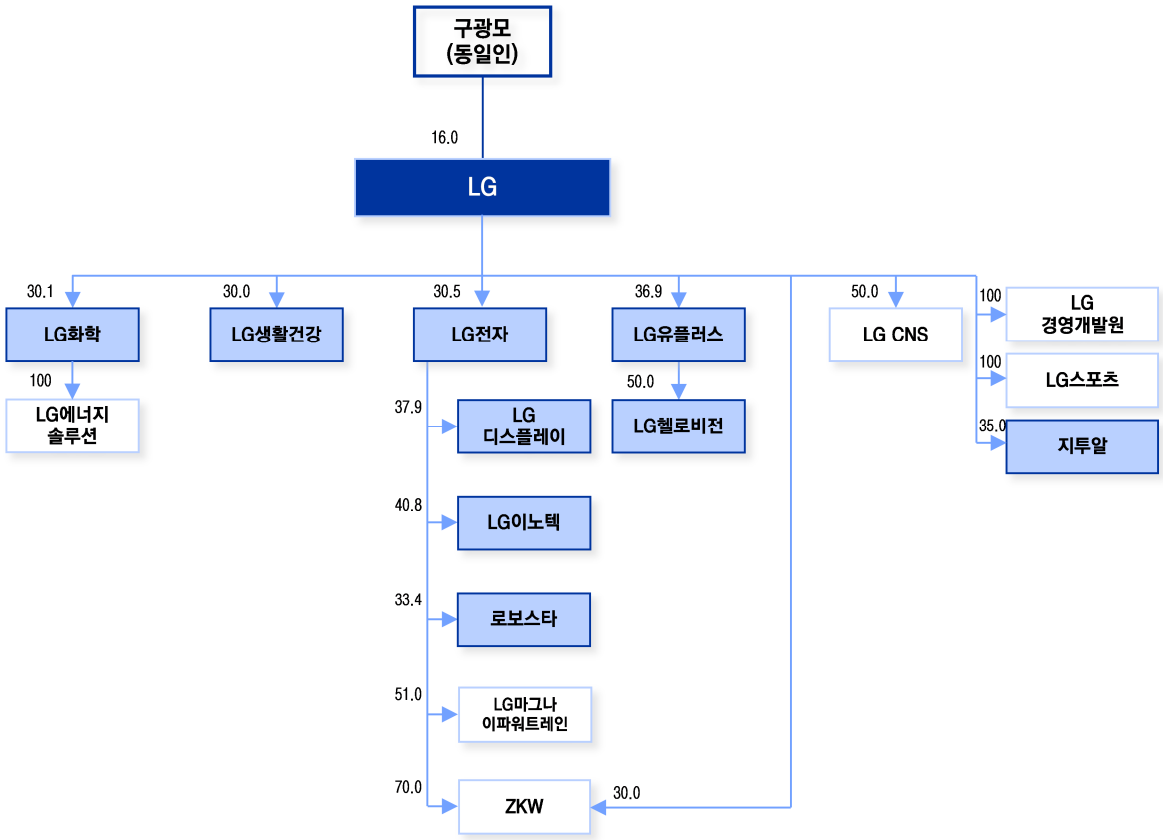
자료: 각 사, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 LG 계열분리 이후 주가 수익률 추이 비교



자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 LG 지배구조



자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터

LG (003550)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,939	5,896	7,317	9,666	12,253
현금 및 현금성자산	1,337	1,493	2,534	4,698	7,101
매출채권 및 기타채권	1,535	1,354	1,429	1,517	1,601
재고자산	62	42	49	52	55
기타유동자산	1,005	3,008	3,305	3,399	3,497
비유동자산	18,496	18,386	18,773	18,760	18,754
관계기업투자등	15,106	15,062	15,659	15,659	15,659
유형자산	1,640	1,590	1,503	1,438	1,383
무형자산	110	132	156	179	199
자산총계	**22,435**	**24,282**	**26,090**	**28,426**	**31,007**
유동부채	2,245	2,133	3,495	3,684	3,865
매입채무 및 기타재무	1,360	1,316	2,858	3,034	3,201
단기금융부채	379	324	319	319	319
기타유동부채	505	493	318	331	345
비유동부채	1,169	1,288	1,228	1,240	1,253
장기금융부채	793	1,002	915	915	915
기타비유동부채	376	285	314	326	338
부채총계	**3,414**	**3,421**	**4,724**	**4,925**	**5,118**
지배주주지분	18,827	20,258	20,782	22,917	25,305
자본금	879	879	879	879	879
자본잉여금	2,363	2,965	2,969	2,969	2,969
이익잉여금	15,699	16,782	18,959	21,094	23,482
비지배주주지분(연결)	194	603	584	584	584
자본총계	**19,021**	**20,861**	**21,366**	**23,501**	**25,890**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**6,534**	**6,632**	**8,361**	**8,932**	**9,548**
매출원가	5,206	4,565	4,571	4,579	4,492
매출총이익	**1,329**	**2,068**	**3,789**	**4,353**	**5,057**
판매비 및 관리비	335	365	783	1,055	1,409
영업이익	**994**	**1,702**	**3,006**	**3,298**	**3,648**
(EBITDA)	1,170	1,876	3,179	3,468	3,816
금융손익	-5	-3	10	10	11
이자비용	38	33	29	28	28
관계기업등 투자손익	10	70	10	0	0
기타영업외손익	-19	-15	93	74	74
세전계속사업이익	**981**	**1,754**	**3,119**	**3,381**	**3,733**
계속사업법인세비용	196	325	467	626	691
계속사업이익	785	1,430	2,652	2,756	3,042
중단사업이익	322	111	34	0	0
당기순이익	**1,107**	**1,541**	**2,686**	**2,756**	**3,042**
지배주주	1,080	1,466	2,590	2,621	2,894
총포괄이익	**1,287**	**1,287**	**2,686**	**2,756**	**3,042**
매출총이익률 (%)	20.3	31.2	45.3	48.7	53.0
영업이익률 (%)	15.2	25.7	36.0	36.9	38.2
EBITDA 마진률 (%)	17.9	28.3	38.0	38.8	40.0
당기순이익률 (%)	16.9	23.2	32.1	30.8	31.9
ROA (%)	4.8	6.3	10.3	9.6	9.7
ROE (%)	5.9	7.5	12.6	12.0	12.0
ROIC (%)	23.1	37.8	74.2	100.3	114.8

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**819**	**739**	**1,152**	**2,876**	**3,142**
당기순이익(손실)	1,107	1,541	2,686	2,756	3,042
비현금수익비용가감	-318	-826	-1,073	48	33
유형자산감가상각비	156	152	147	141	135
무형자산상각비	20	22	26	29	33
기타현금수익비용	-860	-1,377	-1,246	-122	-136
영업활동 자산부채변동	-21	105	-253	72	67
매출채권 감소(증가)	271	141	106	-88	-83
재고자산 감소(증가)	-6	21	8	-3	-3
매입채무 증가(감소)	-28	-35	-357	176	167
기타자산, 부채변동	-259	-21	-10	-13	-13
투자활동 현금	**-34**	**-1,278**	**-162**	**-225**	**-234**
유형자산처분(취득)	-59	-40	-34	-75	-81
무형자산 감소(증가)	-22	-49	-52	-52	-52
투자자산 감소(증가)	0	0	-52	-68	-71
기타투자활동	48	-1,189	-24	-29	-30
재무활동 현금	**-509**	**694**	**0**	**-487**	**-505**
차입금의 증가(감소)	-151	102	-98	0	0
자본의 증가(감소)	-358	-402	-431	-487	-505
배당금의 지급	358	402	440	487	505
기타재무활동	0	994	529	0	0
현금의 증가	**283**	**156**	**1,041**	**2,164**	**2,403**
기초현금	1,054	1,337	1,493	2,534	4,698
기말현금	1,337	1,493	2,534	4,698	7,101

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	11.9	10.4	7.1	7.0	6.3
P/B	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.4	7.3	4.1	3.1	2.2
P/CF	16.5	21.6	11.6	6.7	6.1
배당수익률 (%)	3.2	3.0	2.6	2.7	2.9
성장성 (%)					
매출액	-15.6	1.5	26.1	6.8	6.9
영업이익	-45.4	71.2	76.6	9.7	10.6
세전이익	-44.7	78.9	77.8	8.4	10.4
당기순이익	-41.2	39.2	74.4	2.6	10.4
EPS	-42.2	35.9	76.9	1.2	10.4
안정성 (%)					
부채비율	17.9	16.4	22.1	21.0	19.8
유동비율	175.5	276.4	209.3	262.4	317.1
순차입금/자기자본(x)	-3.9	-7.8	-13.9	-22.2	-29.7
영업이익/금융비용(x)	26.4	51.7	105.0	116.3	128.6
총차입금 (십억원)	1,172	1,326	1,233	1,233	1,233
순차입금 (십억원)	-735	-1,636	-2,978	-5,210	-7,684
주당지표(원)					
EPS	5,874	7,982	14,120	14,290	15,779
BPS	100,581	108,227	111,025	122,430	135,191
CFPS	4,213	3,820	8,622	14,979	16,427
DPS	2,200	2,500	2,600	2,700	2,900

자료: LG, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ (001040)

2021. 7. 6 | 지주

Analyst 이승웅
02. 3779-8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

터널의 끝이 보인다

Buy (Initiate)

목표주가 140,000 원
현재주가 105,000 원

자회사 회복구간 진입 기대

코로나19 영향으로 부진했던 CJ CGV, CJ프레시웨이 등 자회사들의 실적이 회복될 전망이다. 최근 백신 접종률이 증가하면서 사회적 거리두기 완화가 이루어지면 컨택트 산업의 회복 시점이 앞당겨질 것으로 기대된다. 동사는 코로나19 이후 자회사의 구조조정과 수익성 개선 작업을 통한 비용 효율화를 진행했기 때문에 회복시 이익 레버리지 효과가 강하게 발현될 것으로 예상된다. CJ CGV는 중국과 베트남 실적 턴어라운드와 하반기 국내 관객수 회복으로 연간 적자폭이 축소될 것으로 기대된다. CJ프레시웨이는 외식/급식을 시작으로 실적 회복이 예상된다. CJ푸드빌은 투썸플레이스 매각, 점포축소 등 장기간 지속됐던 구조조정을 마무리하고 흑자전환이 가능할 전망이다.

CJ올리브영 기대감 유효

CJ올리브영 상장 기대감이 점차 부각될 전망이다. 지난해 말 Pre-IPO에서 1.8조원의 기업가치를 인정 받았으며 2022년 IPO를 추진할 것으로 예상된다. 코로나19 이후 온라인 채널의 매출 확대에 집중하면서 수익성이 개선되고 있다. 과거 3-4% 수준이었던 영업이익률은 20년 5.5%로 큰 폭으로 상승했다. O2O 매장픽업 서비스 확대와 MD 최적화, 프로모션 효율화 기조를 유지하고 있어 이익 개선세를 이어갈 전망이다. 동사는 H&B스토어 시장 내 점포수 기준 M/S 85%로 압도적 1위 사업자이다. 2,3위 사업자의 점포수 축소로 M/S의 지속적인 상승과 이익 개선을 감안하면 밸류에이션 프리미엄을 받을 가치가 충분한 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 NAV 할인율은 공격적인 해외 M&A를 전개했던 2017년 이후 50% 수준을 유지하고 있다. 2019년 이후 수익성 중심의 전략으로 전환하며 주요 계열사의 유휴자산 매각, 비용 효율화 등을 진행했으며 백신접종에 따른 내수 회복으로 이익 레버리지 효과가 발현될 것으로 예상돼 할인율 축소가 기대된다.

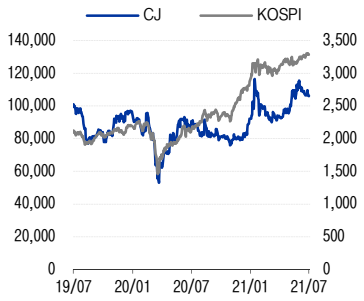
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(7/5)		3,293.21 pt
시가총액		30,636 억원
발행주식수		29,177 천주
52 주 최저가 / 최고가		76,000/116,500 원
90 일 일평균거래대금		141 억원
외국인 지분율		17.7%
배당수익률(21.12E)		1.9%
BPS(21.12E)		135,024 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-7.0%
	6 개월	1.6%
	12 개월	-37.0%
주주구성	이재현 (외 7 인)	47.1%
	자사주 (외 1 인)	7.3%
	국민연금공단	6.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	33,780	1,509	597	324	9,426	-4.3	4,148	10.2	4.3	0.8	6.2
2020	31,999	1,390	514	204	2,720	-71.1	3,864	33.9	4.2	0.7	1.9
2021E	35,133	2,036	1,287	575	8,153	199.8	4,473	13.0	4.1	0.8	4.9
2022E	38,521	2,413	1,669	663	10,532	29.2	4,804	10.1	3.8	0.7	6.1
2023E	41,524	2,696	1,945	772	12,351	17.3	5,028	8.6	3.6	0.7	6.7

자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

하반기부터 회복 기대

코로나19 영향으로 부진했던 CJ CGV, CJ프레시웨이 등 자회사들의 실적이 회복될 전망이다. 최근 백신 접종률이 증가하면서 사회적 거리두기 완화가 이루어지면 컨택트 산업의 회복 시점이 앞당겨질 것으로 기대된다. 동사는 코로나19 이후 자회사의 구조조정과 수익성 개선 작업을 통한 비용 효율화를 진행했기 때문에 회복시 이익 레버리지 효과가 강하게 발현될 것으로 예상된다. CJ CGV는 중국과 베트남 실적 턴어라운드와 하반기 국내 관객수 회복으로 연간 적자폭이 축소될 것으로 기대된다. CJ프레시웨이는 외식/급식을 시작으로 실적 회복이 예상된다. CJ푸드빌은 투썸플레이스 매각, 점포축소 등 장기간 지속됐던 구조조정을 마무리하고 흑자전환이 가능할 전망이다.

표14 CJ 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	**7,840**	**7,794**	**8,224**	**8,141**	**8,012**	**8,650**	**9,214**	**9,258**	**33,780**	**31,999**	**35,133**
CJ 별도	70	23	23	49	76	26	28	54	182	165	185
연결 자회사	8,198	8,150	8,643	8,572	8,370	9,077	9,669	9,688	34,379	33,563	36,805
영업이익	**264**	**359**	**429**	**338**	**447**	**524**	**562**	**502**	**1,509**	**1,390**	**2,036**
CJ 별도	54	6	9	21	58	7	12	16	75	90	92
연결 자회사	253	354	411	315	457	517	551	487	1,473	1,334	2,012
세전이익	525	169	224	-405	270	424	506	87	597	514	1,287
순이익	363	55	142	-356	171	168	201	35	324	204	575
지배주주순이익	152	27	63	-156	52	76	90	16	267	87	234
YoY %											
매출액	***0.6***	***-7.8***	***-5.2***	***-8.0***	***2.2***	***11.0***	***12.0***	***13.7***	***14.4***	***-5.3***	***9.8***
CJ 별도	*1.7*	*-10.4*	*-12.7*	*-19.2*	*8.7*	*16.4*	*21.4*	*9.4*	*6.9*	*-9.1*	*11.8*
연결 자회사	*4.0*	*-7.6*	*-4.8*	*-0.3*	*2.1*	*11.4*	*11.9*	*13.0*	*19.3*	*-2.4*	*9.7*
영업이익	***-23.0***	***-1.8***	***0.5***	***-9.5***	***69.3***	***46.0***	***31.0***	***48.6***	***13.3***	***-7.9***	***46.4***
CJ 별도	*17.3*	*-13.2*	*-23.7*	*108.2*	*6.9*	*18.3*	*30.2*	*-24.0*	*-5.4*	*20.5*	*2.7*
연결 자회사	*-20.5*	*2.3*	*-1.4*	*-19.5*	*81.0*	*46.0*	*33.9*	*54.5*	*19.6*	*-9.5*	*50.9*
세전이익	*206.5*	*-53.2*	*33.9*	*적지*	*-48.5*	*150.0*	*125.4*	*흑전*	*-54.8*	*-14.0*	*150.5*
순이익	*218.0*	*-81.0*	*93.2*	*적지*	*-52.8*	*204.8*	*41.6*	*흑전*	*-63.2*	*-37.0*	*181.9*
지배주주순이익	*215.2*	*-87.2*	*97.3*	*적지*	*-65.7*	*175.6*	*42.9*	*흑전*	*-3.2*	*-67.6*	*169.9*
Margin %											
영업이익률	***3.4***	***4.6***	***5.2***	***4.2***	***5.6***	***6.1***	***6.1***	***5.4***	***4.5***	***4.3***	***5.8***
CJ 별도	*77.5*	*26.2*	*38.0*	*42.8*	*76.2*	*26.6*	*40.7*	*29.7*	*41.1*	*54.5*	*50.1*
연결 자회사	*3.1*	*4.3*	*4.8*	*3.7*	*5.5*	*5.7*	*5.7*	*5.0*	*4.3*	*4.0*	*5.5*
세전이익률	*6.7*	*2.2*	*2.7*	*-5.0*	*3.4*	*4.9*	*5.5*	*0.9*	*1.8*	*1.6*	*3.7*
순이익률	*4.6*	*0.7*	*1.7*	*-4.4*	*2.1*	*1.9*	*2.2*	*0.4*	*1.0*	*0.6*	*1.6*

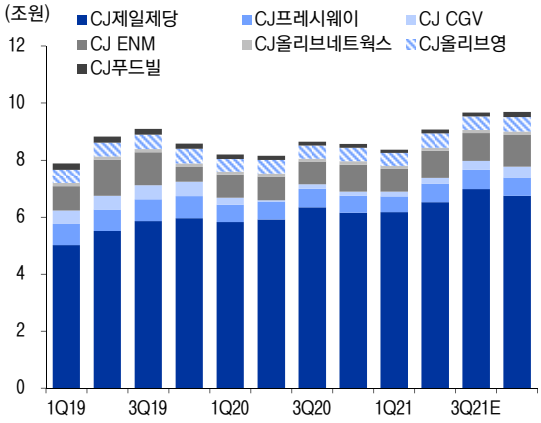
자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 CJ 주요 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액											
CJ제일제당	5,831	5,921	6,342	6,151	6,178	6,530	6,983	6,755	22,352	24,246	26,445
CJ프레시웨이	602	624	651	600	546	645	675	633	3,055	2,479	2,499
CJ CGV	243	42	155	143	172	205	317	384	1,942	583	1,078
CJ ENM	811	838	799	944	792	951	978	1,111	3,790	3,391	3,832
CJ올리브네트웍스	104	104	108	127	110	108	112	128	465	445	458
CJ올리브영	454	482	454	471	450	497	467	502	1,960	1,860	1,916
CJ푸드빌	153	139	133	134	121	143	138	175	814	559	576
영업이익											
CJ제일제당	276	385	402	297	385	433	429	349	897	1,360	1,596
CJ프레시웨이	-13	3	12	-5	3	10	15	14	58	-4	42
CJ CGV	-72	-131	-97	-90	-63	-46	4	24	122	-389	-81
CJ ENM	40	73	71	88	94	80	64	56	269	272	293
CJ올리브네트웍스									45	41	41
CJ올리브영									88	102	115
CJ푸드빌									-7	-48	6
OPM %											
CJ제일제당	*4.7*	*6.5*	*6.3*	*4.8*	*6.2*	*6.6*	*6.1*	*5.2*	*4.0*	*5.6*	*6.0*
CJ프레시웨이	*-2.1*	*0.4*	*1.8*	*-0.9*	*0.6*	*1.6*	*2.2*	*2.2*	*1.9*	*-0.1*	*1.7*
CJ CGV	*-29.4*	*-313.8*	*-62.4*	*-62.6*	*-36.4*	*-22.6*	*1.1*	*6.4*	*6.3*	*-66.6*	*-7.5*
CJ ENM	*4.9*	*8.8*	*8.9*	*9.3*	*11.8*	*8.4*	*6.5*	*5.0*	*7.1*	*8.0*	*7.7*
CJ올리브네트웍스									*9.7*	*9.2*	*9.0*
CJ올리브영									*4.5*	*5.5*	*6.0*
CJ푸드빌									*-0.8*	*-8.7*	*1.0*

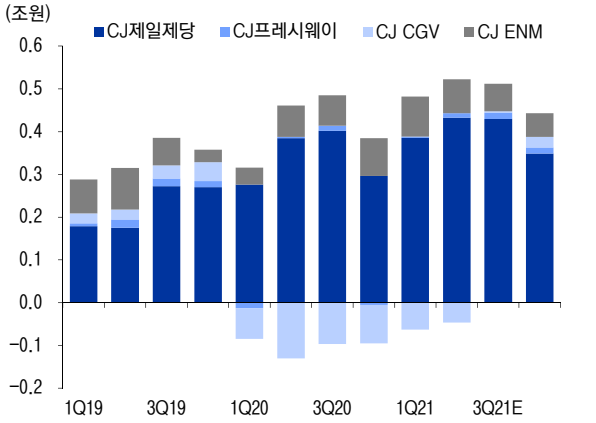
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
*CJ올리브네트웍스, CJ올리브영, CJ푸드빌은 연간 영업이익만 제공

그림56 CJ 주요 자회사 매출액 추이 및 전망



자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 CJ 주요 자회사 영업이익 추이

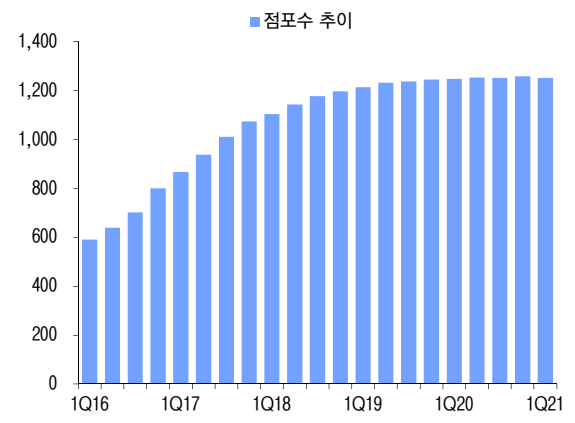


자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ올리브영 상장 기대감 유효

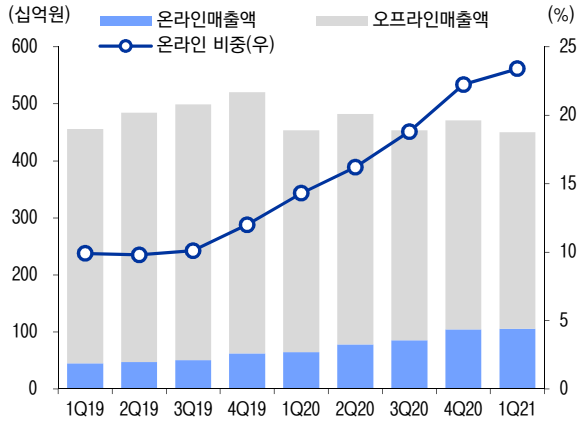
CJ올리브영 상장 기대감이 점차 부각될 전망이다. 지난해 말 Pre-IPO에서 1.8조원의 기업가치를 인정 받았으며 2022년 IPO를 추진할 것으로 예상된다. 코로나19 이후 온라인 채널의 매출 확대에 집중하면서 수익성이 개선되고 있다. 과거 3-4% 수준이었던 영업이익률은 20년 5.5%로 큰 폭으로 상승했다. O2O 매장픽업 서비스 확대와 MD 최적화, 프로모션 효율화 기조를 유지하고 있어 이익 개선세를 이어갈 전망이다. 동사는 H&B스토어 시장 내 점포수 기준 M/S 85%로 압도적 1위 사업자이다. 2,3위 사업자의 점포수 축소로 M/S의 지속적인 상승과 이익 개선을 감안하면 밸류에이션 프리미엄을 받을 가치가 충분한 것으로 판단한다.

그림58 CJ 올리브영 점포수 추이



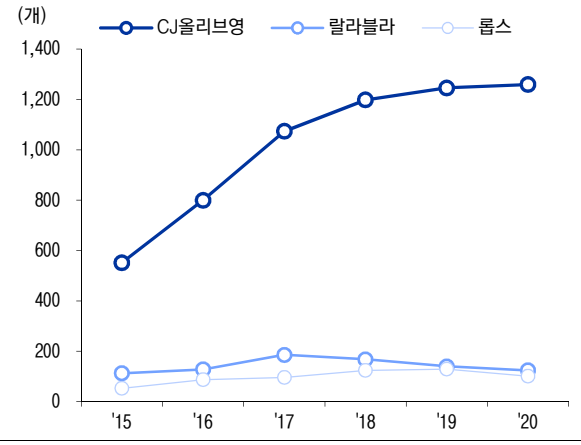
자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 CJ 올리브영 매출액 및 온라인 매출 비중 추이



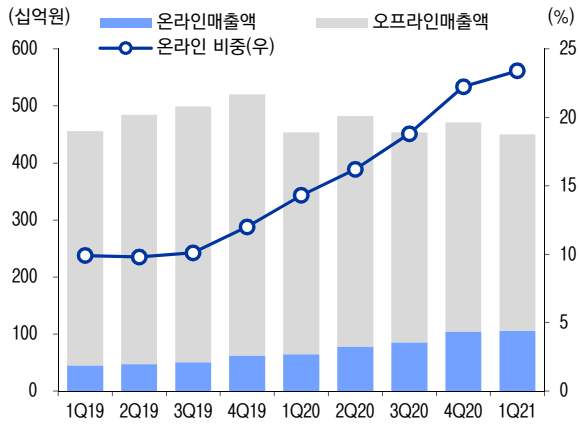
자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 CJ 올리브영 점포수 추이



자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 CJ 올리브영 매출액 및 온라인 매출 비중 추이



자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 커버리지 개시

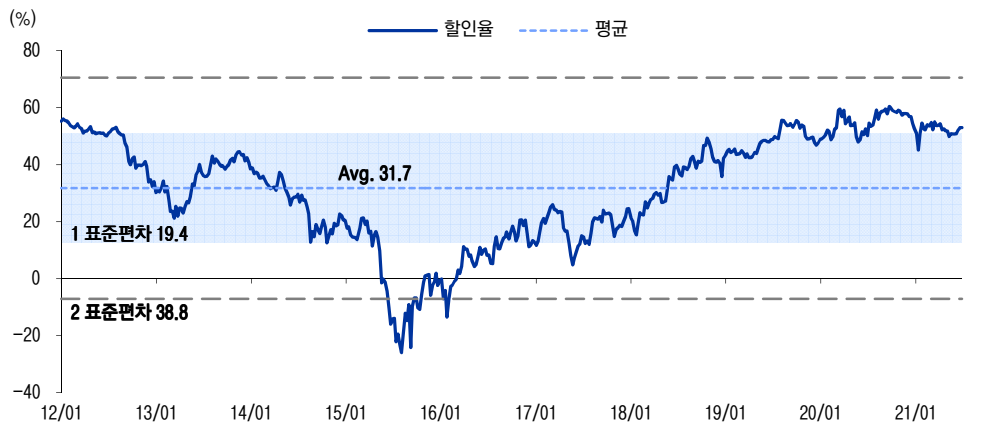
동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 NAV 할인율은 공격적인 해외 M&A를 전개했던 2017년 이후 50% 수준을 유지하고 있다. 2019년 이후 수익성 중심의 전략으로 전환하며 주요 계열사의 유휴자산 매각, 비용 효율화 등을 진행했으며 백신접종에 따른 내수 회복으로 이익 레버리지 효과가 발현될 것으로 예상돼 할인율 축소가 기대된다.

표16 CJ 목표주가 산정

(십억원, x, %)		기업가치	지분율	비고
영업가치		865		
브랜드사용수익		865		21년 예상 8x 적용
지분가치		**6,279**		
상장사	CJ제일제당	3,048	45.6	최근 3개월 평균 시가총액
	CJ프레시웨이	165	47.1	
	CJ CGV	394	38.4	
	CJ ENM	1,476	42.4	
비상장사	CJ올리브네트웍스	151	100.0	장부가
	CJ올리브영	939	51.2	Pre-IPO 1.8조원 적용
	CJ푸드빌	102	96.6	장부가
	기타	4		
영업가치 및 지분가치 합계		**7,144**		
순차입금		426	1Q21 별도 기준	
NAV		**6,969**		
할인율		40%		
적정 기업가치		**4,031**		
발행 주식수(백만주)		29.2		
적정 주가(원)		138,155		
목표 주가(원)		**140,000**	**상승여력 +33.3%**	

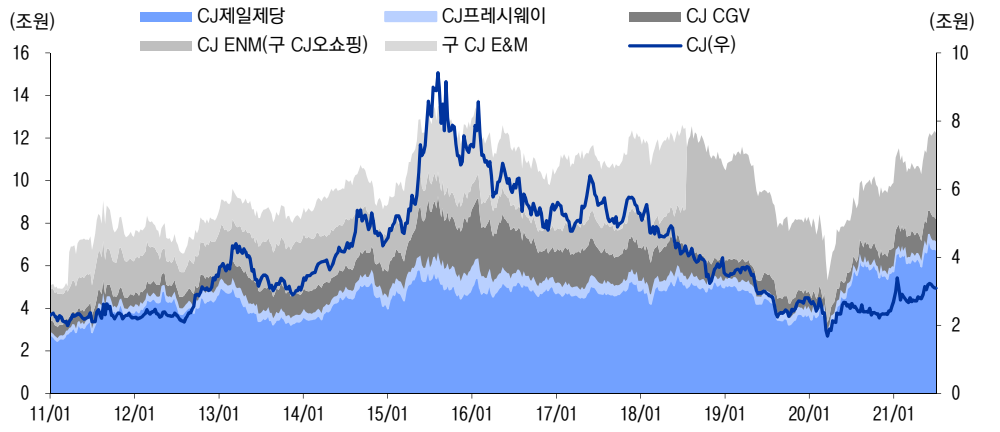
자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 CJ NAV 할인율 추이



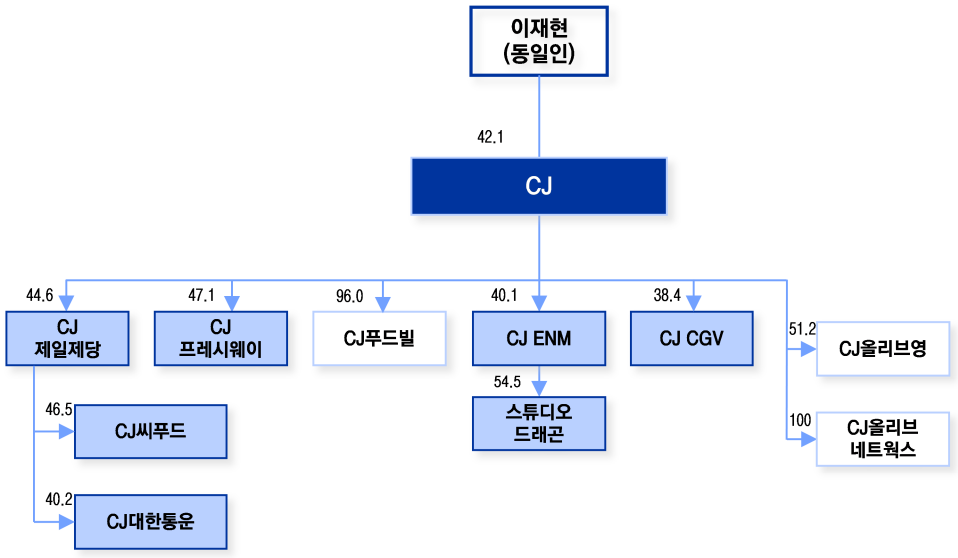
자료: CJ, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 CJ 및 자회사 시가총액 추이



자료: 각 사, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 CJ 지배구조



자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ (001040)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	11,153	11,118	12,861	13,569	14,273
현금 및 현금성자산	1,603	2,603	3,233	3,110	3,253
매출채권 및 기타채권	3,886	3,669	3,754	4,106	4,306
재고자산	2,549	2,238	2,435	2,775	2,990
기타유동자산	3,115	2,608	3,439	3,578	3,724
비유동자산	29,229	28,907	28,555	28,439	28,454
관계기업투자등	1,808	2,643	2,861	2,919	2,978
유형자산	13,517	13,003	12,478	11,893	11,468
무형자산	7,006	6,562	6,505	6,644	6,741
자산총계	**40,381**	**40,025**	**41,416**	**42,008**	**42,726**
유동부채	12,285	11,423	12,768	13,052	13,410
매입채무 및 기타재무	4,157	3,531	3,551	3,773	4,067
단기금융부채	6,149	5,792	7,685	7,685	7,685
기타유동부채	1,979	2,099	1,532	1,594	1,659
비유동부채	13,482	13,206	12,811	12,888	12,969
장기금융부채	11,467	11,286	10,913	10,913	10,913
기타비유동부채	2,014	1,920	1,898	1,975	2,055
부채총계	**25,766**	**24,629**	**25,579**	**25,941**	**26,379**
지배주주지분	4,510	4,643	4,815	5,046	5,326
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	3,533	3,605	3,777	4,007	4,287
비지배주주지분(연결)	10,105	10,753	11,021	11,021	11,021
자본총계	**14,615**	**15,396**	**15,837**	**16,068**	**16,347**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**33,780**	**31,999**	**35,133**	**38,521**	**41,524**
매출원가	24,634	23,392	25,539	27,928	30,271
매출총이익	**9,145**	**8,608**	**9,594**	**10,593**	**11,253**
판매비 및 관리비	7,636	7,217	7,558	8,180	8,557
영업이익	**1,509**	**1,390**	**2,036**	**2,413**	**2,696**
(EBITDA)	4,148	3,864	4,473	4,804	5,028
금융손익	-598	-535	37	51	53
이자비용	668	582	0	0	0
관계기업등 투자손익	355	92	78	78	78
기타영업외손익	-669	-433	-864	-872	-881
세전계속사업이익	**597**	**514**	**1,287**	**1,669**	**1,945**
계속사업법인세비용	273	310	711	1,006	1,173
계속사업이익	324	204	575	663	772
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**324**	**204**	**575**	**663**	**772**
지배주주	267	87	234	298	348
총포괄이익	**374**	**150**	**575**	**663**	**772**
매출총이익률 (%)	27.1	26.9	27.3	27.5	27.1
영업이익률 (%)	4.5	4.3	5.8	6.3	6.5
EBITDA 마진률 (%)	12.3	12.1	12.7	12.5	12.1
당기순이익률 (%)	1.0	0.6	1.6	1.7	1.9
ROA (%)	0.7	0.2	0.6	0.7	0.8
ROE (%)	6.2	1.9	4.9	6.1	6.7
ROIC (%)	3.3	2.1	3.4	3.5	3.9

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**3,865**	**3,033**	**2,409**	**2,177**	**2,517**
당기순이익(손실)	597	514	674	663	772
비현금수익비용가감	3,543	3,346	1,972	2,025	1,909
유형자산감가상각비	1,904	1,843	1,814	1,741	1,671
무형자산상각비	735	631	623	650	661
기타현금수익비용	-375	-94	-466	-366	-423
영업활동 자산부채변동	458	-374	852	-511	-165
매출채권 감소(증가)	8	143	-240	-353	-199
재고자산 감소(증가)	-290	241	104	-340	-216
매입채무 증가(감소)	638	-359	1,018	223	293
기타자산, 부채변동	101	-400	-30	-41	-43
투자활동 현금	**-4,896**	**-1,444**	**-1,770**	**-2,233**	**-2,306**
유형자산처분(취득)	-2,084	-966	-1,204	-1,156	-1,246
무형자산 감소(증가)	-779	-646	-818	-789	-758
투자자산 감소(증가)	134	35	4	-16	-19
기타투자활동	-2,166	133	248	-272	-284
재무활동 현금	**1,167**	**-537**	**0**	**-67**	**-68**
차입금의 증가(감소)	347	-331	-716	0	0
자본의 증가(감소)	-160	-199	-67	-67	-68
배당금의 지급	160	199	67	67	68
기타재무활동	980	-7	784	0	0
현금의 증가	**129**	**1,000**	**630**	**-124**	**143**
기초현금	1,474	1,603	2,603	3,233	3,110
기말현금	1,603	2,603	3,233	3,110	3,253

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	10.2	33.9	13.0	10.1	8.6
P/B	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.3	4.2	4.1	3.8	3.6
P/CF	0.8	0.9	1.4	1.4	1.4
배당수익률 (%)	1.9	2.2	1.9	1.9	1.9
성장성 (%)					
매출액	14.4	-5.3	9.8	9.6	7.8
영업이익	13.3	-7.9	46.4	18.5	11.7
세전이익	-54.8	-14.0	150.5	29.7	16.5
당기순이익	-63.2	-37.0	181.9	15.3	16.5
EPS	-4.3	-71.1	199.8	29.2	17.3
안정성 (%)					
부채비율	176.3	160.0	161.5	161.4	161.4
유동비율	90.8	97.3	100.7	104.0	106.4
순차입금/자기자본(x)	101.4	85.7	91.4	90.6	88.0
영업이익/금융비용(x)	2.3	2.4	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	17,616	17,078	18,598	18,598	18,598
순차입금 (십억원)	14,822	13,189	14,472	14,560	14,379
주당지표(원)					
EPS	9,426	2,720	8,153	10,532	12,351
BPS	126,448	130,202	135,024	141,499	149,346
CFPS	125,123	108,226	74,174	75,376	75,196
DPS	1,850	2,000	2,010	2,020	2,030

자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

한화 (000880)

2021. 7. 6 | 지주

Analyst 이승웅
02. 3779-8756
sw.lee@ebestsec.co.kr

성장 준비 완료

질산 설비 증설로 자체사업 강화

질산설비 증설을 통한 Value Chain 구축과 원가경쟁력 강화로 자체사업의 수익성이 개선될 전망이다. 지난 4월 동사는 1,900억원을 투자해 질산 CAPA를 12만톤에서 52만톤으로 확대하는 증설 계획을 발표했다. 질산은 초안의 원재료일 뿐만 아니라 한화솔루션이 제조하는 DNT의 원료이기 때문에 그룹 내 안정적인 Value Chain 구축하게 되며 초안을 고순도화하면 반도체, 디스플레이 등에 사용되는 정밀화학제품으로 공급을 확대할 수 있다. 24년 1월부터 생산할 예정으로 연간 매출액은 1,000억원 이상, 영업이익률은 20% 수준이며 기존 온산 공장에서 발생한 탄소배출권 매출을 고려하면 질산설비 증설로 인한 영업이익 증가폭은 보다 더 높을 것으로 예상된다.

21년 자회사 실적 호조로 영업이익 고성장 전망

21년 연결 매출액은 51.7조원(+1.6% yoy), 영업이익은 2.6조원(+62.6% yoy)을 기록할 전망이다. 20년 조직 개편을 통해 무역 사업 내 한계사업을 정리하는 등 자체 사업의 효율화를 진행한 만큼 올해부터는 영업이익이 개선되며 자체사업이 본격적인 성장궤도에 올라설 전망이다. 자회사의 실적도 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다. 금융 자회사의 실적 턴어라운드를 비롯해 한화에어로스페이스는 코로나19 영향으로 지연됐던 수출물량 회복이 되고 있으며 한화솔루션의 케미칼 부문 호조로 동사의 영업이익 개선을 견인할 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 41,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 41,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 한화의 자체사업과 지분가치를 합산해 산출된 NAV 5.2조원에 할인율 40%를 적용해 산정했다. 동사의 주가는 코로나19 이후 자회사 지분가치 상승을 반영하지 못하면서 NAV 할인율이 54%로 2표준편차 수준까지 확대돼 저평가 상태이다. 주요 자회사의 실적개선세가 지속될 것으로 예상되고 장기적으로 질산 설비 증설에 따른 이익 확대, 계열사의 원가경쟁력 강화를 고려했을 때 매수 전략이 유효하다는 판단이다.

Buy (Initiate)

목표주가 41,000 원
현재주가 31,350 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(7/5)		3,293.21 pt
시가총액		23,724 억원
발행주식수		74,959 천주
52 주 최저가 / 최고가		22,500/36,150 원
90 일 일평균거래대금		202 억원
외국인 지분율		18.3%
배당수익률(21.12E)		2.2%
BPS(21.12E)		53,632 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-1.0%
	6 개월	-2.8%
	12 개월	-12.3%
주주구성	김승연 (외 12 인)	39.1%
	국민연금공단 (외	8.7%
	자사주 (외 1 인)	8.4%

Stock Price

Financial Data

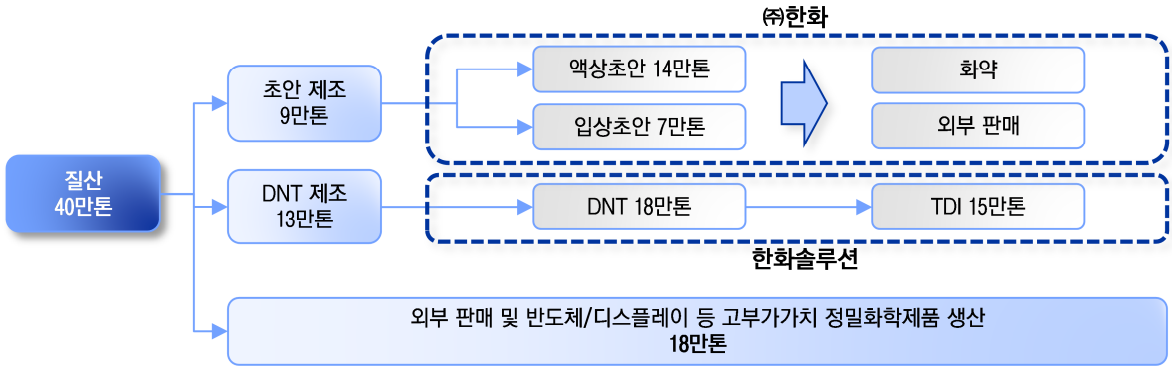
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	50,412	1,126	253	231	1,053	-84.0	2,299	23.7	-40.7	0.6	2.1
2020	50,926	1,582	1,104	741	2,853	171.0	2,848	9.9	-34.7	0.6	4.8
2021E	51,736	2,572	3,032	2,042	11,236	293.8	3,840	2.8	-26.1	0.6	16.2
2022E	52,937	2,442	2,913	1,954	11,091	-1.3	3,735	2.8	-28.1	0.5	13.9
2023E	54,525	2,653	3,124	2,096	11,910	7.4	3,964	2.6	-27.6	0.5	13.2

자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

질산 설비 증설로 자체사업 강화

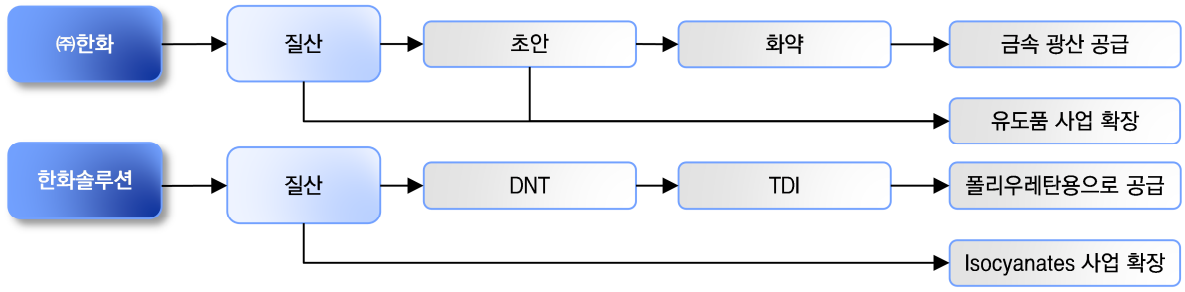
질산설비 증설을 통한 Value Chain 구축과 원가경쟁력 강화로 자체사업의 수익성이 개선될 전망이다. 지난 4 월 동사는 1,900 억원을 투자해 질산 CAPA 를 12 만톤에서 52 만톤으로 확대하는 증설 계획을 발표했다. 질산은 초안의 원재료일 뿐만 아니라 한화솔루션이 제조하는 DNT 의 원료이기 때문에 그룹 내 안정적인 Value Chain 구축하게 되며 초안을 고순도화하면 반도체, 디스플레이 등에 사용되는 정밀화학제품으로 공급을 확대할 수 있다. 24 년 1 월부터 생산할 예정으로 연간 매출액은 1,000 억원 이상, 영업이익률은 20% 수준이며 기존 온산 공장에서 발생한 탄소배출권 매출을 고려하면 질산설비 증설로 인한 영업이익 증가폭은 보다 더 높을 것으로 예상된다.

그림65 한화 질산 설비 증설 및 판매 계획



자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 질산 증설로 규모의 경제 실현 및 안정적 Value Chain 구축

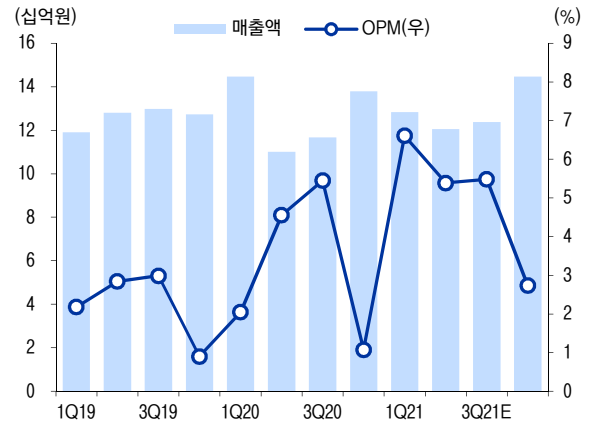


자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

21년 자회사 실적 호조로 영업이익 고성장 전망

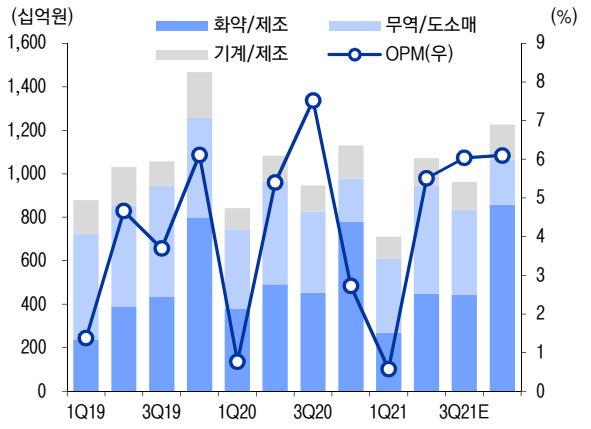
21 년 연결 매출액은 51.7 조원(+1.6% yoy), 영업이익은 2.6 조원(+62.6% yoy)을 기록할 전망이다. 20 년 조직 개편을 통해 무역 사업 내 한계사업을 정리하는 등 자체 사업의 효율화를 진행한 만큼 올해부터는 영업이익이 개선되며 자체사업이 본격적인 성장궤도에 올라설 전망이다. 자회사의 실적도 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다. 금융 자회사의 실적 턴어라운드를 비롯해 한화에어로스페이스는 코로나 19 영향으로 지연됐던 수출물량 회복이 되고 있으며 한화솔루션의 케미칼 부문 호조로 동사의 영업이익 개선을 견인할 것이다.

그림67 한화 연결 매출액 및 영업이익률 추이



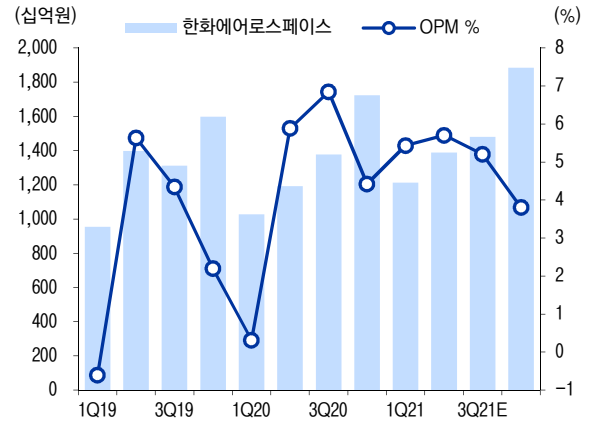
자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 한화 자체사업 매출액 및 영업이익률 추이



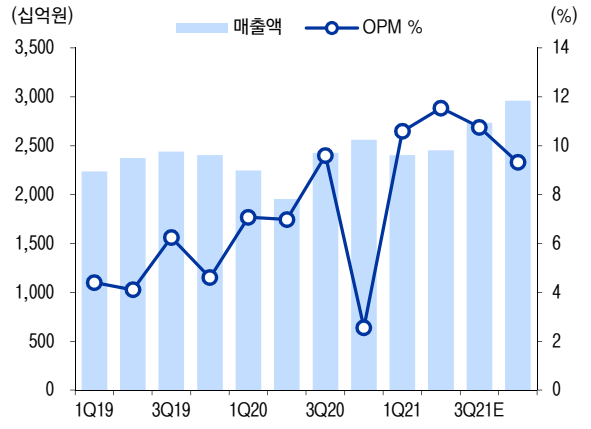
자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 한화에어로스페이스 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 한화솔루션 자체사업 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 한화 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	**14,462**	**11,004**	**11,672**	**13,788**	**12,838**	**12,053**	**12,376**	**14,469**	**50,412**	**50,926**	**51,736**
한화 별도	841	1,083	947	1,130	710	1,071	962	1,226	4,433	4,001	3,969
화약/제조	378	491	454	780	269	449	444	858	1,864	2,102	2,021
무역/도소매	366	473	371	197	341	497	390	207	1,914	1,408	1,435
기계/제조	97	119	122	152	100	125	128	160	655	490	513
연결 자회사	12,461	9,707	10,462	12,164	11,365	11,114	11,599	13,562	44,399	44,794	47,639
영업이익	**296**	**501**	**636**	**148**	**848**	**649**	**678**	**396**	**1,126**	**1,582**	**2,572**
한화 별도	6	58	71	31	4	59	58	75	189	167	196
화약/제조	22	56	61	50	7	44	46	77	128	188	174
무역/도소매	-19	-6	8	-11	3	8	8	-6	31	-28	13
기계/제조	4	9	2	-7	-6	7	4	4	30	7	9
연결 자회사	299	391	578	101	768	580	612	310	944	1,368	2,271
세전이익	174	514	604	-188	1,211	717	775	330	253	1,104	3,032
순이익	185	351	410	-205	820	481	520	221	231	741	2,042
지배주주순이익	134	117	163	-200	303	192	208	89	90	214	791
YoY %											
매출액	***21.4***	***-14.0***	***-10.1***	***8.3***	***-11.2***	***9.5***	***6.0***	***4.9***	***3.4***	***1.0***	***1.6***
한화 별도	*-4.2*	*5.0*	*-10.4*	*-23.0*	*-15.6*	*-1.1*	*1.6*	*8.5*	*-15.1*	*-9.8*	*-0.8*
화약/제조	*58.2*	*25.8*	*4.2*	*-2.4*	*-28.8*	*-8.5*	*-2.0*	*10.1*	*-13.3*	*12.8*	*-3.9*
무역/도소매	*-24.5*	*2.6*	*-27.1*	*-56.9*	*-7.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*-9.9*	*-26.4*	*1.9*
기계/제조	*-37.1*	*-33.8*	*8.8*	*-27.3*	*3.4*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*-31.0*	*-25.2*	*4.7*
연결 자회사	*17.4*	*-16.3*	*-11.4*	*17.2*	*-8.8*	*14.5*	*10.9*	*11.5*	*7.2*	*0.9*	*6.4*
영업이익	***14.2***	***37.9***	***64.1***	***29.0***	***186.2***	***29.5***	***6.6***	***167.4***	***-37.7***	***40.5***	***62.6***
한화 별도	*-46.5*	*21.6*	*82.5*	*-65.7*	*-37.0*	*0.8*	*-18.4*	*142.8*	*-37.0*	*-11.6*	*17.3*
화약/제조	*357.1*	*277.9*	*186.8*	*-42.9*	*-68.2*	*-21.2*	*-24.6*	*54.8*	*-43.1*	*47.4*	*-7.6*
무역/도소매	*적전*	*적전*	*-41.7*	*254.3*	*흑전*	*흑전*	*-4.9*	*적지*	*45.5*	*적전*	*흑전*
기계/제조	*-8.6*	*-47.4*	*-43.7*	*적전*	*적전*	*-20.1*	*98.5*	*흑전*	*-43.9*	*-76.6*	*29.9*
연결 자회사	*40.9*	*36.6*	*63.1*	*10.7*	*157.3*	*48.5*	*6.0*	*205.9*	*-30.7*	*45.0*	*65.9*
세전이익	*-29.0*	*111.0*	*65.3*	*-68.7*	*595.0*	*39.4*	*28.3*	*흑전*	*-80.5*	*335.7*	*174.7*
순이익	*6.2*	*82.5*	*36.6*	*-52.9*	*343.9*	*37.1*	*26.6*	*흑전*	*-71.1*	*220.5*	*175.7*
지배주주순이익	*25.9*	*146.2*	*48.6*	*15.2*	*125.4*	*64.9*	*27.4*	*흑전*	*-80.8*	*137.7*	*270.1*
Margin %											
영업이익률	***2.0***	***4.6***	***5.5***	***1.1***	***6.6***	***5.4***	***5.5***	***2.7***	***2.2***	***3.1***	***5.0***
한화 별도	*0.8*	*5.4*	*7.5*	*2.7*	*0.6*	*5.5*	*6.0*	*6.1*	*4.3*	*4.2*	*4.9*
화약/제조	*5.7*	*11.4*	*13.4*	*6.4*	*2.6*	*9.9*	*10.3*	*8.9*	*6.9*	*9.0*	*8.6*
무역/도소매	*-5.1*	*-1.3*	*2.2*	*-5.8*	*0.9*	*1.6*	*2.0*	*-2.8*	*1.6*	*-2.0*	*0.9*
기계/제조	*3.8*	*7.2*	*1.9*	*-4.9*	*-6.0*	*5.5*	*3.5*	*2.4*	*4.6*	*1.5*	*1.8*
연결 자회사	*2.4*	*4.0*	*5.5*	*0.8*	*6.8*	*5.2*	*5.3*	*2.3*	*2.1*	*3.1*	*4.8*
세전이익률	*1.2*	*4.7*	*5.2*	*-1.4*	*9.4*	*5.9*	*6.3*	*2.3*	*0.5*	*2.2*	*5.9*
순이익률	*1.3*	*3.2*	*3.5*	*-1.5*	*6.4*	*4.0*	*4.2*	*1.5*	*0.5*	*1.5*	*3.9*
지배주주순이익률	*0.9*	*1.1*	*1.4*	*-1.5*	*2.4*	*1.6*	*1.7*	*0.6*	*0.2*	*0.4*	*1.5*

자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 한화 주요 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액											
한화생명	8,141	5,539	5,651	6,892	7,008	6,093	6,216	7,374	24,978	26,223	26,691
한화에어로스페이스	1,027	1,193	1,377	1,724	1,212	1,392	1,483	1,897	5,264	5,321	5,984
한화솔루션	2,248	1,956	2,428	2,562	2,404	2,713	2,928	2,930	9,457	9,195	10,975
한화건설	940	914	873	867	652	959	916	997	4,050	3,593	3,525
한화호텔&리조트	105	105	133	119	88	94	140	137	649	462	460
영업이익											
한화생명	100	123	207	-53	437	137	186	-82	49	377	678
한화에어로스페이스	3	70	94	76	66	80	77	74	165	244	296
한화솔루션	159	137	233	65	255	269	289	233	459	594	1,045
한화건설	70	99	52	28	38	96	56	53	295	249	243
한화호텔&리조트	-33	-38	-8	-16	-27	-15	-4	-7	-25	-95	-52
OPM %											
한화생명	*1.2*	*2.2*	*3.7*	*-0.8*	*6.2*	*2.2*	*3.0*	*-1.1*	*0.2*	*1.4*	*2.5*
한화에어로스페이스	*0.3*	*5.9*	*6.8*	*4.4*	*5.4*	*5.7*	*5.2*	*3.9*	*3.1*	*4.6*	*4.9*
한화솔루션	*7.1*	*7.0*	*9.6*	*2.6*	*10.6*	*9.9*	*9.9*	*7.9*	*4.9*	*6.5*	*10.5*
한화건설	*7.4*	*10.9*	*5.9*	*3.3*	*5.8*	*10.0*	*6.1*	*5.3*	*7.3*	*6.9*	*6.9*
한화호텔&리조트	*-31.5*	*-36.5*	*-6.2*	*-13.2*	*-30.3*	*-15.4*	*-3.0*	*-4.8*	*-3.9*	*-20.6*	*-11.5*

자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 41,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 41,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 한화의 자체사업과 지분가치를 합산해 산출된 NAV 5.2조원에 할인율 40%를 적용해 산정했다. 동사의 주가는 코로나19 이후 자회사 지분가치 상승을 반영하지 못하면서 NAV 할인율이 54%로 2표준편차 수준까지 확대돼 저평가 상태이다. 주요 자회사의 실적개선세가 지속될 것으로 예상되고 장기적으로 질산 설비 증설에 따른 이익 확대, 계열사의 원가경쟁력 강화를 고려했을 때 매수 전략이 유효하다는 판단이다.

표19 한화 목표주가 산정

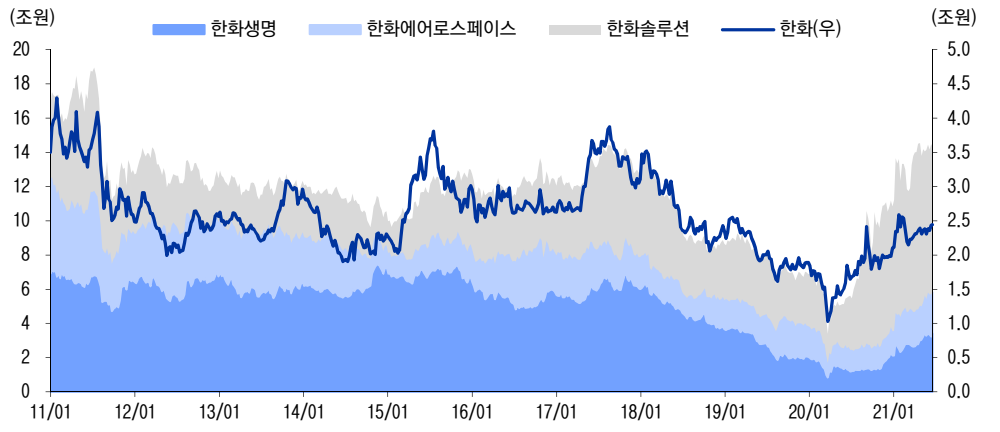
(십억원, x, %)		기업가치	지분율	비고
영업가치		**1,164**		
별도 사업(방산/기계, 글로벌)		1,164		Target EV/EBTIDA 4x 적용
지분가치		**6,368**		
상장사	한화생명	591	18.2	최근 3개월 평균 시가총액
	한화에어로스페이스	768	34.0	
	한화솔루션	3,154	36.1	
	한화(자사주)	199	8.3	
비상장사	한화건설	1,259	96.8	장부가
	한화호텔&리조트	219	50.6	장부가
	한화테크엠	11	100.0	장부가
	기타	168		
영업가치 및 지분가치 합계		**7,532**		
순차입금		2,374	1Q21말 별도 기준	
NAV		**5,158**		
할인율		40%	1 표준편차 37% 감안	
적정 기업가치		**3,095**		
발행 주식수(백만주)		75.0		
적정 주가(원)		41,284		
목표 주가(원)		**41,000**	**상승여력 +29.5%**	

자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 한화 NAV 할인율 및 표준편차

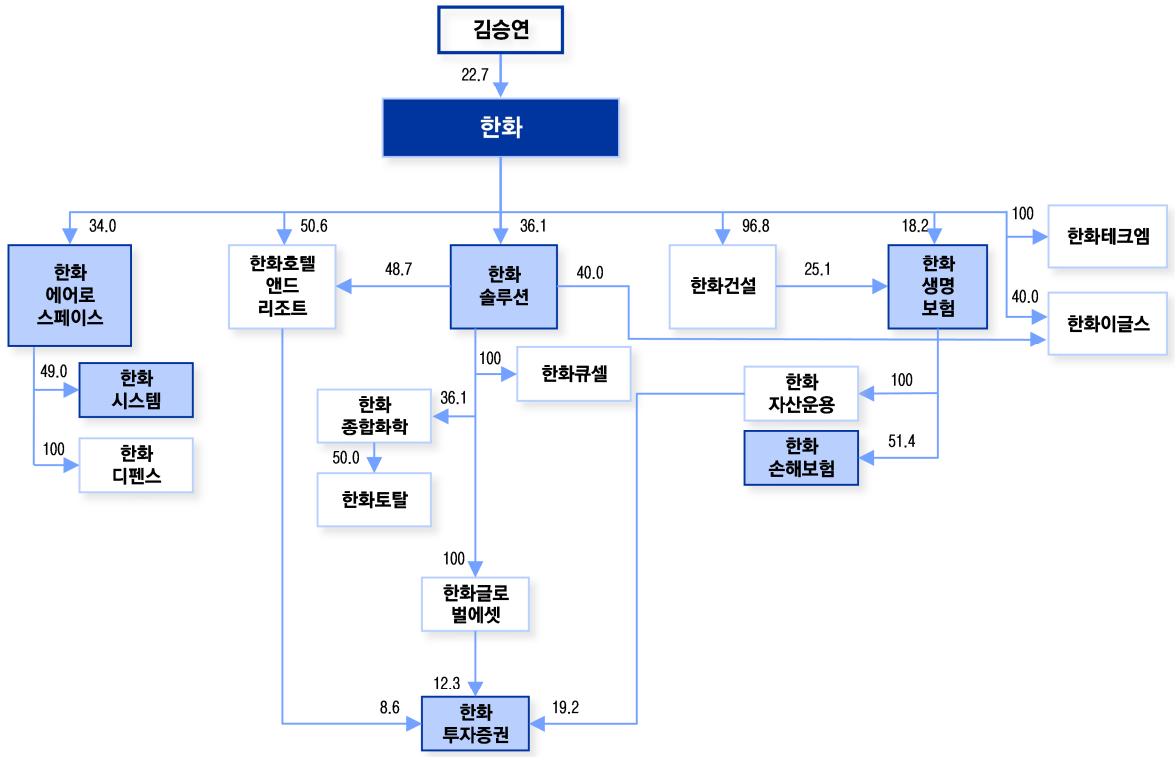
자료: 한화, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 한화 및 상장 자회사 시가총액 추이



자료: 각 사, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 한화 지배구조



자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

한화 (000880)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	136,557	141,958	145,314	150,397	155,634
현금 및 현금성자산	4,575	5,533	5,639	5,300	4,851
매출채권 및 기타채권	5,449	5,126	5,232	5,311	5,497
재고자산	3,916	4,114	5,016	5,250	5,434
기타유동자산	122,617	127,184	129,426	134,536	139,852
비유동자산	45,729	49,220	51,907	53,557	55,289
관계기업투자등	2,519	2,585	2,807	2,921	3,039
유형자산	14,764	14,388	14,434	14,625	14,840
무형자산	2,883	2,851	2,918	2,973	3,031
자산총계	**182,286**	**191,178**	**197,220**	**203,954**	**210,923**
유동부채	27,954	29,477	28,882	29,223	29,513
매입채무 및 기타재무	4,253	4,710	5,251	5,497	5,689
단기금융부채	15,578	15,768	15,640	15,640	15,640
기타유동부채	8,123	8,999	7,990	8,087	8,184
비유동부채	136,069	143,194	148,409	154,085	159,991
장기금융부채	8,166	7,966	8,389	8,389	8,389
기타비유동부채	127,903	135,228	140,020	145,696	151,602
부채총계	**164,022**	**172,671**	**177,290**	**183,308**	**189,504**
지배주주지분	4,425	4,510	5,251	5,967	6,739
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	486	523	521	521	521
이익잉여금	3,601	3,753	4,501	5,217	5,989
비지배주주지분(연결)	13,839	13,998	14,679	14,679	14,679
자본총계	**18,264**	**18,507**	**19,930**	**20,646**	**21,418**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**50,412**	**50,926**	**51,736**	**52,937**	**54,525**
매출원가	46,659	46,792	47,145	48,639	50,098
매출총이익	**3,753**	**4,135**	**4,591**	**4,298**	**4,427**
판매비 및 관리비	2,627	2,552	2,019	1,855	1,774
영업이익	**1,126**	**1,582**	**2,572**	**2,442**	**2,653**
(EBITDA)	2,299	2,848	3,840	3,735	3,964
금융손익	-521	-404	-35	9	10
이자비용	497	461	0	0	0
관계기업등 투자손익	216	156	405	405	405
기타영업외손익	-567	-230	90	56	57
세전계속사업이익	**253**	**1,104**	**3,032**	**2,913**	**3,124**
계속사업법인세비용	22	363	990	959	1,028
계속사업이익	231	741	2,042	1,954	2,096
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**231**	**741**	**2,042**	**1,954**	**2,096**
지배주주	90	214	791	782	838
총포괄이익	**544**	**639**	**2,042**	**1,954**	**2,096**
매출총이익률 (%)	7.4	8.1	8.9	8.1	8.1
영업이익률 (%)	2.2	3.1	5.0	4.6	4.9
EBITDA 마진률 (%)	4.6	5.6	7.4	7.1	7.3
당기순이익률 (%)	0.5	1.5	3.9	3.7	3.8
ROA (%)	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	2.1	4.8	16.2	13.9	13.2
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**2,518**	**3,443**	**4,493**	**7,231**	**7,425**
당기순이익(손실)	253	1,104	2,432	1,954	2,096
비현금수익비용가감	4,679	4,527	3,135	5,390	5,555
유형자산감가상각비	1,006	1,090	1,084	1,107	1,122
무형자산상각비	167	177	184	186	189
기타현금수익비용	-1,107	799	1,867	4,098	4,243
영업활동 자산부채변동	-5,168	-5,486	169	-114	-226
매출채권 감소(증가)	40	176	-210	-78	-186
재고자산 감소(증가)	-6	-151	-229	-234	-184
매입채무 증가(감소)	142	-218	642	245	193
기타자산, 부채변동	-5,344	-5,292	-34	-46	-48
투자활동 현금	**-3,988**	**-1,887**	**-5,440**	**-7,505**	**-7,808**
유형자산처분(취득)	-1,644	-1,106	-1,184	-1,297	-1,336
무형자산 감소(증가)	-212	-230	-230	-241	-247
투자자산 감소(증가)	-4,871	-2,321	-2,850	-4,677	-4,883
기타투자활동	2,739	1,770	-1,175	-1,289	-1,341
재무활동 현금	**992**	**-549**	**0**	**-65**	**-66**
차입금의 증가(감소)	2,761	1,249	-980	0	0
자본의 증가(감소)	-62	-66	-65	-65	-66
배당금의 지급	62	66	65	65	66
기타재무활동	-1,707	-1,732	1,045	0	0
현금의 증가	**-484**	**958**	**106**	**-339**	**-449**
기초현금	5,059	4,575	5,533	5,639	5,300
기말현금	4,575	5,533	5,639	5,300	4,851

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	23.7	9.9	2.8	2.8	2.6
P/B	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	-40.7	-34.7	-26.1	-28.1	-27.6
P/CF	0.5	0.5	0.6	0.4	0.4
배당수익률 (%)	2.8	2.5	2.3	2.3	2.3
성장성 (%)					
매출액	3.4	1.0	1.6	2.3	3.0
영업이익	-37.7	40.5	62.6	-5.0	8.6
세전이익	-80.5	335.7	174.7	-3.9	7.3
당기순이익	-71.1	220.5	175.7	-4.3	7.3
EPS	-84.0	171.0	293.8	-1.3	7.4
안정성 (%)					
부채비율	898.1	933.0	889.6	887.8	884.8
유동비율	488.5	481.6	503.1	514.7	527.3
순차입금/자기자본(x)	-526.0	-550.9	-521.6	-526.0	-529.0
영업이익/금융비용(x)	2.3	3.4	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	23,744	23,734	24,028	24,028	24,028
순차입금 (십억원)	-96,070	-101,949	-103,962	-108,591	-113,312
주당지표(원)					
EPS	1,053	2,853	11,236	11,091	11,910
BPS	45,198	46,059	53,632	60,946	68,831
CFPS	50,381	57,505	56,861	75,012	78,138
DPS	700	700	710	720	730

자료: 한화, 이베스트투자증권 리서치센터

SK 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2021.07.06	변경	이승응									
2021.07.06	Buy	375,000									

LG 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2021.07.06	변경	이승응									
2021.07.06	Buy	130,000									

CJ 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2021.07.06	변경	이승응									
2021.07.06	Buy	140,000									

한화 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2021.07.06	변경	이승응									
2021.07.06	Buy	41,000									

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 제 3 자에게 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)