

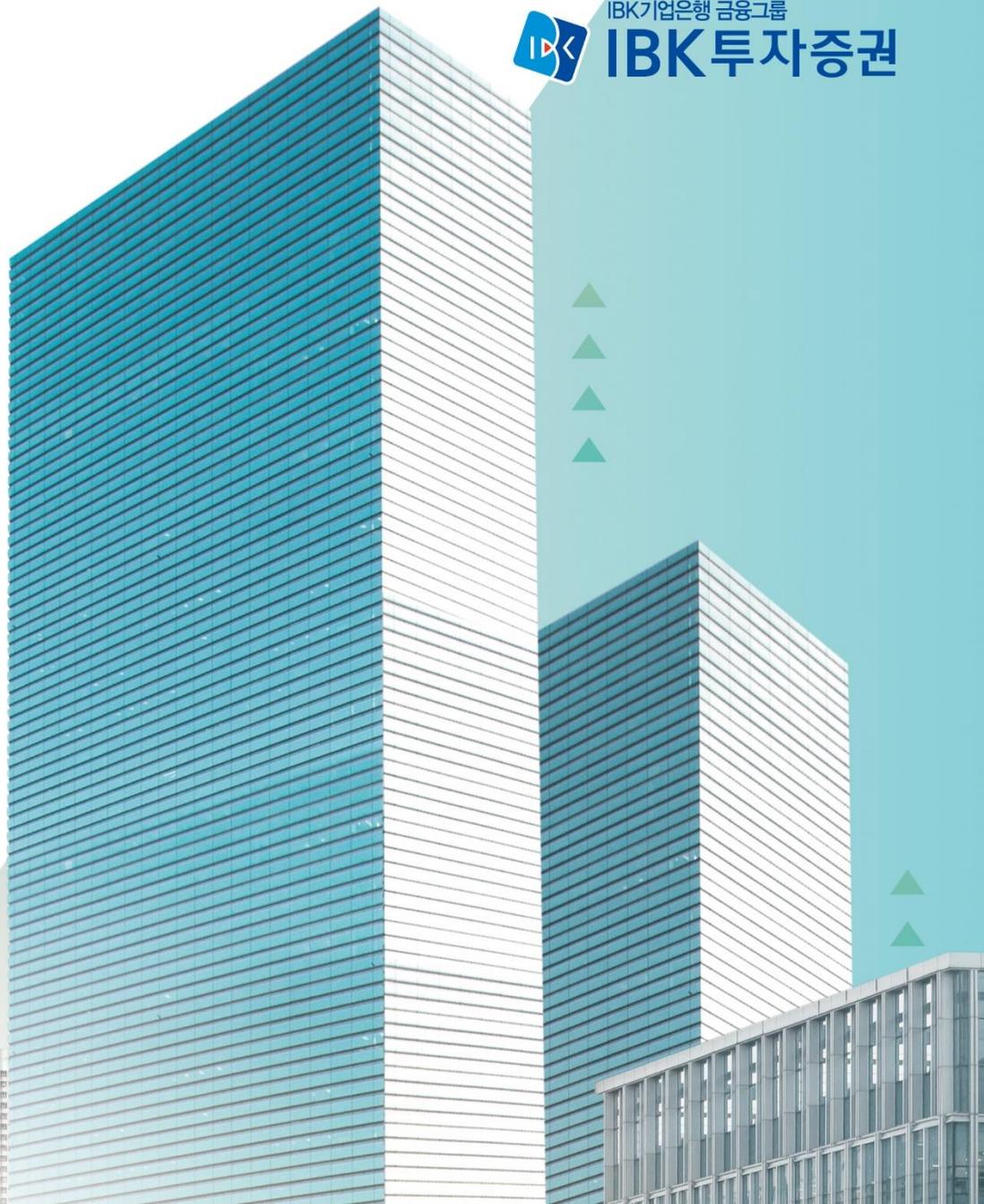
2020년 5월 6일

지주회사 (Neutral)

즐거운 투자생활

통신/지주 김장원 RA 박세라
02) 6915-5661 02) 6915-5653
jwkim@ibks.com psera94@ibks.com

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



종목	종가	전일	변동	거래량	외국인	시가총액	PER	PBR	ROE	EPS	배당	배당율
005410	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005420	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005430	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005440	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005450	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005460	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005470	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005480	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005490	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005500	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005510	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005520	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005530	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005540	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005550	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005560	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005570	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005580	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005590	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005600	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005610	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005620	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005630	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005640	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005650	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005660	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005670	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005680	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005690	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005700	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005710	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005720	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005730	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005740	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005750	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005760	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005770	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005780	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005790	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005800	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005810	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005820	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005830	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005840	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005850	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005860	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005870	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005880	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005890	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005900	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005910	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005920	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005930	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005940	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005950	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005960	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005970	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005980	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
005990	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%
006000	11,000	11,000	0	1,000	0	110,000	10.0	1.0	10.0	1,100	100	9.1%

▪ **Summary**

▪ **주요 이슈**

- 순이익 상위 15선
- 커버리지 지주회사의 2020년 정기주주총회 결과
- 재무건전성
- COVID-19 이후 달라질 모습

▪ **주가**

- 지주회사 주가 등락
- 업종별 지수 등락

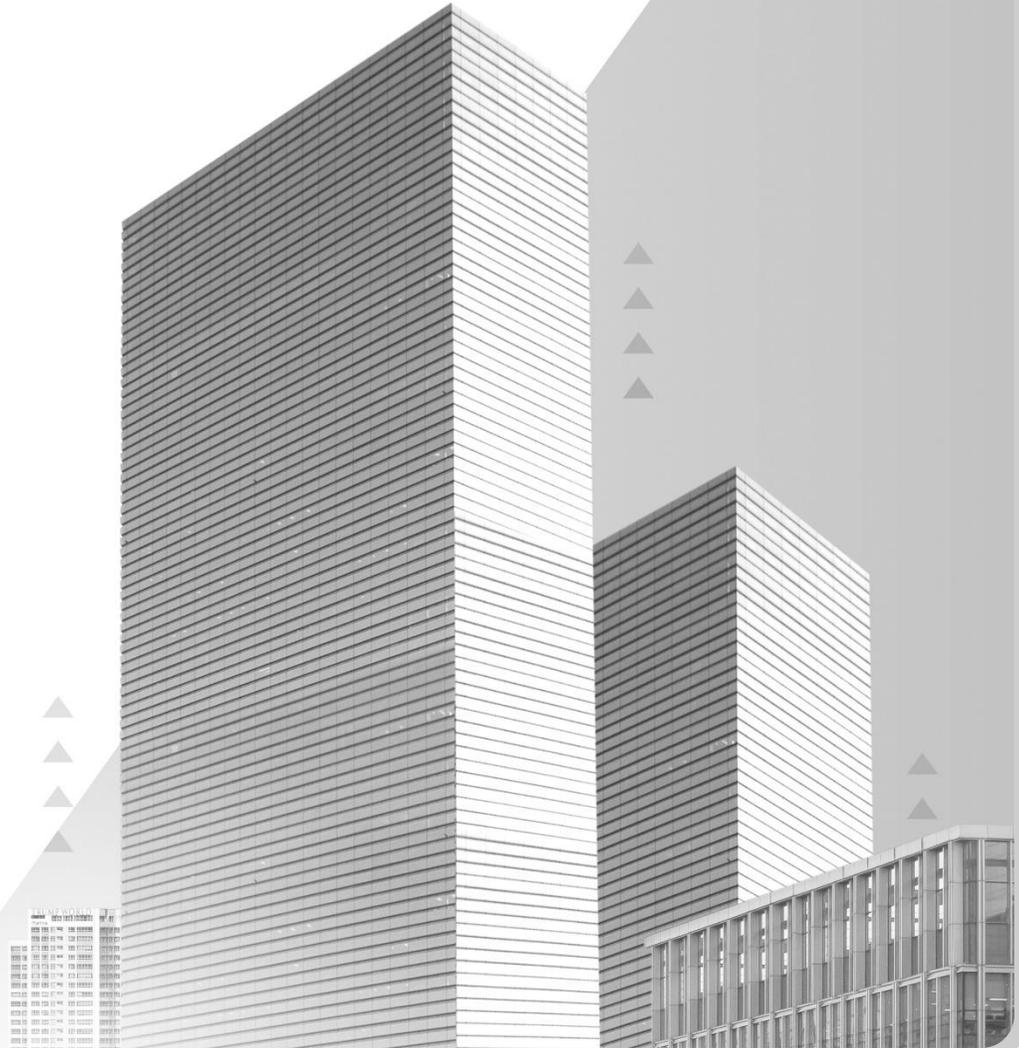
▪ **투자포인트**

- 선택 조건
- 투자 의견

▪ **커버리지 기업분석**

▪ **부록**

- 지주회사 소개(성격, 주 업종, 주력 자회사)
- 지주회사 전체 별도 및 연결 실적, 재무건전성
- 커버리지 지주회사의 계열사 구도 및 주요 주주 현황
- 해외 주요 지주회사(사업 내용, 주가 흐름, 지배구조)



Summary

▪ 별도와 연결 순이익의 순위는 일치하지 않아

- 자체사업을 갖고 있지 않는 한 지주 별도 실적은 상표사용료와 계열사에서 받는 배당금 그리고 임대수익으로 구성. 연결은 종속기업 합산으로 별도보다 규모가 큼
- 별도 실적에서 일부 대형 지주는 상표사용료가 많지만 대부분의 지주는 배당금 비중이 높으며, 상표사용료가 많은 일부 대형 지주도 더 많은 배당금을 수취. 별도로 반영되는 배당금은 연결 종속기업의 실적에서 1년의 시차 발생
- 롯데지주는 수익성 개선뿐만 아니라 자산처분이익까지 발생. 현대중공업지주도 종속기업 투자주식처분이익으로 순이익이 크게 증가. 별도 실적의 개선 폭이 큰 지주는 대부분 자산처분이익 등 일회성 이슈 존재. 연결도 일회성이익의 영향을 무시할 수 없고, 기저효과가 증감률 순위에 큰 영향
- 별도 실적은 지주의 배당을 결정하는 요소로 주주가치의 의미가 크고, 연결 실적은 종속기업의 수익과 재무 현황으로 내년 지주 별도 실적을 가늠할 수 있는 잣대

▪ 주주총회의 분위기가 달라지고 있음

- 2020년 한진칼, 한솔홀딩스(커버리지 기업 중심으로 조사)가 주주제안을 받았으나, 주주총회에서 모두 부결
- 아직까지 회사가 제시한 안건이 원안대로 승인되는 분위기이나, 이사 선임 건의 경우 신경을 많이 씀. 특히 최대주주 지분율이 취약한 지주사의 경우 더더욱 그러한데, 아직은 먼 얘기지만 지주회사 체제에서 승계가 이뤄질 경우 대부분의 지주사가 지배력이 취약해져 주주제안 등 주주 참여가 많아질 전망
- 적지 않은 기업들 특히 대기업은 ESG를 경영에 반영하고 있고, 평가비중에서 지배구조(G)에 비중이 높아 지주회사는 ESG 평가에서 차별화가 크지 않음

▪ 재무 건전성 부각

- 지주회사는 별도 기준 부채비율 200% 이내라는 요건 충족 기준이 있음. 연결 실적은 계열사를 종속기업과 관계기업 분류에 따라 지분법이익으로 반영되는 경우가 있어 연결 실적이 계열사를 포함한 재무구조를 완전히 보여준다고 볼 수는 없어도 계열사를 포함한 지주 전반의 재무 환경을 알 수 있으며, 지분율이 얽혀있는 지배구조에서 재무적 부담은 상호 책임 관계에 있어 지속가능기업의 판단에서 연결 실적을 살펴봐야 함.

▪ 투자 지주회사의 선택 포인트

- 시류를 어기는 투자 결정은 실패할 확률이 높음. 경험해 보지 못했던 투자 환경에서 보수적인 투자 접근 방법이 바람직
- 코로나 바이러스로 주가가 급락할 때 지주회사는 더 약한 모습. 자체사업을 가졌다 하더라도 계열사를 지배하는 특성상 계열사 가치에 연동. 다만 상황에 따라 차이가 있는데, 주식시장 약세장에서는 더 많이 약하고 강세장에서는 후행 내지 동행 하는 경우가 높음. 그리고 주식시장에 유동성이 풍부할 때 강세를 보임
- 코로나 바이러스가 완화되면 경기 부양에 적극 나섬에 따라 코로나 바이러스 이전으로 회귀하려는 움직임이 나타나겠지만, 바이러스의 잠복성과 재발현 가능성에 따른 불확실성이 존재하고, 바이러스 트라우마로 개인과 사회 전반에 적지 않은 변화가 예상됨
- 불확실성을 배제하지 못한 상태에서 투자 선택지는 안정성을 기반으로 수익성과 성장성 그리고 주주환원을 고려한 보수적 투자를 제시
- 최선호주는 지주의 유동성 확대로 안정성과 성장성 그리고 주주환원 확대를 기대할 수 있는 LG, 주력사업의 안정성과 투자회사의 가치가 상승한 삼성물산

순이익 상위 15선

▪ 별도와 연결 기준 순이익 증감률 순위는 일치하지 않아

- 지주가 자체사업을 갖고 있지 않는 한 별도 실적은 배당금, 브랜드 사용료, 임대 수익 등으로 구성. 연결은 종속기업 실적이 포함되어 별도보다 규모가 큼
- 연결 실적이 좋아야 별도 실적이 좋을 수 있는데, 별도는 1년전 종속기업의 실적이 토대인 반면 연결은 당해 실적 기반

▪ 별도는 일회성 및 기저효과. 연결도 일회성과 기저효과가 없지 않으나 별도보다는 비중이 낮은 대신 계열사의 수익에 많은 영향

- 별도 기준 롯데지주는 전년대비 수익성 개선뿐만 아니라 자산처분이익까지 더해져 부각. 한솔홀딩스도 한솔개발 매각 효과
- 연결 기준 두산은 두산중공업의 적자 축소와 자체 사업의 수익 증가에 기인. 이는 별도에도 영향을 주는 요소
- 별도 실적이 지주의 배당 재원으로 계열사 규모와 수가 많은 지주사가 상표사용료와 배당금도 많아 이익 규모면에서 대형그룹사 지주가 상위에 포진

별도 기준 순이익 상위 15선

지주사	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
롯데지주	3,897	48.2	2,416	100.0	2,108	흑전
코오롱	605	3.9	314	11.7	91	흑전
한솔홀딩스	264	4.2	115	3.8	72	흑전
코아시아	922	1,581.2	1	-70.1	155	흑전
현대중공업지주	4,927	-15.0	2,476	-26.7	5,909	352.4
한라홀딩스	6,206	-8.3	655	27.1	344	310.8
두산	20,607	-1.7	1,619	-24.6	6,338	299.6
아모레G	1,537	109.6	1,251	179.2	1,183	139.3
CJ	1,817	6.9	747	-5.4	633	75.1
세아홀딩스	502	-5.6	317	-6.9	488	50.4
S&T홀딩스	110	51.1	90	66.8	92	48.7
녹십자홀딩스	636	-54.6	275	-22.4	281	43.8
SJM홀딩스	61	13.6	42	52.7	50	43.4
하이트진로홀딩스	338	1.7	308	0.3	91	19.9
영원무역홀딩스	257	38.2	186	17.4	149	12.3

연결 기준 순이익 상위 15선

지주사	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
두산	185,357	6.2	12,619	7.3	4,331	흑전
동성코퍼레이션	8,498	4.5	518	566.3	250	흑전
한솔홀딩스	5,416	-10.0	118	-53.5	263	흑전
코아시아	4,389	21.3	205	365.7	123	흑전
일진홀딩스	8,962	-3.6	310	31.8	224	2,410.2
노루홀딩스	8,843	5.8	250	144.3	199	647.5
KPX홀딩스	10,103	-1.2	643	90.0	758	413.8
진양홀딩스	2,253	-6.8	129	38.4	229	392.7
한라홀딩스	7,984	-9.9	754	30.1	411	213.4
대상홀딩스	35,525	4.5	1,555	17.0	1,382	202.9
대웅	13,657	10.9	1,075	20.5	713	117.9
KISCO홀딩스	11,830	-8.2	576	-12.4	629	73.2
한미사이언스	8,166	15.3	161	46.8	307	70.6
S&T홀딩스	15,121	7.9	1,263	73.8	1,245	68.9
SJM홀딩스	1,608	0.0	63	253.8	93	51.7

주: 2019년 연간 순이익 기준. 전년동기대비 증감률 순위. 단위: 억원, %. 자료: Quantwise

커버리지 지주회사의 2020년 정기 주주총회

▪ 주주제안을 받은 지주회사의 특징

- 주주가치 제고의 필요성과 여력이 있다고 판단되는 기업. 지배력이 취약한 기업
- 커버하는 지주회사 중 한진칼과 한솔홀딩스가 주주 제안을 받음

▪ 순기능 효과가 큰 주주제안

- 주주측 제안은 주주총회에서 모두 부결
- 주주제안은 회사가 주주가치 제고를 위해 많은 고민과 노력을 유도하며, 실제로 다양한 방안을 제시

종목명	주요 안건	주주제안	승인여부	특이점	주당배당금
삼성물산	통상적 안건(실적, 사내외이사 및 감사 선임, 보수한도 등)	X	원안대로 승인	자사주 소각	2,000
SK	통상적 안건	X	원안대로 승인		5,000
LG	통상적 안건	X	원안대로 승인		2,200
현중지주	통상적 안건, 분할계획서	X	원안대로 승인	자체 사업부(로봇) 물적분할	18,500
CJ	통상적 안건	X	원안대로 승인		1,850
한화	통상적 안건, 정관변경	X	원안대로 승인		700
두산	통상적 안건, 정관변경	X	원안대로 승인	두타몰 투타 운영에 필요한 목적사업 추가	5,200
LS	통상적 안건	X	원안대로 승인		1,450
한라홀딩스	통상적 안건	X	원안대로 승인		2,000
일진홀딩스	통상적 안건	X	원안대로 승인	감사 선임은 의결 정족수 미달로 부결	100
노루홀딩스	통상적 안건	X	원안대로 승인		400
하림지주	통상적 안건	X	원안대로 승인	자사주 소각	50
한진칼	통상적이지만 주주측 제안이 포함된 안건	O	일부 승인	주주제안 모두 부결	255
한솔홀딩스	통상적이지만 주주측 제안이 포함된 안건	O	일부 승인	주주제안 모두 부결. 자사주 소각 및 액면액 감소	-

주: 커버리지 지주회사 기준, 단위: 원, 자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

재무건전성

▪ 지주회사 충족 조건에 재무건전성 규정 포함

- 부채비율을 200% 이내 제한. 다만 이 기준은 별도 기준

▪ 재무 안정성을 주목하는 시대

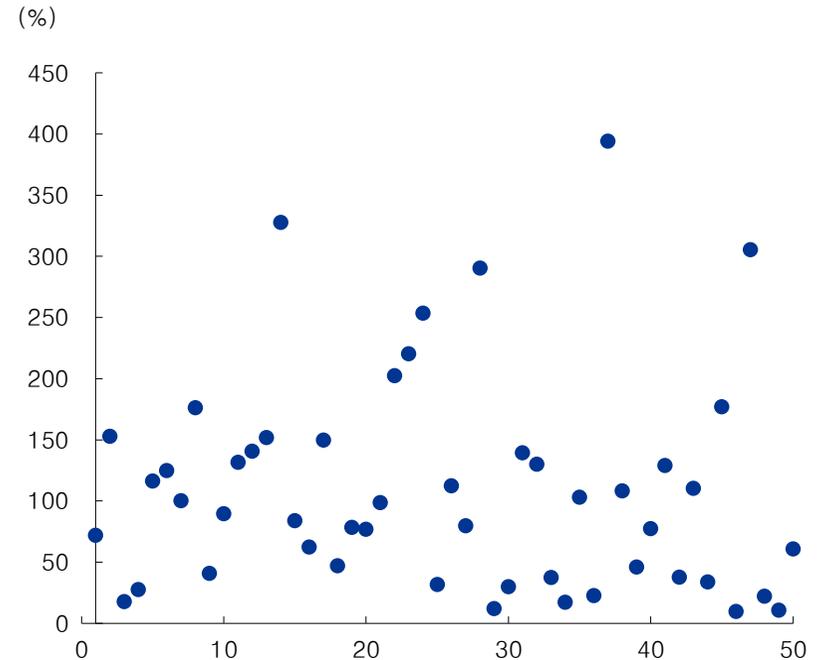
- 안정성은 성장성과 수익성 모두에 영향을 미침. 성장성을 위해 안정성이 일시적으로 훼손될 수 있고, 안정성이 훼손되면 수익성이 떨어질 수 있으며, 성장의 결과물은 가시화 과정에서 시차가 발생할 수 있음
- 부채비율은 관리대상이 맞지만 금융순이익(금융수익-금융비용)의 규모도 중요한 지표. 부채비율과 금융순이익 그리고 이익규모 모두를 살펴봐야 함

부채비율 상위 15선

지주사	부채비율	차입금	현금성자산	금융순이익
코오롱	394.3	12,996	1,771	-644
두산	327.7	99,265	18,408	-6,619
평화홀딩스	305.4	2,192	159	-125
하이트진로홀딩스	290.5	14,813	1,670	-651
JW홀딩스	253.6	3,831	1,158	-295
풀무원	220.6	3,018	1,207	-258
AK홀딩스	202.7	13,677	2,849	-382
KC그린홀딩스	177.3	-131	1,323	-31
CJ	176.3	113,313	16,026	-6,876
SK	153.0	363,105	79,818	-13,753
LS	152.0	31,314	10,174	-940
하림지주	149.8	29,345	5,652	-1,292
효성	140.8	23,123	1,893	-284
대상홀딩스	139.5	6,130	2,808	-200
한화	131.6	106,258	35,127	-4,380

주: 연결기준이며, 한화는 개별기준. 금융순이익은 금융수익-금융비용. 단위: 억원, %. 자료: Quantwise

지주회사의 부채비율 분포도



COVID-19 이후 달라질 모습

■ 코로나 19의 팬데믹으로 달라질 사회 현상

- 재발할 가능성이 있는 바이러스 특성으로 언택트, 타인기피현상, 개인 위생에 관심이 높아지고 온라인에 의존도가 높아질 전망

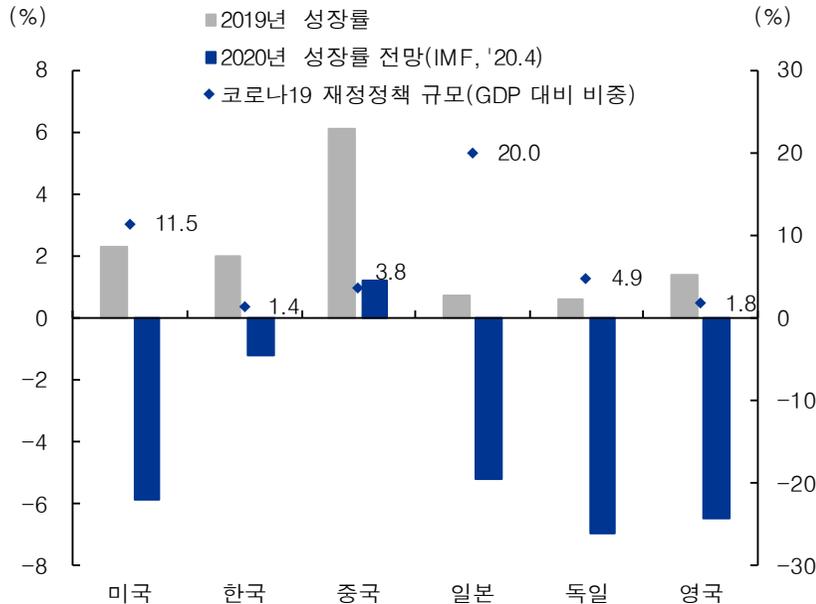
■ 경험한 바 없는 글로벌 소비와 생산의 동시 위축 그리고 이동제한

- 분업화되어 있는 전세계 생산 체제와 로컬화되어 있는 생산기지로 글로벌 생산 중단과 사회적 거리두기 확산에 이동제한까지 경제 활동에 큰 타격
- 소비 위축과 생산 중단은 원자재 수요 감소로 가격에 큰 영향. 특히 유가는 산유국가의 첨예한 이해관계까지 맞물려 최저 가격 시현

■ 현 상황의 해결은 원인 제공의 완화 그리고 유동성 위기에 몰린 남은 상처는 해결해야 할 과제

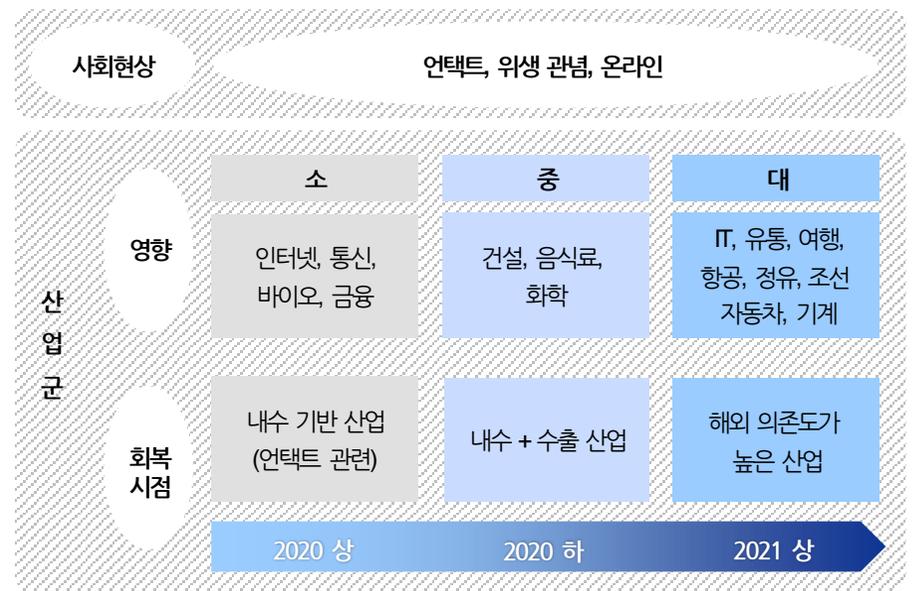
- 실물 경제에 후유증을 해결하기 위해 재정정책 확대. 소비와 생산은 회복되겠지만, 산업별 시점은 다소의 차이. 급격한 변화는 유동성 위기의 상처를 남김
- 내수 기반 산업은 피해가 상대적으로 덜 해 회복도 빠를 전망. 그렇지만 수출비중이 큰 중후장대 산업은 피해도 크고 회복 시간도 많이 소요될 전망

IMF 주요국 성장률 하향 조정과 코로나 19 재정정책 규모 비교



자료: 4월 17일자 IBK투자증권 경제 이정보 참고

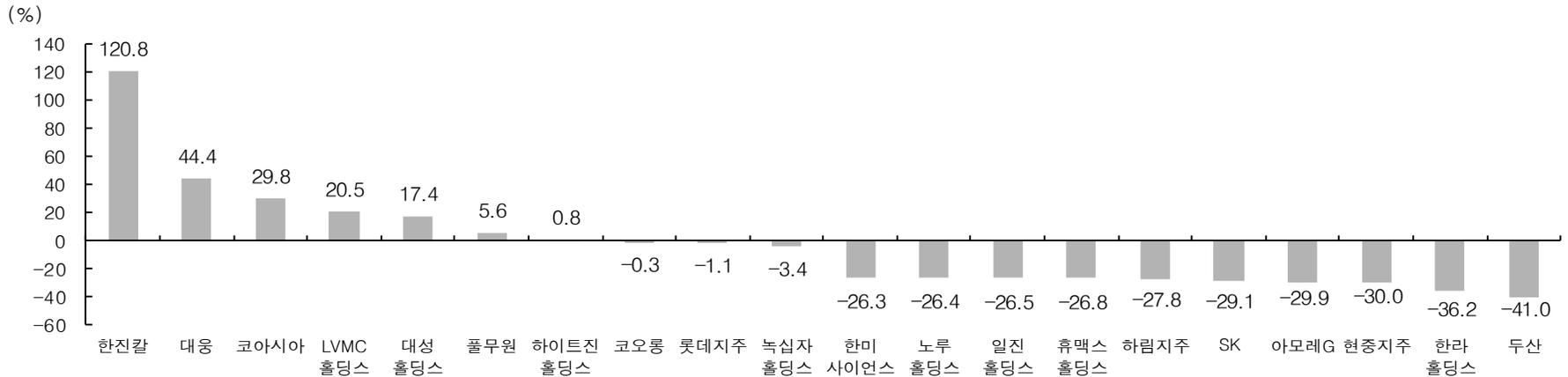
코로나 19 영향



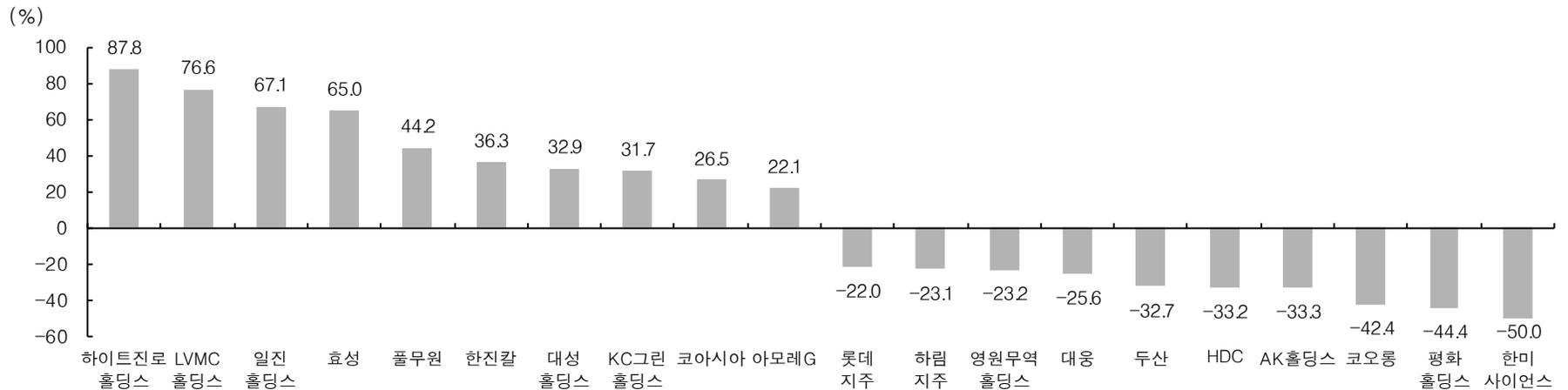
주: 국내 산업(기업) 중심. 회복시기는 글로벌 개선 노력에 따라 유동적 자료: 언론 참고, IBK투자증권

지주회사 주가 등락

2020년 주가 등락 상위 10종목 & 하위 10종목



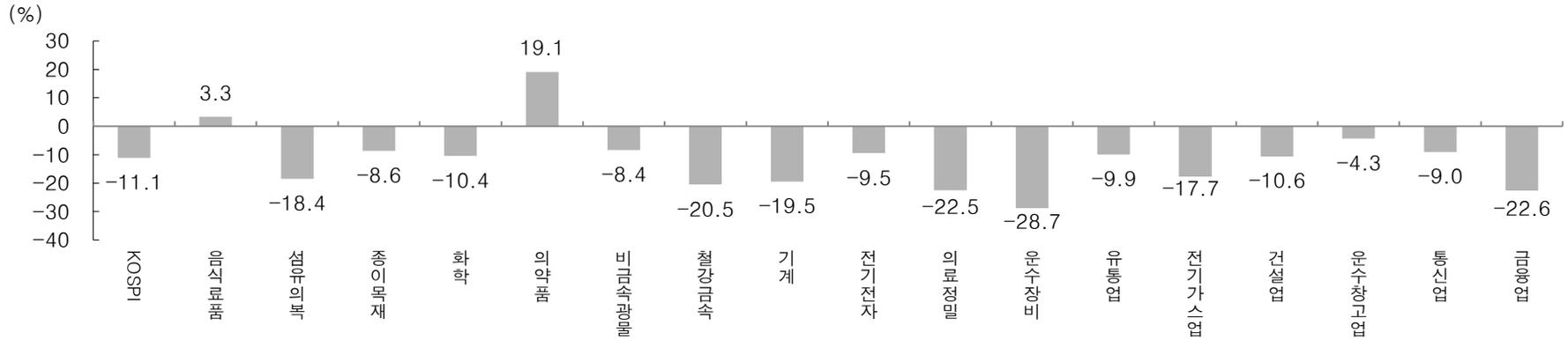
2019년 주가 등락 상위 10종목 & 하위 10종목



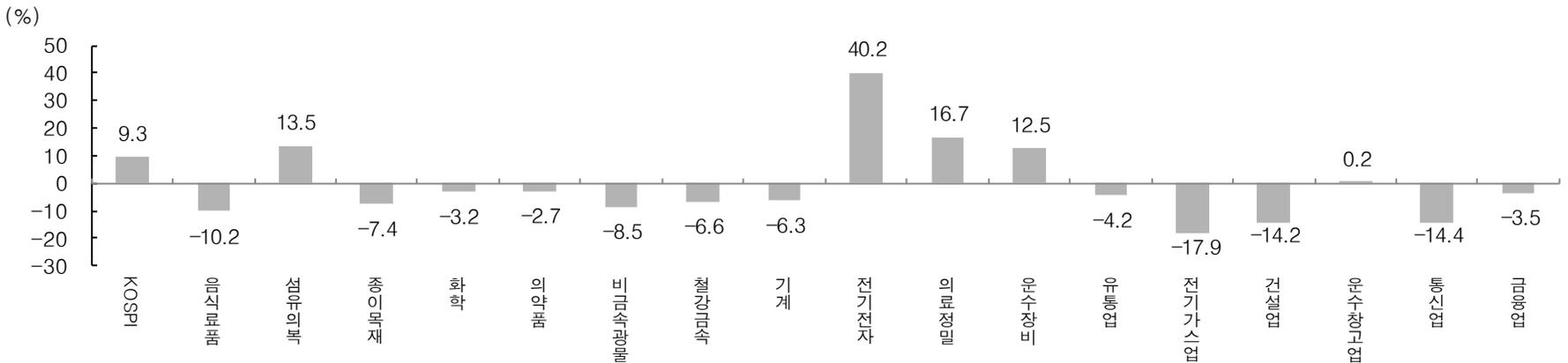
주: 주가 등락률은 2020년 연초대비 4/28일 기준, 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantwise

업종별 지수 등락

2020년 연초대비 현재 기준



2019년 연초대비 연말 기준



주: 지수 등락률은 2020년 연초대비 4/28일 기준, 2019년 연초대비 연말 기준. 자료: Quantiwise

선택 조건

▪ 기업 지배구조에 규제 강화 가능성

- 지배력 견제를 위해 지주회사 요건 강화. 자회사 보유 지분 요건을 10%p 씩 상향 재 거론 가능
- 적정선의 규제는 주주가치 제고로 이어질 수 있어 외국인 투자자의 국내 주식에 대한 할인 요소 제거로 해석

▪ 지주회사의 선택 조건

- 규제가 강해지더라도 영향을 덜 받는 지주
- 코로나 19 영향을 비교적 덜 받거나, 회복력이 빠른 산업과 기업을 가진 지주
- 수익성 못지 않게 재무안정성이 높은 지주
- ESG 평가가 높은 기업
- 주주환원이 돋보이는 지주

지주회사 강제 지정 및 성립 요건	
항목	주요 내용
강제지정	자회사의 가치가 자산총액의 50% 이상일 경우. 단 최대주주일 경우에만 적용
자산총액	5천억원 이상
자(손자)회사 지분율	상장기업 20% 이상, 비상장기업 40% 이상 보유
증손회사 지분율	100% 보유, 외국 합작법인은 외국인투자촉진법 시행으로 50% 이상 소유 가능
재무구조	부채비율 200% 이내로 제한
금산분리	일반지주회사는 금융회사를 소유할 수 없음

자료: 공정거래법, IBK투자증권 정리

규제 강화로 인식되는 법안	
제목	19대 국회에서 발의되었던 내용
금산분리	독점규제 및 공정거래에 관한 법률. 대기업 금융계열사가 보유한 비금융계열사 주식의 의결권 상한을 현행 15%에서 5%로 축소하는 방안
보험업법 개정안	보험사의 보유주식가액을 현행 취득원가에서 시가로 계산하는 개정안. 현재 대주주, 자회사가 발행한 주식 또는 채권을 총자산의 3%, 자기자본의 60% 초과 보유 금지

자료: 언론, IBK투자증권 정리

공정거래법 개편 안 일부			
구분	내용		
법집행체제개편	형사제재	가격 및 입찰 담합 등 위법성이 중대하고 소비자 피해가 큰 담합에 전속고발제 폐지. 법 위법 판단에 경쟁제한성 분석이 필요해 기업결합 및 일부 불공정거래행위에 형벌 삭제	
	민사구제 수단	피해자가 법원에 행위 중지를 청구할 수 있는 '사인의 금지청구제' 도입 피해자의 손해액 입증을 지원하기 위해 법원의 자료 제출명령제 도입	
	행정제재	제재의 실효성 강화를 위해 위반 행위 유형별 과징금 상한을 일률적으로 2배 상향	
대기업집단시책개편	의결권	공익법인 금융보험	상장회사에 한해 특수관계인 합산 15%까지 허용. 유예기간 포함 단계적으로 도입 추가적인 제한(단독 5% 규제)은 실익이 크지 않아 현행 기준 유지
		지주 지분 요건	신규 설립하는 지주에 대해 자(손자)회사 상장 30%, 비상장 50%로 10%p 상향 기준 지주의 경우 세법상의 규율을 통해 자발적 상향 유도(억불산입률 조정, 과세이연 개편)
	순환출자	신규로 기업집단에 지정되는 기업에 한하여 기존 순환출자에 의결권 제한	
	사익편취	지분율 조건 총수일가 지분율을 상장·비상장 구분없이 20%로 일원화 총수일가가 지배하는 기업이 지분을 50% 초과 보유한 자회사도 포함	

자료: 공정거래위원회, IBK투자증권 정리

지주회사 투자의견

▪ 경기(주가)하락기에 선행, 경기(주가)회복기에 동행

- 자체사업을 갖고 있어도 지주는 계열사의 실적과 주가 흐름에 연동. 하락기에는 계열사보다 하락 폭이 큰 반면 상승기에는 동행 내지 후행

▪ 안정성, 수익성 그리고 성장성을 보유하고 코로나 19 영향을 덜 받는 지주

- LG: 2020년 상반기 1.4조원 현금 확보. 매년 현금 창출 흐름 안정적. 이를 기반으로 성장과 주주환원 확대 기대

- 삼성물산: 수익 비중과 기여도가 높은 건설 전망 양호. 3개년 주주환원 정책 발표. 바이오 자회사 성장성 부각

(원, %, 배)		삼성물산	SK	LG	현증지주	CJ	한화	두산
투자의견		매수	매수	매수	매수	중립	매수	중립
목표주가(원)		145,000	300,000	95,000	310,000	92,000	24,000	44,000
배당금		2,000	5,000	2,200	18,500	1,850	700	5,200
기대수익률		2.0	2.8	3.7	7.9	2.3	3.7	13.5
PER	2019	19.8	25.9	12.0	31.8	12.9	27.2	3.9
	2020F	18.3	11.5	12.1	-	15.5	14.2	11.2
	2021F	16.9	7.7	11.0	30.8	12.4	8.8	9.5
PBR	2019	0.9	1.1	0.7	0.7	0.8	0.6	1.0
	2020F	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6	0.4	0.6
	2021F	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.6
		LS	한진칼	한라홀딩스	한솔홀딩스	일진홀딩스	노루홀딩스	하림지주
투자의견		매수	중립	매수	매수	매수	중립	중립
목표주가(원)		50,000	24,000	42,000	4,400	5,300	11,000	7,300
배당금		1,450	255	2,000	-	100	400	50
기대수익률		4.1	0.3	6.9	-	2.7	4.1	0.8
PER	2019	60.8	-	11.7	7.3	19.9	36.8	14.4
	2020F	9.8	-	9.9	21.2	17.9	24.7	12.7
	2021F	8.0	231.7	8.0	18.6	13.1	18.6	9.7
PBR	2019	0.5	1.9	0.5	0.4	0.9	0.5	0.5
	2020F	0.3	4.7	0.3	0.3	0.6	0.3	0.3
	2021F	0.3	4.7	0.3	0.3	0.6	0.3	0.3

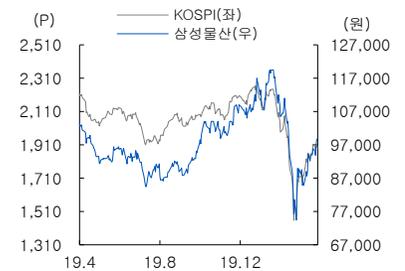
주: 배당기대수익률은 5월 4일 증가 기준이며, PER과 PBR에서 2019년은 지난해 말 증가이고, 2020년과 2021년은 4월 24일 증가 기준. 배당금은 2020년 3월 지급 기준 자료: 사업보고서, IBK투자증권

삼성물산 (028260/매수/목표주가 145,000원)

안정, 성장, 주주환원 등 주식 투자 3대 요소 보유

매수 (유지)	
목표주가	145,000원
현재가 (5/4)	99,900원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	19,070십억원
발행주식수	188,515천주
액면가	100원
52주 최고가	119,500원
최저가	74,500원
60일 평균거래대금	50십억원
외국인 지분율	14.5%
배당수익률 (2020F)	2.1%
주주구성	
이재용 외 8인	33.24%
케이씨씨	8.97%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	7%	8%	14%
절대기준	18%	-4%	-2%



■ 순조로운 출발

- 건설: 2020년 수주 목표는 지난해와 같은 11조원. 연초 해외에서 1.9조원을 수주하는 등 1분기 신규 수주가 2.6조원으로 지난해 1분기 1.2조원대비 두배 이상을 달성해 수주 잔고가 27.1조원으로 지난해말 대비 1.6% 증가. 신반포 재건축 아파트 수주하여 국내 프리미엄급 브랜드 인지도 확인
- 상사와 기타: 코로나 바이러스 영향. 바이오는 좋은 실적과 성장 동력 확보

■ 어려운 환경에서도 양호한 실적

- 국내 건설 현장은 코로나 바이러스 영향이 덜했고, 해외는 영향이 있을 것으로 예상되나, 다른 산업에 비해 파장은 크지 않을 전망. 다만 2분기 이후 글로벌 발주 시장은 영향이 불가피할 것으로 예상. 경제 활성화 과정에서 건설은 주목받을 산업
- 1분기에 부진했던 패션과 레저는 점차 개선될 전망. 바이오는 수주 증가와 가동률 상승으로 실적 호조 지속

■ 주주가치 제고를 위한 구체적인 방안

- 금년 초에 발표한 3개년 주주환원 정책에 최소 배당금 2천원과 배당성향 60~70%는 상향 가능성을 열어둔 것으로 회사의 주주가치 제고를 위한 의지를 확인
- 경제 활성화에 건설이 수혜 업종이라는 점과 바이오 계열사의 가치 상승이 투자 모멘텀
- 투자 의견 매수와 목표주가 145,000원 제시

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	31,156	30,762	28,837	30,167	31,096
영업이익	1,104	867	856	1,033	1,117
세전이익	2,383	1,527	1,492	1,695	1,828
지배주주순이익	1,713	1,050	1,022	1,099	1,192
EPS(원)	8,953	5,489	5,397	5,832	6,323
증가율(%)	167.7	-38.7	-1.7	8.1	8.4
영업이익률(%)	3.5	2.8	3.0	3.4	3.6
순이익률(%)	5.6	3.4	3.8	3.9	4.1
ROE(%)	8.1	4.8	4.2	4.4	4.6
PER	11.8	19.8	18.3	16.9	15.6
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	15.1	16.8	16.1	13.9	12.9

삼성물산 (028260/매수/목표주가 145,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	46,897	-10.3	-5.0	199,836	-4.1
영업이익	1,661	-4.9	48.3	5,835	-17.7
순이익	1,323	-42.1	-6.4	5,411	-54.2

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	76,979	-3.4	-0.5	307,615	-1.3
영업이익	3,247	33.7	50.1	8,668	-21.5
순이익	3,531	-56.1	33.3	10,479	-40.1

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
삼성전자	5	2,304,009	-5.5	277,685	-52.8	217,389	-51.0
삼성SDS	17	107,196	6.8	9,901	12.8	7,504	17.5
바이오로직스*	43	7,016	30.9	917	64.8	2,029	-9.5
삼성생명	19	318,040	-1.4	12,526	-51.5	10,517	-39.3

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
삼성바이오에피스*	50	7,659	107.7	1,225	흑전	2,634	흑전

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

삼성물산 (028260/매수/목표주가 145,000원)

주요 이슈

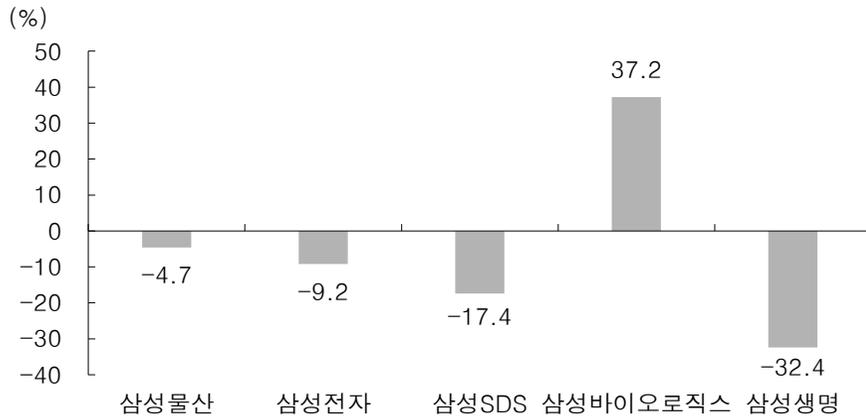
■ 차기 3개년 주주환원 정책 발표

- 관계사 배당수익의 60~70% 수준 재배당
- 주당 배당금은 배당수익과 경영 상황 등을 감안하여 매년 확정하지만 현재 지급하고 있는 주당 2천원을 최소 금액으로 상향 추진
- 관계사의 배당수익은 삼성전자가 대부분을 차지. 삼성전자의 배당금이 내년까지 확정되어 배당성향 70% 적용시 2021년 주당 배당금은 2,300원 예상
- 자사주 소각(주식매수청구권 행사에 의한 취득분 1.5%)

■ 밸류에이션 조정 그림에도 저평가

- 건설업종의 낮은 밸류에이션을 영업가치에 반영하여 multiple을 6배에서 3배로 조정
- 삼성전자, 삼성생명, 삼성SDS 등 비영업가치는 해당 기업의 주가 하락으로 가치 하락. 그렇지만 관계기업가치는 삼성바이오로직스 주가 상승으로 상승
- 영업가치에 적용한 멀티플은 코로나 바이러스 이후 상향될 가능성이 높고, 비영업가치도 마찬가지로 적정가치는 경제 상황과 주식시장 환경에 연동

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치측정	내용
영업가치	33,162	2020년 바이오 실적을 제외한 예상 EBITDA에 multiple 3x
비영업가치	133,552	삼성전자, 삼성생명, 삼성SDS 등 지분 가치 하락
관계기업가치	116,693	이전 보고서보다 바이오로직스 가치 상승
순차입금	7,129	2019년 연결 기준
주식수	189	보통주, 자사주 포함
기업가치	145,647	비영업가치와 관계기업가치에 할인율 30%

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

삼성물산 (028260/매수/목표주가 145,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	31,156	30,762	28,837	30,167	31,096
증가율(%)	6.4	-1.3	-6.3	4.6	3.1
매출원가	27,170	26,959	25,064	26,183	26,984
매출총이익	3,985	3,803	3,773	3,984	4,112
매출총이익률(%)	12.8	12.4	13.1	13.2	13.2
판매비	2,881	2,936	2,917	2,951	2,994
판매비율(%)	9.2	9.5	10.1	9.8	9.6
영업이익	1,104	867	856	1,033	1,117
증가율(%)	25.3	-21.5	-1.3	20.7	8.1
영업이익률(%)	3.5	2.8	3.0	3.4	3.6
순금융손익	-44	-35	16	7	11
이자손익	-76	-41	-34	-4	4
기타	32	6	50	11	7
기타영업외손익	1,151	572	570	572	597
중속/관계기업손익	172	123	51	83	103
세전이익	2,383	1,527	1,492	1,695	1,828
법인세	634	479	403	525	567
법인세율	26.6	31.4	27.0	31.0	31.0
계속사업이익	1,748	1,048	1,089	1,170	1,261
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,748	1,048	1,089	1,170	1,261
증가율(%)	263.4	-40.1	3.9	7.4	7.8
당기순이익률(%)	5.6	3.4	3.8	3.9	4.1
지배주주당기순이익	1,713	1,050	1,022	1,099	1,192
기타포괄이익	-3,856	3,445	0	0	0
총포괄이익	-2,108	4,493	1,089	1,170	1,261
EBITDA	1,567	1,423	1,365	1,563	1,668
증가율(%)	15.1	-9.2	-4.1	14.5	6.8
EBITDA마진율(%)	5.0	4.6	4.7	5.2	5.4

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	8,953	5,489	5,397	5,832	6,323
BPS	104,259	125,948	131,492	135,619	139,982
DPS	2,000	2,000	2,000	2,300	2,500
밸류에이션(배)					
PER	11.8	19.8	18.3	16.9	15.6
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	15.1	16.8	16.1	13.9	12.9

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	13,671	11,754	12,123	12,638	13,261
현금및현금성자산	2,904	2,704	2,878	3,161	3,352
유가증권	638	452	453	456	460
매출채권	4,883	4,370	4,448	4,549	4,772
재고자산	1,699	1,897	1,994	2,078	2,184
비유동자산	28,735	34,152	34,233	34,321	34,426
유형자산	5,024	4,926	4,907	4,877	4,826
무형자산	1,061	883	883	883	883
투자자산	21,756	26,527	26,577	26,660	26,763
자산총계	42,407	45,906	46,356	46,959	47,687
유동부채	13,017	10,929	10,804	10,664	10,546
매입채무및기타채무	1,686	1,558	1,496	1,451	1,375
단기차입금	1,370	1,927	1,908	1,889	1,870
유동성장기부채	1,894	786	776	766	756
비유동부채	6,841	8,284	8,101	7,996	7,950
사채	778	529	529	529	529
장기차입금	475	175	155	105	85
부채총계	19,858	19,213	18,905	18,660	18,496
지배주주지분	19,947	24,096	24,788	25,566	26,389
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,469	10,467	10,467	10,467	10,467
자본조정등	-2,158	-2,158	-2,158	-2,158	-2,158
기타포괄이익누계액	4,667	8,167	8,167	8,167	8,167
이익잉여금	6,949	7,601	8,293	9,071	9,894
비지배주주지분	2,602	2,596	2,663	2,733	2,802
자본총계	22,549	26,692	27,451	28,299	29,191
비이자부채	15,341	15,397	15,138	14,972	14,857
총차입금	4,517	3,816	3,767	3,688	3,639
순차입금	975	660	436	70	-173

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	6.4	-1.3	-6.3	4.6	3.1
EPS증가율	167.7	-38.7	-1.7	8.1	8.4
수익성지표(%)					
배당수익률	1.9	1.8	2.1	2.4	2.6
ROE	8.1	4.8	4.2	4.4	4.6
ROA	3.8	2.4	2.4	2.5	2.7
ROIC	35.5	18.3	18.2	18.6	19.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,678	771	660	781	687
당기순이익	1,748	1,048	1,089	1,170	1,261
비현금성 비용 및 수익	-78	425	-128	-132	-160
유형자산감가상각비	463	556	509	530	551
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-469	-713	-268	-252	-418
매출채권등의 감소	99	481	-78	-101	-223
재고자산의 감소	-154	-161	-97	-84	-106
매입채무등의 증가	-168	-92	-63	-45	-76
기타 영업현금흐름	477	11	-33	-5	4
투자활동 현금흐름	168	607	-560	-579	-618
유형자산의 증가(CAPEX)	-540	-345	-490	-500	-500
유형자산의 감소	185	12	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-62	-42	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	1,649	57	1	0	0
기타	-1,064	925	-71	-79	-118
재무활동 현금흐름	-1,885	-1,612	74	81	122
차입금의 증가(감소)	141	66	-20	-50	-20
자본의 증가	0	0	0	0	1
기타	-2,026	-1,678	94	131	141
기타 조정	-51	35	0	0	0
현금의 증가	-90	-199	174	283	191
기초현금	2,993	2,904	2,704	2,878	3,161
기말현금	2,904	2,704	2,878	3,161	3,352

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	88.1	72.0	68.9	65.9	63.4
순차입금 비율(%)	4.3	2.5	1.6	0.2	-0.6
이자보상배율(배)	5.9	6.4	7.1	8.6	9.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	6.6	6.5	6.7	6.7
재고자산회전율	19.3	17.1	14.8	14.8	14.6
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7

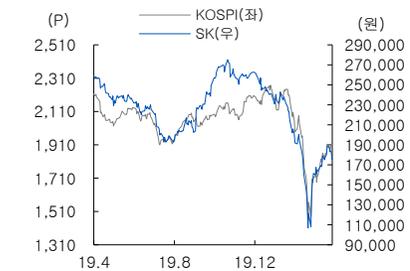
* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

SK (034730/매수/목표주가 300,000원)

많은 이벤트가 상황에 따라 다소 부담이 될지언정 문제가 될 소지는 적음

매수 (유지)	
목표주가	300,000원
현재가 (5/4)	176,000원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	12,475십억원
발행주식수	70,926천주
액면가	200원
52주 최고가	275,000원
최저가	107,000원
60일 평균거래대금	46십억원
외국인 지분율	23.8%
배당수익률 (2020F)	3.1%
주주구성	
최태원 외 28 인	29.55%
국민연금공단	8.46%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	-26%	-20%
절대기준	7%	-34%	-31%



■ 현안

- SK바이오팜이 주식시장 상황에 따라 상장 시기가 다소 유동적이기는 하나, 금년 중에 상장 계획은 유지
- 그룹 전반에 걸친 적극적인 투자 활동이 경기 수축기에 다소 부담이 될 수 있어 안정성에 집중
- SKE&S는 SMP(전력도매시장가격) 하락으로 2020년 실적이 지난해보다 못할 가능성 큼

■ 기대 및 제언

- 뇌전증 치료제 신약이 계획대로 출시될 예정이며, 다른 신약도 개발 중에 있어 바이오 성장 지속 신약 개발업체로 가시적 성과는 의약품 제조 생산을 하는 자회사(SK바이오텍)의 성장에도 긍정적
- SMP 가격 하락이 동사 발전사업에 부담이 될 수 있으나, 기존 에너지 정책 유지로 정책 수혜 지속 전망
- 미국 G&P, 베트남 등에 투자한 것이 문제는 없으나, 경제 수축 시기에 부담으로 작용할 수 있어 재무적 부담을 줄이기 위한 노력이 필요하며, 지주 또한 이를 인지하고 있음

■ 투자포인트

- 상표 사용료와 배당수익 등 현금 창출 능력 우수. 실적 우려가 큰 금년에도 현 배당정책을 유지할 전망
- 다른 지주보다 우수한 비상장계열사가 많지만, 상장 주력 계열사의 영향력이 훨씬 큼
- 매수 의견 유지. 목표주가 30만원 제시

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	100,162	99,265	93,280	97,395	100,616
영업이익	4,684	3,950	3,467	3,954	4,427
세전이익	7,558	2,777	3,528	5,132	6,211
지배주주순이익	2,253	717	1,080	1,617	1,956
EPS(원)	31,767	10,113	15,221	22,793	27,365
증가율(%)	34.3	-68.2	50.5	49.7	20.1
영업이익률(%)	4.7	4.0	3.7	4.1	4.4
순이익률(%)	6.1	1.6	2.6	3.7	4.3
ROE(%)	14.9	4.3	6.3	8.9	10.0
PER	8.2	25.9	11.5	7.7	6.4
PBR	1.1	1.1	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.5	7.8	7.9	7.8	7.7

SK (034730/매수/목표주가 300,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ		YoY	
매출액	5,665	8.9	-0.9	32,455	21.4
영업이익	399	-12.6	-72.0	14,809	39.6
순이익	1,929	-59.2	46.3	14,205	-2.3

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ		YoY	
매출액	236,098	0.3	-5.4	992,646	-0.9
영업이익	4,947	20,907.6	-50.8	39,499	-15.7
순이익	-7,203	적전	적전	16,072	-73.9

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
SK이노베이션	33	498,765	-8.0	12,693	-39.6	658	-96.1
SK텔레콤	27	177,437	5.2	11,100	-7.6	8,619	-72.5
SK하이닉스	20	269,907	-33.3	27,127	-87.0	20,164	-87.0
SK네트웍스	39	130,542	3.2	1,094	-18.1	-1,226	적전
SKC	41	25,398	-8.2	1,551	-22.9	674	-52.2

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
SKE&S*	90	65,617	1.5	5,260	17.5	6,971	58.8
SK건설	45	78,440	21.9	2,710	185.0	1,929	177.9
SK실트론*	51	15,429	14.6	3,317	-12.8	2,148	-24.8

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

SK (034730/매수/목표주가 300,000원)

주요 이슈

주요 공시 내용

- SKE&S가 호주 Darwin LNG PTY LTD 주식 4,870만주(전체 지분의 25%)를 3,452억원에 취득. 호주 LNG 인프라에 투자 목적. 자회사 SK South East Asia Investment Pte. Ltd 주식 1억주(전체 지분의 20%)를 1,176억원에 취득. 동남아 지역 투자 목적
- SK이노베이션이 2/3~5/2까지 462.8만주의 자사주 취득. 프랑스 소재 SK Functional Ploymer S.A.S 주식 10만주(지분율 100%)를 1,602억원에 출자

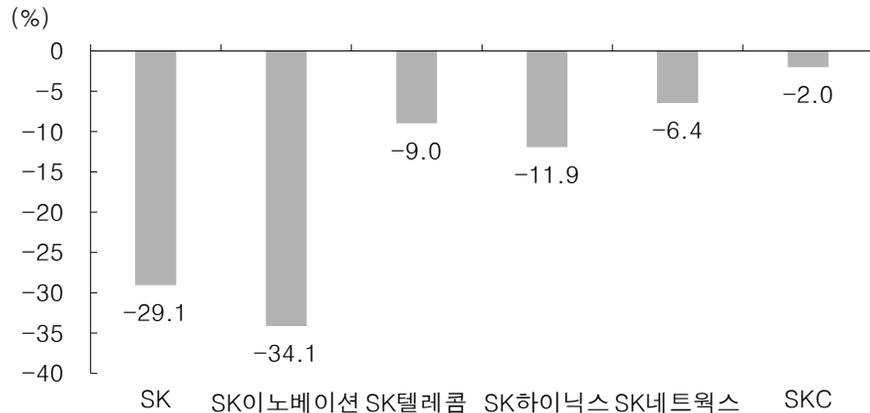
해결이 필요한 미국에서의 배터리 소송 건

- 배터리 사업은 담당 주체인 SK이노베이션 뿐만 아니라 그룹 전체의 성장동력

계열사의 주가 하락에 자유로울 수 없는 밸류에이션

- 자체사업과 우량 비상장자회사를 가졌다 하더라도 상장된 주력 계열사의 주가 변화에 밸류에이션이 자유로울 수 없음
- 상장 계열사의 주가 하락으로 인한 보유 지분 가치를 반영하여 목표주가를 30만원으로 하향

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치측정	내용
투자자산가치	382,218	
상장기업	212,859	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 기준
영업가치	21,200	자체사업(IT서비스)의 EBITDA에 multiple x10
순차입금	79,477	2019년 별도 기준 재무제표 기준
주식수	70	자사주 포함
적정주가	292,402	할인율은 상장기업과 관계기업투자에 30%, 비상장사에 40% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

SK (034730/매수/목표주가 300,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	100,162	99,265	93,280	97,395	100,616
증가율(%)	10.5	-0.9	-6.0	4.4	3.3
매출원가	90,673	90,206	84,777	88,377	91,057
매출총이익	9,488	9,058	8,504	9,019	9,558
매출총이익률(%)	9.5	9.1	9.1	9.3	9.5
판매비	4,805	5,109	5,037	5,065	5,131
판매비율(%)	4.8	5.1	5.4	5.2	5.1
영업이익	4,684	3,950	3,467	3,954	4,427
증가율(%)	-18.5	-15.7	-12.2	14.1	12.0
영업이익률(%)	4.7	4.0	3.7	4.1	4.4
순금융손익	-584	-1,375	-782	-755	-742
이자손익	-787	-1,112	-1,132	-1,232	-1,217
기타	203	-263	350	477	475
기타영업외손익	-208	-394	-349	-291	-259
중속/관계기업손익	3,665	596	1,193	2,224	2,785
세전이익	7,558	2,777	3,528	5,132	6,211
법인세	1,932	1,076	1,129	1,540	1,863
법인세율	25.6	38.7	32.0	30.0	30.0
계속사업이익	5,626	1,701	2,399	3,592	4,348
중단사업손익	525	-94	0	0	0
당기순이익	6,151	1,607	2,399	3,592	4,348
증가율(%)	21.4	-73.9	49.3	49.7	21.0
당기순이익률(%)	6.1	1.6	2.6	3.7	4.3
지배주주당기순이익	2,253	717	1,080	1,617	1,956
기타포괄이익	-121	281	0	0	0
총포괄이익	6,030	1,888	2,399	3,592	4,348
EBITDA	10,555	11,464	10,683	11,065	11,381
증가율(%)	-7.3	8.6	-6.8	3.6	2.9
EBITDA마진율(%)	10.5	11.5	11.5	11.4	11.3

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	31,767	10,113	15,221	22,793	27,365
BPS	234,433	235,255	245,961	264,329	287,488
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
밸류에이션(배)					
PER	8.2	25.9	11.5	7.7	6.4
PBR	1.1	1.1	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.5	7.8	7.9	7.8	7.7

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	37,128	40,029	40,489	41,147	42,161
현금및현금성자산	6,783	7,982	7,781	7,911	8,263
유가증권	4,218	3,694	3,897	3,988	4,124
매출채권	10,232	9,828	10,230	10,468	10,825
재고자산	8,993	9,138	9,256	9,321	9,330
비유동자산	82,329	91,992	93,063	94,985	97,625
유형자산	39,716	42,846	43,387	43,794	44,188
무형자산	16,191	14,666	13,970	13,292	12,694
투자자산	22,022	25,713	26,938	29,186	32,008
자산총계	119,457	132,021	133,552	136,132	139,787
유동부채	30,008	35,563	35,257	34,849	34,805
매입채무및기타채무	9,028	8,810	8,525	8,424	8,557
단기차입금	3,426	5,888	5,829	5,713	5,599
유동성장기부채	5,025	6,030	6,030	5,980	5,980
비유동부채	38,561	44,275	44,034	43,742	43,408
사채	21,931	25,137	25,087	24,987	24,787
장기차입금	6,960	7,237	7,137	7,037	6,937
부채총계	68,569	79,838	79,291	78,592	78,213
지배주주지분	16,628	16,686	17,445	18,748	20,391
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,536	5,886	5,886	5,886	5,886
자본조정등	-904	-1,812	-1,812	-1,812	-1,812
기타포괄이익누계액	-237	38	38	38	38
이익잉여금	12,217	12,559	13,318	14,621	16,263
비지배주주지분	34,260	35,497	36,816	38,792	41,183
자본총계	50,888	52,183	54,262	57,540	61,574
비이자부채	31,210	32,649	32,310	31,978	32,013
총차입금	37,359	47,189	46,981	46,614	46,200
순차입금	26,358	35,513	35,303	34,715	33,813

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	10.5	-0.9	-6.0	4.4	3.3
EPS증가율	34.3	-68.2	50.5	49.7	20.1
수익성지표(%)					
배당수익률	1.9	1.9	3.1	3.1	3.1
ROE	14.9	4.3	6.3	8.9	10.0
ROA	5.4	1.3	1.8	2.7	3.2
ROIC	10.6	2.7	4.0	5.9	7.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	7,857	7,979	7,746	7,906	8,094
당기순이익	6,151	1,607	2,399	3,592	4,348
비현금성 비용 및 수익	5,625	9,893	7,155	5,933	5,170
유형자산감가상각비	4,538	5,981	5,960	5,893	5,806
무형자산상각비	1,333	1,532	1,257	1,218	1,148
운전자본변동	-1,736	-1,407	-676	-387	-207
매출채권등의 감소	315	179	-402	-238	-357
재고자산의 감소	-1,071	54	-117	-66	-9
매입채무등의 증가	-540	-158	-285	-101	133
기타 영업현금흐름	-2,183	-2,114	-1,132	-1,232	-1,217
투자활동 현금흐름	-10,182	-10,687	-7,276	-7,030	-7,101
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,276	-7,825	-6,500	-6,300	-6,200
유형자산의 감소	520	171	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-913	-546	-560	-540	-550
투자자산의 감소(증가)	-1,986	-2,210	-32	-24	-36
기타	-1,527	-277	-184	-166	-315
재무활동 현금흐름	1,930	3,868	-670	-746	-640
차입금의 증가(감소)	0	0	-100	-100	-100
자본의 증가	0	0	0	3	3
기타	1,930	3,868	-570	-649	-543
기타 및 조정	32	39	-1	0	0
현금의 증가	-363	1,199	-201	130	353
기초현금	7,146	6,783	7,982	7,781	7,911
기말현금	6,783	7,982	7,781	7,911	8,263

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	134.7	153.0	146.1	136.6	127.0
순차입금 비율(%)	51.8	68.1	65.1	60.3	54.9
이자보상배율(배)	4.6	2.9	2.5	2.6	3.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.6	9.9	9.3	9.4	9.5
재고자산회전율	11.7	10.9	10.1	10.5	10.8
총자산회전율	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7

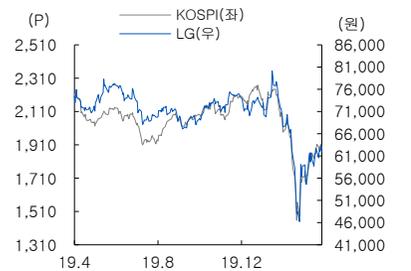
LG (003550/매수/목표주가 95,000원)

선택과 집중 그리고 지주의 역할 확대로 긍정적인 변화 기대

매수 (유지)	
목표주가	95,000원
현재가 (5/4)	59,600원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	10,427십억원
발행주식수	175,872천주
액면가	5,000원
52주 최고가	80,100원
최저가	46,250원
60일 평균거래대금	23십억원
외국인 지분율	34.8%
배당수익률 (2020F)	4.3%

주주구성	
구광모 외 31 인	46.21%
국민연금공단	7.64%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-6%	-7%
절대기준	6%	-16%	-20%



■ 현안

- 갑자기 늘어난 현금 보유액
- 여러 가지 방안을 고민하고 있는 그룹의 성장 동력 구체화

■ 기대 및 제언

- LGCNS 지분 매각은 일감 몰아주기 회피를 위해서가 아닌 성장동력 확보를 위한 사전 작업
- 5월초에 유입될 LGCNS 지분 매각 자금과 서버원 지분 매각 자금도 추가될 수 있어 신규 사업 자금 여력 충분
- 투자형 지주회사를 지향하며 계열사의 사업에서 시너지가 날 수 있는 플랫폼 사업에 관심
- 경제 상황이 불투명한 시기이지만, 자금도 마련됐고, 신규 사업에서 M&A를 생각한다면 금년이 적기라고 판단

■ 투자포인트

- 1조원에 이르는 자금 확보는 성장가치 및 주주환원에도 사용될 수 있어 주주가치에 긍정적
- 매수 의견 유지

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	7,743	6,575	7,132	7,523	7,940
영업이익	1,821	1,024	1,116	1,226	1,378
세전이익	1,773	1,011	1,107	1,218	1,370
지배주주순이익	1,864	1,080	899	989	1,112
EPS(원)	10,598	6,141	5,110	5,622	6,324
증가율(%)	-22.2	-42.1	-16.8	10.0	12.5
영업이익률(%)	23.5	15.6	15.6	16.3	17.4
순이익률(%)	24.3	16.8	12.7	13.3	14.1
ROE(%)	11.0	5.9	4.7	5.0	5.5
PER	6.6	12.0	12.1	11.0	9.8
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.2	10.3	7.5	6.7	5.8

LG (003550/매수/목표주가 95,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	1,042	0.5	3.1	8,747	15.5
영업이익	388	-18.2	-21.5	6,438	17.8
순이익	180	-75.3	-48.5	5,812	5.2

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	16,531	흑전	-1.3	65,753	-15.1
영업이익	-656	적전	적전	10,241	-43.8
순이익	-1,970	적전	적전	11,068	-41.2

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
LG전자	34	623,062	1.6	24,361	-9.9	1,799	-87.8
LG화학	33	286,250	1.6	8,956	-60.1	3,761	-75.2
LG유플러스	36	123,820	5.6	6,862	-7.4	4,388	-8.9
LG생활건강	34	76,854	13.9	11,764	13.2	7,882	13.9
실리콘웍스	33	8,671	9.5	473	-15.3	385	-21.3

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
LGCNS*	85	32,833	5.3	2,129	13.5	1,635	51.6

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

LG (003550/매수/목표주가 95,000원)

주요 이슈

■ 주요 공시 내용(자회사 내용 포함)

- LGU+ 주식 853만주를 900억원에 취득. 취득 후 LGU+ 보유 지분율은 38%로 상승
- LGU+가 전자결제사업을 물적 분할. 분할 신설회사의 사명은 토스페이먼츠로 분할기일은 금년 6월 1일

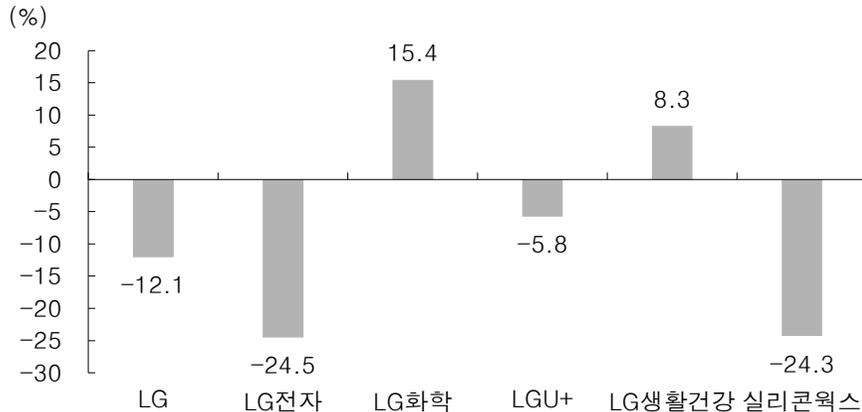
■ 현금 보유액 증가

- 매년 상표사용료, 배당금, 임대수익에서 매출이 발생하는데, 지난해 기준 상표사용료는 2,700억원, 배당금 4,700억원, 임대수익 1,280억원
- 2020년에는 추가로 LGCNS 지분 매각 자금 9,600억원과 S&I에서 서브원 지분매각대금 3천억원도 상황에 따라 지주로 유입될 수 있음

■ 안정과 성장 여력 보유

- 2차전지 배터리사업이 성장 가도에 있고, 전자사업의 수익이 개선되었으며, 풍부한 현금 동원력으로 성장동력 확보 기대
- 목표주가는 상장 계열사 주가 하락을 반영해 10% 하향한 95,000원 제시

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산가치	227,752	
상장기업	191,931	LG전자, LG화학, LG생활건강, LG유플러스 등 주요 자회사의 시가총액
비상장기업	35,822	
LG CNS	18,726	2019년 예상 EPS에 PER 20x 반영. 지분율 49.95%로 조정
에스앤아이	13,658	2019년 예상 EBITDA에 multiple 7x, 서브원 지분 가치 포함
부동산가치	9,082	별도 재무제표에서 장부가액 기준
브랜드 사용료	2,700	2019년 기준
순차입금	-2,221	2019년 연결 재무제표 기준
주식수	173	자사주 포함
적정주가	96,354	할인율은 상장기업 30%, 비상장기업 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LG (003550/매수/목표주가 95,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	7,743	6,575	7,132	7,523	7,940
증가율(%)	-34.6	-15.1	8.5	5.5	5.6
매출원가	5,619	5,217	5,670	5,943	6,194
매출총이익	2,124	1,359	1,462	1,580	1,747
매출총이익률 (%)	27.4	20.7	20.5	21.0	22.0
판매비	303	335	346	354	369
판매비율(%)	3.9	5.1	4.9	4.7	4.6
영업이익	1,821	1,024	1,116	1,226	1,378
증가율(%)	-16.7	-43.8	9.0	9.9	12.4
영업이익률(%)	23.5	15.6	15.6	16.3	17.4
순금융손익	-10	-8	7	-1	-24
이자손익	-17	-10	7	-1	-24
기타	7	2	0	0	0
기타영업외손익	-38	-5	-16	-7	16
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	1,773	1,011	1,107	1,218	1,370
법인세	-49	204	199	219	247
법인세율	-2.8	20.2	18.0	18.0	18.0
계속사업이익	1,822	807	908	999	1,123
중단사업손익	61	300	0	0	0
당기순이익	1,883	1,107	908	999	1,123
증가율(%)	-22.7	-41.2	-18.0	10.0	12.5
당기순이익률 (%)	24.3	16.8	12.7	13.3	14.1
지배주주당기순이익	1,864	1,080	899	989	1,112
기타포괄이익	-87	107	0	0	0
총포괄이익	1,796	1,214	908	999	1,123
EBITDA	1,997	1,200	1,324	1,434	1,594
증가율(%)	-18.3	-39.9	10.3	8.3	11.2
EBITDA마진율(%)	25.8	18.3	18.6	19.1	20.1

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	10,598	6,141	5,110	5,622	6,324
BPS	102,340	107,050	109,960	113,382	117,507
DPS	2,000	2,200	2,200	2,200	2,200
밸류에이션(배)					
PER	6.6	12.0	12.1	11.0	9.8
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.2	10.3	7.5	6.7	5.8

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	4,613	3,939	4,340	4,711	5,267
현금및현금성자산	1,054	1,337	1,655	1,945	2,315
유가증권	349	568	568	568	596
매출채권	2,755	1,451	1,452	1,515	1,645
채고자산	116	62	145	152	164
비유동자산	18,223	18,496	18,554	18,720	18,808
유형자산	1,878	1,640	1,678	1,729	1,777
무형자산	100	110	124	133	141
투자자산	14,595	15,126	15,126	15,226	15,246
자산총계	22,836	22,435	22,894	23,431	24,075
유동부채	3,040	2,245	2,194	2,142	2,074
매입채무및기타채무	1,635	836	792	758	705
단기차입금	73	56	56	55	54
유동성장기부채	162	323	328	318	308
비유동부채	1,632	1,169	1,158	1,152	1,139
사채	1,127	679	679	679	679
장기차입금	158	79	69	64	54
부채총계	4,671	3,414	3,352	3,294	3,213
지배주주지분	17,999	18,827	19,339	19,941	20,666
자본금	879	879	879	879	879
자본잉여금	2,366	2,363	2,363	2,363	2,363
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	-292	-112	-112	-112	-112
이익잉여금	15,049	15,699	16,211	16,813	17,538
비지배주주지분	166	194	203	197	196
자본총계	18,164	19,021	19,542	20,138	20,862
비이자부채	3,151	2,251	2,194	2,152	2,092
총차입금	1,520	1,163	1,158	1,142	1,121
순차입금	117	-742	-1,064	-1,371	-1,790

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	-34.6	-15.1	8.5	5.5	5.6
EPS증가율	-22.2	-42.1	-16.8	10.0	12.5
수익성지표(%)					
배당수익률	2.9	3.0	4.3	4.3	4.3
ROE	11.0	5.9	4.7	5.0	5.5
ROA	8.5	4.9	4.0	4.3	4.7
ROIC	85.9	50.6	43.6	44.1	45.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	495	819	1,005	1,112	1,131
당기순이익	1,883	1,107	908	999	1,123
비현금성 비용 및 수익	-948	-318	217	216	224
유형자산감가상각비	153	156	187	185	192
무형자산상각비	23	20	21	23	25
운전자본변동	-456	-21	-127	-102	-193
매출채권등의 감소	206	271	-1	-63	-129
채고자산의 감소	-7	-6	-83	-6	-13
매입채무등의 증가	-585	-28	-44	-34	-53
기타 영업현금흐름	16	51	7	-1	-23
투자활동 현금흐름	-659	-34	-266	-384	-348
유형자산의 증가(CAPEX)	-264	-62	-225	-235	-240
유형자산의 감소	28	3	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-31	-22	-35	-32	-32
투자자산의 감소(증가)	-390	58	0	-100	-20
기타	-2	-11	-6	-17	-56
재무활동 현금흐름	-126	-509	-382	-436	-413
차입금의 증가(감소)	33	-81	-10	-5	-10
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-159	-428	-372	-431	-403
기타 및 조정	1	7	-40	-1	0
현금의 증가	-289	283	317	291	370
기초현금	1,343	1,054	1,337	1,655	1,945
기말현금	1,054	1,337	1,655	1,945	2,315

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	25.7	17.9	17.2	16.4	15.4
순차입금 비율(%)	0.6	-3.9	-5.4	-6.8	-8.6
이자보상배율(배)	46.2	27.2	21.7	22.1	25.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	2.7	3.1	4.9	5.1	5.0
채고자산회전율	68.5	73.7	68.7	50.7	50.3
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

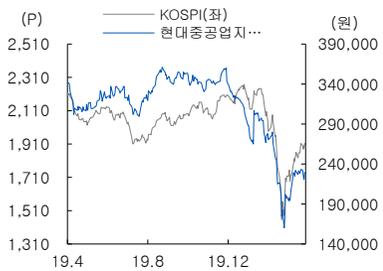
현대중공업지주 (267250/매수/목표주가 310,000원)

유가가 실적과 주가 방향성 좌우

매수 (유지)	
목표주가	310,000원
현재가 (5/4)	235,000원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	3,827십억원
발행주식수	16,287천주
액면가	5,000원
52주 최고가	361,000원
최저가	160,500원
60일 평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	18.0%
배당수익률 (2020F)	9.5%

주주구성	
정몽준 외 6인	33.32%
국민연금공단	10.94%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	1%	-23%	-18%
절대기준	11%	-32%	-29%



■ 현안

- 유가 하락
- 대우조선해양 인수를 위한 기업결합 심사 지연

■ 기대 및 제언

- 세계 6개국에서 인수합병을 위해 사전 승인을 받아야하는 대우조선해양 기업결합 심사가 코로나 바이러스로 잠정 중단
- 친환경 규제로 인한 기대감이 유가 하락으로 훼손. 친환경 정책은 경제 상황에 따라 다소 지연될 수 있어도 관련한 규제 방향성이 바뀌지는 않음. 결국 기대감 훼손의 원인이었던 유가의 방향성이 실적과 주가 방향성을 결정
- 사업에 성공 여부는 사업주체의 의지 뿐만 아니라 경제 상황도 받쳐주어야 가능하기에 빠른 시간 내에 가시적인 성과를 달라는 것은 특히 지금과 상황에서는 과도한 주문이겠지만, 사업지주에서 자체사업을 분할하기로 한 이상 구체적인 변화들이 빠르게 나타날 수 있도록 적극적인 변화를 기대

■ 투자포인트

- 유가 수준이 주가 방향성 좌우
- 투자의견 매수와 목표주가 31만원 제시

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	27,257	26,630	22,941	24,942	26,337
영업이익	861	667	-298	494	619
세전이익	431	203	-662	222	375
지배주주순이익	269	173	-215	129	217
EPS(원)	16,493	10,636	-13,206	7,896	13,348
증가율(%)	-81.0	-35.5	-224.2	-159.8	69.0
영업이익률(%)	3.2	2.5	-1.3	2.0	2.4
순이익률(%)	1.0	0.4	-1.6	0.6	1.0
ROE(%)	3.5	2.2	-2.8	1.7	3.0
PER	21.0	31.8	-18.4	30.8	18.2
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.0	11.6	40.4	12.3	11.0

현대중공업지주 (267250/매수/목표주가 310,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	778	22.4	12.7	4,927	-15.0
영업이익	1	-99.2	-98.4	2,476	-26.7
순이익	3,982	흑전	흑전	5,909	352.4

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	67,851	-8.7	3.9	266,303	-2.3
영업이익	1,006	흑전	-54.2	6,666	-22.6
순이익	-1,026	적지	적전	1,153	-59.4

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
한국조선해양	31	151,826	15.4	2,902	흑전	2,131	흑전
현대건설기계	33	28,521	-11.8	1,578	-24.4	509	-63.9
현대일렉트릭	38	17,711	-8.7	-1,567	적지	-2,643	적지

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
현대오일뱅크*	91	211,168	-1.8	5,220	-24.6	3,129	-24.4
현대글로벌서비스*	100	8,090	95.2	1,085	48.9	890	63.9

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

현대중공업주주 (267250/매수/목표주가 310,000원)

주요 이슈

■ 주주환원 정책

- 자사주 48.8만주 취득(2/7~5/6) 후 소각 예정. 자본금은 48.8만주를 소각 후에도 변함없음.
- 배당에 대한 예측 가능성을 제고하기 위해 향후 3년간 배당성향 70%(별도 재무제표 순이익 기준) 이상 유지
- 현재 배당성향(2019년 계열사 지분매각 자금을 제외했을 경우 100% 넘음)이 제시한 수치보다 높아 배당금 조정 가능성

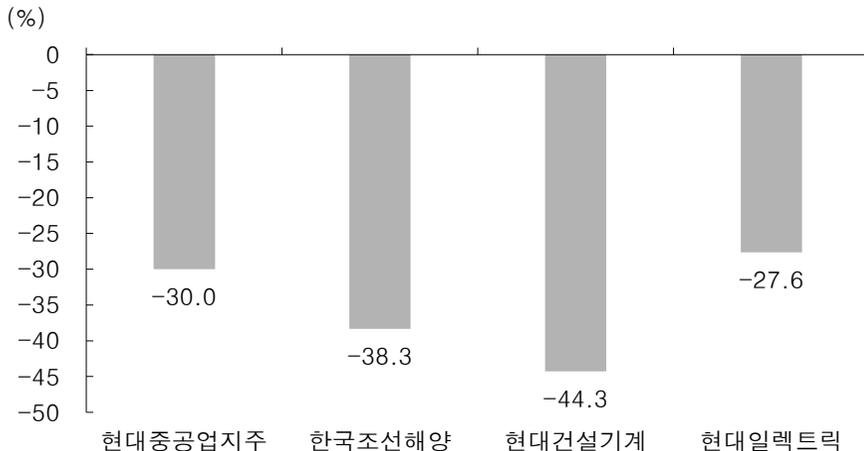
■ 주력 사업의 수익 기반 강화

- 초대형 유조선 포함 선박 5척 수주. 화학제품운반선 1척 수주. 러시아에 선박 엔진 공급으로 기자재 수출 확대 기대감 높아져
- 아람코와 장기공급계약 체결함으로써 해상 유전가스전 관련된 각종 사업에 참여할 자격 확보

■ 계열사 주가 하락으로 지주 목표주가 조정

- 계열사 주가 하락을 반영하여 지주회사 목표주가는 31만원으로 조정

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산가치(A)	102,712	
상장기업	30,990	현대건설기계와 현대일렉트릭 기업가치(시가총액 기준) 포함
한국조선해양	28,397	한국조선해양의 보유지분 가치에 대우조선해양 56% 지분 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	13,229	2019년 별도 재무제표 기준
주식수	16	자사주 소각 결정 반영
적정주가	306,128	상장 계열사 30%, 비상장 계열사(오일뱅크) 50% 할인을 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

현대중공업주주 (267250/매수/목표주가 310,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	27,257	26,630	22,941	24,942	26,337
증가율(%)	90.6	-2.3	-13.9	8.7	5.6
매출원가	25,360	24,801	22,105	23,321	24,599
매출총이익	1,896	1,830	836	1,621	1,738
매출총이익률(%)	7.0	6.9	3.6	6.5	6.6
판매비	1,035	1,163	1,135	1,127	1,119
판매비율(%)	3.8	4.4	4.9	4.5	4.2
영업이익	861	667	-298	494	619
증가율(%)	2.2	-22.6	-144.7	-265.6	25.3
영업이익률(%)	3.2	2.5	-1.3	2.0	2.4
순금융손익	-232	-271	-163	-125	-99
이자손익	-200	-251	-217	-219	-226
기타	-32	-20	54	94	127
기타영업외손익	-292	-232	-220	-196	-198
중속/관계기업손익	93	40	20	49	53
세전이익	431	203	-662	222	375
법인세	147	87	-289	71	120
법인세율	34.1	42.9	43.7	32.0	32.0
계속사업이익	284	115	-373	151	256
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	284	115	-373	151	256
증가율(%)	-72.0	-59.4	-423.3	-140.6	69.0
당기순이익률(%)	1.0	0.4	-1.6	0.6	1.0
지배주주당기순이익	269	173	-215	129	217
기타포괄이익	1	-12	0	0	0
총포괄이익	285	104	-373	151	256
EBITDA	1,363	1,347	353	1,187	1,340
증가율(%)	18.2	-1.2	-73.8	236.0	12.9
EBITDA마진율(%)	5.0	5.1	1.5	4.8	5.1

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	8,884	9,935	8,834	8,575	8,644
현금및현금성자산	1,100	2,028	1,675	1,402	1,501
유가증권	203	323	312	323	334
매출채권	2,259	2,140	1,846	1,847	1,847
재고자산	4,330	3,877	3,629	3,629	3,587
비유동자산	14,464	15,780	16,186	16,573	16,908
유형자산	7,886	8,409	8,920	9,304	9,586
무형자산	2,092	2,152	2,089	2,032	1,979
투자자산	4,148	4,171	4,187	4,238	4,297
자산총계	23,348	25,716	25,020	25,149	25,552
유동부채	8,660	8,022	7,995	8,212	8,577
매입채무및기타채무	2,330	2,070	1,974	2,012	2,131
단기차입금	3,149	2,302	2,356	2,441	2,628
유동성장기부채	1,400	1,113	1,113	1,113	1,113
비유동부채	4,133	5,809	5,783	5,807	5,861
사채	1,938	2,928	2,928	2,928	2,928
장기차입금	1,387	1,725	1,725	1,725	1,725
부채총계	12,794	13,831	13,779	14,020	14,438
지배주주지분	7,727	7,992	7,506	7,371	7,318
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	4,783	5,172	5,172	5,172	5,172
자본조정등	-543	-547	-547	-547	-547
기타포괄이익누계액	104	102	102	102	102
이익잉여금	3,302	3,183	2,698	2,563	2,510
비지배주주지분	2,827	3,893	3,735	3,758	3,796
자본총계	10,554	11,885	11,241	11,129	11,114
비이자부채	4,914	5,303	5,197	5,353	5,584
총차입금	7,880	8,528	8,582	8,667	8,854
순차입금	6,572	6,177	6,595	6,941	7,019

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	668	1,206	865	939	1,163
당기순이익	284	115	-373	151	256
비현금성 비용 및 수익	1,034	1,143	1,015	965	965
유형자산감가상각비	421	607	589	636	668
무형자산상각비	81	73	63	58	53
운전차량변동	-113	230	439	41	168
매출채권등의 감소	654	-52	293	-1	1
재고자산의 감소	-843	442	247	0	42
매입채무등의 증가	-77	-270	-96	39	118
기타 영업현금흐름	-537	-282	-216	-218	-226
투자활동 현금흐름	-1,785	-1,640	-832	-1,044	-1,015
유형자산의 증가(CAPEX)	-890	-1,245	-1,100	-1,020	-950
유형자산의 감소	23	174	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-41	-101	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-648	17	4	-2	-5
기타	-229	-485	264	-22	-60
재무활동 현금흐름	1,093	1,364	-387	-167	-50
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	5	3
기타	1,093	1,364	-387	-172	-53
기타 및 조정	-2	-1	1	-1	0
현금의 증가	-26	929	-353	-273	98
기초현금	1,126	1,100	2,028	1,675	1,402
기말현금	1,100	2,028	1,675	1,402	1,501

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	16,493	10,636	-13,206	7,896	13,348
BPS	474,469	490,707	460,893	452,606	449,345
DPS	18,500	18,500	18,500	18,500	18,500
밸류에이션(배)					
PER	21.0	31.8	-18.4	30.8	18.2
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.0	11.6	40.4	12.3	11.0

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	90.6	-2.3	-13.9	8.7	5.6
EPS증가율	-81.0	-35.5	-224.2	-159.8	69.0
수익성지표(%)					
배당수익률	5.3	5.5	9.5	9.5	9.5
ROE	3.5	2.2	-2.8	1.7	3.0
ROA	1.3	0.5	-1.5	0.6	1.0
ROIC	2.3	0.9	-2.9	1.2	1.9

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	121.2	116.4	122.6	126.0	129.9
순차입금 비율(%)	62.3	52.0	58.7	62.4	63.2
이자보상배율(배)	3.8	2.3	-1.1	1.8	2.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.5	12.1	11.5	13.5	14.3
재고자산회전율	7.1	6.5	6.1	6.9	7.3
총자산회전율	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

CJ (001040/중립/목표주가 92,000원)

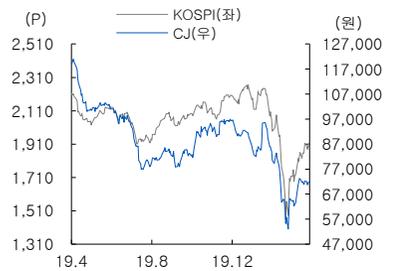
안정과 성장을 모두 추구해야 하는 경영 일정

중립 (하향)

목표주가	92,000원
현재가 (5/4)	78,600원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	2,615십억원
발행주식수	35,664천주
액면가	5,000원
52주 최고가	120,000원
최저가	53,100원
60일 평균거래대금	9십억원
외국인 지분율	17.7%
배당수익률 (2020F)	2.8%

주주구성	
이재현 외 6인	47.05%
국민연금공단	8.48%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	13%	-1%	-24%
절대기준	24%	-12%	-35%



■ 현안

- 주력 계열사의 재무건전성 강화
- 비상장 올리브영에 성장동력 추가

■ 주요 계열사 현황

- CJ제일제당의 사업성은 우수한 편. 다만 재무적 비용 부담이 커 재무구조 개선이 필요
- CJENM은 케이블TV와 방송 콘텐츠 제작 계열사 지분 매각으로 현금 확보
- 2019년 지주에 완전한 자회사로 인수된 CJ올리브네트웍스는 영업이익이 424억원으로 전년대비 36.3% 증가. 비상장계열사 CJ올리브영은 매출 1조 9,600억원, 영업이익 879억원으로 전년대비 18.1%, 80.9% 증가. 2018년대비 증가폭이 큰 것은 CJ올리브네트웍스와 분리하면서 비정상적인 실적에 기인. CJ푸드빌은 매출이 17.2% 감소했지만, 영업적자폭이 축소되어 수익구조 개선

■ 투자포인트

- CJ올리브영은 비상장계열사로 지주 가치에 직결. 매장 증가와 품목 다변화 그리고 온라인 사업이 성장 모멘텀. 다만 비상장임에도 지분율이 55%에 불과해 아쉬움. 변화의 중심에 있는 주력 계열사에 집중하는 것이 바람직한 지주에 대한 투자매력도가 다른 지주사대비 높지 않다고 판단해 중립 의견을 제시함

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	29,523	33,780	33,852	35,075	36,802
영업이익	1,332	1,509	1,473	1,598	1,733
세전이익	1,320	597	562	704	873
지배주주순이익	276	267	165	207	257
EPS(원)	7,741	7,491	4,630	5,800	7,193
증가율(%)	-40.5	-3.2	-38.2	25.3	24.0
영업이익률(%)	4.5	4.5	4.4	4.6	4.7
순이익률(%)	3.0	1.0	1.2	1.4	1.7
ROE(%)	6.9	6.2	3.6	4.4	5.3
PER	15.7	12.9	15.5	12.4	10.0
PBR	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.5	6.7	6.5	6.4	6.3

CJ (001040/중립/목표주가 92,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	611	3.6	128.2	1,817	6.9
영업이익	102	16.3	-12.7	747	-5.4
순이익	159	83.7	27.8	633	75.1

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	88,513	13.5	2.0	337,797	14.4
영업이익	3,739	32.0	-12.4	15,092	13.3
순이익	-1,542	적지	적전	3,238	-63.2

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
CJ제일제당	45	223,525	19.7	8,969	7.7	1,910	-79.4
CJ ENM	40	37,897	60.6	2,694	48.0	586	-68.2
CJ CGV	39	19,423	9.8	1,220	57.0	-2,391	적지

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
CJ올리브네트웍스	100	4,650	2.4	452	32.9	393	73.1
CJ올리브영	55	19,600	18.1	879	80.9	509	59.1
CJ푸드빌	96	8,141	-17.2	-65	적지	323	흑전

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

CJ (001040/중립/목표주가 92,000원)

주요 이슈

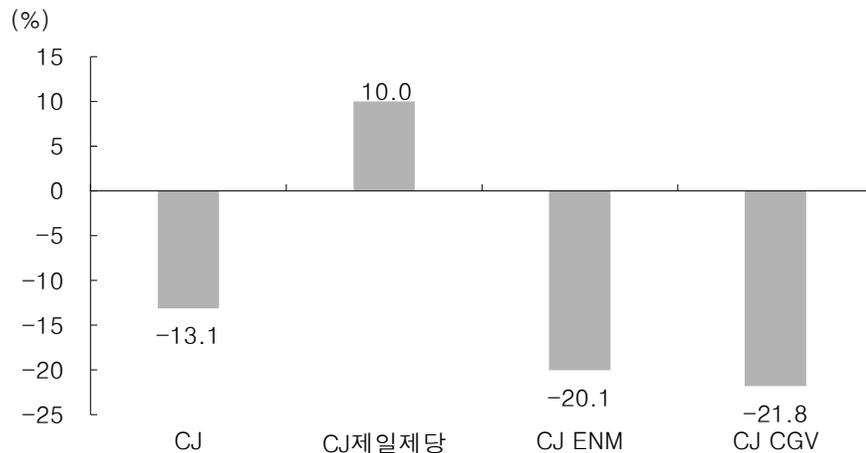
■ 계열사별로 사업 시너지와 재무 건전성을 위해 자산구조 조정

- CJENM은 케이블TV CJ헬로비전을 8천억원에 매각했고, 스튜디오드래곤 보유 지분중 12.1%를 1,660억원에 매각하여 1조원 가까운 현금을 미래 성장 동력 및 사업 경쟁력을 보강하고 재무구조 개선에도 활용할 것으로 예상
- CJ제일제당은 2019년 유형자산 유동화로 1조원 자금 마련. 2019년말 재무제표 기준 연결 순차입금이 별도대비 2.5배로 재무구조 개선작업 지속
- CJ대한통운과 CJCGV도 비 핵심자산 중심으로 유동화를 통해 재무구조 개선을 우선 추진
- 브랜드 축소로 수익구조가 개선된 CJ푸드빌은 그로 인한 외형 감소로 성장성 결여. 그렇지만 수익구조 개선을 위해 당분간 감수해야 할 상황

■ 투자의견 하향 조정

- 주력 계열사의 재무구조 개선 필요성과 이 과정에서 개선 시기와 규모의 불확실성
- CJ올리브영의 보유 지분율이 55% 수준으로 지주의 수익가치와 향후 자본가치 기여도가 비상장임에도 낮은 지분율이 걸림돌
- 상장계열사 주가 하락을 반영한 적정가치 하락으로 투자의견 조정

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산	37,616	
상장기업	31,940	CJ CGV, CJ 프레시웨이 가치 포함
CJ제일제당	18,380	
CJENM	10,345	
비상장기업	5,675	CJ 올리브네트웍스 가치 포함.
CJ올리브영	4,452	분할 시 제공한 실적에 multiple 7x 적용
CJ푸드빌	1,219	장부가액
CJ올리브네트웍스	2,584	Multiple 8x, 지분 100%의 완전 자회사로 할인을 미 적용
브랜드 사용료	1,014	2019년 기준
순차입금	1,622	2019년 별도 재무제표 기준
주식수	29	자사주 포함
적정가치	91,839	할인율 상장계열사 30%, 비상장계열사 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

CJ (001040/중립/목표주가 92,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	29,523	33,780	33,852	35,075	36,802
증가율(%)	9.8	14.4	0.2	3.6	4.9
매출원가	21,170	24,634	24,746	25,621	26,877
매출총이익	8,353	9,145	9,106	9,454	9,926
매출총이익률(%)	28.3	27.1	26.9	27.0	27.0
판매비	7,021	7,636	7,634	7,857	8,192
판매비율(%)	23.8	22.6	22.6	22.4	22.3
영업이익	1,332	1,509	1,473	1,598	1,733
증가율(%)	0.5	13.3	-2.4	8.5	8.5
영업이익률(%)	4.5	4.5	4.4	4.6	4.7
순금융손익	-483	-688	-694	-685	-665
이자손익	-316	-605	-502	-476	-468
기타	-167	-83	-192	-209	-197
기타영업외손익	414	-279	-250	-243	-231
총속/관계기업손익	56	55	32	34	35
세전이익	1,320	597	562	704	873
법인세	440	273	168	211	262
법인세율	33.3	45.7	29.9	30.0	30.0
계속사업이익	880	324	393	493	611
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	880	324	393	493	611
증가율(%)	-22.7	-63.2	21.4	25.3	24.0
당기순이익률(%)	3.0	1.0	1.2	1.4	1.7
지배주주당기순이익	276	267	165	207	257
기타포괄이익	-211	144	0	0	0
총포괄이익	669	468	393	493	611
EBITDA	3,024	4,143	4,141	4,246	4,311
증가율(%)	6.7	37.0	0.0	2.5	1.5
EBITDA마진율(%)	10.2	12.3	12.2	12.1	11.7

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	7,741	7,491	4,630	5,800	7,193
BPS	113,806	126,448	129,335	133,445	138,949
DPS	1,450	1,850	1,850	1,850	1,850
밸류에이션(배)					
PER	15.7	12.9	15.5	12.4	10.0
PBR	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.5	6.7	6.5	6.4	6.3

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	8,869	11,153	11,306	11,430	11,736
현금및현금성자산	1,474	1,603	1,648	1,702	1,885
유가증권	163	1,107	1,107	1,118	1,124
매출채권	3,535	3,580	3,605	3,570	3,540
재고자산	2,024	2,549	2,631	2,710	2,843
비유동자산	22,860	29,229	29,419	29,761	30,106
유형자산	12,970	13,517	13,734	13,986	14,237
무형자산	6,169	7,006	6,951	6,890	6,831
투자자산	2,493	2,668	2,697	2,730	2,764
자산총계	31,730	40,381	40,725	41,191	41,842
유동부채	10,998	12,285	12,331	12,431	12,596
매입채무및기타채무	2,088	2,744	2,794	2,878	3,018
단기차입금	4,107	3,269	3,262	3,265	3,269
유동성장기부채	1,654	2,724	2,724	2,734	2,744
비유동부채	8,209	13,482	13,448	13,381	13,318
사채	4,517	4,034	4,014	3,984	3,934
장기차입금	1,768	2,908	2,878	2,828	2,798
부채총계	19,208	25,766	25,779	25,812	25,914
지배주주지분	4,059	4,510	4,613	4,759	4,955
자본금	158	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
자본조정등	-260	-77	-77	-77	-77
기타포괄이익누계액	-168	-119	-119	-119	-119
이익잉여금	3,337	3,533	3,636	3,783	3,979
비지배주주지분	8,463	10,105	10,333	10,619	10,973
자본총계	12,522	14,615	14,946	15,378	15,929
비이자부채	7,163	8,792	8,861	8,961	9,130
총차입금	12,045	16,974	16,918	16,851	16,784
순차입금	10,408	14,264	14,162	14,030	13,775

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	9.8	14.4	0.2	3.6	4.9
EPS증가율	-40.5	-3.2	-38.2	25.3	24.0
수익성지표(%)					
배당수익률	1.2	1.9	2.8	2.8	2.8
ROE	6.9	6.2	3.6	4.4	5.3
ROA	2.9	0.9	1.0	1.2	1.5
ROIC	4.4	1.5	1.8	2.2	2.7

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,541	3,865	3,428	3,607	3,629
당기순이익	880	324	393	493	611
비현금성 비용 및 수익	1,497	3,316	3,580	3,542	3,439
유형자산감가상각비	998	1,898	1,884	1,868	1,818
무형자산상각비	694	735	785	780	759
운전자본변동	-999	458	-43	48	48
매출채권등의 감소	-343	8	-25	35	30
재고자산의 감소	-419	-290	-82	-79	-132
매입채무등의 증가	19	638	50	84	141
기타 영업현금흐름	163	-233	-502	-476	-469
투자활동 현금흐름	-2,126	-4,896	-2,827	-2,983	-2,909
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,458	-2,205	-2,100	-2,120	-2,070
유형자산의 감소	43	121	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-639	-779	-730	-720	-700
투자자산의 감소(증가)	-137	38	3	1	1
기타	1,065	-2,071	0	-144	-140
재무활동 현금흐름	827	1,167	-556	-571	-537
차입금의 증가(감소)	883	1,989	-30	-50	-30
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-56	-822	-526	-521	-507
기타 및 조정	12	-7	1	1	0
현금의 증가	254	129	46	54	183
기초현금	1,220	1,474	1,603	1,648	1,702
기말현금	1,474	1,603	1,648	1,702	1,885

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	153.4	176.3	172.5	167.8	162.7
순차입금 비율(%)	83.1	97.6	94.8	91.2	86.5
이자보상배율(배)	3.6	2.3	2.4	2.6	2.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.3	9.5	9.4	9.8	10.4
재고자산회전율	15.7	14.8	13.1	13.1	13.3
총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9

한진칼 (180640/중립/목표주가 24,000원)

주요 주주의 참여한 대립으로 지분 확보 경쟁 지속

중립 (유지)

목표주가	24,000원
현재가 (5/4)	82,700원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	4,918십억원
발행주식수	59,707천주
액면가	2,500원
52주 최고가	109,500원
최저가	25,900원
60일 평균거래대금	295십억원
외국인 지분율	19.5%
배당수익률 (2020F)	0.3%

주주구성	
조원태 외 10 인	22.45%
그레이스홀딩스 외 7 인	19.36%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	10%	189%	152%
절대기준	21%	157%	118%



■ 현안

- 주주총회 이후 주식 매입 지속 의사
- 극도의 어려움에 처한 항공사업

■ 지분 경쟁 지속

- KCGI와 반도체설의 한진칼 주식 매입으로 촉발된 지분 경쟁은 3월 주주총회에서 표 대결을 위해 지속. 그러나 3월 주주총회에서 조원태 회장이 재 연임에 성공하고 KCGI측의 주주제안이 모두 부결되어 조원태측(이명희, 조현민, 델타항공)과 3자연합(KCGI, 조현아, 반도체설)의 대결은 조원태 측의 승리로 끝남
- 그럼에도 주주총회가 끝나도 KCGI측의 한진칼 주식 매입 지속. 향후 임시주총을 염두에 둔 전략으로 판단
- 현재 지분율은 조원태 측 47.5%, 3자연합 측 47.7%로 추정
- 글로벌 극도의 어려움에 처한 항공사업과 자금 동원의 부담 등 양 측이 모두 어려움이 있을 것으로 예상되는 가운데 물러날 수 없는 상황까지 내 몰리는 형국. 이 과정에서 주식 수급에 편승하는 기대 심리까지 작용.

■ 투자포인트

- 주주총회에서 원하는 것을 얻지 못한 3자 연합은 포기할 수 없는 상황에서 지분 추가 매입이 계속된 지분 경쟁으로 촉발. 그러나 주력 사업과 계열사가 지금 주가를 설명할 수 있는 펀더멘탈이 되는 지 의문

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,305	1,203	894	1,135	1,236
영업이익	109	-4	-12	28	104
세전이익	8	-264	-88	35	85
지배주주순이익	-34	-243	-61	24	59
EPS(원)	-561	-4,070	-1,021	401	990
증가율(%)	-115.1	624.9	-74.9	-139.3	146.6
영업이익률(%)	8.4	-0.3	-1.3	2.5	8.4
순이익률(%)	-0.8	-21.5	-7.6	2.4	5.3
ROE(%)	-2.2	-17.6	-5.0	2.0	4.9
PER	-53.1	-9.8	-91.1	231.7	94.0
PBR	1.2	1.9	4.7	4.7	4.5
EV/EBITDA	13.6	19.9	70.3	56.2	35.0

한진칼 (180640/중립/목표주가 24,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	91	-7.6	-7.1	651	5.3
영업이익	54	-8.6	-9.3	486	4.2
순이익	10	-88.3	-50.1	321	-15.3

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q			누적 기준	
		YoY	QoQ		YoY
매출액	2,566	-14.0	-14.9	12,035	-7.8
영업이익	-476	적지	적지	-39	적전
순이익	-211	적지	적지	-2,592	적지

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
대한항공	30	126,834	-2.5	2,575	-61.6	-6,228	적지
한진	22	20,623	5.7	907	115.4	-29	적전
진에어*	60	9,102	-9.9	-488	적전	-567	적전

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
정석기업*	48	419	-1.8	112	-16.6	143	38.4
토파스여행정보*	94	380	1.1	159	-4.9	125	-3.5
칼호텔네트워크*	100	1,110	3.7	-33	적지	-167	적지

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

한진칼 (180640/중립/목표주가 24,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,305	1,203	894	1,135	1,236
증가율(%)	13.5	-7.8	-25.7	27.0	8.8
매출원가	1,046	1,069	803	976	988
매출총이익	259	135	90	159	247
매출총이익률 (%)	19.8	11.2	10.1	14.0	20.0
판매비	150	138	103	131	143
판매비율(%)	11.5	11.5	11.5	11.5	11.6
영업이익	109	-4	-12	28	104
증가율(%)	-5.6	-103.6	220.1	-323.9	275.4
영업이익률(%)	8.4	-0.3	-1.3	2.5	8.4
순금융손익	-12	-26	-22	-22	-21
이자손익	-12	-26	-22	-22	-21
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	-9	-13	-12	-9
중속/관계기업손익	-84	-224	-40	40	11
세전이익	8	-264	-88	35	85
법인세	19	-4	-20	8	20
법인세율	237.5	1.5	22.7	22.9	23.5
계속사업이익	-10	-259	-68	27	66
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-10	-259	-68	27	66
증가율(%)	-104.5	2,397.0	-73.9	-139.3	146.6
당기순이익률 (%)	-0.8	-21.5	-7.6	2.4	5.3
지배주주당순이익	-34	-243	-61	24	59
기타포괄이익	22	-22	0	0	0
총포괄이익	11	-281	-68	27	66
EBITDA	154	141	84	105	166
증가율(%)	-2.5	-8.6	-40.3	24.4	59.0
EBITDA마진율(%)	11.8	11.7	9.4	9.3	13.4

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	854	667	680	705	767
현금및현금성자산	97	141	146	157	200
유가증권	486	415	415	431	449
매출채권	52	52	56	53	53
재고자산	5	6	9	11	12
비유동자산	1,996	2,027	1,916	1,895	1,869
유형자산	640	594	521	469	433
무형자산	10	10	8	7	5
투자자산	983	749	710	750	760
자산총계	2,850	2,694	2,596	2,600	2,636
유동부채	652	599	587	582	573
매입채무및기타채무	6	7	6	7	8
단기차입금	329	125	124	123	122
유동성장기부채	5	86	76	71	66
비유동부채	475	674	671	668	663
사채	69	87	87	82	77
장기차입금	299	283	283	283	283
부채총계	1,128	1,273	1,258	1,251	1,236
지배주주지분	1,521	1,247	1,171	1,179	1,223
자본금	149	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141	1,141
자본조정등	420	353	353	353	353
기타포괄이익누계액	182	187	187	187	187
이익잉여금	-371	-584	-660	-651	-608
비지배주주지분	202	174	167	170	176
자본총계	1,723	1,421	1,338	1,349	1,400
비이자부채	416	481	477	481	477
총차입금	712	792	781	770	759
순차입금	128	236	220	182	110

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	78	131	73	80	127
당기순이익	-10	-259	-68	27	66
비현금성 비용 및 수익	174	412	172	70	81
유형자산감가상각비	43	143	95	75	61
무형자산상각비	3	2	2	2	1
운전자본변동	-7	-22	-9	5	1
매출채권등의 감소	3	-2	-3	3	0
재고자산의 감소	-3	-1	-3	-2	-1
매입채무등의 증가	0	1	-1	1	0
기타 영업현금흐름	-79	0	-22	-22	-21
투자활동 현금흐름	-282	214	-28	-30	-44
유형자산의 증가(CAPEX)	-7	-3	-22	-23	-25
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-7	3	-1	1	0
기타	-266	216	-5	-8	-19
재무활동 현금흐름	54	-301	-41	-39	-40
차입금의 증가(감소)	-1	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	5	5
기타	55	-301	-41	-44	-45
기타 및 조정	1	0	1	0	0
현금의 증가	-149	44	5	11	43
기초현금	246	97	141	146	157
기말현금	97	141	146	157	200

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-561	-4,070	-1,021	401	990
BPS	25,467	20,882	19,606	19,752	20,487
DPS	300	255	255	255	255
밸류에이션(배)					
PER	-53.1	-9.8	-91.1	231.7	94.0
PBR	1.2	1.9	4.7	4.7	4.5
EV/EBITDA	13.6	19.9	70.3	56.2	35.0

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	13.5	-7.8	-25.7	27.0	8.8
EPS증가율	-115.1	624.9	-74.9	-139.3	146.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	0.6	0.3	0.3	0.3
ROE	-2.2	-17.6	-5.0	2.0	4.9
ROA	-0.4	-9.4	-2.6	1.0	2.5
ROIC	-2.7	-70.2	-24.7	12.4	38.4

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	65.5	89.6	94.1	92.7	88.3
순차입금 비율(%)	7.4	16.6	16.4	13.5	7.9
이자보상배율(배)	4.5	-0.1	-0.4	0.8	3.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	24.8	23.0	16.6	20.9	23.4
재고자산회전율	363.0	210.8	116.1	112.8	110.3
총자산회전율	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

한화 (000880/매수/목표주가 24,000원)

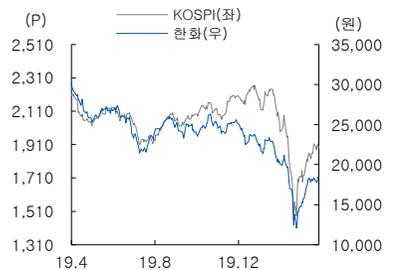
기저 효과가 반감될 아쉬운 환경

매수 (유지)	
목표주가	24,000원
현재가 (5/4)	19,100원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	1,691십억원
발행주식수	97,910천주
액면가	5,000원
52주 최고가	29,100원
최저가	12,050원
60일 평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	19.7%
배당수익률 (2020F)	4.6%

주주구성

김승연 외 11 인	38.11%
국민연금공단	9.29%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	10%	-13%	-24%
절대기준	21%	-22%	-34%



■ 현안

- 방산 공장 정상화에 따른 기저효과
- 금리 인하로 금융서비스의 수익구조 취약 여부

■ 기저 변수가 반감되는 아쉬운 환경

- 2019년 1분기 방산공장의 불미스러운 사고 여파가 3분기까지 영향을 미쳐 2020년에는 기저효과를 기대했었으나, 코로나 바이러스로 인해 기대가 반감될 우려
- 유가 하락은 중동에서 진행되고 있는 건설 사업에 차질이 발생할 수 있는 요인
- 금리가 인하될 경우 금융서비스가 총당금을 설정할 가능성이 높아 연결 실적에 부담

■ 투자포인트

- 투자 모멘텀이 크지 않아 매력적이지 않음. 그렇지만 현 주가는 내재가치대비 저평가
- 투자의견 매수, 목표주가 24,000원으로 제시

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	48,740	50,412	48,294	49,632	51,647
영업이익	1,806	1,126	1,145	1,271	1,405
세전이익	1,300	253	331	536	708
지배주주순이익	468	90	127	206	273
EPS(원)	4,784	919	1,301	2,107	2,785
증가율(%)	15.5	-80.8	41.6	61.9	32.2
영업이익률(%)	3.7	2.2	2.4	2.6	2.7
순이익률(%)	1.6	0.5	0.5	0.8	1.1
ROE(%)	10.7	2.1	2.9	4.5	5.8
PER	6.6	27.2	14.2	8.8	6.6
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.0	11.3	10.8	10.5	10.1

한화 (000880/매수/목표주가 24,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	14,669	-5.2	38.9	44,332	-15.1
영업이익	897	114.4	129.9	1,889	-37.0
순이익	669	-28.4	904.4	1,003	-64.8

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	127,293	-2.0	-1.9	504,124	3.4
영업이익	1,148	흑전	-70.4	11,257	-37.7
순이익	-4,354	적지	적전	2,311	-71.1

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
한화솔루션	37	95,033	5.1	3,783	6.8	-2,489	적전
한화생명	18	249,785	6.6	494	-92.4	587	-86.9
한화에어로스페이스	33	52,641	18.2	1,652	210.7	1,624	229.8

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
한화건설	95	38,234	1.0	2,906	-7.6	1,128	-17.8
한화호텔앤리조트	61	6,486	-49.6	-251	적전	-1,524	적지

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

한화 (000880/매수/목표주가 24,000원)

주요 이슈

▪ 자체사업(방산)

- 사업 정상화와 정부의 자주국방 강화 정책으로 수주 증가 예상
- 인도 러크나우에서 열린 DefExpo2020에 국내 사업자중 최대 규모로 참가

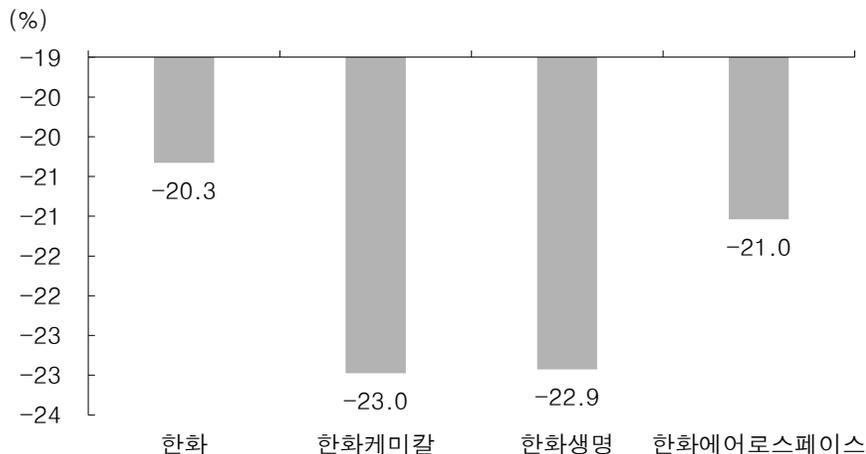
▪ 주요 계열사

- 건설: 2019년 3.2조원의 수주를 달성. 2020년에는 4조원 목표. 현재 수주 잔고는 16.2조원
- 한화솔루션: 유럽 최대 태양광 시장 독일에서 태양광 분야 1위 수상
- 한화시스템: 미국 개인항공기 오버에어사에 지분 투자 완료. 오버에어사의 에어택시 '버터플라이' 개발에 참여

▪ 밸류에이션 조정

- 상장 계열사 주가 하락과 불안정한 경제 상황을 감안한 비상장사에 대한 할인율 10%p 상향

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	비고
투자가치	32,761	
상장사	16,003	
한화솔루션	8,576	시가총액 x 지분율
한화생명	2,861	시가총액 x 지분율(한화 보유)
한화에어로스페이스	4,566	시가총액 x 지분율
비상장사	16,759	
한화건설	12,587	장부가액
브랜드 사용료	1,400	주요 계열사와 계약 내용을 참고해 IBK투자증권 추정
영업가치	17,722	2020년 자체사업 예상 EBITDA에 7x 적용
순차입금	20,758	2019년 별도 재무제표 기준
주식수	75	보통주 기준이며, 자사주 포함
적정주가	23,941	할인율은 상장사 30%, 비상장사 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한화 (000880/매수/목표주가 24,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	48,740	50,412	48,294	49,632	51,647
증가율(%)	-3.3	3.4	-4.2	2.8	4.1
매출원가	44,479	46,659	44,672	45,860	47,696
매출총이익	4,261	3,753	3,622	3,772	3,951
매출총이익률 (%)	8.7	7.4	7.5	7.6	7.7
판매비	2,455	2,627	2,477	2,501	2,546
판매비율(%)	5.0	5.2	5.1	5.0	4.9
영업이익	1,806	1,126	1,145	1,271	1,405
증가율(%)	-16.3	-37.7	1.7	11.0	10.6
영업이익률(%)	3.7	2.2	2.4	2.6	2.7
순금융손익	-344	-438	-458	-453	-448
이자손익	-361	-507	-512	-513	-510
기타	17	69	54	60	62
기타영업외손익	-583	-673	-545	-515	-500
중속/관계기업손익	421	239	190	234	252
세전이익	1,300	253	331	536	708
법인세	501	22	76	123	163
법인세율	38.5	8.7	23.0	22.9	23.0
계속사업이익	799	231	255	413	545
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	799	231	255	413	545
증가율(%)	-39.0	-71.1	10.3	61.9	32.2
당기순이익률 (%)	1.6	0.5	0.5	0.8	1.1
지배주주당순이익	468	90	127	206	273
기타포괄이익	-373	933	0	0	0
총포괄이익	426	1,164	255	413	545
EBITDA	2,768	2,299	2,347	2,461	2,574
증가율(%)	-10.1	-16.9	2.1	4.9	4.6
EBITDA마진율(%)	5.7	4.6	4.9	5.0	5.0

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,784	919	1,301	2,107	2,785
BPS	42,747	45,198	45,830	47,268	49,383
DPS	700	700	700	700	700
밸류에이션(배)					
PER	6.6	27.2	14.2	8.8	6.6
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.0	11.3	10.8	10.5	10.1

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	13,721	15,243	14,839	14,299	14,027
현금및현금성자산	2,945	3,513	3,647	3,291	3,331
유가증권	545	671	671	671	671
매출채권	3,976	3,950	3,369	3,323	3,280
재고자산	3,880	3,916	3,979	3,919	3,801
비유동자산	17,461	18,698	19,274	19,903	20,491
유형자산	11,480	11,462	11,955	12,405	12,793
무형자산	2,059	2,522	2,478	2,458	2,441
투자자산	2,492	2,687	2,877	3,106	3,355
자산총계	169,549	182,286	182,606	182,993	183,457
유동부채	14,870	16,003	16,037	16,028	16,052
매입채무및기타채무	2,236	2,391	2,526	2,625	2,755
단기차입금	4,008	3,977	3,937	3,898	3,878
유동성장기부채	3,055	3,264	3,234	3,224	3,194
비유동부채	10,643	12,404	12,419	12,332	12,224
사채	2,516	3,322	3,322	3,292	3,242
장기차입금	3,283	3,564	3,544	3,524	3,504
부채총계	152,596	164,022	164,153	164,192	164,177
지배주주지분	4,185	4,425	4,487	4,628	4,835
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	496	486	486	486	486
자본조정등	23	20	20	20	20
기타포괄이익누계액	-484	-171	-171	-171	-171
이익잉여금	3,660	3,601	3,663	3,803	4,010
비지배주주지분	12,768	13,839	13,966	14,172	14,445
자본총계	16,953	18,264	18,453	18,800	19,280
비이자부채	139,734	149,895	150,116	150,254	150,358
총차입금	12,862	14,127	14,037	13,938	13,819
순차입금	9,373	9,943	9,720	9,976	9,816

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	-3.3	3.4	-4.2	2.8	4.1
EPS증가율	15.5	-80.8	41.6	61.9	32.2
수익성지표(%)					
배당수익률	2.2	2.8	4.6	4.6	4.6
ROE	10.7	2.1	2.9	4.5	5.8
ROA	0.5	0.1	0.1	0.2	0.3
ROIC	5.5	1.5	1.6	2.6	3.5

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	2,749	2,518	2,413	2,027	2,190
당기순이익	799	231	255	413	545
비현금성 비용 및 수익	3,770	4,679	2,016	1,925	1,866
유형자산감가상각비	805	1,006	1,007	1,000	982
무형자산상각비	156	167	195	190	187
운전자본변동	-5,219	-5,168	654	202	289
매출채권등의 감소	411	40	581	45	43
재고자산의 감소	-296	-6	-63	60	118
매입채무등의 증가	-767	142	136	99	130
기타 영업현금흐름	3,399	2,776	-512	-513	-510
투자활동 현금흐름	-2,632	-3,988	-1,717	-1,804	-1,502
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,531	-1,707	-1,500	-1,450	-1,370
유형자산의 감소	202	63	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-234	-212	-152	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	-129	-779	0	4	4
기타	-940	-1,353	-65	-188	34
재무활동 현금흐름	1,991	992	-1,625	-578	-648
차입금의 증가(감소)	1,455	1,250	-20	-20	-20
자본의 증가	1,249	0	0	1	1
기타	-713	-258	-1,605	-559	-629
기타 및 조정	-1,273	-6	1	-1	0
현금의 증가	835	-484	-928	-356	40
기초현금	2,109	5,059	4,575	3,647	3,291
기말현금	2,945	4,575	3,647	3,291	3,331

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	900.1	898.1	889.6	873.3	851.5
순차입금 비율(%)	55.3	54.4	52.7	53.1	50.9
이자보상배율(배)	4.3	2.3	2.2	2.4	2.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.7	12.7	13.2	14.8	15.6
재고자산회전율	14.8	12.9	12.2	12.6	13.4
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

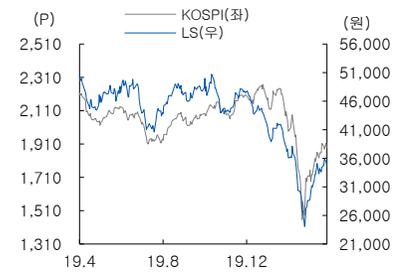
LS (006260/매수/목표주가 50,000원)

긍정적 요소는 부각, 부정적 요소는 희석

매수 (유지)	
목표주가	50,000원
현재가 (5/4)	35,400원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	1,140십억원
발행주식수	32,200천주
액면가	5,000원
52주 최고가	50,700원
최저가	24,100원
60일 평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	12.4%
배당수익률 (2020F)	5.1%

주주구성	
구자열 외 40 인	35.37%
국민연금공단	12.57%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	4%	-18%	-17%
절대기준	14%	-27%	-28%



■ 현안

- 수익성이 부진한 LS엠트론과 아이앤디의 개선
- 금년 출범할 아이앤디의 권선 글로벌 합작법인 안착
- 재무 건전성 강화

■ 기대 및 제언

- 2019년말 전선 수주 잔고는 1.9조원으로 전년대비 14.4% 증가
대만 해저케이블 1,167억원, 한전 HVDC 1,086억원, 네덜란드 해저케이블 1,343억원 등 부가가치 높은 제품 수주
- 제련 수수료 하락에도 안정적인 수익성을 보여준 동제련은 2020년에도 안정적인 듯
2019년 금과 은 가격이 19%, 15% 상승. 2020년 들어서도 금 가격은 11% 상승, 반면 은 가격은 14% 하락
- 적자가 컸던 엠트론이 금년에 일회성비용에서 벗어나더라도 상하반기 편차가 큰 사업구조는 개선 필요
- 지난해 말 기준 지주 연결 부채비율이 전년대비 10%p 높아져 건전성 개선 필요

■ 사업부별 편차가 큰 실적이 기업가치 희석 요인

- 전선사업의 수주 증가로 좋은 흐름이 유지되고, 지난해 부진했던 사업부의 개선 가능성으로 주가 하방경직성 확보
- 다만 개선이 필요한 계열사에 보수적인 밸류에이션으로 목표주가를 50,000원으로 하향

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	10,110	10,176	9,908	10,091	10,259
영업이익	509	352	347	393	414
세전이익	275	160	235	277	303
지배주주순이익	404	25	115	139	152
EPS(원)	12,551	787	3,562	4,318	4,726
증가율(%)	36.1	-93.7	352.8	21.2	9.4
영업이익률(%)	5.0	3.5	3.5	3.9	4.0
순이익률(%)	4.8	0.9	1.8	2.1	2.2
ROE(%)	13.7	0.8	3.6	4.2	4.5
PER	3.9	60.8	9.8	8.0	7.4
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.3	8.7	8.3	7.9	7.6

LS (006260/매수/목표주가 50,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	-182	적전	적전	871	-81.6
영업이익	-282	적전	적전	453	-89.6
순이익	-333	적전	적전	516	-87.5

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	26,940	4.5	8.3	101,762	0.8
영업이익	213	-33.0	-73.8	2,724	-24.4
순이익	-647	적지	적전	928	-81.0

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
LS Electric	46	23,468	-5.6	1,685	-17.8	1,030	-22.1
LS전선아시아	55	5,203	17.9	260	44.5	171	59.3

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
LS전선	89	32,428	-2.7	1,121	6.6	774	-50.8
LS니꼬동제련*	50	78,747	5.7	3,154	17.6	2,213	16.1
LS아이앤디*	100	22,422	-5.1	195	-63.3	-370	적전

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

LS (006260/매수/목표주가 50,000원)

주요 이슈

■ 동해 공장 제 2 공장 신축

- 동해공장은 해저케이블을 생산하는 제 1공장이 있었고, 제 2공장 부지에 해저케이블 추가 생산라인을 구축함
- 제 2공장 신축으로 생산능력이 2.5배 증가. 글로벌 해저케이블을 생산, 설치할 수 있는 업체가 5개 내외에 불과하여 경쟁력이 배가 됨

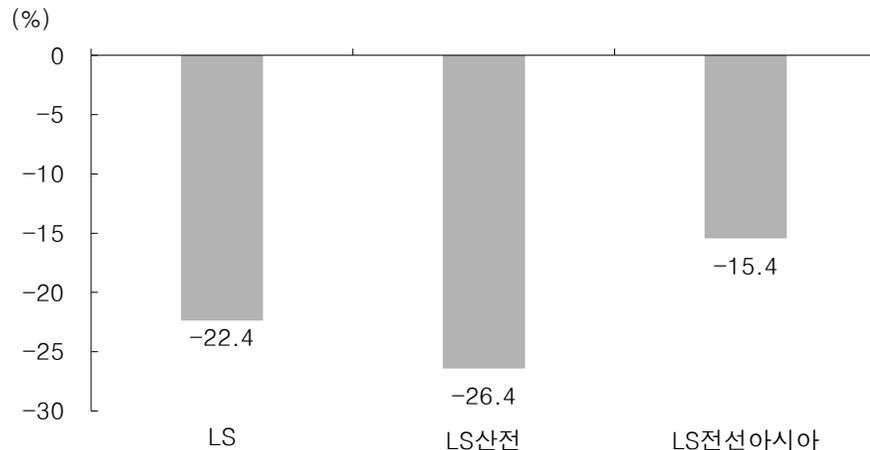
■ LS EV코리아 주식상장 철회

- 3월중에 주식을 상장하려던 LS 이브이 코리아가 코로나 바이러스로 인한 주식시장의 급격한 시황 변동을 이유로 상장 일정을 철회
- 주식시장이 안정되면 재 상장을 추진하겠지만, 상장심사를 다시 진행해야 할 가능성이 커 1년이상 늦춰질 전망

■ 가치 산출 기준은 보수적으로 그럼에도 현 주가는 더 낮은 수준

- 사업구조상 적자를 벗어나기 어렵다고 예상되는 엠트론과 재무 건전성 및 사업 구조조정이 예정되어 있는 아이앤디에 할인율 50% 적용
- 목표주가 50,000원 제시

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	24,784	LS아이앤디 가치(장부가액) 포함
LS전선	4,106	K-OTC에 거래되는 시가총액 기준. LS가 지분 89%
LS산전	3,772	시가총액
LS엠트론	4,334	장부가액
LS니꼬동제련	11,087	수익가치를 근거로 시가총액 추정. 2019년 예상 EPS에 PER 10x 적용
순차입금	1,924	2019년 별도 재무제표 기준
주식수	32	자사주 포함
적정주가	48,877	할인율 전선, 산전, 동제련 30%. 엠트론과 아이앤디 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LS (006260/매수/목표주가 50,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	10,110	10,176	9,908	10,091	10,259
증가율(%)	7.3	0.7	-2.6	1.8	1.7
매출원가	8,855	8,926	8,727	8,875	9,011
매출총이익	1,255	1,250	1,181	1,216	1,249
매출총이익률(%)	12.4	12.3	11.9	12.1	12.2
판매비	901	978	940	933	945
판매비율(%)	8.9	9.6	9.5	9.2	9.2
영업이익	509	352	347	393	414
증가율(%)	-3.5	-30.9	-1.5	13.3	5.3
영업이익률(%)	5.0	3.5	3.5	3.9	4.0
순금융손익	-217	-94	-111	-107	-105
이자손익	-108	-122	-111	-107	-105
기타	-109	28	0	0	0
기타영업외손익	-17	-98	-1	-9	-6
중속/관계기업손익	0	0	106	109	110
세전이익	275	160	235	277	303
법인세	47	64	59	69	76
법인세율	17.1	40.0	25.1	24.9	25.1
계속사업이익	228	96	176	208	227
중단사업손익	260	-3	0	0	0
당기순이익	488	93	176	208	227
증가율(%)	33.7	-81.0	90.1	17.6	9.4
당기순이익률(%)	4.8	0.9	1.8	2.1	2.2
지배주주당기순이익	404	25	115	139	152
기타포괄이익	-15	5	-15	0	0
총포괄이익	472	97	162	208	227
EBITDA	776	655	641	685	705
증가율(%)	-2.8	-15.6	-2.1	7.0	2.8
EBITDA마진율(%)	7.7	6.4	6.5	6.8	6.9

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	12,551	787	3,562	4,318	4,726
BPS	98,249	98,330	100,642	103,710	107,185
DPS	1,250	1,450	1,450	1,450	1,450
밸류에이션(배)					
PER	3.9	60.8	9.8	8.0	7.4
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.3	8.7	8.3	7.9	7.6

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,977	6,016	5,946	5,881	5,791
현금및현금성자산	827	1,017	971	920	919
유가증권	124	138	138	138	138
매출채권	2,454	2,426	2,424	2,419	2,348
재고자산	1,540	1,512	1,489	1,479	1,459
비유동자산	4,513	4,747	4,917	5,084	5,262
유형자산	2,247	2,283	2,347	2,403	2,465
무형자산	654	593	591	594	598
투자자산	1,359	1,512	1,617	1,727	1,837
자산총계	10,490	10,764	10,863	10,965	11,053
유동부채	3,957	3,973	3,985	3,942	3,864
매입채무및기타채무	1,037	1,127	1,158	1,145	1,149
단기차입금	1,189	1,086	1,076	1,065	1,056
유동성장기부채	775	877	877	867	807
비유동부채	2,174	2,519	2,471	2,449	2,427
사채	1,308	1,371	1,371	1,371	1,371
장기차입금	571	811	761	741	721
부채총계	6,131	6,492	6,455	6,390	6,291
지배주주지분	3,164	3,166	3,241	3,339	3,451
자본금	161	161	161	161	161
자본잉여금	296	306	306	306	306
자본조정등	-70	-71	-71	-71	-71
자본조정등	-70	-71	-71	-71	-71
기타포괄이익누계액	-55	-38	-38	-38	-38
이익잉여금	2,832	2,809	2,883	2,982	3,094
비지배주주지분	1,196	1,105	1,167	1,235	1,310
자본총계	4,360	4,271	4,408	4,575	4,762
비이자부채	2,287	2,291	2,314	2,290	2,280
총차입금	3,844	4,201	4,141	4,100	4,011
순차입금	2,894	3,047	3,032	3,042	2,955

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	7.3	0.7	-2.6	1.8	1.7
EPS증가율	36.1	-93.7	352.8	21.2	9.4
수익성지표(%)					
배당수익률	2.5	3.0	5.1	5.1	5.1
ROE	13.7	0.8	3.6	4.2	4.5
ROA	4.8	0.9	1.6	1.9	2.1
ROIC	9.1	1.6	3.1	3.7	4.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	50	304	422	404	510
당기순이익	488	93	176	208	227
비현금성 비용 및 수익	465	561	300	299	291
유형자산상각비	217	252	251	250	248
무형자산상각비	50	51	43	43	43
운전자본변동	-482	-127	57	4	97
매출채권등의 감소	-131	-30	1	5	72
재고자산의 감소	-57	-30	23	11	19
매입채무등의 증가	-115	108	31	-14	4
기타 영업현금흐름	-421	-223	-111	-107	-105
투자활동 현금흐름	367	-166	-346	-328	-377
유형자산의 증가(CAPEX)	-298	-311	-315	-305	-310
유형자산의 감소	22	39	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-31	-26	-41	-45	-48
투자자산의 감소(증가)	-29	-7	0	0	0
기타	703	139	10	22	-19
재무활동 현금흐름	-232	47	-123	-126	-135
차입금의 증가(감소)	446	961	-50	-20	-20
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-678	-914	-73	-106	-115
기타 및 조정	13	6	1	-1	1
현금의 증가	198	191	-46	-51	-1
기초현금	629	827	1,017	971	920
기말현금	827	1,017	971	920	919

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	140.6	152.0	146.5	139.7	132.1
순차입금 비율(%)	66.4	71.3	68.8	66.5	62.1
이자보상배율(배)	2.7	1.9	1.8	2.1	2.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.4	4.2	4.1	4.2	4.3
재고자산회전율	6.8	6.7	6.6	6.8	7.0
총자산회전율	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

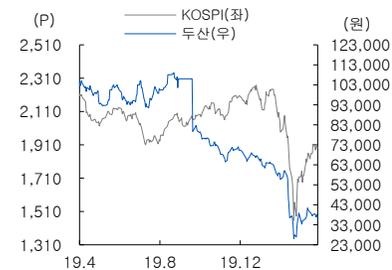
두산 (000150/중립/목표주가 44,000원)

유동성 확보를 위한 구조조정의 불확실성 대두

중립 (하향)	
목표주가	44,000원
현재가 (5/4)	38,500원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	780십억원
발행주식수	21,413천주
액면가	5,000원
52주 최고가	109,000원
최저가	26,050원
60일 평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	10.5%
배당수익률 (2020F)	13.4%

주주구성
박정원 외 30 인 47.24%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	-43%	-57%
절대기준	9%	-50%	-63%



■ 현안

- 재무 부담을 줄이기 위한 전사적인 변화
- 주력 계열사의 구조조정

■ 물러설 데가 없는 구조조정

- 두산중공업이 금융권으로부터 자금 수혈. 이에 대한 담보로 두산이 보유하고 있는 두산중공업 지분과 두산타워 제공
- 그룹 전체를 대상으로 고강도 자구안 마련하여 금융권에 제출. 구체적인 안은 정확히 알기 어려우나, 재무구조 개선을 위한 강도높은 자구안을 채권단이 요구했을 가능성이 커 매우 구체적인 방안이 담겼을 것으로 예상
- 두산중공업의 어려움은 일시적이라기 보다는 산업 전반에 걸친 변화에 의한 어려움으로 사업적으로 어려움이 가중되어 있는 상황. 이에 3월초에는 일부 사업장을 중심으로 휴업을 고려했을 정도임
- 아쉬움이 남을 수 있는 상황이 예상되지만, 시기가 중요한 만큼 빠른 결단이 필요

■ 불확실성의 시대

- 중공업의 어려움을 중공업 스스로 해결할 수 있을 것이라 봤었으나, 이젠 그룹 전체가 안 나설 수 없는 상황
- 회사와 채권단의 구조조정 범위와 대상을 놓고 줄다리기가 예상되는데, 충분할 정도로 구조조정을 요구할 것이고, 성장기 치보다는 재무가치에 치중할 수 밖에 없는 상황에서 투자모멘텀에 불확실성이 커졌다고 봐야 함

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,449	18,536	18,477	18,813	19,081
영업이익	1,176	1,262	1,204	1,244	1,287
세전이익	-8	173	284	336	455
지배주주순이익	-117	420	70	83	113
EPS(원)	-4,779	18,218	3,287	3,885	5,254
증가율(%)	-399.8	-481.2	-82.0	18.2	35.2
영업이익률(%)	6.7	6.8	6.5	6.6	6.7
순이익률(%)	-2.0	2.3	0.8	1.0	1.3
ROE(%)	-5.2	23.5	4.7	6.2	9.4
PER	-23.3	3.9	11.2	9.5	7.0
PBR	1.3	1.0	0.6	0.6	0.7
EV/EBITDA	9.2	8.5	9.0	8.7	8.7

두산 (000150/중립/목표주가 44,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ		YoY	
매출액	2,354	후전	-28.7	20,607	-1.7
영업이익	636	후전	874.4	1,619	-24.6
순이익	5,830	12,084.8	9,394.3	6,338	299.6

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ		YoY	
매출액	47,899	15.0	15.7	185,357	6.2
영업이익	3,029	140.2	105.2	12,619	7.3
순이익	2,710	후전	후전	4,331	후전

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY	
두산중공업	32	156,597	6.1	10,769	7.3	-1,044	적지

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY	
두산(자체사업)	100	7,829	11.2	2,271	8.0	-	-

주: 해외법인 포함된 연결 기준 단위: 억원, %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

두산 (000150/중립/목표주가 44,000원)

주요 이슈

■ 구조조정 과정에서 성장과 수익가치 훼손 우려

- 금융권으로부터 자금 지원을 받아 채권단에 자구안 제출
- 강도높은 자구안을 채권단이 요청하고, 회사측도 재무적 부담을 줄여야 하는 것이 제일 우선이라 적극적이지 않을 수 없음
- 유동화할 수 있는 자산 모두가 구조조정 대상이 될 수 있어서 구조조정안이 어느 선에서 절충될지 아직은 알 수 없으며, 시간도 오래 소요될 수 있음
- 계열사를 포함한 자산유동화 과정에서 재무적 부담을 더는 것은 안정성을 높이나, 성장성이 낮아지는 결과가 나올 수 있음

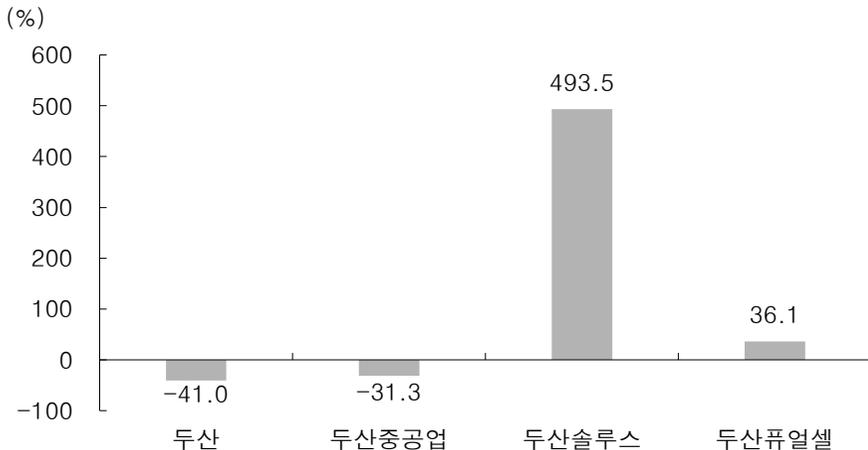
■ 자체 사업은 비교적 안정적

- 전자부품, 산업차량, 모트롤 등 자체사업은 안정적인 매출처와 지역 기반으로 꾸준함을 보여줌
- 자체사업에 훼손이 없는 전제 조건 하에 그룹의 구조조정이 성공적으로 이루어진다면 자체사업을 기반으로 성장 가능

■ 리스크 해소까지 불확실성 지속

- 자산 유동화와 구조조정을 위한 과정이 불확실성의 시간이라고 판단해 중립 의견 제시

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	비고
계열사 가치	9,486	
상장계열사	5,616	두산중공업, 두산퓨얼셀, 오리콤 가치 합산
두산중공업	4,531	신주 발행에 따른 보유 주식수 증가 및 추가 희석을 감안한 가치 예측
두산퓨얼셀	738	시가총액에 지분을 적용
비상장계열사	3,870	관계기업 전체 자산에서 상장 계열사와 두산메카텍 제외
자체사업 가치	18,632	2020년 예상 EBITDA에 multiple 7x 적용
순차입금	14,461	2019년 별도 재무제표 기준
주식수	16	두산의 주식수 감소 적용. 보통주 기준이며, 자사주 포함
적정주가	43,751	두산중공업 보유지분과 두산타워 담보 제공으로 두산중공업 가치에 할인율 80%, 비상장사 50%, 솔루스는 언론에 나온 매각 가능성을 감안해 보유 지분 가치 미 반영

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

두산 (000150/중립/목표주가 44,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,449	18,536	18,477	18,813	19,081
증가율(%)	3.2	6.2	-0.3	1.8	1.4
매출원가	14,394	15,376	15,213	15,528	15,724
매출총이익	3,055	3,159	3,264	3,285	3,357
매출총이익률(%)	17.5	17.0	17.7	17.5	17.6
판매비	1,879	1,897	2,060	2,041	2,070
판매비율(%)	10.8	10.2	11.1	10.8	10.8
영업이익	1,176	1,262	1,204	1,244	1,287
증가율(%)	0.8	7.3	-4.6	3.3	3.4
영업이익률(%)	6.7	6.8	6.5	6.6	6.7
순금융손익	-618	-662	-575	-580	-506
이자손익	-524	-537	-555	-630	-626
기타	-94	-125	-20	50	120
기타영업외손익	-540	-414	-341	-325	-324
중속/관계기업손익	-27	-13	-3	-2	-2
세전이익	-8	173	284	336	455
법인세	250	245	128	151	205
법인세율	-3,125.0	141.6	45.1	44.9	45.1
계속사업이익	-258	-72	156	185	250
중단사업손익	-82	505	0	0	0
당기순이익	-341	433	156	185	250
증가율(%)	-841.1	-227.2	-63.9	18.2	35.2
당기순이익률(%)	-2.0	2.3	0.8	1.0	1.3
지배주주당기순이익	-117	420	70	83	113
기타포괄이익	109	191	0	0	0
총포괄이익	-232	624	156	185	250
EBITDA	1,799	1,953	1,813	1,886	1,916
증가율(%)	0.0	8.5	-7.2	4.0	1.6
EBITDA마진율(%)	10.3	10.5	9.8	10.0	10.0

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-4,779	18,218	3,287	3,885	5,254
BPS	85,108	72,969	66,524	59,160	53,165
DPS	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
밸류에이션(배)					
PER	-23.3	3.9	11.2	9.5	7.0
PBR	1.3	1.0	0.6	0.6	0.7
EV/EBITDA	9.2	8.5	9.0	8.7	8.7

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	11,586	11,048	10,546	10,237	9,998
현금및현금성자산	2,456	1,841	1,290	1,152	1,030
유가증권	395	296	297	297	297
매출채권	2,528	2,524	2,589	2,449	2,387
재고자산	2,608	2,682	2,661	2,648	2,607
비유동자산	17,294	18,122	18,437	18,655	18,829
유형자산	7,768	7,953	8,055	8,106	8,132
무형자산	7,018	7,358	7,582	7,774	7,958
투자자산	1,493	1,715	1,710	1,684	1,644
자산총계	28,880	29,170	28,984	28,892	28,827
유동부채	13,317	16,206	16,215	16,252	16,234
매입채무및기타채무	3,546	3,090	3,114	3,184	3,219
단기차입금	3,188	4,614	4,605	4,596	4,573
유동성장기부채	2,446	3,761	3,751	3,731	3,711
비유동부채	8,418	6,144	6,001	5,929	5,872
사채	2,503	1,134	1,084	1,054	1,004
장기차입금	3,668	2,259	2,179	2,129	2,119
부채총계	21,735	22,350	22,216	22,180	22,106
지배주주지분	2,012	1,563	1,424	1,267	1,138
자본금	135	124	124	124	124
자본잉여금	761	732	732	732	732
자본조정등	-396	-1,193	-1,193	-1,193	-1,193
기타포괄이익누계액	551	649	649	649	649
이익잉여금	960	1,251	1,113	955	827
비지배주주지분	5,134	5,257	5,343	5,445	5,582
자본총계	7,145	6,820	6,768	6,712	6,721
비이자부채	9,931	10,367	10,382	10,455	10,484
총차입금	11,804	11,983	11,834	11,725	11,622
순차입금	8,952	9,846	10,247	10,276	10,295

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	3.2	6.2	-0.3	1.8	1.4
EPS증가율	-399.8	-481.2	-82.0	18.2	35.2
수익성지표(%)					
배당수익률	4.7	7.4	13.4	13.4	13.4
ROE	-5.2	23.5	4.7	6.2	9.4
ROA	-1.2	1.5	0.5	0.6	0.9
ROIC	-2.1	2.7	1.0	1.1	1.5

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,022	784	1,111	1,333	1,230
당기순이익	-341	433	156	185	250
비현금성 비용 및 수익	2,295	1,624	1,528	1,550	1,461
유형자산감가상각비	401	500	409	429	433
무형자산상각비	222	190	201	213	196
운전자본변동	-300	-541	-19	229	145
매출채권등의 감소	-274	-15	-66	140	62
채고자산의 감소	-387	-296	20	13	41
매입채무등의 증가	283	-515	24	70	35
기타 영업현금흐름	-632	-732	-554	-631	-626
투자활동 현금흐름	-943	-936	-931	-844	-792
유형자산의 증가(CAPEX)	-384	-572	-510	-480	-460
유형자산의 감소	37	163	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-333	-431	-425	-405	-380
투자자산의 감소(증가)	-288	-81	2	24	38
기타	25	-15	2	17	10
재무활동 현금흐름	11	-344	-730	-627	-560
차입금의 증가(감소)	1,292	-1,155	-80	-50	-10
자본의 증가	0	0	0	-6	0
기타	-1,281	811	-650	-571	-550
기타 및 조정	22	-119	-1	0	0
현금의 증가	112	-615	-551	-138	-122
기초현금	2,345	2,456	1,841	1,290	1,152
기말현금	2,456	1,841	1,290	1,152	1,030

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	304.2	327.7	328.3	330.5	328.9
순차입금 비율(%)	125.3	144.4	151.4	153.1	153.2
이자보상배율(배)	2.1	2.1	2.0	1.9	2.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.2	7.3	7.2	7.5	7.9
채고자산회전율	7.0	7.0	6.9	7.1	7.3
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7

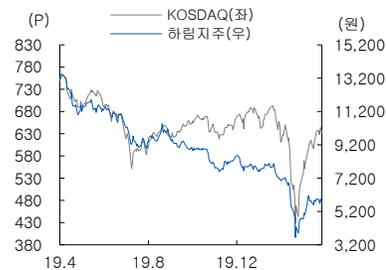
하림지주 (003380/중립/목표주가 7,300원)

물류센터 개발은 요원하고, 계열사 가치는 퇴보

중립 (하향)	
목표주가	7,300원
현재가 (5/4)	6,530원
KOSDAQ (5/4)	641.91pt
시가총액	611십억원
발행주식수	92,342천주
액면가	100원
52주 최고가	13,400원
최저가	3,645원
60일 평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	5.2%
배당수익률 (2020F)	1.0%

주주구성	
김홍국 외 18 인	50.81%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	9%	-24%	-42%
절대기준	22%	-27%	-51%



■ 현안

- 가금 사업의 수익 개선 여부
- 양재동 물류센터 착공 시점
- 자회사로 지배구조가 바뀐 하림USA의 정상화

■ 주력 계열사 가치 하락 및 신사업 지연

- 공급과잉에 의한 육류가격 하락 여파로 주력 계열사 가치 하락
- 코로나 바이러스에 의한 소비 위축, 공장 가동 중단 그리고 이동 제한은 꼭 필요한 먹거리산업에도 지장. 소비 둔화는 공급량 증가로 육류 가격의 하락 요인으로 작용하게 되어 가격 회복에 의한 수익 개선 시점도 늦춰질 가능성을 배제할 수 없음
- 미국시장에 진출하는 교두보로 기대를 했던 하림USA는 예상보다는 진척이 느려 지난해 손자회사에서 자회사로 지배구조가 바뀐 것도 사업을 더 적극적으로 진행하기 위한 결단. 지주 가치에 직접 영향을 미치는 구조로 의미 있는 변화가 필요
- 그룹 차원에서 여러 시너지가 예상되는 양재동 물류센터는 심사단계에서 답보 상태

■ 투자포인트

- 수익 변수의 기저효과를 기대했었으나, 예기치 못한 상황이 우호적일 수 있는 변수를 훼손
- 수익 개선 및 신 성장동력이 가시화되기 전까지 주가는 제한적 범위에서 움직일 가능성 높아 보임

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	7,357	7,350	6,965	7,432	7,820
영업이익	355	307	258	301	328
세전이익	229	134	108	141	164
지배주주순이익	96	56	42	55	64
EPS(원)	1,172	594	457	596	696
증가율(%)	-53.7	-49.3	-23.0	30.4	16.6
영업이익률(%)	4.8	4.2	3.7	4.1	4.2
순이익률(%)	2.6	1.3	1.1	1.3	1.5
ROE(%)	6.4	3.2	2.4	3.0	3.4
PER	9.8	14.4	12.7	9.7	8.4
PBR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.0	9.3	10.2	9.9	9.6

하림지주 (003380/중립/목표주가 7,300원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	62	흑전	445.5	131	6.2
영업이익	26	흑전	흑전	2	-96.4
순이익	-150	적지	적지	15	-73.6

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	18,666	2.0	-0.4	73,503	-0.1
영업이익	514	15.1	-42.7	3,065	-13.6
순이익	305	202.4	7.4	946	-51.3

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
하림	48	8,059	-2.7	-434	적전	-399	적지
선진	50	10,140	11.1	401	15.3	203	9.6
팜스코	56	11,650	14.7	202	-14.8	-80	적전
팬오션	55	24,679	-7.5	2,100	3.0	1,477	-0.6
엔에스쇼핑	41	4,980	5.0	287	-53.0	-75	적전

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
제일사료	88	6,207	2.9	127	-16.7	70	-3.4

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

하림지주 (003380/중립/목표주가 7,300원)

주요 이슈

■ 사업적 시너지와 경영 효율성을 위해 지배구조 변화

- SUNJIN VINA와 SUNJIN FARMSCO를 선진에 매각
- 하림지주는 글로벌 경쟁력 강화를 위해 하림USA 주식을 하림으로부터 취득하여 지분율 43.1%로 최대주주가 됨
- 하림이 그린바이텍을 흡수합병. 그린바이텍은 하림지주가 지분을 100% 소유하던 비상장계열사

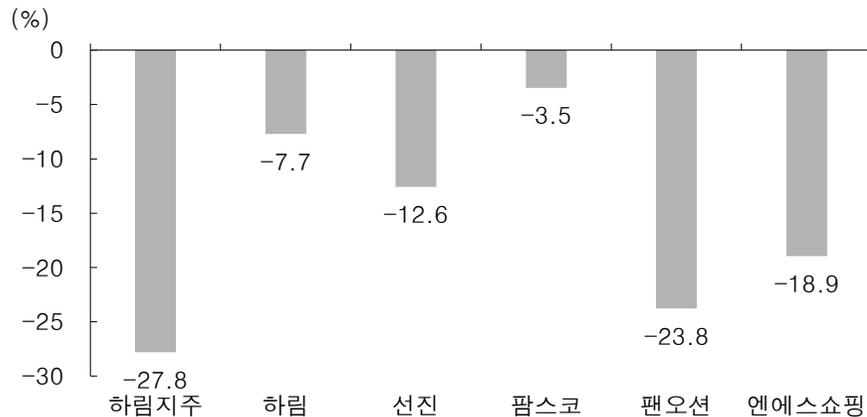
■ 계열사 지원 및 주식 매입

- 하림USA, 제일사료, 농업회사법인(주) 순우리한우, 에이치에스푸드의 유상증자 참여
- 최대주주로 지배구조가 바뀐 하림USA에 자금 대여 결정
- 엔에스쇼핑 주식 197.6만주 취득. 보유 지분율이 40.7%에서 46.6%로 상승

■ 주주환원의 고심 흔적

- 2020년 3월 주당 배당금이 50원으로 지난해대비 절반으로 줄어듦. 이에 주주가치 제고를 위해 자사주 82.7만주 소각

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	21,355	
상장기업	14,912	선진, 팜스코, 엔에스쇼핑 시가총액 가치 포함
팬오션	10,132	시가총액
하림	1,608	시가총액
비상장기업	1,382	한강씨엠, 그린바이텍 등 비상장기업의 장부가액
제일사료	653	2019년 EBITDA에 multiple 16x, 순차입금 차감. 지분율 88.1% 적용
브랜드 사용료	30	2019년 기준
순차입금	4,716	2019년 별도 재무제표 기준
주식수	92	자사주 소각 적용
적정가치	7,273	상장기업 30%, 비상장기업 50%(단 제일사료는 미 적용) 할인율 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

하림지주 (003380/중립/목표주가 7,300원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	7,357	7,350	6,965	7,432	7,820
증가율(%)	6.1	-0.1	-5.2	6.7	5.2
매출원가	6,051	6,014	5,691	6,090	6,405
매출총이익	1,307	1,337	1,275	1,341	1,415
매출총이익률(%)	17.8	18.2	18.3	18.0	18.1
판매비	952	1,030	1,017	1,040	1,087
판매비율(%)	12.9	14.0	14.6	14.0	13.9
영업이익	355	307	258	301	328
증가율(%)	-23.6	-13.6	-15.9	16.8	8.9
영업이익률(%)	4.8	4.2	3.7	4.1	4.2
순금융손익	-127	-129	-108	-121	-125
이자손익	-99	-116	-114	-102	-102
기타	-28	-13	6	-19	-23
기타영업외손익	1	-43	-40	-39	-38
총속/관계기업손익	0	-1	-1	-1	0
세전이익	229	134	108	141	164
법인세	35	39	32	42	49
법인세율	15.3	29.1	29.6	29.8	29.9
계속사업이익	194	95	76	98	115
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	194	95	76	98	115
증가율(%)	-41.8	-51.3	-19.9	29.8	16.6
당기순이익률(%)	2.6	1.3	1.1	1.3	1.5
지배주주당기순이익	96	56	42	55	64
기타포괄이익	74	71	0	0	0
총포괄이익	269	166	76	98	115
EBITDA	626	639	567	590	609
증가율(%)	-14.9	2.1	-11.3	4.1	3.2
EBITDA마진율(%)	8.5	8.7	8.1	7.9	7.8

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,172	594	457	596	696
BPS	17,993	18,633	19,300	19,857	20,512
DPS	100	50	50	50	50
밸류에이션(배)					
PER	9.8	14.4	12.7	9.7	8.4
PBR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.0	9.3	10.2	9.9	9.6

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,646	2,528	2,426	2,383	2,388
현금및현금성자산	633	565	471	422	416
유가증권	227	207	199	211	223
매출채권	567	597	593	591	583
재고자산	601	564	577	572	563
비유동자산	5,467	6,088	6,271	6,420	6,540
유형자산	4,201	4,820	5,011	5,152	5,270
무형자산	370	376	376	376	376
투자자산	258	141	142	149	155
자산총계	8,113	8,616	8,697	8,804	8,928
유동부채	3,310	3,296	3,298	3,303	3,309
매입채무및기타채무	275	317	305	307	312
단기차입금	1,914	1,837	1,814	1,811	1,810
유동성장기부채	554	604	604	574	544
비유동부채	1,507	1,870	1,877	1,885	1,892
사채	184	514	514	514	514
장기차입금	576	545	545	545	545
부채총계	4,817	5,166	5,176	5,188	5,201
지배주주지분	1,684	1,744	1,782	1,834	1,894
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	963	934	934	934	934
자본조정등	-248	-249	-249	-249	-249
기타포괄이익누계액	18	62	62	62	62
이익잉여금	942	987	1,026	1,077	1,138
비지배주주지분	1,613	1,706	1,739	1,782	1,833
자본총계	3,297	3,449	3,521	3,616	3,727
비이자부채	988	972	1,005	1,050	1,095
총차입금	3,829	4,194	4,171	4,138	4,106
순차입금	2,968	3,422	3,501	3,505	3,467

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	6.1	-0.1	-5.2	6.7	5.2
EPS증가율	-53.7	-49.3	-23.0	30.4	16.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.9	0.6	1.0	1.0	1.0
ROE	6.4	3.2	2.4	3.0	3.4
ROA	2.6	1.1	0.9	1.1	1.3
ROIC	3.9	1.7	1.3	1.6	1.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	167	434	398	457	482
당기순이익	194	95	76	98	115
비현금성 비용 및 수익	456	544	459	450	445
유형자산감가상각비	255	316	309	289	281
무형자산상각비	16	17	0	0	0
운전자본변동	-312	-29	-23	12	25
매출채권등의 감소	-195	-101	4	2	8
재고자산의 감소	-152	34	-13	5	9
매입채무등의 증가	136	21	-12	2	5
기타 영업현금흐름	-171	-176	-114	-103	-103
투자활동 현금흐름	-649	-516	-473	-448	-426
유형자산의 증가(CAPEX)	-467	-551	-500	-430	-400
유형자산의 감소	23	4	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-5	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-131	90	-3	-7	-7
기타	-69	-54	30	-11	-19
재무활동 현금흐름	652	5	-19	-58	-62
차입금의 증가(감소)	611	-340	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	41	345	-19	-58	-62
기타 및 조정	1	9	0	0	1
현금의 증가	171	-68	-94	-49	-5
기초현금	462	633	565	471	422
기말현금	633	565	471	422	416

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	146.1	149.8	147.0	143.5	139.6
순차입금 비율(%)	90.0	99.2	99.4	96.9	93.0
이자보상배율(배)	2.8	2.0	1.8	2.3	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	14.4	12.6	11.7	12.6	13.3
재고자산회전율	14.0	12.6	12.2	12.9	13.8
총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 42,000원)

자체사업은 어려운 경제 환경에서 매출 구성 조정으로 수익성 개선

매수 (유지)	
목표주가	42,000원
현재가 (5/4)	28,850원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	302십억원
발행주식수	10,472천주
액면가	5,000원
52주 최고가	48,350원
최저가	24,450원
60일 평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	10.8%
배당수익률 (2020F)	7.5%
주주구성	
정몽원 외 7인	28.48%
국민연금공단	13.47%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-25%	-24%
절대기준	1%	-33%	-34%



■ 현안

- 수익성 중심으로 사업을 조정하고 있는 자체사업의 확장성 추가
- 주력 자회사 만도의 개선. 만도가 지주 자체사업에도 영향

■ 수익성 중심의 매출 구성 조정이 금년에도 지속되는 자체사업

- 자동차 부품을 유통하는 자체사업은 지난해부터 줄어왔던 저수익 매출을 올해도 줄여나갈 방침. 이 과정에서 매출은 감소 하지만 영업이익률은 개선되는 효과 발생. 올해 저수익 사업 축소가 일단락되면 내년부터 유럽을 중심으로 매출이 발생할 것으로 예상. 이를 위해 지난해 하반기 터키에 유럽법인 설립하면서 교두보를 마련. 다만 코로나 바이러스로 매출 발생 시점은 순연될 수 있으며, 순연 과정에서 추가 비용은 없는 것으로 파악
- 소비 위축과 생산 중단이라는 큰 어려움에 처한 2020년 상반기 자동차 업계에 큰 부담. 전방산업의 어려움은 부품 업체에도 큰 문제. 만도와 만도헬라, 부품을 유통하는 자체사업에도 지장

■ 주주환원을 유지할 근거와 기업가치를 감안할 때 현 주가 저평가

- 주당 2천원의 배당금 지급은 배당총액 200억원으로 자체사업과 계열사로부터 수취는 배당을 고려할 때 감당 수준
- 건설업을 하는 한라는 비교적 수익성이 안정적
- 투자 의견 매수 유지, 목표주가 기업가치를 반영해 42,000원 제시

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	887	798	753	786	807
영업이익	58	75	60	67	72
세전이익	35	52	40	50	56
지배주주순이익	13	41	30	37	41
EPS(원)	1,214	3,918	2,838	3,489	3,916
증가율(%)	-69.5	222.8	-27.6	22.9	12.3
영업이익률(%)	6.5	9.4	8.0	8.5	8.9
순이익률(%)	1.5	5.1	4.1	4.8	5.2
ROE(%)	1.5	4.7	3.3	4.0	4.5
PER	36.1	11.7	9.9	8.0	7.1
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	14.3	10.1	10.0	8.9	8.2

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 42,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	1,554	11.2	-4.0	6,206	-8.3
영업이익	153	흑전	-34.0	655	27.1
순이익	-11	적지	적전	344	310.8

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ	YoY		
매출액	2,003	25.3	-3.2	7,984	-9.9
영업이익	182	흑전	-33.3	754	30.1
순이익	127	흑전	-32.8	411	213.4

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
만도	30	59,819	5.6	2,186	10.7	1,182	4.7
한라	16	13,049	0.4	677	13.1	27	흑전

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY	YoY	YoY	YoY		
만도헬라*	50	6,512	13.5	340	-2.2	226	-1.9

주: 연결기준. 단위: 억원, %
자료: 사업보고서, IBK투자증권

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 42,000원)

주요 이슈

▪ 자동차 우울, 건설 양호

- 국내외 소비 위축과 공장 가동 중단 여파가 자동차 산업 전반에 부정적
- 반면 건설은 수주가 꾸준하고 공사 진행률도 큰 문제가 없어 비교적 양호한 것으로 판단

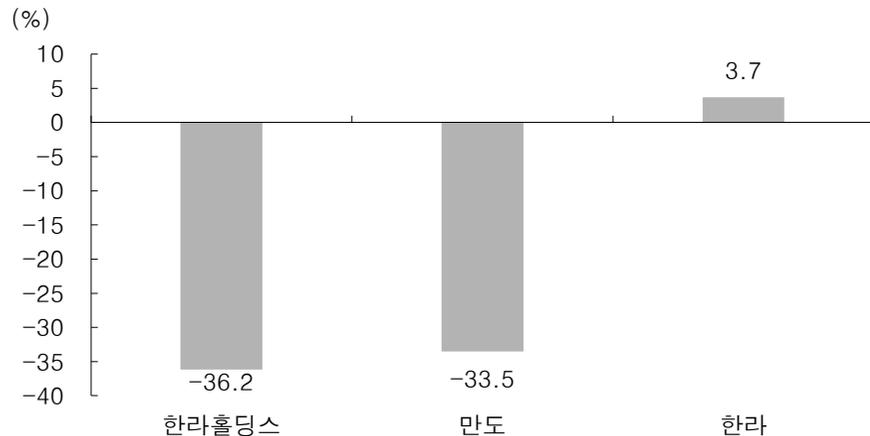
▪ 글로벌 확장 기반을 확보하는 자체사업

- 자체사업에서 물류부문은 저수익 사업으로 지난해에 이어 축소, 외형은 줄지만 수익성은 개선
- 미국과 유럽 자동차 부품 시장 진출. 특히 유럽은 지난해 하반기 터키에 교두보 마련, 내년부터 가시적 성과 기대

▪ 자동차 업종의 우울한 전망이 의존도가 높은 지주에 부담으로 작용

- 금년 7월과 12월 두 번에 걸쳐 각각 470억원, 690억원 회사채 만기. 차환 발행이 가능하며, 자체 현금 보유액으로도 감당 충분
- 2020년 2월 26일부터 8월 25일까지 100억원 규모의 자사주 취득
- 계열사 가치 변동을 감안해 목표주가를 42,000원으로 조정. 그럼에도 현 주가대비 상승여력 40% 수준

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	5,721	만도, 만도헬라, 한라 그리고 기타 비상장사
만도	3,480	선진, 팝스코, 엔에스쇼핑 시가총액 가치 포함
만도헬라	1,283	예상 EPS에 multiple 12x 적용. 보유 지분율 50%
브랜드 사용료	263	2019년 기준
순차입금	4,939	2019년 별도 재무제표 기준
주식수	10	
적정가치	41,959	할인율 상장계열사 30%, 만도헬라를 제외한 비상장계열사 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 42,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	887	798	753	786	807
증가율(%)	-0.5	-9.9	-5.7	4.4	2.7
매출원가	756	639	611	637	653
매출총이익	130	159	141	149	154
매출총이익률 (%)	14.7	19.9	18.7	19.0	19.1
판매비	73	83	82	82	82
판매비율(%)	8.2	10.4	10.9	10.4	10.2
영업이익	58	75	60	67	72
증가율(%)	-9.0	30.1	-20.6	12.8	7.4
영업이익률(%)	6.5	9.4	8.0	8.5	8.9
순금융손익	-24	-25	-20	-18	-17
이자손익	-23	-25	-24	-24	-23
기타	-1	0	4	6	6
기타영업외손익	1	2	0	0	1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	35	52	40	50	56
법인세	9	10	10	12	13
법인세율	25.7	19.2	25.0	24.0	23.2
계속사업이익	26	42	31	38	42
중단사업손익	-13	-1	0	0	0
당기순이익	13	41	31	38	42
증가율(%)	-69.9	213.4	-25.4	22.9	12.3
당기순이익률 (%)	1.5	5.1	4.1	4.8	5.2
지배주주당기순이익	13	41	30	37	41
기타포괄이익	-7	2	0	0	0
총포괄이익	6	43	31	38	42
EBITDA	68	99	83	90	96
증가율(%)	-10.0	46.3	-16.2	9.2	5.7
EBITDA마진율(%)	7.7	12.4	11.0	11.5	11.9

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,214	3,918	2,838	3,489	3,916
BPS	80,094	84,613	85,452	86,981	88,898
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	36.1	11.7	9.9	8.0	7.1
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	14.3	10.1	10.0	8.9	8.2

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	368	322	320	323	327
현금및현금성자산	86	113	82	92	97
유가증권	14	1	14	14	14
매출채권	161	116	129	127	126
재고자산	78	81	81	76	75
비유동자산	1,356	1,438	1,441	1,443	1,446
유형자산	262	267	268	270	273
무형자산	29	24	23	22	21
투자자산	917	953	955	956	957
자산총계	1,724	1,760	1,762	1,766	1,773
유동부채	290	495	488	485	482
매입채무및기타채무	154	118	117	119	121
단기차입금	54	41	41	41	41
유동성장기부채	40	275	270	265	260
비유동부채	569	380	377	368	357
사채	289	152	152	142	132
장기차입금	207	139	139	139	139
부채총계	859	874	866	853	839
지배주주지분	865	886	895	911	931
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265	265
자본조정등	-38	-24	-24	-24	-24
기타포괄이익누계액	-56	-53	-53	-53	-53
이익잉여금	639	643	652	668	688
비지배주주지분	0	0	1	2	3
자본총계	865	886	896	913	934
비이자부채	269	241	238	240	242
총차입금	590	633	628	613	597
순차입금	490	519	532	507	486

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	-0.5	-9.9	-5.7	4.4	2.7
EPS증가율	-69.5	222.8	-27.6	22.9	12.3
수익성지표(%)					
배당수익률	4.6	4.4	7.5	7.5	7.5
ROE	1.5	4.7	3.3	4.0	4.5
ROA	0.7	2.4	1.7	2.1	2.4
ROIC	3.9	12.3	9.3	11.3	12.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1	46	33	65	63
당기순이익	13	41	31	38	42
비현금성 비용 및 수익	14	7	42	41	40
유형자산감가상각비	7	21	22	22	22
무형자산상각비	3	2	1	1	1
운전자본변동	-31	1	-16	10	4
매출채권등의 감소	-8	42	-13	2	0
재고자산의 감소	-13	-3	0	5	1
매입채무등의 증가	-6	-38	-1	2	2
기타 영업현금흐름	5	-3	-24	-24	-23
투자활동 현금흐름	37	4	-42	-25	-27
유형자산의 증가(CAPEX)	-28	-23	-23	-24	-25
유형자산의 감소	38	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	3	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	28	13	-3	-1	-1
기타	0	11	-16	0	-1
재무활동 현금흐름	-77	-24	-22	-30	-31
차입금의 증가(감소)	73	9	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	0
기타	-150	-33	-22	-29	-31
기타 및 조정	1	2	0	0	0
현금의 증가	-38	28	-31	10	5
기초현금	123	86	113	82	92
기말현금	86	113	82	92	97

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	99.3	98.7	96.6	93.5	89.8
순차입금 비율(%)	56.6	58.6	59.4	55.5	52.0
이자보상배율(배)	2.4	2.9	2.3	2.7	2.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.6	5.8	6.2	6.1	6.4
재고자산회전율	10.7	10.0	9.3	10.0	10.7
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5

일진홀딩스 (015860/매수/목표주가 5,300원)

경제 여건을 고려한 보수적인 판단에도 현 주가는 저평가

매수 (유지)	
목표주가	5,300원
현재가 (5/4)	3,695원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	182십억원
발행주식수	49,347천주
액면가	1,000원
52주 최고가	5,690원
최저가	1,900원
60일 평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	2.7%
배당수익률 (2020F)	3.7%
주주구성	
허정석 외 6인	55.97%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	15%	-12%	9%
절대기준	26%	-22%	-6%



■ 현안

- 일진다이아몬드 별도 실적 개선
- 알피니언메디칼의 실적 턴어라운드 지속

■ 돌아온 알피니언메디칼, 성장성을 보여준 일진복합소재

- 국내외 최고압전력선 발주가 꾸준히 전선사업 실적 기대
- 2019년 일진다이아몬드의 별도 실적 부진은 노사간 문제에 따른 생산 차질 때문으로 2020년에는 정상화 기대. 별도 실적이 부진했음에도 2018년 대비 16% 감소에 그친 것은 일진복합소재 덕분. 경제 활동이 정상화될 경우 수소차 생산도 많아질 전망이고, 일진복합소재의 성장성도 재 부각될 전망
- 2019년 회복 조짐을 보였던 초음파 진단기 생산업체 알피니언메디칼이 27억원의 영업이익을 기록

■ 성장 여력 충분

- 공업용다이아몬드가 비록 노사간 의견 대립으로 어려움에 있지만, 생산만 재개된다면 바로 회복할 저력을 갖고 있고, 1년 가까이 지속된 대립구도도 해결될 때가 됐다고 판단. 전선사업은 국내 전력선 수요를 고려할 때 수주가 꾸준하여 비교적 수익이 안정적인 것으로 전망
- 지난 3년간 어려움을 겪었던 알피니언메디칼의 회복은 일진복합소재의 수소차 관련 부품과 더불어 성장 기대 요인

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	929	896	869	905	943
영업이익	24	31	27	33	39
세전이익	10	25	22	27	33
지배주주순이익	-1	13	10	13	16
EPS(원)	-29	255	199	272	333
증가율(%)	-92.7	-975.6	-21.9	36.3	22.6
영업이익률(%)	2.6	3.5	3.1	3.6	4.1
순이익률(%)	0.1	2.5	1.8	2.4	2.9
ROE(%)	-0.5	4.5	3.4	4.5	5.4
PER	-103.9	19.9	17.9	13.1	10.7
PBR	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.5	11.8	12.6	11.2	10.0

일진홀딩스 (015860/매수/목표주가 5,300원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ		YoY	
매출액	10	22.0	13.6	62	-14.0
영업이익	4	45.8	69.6	34	-29.6
순이익	13	-56.2	-62.2	62	-69.9

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ		YoY	
매출액	2,972	15.4	44.9	8,962	-3.6
영업이익	36	-74.5	-24.1	310	31.8
순이익	-22	적지	적전	224	2,410.2

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY	
일진전기	57	6,683	-8.6	114	118.3	36	흑전
일진다이아	50	1,611	20.2	132	-12.9	128	66.2

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY	
알피니언메디칼	94	542	-4.3	27	1,485.5	4	흑전

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

일진홀딩스 (015860/매수/목표주가 5,300원)

주요 이슈

■ 일진전기 수익 개선

- 2019년 매출 6,683억원으로 전년대비 8.6% 감소했으나, 영업이익은 114억원으로 107.3% 증가. 순이익 흑자 전환
- 국내외에서 초고압전력선을 1,384억원 수주했고, 앞으로도 수주가 계속될 전망이기에 구리가격 하락이라는 비우호적인 환경에서도 수익 꾸준할 것으로 예상

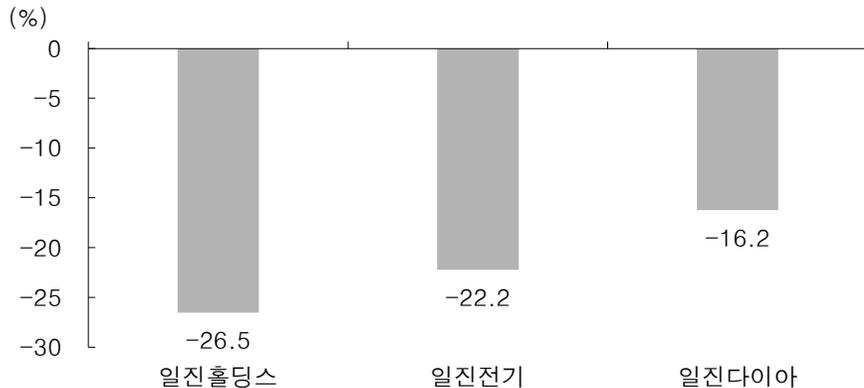
■ 해결해야 할 과제를 안고 있는 일진다이아몬드와 경기 침체의 영향이 반감지 않은 비상장계열사

- 일진다이아몬드는 자동차 업체의 생산 차질로 일진복합소재가 지난해와 달리 어려울 수 있어 노사 합의에 의한 별도 실적 개선이 중요
- 오랜만에 실적이 개선된 알피니언메디칼에 글로벌 경기 침체는 반감지 않은 소식이나, 턴어라운드 안정성에 기초했다는 점에서 어려움을 잘 헤쳐갈 전망

■ 주가는 보수적 밸류에이션으로도 저평가

- 연결 재무제표의 순차입금이 2,274억원으로 대부분이 일진전기에서 발생. 일진전기의 차입금을 감안해 지주 가치에서 일진전기의 가치를 없다고 가정해도 현재 주가보다 높은 수준. 국내에서 수주가 꾸준하고 지난해 실적이 개선된 점을 감안할 때 가치를 0으로 하는 것은 너무 과도한 보수적 판단임. 그럼에도 이렇게 해 보는 것은 안정성이 중요한 시점이기 때문. 목표주가는 주요 자회사의 가치 변화를 적용해 5,300원을 제시

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	주요내용
투자자산	3,557	상장과 비상장계열사 및 투자유가증권 가치 포함
상장기업	2,224	일진전기와 일진다이아몬드
일진전기	485	시가총액
일진다이아몬드	1,738	시가총액
비상장기업	1,333	전주방송 장부가액
알피니언메디칼	1,133	2019년 EBITDA에 multiple 30x, 순차입금 차감
브랜드사용료	25	2019년 기준
순차입금	130	2019년 별도 재무제표 기준
주식수	49	자사주 포함
적정가치	5,296	일진다이아몬드와 알피니언메디칼에 30% 할인을 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

일진홀딩스 (015860/매수/목표주가 5,300원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	929	896	869	905	943
증가율(%)	-1.1	-3.6	-3.0	4.1	4.2
매출원가	791	749	729	756	786
매출총이익	138	147	141	149	157
매출총이익률 (%)	14.9	16.4	16.2	16.5	16.6
판매비	115	116	115	118	119
판매비율(%)	12.4	12.9	13.2	13.0	12.6
영업이익	24	31	27	33	39
증가율(%)	147.6	31.8	-13.3	21.5	19.7
영업이익률(%)	2.6	3.5	3.1	3.6	4.1
순금융손익	-1	-10	-2	-2	-3
이자손익	-11	-11	-9	-8	-8
기타	10	1	7	6	5
기타영업외손익	-12	4	-3	-3	-3
중속/관계기업손익	0	0	1	1	1
세전이익	10	25	22	27	33
법인세	5	2	4	5	7
법인세율	50.0	8.0	18.2	18.5	21.2
계속사업이익	6	23	18	22	27
중단사업손익	-5	0	-2	0	0
당기순이익	1	22	16	22	27
증가율(%)	-104.5	2,410.9	-28.3	34.6	22.6
당기순이익률 (%)	0.1	2.5	1.8	2.4	2.9
지배주주당기순이익	-1	13	10	13	16
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1	22	16	22	27
EBITDA	51	58	49	54	62
증가율(%)	54.1	13.4	-16.1	11.5	13.9
EBITDA마진율(%)	5.5	6.5	5.6	6.0	6.6

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	460	530	533	544	561
현금및현금성자산	67	147	148	161	158
유가증권	23	23	23	24	25
매출채권	206	219	215	207	217
재고자산	127	111	116	120	126
비유동자산	657	658	664	673	681
유형자산	451	454	460	467	473
무형자산	36	34	32	34	34
투자자산	35	36	36	37	39
자산총계	1,117	1,189	1,197	1,217	1,241
유동부채	508	392	389	389	389
매입채무및기타채무	65	85	81	81	80
단기차입금	322	163	162	162	161
유동성장기부채	8	21	21	21	22
비유동부채	161	280	281	283	286
사채	37	27	27	27	27
장기차입금	37	164	164	163	163
부채총계	669	672	669	672	675
지배주주지분	271	287	292	301	313
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	113	119	119	119	119
자본조정등	-17	-17	-17	-17	-17
기타포괄이익누계액	-4	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	129	138	143	152	164
비지배주주지분	176	230	236	244	254
자본총계	448	516	528	545	567
비이자부채	266	297	295	298	302
총차입금	403	375	374	374	373
순차입금	313	204	203	188	190

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	7	84	30	48	32
당기순이익	1	22	16	22	27
비현금성 비용 및 수익	52	60	26	26	28
유형자산감가상각비	25	25	20	20	21
무형자산감가비	2	2	2	2	2
운전자본변동	-34	17	-3	8	-14
매출채권등의 감소	-23	-24	4	9	-11
재고자산의 감소	1	13	-5	-4	-6
매입채무등의 증가	-24	14	-4	0	-1
기타 영업현금흐름	-12	-15	-9	-8	-9
투자활동 현금흐름	-20	-19	-28	-31	-32
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-23	-26	-27	-27
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	0	-3	-3
투자자산의 감소(증가)	-12	1	0	0	0
기타	18	3	-2	-1	-2
재무활동 현금흐름	38	15	-2	-3	-3
차입금의 증가(감소)	27	137	0	-1	-1
자본의 증가	0	51	0	0	0
기타	11	-173	-2	-2	-2
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	25	80	0	14	-3
기초현금	42	67	147	148	161
기말현금	67	147	148	161	158

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-29	255	199	272	333
BPS	5,493	5,815	5,921	6,100	6,340
DPS	70	100	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	-103.9	19.9	17.9	13.1	10.7
PBR	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.5	11.8	12.6	11.2	10.0

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	-1.1	-3.6	-3.0	4.1	4.2
EPS증가율	-92.7	-975.6	-21.9	36.3	22.6
수익성지표(%)					
배당수익률	2.3	2.0	3.7	3.7	3.7
ROE	-0.5	4.5	3.4	4.5	5.4
ROA	0.1	1.9	1.3	1.8	2.2
ROIC	0.1	3.4	2.5	3.3	4.0

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	149.5	130.1	126.8	123.4	119.1
순차입금 비율(%)	69.9	39.5	38.4	34.5	33.5
이자보상배율(배)	1.9	2.4	2.2	2.7	3.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.0	4.2	4.0	4.3	4.5
재고자산회전율	7.2	7.5	7.7	7.7	7.7
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 4,400원)

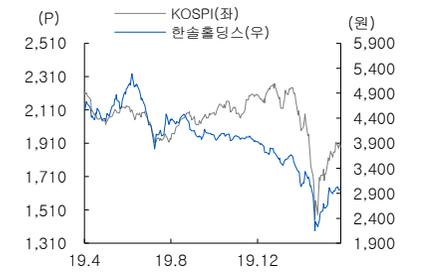
신 성장동력을 위한 변화와 함께 내실화도 중요

매수 (유지)

목표주가	4,400원
현재가 (5/4)	3,000원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	142십억원
발행주식수	42,009천주
액면가	5,000원
52주 최고가	5,290원
최저가	2,150원
60일 평균거래대금	0십억원
외국인 자본율	9.0%
배당수익률 (2020F)	3.8%

주주구성
조동길 외 7 인 26.97%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	-16%	-26%
절대기준	15%	-25%	-36%



■ 현안

- 연결 종속기업의 수익 개선
- 성장 동력 확보

■ 지분법대상 계열사는 양호, 연결 종속기업은 우울

- 한솔그룹의 주력 계열사 한솔제지, 한솔테크닉스, 한솔로지스틱스, 한솔홈데코는 상장기업으로 연결 지분법대상이며, 한솔페이퍼텍, 한솔이엠이, 한솔PNS는 연결 종속대상으로 한솔페이퍼텍과 한솔이엠이는 비상장기업
- 2020년 1분기 한솔제지와 한솔테크닉스는 판가 인상과 전방제품 출하량 증가로 수익 개선. 코로나 바이러스가 실물경제에 영향을 본격적으로 미치는 2분기는 1분기의 호조를 이어갈 지 의문이 되지만, 제지는 비교적 양호할 전망
- 반면 골판지를 생산하는 한솔페이퍼텍과 플랜트 전문기업 한솔이엠이는 판매가격 하락과 비용 부담으로 1분기가 부진했을 것으로 추정되고, 수익 저하 요인이 해소되기 위해서는 적지 않은 시간이 필요해 보임
- 한솔개발 지분 매각 이후 주력 사업 확대를 추진했던 것처럼 경쟁력이 있는 사업에 역량을 집중시키는 변화 필요

■ 낙폭과대가 투자 모멘텀

- 자사주 소각과 액면가 감소에 의한 자본감소는 배당 가능한 재무제표를 만들기 위한 주주가치 제고 전략
- 변화가 가시화되기 전까지 주가 움직임은 둔하겠지만, 내재가치대비 저평가로 하방경직성 감안해 매수 유지

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	602	542	526	527	522
영업이익	25	12	12	13	13
세전이익	7	15	16	18	20
지배주주순이익	-39	25	7	8	8
EPS(원)	-826	536	140	159	174
증가율(%)	-29.0	-164.8	-73.8	13.5	9.3
영업이익률(%)	4.2	2.2	2.3	2.5	2.5
순이익률(%)	-6.8	4.8	2.1	2.5	2.7
ROE(%)	-8.9	6.0	1.5	1.7	1.8
PER	-5.9	7.3	21.2	18.6	17.0
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.5	6.4	6.6	6.7

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 4,400원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
		YoY	QoQ	YoY	
매출액	56	-0.2	-11.3	264	4.2
영업이익	13	-9.1	-58.9	115	3.8
순이익	-8	적지	적전	72	흑전

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
		YoY	QoQ	YoY	
매출액	1,450	48.1	8.9	5,416	-10.0
영업이익	-32	적지	적전	118	-53.5
순이익	-137	적지	적전	263	흑전

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한솔제지	30	19,126	-3.2	1,053	-12.7	400	-1.9
한솔테크닉스	20	9,722	15.5	255	63.7	64	흑전
한솔로지스틱스	21	4,607	6.1	95	143.9	59	306.4

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한솔페이퍼텍	100	995	-3.2	43	-56.1	26	-69.0
한솔이엠이*	98	2,058	-16.3	-30	적전	-80	적전

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

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 4,400원)

주요 이슈

▪ 주주환원을 위한 의지

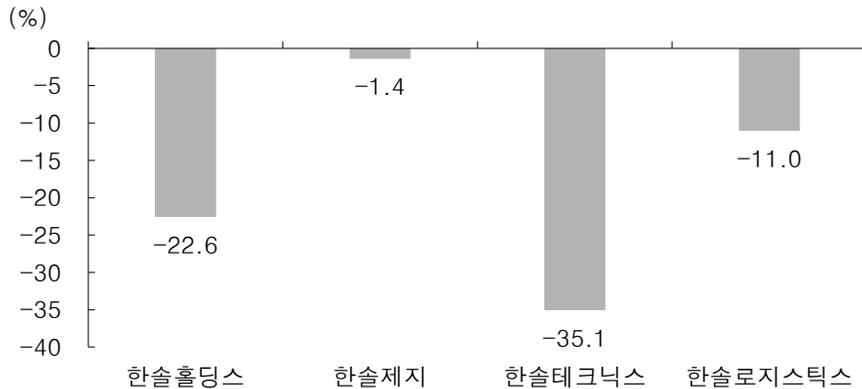
- 보유하고 있던 자사주를 전량 소각. 자사주 비중은 전체 주식에서 10.9%. 자사주를 소각한 후 주식수는 4,201만주로 자본금은 2,100억원
- 2019년말 배당가능이익은 -1,484억원으로 배당재원이 있더라도 배당을 할 수 없는 상황. 이에 자본감소로 배당가능이익을 마련. 액면가액을 5천원에서 1천원으로 하향 조정해 자본금을 2,100억원에서 420억원으로 낮추고 자본금 감소액이 기타자본구성요소로 전환되어 배당가능이익이 플러스로 전환되어 배당이 가능해짐
- 2019년 배당재원이 있었음에도 배당가능이익이 마이너스로 배당을 하지 못했으나, 2020년에는 배당을 할 수 있게 됨.

▪ 사업 확장 노력

- 제지 사업 확장이 실패한 이후 사업 확장 전략을 재정비. 제지 다음으로 주력 사업인 전자부품사업을 강화할 가능성 높음
- 지금 골판지 사업은 수익 개선과 시너지 창출이 어려운 구조이며, 수주가 감소하고 있는 플랜트 사업은 사업 포트폴리오 구성을 고민

▪ 밸류에이션 조정 사유로 목표주가를 4,400원 제시

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2020년 연초대비 4/28 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	비고
투자자산가치	2,741	
관계기업	1,923	피엔에스와 홀데코 포함. 피엔에스는 종속기업이지만 상장사로 분류
제지	1,139	시가총액
테크닉스	394	시가총액
로지스틱스	87	시가총액
종속기업	818	페이퍼텍, 이엠이, HDC리조트 장부가액. HDC리조트 지분율 44.9%
브랜드사용료	130	2019년 기준
순차입금	38	2019년말 연결 재무제표 기준
주식수	42	자사주 제외(전량 소각 결정)
주당가치	4,392	할인율 상장계열사 30%, 비상장계열사 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 4,400원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	602	542	526	527	522
증가율(%)	-12.3	-10.0	-2.8	0.2	-1.0
매출원가	523	481	465	466	460
매출총이익	79	60	61	61	61
매출총이익률 (%)	13.1	11.1	11.6	11.6	11.7
판매비	54	49	49	49	49
판매비율(%)	9.0	9.0	9.3	9.3	9.4
영업이익	25	12	12	13	13
증가율(%)	-1.0	-53.5	2.8	4.3	1.0
영업이익률(%)	4.2	2.2	2.3	2.5	2.5
순금융손익	-1	-2	-2	-2	-2
이자손익	-4	-4	-2	-2	-2
기타	3	2	0	0	0
기타영업외손익	-26	-7	-7	-7	-7
중속/관계기업손익	9	12	12	14	15
세전이익	7	15	16	18	20
법인세	-3	7	5	5	6
법인세율	-42.9	46.7	31.3	27.8	30.0
계속사업이익	9	8	11	13	14
중단사업손익	-51	18	0	0	0
당기순이익	-41	26	11	13	14
증가율(%)	-52.2	-163.4	-58.0	13.5	9.3
당기순이익률 (%)	-6.8	4.8	2.1	2.5	2.7
지배주주당기순이익	-39	25	7	8	8
기타포괄이익	-2	3	0	0	0
총포괄이익	-44	29	11	13	14
EBITDA	45	28	26	26	26
증가율(%)	-13.8	-38.2	-6.9	-1.6	0.7
EBITDA마진율(%)	7.5	5.2	4.9	4.9	5.0

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-826	536	140	159	174
BPS	8,668	9,195	9,335	9,406	9,491
DPS	0	0	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	-5.9	7.3	21.2	18.6	17.0
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.5	6.4	6.6	6.7

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	254	210	214	215	217
현금및현금성자산	64	34	36	36	38
유가증권	10	7	7	7	7
매출채권	113	93	97	96	96
재고자산	14	10	10	11	11
비유동자산	1,094	456	460	464	468
유형자산	766	69	71	74	77
무형자산	10	12	10	10	11
투자자산	300	355	358	358	358
자산총계	1,347	666	674	679	686
유동부채	557	178	176	171	167
매입채무및기타채무	103	101	99	95	92
단기차입금	44	18	17	17	17
유동성장기부채	41	15	15	14	13
비유동부채	358	32	31	32	33
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	29	6	5	5	5
부채총계	915	210	207	203	201
지배주주지분	409	434	440	444	448
자본금	232	236	236	236	236
자본잉여금	248	244	244	244	244
자본조정등	-135	-135	-135	-135	-135
기타포괄이익누계액	-1	0	0	0	0
이익잉여금	65	89	95	98	103
비지배주주지분	23	22	27	32	37
자산총계	432	456	467	476	485
비이자부채	801	166	165	162	161
총차입금	114	44	42	41	40
순차입금	40	2	0	-2	-5

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	-12.3	-10.0	-2.8	0.2	-1.0
EPS증가율	-29.0	-164.8	-73.8	13.5	9.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	3.8	3.8	3.8
ROE	-8.9	6.0	1.5	1.7	1.8
ROA	-2.8	2.6	1.6	1.9	2.0
ROIC	-7.7	9.3	13.0	13.6	13.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-4	35	13	16	16
당기순이익	-41	26	11	13	14
비현금성 비용 및 수익	88	17	10	8	6
유형자산감가상각비	17	15	13	12	12
무형자산상각비	3	1	1	1	1
운전자본변동	-51	-5	-6	-2	-2
매출채권등의 감소	13	11	-4	1	0
재고자산의 감소	4	2	0	0	0
매입채무등의 증가	-18	4	-2	-4	-3
기타 영업현금흐름	0	-3	-2	-3	-2
투자활동 현금흐름	50	-26	-17	-17	-18
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-13	-15	-15	-15
유형자산의 감소	1	5	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-2	0	-1	-2
투자자산의 감소(증가)	36	-25	-2	0	0
기타	28	9	0	-1	-1
재무활동 현금흐름	-36	-39	5	2	3
차입금의 증가(감소)	17	1	-1	0	0
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-53	-40	6	1	2
기타 및 조정	1	0	0	0	1
현금의 증가	11	-30	1	1	2
기초현금	53	64	34	36	36
기말현금	64	34	36	36	38

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	211.9	46.1	44.4	42.8	41.3
순차입금 비율(%)	9.3	0.4	0.0	-0.4	-1.0
이자보상배율(배)	5.0	2.5	4.4	5.0	5.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.0	5.3	5.5	5.5	5.4
재고자산회전율	32.0	45.6	51.0	49.9	48.3
총자산회전율	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8

노루홀딩스 (015860/중립/목표주가 11,000원)

코로나 바이러스로 다시 난관에 맞닥뜨린 전방산업 영향

중립 (유지)	
목표주가	11,000원
현재가 (5/4)	9,700원
KOSPI (5/4)	1,895.37pt
시가총액	132십억원
발행주식수	13,476천주
액면가	500원
52주 최고가	12,900원
최저가	6,330원
60일 평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	2.2%
배당수익률 (2020F)	5.4%
주주구성	
한영재 외 13 인	46.42%
국민연금공단	5.00%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	8%	-13%	-13%
절대기준	19%	-22%	-25%



■ 현안

- 코로나 바이러스에 의한 글로벌 투자 활동 위축으로 전방산업 부진
- 농생명부문에 투자 결과

■ 전방산업의 어려움이 직결되는 수익구조

- 건축, 자동차, 선박용 도료와 도료의 부자재를 생산하는 사업구조로 건설업, 자동차업, 조선업의 시황에 직결되는 수익구조
- 코로나 바이러스에 건설업은 그나마 상대적으로 영향이 덜할 것으로 예상되나, 자동차업과 조선업은 글로벌 소비와 생산 차질 그리고 투자 활동 위축으로 부진이 예상되어 지난해 개선된 실적을 이어가기 힘들 것으로 예상
- 조선의 경우 지금 수주가 2~3년 뒤에 건조량으로 당장은 영향이 덜할지 몰라도 장기적으로는 부정적일 수 밖에 없음
- 유가 하락은 원가 부담을 줄여주는 요소임. 그러나 매출에 지장을 줄 수 있는 영업환경이 긍정적 요인을 희석

■ 실적 개선이 이어지기 어려운 영업환경

- 2019년 연결 실적은 상장 계열사(노루페인트)와 비상장계열사이자 관계기업으로 분류되는 아이피케이, 노루비케미칼의 호전으로 개선됨. 2020년에는 전방산업의 녹록치 않은 영업환경으로 실적 개선세가 이어지기 어려울 것으로 예상.
- 목표주가는 11,000원을 제시. 건설업의 피해가 덜 할 것으로 예상되어 노루페인트와 2019년 주당순이익에 multiple 10x를 적용한 관계기업 가치에 할인율을 미 적용

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	836	884	801	831	870
영업이익	10	25	14	17	24
세전이익	14	35	18	24	32
지배주주순이익	-8	5	5	7	9
EPS(원)	-607	339	368	488	664
증가율(%)	-119.2	-155.9	8.4	32.7	36.0
영업이익률(%)	1.2	2.8	1.7	2.0	2.8
순이익률(%)	0.4	2.3	1.4	1.8	2.3
ROE(%)	-2.2	1.3	1.4	1.8	2.4
PER	-20.2	36.8	24.7	18.6	13.7
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	12.0	8.5	14.3	12.8	10.3

노루홀딩스 (015860/중립/목표주가 11,000원)

별도 실적

별도 기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ		YoY	
매출액	8	-90.6	-86.7	298	-8.4
영업이익	-37	적전	적전	146	-12.3
순이익	-130	적지	적전	35	-31.0

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

연결 실적

연결기준	19.4Q		누적 기준		
	YoY	QoQ		YoY	
매출액	2,136	-0.8	-7.4	8,843	5.8
영업이익	-7	적전	적전	250	144.3
순이익	-1	적지	적전	199	647.5

단위: 억원, %, 자료: Quantwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY	
노루페인트	51	6,475	5.3	292	28.7	189	48.3

주: 상장 계열사는 연결 기준이며, * 표시된 해당 기업은 별도기준. 단위: 억원, %
자료: Quantwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY	
노루오토코팅*	51	1,753	3.9	132	16.9	118	35.8
아이피케이	40	1,728	6.2	123	281.6	118	113.7
노루비케미칼*	50	1,588	12.8	131	13.6	107	45.8

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

노루홀딩스 (015860/중립/목표주가 11,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	836	884	801	831	870
증가율(%)	8.4	5.8	-9.5	3.7	4.7
매출원가	653	674	607	630	661
매출총이익	183	210	194	200	209
매출총이익률(%)	21.9	23.8	24.2	24.1	24.0
판매비	173	185	180	183	184
판매비율(%)	20.7	20.9	22.5	22.0	21.1
영업이익	10	25	14	17	24
증가율(%)	-40.7	144.4	-45.6	28.2	39.7
영업이익률(%)	1.2	2.8	1.7	2.0	2.8
순금융손익	-4	-3	-6	-5	-5
이자손익	-5	-5	-6	-5	-5
기타	1	2	0	0	0
기타영업외손익	-1	-1	-2	-2	-1
중속/관계기업손익	9	14	12	13	14
세전이익	14	35	18	24	32
법인세	11	15	7	9	12
법인세율	78.6	42.9	38.9	37.5	37.5
계속사업이익	3	20	11	15	20
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	20	11	15	20
증가율(%)	-95.7	647.5	-44.7	32.7	36.0
당기순이익률(%)	0.4	2.3	1.4	1.8	2.3
지배주주당기순이익	-8	5	5	7	9
기타포괄이익	2	0	0	0	0
총포괄이익	5	20	11	15	20
EBITDA	34	48	25	30	37
증가율(%)	-15.6	42.4	-47.7	17.5	25.2
EBITDA마진율(%)	4.1	5.4	3.1	3.6	4.3

주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-607	339	368	488	664
BPS	27,104	27,108	27,167	27,351	27,711
DPS	450	400	400	400	400
밸류에이션(배)					
PER	-20.2	36.8	24.7	18.6	13.7
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	12.0	8.5	14.3	12.8	10.3

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	449	453	437	415	414
현금및현금성자산	96	88	67	52	50
유가증권	55	66	79	77	81
매출채권	198	186	186	185	183
재고자산	85	97	88	84	82
비유동자산	538	555	573	594	616
유형자산	412	422	429	438	446
무형자산	18	17	16	15	14
투자자산	84	94	106	119	133
자산총계	987	1,007	1,010	1,009	1,031
유동부채	272	271	266	260	262
매입채무및기타채무	122	121	129	126	126
단기차입금	32	72	71	70	69
유동성장기부채	68	14	-1	-2	-2
비유동부채	153	169	170	165	168
사채	15	15	15	15	15
장기차입금	80	88	88	83	78
부채총계	426	440	436	425	430
지배주주지분	365	365	366	369	373
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	78	78	78	78	78
자본조정등	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	-4	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	302	301	302	304	309
비지배주주지분	196	202	208	216	227
자본총계	561	567	574	585	601
비이자부채	231	248	260	256	267
총차입금	195	192	176	169	163
순차입금	44	38	30	39	32

성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	8.4	5.8	-9.5	3.7	4.7
EPS증가율	-119.2	-155.9	8.4	32.7	36.0
수익성지표(%)					
배당수익률	3.7	3.2	5.4	5.4	5.4
ROE	-2.2	1.3	1.4	1.8	2.4
ROA	0.3	2.0	1.1	1.4	1.9
ROIC	0.5	3.6	2.0	2.7	3.6

현금흐름표

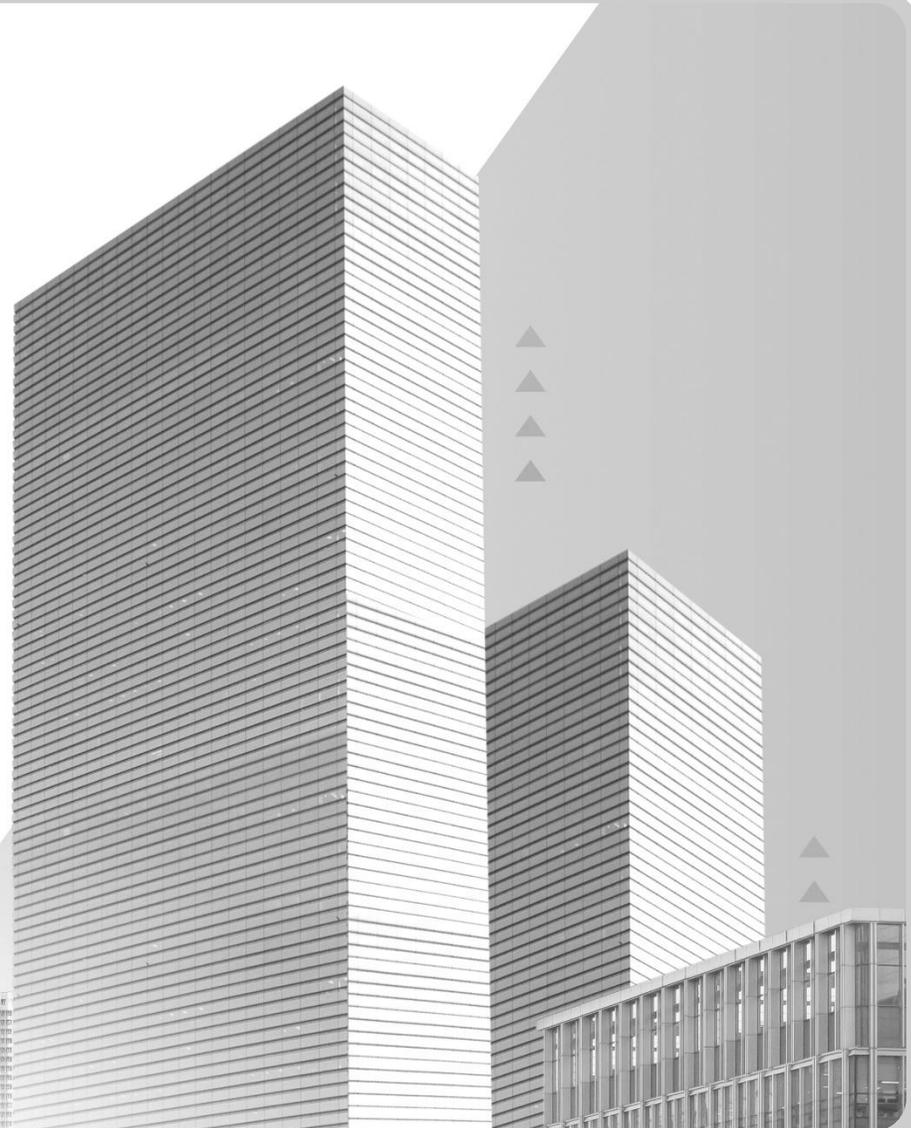
(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	7	57	31	17	24
당기순이익	3	20	11	15	20
비현금성 비용 및 수익	32	35	7	6	5
유형자산감가상각비	22	22	11	11	12
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-29	-3	18	2	4
매출채권등의 감소	-21	7	0	1	2
재고자산의 감소	-5	-14	9	4	1
매입채무등의 증가	10	-2	8	-3	0
기타 영업현금흐름	1	5	-5	-6	-5
투자활동 현금흐름	-18	-41	-32	-18	-26
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-29	-18	-20	-20
유형자산의 감소	5	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	-1
기타	-3	-14	-14	2	-5
재무활동 현금흐름	-5	-24	-19	-14	-1
차입금의 증가(감소)	47	33	0	-5	-5
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-52	-57	-19	-9	4
기타 및 조정	3	0	-1	0	1
현금의 증가	-13	-8	-21	-15	-2
기초현금	109	96	88	67	52
기말현금	96	88	67	52	50

안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	75.8	77.5	75.9	72.6	71.6
순차입금 비율(%)	7.8	6.7	5.2	6.7	5.3
이자보상배율(배)	1.4	3.4	1.5	2.1	3.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.4	4.6	4.3	4.5	4.7
재고자산회전율	10.1	9.7	8.7	9.7	10.5
총자산회전율	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9

부록

- 지주회사 소개(성격, 주 업종, 주력 자회사)
- 지주회사 전체 별도 및 연결 실적, 재무건전성
- 커버리지 지주회사의 계열사 구도 및 주요 주주 현황
- 해외 주요 지주회사(사업 내용, 주가 흐름, 지배구조)



종목명	종목코드	종류	업종	시장	거래량	가치	거래대금	거래대금	거래대금
삼성전자	005930	주식	전자	코스피	1,234,567	12,345,678	12,345,678	12,345,678	12,345,678
SK하이닉스	000660	주식	전자	코스피	987,654	9,876,543	9,876,543	9,876,543	9,876,543
LG화학	051910	주식	화학	코스피	765,432	7,654,321	7,654,321	7,654,321	7,654,321
삼성바이오	006400	주식	화학	코스피	543,210	5,432,109	5,432,109	5,432,109	5,432,109
SK이노베이션	000270	주식	화학	코스피	321,098	3,210,987	3,210,987	3,210,987	3,210,987
LG에너지솔루션	095490	주식	화학	코스피	109,876	1,098,765	1,098,765	1,098,765	1,098,765
SK에너지	000520	주식	화학	코스피	876,543	8,765,432	8,765,432	8,765,432	8,765,432
SK종합에너지	000530	주식	화학	코스피	654,321	6,543,210	6,543,210	6,543,210	6,543,210
SK이앤에너지	000540	주식	화학	코스피	432,109	4,321,098	4,321,098	4,321,098	4,321,098
SK에너지서비스	000550	주식	화학	코스피	210,987	2,109,876	2,109,876	2,109,876	2,109,876
SK에너지솔루션	000560	주식	화학	코스피	987,654	9,876,543	9,876,543	9,876,543	9,876,543
SK에너지솔루션	000570	주식	화학	코스피	765,432	7,654,321	7,654,321	7,654,321	7,654,321
SK에너지솔루션	000580	주식	화학	코스피	543,210	5,432,109	5,432,109	5,432,109	5,432,109
SK에너지솔루션	000590	주식	화학	코스피	321,098	3,210,987	3,210,987	3,210,987	3,210,987
SK에너지솔루션	000600	주식	화학	코스피	109,876	1,098,765	1,098,765	1,098,765	1,098,765
SK에너지솔루션	000610	주식	화학	코스피	876,543	8,765,432	8,765,432	8,765,432	8,765,432
SK에너지솔루션	000620	주식	화학	코스피	654,321	6,543,210	6,543,210	6,543,210	6,543,210
SK에너지솔루션	000630	주식	화학	코스피	432,109	4,321,098	4,321,098	4,321,098	4,321,098
SK에너지솔루션	000640	주식	화학	코스피	210,987	2,109,876	2,109,876	2,109,876	2,109,876
SK에너지솔루션	000650	주식	화학	코스피	987,654	9,876,543	9,876,543	9,876,543	9,876,543
SK에너지솔루션	000660	주식	화학	코스피	765,432	7,654,321	7,654,321	7,654,321	7,654,321
SK에너지솔루션	000670	주식	화학	코스피	543,210	5,432,109	5,432,109	5,432,109	5,432,109
SK에너지솔루션	000680	주식	화학	코스피	321,098	3,210,987	3,210,987	3,210,987	3,210,987
SK에너지솔루션	000690	주식	화학	코스피	109,876	1,098,765	1,098,765	1,098,765	1,098,765
SK에너지솔루션	000700	주식	화학	코스피	876,543	8,765,432	8,765,432	8,765,432	8,765,432
SK에너지솔루션	000710	주식	화학	코스피	654,321	6,543,210	6,543,210	6,543,210	6,543,210
SK에너지솔루션	000720	주식	화학	코스피	432,109	4,321,098	4,321,098	4,321,098	4,321,098
SK에너지솔루션	000730	주식	화학	코스피	210,987	2,109,876	2,109,876	2,109,876	2,109,876
SK에너지솔루션	000740	주식	화학	코스피	987,654	9,876,543	9,876,543	9,876,543	9,876,543
SK에너지솔루션	000750	주식	화학	코스피	765,432	7,654,321	7,654,321	7,654,321	7,654,321
SK에너지솔루션	000760	주식	화학	코스피	543,210	5,432,109	5,432,109	5,432,109	5,432,109
SK에너지솔루션	000770	주식	화학	코스피	321,098	3,210,987	3,210,987	3,210,987	3,210,987
SK에너지솔루션	000780	주식	화학	코스피	109,876	1,098,765	1,098,765	1,098,765	1,098,765
SK에너지솔루션	000790	주식	화학	코스피	876,543	8,765,432	8,765,432	8,765,432	8,765,432
SK에너지솔루션	000800	주식	화학	코스피	654,321	6,543,210	6,543,210	6,543,210	6,543,210
SK에너지솔루션	000810	주식	화학	코스피	432,109	4,321,098	4,321,098	4,321,098	4,321,098
SK에너지솔루션	000820	주식	화학	코스피	210,987	2,109,876	2,109,876	2,109,876	2,109,876
SK에너지솔루션	000830	주식	화학	코스피	987,654	9,876,543	9,876,543	9,876,543	9,876,543
SK에너지솔루션	000840	주식	화학	코스피	765,432	7,654,321	7,654,321	7,654,321	7,654,321
SK에너지솔루션	000850	주식	화학	코스피	543,210	5,432,109	5,432,109	5,432,109	5,432,109
SK에너지솔루션	000860	주식	화학	코스피	321,098	3,210,987	3,210,987	3,210,987	3,210,987
SK에너지솔루션	000870	주식	화학	코스피	109,876	1,098,765	1,098,765	1,098,765	1,098,765
SK에너지솔루션	000880	주식	화학	코스피	876,543	8,765,432	8,765,432	8,765,432	8,765,432
SK에너지솔루션	000890	주식	화학	코스피	654,321	6,543,210	6,543,210	6,543,210	6,543,210
SK에너지솔루션	000900	주식	화학	코스피	432,109	4,321,098	4,321,098	4,321,098	4,321,098
SK에너지솔루션	000910	주식	화학	코스피	210,987	2,109,876	2,109,876	2,109,876	2,109,876
SK에너지솔루션	000920	주식	화학	코스피	987,654	9,876,543	9,876,543	9,876,543	9,876,543
SK에너지솔루션	000930	주식	화학	코스피	765,432	7,654,321	7,654,321	7,654,321	7,654,321
SK에너지솔루션	000940	주식	화학	코스피	543,210	5,432,109	5,432,109	5,432,109	5,432,109
SK에너지솔루션	000950	주식	화학	코스피	321,098	3,210,987	3,210,987	3,210,987	3,210,987
SK에너지솔루션	000960	주식	화학	코스피	109,876	1,098,765	1,098,765	1,098,765	1,098,765
SK에너지솔루션	000970	주식	화학	코스피	876,543	8,765,432	8,765,432	8,765,432	8,765,432
SK에너지솔루션	000980	주식	화학	코스피	654,321	6,543,210	6,543,210	6,543,210	6,543,210
SK에너지솔루션	000990	주식	화학	코스피	432,109	4,321,098	4,321,098	4,321,098	4,321,098
SK에너지솔루션	001000	주식	화학	코스피	210,987	2,109,876	2,109,876	2,109,876	2,109,876

지주회사 소개(1)

지주사	지주 성격	주 업종	주력 자회사	시가총액
SK	사업지주	정유/화학, 에너지, 바이오, ICT, 반도체 등	SK이노베이션, SK텔레콤, SK하이닉스, SK네트웍스, SKC, SKE&S, SK건설, SK실트론	12,876
LG	순수지주	ICT, 화학, 생활건강, SI 등	LG전자, LG화학, LG유플러스, LG생활건강, 실리콘웍스, LGCNS	10,785
한진칼	순수지주	항공, 물류, 호텔, 여행업 등	대한항공, 제동레저, 진에어, 토파스여행정보, 정석기업, 한진, 칼호텔네트워크	5,219
아모레G	순수지주	화장품 등	아모레퍼시픽, 이니스프리, 에뛰드 에스쁘아	4,807
롯데지주	순수지주	쇼핑, 제과, 화학, 음식료 등	롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데칠성음료, 롯데케미칼, 롯데글로벌로지스 등	3,913
현대중공업지주	순수지주	조선, 정유, 기계(로보틱스), 전력장비 등	한국조선해양, 현대건설기계, 현대일렉트릭, , 현대오일뱅크, 현대글로벌서비스	3,762
GS	순수지주	정유, 에너지, 쇼핑, 발전 등	GS에너지, GS리테일, GS홈쇼핑, GS스포츠, GSEPS, GS글로벌, GSE&R	3,512
CJ	순수지주	음식료, 물류, 엔터테인먼트 등	CJ제일제당, CJ이엔엠, CJCGV, 두산중공업, CJ올리브영, CJ푸드빌,	2,378
한미사이언스	순수지주	생명공학 및 헬스케어	한미약품, 한미정밀화학, 한미헬스케어, 온라인팜, 제이브이엠	1,855
효성	사업지주	중공업/건설, 산업자재, 화학, 섬유 등	효성티앤씨, 효성화학, 효성중공업, 진흥기업, 효성티앤에스	1,515
한화	비지주	화학, 에너지, 기계(방산, 항공), 금융, 유통	한화케미칼, 한화생명보험, 한화에어로스페이스, 한화(자체사업), 한화건설, 한화호텔앤리조트	1,454
LS	순수지주	전선, 전력장비, 동 제련, 트랙터 등	LS산전, LS전선아시아, LS전선, LS니코동제련, LS아이앤디	1,172
대웅	사업지주	생명공학 및 헬스케어	대웅제약, 대웅바이오, 대웅생명과학, 알피코프	1,096
녹십자홀딩스	순수지주	생명공학 및 헬스케어	녹십자, 녹십자엠에스, 녹십자웰빙 등	990
하림지주	순수지주	가금, 사료, 음식료, 운송, 쇼핑 등	하림, 선진, 팜스코, 엔에스쇼핑, 팬오션, 제일사료	569
두산	비지주	전자부품, 산업차량, 연료전지, 중공업, 굴삭기 등	두산중공업, 두산솔루스, 두산퓨얼셀, 두산(자체사업)	672
HDC	순수지주	건설, 유향, 관리서비스 등	HDC현대산업개발, HDC현대EP, HDC아이콘트롤스	537
영원무역홀딩스	순수지주	의류 생산	영원무역, 영원이웃도어 등	554
풀무원	순수지주	식품/식자재, 푸드서비스, 물류 등	풀무원식품, 이씨엠디, 풀무원건강생활, 풀무원다논, 풀무원샘물 등	465
삼양홀딩스	순수지주	식품, 화학	삼양사, 삼남석유화학, 삼양화성, 삼양이노캠 등	430
농심홀딩스	순수지주	식품 및 포장재 제조	농심, 울촌화학, 태경농산, 농심엔지니어링, 농심개발 등	348
AK홀딩스	순수지주	화학, 생활용품, 유통, 항공운송 등	애경화학, 애경화학, 애경산업, 제주항공 등	344
JW홀딩스	사업지주	생명공학 및 헬스케어	JW중외신약, JW신약, JW생명과학, JW메디칼 등	332
하이트진로홀딩스	순수지주	주류	하이트진로, 하이트진로산업, 진로소주, 하이트진로음료 등	309

주: 시가총액 기준일 2020년 4월 28일. 단위: 십억원. 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 소개(2)

지주사	지주 성격	주 업종	주력 자회사	시가총액
한라홀딩스	사업지주	자동차 부품, 건설, 부품 유통	만도, 한라, 만도헬라, 한라홀딩스(자체사업)	305
세아홀딩스	순수지주	철강	세아베스틸, 세아알앤아이, 세아특수강, 세아에프에스 등	270
SBS미디어홀딩스	순수지주	미디어	SBS, SBS미디어넷, SBS바이아컴 등	266
엘브이엠씨홀딩스	순수지주	자동차, 오토바이	코라오 디벨로핑, KR모터스 등	255
대상홀딩스	순수지주	식품 및 소재	대상, 대상정보기술, 상암커뮤니케이션즈, 동서건설 등	229
S&T홀딩스	순수지주	차량부품, 산업설비, 기계	S&T중공업, S&T모티브, S&TC 등	236
풍산홀딩스	사업지주	비철금속	풍산, 풍산특수금속, 풍산네오티스, 풍산메탈서비스 등	226
코아시아	순수지주	LED, 비메모리반도체, 음향 부품	Itswell Vina Co, CoAsia SEMI Ltd, 비에스이 등	237
KISCO홀딩스	순수지주	철강	한국철강, 한영철강공업, 대흥산업, 서릉 등	189
코오롱	순수지주	건설, 유통, 환경, 제약, IT서비스	코오롱글로벌, 코오롱인더스트리, 코오롱환경에너지, 코오롱생명과학 등	225
KPX홀딩스	순수지주	화학물 제조, 의약품 중간체 제조	KPX케미칼, KPX라이프사이언스, 진양홀딩스, KPX개발, KPX글로벌 등	185
일진홀딩스	순수지주	전선, 전력장비, 기계, 의료장비	일진전기, 일진다이아몬드, 알피니언메디칼	183
동성코퍼레이션	사업지주	석유화학	동성화학, 동성화인텍, 동성TCS, 제네웰, 디앤엠파트너스 등	181
한솔홀딩스	순수지주	제지, IT, 물류, 기계, 전자재	한솔제지, 한솔테크닉스, 한솔로지스틱스, 한솔이엠이, 한솔페이퍼텍	142
대성홀딩스	사업지주	IT사업부와 이러닝 교육서비스, 도시가스	대성에너지, 대성청정에너지, 대성글로벌네트워크, 대성이앤씨 등	156
진양홀딩스	순수지주	PVC바닥재, 폴리우레탄, 전자재, 차 부품	진양산업, 진양화학, 진양폴리우레탄, 진양물, 진양물산, 진양모바일 등	129
노루홀딩스	순수지주	도료, 종자사업	노루페인트, 노루비케미칼, 아이피케이, 노루오토코팅	122
성창기업지주	순수지주	합판/마루판 등 목재류, 유통, 반도체 검사	성창기업, 성창보드, 지씨테크, 지씨글로벌, 블루이앤지 등	105
KC그린홀딩스	순수지주	환경플랜트, 신재생에너지	KC코트렐, KC써멀, KC환경서비스, KC환경건설, KC술라에너지 등	81
CS홀딩스	순수지주	용접재료	조선선재, 조선선재온산 등	54
평화홀딩스	순수지주	자동차부품	평화산업, 평화오일실공업, 평화기공, 평화씨엠비, 평화이앤지 등	50
SJM홀딩스	순수지주	자동차부품, 플랜트사업부	에스제이엠, 티엔엔, 에이커스 등	38
휴맥스홀딩스	순수지주	셋톱박스, 차 전장	휴맥스, 알티캐스트 등	34

주: 시가총액 기준일 2020년 4월 28일. 단위: 십억원. 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 별도 실적 (1)

지주사 (분기 기준)	매출		영업이익			순이익			
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
삼성물산	46,897	-10.3	-5.0	1,661	-4.9	48.3	1,323	-42.1	-6.4
SK	5,665	8.9	-0.9	399	-12.6	-72.0	1,929	-59.2	46.3
LG	1,042	0.5	3.1	388	-18.2	-21.5	180	-75.3	-48.5
한진칼	91	-7.6	-7.1	54	-8.6	-9.3	10	-88.3	-50.1
아모레G	61	-6.1	-93.1	-23	적전	적전	-147	적전	적전
롯데지주	398	-7.1	-9.4	-7	적지	적전	-1,673	적지	적전
현대중공업지주	778	22.4	12.7	1	-99.2	-98.4	3,982	흑전	흑전
GS	495	38.4	54.0	243	-12.1	3.0	173	18.9	24.1
CJ	611	3.6	128.2	102	16.3	-12.7	159	83.7	27.8
한미사이언스	95	33.4	13.5	29	123.6	52.7	16	흑전	286.3
효성	644	-54.5	-12.0	-60	적전	적전	-35	적지	적전
한화	14,669	-5.2	38.9	897	114.4	129.9	669	-28.4	904.4
LS	-182	-	-	-282	적전	적전	-333	적전	적전
대웅	122	0.4	5.9	30	3.1	88.4	-22	적전	적전
녹십자홀딩스	193	-38.8	46.7	85	5.7	146.3	116	흑전	흑전
하림지주	62	-	-	26	흑전	흑전	-150	적지	적지
두산	2,354	-	-	636	흑전	874.4	5,830	12,084.8	9,394.3
HDC	99	1.4	21.1	38	143.0	6.1	24	-48.4	-96.5
영원무역홀딩스	42	10.7	16.5	2	-93.2	-90.0	-42	적전	적전
풀무원	198	24.1	4.5	8	-77.2	-53.6	-18	적지	적전
삼양홀딩스	-110	-	-	-228	적지	적전	-218	적지	적전
농심홀딩스	-	-	-	-13	적지	적지	-51	적지	적지
AK홀딩스	26	2.5	2.6	-16	적지	적지	-21	적전	적지
JW홀딩스	216	6.7	14.9	18	315.5	-15.6	-38	적지	적전
하이트진로홀딩스	14	27.0	10.1	4	36.9	-23.3	-44	적지	적지

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY
삼성물산	199,836	-4.1	5,835	-17.7	5,411	-54.2
SK	32,455	21.4	14,809	39.6	14,205	-2.3
LG	8,747	15.5	6,438	17.8	5,812	5.2
한진칼	651	5.3	486	4.2	321	-15.3
아모레G	1,537	109.6	1,251	179.2	1,183	139.3
롯데지주	3,897	48.2	2,416	100.0	2,108	흑전
현대중공업지주	4,927	-15.0	2,476	-26.7	5,909	352.4
GS	3,653	-27.8	3,090	-34.2	2,775	-34.2
CJ	1,817	6.9	747	-5.4	633	75.1
한미사이언스	349	16.3	101	11.5	56	-8.3
효성	3,429	-11.6	544	320.4	438	-98.5
한화	44,332	-15.1	1,889	-37.0	1,003	-64.8
LS	871	-81.6	453	-89.6	516	-87.5
대웅	492	2.8	120	-2.9	63	-48.7
녹십자홀딩스	636	-54.6	275	-22.4	281	43.8
하림지주	131	6.2	2	-96.4	15	-73.6
두산	20,607	-1.7	1,619	-24.6	6,338	299.6
HDC	501	1.0	273	142.3	977	-88.5
영원무역홀딩스	257	38.2	186	17.4	149	12.3
풀무원	790	2.4	123	-47.0	102	-35.6
삼양홀딩스	581	-30.0	197	-56.8	206	-57.5
농심홀딩스	181	0.0	138	-0.5	102	-26.5
AK홀딩스	339	0.8	203	-1.7	187	-13.7
JW홀딩스	836	-28.9	133	-75.7	-2	적전
하이트진로홀딩스	338	1.7	308	0.3	91	19.9

주: 시가총액 순서, 2019년 실적기준, 4분기는 사업부 조정 등으로 특이사항 발생. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 별도 실적 (2)

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
		YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ
한라홀딩스	1,554	11.2	-4.0	153	흑전	-34.0	-11	적지	적전
동화기업	956	-12.2	5.8	26	-51.6	10.1	145	흑전	567.3
세아홀딩스	56	-31.4	81.2	2	-82.6	흑전	50	290.5	-60.8
SBS미디어홀딩스	4	5.5	0.0	-4	적지	적지	-384	적지	적지
대상홀딩스	102	239.7	171.1	68	2,127.3	632.8	-96	적전	적전
S&T홀딩스	5	-4.4	6.1	-1	적지	적전	1	-73.0	-55.8
풍산홀딩스	244	-13.1	0.7	3	-63.1	0.6	-5	적전	적지
코아시아	808	3,141.3	730.4	5	-56.4	-43.4	9	흑전	-74.9
KISCO홀딩스	5	-7.4	0.0	-4	적지	적지	1	-67.5	-35.7
코오롱	152	35.7	56.7	82	64.4	120.8	76	흑전	흑전
KPX홀딩스	14	92.2	-61.1	-6	적지	적전	10	흑전	-73.6
일진홀딩스	10	22.0	13.6	4	45.8	69.6	13	-56.2	-62.2
동성코퍼레이션	576	-30.2	-12.5	-41	적전	적지	-53	적지	적지
한솔홀딩스	56	-0.2	-11.3	13	-9.1	-58.9	-8	적지	적전
대성홀딩스	38	31.2	111.7	11	흑전	흑전	11	흑전	흑전
진양홀딩스	7	-20.0	-78.6	-5	적지	적전	2	-79.0	-93.8
노루홀딩스	8	-90.6	-86.7	-37	적전	적전	-130	적지	적전
성창기업지주	13	-26.7	-9.4	-1	적전	적전	2	-48.4	-60.7
KC그린홀딩스	25	14.9	13.2	22	186.6	259.5	-34	적지	적전
CS홀딩스	7	11.7	7.9	2	4.7	56.1	2	-44.0	-27.6
평화홀딩스	26	-28.6	-29.2	-2	적전	적전	-77	적지	적지
SJM홀딩스	-1	-	-	-6	적지	적전	-1	적지	적전
휴맥스홀딩스	-40	-	-	23	흑전	흑전	-20	적지	적지
한국전자홀딩스	2	-87.7	-88.7	-77	적지	적전	-73	적지	적전

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
한라홀딩스	6,206	-8.3	655	27.1	344	310.8
동화기업	3,709	-15.4	170	-59.3	278	-20.7
세아홀딩스	502	-5.6	317	-6.9	488	50.4
SBS미디어홀딩스	38	20.5	6	131.8	-218	적전
대상홀딩스	298	45.7	185	54.8	13	-89.0
S&T홀딩스	110	51.1	90	66.8	92	48.7
풍산홀딩스	1,018	-13.3	89	-40.0	69	-52.4
코아시아	922	1,581.2	1	-70.1	155	흑전
KISCO홀딩스	142	6.7	111	8.1	129	8.8
코오롱	605	3.9	314	11.7	91	흑전
KPX홀딩스	137	-9.9	87	-24.0	145	10.9
일진홀딩스	62	-14.0	34	-29.6	62	-69.9
동성코퍼레이션	2,779	-14.5	-8	적전	-28	적지
한솔홀딩스	264	4.2	115	3.8	72	흑전
대성홀딩스	166	-28.6	58	-40.9	38	-41.1
진양홀딩스	93	-66.1	53	-76.4	106	-66.3
노루홀딩스	298	-8.4	146	-12.3	35	-31.0
성창기업지주	58	-27.8	2	-61.0	21	-15.3
KC그린홀딩스	137	6.1	84	28.6	14	-55.3
CS홀딩스	33	9.4	14	13.4	18	6.4
평화홀딩스	174	-12.1	58	-21.5	-36	적전
SJM홀딩스	61	13.6	42	52.7	50	43.4
휴맥스홀딩스	26	-18.3	11	-37.5	-74	적지
한국전자홀딩스	52	-6.5	-57	적지	-48	적지

주: 시가총액 순서, 2019년 실적기준, 4분기는 사업부 조정 등으로 특이사항 발생. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 연결 실적 (1)

지주사 (분기 기준)	매출		영업이익		순이익		YoY	QoQ	
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ			
삼성물산	76,979	-3.4	-0.5	3,247	33.7	50.1	3,531	-56.1	33.3
SK	236,098	0.3	-5.4	4,947	20,907.6	-50.8	-7,203	적전	적전
LG	16,531	-	-1.3	-656	적전	적전	-1,970	적전	적전
한진칼	2,566	-14.0	-14.9	-476	적지	적지	-211	적지	적지
아모레G	15,025	7.5	-4.3	625	281.0	-48.1	-677	적지	적전
롯데지주	22,553	490.4	-2.5	332	흑전	-53.8	-8,437	적지	적전
현대중공업지주	67,851	-8.7	3.9	1,006	흑전	-54.2	-1,026	적지	적전
GS	43,359	11.3	-4.1	4,815	22.0	-12.6	183	-90.2	-92.5
CJ	88,513	13.5	2.0	3,739	32.0	-12.4	-1,542	적지	적전
한미사이언스	2,186	14.0	7.1	40	128.9	7.8	78	흑전	29.1
효성	9,081	4.5	15.8	658	-12.4	160.7	442	-84.9	흑전
한화	127,293	-2.0	-1.9	1,148	흑전	-70.4	-4,354	적지	적전
LS	26,940	4.5	8.3	213	-33.0	-73.8	-647	적지	적전
대웅	3,523	8.0	5.4	196	-9.2	-7.8	125	흑전	-24.9
녹십자홀딩스	3,776	-5.2	-8.3	-203	적지	적전	-203	적지	적전
하림지주	18,666	2.0	-0.4	514	15.1	-42.7	305	202.4	7.4
두산	47,899	15.0	15.7	3,029	140.2	105.2	2,710	흑전	흑전
HDC	4,098	1.6	6.2	259	71.3	-21.0	474	29.9	-44.3
영원무역홀딩스	7,332	6.7	1.0	761	11.7	-1.2	431	125.3	-35.6
풀무원	6,082	7.0	-3.0	70	-32.5	-37.4	-111	적지	적전
삼양홀딩스	6,280	-4.1	-2.6	-167	적전	적전	-193	적지	적전
농심홀딩스	1,455	-3.0	18.4	118	8.3	39.4	114	-44.8	59.3
AK홀딩스	8,991	2.2	-7.6	-31	적전	적전	-182	적전	적전
JW홀딩스	1,715	-1.4	-10.0	-235	적지	적전	-331	적지	적전
하이트진로홀딩스	5,566	18.6	5.7	353	64.6	-31.9	-166	적지	적전

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익		YoY		YoY
	YoY	YoY	YoY	YoY					
삼성물산	307,615	-1.3	8,668	-21.5	10,479	-40.1			
SK	992,646	-0.9	39,499	-15.7	16,072	-73.9			
LG	65,753	-15.1	10,241	-43.8	11,068	-41.2			
한진칼	12,035	-7.8	-39	적전	-2,592	적지			
아모레G	62,843	3.4	4,983	-9.3	2,824	-24.9			
롯데지주	88,562	21.8	1,749	77.7	-4,116	적전			
현대중공업지주	266,303	-2.3	6,666	-22.6	1,153	-59.4			
GS	177,861	0.2	20,331	-8.0	6,689	-35.1			
CJ	337,797	14.4	15,092	13.3	3,238	-63.2			
한미사이언스	8,166	15.3	161	46.8	307	70.6			
효성	33,734	12.4	2,368	52.8	1,500	-95.6			
한화	504,124	3.4	11,257	-37.7	2,311	-71.1			
LS	101,762	0.8	2,724	-24.4	928	-81.0			
대웅	13,657	10.9	1,075	20.5	713	117.9			
녹십자홀딩스	15,248	-1.5	304	-38.4	-305	적전			
하림지주	73,503	-0.1	3,065	-13.6	946	-51.3			
두산	185,357	6.2	12,619	7.3	4,331	흑전			
HDC	16,167	4.4	1,281	34.3	2,751	-70.5			
영원무역홀딩스	27,380	8.7	2,990	17.3	2,277	49.7			
풀무원	23,815	4.8	306	-24.0	-75	적전			
삼양홀딩스	24,886	-2.9	794	-42.7	620	-39.5			
농심홀딩스	5,367	-1.2	413	0.4	366	-21.7			
AK홀딩스	37,595	1.3	1,313	-51.3	574	-72.2			
JW홀딩스	7,264	0.1	27	-91.8	-316	적전			
하이트진로홀딩스	20,263	8.0	1,009	-2.5	-401	적전			

주: 시가총액 순서, 2019년 실적기준, 4분기는 사업부 조정 등으로 특이사항 발생. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 연결 실적 (2)

지주사 (분기 기준)	매출			영업이익			순이익		
	YoY	QoQ		YoY	QoQ		YoY	QoQ	
한라홀딩스	2,003	25.3	-3.2	182	흑전	-33.3	127	흑전	-32.8
동화기업	1,913	0.7	3.2	123	-12.4	-13.5	182	475.3	175.7
세아홀딩스	11,558	-9.7	-5.2	11	흑전	-92.0	-31	적지	적전
SBS미디어홀딩스	720	-	26.7	-16	적지	적전	-804	적전	적전
엘브이엠씨홀딩스	1,141	26.1	9.5	263	흑전	흑전	-288	적지	적지
대상홀딩스	8,860	7.7	-5.7	216	55.3	-57.6	479	흑전	75.4
S&T홀딩스	4,181	3.3	13.0	350	-4.1	-13.1	205	-19.6	-40.5
풍산홀딩스	616	-7.2	-12.9	14	-16.5	28.5	77	308.5	717.8
코아시아	1,069	40.4	-18.2	64	900.5	21.1	26	흑전	-49.3
KISCO홀딩스	2,766	-17.8	-4.9	59	-77.9	-66.9	58	-65.4	-70.9
코오롱	12,043	8.8	9.8	369	8.0	-1.2	-173	적지	적전
KPX홀딩스	2,639	-0.8	5.7	172	68.0	-7.9	251	흑전	21.3
일진홀딩스	2,972	15.4	44.9	36	-74.5	-24.1	-22	적지	적전
동성코퍼레이션	2,307	5.5	10.3	75	흑전	-37.9	-24	적지	적전
한솔홀딩스	1,450	48.1	8.9	-32	적지	적전	-137	적지	적전
대성홀딩스	2,846	-0.6	115.6	170	40.8	흑전	75	-26.3	흑전
진양홀딩스	569	-8.6	3.1	26	-24.0	-22.7	82	998.5	8.1
노루홀딩스	2,136	-0.8	-7.4	-7	적전	적전	-1	적지	적전
성창기업지주	329	54.6	-13.7	34	흑전	흑전	-32	적지	적지
KC그린홀딩스	2,352	25.0	39.6	83	-5.0	25.6	-21	적전	적전
CS홀딩스	357	11.3	8.5	46	18.5	4.9	26	-24.3	-51.1
평화홀딩스	1,528	0.6	5.0	87	흑전	흑전	72	흑전	흑전
SJM홀딩스	408	0.4	-3.3	14	흑전	-59.8	-8	적전	적전
한국전자홀딩스	506	2.5	-7.9	-118	적지	적지	-268	적지	적전

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
	YoY		YoY		YoY	
한라홀딩스	7,984	-9.9	754	30.1	411	213.4
동화기업	7,174	-5.6	585	-30.5	434	-14.8
세아홀딩스	49,307	-4.8	895	-23.8	485	-24.9
SBS미디어홀딩스	2,398	3.5	48	169.5	-1,048	적전
엘브이엠씨홀딩스	3,637	23.7	32	흑전	-511	적지
대상홀딩스	35,525	4.5	1,555	17.0	1,382	202.9
S&T홀딩스	15,121	7.9	1,263	73.8	1,245	68.9
풍산홀딩스	2,644	-13.6	108	-70.5	242	-31.8
코아시아	4,389	21.3	205	365.7	123	흑전
KISCO홀딩스	11,830	-8.2	576	-12.4	629	73.2
코오롱	44,060	1.9	1,245	18.6	-95	적지
KPX홀딩스	10,103	-1.2	643	90.0	758	413.8
일진홀딩스	8,962	-3.6	310	31.8	224	2,410.2
동성코퍼레이션	8,498	4.5	518	566.3	250	흑전
한솔홀딩스	5,416	-10.0	118	-53.5	263	흑전
대성홀딩스	9,186	1.0	239	29.4	179	-24.6
진양홀딩스	2,253	-6.8	129	38.4	229	392.7
노루홀딩스	8,843	5.8	250	144.3	199	647.5
성창기업지주	1,510	10.2	-30	적지	-109	적지
KC그린홀딩스	6,989	30.7	215	62.0	143	-23.7
CS홀딩스	1,350	10.1	170	27.8	166	31.4
평화홀딩스	5,811	4.5	-36	적지	-218	적지
SJM홀딩스	1,608	0.0	63	253.8	93	51.7
한국전자홀딩스	2,170	-7.3	-121	적전	-238	적전

주: 시가총액 순서, 2019년 실적기준, 4분기는 사업부 조정 등으로 특이사항 발생. 누적 기준 YoY는 전년동기대비. 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

재무 건전성

지주사	차입금	현금및 현금성자산	금융이익	부채비율
삼성물산	7,137	27,044	-354	72.0
SK	363,105	79,818	-13,753	153.0
LG	-1,981	13,371	-79	18.0
아모레G	-12,133	14,174	48	27.8
현대중공업지주	60,471	20,285	-2,713	116.4
GS	81,384	7,367	-2,341	124.9
롯데지주	26,721	7,236	-733	100.3
CJ	113,313	16,026	-6,876	176.3
한미사이언스	273	167	-16	41.1
한진칼	4,392	1,412	-258	89.6
한화	106,258	35,127	-4,380	131.6
효성	23,123	1,893	-284	140.8
LS	31,314	10,174	-940	152.0
두산	99,265	18,408	-6,619	327.7
녹십자홀딩스	6,377	1,765	-251	84.1
대웅	3,224	675	-29	62.6
하림지주	29,345	5,652	-1,292	149.8
영원무역홀딩스	-1,616	5,474	-38	47.1
HDC	7,452	1,395	-295	78.5
삼양홀딩스	8,503	1,623	-115	76.9
한라홀딩스	4,943	1,132	-252	98.7
AK홀딩스	13,677	2,849	-382	202.7
풀무원	3,018	1,207	-258	220.6
JW홀딩스	3,831	1,158	-295	253.6
농심홀딩스	927	97	-21	31.9

지주사	차입금	현금및 현금성자산	금융이익	부채비율
동화기업	4,878	216	-91	112.6
세아홀딩스	12,978	2,498	-294	80.0
하이트진로홀딩스	14,813	1,670	-651	290.5
SBS미디어홀딩스	-576	619	60	12.3
풍산홀딩스	505	348	-11	30.0
대상홀딩스	6,130	2,808	-200	139.5
일진홀딩스	2,252	1,473	-95	130.1
S&T홀딩스	-3,757	3,759	181	37.6
KISCO홀딩스	-956	1,205	155	17.3
동성코퍼레이션	1,651	793	-79	103.3
KPX홀딩스	866	306	357	22.7
코오롱	12,996	1,771	-644	394.3
엘브이엠씨홀딩스	1,886	120	-389	108.3
한솔홀딩스	38	344	-16	46.1
노루홀딩스	1,018	876	-31	77.5
코아시아	657	378	-28	129.2
진양홀딩스	483	159	127	37.9
대성홀딩스	1,452	481	-36	110.4
성창기업지주	722	98	-26	33.9
KC그린홀딩스	-131	1,323	-31	177.3
CS홀딩스	-1,005	1,028	38	9.8
평화홀딩스	2,192	159	-125	305.4
SJM홀딩스	-201	364	16	22.2
휴맥스홀딩스	67	73	100	10.8
한국전자홀딩스	394	286	-21	60.9

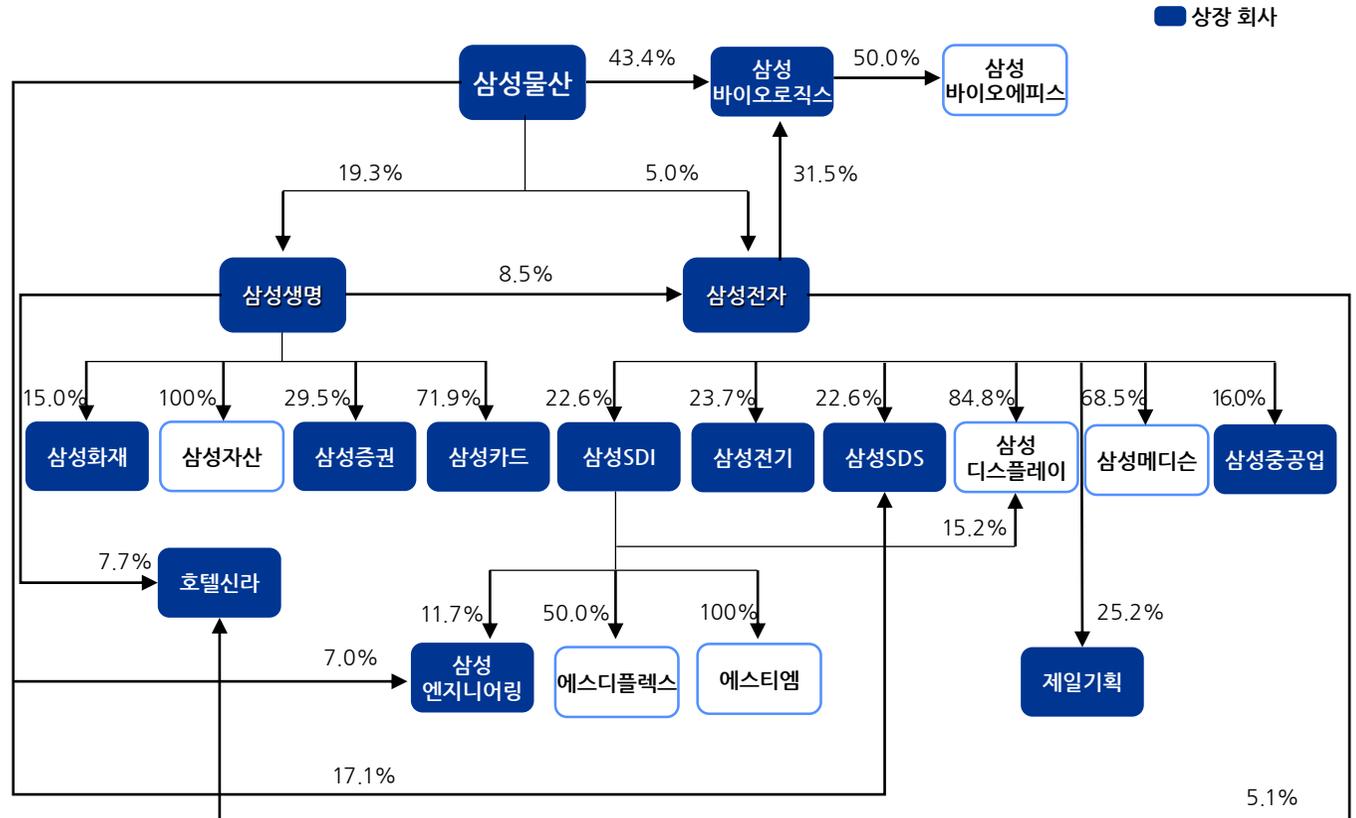
단위: 억원, %. 자료: Quantwise

계열사 구도와 주요 주주 현황- 삼성물산

주주현황

최대주주	보유지분(%)
이재용	17.23
이부진	5.51
이서현	5.51
㈜KCC	9.00
국민연금공단	7.30
자사주	13.83

지배구조

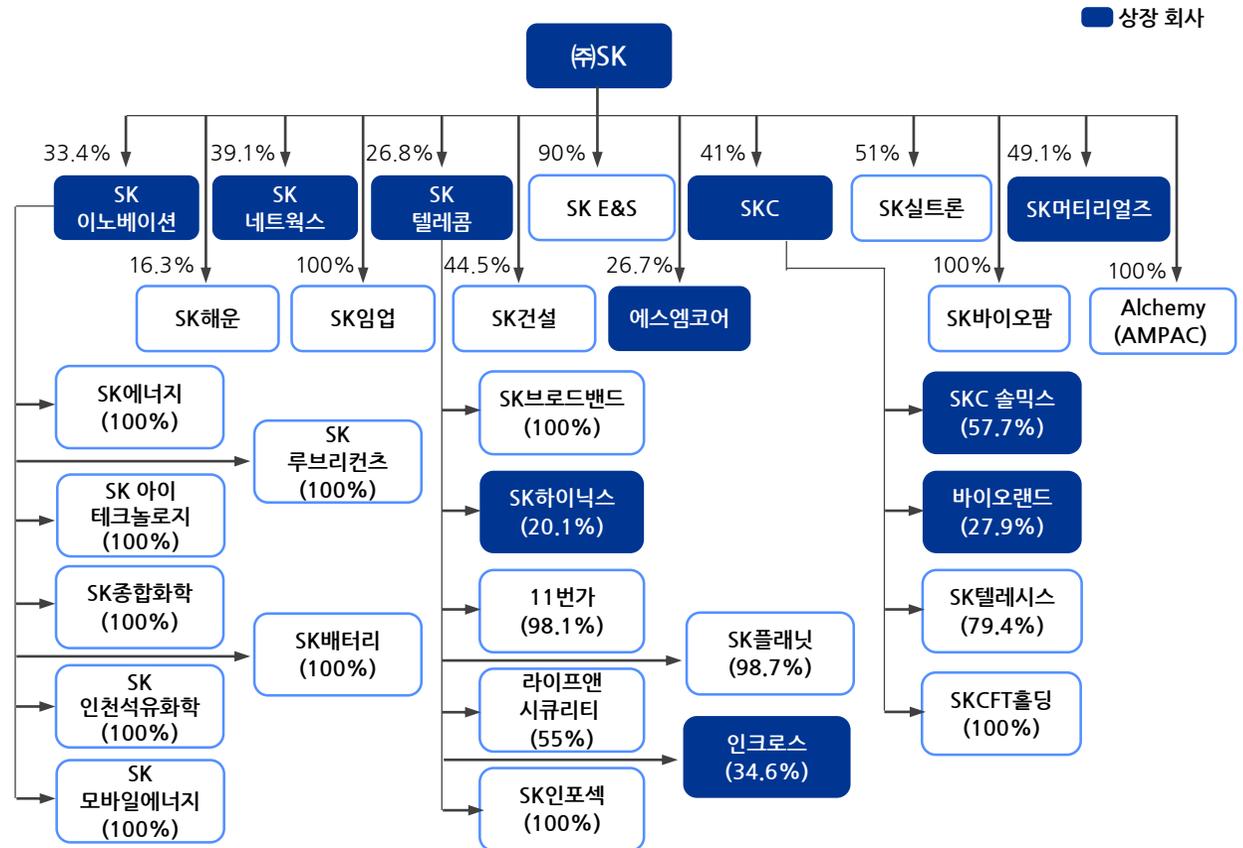


계열사 구도와 주요 주주 현황- SK

주주현황

최대주주	보유지분(%)
최태원	18.44
최기원	6.85
최재원	2.36
국민연금공단	8.46
자사주	25.66

지배구조

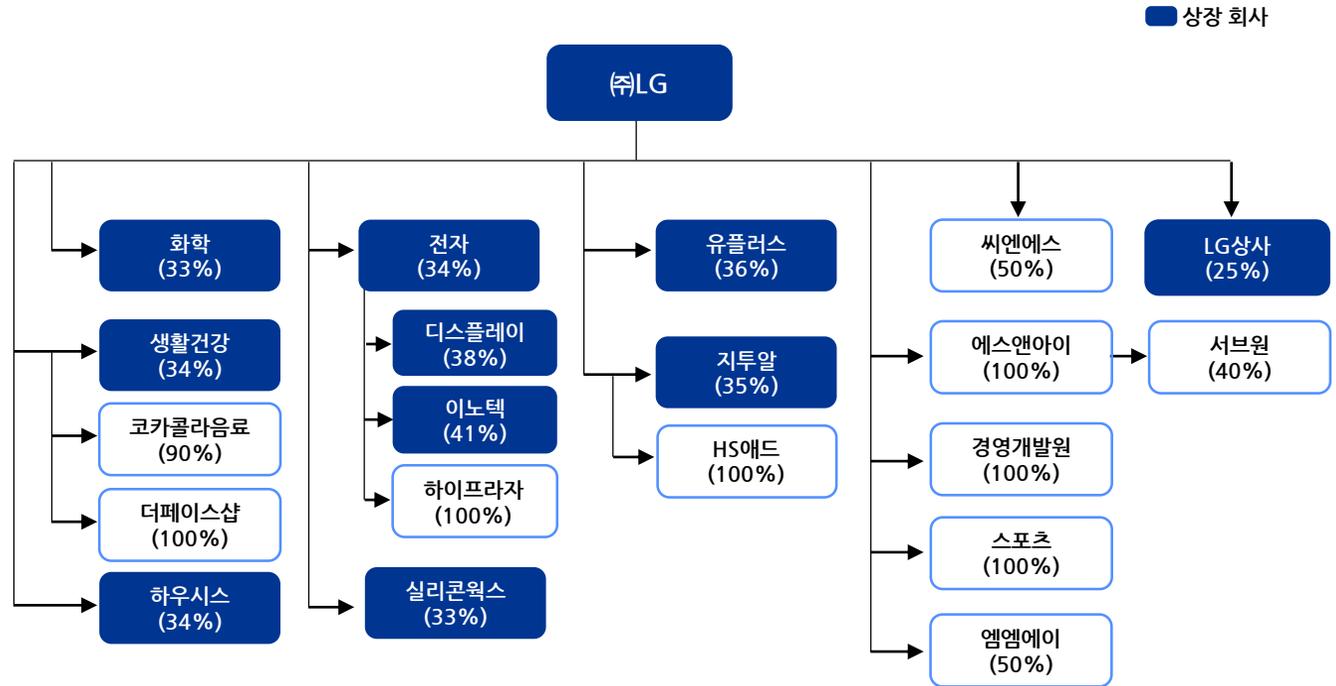


계열사 구도와 주요 주주 현황- LG

주주현황

최대주주	보유지분(%)
구광모	15.00
구본준	7.72
국민연금공단	7.64
자사주	0.05

지배구조

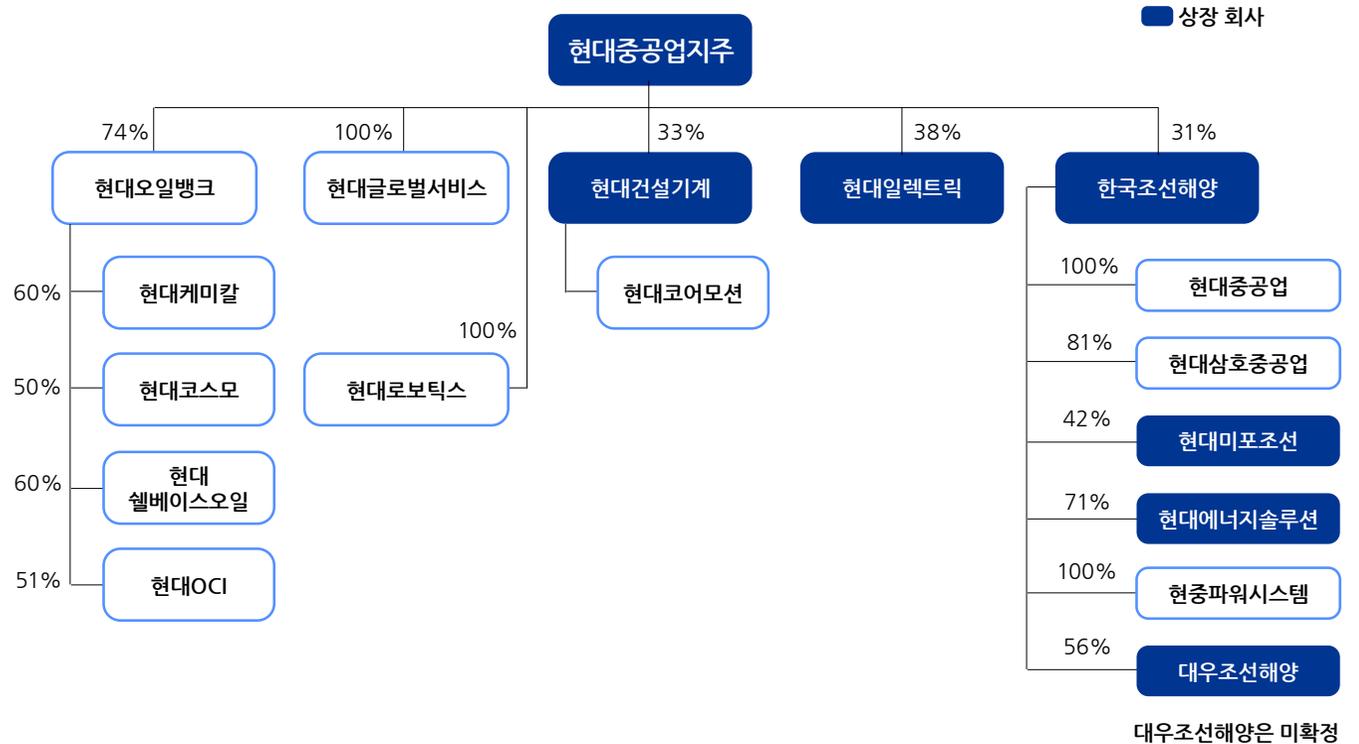


계열사 구도와 주요 주주 현황- 현대중공업지주

주주현황

최대주주	보유지분(%)
정몽준	25.80
정기선	5.10
아산사회복지재단	1.87
국민연금공단	11.29
자사주	12.83

지배구조

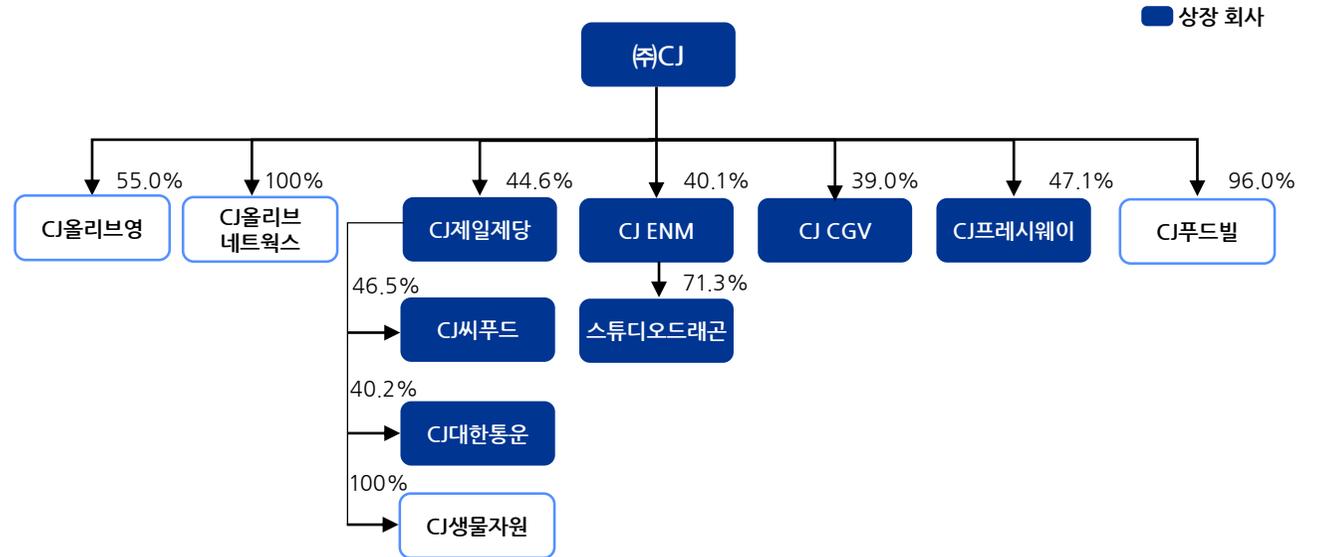


계열사 구도와 주요 주주 현황- CJ

주주현황

최대주주	보유지분(%)
이재현	42.07
이선호	2.75
이경후	1.19
국민연금공단	8.48
자사주	11.17

지배구조

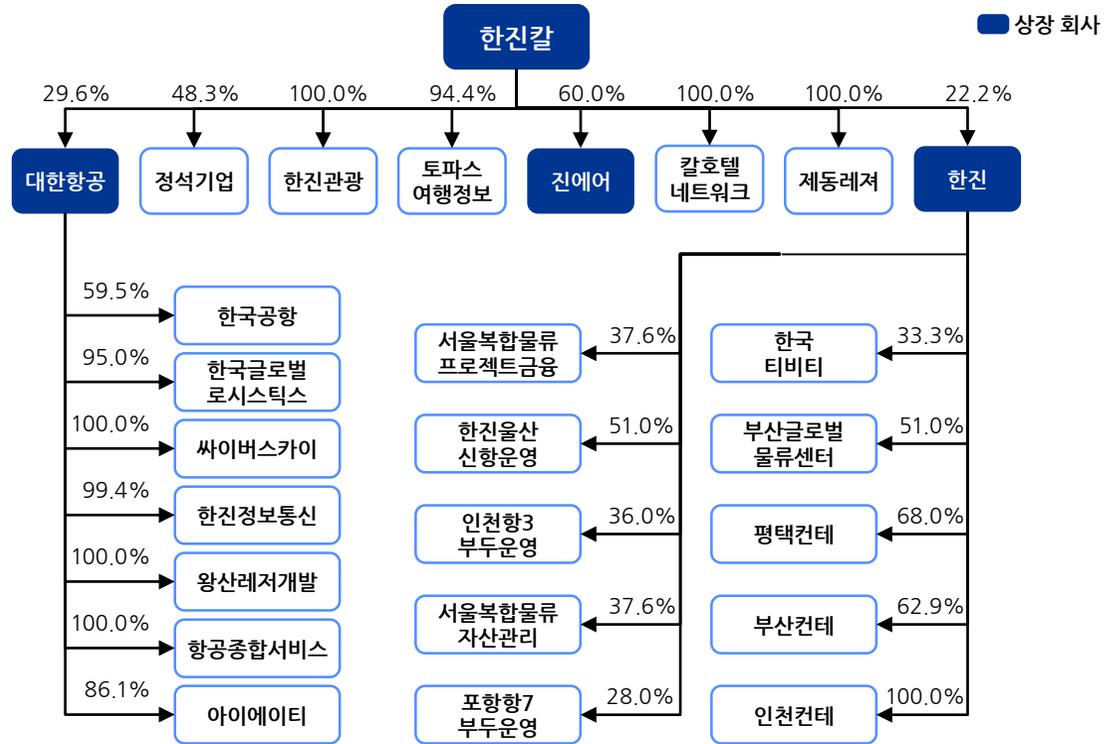


계열사 구도와 주요 주주 현황- 한진칼

주주현황

최대주주	보유지분(%)
조원태	6.52
조현아	6.49
조현민	6.47
이명희	5.31
그레이스홀딩스 외	19.36
Delta Air Lines, Inc.	14.90
대호개발 외	8.40

지배구조

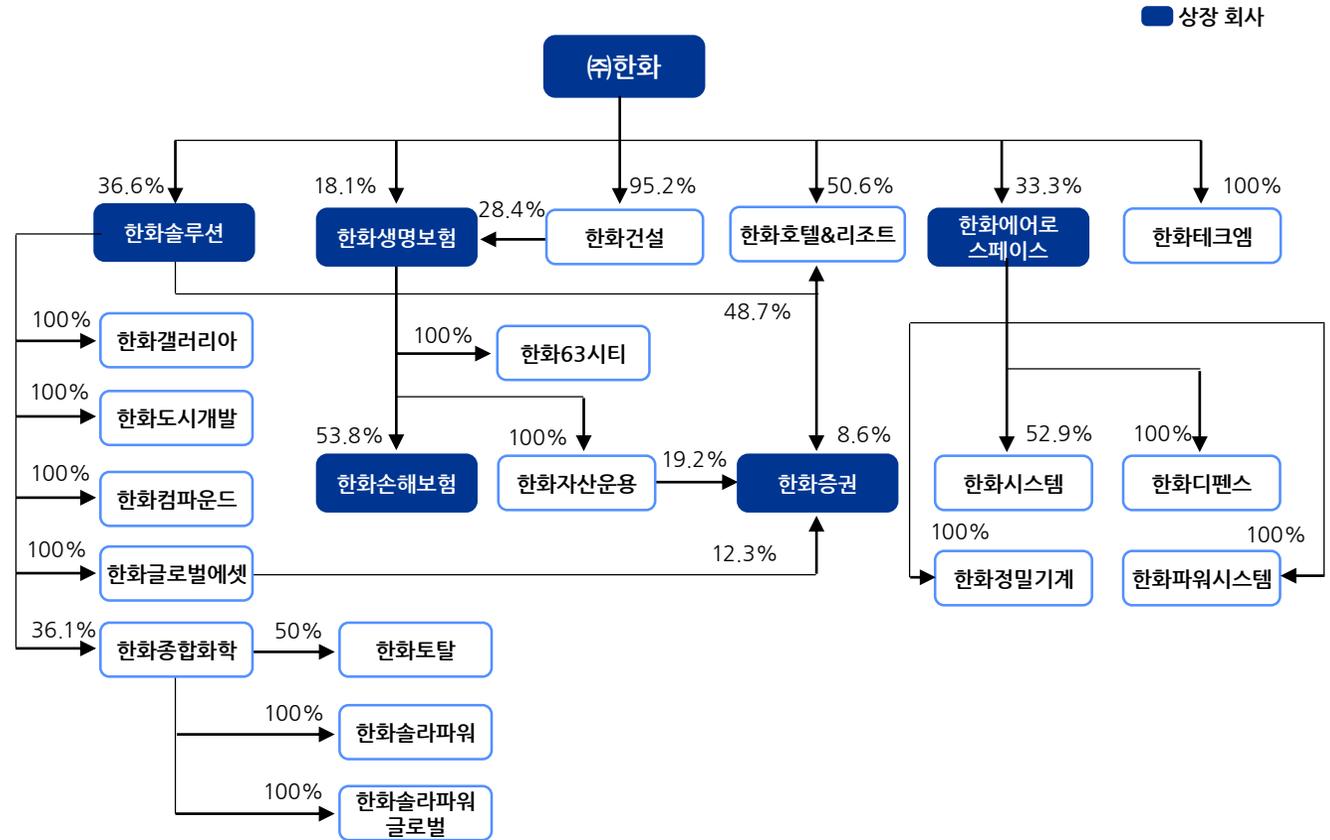


계열사 구도와 주요 주주 현황- 한화

주주현황

최대주주	보유지분(%)
김승연	22.65
김동관	4.44
국민연금공단	9.29
자사주	8.08

지배구조

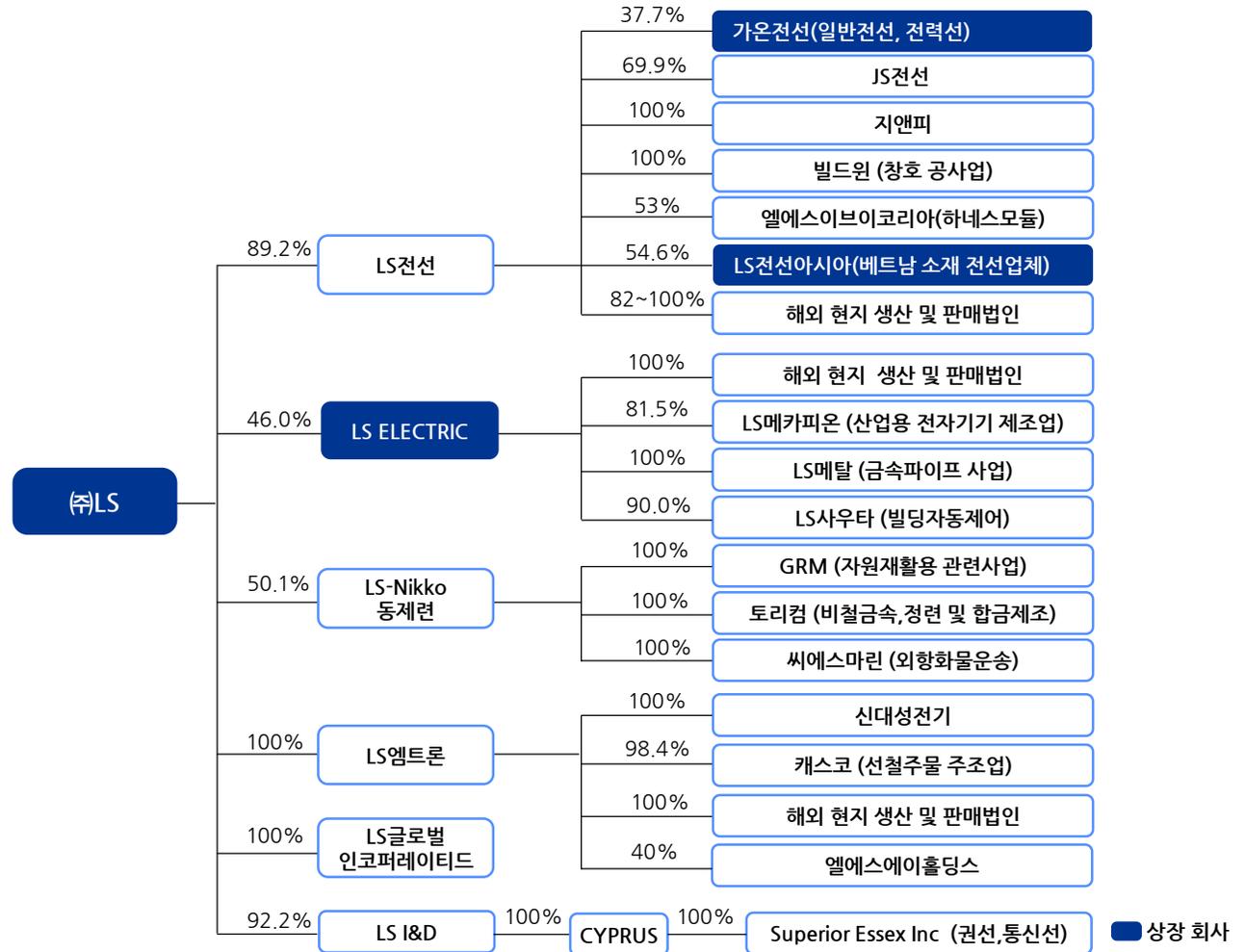


계열사 구도와 주요 주주 현황- LS

주주현황

최대주주	보유지분(%)
구자은	4.25
구자홍	2.62
구동휘	2.60
구자열	2.50
국민연금공단	12.57
신영자산운용	6.40
자사주	13.77

지배구조

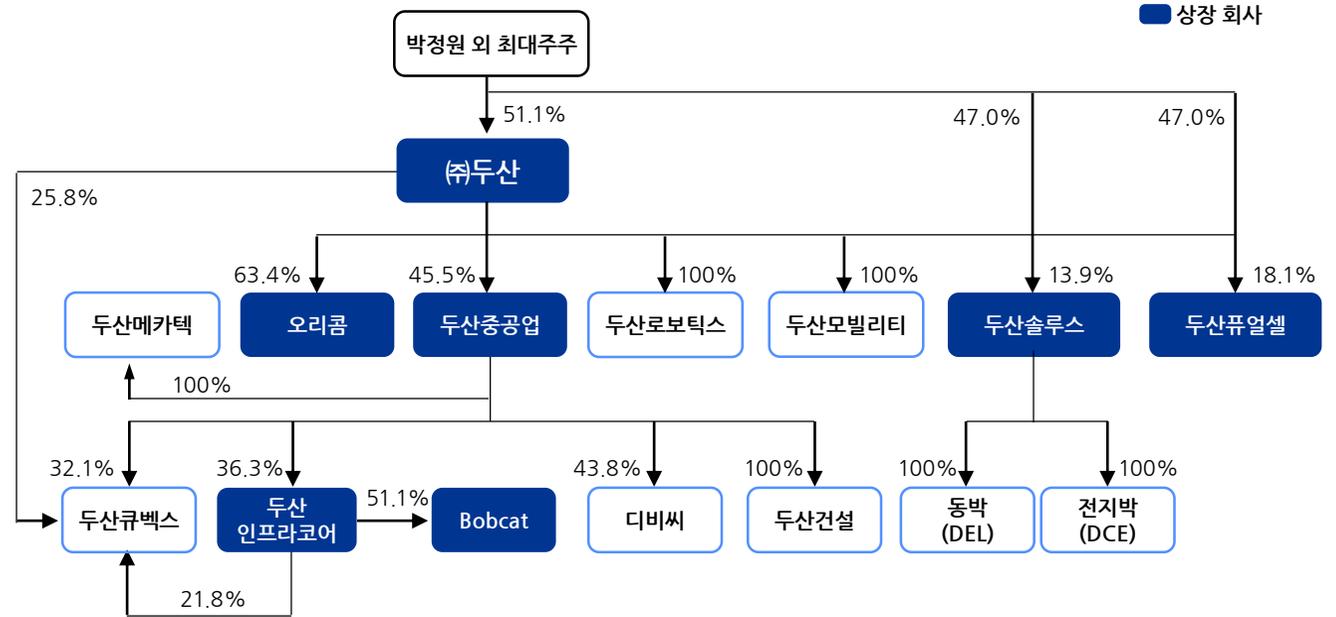


계열사 구도와 주요 주주 현황- 두산

주주현황

최대주주	보유지분(%)
박정원	7.41
박지원	4.94
박용만	4.26
자사주	18.13

지배구조

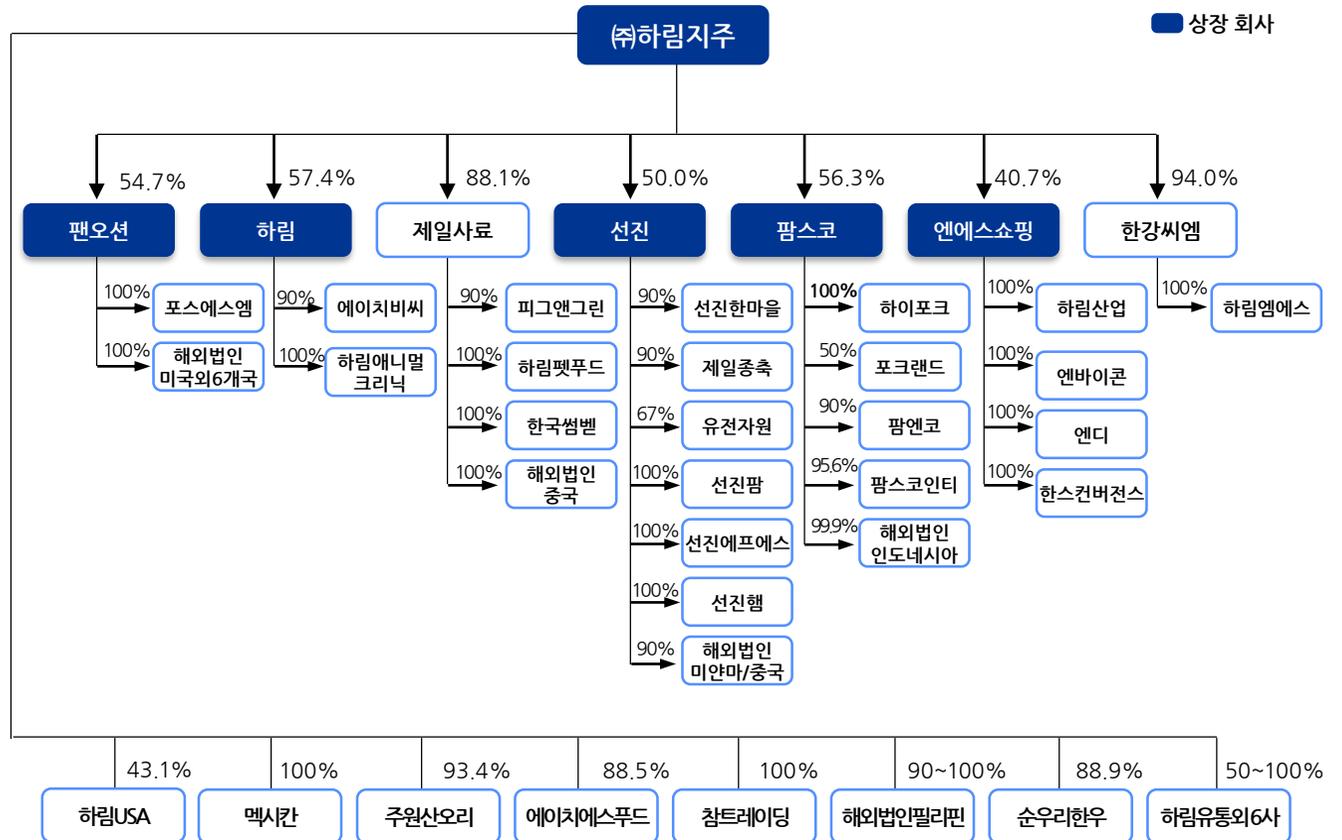


계열사 구도와 주요 주주 현황- 하림지주

주주현황

최대주주	보유지분(%)
김홍국	22.64
한국인베스트먼트	19.98
울품	4.30
오수정	3.00
자사주	19.31

지배구조

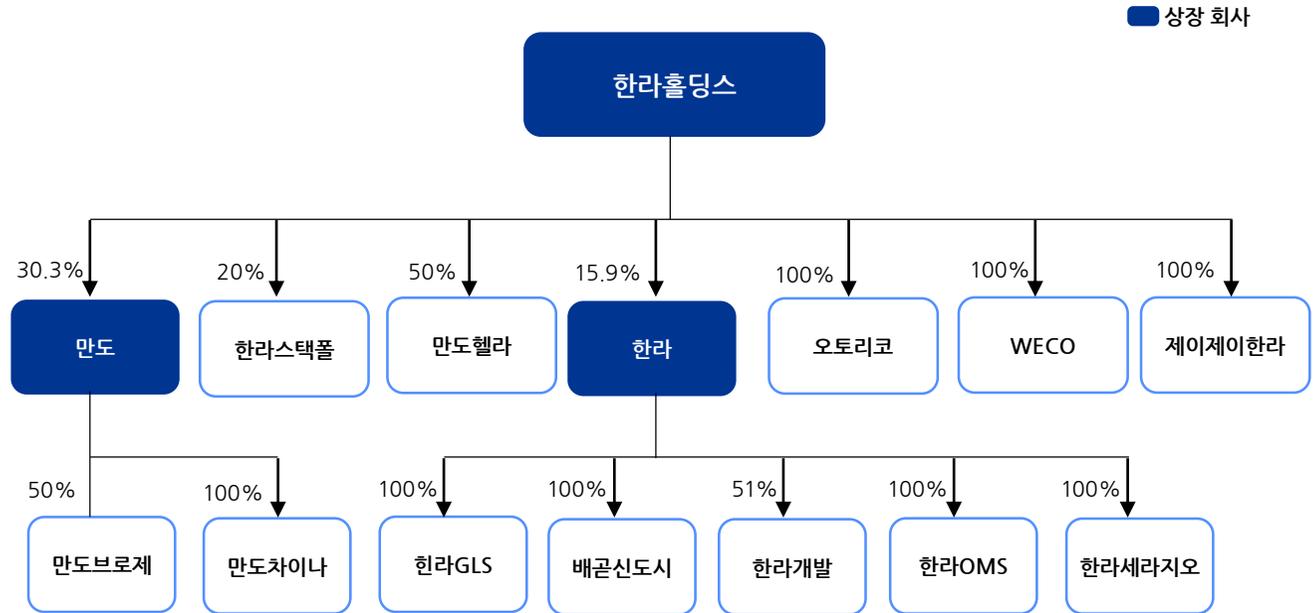


계열사 구도와 주요 주주 현황- 한라홀딩스

주주현황

최대주주	보유지분(%)
정몽원	24.31
케이씨씨	4.13
국민연금공단	13.47
베어링자산운용 외 2인	7.39
트러스트자산운용	6.40

지배구조

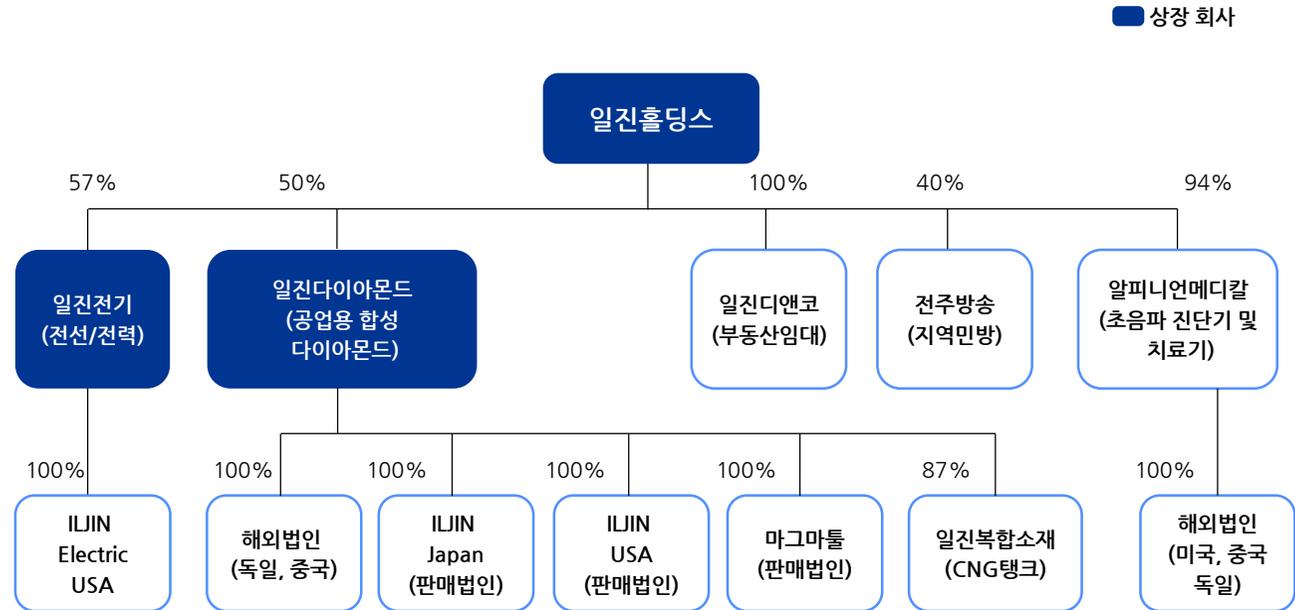


계열사 구도와 주요 주주 현황- 일진홀딩스

주주현황

최대주주	보유지분(%)
허정석	29.12
일진파트너스	24.64
자사주	6.81

지배구조

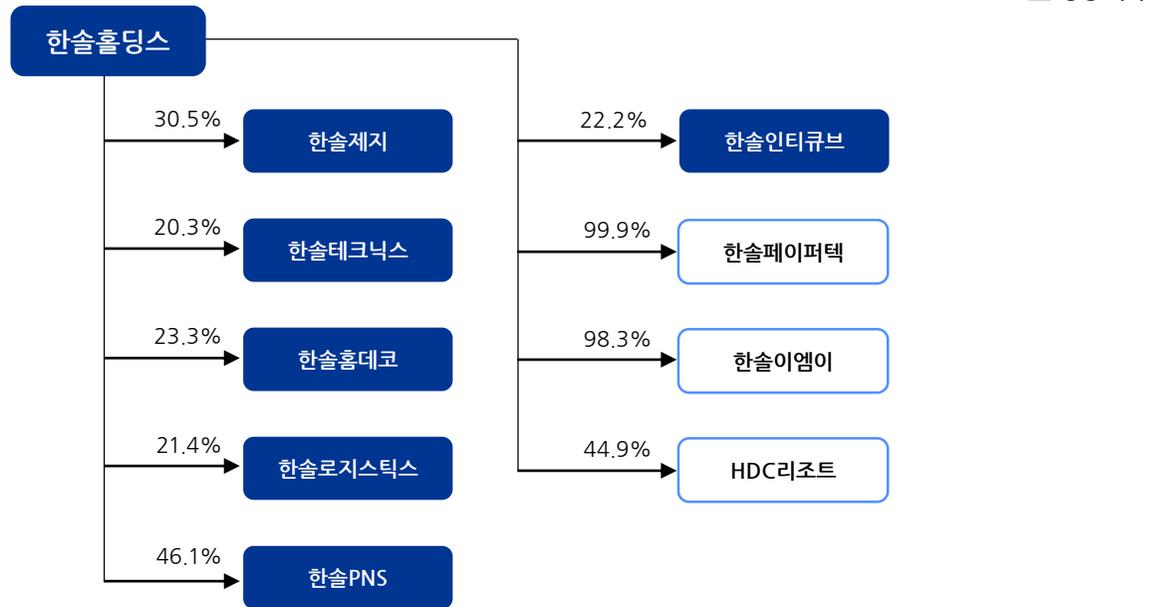


계열사 구도와 주요 주주 현황- 한솔홀딩스

주주현황

최대주주	보유지분(%)
조동길	15.37
한솔문화재단	7.06
한솔케미칼	3.84
자사주	10.97

지배구조

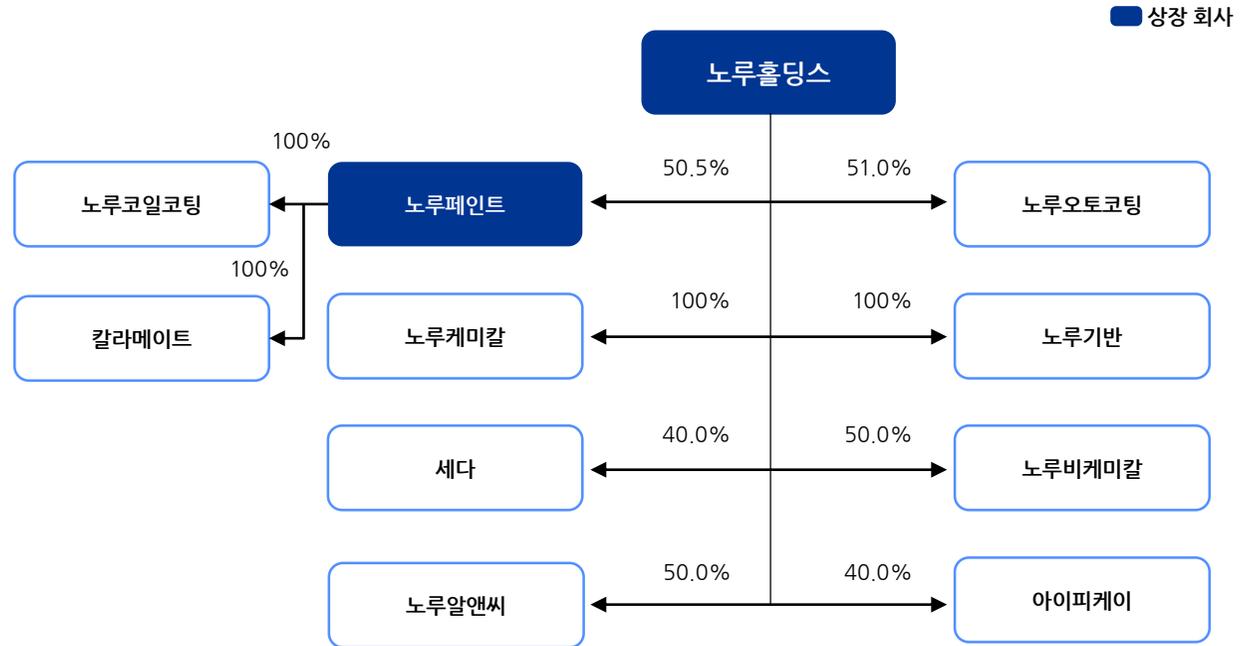


계열사 구도와 주요 주주 현황- 노루홀딩스

주주현황

최대주주	보유지분(%)
한영재	35.08
한원석	3.69
한현숙	2.54
국민연금공단	5.00
자사주	23.01

지배구조

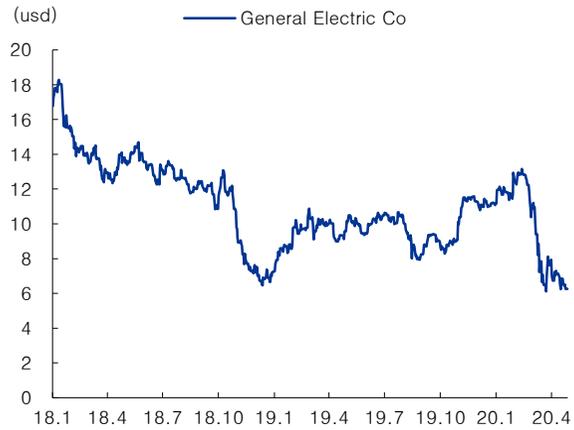


해외 지주회사 소개

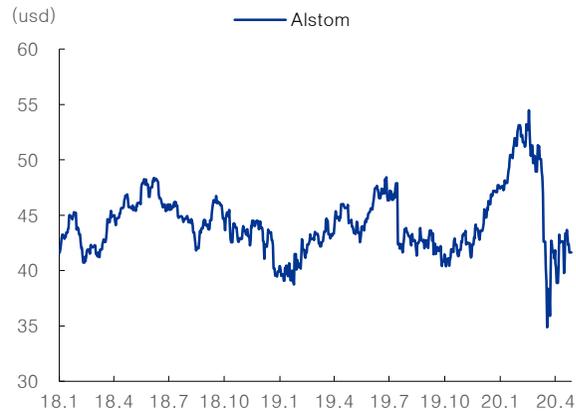
지주회사	국가	개요
General Electric Co	미국	GE(General Electric Company)는 다각화된 글로벌 기술 및 금융서비스 업체. 동사의 제품 및 서비스로는 항공기 엔진, 전력 발전, 수처리, 가전, 의료 영상, 기업 및 소비자 금융, 산업 제품이 있음
United Airlines Holdings	미국	유나이티드 에어라인스 홀딩스(United Airlines Holdings)는 자회사를 통해 운송 서비스를 제공. 승객 및 화물을 운송하는 항공기를 소유하고 관리함
Commscope Holding Company	미국	콤스코프 홀딩(CommScope Holding Company, Inc.)는 자회사를 통해 기술과 유무선 네트워크를 연결하는 E2E(End-to-End)솔루션을 제공함
Alphabet Inc.	미국	알파벳(Alphabet Inc.)는 자회사를 통해 웹기반 검색, 광고, 지도, 소프트웨어 어플리케이션, 모바일 운영시스템, 소비자 콘텐츠, 기업 솔루션, 상거래 및 하드웨어 제품을 제공함
Hertz Global Holdings	미국	허츠 글로벌 홀딩스(Hertz Global Holdings)는 자회사를 통해 자사 및 프랜차이즈, 사무소에서 자동차 임대 및 리스를 제공할 뿐 아니라 별도의 공항 카운터, 예약 및 예약 시스템, 마케팅 및 기타 고객 컨택 활동을 진행함
SUMCO	일본	SUMCO(SUMCO Corporation)는 반도체 산업용 실리콘 웨이퍼를 제조하는 업체. 또한 태양전지 생산에 사용되는 실리콘 웨이퍼와 실리콘 제조 공정용 용기를 생산하는 데 사용되는 초고순도 석영을 제조함
BANDAI NAMCO Holdings	일본	반다이 남코 홀딩스(Bandai Namco Holdings Inc)는 반다이와 남코의 합병으로 설립된 지주회사. 장난감, 동물 봉제 인형, 캐릭터 상품, 비디오 게임, 상업용/가정용 게임기와 소프트웨어를 제조하며 비디오 게임 아케이드와 테마 파크를 운영
Mitsui & Co Ltd	일본	미쓰이물산(MITSUI & CO., LTD.)은 종합상사. 동사는 철 및 강철, 비철금속, 기계, 화학, 식품, 에너지, 섬유 및 일반 잡화를 취급하는 사업그룹을 보유. 부동산 및 해외 개발 프로젝트도 운영
Hitachi Ltd	일본	히타치(Hitachi, Ltd.)는 통신 및 전자 장비, 전기 및 산업 중장비와 소비자 전자제품 제조업체. 동사의 제품군은 원자력 시스템에서부터 주방 가전까지 다양하며 전선 및 케이블, 금속 및 화학 산업에서 자회사를 운영
Mitsubishi Corp	일본	미쓰비시상사(Mitsubishi Corporation)는 종합상사. 동사는 신규 사업개발, IT & 전자, 연료, 금속, 기계, 화학, 생활필수품 및 전문 서비스와 같은 사업그룹을 보유하며 조인트 벤처를 통해 위성통신 사업도 운영
Alstom	프랑스	알스톰(Alstom SA)은 철도 운송 관련 시스템, 장비 및 서비스를 개발하는 업체. 동사는 철도차량, 신호기, 트랙, 클레버, 모터, 보기, 견인기, 스위치 기어, 보조 전원기, 견인 변압기, 디스펜 댐퍼 및 슬라이딩 도어뿐만 아니라 유지관리, 수리, 설계 및 제조 서비스도 제공
Investor AB	스웨덴	인베스토르(Investor AB)는 산업 지주회사. 동사는 주요 다국적 상장기업에 상당한 지분을 보유하고 있으며, 유럽, 북미 및 아시아에서 사모 사업을 운영

자료: Bloomberg

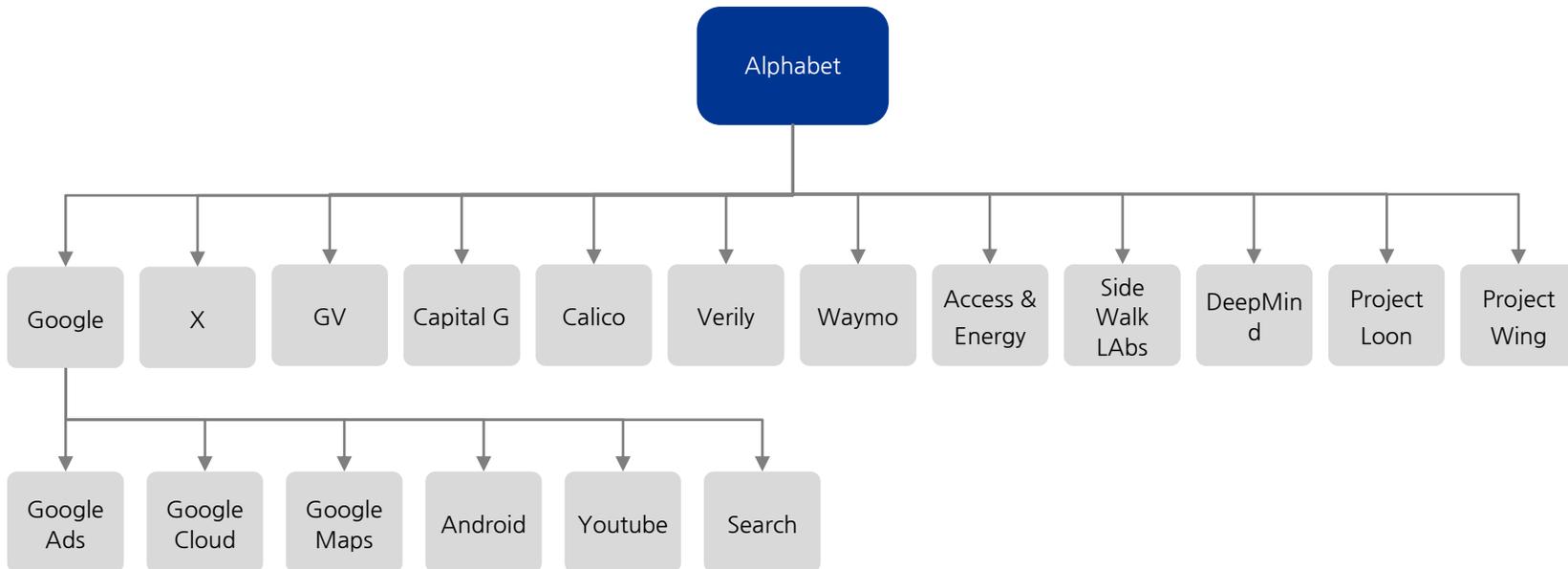
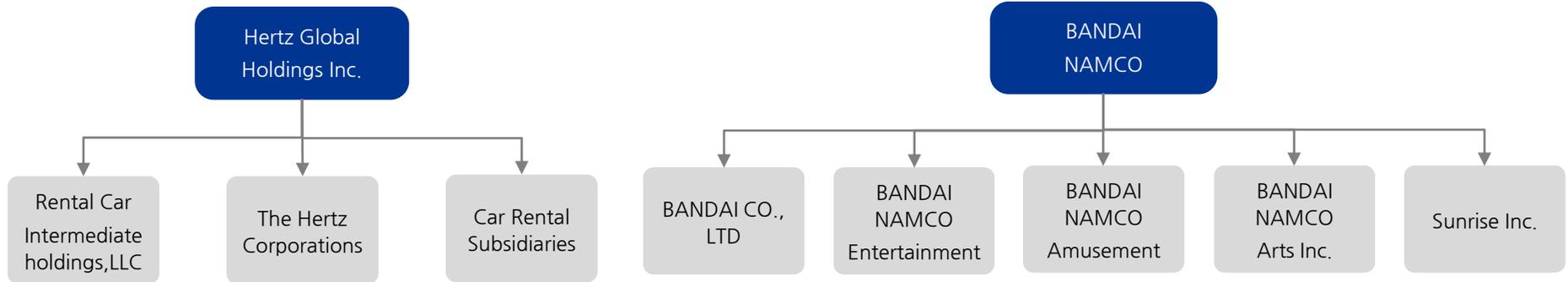
해외 지주회사 주가흐름



해외 지주회사 주가흐름



해외 지주회사 지배구조



해외 지주회사 실적

구분		General Electric	United Airlines Holdings	Commscope Holding	Alphabet Inc.	Hertz Global Holdings	SUMCO*	Bandai Namco Holdings*	Mitsui & Co*	Mitsubishi Corp*	Hitachi Ltd*	Alstom	Investor AB
매출액 (백만USD)	2017	99,279	37,784	4,561	110,855	8,803	2,325	5,736	40,369	59,441	84,755	8,017	9,243
	2018	97,012	41,303	4,569	136,819	9,504	2,945	6,122	44,156	68,302	84,560	8,600	4,663
	2019	95,214	43,259	8,345	161,857	9,779	2,747	6,606	62,758	145,259	85,517	9,347	15,222
영업이익 (백만USD)	2017	-11,918	3,618	472	26,146	81	375	585	1,808	2,666	5,009	393	5,514
	2018	-21,524	3,229	450	27,524	442	771	677	1,800	3,768	5,289	309	183
	2019	622	4,301	-509	34,231	759	465	758	2,304	4,572	4,679	472	11,114
순이익 (백만USD)	2017	-8,484	2,143	194	12,662	327	241	408	2,832	4,073	2,139	317	5,194
	2018	-22,355	2,122	140	30,736	-225	531	488	3,777	5,056	3,276	427	-259
	2019	-4,979	3,009	-930	34,343	-58	304	572	3,736	5,329	2,007	789	10,710
PER (배)	2017	19.1	9.9	37.3	30.1	-	31.4	16.6	9.4	8.7	12.3	27.5	6.5
	2018	13.9	9.2	20.4	23.9	21.0	6.1	14.2	7.7	8.1	9.8	25.9	-
	2019	17.4	7.3	-	27.9	22.6	16.2	18.0	7.2	8.3	14.9	19.9	3.9
PBR (배)	2017	2.7	2.2	4.4	4.8	1.2	3.5	2.1	0.8	0.8	1.0	1.7	0.9
	2018	2.1	2.3	1.8	4.1	1.1	1.3	2.0	0.8	0.9	1.1	2.4	0.9
	2019	3.4	1.9	3.3	4.6	1.3	1.8	2.7	0.7	0.9	1.1	2.1	0.9
EV/EBITDA	2017	-	5.2	13.1	19.1	5.1	14.6	6.1	16.4	12.0	4.7	12.9	6.7
	2018	-	5.8	8.3	16.9	5.1	4.1	5.9	16.7	13.9	5.2	19.9	88.9
	2019	17.5	4.9	37.7	17.1	4.8	7.1	8.8	15.8	12.6	5.1	10.9	4.1

주: *표시한 기업의 실적은 연결 기준이며 나머지 기업들은 별도 기준, Bandai Namco, Mitsui, Mitsubishi, Hitachi, Alstom기업의 2019년 실적은 추정치임 자료: Bloomberg

Compliance Notice

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

동 자료는 기관투자자 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)

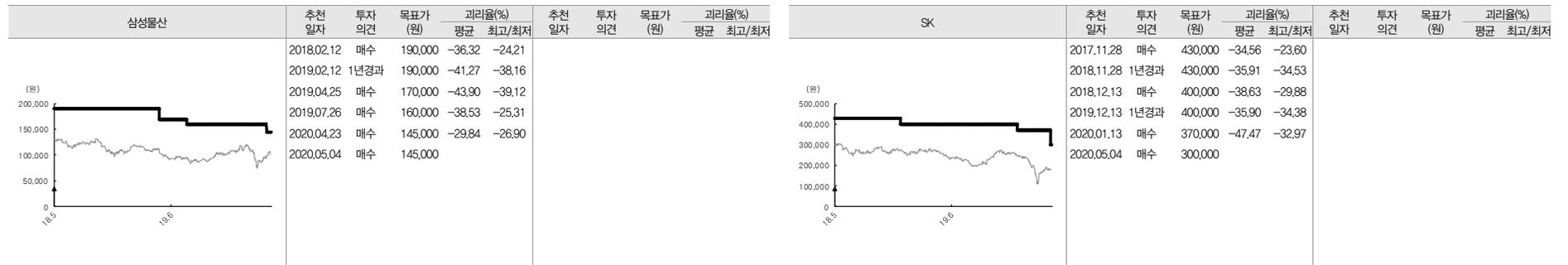
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

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



Compliance Notice

LG	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.11.28	매수	120,000	-32.44	-20.92					
	2018.09.28	매수	105,000	-30.79	-24.48					
	2019.09.28	1년경과	105,000	-34.55	-23.71					
	2020.05.04	매수	95,000							

현대중공업주주	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.09.28	매수	500,000	-28.65	-15.70					
	2019.06.03	매수	430,000	-28.35	-16.05					
	2020.05.04	매수	310,000							

CJ	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.09.22	중립	-	-	-					
	2018.09.22	1년경과	-	-	-					
	2018.09.28	중립	144,274	-17.19	-7.81					
	2019.03.22	중립	150,000	-18.22	-14.33					
	2019.05.14	중립	130,000	-30.11	-17.69					
	2019.11.28	중립	110,000	-14.71	-11.82					
	2020.01.13	매수	110,000	-29.06	-13.09					
	2020.05.04	중립	92,000							

한화	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.11.28	매수	53,000	-25.33	-9.06					
	2018.07.25	매수	48,000	-33.43	-29.17					
	2018.09.28	매수	45,000	-35.83	-21.89					
	2019.09.24	매수	37,000	-33.46	-28.92					
	2020.01.13	매수	32,000	-39.04	-25.63					
	2020.05.04	매수	24,000							

두산	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	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	-36.40	-16.28					
	2020.05.04	중립	44,000							

LS	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.09.04	매수	100,000	-24.41	-9.90					
	2018.09.04	1년경과	100,000	-38.55	-28.40					
	2018.11.16	매수	85,000	-36.25	-28.82					
	2019.03.22	매수	73,000	-30.85	-25.07					
	2019.05.22	매수	64,000	-28.89	-20.78					
	2020.03.05	매수	58,000	-44.63	-35.09					
	2020.05.04	매수	50,000							

Compliance Notice

한진칼	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)	
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균
	2017.11.27	매수	25,000	-15.77	2.20					
	2018.05.25	중립	-	-	-					
	2018.09.28	중립	23,000	15.71	41.09					
	2019.03.22	중립	24,000	53.95	4.37					
	2020.03.22	1년경과	24,000	220.29	356.25					
	2020.05.04	중립	24,000							

한라홀딩스	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)	
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균
	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	-37.83	-19.42					
	2020.05.04	매수	42,000							

한솔홀딩스	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)	
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균
	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	-46.05	-34.17					
	2020.05.04	매수	4,400							

일진홀딩스	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)	
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균
	2017.05.29	중립	-	-	-					
	2018.05.29	1년경과	-	-	-					
	2018.09.28	중립	5,000	-32.06	-11.20					
	2019.08.19	매수	5,000	-9.68	13.80					
	2020.01.13	매수	6,000	-35.17	-13.00					
	2020.05.04	매수	5,300							

노루홀딩스	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)	
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균
	2017.05.29	중립	-	-	-					
	2018.05.29	1년경과	-	-	-					
	2018.09.28	중립	15,000	-15.06	-6.00					
	2019.03.22	중립	14,800	-18.50	-10.47					
	2019.09.27	중립	13,500	-18.65	-6.30					
	2020.05.04	중립	11,000							

허림지주	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)	
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균
	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	-45.09	-32.67					
	2020.05.04	중립	7,300							



“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
IBK WM센터 일산	031) 904-3450	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 광주	062) 382-6611	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
부산서면센터	051) 805-2900	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
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.