

2021년 11월 15일



지주회사
가치 재조명

통신/지주 김장원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

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

[illegible]

■ Summary

■ 이슈

- 지주회사 현황
- 투자형 지주회사 확대 이유

■ 추가

- 추가 흐름
- 커버리지 기업 추가

■ 비 커버리지 지주

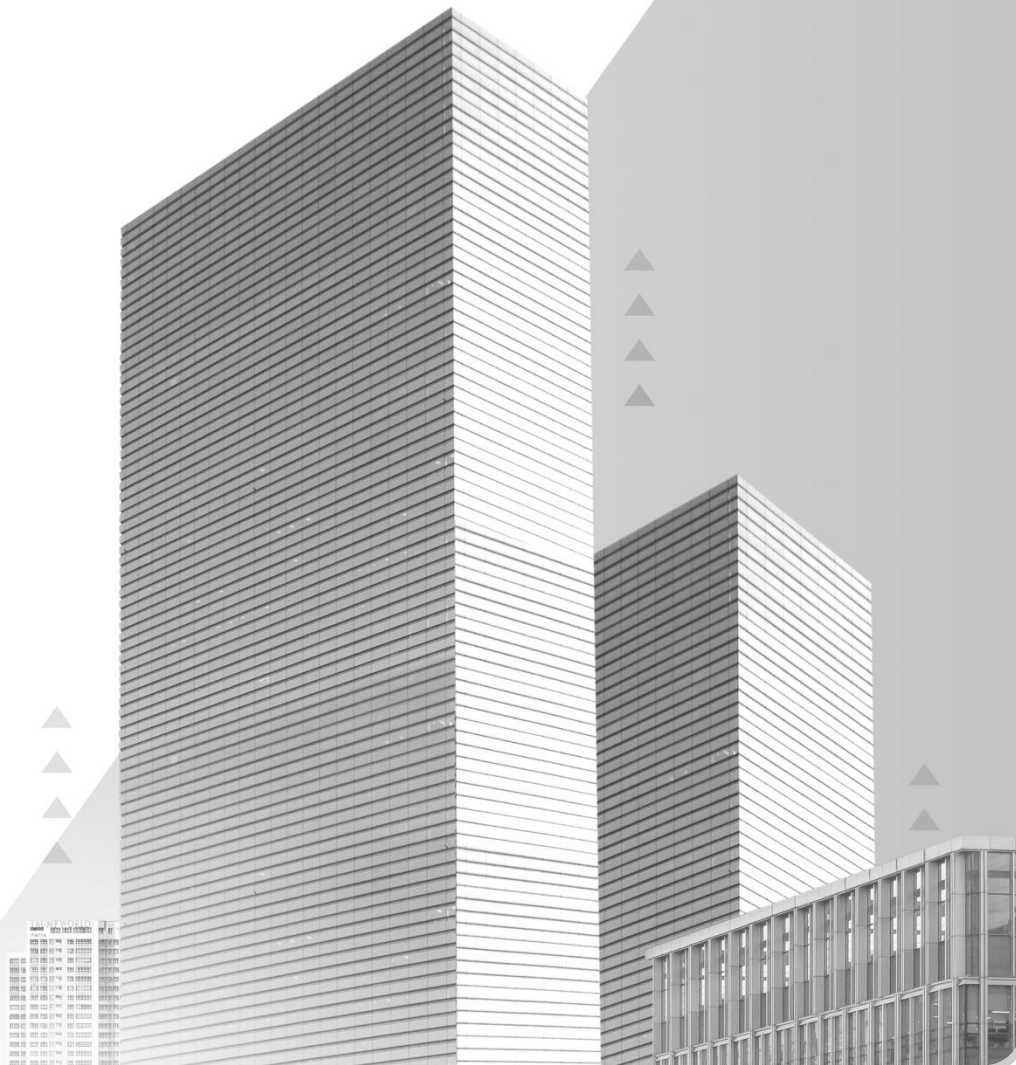
■ 투자 전략

- 키워드
- 배당 정책
- 관심종목

■ 주요 지주회사 분석

■ 부록

- 지주회사 소개
- 지주회사 실적 및 재무건전성
- 해외 주요 지주회사



Summary

■ 성장을 위해 계열 구도 변화

- 지금의 M&A, 계열사 분할은 지배력이 아닌 성장을 위해 선택
- 산업의 생태계 변화에 대응하고, 신성장동력을 확보하기 위해 기존 사업의 선택과 집중 그리고 신규 사업을 추가

■ 지주의 역할

- 각 계열사가 주도적으로 성장과 수익을 고민하고 결정하는 구조
- 다만 산업이 변화를 겪는 분산 과정에서 지주도 신 사업 참여 기회
- 초기 투자의 위험을 최소화하면서 사업 확장의 기회를 가질 수 있는 CVC 주목

■ 지주는 복합기업

- 계열사의 지분을 가진 최대주주로 계열사 가치에 연동하는 것이 가치의 핵심
- 계열사로 여러 사업을 영위하고, 자체적으로 사업 혹은 투자 업무를 지향

■ 디스카운트 고민

- 지배구조 특성상 할인율 존재 인정
- 계열사 보유 지분 가치, 주주환원 정책, 지주의 역할이 할인율의 판단 기준

■ 변화에 적극적인 지주회사 주목

- 산업의 변화에 대응이 늦어도 기업을 유지하는데 당장 큰 문제는 없으나, 주식시장에서는 다름
- 변화를 주도하면 더할 나위 없겠지만, 변화에 관심 내지 대응 의지를 보이는 것이 중요
- 산업의 변화와 규제 완화로 자체사업 혹은 투자 업무를 강화할 수 있는 기회

■ 가치 재조명

- 비중확대 제시
- 지주의 역할과 변화가 큰 SK, 변화의 가시적 성과가 예상되는 한라홀딩스, 수주 효과가 기대되는 현대중공업지주
- 변화를 예상할 충분한 근거를 가진 LG와 정책적 이슈의 중심이 되는 두산

지주회사 현황

■ 일반지주회사 154개

- 2017년 자산 요건 상향 이후 183개였던 지주회사가 154개로 감소
- 지주 신규 설립 및 전환은 비자발적(강제 전환 요건)이 아닌 자발적 요인(인적분할을 통한 기업의 선택)
- 2020년 지주회사가 전년대비 3개 감소한 것은 자산총액 5천억원 미만 중소지주사 제외 신청 및 자산총액 감소 때문. 같은 기간 대기업집단은 3개 증가

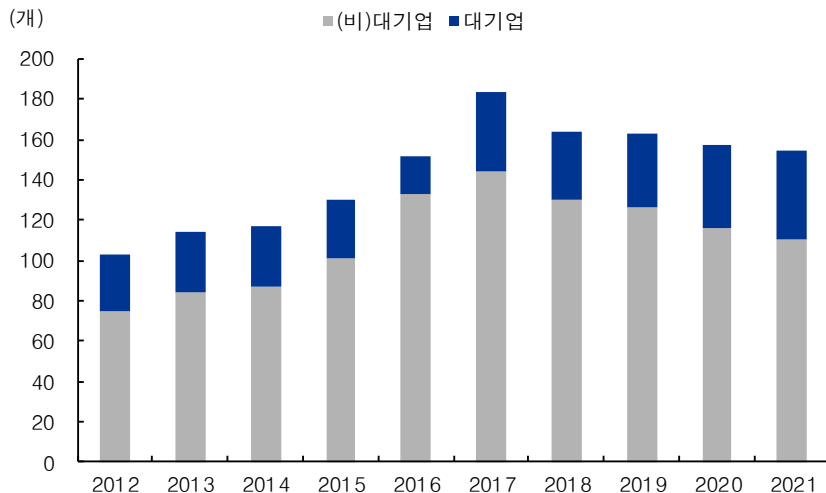
■ 자산총액 1조원 이하가 전체 지주회사의 73%

- 1조원 이하 지주회사 중 중소기업이 90%를 차지하는 한편 1조원 이상은 대기업이 80%를 차지
- 자산총액 최고 규모에 대한 유예기간(5천억원 이상)이 만료되는 2027년 6월 30일이 되면 지주회사가 절반 가까이 감소할 전망

■ 지주회사의 투자 확대

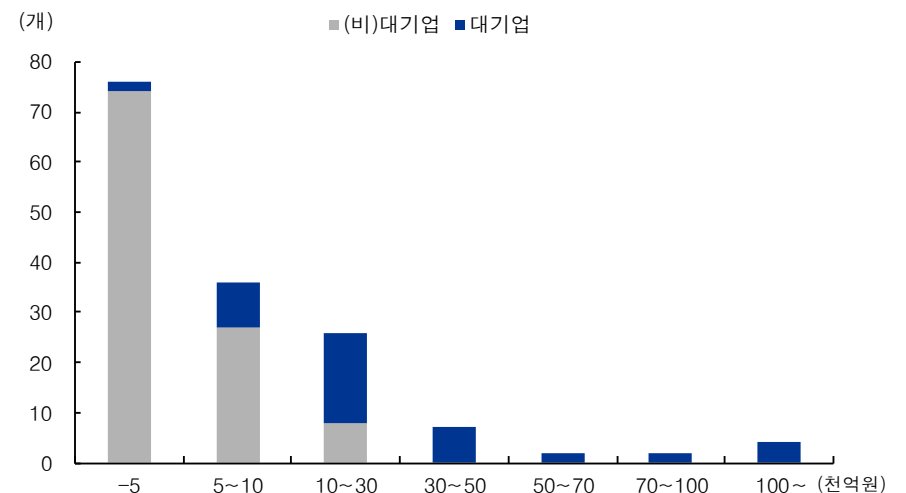
- 지주회사의 자(손)회사 지분율 요건 상향(2021년 12월 30일 시행 예정)으로 지주회사 신규 설립 및 전환 부담
- 일반지주회사 보유 현금이 55.3조원으로 추정. 2021년 12월 30일부터 보유할 수 있는 CVC(기업주도형 벤처 캐피탈)를 통해 유보자금 활용
- 순수지주가 대부분인 국내 지주회사에 역할을 기대할 수 있는 계기

지주회사 수



주: 일반지주회사기준 자료: 공정거래위원회

자산 규모대별 지주회사 분포



투자형 지주회사 확대 이유

■ 2022년부터 일반지주회사도 CVC 보유 가능

- 2021년 행정예고를 거쳐 2022년부터 일반지주회사도 CVC를 자회사로 둘 수 있음
- 경제 활성화를 위해 벤처투자 촉진 필요성 증대. 다만 금산분리 원칙 완화에 따른 부작용 우려 해소를 위해 사전적·사후적 통제장치 마련

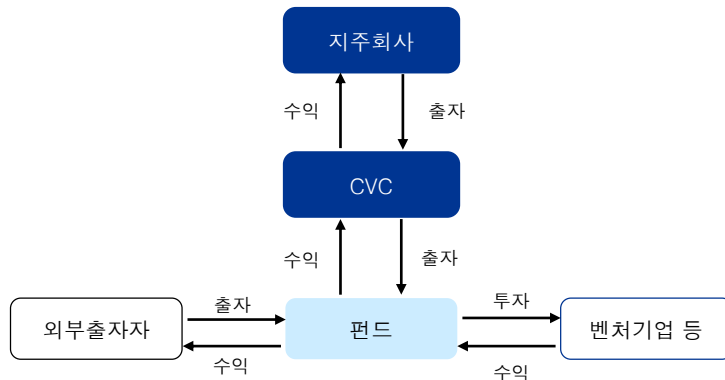
■ 벤처지주회사 설립 요건 완화

- 대·중견기업의 벤처 투자 및 인수를 활성화할 수 있도록 CVC 허용과 함께 벤처지주회사 설립 기준 및 행위 제한 규제 완화
- 자산총액 요건을 5천억원 이상에서 300억원 이상. 벤처지주회사에 대한 지주 비율을 50% 이상에서 30%에서도 설립 가능(단 사전신청 필요. 2년 내 50% 이상 충족) 비계열사 주식 취득 제한을 폐지(자유로운 벤처투자 보장). 일반지주회사가 벤처지주회사를 보유할 경우 벤처지주회사가 보유해야 하는 자회사 의무 보유 지분을 상장 및 비상장 구분없이 20%로 낮추고, 손자회사로 보유할 경우에는 50%로 낮춤. 투자 대상은 벤처기업 외에 R&D 비중 5% 이상인 중소기업도 포함

■ 투자가 많아질 이유

- 지주회사의 보유 현금을 활용하는 투자 활동 증가, 투자의 범위는 지분 투자로 시작해 관련 사업으로 사업을 확장할 수 있는 시너지 가능
- 투자 자금의 낙수효과는 신수종산업의 발전으로 이어질 수 있으며, 지주회사는 투자 가치 제고 및 신 성장동력을 확보할 기회 포착

CVC 개념도



자료: 공정거래위원회

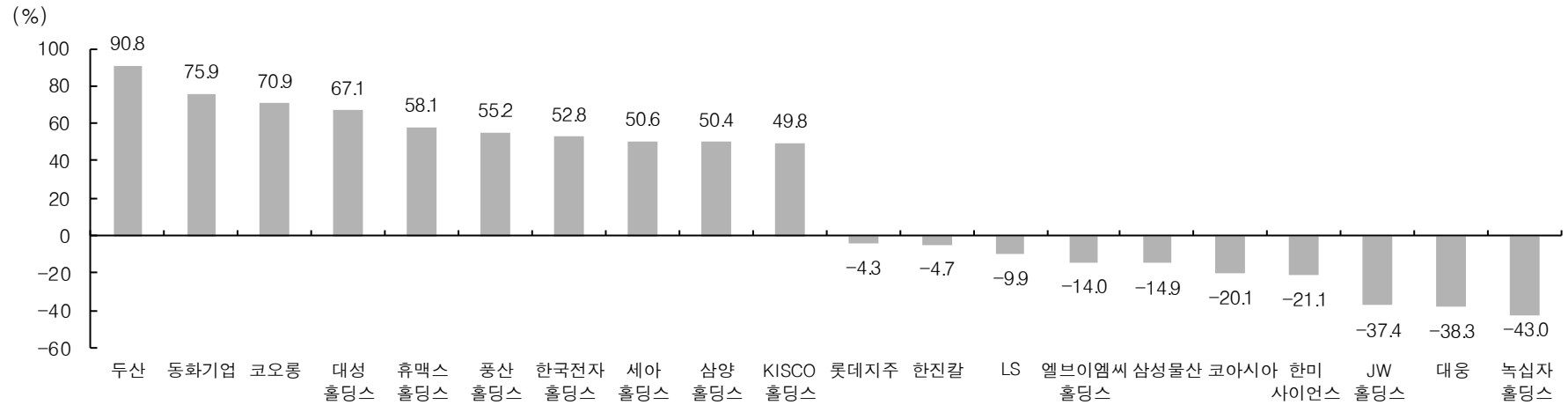
CVC 운용 방법

항목	주요 내용
설립 및 운용	- CVC는 지주회사가 지분 100% 보유한 자회사로 설립 - 차입규모는 자기자본의 200% 이내로 제한 - 투자 행위만 허용. 타 금융업 금지
자금조달 및 투자	- 투자조합별로 40% 이내에서 외부자금 출자 허용 - CVC 총자산의 20% 범위 내에서 해외투자 허용 (총자산에는 투자조합의 출자금 포함) - 소속 기업집단 총수일이 지분 보유 기업 투자 금지 등
모니터링	- CVC 출자자 현황, 투자내역 등 공정위에 보고
기타	- 투자 중소벤처기업의 대기업집단 편입 유예기간 확대 (7년에서 10년으로 확대)

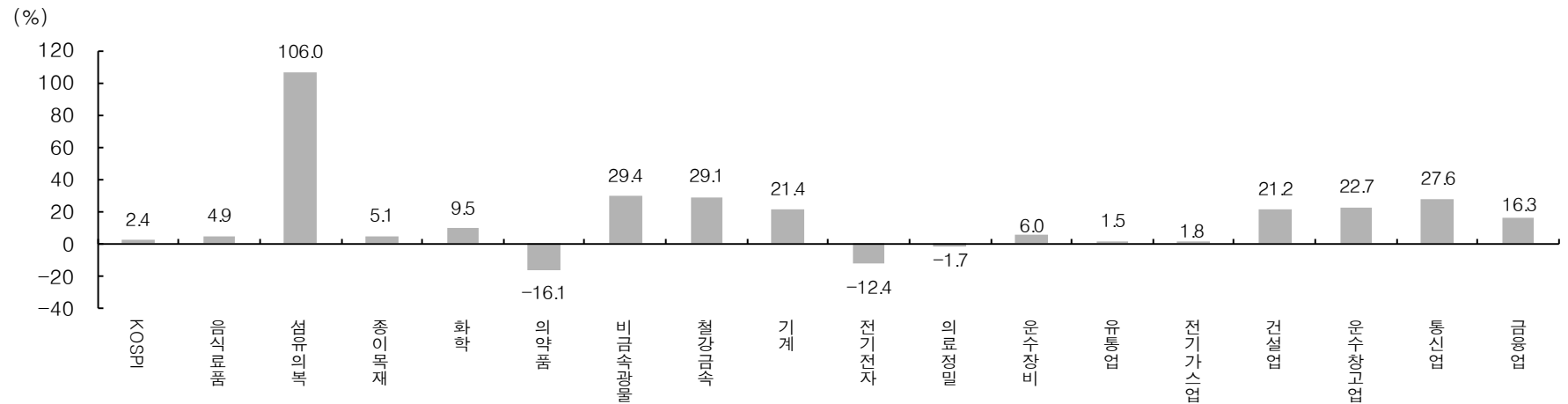
자료: 공정거래위원회

주가 흐름

지주회사 주가 등락 상위 10종목 & 하위 10종목



업종지수 등락



주: 2021년 11월 8일 주가 기준. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

커버리지 기업 주가

■ 2019 / 신성장

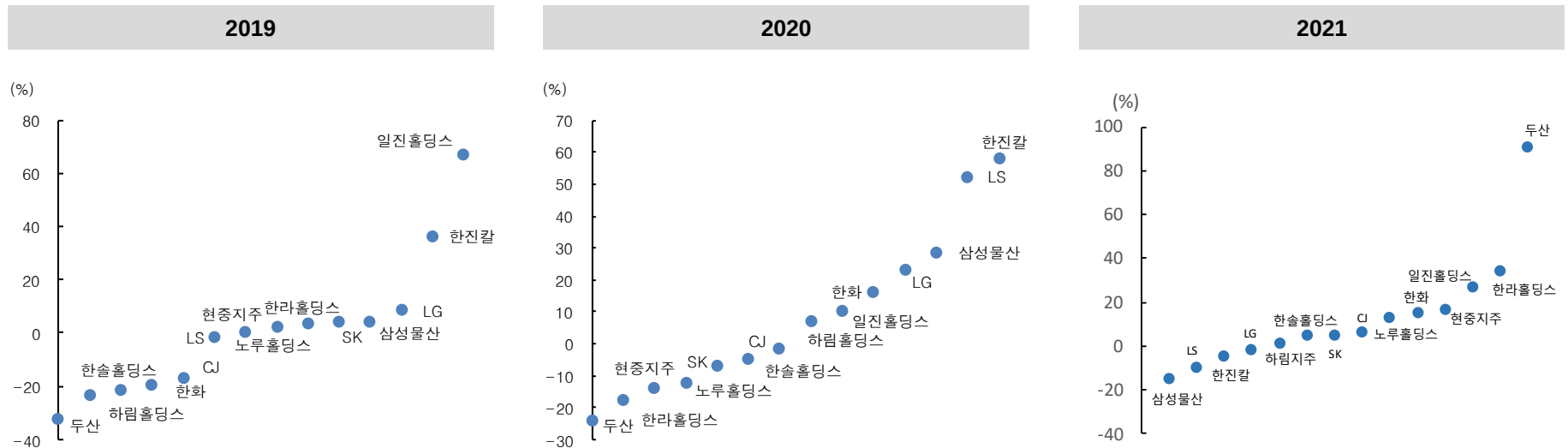
- 전기전자, 의료정밀, 섬유 의복, 운수장비 업종 강세
- 신성장산업이 주목받으면서 경기방어주 성격이 강한 업종은 약세
- 수소차 연료탱크를 생산하는 손자회사 덕분에 일진홀딩스 주가 강세

■ 2020 / 코로나19

- 전대미문의 바이러스 창궐. 그럼에도 주식시장은 의약품, 전기전자, 화학, 비금속, 기계 등 대부분의 업종 강세
- 지분 확보 경쟁으로 한진칼 강세가 2년째 지속. 그러나 항공산업은 코로나의 글로벌 확산으로 치명타

■ 2021 / 턴어라운드

- 코로나 영향 지속으로 피로감이 누적되는 가운데 저평가 관심
- 성공적인 구조조정과 주력 사업의 회복 기대로 두산 강세



주: 2019, 2020은 연간, 2021은 11월 8일까지 기준. 연초대비 기준일까지 주가 변동률을 순서대로 나열. 주요 지주회사는 당사 커버리지 기업. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

■ 음식료, 유통, 화학 비중이 큰 지주

■ 비상장기업 가치 부각

- 코리아세븐의 주식 상장 가능성

■ 미완의 지주

- 호텔롯데가 롯데지주를 비롯해 계열사 지분 보유
- 상장을 검토한 적 있는 호텔롯데

■ 기업가치 제고 노력

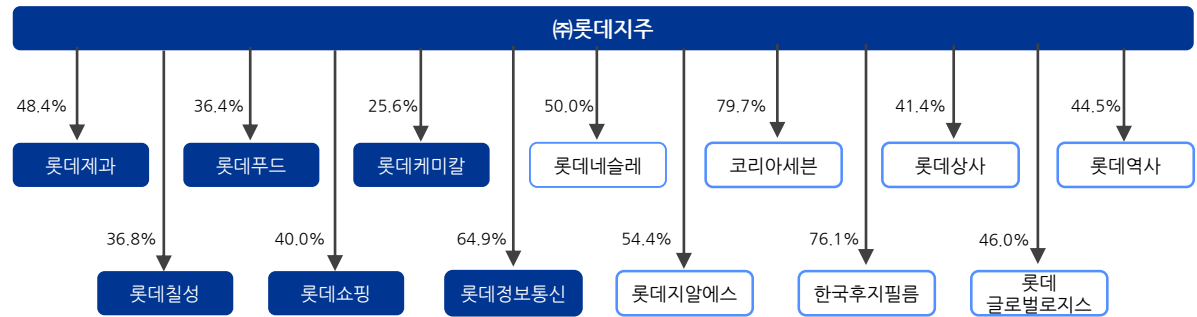
- 코리아세븐의 주식 상장 필요
- 롯데칠성 소유의 서초동 부지 개발

■ 2021년 상반기 실적

- 연결 매출 48,505억원(YoY +18.7)
- 연결 영업이익 1,245억원(YoY +119.2%)
- 연결 순이익 2,303억원(YoY 흑전)

■ 주주환원 중시

- 실적이 부진한 지난해에도 배당 수준 유지
- 안정적 배당정책. 배당기대수익률 3%



롯데제과	스위트위드(100%), 해외법인(중국, 싱가포르, 인도, 러시아 등. 45~100%) 등
롯데칠성	롯데아시아주류(50.0%), 엠제이에이와인(100%), 산청음료(100%) 등
롯데푸드	푸드위드(100%) 등
롯데쇼핑	에프알엘코리아(49.0%), 우리홈쇼핑(53.5%), 롯데김해개발(100%), 롯데수원역소핑타운(100%), 롯데지에프알(99.9%), 롯데송도쇼핑타운(100%), 한국에스티엘(50.0%), 씨에스유통(99.9%), 롯데하이마트(65.2%), 롯데컬처웍스(86.4%) 등
롯데케미칼	케이피캠텍(100%), 롯데엠시시(50.0%), 삼박엘에프티(99.5%), 롯데정밀화학(31.1%), 롯데미쓰이화학(50.0%), 한덕화학(50.0%), 롯데지에스화학(51.0%), 롯데건설(43.8%), 데크항공(100%), 씨텍(50.0%) 등
롯데글로벌로지스	롯데부산신항로지스(51.0%), 이지고(40.0%), 서울북합물류프로젝트금융투자(37.5%), 서울북합물류자산관리(37.5%) 등
호텔롯데	롯데지주(11.0%), 롯데면세점제주(100%), 롯데물산(32.8%), 스마일위드(100%), 롯데디에프리트엘(97.8%), 롯데지알에스(18.8%), 롯데칠성음료(5.2%), 롯데쇼핑(8.9%), 롯데알미늄(38.2%), 롯데건설(43.1%), 롯데상사(34.6%), 롯데글로벌로지스(10.9%), 롯데렌탈(47.1%), 대흥기획(20.0%), 롯데캐피탈(32.6%), 롯데벤처스(40.0%) 등
롯데물산	롯데케미칼(20.0%), 롯데자산개발(32.3%) 등
롯데알미늄	롯데제과(10.0%), 롯데칠성음료(7.6%), 한국후지필름(2.6%), 롯데건설(9.9%), 롯데상사(6.2%) 등

주: 박스 처리한 기업은 지주 집단 외 기업. 자료: 사업보고서, IBK투자증권

■ 산업재 중심

■ 2021년 수익 크게 개선(상반기 기준)

- 연결 매출 16,098억원(YoY +38.9%)
- 연결 영업이익 3,182억원(YoY +1,790.7%)
- 연결 순이익 2,791억원(YoY +725.7%)

■ 상장 자회사 5개가 실적과 성장 주도

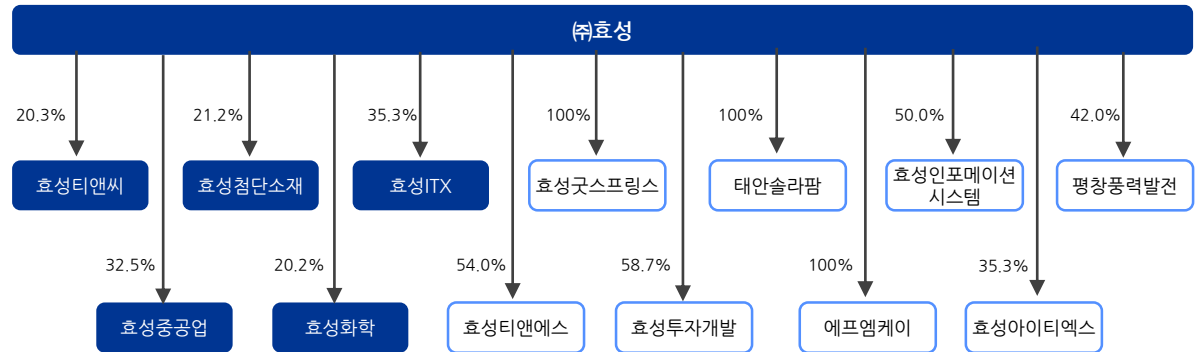
- 코로나 환경에서도 수익 크게 개선되었으며, 주가도 실적 개선에 연동하는 모습

■ 주력 자회사 비중이 큰 지주

- 상장 계열사에 비해 취약한 비상장 계열사
- 따라서 상장 계열사의 실적과 주가에 관심 집중

■ 주주환원 확대 가능성

- 실적 개선에 근거해 예측 가능
- 금년 배당을 기준할 때 배당기대수익률 4% 후반



효성티앤씨	세빛섬(62.3%), 해외 현지법인(중국, 홍콩, 일본, 대만, 싱가포르, 인도, 베트남, 이탈리아, 터키, 남미 43~100%) 등
효성중공업	진흥기업(48.2%), 효성하이드로젠(51.0%), 해외 현지법인(미국, 인도, 중국, 남아공, 베트남 50~100%) 등
효성첨단소재	해외 현지 생산 및 판매법인(71~100%) 등
효성화학	베트남 생산법인(100%), 신화인터텍(20.0%) 등
효성ITX	행복두드리미(100%), 큐브렉스(26.1%), 에스디시코리아(29.9%) 등
효성티앤에스	엔에이치테크(100%), 엔에이치씨엠에스(100%), 효성에프엠에스(100%), 에이티엠플러스(53.1%) 등

자료: 사업보고서, IBK투자증권

유화, 생활용품, 항공 중심

경쟁력 제고를 위해 계열사 합병

- 애경유화가 애경화학과 에이케이캠텍 흡수합병
- 3사 모두 석유화학제품을 생산하는 업체로 생산 및 판매 시너지를 위해 결정

코로나 완화시 대표적 수혜산업

- 경쟁력을 갖춘 국내 LCC

합병 시너지와 영업 환경 변화로 주목

금속사업과 2차전지 관련 부품 생산

구리 가격에 민감한 사업구조

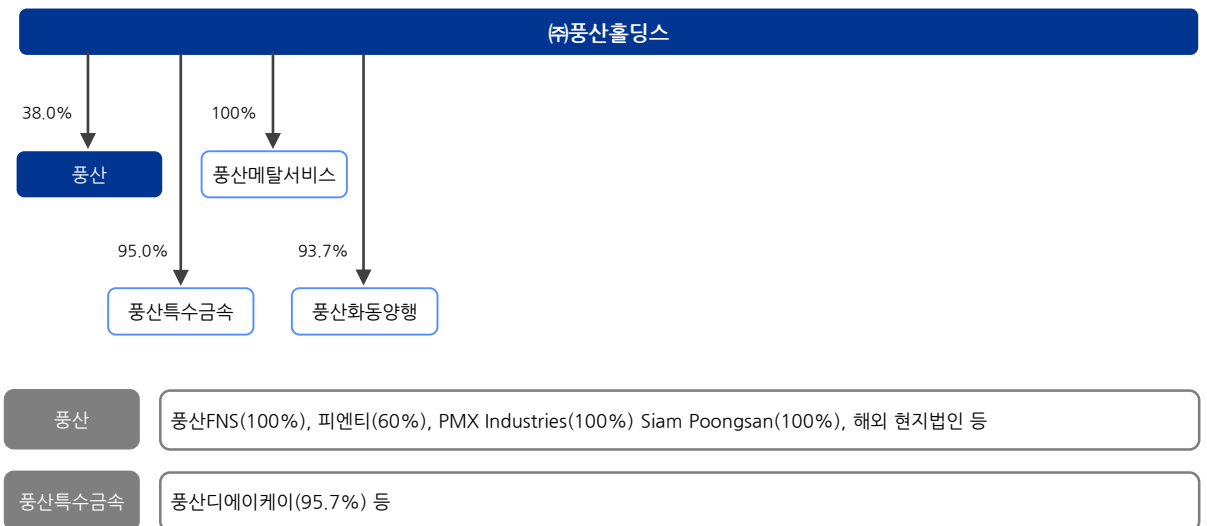
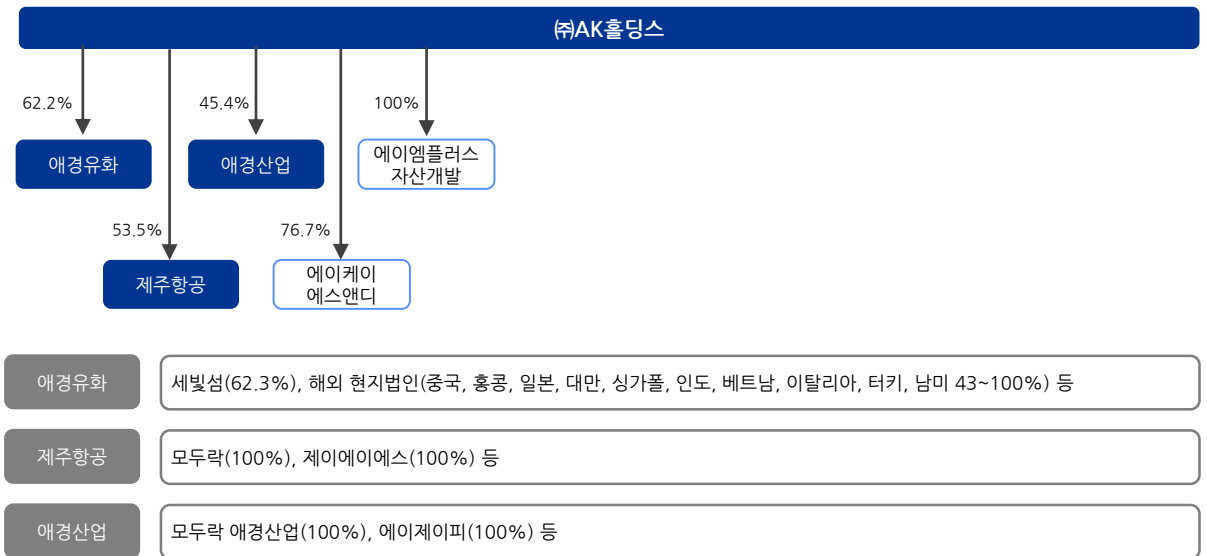
- 구리 가격 상승 효과로 2021년 상반기 영업이익이 전년동기대비 772.5% 증가

풍산특수금속의 계열사 주목

- 손자회사 풍산디에이케이(구 디에이케이코리아)는 2차전지 리드탭 소재를 생산

주주환원 확대 가능성

- 실적 개선을 감안해 주주환원 확대 예상
- 금년 배당 기준 배당수익률 4% 초반



■ 산업재 중심

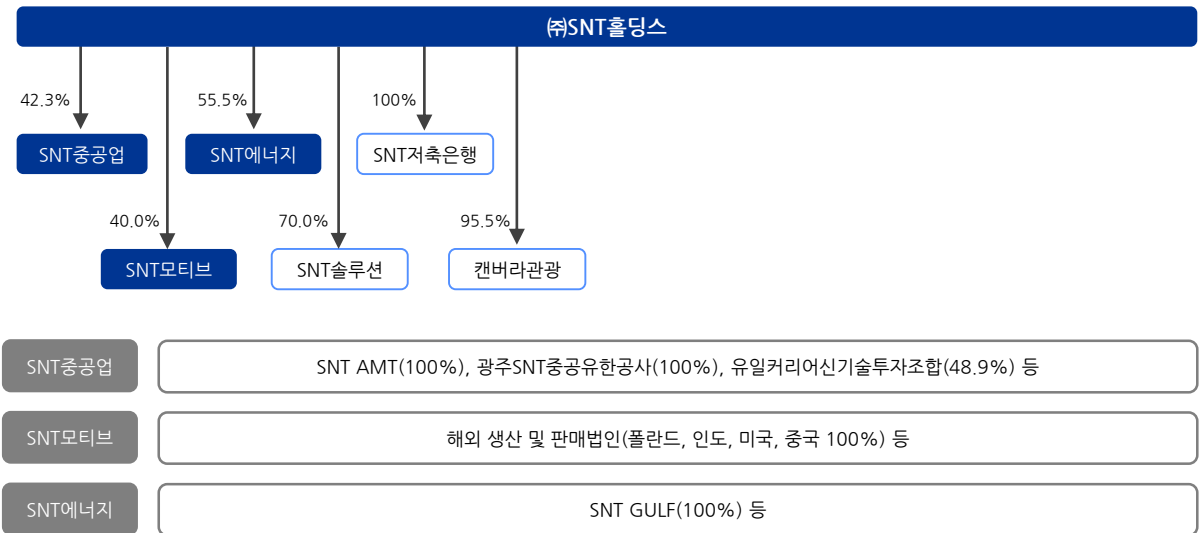
- 차량부품, 산업설비(열교환기, 보일러 등)등 생산
- 지주 연결 실적에 차량부품이 절대적 비중

■ 실적 개선

- 상반기 기준 연결 매출과 영업이익은 전년반기대비 각각 +9.3%, +26.0%
- 안정적인 사업아이템을 배경으로 실적 흐름 안정적

■ 주주환원 주목

- 금년 배당 유지 예상. 배당기대수익률 3% 후반



키워드

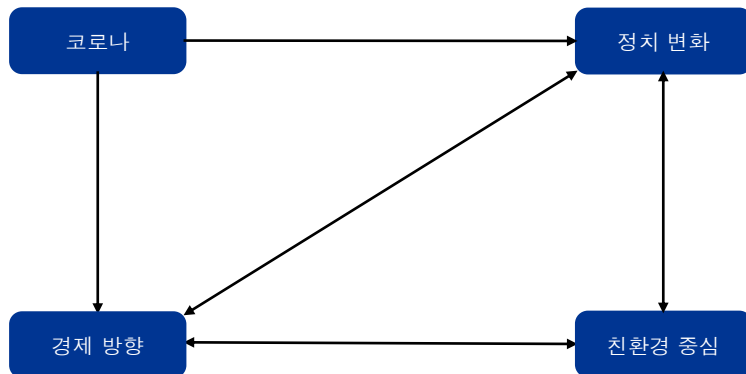
■ 큰 이벤트가 있는 2022년

- 2년에 걸쳐 국내외 많은 영향을 주었던 코로나가 위드코로나로 전환 그리고 위드코로나의 정착 여부
- 대선 결과는 정책적 변화를 가져올 이슈. 큰 틀에서 경제 회복이라는 주제는 같으나, 실행 과정에서 차이 발생
- 코로나 상황 개선 여부와 정치적 변화가 경제의 방향성을 좌우. 다만 불확실성이 가시화될 때 이슈의 효력이 떨어진다는 점
- 모든 기업이 친환경 정책을 경영 전략에 반영. 친환경 요소가 강한 아이템이 각 산업에서 투자 지침으로 중요한 역할

■ 선택 받을 지주회사의 조건

- 사업형이든 순수지주회사이든 지주는 계열사의 가치에 크게 영향받는 복합기업
- 투자 대상을 선택하는 지주회사의 조건은 크게 4가지로 변화 의지(욕구), 자금력, 지배구조, 턴어라운드
- 성장과 기업 가치를 적극적으로 제시하는 노력. 투자형 지주를 지향하는 지주회사가 늘어날 전망
- 지주의 보유 현금만 주주환원뿐만 아니라 투자형 지주회사로 전환하는 밑거름. 또한 지속적인 현금 유입과 확대 여부도 중요
- 지주 체제에서 계열사의 사업 분할은 신성장동력을 강화하기 위한 경우가 대부분. 계열사 중 비상장은 지주에 미치는 영향력이 큰 투자 포인트
- 가장 큰 투자 수익을 안겨주는 또 하나의 조건은 턴어라운드. 산업과 기업의 업&다운 사이클을 통해 투자의 기회 포착

투자 환경



선택 조건

항목	주요 내용
변화 의지(욕구)	- 지주 가치를 높이기 위한 자체적 노력 - 지주의 저평가를 해소하기 위한 전략 - 투자 환경에 적극적이면서 유연함을 가진 경영
자금력	- 변화의 의지를 뒷받침해 줄 모멘텀은 자금력 - 신 성장동력 및 주주환원 확대를 위한 기본 전제조건
지배구조	- 성장동력을 강화하기 위한 분할 이슈 지속 - 비상장 자회사의 실적은 지주 자금력 및 지분 가치에 도움 - 비상장 자회사의 주식 상장
턴어라운드	- 복합기업의 지배 및 사업구조상 주력 자회사와 업종 변화 초점 - 사업 환경 변화에 근거한 변화 주목

배당 정책

■ 배당을 유지하려는 관성

- 지주의 수익원은 사업지주를 제외할 경우 상표사용권 수익과 계열사로부터 수취한 배당으로 재원 마련하여 비교적 안정적
- 지주의 지배구조 특성을 고려하여 배당은 최소한 전년도 지급액을 유지하려는 의지가 강함. 일회성 이익도 일시에 모두 반영하기보다 안분
- 따라서 배당은 꾸준히 안정적으로 지급

■ 배당의 중요성

- 사업지주는 자체사업을 통해 배당재원을 확보함으로써 수익 증가가 곧 주가로 연결될 수 있으나, 순수지주의 경우 그렇지 않아 주가가 주주환원에 민감
- ESG 활동을 강화하면서 배당을 사외이사로 구성된 이사회에 일임하는 경우가 많아 주주환원은 주주친화적일 것으로 예상

(원, %)	배당성향			주당배당금								배당수익률		
	2018	2019	2020	2018		2019		2020		2021F		2019	2020	2021F
				반(분)기	기말	반(분)기	기말	반(분)기	기말	반(분)기	기말			
SK	19.4	18.9	21.6	1,000	4,000	1,000	4,000	1,000	6,000	1,500	6,000	1.9	2.9	3.2
LG	63.6	66.6	33.0		2,000		2,200		2,500		2,800	2.8	2.9	3.1
CJ	113.6	98.2	128.7		1,450		1,850		2,000		2,000	1.2	2.2	2.1
두산	64.9	15.8	11.1	(1,300)	(1,300)	(1,300)	(1,300)		2,000		2,000	4.7	3.8	1.5
LS	19.2	78.0	32.9		1,250		1,450		1,450		1,450	2.5	2.1	2.5
한진칼	47.3	47.5	-		300		255		0		0	1.0	-	-
한라홀딩스	250.9	60.9	38.6		2,000		2,000		2,000		2,000	4.6	5.3	4.2
일진홀딩스	10.4	74.0	81.0		70		100		100		100	2.3	1.8	1.6
노루홀딩스	92.5	118.9	150.6		450		400		450		450	3.7	3.6	3.5
한솔홀딩스	-	-	13.9		-		-		120		120	-	3.2	3.3
삼성물산	27.9	61.0	64.0		2,000		2,000		2,300		4,400	1.9	1.7	3.9
한화	21.8	65.4	50.8		700		700		700		700	2.2	2.5	2.2
하림지주	93.0	255.2	-9.6		100		50		50		50	0.9	0.6	0.5
현대중공업지주	207.1	45.8	302.7		3,700		3,700		3,700	1,850	1,850	5.3	6.5	6.2
롯데지주	-	37.3	-23.3		800		1,100		1,000		1,000	1.5	2.8	3.0
효성	543.8	232.0	-168.6		5,000		5,000		5,000		5,000	10.0	6.5	5.1
HDC	104.4	11.8	71.8		150		200		250		250	0.9	1.8	2.5

주: 배당금은 보통주, 배당성향은 별도당기순이익 기준(단, 삼성물산은 계열사에서 수령한 배당금 기준), 배당수익률은 연간 배당금 기준. 두산은 2018, 2019년 분기 배당 지급. 2021년 기말은 IBK투자증권 예상
 자료: 사업보고서, IBK투자증권

관심종목

■ 재조명될 가치

- 지주회사는 지주가 기업 가치를 제고시키기 위한 노력과 계열사의 가치가 반영되는 투자 요소가 매우 복합적
- 계열사 가치 중심의 저평가되어 있는 지주 가치를 개선시키는 방법은 지주가 자체 경쟁력을 키워 가는 것

■ 저평가 영역에서 상승 모멘텀 무게를 둔 투자 전략

- SK는 변화의 의지와 함께 사업형지주이면서 투자에 매우 적극적인 기업. 사업적 시너지와 기업 가치 제고를 위해 M&A, 계열사 합병 등 변화 지속
- 선박 수주 증가의 효과와 주력 계열사 주식 상장 가능성을 가진 현대중공업지주와 신규 투자의 성과가 가시화될 한라홀딩스 주목
- 주력 계열사의 성장 동력 강화와 1조원 후반대의 현금으로 변화 근거가 충분한 LG와 정책적 이슈로 주목을 받게 될 두산을 적극적 관심 대상으로 분류

(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	180,000
배당금	2,300	7,000	2,500	3,700	2,000	700	2,000
배당투자 기대수익률	2.1	3.0	2.8	6.2	2.1	2.2	1.5
할인율	60.5	57.6	62.7	48.9	44.9	57.9	63.8
PER	2020	25.2	90.1	10.5	-7.4	37.9	13.0
	2021F	12.5	11.1	4.9	29.0	10.8	3.7
	2022F	14.0	10.5	5.8	9.7	8.3	3.4
PBR	2020	0.9	1.0	0.8	0.6	0.7	0.6
	2021F	0.7	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
	2022F	0.6	0.8	0.6	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	32,000	75,000	6,800	6,500	18,000	14,000
배당금	1,450	0	2,000	120	100	450	50
배당투자 기대수익률	2.5	-	4.2	3.3	1.6	3.5	0.5
할인율	45.3	-9.8	53.8	59.5	42.1	52.2	63.4
PER	2020	18.1	-14.1	8.9	2.3	27.1	10.5
	2021F	7.2	-20.5	4.1	5.3	11.8	45.9
	2022F	6.7	-43.5	3.8	4.7	11.7	21.9
PBR	2020	0.7	2.8	0.4	0.3	0.9	0.4
	2021F	0.5	2.8	0.5	0.3	0.9	0.5
	2022F	0.5	3.0	0.4	0.3	0.9	0.5

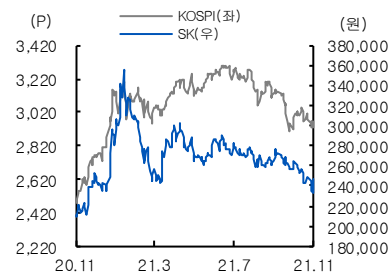
주: 할인율에서 -는 할증거래를 의미. 배당금은 2021년 지급 기준. 배당투자기대수익률은 11/11 종가 기준 자료: 사업보고서, IBK투자증권

SK (034730/매수/목표주가 420,000원)

지주 역할의 모범 사례

매수 (유지)	
목표주가	420,000원
현재가 (11/12)	247,000원
KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	17,501십억원
발행주식수	76,889천주
액면가	200원
52주 최고가	355,000원
최저가	209,000원
60일 평균거래대금	54십억원
외국인 지분율	19.2%
배당수익률 (2021F)	2.9%
주주구성	
최태원 외 33 인	28.51%
국민연금공단	8.46%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-3%	-3%
절대기준	-4%	-9%	17%



■ 현안

- 반도체소재 계열사 합병과 SK텔레콤의 분할 효과 정착
- 기업가치 대비 낮은 밸류에이션 개선

■ 전망

- 지주와 SK스퀘어(SK텔레콤에서 분할된 신설기업)를 중심으로 반도체 사업 강화
- 비상장 계열사 SKE&S 실적 개선 및 지분 가치 주목
- 지주회사의 직간접 투자 활동 확대

■ 투자포인트

- 정유/화학, 통신, 에너지, 반도체, 에코플랜트가 그룹의 중심 사업으로 정유/화학은 2차전지를 성장동력으로, 통신은 구독경제와 메타 버스를, 반도체는 중간지주(스퀘어)와 지주가 투자를 확대하고, ESG에 가장 적극적인 기업답게 건설을 에코플랜트 중심으로 전환. 사업구조를 시너지 중심으로 바꾸면서 지배구조에도 변화
- 변화의 1차적 효과는 해당 계열사이지만, 결국 모든 가치는 지주에 집중
- 계열사 분할에도 지주의 배당은 변함없이 꾸준히 증가할 것으로 예상
- ESG는 국내외 평가 기관에서 A+, AA 등급. ESG를 모든 의사결정에 최우선 함으로써 꾸준히 좋은 평가 예상

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	97,812	81,820	93,732	101,760	107,448
영업이익	3,736	-164	4,591	5,119	5,491
세전이익	2,836	-28	6,367	6,555	6,904
지배주주순이익	717	189	1,505	1,704	1,885
EPS(원)	10,108	2,670	21,071	22,165	24,333
증가율(%)	-68.2	-73.6	689.2	5.2	9.8
영업이익률(%)	3.8	-0.2	4.9	5.0	5.1
순이익률(%)	1.6	-0.1	4.6	4.2	4.2
ROE(%)	4.3	1.1	7.9	8.0	8.3
PER	25.9	90.1	11.1	10.5	9.6
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.9	11.5	7.6	7.4	7.3

SK (034730/매수/목표주가 420,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	13,670	-10.7	-29.6	19,430
영업이익	5,107	-9.1	-53.4	10,960
순이익	11,792	73.5	13.8	10,363

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	456,555	16.1	7.4	425,032
영업이익	27,622	387.6	흑전	-7,310
순이익	21,318	251.6	흑전	-7,148

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
SK이노베이션	33	203,594	10.9	10,090	흑전	-1,649	적지
SK텔레콤	27	95,987	6.0	7,854	18.7	13,677	85.1
SK하이닉스	20	188,159	19.0	40,190	46.3	29,811	55.8
SK네트웍스	39	52,956	-0.2	535	-24.8	1,050	2.3
SKC	41	15,717	19.7	2,194	173.8	1,383	47.2

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

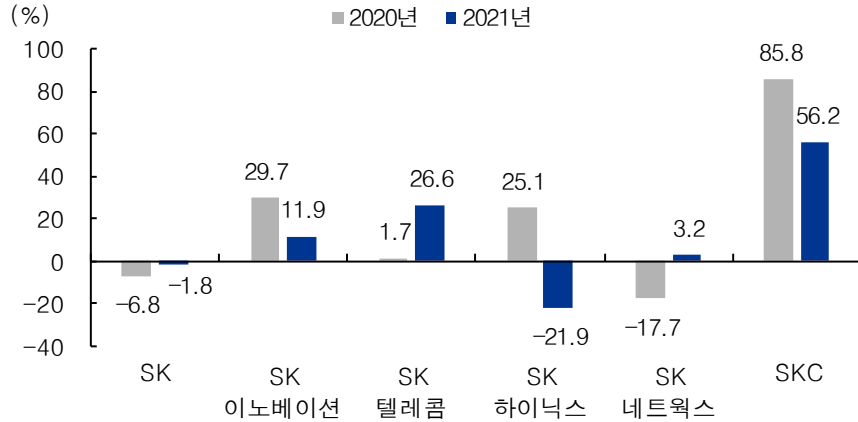
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
SKE&S	90	36,115	14.4	3,124	30.0	2,439	-78.9
SK에코플랜트*	45	34,433	-10.3	1,399	-31.2	2340	199.3
SK실트론	51	8,619	3.4	1,197	-14.7	1,021	56.4

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적. * 표시된 해당 기업은 별도 기준.
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

SK (034730/매수/목표주가 420,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

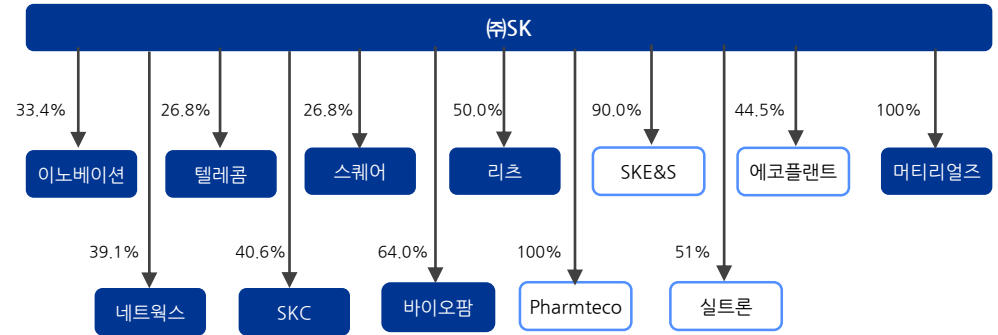


Valuation

항목	가치측정	내용
투자자산가치	442,781	상장과 비상장기업가치에 투자금액 포함
상장기업	240,735	SK이노베이션, SK텔레콤, SK바이오팜 등 주요 계열사 가치(시가총액)
비상장기업	122,426	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 30x 적용(장부가액 8,752억원)
SK실트론	12,295	2021년 EPS에 PER 12x 적용
브랜드 사용료	2,750	2020년 기준
영업가치	20,400	자체사업(IT서비스)의 EBITDA에 multiple 10x
순차입금	67,825	2021년 2분기 별도 재무제표 기준
적정주가	417,559	상장과 비상장계열사 가치 할인율 30% 적용. 투자금액은 50% 할증

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



이노베이션

SK에너지(100%), SK모바일에너지(100%), SK지오센트릭(100%), SK루브리컨츠(100%), SK인천석유화학(100%), SKIET(61.2%), SK온(100%), SKE&P(100%) 등

네트워크

SK네트워크서비스(86.5%), SK렌터카(72.9%), SK민트(76.0%), SK매직(100%) 등

텔레콤

SK브로드밴드(74.3%), SK스토아(100%), SK텔링크(100%), SK커뮤니케이션즈(100%) 등

스퀘어

SK하이닉스(20.1%), SK실트론(62.6%), 11번가(80.3%), 원스토어(48.4%), 티맵모빌리티(66.3%), 콘텐츠웨이브(36.4%), 드림어스컴퍼니(47.5%), SK플래닛(98.7%) 등

SK E&S

파주에너지(51%), 나래에너지(100%), 여주에너지(100%), 코원에너지(100%), 충청에너지(100%), 전북에너지(100%), 도시가스(부산, 전남, 강원 67.3~100%), 보령LNG터미널(50%) 등

SKC

SKC솔믹스(100%), SKC하이테크앤마케팅(100%), SKCFT홀딩스(100%), SK피아씨글로벌(100%), SK텔레시스(100%) 등

Pharmteco

SK바이오텍(100%), SK Biotek 아일랜드(100%), SK Biotek 미국(100%) 등

머티리얼즈

SK머티리얼즈에어플러스(100%), SK트리켄(65%), SK쇼와덴코(51%), SK머티리얼즈 리뉴텍(80%), SK머티리얼즈 퍼포먼스(100%), SK머티리얼즈 제이앤씨(51%) 등

SK (034730/매수/목표주가 420,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	97,812	81,820	93,732	101,760	107,448
증가율(%)	-2.3	-16.3	14.6	8.6	5.6
매출원가	89,026	76,477	83,445	90,516	95,575
매출총이익	8,786	5,343	10,287	11,245	11,873
매출총이익률 (%)	9.0	6.5	11.0	11.1	11.0
판매비	5,050	5,507	5,696	6,126	6,382
판매비율(%)	5.2	6.7	6.1	6.0	5.9
영업이익	3,736	-164	4,591	5,119	5,491
증가율(%)	-20.2	-104.4	-2,891.1	11.5	7.3
영업이익률(%)	3.8	-0.2	4.9	5.0	5.1
순금융손익	-1,388	-876	-1,704	-1,841	-1,829
이자손익	-1,119	-1,210	-1,258	-1,304	-1,295
기타	-269	334	-446	-537	-534
기타영업외손익	-109	213	1,159	593	561
종속/관계기업손익	597	800	2,321	2,684	2,681
세전이익	2,836	-28	6,367	6,555	6,904
법인세	1,006	260	2,251	2,294	2,416
법인세율	36	-929	35	35	35
계속사업이익	1,829	-288	4,116	4,261	4,487
중단사업손익	-223	180	211	0	0
당기순이익	1,606	-108	4,327	4,261	4,487
증가율(%)	-73.9	-106.8	-4,090.4	-1.5	5.3
당기순이익률 (%)	1.6	-0.1	4.6	4.2	4.2
지배주주당기순이익	717	189	1,505	1,704	1,885
기타포괄이익	281	-377	1,584	0	0
총포괄이익	1,887	-486	5,911	4,261	4,487
EBITDA	11,335	7,820	12,711	13,349	13,774
증가율(%)	7.4	-31.0	62.5	5.0	3.2
EBITDA마진율(%)	11.6	9.6	13.6	13.1	12.8

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	10,108	2,670	21,071	22,165	24,333
BPS	235,226	245,819	270,953	286,403	304,094
DPS	5,000	7,000	7,500	7,500	7,500
밸류에이션(배)					
PER	25.9	90.1	11.1	10.5	9.6
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.9	11.5	7.6	7.4	7.3

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	40,015	38,052	43,491	43,404	43,609
현금및현금성자산	7,982	10,097	10,906	11,118	11,485
유가증권	3,694	4,484	7,277	7,038	7,021
매출채권	10,377	8,871	9,217	9,254	9,128
재고자산	9,138	6,179	7,277	7,038	7,021
비유동자산	92,596	99,586	109,673	113,291	116,830
유형자산	42,828	45,911	50,195	51,547	52,829
무형자산	14,666	16,660	15,984	15,252	14,586
투자자산	25,713	26,192	33,464	36,277	39,015
자산총계	132,611	137,638	153,164	156,694	160,439
유동부채	35,627	37,213	38,197	38,019	37,801
매입채무및기타채무	8,810	6,062	7,277	7,299	7,190
단기차입금	5,888	6,201	6,286	6,254	6,223
유동성장기부채	6,030	6,217	7,087	7,087	7,037
비유동부채	44,808	48,566	54,664	54,628	54,628
사채	25,137	26,400	29,367	29,317	29,217
장기차입금	7,237	10,444	12,112	12,012	11,912
부채총계	80,435	85,778	92,861	92,647	92,429
지배주주지분	16,684	17,435	20,833	22,021	23,382
자본금	15	15	17	17	17
자본잉여금	5,886	7,062	8,680	8,680	8,680
자본조정등	-1,812	-1,811	-1,811	-1,811	-1,811
기타포괄이익누계액	38	-327	336	336	336
이익잉여금	12,557	12,497	13,612	14,800	16,160
비지배주주지분	35,492	34,425	39,469	42,026	44,628
자본총계	52,176	51,860	60,303	64,047	68,010
비이자부채	32,735	33,095	34,553	34,520	34,583
총차입금	47,700	52,683	58,308	58,127	57,846
순차입금	36,024	38,103	40,126	39,971	39,339

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.3	-16.3	14.6	8.6	5.6
EPS증가율	-68.2	-73.6	689.2	5.2	9.8
수익성지표(%)					
배당수익률	1.9	2.9	2.9	2.9	2.9
ROE	4.3	1.1	7.9	8.0	8.3
ROA	1.3	-0.1	3.0	2.8	2.8
ROIC	2.7	-0.2	7.0	6.5	6.8

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	8,028	9,695	7,903	9,975	10,192
당기순이익	1,606	-108	4,327	4,261	4,487
비현금성 비용 및 수익	9,977	8,505	6,614	6,794	6,870
유형자산감가상각비	6,066	6,350	6,658	6,948	7,068
무형자산상각비	1,532	1,635	1,462	1,283	1,216
운전자본변동	-1,427	3,520	-879	224	130
매출채권등의 감소	179	1,187	-1,195	-37	126
재고자산의 감소	54	2,975	-1,079	238	17
매입채무등의 증가	-158	-1,711	1,749	23	-109
기타 영업현금흐름	-2,128	-2,222	-2,159	-1,304	-1,295
투자활동 현금흐름	-10,686	-10,419	-14,124	-9,051	-9,108
유형자산의 증가(CAPEX)	-7,825	-9,239	-8,706	-8,300	-8,350
유형자산의 감소	171	334	187	0	0
무형자산의 감소(증가)	-546	-435	-495	-550	-550
투자자산의 감소(증가)	-2,210	368	-6,439	-128	-57
기타	-276	-1,447	1,329	-73	-151
재무활동 현금흐름	3,819	3,244	6,815	-712	-718
차입금의 증가(감소)	0	0	5,142	-100	-100
자본의 증가	0	0	1	3	3
기타	3,819	3,244	1,672	-615	-621
기타 및 조정	38	-405	215	0	1
현금의 증가	1,199	2,115	809	212	367
기초현금	6,783	7,982	10,097	10,906	11,118
기말현금	7,982	10,097	10,906	11,118	11,485

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	154.2	165.4	154.0	144.7	135.9
순차입금 비율(%)	69.0	73.5	66.5	62.4	57.8
이자보상배율(배)	2.7	-0.1	3.2	3.4	3.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.5	8.5	10.4	11.0	11.7
재고자산회전율	10.8	10.7	13.9	14.2	15.3
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7

LG (003550/매수/목표주가 170,000원)

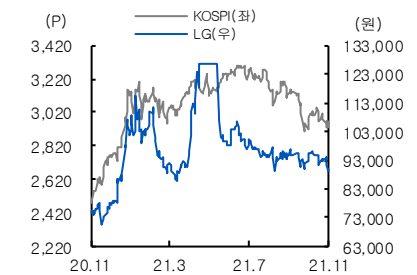
시작이 어렵지 탄력이 붙으면 변화가 클 전망

매수 (유지)	
목표주가	170,000원
현재가 (11/12)	90,000원

KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	14,356십억원
발행주식수	160,323천주
액면가	5,000원
52주 최고가	126,500원
최저가	70,600원
60일 평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	33.8%
배당수익률 (2021F)	3.0%

주주구성	
구광모 외 28 인	45.89%
국민연금공단	8.03%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-24%	-1%
절대기준	-3%	-29%	19%



■ 현안

- 계열사의 변화에 이어 지주도 변화 기대
- 지주의 보유 현금을 활용한 투자 활동

■ 전망

- 각 계열사는 기존 사업과 신규 사업을 이원화하여 안정과 성장 추구
- LX로 일부 계열사를 분리하면서 자연스럽게 사업과 기업을 선택
- 4개의 계열사를 통해 성장 사업에 주력하게 될 전망
- 2021년 카카오모빌리티에 1천억원 투자. 많은 현금을 보유한 순수지주로 투자 활동이 점차 활발해 질 전망

■ 투자포인트

- 계열사의 변화 대비 주가 움직임이 둔한 지주의 지금까지 모습을 감안하면 지주의 변화가 없다면 주가 변화도 제한적
- 주목할 비상장 계열사가 두개로 안정성에 비해 성장성이 다소 약해 상장 계열사에 비해 관심이 덜한 상태
- 지주의 직접적인 변화가 내재가치 대비 저평가되어 있는 주가를 움직이는 힘이 될 것으로 예상
- 기업지배구조 개선을 위해 이사회 내 ESG위원회와 내부거래위원회를 신설. 통합 등급은 A로 투자 적격. 다만 환경과 지배구조가 상대적으로 낮은 편으로 우선 계열분리 후 지분 정리 전으로 이 부문만 해소되어도 상향 여지가 높음

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	6,534	6,632	8,144	8,365	8,891
영업이익	994	1,702	2,758	2,859	3,134
세전이익	981	1,754	2,868	2,882	3,157
지배주주순이익	1,080	1,466	3,038	2,473	2,632
EPS(원)	6,141	8,334	18,357	15,423	16,414
증가율(%)	-42.1	35.7	120.3	-16.0	6.4
영업이익률(%)	15.2	25.7	33.9	34.2	35.2
순이익률(%)	16.9	23.2	38.2	30.3	30.4
ROE(%)	5.9	7.5	14.6	11.0	10.7
PER	12.0	10.5	4.9	5.8	5.4
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.6	7.6	4.3	4.0	3.4

LG (003550/매수/목표주가 170,000원)

별도 실적

별도 기준`	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	7,114	305.7	-15.4	8,408
영업이익	5,968	846.1	-18.4	7,309
순이익	13,353	8,042.0	1.5	13,150

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	41,040	15.5	33.2	30,804
영업이익	16,126	119.3	66.8	9,670
순이익	20,585	151.8	184.6	7,233

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
LG전자	34	349,263	26.7	26,454	66.8	8,772	-23.9
LG화학	33	211,062	54.5	35,480	356.3	29,372	545.0
LG유플러스	38	67,623	3.1	5,440	18.4	4,114	37.4
LG생활건강	34	40,581	10.3	7,063	10.9	4,852	10.6
LX세미콘	33	8,549	98.0	1,548	636.5	1,237	532.6

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

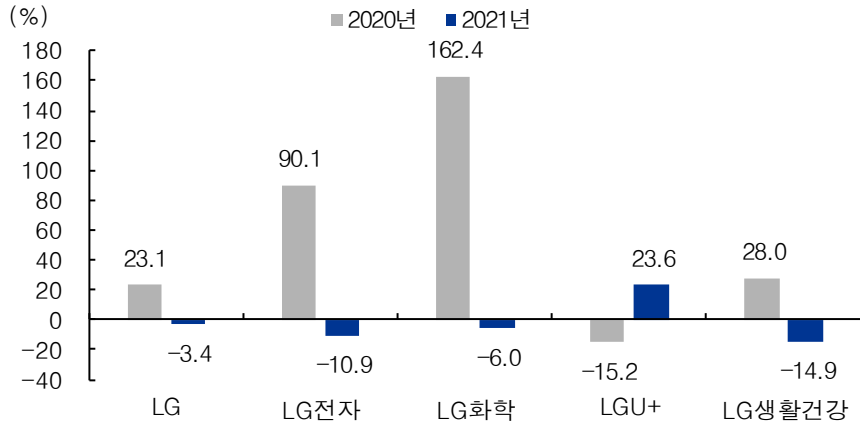
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
LGCNS*	50	16,057	18.2	1,106	73.5	777	80.2

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LG (003550/매수/목표주가 170,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

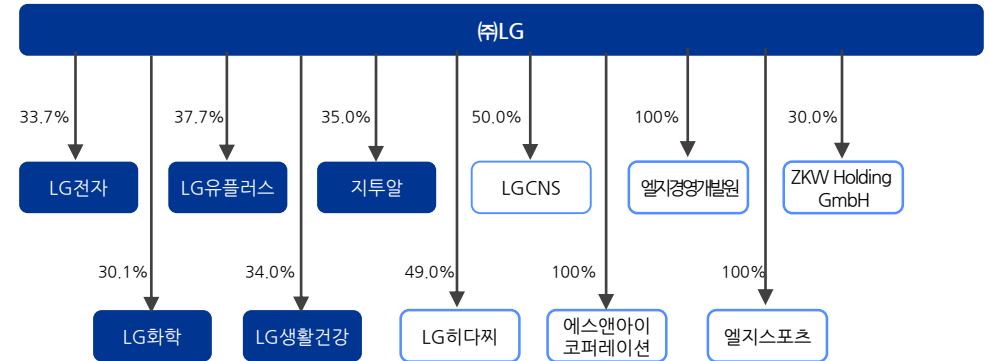


Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산가치	431,387	
상장기업	351,181	상장 계열사의 시가총액
비상장기업	33,735	
LG CNS	21,833	2021년 EPS에 PER 20x 반영
에스앤아이	11,902	2021년 EBITDA에 multiple 7x
순차입금	-2,663	2021년 2분기 연결 재무제표 기준
주식수	157	보통주 기준
적정주가	170,728	할인율은 상장기업 30%, 비상장기업 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



LG전자

LG이노텍(40.8%), LG디스플레이(37.9%), 하이프라자(100%), 하이엠솔루텍(100%), 로보스타(33.42%), 히타치-LG 데이터 스토리지(49.0%), 에릭슨엘지(25.0%) 등

LG화학

LG에너지솔루션(100%), 행복누리(100%), 팜한농(100%), 우지막코리아(100%) 등

LG유플러스

LG헬로비전(50%), 아인텔레스서비스(100%), 씨에스리더(100%), 미디어로그(99.6%), 씨에스원파트너(100%), 위드유(100%), 유플러스홈서비스(100%) 등

LG생활건강

코카콜라음료(90.0%), 해태에이치티비(100%), 에프엠지(100%), 밝은누리(100%), 태극제약(92.7%), 울릉생물(87.0%), 루치펠로코리아(100%), 미센스토리(100%) 등

지투알

에이치에스애드(100%), 엘베스트(100%) 등

LGCNS

비즈테크파트너스(96.1%), 행복마루(100%), 세종그린파워(100%), 오픈소스컨설팅(56.2%) 등

에스앤아이 코퍼레이션

에스앤아이건설(100%), 에스앤아이엠프렘(100%), 곤지암예원(90.0%), 미래엠(100%), 드림누리(100%), 에스앤아이씨엠(100%) 등

LG (003550/매수/목표주가 170,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	6,534	6,632	8,144	8,365	8,891
증가율(%)	-15.6	1.5	22.8	2.7	6.3
매출원가	5,206	4,565	5,005	5,103	5,335
매출총이익	1,329	2,068	3,139	3,262	3,557
매출총이익률 (%)	20.3	31.2	38.5	39.0	40.0
판매비	335	365	381	403	422
판매비율(%)	5.1	5.5	4.7	4.8	4.7
영업이익	994	1,702	2,758	2,859	3,134
증가율(%)	-45.4	71.2	62.0	3.7	9.6
영업이익률(%)	15.2	25.7	33.9	34.2	35.2
순금융손익	-9	-3	12	28	42
이자손익	-10	-2	11	28	42
기타	1	-1	1	0	0
기타영업외손익	-5	55	99	-6	-20
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	981	1,754	2,868	2,882	3,157
법인세	196	325	218	346	458
법인세율	20	19	8	12	15
계속사업이익	785	1,430	2,650	2,536	2,699
중단사업손익	322	111	462	0	0
당기순이익	1,107	1,541	3,112	2,536	2,699
증가율(%)	-41.2	39.2	102.0	-18.5	6.4
당기순이익률 (%)	16.9	23.2	38.2	30.3	30.4
지배주주당기순이익	1,080	1,466	3,038	2,473	2,632
기타포괄이익	107	-251	264	0	0
총포괄이익	1,214	1,289	3,376	2,536	2,699
EBITDA	1,170	1,876	2,938	3,029	3,304
증가율(%)	-41.4	60.3	56.6	3.1	9.1
EBITDA마진율(%)	17.9	28.3	36.1	36.2	37.2

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	6,141	8,334	18,357	15,423	16,414
BPS	107,050	115,188	133,990	146,612	160,025
DPS	2,200	2,500	2,800	3,000	3,300
밸류에이션(배)					
PER	12.0	10.5	4.9	5.8	5.4
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.6	7.6	4.3	4.0	3.4

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,939	5,896	5,132	6,922	8,838
현금및현금성자산	1,337	1,493	1,609	1,949	2,793
유가증권	568	1,467	1,767	1,820	1,893
매출채권	1,451	1,314	1,057	1,398	1,757
재고자산	62	42	77	82	86
비유동자산	18,496	18,386	19,642	20,101	20,330
유형자산	1,640	1,590	1,525	1,467	1,411
무형자산	110	132	185	217	249
투자자산	15,126	15,098	16,492	16,942	17,143
자산총계	22,435	24,282	24,774	27,023	29,168
유동부채	2,245	2,133	1,512	1,680	1,620
매입채무및기타채무	836	797	368	559	527
단기차입금	56	50	40	40	39
유동성장기부채	323	274	210	200	190
비유동부채	1,169	1,288	1,138	1,132	1,119
사채	679	838	748	748	748
장기차입금	79	89	-7	-12	-22
부채총계	3,414	3,421	2,650	2,812	2,739
지배주주지분	18,827	20,258	21,482	23,505	25,656
자본금	879	879	802	802	802
자본잉여금	2,363	2,965	2,972	2,972	2,972
자본조정등	-2	-2	-1,568	-1,568	-1,568
기타포괄이익누계액	-112	-366	-126	-126	-126
이익잉여금	15,699	16,782	19,402	21,425	23,576
비지배주주지분	194	603	642	706	773
자본총계	19,021	20,861	22,124	24,211	26,429
비이자부채	2,251	2,146	1,637	1,815	1,763
총차입금	1,163	1,275	1,013	997	976
순차입금	-742	-1,685	-2,363	-2,771	-3,710

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-15.6	1.5	22.8	2.7	6.3
EPS증가율	-42.1	35.7	120.3	-16.0	6.4
수익성지표(%)					
배당수익률	3.0	2.9	3.0	3.2	3.5
ROE	5.9	7.5	14.6	11.0	10.7
ROA	4.9	6.6	12.7	9.8	9.6
ROIC	50.6	85.0	162.5	110.3	101.3

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	819	739	1,323	2,560	2,495
당기순이익	1,107	1,541	3,112	2,536	2,699
비현금성 비용 및 수익	-318	-826	-1,575	147	147
유형자산감가상각비	156	152	153	138	132
무형자산상각비	20	22	27	32	38
운전자본변동	-21	105	-593	-152	-393
매출채권등의 감소	271	141	269	-341	-359
재고자산의 감소	-6	21	-35	-5	-4
매입채무등의 증가	-28	-35	-440	192	-32
기타 영업현금흐름	51	-81	379	29	42
투자활동 현금흐름	-34	-1,278	-265	-1,734	-1,107
유형자산의 증가(CAPEX)	-62	-56	-91	-80	-76
유형자산의 감소	3	16	35	0	0
무형자산의 감소(증가)	-22	-49	-80	-65	-70
투자자산의 감소(증가)	58	-1,202	-89	-450	-200
기타	-11	13	-40	-1,139	-761
재무활동 현금흐름	-509	694	-904	-487	-544
차입금의 증가(감소)	-81	14	-95	-5	-10
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-428	680	-809	-482	-534
기타 및 조정	7	1	-38	1	1
현금의 증가	283	156	116	340	845
기초현금	1,054	1,337	1,493	1,609	1,949
기말현금	1,337	1,493	1,609	1,949	2,793

안정성 및 활동성 지표

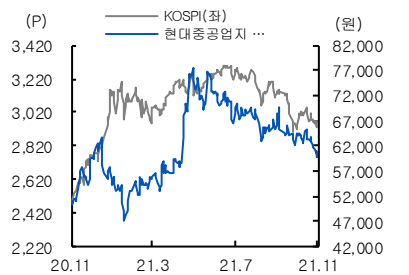
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	17.9	16.4	12.0	11.6	10.4
순차입금 비율(%)	-3.9	-8.1	-10.7	-11.4	-14.0
이자보상배율(배)	26.4	51.7	101.0	118.9	132.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.1	4.8	6.9	6.8	5.6
재고자산회전율	73.2	127.4	137.4	105.6	106.3
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

현대중공업주 (267250/매수/목표주가 83,000원)

주력 산업의 수주 증가, 기계사업부의 사업 확장 및 시너지 기반 마련

매수 (유지)	
목표주가	83,000원
현재가 (11/12)	60,900원
KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	4,811십억원
발행주식수	78,993천주
액면가	1,000원
52주 최고가	77,600원
최저가	47,000원
60일 평균거래대금	12십억원
외국인 지분율	17.1%
배당수익률 (2021F)	5.7%
주주구성	
정몽준 외 12 인	34.37%
국민연금공단	9.58%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-15%	-1%
절대기준	-6%	-20%	19%



■ 현안

- 현대두산인프라코어 인수 시너지
- 비상장 계열사의 실적 개선

■ 전망

- 수요 회복과 마진 상승으로 오일뱅크 실적 개선 전망
- 친환경사업(블루수소, 화이트바이오 등) 소재 사업 진행
- 기계 사업도 수요 회복과 부품 모듈의 구매력 상승으로 이익률 개선 기대

■ 투자포인트

- 동종업체의 M&A는 양적 성장뿐만 아니라 질적 개선을 기대하기 위함이며 가시적 성과는 다소의 시간이 필요
- 2021년 주식을 상장한 현대중공업 시가총액이 10조원대인 반면 지분 79%를 가진 한국조선해양의 시가총액은 7조원대인 것은 다른 비상장계열사와 조선 수주를 감안할 때 저평가로 판단. 주주가 건조로 이어지면서 실적이 개선되는 실적 사이클을 감안한다면 실적과 함께 주가도 개선되고 이는 지주 가치에도 긍정적으로 작용하게 될 전망
- ESG 등급 A(통합). 사회와 지배구조에 비해 환경 등급이 상대적으로 낮아 주력 사업 특성상 환경 부문에 특별히 신경

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	26,630	18,911	25,585	27,259	28,419
영업이익	667	-597	1,090	1,210	1,316
세전이익	203	-1,053	794	932	1,088
지배주주순이익	173	-609	163	489	609
EPS(원)	2,127	-7,631	2,068	6,196	7,712
증가율(%)	-35.5	-458.7	-127.1	199.6	24.5
영업이익률(%)	2.5	-3.2	4.3	4.4	4.6
순이익률(%)	0.4	-4.2	1.9	2.4	2.7
ROE(%)	2.2	-8.1	2.4	7.3	8.9
PER	31.8	-7.4	29.0	9.7	7.8
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.6	93.7	10.5	9.7	9.0

현대중공업지주 (267250/매수/목표주가 83,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	2,246	207.8	-25.9	3,030
영업이익	2,144	232.8	-9.3	2,364
순이익	4,888	흑전	137.7	2,057

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	124,058	35.0	27.6	97,221
영업이익	7,189	흑전	흑전	-3,829
순이익	3,162	흑전	흑전	-3,733

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한국조선해양	31	74,788	-5.0	-8,298	적전	-6,585	적전
현대건설기계	33	19,175	47.0	1,504	185.8	1,250	517.6
현대일렉트릭	37	8,043	-12.8	440	94.8	296	흑전

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

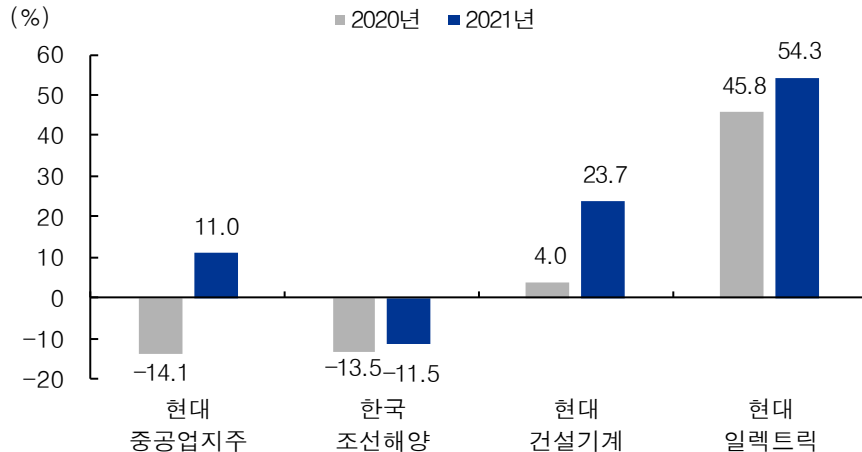
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
현대오일뱅크	74	94,805	36.1	6,785	흑전	3,606	흑전
현대글로벌서비스	62	4,295	-13.8	-	-	476	-24.0

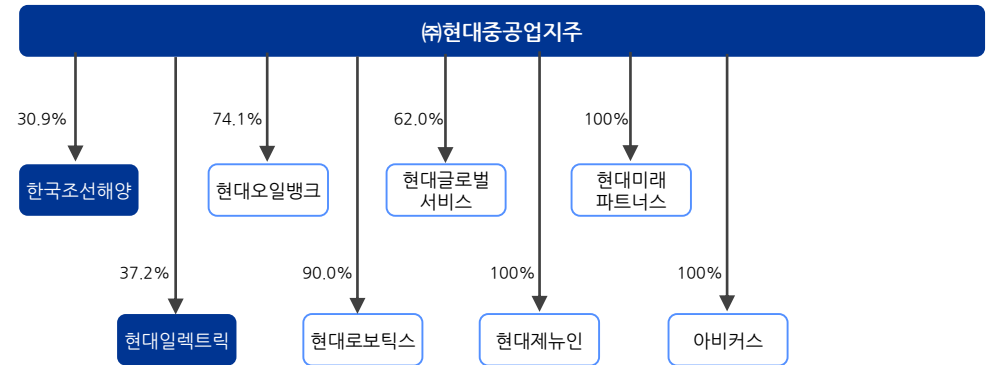
주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

현대중공업주 (267250/매수/목표주가 83,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동



계열 구조 및 주요 계열사



한국조선해양	현대중공업(79.7%), 현대삼호중공업(80.5%), 현대미포조선(42.4%), 코마스(100%), 현대에너지솔루션(53.6%), 현대중공업파워시스템(100%), 현대엔진유한회사(100%) 등
현대오일뱅크	현대오일터미널(100%), 현대셀베이스오일(60.0%), 현대케미칼(60.0%), 현대오씨아이(51.0%), 현대코스모(50.0%), 현대이엔에프(100%), 현대오일뱅크 싱가포르(100.0%) 등
현대제뉴인	현대건설기계(33.0%), 현대두산인프라코어(31.9%) 등
현대로보틱스	현대엘앤에스(80.1%), 현대로보틱스인베스트먼트상하이(100%) 등
현대글로벌서비스	현대글로벌서비스(유럽, 미국, 싱가포르, 콜롬비아 100%) 등
현대일렉트릭	현대테크놀로지센터 헝가리(100%), 현대일렉트릭스위스(100%), 현대중공업기유한공사(100%), 현대중공업(상해)연발유한공사(100%), 현대파워트랜스포머 미국(100%) 등
현대미래파트너스	아산카카오메디컬데이터(45.0%) 등

Valuation

항목	가치	비고
상장계열사	37,206	한국조선해양, 현대건설기계, 현대일렉트릭, 인프라코어 시가총액 기준
비상장계열사	73,005	
오일뱅크	59,950	아람코에 지분 매각 당시 적용됐던 주당가치 반영
글로벌서비스	10,684	2020년 EBITDA에 multiple 10x 적용하고 순차입금 반영
로보틱스	2,370	2020년 5월 분할. 장부가액 기준
순차입금	13,170	2021년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	79	자사주를 포함한 전체 주식수
적정가치	81,892	할인율 30% 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	25,585	27,259	28,419
증가율(%)	-2.3	-29.0	35.3	6.5	4.3
매출원가	24,801	18,341	23,260	24,735	25,742
매출총이익	1,830	570	2,325	2,524	2,677
매출총이익률 (%)	6.9	3.0	9.1	9.3	9.4
판매비	1,163	1,167	1,235	1,314	1,361
판매비율(%)	4.4	6.2	4.8	4.8	4.8
영업이익	667	-597	1,090	1,210	1,316
증가율(%)	-22.6	-189.6	-282.5	11.0	8.7
영업이익률(%)	2.5	-3.2	4.3	4.4	4.6
순금융손익	-271	-218	-236	-213	-169
이자손익	-251	-200	-230	-244	-244
기타	-20	-18	-6	31	75
기타영업외손익	-232	-239	-53	-78	-76
중속/관계기업손익	40	0	-7	13	18
세전이익	203	-1,053	794	932	1,088
법인세	87	-263	305	280	326
법인세율	43	25	38	30	30
계속사업이익	115	-790	489	653	762
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	115	-790	489	653	762
증가율(%)	-59.4	-784.6	-161.9	33.4	16.7
당기순이익률 (%)	0.4	-4.2	1.9	2.4	2.7
지배주주당기순이익	173	-609	163	489	609
기타포괄이익	-12	275	80	0	0
총포괄이익	104	-515	569	653	762
EBITDA	1,347	181	1,900	2,062	2,218
증가율(%)	-1.2	-86.5	948.1	8.5	7.6
EBITDA마진율(%)	5.1	1.0	7.4	7.6	7.8

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,127	-7,631	2,068	6,196	7,712
BPS	98,141	88,804	84,466	85,697	88,310
DPS	3,700	3,700	3,700	3,700	4,000
밸류에이션(배)					
PER	31.8	-7.4	29.0	9.7	7.8
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.6	93.7	10.5	9.7	9.0

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	9,935	8,049	9,160	9,123	8,969
현금및현금성자산	2,028	2,039	2,141	2,294	2,346
유가증권	323	206	168	179	183
매출채권	2,140	1,694	1,801	1,793	1,752
재고자산	3,877	3,022	3,471	3,370	3,200
비유동자산	15,780	18,510	19,892	20,702	21,486
유형자산	8,409	10,680	12,085	13,097	13,908
무형자산	2,152	2,009	2,011	2,007	1,994
투자자산	4,171	3,802	3,713	3,733	3,755
자산총계	25,716	26,559	29,052	29,825	30,455
유동부채	8,022	6,336	7,804	8,197	8,336
매입채무및기타채무	2,070	1,614	2,023	2,223	2,332
단기차입금	2,302	1,052	1,147	1,219	1,257
유동성장기부채	1,113	1,196	1,845	1,845	1,845
비유동부채	5,809	9,125	10,049	10,169	10,301
사채	2,928	3,809	4,043	4,043	4,043
장기차입금	1,725	3,475	4,170	4,170	4,170
부채총계	13,831	15,461	17,853	18,366	18,637
지배주주지분	7,992	7,015	6,672	6,769	6,976
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,172	5,193	5,193	5,193	5,193
자본조정등	-547	-722	-891	-891	-891
기타포괄이익누계액	102	250	294	294	294
이익잉여금	3,183	2,213	1,995	2,092	2,299
비지배주주지분	3,893	4,083	4,527	4,690	4,842
자본총계	11,885	11,098	11,199	11,459	11,818
비이자부채	5,303	4,796	4,939	5,380	5,613
총차입금	8,528	10,665	12,914	12,986	13,024
순차입금	6,177	8,421	9,950	9,859	9,842

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.3	-29.0	35.3	6.5	4.3
EPS증가율	-35.5	-458.7	-127.1	199.6	24.5
수익성지표(%)					
배당수익률	5.5	6.5	5.7	5.7	6.2
ROE	2.2	-8.1	2.4	7.3	8.9
ROA	0.5	-3.0	1.8	2.2	2.5
ROIC	0.9	-5.7	3.2	4.0	4.6

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,206	887	2,056	1,864	1,978
당기순이익	115	-790	489	653	762
비현금성 비용 및 수익	1,143	1,145	1,469	1,129	1,130
유형자산감가상각비	607	697	751	788	839
무형자산상각비	73	82	60	63	64
운전자본변동	230	1,060	403	325	330
매출채권등의 감소	-52	359	-216	9	40
재고자산의 감소	442	872	-441	101	170
매입채무등의 증가	-270	-451	431	200	109
기타 영업현금흐름	-282	-528	-305	-243	-244
투자활동 현금흐름	-1,640	-1,818	-2,374	-1,569	-1,673
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,245	-2,211	-2,173	-1,800	-1,650
유형자산의 감소	174	14	46	0	0
무형자산의 감소(증가)	-101	-35	-63	-60	-50
투자자산의 감소(증가)	17	-51	-49	-7	-5
기타	-485	465	-135	298	32
재무활동 현금흐름	1,364	950	418	-142	-254
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	5	3
기타	1,364	950	418	-147	-257
기타 및 조정	-1	-9	3	0	1
현금의 증가	929	10	103	153	52
기초현금	1,100	2,028	2,039	2,141	2,294
기말현금	2,028	2,039	2,141	2,294	2,346

안정성 및 활동성 지표

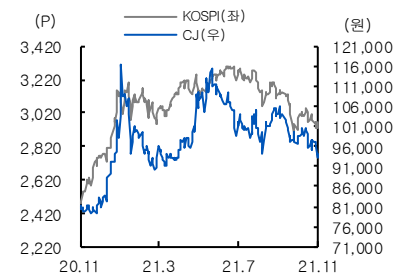
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	116.4	139.3	159.4	160.3	157.7
순차입금 비율(%)	52.0	75.9	88.8	86.0	83.3
이자보상배율(배)	2.3	-2.5	4.2	4.4	4.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.1	9.9	14.6	15.2	16.0
재고자산회전율	6.5	5.5	7.9	8.0	8.7
총자산회전율	1.1	0.7	0.9	0.9	0.9

CJ (001040/중립/목표주가 110,000원)

기업가치와 주가의 간극이 커지고 있음

중립 (유지)	
목표주가	110,000원
현재가 (11/12)	94,100원
KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	3,213십억원
발행주식수	35,664천주
액면가	5,000원
52주 최고가	116,500원
최저가	79,100원
60일 평균거래대금	7십억원
외국인 자본율	17.7%
배당수익률 (2021F)	2.1%
주주구성	47.05%
이재현 외 6인	7.58%
국민연금공단	7.58%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-5%	-3%
절대기준	-3%	-11%	16%



■ 현안

- 중장기 성장 전략의 실천
- 비상장 자회사의 성장 가치

■ 전망

- 코로나의 영향력이 차츰 줄어들면서 주력 사업의 환경이 개선되어 가는 중
- 시장지배력이 높아지면서 양적 성장과 함께 마진 개선으로 수익구조 개선
- 사업 및 수익 경쟁력 제고를 위해 계열사 변화 지속

■ 투자포인트

- 식품(CJ제일제당)과 미디어(CJENM) 사업은 산업내 높은 경쟁력을 기반으로 성장세를 보여줬고, 산업내의 위상을 고려했을 때 산업의 발전 속도를 상회하는 성장 궤도를 두 사업은 보여줄 것으로 예상
- 코로나가 유통산업에 미친 구매 형태의 변화와 오프라인의 성장 둔화를 만회하기 위해 CJ올리브영도 온라인 영업에 집중. 전체 매출에서 온라인 비중이 20% 중반까지 상승
- CJ올리브영은 CJ제일제당과 CJENM 이상으로 지주에 영향력이 큰 비상장 자회사
- ESG 등급은 4개년 연속 A(우수 지속가능경영 체제 구축)를 유지. 다만 통합등급보다는 낮은 환경은 개선 요소

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	33,780	31,999	33,417	35,086	36,811
영업이익	1,509	1,390	1,976	2,077	2,282
세전이익	597	514	1,477	1,828	2,039
지배주주순이익	267	87	306	401	473
EPS(원)	7,491	2,430	8,574	11,254	13,255
증가율(%)	-3.2	-67.6	252.9	31.3	17.8
영업이익률(%)	4.5	4.3	5.9	5.9	6.2
순이익률(%)	1.0	0.6	2.7	3.2	3.4
ROE(%)	6.2	1.9	6.3	7.6	8.3
PER	12.9	37.9	10.8	8.3	7.0
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.8	5.3	4.6	4.5

CJ (001040/중립/목표주가 110,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	1,023	40.6	10.7	924
영업이익	695	131.2	15.8	600
순이익	622	흑전	15.6	538

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	163,479	4.7	-0.1	156,340
영업이익	10,150	23.2	32.3	6,230
순이익	4,476	적전	흑전	4,185

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
CJ제일제당	45	124,873	6.3	8,546	29.3	4,802	-21.3
CJ ENM	40	16,998	3.1	1,794	58.6	1,342	92.7
CJ CGV	38	3,342	17.3	-1,201	적지	-2,100	적지

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

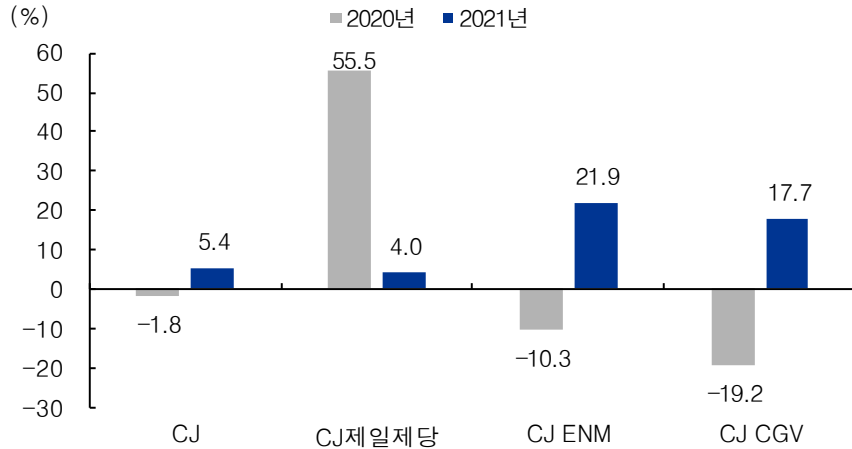
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
CJ올리브네트웍스	100	-	-	-	-	-	-
CJ올리브영	51	9,636	3.0	-	-	348	39.1
CJ푸드빌	96	-	-	-	-	-	-

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

CJ (001040/중립/목표주가 110,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

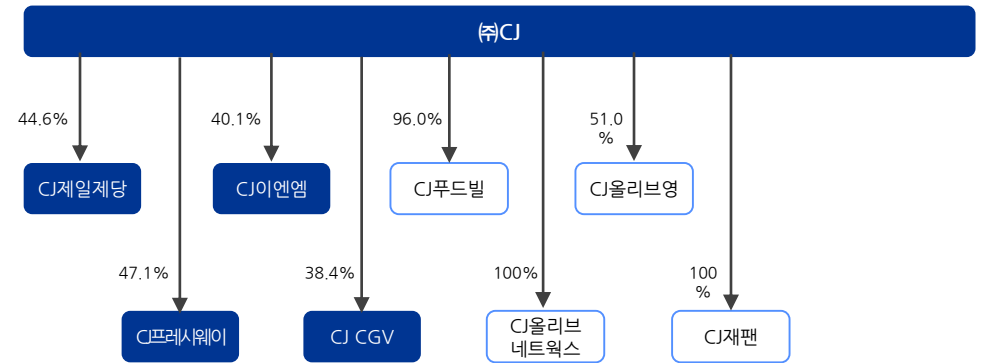


Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산	53,467	
상장기업	47,922	CJ제일제당, CJENM, CJ CGV, CJ 프레시웨이
비상장기업	5,546	CJ 올리브네트웍스 가치 포함.
CJ올리브영	3,013	2020년 EPS에 PER 10x 적용 후 주식수를 감안한 시가총액
CJ푸드빌	1,016	장부가액
CJ올리브네트웍스	1,513	multiple 8x. 지분 100%의 완전 자회사로 할인율 미 적용
브랜드 사용료	958	2020년 기준
순차입금	3,465	2021년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	29	보통주 기준(자사주 포함)
적정가치	113,581	할인율은 계열사별로 30~50%를 차등 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



CJ제일제당

CJ대한통운(40.2%), CJ씨푸드(46.5%), 원지(100%), 돈돈팜(60.9%), CJ엠디원(100%), CJ생물자원(100%), CJ대한통운비엔디(84.4%), 동석물류(50.0%), 대한통운에스비(70.0%) 등

CJ 프레시웨이

프레시원미트(99.9%), 프레시원광주, 남서울, 중부, 강남, 동서원, 대구경북, 부산(74.5%~100%), 세프앤디인프라(100%), 송림푸드(95.1%), 형제푸드(100%), 제이팜스(90.0%) 등

CJ이엔엠

CJ텔레닉스(100%), 슈퍼레이스(98.8%), 아트웍스코리아(70.0%), 아트서비스(41.4%), 스튜디오드래곤(54.5%), 스웬터테테인먼트(51.0%), 디베이스앤(100%), 티빙(83.3%) 등

CJ CGV

CJ포디플렉스(90.5%), 보스포러스인베스트먼트(100%) 등

CJ푸드빌

CJ푸드빌USA(100%), 푸레주르인터내셔널(100%), CJ베이커리베트남(100%), 베이커리앤커피인도네시아(99.9%), CJ푸드빌중국(100%) 등

CJ올리브네트웍스

CJ파워캐스트(100%), 디아이웨어(100%) 등

CJ올리브영

CJ올리브영 상해(100%) 등

CJ (001040/중립/목표주가 110,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	33,780	31,999	33,417	35,086	36,811
증가율(%)	14.4	-5.3	4.4	5.0	4.9
매출원가	24,634	23,392	23,887	25,115	26,357
매출총이익	9,145	8,608	9,531	9,972	10,454
매출총이익률(%)	27.1	26.9	28.5	28.4	28.4
판매비	7,636	7,217	7,555	7,894	8,172
판매비율(%)	22.6	22.6	22.6	22.5	22.2
영업이익	1,509	1,390	1,976	2,077	2,282
증가율(%)	13.3	-7.9	42.1	5.1	9.9
영업이익률(%)	4.5	4.3	5.9	5.9	6.2
순금융손익	-688	-769	-466	-222	-225
이자손익	-605	-530	0	74	114
기타	-83	-239	-466	-296	-339
기타영업외손익	-279	-192	-104	-98	-91
중속/관계기업손익	55	84	70	71	74
세전이익	597	514	1,477	1,828	2,039
법인세	273	310	567	713	795
법인세율	46	60	38	39	39
계속사업이익	324	204	909	1,115	1,244
중대사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	324	204	909	1,115	1,244
증가율(%)	-63.2	-37.0	345.8	22.6	11.6
당기순이익률(%)	1.0	0.6	2.7	3.2	3.4
지배주주당기순이익	267	87	306	401	473
기타포괄이익	144	-133	467	0	0
총포괄이익	468	71	1,377	1,115	1,244
EBITDA	4,148	3,864	5,057	5,633	5,648
증가율(%)	37.2	-6.8	30.9	11.4	0.3
EBITDA마진율(%)	12.3	12.1	15.1	16.1	15.3

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	7,491	2,430	8,574	11,254	13,255
BPS	126,448	130,202	143,756	153,119	164,484
DPS	1,850	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	12.9	37.9	10.8	8.3	7.0
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.8	5.3	4.6	4.5

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	11,153	11,118	12,479	14,230	15,967
현금및현금성자산	1,603	2,603	2,805	3,862	4,766
유가증권	1,107	1,129	1,228	1,369	1,460
매출채권	3,580	3,321	3,429	3,796	4,208
재고자산	2,549	2,238	2,934	3,005	3,156
비유동자산	29,229	28,907	28,083	26,991	26,069
유형자산	13,517	13,003	12,396	11,378	10,543
무형자산	7,006	6,562	6,071	5,753	5,473
투자자산	2,668	3,393	3,743	3,819	3,899
자산총계	40,381	40,025	40,562	41,220	42,036
유동부채	12,285	11,423	11,449	11,127	10,830
매입채무및기타채무	2,744	2,368	2,400	2,254	2,083
단기차입금	3,269	3,093	2,753	2,616	2,511
유동성장기부채	2,724	2,087	3,101	3,111	3,121
비유동부채	13,482	13,206	12,398	12,332	12,267
사채	4,034	4,074	3,917	3,887	3,837
장기차입금	2,908	3,065	2,432	2,382	2,352
부채총계	25,766	24,629	23,847	23,458	23,097
지배주주지분	4,510	4,643	5,127	5,461	5,866
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
자본조정등	-77	40	40	40	40
기타포괄이익누계액	-119	-173	66	66	66
이익잉여금	3,533	3,605	3,848	4,182	4,588
비지배주주지분	10,105	10,753	11,588	12,302	13,073
자본총계	14,615	15,396	16,715	17,762	18,939
비이자부채	8,792	8,467	7,932	7,750	7,564
총차입금	16,974	16,162	15,915	15,708	15,533
순차입금	14,264	12,431	11,882	10,477	9,308

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	14.4	-5.3	4.4	5.0	4.9
EPS증가율	-3.2	-67.6	252.9	31.3	17.8
수익성지표(%)					
배당수익률	1.9	2.2	2.1	2.1	2.1
ROE	6.2	1.9	6.3	7.6	8.3
ROA	0.9	0.5	2.3	2.7	3.0
ROIC	1.5	1.0	4.4	5.4	6.2

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	3,865	3,033	3,045	4,420	4,243
당기순이익	324	204	909	1,115	1,244
비현금성 비용 및 수익	3,543	3,346	3,662	3,806	3,609
유형자산감가상각비	1,904	1,843	2,204	2,518	2,385
무형자산상각비	735	631	878	1,038	980
운전자본변동	232	-374	-1,187	-575	-724
매출채권등의 감소	8	143	-287	-367	-412
재고자산의 감소	-290	241	-686	-72	-151
매입채무등의 증가	638	-359	120	-147	-171
기타 영업현금흐름	-234	-143	-339	74	114
투자활동 현금흐름	-4,896	-1,444	-1,985	-2,649	-2,640
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,205	-1,234	-1,362	-1,500	-1,550
유형자산의 감소	121	268	64	0	0
무형자산의 감소(증가)	-779	-646	-901	-720	-700
투자자산의 감소(증가)	-813	-28	-53	-6	-6
기타	-1,220	196	267	-423	-384
재무활동 현금흐름	1,167	-537	-1,210	-713	-698
차입금의 증가(감소)	1,989	1,180	403	-50	-30
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-822	-1,717	-1,613	-663	-668
기타 및 조정	-7	-52	351	-1	-1
현금의 증가	129	1,000	201	1,057	904
기초현금	1,474	1,603	2,603	2,805	3,862
기말현금	1,603	2,603	2,805	3,862	4,766

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	176.3	160.0	142.7	132.1	122.0
순차입금 비율(%)	97.6	80.7	71.1	59.0	49.1
이자보상배율(배)	2.3	2.4	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.5	9.3	9.9	9.7	9.2
재고자산회전율	14.8	13.4	12.9	11.8	11.9
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9

한진칼 (180640/중립/목표주가 32,000원)

위드코로나의 최대 수혜업종. 그렇지만 주가의 할증 거래가 부담

중립 (유지)

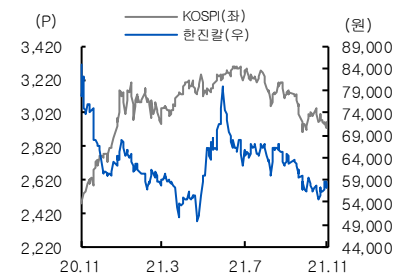
목표주가	32,000원
현재가 (11/12)	58,300원

KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	3,910십억원
발행주식수	67,276천주
액면가	2,500원
52주 최고가	84,800원
최저가	49,900원
60일 평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	14.7%
배당수익률 (2021F)	0.0%

주주구성

조원태 외 8 인	24.31%
그레이스홀딩스 외 7 인	17.41%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	2%	5%	-43%
절대기준	4%	-2%	-31%



■ 현안

- 항공사업 정상화
- 아시아나항공 인수 확정

■ 전망

- 주력 계열사는 코로나로 여행 수요가 감소함에도 화물운송으로 수익 개선
- 코로나 3년차에 여행 수요 서서히 증가. 이에 중단된 노선 개설로 늘어날 비용 부담 점검
- 아시아나항공 인수로 얻게 될 양적 성장의 최대 성과는 비용 효율화에 기초한다고 판단
- 항공산업에 비해 비상장계열사의 회복은 상대적으로 더딜 전망
- 주요 주주간의 지분 확보 경쟁 약화

■ 투자포인트

- 본격적인 여행 재개와 중단된 항공 노선 개설은 투자 심리에 긍정적. 다만 기업가치대비 주가의 할증 거래가 주주간의 지분 확보 경쟁에서 비롯된 점을 감안했을 때 경쟁이 약화된 상황에서 영업 환경 개선의 최대 수혜인 상장 계열사 이상으로 주목받는 것은 과도하다고 평가받게 될 가능성이 높음
- ESG 등급이 지난해 B+에서 A로 상향. 환경, 사회, 지배구조 모든 부문에서 A를 기록

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,203	409	428	593	784
영업이익	-4	-221	-174	-30	20
세전이익	-264	-334	-324	-149	-74
지배주주순이익	-244	-270	-188	-89	-44
EPS(원)	-4,093	-4,476	-2,799	-1,318	-656
증가율(%)	580.0	9.3	-37.5	-52.9	-50.2
영업이익률(%)	-0.3	-54.0	-40.7	-5.1	2.6
순이익률(%)	-21.7	-83.6	-62.1	-21.1	-7.9
ROE(%)	-17.7	-19.5	-13.1	-6.7	-3.5
PER	-9.8	-14.1	-20.5	-43.5	-87.3
PBR	1.9	2.8	2.8	3.0	3.1
EV/EBITDA	19.9	-64.5	-82.0	69.6	55.0

한진칼 (180640/중립/목표주가 32,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	177	51.2	-41.0	300
영업이익	90	흑전	-53.8	196
순이익	-836	적지	적전	147

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	1,757	5.2	-27.4	2,419
영업이익	-1,152	적지	적지	-1,064
순이익	-1,679	적지	적지	-3,332

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
대한항공	28	38,051	-8.4	2,951	977.7	607	흑전
한진	24	11,536	7.9	410	-24.4	1,912	2,604.3
진에어*	56	1,073	-35.8	-1,089	적지	-1,225	적지

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적, *해당 기업은 별도 기준
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

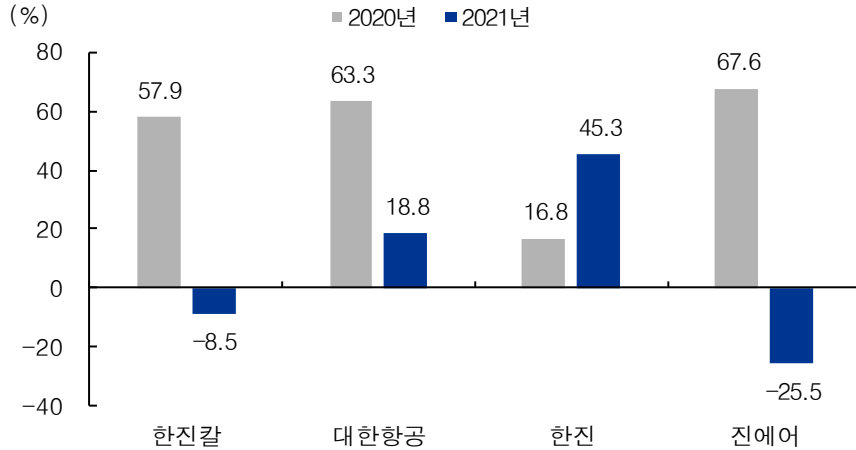
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
정석기업*	48	191	-9.0	62	-14.7	68	21.5
토파스여행정보*	94	30	-15.9	-49	적지	-38	적지
칼호텔네트워크	100	292	11.0	-860	적지	-128	적지

주: 해당 실적은 2021년 별도 기준 실적이며 * 표시된 해당 기업은 연결기준.
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한진칼 (180640/중립/목표주가 32,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

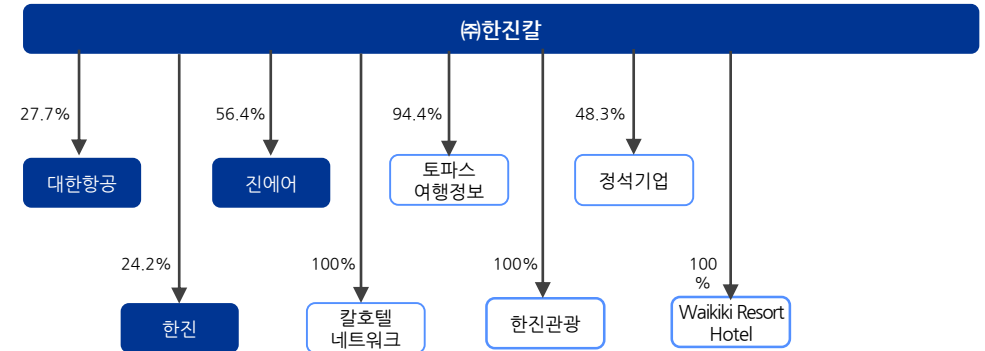


Valuation

항목	기업가치	내용
투자자산	41,493	
종속기업	4,270	비상장계열사 장부가액
관계기업	37,223	한진 가치(시가총액) 포함
대한항공	30,161	시가총액
진에어	5,797	시가총액
브랜드 사용료	171	2020년 기준
순차입금	7,869	2021년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	66	보통주 기준(자사주 포함)
적정가치	32,290	할인율은 계열사별로 30~50%를 차등 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



대한항공

한국공항(59.5%), 한진정보통신(99.4%), 아이에이티(86.1%), 항공종합서비스(100%), 한진 Int'l(100%), 한진 Central Asia LLC(100%), 한국글로벌로지스틱시스템(95.0%), 싸이버스카이(100%) 등

한진

부산글로벌물류센터(51.0%), 한진울산신항운영(51.0%), 한진인천컨테이너터미널(100%), 평택컨테이너터미널(68.0%), 한진부산컨테이너터미널(62.9%), 서울북합물류자산관리(37.6%), 한국티비티(33.3%), 인천글로벌물류센터(51.0%) 등

진에어

한진 인터내셔널 재팬(25.0%)

한진칼 (180640/중립/목표주가 32,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,203	409	428	593	784
증가율(%)	-7.8	-66.0	4.6	38.6	32.3
매출원가	1,069	539	512	531	655
매출총이익	135	-130	-84	62	129
매출총이익률 (%)	11.2	-31.8	-19.6	10.5	16.5
판매비	138	91	90	92	110
판매비율(%)	11.5	22.2	21.0	15.5	14.0
영업이익	-4	-221	-174	-30	20
증가율(%)	-103.6	5,597.6	-21.2	-82.6	-164.9
영업이익률(%)	-0.3	-54.0	-40.7	-5.1	2.6
순금융손익	-26	-34	-70	-75	-75
이자손익	-26	-34	-70	-75	-75
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-9	4	-180	-125	-118
종속/관계기업손익	-224	-83	101	82	100
세전이익	-264	-334	-324	-149	-74
법인세	-3	7	-58	-24	-12
법인세율	1	-2	18	16	16
계속사업이익	-261	-342	-266	-125	-62
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-261	-342	-266	-125	-62
증가율(%)	1,936.4	31.1	-22.2	-52.9	-50.2
당기순이익률 (%)	-21.7	-83.6	-62.1	-21.1	-7.9
지배주주당기순이익	-244	-270	-188	-89	-44
기타포괄이익	-22	52	12	0	0
총포괄이익	-282	-290	-254	-125	-62
EBITDA	141	-82	-60	70	89
증가율(%)	-8.6	-158.3	-26.9	-217.2	26.9
EBITDA마진율(%)	11.7	-20.0	-14.0	11.8	11.4

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-4,093	-4,476	-2,799	-1,318	-656
BPS	20,882	22,665	20,254	18,935	18,279
DPS	255	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-9.8	-14.1	-20.5	-43.5	-87.3
PBR	1.9	2.8	2.8	3.0	3.1
EV/EBITDA	19.9	-64.5	-82.0	69.6	55.0

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	667	1,198	316	295	248
현금및현금성자산	141	125	108	91	65
유가증권	415	137	99	99	80
매출채권	52	12	14	12	10
재고자산	6	3	2	2	2
비유동자산	2,027	2,290	3,142	3,042	3,039
유형자산	594	544	481	394	341
무형자산	10	8	6	5	3
투자자산	749	1,053	2,003	2,086	2,186
자산총계	2,694	3,489	3,458	3,338	3,287
유동부채	599	889	1,076	1,079	1,082
매입채무및기타채무	7	2	7	9	12
단기차입금	125	254	220	222	225
유동성장기부채	86	118	184	179	174
비유동부채	674	936	946	949	956
사채	87	298	481	476	471
장기차입금	283	274	100	100	100
부채총계	1,273	1,824	2,022	2,027	2,039
지배주주지분	1,247	1,514	1,363	1,274	1,230
기타	149	167	168	168	168
자본잉여금	1,135	1,619	2,001	2,001	2,001
자본조정등	353	355	0	0	0
기타포괄이익누계액	187	212	212	212	212
이익잉여금	-578	-840	-1,019	-1,107	-1,151
비지배주주지분	174	150	73	36	18
자본총계	1,421	1,664	1,435	1,310	1,248
비이자부채	481	616	806	819	839
총차입금	792	1,208	1,216	1,208	1,200
순차입금	236	946	1,009	1,018	1,055

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-7.8	-66.0	4.6	38.6	32.3
EPS증가율	580.0	9.3	-37.5	-52.9	-50.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-17.7	-19.5	-13.1	-6.7	-3.5
ROA	-9.4	-11.0	-7.7	-3.7	-1.9
ROIC	-70.6	-182.0	594.6	61.0	21.9

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	131	-187	-5	22	37
당기순이익	-261	-342	-266	-125	-62
비현금성 비용 및 수익	413	273	242	219	164
유형자산감가상각비	143	136	112	99	69
무형자산상각비	2	3	2	2	1
운전자본변동	-22	-124	49	3	11
매출채권등의 감소	-2	41	-2	1	2
재고자산의 감소	-1	4	0	0	0
매입채무등의 증가	1	-6	5	2	3
기타 영업현금흐름	1	6	-30	-75	-76
투자활동 현금흐름	214	-878	29	83	53
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-1	-9	-12	-16
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-10	-362	-34	55	29
기타	229	-514	72	40	40
재무활동 현금흐름	-301	1,049	-41	-122	-116
차입금의 증가(감소)	0	103	0	0	0
자본의 증가	0	501	27	5	5
기타	-301	445	-68	-127	-121
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	44	-16	-17	-17	-26
기초현금	97	141	125	108	91
기말현금	141	125	108	91	65

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	89.6	109.6	140.9	154.7	163.3
순차입금 비율(%)	16.6	56.9	70.3	77.7	84.5
이자보상배율(배)	-0.1	-4.8	-2.2	-0.4	0.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	23.0	12.7	33.5	45.8	69.4
재고자산회전율	210.8	94.6	171.7	248.2	328.4
총자산회전율	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2

한화 (000880/매수/목표주가 50,000원)

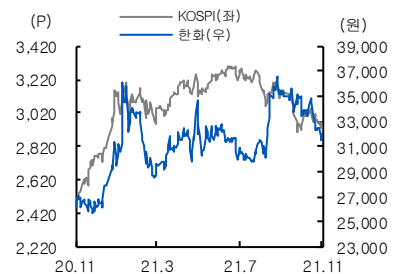
사업 확장이 지배구조의 불안 요인을 해소

매수 (유지)	
목표주가	50,000원
현재가 (11/12)	31,950원

KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	2,782십억원
발행주식수	97,910천주
액면가	5,000원
52주 최고가	36,600원
최저가	25,650원
60일 평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	17.2%
배당수익률 (2021F)	2.0%

주주구성	
김승연 외 11 인	43.62%
국민연금공단	7.67%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	6%	2%
절대기준	-9%	0%	22%



■ 현안

- 자체사업의 성장
- 신성장동력 준비

■ 전망

- 자체사업이 턴어라운드 이후 성장 기대. 2022년 사업환경이 현재보다 호의적일 전망
- 에너지산업의 친환경 이슈가 한화의 태양광 사업에 긍정적으로 작용
- 발사체 기술은 발사 계획과 함께 기술 고도화로 사업적 발전이 예상
- 주력 자회사의 실적 개선이 지속될 것으로 예상하는 가운데 한화건설도 주택사업 분양 본격화와 복합개발 등 신성장 사업 확대로 실적 턴어라운드 예상. 이라크 주택사업은 예상치 않으나, 건설이 늦어진다 하더라도 지체보상금 같은 비용 발생이 없을 것으로 보여 비용 부담없이 공사 재개를 기대
- 철산사업은 내년부터 투자에 들어가 2024년 매출이 발생할 전망

■ 투자포인트

- 사업 환경이 호의적으로 전개되고, 지배구조의 변화가 주가의 약세 이유를 불식시켜 주가 할인을 축소
- ESG A등급. 분산탄 사업 매각으로 노르웨이 국부펀드 편입 대상 제외에서 벗어남

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	50,412	50,926	52,291	54,268	56,888
영업이익	1,126	1,582	2,561	2,719	2,918
세전이익	253	1,104	2,995	3,071	3,334
지배주주순이익	90	214	839	922	1,073
EPS(원)	919	2,184	8,573	9,419	10,957
증가율(%)	-80.8	137.7	292.6	9.9	16.3
영업이익률(%)	2.2	3.1	4.9	5.0	5.1
순이익률(%)	0.5	1.5	4.0	4.0	4.2
ROE(%)	2.1	4.8	17.8	17.2	17.0
PER	27.2	13.0	3.7	3.4	2.9
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.8	8.6	6.8	6.7	6.4

한화 (000880/매수/목표주가 50,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	18,969	-8.6	-1.4	19,246
영업이익	927	-9.1	42.6	650
순이익	618	-5.1	-2.9	636

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	255,153	0.2	0.2	254,661
영업이익	16,174	106.2	102.7	7,978
순이익	13,920	578.8	160.0	5,354

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한화솔루션	36	51,818	23.2	4,757	60.9	6,080	187.7
한화생명	18	129,058	-5.7	6,775	204.1	5,017	208.3
한화에어로스페이스	34	28,988	30.6	1,984	170.4	1,861	461.0

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

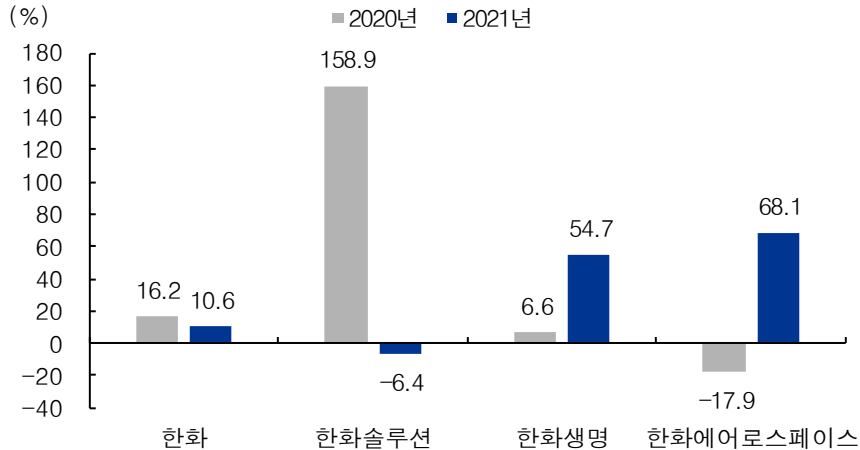
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한화건설	97	13,120	-24.5	89	-42.8	49	-41.7
한화호텔앤리조트	51	1,959	-33.0	-50	적지	-41	적지

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한화 (000880/매수/목표주가 50,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

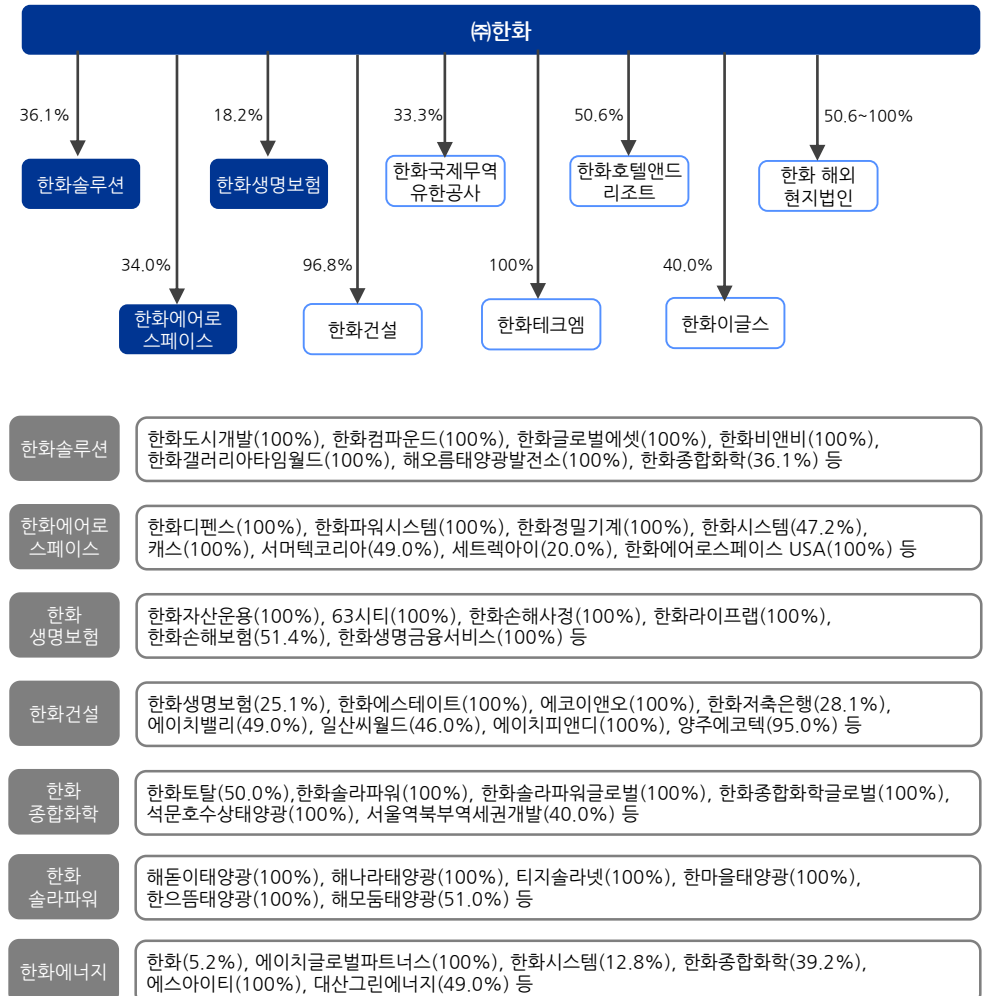


Valuation

항목	기업가치	비고
투자가치	63,455	
상징사	42,608	
한화솔루션	30,141	시가총액 x 지분율
한화생명	5,643	시가총액 x 지분율(한화 보유)
한화에어로스페이스	6,824	시가총액 x 지분율
비상장사	20,847	한화건설, 호텔앤드리조트 등 계열사 장부가액
브랜드 사용료	1,400	주요 계열사와 계약 내용을 참고해 IBK투자증권 추정
영업가치	19,278	2021년 자체사업 예상 EBITDA에 5x 적용
순차입금	25,243	2021년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	75	보통주 기준이며, 자사주 포함
적정주가	50,386	할인율은 상장사 30%, 비상장사 40% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



한화 (000880/매수/목표주가 50,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	50,412	50,926	52,291	54,268	56,888
증가율(%)	3.4	1.0	2.7	3.8	4.8
매출원가	46,659	46,792	46,957	48,705	51,040
매출총이익	3,753	4,135	5,334	5,562	5,848
매출총이익률 (%)	7.4	8.1	10.2	10.2	10.3
판매비	2,627	2,552	2,772	2,844	2,930
판매비율(%)	5.2	5.0	5.3	5.2	5.2
영업이익	1,126	1,582	2,561	2,719	2,918
증가율(%)	-37.7	40.5	61.9	6.1	7.3
영업이익률(%)	2.2	3.1	4.9	5.0	5.1
순금융손익	-438	-400	-355	-355	-351
이자손익	-507	-455	-388	-408	-401
기타	69	55	33	53	50
기타영업외손익	-673	-268	380	241	266
종속/관계기업손익	239	190	409	466	501
세전이익	253	1,104	2,995	3,071	3,334
법인세	22	363	881	875	950
법인세율	9	33	29	29	29
계속사업이익	231	741	2,114	2,196	2,384
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	231	741	2,114	2,196	2,384
증가율(%)	-71.1	220.5	185.5	3.8	8.6
당기순이익률 (%)	0.5	1.5	4.0	4.0	4.2
지배주주당기순이익	90	214	839	922	1,073
기타포괄이익	933	-230	-913	0	0
총포괄이익	1,164	511	1,202	2,196	2,384
EBITDA	2,299	2,848	3,829	3,933	4,131
증가율(%)	-16.9	23.9	34.5	2.7	5.0
EBITDA마진율(%)	4.6	5.6	7.3	7.2	7.3

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	16,305	16,208	18,504	19,576	20,704
현금및현금성자산	4,575	5,533	6,355	7,301	8,301
유가증권	671	355	409	409	409
매출채권	3,950	3,310	3,928	3,863	3,853
재고자산	3,916	4,114	4,747	4,791	4,802
비유동자산	18,698	18,893	19,896	20,539	21,238
유형자산	11,462	11,305	11,446	11,597	11,752
무형자산	2,522	2,477	2,519	2,524	2,527
투자자산	2,687	2,643	3,313	3,782	4,286
자산총계	182,286	191,178	196,599	198,360	200,266
유동부채	16,003	15,652	15,003	14,869	14,681
매입채무및기타채무	2,391	2,132	2,325	2,303	2,229
단기차입금	3,977	4,085	3,499	3,464	3,447
유동성장기부채	3,264	2,980	2,415	2,405	2,375
비유동부채	12,404	12,476	13,451	13,364	13,257
사채	3,322	3,460	3,968	3,938	3,888
장기차입금	3,564	3,470	3,864	3,844	3,824
부채총계	164,022	172,671	175,453	175,084	174,671
지배주주지분	4,425	4,510	4,947	5,804	6,812
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	486	523	549	549	549
자본조정등	20	17	10	10	10
기타포괄이익누계액	-171	-272	-673	-673	-673
이익잉여금	3,601	3,753	4,572	5,429	6,436
비지배주주지분	13,839	13,998	16,199	17,472	18,783
자본총계	18,264	18,507	21,146	23,276	25,595
비이자부채	149,895	158,676	161,706	161,432	161,136
총차입금	14,127	13,995	13,747	13,652	13,535
순차입금	8,881	8,107	6,982	5,941	4,824

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,518	3,443	2,770	2,648	2,703
당기순이익	231	741	2,114	2,196	2,384
비현금성 비용 및 수익	4,679	4,527	1,257	862	796
유형자산감가상각비	1,006	1,090	1,090	1,049	1,045
무형자산상각비	167	177	178	165	167
운전자본변동	-5,168	-5,486	-1,894	-3	-77
매출채권등의 감소	40	176	-532	65	10
재고자산의 감소	-6	-151	-609	-44	-11
매입채무등의 증가	142	-218	79	-22	-74
기타 영업현금흐름	2,776	3,661	1,293	-407	-400
투자활동 현금흐름	-3,988	-1,887	-4,244	-1,585	-1,616
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,707	-1,248	-1,255	-1,200	-1,200
유형자산의 감소	63	143	58	0	0
무형자산의 감소(증가)	-212	-230	-266	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	-779	-694	-359	-3	-3
기타	-1,353	142	-2,422	-212	-243
재무활동 현금흐름	992	-549	1,433	-116	-87
차입금의 증가(감소)	1,250	158	496	-20	-20
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-258	-707	937	-97	-68
기타 및 조정	-6	-49	863	-1	0
현금의 증가	-484	958	822	946	1,000
기초현금	5,059	4,575	5,533	6,355	7,301
기말현금	4,575	5,533	6,355	7,301	8,301

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	919	2,184	8,573	9,419	10,957
BPS	45,198	46,059	50,530	59,282	69,572
DPS	700	700	700	700	700
밸류에이션(배)					
PER	27.2	13.0	3.7	3.4	2.9
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.8	8.6	6.8	6.7	6.4

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	3.4	1.0	2.7	3.8	4.8
EPS증가율	-80.8	137.7	292.6	9.9	16.3
수익성지표(%)					
배당수익률	2.8	2.5	2.0	2.0	2.0
ROE	2.1	4.8	17.8	17.2	17.0
ROA	0.1	0.4	1.1	1.1	1.2
ROIC	1.5	4.8	13.4	13.2	14.0

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	898.1	933.0	829.7	752.2	682.4
순차입금 비율(%)	48.6	43.8	33.0	25.5	18.8
이자보상배율(배)	2.3	3.4	6.1	6.2	6.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.7	14.0	14.4	13.9	14.7
재고자산회전율	12.9	12.7	11.8	11.4	11.9
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

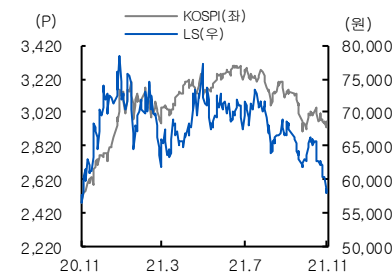
LS (006260/매수/목표주가 93,000원)

발주 시장 확대가 수주 증가로 이어질 경쟁력

매수 (유지)	
목표주가	93,000원
현재가 (11/12)	58,500원
KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	1,884십억원
발행주식수	32,200천주
액면가	5,000원
52주 최고가	78,500원
최저가	56,600원
60일 평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	14.6%
배당수익률 (2021F)	2.2%

주주구성	
구자열 외 43 인	32.23%
국민연금공단	13.34%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-16%	-15%
절대기준	-7%	-21%	2%



■ 현안

- 글로벌 경기 회복을 위한 인프라 투자 확대
- 신성장동력(전기차 배선 등) 적극적으로 육성

■ 전망

- 코로나 재확산으로 글로벌 전선 발주시장에 차질이 발생함에도 양질의 수주 실적을 유지. 발주 시장이 정상화되었을때 LS그룹의 수주 규모도 늘어날 것으로 예상. 초고압전력선과 해저케이블, HVDC, 특수 전선 등 후발업체가 따라오기 힘든 기술력이 요구되는 제품 생산력과 시공 능력을 보유
- 원자재 가격은 강세가 지속될 전망
- 코로나로 인해 주식상장을 미뤘던 LS이브이코리아 상장 재 추진 가능성

■ 투자포인트

- 원자재가격이 상승세를 유지함에도 주가는 상승 탄력을 이어가지 못함. 수주 증가와 함께 실적 개선이 주가 상승을 기대할 수 있는 투자 포인트인데, 코로나 영향이 완화되면서 발주가 재개되어 사업환경이 개선될 전망
- 북미 인프라 투자 확대로 북미 소재 전선 계열사의 실적 개선 전망
- 내부거래위원회의 기능을 확대 개편한 ESG위원회 설치. ESG는 우수 지속가능경영 체제로 특히 사회분야에 높은 평가

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	10,176	10,444	12,940	13,681	14,440
영업이익	352	419	625	701	786
세전이익	160	303	473	544	636
지배주주순이익	25	127	257	278	320
EPS(원)	787	3,939	7,991	8,624	9,949
증가율(%)	-93.7	400.8	102.8	7.9	15.4
영업이익률(%)	3.5	4.0	4.8	5.1	5.4
순이익률(%)	0.9	1.9	2.9	2.9	3.2
ROE(%)	0.8	3.9	7.6	7.7	8.3
PER	60.8	18.1	7.2	6.7	5.8
PBR	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.7	8.6	6.4	5.8	5.2

LS (006260/매수/목표주가 93,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	1,745	86.3	142.2	721
영업이익	1,524	101.9	208.7	494
순이익	1,493	97.6	218.1	469

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	62,452	16.4	22.9	50,808
영업이익	2,827	54.7	83.8	1,538
순이익	2,127	54.5	273.3	570

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
LS Electric	46	12,327	-0.1	704	-11.2	534	17.5
LS전선아시아	55	3,773	41.2	147	87.8	82	106.0

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

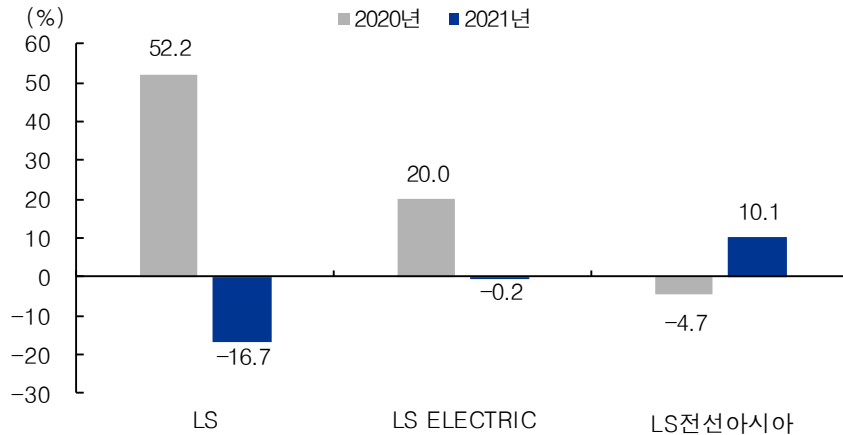
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
LS전선	89	29,316	23.6	1,162	38.6	430	2.9
LS니꼬동제련	50	46,560	25.4	-	-	933	4.9
LS아이앤디	92	15,875	55.0	825	흑전	500	흑전

주: 2021년 상반기 연결 기준
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

LS (006260/매수/목표주가 93,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

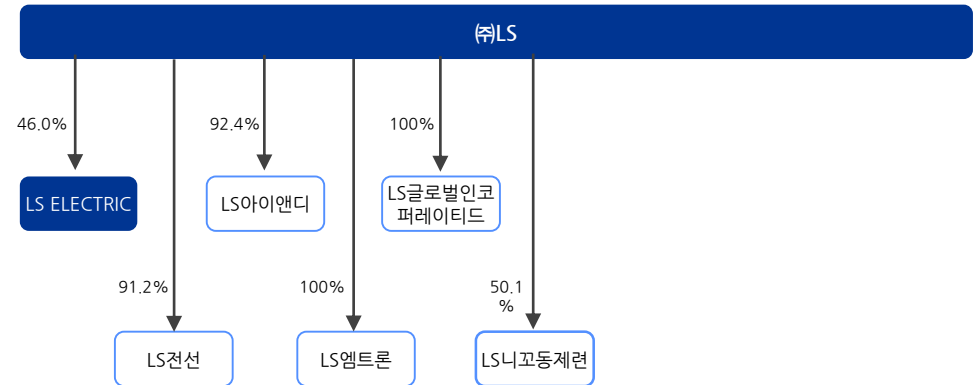


Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	40,226	LS아이앤디 가치(장부가액) 포함
LS전선	17,044	예상 EPS에 PER 20x. 지분율이 89%에서 91%로 상승
LS ELECTRIC	6,018	시가총액
LS엠트론	4,833	장부가액
LS니꼬동제련	10,434	수익가치를 근거로 시가총액 추정. 2021년 EPS에 PER 12x 적용
순차입금	3,401	2021년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	32	보통주 기준(자사주 포함)
적정주가	91,776	할인율 전선과 동제련 20%, ELECTRIC 30%

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



LS 전선

LS전선아시아(54.6%), 가온전선(46.6%), LS이브이코리아(53.0%), LS머트리얼즈(100%), LS빌드윈(100%), 지애피(100%), JS전선(69.9%), LS홍치전람유한공사(100%) 등

LS ELECTRIC

LS메카피온(85.6%), LS사우타(90.0%), LS메탈(100%), 에이씨엔티시스템(58.0%), LS ITC(100%) 등

LS아이앤디

Cyprus Investments(100%)

Cyprus Investments

Superior Essex(100%)

LS엠트론

신대성전기(100%), 캐스코(98%), 팜모아(100%), 농가온(100%), LS Tractor USA(100%), 엘에스에이홀딩스(40%) 등

LS니꼬동제련

토리컴(100%), 지알엠(100%), 선우(100%), 씨에스마린(100%), KLS Ltd(50%), PRM(66%) 등

LS (006260/매수/목표주가 93,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	10,176	10,444	12,940	13,681	14,440
증가율(%)	0.7	2.6	23.9	5.7	5.5
매출원가	8,926	9,153	11,274	11,895	12,540
매출총이익	1,250	1,291	1,665	1,786	1,900
매출총이익률(%)	12.3	12.4	12.9	13.1	13.2
판매비	978	955	1,120	1,161	1,194
판매비율(%)	9.6	9.1	8.7	8.5	8.3
영업이익	352	419	625	701	786
증가율(%)	-30.9	19.1	49.1	12.2	12.0
영업이익률(%)	3.5	4.0	4.8	5.1	5.4
순금융손익	-94	-96	-105	-111	-104
이자손익	-122	-101	-102	-111	-104
기타	28	5	-3	0	0
기타영업외손익	-98	-20	-46	-47	-45
종속/관계기업손익	0	0	36	76	80
세전이익	160	303	473	544	636
법인세	64	108	95	141	172
법인세율	40	36	20	26	27
계속사업이익	96	195	378	402	464
중단사업손익	-3	-1	0	0	0
당기순이익	93	195	378	402	464
증가율(%)	-81.0	109.8	94.0	6.5	15.4
당기순이익률(%)	0.9	1.9	2.9	2.9	3.2
지배주주당기순이익	25	127	257	278	320
기타포괄이익	5	21	-15	0	0
총포괄이익	97	216	363	402	464
EBITDA	655	710	929	1,005	1,084
증가율(%)	-15.6	8.5	30.8	8.1	7.9
EBITDA마진율(%)	6.4	6.8	7.2	7.3	7.5

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	787	3,939	7,991	8,624	9,949
BPS	98,330	101,468	108,345	115,719	124,417
DPS	1,450	1,450	1,450	1,450	1,450
밸류에이션(배)					
PER	60.8	18.1	7.2	6.7	5.8
PBR	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.7	8.6	6.4	5.8	5.2

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,016	6,692	7,672	7,833	8,057
현금및현금성자산	1,017	1,564	1,798	1,979	2,253
유가증권	138	142	404	404	404
매출채권	2,426	2,347	2,460	2,456	2,429
재고자산	1,512	1,655	1,996	1,979	1,956
비유동자산	4,747	4,968	5,117	5,246	5,381
유형자산	2,283	2,387	2,463	2,510	2,558
무형자산	593	624	636	640	646
투자자산	1,512	1,582	1,644	1,720	1,800
자산총계	10,764	11,661	12,789	13,079	13,438
유동부채	3,973	4,341	5,052	5,001	4,956
매입채무및기타채무	1,127	1,306	1,378	1,357	1,369
단기차입금	1,086	1,245	1,576	1,568	1,563
유동성장기부채	877	666	852	842	802
비유동부채	2,519	2,872	2,961	2,940	2,920
사채	1,371	1,575	1,756	1,756	1,756
장기차입금	811	809	713	693	673
부채총계	6,492	7,212	8,014	7,941	7,876
지배주주지분	3,166	3,267	3,489	3,726	4,006
자본금	161	161	161	161	161
자본잉여금	306	303	302	302	302
자본조정등	-71	-70	-71	-71	-71
기타포괄이익누계액	-38	-26	-19	-19	-19
이익잉여금	2,809	2,900	3,115	3,353	3,633
비지배주주지분	1,105	1,181	1,287	1,412	1,555
자본총계	4,271	4,448	4,776	5,138	5,562
비이자부채	2,291	2,853	3,055	3,020	3,020
총차입금	4,201	4,359	4,959	4,921	4,856
순차입금	3,047	2,652	2,756	2,538	2,199

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	0.7	2.6	23.9	5.7	5.5
EPS증가율	-93.7	400.8	102.8	7.9	15.4
수익성지표(%)					
배당수익률	3.0	2.0	2.2	2.2	2.2
ROE	0.8	3.9	7.6	7.7	8.3
ROA	0.9	1.7	3.1	3.1	3.5
ROIC	1.6	3.5	6.7	6.8	7.8

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	304	701	433	679	793
당기순이익	93	195	378	402	464
비현금성 비용 및 수익	561	483	437	385	368
유형자산감가상각비	252	247	261	263	257
무형자산상각비	51	44	43	41	42
운전자본변동	-127	80	-287	2	65
매출채권등의 감소	-30	5	-39	4	28
재고자산의 감소	-30	-151	-321	18	23
매입채무등의 증가	108	193	24	-21	12
기타 영업현금흐름	-223	-57	-95	-110	-104
투자활동 현금흐름	-166	-277	-656	-333	-370
유형자산의 증가(CAPEX)	-311	-282	-321	-310	-305
유형자산의 감소	39	4	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-26	-23	-32	-45	-48
투자자산의 감소(증가)	-7	11	-274	0	0
기타	139	13	-30	22	-17
재무활동 현금흐름	47	125	447	-165	-148
차입금의 증가(감소)	961	905	621	-20	-20
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-914	-780	-174	-145	-128
기타 및 조정	6	-2	10	-1	-1
현금의 증가	191	547	234	180	274
기초현금	827	1,017	1,564	1,798	1,979
기말현금	1,017	1,564	1,798	1,979	2,253

안정성 및 활동성 지표

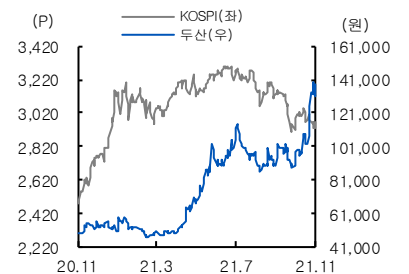
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	152.0	162.1	167.8	154.6	141.6
순차입금 비율(%)	71.3	59.6	57.7	49.4	39.5
이자보상배율(배)	1.9	2.7	4.1	3.9	4.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.2	4.4	5.4	5.6	5.9
재고자산회전율	6.7	6.6	7.1	6.9	7.3
총자산회전율	1.0	0.9	1.1	1.1	1.1

두산 (000150/매수/목표주가 180,000원)

업황 턴어라운드는 높은 제품 기술력을 가진 기업에게 좋은 기회

매수 (유지)	
목표주가	180,000원
현재가 (11/12)	138,500원
KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	2,741십억원
발행주식수	21,413천주
액면가	5,000원
52주 최고가	140,000원
최저가	46,650원
60일 평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	10.5%
배당수익률 (2021F)	2.1%
주주구성	
박정원 외 29 인	47.23%
국민연금공단	8.59%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	52%	119%	136%
절대기준	55%	106%	184%



■ 현안

- 전자 사업의 성장
- 비상장 계열사의 성장전략

■ 전망

- 적극적인 자산 유동화로 재무적 부담 경감
- 주력 자회사 업황 개선 및 역할 기대
- 자체 사업의 전자사업 실적 개선

■ 투자포인트

- 사업 및 지배구조 변화로 선택과 집중의 압축 경영
- 자체사업의 전자 사업은 전방산업의 수요 증가와 제품 구성 다변화로 매출처가 확대되면서 실적 개선 지속
- 비상장 계열사(모빌리티, 로보틱스, 로지스틱스) 매출이 3배 가까이 늘어난 점은 의미를 부여하기 충분
- 재무적 부담이 경감된 후 주가가 크게 회복. 주력 자회사의 경쟁력 제고에 따라 주력 자회사에 적용한 할인율을 조정할 필요가 생겼고, 그렇게 해도 큰 무리가 없어 보이나 그럼에도 다른 지주의 할인율보다는 10%p 여전히 높음
- ESG A등급. DJSI 아시아 지역 7년 연속 편입

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	18,042	16,969	13,797	14,707	15,447
영업이익	1,229	275	1,082	1,143	1,266
세전이익	139	-899	873	910	1,035
지배주주순이익	420	-553	306	278	352
EPS(원)	18,218	-25,839	14,287	12,997	16,430
증가율(%)	-481.2	-241.8	-155.3	-9.0	26.4
영업이익률(%)	6.8	1.6	7.8	7.8	8.2
순이익률(%)	2.4	-5.7	5.9	4.2	4.6
ROE(%)	23.5	-34.3	17.3	13.9	15.4
PER	3.9	-2.0	9.2	10.1	8.0
PBR	1.0	0.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.6	17.2	9.3	9.1	8.5

두산 (000150/매수/목표주가 180,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	4,777	7.7	-56.8	11,056
영업이익	652	흑전	-43.5	1,154
순이익	1,423	53.1	63.1	873

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	68,103	-18.3	-21.1	86,363
영업이익	5,725	224.9	479.5	988
순이익	6,024	흑전	흑전	-6,170

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
두산중공업	48	56,521	-24.0	5,078	8,122.0	4,501	흑전

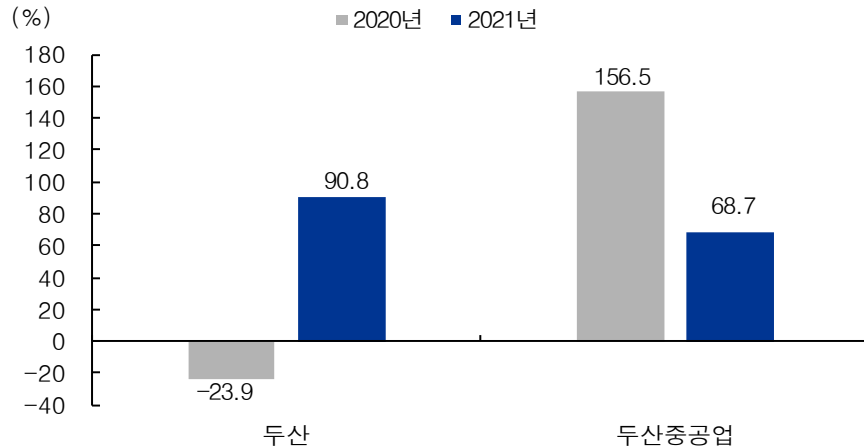
주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적

단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

두산 (000150/매수/목표주가 180,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

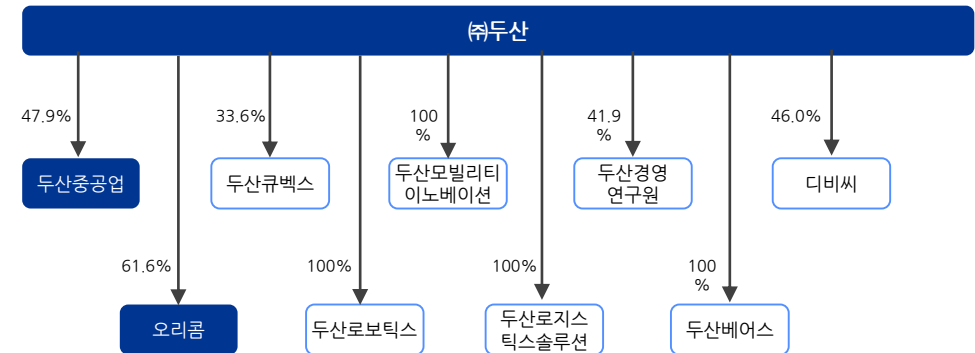


Valuation

항목	기업가치	비고
계열사 가치	53,722	
상장계열사	54,514	두산중공업과 오리콤 시가총액
비상장계열사	1,668	모빌리티, 로지스틱솔루션의 장부가액 기준 가치 포함
자체사업 가치	7,915	2021년 예상 EBITDA에 multiple 5x 적용
순차입금	11,223	2021년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	17	보통주 기준(자사주 포함)
적정주가	182,975	상장계열사에 할인율 40%, 비상장 계열사에 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



두산중공업

두산퓨얼셀(30.3%), 두산밥캣(51.1%), 두산건설(100%), 두산메카텍(100%), 오성파워오엔엠(100%) 등

오리콤

한컴(100%) 등

두산큐백스

밸류그로스(30.5%)

두산 (000150/매수/목표주가 180,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	18,042	16,969	13,797	14,707	15,447
증가율(%)	3.4	-5.9	-18.7	6.6	5.0
매출원가	14,967	14,541	11,444	11,725	12,281
매출총이익	3,075	2,428	2,352	2,981	3,166
매출총이익률 (%)	17.0	14.3	17.0	20.3	20.5
판매비	1,846	2,153	1,270	1,838	1,900
판매비율(%)	10.2	12.7	9.2	12.5	12.3
영업이익	1,229	275	1,082	1,143	1,266
증가율(%)	4.4	-77.6	293.5	5.6	10.8
영업이익률(%)	6.8	1.6	7.8	7.8	8.2
순금융손익	-665	-651	-137	-175	-176
이자손익	-538	-503	-379	-322	-307
기타	-127	-148	242	147	131
기타영업외손익	-412	-508	-77	-66	-62
총속/관계기업손익	-13	-15	5	8	7
세전이익	139	-899	873	910	1,035
법인세	237	71	292	291	331
법인세율	171	-8	33	32	32
계속사업이익	-97	-971	581	618	704
중단사업손익	530	7	236	0	0
당기순이익	433	-964	817	618	704
증가율(%)	-227.2	-322.6	-184.8	-24.3	13.8
당기순이익률 (%)	2.4	-5.7	5.9	4.2	4.6
지배주주당기순이익	420	-553	306	278	352
기타포괄이익	191	193	197	0	0
총포괄이익	624	-771	1,014	618	704
EBITDA	1,920	960	1,687	1,694	1,809
증가율(%)	6.7	-50.0	75.7	0.4	6.8
EBITDA마진율(%)	10.6	5.7	12.2	11.5	11.7

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	11,048	12,598	11,572	11,913	12,234
현금및현금성자산	1,841	2,707	3,098	3,370	3,632
유가증권	296	439	582	582	582
매출채권	2,524	2,256	1,807	1,851	1,896
재고자산	2,682	2,422	2,065	2,104	2,149
비유동자산	18,122	17,519	15,777	16,040	16,289
유형자산	7,953	6,982	6,019	6,140	6,227
무형자산	7,358	8,158	7,550	7,637	7,752
투자자산	1,715	1,357	1,354	1,408	1,453
자산총계	29,170	30,118	27,348	27,953	28,523
유동부채	16,206	15,808	12,674	12,766	12,717
매입채무및기타채무	3,090	2,404	2,096	2,304	2,417
단기차입금	4,614	6,296	5,288	5,182	5,053
유동성장기부채	3,761	2,431	1,119	1,129	1,139
비유동부채	6,144	6,600	5,599	5,519	5,462
사채	1,134	2,134	934	904	854
장기차입금	2,259	1,195	1,555	1,505	1,495
부채총계	22,350	22,408	18,272	18,285	18,179
지배주주지분	1,563	1,660	1,874	2,126	2,450
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	732	1,091	978	978	978
자본조정등	-1,193	-1,195	-1,196	-1,196	-1,196
기타포괄이익누계액	649	480	489	489	489
이익잉여금	1,251	1,159	1,479	1,730	2,055
비지배주주지분	5,257	6,050	7,202	7,542	7,894
자본총계	6,820	7,710	9,076	9,668	10,344
비이자부채	10,367	9,908	8,795	8,984	9,058
총차입금	11,983	12,500	9,477	9,301	9,121
순차입금	9,846	9,354	5,796	5,349	4,906

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	784	127	158	1,209	1,200
당기순이익	433	-964	817	618	704
비현금성 비용 및 수익	1,624	2,430	1,234	784	774
유형자산감가상각비	500	490	406	359	373
무형자산상각비	190	195	199	192	170
운전자본변동	-541	-719	-1,168	128	29
매출채권등의 감소	-15	13	-754	-44	-45
재고자산의 감소	-296	366	-537	-40	-44
매입채무등의 증가	-515	-640	310	209	113
기타 영업현금흐름	-732	-620	-725	-321	-307
투자활동 현금흐름	-936	-343	5,633	-791	-755
유형자산의 증가(CAPEX)	-572	-567	-469	-480	-460
유형자산의 감소	163	266	20	0	0
무형자산의 감소(증가)	-431	-258	-257	-280	-285
투자자산의 감소(증가)	-81	935	-111	-46	-38
기타	-15	-719	6,450	15	28
재무활동 현금흐름	-344	1,152	-4,746	-145	-182
차입금의 증가(감소)	-1,155	-831	-64	-50	-10
자본의 증가	0	0	0	-6	0
기타	811	1,983	-4,682	-89	-172
기타 및 조정	-119	-69	-655	-1	0
현금의 증가	-615	867	390	272	263
기초현금	2,456	1,841	2,707	3,098	3,370
기말현금	1,841	2,707	3,098	3,370	3,632

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	18,218	-25,839	14,287	12,997	16,430
BPS	72,969	77,507	87,529	99,264	114,430
DPS	5,200	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	3.9	-2.0	9.2	10.1	8.0
PBR	1.0	0.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.6	17.2	9.3	9.1	8.5

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	3.4	-5.9	-18.7	6.6	5.0
EPS증가율	-481.2	-241.8	-155.3	-9.0	26.4
수익성지표(%)					
배당수익률	7.4	3.8	2.1	2.1	2.1
ROE	23.5	-34.3	17.3	13.9	15.4
ROA	1.5	-3.3	2.8	2.2	2.5
ROIC	2.7	-6.0	5.4	4.3	4.9

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	327.7	290.7	201.3	189.1	175.7
순차입금 비율(%)	144.4	121.3	63.9	55.3	47.4
이자보상배율(배)	2.1	0.5	2.5	3.0	3.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.1	6.8	8.0	8.2
재고자산회전율	6.8	6.6	6.2	7.1	7.3
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

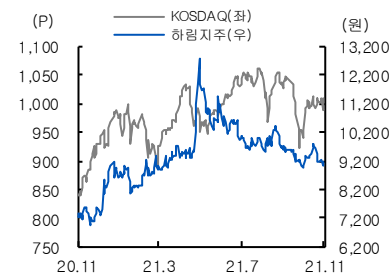
하림지주 (003380/매수/목표주가 14,000원)

불확실성이 해소되어 가는 중

매수 (유지)	
목표주가	14,000원
현재가 (11/12)	9,190원
KOSDAQ (11/12)	1,009.07pt
시가총액	849십억원
발행주식수	92,342천주
액면가	100원
52주 최고가	12,800원
최저가	6,960원
60일 평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	4.4%
배당수익률 (2021F)	0.5%

주주구성
김홍국 외 18 인 51.50%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-27%	4%
절대기준	3%	-24%	24%



■ 현안

- 식품 사업 성과
- 물류 단지 구체화

■ 전망

- 주력 사업 개선
- 사업 계열화로 시장 지배력 강화
- 식품 사업은 사업 다각화 측면에서 의미가 있으나, 신규 업체로 어려움 예상
- 하림USA 개선 및 양재동 물류센터 부지 개발 기대

■ 투자포인트

- 수익 가치는 개선되었고, 주력 산업에서의 경쟁력과 위상을 고려할 때 앞으로도 개선될 전망
- 식품 사업은 사업 초기로 시장 안착에 주력하는데, 가변적인 시장 상황과 후발 사업자라는 구조적 문제는 부담
- 공정거래위원회의 일감 몰아주기 조사 결과는 불확실성의 해소로 해석할 수 있음
- ESG A. 환경과 사회 부문 등급이 상대적으로 낮고, 공정거래위원회의 조사 결과도 나온 상황에서 적극 대응 필요

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	7,350	7,723	9,789	10,563	11,221
영업이익	307	354	592	653	701
세전이익	134	225	525	593	654
지배주주순이익	56	55	236	256	275
EPS(원)	594	590	2,556	2,773	2,983
증가율(%)	-49.3	-0.7	333.2	8.5	7.6
영업이익률(%)	4.2	4.6	6.0	6.2	6.2
순이익률(%)	1.3	2.3	4.5	4.5	4.5
ROE(%)	3.2	3.2	12.9	12.2	11.7
PER	14.4	15.3	3.5	3.3	3.0
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.2	9.1	7.2	6.8	6.5

하림지주 (003380/매수/목표주가 14,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	361	538.9	278.9	95
영업이익	294	흑전	777.3	33
순이익	271	흑전	흑전	-22

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	46,488	18.5	22.3	38,003
영업이익	2,774	61.8	52.0	1,825
순이익	2,227	129.4	191.0	765

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
하림	57	5,132	24.6	178	흑전	146	흑전
선진	50	8,042	31.6	559	12.6	342	-7.3
팜스코	56	7,301	13.1	370	32.3	298	177.7
팬오션	55	18,099	45.7	1,609	57.6	1,457	134.1
엔에스쇼핑	48	2,825	0.7	-54	적전	-195	적전

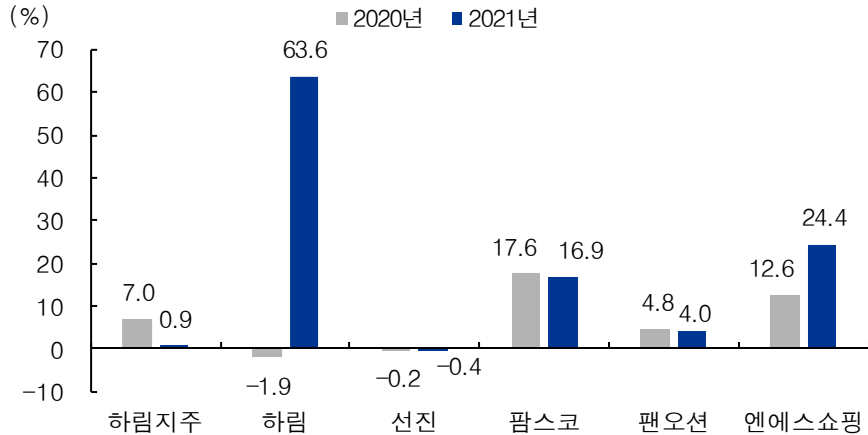
주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
제일사료	88	-		-		-	

하림지주 (003380/매수/목표주가 14,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

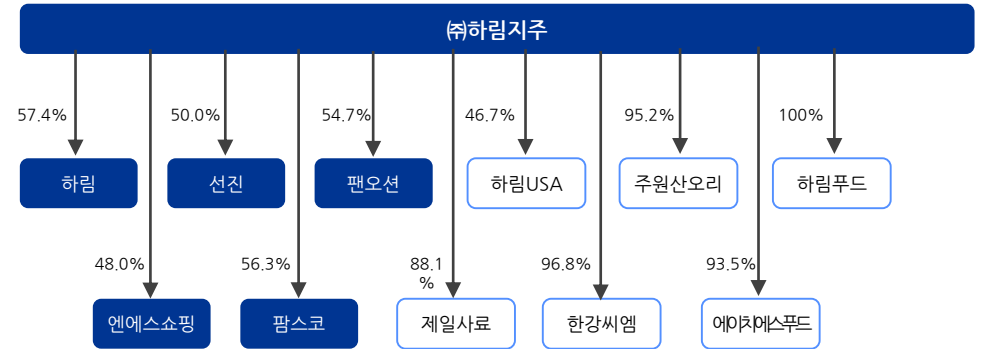


Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	27,591	
상장계열사	23,911	팬오션, 하림, 엔에스쇼핑, 선진, 팜스코 시가총액에 지분을 적용
비상장계열사	3,680	제일사료 포함한 비상장계열사의 장부가액
순차입금	6,220	2020년말 별도 재무제표 기준
주식수	92	
적정주가	13,840	상장계열사 30%, 비상장계열사 40% 할인율 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



하림

에이치비씨(90.0%), 하림애니멀클리닉(100%), 싱그린에프에스(100%), 비엔피(90%) 등

엔에스쇼핑

하림산업(100%), 엔디(100%), 엔바이콘(100%), 엔에스쇼핑미디어센터(100%), 예버미라클(60.9%), 글라이드(100%), NS International China(100%) 등

선진

선진한마을(89.4%), 선진팜(100%), 선진FS(100%), 선진행(100%), 봉산지피(505%), 선진브릿지랩(100%), 선진비나(100%), 선진미안마(90.0%), 선진필리핀(100%) 등

팜스코

팜엔코(90.0%), 팜스코바이오인티(97.4%), 팜스코푸드(100%), 하이포크스마트팜(94.0%), 대성축산영농조합법인(50.7%), 하림팜스코 인도네시아(100%), 팜스코 피드 인도네시아(72.7%) 등

팬오션

포스에스엠(100%), 팬오션 해외법인(100%, 미국, 싱가포르, 중국, 일본, 브라질) 등

제일사료

피그앤그린(90.0%), 한국섬벤(100%), 하림펫푸드(100%), 하림요성사료유한공사(100%), 소주하림사료(100%) 등

하림지주 (003380/매수/목표주가 14,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	7,350	7,723	9,789	10,563	11,221
증가율(%)	-0.1	5.1	26.7	7.9	6.2
매출원가	6,014	6,291	8,084	8,746	9,302
매출총이익	1,337	1,432	1,704	1,817	1,919
매출총이익률 (%)	18.2	18.5	17.4	17.2	17.1
판매비	1,030	1,078	1,112	1,164	1,217
판매비율(%)	14.0	14.0	11.4	11.0	10.8
영업이익	307	354	592	653	701
증가율(%)	-13.6	15.5	67.3	10.2	7.4
영업이익률(%)	4.2	4.6	6.0	6.2	6.2
순금융손익	-129	-121	-62	-57	-56
이자손익	-116	-103	-166	-147	-143
기타	-13	-18	104	90	87
기타영업외손익	-43	-14	-30	-26	-19
중속/관계기업손익	-1	5	24	23	27
세전이익	134	225	525	593	654
법인세	39	52	89	119	144
법인세율	29	23	17	20	22
계속사업이익	95	174	436	474	510
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	95	174	436	474	510
증가율(%)	-51.3	83.5	150.9	8.9	7.6
당기순이익률 (%)	1.3	2.3	4.5	4.5	4.5
지배주주당기순이익	56	55	236	256	275
기타포괄이익	71	-146	92	0	0
총포괄이익	166	27	528	474	510
EBITDA	639	711	946	1,014	1,078
증가율(%)	2.1	11.2	33.1	7.1	6.3
EBITDA마진율(%)	8.7	9.2	9.7	9.6	9.6

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	594	590	2,556	2,773	2,983
BPS	18,633	18,343	21,355	24,087	27,029
DPS	50	50	50	50	50
밸류에이션(배)					
PER	14.4	15.3	3.5	3.3	3.0
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.2	9.1	7.2	6.8	6.5

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,528	2,679	3,406	3,511	3,691
현금및현금성자산	565	723	962	1,016	1,079
유가증권	207	82	171	180	196
매출채권	597	633	0	0	0
재고자산	564	524	580	603	625
비유동자산	6,088	6,685	7,272	7,573	7,877
유형자산	4,820	5,323	5,807	6,075	6,328
무형자산	376	347	353	353	353
투자자산	143	213	174	198	226
자산총계	8,616	9,364	10,678	11,084	11,568
유동부채	3,296	3,764	4,451	4,383	4,353
매입채무및기타채무	317	376	365	370	375
단기차입금	1,837	1,903	2,088	2,057	2,054
유동성장기부채	584	754	902	872	852
비유동부채	1,870	2,145	2,264	2,268	2,276
사채	514	406	242	242	242
장기차입금	545	533	1,796	1,796	1,796
부채총계	5,166	5,909	6,715	6,650	6,629
지배주주지분	1,744	1,694	1,972	2,224	2,496
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	934	914	907	907	907
자본조정등	-249	-244	-244	-244	-244
기타포괄이익누계액	62	-18	34	34	34
이익잉여금	987	1,033	1,266	1,519	1,790
비지배주주지분	1,706	1,761	1,991	2,209	2,443
자본총계	3,449	3,455	3,963	4,433	4,939
비이자부채	992	1,228	1,584	1,580	1,582
총차입금	4,174	4,681	5,131	5,070	5,047
순차입금	3,402	3,876	3,997	3,874	3,772

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-0.1	5.1	26.7	7.9	6.2
EPS증가율	-49.3	-0.7	333.2	8.5	7.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	3.2	3.2	12.9	12.2	11.7
ROA	1.1	1.9	4.3	4.4	4.5
ROIC	1.7	2.9	6.9	7.0	7.2

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	434	670	1,065	732	779
당기순이익	95	174	436	474	510
비현금성 비용 및 수익	544	600	476	421	424
유형자산감가상각비	316	339	354	361	377
무형자산상각비	17	17	0	0	0
운전자본변동	-29	46	362	-16	-12
매출채권등의 감소	-101	-121	0	0	0
재고자산의 감소	34	37	-4	-24	-22
매입채무등의 증가	21	110	365	5	5
기타 영업현금흐름	-176	-150	-209	-147	-143
투자활동 현금흐름	-516	-670	-783	-666	-749
유형자산의 증가(CAPEX)	-551	-672	-728	-630	-630
유형자산의 감소	4	30	47	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-8	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	90	-21	-2	-1	-2
기타	-54	1	-96	-35	-117
재무활동 현금흐름	5	167	-51	-12	33
차입금의 증가(감소)	-340	99	338	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	345	68	-389	-12	33
기타 및 조정	9	-9	8	0	0
현금의 증가	-68	158	239	54	63
기초현금	633	565	723	962	1,016
기말현금	565	723	962	1,016	1,079

안정성 및 활동성 지표

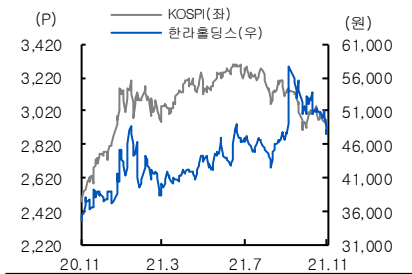
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	149.8	171.0	169.5	150.0	134.2
순차입금 비율(%)	98.6	112.2	100.9	87.4	76.4
이자보상배율(배)	2.0	2.9	3.3	4.0	4.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.6	12.6	30.9	0.0	0.0
재고자산회전율	12.6	14.2	17.7	17.9	18.3
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 75,000원)

자체사업 확장과 투자를 결정한 신규 사업으로 기업 가치 재평가

매수 (유지)	
목표주가	75,000원
현재가 (11/12)	48,200원
KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	505십억원
발행주식수	10,472천주
액면가	5,000원
52주 최고가	57,600원
최저가	34,500원
60일 평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	15.8%
배당수익률 (2021F)	4.3%
주주구성	
정몽원 외 7 인	28.48%
국민연금공단	7.50%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-7%	16%	17%
절대기준	-5%	9%	40%



■ 현안

- 확장 기반을 마련한 자체사업의 성장
- 지분 투자를 사업으로 연결

■ 전망

- 자동차 부품의 하이테크 기술을 주력 계열사 만도에 집중시킨 것은 기술의 집적도와 성장 발전에 긍정적
- 자체사업을 자동차 부품의 물류 중심에서 애프터마켓 부품, 보험사와 연계한 수입차 부품 등 취급 아이টে를 다양화하고, 유럽, 미국, 중국, 인도 등에 현지법인을 설립하여 지역 거점을 마련하여 성장 기반을 강화
- 2차전지 부품과 ESG 관련 업체에 지분을 투자한 것은 신규 사업을 마련하기 위한 발판
- 보유 현금의 54%를 집행하여 추가 투자 여력 보유

■ 투자포인트

- 기존 물류사업에서의 안정성과 신규 사업 아이টে와 해외 매출처로 자체 사업 성장성 확보
- 기대하던 보유 현금의 활용 방안이 확정되면서 투자 지분 가치 상승과 신규 사업으로의 확장성 기대
- 신규 투자 자산의 미래 가치를 반영하여 지주의 적정가치를 상향
- ESG B+로 상향된 지 3년째로 지배구조에 비해 상대적으로 환경과 사회부문에 역량을 집중하여 개선 기대

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	798	736	1,019	1,098	1,193
영업이익	75	91	161	181	203
세전이익	52	56	146	161	184
지배주주순이익	41	44	122	132	149
EPS(원)	3,918	4,206	11,628	12,639	14,186
증가율(%)	222.8	7.4	176.4	8.7	12.2
영업이익률(%)	9.4	12.4	15.8	16.5	17.0
순이익률(%)	5.1	6.0	12.0	12.0	12.5
ROE(%)	4.7	5.0	12.9	12.4	12.5
PER	11.7	8.9	4.1	3.8	3.4
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.1	9.0	4.9	4.2	3.4

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 75,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	3,478	4.6	48.0	2,351
영업이익	595	-28.6	1,033.6	52
순이익	925	87.7	2,827.5	32

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	4,900	10.5	67.5	2,925
영업이익	783	-15.3	흑전	-18
순이익	653	9.3	흑전	-156

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

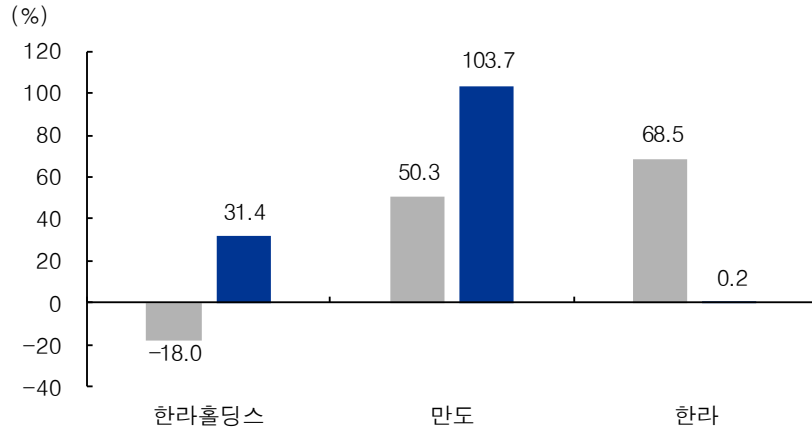
종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
만도	30	29,890	28.6	1,485	흑전	1,326	흑전
한라	16	6,991	-7.4	457	-9.1	332	9.0

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

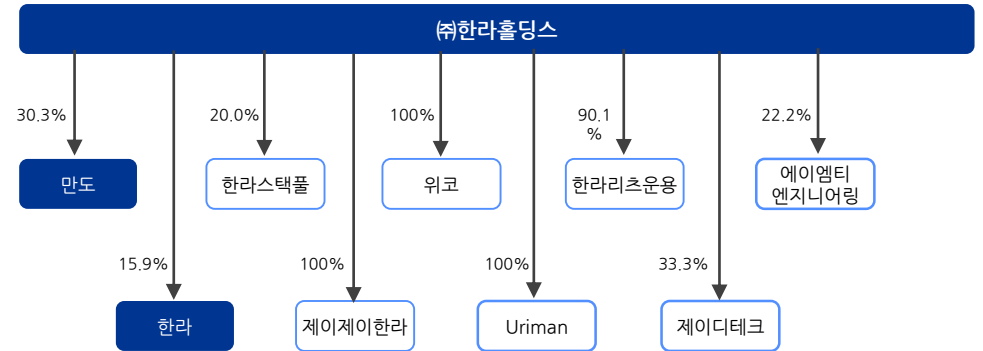
비상장 주요 계열사

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 75,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동



계열 구조 및 주요 계열사



만도

만도헬라(100%), 만도모빌리티솔루션즈(100%), 만도브로제(50.0%), 우리엠오토모티브(29.0%), 만도 해외현지법인(미국, 인도, 독일, 브라질, 폴란드, 멕시코, 71~100%) 등

한라

한라지엘에스(100%), 배곧신도시지역특성화타운(100%), 목포신항만운영(100%) 등

위코

넥스트레벨제1호사모투자합자회사(90.7%), 클로버사모투자합자회사(75.9%) 등

Valuation

항목	가치	내용
투자자산	14,600	상장기업과 비상장기업 가치
상장기업	11,058	만도와 한라 가치(시가총액 기준)
비상장기업	487	장부가액 기준
기타	3,055	위코(2,680억원)와 한라스택풀(375억원) 가치
영업가치	3,019	2021년 예상 EBITDA에 multiple 7x
순차입금	6,055	2021년 2분기 연결 재무제표(현금은 투자금액 1,340억원 제외)
적정가치	75,303	상장과 비상장 계열사에 30%, 50% 할인율 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한라홀딩스 (060980/매수/목표주가 75,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	798	736	1,019	1,098	1,193
증가율(%)	-9.9	-7.8	38.5	7.8	8.6
매출원가	639	568	766	824	890
매출총이익	159	167	253	275	303
매출총이익률(%)	19.9	22.7	24.8	25.0	25.4
판매비	83	77	93	94	100
판매비율(%)	10.4	10.5	9.1	8.6	8.4
영업이익	75	91	161	181	203
증가율(%)	30.1	20.3	77.0	12.5	12.2
영업이익률(%)	9.4	12.4	15.8	16.5	17.0
순금융손익	-25	-26	-28	-26	-25
이자손익	-25	-27	2	3	4
기타	0	1	-30	-29	-29
기타영업외손익	2	-9	13	6	7
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	52	56	146	161	184
법인세	10	12	24	29	36
법인세율	19	21	16	18	20
계속사업이익	42	44	122	132	149
중단사업손익	-1	0	0	0	0
당기순이익	41	44	122	132	149
증가율(%)	213.4	7.4	176.1	8.7	12.2
당기순이익률(%)	5.1	6.0	12.0	12.0	12.5
지배주주당기순이익	41	44	122	132	149
기타포괄이익	2	-12	20	0	0
총포괄이익	43	32	142	132	149
EBITDA	99	118	204	223	242
증가율(%)	46.3	19.6	73.0	9.1	8.7
EBITDA마진율(%)	12.4	16.0	20.0	20.3	20.3

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,918	4,206	11,628	12,639	14,186
BPS	84,613	84,687	96,270	106,983	119,237
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	11.7	8.9	4.1	3.8	3.4
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.1	9.0	4.9	4.2	3.4

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	322	372	518	596	711
현금및현금성자산	113	142	198	311	406
유가증권	1	8	79	11	13
매출채권	116	119	134	154	162
재고자산	81	88	89	96	105
비유동자산	1,438	1,589	1,567	1,565	1,561
유형자산	267	268	270	255	241
무형자산	24	46	40	35	30
투자자산	942	976	962	968	970
자산총계	1,760	1,962	2,085	2,161	2,271
유동부채	495	472	421	393	384
매입채무및기타채무	118	121	143	131	133
단기차입금	41	83	79	78	78
유동성장기부채	275	227	117	102	92
비유동부채	380	603	655	647	638
사채	152	288	308	298	288
장기차입금	139	109	165	165	165
부채총계	874	1,075	1,076	1,040	1,022
지배주주지분	886	887	1,008	1,120	1,249
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	265	265	265	265	265
자본조정등	-24	-34	-34	-34	-34
기타포괄이익누계액	-53	-64	-46	-46	-46
이익잉여금	643	665	768	880	1,009
비지배주주지분	0	0	1	1	1
자본총계	886	887	1,009	1,121	1,249
비이자부채	241	257	293	283	285
총차입금	633	818	783	757	737
순차입금	519	668	505	435	319

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-9.9	-7.8	38.5	7.8	8.6
EPS증가율	222.8	7.4	176.4	8.7	12.2
수익성지표(%)					
배당수익률	4.4	5.3	4.3	4.3	4.3
ROE	4.7	5.0	12.9	12.4	12.5
ROA	2.4	2.4	6.0	6.2	6.7
ROIC	12.3	12.7	34.8	39.2	42.4

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	46	23	151	165	196
당기순이익	41	44	122	132	149
비현금성 비용 및 수익	7	3	0	61	58
유형자산감가상각비	21	25	37	37	35
무형자산상각비	2	2	7	5	5
운전자본변동	1	-26	9	-32	-15
매출채권등의 감소	42	-7	-13	-20	-8
재고자산의 감소	-3	-10	0	-7	-9
매입채무등의 증가	-38	7	19	-11	2
기타 영업현금흐름	-3	2	20	4	4
투자활동 현금흐름	4	-52	-22	23	-39
유형자산의 증가(CAPEX)	-23	-10	-28	-22	-21
유형자산의 감소	0	4	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	3	-27	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	13	-7	7	-6	-2
기타	11	-12	-1	51	-16
재무활동 현금흐름	-24	58	-84	-74	-63
차입금의 증가(감소)	9	91	23	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	0
기타	-33	-33	-107	-73	-63
기타 및 조정	2	0	11	-1	0
현금의 증가	28	29	56	113	94
기초현금	86	113	142	198	311
기말현금	113	142	198	311	406

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	98.7	121.2	106.7	92.8	81.8
순차입금 비율(%)	58.6	75.3	50.0	38.8	25.5
이자보상배율(배)	2.9	3.2	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.8	6.3	8.1	7.6	7.6
재고자산회전율	10.0	8.7	11.5	11.9	11.9
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5

일진홀딩스 (015860/중립/목표주가 6,500원)

성장은 뭉과 역할 그리고 관심이 계열사로 집중

중립 (유지)

목표주가	6,500원
현재가 (11/12)	6,080원

KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	300십억원
발행주식수	49,347천주
액면가	1,000원
52주 최고가	8,690원
최저가	4,925원
60일 평균거래대금	28십억원
외국인 지분율	4.0%
배당수익률 (2021F)	1.4%

주주구성

허정석 외 6 인 55.97%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-13%	20%	-1%
절대기준	-12%	13%	18%



■ 현안

- 알피니언메디칼 턴어라운드
- 지주 밖의 일진그룹 계열 구도

■ 전망

- 일진하이솔루스 상장은 가장 주목받는 지주 내 성장 동력에 대한 관심 분산
- 전기는 2021년 상반기 연결 매출과 순이익이 전년 동기 대비 각각 +39.4%, +175.6%로 실적이 개선. 다이아몬드는 상반기 연결 매출과 순이익이 +27.1%, 흑전을 기록. 그렇지만 2분기 적자로 실적 개선 여력은 다소 부족해 보임
- 초음파진단기업체 알피니언메디칼은 코로나 완화에 따라 실적 개선

■ 투자포인트

- 성장 동력과 투자자의 주요 관심이 손자회사에 집중되고 더구나 주식을 상장함에 따라 해당 기업으로 관심 집중
- 계열사의 실적과 성장에 가려졌던 일진다이아몬드의 실적 턴어라운드가 일진다이아몬드 뿐만 아니라 지주 실적과 가치에도 중요한 모멘텀
- ESG 관련 활동을 강화함과 동시에 활동상을 적극적으로 홍보하고 개선시킬 필요가 있음

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	896	934	1,185	1,241	1,299
영업이익	31	27	55	60	66
세전이익	25	21	52	52	58
지배주주순이익	13	10	25	25	28
EPS(원)	255	205	501	505	562
증가율(%)	-975.6	-19.7	144.2	0.9	11.3
영업이익률(%)	3.5	2.9	4.6	4.8	5.1
순이익률(%)	2.5	1.8	3.4	3.2	3.5
ROE(%)	4.5	3.5	8.2	7.8	8.1
PER	19.9	27.1	11.8	11.7	10.6
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.9	11.8	8.3	7.7	7.1

일진홀딩스 (015860/중립/목표주가 6,500원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	66	293.6	30.0	51
영업이익	52	1,247.7	39.0	37
순이익	50	1,465.5	-6.7	54

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	5,604	7.9	35.2	4,147
영업이익	254	83.6	88.6	135
순이익	201	260.6	78.0	113

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
일진전기	57	4,340	39.3	138	118.6	99	175.6
일진다이아	50	922	23.6	73	54.7	65	45.7

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

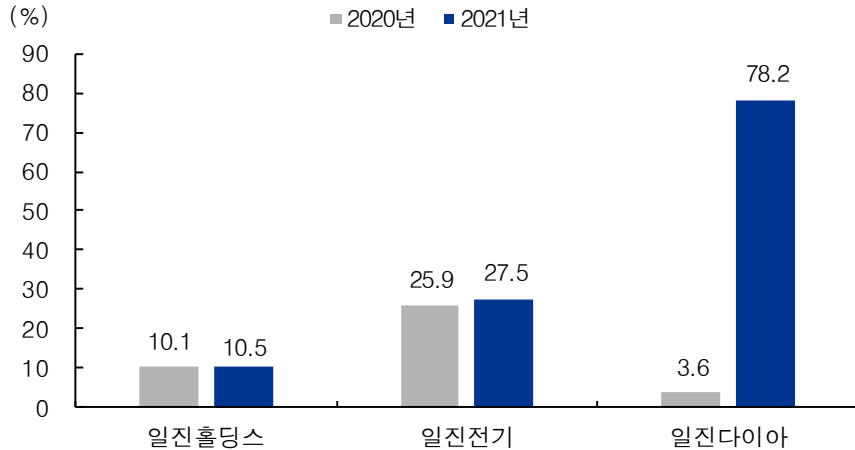
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
알피니언메디칼	94	282	23.9	2	흑전	2	흑전

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

일진홀딩스 (015860/중립/목표주가 6,500원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

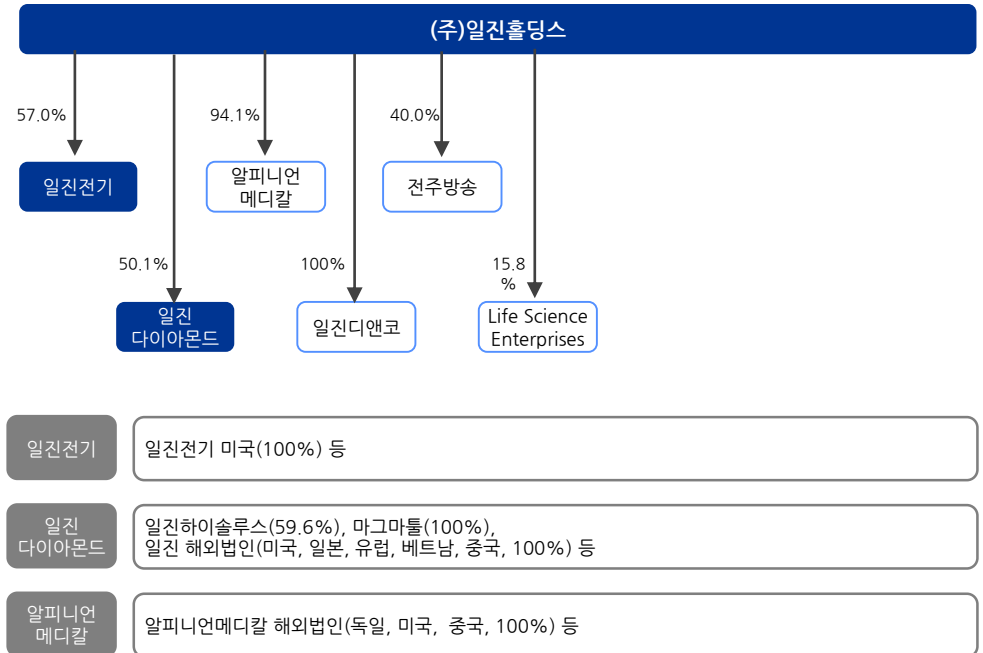


Valuation

항목	기업가치	주요내용
투자자산	5,254	상장과 비상장계열사 및 투자유가증권 가치 포함
상장기업	3,742	일진전기와 일진다이아몬드
비상장기업	1,512	전주방송 장부가액 포함
알피니언메디칼	1,312	2021년 EBITDA에 multiple 25x
브랜드사용료	23	2020년 기준
순차입금	142	2021년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	49	자사주 포함
적정가치	6,537	할인율은 상장기업 30%, 35%. 비상장기업 50% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



일진홀딩스 (015860/중립/목표주가 6,500원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	896	934	1,185	1,241	1,299
증가율(%)	-3.6	4.2	26.8	4.8	4.6
매출원가	749	782	1,002	1,051	1,098
매출총이익	147	152	182	191	200
매출총이익률 (%)	16.4	16.3	15.4	15.4	15.4
판매비	116	125	127	132	136
판매비율(%)	12.9	13.4	10.7	10.6	10.5
영업이익	31	27	55	60	66
증가율(%)	31.8	-12.0	103.3	8.1	9.3
영업이익률(%)	3.5	2.9	4.6	4.8	5.1
순금융손익	-10	-8	7	2	2
이자손익	-11	-9	-9	-9	-9
기타	1	1	16	11	11
기타영업외손익	4	2	-11	-10	-10
종속/관계기업손익	0	0	1	1	1
세전이익	25	21	52	52	58
법인세	2	4	11	12	13
법인세율	8	19	21	23	22
계속사업이익	23	17	40	40	45
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	22	17	40	40	45
증가율(%)	2,410.9	-24.9	139.2	-0.2	11.3
당기순이익률 (%)	2.5	1.8	3.4	3.2	3.5
지배주주당기순이익	13	10	25	25	28
기타포괄이익	0	1	1	0	0
총포괄이익	22	17	41	40	45
EBITDA	58	58	83	87	92
증가율(%)	13.4	0.6	41.7	4.7	6.2
EBITDA마진율(%)	6.5	6.2	7.0	7.0	7.1

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	255	205	501	505	562
BPS	5,815	5,870	6,286	6,697	7,166
DPS	100	100	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	19.9	27.1	11.8	11.7	10.6
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.9	11.8	8.3	7.7	7.1

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	530	491	616	651	687
현금및현금성자산	147	80	121	146	164
유가증권	23	66	69	78	86
매출채권	205	160	189	186	192
재고자산	111	135	159	158	157
비유동자산	658	667	678	683	687
유형자산	452	458	467	470	471
무형자산	34	30	31	32	32
투자자산	38	39	42	43	46
자산총계	1,189	1,159	1,294	1,335	1,375
유동부채	392	378	450	452	450
매입채무및기타채무	85	89	103	105	101
단기차입금	163	122	112	112	112
유동성장기부채	21	27	27	28	28
비유동부채	280	261	291	294	296
사채	27	0	27	27	27
장기차입금	164	169	168	168	167
부채총계	672	639	740	746	746
지배주주지분	287	290	310	330	354
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	119	130	50	50	50
자본조정등	-17	-17	-17	-17	-17
기타포괄이익누계액	-3	-3	-2	-2	-2
이익잉여금	138	129	230	250	273
비지배주주지분	230	230	243	258	275
자본총계	516	520	553	589	629
비이자부채	291	311	403	409	409
총차입금	381	328	337	337	337
순차입금	205	174	147	113	87

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-3.6	4.2	26.8	4.8	4.6
EPS증가율	-975.6	-19.7	144.2	0.9	11.3
수익성지표(%)					
배당수익률	2.0	1.8	1.4	1.4	1.4
ROE	4.5	3.5	8.2	7.8	8.1
ROA	1.9	1.4	3.3	3.1	3.3
ROIC	3.4	2.7	6.6	6.5	7.2

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	84	74	77	74	63
당기순이익	22	17	40	40	45
비현금성 비용 및 수익	60	64	41	33	32
유형자산감가상각비	25	28	25	25	24
무형자산상각비	2	3	2	2	2
운전자본변동	17	7	8	10	-5
매출채권등의 감소	-24	18	-28	3	-6
재고자산의 감소	13	-31	-23	1	1
매입채무등의 증가	14	6	15	2	-4
기타 영업현금흐름	-15	-14	-12	-9	-9
투자활동 현금흐름	-19	-72	-51	-46	-42
유형자산의 증가(CAPEX)	-23	-30	-33	-28	-26
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	1	-2	-3	-3
투자자산의 감소(증가)	1	-45	5	-1	-1
기타	3	2	-21	-14	-12
재무활동 현금흐름	15	-65	14	-4	-3
차입금의 증가(감소)	129	33	11	-1	-1
자본의 증가	51	0	0	0	0
기타	-165	-98	3	-3	-2
기타 및 조정	0	-4	1	1	0
현금의 증가	80	-67	41	25	18
기초현금	67	147	80	121	146
기말현금	147	80	121	146	164

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	130.1	123.0	133.9	126.8	118.7
순차입금 비율(%)	39.7	33.5	26.6	19.2	13.8
이자보상배율(배)	2.4	2.6	5.7	6.0	6.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.4	5.1	6.8	6.6	6.9
재고자산회전율	7.5	7.6	8.0	7.8	8.2
총자산회전율	0.8	0.8	1.0	0.9	1.0

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,800원)

주력 계열사의 수익성 개선과 함께 신 성장동력을 위한 변화 필요성

매수 (유지)	
목표주가	6,800원
현재가 (11/12)	3,630원

KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	152십억원
발행주식수	42,009천주
액면가	1,000원
52주 최고가	4,850원
최저가	3,400원
60일 평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	14.0%
배당수익률 (2021F)	3.1%

주주구성
조동길 외 6 인 30.28%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-14%	-12%
절대기준	-4%	-19%	5%



■ 현안

- 주력 계열사의 실적 개선
- 사업 아이템 변화

■ 전망

- 한솔테크닉스의 실적 부진이 일부 제품의 원자재 가격 상승에 기인한 것으로 금년까지는 부담이 지속되겠으나, 내년에는 재 협상 등을 통해 가격 전가가 예상되고, IT 산업의 업황을 감안했을 때 외형에 문제가 없었던 만큼 수익이 개선될 전망. 제지도 펄프와 고지가격 상승 폭이 커 판가에 반영이 제한적이었을 것으로 추정. 수요 회복과 판가 반영을 기대하고 있으나, 개선 폭이 확대되기 위해서는 궁극적으로 원가 안정이 선행되어야 할 듯
- 반면 물류량 증가와 M&A를 통해 외형이 확장되고 있는 물류사업은 이 기세가 당분간 지속될 전망
- 비상장 계열사 페이퍼텍은 성장과 수익 개선을 위해 M&A 혹은 계열사 시너지를 위해 계속 고민

■ 투자포인트

- 변화의 필요성을 기업에서도 충분히 인지하고 있는 만큼 진지한 고민과 함께 적극적인 의사결정 제언
- 내재가치 대비 주가 저평가를 해소하는 방법은 변화의 의지가 표면화되는 것임
- ESG A 등급으로 지속가능한 성장을 위해 ESG 경영 강화

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	346	359	385	404	429
영업이익	15	12	19	21	23
세전이익	20	43	37	43	50
지배주주순이익	25	71	29	32	37
EPS(원)	536	1,626	683	762	879
증가율(%)	-164.8	203.5	-58.0	11.7	15.3
영업이익률(%)	4.3	3.3	4.9	5.2	5.4
순이익률(%)	7.5	20.3	8.1	8.4	9.3
ROE(%)	6.0	15.2	5.6	5.9	6.5
PER	7.3	2.3	5.3	4.7	4.1
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	5.7	4.0	3.1	2.3

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,800원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	152	20.8	11.2	137
영업이익	80	98.2	15.5	69
순이익	70	-69.2	-47.4	134

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	1,910	80.9	-24.8	2,539
영업이익	107	65.8	79.3	60
순이익	164	-63.1	-42.1	283

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한솔제지	30	8,589	10.5	390	-47.6	182	-64.2
한솔테크닉스	20	6,571	24.7	64	-71.3	34	-82.1
한솔로지스틱스	21	3,281	36.6	205	209.4	199	414.4

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

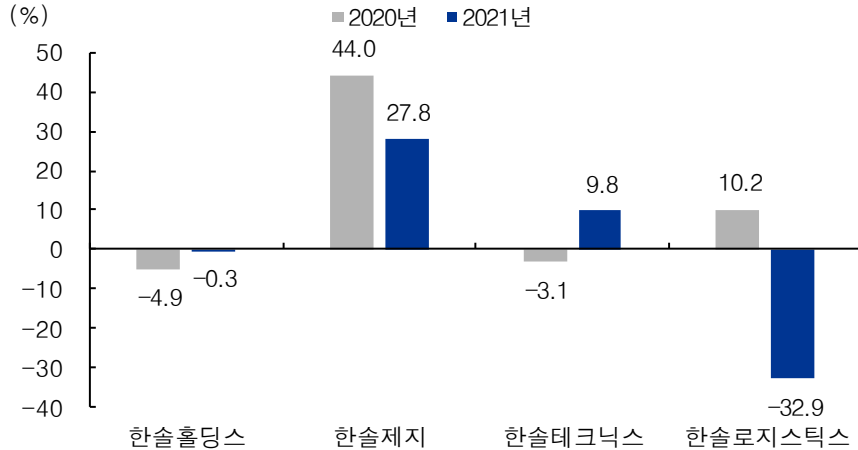
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
한솔페이퍼텍	100	623	28	-	-	41	159

주: 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,800원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

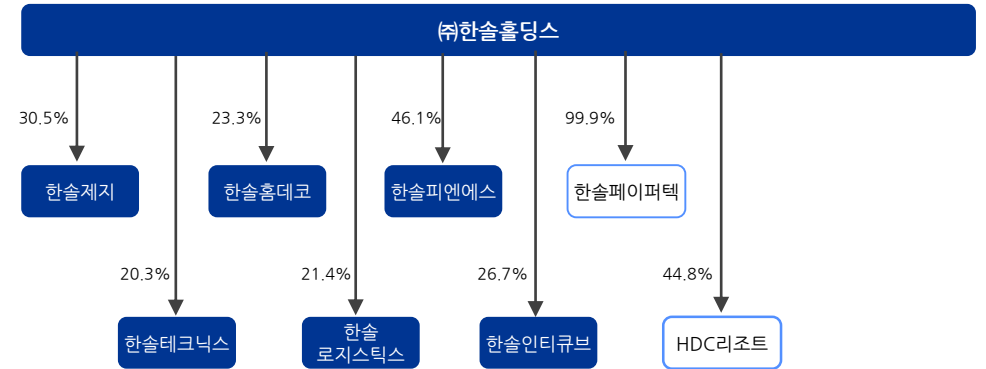


Valuation

구분	기업가치	비고
투자자산가치	2,994	관계기업과 종속기업 가치 합산
상장기업	2,303	제지, 테크닉스외 로지스틱스, PNS, 홈데코 시가총액
비상장기업	880	HDC리조트 지분 장부가액 포함
순차입금	-513	2021년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	42	보통주
주당가치	6,810	할인율 상장기업과 비상장기업 30% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



한솔제지

한솔아메리카(100%), 한솔유럽(100%), 한솔이엠이(100%) 등

한솔
테크닉스

한솔테크닉스태국(100%), 한솔테크닉스유럽(84.2%), 한솔일렉트로닉스베트남(100%), 한솔테크닉스미국(100%), 한솔Precision Materials(100%), 한솔일렉트로닉스호치민(75.0%) 등

한솔홈데코

한솔뉴질랜드(100%), 한솔홈데코 베트남(100%) 등

한솔
로지스틱스

한솔티씨에스(100%), 한솔로지스틱스 해외법인(말레이시아, 베트남, 인도, 중국 헝가리, 100%), 이스턴물류(100%) 등

한솔
피엔에스

코에버정보기술(53.0%), 지를(80.0%) 등

한솔홀딩스 (004150/매수/목표주가 6,800원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	346	359	385	404	429
증가율(%)	-42.5	3.8	7.1	5.0	6.1
매출원가	301	317	335	351	372
매출총이익	45	42	50	53	56
매출총이익률(%)	13.0	11.7	13.0	13.1	13.1
판매비	31	30	31	32	33
판매비율(%)	9.0	8.4	8.1	7.9	7.7
영업이익	15	12	19	21	23
증가율(%)	-41.6	-15.8	53.8	9.3	10.0
영업이익률(%)	4.3	3.3	4.9	5.2	5.4
순금융손익	0	0	0	0	0
이자손익	-1	0	0	0	0
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-7	9	0	0	0
종속/관계기업손익	12	22	18	22	27
세전이익	20	43	37	43	50
법인세	4	-14	7	8	10
법인세율	20	-33	19	19	20
계속사업이익	16	57	31	34	40
종단사업손익	10	16	0	0	0
당기순이익	26	73	31	34	40
증가율(%)	-163.4	176.4	-57.7	12.2	15.3
당기순이익률(%)	7.5	20.3	8.1	8.4	9.3
지배주주당기순이익	25	71	29	32	37
기타포괄이익	3	-3	1	0	0
총포괄이익	29	69	31	34	40
EBITDA	31	24	30	34	36
증가율(%)	-31.6	-24.2	28.3	11.0	7.7
EBITDA마진율(%)	9.0	6.7	7.8	8.4	8.4

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	536	1,626	683	762	879
BPS	9,195	11,972	12,554	13,196	13,955
DPS	0	120	120	120	120
밸류에이션(배)					
PER	7.3	2.3	5.3	4.7	4.1
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	5.7	4.0	3.1	2.3

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	210	167	179	204	236
현금및현금성자산	34	45	56	74	96
유가증권	7	20	24	25	27
매출채권	93	71	70	74	81
재고자산	10	7	10	11	12
비유동자산	456	460	478	484	490
유형자산	69	66	71	73	75
무형자산	12	7	7	8	9
투자자산	355	364	371	371	372
자산총계	666	627	657	688	726
유동부채	178	93	90	91	95
매입채무및기타채무	101	56	54	56	60
단기차입금	18	15	13	13	12
유동성장기부채	15	1	2	2	2
비유동부채	32	8	15	15	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	2	1	1	1
부채총계	210	101	104	106	110
지배주주지분	434	503	527	554	586
자본금	236	42	42	42	42
자본잉여금	263	303	69	69	69
자본조정등	-154	2	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	0	7	-3	-3	-3
이익잉여금	89	149	424	451	482
비지배주주지분	22	24	25	28	30
자본총계	456	526	553	582	617
비이자부채	166	80	80	82	86
총차입금	44	21	24	24	24
순차입금	2	-45	-56	-75	-99

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	-42.5	3.8	7.1	5.0	6.1
EPS증가율	-164.8	203.5	-58.0	11.7	15.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	3.3	3.1	3.1	3.1
ROE	6.0	15.2	5.6	5.9	6.5
ROA	2.6	11.2	4.8	5.1	5.6
ROIC	9.3	91.6	38.0	39.2	41.6

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	35	9	28	21	22
당기순이익	26	73	31	34	40
비현금성 비용 및 수익	17	-48	-1	-9	-14
유형자산감가상각비	15	9	10	12	12
무형자산상각비	1	2	1	1	1
운전자본변동	-5	-15	-5	-4	-4
매출채권등의 감소	10	0	2	-5	-7
재고자산의 감소	2	2	-3	-1	-2
매입채무등의 증가	4	-24	-2	2	4
기타 영업현금흐름	-3	-1	3	0	0
투자활동 현금흐름	-26	2	-17	-20	-21
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-5	-14	-14	-14
유형자산의 감소	5	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	0	-3	-2
투자자산의 감소(증가)	-26	-26	-4	0	-1
기타	10	34	1	-3	-4
재무활동 현금흐름	-39	0	-1	17	22
차입금의 증가(감소)	1	29	-10	0	0
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-40	-29	9	16	21
기타 및 조정	0	0	1	0	-1
현금의 증가	-30	11	11	18	22
기초현금	64	34	45	56	74
기말현금	34	45	56	74	96

안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	46.1	19.1	18.9	18.2	17.8
순차입금 비율(%)	0.4	-8.6	-10.1	-12.9	-16.0
이자보상배율(배)	10.6	12.9	23.9	27.0	29.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.4	4.4	5.5	5.6	5.5
재고자산회전율	29.2	41.1	44.9	39.6	37.8
총자산회전율	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6

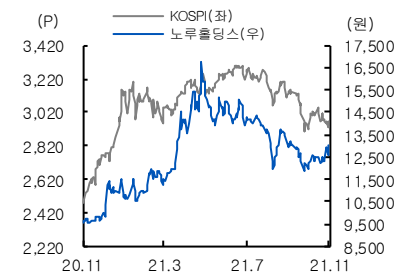
노루홀딩스 (000320/매수/목표주가 18,000원)

관심에서 주목 대상으로

매수 (유지)	
목표주가	18,000원
현재가 (11/12)	13,050원
KOSPI (11/12)	2,968.80pt
시가총액	182십억원
발행주식수	13,476천주
액면가	500원
52주 최고가	16,800원
최저가	9,510원
60일 평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	3.7%
배당수익률 (2021F)	3.6%

주주구성
한영재 외 8 인 44.36%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	7%	-9%	14%
절대기준	9%	-15%	37%



■ 현안

- 전방업종의 업황 개선을 수익으로 연결
- 비상장계열사 실적 개선

■ 전망

- 2021년 상반기 연결 매출, 영업이익, 순이익이 4,663억원, 129억원, 103억원으로 전년반기대비 각각 +13.9%, +0.9%, -3.2% 기록. 대체로 무난한 실적이지만, 비상장계열사 아이피케이가 적자를 기록하고 있는 점은 아쉬움
- 건설, 자동차, 조선 등 전방산업의 업황을 고려할 때 실적은 개선세가 이어질 전망. 다만 2021년 부진했던 선박용 도료를 생산하는 아이피케이는 선박 건조량 증가와 신규 계약에 힘입어 점차 개선될 것으로 전망함
- 종자사업은 투자가 줄어든 대신 매출이 늘어나는 성과가 나타나기 시작

■ 투자포인트

- 전방산업의 업황 호조와 비상장 자회사의 수익성 개선
- 종자 사업의 밸류에이션을 고민할 단계는 아직 아니더라도 부정적 상황에서는 벗어난 것으로 판단
- 비교적 높은 배당수준을 꾸준히 유지하는 주주 친화적인 주주환원 정책
- ESG 등급이 A로 직전년도 대비 두 단계 이상 상승. 지속가능한 ESG 경영을 의사결정에 적극적 반영

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	884	848	995	1,049	1,100
영업이익	25	36	22	26	33
세전이익	35	44	22	27	38
지배주주순이익	5	14	4	8	11
EPS(원)	339	1,038	279	584	830
증가율(%)	-155.9	205.9	-73.1	109.4	42.2
영업이익률(%)	2.8	4.2	2.2	2.5	3.0
순이익률(%)	2.3	3.4	1.5	1.6	2.3
ROE(%)	1.3	3.8	1.0	2.1	3.0
PER	36.8	10.5	45.9	21.9	15.4
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.5	6.5	9.3	8.6	7.5

노루홀딩스 (000320/매수/목표주가 18,000원)

별도 실적

별도 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	162	327.0	6.1	153
영업이익	97	흑전	10.7	88
순이익	89	흑전	-8.1	97

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

연결 실적

연결 기준	21.1H			20.1H
		HoH	YoY	
매출액	4,663	6.3	13.9	4,094
영업이익	129	-43.9	0.9	128
순이익	103	-44.5	-3.2	106

단위: 억원, %, 자료: Quantiwise, IBK투자증권

상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
노루페인트	51	3,631	15.9	151	-8.2	111	-13.2

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

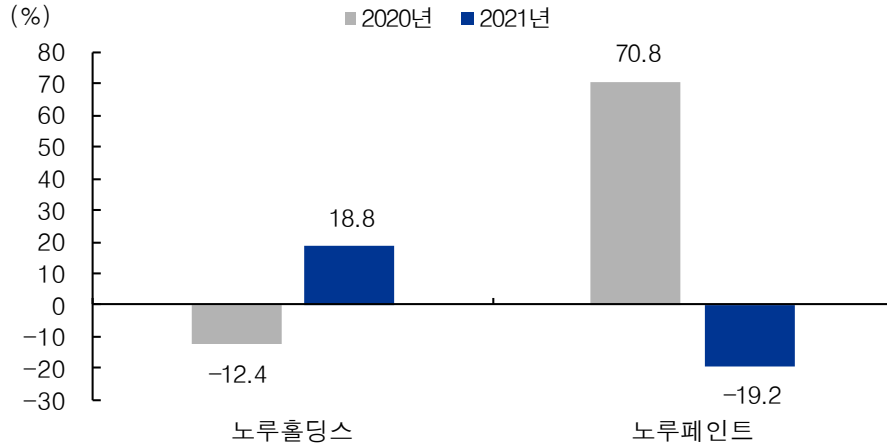
비상장 주요 계열사

종목명	지분율	매출		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
노루오토코팅	51	719	6.1	-	-	57	60.6
아이피케이	40	627	-16.9	-	-	-56	적전
노루비케미칼	50	795	21.9	-	-	60	23.2

주: 해당 실적은 2021년 상반기 연결 기준 실적
단위: 억원, % 자료: 사업보고서, IBK투자증권

노루홀딩스 (000320/매수/목표주가 18,000원)

지주 및 주요 계열사 주가 변동

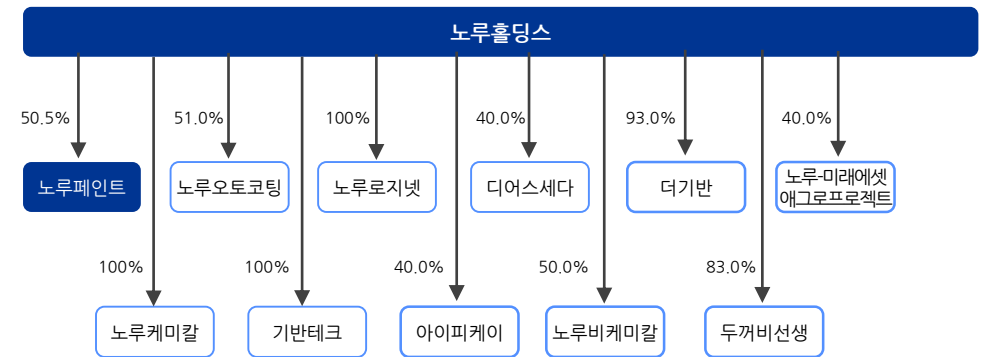


Valuation

항목	가치	내용
투자자산가치	4,406	종속기업과 관계기업 가치
종속기업	2,559	노루페인트를 포함한 다른 종속기업(장부가액) 가치
노루페인트	1,111	시가총액
관계기업	1,402	아이피케이와 노루비케미칼의 EPS에 multiple 12x 적용
순차입금	424	2021년 2분기 별도 재무제표
주식수	13	자사주를 포함한 보통주
적정주가	17,670	종속기업과 관계기업에 할인율 30% 적용

주: 단위 억원, 백만주 자료: 사업보고서, IBK투자증권

계열 구조 및 주요 계열사



노루페인트

노루코일코팅(100%), 칼라메이트(100%), 노루 해외법인(베트남, 중국, 이탈리아, 100%) 등

노루
오토코팅

노루오토코팅 상해(100%), 노루비오토모티브 코팅 인도(50.0%) 등

노루비
케미칼

노루비케미칼 해외법인(중국, 체코, 미국, 브라질, 멕시코, 100%), 노루비자동차도료(중국, 100%) 등

노루홀딩스 (000320/매수/목표주가 18,000원)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	884	848	995	1,049	1,100
증가율(%)	5.8	-4.1	17.3	5.4	4.8
매출원가	674	643	809	855	895
매출총이익	210	205	186	194	205
매출총이익률(%)	23.8	24.2	18.7	18.5	18.6
판매비	185	170	163	168	172
판매비율(%)	20.9	20.0	16.4	16.0	15.6
영업이익	25	36	22	26	33
증가율(%)	144.4	43.1	-37.6	17.4	27.1
영업이익률(%)	2.8	4.2	2.2	2.5	3.0
순금융손익	-3	-6	-3	-5	-4
이자손익	-5	-5	-6	-5	-4
기타	2	-1	3	0	0
기타영업외손익	-1	-3	1	-1	-1
중속/관계기업손익	14	17	2	6	10
세전이익	35	44	22	27	38
법인세	15	15	8	9	13
법인세율	43	34	36	33	34
계속사업이익	20	29	15	17	25
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	29	15	17	25
증가율(%)	647.5	46.1	-49.6	19.3	42.2
당기순이익률(%)	2.3	3.4	1.5	1.6	2.3
지배주주당기순이익	5	14	4	8	11
기타포괄이익	0	-4	3	0	0
총포괄이익	20	25	18	17	25
EBITDA	48	60	45	49	56
증가율(%)	42.4	23.1	-23.8	8.2	14.8
EBITDA마진율(%)	5.4	7.1	4.5	4.7	5.1

주당지표 및 밸류에이션

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	339	1,038	279	584	830
BPS	27,108	27,547	27,232	27,474	27,925
DPS	400	450	450	500	500
밸류에이션(배)					
PER	36.8	10.5	45.9	21.9	15.4
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.5	6.5	9.3	8.6	7.5

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	453	485	535	506	525
현금및현금성자산	88	125	106	107	112
유가증권	66	57	65	67	70
매출채권	186	186	222	195	205
재고자산	97	102	122	117	117
비유동자산	555	566	567	576	588
유형자산	422	419	429	433	435
무형자산	17	20	18	17	16
투자자산	94	103	100	107	117
자산총계	1,007	1,051	1,102	1,081	1,113
유동부채	271	336	343	313	326
매입채무및기타채무	121	139	191	162	172
단기차입금	72	56	61	60	59
유동성장기부채	14	86	41	40	40
비유동부채	169	137	174	170	169
사채	15	0	15	15	15
장기차입금	88	70	78	73	68
부채총계	440	473	516	483	495
지배주주지분	365	371	367	370	376
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	78	78	72	72	72
자본조정등	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	-2	-7	-4	-4	-4
이익잉여금	301	311	310	314	320
비지배주주지분	202	207	219	228	242
자본총계	567	578	586	598	618
비이자부채	248	258	318	293	310
총차입금	192	215	198	190	185
순차입금	38	33	26	17	3

성장성 및 수익성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
성장성지표(%)					
매출증가율	5.8	-4.1	17.3	5.4	4.8
EPS증가율	-155.9	205.9	-73.1	109.4	42.2
수익성지표(%)					
배당수익률	3.2	4.1	3.6	4.0	4.0
ROE	1.3	3.8	1.0	2.1	3.0
ROA	2.0	2.8	1.4	1.6	2.3
ROIC	3.6	5.3	2.6	3.1	4.4

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	57	51	29	39	42
당기순이익	20	29	15	17	25
비현금성 비용 및 수익	49	44	36	22	18
유형자산감가상각비	22	23	22	22	22
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-3	-10	-14	4	3
매출채권등의 감소	7	-17	-35	27	-10
재고자산의 감소	-14	-8	-22	5	0
매입채무등의 증가	-2	29	51	-29	11
기타 영업현금흐름	-9	-12	-8	-4	-4
투자활동 현금흐름	-41	-14	-33	-28	-29
유형자산의 증가(CAPEX)	-29	-23	-23	-26	-24
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-4	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-6	0	0
기타	-14	12	-4	-2	-5
재무활동 현금흐름	-24	6	-17	-11	-7
차입금의 증가(감소)	33	30	14	-5	-5
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-57	-24	-31	-6	-2
기타 및 조정	0	-5	2	1	-1
현금의 증가	-8	38	-19	1	5
기초현금	96	88	125	106	107
기말현금	88	125	106	107	112

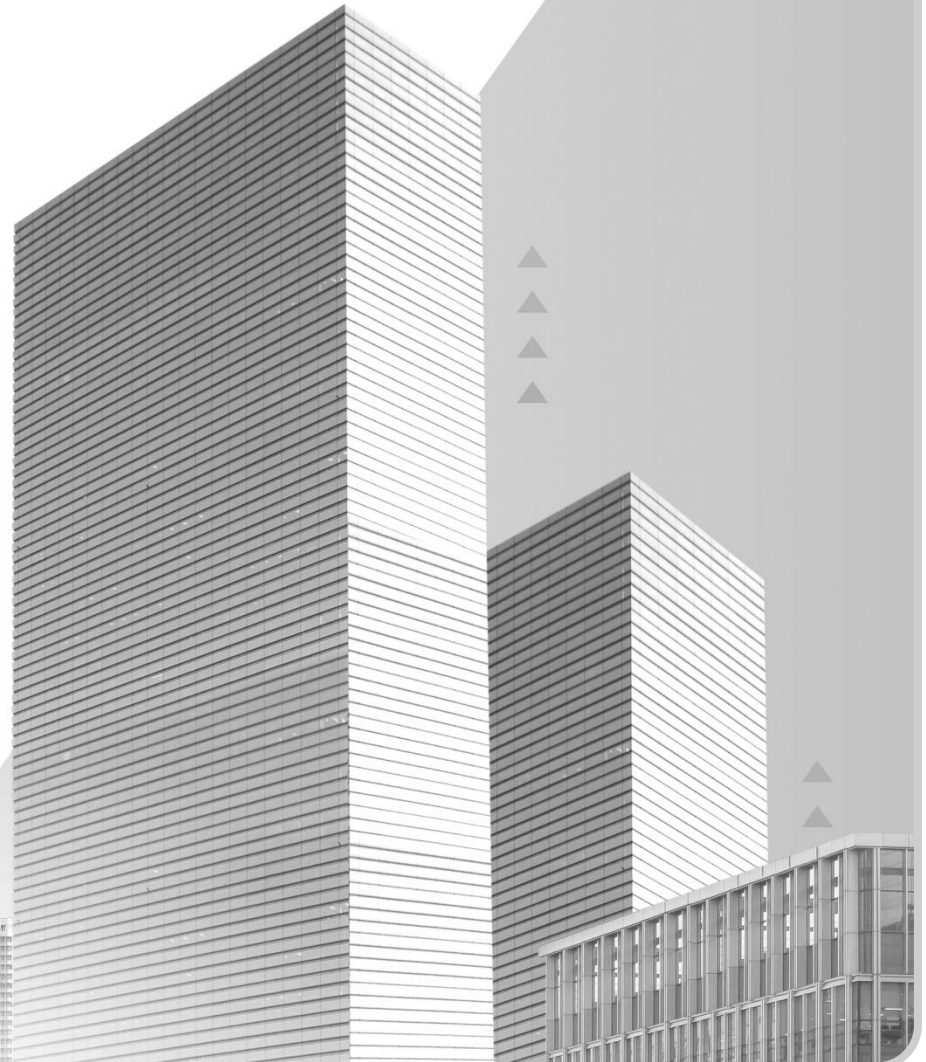
안정성 및 활동성 지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	77.5	81.9	88.2	80.7	80.0
순차입금 비율(%)	6.7	5.7	4.4	2.8	0.5
이자보상배율(배)	3.4	5.1	3.4	3.4	4.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.6	4.6	4.9	5.0	5.5
재고자산회전율	9.7	8.5	8.9	8.8	9.4
총자산회전율	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0

부록

- 지주회사 소개(성격, 주 업종)
- 지주회사 실적 및 재무건전성
- 해외 주요 지주회사(사업 내용, 주가 흐름, 지배구조)

지주회사 실적 및 재무건전성	
연도	실적
2019년	매출액 1,234억 원, 영업이익 123억 원, 순이익 98억 원
2020년	매출액 1,345억 원, 영업이익 134억 원, 순이익 109억 원
2021년	매출액 1,456억 원, 영업이익 145억 원, 순이익 120억 원
2022년	매출액 1,567억 원, 영업이익 156억 원, 순이익 131억 원
2023년	매출액 1,678억 원, 영업이익 167억 원, 순이익 142억 원
2024년	매출액 1,789억 원, 영업이익 178억 원, 순이익 153억 원
2025년	매출액 1,890억 원, 영업이익 189억 원, 순이익 164억 원
2026년	매출액 1,901억 원, 영업이익 190억 원, 순이익 165억 원
2027년	매출액 1,912억 원, 영업이익 191억 원, 순이익 166억 원
2028년	매출액 1,923억 원, 영업이익 192억 원, 순이익 167억 원
2029년	매출액 1,934억 원, 영업이익 193억 원, 순이익 168억 원
2030년	매출액 1,945억 원, 영업이익 194억 원, 순이익 169억 원



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	17,414
LG	순수지주	ICT, 화학, 생활건강, SI 등	LG전자, LG화학, LG유플러스, LG생활건강, 실리콘웍스, LG CNS	14,708
현대중공업지주	순수지주	조선, 정유, 기계(로보틱스), 전력장비 등	한국조선해양, 현대건설기계, 현대일렉트릭, 현대오일뱅크, 현대글로벌서비스	4,882
아모레G	순수지주	화장품 등	이니스프리, 에뛰드, 에스쁘아	4,073
한미사이언스	순수지주	생명공학 및 헬스케어	한미약품, 한미정밀화학, 한미헬스케어, 온라인팜, 제이브이엠	3,964
GS	순수지주	정유, 에너지, 쇼핑, 발전 등	GS에너지, GS리테일, GS홈쇼핑, GS스포츠, GSEPS, GS글로벌, GSE&R	3,916
한진칼	순수지주	항공, 물류, 호텔, 여행업 등	대한항공, 제동레저, 진에어, 토파스여행정보, 정석기업, 한진, 칼호텔네트워크	3,771
롯데지주	순수지주	쇼핑, 제과, 화학, 음식료 등	롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데칠성음료, 롯데케미칼, 롯데글로벌로지스 등	3,525
CJ	순수지주	음식료, 물류, 엔터테인먼트 등	CJ제일제당, CJ이엔엠, CJCGV, CJ올리브영, CJ푸드빌	2,839
한화	비지주	화학, 에너지, 기계(방산, 항공), 금융, 유통	한화케미칼, 한화생명보험, 한화에어로스페이스, 한화(자체사업), 한화건설, 한화호텔앤리조트	2,432
두산	사업지주	자체사업, 연료전지, 2차전지부품, 중공업 등	두산중공업, 두산솔루스, 두산퓨얼셀, 두산(자체사업)	2,206
효성	사업지주	중공업/건설, 산업자재, 화학, 섬유 등	효성티앤씨, 효성화학, 효성중공업, 진흥기업, 효성티앤에스	2,090
LS	순수지주	전선, 전력장비, 동 제련, 트랙터 등	LS산전, LS전선아시아, LS전선, LS니코동제련, LS아이앤디	1,938
대웅	사업지주	생명공학 및 헬스케어	대웅제약, 대웅바이오, 대웅생명과학, 알피코프	1,893
동화기업	사업지주	목재, 보드, 화학, 건강재, 오토라이프, 미디어 등	동화엠파크, 대성목재공업 등	1,699
녹십자홀딩스	순수지주	생명공학 및 헬스케어	녹십자, 녹십자엠에스, 녹십자웰빙 등	1,366
삼양홀딩스	순수지주	식품, 화학	삼양사, 삼남석유화학, 삼양화성, 삼양이노켄 등	904
하림지주	순수지주	가금, 사료, 음식료, 운송, 쇼핑 등	하림, 선진, 팜스코, 엔에스쇼핑, 팬오션, 제일사료	849
대성홀딩스	사업지주	콘텐츠 개발, 교육솔루션, 금융, 공공기관 시스템 구축 등	대성에너지, 대성청정에너지, 대성환경에너지, 대성글로벌네트웍 등	718
영원무역홀딩스	순수지주	의류 생산	영원무역, 영원아웃도어 등	652
풀무원	순수지주	식품/식자재, 푸드서비스, 물류 등	풀무원식품, 이씨엠디, 풀무원건강생활, 풀무원다논, 풀무원샘물 등	637
HDC	순수지주	건설, 유화, 관리서비스 등	HDC자산운용, HDC현대산업개발, HDC현대EP, HDC아이콘트롤스	615
한라홀딩스	사업지주	자동차 부품, 건설, 부품 유통	만도, 한라, 만도헬라, 한라홀딩스(자체사업)	523
세아홀딩스	순수지주	철강	세아베스탈, 세아알앤아이, 세아특수강, 세아에프에스 등	444

주: 시가총액 기준일 2021년 11월 5일
단위: 십억원, 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 소개(2)

지주사	지주 성격	주 업종	주력 자회사	시가총액
코오롱	순수지주	건설, 유통, 환경, 제약, IT서비스	코오롱글로벌, 코오롱인더스트리, 코오롱환경에너지, 코오롱생명과학 등	417
농심홀딩스	순수지주	식품 및 포장재 제조	농심, 율촌화학, 태경농산, 농심에너지어링, 농심개발 등	361
대상홀딩스	순수지주	식품 및 소재	대상, 대상정보기술, 상암커뮤니케이션즈, 동서건설 등	355
엘브이엠씨홀딩스	순수지주	자동차, 오토바이	코라오 디벨로핑, KR모터스 등	338
AK홀딩스	순수지주	화학, 생활용품, 유통, 항공운송 등	애경유화, 애경화학, 애경산업, 제주항공 등	337
하이트진로홀딩스	순수지주	주류	하이트진로, 하이트진로산업, 진로소주, 하이트진로음료 등	333
일진홀딩스	순수지주	전선, 전력장비, 기계, 의료장비	일진전기, 일진다이아몬드, 알피니언메디칼	310
KISCO홀딩스	순수지주	철강	한국철강, 환영철강공업, 대흥산업, 서릉 등	310
SNT홀딩스	순수지주	차량부품, 산업설비, 기계	S&T중공업, S&T모티브, S&TC 등	296
풍산홀딩스	사업지주	비철금속	풍산, 풍산특수금속, 풍산네오티스, 풍산메탈서비스 등	288
SBS미디어홀딩스	순수지주	미디어	SBS, SBS미디어넷, SBS바이아컴 등	283
KPX홀딩스	순수지주	화학물 제조, 의약품 중간체 제조	KPX케미칼, KPX라이프사이언스, 진양홀딩스, KPX개발, KPX글로벌 등	280
동성케미컬	사업지주	석유화학	동성화학, 동성화인텍, 동성TCS, 제네셀, 디앤엠파트너스 등	271
JW홀딩스	사업지주	생명공학 및 헬스케어	JW중외신약, JW신약, JW생명과학, JW메디칼 등	259
코아시아	순수지주	LED, 비메모리반도체, 음향 부품	Itswell Vina Co, CoAsia SEMI Ltd, 비에스이 등	236
진양홀딩스	순수지주	PVC바닥재, 폴리우레탄, 건자재, 차 부품	진양산업, 진양화학, 진양폴리우레탄, 진양물산, 진양모바일 등	190
성창기업지주	순수지주	합판/마루판 등 목재류, 유통, 반도체 검사	성창기업, 성창보드, 지씨테크, 지씨클로벌, 블루이엔지 등	176
노루홀딩스	순수지주	도료, 종자사업	노루페인트, 노루비케미칼, 아이피케이, 노루오토코팅	165
한솔홀딩스	순수지주	제지, IT, 물류, 기계, 건자재	한솔제지, 한솔테크닉스, 한솔로지스틱스, 한솔이엠이, 한솔페이퍼텍	153
KC그린홀딩스	순수지주	환경플랜트, 신재생에너지	KC코트렐, KC써벌, KC환경서비스, KC환경건설, KC솔라에너지 등	114
CS홀딩스	순수지주	용접재료	조선선재, 조선선재온산 등	74
한국전자홀딩스	순수지주	반도체	케이이씨, 케이이씨디바이스 등	72
평화홀딩스	순수지주	자동차부품	평화산업, 평화오일씰공업, 평화기공, 평화씨엠비, 평화이엔지 등	70

주: 시가총액 기준일 2021년 11월 5일
단위: 십억원, 자료: Fnguide, IBK투자증권

지주회사 상반기 별도 실적

지주사 (누적)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
삼성물산	99,221	6.6	2,239	83.8	9,239	280.8
SK	13,670	-29.6	5,107	-53.4	11,792	13.8
LG	7,114	-15.4	5,968	-18.4	13,353	1.5
현대중공업지주	2,246	-25.9	2,144	-9.3	4,888	137.7
아모레G	318	-30.0	219	-33.9	1,244	255.6
GS	1,533	-36.2	1,185	-42.0	1,037	-44.8
한미사이언스	191	9.9	60	4.4	41	-0.5
한진칼	177	-41.0	90	-53.8	-836	적전
롯데지주	1,730	-22.7	1,138	-31.0	676	793.6
CJ	1,023	10.7	695	15.8	622	15.6
한화	18,969	-1.4	927	42.6	618	-2.9
효성	4,791	317.5	2,234	흑전	2,160	3,070.3
LS	1,745	142.2	1,524	208.7	1,493	218.1
동화기업	2,310	23.8	320	235.6	355	521.9
대웅	683	18.3	463	20.7	449	21.9
녹십자홀딩스	491	46.1	300	53.3	390	56.5
두산	4,777	-56.8	652	-43.5	1,423	63.1
하림지주	361	278.9	294	777.3	271	흑전
삼양홀딩스	1,848	206.4	1,433	237.9	1,440	243.5
대성홀딩스	126	-0.5	74	-1.4	58	0.3
풀무원	659	18.9	184	61.1	174	67.9
영원무역홀딩스	276	29.2	243	31.5	233	22.5
HDC	426	23.1	306	33.7	325	-18.6
한라홀딩스	3,478	48.0	595	1,033.6	925	2,827.5
코오롱	379	24.6	238	29.9	130	-24.3

주: 시가총액 순서, 2021년 상반기 기준의 실적, YoY는 전년동기대비
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

지주사 (누적)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
세아홀딩스	115	-58.9	49	-76.0	-396	적전
KISCO홀딩스	135	1.4	121	2.6	125	-1.4
대상홀딩스	206	27.9	140	35.3	120	13.5
농심홀딩스	193	0.0	154	-9.0	155	-9.2
일진홀딩스	66	30.0	52	39.0	50	-6.7
엘브이엠씨홀딩스*	-	-	-	-	-	-
하이트진로홀딩스	377	13.9	358	17.4	270	20.9
풍산홀딩스	573	21.5	87	63.3	83	52.3
AK홀딩스	245	8.6	181	12.5	167	12.1
SNT홀딩스	104	-35.8	91	-39.3	91	-39.0
SBS미디어홀딩스	68	63.1	51	163.7	55	-20.2
동성케미컬	1,660	51.0	109	68.9	110	78.4
KPX홀딩스	653	209.5	99	24.7	379	292.7
JW홀딩스	443	4.9	97	-2.4	84	-56.7
성창기업지주	33	0.3	2	-4.3	2	-73.6
코아시아	676	-39.3	33	996.7	0	적지
진양홀딩스	180	124.7	153	152.8	194	145.4
노루홀딩스	162	6.1	97	10.7	89	-8.1
한솔홀딩스	152	11.2	80	15.5	70	-47.4
KC그린홀딩스	90	-13.9	66	-13.9	128	4,007.4
휴맥스홀딩스	39	339.4	7	흑전	2	흑전
평화홀딩스	93	-16.2	40	-32.9	37	20.0
CS홀딩스	22	5.5	11	6.2	15	-1.0
한국전자홀딩스	81	246.4	60	1,750.0	52	9,272.7
SJM홀딩스	52	78.8	42	123.1	44	97.1

* 해당 기업은 별도기준 재무제표를 작성하지 않음

지주회사 상반기 연결 실적

지주사 (누적)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
삼성물산	163,872	15.5	7,278	88.9	12,206	115.1
SK	456,555	7.4	27,622	흑전	21,318	흑전
LG	41,040	33.2	16,126	66.8	20,585	184.6
현대중공업지주	124,058	27.6	7,189	흑전	3,162	흑전
아모레G	26,909	9.4	3,022	190.2	3,196	219.8
GS	87,251	11.0	11,919	614.9	7,904	흑전
한미사이언스	4,504	6.5	160	50.5	224	55.0
한진칼	1,757	-27.4	-1,152	적지	-1,679	적지
롯데지주	48,505	18.8	1,246	119.2	2,303	흑전
CJ	163,479	4.6	10,150	62.9	4,476	7.0
한화	255,153	0.2	16,174	102.7	13,920	160.0
효성	16,098	20.4	3,182	960.4	2,791	725.2
LS	62,452	22.9	2,827	83.8	2,127	273.3
동화기업	4,415	21.7	618	119.3	468	264.9
대웅	7,300	11.1	876	101.5	205	-30.8
녹십자홀딩스	8,027	3.2	271	67.4	288	48.4
두산	68,103	-21.1	5,725	479.5	6,024	흑전
하림지주	46,488	22.3	2,774	52.0	2,227	191.0
삼양홀딩스	14,859	26.3	1,989	199.9	1,727	173.3
대성홀딩스	4,941	-3.5	195	10.2	171	-18.1
풀무원	12,157	7.8	166	-13.8	122	3.9
영원무역홀딩스	13,957	16.7	2,099	79.7	1,670	65.6
HDC	21,993	38.1	2,523	25.3	1,852	15.6
한라홀딩스	4,900	67.5	783	흑전	653	흑전
코오롱	26,592	20.6	1,726	21.6	1,179	12.5

지주사 (누적)	매출		영업이익		순이익	
		YoY		YoY		YoY
세아홀딩스	28,512	37.3	1,684	341.1	1,160	534.0
KISCO홀딩스	6,816	26.9	835	68.2	776	52.6
대상홀딩스	19,691	5.7	1,129	-16.8	756	-34.5
농심홀딩스	2,958	-0.3	261	-37.9	236	-39.6
일진홀딩스	5,604	35.2	254	88.6	201	78.0
엘브이엠씨홀딩스	1,031	-30.9	-82	적지	-67	적지
하이트진로홀딩스	10,951	-1.4	1,024	-11.4	502	-22.5
풍산홀딩스	2,939	186.5	494	흑전	1,286	111,722.6
AK홀딩스	15,222	14.3	-569	적지	-705	적지
SNT홀딩스	7,143	9.3	672	26.0	1,106	95.9
SBS미디어홀딩스	858	25.2	-6	적지	291	흑전
동성케미컬	4,671	6.0	314	-9.4	220	-22.7
KPX홀딩스	5,960	33.6	318	-1.1	562	-24.3
JW홀딩스	3,797	-0.2	271	137.5	102	흑전
성창기업지주	979	18.7	119	313.7	101	291.2
코아시아	1,815	-17.6	15	흑전	29	흑전
진양홀딩스	1,129	11.2	36	-47.7	123	-57.9
노루홀딩스	4,663	13.9	129	0.9	103	-3.2
한솔홀딩스	1,910	-24.8	107	79.3	164	-42.1
KC그린홀딩스	3,280	-4.8	77	흑전	188	흑전
휴맥스홀딩스	39	339.4	-15	적지	-20	적지
평화홀딩스	3,174	45.4	100	흑전	95	흑전
CS홀딩스	779	12.9	100	5.3	103	-4.0
한국전자홀딩스	1,531	56.3	151	흑전	195	흑전
SJM홀딩스	775	21.1	71	흑전	85	107.3

주: 시가총액 순서, 2021년 상반기 기준의 실적, YoY는 전년동기대비
단위: 억원, % 자료: Quantiwise, IBK투자증권

실적 - 순이익 상위 10선

별도 기준 상반기 순이익 규모 상위 10선

지주사	매출		영업이익		순이익		직전 순위
		YoY		YoY		YoY	
LG	7,114	-15.4	5,968	-18.4	13,353	1.5	2
SK	13,670	-29.6	5,107	-53.4	11,792	13.8	1
삼성물산	99,221	6.6	2,239	83.8	9,239	280.8	3
현대중공업지주	2,246	-25.9	2,144	-9.3	4,888	137.7	8
효성	4,791	317.5	2,234	흑전	2,160	3,070.3	47
LS	1,745	142.2	1,524	208.7	1,493	218.1	6
삼양홀딩스	1,848	206.4	1,433	237.9	1,440	243.5	9
두산	4,777	-56.8	652	-43.5	1,423	63.1	4
아모레G	318	-30.0	219	-33.9	1,244	255.6	42
GS	1,533	-36.2	1,185	-42.0	1,037	-44.8	46

연결 기준 상반기 순이익 규모 상위 10선

지주사	매출		영업이익		순이익		직전 순위
		YoY		YoY		YoY	
SK	456,555	7.4	27,622	흑전	21,318	흑전	43
LG	41,040	33.2	16,126	66.8	20,585	184.6	1
한화	255,153	0.2	16,174	102.7	13,920	160.0	3
삼성물산	163,872	15.5	7,278	88.9	12,206	115.1	2
GS	87,251	11.0	11,919	614.9	7,904	흑전	44
두산	68,103	-21.1	5,725	479.5	6,024	흑전	50
CJ	163,479	4.6	10,150	62.9	4,476	7.0	5
아모레G	26,909	9.4	3,022	190.2	3,196	219.8	27
현대중공업지주	124,058	27.6	7,189	흑전	3,162	흑전	49
효성	16,098	20.4	3,182	960.4	2,791	725.2	34

주: 2021년 상반기 순이익 기준의 규모 순위이며 직전 순위는 2020년 실적 기준 단위:억원, %. 자료: Quantwise

별도 기준 상반기 순이익 증감률 상위 10선

지주사	매출		영업이익		순이익		직전 순위
		YoY		YoY		YoY	
하림지주	361	278.9	294	777.3	271	흑전	적전
휴맥스홀딩스	39	339.4	7	흑전	2	흑전	적지
한국전자홀딩스	81	246.4	60	1,750.0	52	9,272.7	적지
KC그린홀딩스	90	-13.9	66	-13.9	128	4,007.4	적전
효성	4,791	317.5	2,234	흑전	2,160	3,070.3	적전
한라홀딩스	3,478	48.0	595	1,033.6	925	2,827.5	13
롯데지주	1,730	-22.7	1,138	-31.0	676	793.6	적전
동화기업	2,310	23.8	320	235.6	355	521.9	25
KPX홀딩스	653	209.5	99	24.7	379	292.7	3
삼성물산	99,221	6.6	2,239	83.8	9,239	280.8	27

연결 기준 상반기 순이익 증감률 상위 10선

지주사	매출		영업이익		순이익		직전 순위
		YoY		YoY		YoY	
한국전자홀딩스	1,531	56.3	151	흑전	195	흑전	적지
SBS미디어홀딩스	858	25.2	-6	적지	291	흑전	적지
한라홀딩스	4,900	67.5	783	흑전	653	흑전	16
SK	456,555	7.4	27,622	흑전	21,318	흑전	적전
GS	87,251	11.0	11,919	614.9	7904	흑전	적전
롯데지주	48,505	18.8	1,246	119.2	2,303	흑전	적지
JW홀딩스	3,797	-0.2	271	137.5	102	흑전	적지
KC그린홀딩스	3,280	-4.8	77	흑전	188	흑전	적전
두산	68,103	-21.1	5,725	479.5	6,024	흑전	적전
평화홀딩스	3,174	45.4	100	흑전	95	흑전	적지

주: 2021년 상반기 순이익 기준의 증감률 순위이며 직전 순위는 2020년 실적 기준 단위:억원, %. 자료: Quantwise

재무 건전성(1)

지주사	차입금		현금및 현금성자산		금융손익		부채비율	
	20년 말	상반기	20년 말	상반기	20년 말	상반기	20년 말	상반기
삼성물산	34,500	27,340	24,025	24,881	-319	-161	64.9	62.5
SK	507,039	571,011	100,969	113,296	-2,776	-4,452	165.4	161.1
LG	12,718	10,168	14,927	12,398	-41	-17	16.4	13.9
아모레G	2,709	2,811	11,909	10,100	16	19	24.2	22.2
현대중공업지주	97,434	113,876	20,385	24,686	-63	-469	139.3	166.0
한미사이언스	88,947	766	148	161	-4	-4	40.2	38.4
한진칼	47,435	9,956	1,248	1,063	-110	-195	109.6	129.0
GS	127,111	56,241	7,428	7,683	-476	-638	127.6	141.6
롯데지주	674	45,727	8,995	7,085	-408	-255	113.0	95.5
CJ	9,489	125,093	26,031	23,650	-2,958	-1,003	160.0	147.7
한화	142,651	141,527	42,792	53,309	-798	-886	933.0	860.5
LS	8,612	49,450	15,643	14,958	-156	-259	162.1	174.7
대웅	42,984	4,465	1,969	1,221	-16	-24	64.5	70.7
효성	120,558	9,641	2,220	1,459	-120	-24	76.2	73.6
녹십자홀딩스	9,604	10,215	4,476	4,189	-81	13	93.7	95.8
동화기업	4,482	6,325	467	391	-45	-17	126.3	121.4
하림지주	36,015	50,885	7,229	7,191	-380	-194	171.1	176.6
두산	3,055	107,095	27,074	30,020	-1,471	-416	290.7	262.1
삼양홀딩스	28,901	12,671	1,876	2,171	-101	-49	80.6	82.0
HDC	11,584	30,220	8,128	9,286	-55	-11	121.3	129.4
풀무원	7,364	6,654	990	942	-86	-64	230.2	244.7
영원무역홀딩스	20,109	3,111	9,646	7,528	-8	-6	42.6	40.1
대성홀딩스	5,924	1,941	725	754	-11	-7	103.1	83.6
한라홀딩스	4,713	7,339	1,418	1,878	-67	-68	121.2	122.3
하이트진로홀딩스	957	17,119	2,661	3,677	-174	-124	268.3	273.6

주: 2020년 말 / 2021년 상반기 연결 재무제표 기준. 금융손익은 금융수익에서 금융비용 차감. 단위: 억원, %. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

재무 건전성(2)

지주사	차입금		현금및 현금성자산		금융손익		부채비율	
	20년 말	상반기	20년 말	상반기	20년 말	상반기	20년 말	상반기
대상홀딩스	5,967	11,883	6,011	6,235	73	-30	130.8	143.2
AK홀딩스	13,634	21,204	4,053	3,662	-401	-164	233.9	273.0
농심홀딩스	16,459	1,160	193	263	-5	-4	28.2	31.6
세아홀딩스	1,398	11,975	2,706	2,151	-64	104	86.5	86.4
엘브이엠씨홀딩스	1,200	1,646	348	363	-155	-9	80.6	54.4
KISCO홀딩스	9,838	118	1,343	1,392	29	24	17.2	16.6
JW홀딩스	3,217	4,815	307	259	-357	-16	234.0	231.8
SNT홀딩스	34	34	3,648	3,310	-265	9	40.4	38.4
코아시아	133	815	439	394	-10	-11	138.3	115.0
코오롱	1,403	13,157	1,569	2,039	-255	-105	331.7	281.1
SBS미디어홀딩스	1,445	52	515	454	-20	-45	37.1	11.0
KPX홀딩스	12,638	2,269	1,399	1,483	-375	171	27.1	32.6
동성케미컬	1,564	1,206	726	595	66	14	86.8	80.2
일진홀딩스	186	3,359	803	1,439	-43	2	123.0	142.2
풍산홀딩스	2,115	883	203	923	-7	-6	34.0	22.3
노루홀딩스	1,275	2,107	1,255	1,134	-37	-7	81.9	87.9
성창기업지주	816	812	140	222	-8	-4	32.7	33.1
진양홀딩스	2,110	813	257	366	18	112	41.0	43.0
한솔홀딩스	772	157	453	464	20	-1	19.1	18.3
KC그린홀딩스	2,259	2,506	802	850	-14	-16	252.8	229.5
CS홀딩스	37	43	1,338	1,315	-41	1	9.5	10.8
한국전자홀딩스	2,326	915	434	322	-312	-58	98.7	90.1
SJM홀딩스	163	143	611	514	15	4	24.4	22.3
평화홀딩스	199	2,746	58	254	-36	-27	338.2	350.9
휴맥스홀딩스	946	174	23	27	8	-6	18.4	16.2

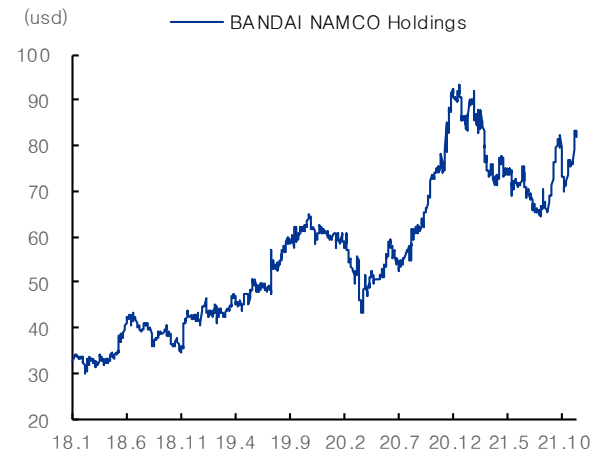
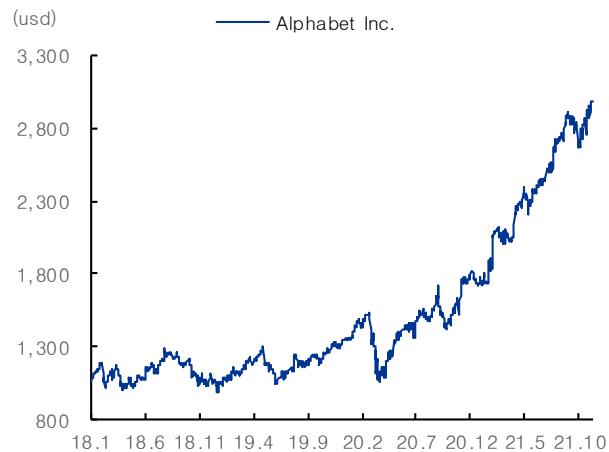
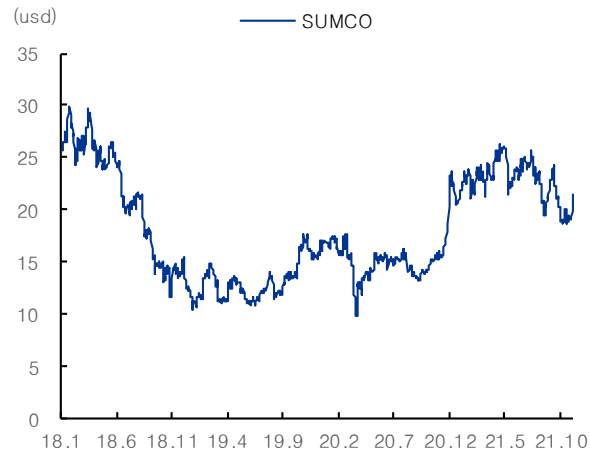
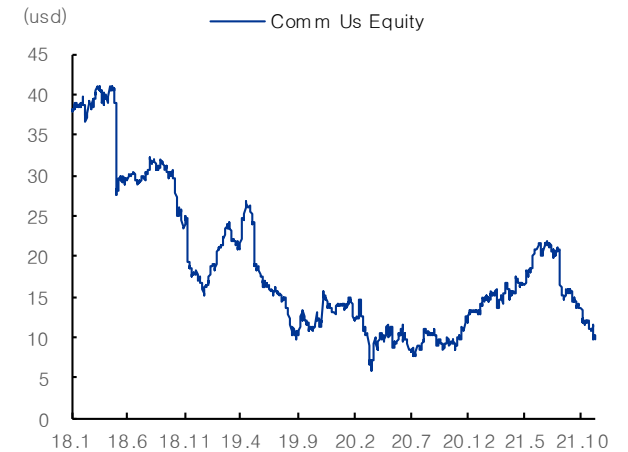
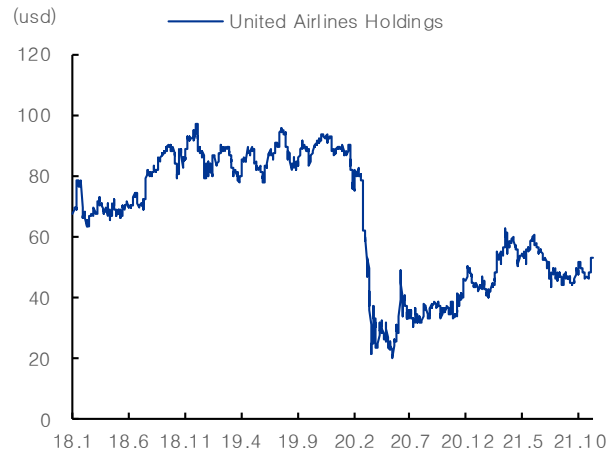
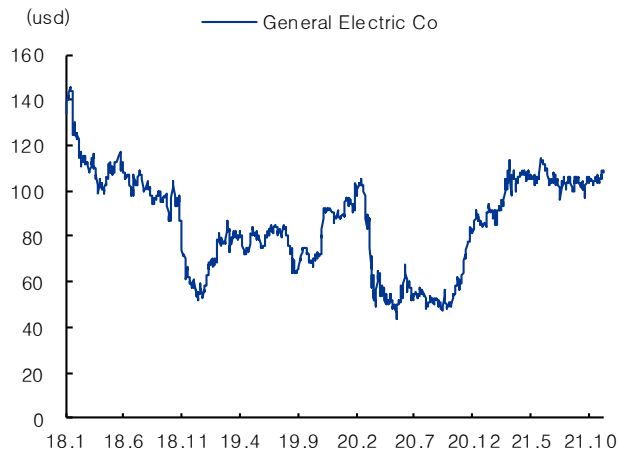
주: 2020년 말 / 2021년 상반기 연결 재무제표 기준. 금융손익은 금융수익에서 금융비용 차감. 단위: 억원, %. 자료: Quantiwise, IBK투자증권

해외 지주회사 소개

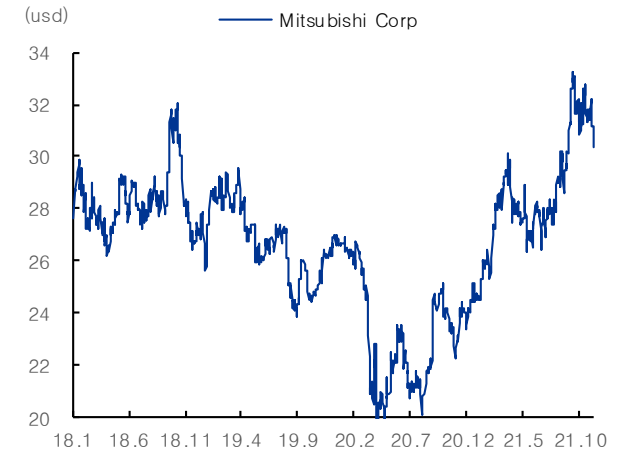
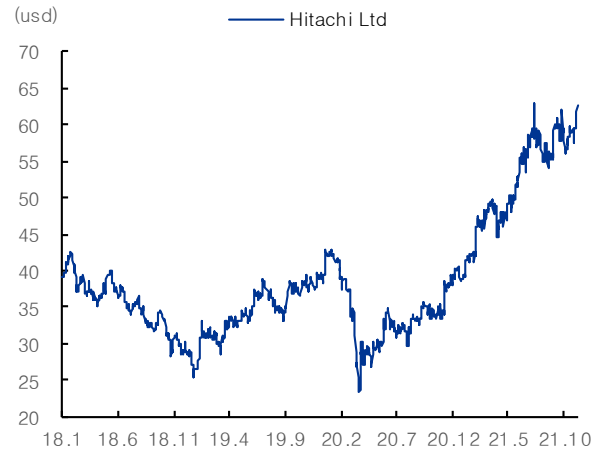
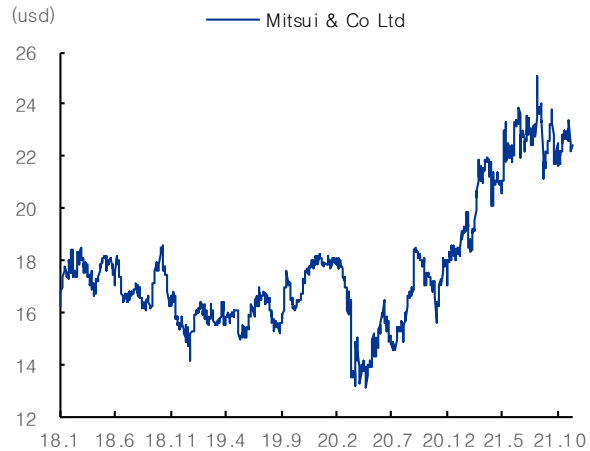
지주회사	국가	개요
General Electric Co	미국	GE(General Electric Company)는 다각화된 글로벌 기술 및 금융서비스 업체. 동사의 제품 및 서비스로는 항공기 엔진, 전력 발전, 수처리, 가전, 의료 영상, 기업 및 소비자 금융, 산업 제품이 있음
United Airlines Holdings	미국	유나이티드 에어라인스 홀딩스(United Airlines Holdings)는 자회사를 통해 운송 서비스를 제공. 승객 및 화물을 운송하는 항공기를 소유하고 관리함
CommScope Holding Company	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.)은 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	알스통(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	인베스터(Investor AB)는 산업 지주회사. 동사는 주요 다국적 상장기업에 상당한 지분을 보유하고 있으며, 유럽, 북미 및 아시아에서 사모 사업을 운영

자료: Bloomberg

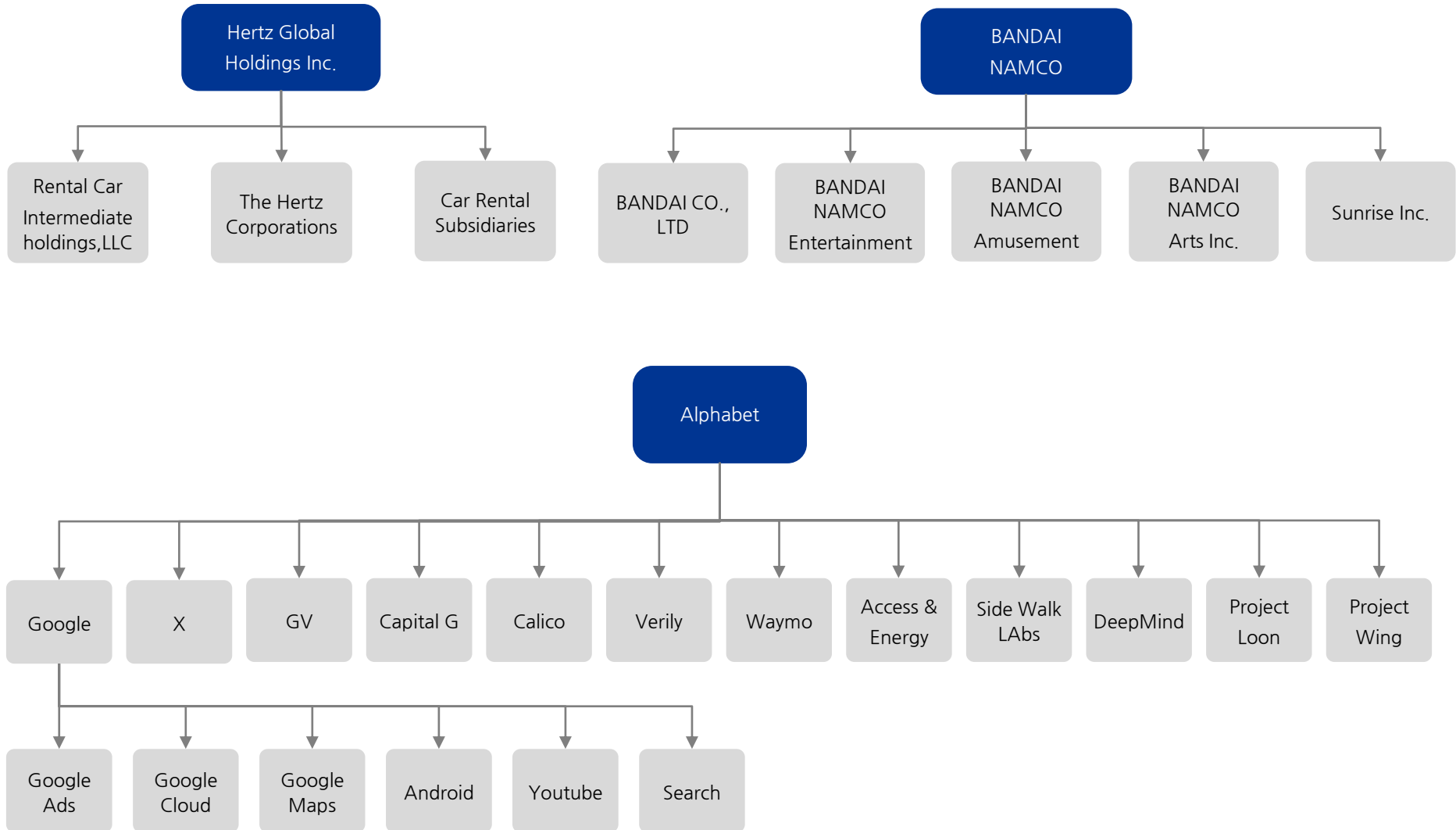
해외 지주회사 주가흐름



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)	2020	79,619	15,355	8,436	182,527	2,730	6,989	75,561	121,541	82,344	10,252	9,607
	2021F	75,288	24,497	8,414	209,300	2,901	7,063	84,493	131,346	85,919	17,836	3,000
	2022F	80,535	41,644	8,706	244,732	3,231	7,356	80,475	132,632	81,493	18,991	3,119
	2023F	86,080	47,276	8,988	283,781	3,590	7,761	80,453	134,345	84,468	20,093	5,022
영업이익 (백만USD)	2020	-484	-6,359	-52	41,224	355	799	1,347	305	7,536	350	5,807
	2021F	4,680	-4,535	944	77,506	419	864	3,656	4,773	6,683	695	402
	2022F	7,065	2,409	1,021	86,454	611	1,015	3,466	4,430	7,355	1,033	418
	2023F	9,047	4,404	1,231	99,491	827	1,155	3,794	4,181	8,035	1,382	-
순이익 (백만USD)	2020	5,704	-7,069	-573	40,269	239	461	3,164	1,628	4,732	288	5,755
	2021F	2,257	-4,528	303	78,597	291	609	5,920	6,072	5,295	587	1,380
	2022F	4,475	620	371	82,207	420	709	5,243	5,694	4,773	856	1,458
	2023F	6,403	2,404	548	94,421	567	801	4,935	5,585	5,322	1,125	-
PER (배)	2020	-	-	-	33.7	25.9	35.5	11.6	26.8	9.6	46.4	8.7
	2021F	53.2	-	7.7	25.4	22.3	28.7	6.0	7.3	11.3	20.0	53.8
	2022F	26.9	24.8	6.3	23.8	15.8	24.6	6.7	7.8	12.5	14.4	50.9
	2023F	19.3	7.2	4.5	20.5	11.8	21.6	7.1	7.9	11.3	11.3	50.4
PBR (배)	2020	2.7	2.1	7.6	5.3	2.1	3.4	0.8	0.8	1.4	1.7	1.0
	2021F	7.1	3.7	30.2	7.9	1.9	3.6	0.8	0.8	1.7	1.2	1.4
	2022F	10.3	3.3	4.4	6.6	1.8	3.4	0.7	0.8	1.5	1.2	1.7
	2023F	9.3	2.3	2.9	5.4	1.6	3.1	0.7	0.7	1.4	1.1	1.7
EV/EBITDA	2020	10.5	-	14.7	18.8	9.0	13.9	19.0	20.2	5.5	25.3	9.3
	2021F	11.5	-	11.3	17.7	9.5	14.9	12.0	11.7	8.0	11.4	-
	2022F	8.8	7.5	10.4	15.6	7.4	13.2	13.3	11.9	7.8	9.0	-
	2023F	8.8	7.5	10.4	15.6	7.4	13.2	13.3	11.9	7.8	9.0	-

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

Compliance Notice

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

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

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

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

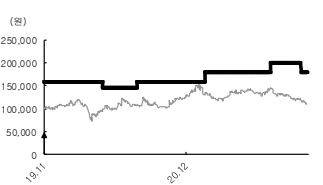
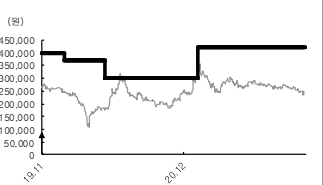
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.10.01~2021.09.30)

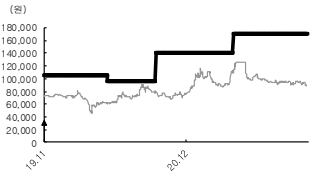
투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	94.4
중립	8	5.6
매도	0	0

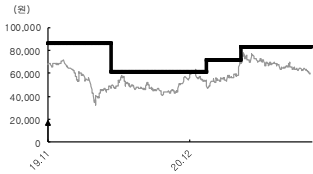
최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

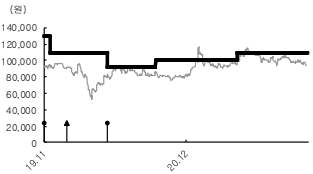
(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

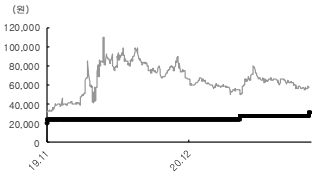
삼성물산	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.07.26	매수	160,000	-38.53	-25.31					
	2020.04.23	매수	145,000	-25.58	-14.48					
	2020.07.28	매수	160,000	-24.89	-4.06					
	2021.02.02	매수	180,000	-26.28	-19.72					
	2021.08.05	매수	200,000	-35.97	-27.75					
	2021.10.28	매수	180,000	-35.74	-35.00					
	2021.11.11	매수	180,000							
SK	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.12.13	매수	400,000	-38.63	-29.88					
	2019.12.13	1년경과	400,000	-35.90	-34.38					
	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	-34.76	-15.48					
	2021.11.12	매수	420,000							

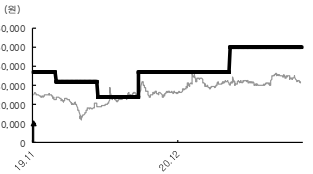
Compliance Notice

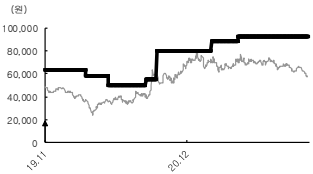
LG	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.01.30	매수	105,000	-30.19	-24.48					
	2020.01.30	1년경과	105,000	-38.43	-23.71					
	2020.05.06	매수	95,000	-21.88	-5.26					
	2020.09.18	매수	140,000	-37.56	-17.50					
	2021.04.22	매수	170,000	-40.46	-25.59					
	2021.11.12	매수	170,000							

현대중공업주	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	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	-22.18	-2.22					
	2021.05.03	매수	83,000	-17.89	-6.51					
	2021.11.12	매수	83,000							

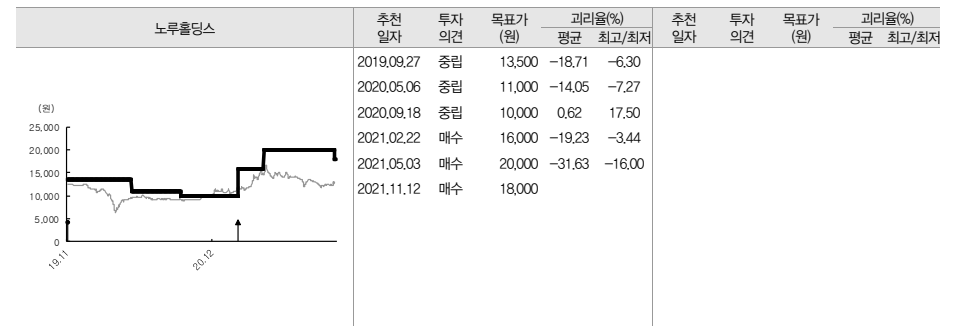
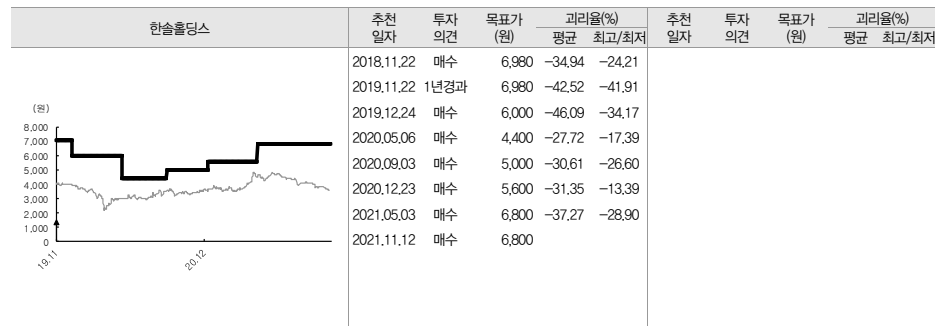
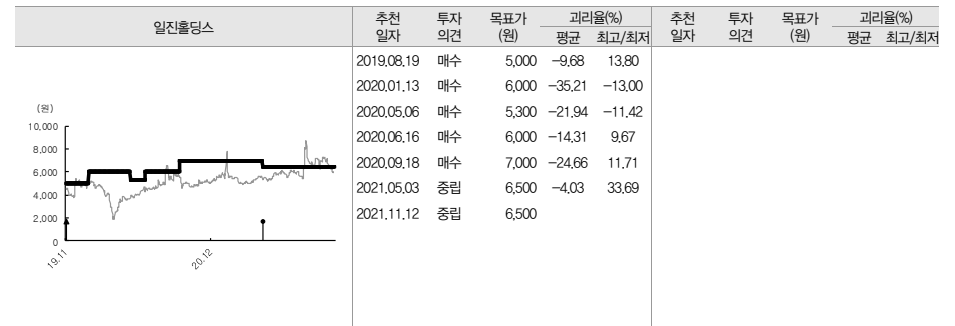
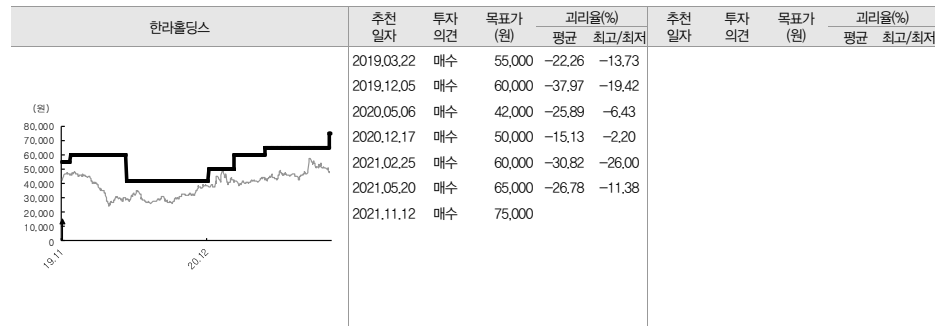
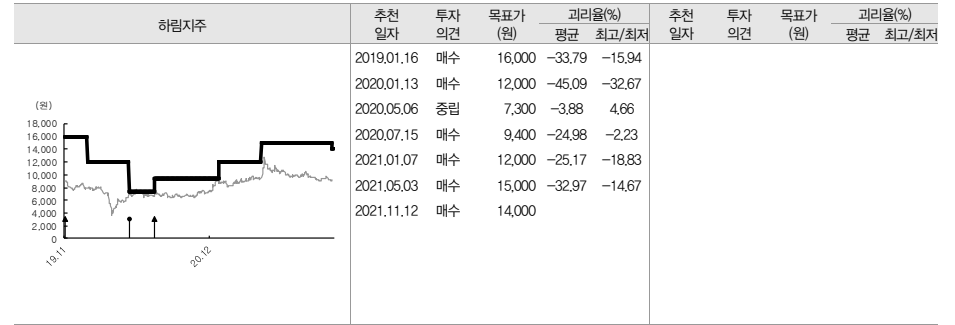
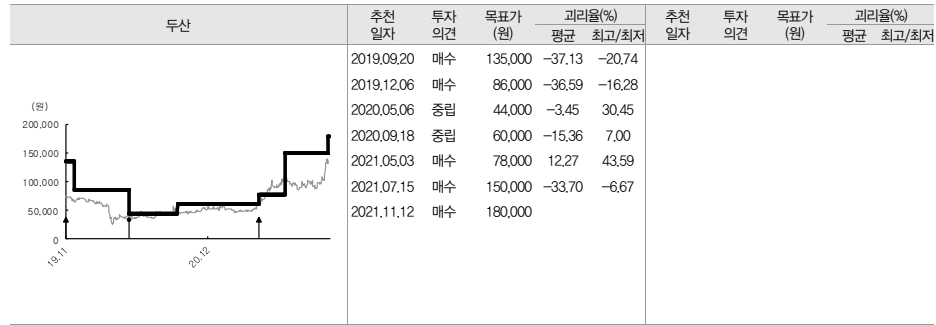
CJ	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.05.14	종립	130,000	-30.11	-17.69					
	2019.11.28	종립	110,000	-14.71	-11.82					
	2020.01.13	매수	110,000	-29.06	-13.09					
	2020.05.06	종립	92,000	-6.64	1.20					
	2020.09.18	종립	100,000	-10.24	16.50					
	2021.05.03	종립	110,000	-6.42	5.00					
	2021.11.12	종립	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	종립	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					
	2021.05.03	종립	28,000	127.66	78.21					
	2021.11.12	종립	32,000							

한화	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	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	-21.90	-2.30					
	2021.05.03	매수	50,000	-34.93	-26.80					
	2021.11.12	매수	50,000							

LS	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.05.22	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	-23.42	-15.34					
	2021.05.03	매수	93,000	-26.74	-16.99					
	2021.11.12	매수	93,000							

Compliance Notice





IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
정용택	상무	총괄 / Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com

투자분석부

정용택	상무	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김지나	연구위원	Fixed Income	6915-5678	jnkim0526@ibks.com
김인식	연구원	Global ETF/Quant	6915-5472	kds4539@ibks.com
김종영	연구원	Quant	6915-5653	jujub0251@ibks.com

기간산업분석부

김은갑	연구위원	은행/증권	6915-5660	egab@ibks.com
김장원	연구위원	통신서비스/지주	6915-5661	jwkim@ibks.com
이상현	연구위원	자동차/기계	6915-5662	coolcat.auto@ibks.com
안지영	연구위원	유통/화장품	6915-5675	jyahn@ibks.com
전창현	연구원	2차전지/에너지	6915-5677	chdrkr24@ibks.com
황병준	선임주임	섬유/의복/RA	6915-5474	abcdzinc@ibks.com

혁신기업분석부

이승훈	연구위원	인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com
이민희	연구위원	중소기업분석	6915-5682	mhl3467@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체/디스플레이	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료	6915-5658	kith0923@ibks.com
이건재	연구위원	IT/소재/부품/장비	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
이선경	연구위원	제약/바이오	6915-5655	seonkyoung.lee@ibks.com
이환욱	선임주임	중소기업분석/RA	6915-5473	dlghksdnr123@ibks.com

“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, 변경, 대여할 수 없습니다.