



IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

투자의 맥

1. 변화의 진폭
2. 혁신의 가시성

RA 박세라

02) 6915-5653

psera94@ibks.com

본 조사분석자료는 당시 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이며, 당시에는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 중요 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Summary

■ 지주는 다양한 산업을 가진 복합기업

- 한 업종만으로 지주 체제가 안되는 것은 아니나, 대부분은 여러 업종을 거느리는 선단식 구조
- 지주로 전환하는 이유는 경영 효율화 · 규제 · 승계 등의 목적
- 다양한 산업을 소유한 배경은 그룹 형태로 발전한 국내 기업의 특성에서 비롯

■ 별도 실적이 중요한 이유

- 별도 실적은 상표사용료, 배당금, 임대수익, 자체수익 등으로 구성되어 있는데, 임대수익과 자체수익은 사업 유무에 따라 기업마다 차이가 있음. 계열사의 연결 실적은 종속 여부에 따라 완전 연결 혹은 지분법으로 지주 실적에 반영
- 별도의 상표사용료와 배당금은 계열사의 실적에 의해 결정되는 것으로 연결실적이 별도실적의 거울이라 할 수 있지만, 지주가 별도 실적을 기준으로 주주환원 정책을 결정하기에 결국 별도 실적이 중요

■ 주가에 미치는 요소도 다양

- 복합기업의 형태는 복잡하다는 의미로 해석 가능
- 계열사의 가치, 수급, 오너의 지배력에 대한 평가, 주주환원, 규제 등 주가에 미치는 변수가 매우 다양
- 영향력이 가장 큰 변수는 계열사의 가치이고, 그 다음은 수급. 주주환원은 관심 만큼 주가에 미치는 영향력은 제한적

■ 변화와 혁신이 최대 화두

- 2019년에는 계열사의 가치가 크게 상승하고, 주식 수급이 불안정했던 지주회사가 강세
- 글로벌 경제 상황이 우호적이지 않아 기업은 변화와 혁신에 역량 집중. 그러면서 재무구조 안정과 같은 안정성에도 주력
- 변화의 진폭과 혁신의 가시성이 높은 지주가 주목받을 것으로 예상되며, 주주환원은 기본적 요구사항으로 주가의 지지대 역할

■ 필요충분조건을 갖춘 지주

- 변화와 혁신은 계열사로부터 시작되는 경우가 많아 계열사와 지주가 유기적 관계에 있다고 하더라도 관심 순위가 우선시 되기 힘들
- 성장과 수익 개선이 변화와 혁신의 가장 큰 동기이나, 변화와 혁신에는 안정성도 포함. 많은 고민과 의사결정을 내려야 하는 시기
- 주요 투자 변수에 낙제가 없는 절대 및 상대우위를 보이는 지주회사 선호
- SK, LS, 한라홀딩스, 삼성물산 주목

지주회사 시가총액 상위 20선

지주사	지주 성격	주 업종	주력 자회사	시가총액
SK	사업지주	정유/화학, 에너지, 바이오, ICT, 반도체 등	SK이노베이션, SK바이오팜, SK텔레콤, SK하이닉스, SKE&S 등	18,047
LG	순수지주	ICT, 화학, 생활건강, SI 등	LG전자, LG화학, LG유플러스, LG CNS, LG생활건강 등	12,355
아모레G	순수지주	화장품 등	아모레퍼시픽, 이니스프리, 에뛰드 등	6,786
현대중공업지주	순수지주	조선, 정유, 기계(로보틱스), 전력장비 등	한국조선해양, 현대오일뱅크, 현대글로벌서비스, 현대건설기계, 현대일렉트릭 등	5,391
GS	순수지주	정유, 에너지, 쇼핑, 발전 등	GS에너지, GS리테일, 지에스이피에스, 지에스글로벌, 지에스홈쇼핑 등	4,674
롯데지주	순수지주	쇼핑, 제과, 화학, 음식료 등	롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데칠성음료, 롯데케미칼, 롯데푸드, 롯데글로벌로지스 등	3,918
CJ	순수지주	음식료, 물류, 엔터테인먼트 등	CJ제일제당, CJENM, CJ대한통운, CJ올리브영, CJ푸드빌, CJ프레시웨이 등	2,702
한미사이언스	순수지주	생명공학 및 헬스케어	한미약품, 제이브이엠, 온라인팜 등	2,463
한진칼	순수지주	항공, 물류, 호텔, 여행업 등	대한항공, 진에어, 한진, 칼호텔네트워크, 경석기업 등	2,311
한화	사업지주	화학제조업, 도소매업, 화학제조업, 건설업, 레저/서비스업 등	한화케미칼, 한화생명보험, 한화에어로스페이스, 한화건설, 한화호텔앤리조트	1,840
효성	사업지주	중공업/건설, 산업자재, 화학, 섬유 등	효성중공업, 효성티앤씨, 효성첨단소재, 효성화학 등	1,606
LS	순수지주	전선, 전력장비, 동 제련, 트랙터 등	LS전선, LS산전, LS니꼬동제련, LS엠트론, LG아이앤디 등	1,509
두산	사업지주	전자, 발전장비, 굴삭기 및 부품, 산업차량, 연료전지, 2차전지부품, 건설 등	두산중공업, 두산인프라코어, 두산밥캣, 두산솔루스, 두산퓨얼셀 등	1,129
녹십자홀딩스	순수지주	생명공학 및 헬스케어	녹십자, 녹십자엠에스, 녹십자웰빙 등	1,011
하림지주	순수지주	가금, 사료, 음식료, 운송, 쇼핑 등	하림, 선진, 팬오션, 엔에스쇼핑, 등	760
대웅	사업지주	생명공학 및 헬스케어	대웅제약, 대웅바이오, 한올바이오파마 등	753
HDC	순수지주	의류 생산	영원무역, 영원아웃도어 등	645
영원무역홀딩스	순수지주	식품, 화학	삼양사, 삼남석유화학, 삼양화성, 삼양이노캠 등	636
삼양홀딩스	순수지주	자동차 부품, 건설, 부품 유통	만도, 만도헬라, 한라 등	571
한라홀딩스	사업지주	화학, 생활용품 및 화장품, 유통, 항공운송 등	애경유화, 애경화학, 애경산업, 제주항공 등	481

주: 시가총액 기준일 2020년 1월 3일. 단위: 십억원. 자료: Quantwise, 각사 사업보고서, IBK투자증권

지주회사 별도 실적_매출액 증가 상위 20위

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
아모레G	891	1,254.6	1,197.1	823	흑전	흑전	831	9,452.0	5,169.6
코아시아	97	700.2	971.7	10	흑전	흑전	35	흑전	-69.3
휴맥스홀딩스	19	187.8	-28.1	0	적전	적지	-38	적전	적지
SJM홀딩스	30	136.0	98.9	24	65.5	130.9	24	106.4	94.4
영원무역홀딩스	36	126.9	157.8	21	142.1	236.9	31	315.1	7,214.3
한국전자홀딩스	22	89.2	26.3	12	568.1	45.8	13	142.0	55.4
KC그린홀딩스	22	35.2	12.7	6	323.1	40.4	8	-28.0	흑전
일진홀딩스	9	34.7	-7.2	2	흑전	86.1	34	-31.1	2,266.4
한미사이언스	83	33.2	25.8	19	63.3	114.0	4	-34.5	9.2
대상홀딩스	38	25.4	5.8	9	-1.2	-4.9	10	-16.3	-28.9
현대중공업지주	690	20.8	-3.2	59	36.7	-14.4	-119	적지	적지
풀무원	190	19.9	5.3	18	-7.2	-39.2	40	26.0	91.6
세아홀딩스	31	11.6	-44.8	-12	적지	적전	128	흑전	4,903.5
하이트진로홀딩스	13	11.4	4.8	5	-13.7	1.9	-52	적지	적지
CS홀딩스	6	11.1	1.0	1	46.2	-0.9	2	53.2	5.3
S&T홀딩스	5	10.7	-7.9	0	100.0	-66.7	1	-57.1	-19.4
SK	5,715	4.8	-5.5	1,428	8.5	-20.1	1,319	54.0	160.4
삼양홀딩스	200	4.5	-16.3	119	10.9	-17.0	119	-2.8	-15.9
LS	96	4.3	-0.3	11	-6.9	흑전	31	흑전	흑전
대웅	115	3.6	4.1	16	-38.2	-20.5	15	-40.2	-24.8

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
코아시아	114	281.6	-5	적지	146	흑전
휴맥스홀딩스	65	193.2	-12	적전	-53	적전
아모레G	1,476	120.9	1,274	186.3	1,330	188.1
롯데지주	3,499	59.0	2,423	95.5	3,781	흑전
S&T홀딩스	105	55.5	91	66.8	92	53.0
영원무역홀딩스	215	45.3	184	44.7	191	56.8
한국전자홀딩스	50	38.7	20	311.6	26	69.4
SK	26,791	24.5	14,410	41.9	12,276	25.2
SJM홀딩스	62	24.0	48	29.1	51	39.0
SBS미디어홀딩스	34	22.4	10	52.8	167	1,160.8
노루홀딩스	290	21.5	184	49.1	166	54.6
LG	7,704	17.9	6,050	21.3	5,632	17.4
효성	2,784	13.0	604	흑전	473	-98.4
대상홀딩스	197	12.5	117	0.7	109	-3.7
한미사이언스	254	11.0	72	-7.4	41	-41.0
CS홀딩스	27	8.8	12	14.9	16	17.5
CJ	1,206	8.7	646	-8.1	474	72.4
한진칼	560	7.7	432	6.0	311	5.6
KISCO홀딩스	137	7.3	115	8.7	129	10.1
한솔홀딩스	208	5.5	103	5.7	79	-41.8

주: 매출액 증가를 전년동기대비 상위 20위, 2019년 3분기 실적 기준, 누적 기준 YoY는 전년동기대비, 단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

지주회사 별도 실적_영업이익 증가 상위 20위

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
아모레G	891	1,254.6	1,197.1	823	흑전	흑전	831	9,452.0	5,169.6
효성	732	-42.8	24.6	110	흑전	흑전	12	흑전	흑전
코아시아	97	700.2	971.7	10	흑전	흑전	35	흑전	-69.3
일진홀딩스	9	34.7	-7.2	2	흑전	86.1	34	-31.1	2,266.4
한국전자홀딩스	22	89.2	26.3	12	568.1	45.8	13	142.0	55.4
KC그린홀딩스	22	35.2	12.7	6	323.1	40.4	8	-28.0	흑전
영원무역홀딩스	36	126.9	157.8	21	142.1	236.9	31	315.1	7,214.3
S&T홀딩스	5	10.7	-7.9	0	100.0	-66.7	1	-57.1	-19.4
SJM홀딩스	30	136.0	98.9	24	65.5	130.9	24	106.4	94.4
한미사이언스	83	33.2	25.8	19	63.3	114.0	4	-34.5	9.2
CS홀딩스	6	11.1	1.0	1	46.2	-0.9	2	53.2	5.3
한라홀딩스	1,618	-8.6	8.5	231	37.1	181.1	171	흑전	300.6
현대중공업지주	690	20.8	-3.2	59	36.7	-14.4	-119	적지	적지
롯데지주	439	2.4	4.6	99	20.9	158.3	1,705	흑전	흑전
삼양홀딩스	200	4.5	-16.3	119	10.9	-17.0	119	-2.8	-15.9
평화홀딩스	36	2.0	0.2	7	8.9	6.1	-2	적전	적전
코오롱	97	-1.0	-29.1	37	8.6	-9.7	-30	적지	적지
SK	5,715	4.8	-5.5	1,428	8.5	-20.1	1,319	54.0	160.4
LG	1,011	2.9	2.9	494	4.4	51.1	349	-5.7	28.2
HDC	82	-25.9	-25.5	36	3.9	-9.4	677	흑전	1,193.2

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
효성	2,784	13.0	604	흑전	473	-98.4
한국전자홀딩스	50	38.7	20	311.6	26	69.4
아모레G	1,476	120.9	1,274	186.3	1,330	188.1
HDC	402	0.9	235	142.2	953	-88.7
롯데지주	3,499	59.0	2,423	95.5	3,781	흑전
S&T홀딩스	105	55.5	91	66.8	92	53.0
SBS미디어홀딩스	34	22.4	10	52.8	167	1,160.8
노루홀딩스	290	21.5	184	49.1	166	54.6
영원무역홀딩스	215	45.3	184	44.7	191	56.8
SK	26,791	24.5	14,410	41.9	12,276	25.2
SJM홀딩스	62	24.0	48	29.1	51	39.0
LG	7,704	17.9	6,050	21.3	5,632	17.4
CS홀딩스	27	8.8	12	14.9	16	17.5
KISCO홀딩스	137	7.3	115	8.7	129	10.1
KC그린홀딩스	112	4.3	62	7.9	47	-7.9
한진칼	560	7.7	432	6.0	311	5.6
한솔홀딩스	208	5.5	103	5.7	79	-41.8
대상홀딩스	197	12.5	117	0.7	109	-3.7
코오롱	453	-3.6	232	0.4	16	흑전
AK홀딩스	313	0.6	218	0.3	208	-1.6

주: 영업이익 증감률 전년동기대비 상위 20위, 2019년 3분기 실적 기준. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, %. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

지주회사 별도 실적_순이익 증가 상위 20위

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
롯데지주	439	2.4	4.6	99	20.9	158.3	1,705	흑전	흑전
HDC	82	-25.9	-25.5	36	3.9	-9.4	677	흑전	1,193.2
한라홀딩스	1,618	-8.6	8.5	231	37.1	181.1	171	흑전	300.6
세아홀딩스	31	11.6	-44.8	-12	적지	적전	128	흑전	4,903.5
코아시아	97	700.2	971.7	10	흑전	흑전	35	흑전	-69.3
LS	96	4.3	-0.3	11	-6.9	흑전	31	흑전	흑전
효성	732	-42.8	24.6	110	흑전	흑전	12	흑전	흑전
아모레G	891	1,254.6	1,197.1	823	흑전	흑전	831	9,452.0	5,169.6
영원무역홀딩스	36	126.9	157.8	21	142.1	236.9	31	315.1	7,214.3
CJ	268	2.2	6.0	116	3.3	70.6	124	213.1	흑전
한국전자홀딩스	22	89.2	26.3	12	568.1	45.8	13	142.0	55.4
SJM홀딩스	30	136.0	98.9	24	65.5	130.9	24	106.4	94.4
SK	5,715	4.8	-5.5	1,428	8.5	-20.1	1,319	54.0	160.4
CS홀딩스	6	11.1	1.0	1	46.2	-0.9	2	53.2	5.3
풀무원	190	19.9	5.3	18	-7.2	-39.2	40	26.0	91.6
KPX홀딩스	35	0.0	346.3	26	0.5	흑전	38	11.6	흑전
성창기업지주	14	-28.9	1.0	1	-29.1	-12.6	6	8.3	0.0
삼양홀딩스	200	4.5	-16.3	119	10.9	-17.0	119	-2.8	-15.9
LG	1,011	2.9	2.9	494	4.4	51.1	349	-5.7	28.2
GS	322	-7.1	-2.8	236	-10.9	17.7	139	-14.9	-9.8

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY
롯데지주	3,499	59.0	2,423	95.5	3,781	흑전
코아시아	114	281.6	-5	적지	146	흑전
코오롱	453	-3.6	232	0.4	16	흑전
SBS미디어홀딩스	34	22.4	10	52.8	167	1,160.8
아모레G	1,476	120.9	1,274	186.3	1,330	188.1
CJ	1,206	8.7	646	-8.1	474	72.4
한국전자홀딩스	50	38.7	20	311.6	26	69.4
영원무역홀딩스	215	45.3	184	44.7	191	56.8
노루홀딩스	290	21.5	184	49.1	166	54.6
S&T홀딩스	105	55.5	91	66.8	92	53.0
세아홀딩스	446	-0.9	315	-4.2	438	40.6
SJM홀딩스	62	24.0	48	29.1	51	39.0
LS	1,053	-0.1	734	-4.7	849	35.6
SK	26,791	24.5	14,410	41.9	12,276	25.2
CS홀딩스	27	8.8	12	14.9	16	17.5
LG	7,704	17.9	6,050	21.3	5,632	17.4
한라홀딩스	4,652	-13.3	503	-23.2	355	14.4
KISCO홀딩스	137	7.3	115	8.7	129	10.1
한진칼	560	7.7	432	6.0	311	5.6
농심홀딩스	181	0.0	150	-0.5	152	0.9

주:순이익 증감률 전년동기대비 상위 20위, 2019년 3분기 실적 기준. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, %. 자료: Quantwise, IBK투자증권

지주회사 연결 실적_매출액 증가 상위 20위

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
엘브이엠씨홀딩스	1,042	60.9	36.7	-101	적지	적지	-63	적지	적지
코아시아	1,308	41.8	16.4	53	흑전	-16.5	51	흑전	127.4
KC그린홀딩스	1,684	21.1	14.0	66	-9.9	63.3	42	208.6	-62.9
한미사이언스	2,042	19.8	-0.7	37	-5.2	0.2	60	-30.4	-44.5
CJ	86,797	12.9	2.7	4,268	5.0	16.9	734	-48.5	-74.7
노루홀딩스	2,308	12.1	-6.4	119	1,546.9	-10.2	75	흑전	-36.1
한화	129,783	11.7	1.4	3,878	-34.3	6.6	3,004	26.8	56.3
SJM홀딩스	422	10.4	8.9	34	534.5	294.0	54	266.0	106.3
영원무역홀딩스	7,262	10.4	0.2	771	16.2	-18.5	669	49.2	-15.9
코오롱	10,972	10.0	-0.1	373	131.0	30.4	118	483.3	2,926.9
CS홀딩스	330	9.3	-2.7	44	41.6	-4.2	54	99.9	13.3
S&T홀딩스	3,699	9.0	-8.2	402	196.9	21.1	344	170.1	-26.7
대웅	3,344	8.3	-7.2	213	-10.8	-47.9	167	-4.5	-33.6
아모레G	15,704	7.4	0.1	1,205	42.3	9.1	1,123	108.5	50.5
평화홀딩스	1,455	7.3	5.7	-41	적지	적지	-111	적지	적지
풀무원	6,268	6.9	5.0	112	-30.0	4.3	55	-45.0	-2.6
대성홀딩스	1,320	6.2	-19.5	-79	적지	적지	-115	적지	적전
하이트진로홀딩스	5,267	5.8	0.9	518	59.5	249.2	235	192.4	흑전
대상홀딩스	9,395	5.2	7.4	510	13.4	29.3	273	42.3	-27.5
KPX홀딩스	2,496	4.4	-2.4	186	267.2	9.9	207	254.0	49.4

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
KC그린홀딩스	4,637	33.8	132	190.4	164	22.3
엘브이엠씨홀딩스	2,497	22.7	-232	적지	-223	적지
코아시아	3,320	16.3	141	274.7	97	10,328.0
한미사이언스	5,980	15.9	122	31.4	229	-6.5
효성	24,654	15.6	1,710	114.3	1,058	-96.6
CJ	249,284	14.8	11,353	8.2	4,781	-59.7
대웅	10,134	12.0	879	30.1	588	15.2
S&T홀딩스	10,940	9.8	913	152.4	1,040	115.5
CS홀딩스	992	9.7	124	31.7	140	52.3
영원무역홀딩스	20,048	9.5	2,229	19.3	1,846	38.8
노루홀딩스	6,707	8.1	257	213.6	201	346.3
평화홀딩스	4,282	6.0	-123	적지	-290	적지
HDC	12,069	5.4	1,022	27.3	2,277	-74.6
한화	376,831	5.4	10,109	-44.4	6,664	-43.7
하이트진로홀딩스	14,697	4.4	657	-20.0	-235	적전
동성코퍼레이션	6,191	4.2	443	273.1	274	304.0
풀무원	17,732	4.1	235	-21.1	36	-73.5
대상홀딩스	26,665	3.5	1,339	12.5	903	51.4
두산	137,458	3.5	9,590	-8.7	1,621	-12.1
아모레G	47,818	2.2	4,358	-18.3	3,501	-11.8

주: 매출액 증가율 전년동기대비 상위 20위, 2019년 3분기 실적 기준. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, %. 자료: Quantwise, IBK투자증권

지주회사 연결 실적_영업이익 증가 상위 20위

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
코아시아	1,308	41.8	16.4	53	흑전	-16.5	51	흑전	127.4
SBS미디어홀딩스	568	-37.0	-12.9	33	2,283.3	-51.5	83	194.1	6.7
노루홀딩스	2,308	12.1	-6.4	119	1,546.9	-10.2	75	흑전	-36.1
SJM홀딩스	422	10.4	8.9	34	534.5	294.0	54	266.0	106.3
동성코퍼레이션	2,091	3.3	1.0	122	372.8	-30.2	90	흑전	-2.1
KPX홀딩스	2,496	4.4	-2.4	186	267.2	9.9	207	254.0	49.4
S&T홀딩스	3,699	9.0	-8.2	402	196.9	21.1	344	170.1	-26.7
진양홀딩스	552	1.4	-2.2	33	179.0	-9.1	76	467.6	158.7
일진홀딩스	2,051	-7.5	-7.9	48	147.1	-74.6	78	-43.4	-60.3
코오롱	10,972	10.0	-0.1	373	131.0	30.4	118	483.3	2,926.9
하이트진로홀딩스	5,267	5.8	0.9	518	59.5	249.2	235	192.4	흑전
한라홀딩스	2,070	-15.4	5.5	272	58.9	105.3	189	94.1	344.8
KISCO홀딩스	2,909	-13.4	-9.8	178	55.0	40.5	198	흑전	32.8
아모레G	15,704	7.4	0.1	1,205	42.3	9.1	1,123	108.5	50.5
CS홀딩스	330	9.3	-2.7	44	41.6	-4.2	54	99.9	13.3
HDC	3,857	-2.1	-8.6	328	37.5	-15.7	851	5,402.1	5.4
녹십자홀딩스	4,119	3.5	7.1	361	27.0	192.4	154	127.2	흑전
롯데지주	23,132	-1.9	2.6	720	18.3	31.9	1,753	45.8	26.8
영원무역홀딩스	7,262	10.4	0.2	771	16.2	-18.5	669	49.2	-15.9
대상홀딩스	9,395	5.2	7.4	510	13.4	29.3	273	42.3	-27.5

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
코아시아	3,320	16.3	141	274.7	97	10,328.0
동성코퍼레이션	6,191	4.2	443	273.1	274	304.0
노루홀딩스	6,707	8.1	257	213.6	201	346.3
일진홀딩스	5,990	-10.9	274	193.6	246	770.9
KC그린홀딩스	4,637	33.8	132	190.4	164	22.3
S&T홀딩스	10,940	9.8	913	152.4	1,040	115.5
SJM홀딩스	1,199	-0.1	49	150.3	101	66.1
효성	24,654	15.6	1,710	114.3	1,058	-96.6
KPX홀딩스	7,464	-1.3	471	99.6	507	168.6
진양홀딩스	1,684	-6.2	103	74.1	147	276.6
SBS미디어홀딩스	1,678	-40.1	64	59.4	-244	적전
KISCO홀딩스	9,064	-4.8	517	32.5	571	190.2
CS홀딩스	992	9.7	124	31.7	140	52.3
한미사이언스	5,980	15.9	122	31.4	229	-6.5
대웅	10,134	12.0	879	30.1	588	15.2
HDC	12,069	5.4	1,022	27.3	2,277	-74.6
코오롱	32,017	-0.5	876	23.7	78	231.7
영원무역홀딩스	20,048	9.5	2,229	19.3	1,846	38.8
대상홀딩스	26,665	3.5	1,339	12.5	903	51.4
CJ	249,284	14.8	11,353	8.2	4,781	-59.7

주: 영업이익 증가율 전년동기대비 상위 20위, 2019년 3분기 실적 기준. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, %. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

지주회사 연결 실적_순이익 증가 상위 20위

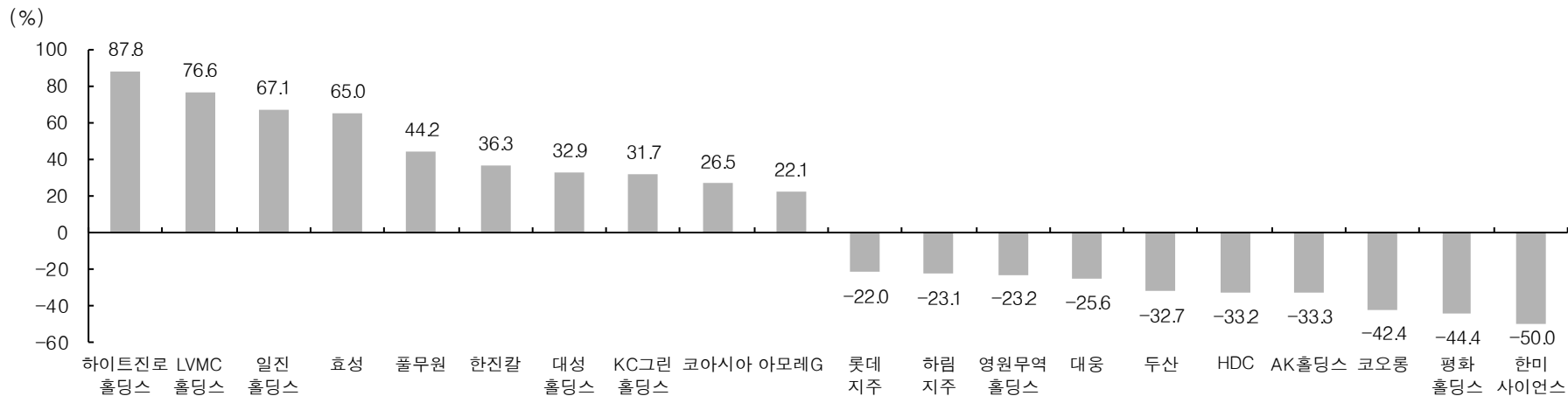
지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
KISCO홀딩스	2,909	-13.4	-9.8	178	55.0	40.5	198	흑전	32.8
동성코퍼레이션	2,091	3.3	1.0	122	372.8	-30.2	90	흑전	-2.1
노루홀딩스	2,308	12.1	-6.4	119	1,546.9	-10.2	75	흑전	-36.1
JW홀딩스	1,905	-2.0	2.2	138	-45.8	94.6	68	흑전	312.6
코아시아	1,308	41.8	16.4	53	흑전	-16.5	51	흑전	127.4
HDC	3,857	-2.1	-8.6	328	37.5	-15.7	851	5,402.1	5.4
코오롱	10,972	10.0	-0.1	373	131.0	30.4	118	483.3	2,926.9
진양홀딩스	552	1.4	-2.2	33	179.0	-9.1	76	467.6	158.7
SJM홀딩스	422	10.4	8.9	34	534.5	294.0	54	266.0	106.3
KPX홀딩스	2,496	4.4	-2.4	186	267.2	9.9	207	254.0	49.4
한국전자홀딩스	549	-14.6	-2.8	-1	적전	적전	13	235.1	-22.2
KC그린홀딩스	1,684	21.1	14.0	66	-9.9	63.3	42	208.6	-62.9
SBS미디어홀딩스	568	-37.0	-12.9	33	2,283.3	-51.5	83	194.1	6.7
하이트진로홀딩스	5,267	5.8	0.9	518	59.5	249.2	235	192.4	흑전
S&T홀딩스	3,699	9.0	-8.2	402	196.9	21.1	344	170.1	-26.7
녹십자홀딩스	4,119	3.5	7.1	361	27.0	192.4	154	127.2	흑전
아모레G	15,704	7.4	0.1	1,205	42.3	9.1	1,123	108.5	50.5
CS홀딩스	330	9.3	-2.7	44	41.6	-4.2	54	99.9	13.3
한솔홀딩스	1,331	-26.0	38.6	51	-67.8	흑전	332	98.6	흑전
한라홀딩스	2,070	-15.4	5.5	272	58.9	105.3	189	94.1	344.8

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
코아시아	3,320	16.3	141	274.7	97	10,328.0
일진홀딩스	5,990	-10.9	274	193.6	246	770.9
노루홀딩스	6,707	8.1	257	213.6	201	346.3
동성코퍼레이션	6,191	4.2	443	273.1	274	304.0
진양홀딩스	1,684	-6.2	103	74.1	147	276.6
코오롱	32,017	-0.5	876	23.7	78	231.7
롯데지주	66,009	-4.2	1,416	-20.8	4,321	207.8
KISCO홀딩스	9,064	-4.8	517	32.5	571	190.2
KPX홀딩스	7,464	-1.3	471	99.6	507	168.6
S&T홀딩스	10,940	9.8	913	152.4	1,040	115.5
SJM홀딩스	1,199	-0.1	49	150.3	101	66.1
한솔홀딩스	3,967	-21.3	150	-44.4	399	57.4
CS홀딩스	992	9.7	124	31.7	140	52.3
대상홀딩스	26,665	3.5	1,339	12.5	903	51.4
영원무역홀딩스	20,048	9.5	2,229	19.3	1,846	38.8
KC그린홀딩스	4,637	33.8	132	190.4	164	22.3
대웅	10,134	12.0	879	30.1	588	15.2
농심홀딩스	3,912	-0.5	294	-2.5	252	-3.4
한미사이언스	5,980	15.9	122	31.4	229	-6.5
한국전자홀딩스	1,664	-10.0	-3	적전	30	-10.3

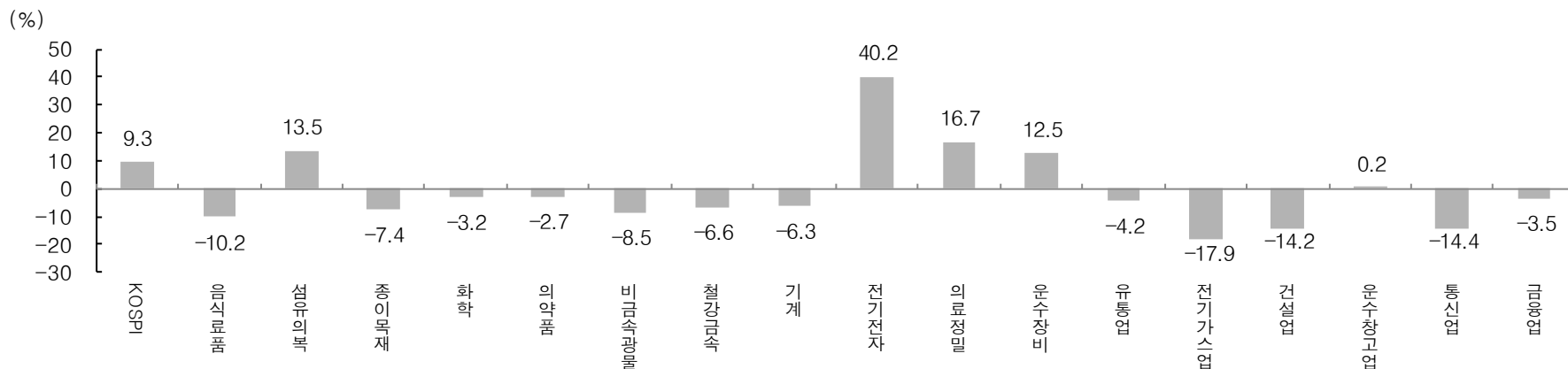
주:순이익 증감률 전년동기대비 상위 20위, 2019년 3분기 실적 기준. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, %. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

주가등락률

주가 등락 상위 10종목 & 하위 10종목



업종별 지수 등락



주: 지수 및 주가 등락률은 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise

주요 이슈

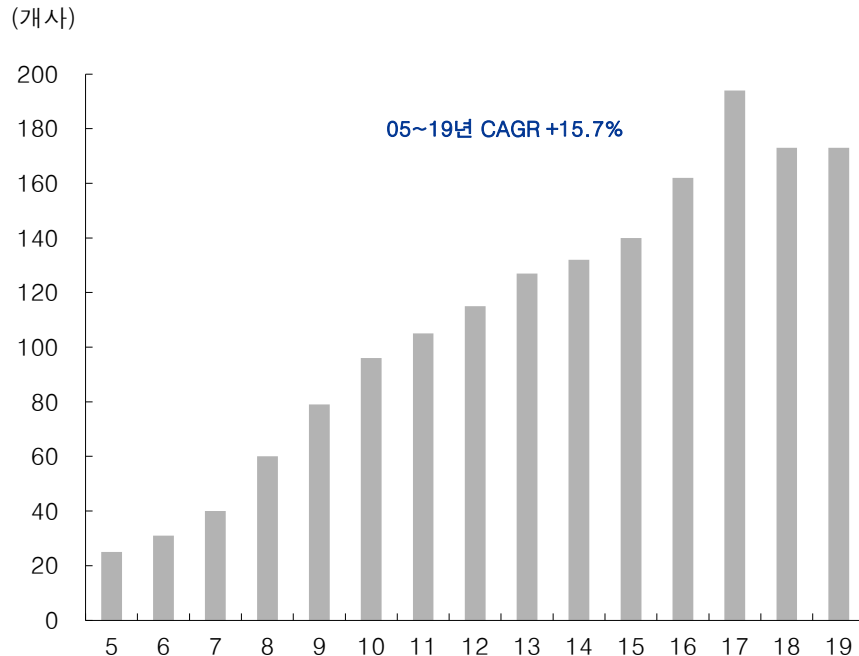
지주회사 현황

- 2019년 173개. 일반지주회사 163개(전년대비 -1개, 대기업집단 37개(-3개)), 금융지주회사 10개(전년대비 -1개, 대기업집단 2개(-1개))
- 2018년 지주회사가 전년대비 20개 감소한 이유는 지주회사 자산 요건이 1천억원에서 5천억원으로 상향됨에 따라 중소 지주회사가 제외되었기 때문

상표권 사용료

- 증가 추세

지주회사 현황



자료: 공정거래위원회, IBK투자증권

기업집단별 연간 상표권 사용료 현황

(개, 억원)

사용료	집단수	해당집단
2,000 이상	2	LG, SK
900~1,600	4	한화, 롯데, CJ, GS
100~500	11	한국타이어, 현대자동차, 두산, 효성, 코오롱, 한라, LS, 삼성, 동원, 금호아시아나, 미래에셋
0.2~90	18	포스코, HDC, 아모레퍼시픽, 애경, 하이트진로, 카카오, 유진, DB, 넥슨, 세아, 하림, KT, 부영, SM, S-오일, 태광, 다우키움

(개, 십억원)

2014		2015		2016		2017		2018	
집단 수	수취 금액	집단 수	수취 금액	집단 수	수취 금액	집단 수	수취 금액	집단 수	수취 금액
17	865	20	922	20	931	37	1,153	35	1,285

자료: 공정거래위원회, IBK투자증권

주요 지주회사의 주가 모멘텀

종목명	주가변동		주가 모멘텀	
	2018	2019	2019	2020
삼성물산	-17.3	4.3	연초대비 -19.1% 하락한 8월초 이후 +29.0% 건설과 상사가 주력사업으로 실적 흐름 안정적 삼성바이오로직스와 삼성전자 주가 상승	2021~2023년 주주환원 정책 계획 발표 건설사업의 적극적인 수주 전략으로 성장성 부각 지주 역할의 부각이 저평가를 해소할 모멘텀
SK	-8.1	4.0	신약 승인. 9천억원대 규모의 자사주 매입 이런 호재에도 불구하고 주가 상승률은 미미	SK바이오팜 주식 상장. 미국 LNG 생산 시설 가동 지난해 대비 주가 이벤트 부재
LG	-23.0	8.4	오너 4세 체제 구축 주력 사업 중심으로 구조 변화 및 규제 사업 정리	주력 사업의 성장을 위한 지주의 역할 투자형 지주회사
현대중공업지주	-16.5	0.1	조선사업 중간지주화, 대우조선해양 인수 고 배당 정책 유지	대우조선해양 인수 마무리, 로봇틱스 분할 후 사업 확장 정책 친환경 정책에 따른 수혜 자회사 실적
CJ	-27.0	-16.7	주력 자회사의 지배구조 및 사업구조 변화 재무적 부담으로 자산 유동화 추진	비상장 계열사 CJ올리브영의 수익 주력 자회사의 재무 부담 경감
한화	-27.5	-19.4	방산공장 사고에 의한 방산제품 생산 차질 주력 계열사 실적 둔화	방산공장 완전 재 가동에 따른 실적 개선과 기저 효과 중동 문제가 이라크 건설 사업의 불안 요소
두산	-1.8	-32.7	자체사업의 일부 사업 인적 분할 주력 자회사의 수익 및 재무구조 개선을 위한 지원	자체사업 수익 및 성장성 제시 주력 자회사의 변화
LS	-33.1	-1.6	2018년 계열사 LS엠트론의 구조조정 여파가 2019년까지 영향 전선사업은 고부가가치 제품 수주 증가	전선사업은 호 실적 유지 사업부간 시너지를 위한 사업조정의 긍정적 효과
한진칼	55.2	36.3	주주행동주의 주식 매입에 이어 최대주주의 갑작스런 유고로 지분경쟁 재 촉발	주주행동주의 경영 의사결정 참가 3월 주주총회가 경영권과 주가에 큰 분수령
하림지주	-31.5	-23.1	일부 주력 사업의 실적 부진. 양재동 물류센터 건립 답보상태 지주 소유의 일부 계열사를 상장 계열사에 이관	지난해 부진했던 주력사업은 기저효과 기대 사업적 시너지를 고려한 구조조정의 효과
한라홀딩스	-30.0	3.5	자체사업의 제품 구성 재편으로 수익 개선 사업적 안정으로 고배당 부각	만도와 만도헬라의 ADAS 기술력 부각 자체사업의 터키법인은 2021년부터 의미있는 실적 기대
한솔홀딩스	9.5	-20.1	사업 구조조정 주력 사업 강화를 위한 M&A 시도	성장 리스크를 최소화하기 위한 주력 사업 강화 비상장계열사를 포함한 사업 전반에 걸친 리빌딩 필요

주: 주가 변동은 연초대비 연말 기준. 단위: %. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

투자의견

- 비상장 자회사 가치, 주주친화적 정책, 사업 개편을 비롯해 변화 여부와 성장성을 갖춘 지주
- 변화 가능성이 높은 지주 관심
- 관심종목: SK, LS, 한라홀딩스, 삼성물산 주주

(원, %, 배)		삼성물산	SK	LG	현증지주	CJ	한화	두산
투자의견		매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(원)		160,000	370,000	105,000	430,000	110,000	32,000	86,000
배당금		2,000	5,000	2,000	18,500	1,450	700	5,200
기대수익률		1.9	2.0	2.8	5.7	1.6	3.1	7.9
PER	2019	20.9	14.8	8.5	24.5	10.9	8.7	-76.3
	2020F	19.2	14.0	10.1	20.4	15.3	7.0	22.6
	2021F	17.9	10.4	9.6	16.1	12.1	5.7	19.5
PBR	2019	0.9	1.0	0.7	0.7	0.8	0.5	1.4
	2020F	0.9	0.9	0.6	0.7	0.7	0.4	1.5
	2021F	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7	0.4	1.6
		LS	한진칼	한라홀딩스	한솔홀딩스	일진홀딩스	노루홀딩스	하림지주
투자의견		매수	중립	매수	매수	매수	중립	매수
목표주가(원)		64,000	24,000	60,000	6,000	6,000	13,500	12,000
배당금		1,250	300	2,000	100	70	450	100
기대수익률		2.9	0.7	4.3	2.7	1.4	3.9	1.3
PER	2019	13.4	-9.5	12.4	4.2	14.3	23.1	18.1
	2020F	8.8	147.2	11.2	6.7	12.5	14.9	10.1
	2021F	7.6	60.3	10.1	6.1	11.2	13.0	8.0
PBR	2019	0.5	1.9	0.5	0.4	0.9	0.5	0.5
	2020F	0.4	2.0	0.5	0.4	0.8	0.4	0.4
	2021F	0.4	2.0	0.5	0.4	0.8	0.4	0.4

주: 배당기대수익률은 1월 9일 증가 기준이며, PER과 PBR에서 2019년은 지난해 말 증가이고, 2020년과 2021년은 1월 9일 증가 기준. 배당금은 2020년 예상.

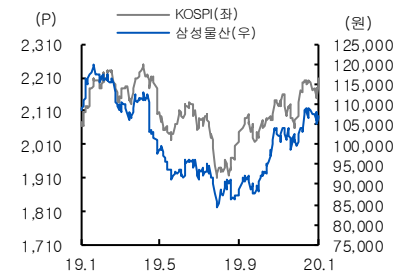
자료: 사업보고서, IBK투자증권

삼성물산 (028260/매수/목표주가 160,000원)

주목받을 만한 가치를 가진 복합기업

매수 (유지)	
목표주가	160,000원
현재가 (1/10)	107,000원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	20,423십억원
발행주식수	191,317천주
액면가	100원
52주 최고가	120,000원
최저가	84,400원
60일 평균거래대금	29십억원
외국인 지분율	13.5%
배당수익률 (2019F)	2.0%
주주구성	
이재용 외 8 인	33.22%
케이씨씨	8.97%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	1%	9%	-8%
절대기준	6%	17%	-1%



■ 현안

- 건설: 실적에서 가장 큰 부분을 차지하는 사업부. 수주 감소가 수익성 위주의 수주 전략에 기인한다지만, 절대 수주 금액이 매출에 직접적으로 영향을 미침에 따라 기존 수주 전략을 바탕으로 양적 성장이 필요
- 상사 및 기타: 상사의 경우 수익 제고를 위한 안정적인 매출 구성. 기타는 패션, 레저, 식음으로 패션과 레저는 사업 특성상 계절성을 완전히 제거하기 힘들더라도 줄여야 필요가 있으며, 식음은 양적 확대가 필요

■ 기대 및 제한

- 건설 수주가 양적 성장으로 사업 방향성 전환. 그렇다고 무분별한 수주 전략을 의미하는 것은 아님
- 상사는 무역업으로 변화의 폭이 크지 않을 수 있어 수익성 제고에 역량을 집중하며, 패션은 브랜드 압축 등 사업을 근본적으로 재 검토하면서 리빌딩중이며, 레저는 확장이 필요하며, 식음은 식자재 중심으로 성장 중.

■ 저평가를 벗어날 긍정적 요인들

- 건설의 수주 확장 전략은 삼성물산의 실적 개선 기대감을 높여주는 전략
- 3공장까지 생산 수율이 올라오는 삼성바이오로직스에 대한 기대감이 곧 삼성물산의 가치로 이어질 수 있는 배경
- 2020년 발표될 주주환원 정책이 주가의 하방경직성을 담보할 수 있는 모멘텀

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	29,279	31,156	30,738	31,160	31,857
영업이익	881	1,104	763	850	918
세전이익	825	2,383	1,430	1,546	1,659
지배주주순이익	640	1,713	992	1,061	1,137
EPS(원)	3,344	8,953	5,185	5,545	5,946
증가율(%)	496.0	167.7	-42.1	6.9	7.2
영업이익률(%)	3.0	3.5	2.5	2.7	2.9
순이익률(%)	1.6	5.6	3.2	3.4	3.6
ROE(%)	3.1	8.1	4.7	4.6	4.8
PER	37.7	11.8	20.9	19.2	17.9
PBR	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	21.7	15.1	19.0	17.7	16.4

삼성물산 (028260/매수/목표주가 160,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	49,381	-4.7	-8.3	152,940	-2.0
영업이익	1,120	-42.5	-59.3	4,174	-22.0
순이익	1,414	-29.3	-32.7	4,087	-57.1

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	77,346	-0.6	-3.0	230,636	-0.5
영업이익	2,163	-21.0	-2.0	5,421	-37.0
순이익	2,650	12.4	27.7	6,948	-26.4

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
삼성전자	5	-5.3	10.5	-55.7	17.9	-52.2	21.4
삼성에스디에스	17	9.7	-4.2	3.5	-20.1	9.8	-19.0
삼성바이오로직스*	43	82.9	136.7	125.7	흑전	흑전	흑전
삼성생명	19	10.2	-0.1	-31.3	-34.4	-19.9	-26.3

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
한화종합화학*	20	-	58.6			-	13.9
삼성바이오에피스*	50	132.4	66.0			흑전	133.2

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

삼성물산 (028260/매수/목표주가 160,000원)

주요 이슈

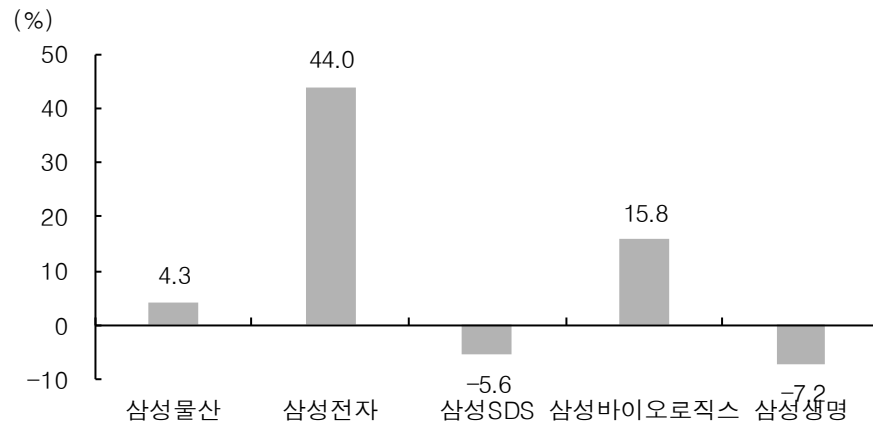
■ 해외 건설 수주

- 방글라데시 Hazrat Shahjalal International Airport Expansion Project 공사 낙찰 통지서 수령

■ 기업가치대비 저평가

- 지분을 가진 계열사의 주가에 비해 덜 오른 주가
- 영업가치 및 계열사 지분가치에 의한 내재가치대비 저평가

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치측정	내용
영업가치	76,118	3분기 건설에서 기대에 다소 미흡. 예상 EBITDA에 multiple 6x 동일
비영업가치	155,295	삼성전자, 삼성생명, 삼성SDS, 삼성엔지니어링, 삼성전자 주가 상승
관계기업가치	84,442	바이오로직스 주가 상승
순차입금	16,765	2019년 3분기 연결 기준
주식수	189	보통주, 자사주 포함
기업가치	157,673	비영업가치와 관계기업가치에 할인율 30% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

삼성물산 (028260/매수/목표주가 160,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	29,279	31,156	30,738	31,160	31,857
증가율(%)	4.2	6.4	-1.3	1.4	2.2
매출원가	25,627	27,170	27,186	27,546	28,167
매출총이익	3,652	3,985	3,552	3,614	3,690
매출총이익률 (%)	12.5	12.8	11.6	11.6	11.6
판매비	2,771	2,881	2,789	2,764	2,772
판매비율(%)	9.5	9.2	9.1	8.9	8.7
영업이익	881	1,104	763	850	918
증가율(%)	529.3	25.3	-30.9	11.4	8.0
영업이익률(%)	3.0	3.5	2.5	2.7	2.9
순금융손익	-92	-44	-40	-31	-23
이자손익	-103	-101	-30	34	47
기타	11	57	-10	-65	-70
기타영업외손익	160	1,151	624	638	668
종속/관계기업손익	-124	172	84	88	96
세전이익	825	2,383	1,430	1,546	1,659
법인세	344	634	446	487	523
법인세율	41.7	26.6	31.2	31.5	31.5
계속사업이익	481	1,748	985	1,059	1,136
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	481	1,748	985	1,059	1,136
증가율(%)	2,190.5	263.4	-43.6	7.5	7.3
당기순이익률 (%)	1.6	5.6	3.2	3.4	3.6
지배주주당기순이익	640	1,713	992	1,061	1,137
기타포괄이익	3,680	-3,856	1,935	0	0
총포괄이익	4,162	-2,108	2,920	1,059	1,136
EBITDA	1,361	1,567	1,282	1,339	1,427
증가율(%)	113.0	15.1	-18.2	4.4	6.6
EBITDA마진율(%)	4.6	5.0	4.2	4.3	4.5

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	12,291	13,671	11,858	12,310	12,840
현금및현금성자산	2,993	2,904	2,511	2,765	2,971
유가증권	101	638	480	484	488
매출채권	3,840	4,092	3,262	3,369	3,460
재고자산	1,533	1,699	1,612	1,684	1,713
비유동자산	36,758	28,735	31,713	31,894	32,077
유형자산	4,986	5,024	5,013	5,104	5,190
무형자산	1,311	1,061	1,044	1,044	1,044
투자자산	29,000	21,756	24,350	24,438	24,534
자산총계	49,049	42,407	43,571	44,204	44,917
유동부채	14,458	13,017	10,779	10,772	10,743
매입채무및기타채무	1,786	1,686	1,765	1,845	1,853
단기차입금	2,093	1,370	1,541	1,526	1,511
유동성장기부채	1,347	1,894	1,329	1,319	1,309
비유동부채	9,439	6,841	7,674	7,582	7,515
사채	0	0	779	779	779
장기차입금	2,594	1,253	140	90	70
부채총계	23,898	19,858	18,453	18,354	18,258
지배주주지분	22,557	19,947	22,519	23,253	24,064
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,469	10,469	10,469	10,469
자본조정등	-2,158	-2,158	-2,158	-2,158	-2,158
기타포괄이익누계액	8,471	4,667	6,589	6,589	6,589
이익잉여금	5,755	6,949	7,600	8,334	9,145
비지배주주지분	2,594	2,602	2,598	2,596	2,595
자본총계	25,151	22,549	25,118	25,850	26,659
비이자부채	17,864	15,341	14,358	14,334	14,283
총차입금	6,034	4,517	4,095	4,020	3,975
순차입금	2,940	975	1,104	771	516

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,312	1,678	528	804	851
당기순이익	481	1,748	985	1,059	1,136
비현금성 비용 및 수익	770	-78	300	-206	-232
유형자산감가상각비	480	463	520	489	509
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-160	-469	-598	-83	-100
매출채권등의 감소	172	99	629	-107	-91
재고자산의 감소	-207	-154	143	-73	-29
매입채무등의 증가	56	-168	28	80	8
기타 영업현금흐름	221	477	-159	34	47
투자활동 현금흐름	280	168	257	-594	-621
유형자산의 증가(CAPEX)	-678	-540	-429	-580	-595
유형자산의 감소	73	185	14	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-62	-28	0	0
투자자산의 감소(증가)	-22	1,649	48	0	0
기타	912	-1,064	652	-14	-26
재무활동 현금흐름	-1,117	-1,885	-1,264	44	-24
차입금의 증가(감소)	-34	141	-4	-50	-20
자본의 증가	0	0	0	0	1
기타 및 조정	-180	-51	86	1	-1
현금의 증가	295	-90	-393	255	205
기초현금	2,699	2,993	2,904	2,511	2,765
기말현금	2,993	2,904	2,511	2,765	2,971

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,344	8,953	5,185	5,545	5,946
BPS	117,902	104,259	117,707	121,543	125,779
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500
밸류에이션(배)					
PER	37.7	11.8	20.9	18.9	17.7
PBR	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	21.7	15.1	19.0	17.5	16.2

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	4.2	6.4	-1.3	1.4	2.2
EPS증가율	496.0	167.7	-42.1	6.9	7.2
수익성지표(%)					
배당수익률	1.6	1.9	2.0	2.0	2.5
ROE	3.1	8.1	4.7	4.6	4.8
ROA	1.0	3.8	2.3	2.4	2.6
ROIC	10.3	35.5	16.2	15.9	16.4

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	95.0	88.1	73.5	71.0	68.5
순차입금 비율(%)	11.7	4.3	4.4	3.0	1.9
이자보상배율(배)	5.1	5.9	6.1	12.2	13.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.5	7.9	8.4	9.4	9.3
재고자산회전율	20.6	19.3	18.6	18.9	18.8
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

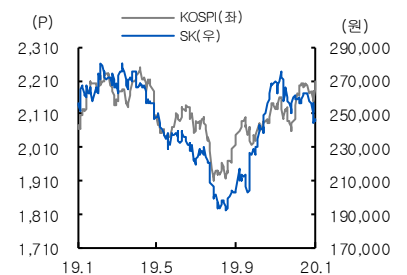
SK (034730/매수/목표주가 370,000원)

이벤트가 많은 지주회사

매수 (유지)	
목표주가	370,000원
현재가 (1/10)	246,000원
시가총액	17,413십억원
발행주식수	70,926천주
액면가	200원
52주 최고가	280,500원
최저가	192,500원
60일 평균거래대금	46십억원
외국인 지분율	25.2%
배당수익률 (2019F)	2.3%

주주구성	
최태원 외 23 인	29.62%
국민연금공단	7.38%
시가총액	17,413십억원

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	4%	-10%
절대기준	-6%	12%	-4%



■ 현안

- SK바이오팜 국내 주식시장 상장으로 지주에서 이탈할 수 있는 주주 최소화 전략
- 계열사 중에서 시가총액이 가장 큰 SK하이닉스가 손자회사에 위치한 지배구조

■ 기대 및 제언

- SK바이오팜의 성장 가치를 고려할 때 지주의 구주 매출은 최소화하는 전략이 바람직
- 의약품 제조 생산을 하는 SK바이오텍도 글로벌 생산업체로 발돋움하여 기업가치 상승
- LNG 복합발전회사 SKE&S는 LNG 자체 조달에 따른 낮은 원가구조와 발전소 추가로 성장세 지속
- 옥상옥 지배구조 해소를 위한 합병 과정에서 갖게 된 SI 사업은 ICT 사업의 연관성 측면에서 분리하는 것이 더 나을 듯
- SK에서 SK텔레콤, SK하이닉스로 이어지는 지배구조는 사업적으로나, 기업가치 제고 차원에서 변화 필요성

■ 투자포인트

- 우수한 계열사 덕택에 현금 창출능력이 높은 수익 구조
- 상장사 못지 않은 비상장계열사로 지주 가치 제고 용이
- 매수 의견 유지. 목표주가 37만원 제시

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	90,613	101,502	101,110	102,199	104,641
영업이익	5,745	4,688	4,270	4,476	4,761
세전이익	7,443	7,528	3,974	4,062	5,524
지배주주순이익	1,677	2,253	1,253	1,251	1,701
EPS(원)	23,650	31,767	17,661	17,639	23,797
증가율(%)	119.1	34.3	-44.4	-0.1	34.9
영업이익률(%)	6.3	4.6	4.2	4.4	4.5
순이익률(%)	5.6	6.1	2.8	2.8	3.7
ROE(%)	12.5	14.9	7.1	6.6	8.5
PER	12.0	8.2	14.8	14.0	10.4
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.5	7.5	7.9	8.4	8.3

SK (034730/매수/목표주가 370,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	5,715	4.8	-5.5	26,791	24.5
영업이익	1,428	8.5	-20.1	14,410	41.9
순이익	1,319	54.0	160.4	12,276	25.2

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	249,579	-6.8	-0.8	756,548	-1.3
영업이익	10,049	-31.5	-13.7	34,551	-26.2
순이익	8,612	-47.0	77.6	23,275	-51.2

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
SK이노베이션	33	-17.3	-5.6	-60.5	-33.7	-62.1	3.1
SK텔레콤	27	9.0	2.8	-0.7	-6.4	-73.9	5.9
SK하이닉스	20	-40.1	6.0	-92.7	-25.9	-89.4	-7.7
SK네트웍스	39	9.7	15.2	101.8	60.5	흑전	560.1
SKC	41	-7.7	-0.4	-25.0	-16.0	-48.0	50.9

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
SKE&S*	90	5.6	-7.2	255.5	14.8	1,311.1	330.9
SK건설	45	33.2	1.7	588.3	-37.4	23.9	-45.8
SK실트론*	51	15.4	4.4	-12.5	2.1	-16.8	3.3

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

SK (034730/매수/목표주가 370,000원)

주요 이슈

■ 자사주 취득

- 2019년 10월 2일부터 12월 11일까지 보통주식수 352만주를 총 9,059억원에 매입. 자사주 취득 후 자기주식은 1,805만주(보통주 기준)
- 자기주식 1,805만주 중에서 1,102만주는 SK와 SKC&C가 합병하면서 보유하게 된 주식으로 처분(소각 포함)시 비용이 발생하지 않는 주식은 703만주임.

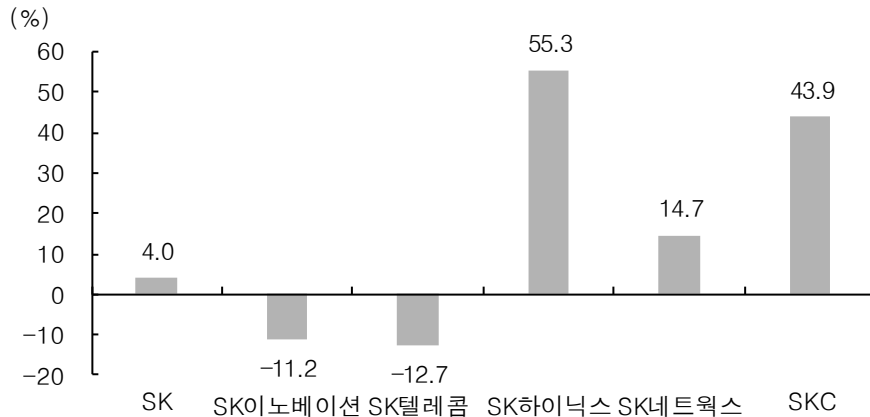
■ SK바이오팜 / 신약 개발 성공에 이어 IPO

- 독자 개발한 뇌전증 치료제(엑스코프리. 성분명 세노바메이트)가 미국 식품의약국에서 판매 승인
- 2020년 상반기 국내 주식시장에 상장할 계획

■ 밸류에이션 조정

- 최근 실적과 재무제표에 기초한 가치를 재 산정하고 계열사 및 관계기업에 적용하던 할인율을 재 조정. 주식수는 자사주를 포함하는 것으로 전환
- 목표주가를 40만원에서 37만원으로 조정

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치측정	내용
투자자산가치	417,368	
상장기업	254,889	SK이노베이션, SK텔레콤, SK하이닉스 등 주요 계열사 가치(시가총액)
비상장기업	169,358	SK건설, SK바이오텍, 기타 자회사 가치 추가
SKE&S	61,000	유상증자 기준 가격으로 기업 가치 측정. 지분율 90% 적용
SK바이오팜	47,870	장부가액에 multiple x10 적용
SK실트론	17,387	2018년 EPS에 PER x8 적용
브랜드 사용료	2,750	2019년 연간 예상 상표 사용료
영업가치	21,200	자체사업(IT서비스)의 EBITDA에 multiple x10
순차입금	69,934	2019년 3분기 별도기준 재무제표
주식수	70	자사주 포함
적정주가	371,850	상장기업, 비상장기업, 관계기업투자 모두 30% 할인율 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

SK (034730/매수/목표주가 370,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	90,613	101,502	101,110	102,199	104,641
증가율(%)	9.5	12.0	-0.4	1.1	2.4
매출원가	79,919	91,851	91,818	92,633	94,753
매출총이익	10,694	9,651	9,292	9,566	9,889
매출총이익률 (%)	11.8	9.5	9.2	9.4	9.5
판매비	4,949	4,963	5,023	5,089	5,127
판매비율(%)	5.5	4.9	5.0	5.0	4.9
영업이익	5,745	4,688	4,270	4,476	4,761
증가율(%)	8.8	-18.4	-8.9	4.8	6.4
영업이익률(%)	6.3	4.6	4.2	4.4	4.5
순금융손익	-312	-630	-1,341	-1,445	-1,562
이자손익	-575	-834	-1,131	-1,210	-1,200
기타	263	204	-210	-235	-362
기타영업외손익	-475	-195	314	57	63
중속/관계기업손익	2,485	3,665	731	973	2,262
세전이익	7,443	7,528	3,974	4,062	5,524
법인세	2,252	1,925	1,184	1,219	1,657
법인세율	30.3	25.6	29.8	30.0	30.0
계속사업이익	5,191	5,604	2,789	2,843	3,867
중단사업손익	-125	547	-3	0	0
당기순이익	5,066	6,151	2,787	2,843	3,867
증가율(%)	79.5	21.4	-54.7	2.0	36.0
당기순이익률 (%)	5.6	6.1	2.8	2.8	3.7
지배주주당기순이익	1,677	2,253	1,253	1,251	1,701
기타포괄이익	-600	-121	903	0	0
총포괄이익	4,466	6,030	3,690	2,843	3,867
EBITDA	11,387	10,559	11,309	10,726	10,964
증가율(%)	8.5	-7.3	7.1	-5.2	2.2
EBITDA마진율(%)	12.6	10.4	11.2	10.5	10.5

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	35,200	37,128	38,330	38,695	38,519
현금및현금성자산	7,146	6,783	6,636	6,738	6,838
유가증권	3,541	4,218	4,073	4,113	4,151
매출채권	10,728	10,232	10,284	10,348	10,071
재고자산	8,179	8,993	9,215	9,169	8,972
비유동자산	74,584	82,329	94,097	95,649	98,888
유형자산	41,295	39,716	43,100	44,686	46,185
무형자산	12,331	16,191	15,097	14,302	13,599
투자자산	17,088	22,022	27,759	28,822	31,100
자산총계	109,783	119,457	132,427	134,344	137,407
유동부채	31,368	30,008	32,949	32,629	32,520
매입채무및기타채무	9,589	9,028	8,909	8,855	8,892
단기차입금	2,999	3,426	4,115	4,032	3,952
유동성장기부채	6,548	5,025	6,171	6,121	6,121
비유동부채	32,659	38,561	44,108	43,872	43,570
사채	18,194	21,931	25,020	24,920	24,720
장기차입금	5,166	6,960	7,135	7,035	6,935
부채총계	64,027	68,569	77,057	76,501	76,091
지배주주지분	13,660	16,628	18,476	19,356	20,664
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,017	5,536	5,899	5,899	5,899
자본조정등	-904	-904	-904	-904	-904
기타포괄이익누계액	-305	-237	321	321	321
이익잉여금	9,838	12,217	13,144	14,024	15,333
비지배주주지분	32,096	34,260	36,895	38,487	40,652
자본총계	45,756	50,888	55,370	57,843	61,316
비이자부채	31,120	31,210	32,222	31,999	31,969
총차입금	32,907	37,359	44,835	44,502	44,122
순차입금	22,220	26,358	34,126	33,651	33,132

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	6,930	7,857	7,930	8,254	8,643
당기순이익	5,066	6,151	2,787	2,843	3,867
비현금성 비용 및 수익	6,581	5,625	8,364	6,664	5,441
유형자산감가상각비	4,318	4,538	5,562	4,915	4,951
무형자산상각비	1,324	1,333	1,477	1,335	1,252
운전자본변동	-2,560	-1,736	-1,319	-43	536
매출채권등의 감소	-1,379	315	792	-64	278
재고자산의 감소	-2,184	-1,071	-21	46	197
매입채무등의 증가	965	-540	-462	-54	37
기타 영업현금흐름	-2,157	-2,183	-1,902	-1,210	-1,201
투자활동 현금흐름	-6,293	-10,182	-11,734	-7,069	-7,377
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,972	-6,276	-7,176	-6,500	-6,450
유형자산의 감소	276	520	114	0	0
무형자산의 감소(증가)	-359	-913	-548	-540	-550
투자자산의 감소(증가)	-513	-1,986	-3,666	-89	-17
기타	-725	-1,527	-458	60	-360
재무활동 현금흐름	-408	1,930	3,518	-1,083	-1,166
차입금의 증가(감소)	0	0	3,433	-100	-100
자본의 증가	0	0	0	3	3
기타	-408	1,930	85	-986	-1,069
기타 및 조정	-170	32	139	0	0
현금의 증가	59	-363	-147	102	100
기초현금	7,087	7,146	6,783	6,636	6,738
기말현금	7,146	6,783	6,636	6,738	6,838

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	23,650	31,767	17,661	17,639	23,797
BPS	192,595	234,433	260,489	272,899	291,343
DPS	4,000	5,000	6,000	6,500	7,000
밸류에이션(배)					
PER	12.0	8.2	14.8	13.9	10.3
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.5	7.5	7.9	8.3	8.3

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	9.5	12.0	-0.4	1.1	2.4
EPS증가율	119.1	34.3	-44.4	-0.1	34.9
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	1.9	2.3	2.5	2.7
ROE	12.5	14.9	7.1	6.6	8.5
ROA	4.8	5.4	2.2	2.1	2.8
ROIC	9.4	10.6	4.6	4.5	6.1

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	139.9	134.7	139.2	132.3	124.1
순차입금 비율(%)	48.6	51.8	61.6	58.2	54.0
이자보상배율(배)	7.3	4.4	3.1	3.1	3.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.6	9.7	9.9	9.9	10.2
재고자산회전율	12.8	11.8	11.1	11.1	11.5
총자산회전율	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

LG (003550/매수/목표주가 105,000원)

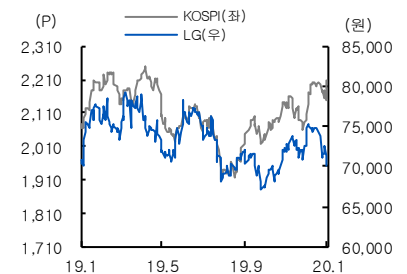
선택과 집중 그리고 지주의 역할 기대

매수 (유지)	
목표주가	105,000원
현재가 (1/10)	70,100원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	12,257십억원
발행주식수	175,872천주
액면가	5,000원
52주 최고가	79,300원
최저가	67,100원
60일 평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	34.0%
배당수익률 (2019F)	2.7%

주주구성

구광모 외 31 인	46.15%
국민연금공단	7.09%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	-13%	-7%
절대기준	-5%	-7%	0%



■ 현안

- 신 성장동력 안착

■ 기대 및 제언

- 오너 승계가 비교적 매끄럽게 진행
- 4세 체제에 주력사업에 집중하고, 규제를 해소하면서 자연스럽게 선택과 집중
- 순수 지주에서 벗어나 투자형 지주회사를 지향
- 우수한 현금 흐름과 일부 비상장 계열사 매각에 따른 추가 자금 마련
- 사업의 성공은 정확한 분석과 함께 타이밍. 빠른 의사결정 필요

■ 투자포인트

- 지주의 우수한 현금흐름은 성장과 주주환원의 확대로 해석 가능
- 변화에 대한 필요성과 의지로 주주가치 제고 기대

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,841	11,945	6,876	7,244	7,745
영업이익	2,186	1,964	1,400	1,499	1,625
세전이익	2,741	1,930	1,377	1,468	1,594
지배주주순이익	2,396	1,864	1,525	1,235	1,310
EPS(원)	13,623	10,598	8,670	7,022	7,450
증가율(%)	122.9	-22.2	-18.2	-19.0	6.1
영업이익률(%)	18.5	16.4	20.4	20.7	21.0
순이익률(%)	20.6	15.8	22.5	17.2	17.1
ROE(%)	16.0	11.0	8.2	6.2	6.3
PER	6.7	6.6	8.5	10.1	9.6
PBR	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.4	5.8	7.9	7.0	6.4

LG (003550/매수/목표주가 105,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	1,011	2.9	2.9	7,704	17.9
영업이익	494	4.4	51.1	6,050	21.3
순이익	349	-5.7	28.2	5,632	17.4

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	16,753	-43.5	3.4	49,222	-43.9
영업이익	3,554	-32.6	31.1	10,897	-34.6
순이익	3,302	-28.3	-36.6	13,038	-12.6

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
LG전자	34	1.8	0.5	4.4	19.8	-30.5	226.1
LG화학	33	1.6	2.4	-36.9	42.2	-60.4	63.7
LG유플러스	36	8.4	1.4	-31.7	5.0	-32.1	6.0
LG생활건강	34	13.1	7.2	12.4	3.4	4.8	2.6
실리콘웍스	33	16.7	27.2	-33.9	125.4	-41.0	74.4

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
LGCNS*	85	186.0	185.0	301.5	147.1	502.6	153.4

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

LG (003550/매수/목표주가 105,000원)

주요 이슈

■ 주요 계열사의 변화

- LGU+가 추진해 왔던 CJ헬로 지분 인수가 관계기관으로부터 최종 승인. CJ헬로는 국내 케이블TV 점유율 1위. 그리고 LGU+는 전자결제 사업을 매각
- LG화학은 자동차 전지를 연구 및 제조하는 미국 소재 LG Chem Michigan Inc. 에 출자

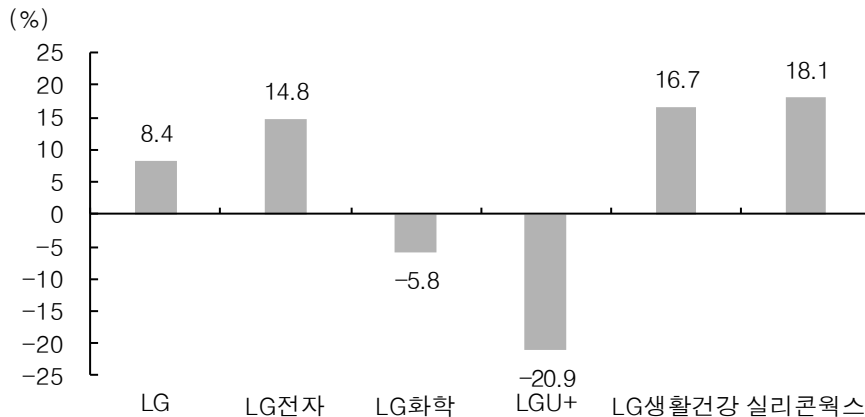
■ LGCNS 보유 지분 매각

- 100% 지분을 소유한 LGCNS의 지분 50.05% 매각. 처분금액은 9,516억원. 일감몰아주기 규제 해소 및 신성장 사업에 투자 자금 마련 목적
- 오너 일가가 20% 이상 지분을 보유한 기업이 자회사 지분을 50%이상 소유할 경우 일감 몰아주기 규제 대상에 포함

■ M&A

- LG전자: 로보스타(산업용로봇 제조) 인수, ZKW(차량용 헤드램프) 인수, LG화학: 유니실(자동차 접착제) 인수, 우지막코리아(자동차 영구자석) 인수
- LG생활건강: 뉴에이본(미국 화장품 브랜드) 인수, LGU+: CJ헬로(케이블TV) 인수

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산가치	248,839	
상장기업	201,248	LG전자, LG화학, LG생활건강, LG유플러스 등 주요 자회사의 시가총액
비상장기업	35,496	
LG CNS	17,237	2019년 예상 EPS에 PER 20x 반영. 지분율 49.95%로 조정
에스앤아이	10,813	2019년 예상 EBITDA에 multiple 7x, 서브원 지분 가치 포함
부동산가치	9,082	별도 재무제표에서 장부가액 기준
브랜드 사용료	2,700	2018년 연간 수취한 금액 기준
순차입금	-1,524	2019년 3분기 연결 재무제표
주식수	173	자사주 포함
적정주가	105,466	할인율은 상장기업 30%, 비상장기업 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LG (003550/매수/목표주가 105,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,841	11,945	6,876	7,244	7,745
증가율(%)	22.4	0.9	-42.4	5.4	6.9
매출원가	9,294	9,558	5,127	5,393	5,763
매출총이익	2,547	2,387	1,749	1,851	1,981
매출총이익률 (%)	21.5	20.0	25.4	25.6	25.6
판매비	361	423	348	352	356
판매비율(%)	3.0	3.5	5.1	4.9	4.6
영업이익	2,186	1,964	1,400	1,499	1,625
증가율(%)	65.2	-10.2	-28.7	7.1	8.4
영업이익률(%)	18.5	16.4	20.4	20.7	21.0
순금융손익	-26	-13	1	5	-12
이자손익	-19	-20	-3	5	-12
기타	-7	7	4	0	0
기타영업외손익	581	-20	-24	-36	-18
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	2,741	1,930	1,377	1,468	1,594
법인세	329	47	146	220	271
법인세율	12.0	2.4	10.6	15.0	17.0
계속사업이익	2,413	1,883	1,232	1,248	1,323
중단사업손익	23	0	315	0	0
당기순이익	2,436	1,883	1,546	1,248	1,323
증가율(%)	123.3	-22.7	-17.9	-19.3	6.0
당기순이익률 (%)	20.6	15.8	22.5	17.2	17.1
지배주주당기순이익	2,396	1,864	1,525	1,235	1,310
기타포괄이익	-40	-87	224	0	0
총포괄이익	2,395	1,796	1,771	1,248	1,323
EBITDA	2,443	2,140	1,612	1,727	1,866
증가율(%)	50.8	-12.4	-24.7	7.1	8.0
EBITDA마진율(%)	20.6	17.9	23.4	23.8	24.1

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	5,368	4,613	3,970	4,514	5,020
현금및현금성자산	1,310	1,054	1,311	1,434	1,585
유가증권	438	349	366	366	385
매출채권	3,023	2,755	1,302	1,677	2,005
재고자산	110	116	104	140	131
비유동자산	16,280	18,223	19,055	19,362	19,769
유형자산	1,912	1,878	1,831	1,914	1,990
무형자산	94	100	107	118	127
투자자산	12,875	14,595	15,503	15,711	16,022
자산총계	21,648	22,836	23,025	23,876	24,789
유동부채	3,944	3,040	2,205	2,181	2,142
매입채무및기타채무	2,262	1,635	601	599	582
단기차입금	59	73	54	53	52
유동성장기부채	321	162	405	395	385
비유동부채	1,525	1,632	1,243	1,238	1,230
사채	867	1,127	629	629	629
장기차입금	145	158	242	237	227
부채총계	5,468	4,671	3,447	3,419	3,372
지배주주지분	16,003	17,999	19,391	20,274	21,233
자본금	879	879	879	879	879
자본잉여금	2,366	2,366	2,363	2,363	2,363
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	-250	-292	-9	-9	-9
이익잉여금	13,010	15,049	16,160	17,043	18,001
비지배주주지분	177	166	187	183	185
자본총계	16,180	18,164	19,578	20,457	21,417
비이자부채	4,075	3,151	2,108	2,096	2,070
총차입금	1,393	1,520	1,339	1,323	1,302
순차입금	-356	117	-338	-477	-668

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,058	495	841	1,103	1,249
당기순이익	2,436	1,883	1,546	1,248	1,323
비현금성 비용 및 수익	-1,412	-948	-673	259	272
유형자산감가상각비	229	153	192	207	219
무형자산감가상각비	28	23	20	21	23
운전자본변동	-55	-456	-116	-409	-334
매출채권등의 감소	-717	206	422	-374	-328
재고자산의 감소	-48	-7	-47	-36	9
매입채무등의 증가	709	-585	-263	-2	-17
기타 영업현금흐름	89	16	84	5	-12
투자활동 현금흐름	-689	-659	-272	-547	-684
유형자산의 증가(CAPEX)	-292	-264	-295	-290	-295
유형자산의 감소	33	28	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-26	-31	-24	-32	-32
투자자산의 감소(증가)	-452	-390	-328	-207	-311
기타	48	-2	372	-18	-46
재무활동 현금흐름	-140	-126	-281	-434	-414
차입금의 증가(감소)	117	33	75	-5	-10
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-257	-159	-356	-429	-404
기타 및 조정	-15	1	-32	1	0
현금의 증가	214	-289	256	123	151
기초현금	1,129	1,343	1,054	1,311	1,434
기말현금	1,343	1,054	1,311	1,434	1,585

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	13,623	10,598	8,670	7,022	7,450
BPS	90,990	102,340	110,255	115,278	120,728
DPS	1,300	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	6.7	6.6	8.5	10.2	9.6
PBR	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.4	5.8	7.9	7.0	6.4

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	22.4	0.9	-42.4	5.3	6.9
EPS증가율	122.9	-22.2	-18.2	-19.0	6.1
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	2.9	2.7	2.7	2.7
ROE	16.0	11.0	8.2	6.2	6.3
ROA	11.8	8.5	6.7	5.3	5.4
ROIC	96.3	85.9	66.1	48.7	43.4

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	33.8	25.7	17.6	16.7	15.7
순차입금 비율(%)	-2.2	0.6	-1.7	-2.3	-3.1
이자보상배율(배)	57.9	44.9	37.5	42.0	46.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.2	4.1	3.4	4.9	4.2
재고자산회전율	54.7	105.6	62.4	59.4	57.3
총자산회전율	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

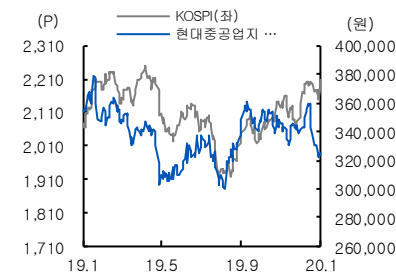
현대중공업지주 (267250/매수/목표주가 430,000원)

사업지주에서 순수지주로 전환

매수 (유지)	
목표주가	430,000원
현재가 (1/10)	323,000원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	5,261십억원
발행주식수	16,287천주
액면가	5,000원
52주 최고가	379,500원
최저가	299,500원
60일 평균거래대금	9십억원
외국인 자본율	19.8%
배당수익률 (2019F)	5.4%

주주구성	
정몽준 외 6 인	33.31%
국민연금공단	11.29%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	-8%	-15%
절대기준	-5%	-2%	-9%



■ 현안

- 대우조선해양 인수 마무리
- 친환경 규제에 의한 자회사의 수혜
- 사업지주에서 순수지주로 전환하는 사업구조 전환의 효과

■ 기대 및 제언

- 대우조선해양은 세계 6개국에서 승인을 받아야하는 기업결합으로 의지만으로는 한계가 있지만 조속한 마무리가 사업구조 개선을 위한 선제 조건
- 친환경 규제 영향으로 현대글로벌서비스 실적 개선 전망
- 지주의 현금 창출 능력을 고려해 사업지주를 투자자들이 선호하는 상황에서 현대중공업지주가 자체사업을 분할하기로 결정. 자체사업이 없더라도 비상장계열사 지분 매각과 자회사로부터의 배당금 수령 등 양호한 현금 흐름을 보이고 있는 만큼 물적분할에 의한 자체사업은 사업구조 개편 및 자금 확보 측면에서 유리한 점이 더 많을 것으로 예상

■ 투자포인트

- 주주친화적인 주주환원 정책으로 현 배당 정책이 유지될 전망
- 매수 투자의견과 목표주가 43만원 유지

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	14,300	27,257	27,229	27,701	28,530
영업이익	843	861	743	797	884
세전이익	1,199	431	342	459	581
지배주주순이익	934	269	225	259	328
EPS(원)	86,646	16,493	13,810	15,901	20,160
증가율(%)	0.0	-81.0	-16.3	15.1	26.8
영업이익률(%)	5.9	3.2	2.7	2.9	3.1
순이익률(%)	7.1	1.0	0.9	1.1	1.4
ROE(%)	12.5	3.5	2.9	3.4	4.3
PER	4.4	21.0	24.5	20.4	16.1
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.4	10.3	12.1	11.8	11.0

현대중공업지주 (267250/매수/목표주가 430,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	690	20.8	-3.2	4,149	-19.6
영업이익	59	36.7	-14.4	2,475	-24.2
순이익	-119	적지	적지	1,927	-31.7

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	65,300	-1.1	-4.3	198,452	0.1
영업이익	2,195	-38.3	8.7	5,660	-44.8
순이익	662	-72.4	22.2	2,179	-66.4

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
한국조선해양	31	12.4	-7.3	4.7	-51.1	흑전	-89.9
현대건설기계	33	-10.0	-23.9	1.4	-25.0	134.2	흑전
현대일렉트릭	38	-12.4	-4.8	적지	적지	흑전	흑전

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
현대오일뱅크*	91	2.5	-0.3	-34.3	2.2	-78.4	-55.2
현대글로벌서비스*	100	59.9	12.3	59.0	22.8	113.9	31.8

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

현대중공업지주 (267250/매수/목표주가 430,000원)

주요 이슈

■ 오일뱅크 지분 매각

- 현대중공업지주는 오일뱅크 최대주주로 보유지분 중에서 4,166만주를 아람코에 매각. 매각 대금은 1조 3,749억원으로 주당 33,000원
- 매각 대금은 지주의 재무구조 개선에 사용되며, 매각 후 오일뱅크의 지분율은 74.1%로 하락. IPO 계획이 있었기에 향후 재 추진할 전망

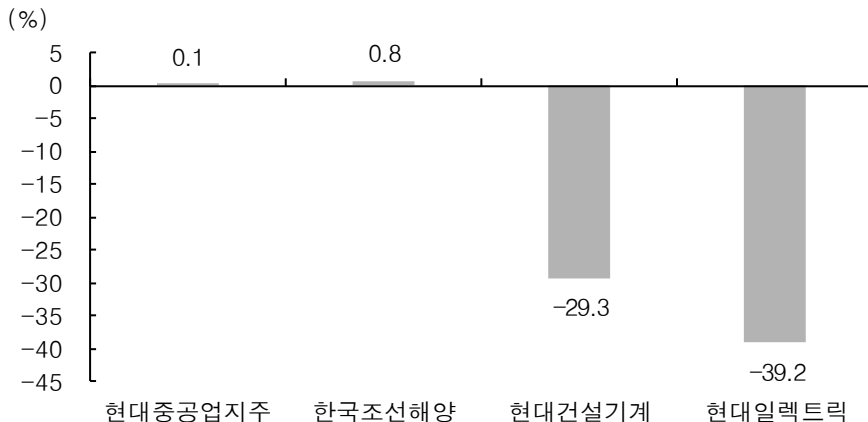
■ 자체사업 '로보틱스' 사업 분할

- 사업형 지주였던 현대중공업지주는 투자사업부문을 제외한 로봇사업을 물적분할하여 현대로보틱스 주식회사를 설립. 분할기일은 2020년 5월 1일
- %이상 소유할 경우 일감 몰아주기 규제 대상에 포함

■ 연내 대우조선해양 인수 마무리

- 유럽연합이 2020년 5월 7일까지 한국조선해양의 대우조선해양 인수에 대한 심층심사를 진행
- 기업결합 심사는 예비 협의를 거친 뒤 본심사를 실시하는데, 본심사에서 일반심사를 통과하지 못할 경우 심층심사를 진행함
- 지난해 7월 한국 공정거래위원회를 시작으로 6개국에서 기업결합심사를 진행하고 있으며, 연내 마무리가 목표.

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산가치(A)	120,241	
상장기업	48,520	현대건설기계와 현대일렉트릭 기업가치(시가총액 기준) 포함
한국조선해양	44,896	기존 현대중공업 가치에 지분율 315%와 대우조선해양 56% 지분율 반영
비상장기업	71,721	분할을 결정한 로보틱스 가치 포함
오일뱅크	59,950	아람코에 지분 매각을 감안해 기업가치 재 평가
글로벌서비스	9,232	2019년 예상 영업이익에 multiple 7x
순차입금	25,070	2019년 3분기 별도 재무제표
주식수	16	자사주 포함
적정주가	421,367	상장 계열사 30%, 비상장 계열사(오일뱅크) 20% 할인을 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

현대중공업주 (267250/매수/목표주가 430,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	14,300	27,257	27,229	27,701	28,530
증가율(%)	na	90.6	-0.1	1.7	3.0
매출원가	12,890	25,360	25,364	25,790	26,532
매출총이익	1,409	1,896	1,865	1,911	1,997
매출총이익률 (%)	9.9	7.0	6.8	6.9	7.0
판매비	566	1,035	1,122	1,114	1,113
판매비율(%)	4.0	3.8	4.1	4.0	3.9
영업이익	843	861	743	797	884
증가율(%)	na	2.1	-13.7	7.3	10.9
영업이익률(%)	5.9	3.2	2.7	2.9	3.1
순금융손익	397	-232	-310	-228	-204
이자손익	-112	-200	-263	-297	-302
기타	509	-32	-47	69	98
기타영업외손익	-107	-292	-155	-196	-192
중속/관계기업손익	67	93	64	87	92
세전이익	1,199	431	342	459	581
법인세	186	147	85	154	194
법인세율	15.5	34.1	24.9	33.6	33.4
계속사업이익	1,013	284	257	305	386
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,013	284	257	305	386
증가율(%)	na	-72.0	-9.5	18.7	26.6
당기순이익률 (%)	7.1	1.0	0.9	1.1	1.4
지배주주당기순이익	934	269	225	259	328
기타포괄이익	-20	1	46	0	0
총포괄이익	993	285	303	305	386
EBITDA	1,154	1,363	1,363	1,398	1,512
증가율(%)	na	18.1	0.0	2.6	8.2
EBITDA마진율(%)	8.1	5.0	5.0	5.0	5.3

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	7,827	8,884	9,817	9,622	9,575
현금및현금성자산	1,126	1,100	1,129	1,087	1,084
유가증권	40	203	357	352	356
매출채권	2,915	2,259	2,289	2,200	2,198
재고자산	3,302	4,330	4,799	4,757	4,738
비유동자산	13,061	14,464	15,793	16,195	16,564
유형자산	7,234	7,886	8,412	8,796	9,119
무형자산	2,159	2,092	2,152	2,097	2,046
투자자산	3,480	4,148	4,224	4,309	4,404
자산총계	20,889	23,348	25,610	25,817	26,139
유동부채	6,529	8,660	8,918	9,103	9,280
매입채무및기타채무	2,126	2,330	2,141	2,258	2,274
단기차입금	1,568	3,149	3,470	3,497	3,563
유동성장기부채	588	356	1,017	1,017	1,017
비유동부채	4,258	4,133	6,021	6,009	6,038
사채	1,914	1,938	2,609	2,609	2,609
장기차입금	1,478	1,387	2,011	2,011	2,011
부채총계	10,787	12,794	14,939	15,112	15,318
지배주주지분	7,488	7,727	7,706	7,694	7,752
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	6,775	4,783	4,791	4,791	4,791
자본조정등	-500	-543	-546	-546	-546
기타포괄이익누계액	186	104	118	118	118
이익잉여금	947	3,302	3,262	3,250	3,308
비지배주주지분	2,614	2,827	2,965	3,011	3,069
자본총계	10,102	10,554	10,671	10,705	10,821
비이자부채	5,239	5,958	5,362	5,509	5,649
총차입금	5,548	6,836	9,577	9,603	9,669
순차입금	4,381	5,528	8,091	8,163	8,228

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	815	668	505	1,192	1,055
당기순이익	1,013	284	257	305	386
비현금성 비용 및 수익	220	1,034	1,008	939	931
유형자산감가상각비	257	421	557	546	577
무형자산상각비	54	81	63	55	51
운전자본변동	-147	-113	-483	245	39
매출채권등의 감소	-321	654	-91	89	2
재고자산의 감소	-508	-843	-453	43	19
매입채무등의 증가	547	-77	-246	117	16
기타 영업현금흐름	-271	-537	-277	-297	-301
투자활동 현금흐름	-655	-1,785	-1,403	-895	-881
유형자산의 증가(CAPEX)	-721	-890	-1,063	-930	-900
유형자산의 감소	12	23	63	0	0
무형자산의 감소(증가)	-17	-41	-115	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-648	5	1	-3
기타	71	-229	-293	34	22
재무활동 현금흐름	396	1,093	919	-339	-178
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	5	3
기타	396	1,093	919	-344	-181
기타 및 조정	-2	-2	8	0	1
현금의 증가	554	-26	29	-42	-3
기초현금	572	1,126	1,100	1,129	1,087
기말현금	1,126	1,100	1,129	1,087	1,084

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	86,646	16,493	13,810	15,901	20,160
BPS	459,786	474,469	473,121	472,414	475,965
DPS	0	18,500	18,500	18,500	18,500
밸류에이션(배)					
PER	4.4	21.0	24.5	20.2	15.9
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.4	10.3	12.1	11.7	10.9

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	90.6	-0.1	1.7	3.0
EPS증가율	0.0	-81.0	-16.3	15.1	26.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	5.3	5.4	5.4	5.4
ROE	12.5	3.5	2.9	3.4	4.3
ROA	4.8	1.3	1.1	1.2	1.5
ROIC	8.7	2.4	1.9	2.1	2.7

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	106.8	121.2	140.0	141.2	141.6
순차입금 비율(%)	43.4	52.4	75.8	76.3	76.0
이자보상배율(배)	6.9	3.8	2.4	2.3	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	10.5	12.0	12.3	13.0
재고자산회전율	0.0	7.1	6.0	5.8	6.0
총자산회전율	0.0	1.2	1.1	1.1	1.1

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

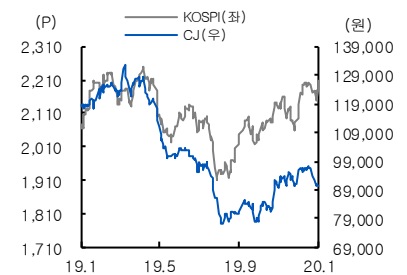
CJ (001040/매수/목표주가 110,000원)

안정과 성장을 모두 추구해야 하는 경영 일정

매수 (상향)	
목표주가	110,000원
현재가 (1/10)	90,200원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	3,015십억원
발행주식수	35,664천주
액면가	5,000원
52주 최고가	133,000원
최저가	76,900원
60일 평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	18.2%
배당수익률 (2019F)	1.5%

주주구성	
이재현 외 6인	47.05%
국민연금공단	8.48%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-11%	-11%	-29%
절대기준	-6%	-5%	-24%



■ 현안

- 재무구조 개선에 이어 사업구조 재편
- 주력 계열사의 개선 필요
- 지배구조 안정

■ 기대 및 제언

- CJ제일제당의 재무구조 개선은 지주 가치에 중요한 투자 포인트. 재무구조 개선과 함께 진행되는 사업구조 재편은 수익성 개선을 위해 필요한 과정이나, 내수 중심의 매출 아이템에서 성장성도 고려해야 함
- 계열사 매각으로 성장을 위한 자금을 마련한 CJENM은 콘텐츠 강화와 OTT 서비스로 사업 확장
- CJ올리브영네트웍스의 분할과 CJ올리브네트웍스를 완전 자회사로 만드는 과정에서 사업의 확장과 지주의 실리를 고려했 다고 하지만 오너의 지분율 확대도 고려 대상이었을 것임
- CJ올리브영과 CJ올리브네트웍스는 지주의 비상장계열사로 상장된 주력 계열사 못지 않게 중요

■ 투자포인트

- 안정 · 신뢰 · 개선이 필요한 상황에서 주주가치 측면에서 다른 지주회사대비 투자 매력력이 높지 않지만, 기업의 내재가치와 주가는 괴리율이 커지고 있음

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	26,899	29,523	33,579	35,320	37,432
영업이익	1,326	1,332	1,473	1,600	1,767
세전이익	1,575	1,320	764	697	885
지배주주순이익	464	276	316	211	268
EPS(원)	13,002	7,741	8,861	5,914	7,502
증가율(%)	107.8	-40.5	14.5	-33.3	26.8
영업이익률(%)	4.9	4.5	4.4	4.5	4.7
순이익률(%)	4.2	3.0	1.6	1.4	1.7
ROE(%)	12.1	6.9	7.4	4.6	5.6
PER	13.2	15.7	10.9	15.3	12.1
PBR	1.6	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.9	7.5	7.4	7.2	7.1

CJ (001040/매수/목표주가 110,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	268	2.2	6.0	1,206	8.7
영업이익	116	3.3	70.6	646	-8.1
순이익	124	213.1	흑전	474	72.4

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	86,797	12.9	2.7	249,284	14.8
영업이익	4,268	5.0	16.9	11,353	8.2
순이익	734	-48.5	-74.7	4,781	-59.7

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
CJ제일제당	45	18.5	6.2	2.8	55.6	-85.9	-56.8
CJ ENM	40	6.9	-8.5	-16.3	-33.8	-43.1	-53.1
CJ CGV	39	5.2	3.2	-5.1	32.0	적지	적지

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
CJ올리브영	55	12.3	2.1			21.0	-6.7
CJ푸드빌	96	-13.0	-6.0			적지	적전

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

CJ (001040/매수/목표주가 110,000원)

주요 이슈

■ CJ올리브네트웍스를 완전 자회사로 전환

- CJ올리브네트웍스를 CJ올리브영과 CJ올리브네트웍스로 분할한 후 SI사업을 하는 CJ올리브네트웍스를 100% 완전 자회사로 전환
- 주식 교환 방식으로 CJ올리브네트웍스 주주에게 CJ 주식 114만주를 교부. 해당 주식은 자기주식을 활용.

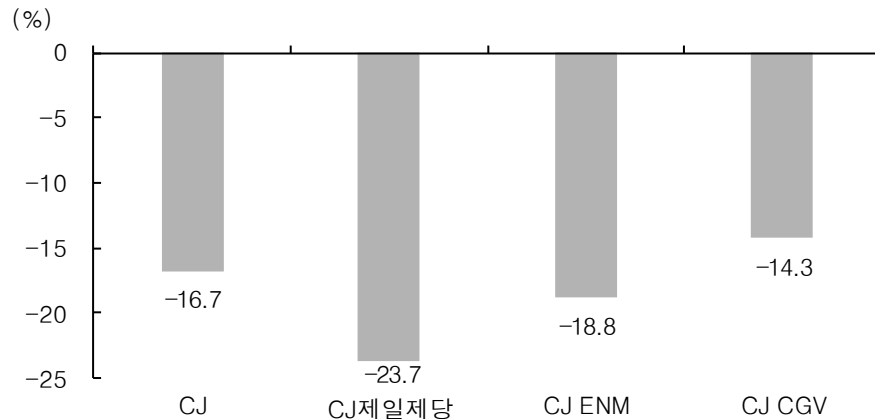
■ CJENM의 CJ헬로 지분 매각 결정

- 유관기관의 지분 매각 승인으로 CJENM은 양도금액 8천억원 유입.

■ CJ제일제당 자산 매각

- 재무 건전성을 위해 강서구 가양동 소재 토지 및 건물을 8,500억원에 매각

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산	44,754	CJ CGV, CJ 프레시웨이 가치 포함
상장기업	34,125	
CJ제일제당	16,166	
CJENM	13,597	
비상장기업	10,629	CJ 올리브네트웍스 가치 포함.
CJ올리브영	3,981	
CJ푸드빌	1,219	
브랜드 사용료	1,100	2020년 예상 금액
순차입금	1,115	2019년 3분기 별도 재무제표
주식수	29	자사주 포함
적정가치	107,319	할인율 상장사와 비상장사 30% 씩 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

CJ (001040/매수/목표주가 110,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	26,899	29,523	33,579	35,320	37,432
증가율(%)	12.3	9.8	13.7	5.2	6.0
매출원가	18,609	21,170	24,530	25,798	27,337
매출총이익	8,290	8,353	9,049	9,522	10,095
매출총이익률 (%)	30.8	28.3	26.9	27.0	27.0
판매비	6,964	7,021	7,576	7,922	8,329
판매비율(%)	25.9	23.8	22.6	22.4	22.3
영업이익	1,326	1,332	1,473	1,600	1,767
증가율(%)	5.8	0.5	10.6	8.6	10.4
영업이익률(%)	4.9	4.5	4.4	4.5	4.7
순금융손익	-3	-483	-632	-661	-658
이자손익	-276	-316	0	0	0
기타	273	-167	-632	-661	-658
기타영업외손익	166	414	-147	-337	-324
중속/관계기업손익	87	56	70	95	99
세전이익	1,575	1,320	764	697	885
법인세	437	440	238	195	248
법인세율	27.7	33.3	31.2	28.0	28.0
계속사업이익	1,138	880	525	502	637
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,138	880	525	502	637
증가율(%)	99.6	-22.7	-40.3	-4.4	26.9
당기순이익률 (%)	4.2	3.0	1.6	1.4	1.7
지배주주당기순이익	464	276	316	211	268
기타포괄이익	-673	-211	424	0	0
총포괄이익	465	669	949	502	637
EBITDA	2,835	3,024	4,103	4,219	4,309
증가율(%)	4.4	6.7	35.7	2.8	2.1
EBITDA마진율(%)	10.5	10.2	12.2	11.9	11.5

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	8,333	8,869	10,039	10,183	10,419
현금및현금성자산	1,220	1,474	1,433	1,413	1,448
유가증권	434	163	247	250	251
매출채권	3,552	3,535	3,681	3,797	3,899
재고자산	1,733	2,024	2,682	2,728	2,826
비유동자산	20,992	22,860	31,386	31,708	32,067
유형자산	11,493	12,970	14,823	15,095	15,408
무형자산	6,039	6,169	8,189	8,038	7,878
투자자산	2,310	2,493	2,794	2,888	2,986
자산총계	29,325	31,730	41,425	41,891	42,486
유동부채	9,363	10,998	13,710	13,786	13,854
매입채무및기타채무	2,035	2,088	2,336	2,394	2,437
단기차입금	2,920	4,107	5,098	5,103	5,108
유동성장기부채	1,403	1,654	2,957	2,967	2,977
비유동부채	7,970	8,209	13,031	12,965	12,902
사채	4,682	4,517	4,410	4,380	4,330
장기차입금	1,593	1,768	2,452	2,402	2,372
부채총계	17,333	19,208	26,740	26,752	26,757
지배주주지분	3,930	4,059	4,463	4,627	4,847
자본금	158	158	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
자본조정등	-224	-260	-252	-252	-252
기타포괄이익누계액	-113	-168	-51	-51	-51
이익잉여금	3,115	3,337	3,594	3,758	3,978
비지배주주지분	8,062	8,463	10,222	10,513	10,883
자본총계	11,992	12,522	14,685	15,140	15,729
비이자부채	6,735	7,163	8,175	8,252	8,322
총차입금	10,598	12,045	18,565	18,500	18,435
순차입금	8,945	10,408	16,885	16,837	16,736

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,240	1,541	3,036	3,931	3,915
당기순이익	1,138	880	525	502	637
비현금성 비용 및 수익	1,155	1,497	3,193	3,521	3,424
유형자산감가상각비	922	998	1,851	1,848	1,757
무형자산상각비	587	694	780	771	785
운전차분변동	-270	-999	-223	-93	-146
매출채권등의 감소	-467	-343	77	-116	-102
재고자산의 감소	72	-419	-453	-46	-97
매입채무등의 증가	297	19	176	58	43
기타 영업현금흐름	217	163	-459	1	0
투자활동 현금흐름	-2,864	-2,126	-4,846	-2,848	-2,803
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,273	-2,458	-2,388	-2,120	-2,070
유형자산의 감소	90	43	65	0	0
무형자산의 감소(증가)	-552	-639	-688	-620	-625
투자자산의 감소(증가)	138	-118	65	1	2
기타	-267	1,046	-1,900	-109	-110
재무활동 현금흐름	718	827	1,508	-1,103	-1,077
차입금의 증가(감소)	430	883	1,222	-50	-30
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	288	-56	286	-1,053	-1,047
기타 및 조정	-44	12	261	0	0
현금의 증가	50	254	-41	-20	35
기초현금	1,169	1,220	1,474	1,433	1,413
기말현금	1,220	1,474	1,433	1,413	1,448

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	13,002	7,741	8,861	5,914	7,502
BPS	110,189	113,806	125,140	129,728	135,903
DPS	1,450	1,450	1,450	1,450	1,450
밸류에이션(배)					
PER	13.2	15.7	10.9	15.4	12.1
PBR	1.6	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.9	7.5	7.4	7.2	7.1

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	12.3	9.8	13.7	5.2	6.0
EPS증가율	107.8	-40.5	14.5	-33.3	26.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.2	1.5	1.5	1.5
ROE	12.1	6.9	7.4	4.6	5.6
ROA	4.0	2.9	1.4	1.2	1.5
ROIC	6.2	4.4	2.3	2.0	2.5

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	144.5	153.4	182.1	176.7	170.1
순차입금 비율(%)	74.6	83.1	115.0	111.2	106.4
이자보상배율(배)	4.2	3.6	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.9	8.3	9.3	9.4	9.7
재고자산회전율	15.7	15.7	14.3	13.1	13.5
총자산회전율	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

한진칼 (180640/중립/목표주가 24,000원)

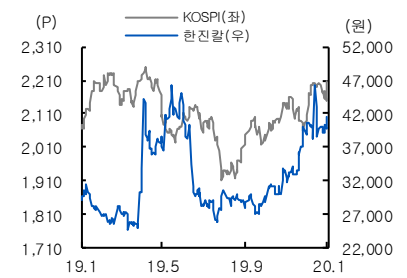
엄혀 있는 주주의 이해 관계로 지분 확보 경쟁 지속

중립 (유지)	
목표주가	24,000원
현재가 (1/10)	41,700원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	2,500십억원
발행주식수	59,707천주
액면가	2,500원
52주 최고가	46,400원
최저가	24,700원
60일 평균거래대금	48십억원
외국인 지분율	13.2%
배당수익률 (2019F)	0.7%

주주구성

조원태 외 12 인	28.94%
그레이스홀딩스 외 5 인	17.29%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	37%	35%
절대기준	4%	47%	44%



■ 현안

- 오너가의 비슷한 지분율과 불안정한 경영권
- 수익성이 떨어진 항공사업

■ 기대 및 제언

- 지분 구조: 조원태 6.52%, 조현아 6.49%, 조현민 6.47%, 이명희 5.31%, 그레이스홀딩스 17.3%, 델타항공 10.0%, 반도건설 6.28%. 지분 차이가 크지 않은 오너의 지분과 오너간의 분쟁 가능성. 오너와 관련성이 높은 주주들
- 3월 주주총회에서 조원태 회장의 재 연임 여부 중요
- 근거리 노선 중심의 LCC는 관광 수요가 달라지기 전까지 수익 회복이 당분간 제한적

■ 투자포인트

- 주주의 의사결정이 필요한 3월, 주주총회까지 불안정적 국면
- 불안정이 주가를 움직이는 포인트

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,150	1,305	1,212	1,186	1,243
영업이익	115	109	31	47	62
세전이익	268	1	-250	24	60
지배주주순이익	222	-41	-250	17	41
EPS(원)	3,717	-683	-4,190	283	692
증가율(%)	-152.6	-118.4	513.2	-106.8	144.2
영업이익률(%)	10.0	8.4	2.6	4.0	5.0
순이익률(%)	19.9	-1.4	-20.6	1.6	3.7
ROE(%)	17.6	-2.7	-18.5	1.4	3.3
PER	4.9	-43.6	-9.5	147.2	60.3
PBR	0.7	1.2	1.9	2.0	2.0
EV/EBITDA	8.2	13.8	17.4	21.0	21.3

한진칼 (180640/중립/목표주가 24,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	97	-4.6	2.8	560	7.7
영업이익	60	-9.3	26.6	432	6.0
순이익	20	-27.9	65.7	311	5.6

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	3,016	-15.3	4.6	9,469	-5.9
영업이익	-6	적전	적지	437	-63.8
순이익	-930	적전	적지	-2,380	적전

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
대한항공	30	-3.8	8.4	-76.0	흑전	적전	적지
한진	22	10.6	7.1	122.6	17.4	적지	적지
진에어	60	-18.7	4.6	적전	적지	적전	적지

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
정석기업*	48	-2.6	-2.7	-19.7	11.6	186.9	288.7
토파스여행정보*	94	11.7	2.0	28.2	-6.3	5.3	-24.0
칼호텔네트워크*	100	-4.2	4.7	적지	적지	적지	적지

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

한진칼 (180640/중립/목표주가 24,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,150	1,305	1,212	1,186	1,243
증가율(%)	16.0	13.5	-7.1	-2.1	4.8
매출원가	932	1,046	1,035	994	1,038
매출총이익	217	259	177	192	205
매출총이익률(%)	18.9	19.8	14.6	16.2	16.5
판매비	102	150	146	145	144
판매비율(%)	8.9	11.5	12.0	12.2	11.6
영업이익	115	109	31	47	62
증가율(%)	16.2	-5.2	-71.6	51.6	31.9
영업이익률(%)	10.0	8.4	2.6	4.0	5.0
순금융손익	-22	-12	-29	-35	-33
이자손익	-23	-12	-29	-35	-33
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-5	-13	-11	-11
중속/관계기업손익	177	-91	-239	22	43
세전이익	268	1	-250	24	60
법인세	39	19	0	6	14
법인세율	14.6	1,900.0	0.0	25.0	23.3
계속사업이익	229	-18	-250	19	46
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	229	-18	-250	19	46
증가율(%)	-157.8	-107.9	1,288.9	-107.6	142.1
당기순이익률(%)	19.9	-1.4	-20.6	1.6	3.7
지배주주당기순이익	222	-41	-250	17	41
기타포괄이익	89	22	7	0	0
총포괄이익	318	4	-243	19	46
EBITDA	158	154	163	137	134
증가율(%)	17.0	-2.5	5.8	-16.0	-2.2
EBITDA마진율(%)	13.7	11.8	13.4	11.6	10.8

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	726	854	671	704	735
현금및현금성자산	246	97	156	172	183
유가증권	372	486	404	420	438
매출채권	53	52	50	50	49
재고자산	2	5	6	6	6
비유동자산	2,050	1,957	1,976	1,932	1,916
유형자산	592	640	589	524	477
무형자산	6	10	9	8	6
투자자산	1,107	944	719	742	785
자산총계	2,776	2,811	2,647	2,636	2,652
유동부채	736	652	532	522	512
매입채무및기타채무	6	6	8	9	9
단기차입금	294	329	124	122	120
유동성장기부채	87	25	73	68	63
비유동부채	330	475	696	693	690
사채	0	69	87	82	77
장기차입금	225	299	288	288	288
부채총계	1,066	1,128	1,227	1,215	1,202
지배주주지분	1,521	1,482	1,228	1,228	1,251
자본금	149	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
자본조정등	421	420	351	351	351
기타포괄이익누계액	104	182	191	191	191
이익잉여금	-294	-410	-604	-605	-581
비지배주주지분	188	202	192	194	198
자본총계	1,710	1,684	1,420	1,421	1,449
비이자부채	431	397	427	426	425
총차입금	635	731	800	789	777
순차입금	17	148	240	197	156

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	164	78	97	99	88
당기순이익	229	-18	-250	19	46
비현금성 비용 및 수익	-56	181	423	113	74
유형자산감가상각비	41	43	130	88	71
무형자산상각비	2	3	2	2	1
운전자본변동	9	-7	-68	2	2
매출채권등의 감소	-2	3	-6	1	0
재고자산의 감소	0	-3	-1	0	0
매입채무등의 증가	1	0	1	0	0
기타 영업현금흐름	-18	-78	-8	-35	-34
투자활동 현금흐름	-313	-282	241	-42	-34
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-7	-13	-23	-25
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-2	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-125	-7	-3	-1	-1
기타	-171	-266	258	-18	-8
재무활동 현금흐름	314	54	-280	-42	-43
차입금의 증가(감소)	225	-1	0	0	0
자본의 증가	95	0	0	5	5
기타	-6	55	-280	-47	-48
기타 및 조정	-2	1	1	0	1
현금의 증가	163	-149	59	15	12
기초현금	83	246	97	156	172
기말현금	246	97	156	172	183

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,717	-683	-4,190	283	692
BPS	25,481	24,818	20,575	20,561	20,956
DPS	125	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	4.9	-43.6	-9.5	147.2	60.3
PBR	0.7	1.2	1.9	2.0	2.0
EV/EBITDA	8.2	13.8	17.4	21.0	21.3

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	16.0	13.5	-7.1	-2.2	4.8
EPS증가율	-152.6	-118.4	513.2	-106.8	144.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	1.0	0.7	0.7	0.7
ROE	17.6	-2.7	-18.5	1.4	3.3
ROA	9.5	-0.6	-9.2	0.7	1.7
ROIC	59.0	-4.5	-62.2	5.8	17.0

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	62.4	67.0	86.4	85.5	82.9
순차입금 비율(%)	1.0	8.8	16.9	13.9	10.8
이자보상배율(배)	4.0	4.5	0.7	1.1	1.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	21.1	24.8	23.6	23.7	25.1
재고자산회전율	600.3	363.0	218.5	200.2	200.4
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

한화 (000880/매수/목표주가 32,000원)

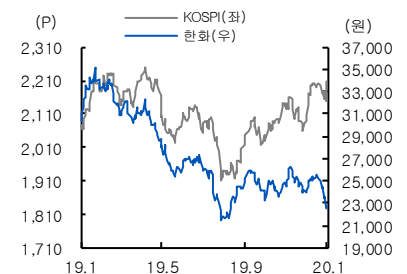
방산공장 정상화에 따른 기저효과

매수 (유지)	
목표주가	32,000원
현재가 (1/10)	22,650원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	2,005십억원
발행주식수	97,910천주
액면가	5,000원
52주 최고가	35,150원
최저가	21,450원
60일 평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	21.4%
배당수익률 (2019F)	2.9%

주주구성

김승연 외 10 인	38.09%
국민연금공단	9.39%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	-18%	-30%
절대기준	-5%	-13%	-25%



■ 현안

- 방산 공장 정상화
- 제조, 금융, 서비스로 구분할 수 있는 사업 포트폴리오의 균형점

■ 기대 및 제언

- 2019년 1분기의 불미스러운 사고가 3분기까지 영향을 미쳤으므로 2020년 방산사업의 실적 개선에 관심
- 한화케미칼, 한화에어로스페이스, 한화건설, 한화의 제조 사업부문은 견조하나, 한화생명 중심의 금융사업은 산업의 구조적인 저성장의 부담을 안고 있음

■ 투자포인트

- 자체사업의 실적 개선이 기대됨에도 계열사의 가치 하락으로 적정주가 하락
- 실적 기저효과에 의한 상반기 반전 모멘텀 기대

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	50,404	48,740	50,792	52,935	55,241
영업이익	2,159	1,806	1,142	1,202	1,353
세전이익	1,995	1,300	909	1,060	1,288
지배주주순이익	405	468	280	318	387
EPS(원)	4,140	4,784	2,862	3,250	3,950
증가율(%)	-31.9	15.5	-40.2	13.5	21.5
영업이익률(%)	4.3	3.7	2.2	2.3	2.4
순이익률(%)	2.6	1.6	1.4	1.5	1.8
ROE(%)	9.1	10.7	6.2	6.5	7.4
PER	10.0	6.6	8.7	7.0	5.7
PBR	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.6	9.0	11.9	12.4	11.7

한화 (000880/매수/목표주가 32,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	10,563	-24.1	2.4	29,663	-19.3
영업이익	390	-57.2	-18.9	992	-61.5
순이익	67	-88.3	-52.0	334	-82.5

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	129,783	11.7	1.4	376,831	5.4
영업이익	3,878	-34.3	6.6	10,109	-44.4
순이익	3,004	26.8	56.3	6,664	-43.7

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
한화케미칼	37	5.6	2.8	62.6	56.3	흑전	385.4
한화생명	18	24.2	5.5	-60.1	56.6	-49.4	11.4
한화에어로스페이스	33	26.2	-6.2	216.4	-27.6	흑전	24.2

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
한화(자체사업)	100						
한화건설	95	-2.8	-11.6	-35.1	-36.9	-30.1	-10.6
한화호텔앤리조트	61	4.0	1.6	123.7	흑전	흑전	흑전

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

한화 (000880/매수/목표주가 32,000원)

주요 이슈

■ 면세 사업 철수

- 2016년 7월 면세 사업을 시작한 지 3년만인 2019년 4월 철수를 결정하고 9월 영업을 종료
- 한화갤러리아타임월드는 최대주주 한화갤러리아가 공개매수를 통해 한화갤러리아의 완전 자회사로 편입될 예정

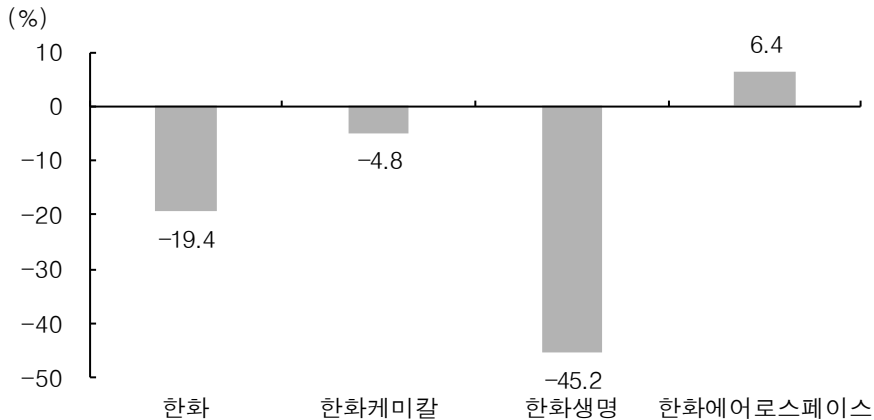
■ 2019년 방산 공장 사고로 생산 차질

- 1분기 대전공장 사고 여파가 3분기까지 영향을 미침

■ 밸류에이션 조정

- 직전대비 상장 계열사의 가치가 하락했고, 순차입금이 늘어남. 주식수에서 자사주를 제외했었으나, 포함하는 것으로 변경했으며, 한화건설의 수익이 안정적이라는 점에서 비상장계열사에 적용하는 할인율은 40%로 10%p 축소된 결과 32,000원이 산출

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	비고
투자가치	37,778	
상장사	21,019	
한화케미칼	11,434	시가총액 x 지분율
한화생명	3,594	시가총액 x 지분율(한화 보유)
한화에어로스페이스	5,991	시가총액 x 지분율
비상장사	16,759	
한화건설	12,587	장부가액
브랜드가치	1,400	주요 계열사와 계약 내용을 참고해 IBK투자증권 추정
영업가치	20,215	2020년 자체사업 예상 EBITDA에 6.3x 적용
순차입금	22,652	2019년 3분기 별도재무제표
주식수	75	보통주 기준이며, 자사주 포함
적정주가	31,660	할인율은 상장사 30%, 비상장사 40% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한화 (000880/매수/목표주가 32,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	50,404	48,740	50,792	52,935	55,241
증가율(%)	7.0	-3.3	4.2	4.2	4.4
매출원가	45,921	44,479	47,080	49,071	51,153
매출총이익	4,483	4,261	3,712	3,864	4,088
매출총이익률 (%)	8.9	8.7	7.3	7.3	7.4
판매비	2,324	2,455	2,570	2,663	2,734
판매비율(%)	4.6	5.0	5.1	5.0	4.9
영업이익	2,159	1,806	1,142	1,202	1,353
증가율(%)	28.1	-16.4	-36.8	5.3	12.6
영업이익률(%)	4.3	3.7	2.2	2.3	2.4
순금융손익	-376	-344	-423	-421	-417
이자손익	-384	-361	-481	-483	-481
기타	8	17	58	62	64
기타영업외손익	-370	-583	-81	-59	-48
중속/관계기업손익	582	421	271	338	400
세전이익	1,995	1,300	909	1,060	1,288
법인세	684	501	197	244	296
법인세율	34.3	38.5	21.7	23.0	23.0
계속사업이익	1,311	799	711	816	992
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,311	799	711	816	992
증가율(%)	1.7	-39.1	-11.0	14.8	21.6
당기순이익률 (%)	2.6	1.6	1.4	1.5	1.8
지배주주당기순이익	405	468	280	318	387
기타포괄이익	-313	-373	1,389	0	0
총포괄이익	998	426	2,101	816	992
EBITDA	3,079	2,768	2,275	2,225	2,392
증가율(%)	17.0	-10.1	-17.8	-2.2	7.5
EBITDA마진율(%)	6.1	5.7	4.5	4.2	4.3

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	11,620	13,721	13,765	13,589	13,573
현금및현금성자산	2,109	2,945	2,432	2,229	2,163
유가증권	410	545	530	530	530
매출채권	3,715	3,976	3,942	3,836	3,793
재고자산	2,691	3,880	3,745	3,708	3,629
비유동자산	16,152	17,461	19,022	19,729	20,510
유형자산	10,176	11,480	12,185	12,561	12,943
무형자산	1,551	2,059	2,365	2,365	2,364
투자자산	2,962	2,492	2,746	3,090	3,494
자산총계	160,195	169,549	179,193	180,017	180,929
유동부채	12,931	14,870	15,167	15,193	15,217
매입채무및기타채무	2,627	2,236	2,185	2,318	2,450
단기차입금	3,162	4,008	3,625	3,588	3,570
유동성장기부채	2,643	3,055	3,333	3,323	3,293
비유동부채	9,638	10,643	11,918	11,832	11,726
사채	2,475	2,516	3,044	3,014	2,964
장기차입금	2,664	3,283	3,514	3,494	3,474
부채총계	144,230	152,596	160,067	160,140	160,126
지배주주지분	4,541	4,185	4,799	5,052	5,373
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	547	496	385	385	385
자본조정등	38	23	20	20	20
기타포괄이익누계액	101	-484	-5	-5	-5
이익잉여금	3,365	3,660	3,910	4,162	4,483
비지배주주지분	11,423	12,768	14,327	14,824	15,429
자본총계	15,965	16,953	19,126	19,876	20,802
비이자부채	133,286	139,734	146,551	146,720	146,824
총차입금	10,944	12,862	13,516	13,420	13,302
순차입금	8,425	9,373	10,554	10,661	10,609

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,138	2,749	1,378	1,774	1,867
당기순이익	1,311	799	711	816	992
비현금성 비용 및 수익	4,327	3,770	3,106	1,166	1,104
유형자산감가상각비	790	805	958	854	868
무형자산상각비	130	156	175	170	171
운전자본변동	-5,934	-5,219	-3,940	275	252
매출채권등의 감소	-199	411	49	107	43
재고자산의 감소	67	-296	268	37	79
매입채무등의 증가	99	-767	-166	133	132
기타 영업현금흐름	5,434	3,399	1,501	-483	-481
투자활동 현금흐름	-5,666	-2,632	-3,633	-1,857	-1,738
유형자산의 증가(CAPEX)	-968	-1,531	-1,538	-1,230	-1,250
유형자산의 감소	95	202	40	0	0
무형자산의 감소(증가)	-125	-234	-213	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	212	-129	-561	-6	-4
기타	-4,880	-940	-1,361	-451	-314
재무활동 현금흐름	-305	1,991	186	-121	-195
차입금의 증가(감소)	-572	1,455	556	-20	-20
자본의 증가	0	1,249	0	1	1
기타	267	-713	-370	-102	-176
기타 및 조정	82	-1,273	1,557	0	0
현금의 증가	-751	835	-512	-204	-66
기초현금	2,860	2,109	2,945	2,432	2,229
기말현금	2,109	2,945	2,432	2,229	2,163

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,140	4,784	2,862	3,250	3,950
BPS	46,382	42,747	49,016	51,596	54,876
DPS	600	700	700	700	700
밸류에이션(배)					
PER	10.0	6.6	8.7	6.9	5.7
PBR	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.6	9.0	11.9	12.3	11.7

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	7.0	-3.3	4.2	4.2	4.4
EPS증가율	-31.9	15.5	-40.2	13.5	21.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	2.2	2.9	2.9	2.9
ROE	9.1	10.7	6.2	6.5	7.4
ROA	0.8	0.5	0.4	0.5	0.5
ROIC	9.9	5.5	4.4	4.8	5.7

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	903.4	900.1	836.9	805.7	769.8
순차입금 비율(%)	52.8	55.3	55.2	53.6	51.0
이자보상배율(배)	5.2	4.3	2.3	2.3	2.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.6	12.7	12.8	13.6	14.5
재고자산회전율	18.5	14.8	13.3	14.2	15.1
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

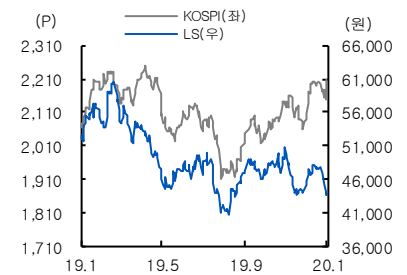
LS (006260/매수/목표주가 64,000원)

발전성이 커진 주력 사업

매수 (유지)	
목표주가	64,000원
현재가 (1/10)	43,900원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	1,414십억원
발행주식수	32,200천주
액면가	5,000원
52주 최고가	60,500원
최저가	40,600원
60일 평균거래대금	4십억원
외국인 자본율	13.8%
배당수익률 (2019F)	2.7%

주주구성	
구자열 외 38 인	32.32%
국민연금공단	13.48%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-12%	-21%
절대기준	-3%	-6%	-16%



■ 현안

- LS엠트론의 사업 구조조정 이후 전선과 산전의 중요성 커짐
- 아이앤디의 권선 사업부 분할 후 일본 기업과 합작 법인 설립
- 계열사 간 중첩된 사업의 시너지 효과 극대화

■ 기대 및 제언

- 초고압전력선과 해저케이블 수주 증가로 LS전선 수익 개선.
- 전력선(초고압전력선과 해저케이블)은 전력장비의 동반 발주로 LS산전도 수주 증가
- 아이앤디의 권선 사업 분할 후 합작법인 설립은 규모의 경제 측면에서 생산성 향상과 영업력 확대 기대
- 글로벌 전력선 전문생산업체로 전기차에 필요한 하네스 모듈 등에서 경쟁력 보유
- 가운데전선이 LS 지주에 편입되는데 이어 LS전선아시아와 미얀마에 생산법인을 설립 공동 운영하는 등 융합 경영
- 구조조정의 여파가 큰 LS엠트론의 성장과 수익 개선을 기대할 수 있는 변화 필요

■ 주력 자회사의 성장성이 투자 포인트

- LS전선의 전선사업 성장은 비상장 계열사로 재무적 가치 측면에서도 우호적 변수
- 지주 전반에 걸친 지배 및 사업구조의 변화가 중첩된 사업의 시너지 개선으로 이어져 지주 가치에 긍정적

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	9,418	10,110	10,065	10,211	10,520
영업이익	527	509	328	434	469
세전이익	374	275	191	331	371
지배주주순이익	297	404	115	161	186
EPS(원)	9,219	12,551	3,579	5,009	5,783
증가율(%)	76.5	36.1	-71.5	40.0	15.5
영업이익률(%)	5.6	5.0	3.3	4.3	4.5
순이익률(%)	3.9	4.8	1.2	2.4	2.6
ROE(%)	11.5	13.7	3.6	4.9	5.4
PER	7.9	3.9	13.4	8.8	7.6
PBR	0.9	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.8	7.3	9.5	8.3	7.9

LS (006260/매수/목표주가 64,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	96	4.3	-0.3	1,053	-0.1
영업이익	11	-6.9	흑전	734	-4.7
순이익	31	흑전	흑전	849	35.6

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	24,887	0.0	-3.8	74,822	-0.4
영업이익	813	-20.6	-9.1	2,511	-23.6
순이익	278	-55.4	-42.4	1,575	-70.1

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
LS산전	46	-9.0	-5.6	1.1	22.3	8.7	46.8
LS전선아시아	55	15.3	1.6	54.3	-4.5	129.8	5.6

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
LS전선	89	-1.7	-5.0	-12.4	-21.8	17.1	-46.7
LS니꼬동제련*	50	11.5	-5.0			-12.1	-35.9
LS아이앤디*	100	-5.5	-6.5	적전	적전	적전	적지

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

LS (006260/매수/목표주가 64,000원)

주요 이슈

■ 주력 제품 수주 증가

- LS전선: 500kV급 북당진-고덕 HVDC 지중케이블 납품 및 설치. 계약금액 1,243억원, 계약조건은 설계·자재조달·시공·시운전 등을 담당. 대만 해상풍력단지내 230kV 해저케이블 공급 및 접속 프로젝트 수주. 계약금액 1,196억원
- LS산전: 북당진-고덕간 HVDC 변환설비 건설 사업. 계약금액 671억원.

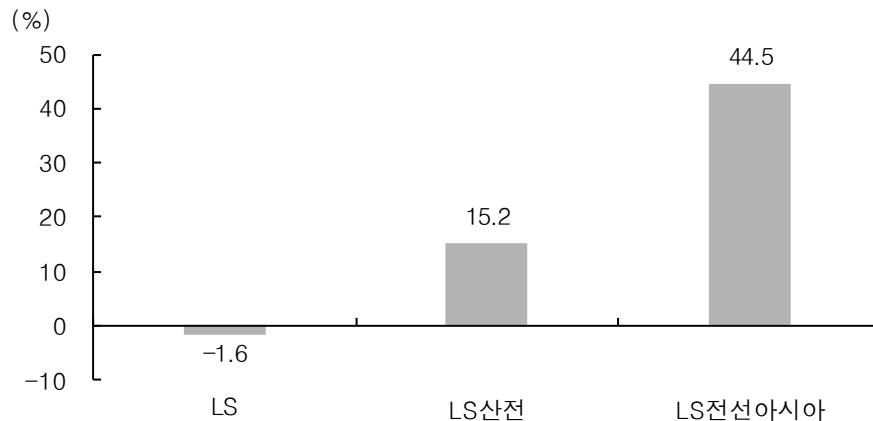
■ LS EV코리아 주식상장 추진

- LS전선의 자회사로 전기차용 하네스와 배터리팩, ESS용 부품을 생산. 2017년 LS전선으로부터 분할

■ 부가가치 중심으로 사업 확장

- LS전선은 전선 판매에 이어 엔지니어링과 시공, 컨설팅 등 전력·통신망 구축에 필요한 전체 서비스를 제공하는 토탈 서비스 확대
- 전기차 부품 등 신사업을 육성하고, 풍력·태양광 등 신재생 에너지 시장도 적극 대응

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	24,018	산전은 시가총액, 엠트론과 아이앤디는 장부가액 기준
LS전선	5,009	K-OTC에 거래되는 시가총액 기준. LS가 지분 89%
LS산전	5,120	시가총액
LS엠트론	4,334	장부가액
LS니코동제련	10,251	수익가치를 근거로 시가총액 추정. 2019년 예상 EPS에 PER 10x 적용
순차입금	1,913	2019년 3분기 별도 재무제표 기준
주식수	32	자사주 포함
적정주가	63,674	할인율 상장사 30%, 아이앤디 40% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LS (006260/매수/목표주가 64,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	9,418	10,110	10,065	10,211	10,520
증가율(%)	10.7	7.3	-0.4	1.5	3.0
매출원가	8,163	8,855	8,816	8,935	9,203
매출총이익	1,255	1,255	1,250	1,276	1,317
매출총이익률 (%)	13.3	12.4	12.4	12.5	12.5
판매비	853	901	944	950	961
판매비율(%)	9.1	8.9	9.4	9.3	9.1
영업이익	527	509	328	434	469
증가율(%)	88.9	-3.4	-35.6	32.3	8.1
영업이익률(%)	5.6	5.0	3.3	4.3	4.5
순금융손익	-189	-217	-85	-114	-111
이자손익	-109	-108	-120	-114	-111
기타	-80	-109	35	0	0
기타영업외손익	36	-17	-52	11	13
중속/관계기업손익	0	0	23	108	113
세전이익	374	275	191	331	371
법인세	45	47	75	83	93
법인세율	12.0	17.1	39.3	25.1	25.1
계속사업이익	329	228	116	248	278
중단사업손익	36	260	0	0	0
당기순이익	365	488	116	248	278
증가율(%)	69.8	33.7	-76.2	113.8	12.1
당기순이익률 (%)	3.9	4.8	1.2	2.4	2.6
지배주주당기순이익	297	404	115	161	186
기타포괄이익	-15	-15	-15	0	0
총포괄이익	350	472	101	248	278
EBITDA	798	776	633	701	740
증가율(%)	42.8	-2.8	-18.4	10.7	5.6
EBITDA마진율(%)	8.5	7.7	6.3	6.9	7.0

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,105	5,977	6,190	6,144	6,110
현금및현금성자산	629	827	790	842	856
유가증권	179	124	115	115	115
매출채권	2,166	2,454	2,583	2,492	2,428
재고자산	1,418	1,540	1,666	1,657	1,669
비유동자산	3,874	4,513	4,819	4,968	5,117
유형자산	1,958	2,247	2,307	2,347	2,379
무형자산	637	654	673	670	670
투자자산	1,040	1,359	1,508	1,616	1,730
자산총계	9,979	10,490	11,009	11,112	11,227
유동부채	4,120	3,957	4,347	4,258	4,151
매입채무및기타채무	1,015	1,037	1,117	1,066	1,047
단기차입금	1,233	1,189	1,255	1,236	1,226
유동성장기부채	572	775	1,050	1,040	980
비유동부채	2,227	2,174	2,266	2,244	2,223
사채	1,310	1,308	1,151	1,151	1,151
장기차입금	677	571	689	669	649
부채총계	6,347	6,131	6,612	6,502	6,373
지배주주지분	2,722	3,164	3,258	3,384	3,536
자본금	161	161	161	161	161
자본잉여금	285	296	285	285	285
자본조정등	-69	-70	-78	-78	-78
기타포괄이익누계액	-47	-55	-19	-19	-19
이익잉여금	2,392	2,832	2,909	3,036	3,187
비지배주주지분	910	1,196	1,139	1,226	1,318
자본총계	3,632	4,360	4,397	4,610	4,854
비이자부채	2,556	2,287	2,402	2,341	2,302
총차입금	3,791	3,844	4,210	4,161	4,071
순차입금	2,983	2,894	3,304	3,204	3,100

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	237	50	89	448	458
당기순이익	365	488	116	248	278
비현금성 비용 및 수익	394	465	321	262	256
유형자산감가상각비	217	217	253	219	223
무형자산상각비	54	50	51	48	48
운전자본변동	-372	-482	-259	51	36
매출채권등의 감소	-283	-131	-96	91	64
재고자산의 감소	-78	-57	-111	9	-12
매입채무등의 증가	153	-115	75	-51	-19
기타 영업현금흐름	-150	-421	-89	-113	-112
투자활동 현금흐름	-403	367	-213	-286	-326
유형자산의 증가(CAPEX)	-179	-298	-303	-260	-255
유형자산의 감소	53	22	4	0	0
무형자산의 감소(증가)	-31	-31	-30	-45	-48
투자자산의 감소(증가)	-106	-29	23	0	0
기타	-140	703	93	19	-23
재무활동 현금흐름	149	-232	1	-110	-118
차입금의 증가(감소)	628	446	557	-20	-20
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-479	-678	-556	-90	-98
기타 및 조정	-8	13	87	0	0
현금의 증가	-25	198	-36	52	14
기초현금	653	629	827	790	842
기말현금	629	827	790	842	856

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,219	12,551	3,579	5,009	5,783
BPS	84,524	98,249	101,173	105,104	109,810
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
밸류에이션(배)					
PER	7.9	3.9	13.4	8.7	7.6
PBR	0.9	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.8	7.3	9.5	8.3	7.9

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	10.7	7.3	-0.4	1.4	3.0
EPS증가율	76.5	36.1	-71.5	40.0	15.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	2.5	2.7	2.7	2.7
ROE	11.5	13.7	3.6	4.9	5.4
ROA	3.7	4.8	1.1	2.2	2.5
ROIC	6.8	9.1	2.0	4.1	4.6

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	174.7	140.6	150.4	141.0	131.3
순차입금 비율(%)	82.1	66.4	75.1	69.5	63.9
이자보상배율(배)	3.3	2.7	2.1	2.4	2.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.3	4.4	4.0	4.0	4.3
재고자산회전율	6.5	6.8	6.3	6.1	6.3
총자산회전율	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

두산 (000150/매수/목표주가 86,000원)

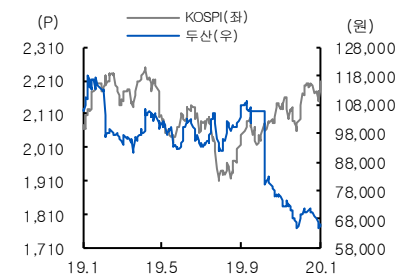
변화의 요구에 지주도 자유롭지 못해

매수 (유지)	
목표주가	86,000원
현재가 (1/10)	66,100원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	1,386십억원
발행주식수	21,413천주
액면가	5,000원
52주 최고가	118,000원
최저가	64,500원
60일 평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	7.6%
배당수익률 (2019F)	7.5%

주주구성

박정원 외 30 인	47.24%
국민연금공단	7.11%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-34%	-42%
절대기준	-3%	-29%	-38%



■ 현안

- 주력 계열사의 개선
- 자체사업의 성장동력 재 장착

■ 기대 및 제언

- 자체사업의 전자와 산업차량은 실적 호조 지속될 전망. 면세사업 중단으로 유통부문 수익구조 개선
- 분할된 두산솔루스와 두산퓨얼셀은 전방산업의 성장성과 수주 증가로 성장과 수익 개선 기대
- 주력 계열사의 업황이 올해도 녹록치 않지만, 수익구조 개선을 위한 변화에 매진

■ 변화에 적극적인 자세

- 변화가 필요하다는 것을 지배 및 사업구조 변화로 보여준 만큼 과감한 변화의 폭과 속도감이 중요
- 주주환원은 유지될 수 있을 것으로 예상. 많은 변화와 지주의 역할을 고려할 때 주주환원 정책의 지속성에 우려가 없지 않은 바 의심이 제거된다면 강한 반등의 모멘텀이 될 전망

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,913	18,172	18,295	18,154	18,362
영업이익	1,168	1,216	1,130	1,136	1,193
세전이익	356	11	437	496	551
지배주주순이익	41	-117	-21	63	73
EPS(원)	1,594	-4,779	-921	2,928	3,396
증가율(%)	-78.4	-399.8	-80.7	-417.8	16.0
영업이익률(%)	6.9	6.7	6.2	6.3	6.5
순이익률(%)	0.3	-1.9	1.0	1.5	1.7
ROE(%)	1.7	-5.2	-1.4	6.3	7.9
PER	70.9	-23.3	-76.3	22.6	19.5
PBR	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6
EV/EBITDA	9.5	9.0	9.8	9.8	9.3

두산 (000150/매수/목표주가 86,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	3,303	-51.6	-60.3	18,253	-15.9
영업이익	65	-85.0	-88.0	983	-57.0
순이익	61	-67.3	-78.8	508	-67.0

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	41,389	-2.1	-17.0	137,458	3.5
영업이익	1,476	-43.5	-67.7	9,590	-8.7
순이익	-824	적전	적전	1,621	-12.1

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
두산중공업	32	5.3	-10.3	-34.4	-64.0	적전	적전

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
두산(자체사업)	100	-0.3	-4.4	-27.1	-17.3		

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

두산 (000150/매수/목표주가 86,000원)

주요 이슈

■ 자체사업 분할

- 전자사업의 OLED와 전지박 사업을 분할하여 두산솔루스를 만들었고, 연료전지 사업을 분할하여 두산퓨얼셀을 만들
- 분할한 두 사업이 자체사업의 성장성을 주도했다는 점에서 분할기업에 관심 집중

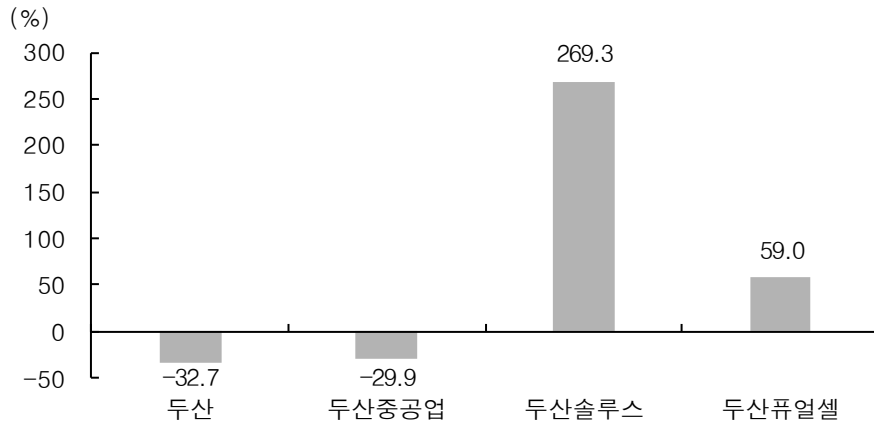
■ 지배 및 사업구조 변화

- 두산은 지분을 100% 소유하던 두산메카텍을 두산중공업에 이전. 이전대가로 두산중공업이 주식을 발행하는 현물출자 유상증자 방식
- 두산중공업은 두산건설의 지분을 100% 확보하여 완전 자회사 형태로 전환

■ 고배당정책 유지 여부 중요

- 계열사의 수익구조 개선 작업이 지주의 주주환원에 어떤 영향을 미칠 지 관심. 지금까지 배당재원이 자체사업을 통해 마련했기 때문에 큰 변화는 없으리라 전망

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	비고
계열사 가치		
두산중공업	5,678	신주 발행에 따른 보유 주식수 증가 및 주가 희석을 감안한 가치 예측
두산솔루스	1,240	시가총액에 지분을 18.1% 적용
두산퓨얼셀	848	시가총액에 지분을 18.1%
비상장계열사	3,870	두산메카텍 장부가액 제외
자체사업 가치	18,123	최근 실적을 감안한 금년 예상 EBITDA에 multiple 7x 적용
순차입금	17,047	2019년 3분기 별도 재무제표 기준
주식수	16	두산의 주식수 감소 적용. 보통주 기준이며, 자사주 포함
적정주가	87,225	할인을 상장사 30%, 비상장사와 부동산가치 40% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

두산 (000150/매수/목표주가 86,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,913	18,172	18,295	18,154	18,362
증가율(%)	2.7	7.4	0.7	-0.8	1.1
매출원가	13,817	14,849	15,096	14,994	15,177
매출총이익	3,097	3,324	3,200	3,160	3,185
매출총이익률 (%)	18.3	18.3	17.5	17.4	17.3
판매비	1,929	2,108	2,070	2,024	1,992
판매비율(%)	11.4	11.6	11.3	11.1	10.8
영업이익	1,168	1,216	1,130	1,136	1,193
증가율(%)	26.4	4.1	-7.1	0.5	5.0
영업이익률(%)	6.9	6.7	6.2	6.3	6.5
순금융손익	-555	-633	-509	-440	-443
이자손익	-499	-536	-573	-645	-636
기타	-56	-97	64	205	193
기타영업외손익	-242	-544	-182	-197	-197
중속/관계기업손익	-14	-28	-2	-3	-2
세전이익	356	11	437	496	551
법인세	244	259	250	223	248
법인세율	68.5	2,354.5	57.2	45.0	45.0
계속사업이익	112	-248	187	273	303
중단사업손익	-66	-92	-13	0	0
당기순이익	46	-341	174	273	303
증가율(%)	-8.0	-841.3	-151.0	56.9	11.0
당기순이익률 (%)	0.3	-1.9	1.0	1.5	1.7
지배주주당기순이익	41	-117	-21	63	73
기타포괄이익	193	109	264	0	0
총포괄이익	239	-232	437	273	303
EBITDA	1,798	1,839	1,785	1,771	1,848
증가율(%)	14.9	2.3	-2.9	-0.8	4.3
EBITDA마진율(%)	10.6	10.1	9.8	9.8	10.1

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	10,868	11,586	12,774	12,819	12,596
현금및현금성자산	2,345	2,456	1,780	1,891	2,089
유가증권	283	395	294	294	294
매출채권	2,328	2,528	2,600	2,553	2,547
재고자산	2,352	2,608	2,800	2,785	2,330
비유동자산	17,901	17,294	17,714	17,900	18,032
유형자산	8,199	7,768	7,817	7,915	7,960
무형자산	6,792	7,018	7,399	7,481	7,558
투자자산	1,451	1,156	1,102	1,106	1,112
자산총계	28,769	28,880	30,489	30,718	30,627
유동부채	13,722	13,317	17,555	17,748	17,552
매입채무및기타채무	3,241	3,546	3,003	3,262	3,114
단기차입금	4,350	3,188	4,713	4,665	4,642
유동성장기부채	2,506	2,446	4,230	4,210	4,190
비유동부채	7,444	8,418	6,062	5,978	5,906
사채	2,878	2,503	807	777	727
장기차입금	2,270	3,668	2,471	2,421	2,411
부채총계	21,166	21,735	23,617	23,726	23,458
지배주주지분	2,474	2,012	1,042	953	899
자본금	135	135	124	124	124
자본잉여금	844	761	734	734	734
자본조정등	-444	-396	-1,239	-1,239	-1,239
기타포괄이익누계액	607	551	588	588	588
이익잉여금	1,333	960	834	745	692
비지배주주지분	5,129	5,134	5,830	6,040	6,270
자본총계	7,603	7,145	6,872	6,993	7,169
비이자부채	9,161	9,931	11,398	11,654	11,489
총차입금	12,005	11,804	12,219	12,072	11,969
순차입금	9,377	8,952	10,145	9,887	9,586

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	677	1,022	-286	1,230	1,284
당기순이익	46	-341	174	273	303
비현금성 비용 및 수익	2,156	2,295	1,646	1,275	1,297
유형자산감가상각비	405	401	444	407	415
무형자산상각비	226	222	211	228	240
운전자본변동	-954	-300	-1,449	327	319
매출채권등의 감소	-243	-274	-127	47	6
재고자산의 감소	-340	-387	-367	15	455
매입채무등의 증가	676	283	-496	259	-148
기타 영업현금흐름	-571	-632	-657	-645	-635
투자활동 현금흐름	-556	-943	-887	-819	-830
유형자산의 증가(CAPEX)	-395	-384	-518	-505	-460
유형자산의 감소	58	37	11	0	0
무형자산의 감소(증가)	-301	-333	-345	-310	-317
투자자산의 감소(증가)	-42	-288	88	-7	-8
기타	124	25	-123	3	-45
재무활동 현금흐름	290	11	587	-300	-256
차입금의 증가(감소)	-520	1,292	-1,032	-50	-10
자본의 증가	0	0	-11	-6	0
기타	810	-1,281	1,630	-244	-246
기타 및 조정	-86	22	-90	0	0
현금의 증가	325	112	-676	111	198
기초현금	2,019	2,345	2,456	1,780	1,891
기말현금	2,345	2,456	1,780	1,891	2,089

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,594	-4,779	-921	2,928	3,396
BPS	100,593	85,108	48,661	44,504	41,987
DPS	5,100	5,200	5,200	5,200	5,200
밸류에이션(배)					
PER	70.9	-23.3	-76.3	22.4	19.3
PBR	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6
EV/EBITDA	9.5	9.0	9.8	9.8	9.3

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	2.7	7.4	0.7	-0.8	1.1
EPS증가율	-78.4	-399.8	-80.7	-417.8	16.0
수익성지표(%)					
배당수익률	4.5	4.7	7.5	7.5	7.5
ROE	1.7	-5.2	-1.4	6.3	7.9
ROA	0.2	-1.2	0.6	0.9	1.0
ROIC	0.3	-2.1	1.1	1.7	1.9

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	278.4	304.2	343.7	339.3	327.2
순차입금 비율(%)	123.3	125.3	147.6	141.4	133.7
이자보상배율(배)	2.1	2.1	1.8	1.7	1.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.5	7.1	7.0	7.2
재고자산회전율	7.5	7.3	6.8	6.5	7.2
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

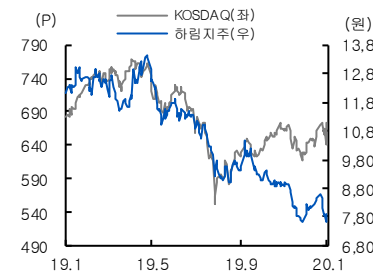
하림지주 (003380/매수/목표주가 12,000원)

실적 기저효과로 주가 저평가 부각 기대

매수 (유지)	
목표주가	12,000원
현재가 (1/10)	7,910원
KOSDAQ (1/10)	673.03pt
시가총액	740십억원
발행주식수	93,584천주
액면가	100원
52주 최고가	13,450원
최저가	7,590원
60일 평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	4.3%
배당수익률 (2019F)	1.2%

주주구성
김홍국 외 19 인 50.82%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-28%	-34%
절대기준	2%	-27%	-35%



■ 현안

- 가금사업의 수익 개선
- 양재동 물류센터 착공
- 하림USA의 정상화

■ 기대 및 제언

- 공급과잉으로 육류가격 하락. 공급과잉의 이유는 조기 출하로 사육두수가 정상적 수준에 접근함에 따라 단가 안정 기대
- 지난해 완공된 익산공장의 본격 가동으로 생산량 증가와 가격 할인율 축소로 수익성 개선
- 하림산업의 하림식품 흡수 합병은 육류가공과 유통의 시너지를 염두에 둔 경영효율화
- 지배구조의 개편 효과가 빠르게 나타날 수 있도록 내부적인 변화 가속화

■ 투자포인트

- 현안으로 거론한 세가지가 해결되기 위해서는 시간이 필요해 당장 수익 모멘텀이 강하기는 어려우나 제품 성수기를 맞이하는 2분기는 회복될 전망이고, 이미 낮아질대로 낮아진 제품 가격에서 실적과 주가는 하방경직성을 갖췄다는 판단
- 계열사의 가치와 밸류에이션의 조건 변화로 적정가치 12,000원 제시. 기존 목표주가대비 25% 하향 조정한, 현 주가대비 50%이상 상승 여력으로 현재 저평가 상태

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,934	7,357	7,391	7,585	7,926
영업이익	465	355	310	334	369
세전이익	410	229	112	174	219
지배주주순이익	155	96	44	73	92
EPS(원)	2,529	1,172	474	783	985
증가율(%)	-27.2	-53.7	-59.5	65.1	25.7
영업이익률(%)	6.7	4.8	4.2	4.4	4.7
순이익률(%)	4.8	2.6	1.1	1.8	2.2
ROE(%)	14.3	6.4	2.6	4.1	4.9
PER	6.7	9.8	18.1	10.1	8.0
PBR	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	9.0	9.6	9.0	8.5

하림지주 (003380/매수/목표주가 12,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	11	-85.2	99.5	70	-49.4
영업이익	-23	적전	적지	-24	적전
순이익	-24	적전	적전	164	-8.2

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	18,734	-5.3	-1.0	54,837	-0.8
영업이익	897	-23.8	-0.1	2,551	-17.8
순이익	284	-62.2	174.0	640	-65.2

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
하림	48	-22.9	-7.9	적전	적지	적전	적지
선진	50	19.2	12.0	12.2	-25.7	적전	적전
팜스코	56	21.3	-1.1	85.0	64.4	-55.3	흑전
팬오션	55	-11.6	7.9	10.3	25.6	27.7	48.3
엔에스쇼핑	41	5.7	0.8	-35.9	256.5	-48.4	흑전

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
제일사료	88	11.0		-17.6			

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 제일사료 실적은 상반기 기준 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

하림지주 (003380/매수/목표주가 12,000원)

주요 이슈

■ 사업적 시너지와 경영 효율성을 위해 지주회사 소유의 계열사 지분을 계열사에 매각

- SUNJIN VINA와 SUNJIN FARMSCO를 선진에 매각
- 하림USA를 하림으로부터 주식 취득하여 지분율 43.1%로 상승. 지배구조 개선 및 글로벌 경쟁력 강화 목적
- 그린바이텍이 하림에 흡수합병. 그린바이텍은 하림지주가 지분을 100% 소유하던 비상장계열사

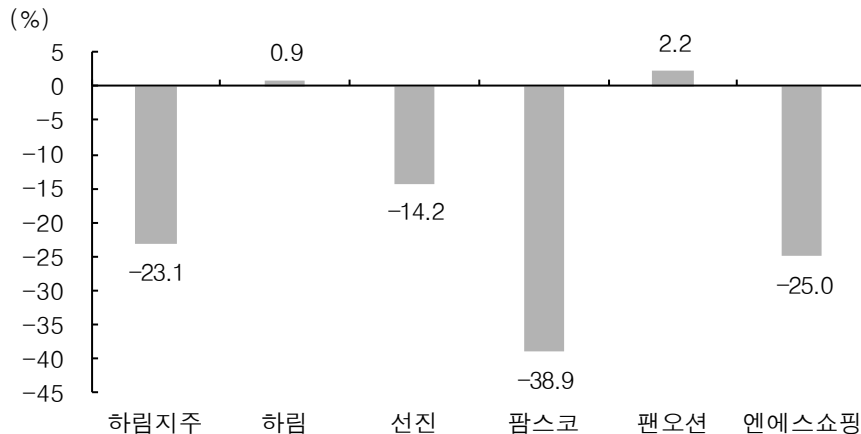
■ 계열사 지원

- 하림USA, 제일사료, 농업회사법인(주) 순우리한우, 에이치에스푸드의 유상증자 참여
- 직접 지배로 지배구조가 변경된 하림USA에 자금 대여 결정

■ 밸류에이션 조정

- 비상장 계열사가 상장 계열사에 흡수합병되면서 상장계열사의 지분이 상승했지만, 주가 하락으로 투자자산가치 하락
- 최근 재무제표를 기준으로 하고, 주식수를 자사주 제외에서 포함으로 변경하여 12,000원을 제시

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	21,355	
상장기업	17,585	선진, 팜스코, 엔에스쇼핑 시가총액 가치 포함
팬오션	12,895	시가총액
하림	1,374	시가총액
비상장기업	3,770	한강씨엠, 그린바이텍 등 비상장기업의 장부가액
제일사료	1,932	최근 유상증자 발행가액을 기준으로 산정. 지분율 88.1% 적용
상표 사용료	30	2018년 연간 수취 금액 기준
순차입금	4,550	별도기준(2019년 3분기)
주식수	94	자사주 포함
적정가치	11,566	상장기업 30%, 비상장기업 40%(단 제일사료는 미 적용) 할인율 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

하림지주 (003380/매수/목표주가 12,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,934	7,357	7,391	7,585	7,926
증가율(%)	11.9	6.1	0.5	2.6	4.5
매출원가	5,538	6,051	6,064	6,223	6,501
매출총이익	1,397	1,307	1,326	1,362	1,425
매출총이익률 (%)	20.1	17.8	17.9	18.0	18.0
판매비	932	952	1,016	1,028	1,057
판매비율(%)	13.4	12.9	13.7	13.6	13.3
영업이익	465	355	310	334	369
증가율(%)	3.1	-23.7	-12.7	7.7	10.5
영업이익률(%)	6.7	4.8	4.2	4.4	4.7
순금융손익	-48	-127	-173	-149	-137
이자손익	-99	-99	-120	-102	-99
기타	51	-28	-53	-47	-38
기타영업외손익	-8	1	-26	-12	-12
총속/관계기업손익	1	0	1	0	0
세전이익	410	229	112	174	219
법인세	76	35	30	38	48
법인세율	18.5	15.3	26.8	21.8	21.9
계속사업이익	334	194	83	136	171
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	334	194	83	136	171
증가율(%)	-10.2	-41.9	-57.2	63.9	25.7
당기순이익률 (%)	4.8	2.6	1.1	1.8	2.2
지배주주당기순이익	155	96	44	73	92
기타포괄이익	-194	74	117	0	0
총포괄이익	140	269	200	136	171
EBITDA	736	626	608	636	675
증가율(%)	8.2	-14.9	-2.9	4.6	6.1
EBITDA마진율(%)	10.6	8.5	8.2	8.4	8.5

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,046	2,646	3,090	2,975	2,956
현금및현금성자산	462	633	732	766	813
유가증권	125	227	426	416	407
매출채권	452	567	0	0	0
재고자산	449	601	610	513	488
비유동자산	4,988	5,467	5,865	6,051	6,208
유형자산	3,812	4,201	4,464	4,643	4,799
무형자산	382	370	386	386	386
투자자산	182	258	54	54	55
자산총계	7,034	8,113	8,956	9,027	9,164
유동부채	2,528	3,310	3,623	3,604	3,610
매입채무및기타채무	227	275	0	0	0
단기차입금	1,258	1,914	2,174	2,148	2,144
유동성장기부채	512	554	591	581	571
비유동부채	1,491	1,507	1,847	1,809	1,777
사채	108	184	522	522	522
장기차입금	430	576	1,099	1,059	1,019
부채총계	4,019	4,817	5,471	5,413	5,387
지배주주지분	1,347	1,684	1,755	1,821	1,906
자본금	7	9	9	9	9
자본잉여금	846	963	929	929	929
자본조정등	-346	-248	-249	-249	-249
기타포괄이익누계액	-23	18	88	88	88
이익잉여금	863	942	978	1,043	1,128
비지배주주지분	1,668	1,613	1,730	1,792	1,871
자본총계	3,015	3,297	3,485	3,613	3,777
비이자부채	909	988	1,010	1,028	1,056
총차입금	3,110	3,829	4,461	4,385	4,331
순차입금	2,523	2,968	3,303	3,203	3,112

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	471	167	580	594	556
당기순이익	334	194	83	136	171
비현금성 비용 및 수익	456	456	723	462	456
유형자산감가상각비	255	255	298	301	306
무형자산감각비	16	16	0	0	0
운전자본변동	-157	-312	-58	99	29
매출채권등의 감소	-73	-195	0	0	0
재고자산의 감소	-1	-152	-60	97	25
매입채무등의 증가	45	136	0	0	0
기타 영업현금흐름	-162	-171	-168	-103	-100
투자활동 현금흐름	-424	-649	-734	-436	-422
유형자산의 증가(CAPEX)	-368	-467	-541	-480	-463
유형자산의 감소	30	23	4	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	-5	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-49	-131	45	0	-1
기타	-33	-69	-239	44	42
재무활동 현금흐름	-73	652	238	-125	-88
차입금의 증가(감소)	-567	611	358	-40	-40
자본의 증가	503	0	2	0	0
기타	-9	41	-122	-85	-48
기타 및 조정	-29	1	15	1	1
현금의 증가	-55	171	99	34	47
기초현금	517	462	633	732	766
기말현금	462	633	732	766	813

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,529	1,172	474	783	985
BPS	19,050	17,993	18,756	19,458	20,362
DPS	180	100	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	6.7	9.8	18.1	10.1	8.0
PBR	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	9.0	9.6	9.0	8.5

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	11.9	6.1	0.5	2.6	4.5
EPS증가율	-27.2	-53.7	-59.5	65.1	25.7
수익성지표(%)					
배당수익률	1.1	0.9	1.2	1.2	1.2
ROE	14.3	6.4	2.6	4.1	4.9
ROA	4.7	2.6	1.0	1.5	1.9
ROIC	6.8	3.9	1.5	2.4	3.0

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	133.3	146.1	157.0	149.8	142.6
순차입금 비율(%)	83.7	90.0	94.8	88.7	82.4
이자보상배율(배)	3.9	2.8	2.0	2.4	2.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.0	14.4	26.1	0.0	0.0
재고자산회전율	15.5	14.0	12.2	13.5	15.8
총자산회전율	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

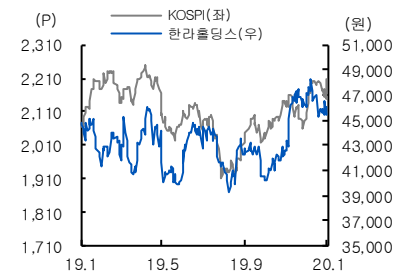
한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 60,000원)

자체사업의 수익성 개선

매수 (유지)	
목표주가	60,000원
현재가 (1/10)	46,000원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	482십억원
발행주식수	10,472천주
액면가	5,000원
52주 최고가	48,350원
최저가	39,200원
60일 평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	11.2%
배당수익률 (2019F)	4.3%

주주구성	
정몽원 외 7 인	28.48%
국민연금공단	13.87%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-1%	-4%
절대기준	0%	6%	3%



■ 현안

- 자체사업의 터키법인 안정화
- ADAS 기술력 제고
- 매출처 다변화

■ 기대 및 제언

- 저수익 사업 아이템을 정리하면서 영업이익률이 4%를 기록한 자체사업. 수익성 제고 차원에서 유의미한 결과가 도출되어 긍정적. 수익성 제고 이후 성장성이 필요하며, 금년 하반기부터 영업이 정상화될 것으로 예상되는 터키법인이 그 역할을 해 줄 것으로 예상
- 만도와 만도헬라가 주력 자회사로 자율주행차로 변환하는 자동차에서 더욱 고도화된 부품 개발로 수익성 제고
- 건설 리스크는 제한적

■ 안정적인 수익구조와 주주환원 부각

- 자율주행의 고급기술을 가진 계열사와 자체사업의 수익성 제고로 주주환원이 개선될 기반 확보
- 주당 2천원의 배당금이 최소한 유지될 전망으로 4% 초반대의 배당기대수익률 부각

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	891	887	797	806	826
영업이익	64	58	74	77	81
세전이익	76	35	50	54	60
지배주주순이익	43	13	39	43	48
EPS(원)	3,982	1,214	3,693	4,112	4,553
증가율(%)	-42.9	-69.5	204.3	11.4	10.7
영업이익률(%)	7.2	6.5	9.3	9.6	9.8
순이익률(%)	4.9	1.5	4.9	5.3	5.7
ROE(%)	4.6	1.5	4.4	4.8	5.1
PER	15.7	36.1	12.4	11.2	10.1
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	15.4	14.3	10.6	10.1	9.4

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 60,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	1,618	-8.6	8.5	4,652	-13.3
영업이익	231	37.1	181.1	503	-23.2
순이익	171	흑전	300.6	355	14.4

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	2,070	-15.4	5.5	5,981	-17.7
영업이익	272	58.9	105.3	573	-12.0
순이익	189	94.1	344.8	284	-33.0

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
만도	30	4.9	0.2	41.0	36.0	95.2	60.8
한라	16	103.7	16.1	99.9	흑전	-88.8	흑전

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
만도헬라*	50	18.6	-2.2			105.0	682.6

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 60,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	891	887	797	806	826
증가율(%)	5.4	-0.4	-10.1	1.1	2.5
매출원가	749	756	646	653	669
매출총이익	142	130	150	153	157
매출총이익률 (%)	15.9	14.7	18.8	19.0	19.0
판매비	78	73	76	76	76
판매비율(%)	8.8	8.2	9.5	9.4	9.2
영업이익	64	58	74	77	81
증가율(%)	-31.9	-9.4	27.6	4.1	5.2
영업이익률(%)	7.2	6.5	9.3	9.6	9.8
순금융손익	-27	-24	-27	-27	-25
이자손익	-26	-23	1	2	3
기타	-1	-1	-28	-29	-28
기타영업외손익	40	1	3	5	5
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	76	35	50	54	60
법인세	28	9	10	11	13
법인세율	36.8	25.7	20.0	20.4	21.7
계속사업이익	48	26	40	43	47
중단사업손익	-5	-13	-1	0	0
당기순이익	44	13	39	43	47
증가율(%)	-45.0	-70.5	200.0	10.3	9.3
당기순이익률 (%)	4.9	1.5	4.9	5.3	5.7
지배주주당기순이익	43	13	39	43	48
기타포괄이익	-15	-7	13	0	0
총포괄이익	28	6	52	43	47
EBITDA	75	67	95	96	101
증가율(%)	-31.2	-10.7	41.8	1.1	5.2
EBITDA마진율(%)	8.4	7.6	11.9	11.9	12.2

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	420	368	378	377	380
현금및현금성자산	123	86	140	142	148
유가증권	42	14	9	14	15
매출채권	154	161	132	131	129
재고자산	88	78	84	78	76
비유동자산	1,432	1,356	1,432	1,436	1,440
유형자산	253	262	270	276	282
무형자산	33	29	27	25	23
투자자산	985	907	940	940	939
자산총계	1,852	1,724	1,810	1,813	1,820
유동부채	498	290	296	287	276
매입채무및기타채무	161	154	122	123	123
단기차입금	82	54	44	44	44
유동성장기부채	208	40	87	77	67
비유동부채	421	569	620	611	601
사채	271	289	300	290	280
장기차입금	82	207	216	216	216
부채총계	919	859	916	897	877
지배주주지분	934	865	894	916	943
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265	265
자본조정등	-32	-38	-24	-24	-24
기타포괄이익누계액	-48	-56	-42	-42	-42
이익잉여금	693	639	640	663	689
비지배주주지분	0	0	0	0	-1
자본총계	934	865	894	916	942
비이자부채	275	269	245	246	246
총차입금	644	590	671	651	631
순차입금	479	490	522	495	468

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	53	1	40	95	95
당기순이익	44	13	39	43	47
비현금성 비용 및 수익	-31	14	15	42	41
유형자산감가상각비	8	7	18	18	18
무형자산상각비	3	3	3	2	2
운전자본변동	19	-31	-8	8	5
매출채권등의 감소	-8	-8	29	2	2
재고자산의 감소	15	-13	-5	5	2
매입채무등의 증가	13	-6	-35	1	0
기타 영업현금흐름	21	5	-6	2	2
투자활동 현금흐름	2	37	-12	-28	-25
유형자산의 증가(CAPEX)	-28	-28	-26	-24	-24
유형자산의 감소	0	38	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-25	28	5	0	0
기타	57	0	10	-4	-1
재무활동 현금흐름	-30	-77	15	-65	-64
차입금의 증가(감소)	21	73	6	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	0
기타	-51	-150	9	-64	-64
기타 및 조정	-6	1	11	0	0
현금의 증가	19	-38	54	2	6
기초현금	104	123	86	140	142
기말현금	123	86	140	142	148

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,982	1,214	3,693	4,112	4,553
BPS	86,433	80,094	85,385	87,497	90,050
DPS	1,350	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	15.7	36.1	12.4	11.2	10.1
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	15.4	14.3	10.6	10.1	9.4

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	5.5	-0.5	-10.2	1.2	2.5
EPS증가율	-42.9	-69.5	204.3	11.4	10.7
수익성지표(%)					
배당수익률	2.2	4.6	4.3	4.3	4.3
ROE	4.6	1.5	4.4	4.8	5.1
ROA	2.3	0.7	2.2	2.4	2.6
ROIC	10.7	3.8	10.9	11.9	13.3

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	98.4	99.3	102.4	98.0	93.1
순차입금 비율(%)	51.3	56.6	58.4	54.0	49.7
이자보상배율(배)	2.4	2.4	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.2	5.6	5.4	6.1	6.4
재고자산회전율	10.2	10.7	9.8	10.0	10.7
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

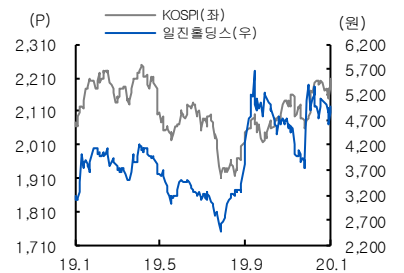
일진홀딩스 (015860/매수/목표주가 6,000원)

비상장계열사의 재 부각

매수 (유지)	
목표주가	6,000원
현재가 (1/10)	4,985원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	246십억원
발행주식수	49,347천주
액면가	1,000원
52주 최고가	5,690원
최저가	2,465원
60일 평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	2.9%
배당수익률 (2019F)	1.4%

주주구성
허정석 외 6 인 55.97%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-11%	49%	47%
절대기준	-7%	60%	58%



■ 현안

- 안정적인 실적 창출 기반 마련
- 비상장계열사의 성장 지속

■ 기대 및 제언

- 지난해 3분기까지 일진전기는 매출이 전년대비 감소함에도 수익이 개선되는 모습을 보여줌. 국내외에서 초고압전력선 수주가 지속되는 것을 고려할 때 수익은 안정적인 흐름이 이어질 가능성이 높아 보임. 일진다이아몬드가 매출과 수익이 부진했지만, 올해는 개선될 전망
- 일진다이아몬드가 별도 실적이 부진했음에도 연결 실적이 좋았던 것은 수소차 CNG 탱크를 생산하는 비상장계열사 일진복합소재 덕분에 친환경 정책으로 제품 수요가 늘어날 전망이고, 최근 어려움을 겪었던 알피니언메디칼이 회생하는 모습을 보여 기대감을 가질 수 있게 됨

■ 투자포인트

- 목표주가에 도달했음에도 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 6천원으로 상향
- 일진전기는 실적과 주가를 주가가 반영하지 못하고 있고, 비상장계열사의 성장 여력을 감안해 미래 가치를 반영함

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	940	929	814	839	881
영업이익	9	24	36	40	46
세전이익	-7	10	37	40	44
지배주주순이익	-20	-1	18	20	22
EPS(원)	-398	-29	355	400	444
증가율(%)	44.0	-92.7	-1,318.5	12.6	11.0
영업이익률(%)	1.0	2.6	4.4	4.8	5.2
순이익률(%)	-2.1	0.1	3.6	3.8	4.0
ROE(%)	-7.1	-0.5	6.2	6.6	6.9
PER	-13.2	-103.9	14.3	12.5	11.2
PBR	1.0	0.6	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	22.3	12.5	12.3	11.6	10.4

일진홀딩스 (015860/매수/목표주가 6,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	9	34.7	-7.2	52	-18.6
영업이익	2	흑전	86.1	30	-33.9
순이익	34	-31.1	2,266.4	49	-72.1

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	2,051	-7.5	-7.9	5,990	-10.9
영업이익	48	147.1	-74.6	274	193.6
순이익	78	-43.4	-60.3	246	770.9

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
일진전기	57	-8.7	-2.3	흑전	-76.1	흑전	-85.5
일진다이아	50	1.1	-22.3	-38.0	-68.0	1.6	-60.4

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
알피니언메디칼	94	+6.6		흑전		흑전	

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

일진홀딩스 (015860/매수/목표주가 6,000원)

주요 이슈

■ 일진전기 전선 수주

- 북당진~신탄정 구간 345kV 전력케이블 공급 계약 체결. 계약금액 499억원
- 쿠웨이트 주거복지청과 885억원 규모의 초고압전력선 공급 계약 체결

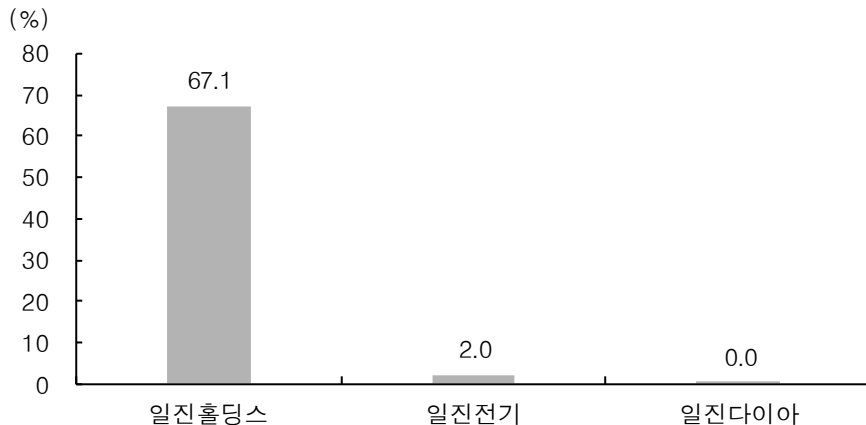
■ 비상장계열사 일진복합소재와 알피니언메디칼 주목

- 주력 계열사는 일진전기와 일진다이아몬드로 일진전기는 전선과 전력장비를 생산하고, 일진다이아몬드는 공업용 다이아몬드를 생산
- 일진복합소재는 일진다이아몬드의 자회사로 수소차 연료탱크를 생산하여 현대차에 납품. 의료장비업체 알피니언메디칼은 초음파진단기를 생산

■ 목표주가 상향

- 일진전기가 실적이 개선되었고, 수주가 늘어 실적 전망이 기대되며, 일진복합소재와 알피니언메디칼도 전망이 밝은 편
- 현재 주가는 이를 반영하고 있지 못하다고 판단해 일진전기와 알피니언메디칼 가치에 할증율을 적용하고 일진복합소재를 지배하는 일진다이아몬드에 대한 할인율을 30%가 아닌 25%를 적용(상장계열사는 30% 적용). 목표주가를 6,000원 제시

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	주요내용
투자자산	2,936	상장과 비상장계열사 및 투자유가증권 가치 포함
상장기업	2,597	일진전기와 일진다이아몬드
일진전기	634	시가총액
일진다이아몬드	1,964	시가총액
비상장기업	317	알피니언메디칼, 전주방송 장부가액
알피니언메디칼	98	장부가액
브랜드사용료	27	2018년 연간 수취 금액 기준
순차입금	126	2019년 3분기 지주 별도 재무제표 기준
주식수	49	자사주 포함
적정가치	5,871	할인율과 할증율 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

일진홀딩스 (015860/매수/목표주가 6,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	940	929	814	839	881
증가율(%)	10.7	-1.2	-12.4	3.1	5.0
매출원가	804	791	671	691	725
매출총이익	136	138	143	148	156
매출총이익률 (%)	14.5	14.9	17.6	17.6	17.7
판매비	126	115	108	109	111
판매비율(%)	13.4	12.4	13.3	13.0	12.6
영업이익	9	24	36	40	46
증가율(%)	200.0	166.7	50.0	11.1	15.0
영업이익률(%)	1.0	2.6	4.4	4.8	5.2
순금융손익	1	-1	-8	-6	-6
이자손익	-9	-11	-12	-11	-11
기타	10	10	4	5	5
기타영업외손익	-17	-12	9	6	4
종속/관계기업손익	0	0	0	1	1
세전이익	-7	10	37	40	44
법인세	10	5	6	8	9
법인세율	-142.9	50.0	16.2	20.0	20.5
계속사업이익	-17	6	31	32	35
중단사업손익	-2	-5	-2	0	0
당기순이익	-20	1	29	32	35
증가율(%)	81.8	-105.0	2,800.0	10.3	9.4
당기순이익률 (%)	-2.1	0.1	3.6	3.8	4.0
지배주주당기순이익	-20	-1	18	20	22
기타포괄이익	3	0	0	0	0
총포괄이익	-17	1	29	32	35
EBITDA	33	51	61	63	70
증가율(%)	17.9	54.5	19.6	3.3	11.1
EBITDA마진율(%)	3.5	5.5	7.5	7.5	7.9

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	423	460	504	531	563
현금및현금성자산	42	67	102	128	148
유가증권	17	23	17	18	19
매출채권	166	179	179	186	190
재고자산	130	127	179	186	198
비유동자산	657	657	665	673	680
유형자산	468	451	460	465	470
무형자산	35	36	34	35	36
투자자산	32	35	35	36	38
자산총계	1,079	1,117	1,169	1,204	1,242
유동부채	436	508	409	412	417
매입채무및기타채무	89	65	56	58	63
단기차입금	238	322	222	222	221
유동성장기부채	10	8	21	22	22
비유동부채	193	161	236	239	241
사채	25	37	0	0	0
장기차입금	88	37	146	145	145
부채총계	629	669	645	651	658
지배주주지분	268	271	292	308	327
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	113	113	119	119	119
자본조정등	-17	-17	-17	-17	-17
기타포괄이익누계액	-3	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	125	129	144	160	179
비지배주주지분	182	176	232	244	258
자본총계	450	448	524	553	585
비이자부채	268	266	256	262	269
총차입금	361	403	389	389	389
순차입금	302	313	270	242	221

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	25	7	18	39	44
당기순이익	-20	1	29	32	35
비현금성 비용 및 수익	55	52	49	26	29
유형자산감가상각비	22	25	24	21	22
무형자산상각비	2	2	2	2	2
운전자본변동	5	-34	-43	-8	-9
매출채권등의 감소	-3	-22	30	-7	-4
재고자산의 감소	-2	1	-53	-7	-12
매입채무등의 증가	2	-24	-13	2	5
기타 영업현금흐름	-15	-12	-17	-11	-11
투자활동 현금흐름	-53	-20	-13	-16	-26
유형자산의 증가(CAPEX)	-30	-26	-28	-27	-27
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-1	0	-3	-3
투자자산의 감소(증가)	-15	-6	17	0	0
기타	-5	12	-2	14	4
재무활동 현금흐름	15	38	30	3	2
차입금의 증가(감소)	88	-43	84	-1	-1
자본의 증가	12	0	51	0	0
기타	-85	81	-105	4	3
기타 및 조정	-5	0	0	0	0
현금의 증가	-18	25	35	26	20
기초현금	60	42	67	102	128
기말현금	42	67	102	128	148

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-398	-29	355	400	444
BPS	5,439	5,493	5,916	6,251	6,630
DPS	0	70	70	70	70
밸류에이션(배)					
PER	-13.2	-103.9	14.3	12.1	10.9
PBR	1.0	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	22.3	12.5	12.3	11.5	10.3

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	10.7	-1.1	-12.4	3.1	5.0
EPS증가율	44.0	-92.7	-1,318.5	12.6	11.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	2.3	1.4	1.4	1.4
ROE	-7.1	-0.5	6.2	6.6	6.9
ROA	-1.8	0.1	2.5	2.7	2.9
ROIC	-3.0	0.1	4.2	4.5	4.9

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	139.8	149.5	123.0	117.8	112.4
순차입금 비율(%)	67.1	69.9	51.5	43.8	37.8
이자보상배율(배)	0.9	1.9	2.8	3.1	3.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.4	5.4	4.5	4.6	4.7
재고자산회전율	7.3	7.2	5.3	4.6	4.6
총자산회전율	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

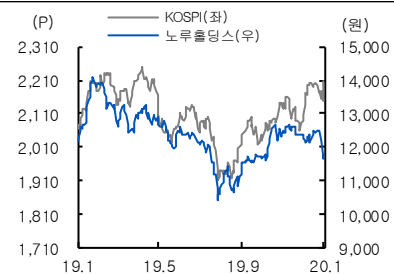
노루홀딩스 (015860/중립/목표주가 13,500원)

리스크 요인이 완화되어 가는 중

중립 (유지)	
목표주가	13,500원
현재가 (1/10)	11,700원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	159십억원
발행주식수	13,476천주
액면가	500원
52주 최고가	14,100원
최저가	10,400원
60일 평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	2.2%
배당수익률 (2019F)	3.7%

주주구성	
한영재 외 13 인	45.95%
국민연금공단	5.00%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	-10%	-10%
절대기준	-5%	-4%	-4%



■ 현안

- 페인트 전문업체로 전방산업 업황 개선
- 지분법 이익의 주역 선박용 도료 실적
- 농생명부문의 비용 절감

■ 기대 및 제언

- 지난해 지주 별도와 연결 실적은 전년대비 개선
- 주력 제품인 건축 및 공업용 도료 실적이 70% 가까이 증가했고, 농생명부문의 적자 규모가 34% 감소
- 선박용 도료를 생산하고 지주의 지분법손익 대상인 아이피케이는 국내 조선 수주 증가로 건조량이 늘어 수익 개선 전망
- 농생명부문의 주력 사업은 종자 사업으로 농업시설 투자는 대부분 손실 처리해 적자 폭이 감소할 전망이며, 종자 사업은 시장 반응이 좋고, 수익성이 비교적 좋아 점차 안정을 찾을 것으로 예상

■ 투자포인트

- 전자재업체로 건설업에 대한 업황 우려 부담이 주식시장에서 외면 요인
- 그렇지만 선박 건조량이 늘어나는 가운데 한국조선해양의 대우조선해양 인수가 마무리되면 관련주로 부각 예상
- 농생명부문에 투자 일단락과 수익구조가 개선된다면 주가는 하방경직성을 토대로 상승할 여지 충분

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	771	836	902	946	1,009
영업이익	17	10	32	39	44
세전이익	87	14	45	52	60
지배주주순이익	43	-8	7	11	12
EPS(원)	3,162	-607	540	785	901
증가율(%)	290.8	-119.2	-189.0	45.4	14.7
영업이익률(%)	2.2	1.2	3.5	4.1	4.4
순이익률(%)	8.0	0.4	2.9	3.2	3.5
ROE(%)	11.7	-2.2	2.0	2.8	3.2
PER	5.1	-20.2	23.1	14.9	13.0
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.7	12.0	6.4	5.7	5.3

노루홀딩스 (015860/중립/목표주가 13,500원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	61	-39.0	573.9	290	21.5
영업이익	26	-58.0	흑전	184	49.1
순이익	24	-51.0	흑전	166	54.6

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	2,308	12.1	-6.4	6,707	8.1
영업이익	119	1,546.9	-10.2	257	213.6
순이익	75	흑전	-36.1	201	346.3

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
노루페인트	51	9.7	-8.5	174.2	-20.4	430.5	-23.4

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
노루오토코팅	51	14.2	-2.4	24.7	-3.4		
아이피케이*	40	7.9	-2.7			51.8	-58.2
노루비케미칼*	50	-34.6	10.2			131.8	47.1

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

노루홀딩스 (015860/중립/목표주가 13,500원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	771	836	902	946	1,009
증가율(%)	11.7	8.4	7.9	4.9	6.7
매출원가	576	653	692	723	770
매출총이익	195	183	210	223	239
매출총이익률(%)	25.3	21.9	23.3	23.6	23.7
판매비	178	173	178	184	195
판매비율(%)	23.1	20.7	19.7	19.5	19.3
영업이익	17	10	32	39	44
증가율(%)	-26.1	-41.2	220.0	21.9	12.8
영업이익률(%)	2.2	1.2	3.5	4.1	4.4
순금융손익	-4	-4	-1	-4	-4
이자손익	-5	-5	-5	-4	-3
기타	1	1	4	0	-1
기타영업외손익	-3	-1	0	2	2
종속/관계기업손익	77	9	15	15	17
세전이익	87	14	45	52	60
법인세	25	11	20	22	25
법인세율	28.7	78.6	44.4	42.3	41.7
계속사업이익	62	3	26	30	35
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	62	3	26	30	35
증가율(%)	195.2	-95.2	766.7	15.4	16.7
당기순이익률(%)	8.0	0.4	2.9	3.2	3.5
지배주주당기순이익	43	-8	7	11	12
기타포괄이익	-8	2	5	0	0
총포괄이익	54	5	30	30	35
EBITDA	40	34	63	68	73
증가율(%)	-9.1	-15.0	85.3	7.9	7.4
EBITDA마진율(%)	5.2	4.1	7.0	7.2	7.2

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	439	449	490	506	534
현금및현금성자산	109	96	89	99	111
유가증권	53	55	83	86	93
매출채권	185	198	211	213	218
재고자산	81	85	92	93	94
비유동자산	550	538	546	553	563
유형자산	413	412	412	403	395
무형자산	19	18	17	16	15
투자자산	85	84	96	112	129
자산총계	989	987	1,036	1,059	1,097
유동부채	257	272	334	333	338
매입채무및기타채무	117	122	139	138	137
단기차입금	27	32	59	58	58
유동성장기부채	61	68	79	78	78
비유동부채	154	153	125	123	125
사채	15	15	15	15	15
장기차입금	76	80	40	35	30
부채총계	411	426	458	456	464
지배주주지분	381	365	371	377	385
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	78	78	78	78	78
자본조정등	-15	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	-5	-4	0	0	0
이익잉여금	315	302	305	311	318
비지배주주지분	196	196	206	225	248
자본총계	578	561	577	603	633
비이자부채	232	231	263	268	281
총차입금	179	195	195	188	183
순차입금	17	44	23	4	-21

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	31	7	58	39	40
당기순이익	62	3	26	30	35
비현금성 비용 및 수익	-38	32	49	16	13
유형자산감가상각비	22	22	30	28	28
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	1	-29	-4	-3	-4
매출채권등의 감소	-7	-21	-15	-2	-5
재고자산의 감소	-5	-5	-8	-1	-1
매입채무등의 증가	21	10	15	-1	-1
기타 영업현금흐름	6	1	-13	-4	-4
투자활동 현금흐름	5	-18	-52	-24	-31
유형자산의 증가(CAPEX)	-39	-18	-22	-20	-20
유형자산의 감소	1	5	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	74	0	-21	0	-1
기타	-29	-3	-11	-4	-10
재무활동 현금흐름	-33	-5	-13	-5	3
차입금의 증가(감소)	55	47	-5	-5	-5
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-88	-52	-8	0	8
기타 및 조정	-4	3	0	0	1
현금의 증가	-1	-13	-7	10	13
기초현금	109	109	96	89	99
기말현금	109	96	89	99	111

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,162	-607	540	785	901
BPS	28,287	27,104	27,565	28,009	28,568
DPS	450	450	450	450	450
밸류에이션(배)					
PER	5.1	-20.2	23.1	14.8	12.9
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.7	12.0	6.4	5.7	5.3

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	11.8	8.4	7.9	4.9	6.7
EPS증가율	290.8	-119.2	-189.0	45.4	14.7
수익성지표(%)					
배당수익률	2.8	3.7	3.7	3.7	3.7
ROE	11.7	-2.2	2.0	2.8	3.2
ROA	6.3	0.3	2.5	2.9	3.2
ROIC	11.6	0.5	4.6	5.5	6.4

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	71.2	75.8	79.4	75.6	73.2
순차입금 비율(%)	2.9	7.8	4.0	0.7	-3.3
이자보상배율(배)	2.4	1.4	4.2	5.4	6.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.0	4.4	4.4	4.5	4.7
재고자산회전율	9.8	10.1	10.2	10.2	10.8
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

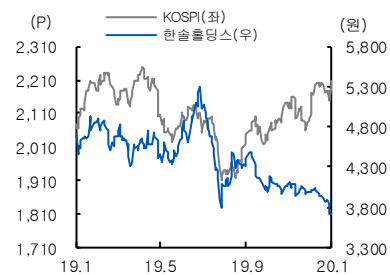
한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,000원)

사업구조의 변화 필요성에 직면

매수 (유지)	
목표주가	6,000원
현재가 (1/10)	3,720원
KOSPI (1/10)	2,206.39pt
시가총액	176십억원
발행주식수	47,184천주
액면가	5,000원
52주 최고가	5,290원
최저가	3,720원
60일 평균거래대금	0십억원
외국인 자본율	9.7%
배당수익률 (2019F)	2.5%

주주구성
조동길 외 6 인 21.82%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-11%	-31%	-26%
절대기준	-7%	-26%	-21%



■ 현안

- 주력 사업 강화
- 성장동력 제시

■ 기대 및 제언

- 자산가치에 비해 수익가치가 낮았던 오크밸리가 종속기업에서 제외된 것은 지주 연결 수익에 안정성을 의미
- 태림포장 인수를 긍정적으로 봤던 이유는 지주의 비상장계열사 한솔페이텍이 골판지 생산업체로 시너지를 기대할 수 있었기 때문이며, 지류를 유통하는 한솔PNS도 유통물량 확대로 매출 성장을 기대할 수 있었기 때문. 그럼에도 주력 자회사의 재무적 부담이 가중되는 M&A에서 인수 가격이 기대 수준을 넘어 중도에 포기한 것은 유연한 의사결정으로 존중
- 비상장계열사의 제품 단가 하락과 수주 감소로 인한 성장 모멘텀 둔화는 단기에 회복되기 어려운 구조적인 문제점
- 주력 사업을 중심으로 변화 필요

■ 지금 주가는 저평가

- 밸류에이션 기준 변경에도 현재 주가는 내재가치대비 저평가
- 선택과 집중으로 적극적인 변화 시도가 저평가를 해소할 모멘텀으로 판단

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	687	699	543	540	533
영업이익	26	38	19	17	19
세전이익	-63	-16	41	35	38
지배주주순이익	-55	-39	45	26	29
EPS(원)	-1,164	-826	944	556	608
증가율(%)	1,509.7	-29.0	-214.3	-41.1	9.3
영업이익률(%)	3.8	5.4	3.5	3.1	3.6
순이익률(%)	-12.7	-5.9	8.5	5.2	5.6
ROE(%)	-11.1	-8.9	10.3	5.6	5.9
PER	-3.9	-5.9	4.2	6.7	6.1
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	5.1	7.3	7.1	6.1

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,000원)

별도 실적

별도 기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	63	1.2	20.8	208	5.5
영업이익	31	-1.7	60.2	103	5.7
순이익	18	-74.2	14.8	79	-41.8

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.3Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	1,331	-26.0	38.6	3,967	-21.3
영업이익	51	-67.8	흑전	150	-44.4
순이익	332	98.6	흑전	399	57.4

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
한솔제지	30	0.0	-2.2	-11.5	15.2	-27.4	147.4
한솔테크닉스	20	16.7	16.1	70.6	47.7	66.6	15.9
한솔로지스틱스	21	4.3	9.6	24.1	-2.3	91.8	67.9

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당기업은 개별기준. 단위: %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ
한솔페이터텍	100	-16.5	-6.9	-90.6	-66.7	적전	적전
한솔이엠이*	98	-15.4	17.3	-64.3	흑전	-42.1	흑전

주: 비상장 계열사는 별도 기준이며 * 표시된 해당기업은 연결기준. 단위: %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,000원)

주요 이슈

■ 자산 매각

- 한솔개발(오코밸리) 최대주주가 HDC현대산업개발로 바뀜. HDC현대산업개발에 제 3자 배정 유상증자 방식의 지분 출자 매각 형태
- 44.9%의 지분을 가진 2대주주로 존속. 1대주주의 부동산 개발 능력과 항공사업 추가로 레저 활용도 높아 지분 가치 상승 가능성

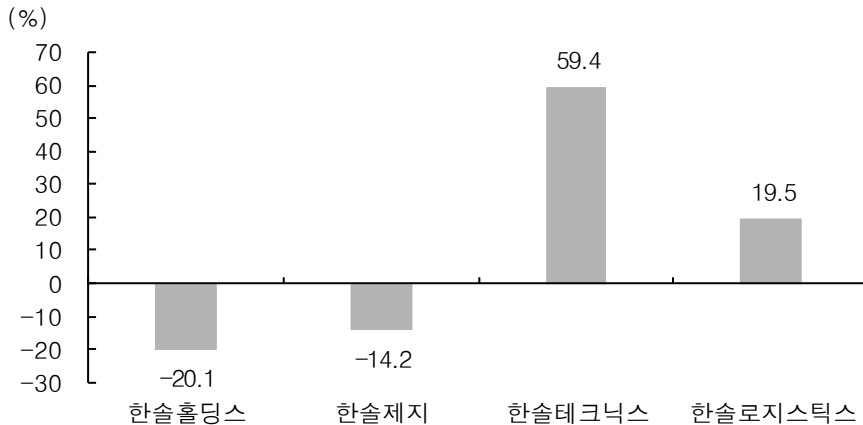
■ 사업구조 변화 추진

- 제지 사업의 다각화를 위해 태림포장 인수를 추진했었으나, 인수 가격이 맞지 않아 포기
- 주력 사업의 보강 필요성을 인지. 선택과 집중을 근간으로 사업구조 변화를 계속 시도할 전망
- 한솔테크닉스는 전자부품 제조업체(Hansol Electronics Vietnam Hochiminhcity) 지분 100% 인수. 액정디스플레이모듈 사업 진출 목적

■ 밸류에이션 조정 사유 발생하나, 사업구조의 변화 필요성을 인지하고 고민하는 점을 긍정적 시작으로 매각 부각

- 밸류에이션 기준을 조정함에 따라 조정 사유가 발생하나, 사업구조의 변화 필요성을 인지하고 진지하게 고민하고 있어 기존 목표주가 유지

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	비고
투자자산가치	2,954	
관계기업	2,100	
제지	1,063	시가총액
테크닉스	582	시가총액
로지스틱스	87	시가총액
종속기업	847	페이퍼텍, 이엠이, HDC리조트 장부가액. HDC리조트 지분율 44.9%
브랜드사용료	128	2018년 연간 수취액 기준
순차입금	-110	2019년 3분기 별도 재무제표 기준
주식수	47	자사주 포함
주당가치	5,426	할인율 관계기업에 30% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	687	699	543	540	533
증가율(%)	-11.0	1.7	-22.3	-0.6	-1.3
매출원가	606	598	474	470	463
매출총이익	80	100	70	70	70
매출총이익률 (%)	11.6	14.3	12.9	13.0	13.1
판매비	55	62	51	52	52
판매비율(%)	8.0	8.9	9.4	9.6	9.8
영업이익	26	38	19	17	19
증가율(%)	-35.0	46.2	-50.0	-10.5	11.8
영업이익률(%)	3.8	5.4	3.5	3.1	3.6
순금융손익	-22	-27	0	0	0
이자손익	-22	-27	-3	-2	-1
기타	0	0	3	2	1
기타영업외손익	-87	-36	6	0	0
총속/관계기업손익	20	9	16	17	19
세전이익	-63	-16	41	35	38
법인세	-16	23	2	7	8
법인세율	25.4	-143.8	4.9	20.0	21.1
계속사업이익	-47	-39	38	28	30
중단사업손익	-40	-2	8	0	0
당기순이익	-87	-41	46	28	30
증가율(%)	1,142.9	-52.9	-212.2	-39.1	7.1
당기순이익률 (%)	-12.7	-5.9	8.5	5.2	5.6
지배주주당기순이익	-55	-39	45	26	29
기타포괄이익	-2	-2	3	0	0
총포괄이익	-88	-44	49	28	30
EBITDA	53	58	27	25	26
증가율(%)	-37.6	9.4	-53.4	-7.4	4.0
EBITDA마진율(%)	7.7	8.3	5.0	4.6	4.9

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	387	254	212	223	234
현금및현금성자산	53	64	55	65	76
유가증권	39	10	6	6	6
매출채권	185	113	78	79	79
재고자산	24	14	15	16	16
비유동자산	1,242	1,094	479	486	494
유형자산	853	766	75	83	91
무형자산	23	10	12	11	11
투자자산	330	300	364	364	364
자산총계	1,629	1,347	690	709	728
유동부채	704	557	173	171	169
매입채무및기타채무	176	103	95	95	94
단기차입금	59	44	21	21	21
유동성장기부채	72	41	19	18	17
비유동부채	402	358	41	37	33
사채	30	0	0	0	0
장기차입금	45	29	7	2	-4
부채총계	1,106	915	214	209	202
지배주주지분	467	409	454	476	501
자본금	232	232	236	236	236
자본잉여금	267	267	259	259	259
자본조정등	-149	-153	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	2	-1	0	0	0
이익잉여금	115	65	107	129	153
비지배주주지분	56	23	23	24	25
자본총계	523	432	477	500	526
비이자부채	899	801	160	162	162
총차입금	207	114	54	47	40
순차입금	115	40	-7	-23	-41

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57	-4	43	16	18
당기순이익	-87	-41	46	28	30
비현금성 비용 및 수익	130	88	-15	-10	-11
유형자산감가상각비	23	17	7	6	6
무형자산상각비	5	3	2	2	1
운전자본변동	22	-51	14	0	0
매출채권등의 감소	-22	13	28	-1	0
재고자산의 감소	-3	4	-2	0	0
매입채무등의 증가	58	-18	-6	0	-1
기타 영업현금흐름	-8	0	-2	-2	-1
투자활동 현금흐름	-31	50	-38	-14	-15
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-14	-13	-14	-15
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	-2
투자자산의 감소(증가)	-2	65	-21	0	0
기타	-4	-1	-2	1	2
재무활동 현금흐름	-25	-36	-14	8	9
차입금의 증가(감소)	270	51	-4	-5	-6
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-295	-87	-10	12	14
기타 및 조정	-1	1	0	0	-1
현금의 증가	0	11	-9	10	11
기초현금	53	53	64	55	65
기말현금	53	64	55	65	76

주당지표 및 밸류에이션

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-1,164	-826	944	556	608
BPS	9,897	8,668	9,622	10,089	10,608
DPS	49	0	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	-3.9	-5.9	4.2	6.7	6.1
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	5.1	7.3	7.1	6.1

성장성 및 수익성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
성장성지표(%)					
매출증가율	-11.1	1.7	-22.2	-0.7	-1.2
EPS증가율	1,509.7	-29.0	-214.3	-41.1	9.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.1	0.0	2.5	2.5	2.5
ROE	-11.1	-8.9	10.3	5.6	5.9
ROA	-4.8	-2.8	4.5	3.9	4.2
ROIC	-13.5	-7.7	15.7	26.5	26.5

안정성 및 활동성 지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	211.5	211.9	44.9	41.7	38.4
순차입금 비율(%)	22.0	9.3	-1.5	-4.6	-7.8
이자보상배율(배)	1.1	1.3	4.0	6.1	7.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.1	4.7	5.7	6.9	6.7
재고자산회전율	30.2	37.1	37.5	34.8	33.8
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.8	0.7

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

부록_지주회사 소개(1)

지주사	지주 성격	주 업종	주력 자회사	시가총액
SK	사업	정유/화학, 에너지, 바이오, ICT, 반도체 등	SK이노베이션, SK바이오팜, SK텔레콤, SK하이닉스, SKE&S 등	18,188
LG	순수	ICT, 화학, 생활건강, SI 등	LG전자, LG화학, LG유플러스, LGCNS, LG생활건강 등	12,838
아모레G	순수	화장품 등	아모레퍼시픽, 이니스프리, 에뛰드 등	6,926
현대중공업지주	순수	조선, 정유, 기계(로보틱스), 전력장비 등	한국조선해양, 오일뱅크, 현대글로벌서비스, 현대건설기계, 현대일렉트릭 등	5,790
GS	순수	정유, 에너지, 쇼핑, 발전 등	GS에너지, GS리테일, 지에스이피에스, 지에스글로벌, 지에스홈쇼핑 등	4,887
롯데지주	순수	쇼핑, 제과, 화학, 음식료 등	롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데칠성음료, 롯데케미칼, 롯데글로벌로지스 등	4,097
CJ	순수	음식료, 물류, 엔터테인먼트 등	CJ제일제당, CJENM, CJ대한통운, CJ올리브영, CJ푸드빌, CJ프레시웨이 등	2,810
한미사이언스	순수	생명공학 및 헬스케어	한미약품, 제이브이엠, 온라인팜 등	2,460
한진칼	순수	항공, 물류, 호텔, 여행업 등	대한항공, 진에어, 한진, 칼호텔네트워크, 정석기업 등	2,278
한화	비지주	화학, 에너지, 기계(방산, 항공), 금융, 유통	한화, 한화케미칼, 한화에어로스페이스, 한화생명, 한화갤러리	1,893
효성	사업	중공업/건설, 산업자재, 화학, 섬유 등	효성중공업, 효성티앤씨, 효성첨단소재, 효성화학 등	1,719
LS	순수	전선, 전력장비, 동 제련, 트랙터 등	LS전선, LS산전, LS니코동제련, LS엠트론, LG아이앤디 등	1,550
두산	사업	자차사업, 연료전지, 2차전지부품, 중공업 등	두산중공업, 두산인프라코어, 두산밥캣, 두산솔루스, 두산퓨얼셀 등	1,165
녹십자홀딩스	순수	생명공학 및 헬스케어	녹십자, 녹십자엠에스, 녹십자웰빙 등	1,018
대웅	사업	생명공학 및 헬스케어	대웅제약, 대웅바이오, 한올바이오파마 등	730
하림지주	순수	가금, 사료, 음식료, 운송, 쇼핑 등	하림, 선진, 팬오션, 엔에스쇼핑, 등	765
영원무역홀딩스	순수	의류 생산	영원무역, 영원아웃도어 등	683
HDC	순수	건설, 유향, 관리서비스 등	HDC현대산업개발, HDC아이앤콘스, HDC아이콘트롤스, HDC현대EP 등	654
삼양홀딩스	순수	식품, 화학	삼양사, 삼남석유화학, 삼양화성, 삼양이노켄 등	549
한라홀딩스	사업	자동차 부품, 건설, 부품 유통	만도, 만도헬라, 한라 등	488
AK홀딩스	순수	화학, 생활용품, 유통, 항공운송 등	애경유화, 애경화학, 애경산업, 제주항공 등	440
풀무원	순수	식품/식자재, 푸드서비스, 물류 등	풀무원식품, 이씨엠디, 풀무원건강생활, 풀무원다논, 풀무원샘물 등	429
JW홀딩스	사업	생명공학 및 헬스케어	JW중외신약, JW신약, JW생명과학, JW메디칼 등	404
농심홀딩스	순수	식품 및 포장재 제조	농심, 율촌화학, 태경농산, 농심에너지어링, 농심개발 등	365

주: 시가총액 기준 2019년 12월 16일. 단위: 십억원, 자료: Fnguide, IBK투자증권

부록_지주회사 소개(2)

지주사	지주 성격	주 업종	주력 자회사	시가총액
세아홀딩스	순수	철강	세아베스틸, 세아알앤아이, 세아특수강, 세아에프에스 등	308
하이트진로홀딩스	순수	주류	하이트진로, 하이트진로산업, 진로소주, 하이트진로음료 등	301
SBS미디어홀딩스	순수	미디어	SBS, SBS미디어넷, SBS바이아컴 등	278
풍산홀딩스	사업	비철금속	풍산, 풍산특수금속, 풍산네오티스, 풍산메탈서비스 등	268
대상홀딩스	순수	식품 및 소재	대상, 대상정보기술, 상암커뮤니케이션즈, 동서건설 등	247
일진홀딩스	순수	전선, 전력장비, 기계, 의료장비	일진전기, 일진다이아몬드, 일진복합소재, 알피니언메디칼 등	246
S&T홀딩스	순수	차량부품, 산업설비, 기계	S&T중공업, S&T모티브, S&TC 등	240
KISCO홀딩스	순수	철강	한국철강, 한영철강공업, 대흥산업, 서릉 등	237
동성코퍼레이션	사업	석유화학	동성화학, 동성화인텍, 동성TCS, 제네웰, 디앤엠파트너스 등	239
KPX홀딩스	순수	화학물 제조, 의약품 중간체 제조	KPX케미칼, KPX라이프사이언스, 진양홀딩스, KPX개발, KPX글로벌 등	236
코오롱	순수	건설, 유통, 환경, 제약, IT서비스	코오롱글로벌, 코오롱인더스트리, 코오롱환경에너지, 코오롱생명과학 등	218
엘브이엠씨홀딩스	순수	자동차, 오토바이	코라오 디벨로핑, KR모터스 등	218
한솔홀딩스	순수	제지, IT, 물류, 기계, 전자재	한솔제지, 한솔테크닉스, 한솔로지스틱스, 한솔페이퍼텍 등	189
노루홀딩스	순수	도료, 종자사업	노루페인트, 노루케미칼, 아이피케이, 노루오토코팅, 더기반 등	161
코아시아	순수	LED, 비메모리반도체, 음향 부품	Itswell Vina Co, CoAsia SEMI Ltd, 비에스이 등	151
진양홀딩스	순수	PVC바닥재, 폴리우레탄, 전자재, 차 부품	진양산업, 진양화학, 진양폴리우레탄, 진양물, 진양물산, 진양모바일 등	147
성창기업지주	순수	합판/마루판 등 목재류, 유통, 반도체 검사	성창기업, 성창보드, 지씨테크, 지씨글로벌, 블루이엔지 등	111
KC그린홀딩스	순수	환경플랜트, 신재생에너지	KC코트렐, KC써멀, KC환경서비스, KC환경건설, KC솔라에너지 등	114
CS홀딩스	순수	용접재료	조선선재, 조선선재온산 등	65
평화홀딩스	순수	자동차부품	평화산업, 평화오일셀공업, 평화기공, 평화씨엠비, 평화이엔지 등	53
SJM홀딩스	순수	자동차부품, 플랜트사업부	에스제이엠, 티엔엔, 에이커스 등	49
휴맥스홀딩스	순수	셋톱박스, 차 전장	휴맥스, 알티캐스트 등	40
한국전자홀딩스	순수	반도체	케이이씨, 케이이씨디바이스 등	34

주: 시가총액 기준일 2019년 12월 16일. 단위: 십억원. 자료: Fnguide, IBK투자증권

부록_지주회사 별도 실적 (1)

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
삼성물산	49,381	-4.7	-8.3	1,120	-42.5	-59.3	1,414	-29.3	-32.7
SK	5,715	4.8	-5.5	1,428	8.5	-20.1	1,319	54.0	160.4
LG	1,011	2.9	2.9	494	4.4	51.1	349	-5.7	28.2
아모레G	891	1,254.6	1,197.1	823	흑전	흑전	831	9,452.0	5,169.6
현대중공업지주	690	20.8	-3.2	59	36.7	-14.4	-119	적지	적지
GS	322	-7.1	-2.8	236	-10.9	17.7	139	-14.9	-9.8
롯데지주	439	2.4	4.6	99	20.9	158.3	1,705	흑전	흑전
CJ	268	2.2	6.0	116	3.3	70.6	124	213.1	흑전
한미사이언스	83	33.2	25.8	19	63.3	114.0	4	-34.5	9.2
한진칼	97	-4.6	2.8	60	-9.3	26.6	20	-27.9	65.7
한화	10,563	-24.1	2.4	390	-57.2	-18.9	67	-88.3	-52.0
효성	732	-42.8	24.6	110	흑전	흑전	12	흑전	흑전
LS	96	4.3	-0.3	11	-6.9	흑전	31	흑전	흑전
두산	3,303	-51.6	-60.3	65	-85.0	-88.0	61	-67.3	-78.8
녹십자홀딩스	131	-61.8	10.4	34	-50.4	-19.0	-4	적전	적전
대웅	115	3.6	4.1	16	-38.2	-20.5	15	-40.2	-24.8
하림지주	11	-85.2	99.5	-23	적전	적지	-24	적전	적전
HDC	82	-25.9	-25.5	36	3.9	-9.4	677	흑전	1,193.2
영원무역홀딩스	36	126.9	157.8	21	142.1	236.9	31	315.1	7,214.3
삼양홀딩스	200	4.5	-16.3	119	10.9	-17.0	119	-2.8	-15.9
한라홀딩스	1,618	-8.6	8.5	231	37.1	181.1	171	흑전	300.6
AK홀딩스	26	-44.7	19.4	-11	적전	적지	-15	적전	적지
JW홀딩스	188	-67.6	4.1	21	-95.4	23.8	1	-99.8	-92.4
풀무원	190	19.9	5.3	18	-7.2	-39.2	40	26.0	91.6
농심홀딩스				-10	적지	적지	-10	적지	적지

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
삼성물산	152,940	-2.0	4,174	-22.0	4,087	-57.1
SK	26,791	24.5	14,410	41.9	12,276	25.2
LG	7,704	17.9	6,050	21.3	5,632	17.4
아모레G	1,476	120.9	1,274	186.3	1,330	188.1
현대중공업지주	4,149	-19.6	2,475	-24.2	1,927	-31.7
GS	3,158	-32.8	2,848	-35.5	2,602	-36.1
롯데지주	3,499	59.0	2,423	95.5	3,781	흑전
CJ	1,206	8.7	646	-8.1	474	72.4
한미사이언스	254	11.0	72	-7.4	41	-41.0
한진칼	560	7.7	432	6.0	311	5.6
한화	29,663	-19.3	992	-61.5	334	-82.5
효성	2,784	13.0	604	흑전	473	-98.4
LS	1,053	-0.1	734	-4.7	849	35.6
두산	18,253	-15.9	983	-57.0	508	-67.0
녹십자홀딩스	443	-59.2	190	-30.6	164	-30.0
대웅	370	3.6	90	-4.8	85	-16.6
하림지주	70	-49.4	-24	적전	164	-8.2
HDC	402	0.9	235	142.2	953	-88.7
영원무역홀딩스	215	45.3	184	44.7	191	56.8
삼양홀딩스	691	-9.2	425	-14.6	424	-15.8
한라홀딩스	4,652	-13.3	503	-23.2	355	14.4
AK홀딩스	313	0.6	218	0.3	208	-1.6
JW홀딩스	620	-36.3	115	-78.8	36	-87.2
풀무원	592	-3.3	115	-41.4	120	-35.4
농심홀딩스	181	0.0	150	-0.5	152	0.9

주:시가총액 순서, 2019년 3분기 실적 기준. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

부록_지주회사 별도 실적 (2)

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
동화기업	903	-14.7	-1.1	23	-79.1	-58.0	22	-88.1	-56.3
세아홀딩스	31	11.6	-44.8	-12	적지	적전	128	흑전	4,903.5
하이트진로홀딩스	13	11.4	4.8	5	-13.7	1.9	-52	적지	적지
SBS미디어홀딩스	4	1.7	-17.8	-5	적지	적지	-20	적지	적전
풍산홀딩스	243	-14.3	1.0	3	-73.4	-46.9	-19	적전	적전
일진홀딩스	9	34.7	-7.2	2	흑전	86.1	34	-31.1	2,266.4
대상홀딩스	38	25.4	5.8	9	-1.2	-4.9	10	-16.3	-28.9
S&T홀딩스	5	10.7	-7.9	0	100.0	-66.7	1	-57.1	-19.4
KISCO홀딩스	5	-7.4	69.2	-3	적지	적지	1	-16.2	27.3
동성코퍼레이션	658	-16.0	-11.9	-16	적전	적전	-10	적지	적전
KPX홀딩스	35	0.0	346.3	26	0.5	흑전	38	11.6	흑전
코오롱	97	-1.0	-29.1	37	8.6	-9.7	-30	적지	적지
한솔홀딩스	63	1.2	20.8	31	-1.7	60.2	18	-74.2	14.8
노루홀딩스	61	-39.0	573.9	26	-58.0	흑전	24	-51.0	흑전
코아시아	97	700.2	971.7	10	흑전	흑전	35	흑전	-69.3
진양홀딩스	34	-81.8	295.8	25	-85.2	흑전	32	-81.4	33.1
대성홀딩스	18	-34.3	-2.6	-10	적지	적지	-14	적지	적지
성창기업지주	14	-28.9	1.0	1	-29.1	-12.6	6	8.3	0.0
KC그린홀딩스	22	35.2	12.7	6	323.1	40.4	8	-28.0	흑전
CS홀딩스	6	11.1	1.0	1	46.2	-0.9	2	53.2	5.3
평화홀딩스	36	2.0	0.2	7	8.9	6.1	-2	적전	적전
SJM홀딩스	30	136.0	98.9	24	65.5	130.9	24	106.4	94.4
휴맥스홀딩스	19	187.8	-28.1	0	적전	적지	-38	적전	적지
한국전자홀딩스	22	89.2	26.3	12	568.1	45.8	13	142.0	55.4

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
동화기업	2,754	-16.5	144	-60.4	134	-62.6
세아홀딩스	446	-0.9	315	-4.2	438	40.6
하이트진로홀딩스	324	0.8	304	-0.1	135	-13.6
SBS미디어홀딩스	34	22.4	10	52.8	167	1,160.8
풍산홀딩스	774	-13.3	86	-38.6	74	-44.8
일진홀딩스	52	-18.6	30	-33.9	49	-72.1
대상홀딩스	197	12.5	117	0.7	109	-3.7
S&T홀딩스	105	55.5	91	66.8	92	53.0
KISCO홀딩스	137	7.3	115	8.7	129	10.1
동성코퍼레이션	2,204	-9.1	33	-60.2	24	-62.5
KPX홀딩스	123	-14.8	93	-19.1	135	-5.9
코오롱	453	-3.6	232	0.4	16	흑전
한솔홀딩스	208	5.5	103	5.7	79	-41.8
노루홀딩스	290	21.5	184	49.1	166	54.6
코아시아	114	281.6	-5	적지	146	흑전
진양홀딩스	86	-67.7	58	-74.5	104	-65.9
대성홀딩스	128	-37.2	47	-53.6	27	-63.4
성창기업지주	45	-28.0	3	-29.6	18	-7.3
KC그린홀딩스	112	4.3	62	7.9	47	-7.9
CS홀딩스	27	8.8	12	14.9	16	17.5
평화홀딩스	149	-8.4	60	-14.5	41	-78.1
SJM홀딩스	62	24.0	48	29.1	51	39.0
휴맥스홀딩스	65	193.2	-12	적전	-53	적전
한국전자홀딩스	50	38.7	20	311.6	26	69.4

주: 시가총액 순서, 2019년 3분기 실적 기준. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

부록_지주회사 연결 실적 (1)

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
삼성물산	77,346	-0.6	-3.0	2,163	-21.0	-2.0	2,650	12.4	27.7
SK	249,579	-6.8	-0.8	10,049	-31.5	-13.7	8,612	-47.0	77.6
LG	16,753	-43.5	3.4	3,554	-32.6	31.1	3,302	-28.3	-36.6
아모레G	15,704	7.4	0.1	1,205	42.3	9.1	1,123	108.5	50.5
현대중공업지주	65,300	-1.1	-4.3	2,195	-38.3	8.7	662	-72.4	22.2
GS	45,234	-6.0	0.3	5,511	-20.3	13.0	2,436	-30.7	21.0
롯데지주	23,132	-1.9	2.6	720	18.3	31.9	1,753	45.8	26.8
CJ	86,797	12.9	2.7	4,268	5.0	16.9	734	-48.5	-74.7
한미사이언스	2,042	19.8	-0.7	37	-5.2	0.2	60	-30.4	-44.5
한진칼	3,016	-15.3	4.6	-6	적전	적지	-930	적전	적지
한화	129,783	11.7	1.4	3,878	-34.3	6.6	3,004	26.8	56.3
효성	7,840	-0.2	-16.7	252	-42.2	-75.9	-52	적전	적전
LS	24,887	0.0	-3.8	813	-20.6	-9.1	278	-55.4	-42.4
두산	41,389	-2.1	-17.0	1,476	-43.5	-67.7	-824	적전	적전
녹십자홀딩스	4,119	3.5	7.1	361	27.0	192.4	154	127.2	흑전
대웅	3,344	8.3	-7.2	213	-10.8	-47.9	167	-4.5	-33.6
하림지주	18,734	-5.3	-1.0	897	-23.8	-0.1	284	-62.2	174.0
HDC	3,857	-2.1	-8.6	328	37.5	-15.7	851	5,402.1	5.4
영원무역홀딩스	7,262	10.4	0.2	771	16.2	-18.5	669	49.2	-15.9
삼양홀딩스	6,445	-0.8	4.0	372	-8.1	-4.3	264	-32.9	-13.6
한라홀딩스	2,070	-15.4	5.5	272	58.9	105.3	189	94.1	344.8
AK홀딩스	9,728	-4.7	9.2	269	-66.3	167.7	29	-95.4	-3.7
JW홀딩스	1,905	-2.0	2.2	138	-45.8	94.6	68	흑전	312.6
풀무원	6,268	6.9	5.0	112	-30.0	4.3	55	-45.0	-2.6
농심홀딩스	1,229	-0.3	-5.7	85	-13.8	16.2	71	-14.1	27.0

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
삼성물산	230,636	-0.5	5,421	-37.0	6,948	-26.4
SK	756,548	-1.3	34,551	-26.2	23,275	-51.2
LG	49,222	-43.9	10,897	-34.6	13,038	-12.6
아모레G	47,818	2.2	4,358	-18.3	3,501	-11.8
현대중공업지주	198,452	0.1	5,660	-44.8	2,179	-66.4
GS	134,502	-2.9	15,517	-14.5	6,506	-22.9
롯데지주	66,009	-4.2	1,416	-20.8	4,321	207.8
CJ	249,284	14.8	11,353	8.2	4,781	-59.7
한미사이언스	5,980	15.9	122	31.4	229	-6.5
한진칼	9,469	-5.9	437	-63.8	-2,380	적전
한화	376,831	5.4	10,109	-44.4	6,664	-43.7
효성	24,654	15.6	1,710	114.3	1,058	-96.6
LS	74,822	-0.4	2,511	-23.6	1,575	-70.1
두산	137,458	3.5	9,590	-8.7	1,621	-12.1
녹십자홀딩스	11,472	-0.3	507	-17.7	-102	적전
대웅	10,134	12.0	879	30.1	588	15.2
하림지주	54,837	-0.8	2,551	-17.8	640	-65.2
HDC	12,069	5.4	1,022	27.3	2,277	-74.6
영원무역홀딩스	20,048	9.5	2,229	19.3	1,846	38.8
삼양홀딩스	18,606	-2.5	961	-28.7	814	-28.1
한라홀딩스	5,981	-17.7	573	-12.0	284	-33.0
AK홀딩스	28,604	1.0	1,344	-42.5	756	-59.4
JW홀딩스	5,549	0.6	262	-39.0	15	-96.8
풀무원	17,732	4.1	235	-21.1	36	-73.5
농심홀딩스	3,912	-0.5	294	-2.5	252	-3.4

주: 시가총액 순서, 2019년 3분기 실적 기준. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

부록_지주회사 연결 실적 (2)

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
동화기업	1,854	-0.8	9.2	142	-34.9	-9.5	66	-70.3	-26.1
세아홀딩스	12,186	-5.8	-7.1	135	-57.6	-70.1	20	-89.8	-93.4
하이트진로홀딩스	5,267	5.8	0.9	518	59.5	249.2	235	192.4	흑전
SBS미디어홀딩스	568	-37.0	-12.9	33	2,283.3	-51.5	83	194.1	6.7
풍산홀딩스	707	-25.3	-5.0	11	-75.2	-72.2	9	-80.4	-90.9
일진홀딩스	2,051	-7.5	-7.9	48	147.1	-74.6	78	-43.4	-60.3
대상홀딩스	9,395	5.2	7.4	510	13.4	29.3	273	42.3	-27.5
S&T홀딩스	3,699	9.0	-8.2	402	196.9	21.1	344	170.1	-26.7
KISCO홀딩스	2,909	-13.4	-9.8	178	55.0	40.5	198	흑전	32.8
동성코퍼레이션	2,091	3.3	1.0	122	372.8	-30.2	90	흑전	-2.1
KPX홀딩스	2,496	4.4	-2.4	186	267.2	9.9	207	254.0	49.4
코오롱	10,972	10.0	-0.1	373	131.0	30.4	118	483.3	2,926.9
엘브이엠씨홀딩스	1,042	60.9	36.7	-101	적지	적지	-63	적지	적지
한솔홀딩스	1,331	-26.0	38.6	51	-67.8	흑전	332	98.6	흑전
노루홀딩스	2,308	12.1	-6.4	119	1,546.9	-10.2	75	흑전	-36.1
코아시아	1,308	41.8	16.4	53	흑전	-16.5	51	흑전	127.4
진양홀딩스	552	1.4	-2.2	33	179.0	-9.1	76	467.6	158.7
대성홀딩스	1,320	6.2	-19.5	-79	적지	적지	-115	적지	적전
성창기업지주	382	1.5	-3.6	-15	적지	적지	-17	적지	적지
KC그린홀딩스	1,684	21.1	14.0	66	-9.9	63.3	42	208.6	-62.9
CS홀딩스	330	9.3	-2.7	44	41.6	-4.2	54	99.9	13.3
평화홀딩스	1,455	7.3	5.7	-41	적지	적지	-111	적지	적지
SJM홀딩스	422	10.4	8.9	34	534.5	294.0	54	266.0	106.3
한국전자홀딩스	549	-14.6	-2.8	-1	적전	적전	13	235.1	-22.2

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
동화기업	5,261	-7.7	462	-34.1	252	-47.2
세아홀딩스	37,749	-3.1	884	-36.6	515	-41.7
하이트진로홀딩스	14,697	4.4	657	-20.0	-235	적전
SBS미디어홀딩스	1,678	-40.1	64	59.4	-244	적전
풍산홀딩스	2,029	-15.4	94	-73.0	164	-51.0
일진홀딩스	5,990	-10.9	274	193.6	246	770.9
대상홀딩스	26,665	3.5	1,339	12.5	903	51.4
S&T홀딩스	10,940	9.8	913	152.4	1,040	115.5
KISCO홀딩스	9,064	-4.8	517	32.5	571	190.2
동성코퍼레이션	6,191	4.2	443	273.1	274	304.0
KPX홀딩스	7,464	-1.3	471	99.6	507	168.6
코오롱	32,017	-0.5	876	23.7	78	231.7
엘브이엠씨홀딩스	2,497	22.7	-232	적지	-223	적지
한솔홀딩스	3,967	-21.3	150	-44.4	399	57.4
노루홀딩스	6,707	8.1	257	213.6	201	346.3
코아시아	3,320	16.3	141	274.7	97	10,328.0
진양홀딩스	1,684	-6.2	103	74.1	147	276.6
대성홀딩스	6,340	1.7	69	8.0	104	-23.3
성창기업지주	1,181	2.0	-64	적지	-77	적지
KC그린홀딩스	4,637	33.8	132	190.4	164	22.3
CS홀딩스	992	9.7	124	31.7	140	52.3
평화홀딩스	4,282	6.0	-123	적지	-290	적지
SJM홀딩스	1,199	-0.1	49	150.3	101	66.1
한국전자홀딩스	1,664	-10.0	-3	적전	30	-10.3

주: 시가총액 순서, 2019년 3분기 실적 기준, 누적 기준 YoY는 전년동기대비, 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

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.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

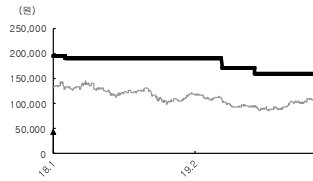
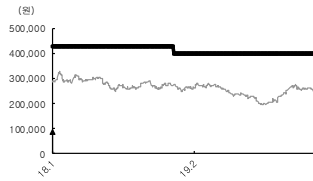
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.01.01~2019.12.31)

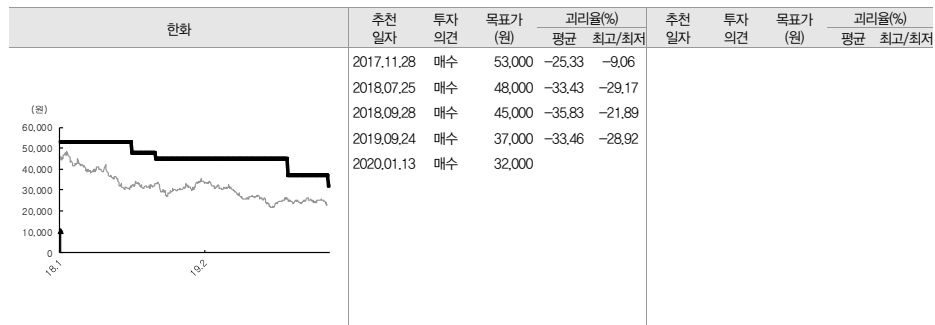
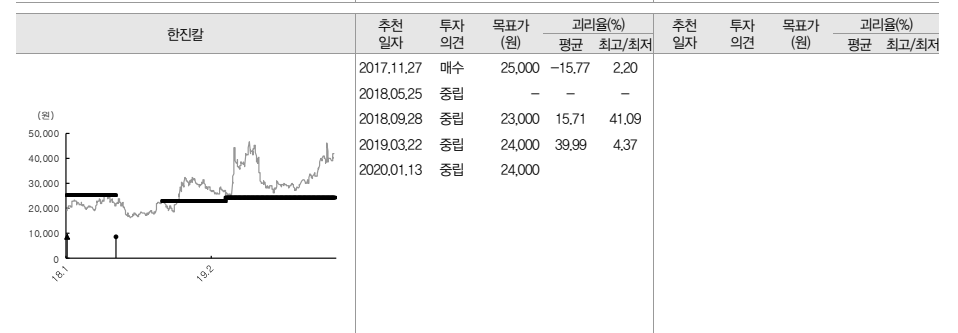
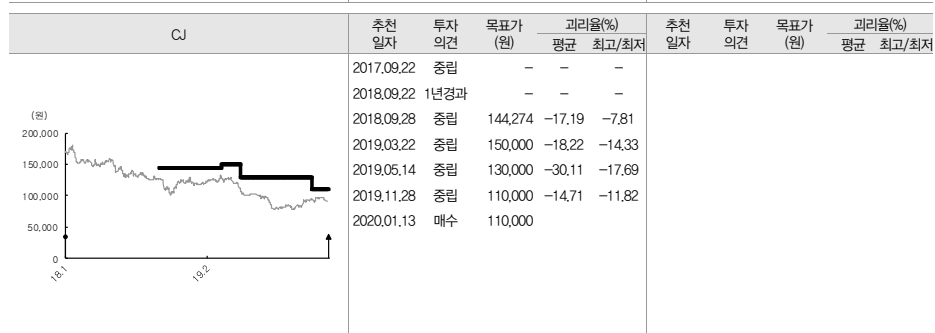
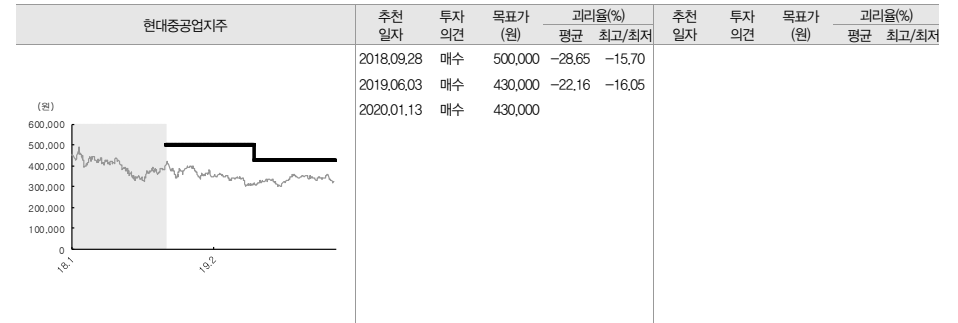
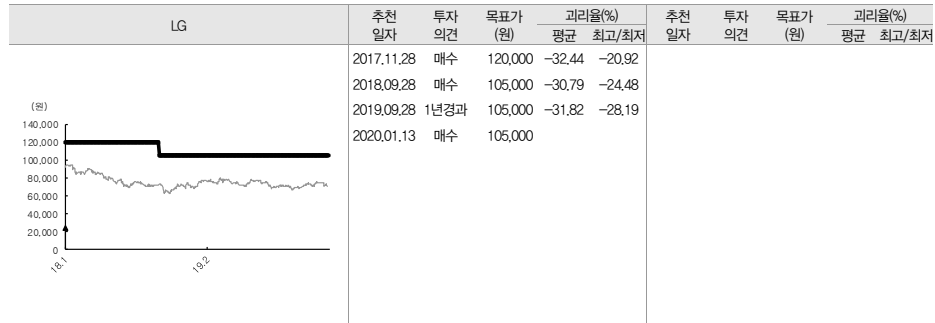
투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	87.3
중립	19	12.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

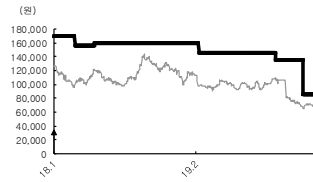
(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

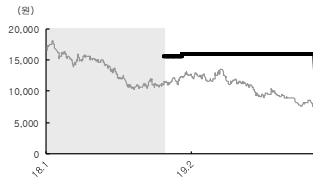
삼성물산	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저	SK	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저
	2017.10.16	매수	195,000	-29.80 ~ -23.33						2017.11.28	매수	430,000	-34.56 ~ -23.60				
	2018.02.12	매수	190,000	-36.32 ~ -24.21						2018.11.28	1년경과	430,000	-35.91 ~ -34.53				
	2019.02.12	1년경과	190,000	-41.27 ~ -38.16						2018.12.13	매수	400,000	-38.63 ~ -29.88				
	2019.04.25	매수	170,000	-43.90 ~ -39.12						2019.12.13	1년경과	400,000	-35.90 ~ -34.38				
	2019.07.26	매수	160,000	-39.96 ~ -31.88						2020.01.13	매수	370,000					
	2020.01.13	매수	160,000														

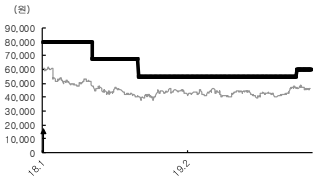
Compliance Notice

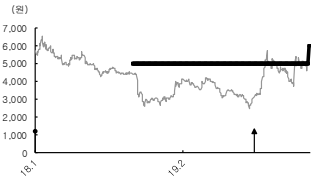


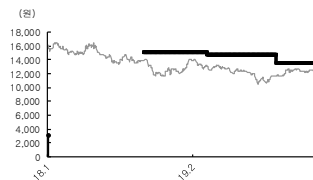
Compliance Notice

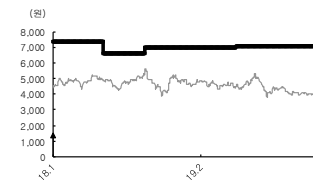
두산	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.10.10	매수	170,000	-27.99	-14.71					
	2018.03.09	매수	155,000	-31.20	-21.94					
	2018.05.02	매수	160,000	-27.90	-10.63					
	2019.02.18	매수	145,000	-31.91	-24.83					
	2019.09.20	매수	135,000	-37.13	-20.74					
	2019.12.06	매수	86,000	-19.77	-16.28					
	2020.01.13	매수	86,000							

하림자주	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.11.27	매수	15,500	-24.81	-20.00					
	2019.01.16	매수	16,000	-33.79	-15.94					
	2020.01.13	매수	12,000							

한라홀딩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.09.22	매수	80,000	-27.65	-13.13					
	2018.05.25	매수	68,000	-35.39	-29.04					
	2018.09.28	매수	55,000	-22.40	-16.18					
	2019.09.28	1년경과	55,000	-21.36	-13.73					
	2019.12.05	매수	60,000	-22.44	-19.42					
	2020.01.13	매수	60,000							

일진홀딩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.03.24	종립	-	-	-					
	2018.03.24	1년경과	-	-	-					
	2018.09.28	종립	5,000	-32.06	-11.20					
	2019.08.19	매수	5,000	-9.68	13.80					
	2020.01.13	매수	6,000							

노루홀딩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.03.24	종립	-	-	-					
	2018.03.24	1년경과	-	-	-					
	2018.09.28	종립	15,000	-15.06	-6.00					
	2019.03.22	종립	14,800	-18.50	-10.47					
	2019.09.27	종립	13,500	-9.14	-6.30					
	2020.01.13	종립	13,500							

한솔홀딩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.12.15	매수	7,373	-35.20	-28.40					
	2018.05.25	매수	6,587	-27.14	-18.96					
	2018.09.13	매수	6,980	-33.69	-19.15					
	2019.09.13	1년경과	6,980	-41.45	-35.82					
	2019.12.24	매수	6,000	-35.97	-34.17					
	2020.01.13	매수	6,000							



“중소기업과 더불어 성장하는 정책금융의 리더”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11

대표번호 02-6915-5000

고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 강남	02) 2057-9300
강북센터	02) 6932-2001	IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 목동	02) 2062-3002
인천센터	032) 427-1122	IBK WM센터 역삼	02) 556-4999
대구센터(IBK WM센터 대구)	053) 752-3535	IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030
서초센터	02) 3486-8888	IBK WM센터 중계동	02) 948-0270
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
일산센터(IBK WM센터 일산)	031) 904-3450	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
광주센터(IBK WM센터 광주)	062) 382-6611	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
부산서면센터	051) 805-2900	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
부산해운대센터(IBK WM센터 부산)	051) 741-8810	IBK WM센터 남동공단	032) 822-6200
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900		

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다.