

2021년 5월 3일



지주회사
본질을 찾아서

통신/제주 김장원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

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

LUMP WORLD			
channel	days	times	length
Marina			
0000-0100	MON-FRI	21:00-22:00	60分
0100-0200	MON-FRI	22:00-23:00	60分
0200-0300	MON-FRI	23:00-24:00	60分
0300-0400	MON-FRI	24:00-01:00	60分
0400-0500	MON-FRI	01:00-02:00	60分
0500-0600	MON-FRI	02:00-03:00	60分
0600-0700	MON-FRI	03:00-04:00	60分
0700-0800	MON-FRI	04:00-05:00	60分
0800-0900	MON-FRI	05:00-06:00	60分
0900-1000	MON-FRI	06:00-07:00	60分
1000-1100	MON-FRI	07:00-08:00	60分
1100-1200	MON-FRI	08:00-09:00	60分
1200-1300	MON-FRI	09:00-10:00	60分
1300-1400	MON-FRI	10:00-11:00	60分
1400-1500	MON-FRI	11:00-12:00	60分
1500-1600	MON-FRI	12:00-13:00	60分
1600-1700	MON-FRI	13:00-14:00	60分
1700-1800	MON-FRI	14:00-15:00	60分
1800-1900	MON-FRI	15:00-16:00	60分
1900-2000	MON-FRI	16:00-17:00	60分
2000-2100	MON-FRI	17:00-18:00	60分
2100-2200	MON-FRI	18:00-19:00	60分
2200-2300	MON-FRI	19:00-20:00	60分
2300-2400	MON-FRI	20:00-21:00	60分
0000-0100	SAT	21:00-22:00	60分
0100-0200	SAT	22:00-23:00	60分
0200-0300	SAT	23:00-24:00	60分
0300-0400	SAT	24:00-01:00	60分
0400-0500	SAT	01:00-02:00	60分
0500-0600	SAT	02:00-03:00	60分
0600-0700	SAT	03:00-04:00	60分
0700-0800	SAT	04:00-05:00	60分
0800-0900	SAT	05:00-06:00	60分
0900-1000	SAT	06:00-07:00	60分
1000-1100	SAT	07:00-08:00	60分
1100-1200	SAT	08:00-09:00	60分
1200-1300	SAT	09:00-10:00	60分
1300-1400	SAT	10:00-11:00	60分
1400-1500	SAT	11:00-12:00	60分
1500-1600	SAT	12:00-13:00	60分
1600-1700	SAT	13:00-14:00	60分
1700-1800	SAT	14:00-15:00	60分
1800-1900	SAT	15:00-16:00	60分
1900-2000	SAT	16:00-17:00	60分
2000-2100	SAT	17:00-18:00	60分
2100-2200	SAT	18:00-19:00	60分
2200-2300	SAT	19:00-20:00	60分
2300-2400	SAT	20:00-21:00	60分
0000-0100	SUN	21:00-22:00	60分
0100-0200	SUN	22:00-23:00	60分
0200-0300	SUN	23:00-24:00	60分
0300-0400	SUN	24:00-01:00	60分
0400-0500	SUN	01:00-02:00	60分
0500-0600	SUN	02:00-03:00	60分
0600-0700	SUN	03:00-04:00	60分
0700-0800	SUN	04:00-05:00	60分
0800-0900	SUN	05:00-06:00	60分
0900-1000	SUN	06:00-07:00	60分
1000-1100	SUN	07:00-08:00	60分
1100-1200	SUN	08:00-09:00	60分
1200-1300	SUN	09:00-10:00	60分
1300-1400	SUN	10:00-11:00	60分
1400-1500	SUN	11:00-12:00	60分
1500-1600	SUN	12:00-13:00	60分
1600-1700	SUN	13:00-14:00	60分
1700-1800	SUN	14:00-15:00	60分
1800-1900	SUN	15:00-16:00	60分
1900-2000	SUN	16:00-17:00	60分
2000-2100	SUN	17:00-18:00	60分
2100-2200	SUN	18:00-19:00	60分
2200-2300	SUN	19:00-20:00	60分
2300-2400	SUN	20:00-21:00	60分

■ Summary

■ 주요 이슈

- 실적 / 별도, 연결 순이익 상위 15선
- 주요 지주회사 2020년 정기 주주총회
- 배당정책
- 법 개정안과 영향

■ 추가 등락

- 지주회사 추가
- 업종별 지수
- 커버리지 지주회사 추가 흐름

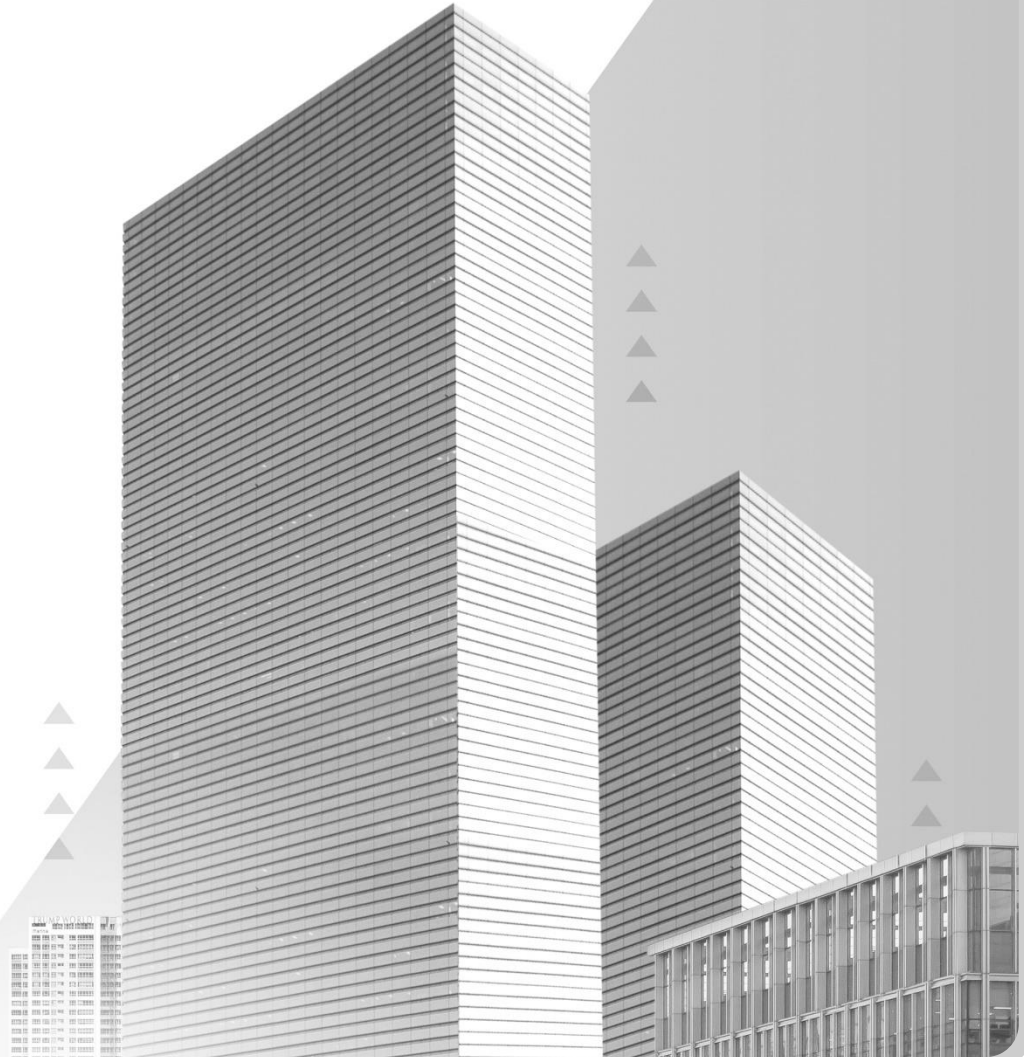
■ 투자 의견

- 투자 전략
- 추천 종목

■ 주요 지주회사 분석

■ 부록

- 지주회사 소개(성격, 주 업종, 주력 자회사)
- 지주회사 전체 별도 및 연결 실적, 재무건전성
- 해외 주요 지주회사(사업 내용, 추가 흐름, 지배구조)



Summary

■ 변화의 전환 시점을 앞당긴 코로나19

- 코로나19가 확산보다는 완화될 가능성이 높은 시점에서 사회와 산업 전반에 걸쳐 변화의 전환 시점을 코로나19가 앞당긴 것은 아닌 지 생각해 볼 필요
- 사회와 산업은 어떤 축매로 변환이 되고, 전환 속도가 빨라지는데, 코로나19가 그 역할로 지금 경험하고 있는 사회와 산업의 패턴은 코로나19가 완화된다고 해서 이전으로 완전히 돌아가기보다는 사회와 산업 전반에 걸친 다양성으로 확장성이 커질 전망
- 지주는 여러 업종을 소유한 복합기업의 형태로 이런 변화에 민감한 업종을 전망하고 관측하는 것이 투자에 매우 중요한 포인트

■ 주주가치 제고를 위한 노력의 가시화

- 주요 지주회사의 2020년 주주총회는 지난해와 달리 주주제안이 거의 없을 정도로 조용한 편
- 기업가치 상승 및 배당금 증액, 배당이 가능하도록 재무구조 개선 등 주주가치 제고를 위한 노력

■ 규제 강화 그리고 그 여파

- 2022년부터 지주로 전환하려면 자회사와 손자회사 지분 보유 조건이 현재 20%, 40%에서 30%, 50%로 10%p 씩 상향 되며, 일감몰아주기의 규제가 강화되고, 인적분할에 신설회사에 자사주 의결권 부활시 과세 되도록 세법 개정이 적용될 예정. 전자투표제 도입 등 상법 개정은 2021년부터 적용
- 지주 요건 강화를 앞두고 지주 전환 계획이 있는 기업은 전환을 서두르고, 일감몰아주기 규제에 해당되는 기업은 금년 중에 해소할 것으로 예상되며, 2020년부터는 자사주를 활용한 지분 변화에 비용이 발생하고, 지주 요건까지 강화됨에 따라 지주 전환에 신중을 기할 것으로 보임. 금년 주주총회에서 눈에 띄는 의사결정은 상법 개정에 따라 정관 변경

■ 변화에 대응하기 위한 선택과 집중

- 수요의 다양성과 산업의 확장성이 산업의 전통적인 영역을 무너뜨리는 것으로 매우 유연한 사고와 의사결정이 필요. 이에 대응하기 위한 전략은 선택과 집중
- 사업지주는 자체사업을 더욱 확장하며, 순수지주는 자체사업 확보 또는 투자 지주회사로 지주의 사업성과 역할을 확대시켜 나갈 전망

■ 본질의 가치를 찾아서

- 기업가치 제고를 위한 지주 중심의 변화, 주력 계열사 및 비상장자회사 가치 상승, 주력 업종의 업황, 배당여력 등 감안한 선별적인 투자 전략 제시
- 국내외 인프라 투자 확대 수혜, 다양성과 확장성으로 변화 예상, 실적 기저효과, 지주 중심의 투자 규모와 현금 여력이 투자 포인트
- 최선호주 LG/ SK/ LS/ 삼성물산

실적 / 별도 순이익 상위 15선

■ 지주회사 별도 실적은 비교적 안정적인 구조

- 별도 실적은 배당금, 상표 사용료, 임대수익 그리고 자체 사업을 가진 사업지주는 사업 실적 포함
- 배당금은 계열사가 분기나 반기 배당을 하지 않는 한 상반기에 반영되고, 상표사용료는 연간 계약금을 4분기 동안 배분하여 별도 실적에 반영

■ 일회성 요인이 실적을 좌우

- 코로나19도 일시적 영향이라 볼 수 있으나, 지분이나 자산 매각과 같은 요인보다는 영향이 덜한 편
- 하반기 순이익 상위 15위에 들지 못한 LG가 연간 기준 15위에 들어간 것은 상반기에 LGCNS 지분 매각액이 있었기 때문

별도 기준 하반기 순이익 상위 15선

지주사	매출		영업이익		순이익		직전 순위
		YoY		YoY		YoY	
JW홀딩스	467	-44.2	97	-27.2	59	흑전	45
휴맥스홀딩스	-9	적전	2	-76.6	149	흑전	49
KPX홀딩스	568	315.7	36	-58.7	855	488.6	23
한솔홀딩스	126	-52.1	40	-65.0	228	219.2	31
대성홀딩스	235	41.3	184	218.7	119	214.7	37
삼양홀딩스	538	-7.4	338	71.4	322	56.6	19
LS	937	7.6	755	66.8	756	46.3	13
대웅	299	-39.3	94	-21.3	91	43.7	33
한라홀딩스	3,325	-46.4	833	27.2	493	43.3	15
코오롱	236	-60.9	108	-65.4	94	2.4	29
녹십자홀딩스	452	-28.9	218	-20.8	254	-9.3	17
SNT홀딩스	92	-16.6	80	-10.5	81	-12.8	28
한미사이언스	181	-48.1	61	-39.8	37	-34.1	35
한화	20,762	-53.2	1,020	-46.0	651	-35.1	10
동화기업	1,943	-47.6	99	-41.5	174	-37.3	18

별도 기준 연간 순이익 상위 15선

지주사	매출		영업이익		순이익		직전 순위
		YoY		YoY		YoY	
JW홀딩스	889	6.3	196	48.2	253	흑전	26
대웅	876	78.0	478	298.0	459	626.6	2
KPX홀딩스	779	470.0	115	32.2	951	555.1	29
한솔홀딩스	263	-0.1	110	-4.9	362	406.2	38
대성홀딩스	361	117.6	260	349.1	176	368.3	21
삼양홀딩스	1,141	96.4	762	286.3	742	260.2	15
코오롱	540	-10.7	291	-7.1	266	190.3	23
SNT홀딩스	253	129.8	230	155.5	230	148.3	43
LS	1,657	90.3	1,249	175.9	1,225	137.2	13
LG	10,162	29.4	7,940	40.4	13,314	129.1	4
녹십자홀딩스	788	24.0	413	50.3	504	79.6	17
대상홀딩스	260	-12.9	124	-32.9	24	79.0	34
한라홀딩스	5,676	-8.5	886	35.2	524	52.5	18
하이트진로홀딩스	358	6.0	313	1.6	131	44.9	27
농심홀딩스	193	6.5	144	4.7	147	44.5	20

주: 2020년 하반기 순이익 기준의 전년동기대비 증감률 순위이며 직전 순위는 2019년 순이익 기준

단위: 억원, %. 자료: Quantwise

실적 / 연결 순이익 상위 15선

별도와는 규모와 대상이 다른 연결 실적

- 지주가 계열사의 실적을 모두 포함한 것이 연결 실적. 종속기업은 매출에서부터, 관계기업은 지분법으로 연결실적에 반영
- 계열사의 실적을 통해 지주의 수익 전체를 파악하는 가능자이며, 지주의 배당금과 상표사용료를 예측할 수 있는 수익 지표

피할 수 없었던 코로나19 영향

- 하반기 실적이 개선된 대형지주회사가 연간 순이익 상위에 없었던 이유는 코로나19로 상반기 부진을 만회하기 힘들었기 때문
- 2020년 연결 실적의 순이익 순위는 비교적 규모가 작고 코로나19의 영향이 상대적으로 적은 지주회사가 선방

연결 기준 하반기 순이익 상위 15선

지주사	매출		영업이익		순이익		직전 순위
		YoY		YoY		YoY	
한화	254,604	-1.0	7,843	56.1	2,051	흑전	49
LS	53,635	4.0	1,827	82.6	1,377	흑전	6
녹십자홀딩스	9,412	24.1	546	4.7	1,606	흑전	32
JW홀딩스	4,058	12.1	216	흑전	48	흑전	6
풀무원	11,834	-4.2	267	46.1	1	흑전	47
코오롱	26,850	16.7	1,302	75.4	623	흑전	38
대성홀딩스	3,774	-9.4	97	6.7	268	흑전	32
성창기업지주	885	24.4	52	163.5	25	흑전	32
평화홀딩스	3,028	1.5	56	19.7	12	흑전	47
삼양홀딩스	12,944	1.7	1,040	407.7	801	1031.5	32
하이트진로홀딩스	11,358	4.8	949	8.9	429	519.4	47
LG	35,518	8.0	7,352	182.8	8,174	513.7	6
SK	393,169	-16.6	5,665	-55.9	6,064	334.1	6
대웅	6,980	1.7	546	37.5	887	214.4	32
KPX홀딩스	5,071	6.5	469	34.7	1198	162.0	6

연결 기준 연간 순이익 상위 15선

지주사	매출		영업이익		순이익		직전 순위
		YoY		YoY		YoY	
녹십자홀딩스	17,193	15.1	707	6.0	1,800	흑전	44
풀무원	23,112	-2.9	460	50.4	118	흑전	20
하이트진로홀딩스	22,470	10.9	2,105	108.5	1,077	흑전	25
코오롱	48,908	11.0	2,721	118.5	1,672	흑전	17
성창기업지주	1,709	13.2	80	흑전	51	흑전	41
한화	509,265	1.0	15,820	40.5	7,405	220.5	11
한솔홀딩스	3,595	-33.6	125	5.6	727	176.4	32
대성홀딩스	8,895	-3.2	274	14.7	477	166.0	36
KPX홀딩스	9,532	-2.0	791	24.8	1,941	156.1	40
삼양홀딩스	24,712	-0.7	1,703	114.6	1,433	130.9	24
LS	104,443	2.9	3,366	24.7	1,947	109.8	16
농심홀딩스	5,836	8.7	740	79.4	685	86.9	21
하림지주	77,233	5.1	3,540	15.5	1,736	83.5	18
대웅	13,553	-0.8	981	-7.8	1,184	68.2	5
동성코퍼레이션	8,821	3.8	612	18.0	372	48.6	27

주: 2020년 하반기 순이익 기준의 전년동기대비 증감률 순위이며 직전 순위는 2019년 순이익 기준
단위: 억원, %, 자료: Quantiwise

주요 지주회사 정기 주주총회

■ 상법 개정으로 많은 기업들이 정관을 변경

- 배당기준일 및 주식의 발행 시기와 관계없이 모든 주식에 대해 동등배당 적용
- 전자증권법 시행으로 관련 근거 규정 마련

■ 주주가치 제고를 위한 결정

- 경영의 투명성을 제고하기 위해 이사회 기준, 구성 등을 강화
- 주주총회를 거치면서 주주 친화적인 정책에 더욱 관심을 갖게 되고 미진한 부분에 대해 개선하는 모습

종목명	주요 안건		주주제안		특이점	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
삼성물산	통상적 안건	통상적 안건	X	X	자사주 소각	
SK	통상적 안건	통상적 안건, 정관 변경	X	X		사명(SK Inc.) 변경, 지배구조현장 마련
LG	통상적 안건	통상적 안건, 회사 분할	X	X		회사 분할, 정관변경
현충지주	통상적 안건, 분할계획서	통상적 안건, 정관 변경	X	X	자체 사업부(로봇) 물적분할	정관 변경(액면분할)
CJ	통상적 안건	통상적 안건	X	X		
한화	통상적 안건, 정관변경	통상적 안건, 정관 변경	X	X		
두산	통상적 안건, 정관변경	통상적 안건	X	X	두타물 운영에 필요한 목적사업 추가	
LS	통상적 안건	통상적 안건, 정관 변경	X	X		
한라홀딩스	통상적 안건	통상적 안건	X	X		
일진홀딩스	통상적 안건	통상적 안건, 정관 변경	X	X	감사 선임은 의결 정족수 미달로 부결	
노루홀딩스	통상적 안건	통상적 안건, 정관 변경	X	X		
하림지주	통상적 안건	통상적 안건, 정관 변경	X	X	자사주 소각	
한진칼	통상적 안건 및 주주측 제안	통상적 안건 및 주주 제안	O	O	주주제안 부결	주주제안(이사회 구성 변화) 정관 변경 승인
한솔홀딩스	통상적 안건 및 주주측 제안	통상적 안건 및 정관 변경	O	X	주주제안 부결. 자사주 소각 및 액면액 감소	자본준비금 감액 건 승인

주: 커버리지 지주회사 기준 자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

배당 정책

■ 배당은 지주회사의 중요 수익원 중 하나

- 배당은 모든 기업에 매우 중요한 경영지표로 특히 지주회사는 순수지주뿐만 아니라 사업지주에도 중요한 수익 지표
- 수익지표이자 지주회사의 배당재원으로 지주회사 체제에 속한 기업은 배당을 늘려야 하는 과제를 갖고 있음

■ 배당금 증가

- 계열사로부터 수취하는 배당금이 지주의 배당재원으로 비교적 높은 배당을 유지
- 일회성 이익이 생긴다 하더라도 매년 꾸준히 안정적으로 지급하기 위해 안분해서 지급하는 안정적 배당 정책

■ 주주환원 확대 정책 유지

- 스튜어드십 코드와 ESG 평가로 배당에 대한 관심과 기대치가 높아지고 있음

(원, %)	지분율		배당성향			주당배당금			배당수익률		
	최대주주	국민연금	2018	2019	2020	2019	2020	2021	2019	2020	2021F
SK	29.5	8.2	19.4	18.9	21.6	5,000	5,000	7,000	1.9	2.9	2.4
LG	46.2	7.3	63.6	66.6	33.0	2,000	2,200	2,500	2.8	2.9	2.1
CJ	47.1	6.6	113.6	98.2	128.7	1,450	1,850	2,000	1.2	2.2	2.0
두산	47.2	7.9	64.9	15.8	11.1	5,200	5,200	2,000	4.7	3.8	3.5
LS	34.8	13.5	19.2	78.0	32.9	1,250	1,450	1,450	2.5	2.1	2.0
한진칼	28.9		47.3	47.5	-	300	255	0	1.0	0	0
한라홀딩스	25.8	8.6	250.9	60.9	38.6	2,000	2,000	2,000	4.6	5.3	4.7
일진홀딩스	56.0	-	10.4	74.0	81.0	70	100	100	2.3	1.8	1.8
노루홀딩스	46.1		92.5	118.9	150.6	450	400	450	3.7	3.6	3.0
한솔홀딩스	30.3	-	-	-	13.9	-	-	120	-	3.2	2.5
삼성물산	33.4	8.4	27.9	61.0	64.0	2,000	2,000	2,300	1.9	1.7	1.7
한화	38.1	9.0	21.8	65.4	50.8	700	700	700	2.2	2.5	2.2
하림지주	51.5	-	93.0	255.2	-9.6	100	50	50	0.9	0.6	0.5
현대중공업지주	34.3	10.7	207.1	45.8	302.7	3,700	3,700	3,700	5.3	6.5	5.6
롯데지주	42.6	-	-	37.3	-23.3	800	1,100	1,000	1.5	2.8	2.7
효성	55.1	10.1	543.8	232.0	-168.6	5,000	5,000	5,000	10.0	6.5	5.1
HDC	38.0	11.5	104.4	11.8	71.8	150	200	250	0.9	1.8	2.1

주: 대주주 지분율은 특수관계인 포함이며, 국민연금은 최근 공시(5% 이상 기재) 기준. 배당금은 보통주, 배당성향은 별도당기순이익 기준(단, 삼성물산은 계열사에서 수령한 배당금 기준), 주당 배당금의 연도는 지급시점 기준이며, 배당수익률은 배당대상 기간 기준. 즉 2020년 배당수익률의 주당배당금은 2021년 지급액 기준. 2021년 배당수익률은 2021년 주당배당금을 현재 주가에 적용한 수익률. 현충지주 액분적용 자료: 사업보고서

지주회사 관련 법 개정안과 영향

■ 공정거래법 / 규제 강화 및 신규 사업 허용

- 지주회사의 자회사와 손자회사 보유 지분율을 상장 30%, 비상장 50%로 10%p씩 상향. 사익편취 관련 상장회사와 비상장회사간 상이한 규제 기준을 상장과 비상장 구분없이 총수일자 등 특수관계인이 20%이상 지분 보유로 일원화하고, 이들 회사가 50%를 초과하는 지분을 보유한 자회사까지 규제 대상에 포함
- 상호출자제한기업집단 소속 공익법인의 국내 계열회사 주식에 대한 의결권은 원칙적으로 행사 제한. 단 계열회사가 상장회사인 경우 임원 임면, 합병 등의 사유에 한하여 특수관계인과 합산하여 15% 한도 내에서 의결권 행사 허용

■ 상법 / 소수 주주의 권익 향상에 초점

- 모회사 주주가 자회사 이사의 불법행위에 책임 추궁. 상장회사 주식을 6개월동안 0.001% 이상 보유한 주주는 다중대표소송 제기와 회계장부열람권을 확대

■ 자사주 / 지배구조 전환 과정에서 활용 가치 상실

- 자사주 과세특례(현물출자 양도차익 과세이연) 2021년 일몰. 2022년부터 현물출자시 4년 거치 후 3년간 세금 분할 납부(세법 개정)

■ 영향

- 지주 전환을 계획하는 기업은 2022년 규제 강화로 2021년에 전환하는 것이 바람직(예. SK텔레콤의 중간지주회사 설립 계획 등)
- 사익편취 규제 강화로 현대글로비스의 최대주주 및 특수관계인은 지분을 10%p 가량 낮춰야 함
- 지주회사가 직접 투자 또는 자회사를 통한 간접 투자가 많아질 전망(투자형 지주회사 지향)

공정거래법 주요 개정안

항목	주요내용
지주회사 요건 강화	자회사와 손자회사의 지분율을 10%p씩 상향 (상장 30%, 비상장 50%)
사익편취 규제 강화	상장 및 비상장사 구분없이 총수일자 등 특수관계인 20%이상 지분을 보유한 회사
CVC 허용	일반지주회사가 벤처지주회사의 지분 보유 특례 적용

자료: 공정거래위원회, IBK투자증권 정리

상법 주요 개정안

항목	주요 내용
다중대표 소송제 도입	출자회사의 지분 30% 이상을 보유한 지배회사의 주주가 책임추궁 소 청구
집중투표제	2인 이상의 이사 선임시 소수주주권으로 집중투표제 청구 가능
전자투표제	일정 주주 수 이상의 상장회사에 대하여 전자투표 또는 서면투표제 실시
감사위원회위원 분리 선출제	감사위원회위원 선임시 발행주식 3%를 초과하는 주식에 의결권 제한

자료: 국회, 언론, IBK투자증권 정리

지배구조 변화 가능성이 큰 현대차그룹

순환출자 구조

- 순환출자는 신규가 금지된 구조이며, 기존 출자구조도 해소 유도 방침
- 해소 시기가 정해져 있는 것은 아니나 지분 승계 과정에서 가능성이 높음

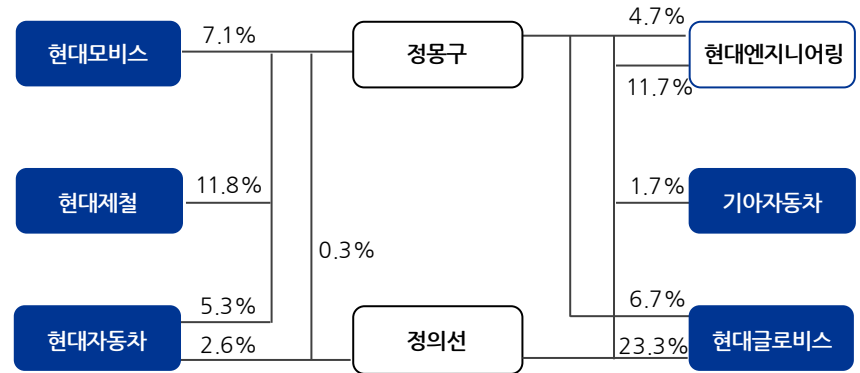
지분 변동이 불가피한 규제 이슈

- 사익편취 규제 강화로 최대주주의 현대글로벌비스 지분 매각
- 경영권 승계와 함께 최대주주간의 지분 이동

지배구조 변화의 가장 큰 초점은 지배력과 투명성

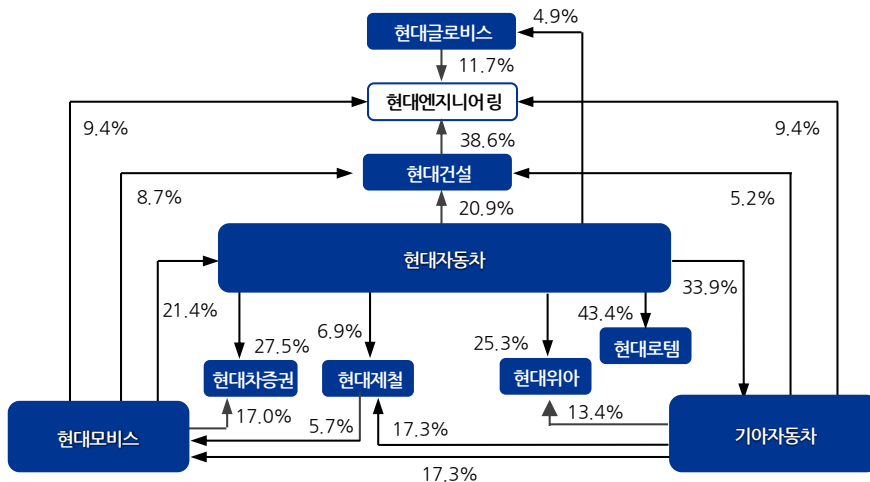
- 승계 과정에서 안정적 지배력 목적
- 순환출자 해소 과정에서 지주 체제는 선택지 중 하나, 금융 계열사가 걸림돌
- 현대엔지니어링 상장은 지배구조 변화 과정에서 가치 투명성 고려 목적

현대차그룹 최대주주의 계열사 보유 지분율



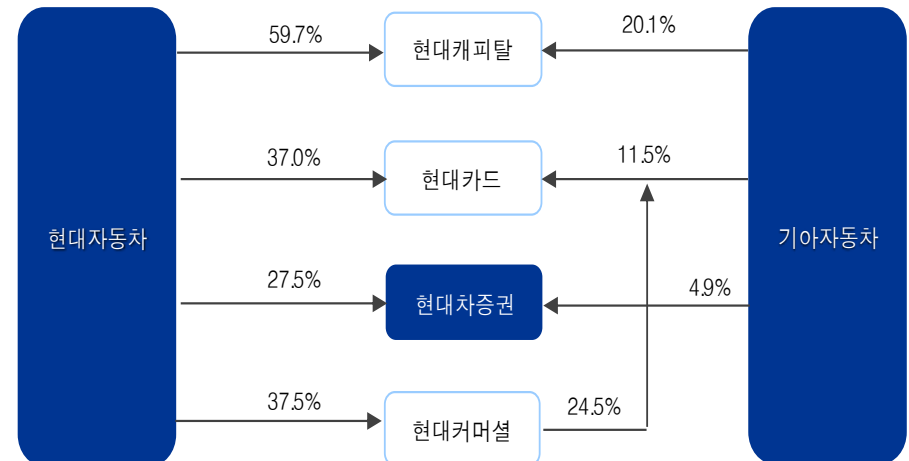
주: 상장기업은 음영처리 자료: 사업보고서, IBK투자증권

현대차그룹 주요 계열사 지배구조도



주: 상장기업은 음영처리. 자료: 사업보고서, IBK투자증권

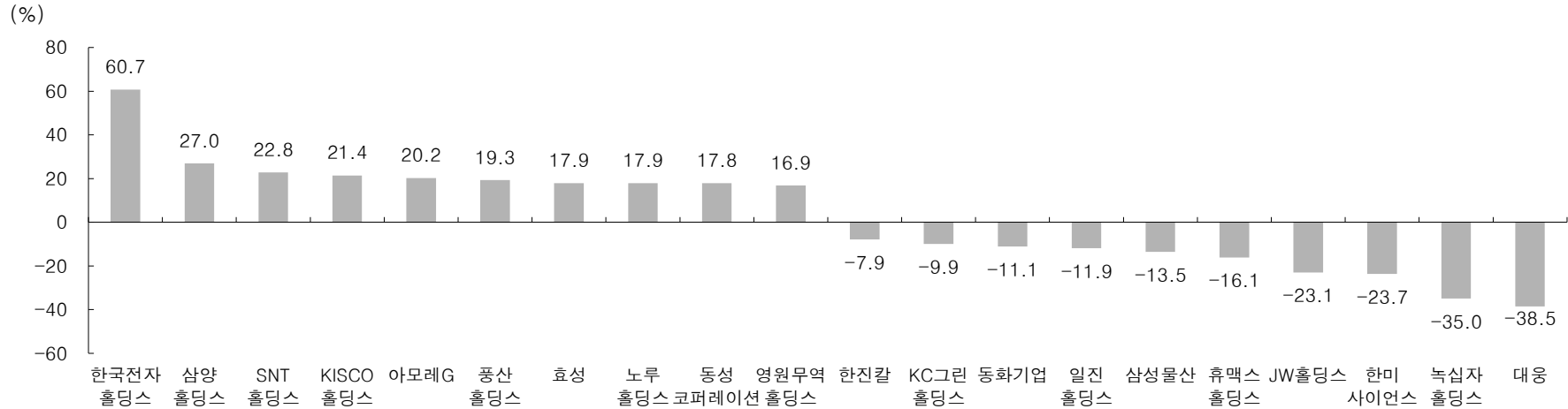
현대차그룹내 금융계열사



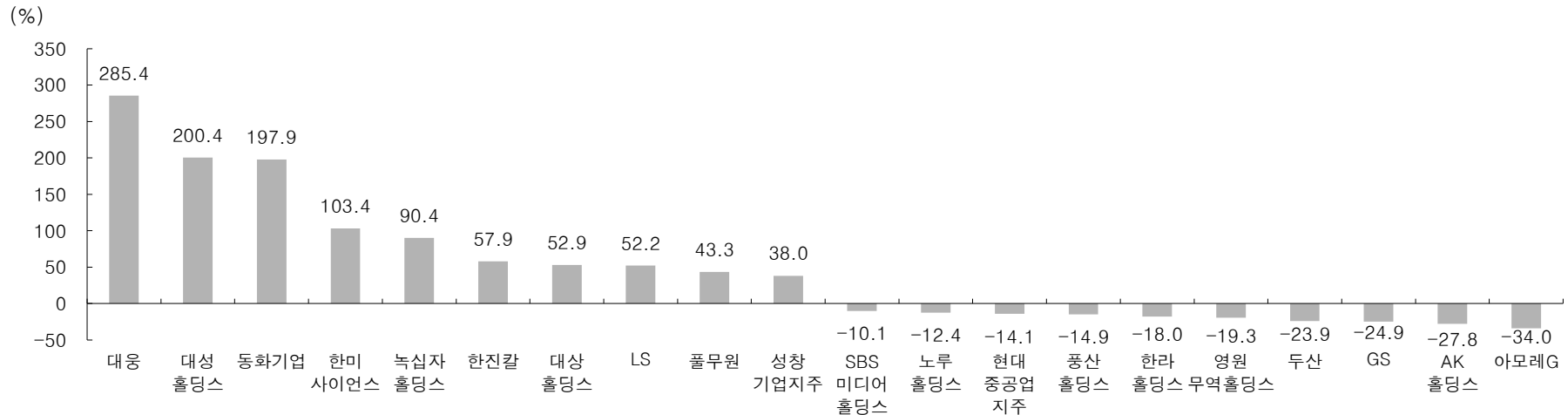
주: 상장기업은 음영처리. 자료: 사업보고서, IBK투자증권

지주회사 주가 등락

2021년 주가 등락 상위 10종목 & 하위 10종목

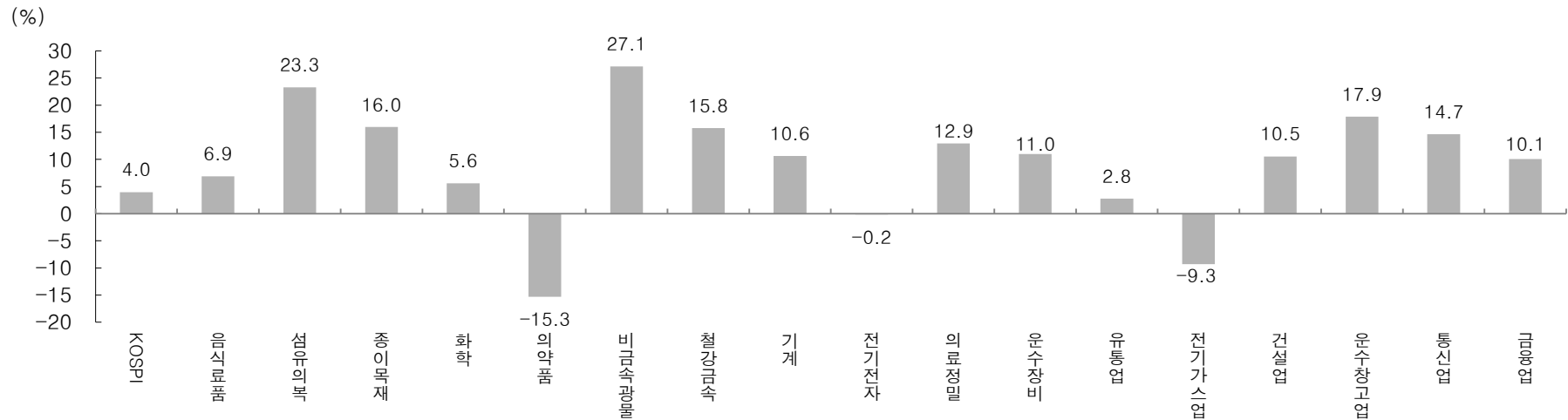


2020년 주가 등락 상위 10종목 & 하위 10종목

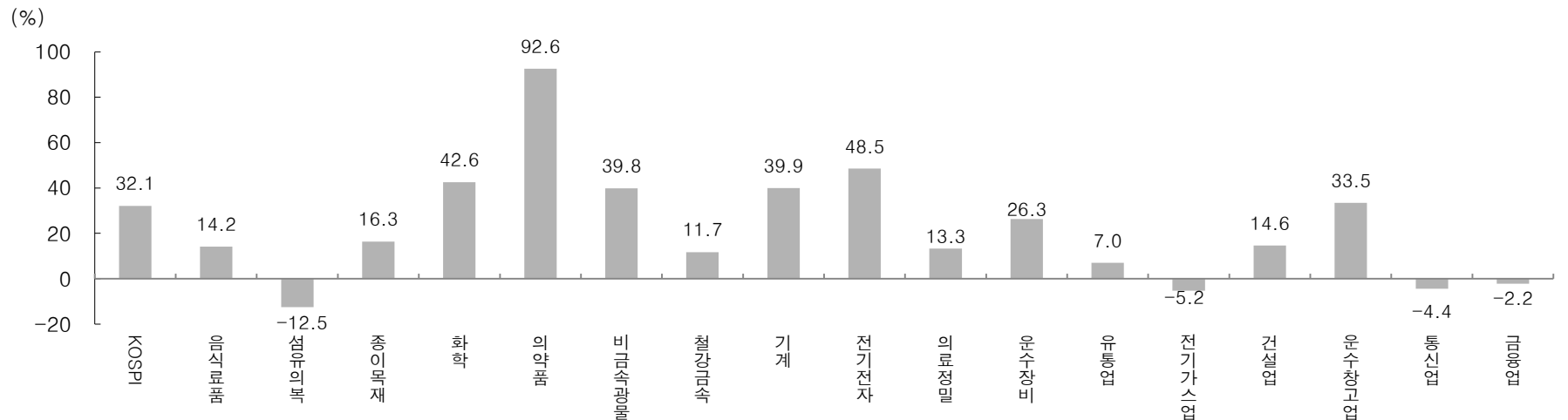


업종별 지수 등락

2021년 업종별 지수 등락



2020년 업종별 지수 등락



커버리지 지주회사 주가 흐름

■ 2019 / 신성장 부각

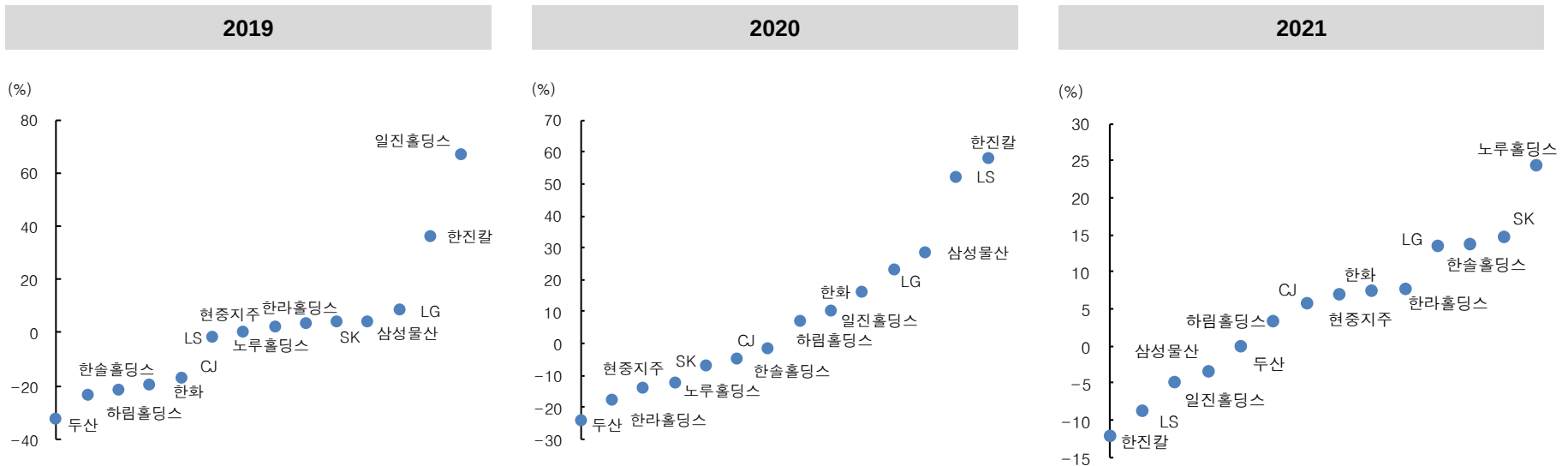
- 일진홀딩스는 손자회사 일진복합소재의 수소차 탱크를 생산하는 등 수소차 관련주로 부각되면서 동반 상승
- 경영권 분쟁이 지분 경쟁으로 이어진 한진칼 주가 상승

■ 2020 / 코로나19를 극복해 가는 과정

- 주요 주주간의 경영권 대립 지속과 지분 확보 경쟁으로 가장 높은 주가 상승률을 기록한 한진칼. 그러나 항공산업은 코로나19로 매우 어려웠던 한 해
- B2C대비 코로나19 영향이 덜했던 업종 중심으로 주가 회복력이 빠름. 상반기 주가 하락을 하반기에 만회하는 수준

■ 2021 / 사회와 산업 전반에 걸친 변화에 대응하기 위해 선택과 집중

- 코로나19로 인한 사회와 산업 전반에 걸친 변화, 경기 회복을 위한 국내외 투자 확대, 산업 환경에 대응하기 위한 사업 및 지배구조 등의 변화
- 업종(건설, 전자재, 조선, 플랫폼), 기저효과(화학 및 정유, 여행), 언택트 관련 산업 비중이 높은 지주 주목
- 사업 및 지배구조의 변화는 개별적 이슈로 계속 주목받을 요인



투자의견

■ 할인율을 축소시킬 긍정적인 변수들

- 적극적인 주주환원 정책, 대부분 순수지주 형태인 국내 지주회사의 자체 성장을 위해 사업지주 혹은 투자지주회사 지향, 비상장 자회사 주식 상장
- 비상장 자회사의 가치 상승은 지주회사에 직접적인 영향을 미치며, 상장 전까지 지주 주가 상승 요인

■ 개별 지주회사 별 특징에 초점을 맞춘 투자 전략

- 높은 성장 잠재력을 가진 지주: SK와 LG. 많은 자금력을 바탕으로 자체사업 못지 않은 투자 성과 기대. 안정적인 주주환원 정책 유지
- 전방산업의 수혜와 기저효과: LS, 삼성물산, 현대중공업지주, 노루홀딩스
- 배당 투자 매력: 현대중공업지주, 한라홀딩스

(원, %, 배)		삼성물산	SK	LG	현중지주	CJ	한화	두산
투자의견		매수	매수	매수	매수	중립	매수	매수
목표주가(원)		180,000	420,000	170,000	83,000	110,000	50,000	78,000
배당금(2021년 기준)		2,300	7,000	2,500	3,700	2,000	700	2,000
배당투자 기대수익률		1.7	2.5	2.0	5.2	2.1	2.3	3.2
PER	2020	25.2	90.1	10.5	-	37.9	13.0	-
	2021F	14.5	19.6	12.1	19.7	19.9	8.7	3.1
	2022F	17.1	14.6	11.5	13.4	14.5	7.5	3.1
PBR	2020	0.9	1.0	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7
	2021F	0.8	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
	2022F	0.8	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
		LS	한진칼	한라홀딩스	한솔홀딩스	일진홀딩스	노루홀딩스	하림지주
투자의견		매수	중립	매수	매수	중립	매수	매수
목표주가(원)		93,000	28,000	60,000	6,800	6,500	20,000	15,000
배당금		1,450	0	2,000	120	100	450	50
기대수익률		2.0	-	4.9	2.7	1.8	3.1	0.5
PER	2020	18.1	-	8.9	2.3	27.1	10.5	15.3
	2021F	17.5	-	7.4	7.7	26.7	14.7	9.7
	2022F	15.0	-	5.7	7.1	22.7	13.3	8.1
PBR	2020	0.7	2.8	0.4	0.3	0.9	0.4	0.5
	2021F	0.7	2.6	0.5	0.4	0.9	0.5	0.5
	2022F	0.7	2.8	0.4	0.4	0.9	0.5	0.5

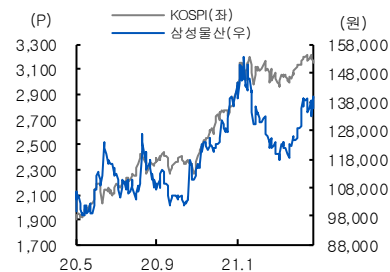
주: 주가 기준일은 4월 30일 자료: 사업보고서, IBK투자증권

삼성물산 (028260/매수/목표주가 180,000원)

시간이 갈수록 그룹내 위상과 주가 저평가 부각

매수 (유지)	
목표주가	180,000원
현재가 (4/30)	136,000원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	25,635십억원
발행주식수	188,515천주
액면가	100원
52주 최고가	153,500원
최저가	98,200원
60일 평균거래대금	77십억원
외국인 지분율	15.0%
배당수익률 (2021F)	3.3%
주주구성	
이재용 외 12 인	33.71%
케이씨씨	9.10%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	-11%	-21%
절대기준	8%	23%	28%



■ 현안

- 코로나19 영향을 많이 받은 사업의 수익 회복
- 사업 경쟁력과 규제 강화에 따른 사업부 조정

■ 전망

- 건설사업은 건축경기 활성화와 내부 수요로 실적 견고
- 금속을 비롯한 원자재 가격 상승과 수요 증가로 상사 실적 개선 전망
- 코로나19의 직접적 영향으로 부진했던 레저는 코로나19가 여전해 어려움이 예상되며, 패션도 마찬가지. 식품사업부는 비교적 견조했으나, 성장성은 제한적
- 식품사업은 일감몰아주기 규제 강화로 사업부 조정 내지 지배구조 변화 가능성

■ 투자포인트

- 관계사 배당금을 기반한 안정적인 배당 정책
- 보유 지분 가치 대비 주가 저평가
- 투자의견 매수와 목표주가 180,000원

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	30,762	30,216	31,814	32,743	33,864
영업이익	867	857	1,254	1,365	1,487
세전이익	1,527	1,465	2,594	2,267	2,417
지배주주순이익	1,050	1,035	1,770	1,501	1,592
EPS(원)	5,489	5,468	9,390	7,960	8,447
증가율(%)	-38.7	-0.4	71.7	-15.2	6.1
영업이익률(%)	2.8	2.8	3.9	4.2	4.4
순이익률(%)	3.4	3.8	6.0	5.2	5.3
ROE(%)	4.8	3.8	5.7	4.7	4.8
PER	19.8	25.2	14.5	17.1	16.1
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	16.8	21.0	16.0	14.8	13.5

삼성물산 (028260/매수/목표주가 180,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	97,844	5.2	-51.0	190,888
영업이익	1,563	28.3	-73.2	2,782
순이익	776	-68.0	-85.7	3,202

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	160,327	13.0	3.9	302,161
영업이익	4,719	22.5	-12.8	8,571
순이익	5,933	4.6	-4.0	11,607

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
삼성전자	5	2,368,070	2.8	359,939	29.6	264,078	21.5
삼성SDS	17	110,174	2.8	8,716	-12.0	4,529	-39.6
바이오로직스*	43	11,648	66.0	2,926	218.9	2,510	405.6
삼성생명	19	345,343	8.6	17,900	42.9	13,705	30.3

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적, * 표시된 해당 기업은 별도기준
단위: 억원, % . 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
삼성바이오에피스*	50	7,774	1.5	1,450	18.1	1,380	-47.6

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

삼성물산 (028260/매수/목표주가 180,000원)

주요 이슈

■ 삼성그룹 최정점의 프리미엄

- 경영권과 지분 승계가 마무리 된 이후 삼성그룹의 최정점에 있는 삼성물산 가치 부각
- 관계사 보유 지분 가치 상승에 비해 매우 낮은 주가 수준

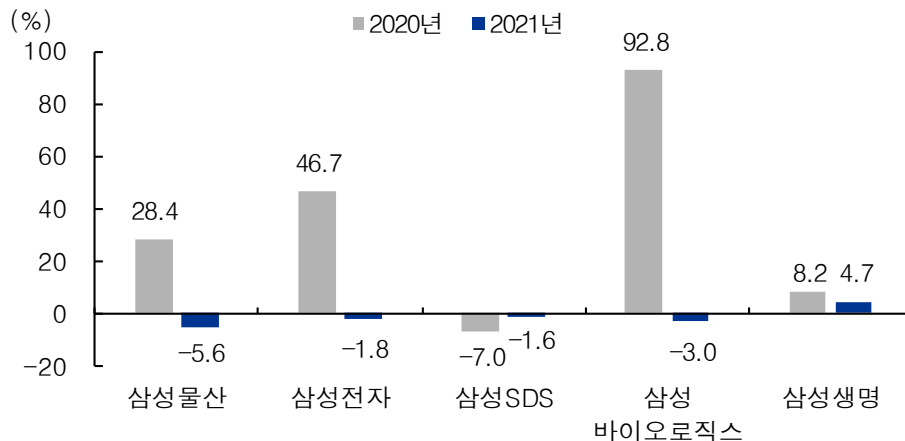
■ 사업구조 변화 필요성

- 식음사업은 급식시장 개방 및 일감 몰아주기 관련 규제 해소를 위해 사업 규모와 지배구조 변화 가능성
- 저수익 브랜드 축소 등 수익성 중심으로 패션 사업 재편. 레저는 사업성을 확대하지 않는 한 성장성을 확대하기 어려운 구조

■ ESG 경영

- 준법감시위원회로 준법경영을 감독. 이사회는 사외이사를 과반수 이상 구성하여 독립성 제고. 총 6개의 전문위원회 구성
- 업계 상위 수준의 등급 보유. 화석 연료에 대한 투자 제한으로 건설과 상사의 사업 조정이 있겠으나, 대체되는 사업으로 수익에 미칠 영향은 제한적

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	
투자자산	542,399	상장계열사와 관계기업 가치 합산
상장 계열사	536,812	삼성전자, 삼성바이오로직스, 삼성생명, 삼성SDS의 보유 지분 가치
관계기업	5,587	한화종합화학을 비롯한 관계기업의 장부가액
영업가치	30,902	바이오실적을 제외한 2020년 연결 EBITDA에 multiple 3x
순차입금	7,432	2020년 연결 재무제표 기준
주식수	187	보통주(자사주 포함)
적정가치	186,994	상장 계열사와 관계기업에 할인율을 각각 40%, 30% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

삼성물산 (028260/매수/목표주가 180,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	30,762	30,216	31,814	32,743	33,864
증가율(%)	-1.3	-1.8	5.3	2.9	3.4
매출원가	26,959	26,851	27,887	28,628	29,532
매출총이익	3,803	3,365	3,927	4,116	4,332
매출총이익률 (%)	12.4	11.1	12.3	12.6	12.8
판매비	2,936	2,508	2,672	2,750	2,845
판매비율(%)	9.5	8.3	8.4	8.4	8.4
영업이익	867	857	1,254	1,365	1,487
증가율(%)	-21.5	-1.1	46.3	8.9	8.9
영업이익률(%)	2.8	2.8	3.9	4.2	4.4
순금융손익	-35	-21	-13	-12	-12
이자손익	-41	-15	-26	58	76
기타	6	-6	13	-70	-88
기타영업외손익	572	467	1,094	646	666
중속/관계기업손익	123	162	259	268	276
세전이익	1,527	1,465	2,594	2,267	2,417
법인세	479	305	673	578	628
법인세율	31	21	26	26	26
계속사업이익	1,048	1,161	1,920	1,689	1,788
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,048	1,161	1,920	1,689	1,788
증가율(%)	-40.1	10.8	65.5	-12.1	5.9
당기순이익률 (%)	3.4	3.8	6.0	5.2	5.3
지배주주당기순이익	1,050	1,035	1,770	1,501	1,592
기타포괄이익	3,445	5,374	0	0	0
총포괄이익	4,493	6,535	1,920	1,689	1,788
EBITDA	1,423	1,401	1,784	1,917	2,061
증가율(%)	-9.2	-1.5	27.3	7.4	7.5
EBITDA마진율(%)	4.6	4.6	5.6	5.9	6.1

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	11,754	12,924	14,304	14,844	15,651
현금및현금성자산	2,704	2,402	3,010	3,343	3,903
유가증권	452	442	443	447	450
매출채권	3,094	1,678	2,223	2,194	2,196
재고자산	1,897	2,019	2,141	2,278	2,372
비유동자산	34,152	41,408	41,567	41,746	41,978
유형자산	4,926	4,851	4,632	4,380	4,107
무형자산	883	780	780	780	780
투자자산	26,527	33,915	34,171	34,439	34,716
자산총계	45,906	54,332	55,871	56,590	57,629
유동부채	10,929	10,890	10,797	10,758	10,580
매입채무및기타채무	1,558	2,001	2,058	2,110	2,021
단기차입금	1,927	1,420	1,405	1,391	1,377
유동성장기부채	786	707	707	697	687
비유동부채	8,284	10,497	10,587	10,375	10,197
사채	529	339	339	339	339
장기차입금	175	680	660	610	590
부채총계	19,213	21,386	21,384	21,134	20,777
지배주주지분	24,096	30,198	31,589	32,370	33,570
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,467	10,482	10,482	10,482	10,482
자본조정등	-2,158	-2,157	-2,157	-2,157	-2,157
기타포괄이익누계액	8,167	13,527	13,527	13,527	13,527
이익잉여금	7,601	8,327	9,718	10,499	11,699
비지배주주지분	2,596	2,748	2,898	3,086	3,282
자본총계	26,692	32,945	34,487	35,456	36,852
비이자부채	15,397	17,882	17,914	17,738	17,425
총차입금	3,816	3,504	3,470	3,396	3,352
순차입금	660	660	17	-394	-1,001

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	771	1,268	500	1,351	1,336
당기순이익	1,048	1,161	1,920	1,689	1,788
비현금성 비용 및 수익	425	316	-810	-350	-356
유형자산감가상각비	556	544	530	551	574
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-713	-562	-584	-45	-173
매출채권등의 감소	481	-871	-544	29	-2
재고자산의 감소	-161	-168	-121	-138	-94
매입채무등의 증가	-92	443	57	51	-89
기타 영업현금흐름	11	353	-26	57	77
투자활동 현금흐름	607	-848	-536	-531	-666
유형자산의 증가(CAPEX)	-345	-285	-310	-300	-300
유형자산의 감소	12	40	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-42	-35	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	57	3	3	0	-1
기타	925	-571	-229	-231	-365
재무활동 현금흐름	-1,612	-616	643	-487	-110
차입금의 증가(감소)	66	551	-20	-50	-20
자본의 증가	0	0	0	0	1
기타	-1,678	-1,167	663	-437	-91
기타 및 조정	35	-106	0	0	0
현금의 증가	-199	-302	607	333	560
기초현금	2,904	2,704	2,402	3,010	3,343
기말현금	2,704	2,402	3,010	3,343	3,903

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	5,489	5,468	9,390	7,960	8,447
BPS	125,948	160,189	167,566	171,712	178,078
DPS	2,000	2,300	4,400	2,400	2,400
밸류에이션(배)					
PER	19.8	25.2	14.5	17.1	16.1
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	16.8	21.0	16.0	14.8	13.5

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-1.3	-1.8	5.3	2.9	3.4
EPS증가율	-38.7	-0.4	71.7	-15.2	6.1
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	1.7	3.3	1.8	1.8
ROE	4.8	3.8	5.7	4.7	4.8
ROA	2.4	2.3	3.5	3.0	3.1
ROIC	18.5	22.1	37.6	31.3	33.0

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	72.0	64.9	62.0	59.6	56.4
순차입금 비율(%)	2.5	2.0	0.0	-1.1	-2.7
이자보상배율(배)	6.4	9.1	11.5	12.3	13.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.7	12.7	16.3	14.8	15.4
재고자산회전율	17.1	15.4	15.3	14.8	14.6
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

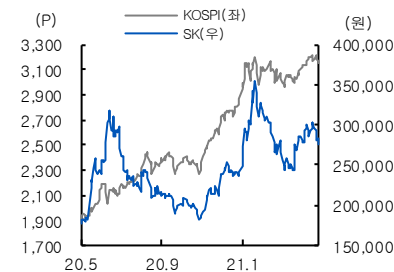
* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

SK (034730/매수/목표주가 420,000원)

사업지주이면서 적극적인 투자로 개선될 여지가 높은 지주

매수 (유지)	
목표주가	420,000원
현재가 (4/30)	276,000원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	19,563십억원
발행주식수	70,926천주
액면가	200원
52주 최고가	355,000원
최저가	176,000원
60일 평균거래대금	103십억원
외국인 지분율	21.1%
배당수익률 (2021F)	2.4%
주주구성	
최태원 외 28 인	28.52%
국민연금공단	8.46%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	9%	-6%
절대기준	-2%	51%	52%



■ 현안

- 주력 비상장 자회사의 가치 제고
- 투자형 지주회사로서 리스크 보완 및 장점 부각

■ 전망

- 2020년 실적이 부진했던 SK E&S는 전력도매가격 회복으로 수익구조 개선
- 바이오 CMO 자회사 팜테코의 성장성 부각
- 투자 자산의 가치 상승 및 사업적 확장 효과 기대

■ 투자포인트

- 비상장 계열사의 지분 가치가 지주에 극대화되는 시점은 계열사가 상장하기 전으로 비상장 바이오 자회사 팜테코의 성장 기대감은 팜테코가 주식 상장을 결정하기 전까지 지주에 관심이 집중되는 요인
- 주력 자회사의 소송 해결로 불확실성이 소멸됨으로써 실적 개선과 함께 내재가치 주목
- SK텔레콤의 인적분할은 계열사 가치 제고 차원에서 지주 가치를 부양하는 긍정적인 모멘텀
- 투자형 지주회사 전략이 성장성과 기업가치 측면에서 효율적일 것으로 판단

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	97,812	81,820	87,543	93,244	99,460
영업이익	3,736	-164	2,301	3,077	3,879
세전이익	2,836	-28	3,307	4,381	5,525
지배주주순이익	717	189	1,042	1,400	1,879
EPS(원)	10,108	2,670	14,689	19,741	26,277
증가율(%)	-68.2	-73.6	450.2	34.4	33.1
영업이익률(%)	3.8	-0.2	2.6	3.3	3.9
순이익률(%)	1.6	-0.1	2.6	3.2	3.8
ROE(%)	4.3	1.1	5.9	7.6	9.5
PER	25.9	90.1	19.6	14.6	11.0
PBR	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.9	11.5	9.3	8.4	7.9

SK (034730/매수/목표주가 420,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	15,310	-21.2	-52.8	34,740
영업이익	5,621	-48.7	-62.0	16,580
순이익	6,798	-34.4	-52.1	17,160

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	393,169	-7.5	-16.6	818,201
영업이익	5,665	흑전	-55.9	-1,645
순이익	6,064	흑전	334.1	-1,084

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
SK이노베이션	33	341,645	-30.7	-25,688	적전	-21,467	341,645
SK텔레콤	27	186,247	5.0	13,493	21.8	15,005	186,247
SK하이닉스	20	319,004	18.2	50,126	84.3	47,589	319,004
SK네트웍스	39	106,259	-18.6	1,239	13.3	421	106,259
SKC	41	27,022	14.4	1,908	36.5	736	27,022

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
SKE&S	90	57,495	-12.4	2,412	-54.1	8,618	23.6
SK건설	45	87,115	-4.2	2,849	-34.3	1,054	-56.5
SK실트론	51	1,701	10.2	249	-24.8	179	-16.6

주: 해당 실적은 2020년 별도 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

SK (034730/매수/목표주가 420,000원)

주요 이슈

■ 비상장 자회사 가치 상승

- 2020년 부진했던 SK E&S는 전력도매가격 회복으로 수익 개선 기대
- 신약 개발과 생산이 이원화되는 글로벌 추세에서 글로벌 경쟁력을 갖춘 CMO업체 SK 팜테코 수혜

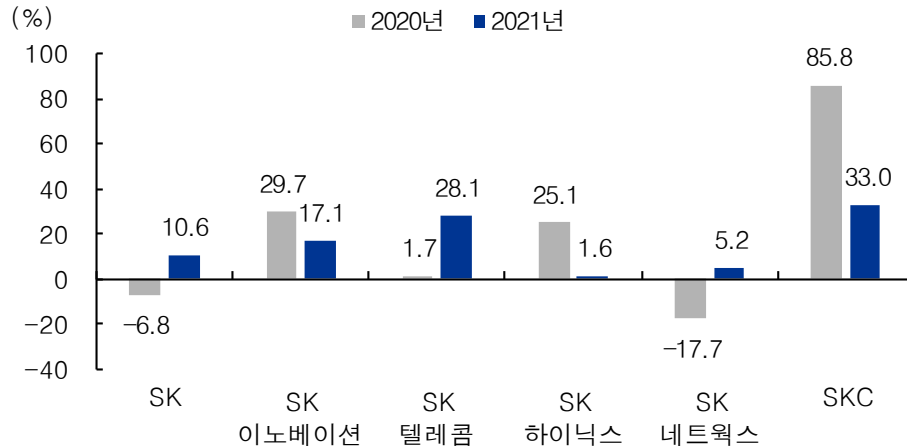
■ 자회사의 인적분할은 지주 가치에도 긍정적

- SK텔레콤 사업부 분리는 사업 경쟁력과 기업가치 제고를 위한 것으로 양사의 지분을 모두 갖는 SK의 가치에도 긍정적
- 비상장 자회사의 수익 규모와 성장성 그리고 사업지주이면서 투자형 지주를 지향하는 지주의 사업 모델에 비해 주가는 낮은 수준

■ ESG 경영

- 지주를 비롯한 모든 계열사가 ESG를 의사결정에 적극 반영. 국내 그룹사 중에서 가장 적극적이고, 등급도 최상위 수준
- 이사회가 사외이사 비중이 절반이상으로 독립성을 갖춰 경영 견제 기능 강화. 감사위원회와 거버넌스위원회는 전원 사외이사로 구성

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치측정	내용
투자자산가치	439,723	투자유가증권과 부동산가치 포함
상장기업	267,145	SK이노베이션, SK텔레콤, SK바이오팜 등 주요 계열사 가치(시가총액)
비상장기업	146,350	SK건설 등 기타 자회사의 장부가액 기준
SKE&S	61,000	유상증자 기준 가격으로 기업 가치 측정. 지분율 90% 적용
SK팜테코	36,000	연간 영업이익에 multiple x30 적용(장부가액 8,752억원)
SK실트론	16,347	2018년 EPS에 PER x10 적용
브랜드 사용료	2,750	2020년 기준
영업가치	19,200	자체사업(IT서비스)의 EBITDA에 multiple x10
순차입금	67,854	2020년말 별도 재무제표 기준
주식수	70	보통주 기준(자사주 포함)
적정주가	417,559	비상장기업의 가치 객관화로 상장기업과 동일한 할인율 30% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

SK (034730/매수/목표주가 420,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	97,812	81,820	87,543	93,244	99,460
증가율(%)	-2.3	-16.3	7.0	6.5	6.7
매출원가	89,026	76,477	79,664	84,572	90,012
매출총이익	8,786	5,343	7,879	8,672	9,449
매출총이익률(%)	9.0	6.5	9.0	9.3	9.5
판매비	5,050	5,507	5,578	5,595	5,570
판매비율(%)	5.2	6.7	6.4	6.0	5.6
영업이익	3,736	-164	2,301	3,077	3,879
증가율(%)	-20.2	-104.4	-1,499.2	33.7	26.1
영업이익률(%)	3.8	-0.2	2.6	3.3	3.9
순금융손익	-1,388	-876	-707	-666	-630
이자손익	-1,119	-1,210	-1,328	-1,435	-1,427
기타	-269	334	621	769	797
기타영업외손익	-109	213	-204	-200	-198
중속/관계기업손익	597	800	1,917	2,170	2,474
세전이익	2,836	-28	3,307	4,381	5,525
법인세	1,006	260	992	1,402	1,768
법인세율	36	-929	30	32	32
계속사업이익	1,829	-288	2,315	2,979	3,757
중단사업손익	-223	180	0	0	0
당기순이익	1,606	-108	2,315	2,979	3,757
증가율(%)	-73.9	-106.8	-2,235.1	28.7	26.1
당기순이익률(%)	1.6	-0.1	2.6	3.2	3.8
지배주주당기순이익	717	189	1,042	1,400	1,879
기타포괄이익	281	-377	0	0	0
총포괄이익	1,887	-486	2,315	2,979	3,757
EBITDA	11,335	7,820	10,129	11,189	12,069
증가율(%)	7.4	-31.0	29.5	10.5	7.9
EBITDA마진율(%)	11.6	9.6	11.6	12.0	12.1

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	40,015	38,052	38,182	38,921	39,392
현금및현금성자산	7,982	10,097	10,203	10,749	10,983
유가증권	3,694	4,484	4,533	4,697	4,761
매출채권	10,377	8,871	8,948	9,024	9,126
재고자산	9,138	6,179	6,084	6,057	6,084
비유동자산	92,596	99,586	102,091	104,607	108,044
유형자산	42,828	45,911	47,706	49,216	50,628
무형자산	14,666	16,660	15,907	15,135	14,433
투자자산	25,713	26,192	28,292	30,538	33,022
자산총계	132,611	137,638	140,274	143,527	147,436
유동부채	35,627	37,213	37,687	37,939	38,051
매입채무및기타채무	8,810	6,062	6,442	6,675	6,878
단기차입금	5,888	6,201	6,139	6,109	6,078
유동성장기부채	6,030	6,217	6,267	6,267	6,217
비유동부채	44,808	48,566	48,834	49,275	49,734
사채	25,137	26,400	26,300	26,250	26,150
장기차입금	7,237	10,444	10,294	10,194	10,094
부채총계	80,435	85,778	86,521	87,214	87,784
지배주주지분	16,684	17,435	18,054	19,036	20,496
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,886	7,062	7,062	7,062	7,062
자본조정등	-1,812	-1,811	-1,811	-1,811	-1,811
기타포괄이익누계액	38	-327	-327	-327	-327
이익잉여금	12,557	12,497	13,116	14,098	15,558
비지배주주지분	35,492	34,425	35,698	37,277	39,156
자본총계	52,176	51,860	53,753	56,313	59,652
비이자부채	32,735	33,095	34,100	34,973	35,824
총차입금	47,700	52,683	52,421	52,241	51,960
순차입금	36,024	38,103	37,685	36,795	36,216

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	8,028	9,695	8,415	8,842	9,035
당기순이익	1,606	-108	2,315	2,979	3,757
비현금성 비용 및 수익	9,977	8,505	6,821	6,808	6,544
유형자산감가상각비	6,066	6,350	6,505	6,790	6,939
무형자산상각비	1,532	1,635	1,323	1,322	1,251
운전자본변동	-1,427	3,520	606	490	161
매출채권등의 감소	179	1,187	-76	-76	-103
재고자산의 감소	54	2,975	95	27	-27
매입채무등의 증가	-158	-1,711	381	233	203
기타 영업현금흐름	-2,128	-2,222	-1,327	-1,435	-1,427
투자활동 현금흐름	-10,686	-10,419	-8,437	-8,594	-9,246
유형자산의 증가(CAPEX)	-7,825	-9,239	-8,300	-8,300	-8,350
유형자산의 감소	171	334	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-546	-435	-570	-550	-550
투자자산의 감소(증가)	-2,210	368	-183	-76	-11
기타	-276	-1,447	616	332	-335
재무활동 현금흐름	3,819	3,244	129	297	445
차입금의 증가(감소)	0	0	-150	-100	-100
자본의 증가	0	0	0	3	3
기타	3,819	3,244	279	394	542
기타 및 조정	38	-405	-1	0	0
현금의 증가	1,199	2,115	106	545	234
기초현금	6,783	7,982	10,097	10,203	10,749
기말현금	7,982	10,097	10,203	10,749	10,983

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	10,108	2,670	14,689	19,741	26,277
BPS	235,226	245,819	254,552	268,394	288,981
DPS	5,000	7,000	7,000	7,000	7,000
밸류에이션(배)					
PER	25.9	90.1	19.6	14.6	11.0
PBR	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.9	11.5	9.3	8.4	7.9

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.3	-16.3	7.0	6.5	6.7
EPS증가율	-68.2	-73.6	450.2	34.4	33.1
수익성지표(%)					
배당수익률	1.9	2.9	2.4	2.4	2.4
ROE	4.3	1.1	5.9	7.6	9.5
ROA	1.3	-0.1	1.7	2.1	2.6
ROIC	2.7	-0.2	3.9	5.0	6.2

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	154.2	165.4	161.0	154.9	147.2
순차입금 비율(%)	69.0	73.5	70.1	65.3	60.7
이자보상배율(배)	2.7	-0.1	1.5	1.8	2.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.5	8.5	9.8	10.4	11.0
재고자산회전율	10.8	10.7	14.3	15.4	16.4
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7

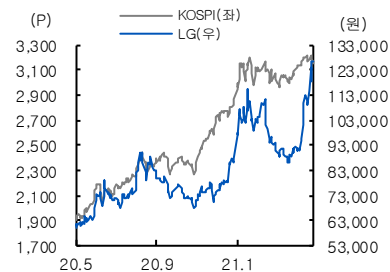
* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

LG (003550/매수/목표주가 170,000원)

분할은 다음 변화를 기대하게 만드는 이벤트

매수 (유지)	
목표주가	170,000원
현재가 (4/30)	126,500원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	22,158십억원
발행주식수	160,323천주
액면가	5,000원
52주 최고가	126,500원
최저가	59,600원
60일 평균거래대금	52십억원
외국인 지분율	34.7%
배당수익률 (2021F)	3.0%
주주구성	
구광모 외 28 인	45.89%
국민연금공단	7.32%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	35%	34%	26%
절대기준	38%	87%	104%



- **현안**
 - 분할 이후 지분 가치 재평가
 - 보유 현금 활용 방안
- **전망**
 - LG는 존속법인(LG)과 신설법인(LX홀딩스)으로 인적분할
 - LG전자, LG화학, LG생활건강, LG유플러스 등 기존 주력 계열사는 존속법인 LG에 잔류
 - 각 계열사는 주력 사업 중심의 선택과 집중으로 수익 극대화를 추구. 성장사업은 계열 분리로 외부 평가와 함께 주식 상장을 통해 자금을 확보하여 성장 가속화
 - 지주는 순수 지주에서 사업 혹은 투자형 지주회사로 전환될 전망
- **투자포인트**
 - 분할 후 계열사 실적과 성장성, 지분 가치대비 지주의 낮은 주가는 재평가
 - 계열사 분할에도 LG의 주주환원은 이상없이 더 개선될 여력이 높아짐
 - 지주의 많은 보유 현금과 창출 능력은 지주에 매우 긍정적인 투자포인트

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	6,534	6,632	6,926	7,235	7,532
영업이익	994	1,702	1,975	2,074	2,170
세전이익	981	1,754	2,039	2,130	2,222
지배주주순이익	1,080	1,466	1,622	1,653	1,692
EPS(원)	6,141	8,334	9,805	10,308	10,555
증가율(%)	-42.1	35.7	17.7	5.1	2.4
영업이익률(%)	15.2	25.7	28.5	28.7	28.8
순이익률(%)	16.9	23.2	24.1	23.6	23.2
ROE(%)	5.9	7.5	7.8	7.5	7.3
PER	12.0	10.5	12.1	11.5	11.2
PBR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.6	7.6	8.9	8.1	7.5

LG (003550/매수/목표주가 170,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	1,754	-79.1	-77.7	10,162
영업이익	631	-91.4	-88.8	7,940
순이익	164	-98.8	-97.2	13,314

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	35,518	15	8	66,321
영업이익	7,352	-24	183	17,022
순이익	8,174	13	514	15,407

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
LG전자	34	632,620	1.5	31,950	31.1	20,638	1,046.9
LG화학	33	300,765	10.0	17,982	117.8	6,824	81.4
LG유플러스	36	134,176	8.4	8,862	29.1	4,781	8.9
LG생활건강	34	78,445	2.1	12,209	3.8	8,131	3.2
실리콘웍스	33	11,619	34.0	942	99.4	725	88.2

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
LGCNS*	50	33,605	2.4	2,461	15.6	1,665	1.9

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LG (003550/매수/목표주가 170,000원)

주요 이슈

■ 분할 결정은 불확실성 제거

- 경영권 승계 이후 계열 분리 가능성이 점쳐지는 불확실성이 이번 분할 결정으로 해소
- 분할 자체에 의미를 두는 것이 아닌 분할 이후 주주가 성장성을 확보해 가는 경영 전략을 기대

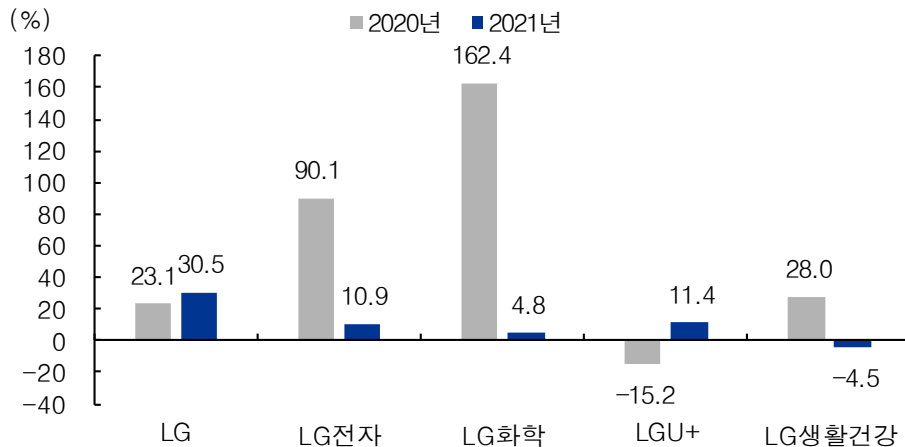
■ 선택과 집중을 토대로 변화의 속도가 빨라질 전망

- 사업의 방향성은 정해졌고, 역량을 집중하여 변화의 속도가 빨라지면서 성장 전략의 구체성이 가시화될 전망
- LG는 현금 보유액과 창출 능력을 토대로 계열사의 성장 전략에 맞춰 투자에 적극 나설 것으로 예상

■ ESG 경영

- 개선의 필요성이 있었던 지배구조에 대한 인식이 분할 후 등급에 긍정적으로 작용할 전망
- 이사회는 경영 의사결정뿐만 아니라 사업전략 및 재무적 사항에 대해 논의. 사내이사 3명과 사외이사 4명으로 구성하며, 별도 추천위원회에서 사외이사 추천

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산가치	431,387	
상장기업	402,798	LG생활건강, LG유플러스 시가총액 기준 지분가치 포함
LG전자	94,305	시가총액에 보유지분율 적용
LG화학	208,343	시가총액에 보유지분율 적용
비상장기업	28,589	
LG CNS	19,073	2020년 EPS에 PER 20x 반영
에스앤아이	9,516	2020년 EBITDA에 multiple 7x
순차입금	-2,640	2020년 연결 재무제표 기준
주식수	157	분할 후 보통주 기준
적정주가	191,603	할인율은 상장기업 30%, 비상장기업 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LG (003550/매수/목표주가 170,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	6,534	6,632	6,926	7,235	7,532
증가율(%)	-15.6	1.5	4.4	4.5	4.1
매출원가	5,206	4,565	4,585	4,793	4,989
매출총이익	1,329	2,068	2,341	2,443	2,543
매출총이익률(%)	20.3	31.2	33.8	33.8	33.8
판매비	335	365	366	369	373
판매비율(%)	5.1	5.5	5.3	5.1	5.0
영업이익	994	1,702	1,975	2,074	2,170
증가율(%)	-45.4	71.2	16.0	5.0	4.6
영업이익률(%)	15.2	25.7	28.5	28.7	28.8
순금융손익	-9	-3	14	27	41
이자손익	-10	-2	14	27	41
기타	1	-1	0	0	0
기타영업외손익	-5	55	50	29	11
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	981	1,754	2,039	2,130	2,222
법인세	196	325	367	426	478
법인세율	20	19	18	20	22
계속사업이익	785	1,430	1,672	1,704	1,745
중단사업손익	322	111	0	0	0
당기순이익	1,107	1,541	1,672	1,704	1,745
증가율(%)	-41.2	39.2	8.5	1.9	2.4
당기순이익률(%)	16.9	23.2	24.1	23.6	23.2
지배주주당기순이익	1,080	1,466	1,622	1,653	1,692
기타포괄이익	107	-251	0	0	0
총포괄이익	1,214	1,289	1,672	1,704	1,745
EBITDA	1,170	1,876	2,147	2,241	2,337
증가율(%)	-41.4	60.3	14.5	4.3	4.3
EBITDA마진율(%)	17.9	28.3	31.0	31.0	31.0

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,939	5,896	6,857	7,851	8,833
현금및현금성자산	1,337	1,493	2,200	3,028	3,648
유가증권	568	1,467	1,467	1,541	1,618
매출채권	1,451	1,314	1,474	1,543	1,795
재고자산	62	42	135	152	173
비유동자산	18,496	18,386	18,388	18,528	18,731
유형자산	1,640	1,590	1,531	1,474	1,419
무형자산	110	132	172	207	241
투자자산	15,126	15,098	15,098	15,248	15,449
자산총계	22,435	24,282	25,246	26,379	27,564
유동부채	2,245	2,133	1,875	1,794	1,727
매입채무및기타채무	836	797	541	485	449
단기차입금	56	50	50	49	48
유동성장기부채	323	274	279	269	259
비유동부채	1,169	1,288	1,277	1,271	1,259
사채	679	838	838	838	838
장기차입금	79	89	79	74	64
부채총계	3,414	3,421	3,152	3,065	2,986
지배주주지분	18,827	20,258	21,441	22,610	23,821
자본금	879	879	879	879	879
자본잉여금	2,363	2,965	2,965	2,965	2,965
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	-112	-366	-366	-366	-366
이익잉여금	15,699	16,782	17,965	19,134	20,345
비지배주주지분	194	603	653	704	757
자본총계	19,021	20,861	22,094	23,314	24,578
비이자부채	2,251	2,146	1,882	1,811	1,753
총차입금	1,163	1,275	1,270	1,254	1,233
순차입금	-742	-1,685	-2,398	-3,315	-4,033

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	819	739	1,284	1,702	1,593
당기순이익	1,107	1,541	1,672	1,704	1,745
비현금성 비용 및 수익	-318	-826	108	111	115
유형자산감가상각비	156	152	149	137	131
무형자산상각비	20	22	23	30	36
운전자본변동	-21	105	-510	-139	-308
매출채권등의 감소	271	141	-161	-69	-252
재고자산의 감소	-6	21	-93	-16	-21
매입채무등의 증가	-28	-35	-257	-56	-36
기타 영업현금흐름	51	-81	14	26	41
투자활동 현금흐름	-34	-1,278	-174	-387	-458
유형자산의 증가(CAPEX)	-62	-56	-90	-80	-76
유형자산의 감소	3	16	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-22	-49	-63	-65	-70
투자자산의 감소(증가)	58	-1,202	0	-150	-200
기타	-11	13	-21	-92	-112
재무활동 현금흐름	-509	694	-363	-488	-514
차입금의 증가(감소)	-81	14	-10	-5	-10
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-428	680	-353	-483	-504
기타 및 조정	7	1	-39	1	0
현금의 증가	283	156	708	828	621
기초현금	1,054	1,337	1,493	2,200	3,028
기말현금	1,337	1,493	2,200	3,028	3,648

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	6,141	8,334	9,805	10,308	10,555
BPS	107,050	115,188	133,735	141,025	148,581
DPS	2,200	2,500	2,750	3,000	3,250
밸류에이션(배)					
PER	12.0	10.5	12.1	11.5	11.2
PBR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.6	7.6	8.9	8.1	7.5

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-15.6	1.5	4.4	4.5	4.1
EPS증가율	-42.1	35.7	17.7	5.1	2.4
수익성지표(%)					
배당수익률	3.0	2.9	3.0	3.3	3.6
ROE	5.9	7.5	7.8	7.5	7.3
ROA	4.9	6.6	6.8	6.6	6.5
ROIC	50.6	85.0	88.8	77.2	71.6

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	17.9	16.4	14.3	13.1	12.1
순차입금 비율(%)	-3.9	-8.1	-10.9	-14.2	-16.4
이자보상배율(배)	26.4	51.7	55.7	58.3	61.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.1	4.8	5.0	4.8	4.5
재고자산회전율	73.2	127.4	78.3	50.5	46.5
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

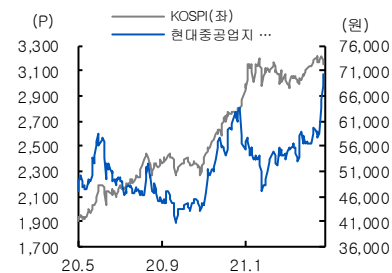
* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현대중공업주 (267250/매수/목표주가 83,000원)

사업 확장 및 업종 생태계 변화에 준비된 대응력

매수 (유지)	
목표주가	83,000원
현재가 (4/30)	70,400원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	5,561십억원
발행주식수	78,993천주
액면가	1,000원
52주 최고가	70,400원
최저가	40,600원
60일 평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	17.3%
배당수익률 (2021F)	1.3%
주주구성	
정몽준 외 12 인	34.36%
국민연금공단	10.74%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	22%	18%	-10%
절대기준	25%	64%	45%



■ 현안

- 굴삭기 자회사 간의 시너지
- 대우조선해양 인수를 위한 기업결합 심사 완결아

■ 전망

- 수소 생산, 운송 저장, 활용의 밸류체인 구축
- 두산인프라코어 인수로 굴삭기 사업 확장
- 친환경 조성으로 글로벌서비스 실적 개선
- 선박 수주 증가 및 고부가가치 선박 비중 증가

■ 투자포인트

- M&A는 실적 합산 뿐만 아니라 기존 동일 업종의 자회사 경쟁력에도 도움되는 시너지 효과
- 친환경 제품으로 수요 변화에 대응할 여건을 이미 갖췄으며, 관련 산업 전반에 걸친 친환경 생태계 변화에 대응 전략 마련
- 언택트 시대에 일반화 된 온라인 쇼핑과 해외 직구로 교역량이 늘어 글로벌 물동량을 처리할 운송 수단 수요 증가 수혜
- 고배당 정책 유지
- 목표주가 83,000원 제시

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	26,630	18,911	25,498	26,683	27,886
영업이익	667	-597	1,271	1,361	1,456
세전이익	203	-1,053	605	690	809
지배주주순이익	173	-609	282	414	516
EPS(원)	2,127	-7,631	3,572	5,240	6,531
증가율(%)	-35.5	-458.7	-146.8	46.7	24.6
영업이익률(%)	2.5	-3.2	5.0	5.1	5.2
순이익률(%)	0.4	-4.2	1.8	1.9	2.2
ROE(%)	2.2	-8.1	4.0	5.8	7.1
PER	31.8	-7.4	19.7	13.4	10.8
PBR	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.6	93.7	8.9	8.6	8.2

현대중공업지주 (267250/매수/목표주가 83,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	730	-75.9	-85.2	3,759
영업이익	644	-72.7	-74.0	3,008
순이익	-1,192	적전	적전	864

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	91,889	-5.5	-31.0	189,110
영업이익	-2,142	적지	적전	-5,971
순이익	-4,164	적지	적지	-7,897

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한국조선해양	31	149,037	-1.8	744	-74.4	-8,352	적전
현대건설기계	33	26,175	-8.2	916	-42.0	85	-83.3
현대일렉트릭	37	18,113	2.3	727	흑전	-402	적지

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
현대오일뱅크	74	136,899	-35.2	-5,933	적전	-3,598	적전
현대글로벌서비스	100	10,090	24.7	1,566	44.3	1,080	21.3

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

현대중공업지주(267250/매수/목표주가 83,000원)

주요 이슈

■ 성장 동력 '친환경 사업'

- 친환경이 글로벌 가장 중요한 주제로 선박과 선박의 동력도 친환경으로 전환. 글로벌 선박 및 선박 A/S 관련 분야에 상대적 우위의 기술력 보유
- 고품질을 생산할 수 있는 경유시설을 기반으로 수소사업에도 적극 나설 계획. 블루수소 사업과 화이트 바이오 사업 진출하여 에너지 산업을 주도

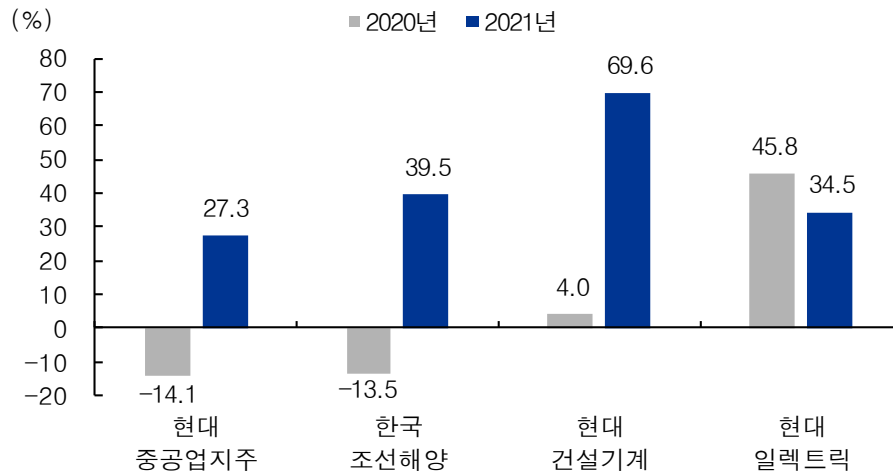
■ 경쟁력이 충분한 자회사 보유

- 환경 변화에 직간접적으로 영향을 많이 받는 산업은 친환경이 위기이자 기회일 수 있으며, 현대중공업지주는 기회로 만들기 위한 구체적인 계획을 갖고 있음
- 글로벌 경쟁력을 갖춘 상태에서 다소 못 미쳤던 기계부문도 M&A로 경쟁력이 높아질 전망

■ ESG 경영

- 환경 부문이 주목받을 수 밖에 없는 사업구조는 앞서 언급한 대로 기회일 가능성이 높음. 사업 경영 전략에 친환경 요소를 접목하여 경쟁력 강화
- 이사회 구성원 5인 중 3인이 사외이사로 의사결정에 객관성과 독립성을 부여. 이사회 내 위원회를 사외이사 중심으로 운영하여 효율성과 공정성 확보

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	비고
상장계열사	48,242	한국조선해양, 현대건설기계, 현대일렉트릭, 인프라코어 시가총액 기준
비상장계열사	79,445	
오일뱅크	59,950	아람코에 지분 매각 당시 적용됐던 주당가치 반영
글로벌서비스	17,124	2020년 EBITDA에 multiple 10x 적용하고 순차입금 반영
로보틱스	2,370	2020년 5월 분할. 장부가액 기준
순차입금	16,954	2020년 별도 재무제표 기준
주식수	79	자사주를 포함한 전체 주식수
적정가치	82,831	상장계열사 30%, 비상장계열사 40% 할인율 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

현대중공업주 (267250/매수/목표주가 83,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	26,630	18,911	25,498	26,683	27,886
증가율(%)	-2.3	-29.0	34.8	4.6	4.5
매출원가	24,801	18,341	22,948	23,988	25,036
매출총이익	1,830	570	2,551	2,695	2,850
매출총이익률 (%)	6.9	3.0	10.0	10.1	10.2
판매비	1,163	1,167	1,279	1,334	1,394
판매비율(%)	4.4	6.2	5.0	5.0	5.0
영업이익	667	-597	1,271	1,361	1,456
증가율(%)	-22.6	-189.6	-312.9	7.0	7.0
영업이익률(%)	2.5	-3.2	5.0	5.1	5.2
순금융손익	-271	-218	-501	-505	-493
이자손익	-251	-200	-221	-229	-230
기타	-20	-18	-280	-276	-263
기타영업외손익	-232	-239	-173	-178	-171
중속/관계기업손익	40	0	8	13	18
세전이익	203	-1,053	605	690	809
법인세	87	-263	148	172	202
법인세율	43	25	25	25	25
계속사업이익	115	-790	458	517	607
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	115	-790	458	517	607
증가율(%)	-59.4	-784.6	-158.0	13.0	17.3
당기순이익률 (%)	0.4	-4.2	1.8	1.9	2.2
지배주주당기순이익	173	-609	282	414	516
기타포괄이익	-12	275	0	0	0
총포괄이익	104	-515	458	517	607
EBITDA	1,347	181	2,081	2,169	2,270
증가율(%)	-1.2	-86.5	1,047.6	4.2	4.7
EBITDA마진율(%)	5.1	1.0	8.2	8.1	8.1

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	9,935	8,049	9,311	9,709	9,944
현금및현금성자산	2,028	2,039	2,299	2,550	2,677
유가증권	323	206	211	224	226
매출채권	2,140	1,694	1,838	1,888	1,886
재고자산	3,877	3,022	3,608	3,633	3,697
비유동자산	15,780	18,510	18,843	19,349	19,775
유형자산	8,409	10,680	11,028	11,432	11,880
무형자산	2,152	2,009	2,001	1,999	1,986
투자자산	4,171	3,802	3,830	3,843	3,862
자산총계	25,716	26,559	28,154	29,059	29,719
유동부채	8,022	6,336	6,983	7,608	7,881
매입채무및기타채무	2,070	1,614	1,838	2,208	2,309
단기차입금	2,302	1,052	1,294	1,425	1,509
유동성장기부채	1,113	1,196	1,196	1,196	1,196
비유동부채	5,809	9,125	9,876	9,926	9,991
사채	2,928	3,809	4,009	4,009	4,009
장기차입금	1,725	3,475	3,675	3,675	3,675
부채총계	13,831	15,461	16,860	17,533	17,873
지배주주지분	7,992	7,015	7,036	7,163	7,393
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,172	5,193	5,193	5,193	5,193
자본조정등	-547	-722	-722	-722	-722
기타포괄이익누계액	102	250	250	250	250
이익잉여금	3,183	2,213	2,234	2,361	2,591
비지배주주지분	3,893	4,083	4,259	4,362	4,453
자본총계	11,885	11,098	11,294	11,525	11,846
비이자부채	5,303	4,796	5,553	6,095	6,351
총차입금	8,528	10,665	11,307	11,438	11,522
순차입금	6,177	8,421	8,797	8,664	8,619

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,206	887	1,261	2,071	1,886
당기순이익	115	-790	458	517	607
비현금성 비용 및 수익	1,143	1,145	1,475	1,479	1,461
유형자산감가상각비	607	697	752	746	752
무형자산상각비	73	82	57	63	63
운전자본변동	230	1,060	-451	304	49
매출채권등의 감소	-52	359	-145	-50	1
재고자산의 감소	442	872	-586	-25	-64
매입채무등의 증가	-270	-451	224	370	101
기타 영업현금흐름	-282	-528	-221	-229	-231
투자활동 현금흐름	-1,640	-1,818	-1,405	-1,375	-1,267
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,245	-2,211	-1,100	-1,150	-1,200
유형자산의 감소	174	14	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-101	-35	-50	-60	-50
투자자산의 감소(증가)	17	-51	-21	0	-1
기타	-485	465	-234	-165	-16
재무활동 현금흐름	1,364	950	404	-445	-492
차입금의 증가(감소)	0	0	200	0	0
자본의 증가	0	0	0	5	3
기타	1,364	950	204	-450	-495
기타 및 조정	-1	-9	0	0	0
현금의 증가	929	10	260	251	127
기초현금	1,100	2,028	2,039	2,299	2,550
기말현금	2,028	2,039	2,299	2,550	2,677

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,127	-7,631	3,572	5,240	6,531
BPS	98,141	88,804	89,066	90,684	93,593
DPS	3,700	3,700	3,700	3,700	3,700
밸류에이션(배)					
PER	31.8	-7.4	19.7	13.4	10.8
PBR	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.6	93.7	8.9	8.6	8.2

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.3	-29.0	34.8	4.6	4.5
EPS증가율	-35.5	-458.7	-146.8	46.7	24.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
ROE	2.2	-8.1	4.0	5.8	7.1
ROA	0.5	-3.0	1.7	1.8	2.1
ROIC	0.9	-5.7	3.1	3.4	3.9

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	116.4	139.3	149.3	152.1	150.9
순차입금 비율(%)	52.0	75.9	77.9	75.2	72.8
이자보상배율(배)	2.3	-2.5	4.9	5.1	5.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.1	9.9	14.4	14.3	14.8
재고자산회전율	6.5	5.5	7.7	7.4	7.6
총자산회전율	1.1	0.7	0.9	0.9	0.9

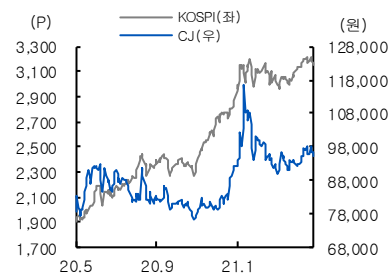
* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

CJ (001040/중립/목표주가 110,000원)

지수에 관심을 유도할 만한 변화 필요

중립 (유지)	
목표주가	110,000원
현재가 (4/30)	95,500원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	3,253십억원
발행주식수	35,664천주
액면가	5,000원
52주 최고가	116,500원
최저가	76,000원
60일 평균거래대금	9십억원
외국인 지분율	19.0%
배당수익률 (2021F)	2.1%
주주구성	
이재현 외 6인	47.05%
국민연금공단	6.56%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	-9%	-27%
절대기준	2%	26%	18%



■ 현안

- 계열사 수익구조 개선
- 지주 가치 제고

■ 전망

- 2020년 식품&식품서비스는 매출 +0.4%, 영업이익 +18.1%, 생명공학 매출 +9.3%, 영업이익 +113.2%, 물류&유통 매출 +4.3%, 영업이익 +6.7%를 기록한 반면 엔터테인먼트&미디어는 매출 -52.5%, 영업이익 대규모 적자 전환
- 가장 부진했던 엔터테인먼트&미디어가 지난해보다는 개선되겠지만, 실적 부진의 원인이었던 코로나19가 여전한 상황에서 실적은 제한적인 수준에서 개선될 전망
- 비상장 자회사 실적 비교적 견고. CJ올리브영은 점포당 수익성 개선

■ 투자포인트

- 사업부 매각 등 구조조정이 지속되고 있는 CJ푸드빌
- 온라인 성장으로 수익이 개선된 CJ올리브영은 비상장 자회사로 지주 가치에 직결. 다만 연결 실적에서의 비중이 낮고, 보유 지분도 전체 지분의 절반으로 기여도가 낮음

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	33,780	31,999	32,726	34,135	35,956
영업이익	1,509	1,390	1,430	1,536	1,676
세전이익	597	514	626	830	1,057
지배주주순이익	267	87	176	242	312
EPS(원)	7,491	2,430	4,941	6,780	8,735
증가율(%)	-3.2	-67.6	103.4	37.2	28.8
영업이익률(%)	4.5	4.3	4.4	4.5	4.7
순이익률(%)	1.0	0.6	1.3	1.6	2.0
ROE(%)	6.2	1.9	3.8	5.0	6.2
PER	12.9	37.9	19.9	14.5	11.3
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.7	6.8	6.8	6.7	6.5

CJ (001040/중립/목표주가 110,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	728	-21.2	-60.0	1,652
영업이익	300	-49.9	-59.8	900
순이익	-16	적전	적전	522

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	163,651	4.7	-6.7	319,991
영업이익	7,673	23.2	-4.2	13,903
순이익	-2,145	적전	적지	2,040

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
CJ제일제당	45	242,457	8.5	13,596	51.6	7,864	311.7
CJ ENM	40	33,912	-10.5	2,721	1.0	656	12.0
CJ CGV	38	5,834	-70.0	-3,887	적전	-7,516	적지

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
CJ올리브네트웍스	100	4,446	-4.4	408	-9.7	407	-50.8
CJ올리브영	55	18,739	-5	1,018	16	610	20
CJ푸드빌	96	5,595	-33.1	-	-	371	14.8

주: 해당 실적은 2020년 별도 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

CJ (001040/중립/목표주가 110,000원)

주요 이슈

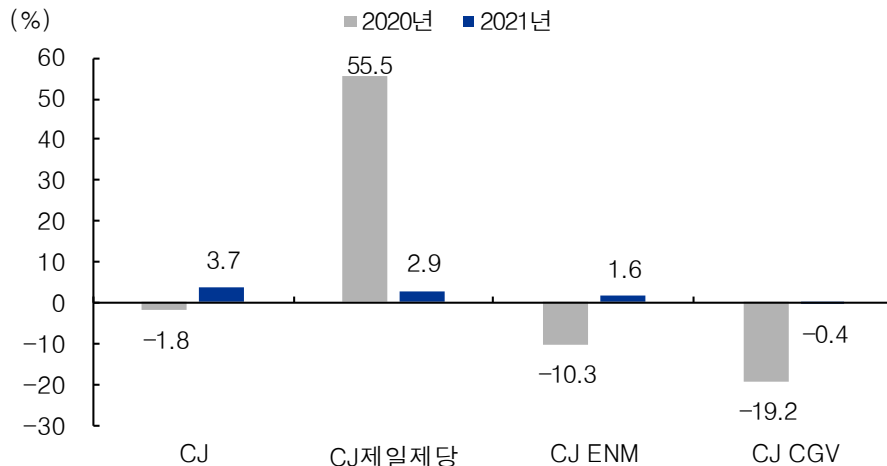
■ 비상장 자회사 CJ올리브영과 CJ올리브네트웍스

- 2020년 CJ올리브영은 매출이 5.1% 감소했지만, 온라인 비중 상승 덕분에 영업이익은 15.8% 증가. 2019년 10.6%였던 온라인 비중이 2020년에는 17.9%로 7.3%p 상승. 코로나19가 2021년에도 여전히 매출 회복이 쉽지 않아 보이지만 온라인 매출은 계속 늘어나고 비중도 아직은 낮아 수익성 제고에 도움이 될 것으로 예상. 다만 점포수가 1,259개로 전년대비 13개 증가에 그쳤는데, 가맹점은 줄고, 직영점이 늘어남. 직영점 비중이 81%로 소비 패턴 변화에 따라 고정비 부담은 중장기적으로 고민이 될 여지가 있어 보임
- 그룹내 정보시스템 업무와 공공기관 및 민간기업에 소프트웨어 및 인터넷솔루션을 제공하는 CJ올리브네트웍스는 2020년 매출 -4.4%, 영업이익 -9.7%를 기록. 지난해는 코로나19 영향으로 실적이 감소했지만, 내부 매출을 포함해 수익구조는 비교적 안정적인. CJ가 지분을 100% 가진 완전한 자회사로 최근 올리브영네트웍스를 분할하여 편입

■ ESG 경영

- 그룹 계열사 전반에 걸쳐 환경 분야에 개선 작업 집중
- 이사회는 7인으로 사외이사 4인으로 구성. 이사회 내 위원회는 사외이사 중심으로 운영하여 상호 견제와 균형을 추구

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산	52,219	
상장기업	45,676	CJ CGV, CJ 프레시웨이 가치 포함
CJ제일제당	28,141	시가총액
CJENM	12,525	시가총액
비상장기업	6,543	CJ 올리브네트웍스 가치 포함.
CJ올리브영	3,120	2020년 예상 EPS에 PER 10x 적용 후 주식수를 감안한 시가총액
CJ푸드빌	1,019	장부가액
CJ올리브네트웍스	2,200	multiple 8x. 지분 100%의 완전 자회사로 할인율 미 적용
브랜드 사용료	958	2020년 기준
순차입금	3,697	2020년 별도 재무제표 기준
주식수	29	보통주 기준(자사주 포함)
적정가치	109,690	할인율은 계열사별로 30~50%를 차등 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

CJ (001040/중립/목표주가 110,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	33,780	31,999	32,726	34,135	35,956
증가율(%)	14.4	-5.3	2.3	4.3	5.3
매출원가	24,634	23,392	23,933	24,987	26,298
매출총이익	9,145	8,608	8,794	9,148	9,658
매출총이익률 (%)	27.1	26.9	26.9	26.8	26.9
판매비	7,636	7,217	7,363	7,612	7,982
판매비율(%)	22.6	22.6	22.5	22.3	22.2
영업이익	1,509	1,390	1,430	1,536	1,676
증가율(%)	13.3	-7.9	2.9	7.4	9.1
영업이익률(%)	4.5	4.3	4.4	4.5	4.7
순금융손익	-688	-769	-731	-659	-593
이자손익	-605	-530	-527	-505	-481
기타	-83	-239	-204	-154	-112
기타영업외손익	-279	-192	-181	-173	-163
종속/관계기업손익	55	84	109	126	137
세전이익	597	514	626	830	1,057
법인세	273	310	207	274	349
법인세율	46	60	33	33	33
계속사업이익	324	204	420	556	708
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	324	204	420	556	708
증가율(%)	-63.2	-37.0	105.7	32.5	27.4
당기순이익률 (%)	1.0	0.6	1.3	1.6	2.0
지배주주당기순이익	267	87	176	242	312
기타포괄이익	144	-133	0	0	0
총포괄이익	468	71	420	556	708
EBITDA	4,148	3,864	3,913	3,972	4,108
증가율(%)	37.2	-6.8	1.3	1.5	3.4
EBITDA마진율(%)	12.3	12.1	12.0	11.6	11.4

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	11,153	11,118	11,392	11,756	12,221
현금및현금성자산	1,603	2,603	2,775	2,993	3,361
유가증권	1,107	1,129	1,129	1,140	1,145
매출채권	3,580	3,321	3,351	3,361	3,406
재고자산	2,549	2,238	2,311	2,420	2,452
비유동자산	29,229	28,907	28,876	28,905	28,981
유형자산	13,517	13,003	12,483	12,168	11,915
무형자산	7,006	6,562	6,658	6,757	6,828
투자자산	2,668	3,393	3,499	3,624	3,760
자산총계	40,381	40,025	40,268	40,661	41,202
유동부채	12,285	11,423	11,351	11,321	11,289
매입채무및기타채무	2,744	2,368	2,346	2,359	2,345
단기차입금	3,269	3,093	3,086	3,090	3,093
유동성장기부채	2,724	2,087	2,087	2,097	2,107
비유동부채	13,482	13,206	13,169	13,104	13,035
사채	4,034	4,074	4,054	4,024	3,974
장기차입금	2,908	3,065	3,035	2,985	2,955
부채총계	25,766	24,629	24,520	24,424	24,324
지배주주지분	4,510	4,643	4,753	4,927	5,171
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
자본조정등	-77	40	40	40	40
기타포괄이익누계액	-119	-173	-173	-173	-173
이익잉여금	3,533	3,605	3,714	3,888	4,132
비지배주주지분	10,105	10,753	10,996	11,310	11,707
자본총계	14,615	15,396	15,749	16,237	16,878
비이자부채	8,792	8,467	8,414	8,385	8,352
총차입금	16,974	16,162	16,106	16,039	15,972
순차입금	14,264	12,431	12,203	11,906	11,466

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	3,865	3,033	3,065	3,098	3,192
당기순이익	324	204	420	556	708
비현금성 비용 및 수익	3,543	3,346	3,287	3,142	3,051
유형자산감가상각비	1,904	1,843	1,849	1,815	1,803
무형자산상각비	735	631	634	621	629
운전자본변동	232	-374	-115	-94	-86
매출채권등의 감소	8	143	-30	-10	-45
재고자산의 감소	-290	241	-73	-109	-32
매입채무등의 증가	638	-359	-23	14	-14
기타 영업현금흐름	-234	-143	-527	-506	-481
투자활동 현금흐름	-4,896	-1,444	-2,343	-2,365	-2,391
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,205	-1,234	-1,330	-1,500	-1,550
유형자산의 감소	121	268	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-779	-646	-730	-720	-700
투자자산의 감소(증가)	-813	-28	3	1	1
기타	-1,220	196	-286	-146	-142
재무활동 현금흐름	1,167	-537	-550	-515	-433
차입금의 증가(감소)	1,989	1,180	-30	-50	-30
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-822	-1,717	-520	-465	-403
기타 및 조정	-7	-52	-1	1	-1
현금의 증가	129	1,000	171	219	367
기초현금	1,474	1,603	2,603	2,775	2,993
기말현금	1,603	2,603	2,775	2,993	3,361

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	7,491	2,430	4,941	6,780	8,735
BPS	126,448	130,202	133,260	138,149	144,994
DPS	1,850	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	12.9	37.9	19.9	14.5	11.3
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.7	6.8	6.8	6.7	6.5

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	14.4	-5.3	2.3	4.3	5.3
EPS증가율	-3.2	-67.6	103.4	37.2	28.8
수익성지표(%)					
배당수익률	1.9	2.2	2.1	2.1	2.1
ROE	6.2	1.9	3.8	5.0	6.2
ROA	0.9	0.5	1.0	1.4	1.7
ROIC	1.5	1.0	2.1	2.8	3.5

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	176.3	160.0	155.7	150.4	144.1
순차입금 비율(%)	97.6	80.7	77.5	73.3	67.9
이자보상배율(배)	2.3	2.4	2.4	2.6	2.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.5	9.3	9.8	10.2	10.6
재고자산회전율	14.8	13.4	14.4	14.4	14.8
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

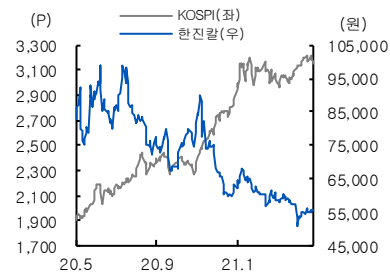
한진칼 (180640/중립/목표주가 28,000원)

영업환경이 여전히 불안한 가운데 양적 성장 마련

중립 (유지)	
목표주가	28,000원
현재가 (4/30)	55,500원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	3,699십억원
발행주식수	66,799천주
액면가	2,500원
52주 최고가	99,000원
최저가	50,600원
60일 평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	15.5%
배당수익률 (2021F)	0.0%

주주구성	
조원태 외 9 인	30.70%
그레이스홀딩스 외 7 인	17.54%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-46%	-61%
절대기준	-3%	-26%	-36%



■ 현안

- 항공사업 정상화
- 거대 FSC와 LCC 사업 시너지

■ 전망

- 코로나19 영향에서 완전히 벗어나기 전까지 항공산업은 비정상적인 상황
- 글로벌 물동량 증가로 화물운송 증가. 코로나19의 위기에서 벗어나 항공운항이 정상화될 경우 화물운송은 변동이 없어 큰 수익 개선을 기대할 수 있음. 다만 아직은 이런 판단을 하기에 다소 이르다는 생각
- 동일 업종내에서 M&A의 가장 효과는 효율성에 초점을 맞춘 경영일텐데, 아시아나항공 인수가 그럴지 의문. LCC를 모두 운영하는 FSC를 인수함으로써 추가 구조조정 가능성 배제할 수 없어 불확실성 여전
- 주요 주주간 지분율 경쟁구도 지속

■ 투자포인트

- M&A 효과보다는 항공산업의 정상화에 투자 초점. 아직은 불안정한 영업환경 지속
- 아시아나항공 인수로 주요 주주간 의견 대립은 잠잠하나, 여전히 불씨를 안고 있음
- ESG 경영위원회 설치로 ESG 경영 강화

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,203	409	440	544	676
영업이익	-4	-221	-188	-111	-43
세전이익	-264	-334	-242	-98	-13
지배주주순이익	-244	-270	-199	-77	-9
EPS(원)	-4,093	-4,476	-2,982	-1,148	-141
증가율(%)	580.0	9.3	-33.4	-61.5	-87.7
영업이익률(%)	-0.3	-54.0	-42.7	-20.4	-6.4
순이익률(%)	-21.7	-83.6	-53.2	-16.5	-1.6
ROE(%)	-17.7	-19.5	-14.1	-6.0	-0.8
PER	-9.8	-14.1	-18.4	-47.9	-390.5
PBR	1.9	2.8	2.8	3.0	3.0
EV/EBITDA	19.9	-64.5	-51.7	-310.8	199.8

한진칼 (180640/중립/목표주가 28,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	117	-61.0	-82.0	417
영업이익	-16	적전	적전	191
순이익	-181	적전	적전	-34

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	1,669	-31.0	-70.1	4,088
영업이익	-1,147	적지	적지	-2,211
순이익	-83	적지	적지	-3,415

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
대한항공	29	76,062	-38.6	1,089	-38.1	-2,300	적지
한진	24	22,157	7.4	1,059	16.8	91	흑전
진에어*	56	2,718	-70.1	-1,847	적지	-1,904	적지

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적 *해당 기업은 별도 기준
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
정석기업*	48	410	-2.2	116	3.4	88	-38.6
토파스여행정보*	94	70	-81.5	-113	적전	-85	적전
칼호텔네트워크	100	545	-50.9	-238	적지	-328	적지

주: 해당 실적은 2020년 별도 기준 실적이며 * 표시된 해당 기업은 연결기준.
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한진칼 (180640/중립/목표주가 28,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,203	409	440	544	676
증가율(%)	-7.8	-66.0	7.6	23.7	24.2
매출원가	1,069	539	528	546	609
매출총이익	135	-130	-88	-2	68
매출총이익률 (%)	11.2	-31.8	-20.0	-0.4	10.1
판매비	138	91	100	109	110
판매비율(%)	11.5	22.2	22.7	20.0	16.3
영업이익	-4	-221	-188	-111	-43
증가율(%)	-103.6	5,597.6	-14.8	-41.3	-61.4
영업이익률(%)	-0.3	-54.0	-42.7	-20.4	-6.4
순금융손익	-26	-34	-34	-33	-34
이자손익	-26	-34	-34	-33	-34
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-9	4	1	0	-1
중속/관계기업손익	-224	-83	-21	46	64
세전이익	-264	-334	-242	-98	-13
법인세	-3	7	-7	-8	-2
법인세율	1	-2	3	8	15
계속사업이익	-261	-342	-234	-90	-11
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-261	-342	-234	-90	-11
증가율(%)	1,936.4	31.1	-31.4	-61.5	-87.7
당기순이익률 (%)	-21.7	-83.6	-53.2	-16.5	-1.6
지배주주당기순이익	-244	-270	-199	-77	-9
기타포괄이익	-22	52	0	0	0
총포괄이익	-282	-290	-234	-90	-11
EBITDA	141	-82	-92	-15	23
증가율(%)	-8.6	-158.3	11.7	-83.4	-254.1
EBITDA마진율(%)	11.7	-20.0	-20.9	-2.8	3.4

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	667	1,198	1,091	1,044	1,011
현금및현금성자산	141	125	97	84	108
유가증권	415	137	137	142	148
매출채권	52	12	15	15	14
재고자산	6	3	5	6	5
비유동자산	2,027	2,290	2,180	2,139	2,149
유형자산	594	544	463	381	332
무형자산	10	8	6	5	3
투자자산	749	1,053	1,020	1,069	1,137
자산총계	2,694	3,489	3,271	3,184	3,160
유동부채	599	889	883	883	873
매입채무및기타채무	7	2	7	8	10
단기차입금	125	254	251	250	248
유동성장기부채	86	118	108	103	98
비유동부채	674	936	958	961	958
사채	87	298	298	293	288
장기차입금	283	274	274	274	274
부채총계	1,273	1,824	1,841	1,844	1,831
지배주주지분	1,247	1,514	1,315	1,238	1,229
자본금	149	167	167	167	167
자본잉여금	1,135	1,619	1,619	1,619	1,619
자본조정등	353	355	355	355	355
기타포괄이익누계액	187	212	212	212	212
이익잉여금	-578	-840	-1,039	-1,116	-1,126
비지배주주지분	174	150	115	102	100
자산총계	1,421	1,664	1,430	1,340	1,329
비이자부채	481	616	646	660	659
총차입금	792	1,208	1,195	1,184	1,172
순차입금	236	946	962	958	916

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	131	-187	-117	-39	-2
당기순이익	-261	-342	-234	-90	-11
비현금성 비용 및 수익	413	273	150	83	36
유형자산감가상각비	143	136	95	94	65
무형자산상각비	2	3	2	2	1
운전자본변동	-22	-124	2	2	7
매출채권등의 감소	-2	41	-3	-1	1
재고자산의 감소	-1	4	-2	-1	0
매입채무등의 증가	1	-6	5	2	2
기타 영업현금흐름	1	6	-35	-34	-34
투자활동 현금흐름	214	-878	-9	-17	-17
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-1	-14	-12	-16
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-10	-362	13	-3	-4
기타	229	-514	-8	-2	3
재무활동 현금흐름	-301	1,049	97	44	43
차입금의 증가(감소)	0	103	0	0	0
자본의 증가	0	501	0	5	5
기타	-301	445	97	39	38
기타 및 조정	0	0	1	0	0
현금의 증가	44	-16	-28	-12	24
기초현금	97	141	125	97	84
기말현금	141	125	97	84	108

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-4,093	-4,476	-2,982	-1,148	-141
BPS	20,882	22,665	19,683	18,535	18,394
DPS	255	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-9.8	-14.1	-18.4	-47.9	-390.5
PBR	1.9	2.8	2.8	3.0	3.0
EV/EBITDA	19.9	-64.5	-51.7	-310.8	199.8

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-7.8	-66.0	7.6	23.7	24.2
EPS증가율	580.0	9.3	-33.4	-61.5	-87.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-17.7	-19.5	-14.1	-6.0	-0.8
ROA	-9.4	-11.0	-6.9	-2.8	-0.3
ROIC	-70.6	-182.0	-932.4	150.3	8.7

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	89.6	109.6	128.8	137.6	137.8
순차입금 비율(%)	16.6	56.9	67.3	71.5	68.9
이자보상배율(배)	-0.1	-4.8	-3.7	-2.2	-0.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	23.0	12.7	33.0	36.2	46.3
재고자산회전율	210.8	94.6	124.8	107.7	125.4
총자산회전율	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

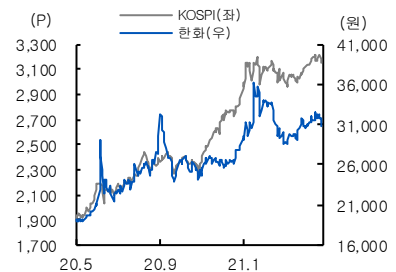
한화 (000880/매수/목표주가 50,000원)

자체 사업의 확장은 수치 뿐만 아니라 투자 심리의 개선 효과

매수 (유지)	
목표주가	50,000원
현재가 (4/30)	30,800원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	2,665십억원
발행주식수	97,910천주
액면가	5,000원
52주 최고가	36,150원
최저가	18,800원
60일 평균거래대금	11십억원
외국인 자본율	20.0%
배당수익률 (2021F)	2.3%

주주구성	
김승연 외 11 인	39.11%
국민연금공단	8.67%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-8%	-8%
절대기준	-1%	28%	49%



■ 현안

- 신 성장 동력의 구체화
- 자체사업에 질산사업 추가

■ 신규 사업 확대

- 화약, 방산 및 무역업을 하는 자체사업은 비교적 안정적이지만 성장성은 떨어지는 경향이 컸었는데, 이번에 발표한 질산사업은 안정성 뿐만 아니라 확장성에 무게를 둘 수 있는 신규 사업
- 태양광을 중심으로 친환경 사업에 진취적이었던 한화그룹은 수소경제 및 우주시대를 대비한 관련 산업에 진출하는 등 변화에 적극적이며 이를 위해 계열사들이 유기적으로 대응하고 있음.
- 2020년 연결 매출은 1 % 증가에 그쳤으나, 영업이익과 순이익은 40.5%, 220.5% 증가함. 주력 계열사 한화솔루션의 순이익이 흑자 전환했으며, 예년과 달리 대손충당금 부담에서 벗어난 한화생명 순이익도 311.2% 증가함

■ 투자포인트

- 신규 사업 추가는 밸류에이션 상향 조정 요인
- 계열사 지분 가치대비 지주 주가 저평가

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	50,412	50,926	51,030	53,245	54,838
영업이익	1,126	1,582	1,590	1,668	1,780
세전이익	253	1,104	1,082	1,234	1,446
지배주주순이익	90	214	360	417	531
EPS(원)	919	2,184	3,678	4,254	5,427
증가율(%)	-80.8	137.7	68.4	15.7	27.6
영업이익률(%)	2.2	3.1	3.1	3.1	3.2
순이익률(%)	0.5	1.5	1.6	1.7	2.0
ROE(%)	2.1	4.8	7.7	8.4	9.9
PER	27.2	13.0	8.7	7.5	5.9
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.8	8.6	8.8	8.6	8.4

한화 (000880/매수/목표주가 50,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	20,761	7.9	-53.2	40,008
영업이익	307	-65.7	-56.8	1,670
순이익	650	2.3	-35.1	1,287

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	254,604	0.0	-1.0	509,265
영업이익	7,843	-1.7	56.1	15,820
순이익	2,051	-61.7	흑전	7,405

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한화솔루션	37	91,950	-2.8	5,942	29.4	3,017	흑전
한화생명	18	262,231	5.0	3,767	662.6	2,412	311.2
한화에어로스페이스	34	53,214	1.1	2,439	47.6	1,647	1.4

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한화건설	97	32,884	-14.0	1,933	-33.5	774	-31.4
한화호텔앤리조트	51	4,396	-28.9	-775	적지	-1,213	적지

주: 해당 실적은 2020년 별도 기준
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한화 (000880/매수/목표주가 50,000원)

주요 이슈

■ 자체사업에 질산사업 추가

- 비료, 염료, 매개체, 화약류 및 화학물의 제조에 사용되는 무색 액체로 한화는 기존 12만톤에 40만톤을 추가 신설할 계획. 화약과 폴리우레탄 원료로 내부 수요 및 반도체/전자소재 등 고부가가치 정밀화학제품 신소재 용도로 확장성 기대
- 예상 실적은 매출 1,000억원, 영업이익 200억원이며, 사업 확장 여력과 탄소배출권 등을 고려하면 이익 규모는 더 많을 전망

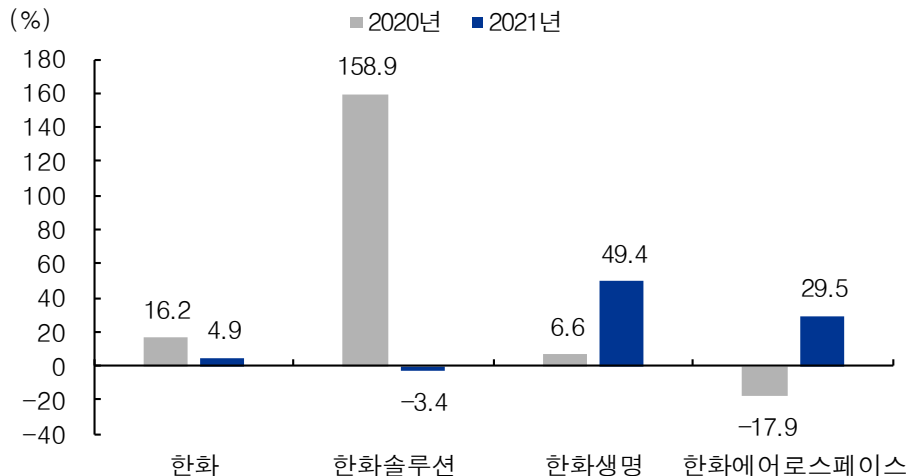
■ 사업 확장은 저평가 해소 기회

- 자체사업 확장은 낮은 밸류에이션에도 관심이 줄었던 투자 심리를 복원시키는 긍정적인 모멘텀
- 신 성장동력을 위한 한화 및 주요 계열사의 사업적 연계는 밸류에이션의 할인율 축소 요인

■ ESG 경영

- 경영진 견제기능을 가진 이사회는 9인 중 5인이 사외이사로 구성. 감사위원회, 내부거래위원회는 전원 사외이사, 사외이사후보추천위원회는 3인 중 2인 사외이사

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2021년 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	비고
투자가치	64,054	
상장사	47,295	
한화솔루션	35,025	시가총액 x 지분율
한화생명	5,446	시가총액 x 지분율(한화 보유)
한화에어로스페이스	6,824	시가총액 x 지분율
비상장사	16,759	
한화건설	12,587	장부가액
브랜드 사용료	1,400	주요 계열사와 계약 내용을 참고해 IBK투자증권 추정
영업가치	12,090	2020년 자체사업 EBITDA에 5x 적용
순차입금	17,662	2019년 별도 재무제표 기준
주식수	75	보통주 기준이며, 자사주 포함
적정주가	49,780	할인율은 상장사 30%, 비상장사 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한화 (000880/매수/목표주가 50,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	50,412	50,926	51,030	53,245	54,838
증가율(%)	3.4	1.0	0.2	4.3	3.0
매출원가	46,659	46,792	46,869	48,946	50,371
매출총이익	3,753	4,135	4,162	4,299	4,468
매출총이익률 (%)	7.4	8.1	8.2	8.1	8.1
판매비	2,627	2,552	2,572	2,630	2,687
판매비율(%)	5.2	5.0	5.0	4.9	4.9
영업이익	1,126	1,582	1,590	1,668	1,780
증가율(%)	-37.7	40.5	0.5	4.9	6.7
영업이익률(%)	2.2	3.1	3.1	3.1	3.2
순금융손익	-438	-400	-410	-407	-403
이자손익	-507	-455	-447	-416	-411
기타	69	55	37	9	8
기타영업외손익	-673	-268	-240	-197	-114
종속/관계기업손익	239	190	142	169	182
세전이익	253	1,104	1,082	1,234	1,446
법인세	22	363	271	309	361
법인세율	9	33	25	25	25
계속사업이익	231	741	812	926	1,084
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	231	741	812	926	1,084
증가율(%)	-71.1	220.5	9.6	14.0	17.1
당기순이익률 (%)	0.5	1.5	1.6	1.7	2.0
지배주주당기순이익	90	214	360	417	531
기타포괄이익	933	-230	0	0	0
총포괄이익	1,164	511	812	926	1,084
EBITDA	2,299	2,848	2,836	2,899	3,006
증가율(%)	-16.9	23.9	-0.4	2.2	3.7
EBITDA마진율(%)	4.6	5.6	5.6	5.4	5.5

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	16,305	16,208	16,584	16,736	17,037
현금및현금성자산	4,575	5,533	5,873	6,084	6,298
유가증권	671	355	355	355	355
매출채권	3,950	3,310	3,391	3,318	3,277
재고자산	3,916	4,114	4,110	4,029	4,040
비유동자산	18,698	18,893	19,204	19,506	19,818
유형자산	11,462	11,305	11,512	11,653	11,799
무형자산	2,522	2,477	2,457	2,455	2,453
투자자산	2,687	2,643	2,785	2,957	3,141
자산총계	182,286	191,178	191,943	192,444	193,135
유동부채	16,003	15,652	15,810	15,682	15,574
매입채무및기타채무	2,391	2,132	2,466	2,452	2,458
단기차입금	3,977	4,085	4,003	3,963	3,943
유동성장기부채	3,264	2,980	2,950	2,940	2,910
비유동부채	12,404	12,476	12,351	12,265	12,159
사채	3,322	3,460	3,460	3,430	3,380
장기차입금	3,564	3,470	3,450	3,430	3,410
부채총계	164,022	172,671	172,689	172,331	172,002
지배주주지분	4,425	4,510	4,804	5,156	5,621
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	486	523	523	523	523
자본조정등	20	17	17	17	17
기타포괄이익누계액	-171	-272	-272	-272	-272
이익잉여금	3,601	3,753	4,047	4,398	4,864
비지배주주지분	13,839	13,998	14,449	14,958	15,511
자본총계	18,264	18,507	19,254	20,114	21,133
비이자부채	149,895	158,676	158,826	158,568	158,359
총차입금	14,127	13,995	13,863	13,763	13,643
순차입금	8,881	8,107	7,635	7,324	6,990

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,518	3,443	2,376	2,314	2,266
당기순이익	231	741	812	926	1,084
비현금성 비용 및 수익	4,679	4,527	1,754	1,665	1,560
유형자산감가상각비	1,006	1,090	1,073	1,059	1,053
무형자산상각비	167	177	173	172	172
운전자본변동	-5,168	-5,486	257	139	33
매출채권등의 감소	40	176	-80	73	41
재고자산의 감소	-6	-151	4	82	-11
매입채무등의 증가	142	-218	334	-14	6
기타 영업현금흐름	2,776	3,661	-447	-416	-411
투자활동 현금흐름	-3,988	-1,887	-1,452	-1,506	-1,549
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,707	-1,248	-1,280	-1,200	-1,200
유형자산의 감소	63	143	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-212	-230	-152	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	-779	-694	0	-2	-2
기타	-1,353	142	-20	-134	-177
재무활동 현금흐름	992	-549	-584	-596	-503
차입금의 증가(감소)	1,250	158	-20	-20	-20
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-258	-707	-564	-577	-484
기타 및 조정	-6	-49	0	-1	0
현금의 증가	-484	958	340	211	214
기초현금	5,059	4,575	5,533	5,873	6,084
기말현금	4,575	5,533	5,873	6,084	6,298

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	919	2,184	3,678	4,254	5,427
BPS	45,198	46,059	49,068	52,656	57,414
DPS	700	700	700	700	700
밸류에이션(배)					
PER	27.2	13.0	8.7	7.5	5.9
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.8	8.6	8.8	8.6	8.4

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	3.4	1.0	0.2	4.3	3.0
EPS증가율	-80.8	137.7	68.4	15.7	27.6
수익성지표(%)					
배당수익률	2.8	2.5	2.3	2.3	2.3
ROE	2.1	4.8	7.7	8.4	9.9
ROA	0.1	0.4	0.4	0.5	0.6
ROIC	1.5	4.8	5.4	6.1	7.1

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	898.1	933.0	896.9	856.8	813.9
순차입금 비율(%)	48.6	43.8	39.7	36.4	33.1
이자보상배율(배)	2.3	3.4	3.4	3.8	4.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.7	14.0	15.2	15.9	16.6
재고자산회전율	12.9	12.7	12.4	13.1	13.6
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

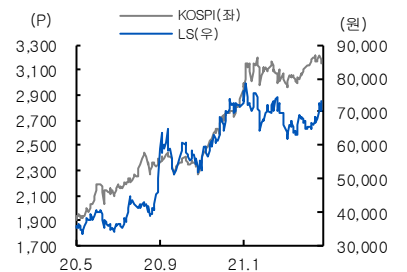
* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

LS (006260/매수/목표주가 93,000원)

주력 사업의 수주 증가 및 인프라 투자 확대 수혜

매수 (유지)	
목표주가	93,000원
현재가 (4/30)	73,300원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	2,360십억원
발행주식수	32,200천주
액면가	5,000원
52주 최고가	78,500원
최저가	33,550원
60일 평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	14.4%
배당수익률 (2021F)	2.1%
주주구성	
구자열 외 46 인	32.63%
국민연금공단	13.50%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	2%	20%
절대기준	8%	42%	95%



■ 현안

- 비상장 LS전선 실적 증가
- 엠트론 수익구조 개선
- LS이브이코리아 IPO 재추진

■ 전망

- 전선 수주가 초고압전력선과 해저케이블 중심으로 증가. 글로벌 전선시장에서 높은 경쟁력을 갖춘 LS전선은 고부가가치 제품 수주 증가로 성장성과 함께 수익성 개선이 기대됨
- 구리가격 상승으로 아이앤디의 재고평가이익 지속. 하반기에는 북미 인프라 투자 확대에 따른 실적 개선 전망
- 북미 트랙터 수요 회복으로 엠트론도 부진에서 벗어날 것으로 예상

■ 투자포인트

- 구리가격 상승은 관련 제품의 수요 증가를 예측할 수 있는 가격 지표로 LS 실적에 긍정적
- 계열사 중에 가장 돋보이는 LS전선이 비상장 자회사로 지주를 주목해야 하는 이유
- 부가가치가 높은 제품 중심으로 늘어난 전선 수주와 구리가격 상승에 비해 LS 주가는 비교적 낮은 수준

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	10,176	10,444	11,231	11,646	11,993
영업이익	352	419	481	546	586
세전이익	160	303	328	389	433
지배주주순이익	25	127	134	156	180
EPS(원)	787	3,939	4,157	4,853	5,583
증가율(%)	-93.7	400.8	5.5	16.7	15.1
영업이익률(%)	3.5	4.0	4.3	4.7	4.9
순이익률(%)	0.9	1.9	2.0	2.3	2.5
ROE(%)	0.8	3.9	4.0	4.6	5.1
PER	60.8	18.1	17.5	15.0	13.1
PBR	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.7	8.6	7.8	7.3	7.0

LS (006260/매수/목표주가 93,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	937	30.0	7.6	1,657
영업이익	573	흑전	215.8	1,249
순이익	756	61.0	46.3	1,225

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	53,635	5.6	4.0	104,443
영업이익	1,827	18.8	82.6	3,366
순이익	1,377	141.7	흑전	1,947

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
LS Electric	46	24,027	2.4	1,337	-20.7	855	-17.0
LS전선아시아	55	5,796	11.4	161	-38.0	83	-51.5

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적

단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
LS전선*	89	48,315	5.0	1,649	1.4	1,141	31.6
LS니꼬동제련*	50	79,798	1.3	2,286	-27.5	1,993	-10.0
LS아이앤디*	92	22,747	1.4	433	100.8	68	흑전

주: 2020년 별도 기준이며 * 표시된 해당 기업은 연결기준

단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LS (006260/매수/목표주가 93,000원)

주요 이슈

■ 수요가 많은 제품과 글로벌 경쟁력을 가진 생산성 보유

- 초고압전력선과 해저케이블은 글로벌 수요가 꾸준하며, 대규모 공급 능력과 설치 경험을 갖춘 글로벌 대형 전선업체
- 친환경 정책은 전력 생산 및 운용이 변환될 요소로 전력장비를 생산하는 업체는 수혜 예상
- 전기차는 시간이 갈수록 생산이 늘어날텐데, LS 이브이코리아와 LS ELECTRIC이 전기차 부품인 하네스엔모듈과 릴레이부품 생산

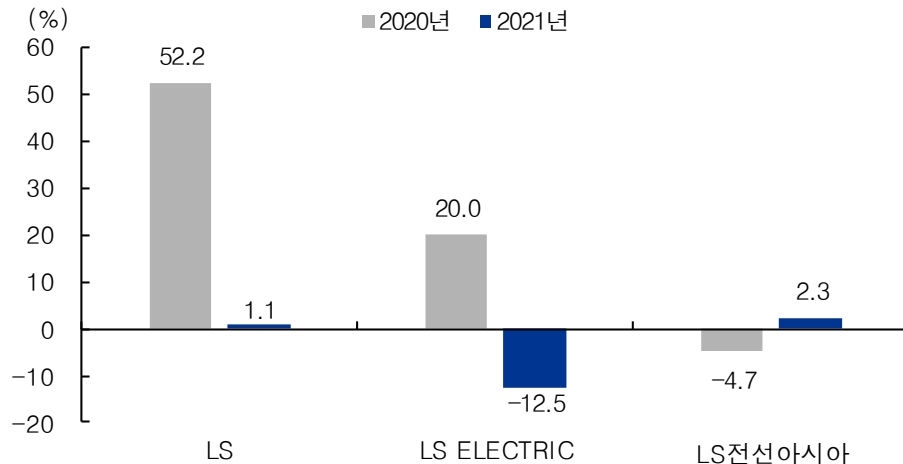
■ 구리가격 상승과 북미 투자 확대의 수혜주 아이앤디

- 구리가격 상승으로 지난해 하반기부터 재고평가이익이 발생한 아이앤디는 북미 전선 생산법인 Superior Essex(SPSX) 지분 100% 보유
- SPSX는 지난해 하반기 권선사업을 분할하여 일본 후루카와와 합작법인 설립, EV용 권선 시장 대응. 또한 북미 인프라 투자 확대시 전선 수요 증가로 수혜 예상

■ ESG 경영

- 제련 시설 등 제조 부문이 환경에 민감할 수 있어 상당한 주의와 함께 환경 부문에 개선 노력으로 등급 상향 가능성도 충분
- 7인 이사회에 사외이사가 4인으로 견제와 균형 의사 구조. 이사회내 위원회를 사외이사 중심으로 구성하여 사외이사의 영향력 강화

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	38,602	LS아이앤디 가치(장부가액) 포함
LS전선	14,182	예상 실적을 적용해 시가총액을 추정하여 보유 지분율 89% 적용
LS ELECTRIC	5,854	시가총액
LS엠트론	4,833	장부가액
LS니꼬동제련	11,982	수익가치를 근거로 시가총액 추정. 2020년 EPS에 PER 12x 적용
순차입금	1,161	2020년 별도 재무제표 기준
주식수	32	보통주 기준(자사주 포함)
적정주가	92,599	할인율 전선과 동제련 20%, ELECTRIC 30%, 엠트론과 아이앤디 40%

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LS (006260/매수/목표주가 93,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	10,176	10,444	11,231	11,646	11,993
증가율(%)	0.7	2.6	7.5	3.7	3.0
매출원가	8,926	9,153	9,833	10,181	10,471
매출총이익	1,250	1,291	1,398	1,466	1,522
매출총이익률(%)	12.3	12.4	12.4	12.6	12.7
판매비	978	955	998	1,008	1,029
판매비율(%)	9.6	9.1	8.9	8.7	8.6
영업이익	352	419	481	546	586
증가율(%)	-30.9	19.1	14.7	13.6	7.4
영업이익률(%)	3.5	4.0	4.3	4.7	4.9
순금융손익	-94	-96	-103	-100	-98
이자손익	-122	-101	-103	-100	-98
기타	28	5	0	0	0
기타영업외손익	-98	-20	-50	-57	-55
중속/관계기업손익	0	0	80	88	92
세전이익	160	303	328	389	433
법인세	64	108	105	125	139
법인세율	40	36	32	32	32
계속사업이익	96	195	223	265	295
중단사업손익	-3	-1	0	0	0
당기순이익	93	195	223	265	295
증가율(%)	-81.0	109.8	14.6	18.7	11.3
당기순이익률(%)	0.9	1.9	2.0	2.3	2.5
지배주주당기순이익	25	127	134	156	180
기타포괄이익	5	21	-15	0	0
총포괄이익	97	216	208	265	295
EBITDA	655	710	788	849	884
증가율(%)	-15.6	8.5	10.9	7.8	4.2
EBITDA마진율(%)	6.4	6.8	7.0	7.3	7.4

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,016	6,692	6,716	6,776	6,817
현금및현금성자산	1,017	1,564	1,637	1,653	1,694
유가증권	138	142	142	142	142
매출채권	2,426	2,347	2,301	2,345	2,372
재고자산	1,512	1,655	1,653	1,650	1,623
비유동자산	4,747	4,968	5,094	5,236	5,383
유형자산	2,283	2,387	2,428	2,473	2,519
무형자산	593	624	628	634	643
투자자산	1,512	1,582	1,662	1,750	1,843
자산총계	10,764	11,661	11,810	12,012	12,200
유동부채	3,973	4,341	4,356	4,355	4,309
매입채무및기타채무	1,127	1,306	1,334	1,359	1,370
단기차입금	1,086	1,245	1,239	1,233	1,229
유동성장기부채	877	666	666	656	616
비유동부채	2,519	2,872	2,823	2,801	2,781
사채	1,371	1,575	1,575	1,575	1,575
장기차입금	811	809	759	739	719
부채총계	6,492	7,212	7,179	7,156	7,090
지배주주지분	3,166	3,267	3,361	3,477	3,616
자본금	161	161	161	161	161
자본잉여금	306	303	303	303	303
자본조정등	-71	-70	-70	-70	-70
기타포괄이익누계액	-38	-26	-26	-26	-26
이익잉여금	2,809	2,900	2,994	3,110	3,249
비지배주주지분	1,105	1,181	1,270	1,379	1,494
자본총계	4,271	4,448	4,631	4,856	5,110
비이자부채	2,291	2,853	2,877	2,890	2,887
총차입금	4,201	4,359	4,302	4,266	4,203
순차입금	3,047	2,652	2,524	2,471	2,366

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	304	701	577	522	569
당기순이익	93	195	223	265	295
비현금성 비용 및 수익	561	483	380	371	359
유형자산감가상각비	252	247	269	265	259
무형자산상각비	51	44	38	38	39
운전차변동	-127	80	77	-14	13
매출채권등의 감소	-30	5	46	-44	-26
재고자산의 감소	-30	-151	3	3	27
매입채무등의 증가	108	193	27	26	11
기타 영업현금흐름	-223	-57	-103	-100	-98
투자활동 현금흐름	-166	-277	-341	-333	-370
유형자산의 증가(CAPEX)	-311	-282	-310	-310	-305
유형자산의 감소	39	4	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-26	-23	-41	-45	-48
투자자산의 감소(증가)	-7	11	0	0	0
기타	139	13	10	22	-17
재무활동 현금흐름	47	125	-164	-172	-158
차입금의 증가(감소)	961	905	-50	-20	-20
지분의 증가	0	0	0	0	0
기타	-914	-780	-114	-152	-138
기타 및 조정	6	-2	0	0	0
현금의 증가	191	547	72	17	41
기초현금	827	1,017	1,564	1,637	1,653
기말현금	1,017	1,564	1,637	1,653	1,694

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	787	3,939	4,157	4,853	5,583
BPS	98,330	101,468	104,374	107,976	112,309
DPS	1,450	1,450	1,450	1,450	1,450
밸류에이션(배)					
PER	60.8	18.1	17.5	15.0	13.1
PBR	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.7	8.6	7.8	7.3	7.0

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	0.7	2.6	7.5	3.7	3.0
EPS증가율	-93.7	400.8	5.5	16.7	15.1
수익성지표(%)					
배당수익률	3.0	2.0	2.1	2.1	2.1
ROE	0.8	3.9	4.0	4.6	5.1
ROA	0.9	1.7	1.9	2.2	2.4
ROIC	1.6	3.5	4.1	4.8	5.3

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	152.0	162.1	155.0	147.4	138.7
순차입금 비율(%)	71.3	59.6	54.5	50.9	46.3
이자보상배율(배)	1.9	2.7	2.9	3.3	3.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.2	4.4	4.8	5.0	5.1
재고자산회전율	6.7	6.6	6.8	7.1	7.3
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

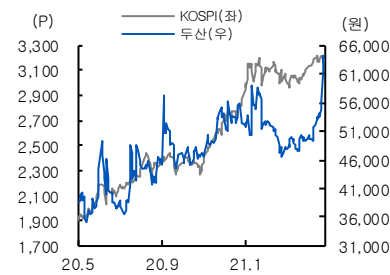
두산 (000150/매수/목표주가 78,000원)

유동성 우려에서 벗어나면 보이는 자체사업의 수익과 성장

매수 (상향)	
목표주가	78,000원
현재가 (4/30)	63,200원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	1,288십억원
발행주식수	21,413천주
액면가	5,000원
52주 최고가	64,200원
최저가	35,250원
60일 평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	8.4%
배당수익률 (2021F)	3.6%

주주구성	
박정원 외 29 인	47.23%
국민연금공단	7.52%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	25%	-2%	-3%
절대기준	28%	36%	57%



■ 현안

- 주력 자회사 사업 안정
- 그룹 재무안정성 개선

■ 전망

- 두산중공업의 자체 자산 유동화와 유상증자에 모회사 참여 등으로 재무구조 개선
- 두산중공업은 두산인프라코어 사업부 매각, 두산밥캣 지분 보유, 두산퓨얼셀 지분 확보로 계열사 정비 완료. 신재생 발전 중심으로 사업 집중. 선택과 집중으로 점차 안정을 찾아갈 것으로 예상. 다만 재무적 부담을 더 줄여 나가야 하기에 아직은 이자 비용 등 관련 비용이 수익에 부담을 줄 것으로 예상
- 자체사업은 모트를 매각에 이어 산업차량 매각으로 전자사업 중심으로 축소. 전자사업은 제품 경쟁력을 토대로 꾸준한 성장과 함께 양호한 수익 예상

■ 투자포인트

- 급한 유동성 문제를 극복하면서 지켜볼 만한 여유가 생김. 자회사 전망이 아직은 낙관하기 어렵지만, 에너지 산업의 변화에 순응하여 개선될 여지를 두고 관찰할 필요가 있음
- 자회사 리스크 둔화와 자체사업의 실적 개선. 별도 순차입금 감소로 투자의견을 매수로 상향

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	18,042	16,969	17,748	17,538	17,915
영업이익	1,229	275	1,223	1,265	1,345
세전이익	139	-899	980	1,016	1,142
지배주주순이익	420	-553	391	393	421
EPS(원)	18,218	-25,839	18,267	18,335	19,682
증가율(%)	-481.2	-241.8	-170.7	0.4	7.3
영업이익률(%)	6.8	1.6	6.9	7.2	7.5
순이익률(%)	2.4	-5.7	4.9	5.0	5.2
ROE(%)	23.5	-34.3	21.2	17.7	16.2
PER	3.9	-2.0	3.1	3.1	2.9
PBR	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.6	17.2	8.8	8.3	7.7

두산 (000150/매수/목표주가 78,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	4,437	-59.9	-72.1	1,657
영업이익	-346	적전	적전	1,249
순이익	929	6.5	-85.3	1,225

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	83,330	-3.5	-1.2	104,443
영업이익	1,762	78.4	-57.8	3,366
순이익	-3,469	적지	적전	1,947

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
두산중공업	42	151,324	-3.4	1,541	-85.7	-8,384	적지

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적

단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

두산 (000150/매수/목표주가 78,000원)

주요 이슈

■ 자체사업도 축소 그렇지만 주력의 존재로 실적 견조

- 모트론에 이어 산업차량도 계열사에 매각 결정. 사업적 시너지를 생각한다면 잘한 결정일 수 있으며, 이렇게 생각할 수 있는 근거는 전자사업이 워낙 좋기 때문
- 유동화로 정신이 없었던 2020년 전자사업은 코로나 19로 어려운 영업환경에서도 전년대비 개선되었으며, 금년에도 좋을 것으로 전망
- 산업차량을 두산밥캣에 매각하고 받게 될 7,500억원은 재무구조 개선 및 성장동력에 사용될 것으로 예상

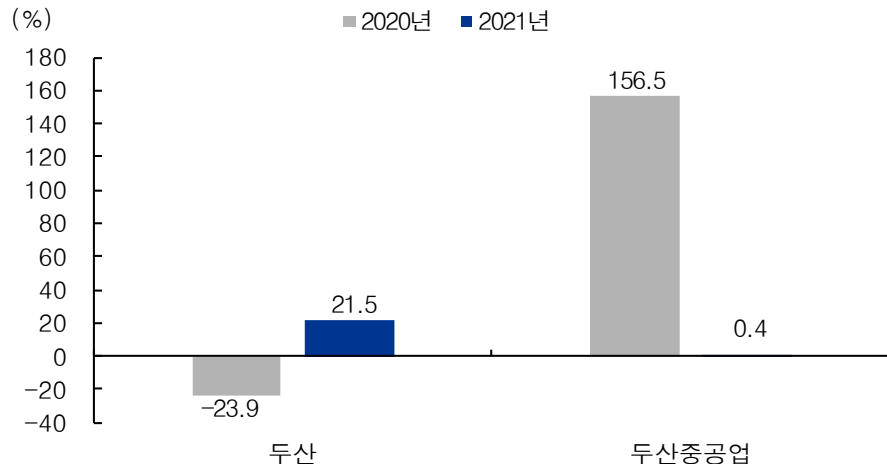
■ 투자지표 개선

- 자회사 두산중공업의 지분 가치에 할인율 60%는 현재 상황에서 과도하다는 생각해 10%p 낮춘 50%로 낮춰도 무방하다는 판단
- 자체사업의 실적 안정성과 주주환원 지속성, 이에 지분가치대비 낮은 주가 수준으로 긍정적으로 볼 필요가 있다는 판단으로 투자의견 상향

■ ESG 경영

- 재무적 부담에 비해 친환경 중심의 사업 구조로 등급은 우수. 재무적 부담 경감이라는 단서가 붙지만 관련 펀드에서 지속적 관찰 대상
- 두산중공업뿐만 아니라 두산의 자체사업 그리고 비상장 계열사 모두 친환경 중심으로 사업 구성. CSR 위원회와 분과위원회, 운영회의로 사업적 전략 방향 결정

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	비고
계열사 가치	29,073	
상장계열사	27,605	오리콤 가치 합산
두산중공업	27,131	신주 발행 및 현물출자를 통해 늘어난 주식 가치 반영
비상장계열사	1,468	모빌리티, 로지스틱솔루션의 장부가액 기준 가치 포함
로보틱스	720	장부가액
자체사업 가치	8,574	2021년 예상 EBITDA에 multiple 5x 적용
순차입금	10,360	2021년 1분기 별도 재무제표 기준
주식수	16	보통주 기준(자사주 포함)
적정주가	78,052	할인율은 두산중공업 50%, 비상장 계열사 40% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

두산 (000150/매수/목표주가 78,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	18,042	16,969	17,748	17,538	17,915
증가율(%)	3.4	-5.9	4.6	-1.2	2.1
매출원가	14,967	14,541	14,306	14,081	14,366
매출총이익	3,075	2,428	3,441	3,457	3,549
매출총이익률 (%)	17.0	14.3	19.4	19.7	19.8
판매비	1,846	2,153	2,218	2,192	2,203
판매비율(%)	10.2	12.7	12.5	12.5	12.3
영업이익	1,229	275	1,223	1,265	1,345
증가율(%)	4.4	-77.6	344.7	3.4	6.4
영업이익률(%)	6.8	1.6	6.9	7.2	7.5
순금융손익	-665	-651	-293	-212	-174
이자손익	-538	-503	-468	-426	-410
기타	-127	-148	175	214	236
기타영업외손익	-412	-508	57	-31	-24
종속/관계기업손익	-13	-15	-6	-5	-5
세전이익	139	-899	980	1,016	1,142
법인세	237	71	108	142	206
법인세율	171	-8	11	14	18
계속사업이익	-97	-971	872	873	937
중단사업손익	530	7	0	0	0
당기순이익	433	-964	872	873	937
증가율(%)	-227.2	-322.6	-190.5	0.1	7.2
당기순이익률 (%)	2.4	-5.7	4.9	5.0	5.2
지배주주당기순이익	420	-553	391	393	421
기타포괄이익	191	193	0	0	0
총포괄이익	624	-771	872	873	937
EBITDA	1,920	960	1,802	1,866	1,932
증가율(%)	6.7	-50.0	87.7	3.6	3.5
EBITDA마진율(%)	10.6	5.7	10.2	10.6	10.8

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	11,048	12,598	13,026	13,482	14,014
현금및현금성자산	1,841	2,707	3,642	4,472	5,230
유가증권	296	439	439	439	439
매출채권	2,524	2,256	2,084	1,804	1,634
재고자산	2,682	2,422	2,084	2,005	1,978
비유동자산	18,122	17,519	17,751	17,920	18,102
유형자산	7,953	6,982	7,102	7,168	7,208
무형자산	7,358	8,158	8,260	8,352	8,470
투자자산	1,715	1,357	1,373	1,383	1,404
자산총계	29,170	30,118	30,777	31,402	32,116
유동부채	16,206	15,808	15,762	15,621	15,483
매입채무및기타채무	3,090	2,404	2,435	2,436	2,490
단기차입금	4,614	6,296	6,233	6,108	5,956
유동성장기부채	3,761	2,431	2,461	2,471	2,481
비유동부채	6,144	6,600	6,453	6,373	6,315
사채	1,134	2,134	2,084	2,054	2,004
장기차입금	2,259	1,195	1,115	1,065	1,055
부채총계	22,350	22,400	22,215	21,994	21,798
지배주주지분	1,563	1,660	2,031	2,396	2,791
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	732	1,091	1,091	1,091	1,091
자본조정등	-1,193	-1,195	-1,195	-1,195	-1,195
기타포괄이익누계액	649	480	480	480	480
이익잉여금	1,251	1,159	1,531	1,896	2,291
비지배주주지분	5,257	6,050	6,531	7,012	7,527
자본총계	6,820	7,710	8,562	9,408	10,318
비이자부채	10,367	9,908	9,878	9,852	9,858
총차입금	11,983	12,500	12,337	12,142	11,940
순차입금	9,846	9,354	8,255	7,231	6,270

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	784	127	1,767	1,660	1,573
당기순이익	433	-964	872	873	937
비현금성 비용 및 수익	1,624	2,430	822	850	790
유형자산감가상각비	500	490	391	413	420
무형자산상각비	190	195	188	188	167
운전자본변동	-541	-719	541	363	256
매출채권등의 감소	-15	13	172	279	170
재고자산의 감소	-296	366	338	79	27
매입채무등의 증가	-515	-640	31	0	54
기타 영업현금흐름	-732	-620	-468	-426	-410
투자활동 현금흐름	-936	-343	-820	-761	-743
유형자산의 증가(CAPEX)	-572	-567	-510	-480	-460
유형자산의 감소	163	266	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-431	-258	-290	-280	-285
투자자산의 감소(증가)	-81	935	-23	-15	-25
기타	-15	-719	3	14	27
재무활동 현금흐름	-344	1,152	-12	-70	-72
차입금의 증가(감소)	-1,155	-831	-80	-50	-10
자본의 증가	0	0	0	-6	0
기타	811	1,983	68	-14	-62
기타 및 조정	-119	-69	0	0	0
현금의 증가	-615	867	935	829	758
기초현금	2,456	1,841	2,707	3,642	4,472
기말현금	1,841	2,707	3,642	4,472	5,230

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	18,218	-25,839	18,267	18,335	19,682
BPS	72,969	77,507	94,844	111,916	130,335
DPS	5,200	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	3.9	-2.0	3.1	3.1	2.9
PBR	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.6	17.2	8.8	8.3	7.7

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	3.4	-5.9	4.6	-1.2	2.1
EPS증가율	-481.2	-241.8	-170.7	0.4	7.3
수익성지표(%)					
배당수익률	7.4	3.8	3.6	3.6	3.6
ROE	23.5	-34.3	21.2	17.7	16.2
ROA	1.5	-3.3	2.9	2.8	2.9
ROIC	2.7	-6.0	5.5	5.6	6.1

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	327.7	290.7	259.5	233.8	211.3
순차입금 비율(%)	144.4	121.3	96.4	76.9	60.8
이자보상배율(배)	2.1	0.5	2.3	2.6	2.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.1	8.2	9.0	10.4
재고자산회전율	6.8	6.6	7.9	8.6	9.0
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

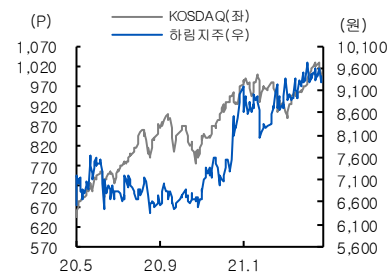
하림지주 (003380/매수/목표주가 15,000원)

수익 변수 개선

매수 (유지)	
목표주가	15,000원
현재가 (4/30)	9,430원
KOSDAQ (4/30)	983.45pt
시가총액	871십억원
발행주식수	92,342천주
액면가	100원
52주 최고가	9,740원
최저가	6,330원
60일 평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	4.9%
배당수익률 (2021F)	0.5%

주주구성
김홍국 외 18 인 51.50%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	17%	-3%
절대기준	2%	45%	47%



■ 현안

- 식품 사업 안착
- 물류 단지 추진

■ 전망

- 제품 판매 가격 상승 및 계약 농가 증가에 따른 사육 두수 증가
- 사업 계열화로 시너지 가시화
- 2020년 시운전을 거친 HMR 등 식품 사업은 2021년 본격 가동
- 투자의향서를 제출한 양재동 물류단지는 개발 승인 대기 중

■ 투자포인트

- 계약 농가가 증가했다는 것은 관리 능력의 탁월성을 보여주는 경쟁력 결과
- 코로나19로 외식업은 타격을 받았지만, 직접 요리 증가로 식자재 수요 증가
- 제품 가격 상승과 사육 두수 증가로 수익 개선
- 실적이 부진했던 하림USA는 시장 기반 안정으로 개선될 전망
- 양재동 물류단지 개발 계획은 가시화될 전망이고, 이는 개발 사업뿐만 아니라 물류센터로서의 시너지 역할 기대

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	7,350	7,723	8,129	8,569	9,037
영업이익	307	354	382	418	461
세전이익	134	225	251	287	331
지배주주순이익	56	55	92	109	131
EPS(원)	594	590	991	1,181	1,418
증가율(%)	-49.3	-0.7	68.0	19.2	20.0
영업이익률(%)	4.2	4.6	4.7	4.9	5.1
순이익률(%)	1.3	2.3	2.3	2.5	2.8
ROE(%)	3.2	3.2	5.3	5.9	6.7
PER	14.4	15.3	9.7	8.1	6.8
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.2	9.1	9.0	8.6	8.1

하림지주 (003380/매수/목표주가 15,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	56	-40.7	-57.0	152
영업이익	-2	적전	적지	25
순이익	-372	적지	적전	-394

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	39,230	3.2	4.9	77,233
영업이익	1,715	-6.0	21.6	3,540
순이익	971	26.8	64.6	1,736

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
하림	57	8,955	11.1	61	흑전	81	흑전
선진	50	13,481	32.9	1,076	168.1	852	320.3
팜스코	56	13,339	14.5	397	96.5	115	흑전
팬오션	55	24,972	1.2	2,252	7.2	907	-38.6
엔에스쇼핑	48	5,391	8.3	294	2.2	64	흑전

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
제일사료	100	7,041	-5.4	166	54.4	9	흑전

주: 2020년 연결 기준
단위: 억원, % . 자료: 사업보고서, IBK투자증권

하림지주 (003380/매수/목표주가 15,000원)

주요 이슈

■ 사업 확장은 경쟁력의 효과

- 계약 농장은 농장과 업체가 사료와 출하 계약을 맺는 것으로 계약 농장이 증가한다는 것은 농장주로부터 평판이 좋다는 것을 의미
- 이는 하림의 관리 능력이 탁월하다는 것으로 사육 두수가 늘어 사료 수요 증가와 출하량 증가로 안정성과 성장성 확보

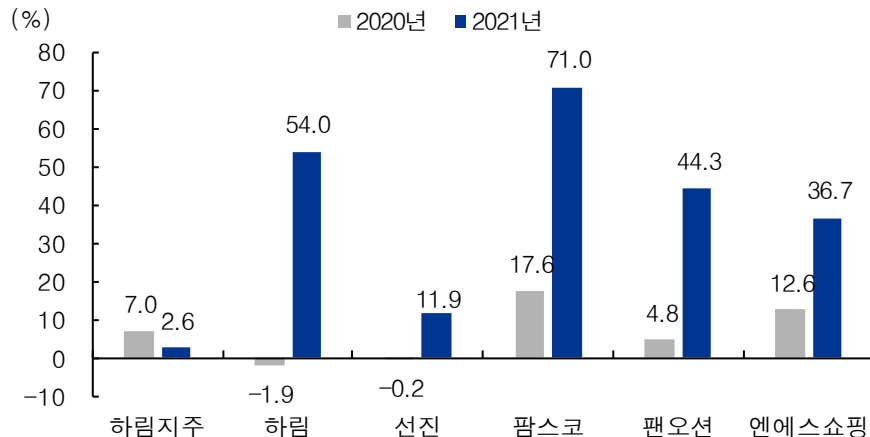
■ 계열사 가치대비 지주 주가 저평가

- 사육 두수 증가와 제품 가격 상승으로 계열사의 주가가 상승했음에도 지주 주가는 이에 못 미치고 있음
- 사업 계열화의 시너지와 국내외 사업환경 개선 그리고 담보상태였던 물류단지 조성 가시화 등 투자 모멘텀 긍정적

■ ESG 경영

- 가금류를 취급하는 사업 특성상 환경 분야에 관심이 집중되며, 공장 현대화로 개선되는 부분과 함께 개선해야 할 점이 있는 것으로 판단
- 공정거래위원회의 일감 몰아주기 관련 혐의 조사는 아직 미확정으로 확정 여부가 ESG 평가에 영향을 미칠 수 있음

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	30,603	
상장계열사	27,123	팬오션, 하림, 엔에스쇼핑, 선진, 팜스코 시가총액에 지분을 적용
비상장계열사	3,480	제일사료 포함한 비상장계열사의 장부가액
순차입금	6,872	2020년말 별도 재무제표 기준
주식수	92	
적정주가	15,061	상장계열사 30%, 비상장계열사 50% 할인율 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

하림지주 (003380/매수/목표주가 15,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	7,350	7,723	8,129	8,569	9,037
증가율(%)	-0.1	5.1	5.3	5.4	5.5
매출원가	6,014	6,291	6,621	6,975	7,344
매출총이익	1,337	1,432	1,508	1,594	1,694
매출총이익률 (%)	18.2	18.5	18.6	18.6	18.7
판매비	1,030	1,078	1,126	1,176	1,233
판매비율(%)	14.0	14.0	13.9	13.7	13.6
영업이익	307	354	382	418	461
증가율(%)	-13.6	15.5	7.9	9.4	10.2
영업이익률(%)	4.2	4.6	4.7	4.9	5.1
순금융손익	-129	-121	-123	-124	-124
이자손익	-116	-103	-83	-129	-129
기타	-13	-18	-40	5	5
기타영업외손익	-43	-14	-14	-14	-15
중속/관계기업손익	-1	5	6	7	9
세전이익	134	225	251	287	331
법인세	39	52	60	69	80
법인세율	29	23	24	24	24
계속사업이익	95	174	191	218	252
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	95	174	191	218	252
증가율(%)	-51.3	83.5	9.8	14.4	15.4
당기순이익률 (%)	1.3	2.3	2.3	2.5	2.8
지배주주당기순이익	56	55	92	109	131
기타포괄이익	71	-146	0	0	0
총포괄이익	166	27	191	218	252
EBITDA	639	711	730	777	830
증가율(%)	2.1	11.2	2.7	6.4	6.8
EBITDA마진율(%)	8.7	9.2	9.0	9.1	9.2

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,528	2,679	2,685	2,719	2,768
현금및현금성자산	565	723	753	791	850
유가증권	207	82	86	90	92
매출채권	597	633	629	618	614
재고자산	564	524	524	521	520
비유동자산	6,088	6,685	6,986	7,270	7,542
유형자산	4,820	5,323	5,600	5,872	6,133
무형자산	376	347	347	347	347
투자자산	143	213	224	233	242
자산총계	8,616	9,364	9,671	9,989	10,309
유동부채	3,296	3,764	3,899	3,997	4,066
매입채무및기타채무	317	376	367	382	390
단기차입금	1,837	1,903	1,948	1,998	2,031
유동성장기부채	584	754	704	674	654
비유동부채	1,870	2,145	2,131	2,136	2,139
사채	514	406	406	406	406
장기차입금	545	533	533	533	533
부채총계	5,166	5,909	6,030	6,133	6,206
지배주주지분	1,744	1,694	1,782	1,887	2,014
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	934	914	914	914	914
자본조정등	-249	-244	-244	-244	-244
기타포괄이익누계액	62	-18	-18	-18	-18
이익잉여금	987	1,033	1,121	1,226	1,353
비지배주주지분	1,706	1,761	1,860	1,969	2,090
자본총계	3,449	3,455	3,642	3,856	4,104
비이자부채	992	1,228	1,353	1,436	1,497
총차입금	4,174	4,681	4,677	4,697	4,709
순차입금	3,402	3,876	3,838	3,816	3,767

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	434	670	584	611	637
당기순이익	95	174	191	218	252
비현금성 비용 및 수익	544	600	479	490	498
유형자산감가상각비	316	339	348	359	369
무형자산상각비	17	17	0	0	0
운전차분변동	-29	46	-2	33	16
매출채권등의 감소	-101	-121	4	11	4
재고자산의 감소	34	37	0	3	1
매입채무등의 증가	21	110	-9	15	8
기타 영업현금흐름	-176	-150	-84	-130	-129
투자활동 현금흐름	-516	-670	-620	-640	-624
유형자산의 증가(CAPEX)	-551	-672	-625	-630	-630
유형자산의 감소	4	30	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-8	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	90	-21	-5	-2	0
기타	-54	1	10	-8	6
재무활동 현금흐름	5	167	66	67	45
차입금의 증가(감소)	-340	99	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	345	68	66	67	45
기타 및 조정	9	-9	0	1	0
현금의 증가	-68	158	30	39	58
기초현금	633	565	723	753	791
기말현금	565	723	753	791	850

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	594	590	991	1,181	1,418
BPS	18,633	18,343	19,293	20,433	21,810
DPS	50	50	50	50	50
밸류에이션(배)					
PER	14.4	15.3	9.7	8.1	6.8
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.2	9.1	9.0	8.6	8.1

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-0.1	5.1	5.3	5.4	5.5
EPS증가율	-49.3	-0.7	68.0	19.2	20.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	3.2	3.2	5.3	5.9	6.7
ROA	1.1	1.9	2.0	2.2	2.5
ROIC	1.7	2.9	3.1	3.5	3.9

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	149.8	171.0	165.6	159.1	151.2
순차입금 비율(%)	98.6	112.2	105.4	99.0	91.8
이자보상배율(배)	2.0	2.9	3.7	2.8	3.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.6	12.6	12.9	13.8	14.7
재고자산회전율	12.6	14.2	15.5	16.4	17.4
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

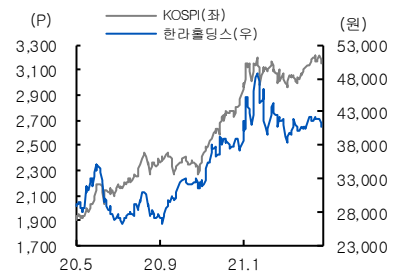
한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 60,000원)

성장과 주주가치 제고에 초점을 맞춘 경영전략

매수 (유지)	
목표주가	60,000원
현재가 (4/30)	40,700원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	426십억원
발행주식수	10,472천주
액면가	5,000원
52주 최고가	48,900원
최저가	26,300원
60일 평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	12.4%
배당수익률 (2021F)	4.9%

주주구성	
정몽원 외 7 인	28.48%
국민연금공단	8.58%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-8%	-16%
절대기준	0%	28%	35%



■ 현안

- 주력 자회사 성장 전략 구체화
- 사업지주로서 자체사업 확장 및 신 성장동력

■ 성장성과 확장성에 초점을 맞춘 경영전략

- 지주가 전체 지분의 50%를 가진 ADAS 기술을 가진 비상장자회사를 합작법인 지분까지 모두 합해 주력 자회사에 매각한 것은 그룹차원에서 ADAS 기술을 더욱 고도화하여 사업성을 확대시키고자 하는 성장 전략이 내포되었다고 판단. 기술과 성장의 내재화가 충분하다고 판단될 경우 독립사업체로서도 예상해 볼 수 있음
- 자체사업은 해외 법인 안착으로 코로나19 완화 속도에 비례하여 해외비중과 함께 애프트마켓 매출이 늘어 지난해 역성장에서 10% 이상의 매출 성장이 예상되며, 3%초반대까지 떨어진 영업이익률도 매출 증가에 따라 3% 중반대까지 올라갈 것으로 전망됨
- 우호적인 건설 경기에 힘입어 한라 실적은 지난해에 이어 개선세가 지속될 전망

■ 주주가치 제고를 위한 회사의 의지

- 성장성이 기대되는 비상장자회사를 주력 자회사에 포함시킨 것은 성장의 가시화 시간을 앞당기겠다는 의지로 해석
- 지주의 수익성이 계열사로부터 수령하는 배당금과 상표사용료 그리고 자체사업으로 현 배당 정책은 유지될 전망

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	798	736	892	1,041	1,166
영업이익	75	91	113	135	155
세전이익	52	56	77	100	122
지배주주순이익	41	44	60	78	95
EPS(원)	3,918	4,206	5,702	7,421	9,056
증가율(%)	222.8	7.4	35.6	30.1	22.0
영업이익률(%)	9.4	12.4	12.7	13.0	13.3
순이익률(%)	5.1	6.0	6.7	7.5	8.2
ROE(%)	4.7	5.0	6.6	8.1	9.3
PER	11.7	8.9	7.4	5.7	4.6
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.1	9.0	7.4	6.0	5.0

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 60,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	3,325	41.5	-46.4	5,676
영업이익	436	185.3	9.5	886
순이익	493	1,459.9	43.3	524

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	4,433	51.6	8.9	7,358
영업이익	925	흑전	103.9	907
순이익	597	흑전	89.0	441

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
만도	30	30,098	-9.4	-107	적전	207	-76.0
한라	16	14,421	20.3	804	66.9	947	흑전

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적

단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 60,000원)

주요 이슈

■ 자체사업 성장 및 확장

- 사업구조를 수익성 중심으로 전환. 매출은 감소했지만, 영업이익률 개선. 2021년 매출 증가와 함께 수익성 개선 전망
- 해외 확장을 위해 마련한 현지법인이 코로나19 환경에서 정착함으로써 완화 이후 효과가 기대되며, 애프터마켓에 집중이 확장성에 기여하게 될 전망

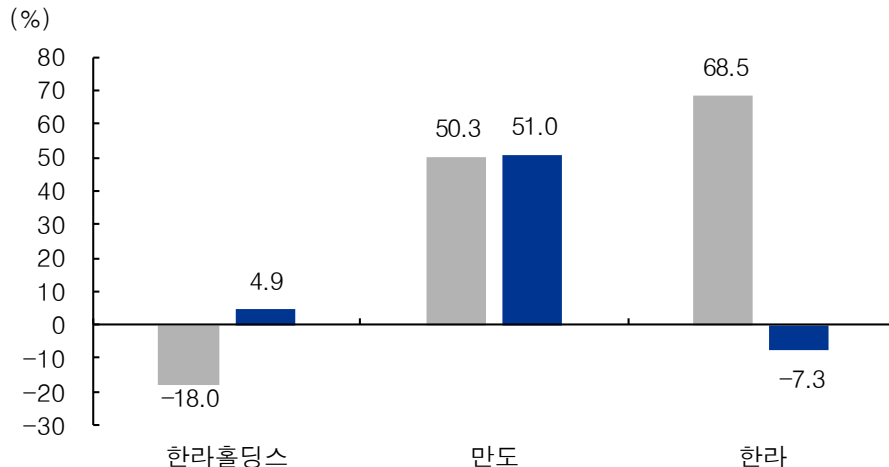
■ 성장 기술과 제품 선도를 위한 과감한 결정

- 지주에게 성장성을 가진 비상장자회사가 어떤 존재임을 알고 있음에도 주력 자회사에 합병을 결정한 것은 기술의 고도화를 통한 성장성 확대 목적
- 자체사업을 가진 지주이고, 자체사업의 성장이 예상되지만, 주력 자회사 만도의 영향력을 완전히 벗어나기 어려운 적극적인 시너지 대상
- 만도의 성장과 사업 확장은 지주 가치에도 긍정적이고, 필요한 상황. 만도헬라 합병은 ADAS 기술의 발전과 함께 향후 독립사업체로서도 가능해 긍정적

■ ESG 경영

- CEO 주관하에 커뮤니케이션실장이 정도경영, 안전보건, 동반성장, 환경경영, 사회공헌 분야에 전략을 수립하고 성과와 개선 사항을 지속적으로 관리 감독
- 지배구조에 비해 등급이 상대적으로 낮은 환경과 사회부문은 지속가능경영을 통해 개선되어 나갈 것으로 예상

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2021년 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목		
투자자산	11,706	상장기업과 비상장기업 가치
상장기업	10,903	만도와 한라 가치 포함(보통주 시가총액 및 우선주 가치 포함)
만도	8,650	시가총액
비상장기업	803	한라스택폴 가치 375억원(지분 20%)와 다른 비상장 자회사 장부가액
영업가치	1,661	2021년 예상 EBITDA에 multiple 5x(직전 밸류에이션 multiple 동일)
순차입금	3,800	2020년 별도 재무제표
적정가치	58,078	상장 계열사 30%, 한라스택폴을 제외한 비상장계열사에 50% 할인율 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 60,000원)

포괄손익계산서 (십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	798	736	892	1,041	1,166
증가율(%)	-9.9	-7.8	21.2	16.7	12.0
매출원가	639	568	683	798	896
매출총이익	159	167	209	243	270
매출총이익률 (%)	19.9	22.7	23.4	23.3	23.2
판매비	83	77	96	108	115
판매비용(%)	10.4	10.5	10.8	10.4	9.9
영업이익	75	91	113	135	155
증가율(%)	30.1	20.3	24.3	19.5	15.3
영업이익률(%)	9.4	12.4	12.7	13.0	13.3
순금융손익	-25	-26	-24	-23	-22
이자손익	-25	-27	-30	-28	-26
기타	0	1	6	5	4
기타영업외손익	2	-9	-13	-12	-12
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	52	56	77	100	122
법인세	10	12	16	21	26
법인세율	19	21	21	21	21
계속사업이익	42	44	60	78	96
중단사업손익	-1	0	0	0	0
당기순이익	41	44	60	78	96
증가율(%)	213.4	7.4	36.4	30.1	22.0
당기순이익률 (%)	5.1	6.0	6.7	7.5	8.2
지배주주당기순이익	41	44	60	78	95
기타포괄이익	2	-12	0	0	0
총포괄이익	43	32	60	78	96
EBITDA	99	118	143	163	183
증가율(%)	46.3	19.6	20.9	14.5	12.0
EBITDA마진율(%)	12.4	16.0	16.0	15.7	15.7

재무상태표 (십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	322	372	423	392	459
현금및현금성자산	113	142	184	158	210
유가증권	1	8	10	12	12
매출채권	116	119	124	126	138
재고자산	81	88	88	79	79
비유동자산	1,438	1,589	1,589	1,581	1,576
유형자산	267	268	262	258	254
무형자산	24	46	42	38	34
투자자산	942	976	978	979	981
자산총계	1,760	1,962	2,012	1,973	2,036
유동부채	495	472	478	484	481
매입채무및기타채무	118	121	133	144	146
단기차입금	41	83	83	83	82
유동성장기부채	275	227	222	217	212
비유동부채	380	603	607	504	494
사채	152	288	288	183	173
장기차입금	139	109	109	109	109
부채총계	874	1,075	1,085	988	975
지배주주지분	886	887	926	984	1,058
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265	265
자본조정등	-24	-34	-34	-34	-34
기타포괄이익누계액	-53	-64	-64	-64	-64
이익잉여금	643	665	704	762	836
비지배주주지분	0	0	0	1	2
자본총계	886	887	927	985	1,060
비이자부채	241	257	272	286	288
총차입금	633	818	813	702	687
순차입금	519	668	619	532	464

현금흐름표 (십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	46	23	107	133	122
당기순이익	41	44	60	78	96
비현금성 비용 및 수익	7	3	66	64	61
유형자산감가상각비	21	25	26	25	24
무형자산상각비	2	2	4	4	3
운전자본변동	1	-26	11	20	-9
매출채권등의 감소	42	-7	-5	-1	-13
재고자산의 감소	-3	-10	0	9	0
매입채무등의 증가	-38	7	12	11	3
기타 영업현금흐름	-3	2	-30	-29	-26
투자활동 현금흐름	4	-52	-33	-23	-26
유형자산의 증가(CAPEX)	-23	-10	-20	-20	-21
유형자산의 감소	0	4	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	3	-27	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	13	-7	-2	0	-2
기타	11	-12	-11	-3	-3
재무활동 현금흐름	-24	58	-32	-136	-44
차입금의 증가(감소)	9	91	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	0
기타	-33	-33	-32	-135	-44
기타 및 조정	2	0	0	1	0
현금의 증가	28	29	42	-25	52
기초현금	86	113	142	184	158
기말현금	113	142	184	158	210

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,918	4,206	5,702	7,421	9,056
BPS	84,613	84,687	88,456	93,944	101,068
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	11.7	8.9	7.4	5.7	4.6
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.1	9.0	7.4	6.0	5.0

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-9.9	-7.8	21.2	16.7	12.0
EPS증가율	222.8	7.4	35.6	30.1	22.0
수익성지표(%)					
배당수익률	4.4	5.3	4.9	4.9	4.9
ROE	4.7	5.0	6.6	8.1	9.3
ROA	2.4	2.4	3.0	3.9	4.8
ROIC	12.3	12.7	16.4	22.6	28.5

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	98.7	121.2	117.1	100.3	92.0
순차입금 비율(%)	58.6	75.3	66.8	54.0	43.8
이자보상배율(배)	2.9	3.2	3.5	4.5	5.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.8	6.3	7.3	8.3	8.8
재고자산회전율	10.0	8.7	10.1	12.5	14.8
총자산회전율	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

일진홀딩스 (015860/중립/목표주가 6,500원)

주목을 받는 만큼 투자 모멘텀이 크지 않은 상태

중립 (하향)

목표주가	6,500원
현재가 (4/30)	5,530원

KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	273십억원
발행주식수	49,347천주
액면가	1,000원
52주 최고가	7,820원
최저가	3,695원
60일 평균거래대금	2십억원
외국인 자본율	1.0%
배당수익률 (2021F)	2.0%

주주구성
허정석 외 6 인 55.97%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	7%	-17%	-8%
절대기준	10%	16%	49%



■ 현안

- 손자회사 주식 상장 가능성
- 알피니언메디칼 수익 개선

■ 전망

- 2020년 매출 +4.2%, 영업이익 -12.8%, 순이익 -24.9% 기록. 자회사 일진전기는 매출 증가와 함께 이익이 개선되었으나, 일진다이아몬드의 영업이익과 순이익이 34.2%, 44.9% 감소. 자회사 일진복합소재가 매출은 1,135억원으로 23.5% 증가하고 영업이익과 순이익이 151억원, 156억원으로 19.4%, 66.0% 증가함. 일진다이아몬드의 자체사업 부진
- 전기는 인프라 투자 확대와 구리가격 상승 효과로 실적 개선이 지속될 전망이며, 일진복합소재도 친환경 정책에 따른 제품 수요가 꾸준히 좋은 실적 흐름이 유지될 전망. 공업용다이아몬드를 생산하는 일진다이아몬드는 생산차질에 의한 2019년에 이어 지난해에도 매출이 줄어 수요 회복이 실적 개선의 관건이라고 판단됨
- 초음파진단기 업체 알피니언메디칼은 코로나19가 글로벌 해소되어야 실적이 개선될 전망

■ 투자포인트

- 상장 자회사의 실적과 주가에 집중. 더구나 손자회사 일진복합소재가 사명을 일진하이솔루스로 변경하고 주식 상장을 추진하는 것은 상장 계열사에 더 집중하게 만드는 요인으로 지주에는 비교적 약한 투자 모멘텀이라고 판단됨.

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	896	934	973	1,020	1,064
영업이익	31	27	30	33	35
세전이익	25	21	23	24	25
지배주주순이익	13	10	10	12	13
EPS(원)	255	205	211	248	260
증가율(%)	-975.6	-19.7	2.8	17.8	4.8
영업이익률(%)	3.5	2.9	3.1	3.2	3.3
순이익률(%)	2.5	1.8	2.0	2.0	2.0
ROE(%)	4.5	3.5	3.6	4.1	4.2
PER	19.9	27.1	26.7	22.7	21.6
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.9	11.8	13.3	12.1	11.5

일진홀딩스 (015860/중립/목표주가 6,500원)

별도 실적

별도 기준		20.2H		20.연간
		HoH	YoY	
매출액	17	-67.0	-72.8	68
영업이익	1	-70.1	-57.6	41
순이익	3	-94.0	-94.9	57

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준		20.2H		20.연간
		HoH	YoY	
매출액	5,193	25.2	3.4	9,340
영업이익	138	2.7	65.1	273
순이익	56	-50.6	-0.1	168

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
일진전기	57	7,079	5.9	138	20.6	48	33.7
일진다이아	50	1,687	2.6	91	-34.2	73	-45.0

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
알피니언메디칼	94	447	-17.6	17	-39.6	9	110.6

주: 해당 실적은 2020년 별도 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

일진홀딩스 (015860/중립/목표주가 6,500원)

주요 이슈

■ 자회사 실적 부진의 원인이 금년에도 지속될 가능성이 큰 상황

- 친환경 정책으로 손자회사 일진복합소재의 실적 전망은 금년에도 밝으나, 감소요인이었던 자회사 별도실적은 코로나19 지속으로 개선 기대감이 높지 않음
- 전선과 변압기를 생산하는 일진전기는 업황 여건이 지난해보다 나아질 전망. 수출비중이 90% 이상인 초음파진단기는 코로나19 해소 여부가 중요한 실적 포인트

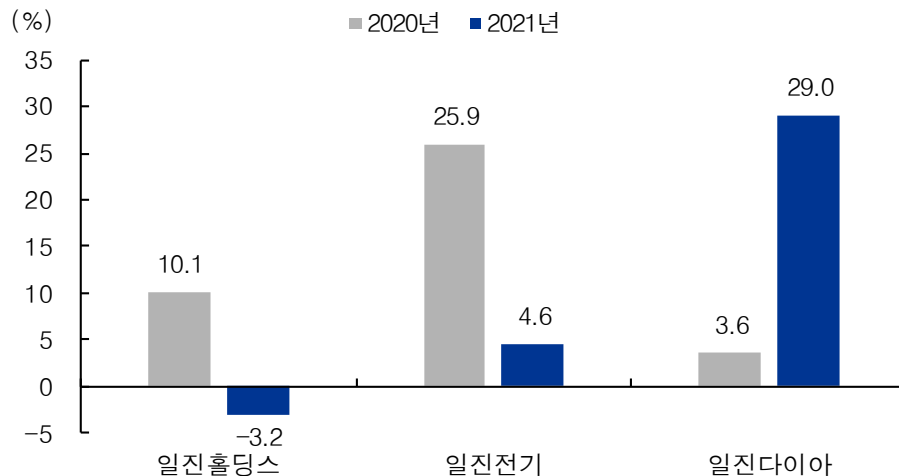
■ 계열사에 집중하게 만드는 이슈

- 자회사의 주식이 상장되기 전까지 모회사에 투자 집중되고, 상장을 하게 되면 모회사에 관심이 줄어드는 경향이 일진하이솔루스(일진복합소재) 주식 상장에도 적용할 수 있으며, 이는 지주 주가에도 바람직하지 않은 상황으로 전개될 수 있음
- 코로나19로 수요 공백기가 생긴 초음파진단기(알피니언메디칼)는 신제품 출시 주기와 맞물려 투자와 수익의 고민이 클 것으로 예상

■ ESG 경영

- 최대주주가 허정석 대표이사 29.4%외에 최대주주가 지분을 가진 것으로 알려진 일진파트너스가 24.9%를 소유한 지배구조는 등급 평가 대상
- 소재 사업 등 제련 시설로 환경 분야에 개선 사항이 많을 것으로 예상

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	기업가치	주요내용
투자자산	5,075	상장과 비상장계열사 및 투자유가증권 가치 포함
상장기업	4,288	일진전기와 일진다이아몬드
일진전기	853	시가총액
일진다이아몬드	3,434	시가총액
비상장기업	787	전주방송 장부가액
알피니언메디칼	587	2020년 EBITDA에 multiple 25x, 순차입금 차감
브랜드사용료	27	2019년 기준
순차입금	197	2020년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	49	자사주 포함
적정가치	6,535	할인율은 상장기업 30%, 비상장기업 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

일진홀딩스 (015860/중립/목표주가 6,500원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	896	934	973	1,020	1,064
증가율(%)	-3.6	4.2	4.2	4.8	4.4
매출원가	749	782	814	852	889
매출총이익	147	152	160	167	176
매출총이익률 (%)	16.4	16.3	16.4	16.4	16.5
판매비	116	125	130	136	142
판매비율(%)	12.9	13.4	13.4	13.3	13.3
영업이익	31	27	30	33	35
증가율(%)	31.8	-12.0	9.5	9.2	7.4
영업이익률(%)	3.5	2.9	3.1	3.2	3.3
순금융손익	-10	-8	-1	-2	-3
이자손익	-11	-9	-9	-9	-9
기타	1	1	8	7	6
기타영업외손익	4	2	-6	-7	-6
중속/관계기업손익	0	0	0	1	1
세전이익	25	21	23	24	25
법인세	2	4	4	4	5
법인세율	8	19	17	17	20
계속사업이익	23	17	19	20	21
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	22	17	19	20	21
증가율(%)	2,410.9	-24.9	11.0	5.7	4.8
당기순이익률 (%)	2.5	1.8	2.0	2.0	2.0
지배주주당기순이익	13	10	10	12	13
기타포괄이익	0	1	0	0	0
총포괄이익	22	17	19	20	21
EBITDA	58	58	52	57	58
증가율(%)	13.4	0.6	-11.7	9.9	3.3
EBITDA마진율(%)	6.5	6.2	5.3	5.6	5.5

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	530	491	494	514	525
현금및현금성자산	147	80	71	76	99
유가증권	23	66	85	92	88
매출채권	205	160	162	163	161
재고자산	111	135	126	133	126
비유동자산	658	667	673	676	678
유형자산	452	458	462	462	461
무형자산	34	30	29	31	32
투자자산	38	39	40	42	43
자산총계	1,189	1,159	1,168	1,190	1,203
유동부채	392	378	372	376	370
매입채무및기타채무	85	89	88	92	85
단기차입금	163	122	121	121	121
유동성장기부채	21	27	27	28	28
비유동부채	280	261	262	266	268
사채	27	0	0	0	0
장기차입금	164	169	169	168	168
부채총계	672	639	634	641	638
지배주주지분	287	290	295	303	311
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	119	130	130	130	130
자본조정등	-17	-17	-17	-17	-17
기타포괄이익누계액	-3	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	138	129	135	143	151
비지배주주지분	230	230	238	246	253
자본총계	516	520	534	549	565
비이자부채	291	311	306	314	311
총차입금	381	328	328	327	327
순차입금	205	174	163	152	132

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	84	74	46	42	49
당기순이익	22	17	19	20	21
비현금성 비용 및 수익	60	64	28	31	32
유형자산감가상각비	25	28	20	23	22
무형자산상각비	2	3	1	1	2
운전자본변동	17	7	8	0	5
매출채권등의 감소	-24	18	-2	-1	2
재고자산의 감소	13	-31	9	-7	7
매입채무등의 증가	14	6	-1	4	-7
기타 영업현금흐름	-15	-14	-9	-9	-9
투자활동 현금흐름	-19	-72	-47	-33	-20
유형자산의 증가(CAPEX)	-23	-30	-24	-23	-21
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	1	0	-3	-3
투자자산의 감소(증가)	1	-45	-1	-1	0
기타	3	2	-22	-6	4
재무활동 현금흐름	15	-65	-8	-4	-5
차입금의 증가(감소)	129	33	0	-1	-1
자본의 증가	51	0	0	0	0
기타	-165	-98	-8	-3	-4
기타 및 조정	0	-4	0	0	-1
현금의 증가	80	-67	-9	5	23
기초현금	67	147	80	71	76
기말현금	147	80	71	76	99

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	255	205	211	248	260
BPS	5,815	5,870	5,988	6,143	6,310
DPS	100	100	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	19.9	27.1	26.7	22.7	21.6
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.9	11.8	13.3	12.1	11.5

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-3.6	4.2	4.2	4.8	4.4
EPS증가율	-975.6	-19.7	2.8	17.8	4.8
수익성지표(%)					
배당수익률	2.0	1.8	2.0	2.0	2.0
ROE	4.5	3.5	3.6	4.1	4.2
ROA	1.9	1.4	1.6	1.7	1.7
ROIC	3.4	2.7	3.1	3.2	3.4

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	130.1	123.0	118.8	116.9	112.9
순차입금 비율(%)	39.7	33.5	30.5	27.7	23.4
이자보상배율(배)	2.4	2.6	2.8	3.1	3.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.4	5.1	6.0	6.3	6.6
재고자산회전율	7.5	7.6	7.5	7.9	8.2
총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,800원)

신 성장동력을 위한 변화와 함께 내실화도 중요

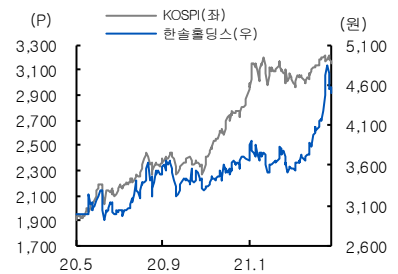
매수 (유지)

목표주가	6,800원
현재가 (4/30)	4,500원

KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	189십억원
발행주식수	42,009천주
액면가	1,000원
52주 최고가	4,850원
최저가	2,915원
60일 평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	13.7%
배당수익률 (2021F)	3.9%

주주구성
조동길 외 6 인 30.28%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	16%	-3%	-7%
절대기준	19%	35%	50%



■ 현안

- 계열사의 성장동력
- 지주 자체 수익성

■ 안정적인 수익구조 및 주주환원 가능한 재무제표 확보

- 별도 수익은 상표사용, 경영자문, 배당금으로 260억원대의 매출로 110억원 내외의 영업이익 기록. 지난해는 비유동자산 처분이익 91억과 종속기업투자주식처분이익 10억원, 일시적 차이의 발생 및 소멸로 인한 이연법인세수익 165억원으로 362억원의 순이익 기록. 2021년에는 영업외부문에서 일회성 이슈가 없을 것으로 예상되어 80억원 내외의 순이익 예상
- 주력 계열사 제지, 테크닉스, 로지스틱스 등이 지분법대상으로 2020년 연결 순이익은 지분법손익이 78% 증가하여 전년 대비 176.4% 증가. 2021년 IT 원가부담이 커진 테크닉스의 실적을 로지스틱스가 지난해 있었던 M&A 효과와 물류대금 청구소송 승소에 의한 100억원 후반대의 일회성 이익으로 지분법손익은 작년 이상 기대해도 좋음.
- 자본준비금 감액에 의한 이익잉여금 증가로 배당금에 대한 과세 혜택. 안정적인 주주환원 유지를 위한 기반 마련

■ 주주가치 제고를 위한 유연한 의사결정 긍정적

- 배당금 재원 마련을 위한 사업적 결정 및 재무적 변환은 주주 의사에 대응한 경영진의 유연한 의사결정으로 판단
- 성장의 필요성으로 계속 고민하고 있는 신 성장 사업에 대한 가시적 성과가 필요

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	346	359	352	362	372
영업이익	15	12	12	13	14
세전이익	20	43	35	38	41
지배주주순이익	25	71	26	28	30
EPS(원)	536	1,626	613	665	717
증가율(%)	-164.8	203.5	-62.3	8.5	7.8
영업이익률(%)	4.3	3.3	3.4	3.6	3.8
순이익률(%)	7.5	20.3	7.7	8.0	8.6
ROE(%)	6.0	15.2	5.0	5.2	5.4
PER	7.3	2.3	7.7	7.1	6.6
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.7	5.7	6.2	5.5	4.8

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,800원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	126	-7.9	-52.1	263
영업이익	11	-14.5	-63.1	110
순이익	228	70.8	219.2	362

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	1,056	-58.4	-62.0	3,595
영업이익	65	8.2	233.1	125
순이익	444	56.9	126.5	727

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한솔제지	30	15,099	-10.1	946	-1.5	593	48.1
한솔테크닉스	20	11,949	22.9	325	27.5	262	306.4
한솔로지스틱스	21	5,096	10.6	131	37.4	87	47.0

주: 해당 실적은 2020년 연간 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한솔페이퍼텍	100	1,002	0.7	24	-44.4	9	-66.8

주: 2020년 연간 별도 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,800원)

주요 이슈

■ 페이퍼텍의 실적은 지주 가치에 직접적

- 골판지 업체 페이퍼텍은 연결 종속이면서 비상장으로 지주 실적과 가치에 직접적인 영향을 미침. 규모의 경영 측면에서 고민으로 골판지 M&A도 고려한 적 있음
- 2021년 시작은 좋은 것으로 판단. 1분기 실적이 지난해 연간 수준을 달성한 것으로 추정. 골판지 수요 증가와 판가 상승에 기인해 2분기 이후도 좋을 것으로 예상

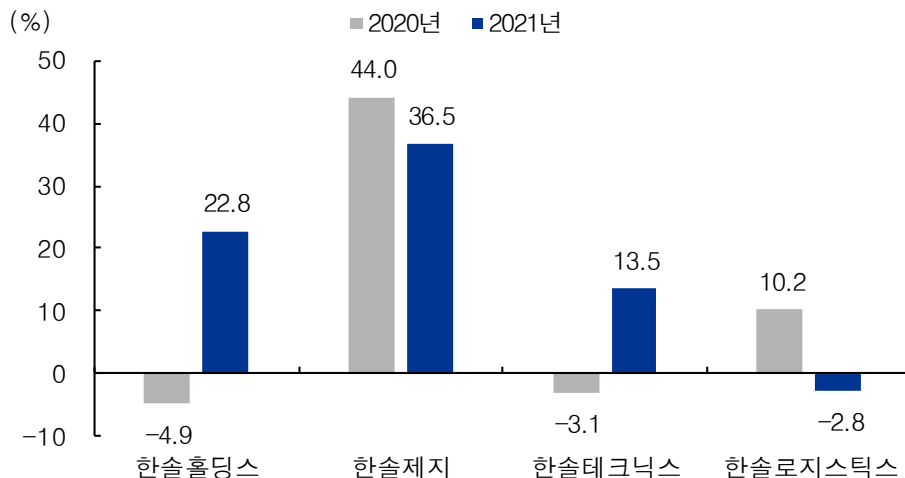
■ 주주환원의 걸림돌을 제거했고, 성장의 노력 가시화를 기대

- 주주가치 제고를 위한 방법 중 가장 직접적인 배당으로 배당을 재개했고, 배당을 유지하기 위한 수익성 및 재무구조 변환
- 연결 종속기업 중심으로 사업 구조조정이 마무리됐고, 주력 계열사가 고민해 왔던 신 성장 동력이 가시화되는 수준이 남음

■ ESG 경영

- 경영의 투명성과 주주가치 제고를 위해 감사위원회(사외이사 3인) 설치가 의무가 아님에도 선제적으로 설치 운영. ESG 등급이 매년 상향되어 높은 수준에 도달
- 2019년 ISO 14001기반 환경경영체계(EMS)을 도입. CEO 주관의 환경경영 추진 조직을 구성. 그룹 전사적으로 환경 경영을 적극 확대해 나갈 계획

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 주가 변동은 2021년 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantwise, IBK투자증권

Valuation

구분	기업가치	비고
투자자산가치	2,994	관계기업과 종속기업 가치 합산
상장기업	2,674	제지, 테크닉스와 로지스틱스, PNS, 홈데코 시가총액
제지	1,150	시가총액
테크닉스	719	시가총액
비상장기업	880	HDC리조트 지분 장부가액 포함
페이퍼텍	552	2021년 예상 EBITDA multiple 5x, 순차입금 제외
순차입금	-267	2020년 3분기 별도 재무제표 기준
주식수	42	보통주
주당가치	6,843	할인율 상장기업과 비상장기업 30% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,800원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	346	359	352	362	372
증가율(%)	-42.5	3.8	-2.1	3.0	2.8
매출원가	301	317	310	319	328
매출총이익	45	42	42	43	45
매출총이익률 (%)	13.0	11.7	11.9	11.9	12.1
판매비	31	30	30	30	31
판매비율(%)	9.0	8.4	8.5	8.3	8.3
영업이익	15	12	12	13	14
증가율(%)	-41.6	-15.8	-6.8	9.2	7.5
영업이익률(%)	4.3	3.3	3.4	3.6	3.8
순금융손익	0	0	0	0	0
이자손익	-1	0	0	0	0
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-7	9	1	1	1
종속/관계기업손익	12	22	23	25	27
세전이익	20	43	35	38	41
법인세	4	-14	8	9	9
법인세율	20	-33	23	24	22
계속사업이익	16	57	27	29	32
중단사업손익	10	16	0	0	0
당기순이익	26	73	27	29	32
증가율(%)	-163.4	176.4	-62.7	8.5	7.8
당기순이익률 (%)	7.5	20.3	7.7	8.0	8.6
지배주주당기순이익	25	71	26	28	30
기타포괄이익	3	-3	0	0	0
총포괄이익	29	69	27	29	32
EBITDA	31	24	24	25	27
증가율(%)	-31.6	-24.2	0.0	6.9	5.4
EBITDA마진율(%)	9.0	6.7	6.8	6.9	7.3

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	210	167	193	220	232
현금및현금성자산	34	45	78	87	100
유가증권	7	20	20	20	20
매출채권	93	71	64	81	80
재고자산	10	7	7	9	9
비유동자산	456	460	456	460	465
유형자산	69	66	71	71	73
무형자산	12	7	6	8	8
투자자산	355	364	365	365	366
자산총계	666	627	649	680	697
유동부채	178	93	92	100	92
매입채무및기타채무	101	56	55	63	55
단기차입금	18	15	15	15	15
유동성장기부채	15	1	2	2	2
비유동부채	32	8	8	8	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	2	1	1	1
부채총계	210	101	100	108	100
지배주주지분	434	503	524	545	569
자본금	236	42	42	42	42
자본잉여금	263	303	303	303	303
자본조정등	-154	2	2	2	2
기타포괄이익누계액	0	7	7	7	7
이익잉여금	89	149	170	192	215
비지배주주지분	22	24	25	26	28
자본총계	456	526	549	572	597
비이자부채	166	80	79	87	79
총차입금	44	21	21	21	21
순차입금	2	-45	-77	-86	-100

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	35	9	22	6	10
당기순이익	26	73	27	29	32
비현금성 비용 및 수익	17	-48	-12	-13	-15
유형자산감가상각비	15	9	11	11	12
무형자산상각비	1	2	1	1	1
운전자본변동	-5	-15	6	-10	-7
매출채권등의 감소	10	0	7	-16	1
재고자산의 감소	2	2	0	-2	0
매입채무등의 증가	4	-24	-1	8	-8
기타 영업현금흐름	-3	-1	1	0	0
투자활동 현금흐름	-26	2	-8	-17	-18
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-5	-16	-12	-14
유형자산의 감소	5	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	0	-3	-2
투자자산의 감소(증가)	-26	-26	0	-1	-1
기타	10	34	8	-1	-1
재무활동 현금흐름	-39	0	19	19	21
차입금의 증가(감소)	1	29	-1	0	0
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-40	-29	20	18	20
기타 및 조정	0	0	0	1	1
현금의 증가	-30	11	33	9	14
기초현금	64	34	45	78	87
기말현금	34	45	78	87	100

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	536	1,626	613	665	717
BPS	9,195	11,972	12,465	12,981	13,547
DPS	0	120	150	150	150
밸류에이션(배)					
PER	7.3	2.3	7.7	7.1	6.6
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.7	5.7	6.2	5.5	4.8

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-42.5	3.8	-2.1	3.0	2.8
EPS증가율	-164.8	203.5	-62.3	8.5	7.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	3.3	3.9	3.9	3.9
ROE	6.0	15.2	5.0	5.2	5.4
ROA	2.6	11.2	4.3	4.4	4.6
ROIC	9.3	91.6	35.4	35.9	34.1

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	46.1	19.1	18.3	18.9	16.7
순차입금 비율(%)	0.4	-8.6	-14.0	-15.0	-16.8
이자보상배율(배)	10.6	12.9	10.2	15.1	16.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.4	4.4	5.2	5.0	4.6
재고자산회전율	29.2	41.1	47.8	44.2	41.5
총자산회전율	0.3	0.6	0.6	0.5	0.5

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

노루홀딩스 (000320/매수/목표주가 20,000원)

전방산업의 업황 개선으로 관심이 커진 지주

매수 (유지)	
목표주가	20,000원
현재가 (4/30)	14,700원
KOSPI (4/30)	3,147.86pt
시가총액	209십억원
발행주식수	13,476천주
액면가	500원
52주 최고가	15,450원
최저가	9,000원
60일 평균거래대금	3십억원
외국인 자본율	3.1%
배당수익률 (2021F)	3.5%

주주구성
한영재 외 9 인 44.34%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	18%	16%	-3%
절대기준	20%	61%	57%



■ 현안

- 전방산업의 업황 개선
- 종자 사업의 안정성

■ 전망

- 2020년 상반기까지 매출 -6.9%, 영업이익 -7.8%, 순이익 -15.5%를 기록했던 연결 실적이 연간으로는 매출 -4.1%, 영업이익 +42.8%, 순이익 +40.2%를 기록.
- 코로나19가 하반기에도 여전했지만, 상반기보다는 제품 수요가 늘었고, 수익성 중심의 제품 구성 조정과 그동안 적자 규모가 컸던 신사업의 적자가 감소했기 때문
- 수익 개선 효과는 2021년에도 지속되며, 주력 제품의 전방산업 업황이 개선됨에 따라 사업적으로 개선이 예상됨.

■ 투자포인트

- 실적 턴어라운드 및 전방산업의 업황 개선 지속으로 수익 개선 지속
- 선박용 페인트를 생산하는 비상장 자회사는 선박 수주량 증가로 실적 개선 전망
- 안정적인 주주환원 정책 유지
- 주력 계열사의 개선과 순차입금 감소를 감안해 목표주가 20,000원 제시

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	884	848	889	920	945
영업이익	25	36	39	43	45
세전이익	35	44	46	51	56
지배주주순이익	5	14	14	15	16
EPS(원)	339	1,038	1,003	1,109	1,216
증가율(%)	-155.9	205.9	-3.4	10.6	9.6
영업이익률(%)	2.8	4.2	4.4	4.7	4.8
순이익률(%)	2.3	3.4	3.4	3.6	3.8
ROE(%)	1.3	3.8	3.6	3.9	4.1
PER	36.8	10.5	14.7	13.3	12.1
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.5	6.5	9.5	8.7	8.4

노루홀딩스 (000320/매수/목표주가 20,000원)

별도 실적

별도 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	38	-75.1	-87.3	191
영업이익	-29	적지	적전	59
순이익	-66	적전	적전	31

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	20.2H			20.연간
		HoH	YoY	
매출액	4,386	7.1	-1.3	8,480
영업이익	230	79.8	106.4	358
순이익	185	74.3	151.2	291

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
노루페인트	51	6,429	-0.7	323	10.7	180	-4.9

주: 해당 실적은 2020년 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
노루오토코팅*	51	1,396	-20.4	146	10.3	120	1.9
아이피케이	40	1,308	-24.3	-	-	160	31.1
노루비케미칼*	50	1,373	-13.5	157	19.7	122	14.2

주: 해당 실적은 2020년 별도 기준 실적이며 * 표시된 해당 기업은 연결기준
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

노루홀딩스 (000320/매수/목표주가 20,000원)

주요 이슈

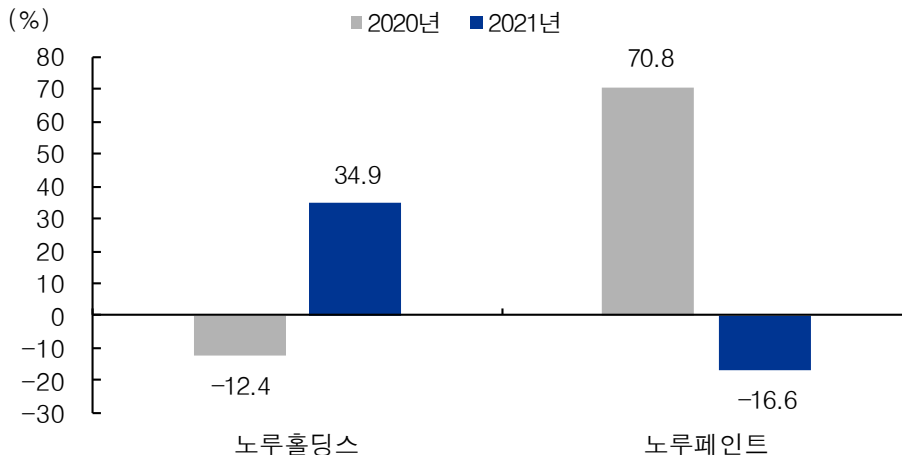
■ 자회사의 실적 턴어라운드

- 노루페인트의 2020년 실적은 매출이 6,429억원으로 0.7% 감소했으나, 영업이익은 323억원으로 10.7% 증가했고, 순이익은 180억원으로 4.7% 감소. 건설 경기가 개선될 것으로 예상함에 따라 전자재업체의 실적도 좋아질 것으로 전망
- 선박용 도료를 만드는 아이피케이는 조선업체의 수주 증가로 수익이 점차 개선될 전망. 2020년에는 보험환급으로 154억원의 순이익 기록. 플라스틱 및 진공 증착용 페인트를 생산하는 노루비케미칼은 영업이익과 순이익 각각 19.7%, 14.2% 증가

■ 밸류에이션 기대감 커져

- 주력 자회사의 실적 개선과 부진했던 비상장자회사의 개선 기대감으로 밸류에이션 상향
- 비교적 안정적인 주주환원 정책을 유지하고 있는 점도 긍정적 투자 판단 요소
- ESG는 지배구조와 환경 분야에서 다소 아쉬운 점이 있으나, 투자와 사회 전반에 ESG가 자리잡아 가고 있는 상황에서 신경을 안 쓸 수 없음. 따라서 시간은 다소 필요해 보이나, 개선 사항이 명확해 사업자의 개선 의지에 따라 빠른 시간 내에 상향될 것으로 전망

지주 및 주요 계열사 주가 변동



주: 2021년 주가 변동은 연초대비 4/30 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	4,406	종속기업과 관계기업 가치
종속기업	2,828	노루페인트외 다른 종속기업은 장부가액
노루페인트	1,389	시가총액
관계기업	1,578	아이피케이와 노루비케미칼의 EPS에 multiple 12x 적용
순차입금	414	2020년 3분기 별도 재무제표
주식수	13	자사주를 포함한 보통주
적정주가	20,089	종속기업과 관계기업에 할인율 30% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

노루홀딩스 (000320/매수/목표주가 20,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	884	848	889	920	945
증가율(%)	5.8	-4.1	4.8	3.5	2.8
매출원가	674	643	671	694	713
매출총이익	210	205	218	226	233
매출총이익률 (%)	23.8	24.2	24.5	24.6	24.7
판매비	185	170	179	183	187
판매비용(%)	20.9	20.0	20.1	19.9	19.8
영업이익	25	36	39	43	45
증가율(%)	144.4	43.1	9.5	8.9	6.3
영업이익률(%)	2.8	4.2	4.4	4.7	4.8
순금융손익	-3	-6	-5	-5	-4
이자손익	-5	-5	-5	-5	-4
기타	2	-1	0	0	0
기타영업외손익	-1	-3	-1	-1	-2
총속/관계기업손익	14	17	13	14	16
세전이익	35	44	46	51	56
법인세	15	15	16	17	19
법인세율	43	34	35	33	34
계속사업이익	20	29	30	33	36
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	29	30	33	36
증가율(%)	647.5	46.1	3.2	10.6	9.6
당기순이익률 (%)	2.3	3.4	3.4	3.6	3.8
지배주주당기순이익	5	14	14	15	16
기타포괄이익	0	-4	0	0	0
총포괄이익	20	25	30	33	36
EBITDA	48	60	48	52	55
증가율(%)	42.4	23.1	-19.9	9.2	6.3
EBITDA마진율(%)	5.4	7.1	5.4	5.7	5.8

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	453	485	474	467	476
현금및현금성자산	88	125	114	121	126
유가증권	66	57	60	60	62
매출채권	186	186	179	169	174
재고자산	97	102	107	102	99
비유동자산	555	566	595	625	656
유형자산	422	419	436	453	468
무형자산	17	20	19	18	17
투자자산	94	103	116	130	146
자산총계	1,007	1,051	1,069	1,092	1,132
유동부채	271	336	325	324	331
매입채무및기타채무	121	139	141	140	146
단기차입금	72	56	55	54	54
유동성장기부채	14	86	71	70	70
비유동부채	169	137	141	137	138
사채	15	0	0	0	0
장기차입금	88	70	70	65	60
부채총계	440	473	466	460	469
지배주주지분	365	371	380	390	402
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	78	78	78	78	78
자본조정등	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	-2	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	301	311	320	331	342
비지배주주지분	202	207	223	242	262
자본총계	567	578	603	632	663
비이자부채	248	258	267	268	282
총차입금	192	215	199	192	187
순차입금	38	33	26	11	-1

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	57	51	33	45	37
당기순이익	20	29	30	33	36
비현금성 비용 및 수익	49	44	2	1	0
유형자산감가상각비	22	23	7	8	9
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-3	-10	6	15	5
매출채권등의 감소	7	-17	8	9	-4
재고자산의 감소	-14	-8	-5	6	2
매입채무등의 증가	-2	29	2	0	6
기타 영업현금흐름	-9	-12	-5	-4	-4
투자활동 현금흐름	-41	-14	-28	-27	-27
유형자산의 증가(CAPEX)	-29	-23	-24	-26	-24
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-4	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-14	12	-4	-1	-3
재무활동 현금흐름	-24	6	-16	-12	-5
차입금의 증가(감소)	33	30	0	-5	-5
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-57	-24	-16	-7	0
기타 및 조정	0	-5	0	1	0
현금의 증가	-8	38	-11	7	5
기초현금	96	88	125	114	121
기말현금	88	125	114	121	126

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	339	1,038	1,003	1,109	1,216
BPS	27,108	27,547	28,202	28,969	29,805
DPS	400	450	450	500	500
밸류에이션(배)					
PER	36.8	10.5	14.7	13.3	12.1
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.5	6.5	9.5	8.7	8.4

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	5.8	-4.1	4.8	3.5	2.8
EPS증가율	-155.9	205.9	-3.4	10.6	9.6
수익성지표(%)					
배당수익률	3.2	4.1	3.5	3.9	3.9
ROE	1.3	3.8	3.6	3.9	4.1
ROA	2.0	2.8	2.8	3.1	3.3
ROIC	3.6	5.3	5.5	6.0	6.5

안정성 및 활동성 지표

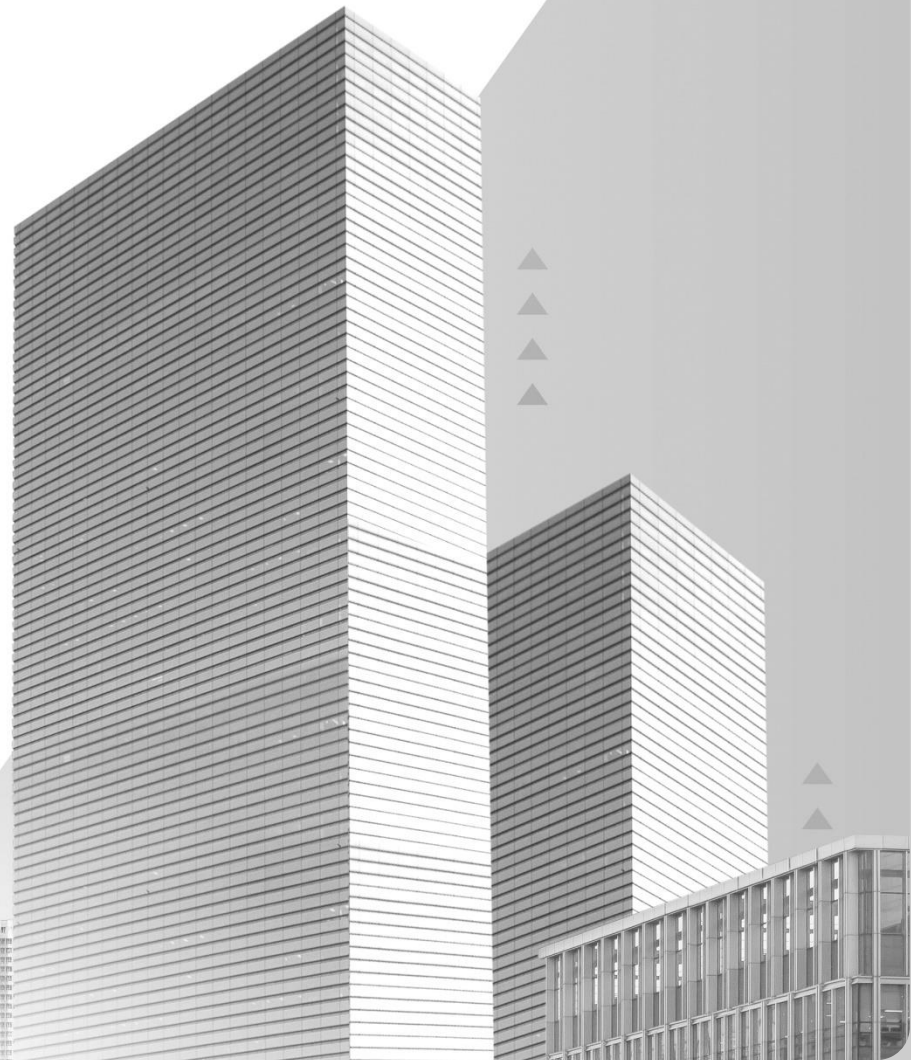
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	77.5	81.9	77.2	72.8	70.7
순차입금 비율(%)	6.7	5.7	4.3	1.7	-0.2
이자보상배율(배)	3.4	5.1	5.0	5.6	5.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.6	4.6	4.9	5.3	5.5
재고자산회전율	9.7	8.5	8.5	8.8	9.4
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

부록

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

지주회사 소개	
지주회사명	지주회사명
주요 업종	주요 업종
주력 자회사	주력 자회사
연계 실적	연계 실적
재무건전성	재무건전성
해외 주요 지주회사	해외 주요 지주회사
사업 내용	사업 내용
주가 흐름	주가 흐름
지배구조	지배구조



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	19,842
LG	순수지주	ICT, 화학, 생활건강, SI 등	LG전자, LG화학, LG유플러스, LG생활건강, 실리콘웍스, LGCNS	15,599
아모레G	순수지주	화장품 등	이니스프리, 에뛰드 에스쁘아	5,352
현대중공업지주	순수지주	조선, 정유, 기계(로보틱스), 전력장비 등	한국조선해양, 현대건설기계, 현대일렉트릭, 현대오일뱅크, 현대글로벌서비스	4,605
한미사이언스	순수지주	생명공학 및 헬스케어	한미약품, 한미정밀화학, 한미헬스케어, 온라인팜, 제이브이엠	3,904
한진칼	순수지주	항공, 물류, 호텔, 여행업 등	대한항공, 제동레저, 진에어, 토파스여행정보, 정석기업, 한진, 칼호텔네트워크	3,803
GS	순수지주	정유, 에너지, 쇼핑, 발전 등	GS에너지, GS리테일, GS홈쇼핑, GS스포츠, GSEPS, GS글로벌, GSE&R	3,633
롯데지주	순수지주	쇼핑, 제과, 화학, 음식료 등	롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데칠성음료, 롯데케미칼, 롯데글로벌로지스 등	3,567
CJ	순수지주	음식료, 물류, 엔터테인먼트 등	CJ제일제당, CJ이엔엠, CJCGV, 두산중공업, CJ올리브영, CJ푸드빌,	2,743
한화	비지주	화학, 에너지, 기계(방산, 항공), 금융, 유통	한화케미칼, 한화생명보험, 한화에어로스페이스, 한화(자체사업), 한화건설, 한화호텔앤리조트	2,387
LS	순수지주	전선, 전력장비, 동 제련, 트랙터 등	LS산전, LS전선아시아, LS전선, LS니코동제련, LS아이앤디	2,206
대웅	사업지주	생명공학 및 헬스케어	대웅제약, 대웅바이오, 대웅생명과학, 알피코프	1,901
효성	사업지주	중공업/건설, 산업자재, 화학, 섬유 등	효성티앤씨, 효성화학, 효성중공업, 진흥기업, 효성티앤에스	1,873
녹십자홀딩스	순수지주	생명공학 및 헬스케어	녹십자, 녹십자엠에스, 녹십자웰빙 등	1,639
동화기업	사업지주	목재, 보드, 화학, 건장재, 오토라이프, 미디어 등	동화엠평크, 대성목재공업 등	993
하림지주	순수지주	가금, 사료, 음식료, 운송, 쇼핑 등	하림, 선진, 팜스코, 엔에스쇼핑, 팬오션, 제일사료	855
두산	사업지주	자체사업, 연료전지, 2차전지부품, 중공업 등	두산중공업, 두산솔루스, 두산퓨얼셀, 두산(자체사업)	825
삼양홀딩스	순수지주	식품, 화학	삼양사, 삼남석유화학, 삼양화학, 삼양이노캠 등	802
HDC	순수지주	건설, 유향, 관리서비스 등	HDC자산운용, HDC현대산업개발, HDC현대EP, HDC아이콘트롤스	672
풀무원	순수지주	식품/식자재, 푸드서비스, 물류 등	풀무원식품, 이씨엠디, 풀무원건강생활, 풀무원다논, 풀무원샘물 등	650
영원무역홀딩스	순수지주	의류 생산	영원무역, 영원이웃도어 등	590
대성홀딩스	사업지주	콘텐츠 개발, 교육솔루션, 금융, 공공기관 시스템 구축 등	대성에너지, 대성청정에너지, 대성환경에너지, 대성글로벌네트워크 등	467
한라홀딩스	사업지주	자동차 부품, 건설, 부품 유통	만도, 한라, 만도헬라, 한라홀딩스(자체사업)	427
하이트진로홀딩스	순수지주	주류	하이트진로, 하이트진로산업, 진로소주, 하이트진로음료 등	393

주: 시가총액 기준일 2021년 3월 31일

단위: 십억원, 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 소개(2)

지주사	지주 성격	주 업종	주력 자회사	시가총액
대상홀딩스	순수지주	식품 및 소재	대상, 대상정보기술, 상암커뮤니케이션즈, 동서건설 등	391
AK홀딩스	순수지주	화학, 생활용품, 유통, 항공운송 등	애경유화, 애경화학, 애경산업, 제주항공 등	354
농심홀딩스	순수지주	식품 및 포장재 제조	농심, 율촌화학, 태경농산, 농심엔지니어링, 농심개발 등	352
세아홀딩스	순수지주	철강	세아베스틸, 세아알앤아이, 세아특수강, 세아에프에스 등	338
엘브이엠씨홀딩스	순수지주	자동차, 오토바이	코라오 디벨로핑, KR모터스 등	337
KISCO홀딩스	순수지주	철강	한국철강, 환영철강공업, 대흥산업, 서릉 등	320
JW홀딩스	사업지주	생명공학 및 헬스케어	JW중외신약, JW신약, JW생명과학, JW메디칼 등	312
S&T홀딩스	순수지주	차량부품, 산업설비, 기계	S&T중공업, S&T모티브, S&TC 등	302
코아시아	순수지주	LED, 비메모리반도체, 음향 부품	Itswell Vina Co, CoAsia SEMI Ltd, 비에스이 등	293
코오롱	순수지주	건설, 유통, 환경, 제약, IT서비스	코오롱글로벌, 코오롱인더스트리, 코오롱환경에너지, 코오롱생명과학 등	293
SBS미디어홀딩스	순수지주	미디어	SBS, SBS미디어넷, SBS바이아컴 등	283
KPX홀딩스	순수지주	화학물 제조, 의약품 중간체 제조	KPX케미칼, KPX라이프사이언스, 진양홀딩스, KPX개발, KPX글로벌 등	254
동성코퍼레이션	사업지주	석유화학	동성화학, 동성화인텍, 동성TCS, 제네웰, 디앤엠파트너스 등	254
일진홀딩스	순수지주	전선, 전력장비, 기계, 의료장비	일진전기, 일진다이아몬드, 알피니언메디칼	248
풍산홀딩스	사업지주	비철금속	풍산, 풍산특수금속, 풍산네오티스, 풍산메탈서비스 등	239
노루홀딩스	순수지주	도료, 종자사업	노루페인트, 노루비케미칼, 아이피케이, 노루오토코팅	171
성창기업지주	순수지주	합판/마루판 등 목재류, 유통, 반도체 검사	성창기업, 성창보드, 지씨테크, 지씨글로벌, 블루이엔지 등	166
진양홀딩스	순수지주	PVC바닥재, 폴리우레탄, 건자재, 차 부품	진양산업, 진양화학, 진양폴리우레탄, 진양AMC, 진양물산, 진양모바일 등	164
한솔홀딩스	순수지주	제지, IT, 물류, 기계, 건자재	한솔제지, 한솔테크닉스, 한솔로지스틱스, 한솔이엠이, 한솔페이퍼텍	163
KC그린홀딩스	순수지주	환경플랜트, 신재생에너지	KC코트렐, KC써멀, KC환경서비스, KC환경건설, KC솔라에너지 등	106
CS홀딩스	순수지주	용접재료	조선선재, 조선선재온산 등	74
한국전자홀딩스	사업지주	반도체 부품 제조 및 판매	KEC, KEC디바이스, 한국전자판매 등	72
SJM홀딩스	순수지주	자동차 부품, 산업용 부품 제조 및 판매	SJM, 에이커스, 티엔엔, SJM프리웰 등	54

주: 시가총액 기준일 2021년 3월 31일

단위: 십억원, 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 하반기 별도 실적

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
삼성물산	97,844	-51.0	1,563	-73.2	776	-85.7
SK	15,310	-52.8	5,621	-62.0	6,798	-52.1
LG	1,754	-77.7	631	-88.8	164	-97.2
아모레G	69	-95.5	-24	적전	-459	적전
현대중공업지주	730	-85.2	644	-74.0	-1,192	적전
한미사이언스	181	-48.1	61	-39.8	37	-34.1
한진칼	117	-82.0	-5	적전	-181	적전
GS	662	-81.9	370	-88.0	-2,412	적전
롯데지주	666	-82.9	-15	적전	-3,147	적전
CJ	728	-60.0	300	-59.8	-16	적전
한화	20,762	-53.2	1,020	-46.0	651	-35.1
LS	937	7.6	755	66.8	756	46.3
대웅	299	-39.3	94	-21.3	91	43.7
효성	1,807	-54.6	582	-46.8	-658	적전
녹십자홀딩스	452	-28.9	218	-20.8	254	-9.3
동화기업	1,943	-47.6	99	-41.5	174	-37.3
하림지주	56	-57.0	-8	적전	-372	적전
두산	4,437	-72.1	-65	적전	929	-85.3
삼양홀딩스	538	-7.4	338	71.4	322	56.6
HDC	182	-63.7	74	-72.8	-208	적전
풀무원	531	-32.8	89	-27.9	42	-59.2
영원무역홀딩스	29	-88.9	15	-92.1	-39	적전
대성홀딩스	235	41.3	184	218.7	119	214.7
한라홀딩스	3,325	-46.4	833	27.2	493	43.3
하이트진로홀딩스	27	-92.0	9	-97.2	-92	적전

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
대상홀딩스	99	-66.8	21	-88.8	-81	적전
AK홀딩스	230	-32.3	155	-23.3	-54	적전
농심홀딩스	0	적전	-25	적전	-24	적전
세아홀딩스	435	-13.5	357	12.8	98	-79.8
KISCO홀딩스	0	적지	0	적지	0	적지
JW홀딩스	10	-93.2	-8	적전	-1	적전
SNT홀딩스	467	-44.2	97	-27.2	59	흑전
코아시아	92	-16.6	80	-10.5	81	-12.8
코오롱	1,707	85.1	12	1,434.6	-33	적전
SBS미디어홀딩스	236	-60.9	108	-65.4	94	2.4
KPX홀딩스	8	-79.9	-13	적전	-860	적지
동성코퍼레이션	568	315.7	36	-58.7	855	488.6
일진홀딩스	1,027	-63.0	-13	적지	-67	적지
풍산홀딩스	17	-72.8	4	-88.6	3	-94.9
노루홀딩스	433	-57.5	-24	적전	-18	적전
성창기업지주	38	-87.3	-29	적전	-66	적전
진양홀딩스	32	-44.0	2	-4.3	3	-86.1
한솔홀딩스	49	-47.0	28	-46.9	54	-49.2
KC그린홀딩스	126	-52.1	40	-65.0	228	219.2
CS홀딩스	38	-72.0	10	-88.4	-37	적전
한국전자홀딩스	12	-62.9	2	-88.6	-6	적전
SJM홀딩스	25	-51.4	-198	적지	-102	적지
평화홀딩스	13	-77.8	3	-92.5	3	-94.8
휴맥스홀딩스	54	-68.8	5	-91.8	-236	적지

주: 시가총액 순서, 2020년 하반기 기준의 실적, YoY는 전년동기대비, 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 하반기 연결 실적

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
삼성물산	160,327	3.9	4,719	-12.8	5,933	-4.0
SK	393,169	-16.6	5,665	-55.9	6,064	334.1
LG	35,518	8.0	7,352	182.8	8,174	513.7
아모레G	24,700	-19.6	465	-74.6	-779	적전
현대중공업지주	91,889	-31.0	-2,142	적전	-4,164	적지
한미사이언스	4,345	2.8	145	89.0	82	-41.1
한진칼	1,669	-70.1	-1,147	적지	-83	적지
GS	75,826	-14.4	7,538	-27.0	979	-62.6
롯데지주	50,023	9.5	994	-5.5	-1,372	적지
CJ	163,651	-6.7	7,673	-4.2	-2,145	적지
한화	254,604	-1.0	7,843	56.1	2,051	흑전
LS	53,635	4.0	1,827	82.6	1,377	흑전
대웅	6,980	1.7	546	37.5	887	214.4
효성	14,459	-3.2	1,088	93.2	-326	적전
녹십자홀딩스	9,412	24.1	546	4.7	1,606	흑전
동화기업	3,821	1.4	387	45.9	275	11.0
하림지주	39,230	4.9	1,715	21.6	971	64.6
두산	83,330	-1.2	1,762	-57.8	-3,469	적전
삼양홀딩스	12,944	1.7	1,040	407.7	801	1,031.5
HDC	23,595	196.6	3,433	485.3	311	-76.5
풀무원	11,834	-4.2	267	46.1	1	흑전
영원무역홀딩스	16,545	13.4	2,240	46.2	1,336	21.5
대성홀딩스	3,774	-9.4	97	6.7	268	흑전
한라홀딩스	4,433	8.9	925	103.9	597	89.0
하이트진로홀딩스	11,358	4.8	949	8.9	429	519.4

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
대성홀딩스	18,908	3.6	713	-1.8	494	-34.3
AK홀딩스	12,876	-31.2	-1,182	적전	-934	적지
농심홀딩스	2,869	6.9	319	57.1	293	58.2
세아홀딩스	21,809	-8.1	-251	적전	-2,798	적지
엘브이엠씨홀딩스	1,254	-42.5	71	흑전	-235	적지
KISCO홀딩스	5,276	-7.0	330	39.2	-144	적전
JW홀딩스	4,058	12.1	216	흑전	48	흑전
SNT홀딩스	7,822	-0.7	738	-1.9	215	-60.9
코아시아	2,782	17.0	8	-93.2	-36	적전
코오롱	26,850	16.7	1,302	75.4	623	흑전
SBS미디어홀딩스	968	49.7	4	흑전	-599	적지
KPX홀딩스	5,071	6.5	469	34.7	1,198	162.0
동성코퍼레이션	4,412	0.3	265	34.6	88	32.8
일진홀딩스	5,193	3.4	138	65.1	56	-0.1
풍산홀딩스	1,633	23.5	112	365.3	130	49.6
노루홀딩스	4,386	-1.3	230	106.4	185	151.2
성창기업지주	885	24.4	52	163.5	25	흑전
진양홀딩스	1,100	-1.8	47	-20.5	10	-93.8
한솔홀딩스	1,056	-62.0	65	233.1	444	126.5
KC그린홀딩스	3,359	-16.8	-423	적전	-660	적전
CS홀딩스	626	-8.8	64	-29.4	11	-86.6
한국전자홀딩스	1,235	17.1	18	흑전	-339	적지
SJM홀딩스	775	-6.6	65	38.2	9	-79.9
평화홀딩스	3,028	1.5	56	19.7	12	흑전
휴맥스홀딩스	42	-54.5	-46	적전	-44	적전

주: 시가총액 순서, 2020년 하반기 기준의 실적, YoY는 전년동기대비, 단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 2020년도 별도 실적

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
삼성물산	190,888	-4.5	2,782	-52.3	3,202	-40.8
SK	34,740	7.0	16,580	12.0	17,160	20.8
LG	10,162	29.4	7,940	40.4	13,314	129.1
한진칼	417	-36.0	191	-60.7	-34	적전
아모레G	524	-65.9	308	-75.3	-109	적전
롯데지주	2,905	-25.5	1,635	-32.3	-3,071	적전
현대중공업지주	3,759	-23.7	3,008	21.5	864	-85.4
GS	3,063	-16.2	2,413	-21.9	-533	적전
CJ	1,652	-9.1	900	20.5	522	-17.5
한미사이언스	356	1.9	118	16.6	78	38.3
효성	2,955	-25.7	569	-48.0	-590	적전
한화	40,008	-9.8	1,670	-11.6	1,287	28.3
LS	1,657	90.3	1,249	175.9	1,225	137.2
대웅	876	78.0	478	298.0	459	626.6
녹십자홀딩스	788	24.0	413	50.3	504	79.6
하림지주	152	15.4	25	1,092.9	-394	적전
두산	15,493	-2.4	1,089	-22.2	1,802	-71.6
HDC	528	5.5	303	10.9	191	-80.5
영원무역홀딩스	242	-5.7	200	7.5	152	1.6
풀무원	1,086	37.4	203	64.7	145	42.6
삼양홀딩스	1,141	96.4	762	286.3	742	260.2
농심홀딩스	193	6.5	144	4.7	147	44.5
AK홀딩스	455	34.1	316	56.1	94	-49.7
JW홀딩스	889	6.3	196	48.2	253	흑전
하이트진로홀딩스	358	6.0	313	1.6	131	44.9

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
한라홀딩스	5,676	-8.5	886	35.2	524	52.5
동화기업	3,809	2.7	195	14.5	232	-16.7
세아홀딩스	715	42.3	560	76.8	287	-41.3
SBS미디어홀딩스	49	30.2	6	5.7	-791	적지
대성홀딩스	260	-12.9	124	-32.9	24	79.0
SNT홀딩스	253	129.8	230	155.5	230	148.3
풍산홀딩스	905	-11.1	29	-67.7	36	-47.3
코아시아	2,819	205.7	15	1,820.5	-71	적전
KISCO홀딩스	143	0.6	110	-1.2	126	-2.6
코오롱	540	-10.7	291	-7.1	266	190.3
KPX홀딩스	779	470.0	115	32.2	951	555.1
일진홀딩스	68	9.7	41	21.8	57	-8.7
동성코퍼레이션	2,127	-23.5	52	흑전	-5	적지
한솔홀딩스	263	-0.1	110	-4.9	362	406.2
대성홀딩스	361	117.6	260	349.1	176	368.3
진양홀딩스	129	39.2	88	67.8	133	25.1
노루홀딩스	191	-36.0	59	-59.8	31	-11.2
성창기업지주	65	12.3	4	94.8	10	-50.4
KC그린홀딩스	143	4.8	87	3.3	-34	적전
CS홀딩스	33	0.8	12	-13.7	9	-48.1
평화홀딩스	165	-5.1	64	9.1	-204	적지
SJM홀딩스	42	-29.9	22	-47.8	25	-50.4
휴맥스홀딩스	44	71.7	12	8.5	-142	적지
한국전자홀딩스	49	-6.9	-195	적지	-102	적지

주: 시가총액 순서, 2020년 별도 기준의 실적, YoY는 전년동기대비
단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 2020년도 연결 실적

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
삼성물산	302,161	-1.8	8,571	-1.1	11,607	10.8
SK	818,201	-16.3	-1,645	적전	-1,084	적전
LG	66,321	1.5	17,022	71.2	15,407	39.2
한진칼	4,088	-66.0	-2,211	적지	-3,415	적지
아모레G	49,301	-21.5	1,507	-69.8	220	-92.2
롯데지주	90,866	2.6	1,562	-10.6	-2,389	적지
현대중공업지주	189,110	-29.0	-5,971	적전	-7,897	적전
GS	154,442	-13.2	9,206	-54.7	-1,878	적전
CJ	319,991	-5.3	13,903	-7.9	2,040	-37.0
한미사이언스	8,574	5.0	252	55.8	226	-26.5
효성	27,826	-12.4	1,388	-31.3	12	-99.2
한화	509,265	1.0	15,820	40.5	7,405	220.5
LS	104,443	2.9	3,366	24.7	1,947	109.8
대웅	13,553	-0.8	981	-7.8	1,184	68.2
녹십자홀딩스	17,193	15.1	707	6.0	1,800	흑전
하림지주	77,233	5.1	3,540	15.5	1,736	83.5
두산	169,693	-5.9	2,750	-77.6	-9,639	적전
HDC	39,519	144.4	5,447	325.1	1,913	-30.4
영원무역홀딩스	28,510	4.1	3,408	14.0	2,345	3.0
풀무원	23,112	-2.9	460	50.4	118	흑전
삼양홀딩스	24,712	-0.7	1,703	114.6	1,433	130.9
농심홀딩스	5,836	8.7	740	79.4	685	86.9
AK홀딩스	26,191	-30.3	-2,221	적전	-2,806	적전
JW홀딩스	7,861	8.2	330	1,105.3	-22	적지
하이트진로홀딩스	22,470	10.9	2,105	108.5	1,077	흑전

지주사 (누적기준)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
한라홀딩스	7,358	-7.8	907	20.3	441	7.4
동화기업	7,449	3.8	668	14.3	403	-7.2
세아홀딩스	42,574	-13.7	131	-85.4	-2,615	적전
SBS미디어홀딩스	1,654	-5.8	-59	적지	-666	적지
엘브이엠씨홀딩스	2,748	-24.5	19	흑전	-287	적지
대상홀딩스	37,543	5.7	2,070	33.2	1,648	19.2
SNT홀딩스	14,358	-5.0	1,271	0.6	779	-37.4
풍산홀딩스	2,659	0.6	94	-12.8	131	-45.9
코아시아	4,984	13.6	-38	적전	-92	적전
KISCO홀딩스	10,646	-10.0	827	43.6	365	-42.0
코오롱	48,908	11.0	2,721	118.5	1,672	흑전
KPX홀딩스	9,532	-2.0	791	24.8	1,941	156.1
일진홀딩스	9,340	4.2	273	-12.0	168	-24.9
동성코퍼레이션	8,821	3.8	612	18.0	372	48.6
한솔홀딩스	3,595	-33.6	125	5.6	727	176.4
대성홀딩스	8,895	-3.2	274	14.7	477	166.0
진양홀딩스	2,115	-6.1	116	-10.1	303	32.5
노루홀딩스	8,480	-4.1	358	43.1	291	46.1
성창기업지주	1,709	13.2	80	흑전	51	흑전
KC그린홀딩스	6,804	-2.6	-479	적전	-789	적전
CS홀딩스	1,316	-2.5	159	-6.6	118	-28.7
평화홀딩스	5,210	-10.3	-31	적지	-93	적지
SJM홀딩스	1,416	-11.9	64	1.9	50	-46.3
휴맥스홀딩스	51	-44.9	-204	적전	-219	적전
한국전자홀딩스	2,215	2.1	-2	적지	-348	적지

주: 시가총액 순서, 2020년 연결 기준의 실적, YoY는 전년동기대비
단위: 억원, % 자료: Fnguide, IBK투자증권

재무 건전성(1)

지주사	차입금		현금및 현금성자산		금융이익		부채비율	
	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기
삼성물산	41,124	34,500	32,859	24,025	-0.2	-0.3	78	65
SK	514,327	507,039	131,640	100,969	-2.5	-2.8	156	165
LG	12,952	12,718	20,509	14,927	0.0	0.0	16	16
아모레G	2,272	2,709	10,501	11,909	0.0	0.0	25	24
현대중공업지주	88,359	97,434	22,243	20,385	-0.6	-0.1	132	139
한미사이언스	107,736	674	143	148	0.0	0.0	40	40
한진칼	43,825	9,489	1,267	1,248	-0.1	-0.1	108	110
GS	137,666	88,947	12,610	7,428	-0.6	-0.5	127	128
롯데지주	509	47,435	8,383	8,995	-0.2	-0.4	104	113
CJ	5,524	127,111	23,234	26,031	-1.3	-3.0	171	160
한화	155,352	142,651	42,802	42,792	-1.1	-0.8	900	933
LS	29,473	42,984	12,838	15,643	-0.4	-0.2	159	162
대웅	44,431	4,482	1,430	1,969	0.0	0.0	61	65
효성	137,805	8,612	3,618	2,220	-0.1	-0.1	153	76
녹십자홀딩스	12,580	9,604	2,254	4,476	0.1	-0.1	112	94
동화기업	3,984	5,967	748	467	0.0	0.0	114	126
하림지주	39,004	36,015	8,784	7,229	0.0	-0.4	163	171
두산	6,760	120,558	19,423	27,074	-0.8	-1.5	363	291
삼양홀딩스	27,907	11,584	1,599	1,876	-0.1	-0.1	84	81
HDC	12,123	28,901	8,345	8,128	0.0	-0.1	118	121
풀무원	6,745	5,924	1,495	990	-0.1	-0.1	230	230
영원무역홀딩스	19,421	3,055	8,628	9,646	0.0	0.0	57	43
대성홀딩스	5,557	2,110	461	725	0.0	0.0	86	103
한라홀딩스	5,574	7,364	1,502	1,418	-0.1	-0.1	113	121
하이트진로홀딩스	1,229	16,459	11,734	2,661	-0.2	-0.2	378	268

주: 2020년 상반기 / 하반기 기준
단위: 억원, %, 자료: Quantiwise

재무 건전성(2)

지주사	차입금		현금및 현금성자산		금융이익		부채비율	
	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기
대상홀딩스	5,652	9,838	6,775	6,011	0.0	0.1	144	131
AK홀딩스	15,808	20,109	2,525	4,053	-0.2	-0.4	243	234
농심홀딩스	21,869	957	177	193	0.0	0.0	34	28
세아홀딩스	71	13,634	3,514	2,706	-0.1	-0.1	80	86
KISCO홀딩스	11,454	133	1,794	1,343	0.0	0.0	13	17
JW홀딩스	3,636	4,713	944	307	-0.1	-0.4	265	234
SNT홀딩스	35	34	3,562	3,648	0.0	-0.3	39	40
코아시아	204	1,275	308	439	0.0	0.0	146	138
코오롱	2,796	12,638	2,373	1,569	-0.1	-0.3	343	332
SBS미디어홀딩스	1,383	1,398	694	515	0.0	0.0	12	37
KPX홀딩스	13,048	1,445	702	1,399	0.7	-0.4	25	27
동성코퍼레이션	2,190	1,403	929	726	0.0	0.1	112	87
일진홀딩스	562	3,217	1,230	803	0.0	0.0	140	123
풍산홀딩스	2,322	1,200	202	203	0.0	0.0	32	34
노루홀딩스	1,339	2,115	998	1,255	0.0	0.0	84	82
성창기업지주	707	772	114	140	0.0	0.0	33	33
진양홀딩스	1,931	816	234	257	0.3	0.0	37	41
한솔홀딩스	815	186	466	453	0.0	0.0	42	19
KC그린홀딩스	1,901	2,259	770	802	0.0	0.0	187	253
CS홀딩스	30	37	1,089	1,338	0.0	0.0	10	10
한국전자홀딩스	2,732	946	312	434	0.0	-0.3	61	99
SJM홀딩스	128	163	633	611	0.0	0.0	19	24
평화홀딩스	140	2,326	388	58	0.0	0.0	358	338
휴맥스홀딩스	698	199	15	23	0.0	0.0	12	18

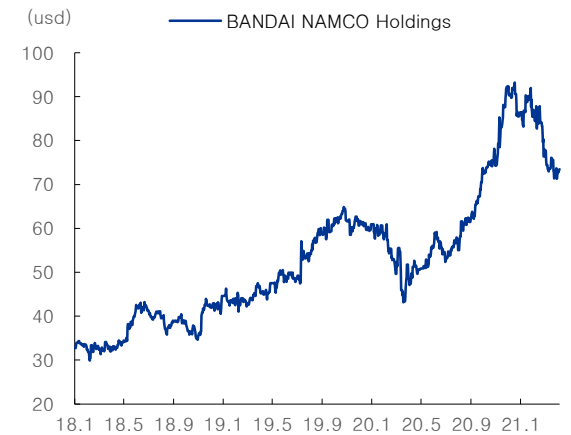
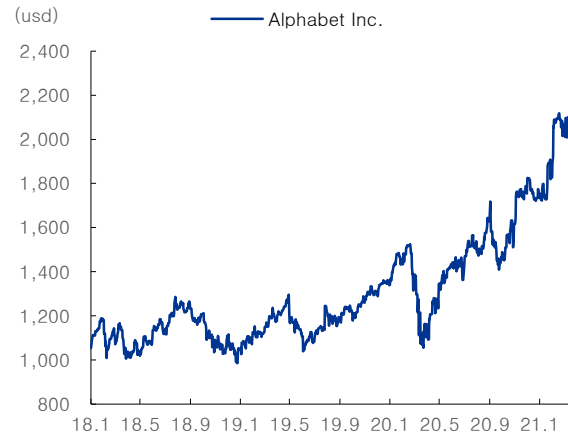
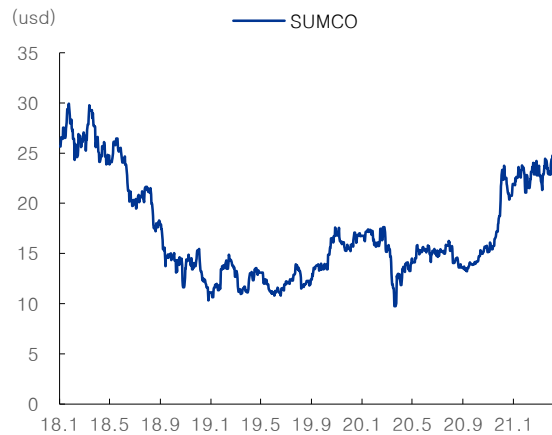
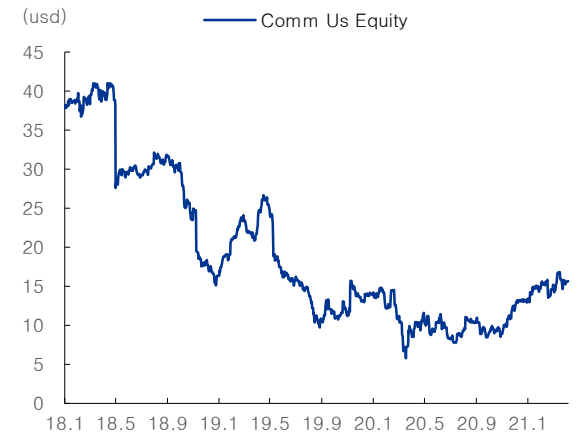
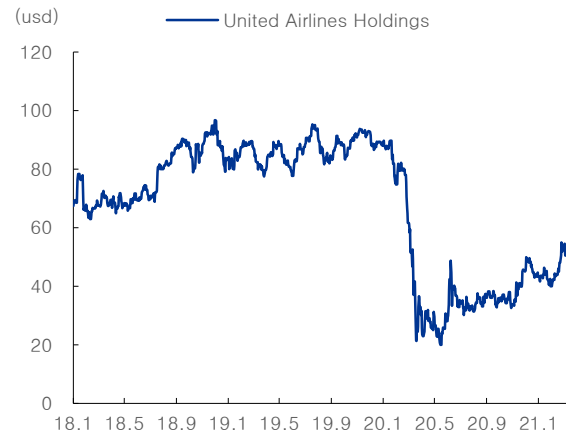
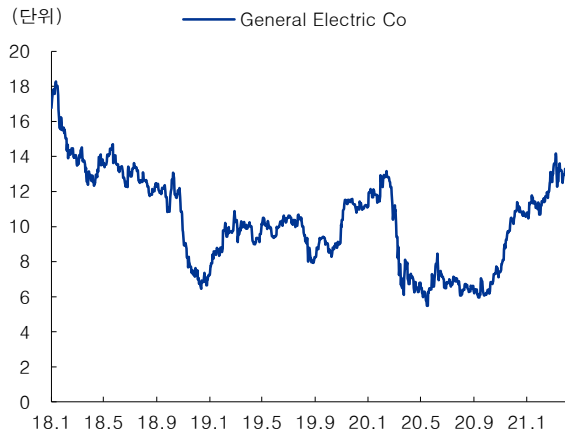
주: 2020년 상반기 / 하반기 기준
단위: 억원, %, 자료: Quantiwise

해외 지주회사 소개

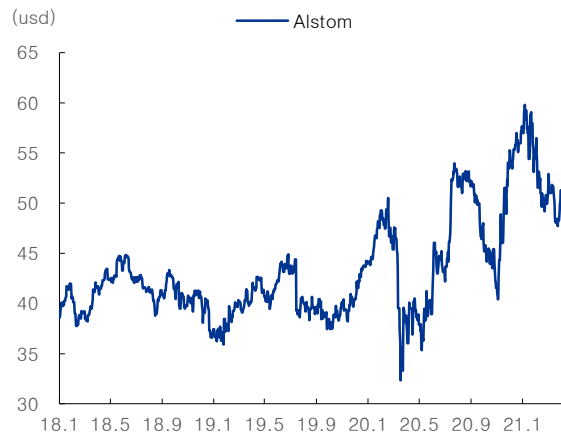
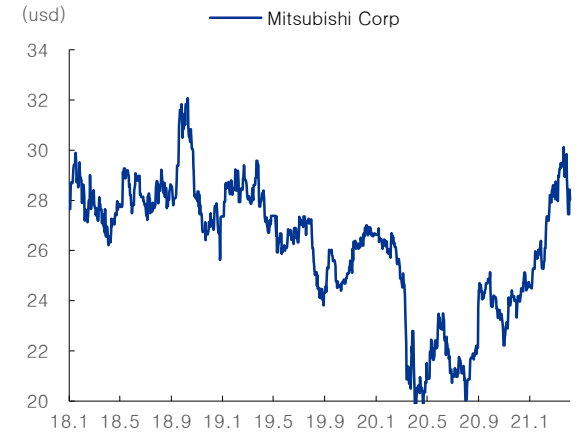
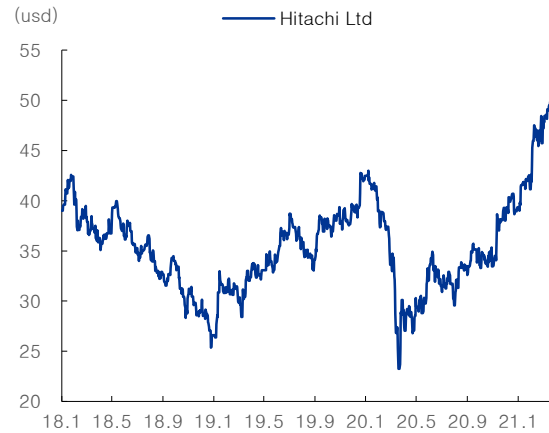
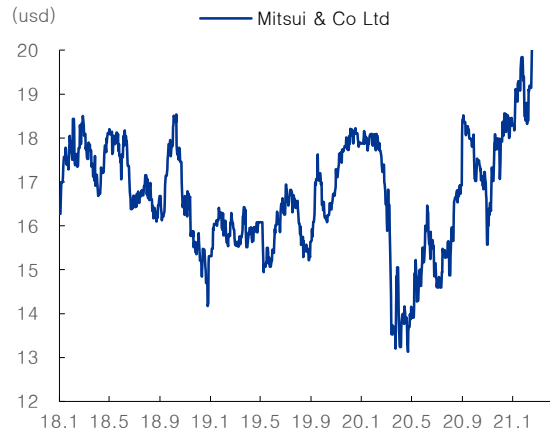
지주회사	국가	개요
General Electric Co	미국	GE(General Electric Company)는 다각화된 글로벌 기술 및 금융서비스 업체. 동사의 제품 및 서비스로는 항공기 엔진, 전력 발전, 수처리, 가전, 의료 영상, 기업 및 소비자 금융, 산업 제품이 있음
United Airlines Holdings	미국	유나이티드 에어라인스 홀딩스(United Airlines Holdings)는 자회사를 통해 운송 서비스를 제공. 승객 및 화물을 운송하는 항공기를 소유하고 관리함
Commscope Holding Company	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
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 전환기, 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

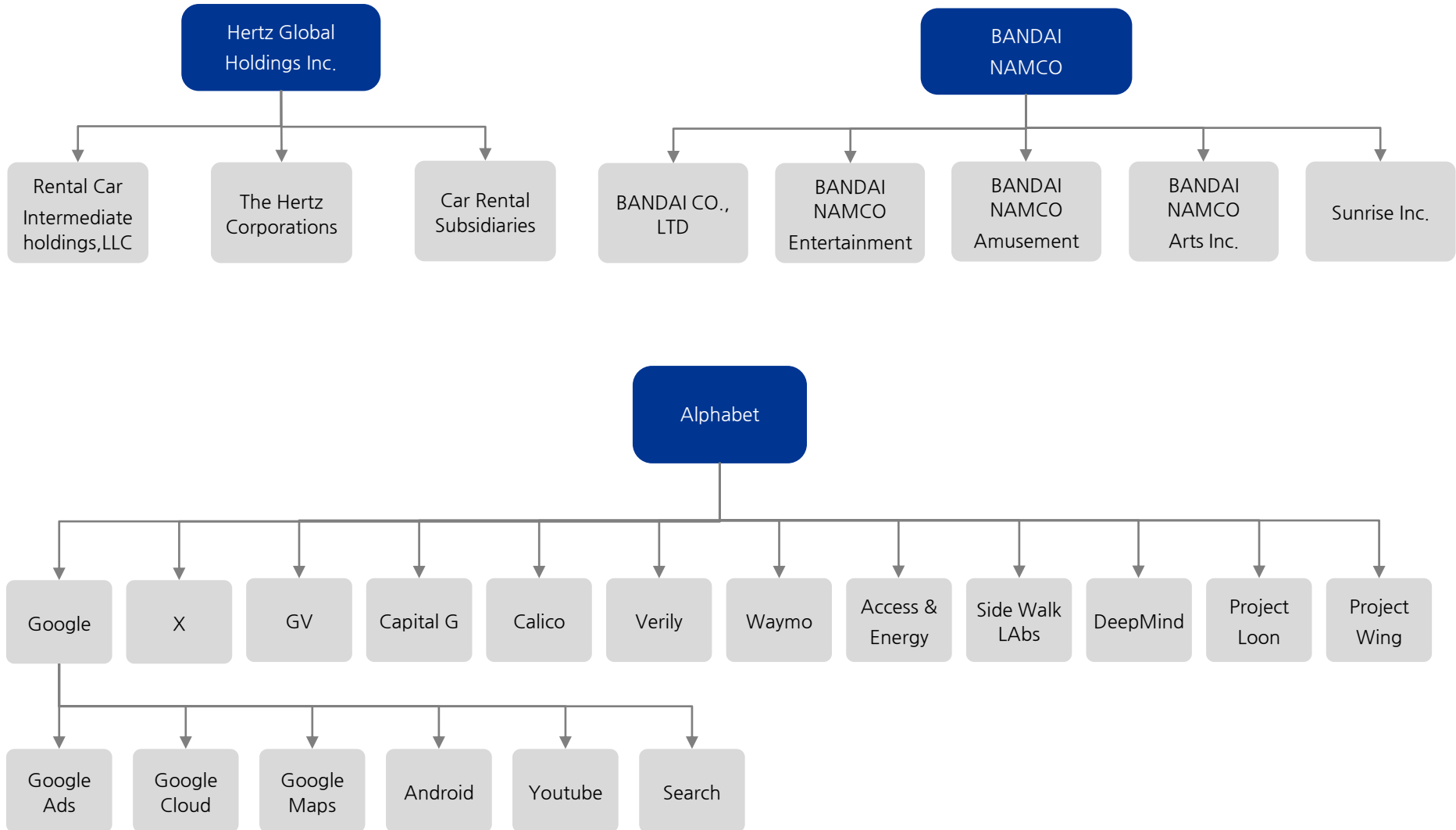
해외 지주회사 주가흐름



해외 지주회사 주가흐름



해외 지주회사 지배구조



해외 지주회사 실적

구분		General Electric	United Airlines Holdings	Commscope Holding	Alphabet Inc.	SUMCO*	Bandai Namco Holdings*	Mitsui & Co*	Mitsubishi Corp*	Hitachi Ltd*	Alstom	Investor AB
매출액 (백만USD)	2019	95,214	43,259	8,345	161,857	2,747	6,660	63,334	135,955	80,648	9,114	15,222
	2020	79,619	15,355	8,436	182,527	2,730	6,660	63,334	135,955	80,648	9,114	9,607
	2021F	79,091	23,083	8,557	186,330	2,801	7,279	61,708	124,305	84,857	16,702	5,245
	2022F	84,111	34,625	8,751	218,471	3,039	7,696	63,218	130,002	88,159	17,460	5,614
영업이익 (백만USD)	2019	3,154	4,301	-509	34,231	465	725	1,764	3,068	1,318	606	11,114
	2020	-5,103	-6,359	-52	41,224	355	725	1,764	3,068	1,318	606	5,807
	2021F	4,994	-3,128	1,147	53,666	397	972	2,989	3,777	6,236	970	2,335
	2022F	7,587	2,021	1,237	62,727	553	1,114	2,957	4,129	7,120	1,327	2,463
순이익 (백만USD)	2019	-4,979	3,009	-930	34,343	304	530	3,601	4,925	806	519	10,710
	2020	5,704	-7,069	-573	40,269	239	530	3,601	4,925	806	519	5,755
	2021F	2,158	-3,409	448	54,039	264	700	3,865	3,848	3,887	714	1,987
	2022F	4,499	780	544	63,093	374	803	3,858	4,351	4,341	989	2,109
PER (배)	2019	18.5	7.3	-	27.7	16.2	20.0	6.6	6.6	34.0	19.2	3.9
	2020	-	-	-	33.7	25.9	20.0	6.6	6.6	34.0	19.2	8.7
	2021F	54.7	-	8.4	28.0	26.6	23.1	9.0	10.4	11.1	21.1	12.1
	2022F	26.5	22.6	7.1	23.8	18.9	20.1	9.0	9.5	9.9	16.1	56.7
PBR (배)	2019	3.4	1.9	3.3	4.6	1.8	2.6	0.7	0.7	1.0	2.6	0.9
	2020	2.7	2.1	7.6	5.3	2.1	2.6	0.7	0.7	1.0	2.6	1.0
	2021F	6.6	4.7	4.0	5.8	2.4	3.4	0.9	0.8	1.4	2.0	1.6
	2022F	7.0	4.1	3.2	4.8	2.2	3.2	0.8	0.8	1.2	1.8	2.0
EV/EBITDA	2019	8.9	4.9	37.7	17.1	7.1	9.5	15.1	13.0	7.9	9.6	4.1
	2020	39.7	-	14.7	18.8	9.0	9.5	15.1	13.0	7.9	9.6	9.3
	2021F	12.4	-	10.2	16.6	9.5	16.0	16.1	16.9	7.8	19.9	29.3
	2022F	8.8	9.0	9.5	14.1	7.7	12.2	13.3	12.8	6.3	12.9	27.7

주: *표시한 기업의 실적은 연결 기준이며 나머지 기업들은 별도 기준, 자료: Bloomberg

Compliance Notice

Compliance Notice

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

동 자료는 기관투자가 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)

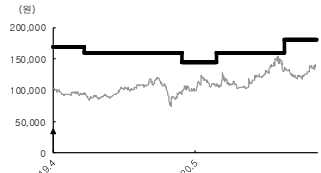
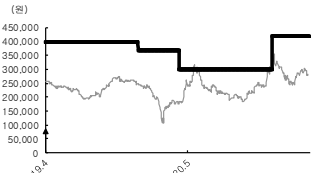
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.04.01~2021.03.31)

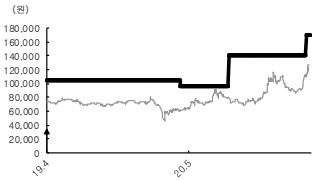
투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	95.2
중립	7	4.8
매도	0	0

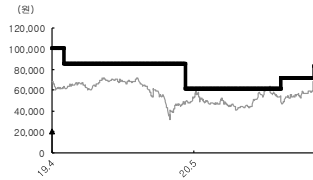
최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

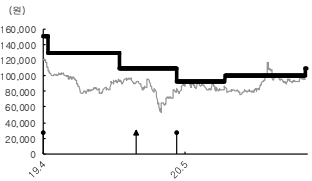
(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

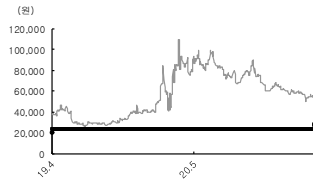
삼성물산	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.04.25	매수	170,000	-43.90	-39.12			400,000	-38.63	-29.88
	2019.07.26	매수	160,000	-38.53	-25.31					
	2020.04.23	매수	145,000	-25.58	-14.48					
	2020.07.28	매수	160,000	-24.89	-4.06					
	2021.02.02	매수	180,000	-29.00	-22.22					
	2021.04.30	매수	180,000							
	2018.12.13	매수	400,000	-38.63	-29.88		1년경과	400,000	-35.90	-34.38
	2019.12.13	1년경과	400,000							
	2020.01.13	매수	370,000	-47.53	-32.97					
	2020.05.06	매수	300,000	-22.51	11.33					
	2021.01.21	매수	420,000	-32.03	-15.48					
	2021.04.30	매수	420,000							

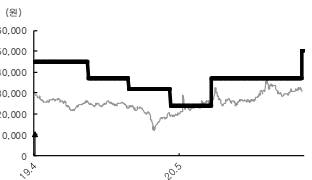
Compliance Notice

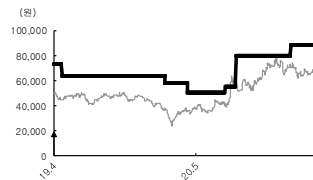
LG	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.09.28	매수	105,000	-30.79	-24.48					
	2019.09.28	1년경과	105,000	-34.61	-23.71					
	2020.05.06	매수	95,000	-21.88	-5.26					
	2020.09.18	매수	140,000	-37.56	-17.50					
	2021.04.22	매수	170,000	-28.24	-25.59					
	2021.04.30	매수	170,000							

현대중공업주	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.09.28	매수	100,000	-28.65	-15.70					
	2019.06.03	매수	86,000	-28.42	-16.05					
	2020.05.06	매수	62,000	-19.06	2.74					
	2021.01.28	매수	72,000	-22.50	-4.31					
	2021.04.30	매수	83,000							

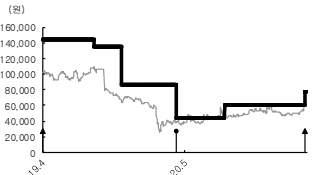
CJ	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.03.22	중립	150,000	-18.22	-14.33					
	2019.05.14	중립	130,000	-30.11	-17.69					
	2019.11.28	중립	110,000	-14.71	-11.82					
	2020.01.13	매수	110,000	-29.06	-13.09					
	2020.05.06	중립	92,000	-6.64	1.20					
	2020.09.18	중립	100,000	-10.28	16.50					
	2021.04.30	중립	110,000							

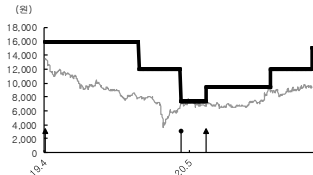
한진칼	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.03.22	중립	24,000	53.95	4.37					
	2020.03.22	1년경과	24,000	214.03	77.50					
	2021.03.22	1년경과	24,000	131.28	110.83					
	2021.04.30	중립	28,000							

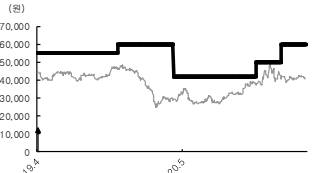
한화	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.09.28	매수	45,000	-35.83	-21.89					
	2019.09.24	매수	37,000	-33.46	-28.92					
	2020.01.13	매수	32,000	-39.05	-25.63					
	2020.05.06	매수	24,000	-4.54	20.63					
	2020.08.26	매수	37,000	-21.93	-2.30					
	2021.04.30	매수	50,000							

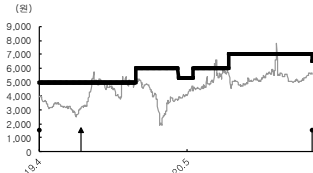
LS	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.03.22	매수	73,000	-30.85	-25.07					
	2019.05.22	매수	64,000	-28.89	-20.78					
	2020.03.05	매수	58,000	-44.49	-35.09					
	2020.05.06	매수	50,000	-23.16	-10.70					
	2020.08.19	매수	55,000	-6.95	17.64					
	2020.09.18	매수	80,000	-19.44	-1.88					
	2021.02.18	매수	88,000	-23.56	-15.34					
	2021.04.30	매수	93,000							

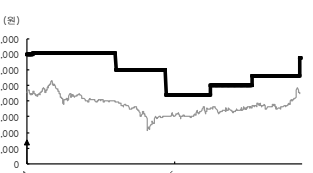
Compliance Notice

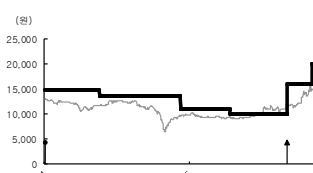
두산	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.02.18	매수	145,000	-31.91	-24.83					
	2019.09.20	매수	135,000	-37.13	-20.74					
	2019.12.06	매수	86,000	-36.59	-16.28					
	2020.05.06	매수	44,000	-3.45	30.45					
	2020.09.18	중립	60,000	-15.50	7.00					
	2021.04.30	매수	78,000							

하림지주	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.01.16	매수	16,000	-33.79	-15.94					
	2020.01.13	매수	12,000	-45.09	-32.67					
	2020.05.06	중립	7,300	-3.88	4.66					
	2020.07.15	매수	9,400	-24.98	-2.23					
	2021.01.07	매수	12,000	-25.22	-18.83					
	2021.04.30	매수	15,000							

한라홀딩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	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	-37.97	-19.42					
	2020.05.06	매수	42,000	-25.89	-6.43					
	2020.12.17	매수	50,000	-15.13	-2.20					
	2021.02.25	매수	60,000	-31.62	-29.58					
	2021.04.30	매수	60,000							

일진홀딩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	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	-35.21	-13.00					
	2020.05.06	매수	5,300	-21.94	-11.42					
	2020.06.16	매수	6,000	-14.31	9.67					
	2020.09.18	매수	7,000	-24.68	11.71					
	2021.04.30	중립	6,500							

한솔홀딩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	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	-46.09	-34.17					
	2020.05.06	매수	4,400	-27.72	-17.39					
	2020.09.03	매수	5,000	-30.61	-26.60					
	2020.12.23	매수	5,600	-31.49	-13.39					
	2021.04.30	매수	6,800							

노루홀딩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.03.22	중립	14,800	-18.50	-10.47					
	2019.09.27	중립	13,500	-18.71	-6.30					
	2020.05.06	중립	11,000	-14.05	-7.27					
	2020.09.18	중립	10,000	0.62	17.50					
	2021.02.22	매수	16,000	-19.46	-3.44					
	2021.04.30	매수	20,000							

“고객에게 신뢰받고 시장에서 존중받는 자본시장의 리더”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 목동	02) 2062-3002
서초센터	02) 3486-8888	IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030
강남센터	02) 557-4168	IBK WM센터 중계동	02) 948-0270
분당센터	031) 778-8050	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
인천센터	032) 427-1122	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
부산센터	051) 805-2900	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
대구센터 (IBK WM센터 대구)	053) 752-3535	IBK WM센터 남동공단	032) 822-6200
광주센터 (IBK WM센터 광주)	062) 382-6611	IBK WM센터 평촌	031) 476-1023
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 역삼	02) 556-4999	IBK WM센터 창원	055) 282-1650

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 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 책임소장에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.