

2020. 4. 1

양일우

Analyst

iw.yang@samsung.com

02.2020.7820

▶ AT A GLANCE

SK (034730 KS, 167,500원)

투자의견 **BUY**

목표주가: 227,000원 35.5%

LG (003550 KS, 59,000원)

투자의견 **BUY**

목표주가: 79,000원 33.9%

롯데지주 (004990 KS, 24,000원)

투자의견 **BUY**

목표주가: 33,000원 37.5%

CJ (001040 KS, 64,500원)

투자의견 **BUY**

목표주가: 88,000원 36.4%

지주회사 (OVERWEIGHT)

실제 주가 움직임으로 보는 지주회사

- 지주회사 가치산정 방식에 대한 근본적 고민이 필요
- 실제 증시에서 결정되는 주가는 전통적인 적정주가 산정방식과 다를 가능성이 높음
- SK를 top pick으로 제시. LG도 관심 대상

WHAT'S THE STORY

전통적인 지주회사 목표주가 산정논리에 대한 투자자들의 아쉬움: 지주회사에 투자해본 경험이 있거나 관심이 있는 투자자라면, 지주회사 목표주가 산정 논리를 볼 때마다 의문이 들었을 수 있다. 사업회사들은 미래의 이익추정치를 바탕으로 목표주가를 제시하는데, 왜 지주회사는 현재 가치도 반영하지 못해 할인율이 축소되기만을 기다리는 것일까? 그리고, 애널리스트들은 순자산가치 (NAV) 대비 할인율이 클 때 매수해야 한다고 하는데, 왜 그 NAV 할인율 마저도 점점 커져만 가는 것처럼 보일까? 적정할 할인율이라는 게 있기는 한 것인가? 할인율은 왜 기업마다 천차만별인가?

전통적인 가치산정 방식과 실제 주가가 형성되는 방식의 차이: NAV와 시가총액 간의 상관관계 분석을 통해 우리는 전통적인 지주회사 적정가치 산정방식과 실제 증시에서 지주회사 주가가 형성되는 방식이 많이 다르다는 사실을 발견하였다. 우리는 전통적인 가치산정 방식에 비해 실제 증시에서는 1) 상장 자회사 지분가치를 거의 할인하지 않는 대신, 2) 자회사가 없다면 발생하지 않았을 상표권 수익이나 자체사업 가치 등을 의미 있게 더해주지 않을 가능성이 높으며, 3) 지주회사이기 때문에 발생하는 비용에 대해서는 일정 금액을 차감하는 형식을 통해 할인하는 경향이 있다고 판단한다.

최근 변동성 높은 증시에서 생각해볼 만한 질문들: 최근 증시가 극심한 변동성을 경험하면서 개별 지주회사 차원에서도 여러 가지 의문이 들 수 있다. 1) SK의 NAV에는 SK이노베이션보다 SK텔레콤의 지분가치 비중이 더 큰데, 왜 최근 SK의 주가는 변동성이 낮은 SK텔레콤처럼 움직이지 않고, SK이노베이션과 유사하게 높은 주가변동성을 보이며 움직일까? 2) LG의 주가 움직임은 정말 전체 NAV보다 LG전자 등 특정 자회사의 주가 움직임과의 상관관계가 더 높을까? 3) 롯데지주나 CJ는 예전에는 자회사보다 변동성이 높았던 것 같은데, 최근 급락장에서 과거보다 자회사 대비 변동성이 줄어든 듯한 느낌이 드는 이유는 무엇일까? 우리는 증시에서 지주회사 주가가 형성되는 방식을 이해하면 이러한 질문에 대한 대답에 가까게 다가갈 수 있다고 판단한다.

Top pick은 SK. LG도 관심 대상: SK는 올해 상반기 상장이 예정된 SK바이오팜 이후에도 우량한 비상장 자회사가 지속해서 상장을 준비 중이다. 비상장 자회사의 장부가치가 매년 1조 원 가량 증가한다는 사실만으로도 매수 가능하여 top pick으로 추천한다. 한편, LG는 비상장 자회사 LG CNS 지분 매각으로 지주회사에 유입된 현금을 투자에 잘 활용할 경우, 시장에서 바라보는 시각이 달라질 수도 있다고 판단하여 밸류 투자자에게 매수를 추천한다. CJ도 자회사들 간의 삼각합병으로 증가한 NAV는 반영을 해주어야 한다는 점에서 BUY 투자의견 제시한다.

EXECUTIVE SUMMARY

할인율과 할인 방식에 대한 근본적인 고민이 필요: 지주회사의 적정가치를 산정하는 전통적인 방식은 SOTP (Sum-of-the-parts)를 통해 NAV를 산정하고, 평가자가 생각하는 적절한 할인율을 적용하는 방식이다. 그러나, 1) 모든 자산과 부채에 대해서, 2) 모든 시기에 걸쳐 3) 특정 할인 비율을 적용하는 것이 타당한지에 대한 근본적인 의문을 해결해야 할 필요가 있다. 그렇지 않으면, 자의적인 할인율을 적용한 애매한 upside를 제시하게 된다.

NAV와 지주회사 시가총액을 일간으로 회귀분석: 우리는 X축에 NAV 금액, Y축에 지주회사 시가총액을 두고 회귀분석 (이하 금액 회귀분석)을 하였다. 이 회귀선의 기울기가 특정 구간에서 주식시장이 NAV 변화에 대해 어떤 배수를 적용하여 지주회사 시가총액에 반영하는지 보여주는 지표라고 판단하고, 이를 “NAV 반영률”이라고 부르고자 한다.

금액 회귀분석에서 회귀선의 특징: 당사 커버리지 4개 기업의 실제 사례 분석 결과 금액 회귀분석에서 나타난 결과는 1) 상장사 지분가치가 항상 특정한 비율로 할인, 할증된다고 주장하기 어렵고, 2) 지주회사에 대한 할인은 지분가치에 비례하기보다는 상수로 반영되는 경향이 있다는 것이다.

NAV 반영률을 좌우하는 3가지 효과들: NAV 반영률을 좌우하는 요소로 1) 밸류에이션 효과, 2) 베타 효과, 3) 알파효과를 제시하는데 이 중 NAV 반영률에 가장 일관된 영향을 미치는 효과는 밸류에이션 효과로서, 특정 구간 시작점에 지주회사 시가총액이 NAV와 다르기 때문에 발생하는 효과이다. 우량 비상장 자회사의 가치 부각은 낮은 valuation 효과를 소멸시킬 수 있는 촉매가 되기도 한다.

업종 애널리스트들의 업사이드를 활용한 목표주가 산정방식: 우리의 목표주가 산정 방식은 다음과 같다. 1) 최근 NAV 와 시가총액을 가장 잘 설명하는 회귀식을 도출하고, 2) 당사 업종 애널리스트들의 업사이드를 NAV에 반영하여, 목표 NAV를 계산한 뒤, 3) 그 값을 회귀식에 넣어 지주회사 목표주가를 산출한다. 지주회사 애널리스트는 NAV 반영률의 변화와 Y-절편 금액, 비상장사의 가치 부각 시점 등을 추적하며 최종 목표주가를 산정한다.

Top pick은 SK, LG도 관심 대상: SK는 낮은 valuation 효과를 방지할 수 있는 우량한 비상장 자회사가 지속해서 상장을 준비 중이다. 비상장 자회사의 장부가치가 매년 1조원 가량 증가한다는 사실만으로도 매수 가능하여 top pick으로 추천한다. 한편, LG는 비상장 자회사 지분 매각으로 지주회사에 유입된 현금 투자를 잘 활용할 경우, 시장에서 바라보는 시각이 크게 달라질 수도 있다고 판단하여 밸류 투자자에게 매수를 추천한다. CJ도 자회사 삼각합병 과정에서 증가한 NAV는 반영을 해주어야 한다는 점에서 BUY 투자 의견 제시한다.

REPORT

CONTENTS

01 실제 주가 움직임으로 보는 지주회사 04p

- 1) 전통적인 지주회사 가치평가 방식의 적절성에 대한 의문
- 2) 실제 주가 움직임을 통해 본 자회사 지분가치의 반영
- 3) 자회사 지분가치 할인, 할증 반영의 논리적인 이유들
- 4) 자회사 지분가치 할인, 할증 반영의 보다 실질적인 이유들
- 5) NAV 반영률의 변화가 있을 때 함께 있었던 주요 투자주체들의 수급 변화
- 6) 주요 투자주체들의 수급 변화 원인 추정
- 7) 당사 목표주가 산정방식의 장단점과 의의

02 Appendix 17p

- 1) 지주회사가 할인 받아야 한다는 전통적인 논리들과 이에 대한 반박
- 2) 양(+)의 Y-절편이 나타나는 이유

03 지주회사 coverage 20p

- 1) SK
- 2) LG
- 3) 롯데지주
- 4) CJ

실제 주가 움직임으로 보는 지주회사

전통적인 지주회사 가치평가 방식의 적절성에 대한 의문

지주회사 적정가치를 산정하는 전통적인 방식 두 가지

지주회사의 적정가치를 산정하는 전통적인 방식은 SOTP (Sum-of-the-parts)를 통해 NAV를 산정하고, 평가자가 생각하는 적정한 할인율을 적용하는 방식이다. 그리고 이 방식은 할인율을 적용하는 대상에 따라 다시 두 가지 방식으로 구분되는데, 1) 한 가지 방식은 투자자산의 가치에만 할인율을 적용하는 반면, 2) 나머지 한 가지 방식은 각종 자산 합계에 순부채 등을 차감한 순자산가치에 할인율을 적용하는 방식이다.

차입금이 많은 기업은 할인 방식에 따라 적정가치도 차이가 나게 됨

그러나, 순차입금이 많은 지주회사의 경우, 두 가지 방식으로 계산한 적정가치 결과가 크게 다르다. 각각의 방식은 순차입금을 할인할 것인가 아닌가에 차이가 있기 때문이다. 투자자산에만 할인을 한 경우는 순차입금을 할인하지 않는 것이고, NAV 계산 후 할인하는 방식은 순차입금도 할인하게 된다. 예를 들어 투자자산이 1조원, 순부채가 7,000억원인 회사에 적정 할인율 20%를 적용한다고 가정할 경우, 1) 투자자산에 할인율을 적용할 경우, 적정 시가총액은 1,000억원 $[1\text{조원} \times (100\% - 20\%) - 7,000\text{억원}]$ 이 되어야 하지만, 2) 순자산 전체에 할인율을 적용할 경우, 적정 시가총액은 2,400억원이 된다 $[(1\text{조원} - 7,000\text{억원}) \times (100\% - 20\%)]$. 만약에 이 할인율을 30%로 확대하면, 각각의 적정 시가총액은 0원과 2,100억원이 된다.

할인율과 할인 방식에 대한 근본적인 고민이 필요

이렇게 큰 차이가 발생한다면, 두 방법 모두 틀린 방법일 수는 있어도 모두 맞는 방법이라고 할 수는 없다. 따라서, 1) 모든 자산과 부채에 대해서, 2) 모든 시기에 걸쳐 3) 특정 할인 비율을 적용하는 것이 타당한지에 대한 근본적인 의문을 해결해야 할 필요가 있다. 그렇지 않으면, 과거에 항상 해왔듯이 “A 지주회사는 과거에 평균적으로 NAV에 비해 40% 정도 할인 되어 왔는데, 현재는 60% 할인되고 있는 것으로 보이기 때문에, 50% 정도의 upside가 있다”라는 애매한 결론에 도달하게 된다.

전통적인 방식의 지주회사 가치 산정방식은 실제 주가 움직임과 많이 다를 것

결론부터 정리하면, 주식시장은 전통적인 지주회사 평가방식에 비해 1) 상장사 지분가치에 일반적으로 예상하는 것만큼 많은 할인율을 적용하지는 않고 있으나, 2) 나머지 가치에 대해서는 보수적인 가치 평가 방식을 적용하고 있을 가능성이 높으며, 3) 지주회사 비용 및 비효율을 특정 상수 금액으로 일괄 차감하고 있을 것으로 추정된다. 그리고, 이것이 사실이라면 NAV 대비 역사적 할인율은 그렇게 의미 있는 수치가 아니다.

실제 주가 움직임을 통해 본 자회사 지분가치의 반영

지주회사의 NAV와 시가총액 간의 상관관계는 비교적 빈번하고 정확하게 측정 가능

사업회사의 경우, 이익이 증가하는 특정 시점에서 시가총액이 급증하는 경우들이 있다. 모든 이익에 비례하여 시가총액이 증가하지 않는다는 것이다. 그러나, 사업회사의 이익(추정치)의 변화금액은 빈번하고 정확하게 측정하기 어렵다. 반면, 지주회사는 NAV의 상당 부분을 차지하는 상장 자회사의 가치가 매일 주식시장에서 평가된다. 따라서 지주회사의 1) NAV와 2) 시가총액이라는 두 변수 간의 상관관계를 비교적 빈번하고 정확하게 관측할 수 있다.

금액 회귀분석 그래프의 도출

우리는 두 변수 간의 상관관계를 파악하기 위해 X축에 NAV를 두고, Y축에 지주회사의 시가총액을 두고 일별로 그래프를 작성한 뒤 회귀선을 도출하였다. 지금 작성된 그래프를 나중에 나오는 “수익률 회귀분석 그래프”와 구분하기 위해서 “금액 회귀분석 그래프”라고 표현하고자 한다. NAV는 1) 상장자회사는 시가로, 2) 비상장자회사는 장부가치로 평가한 뒤 3) 여기에 순부채를 차감한 가치로 정의하였다. 그 밖에 지주회사 별도 기준 재무제표 작성 시에는 나타나나, 연결기준 재무제표 작성 시 소멸되는 Captive 사업으로부터의 이익 및 브랜드상표권 등의 가치는 NAV에 포함시키지 않았다.

금액 회귀분석의 회귀선 기울기가 NAV 반영률

NAV에는 1) 비상장 자회사의 지분가치, 2) 순현금(순부채) 등이 포함되나, 이는 일간 변동폭이 매우 작아 NAV 일간 변화금액에서 차지하는 비중이 극히 미미하다. 따라서 “금액 회귀분석 그래프”에서 회귀선의 기울기는 상장사 자회사의 시가총액의 변화금액 대비 지주사 시가총액의 변화금액과 유사할 것이다. 여기서 만약, 그 기울기가 1 이상이면, NAV 특히 상장사 시가총액이 1조원 변할 때, 지주회사의 시가총액이 1조원 이상 변했음을 의미하고, 기울기가 1 미만이라면, NAV 혹은 상장사 시가총액이 1조원 변할 때, 지주회사의 시가총액이 1조원 미만으로 변했음을 의미한다. 우리는 이 비율이 (그래프의 기울기) 특정 구간의 NAV 변화에 대해서 주식시장이 어느 수준의 할인 혹은 할증을 적용하여 지주회사 시가총액에 반영하는지 보여주는 지표라고 판단하고, 이를 “NAV 반영률”이라고 부르려 한다.

NAV 반영률(기울기)과 Y-절편의 특징

당사 지주회사 4개 커버리지의 “금액 회귀분석 그래프”의 회귀선에서 도출된 NAV 반영률 (기울기)과 Y-절편의 특징은 다음과 같다. 1) 기울기 (NAV 반영률)는 기업별로 그리고, 시기별로 매우 다르다. 그리고, 1 이상인 경우도 상당기간 존재한다. 2) Y-절편은 대부분의 경우 음(-)의 값을 갖는다.

자회사 지분가치 할인, 할증 반영의 논리적인 이유들

NAV 반영률이 1 이상이 될 수 있는 이유

우리는 NAV 반영률이 1 이상이 될 수 있는 요인, 다시 말해 지주회사 시가총액이 상장자회사 시지분가치를 할증하여 반영할 수 있는 요인은 1) 브랜드 상표권, 경영자문 수수료 수익 등과 2) 내부 이익 비중이 높은 자체 사업들이라고 판단한다. 전통적인 지주회사 가치 산정 방식에서는 상표권 수익이나 자체 사업의 가치는 예상 수익에 적정 EV/EBITDA 배수 등을 곱해 산정하거나, 영구성장률과 가중평균 자본비용을 이용해 DCF로 산정하는 경우가 많다. 완전한 상수는 아니더라도 사실상 상수와 가까운 형태로 지주회사 NAV에 포함시키고 있는 것이다. 반면, 우리는 시장이 이들 가치를 자회사 가치에 비례하는 변동가치로서 지주회사 시가총액에 포함시키고 있을 가능성이 높다고 판단한다. 이들 가치는 자회사 시가총액이 0에 가까워져도 지속 가능한 수익이 아니기 때문이다.

전통적인 방식은 작지 않은 비중을 상수에 가깝게 NAV에 포함하고 있었을 것

시장에서 애널리스트들이 1) 브랜드 상표권, 경영자문 수수료 수익 등과 2) captive 사업의 가치로서 평가하는 금액은 예상보다 크다. SK의 경우 3.5~10.6조원, LG의 경우 2.4~3.9조원, CJ 0.4~1.2조원으로 각각 시가총액의 31~94%, 24~38%, 21~64% 수준이다. 따라서, 이 부분이 지주회사의 시가총액에 상수에 가까운 형식으로 반영되는지, 자회사 지분가치에 비례해 반영되는지를 구분하는 것은 주가 움직임을 예측하고, 의미 있는 할인을 계산하는데 중요한 부분일 것으로 여겨진다.

상장 자회사 지분 가치의 할증 반영 여부를 판단할 때는 비상장 자회사의 존재도 감안해야

다만, NAV 반영률이 1 이상이라고 해서 무조건 자회사 특히 상장사 지분가치가 할증되어 지주회사 시가총액에 반영된다고 주장할 수는 없다. 시장이 비상장 자회사 가치를 지주회사 시가총액에 반영하는 방식 때문이다. CJ, SK 등의 사례에서 CJ올리브네트웍스, SK 바이오팜 등의 자회사 가치는 비상장 자회사가 부각되는 시점에 그 가치가 단번에 (Y-절편으로) 지주회사 시가총액에 반영되는 것이 아니라, 자회사 지분가치에 비례해서 시가총액에 반영되는 것으로 관측된다. 따라서, 이들의 비상장 자회사의 가치가 시장에 부각된 효과 때문에 높아진 NAV 반영률 (기울기)를 근거로 상장 자회사 지분가치가 할증 반영된다고 주장할 수는 없는 것이다. 그러나, 특별히 부각되는 비상장 자회사가 없는데도 NAV 반영률이 1 이상인 사례는 롯데지주, LG 등에서 일부 혹은 상당 기간 동안 관측되기 때문에 자회사 특히 상장 자회사 지분가치가 반드시 할인되어 지주회사 시가총액에 반영된다고 주장할 수도 없다.

NAV 반영률 (기울기)이 1 이하일 수 있는 이유는 유동성 할인 때문

우리는 NAV 반영률이 1 이하로 나타나게 될 수 있는 이유, 다시 말해 지주회사가 NAV 가치에 비해 할인 받을 수 있는 가장 중요한 이유는 유동성 할인 (혹은 유동성 선호) 때문이라고 판단한다. 지주회사의 자회사 중 비상장 자회사가 없는 경우, 지주회사의 가치는 상장사 지분가치를 합한 것보다 어느 정도는 작아야 한다는 것이다. 소수지분 투자자의 입장에서 지주회사에 투자하는 것보다는 원할 때 사고 팔 수 있는 상장 자회사를 소유하는 것이 유동성 측면에서 유리하기 때문이다.

그 외에 지주회사가 할인 될 수 있는 요인들

그 외에는 전통적으로 언급되던 지주회사가 NAV 대비 할인되어야 한다는 주장의 근거는 대부분 자회사에게도 적용되는 사실이기 때문에 지주회사가 NAV 대비 할인되어야 한다고 주장할 수 있는 충분한 조건은 아니라고 판단한다. (전통적인 관점에서 지주회사를 할인해야 하는 이유들과 그에 대한 반박은 Appendix 1 참조)

지회사 지분가치 할인, 할증 반영의 보다 실질적인 이유들

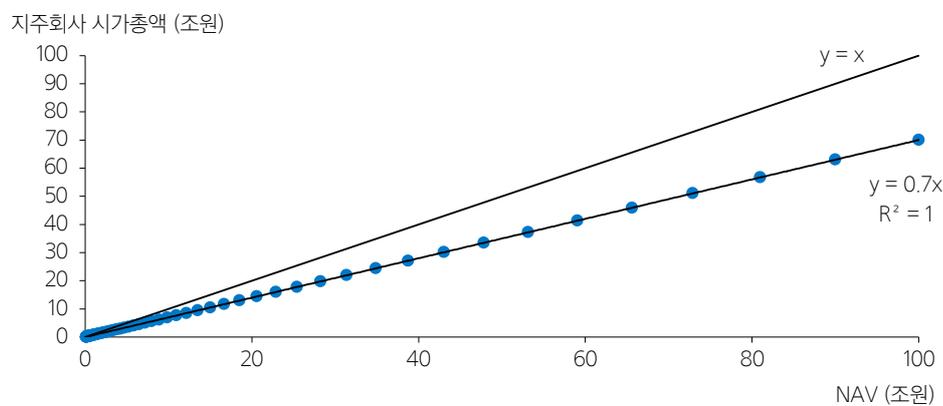
NAV 반영률을 좌우하는 더 실질적인 요인들

지금까지의 (1차) 결론은 투자자들이 지주회사의 NAV 변화금액을 지주회사 시가총액에 반영할 때는 지분가치에 대한 할인 요인과 할증 요인이 모두 있기 때문에 주식시장이 실제로 NAV 변화 금액 중 얼마를 지주회사 시가총액에 반영할 지를 미리 알기 어렵다는 것이다. 그러나, 금액 회귀분석의 실제 사례들을 살펴보면 위와 같은 논리적인 이유들 이상으로 NAV 반영률을 좌우하는 요인은 다른 것일 수 있다고 추정된다. 그 요인들은 다음과 같은 것들을 포함한다.

1) Valuation 효과

우리가 분석하는 금액 회귀분석 그래프는 X축과 Y축이 모두 비율(%)가 아니라 금액이다. 따라서, NAV가 1%씩 움직일 때, 지주회사 시가총액이 1% 움직인다면, NAV 반영률(기울기)은 특정구간 진입 초기에 지주회사 시가총액이 NAV에 비해서 얼마나 큰지 작은지에 의해 결정된다. 예를 들어, 특정 구간 초기 시점에 지주회사의 시가총액이 어떤 이유에서든 NAV의 70%라고 가정해보자. X변수와 Y변수가 똑같이 1%씩 상승했다면 기울기가 1이어야 할 것 같지만 그렇지 않다. NAV가 1% 상승할 때, 지주회사의 시가총액이 똑같이 1% 상승하면, 예를 들어 NAV가 1억원 상승할 때, 지주회사 시가총액은 0.7억원 상승해야 하기 때문이다. 기울기가 1이 아니고 0.7인 이유가 바로 밸류에이션 (사이즈) 효과이다. 처음부터 지주회사 시가총액이 NAV의 70%만 반영했기 때문이다.

Valuation (사이즈) 효과 발생 형태

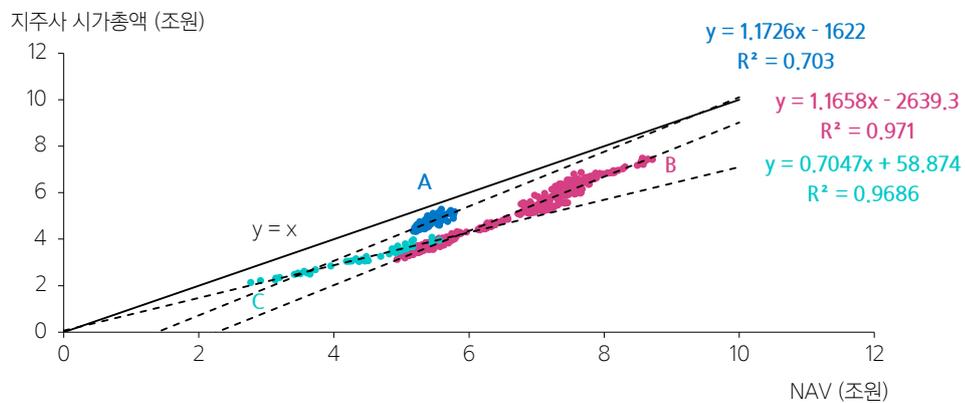


자료: 삼성증권

Valuation 효과가 NAV 반영률을 결정하는 가장 빈번하고 유력한 효과

Valuation 효과가 나타나는 것은 아마도 투자자들이 NAV가 1% 상승할 때, 지주회사도 1% 상승하는 것을 심리적으로 편하게 여기고 있기 때문일 가능성이 높다고 판단한다. 만약, 상장사 지분가치를 50%씩 양분하는 자회사 A, B가 있다면, A가 1% 상승하고, B가 5% 상승하였다면, 투자자들은 지주회사의 NAV 증가분을 계산해서 특정 할인율을 반영한 후 시가총액에 반영하기보다 지주회사의 주가를 3% [$3\% = (1\% + 5\%) / 2$] 상승시키는 행태를 취해왔을 가능성이 높다는 것이다. 아래 롯데지주의 사례에서 보는 것처럼 지주회사 시가총액이 NAV와 유사할 때에는 B구간처럼 NAV 반영률이 1을 상회하는 경우가 있다기도, 지주회사 시가총액이 어느 순간 NAV에 비해 의미 있게 작아지면 그 이후에는 C 구간처럼 NAV 반영률을 역시 크게 낮아진다. 우리는 이 valuation 효과가 NAV 반영률이 1을 하회하게 하는 가장 빈번하고 유력한 효과라고 판단한다.

롯데지주 NAV와 시가총액



참고: B구간은 2018년 4월 13일부터 2020년 1월 17일까지. A는 그 이전, C는 그 이후
자료: 삼성증권

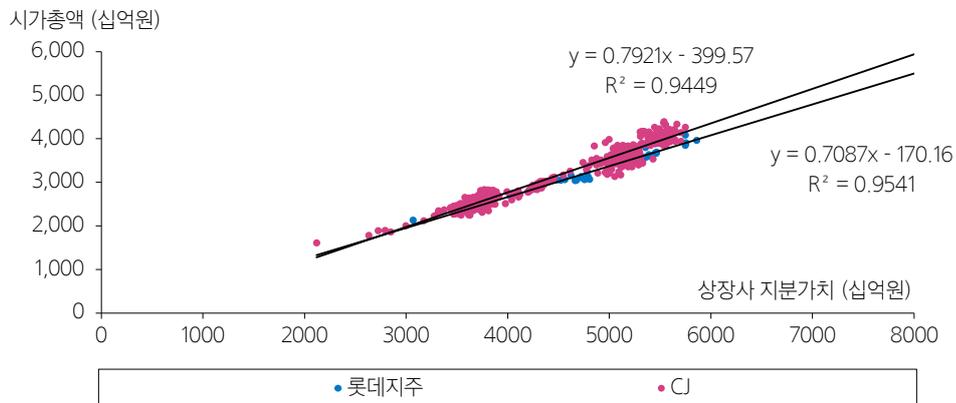
실제 사례에서 확인하는 valuation 효과의 필요조건

밸류에이션 효과가 있다는 것을 증명하기 위한 필요조건 중 하나는 X축을 NAV가 아닌 상장사 지분가치, Y축을 지주회사 시가총액으로 두었을 때의 주가 움직임에 따른 회귀선의 Y-절편이 0에서 가까워야 한다는 것이다. (그래프에서 X축이 NAV일 때는 순부채, 비상장 자회사의 가치 등이 NAV에 포함되기 때문에 Y-절편이 0과 가까울 필요는 없다.) 1) 롯데지주의 2020년 1월 이후의 움직임, 2) CJ 의 2018년 3월 이후의 움직임을 요약한 회귀선은 원점에 가까운 Y-절편을 보여주며 밸류에이션 효과의 필요조건을 성립시킨다.

Valuation 효과는 지주회사를 아우르는 할인 요인이 있다는 주장을 반박하는 사례

해당 기간 각각의 1) NAV 반영률을 X, 2) 시작점 초기의 시가총액/NAV 비율을 Y로 두고 순서쌍을 만들면 다음과 같다. 롯데지주 (0.709, 0.676), CJ (0.792, 0.793)로 X와 Y의 상관관계가 높다. 회귀선이 원점을 가깝게 지나가는 구간들이기 때문에 당연한 결과이기는 하지만, Valuation 효과가 NAV 반영률을 좌우하는 요소일 수 있다는 증거가 될 만하다. 앞서 보았듯이 롯데지주는 이 구간에 진입하기 직전까지 오랜 기간 동안 반영률이 1.16으로 다른 지주회사에 비해 높았기 때문에 롯데지주의 상장자회사가 CJ의 상장자회사에 비해 항상 더 할인을 받았던 것은 아니다. NAV 반영률이 할인, 할증 요인의 대용지표로서 유용하지만, 그 수치 안에 할인과 할증을 위한 대단한 논리가 숨어있는 것이 아닐 수도 있다는 것이다.

롯데지주와 CJ의 Valuation 효과 발생 사례



참고: 롯데지주는 2019년 1월 20일, CJ는 2018년 3월 이후 현재까지의 주가 움직임
자료: 삼성증권

Valuation 효과 때문에 발생하는 오해

시장에는 비상장 자회사가 있어야 지주회사가 NAV 대비 할인을 덜 받는다는 인식이 있다. 비상장 자회사가 지주회사의 할인 요인인 유동성 할인 (유동성 선호)를 줄여줄 수 있다는 점에서 타당한 의견일 수도 있다. 그러나, 또 한가지 중요한 사실은 그러한 인식으로 인해 비상장자회사 모멘텀이 없는 지주회사는 주가가 한 번 하락하면 계속해서 낮은 valuation 효과가 반영되며, 주가가 회복을 하지 못하게 된다는 것이다. 특히, Valuation 에 민감한 투자자가 투자 주체로 등장하지 않는 경우 모멘텀을 통한 주가 회복은 정말 어렵다. 정리하면, 1) 비상장 자회사가 있어야 상장사가 할인을 덜 받는 것은 아니지만, 2) 낮은 valuation효과를 만회하기 위해서는 모멘텀이 필요하고, 비상장 자회사는 모멘텀을 제공하는 역할을 한다는 것이다. 순수지주회사이지만, 비상장 자회사 지분 매각을 통한 현금 유입 이후 새로운 투자를 모색할 것으로 여겨지는 LG를 주목하는 이유이다.

2) Beta 효과

Beta 효과는 NAV가 1% 변할 때, 지주회사 시가총액이 지속적으로 민감하게 혹은 둔감하게 변화하는 효과이다. 이 효과는 NAV 일간 변화율을 X축에, 지주회사 일간 수익률을 Y축에 두고 도출한 회귀선의 기울기로 측정하였다. 이 그래프는 앞서 등장한 “금액 회귀분석 그래프”와 구분하기 위해 “수익률 회귀분석 그래프”라고 표현하도록 한다. Beta 효과가 발생하면, NAV 반영률(기울기)은 그만큼 1에서 멀어지게 된다. CJ와 SK처럼 비상장 자회사가 부각되는 경우에 나타나지만, 순수한 의미에서의 (알파 효과가 없는) 베타 효과를 보여주는 사례는 2015년 1월 이후의 LG 외에는 빈번하지 않다. 해당 시기에 LG의 주가는 NAV가 1% 변동할 때, 0.68~0.77%만 변동하였다. LG는 확실히 투자자들에게 소외되어 있다고 판단한다.

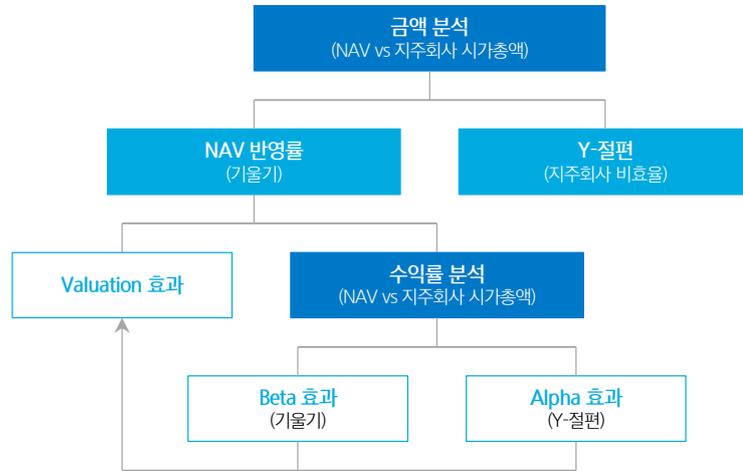
Beta 효과 분석의 난점

Beta 효과 분석의 어려움은 “수익률 회귀분석 그래프”에서 회귀선의 상관관계가 높은 편은 아니라는 것이다. 지주회사 주가가 특정 비율로 NAV 변화율을 특정 배수만큼 민감하게 혹은 둔감하게 장기간 변화하는 것은 쉽지 않은 일이기 때문일 것으로 판단한다.

3) 알파 효과 (일간 상대 performance 효과)

지주회사가 NAV의 performance를 특정구간에서 outperform, underperform 하는 효과이다. 주가 수익률을 X축과 Y축에 두고 회귀분석하여 나타난 그래프 즉, “수익률 회귀분석 그래프”의 Y-절편 값으로 정의하였다. 만약 알파 효과가 -0.01 이라면, 연간 영업일 수를 255일 이라고 가정했을 때, 지주회사는 NAV 대비 연간 약 2.6%의 수익률 부진을 경험하게 된다. 그리고, 이러한 NAV와 지주회사 시가총액의 격차를 만들어 후에 valuation 효과를 만들어내는 요인이 된다.

밸류에이션, 알파, 베타 효과 분류 체계



참고: Beta 효과와 alpha 효과는 이후 valuation 효과에 영향을 미침
자료: 삼성증권

음(-)의 Y-절편에는 지주사 비효율 및 기타 할인 요인이 포함될 것

앞서 언급하였듯 “금액 회귀분석” 그래프에서 Y-절편은 대부분의 경우에 마이너스이다. 우리는 대부분의 경우에서 Y-절편이 마이너스인 이유를 지주회사가 아니었다면 발생하지 않았을, 다시 말해, 지주회사체제로 전환했기 때문에 발생하는 별도기준 영업비용 등을 포함하고 있을 것으로 보고 있다. 이러한 지주회사 비용은 지주회사 배당수익률이 자회사 배당수익률만 못한 이유가 되기도 한다. 다만, Y-절편과 별도기준 영업비용 간에 유력한 상관관계를 찾지는 못하였다. 아마도 주식시장에서는 유동성 할인 이외의 다른 종류의 할인 요인들을 지주회사 NAV에서 상수에 가까운 형식으로 차감하여 지주회사 시가총액에 할인 반영하고 있을 가능성이 높다고 판단한다. (LG의 Y-절편이 양수를 갖는 이유에 대한 가능성은 Appendix 2를 참고).

주요 기업 배당수익률

(%)	2017	2018	2019	2020E*
SK	1.4	1.9	1.9	3.2
SK이노베이션	3.9	4.5	2.0	3.5
SK텔레콤	3.7	3.7	4.2	5.8
SK하이닉스	1.3	2.5	1.1	1.2
LG	1.4	2.9	3.0	3.9
LG화학	1.5	1.7	0.6	0.7
LG생활건강	0.8	0.8	0.9	1.0
LG유플러스	2.9	2.3	2.8	3.8
롯데지주	0.0	1.5	2.8	4.6
롯데쇼핑	2.6	2.5	2.8	5.3
롯데케미칼	2.9	3.8	3.0	4.0
롯데제과	0.2	0.9	0.9	1.3
CJ	0.8	1.2	1.9	2.8
CJ제일제당	0.8	1.1	1.4	1.8
CJ ENM	1.3	0.6	0.9	1.4

참고: * 2020년 배당수익률은 2019년 DPS가 지속된다고 가정된 현재시점의 배당수익률
자료: Quantwise

NAV 반영률의 변화가 있을 때 함께 있었던 주요 투자주체들의 수급 변화

밸류에이션, 베타, 알파 효과가 만들어낸 기업별로 다양한 NAV 반영률

지금까지 (2차) 결론은 NAV 반영률이 기업마다 그리고, 시기마다 다른 이유는 지주회사 업종을 아우르는 할인 혹은 할증의 논리적인 요인도 중요하겠지만, 알파 효과가 만들어낸 valuation (size)효과 및 베타 효과 등이 기업마다 다르게 작용하고 있기 때문이라는 것이다. 앞서 언급하였듯 베타효과가 발생한 사례는 2015년 1월 이후의 LG의 사례가 있다. 한편, SK와 CJ는 베타효과와 알파 효과를 비상장 자회사 가치가 부각되는 시기에 함께 누린 것으로 여겨진다.

NAV 반영률 반전 시점에서 나타나는 기관투자자 수급의 급격한 변화

커버리지 4개사의 밸류에이션, 베타, 알파 효과에 의미 있는 변화가 있었다고 여겨지는 총 6번의 시기에 있었던 수급상의 변화를 살펴보면 총 5번의 경우에 기관투자자 수급의 급격한 변화가 있었다. 그리고, 이 5차례에 대해서 기관투자자들의 매수와 매도는 각각 NAV 반영률 상승과 하락의 원인이었다. 외국인 수급의 변화가 감지된 것은 4 차례로서 이 중 3차례는 기관투자자와 1차례는 개인투자자들의 반대 포지션이었다. 외국인들은 NAV 반영률이 변해야 한다고 여기는 기관투자자들의 의견에 동의하지 않았던 것으로 추정된다.

투자주체별 매매동향과 NAV 반영률 반전

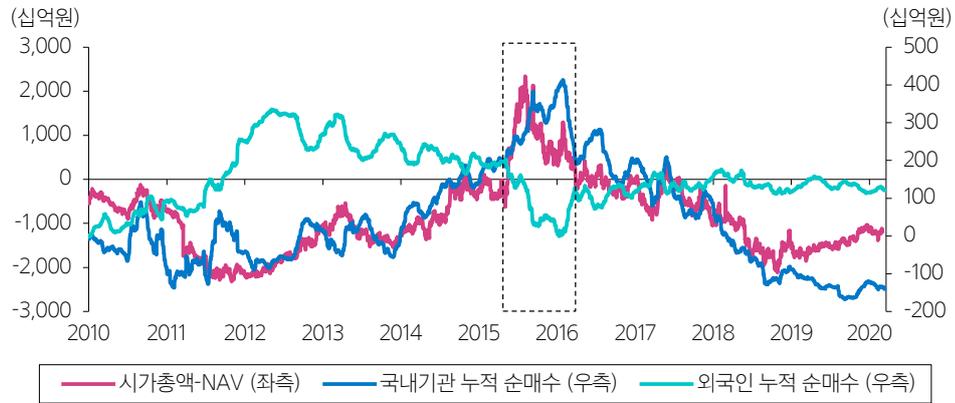
기업	구간		NAV 반영률 반전 방향	투자주체별 초기 매매 동향		
	From	To		기관투자자	외국인	개인
SK	2019-07-02	2019-10-16	상승	매수	매도	
LG	2015-01-19	2018-04-20	하락	매도	매수	
LG	2018-04-23		하락	매도		
롯데지주	2020-01-20		하락		매도	매수
CJ	2015-04-08	2017-09-01	상승	매수	매도	
CJ	2018-06-14		하락	매도		매수

자료: WiseFn, 삼성증권 정리

외국인 투자자들이 valuation 효과에 주목한 사례

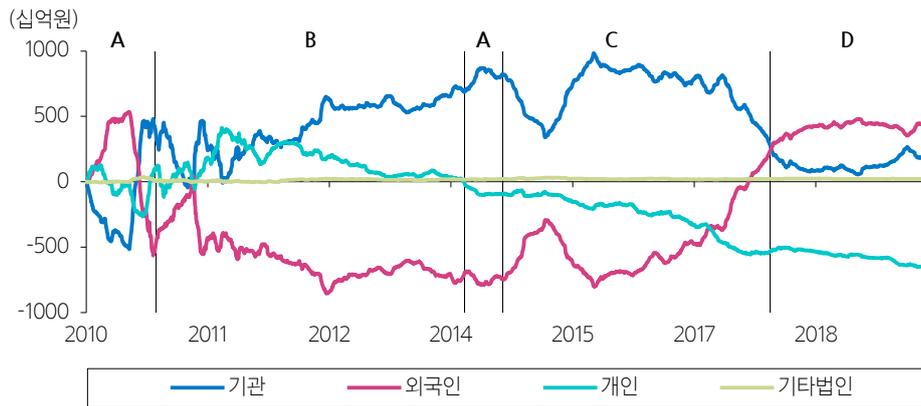
외국인 투자자 수급의 변화는 베타 및 알파 효과가 발생한 경우보다 밸류에이션 효과가 발생하는 경우에 관측되는데, CJ와 LG의 사례가 여기에 해당된다. 2015년 5월 CJ의 사례에서 시가총액이 NAV를 상회하기 시작하자 외국인 매도 물량이 집중되었던 사례가 가장 대표적이다. NAV에 비해 시가총액에 현저하게 저평가 상태인 LG에 대해서는 지속적인 누적순매수를 보이고 있다.

CJ의 (시가총액-NAV)와 투자주체별 매매 동향



자료: Quantwise, 삼성증권

LG의 투자주체별 매매동향



자료: Quantwise, 삼성증권

주요 투자주체들의 수급 변화 원인 추정

수급 주체들 (기관투자자들)이 밸류에이션, 알파, 베타 효과 등을 반영한 이유

기관투자자들이 밸류에이션, 알파, 베타 효과 등을 지주회사 주가에 반영시키기 시작한 이유를 완전히 파악할 수는 없으나, 수급 변화가 발생했던 시기 즈음에 있었던 이벤트들을 통해서 유추할 수 있는 이유들은 다음과 같다. 자세한 valuation, beta, alpha 효과와 투자자 수급의 변화는 개별 기업 리포트를 참고하기 바란다.

1) 최대주주의 향후 지주회사 지분을 확대가 예상되는 경우

최대주주 및 승계 대상자가 지주회사 주식을 추가 취득할 것으로 여겨지는 시점에 NAV 반영률의 변화가 있었던 것으로 파악된다. LG의 2015년 사례와 롯데지주의 2020년 1월 사례가 여기에 해당될 것으로 추정된다. 일반적으로 대주주가 주식 매입을 완료하면 주가에 긍정적인 신호로 해석되지만, 최대주주가 주식을 향후에 더 매입하거나 인수해야 할 것으로 예상되는 상황이라면, 시장이 지주회사가 주가를 부양하지 않을 것으로 예상하면서 주가가 눌리는 현상이 발생할 수 있다.

2) 지주회사 관련 정책

2018년 중반 정부정책을 시장은 지주회사 할인 요인으로 해석하였을 것으로 판단한다. 정부정책 중에서는 사익편취규제 적용 대상 확대 및 해외계열사 공시 강화 등 소액주주에게 유리한 정책들도 있어 모두 NAV 반영률 하락 요인은 아니라고 판단하나, 시장은 지주회사 실태조사 등을 지주회사에게 부담이 된다고 해석한 것으로 판단된다. 우리는 정부의 규제가 궁극적으로는 할인 요인보다는 할증 축소 요인이라고 판단하기 때문에 시간이 지나면 과도한 할인은 해소될 수 있다고 판단하나, 지나친 수준의 상표권 수익률 등 지주회사의 과도한 할증 요인이 이미 존재했다면 할증 요인의 소멸 추세는 향후에도 지속될 수 있다고 판단한다.

3) 비상장 자회사의 모멘텀 부각

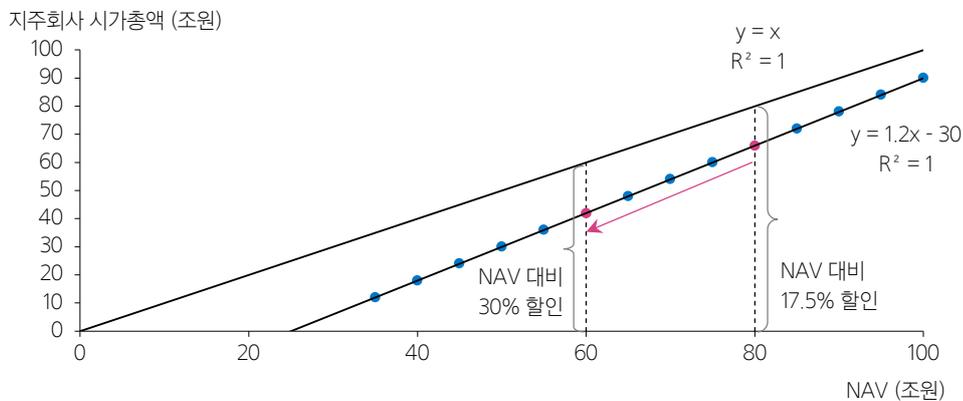
우리의 분석에서 비상장 자회사의 평가방법은 장부가치이다. 그러나, 지주회사 주가 등락의 요인이 비상장 자회사의 가치 부각일 경우, NAV가 변화는 거의 없는 상태에서 지주회사 시가총액만 변동하기 때문에 베타 및 알파 효과 변화 요인이 된다. 2014~2015년 CJ와 대부분의 기간에서의 SK 사례가 여기에 해당할 것으로 추정된다.

당사 목표주가 산정방식의 장단점과 의의

전통적 의미의 'NAV 대비 할인율'의 문제점

'전통적 가치 산정방식에서 사용하는 NAV 대비 할인율'이 현재 시점에서 지주회사의 시가총액이 NAV의 몇 %인가에 관심을 갖는다면, 우리는 NAV 1억원 변화 시 지주회사 시가총액이 얼마나 변해야 하는지에 집중하였다. '전통적인 의미의 NAV 대비 할인율'은 아래 그래프에서 해당 지점의 주가가 Y=X 그래프로부터 수직으로 떨어진 비율 (혹은 원점으로부터의 기울기)에 해당하는데, 이는 주가 움직임만으로도 달라질 수 있다. 원점에서의 기울기는 Y-절편이 음수이면, NAV가 하락할 때 축소되고, 상승할 때 확대되기 때문이다. 반대로 Y-절편이 양수라면, NAV가 하락할 때 확대되고, 상승할 때 축소된다. 따라서, 할인율의 확대가 매수 추천의 유일한 근거가 될 수는 없다.

NAV 대비 할인율이 주가 움직임만으로 확대되는 사례



자료: 삼성증권

자의적인 할인율을 사용하기 보다 최근 주가에 내재된 NAV 반영률과 Y-절편을 사용하는 것이 바람직
전통적인 지주회사 가치산정 방식은 주식시장에서 결정되는 회귀선에 비해 1) NAV 반영률(기울기)은 낮게 2) Y-절편은 높게 평가하고 있었다고 판단한다. 그리고, 전체적으로는 NAV를 다소 과대 평가하면서, 할인율을 높게 보고 있었던 것으로 여겨진다. 그러나, 앞 문단에서 살펴보았듯 회귀선을 잘못 산정하고 있으면 그 역사적 NAV 대비 할인율 등의 수치는 의미가 없기 때문에 우리는 자의적인 할인율을 사용하기 보다는 최근 주가에 내재된 NAV 반영률(기울기)과 Y-절편 값을 목표주가 산정에 그대로 이용하고자 한다.

당사 목표주가 산정방식과 장점

우리는 다음과 같이 목표주가 산정 방식은 다음과 같다. 1) 최근 NAV 와 시가총액을 가장 잘 설명하는 회귀식을 도출하고, 2) 당사 업종 애널리스트들의 업사이드를 NAV에 반영하여, 목표 NAV를 계산한 뒤, 3) 그 값을 회귀식에 넣어 지주회사 목표주가를 산출한다. 지주회사 애널리스트는 NAV 반영률의 변화와 Y-절편 금액, 비상장사의 가치 부각 시점 등을 추적하며 최종 목표주가를 산정할 예정이다. 당사 목표주가 산정방식의 장점은 1) 현재 상태의 할인율에 집착하기보다는 2) 업종 애널리스트들의 추정에 기반한 미래 업사이드를 반영한다는 점이다.

Top pick은 SK, LG도 관심을 갖어야

당사 지주회사 목표주가 산정 방식은 업종 애널리스트들의 상장 자회사의 목표주가를 지주회사 목표 NAV 산정에 반영하기 때문에 상장 자회사 upside 가 지주회사 upside 산정에 가장 중요하다. 그러한 관점에서 Top pick은 SK이다. 또한, SK는 낮은 valuation 효과를 방지할 수 있는 양질의 비상장 자회사가 지속해서 상장을 준비 중이다. 최근 주가 하락 이후에 주가가 반등할 경우 높은 NAV 반영률로 탄력적인 주가 상승이 예상된다. 한편, LG는 구광모 회장 취임 이후, 지주회사에 유입되는 현금을 투자에 잘 활용할 경우, 시장에서 바라보는 시각이 크게 달라질 수도 있다고 판단하여 밸류투자자에게 매수를 추천한다. 모멘텀 투자자라면 LG의 실제 투자 내용을 보고 투자할 수 있을 것이다. CJ도 최소한 자회사 삼각합병으로 증가한 NAV는 반영을 해주어야 한다.

당사 목표주가 산정방식의 방식의 한계

우리의 방식이 실제 주가를 잘 설명하고, 자의적인 할인율로 upside를 제시하는 대신 업종 애널리스트들의 펀더멘털 분석을 지주회사 목표주가에 반영하는 미래 지향적 방식이라는 장점에도 불구하고 단점과 한계 또한 명백하다. 가장 큰 한계는 기술기의 변화를 선제적으로 예상하기 어렵다는 것이다. 당장 우리의 의견에 동의하는 투자자가 증가하여 지주회사의 시가총액이 NAV 증가액보다 큰 폭으로 증가한다고 해도 원인을 파악하기 어렵다. 구간의 구분이 자의적이라는 비판도 있을 수도 있다.

할인된 지주사의 제 평가가 목적

그러나, 우리의 목적은 모든 주가 움직임을 설명하는 것이 아니다. 기업가치가 할인 혹은 할증된 이유를 설명하고, 제 평가를 받도록 하는 것이다. 그러한 의미에서 한 번 발생한 '밸류에이션 효과'가 지속적으로 발생하는 것이 과연 타당한지 많은 투자자들이 고민해 보았으면 한다. 자회사가 1% 상승하면, 지주회사도 1% 상승하는 것이 가장 편안한 접근이기는 하지만, 지주회사의 밸류에이션이 매력적인 상황에서는 지주사의 주가가 1% 이상 상승하여 밸류에이션 효과가 소멸되어도 이상할 것이 없다는 사실을 투자자들이 불편하지 않게 느꼈으면 한다.

Appendix 1) 지주회사가 할인 받아야 한다는 전통적인 논리들과 이에 대한 반박

시장에서 언급하는 지주사의 주요 할인 요인들

시장에서 지주회사가 NAV 대비 할인 받아야 한다고 주장하는 근거 중에 앞서 언급한 유동성 프리미엄 (혹은 유동성 선호)은 소액 투자자 입장에서는 지주회사의 NAV에 대한 명백한 할인 요인이다. 지주회사의 자회사 지분율은 소액 투자자가 결정할 수 없는 반면, 투자자가 직접 구성된 포트폴리오는 본인이 원할 때 매수, 매도를 통해 변화가 가능하기 때문이다. 그러나, 그 이외에 지주회사가 할인을 받아야 한다고 하는 근거들은 대부분의 경우, 지주회사뿐만 아니라 자회사에도 해당되는 사항이어서 자회사 혹은 NAV 대비 지주회사가 할인을 받아야 하는 요인은 아니라고 판단한다. 지주회사 할인 요인들로 자주 언급되는 사항들은 1) 매각 시 발생하는 세금 등의 비용, 2) 지주회사와 자회사의 중복상장 (혹은 중복 계산), 3) 적절하지 못한 자원의 배분 등이다.

1) 매각 시 발생하는 세금은 경영권 프리미엄으로 상쇄

매각 시 20~30%의 세금이 발생하니 투자자산 가치를 그 만큼 할인 되어야 한다는 주장은 지극히 유통시장 관점이다. 경영권 프리미엄 때문에 매각은 할증 거래이다. 기업의 소유주나 지주회사는 유통시장에서의 가격으로 매각하지 않을 것이다. 경영권 프리미엄이 30% 이상인 점을 감안하면, 세후 현금 유입액이 시가와 비슷할 가능성이 높다. 따라서, 세금 등이 높은 수준의 할인 요인이 되기 어렵다. 또한, 세금은 양도 차익에 대해서 부과되는데, 취득원가의 시가 대비 비율이 자회사마다 다르기 때문에 시가를 양도차익 전체로 보고 시가에 할인율을 적용하는 방식은 적절하지 않다.

2) 중복상장 (중복계산)은 지주회사와 종속회사 간의 할인 근거는 아닐 것

사업회사 B만 보유하고 있는 지주회사 A가 있다고 가정하면, 사업회사 B는 B와 똑 같은 사업을 하지만 지주회사가 없는 사업회사 C에 비해 할인되어 거래될 수도 있을 것이다. 같은 이익과 배당 원천으로 시가총액을 여러 번 창출하는 것이 왠지 부적절해 보이기 때문이다. 그러나, 그것이 A가 보유한 B 지분 가치에 비해서 할인 되어야 하는 근거가 될 수는 없다. A가 B 대비 할인 받아야 하는지, B가 A 대비 할인 받아야 하는지를 결정하는 논리가 되지 못한다는 것이다.

3) 적절하지 못한 자원의 배분은 그 자체로 할인 요인 아니나, 유동성 할인 요인의 근거는 될 수 있음

지주회사가 우량한 자회사로부터의 현금을 가져와 부실 자회사에 투자하기 때문에 지주회사가 NAV 대비 할인되어야 한다는 주장은 일부는 옳다고 판단된다. 그러나, 전부 옳다고는 할 수 없는데, 우량한 사업부에서 현금을 가져와 부실 사업부에 투자한다는 사실 자체는 사업회사에서도 매우 빈번하게 나타나는 현상이기 때문이다. 대부분의 사업회사들도 이익을 창출하는 소수의 사업부, 아이টে를 제외하면 나머지는 현재 시점에서는 부실하다. 그러나, 어떤 이유가 되었든 (비전이나 헤안이든 실수이든) 경영진이 부실하다고 여겨질 수 있는 사업부 혹은 자회사에 투자를 하기로 결정했고, 이 의사결정이 마음에 들지 않은 소수지분 투자자들은 지주회사를 매수할 때 일정 수준의 할인율을 적용할 것이다.

자회사에게도 적용되는 사유들은 지주회사만의 할인의 요인이라고 하기 어려움

그 밖에도 시장이 언급하는 지주회사의 NAV 대비 할인의 요인은 여러 가지가 있다. 1) 구조적 후순위성 (지주회사의 현금흐름이 자회사 채권자 및 우선주주에 비해 후순위라는 점), 2) 대리인 비용, 3) 터널링 등이다. 그러나, 언급한 요인들은 지주회사뿐만 아니라, 자회사에 투자해도 발생하는 일이기 때문에 지주회사에 전반적으로 적용할 수 있는 할인 요인은 아니다. 예를 들어, 구조적 후순위성을 살펴보면 자회사 주식을 매수한다고 현금흐름이 자회사의 채권자 및 우선주 주주에 앞서지 않는다. 따라서, 이는 지주회사의 NAV 대비 할인요인이 되지 못한다. 또한, 대리인 비용, 터널링은 사업회사에서도 나타나며, 그런 현상이 어떤 특정 지주회사에 집중적으로 나타난다면, 그것은 그 기업의 문제이지, 지주회사로서 받아야 하는 할인은 아닌 것이다.

지배지분 관점에서 지주회사는 할인 요인이 없어

지배주주가 되는 것이 가능한 투자자의 입장에서는 지주회사가 NAV 대비 큰 폭으로 할인되고 있다면, 지주회사를 매수하여 경영권을 확보한 후에 종속회사를 매각할 수 있다. 이것이 가능하기 때문에 지배지분 관점에서는 유동성 할인 요인이 없다.

상표권 수익은 간과하지 말아야 할 할증 요인

추가적으로 직접 지분을 보유하고 있는 자회사뿐만 아니라 직접 지배하지 않아 실효 지분율이 낮지만 매출액이 큰 손자회사의 상표권 수익까지 손자회사 매출 100%를 대상으로 수취할 수 있다는 점은 투자자들이 간과하는 할증요인일 수 있다.

Appendix 2) 양(+)의 Y-절편이 나타나는 이유

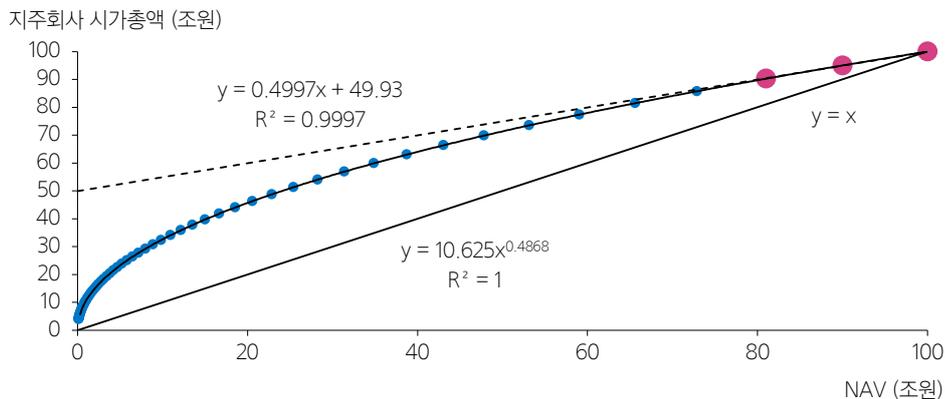
양(+)의 Y-절편이 나타나는 이유는 곡선 그래프의 일부만을 직선 회귀식으로 표현했기 때문

밸류에이션 효과가 없다면, NAV 반영률은 1에 근접하는 것이 적당하고, NAV 에는 포함되지 않은 지주 회사에서만 발생하는 비용이 있기 때문에 그래프에서 Y-절편은 음(-)인 것이 자연스럽다는 것이 우리의 생각이다. 그러나, 실제로는 LG의 사례와 같이 NAV 반영률 (기울기)가 낮아질 때, 양(+)의 절편이 나타나기도 한다. 이러한 현상은 둔감한 Beta 효과가 하나의 원인일 수 있다. 둔감한 beta 효과가 발생하면 금액 분석 그래프는 직선의 1차함수가 아니고, 무리함수와 같은 곡선이 되는데, 이 무리함수의 곡선 중 일부만을 따서 직선 회귀식으로 표현하면 Y-절편이 상승하는 효과가 발생한다.

둔감한 베타 효과는 NAV와 시가총액과의 관계를 무리함수 형태로 만들어

초기 시점에 지주회사 시가총액이 NAV를 100% 반영하고 있는 상황을 가정해보자. NAV가 1% 상승할 때, 지주회사의 시가총액이 공격적으로 2%씩 상승한다고 가정하면, 그래프는 $y=x^2$ 의 형태와 유사하게 형성된다. 반대로 NAV가 1% 상승할 때, 지주회사의 시가총액이 둔감하게 0.5%만 상승한다고 가정하면, 그래프는 $y=x^{1/2}$ 의 형태를 띄게 된다. 그리고, 이 때 접점에서의 기울기는 각각 2, 1/2이다. 그리고, 둔감한 베타 효과가 발생하였을 때 곡선의 일부분만 회귀식으로 표현하게 되면 양(+)의 Y-절편이 나타나기도 한다.

둔감한 베타 발생 사례



허구의 회귀식에서 도출된 양(+)의 절편은 큰 실제적 의미를 갖지 않을 것

그러나, 특정 구간의 접점에서 시작한 허구의 직선 회귀식에서 도출된 양(+)의 Y-절편은 큰 실제적 의미를 갖지는 않는다. LG의 경우 현재 NAV와 시가총액의 분석에서 양(+)의 Y-절편이 발생하지만, 현재 상황이 비정상적인 것이지, 정상적이라면 Y-절편은 음수여야 한다는 우리의 가정은 유효하다고 판단한다.

2020. 4. 1

양일우

Analyst

iw.yang@samsung.com

02.2020.7820

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	227,000원	(35.5%)
현재주가	167,500원	
시가총액	11.8조원	
Shares (float)	70,360,297주 (44.9%)	
52주 최저/최고	107,000원/276,000원	
60일-평균거래대금	442.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK (%)	-12.8	-17.9	-38.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.2	-3.5	-24.5

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	8
Target price	319,375
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SK (034730)

지속적으로 증가하는 비상장 자회사 가치에 주목

- 목표주가 227,000원, BUY 투자의견으로 coverage 재개
- 비상장 자회사의 가치 증가만으로도 안정적인 upside 발생
- SK하이닉스가 자회사가 될 수 있다면 SK 기업가치에도 긍정적일 것

WHAT'S THE STORY

목표주가 227,000원, BUY 투자의견으로 coverage 재개

SK에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 227,000원으로 커버리지를 재개한다. BUY 투자의견을 제시하는 이유는 1) 올해 상반기 예정된 SK바이오팜의 상장 이후에도 외부매출로 이익을 창출하는 SK E&S, SK실트론 등 가치 있는 비상장 자회사들이 여전히 많고, 2) 배당수익의 재투자를 통해 이들의 상장 스토리가 지속될 것으로 예상되어 1을 상회하는 양호한 NAV 반영률이 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

비상장 자회사의 가치 증가만으로도 안정적인 upside 발생

SK는 별도기준으로 연간 약 8,000억원~1조원 이상의 배당수익이 유입되지만, 주주들에게 배당하는 금액은 2,500억원 수준이다. 배당수익률이 더 높기를 기대하는 투자자들도 있겠으나, 시세차익 측면만 놓고 보면 기업이 배당재원을 효과적으로 재투자하는 것이 투자자에게 유리하다. 특히, SK의 비상장 자회사의 장부가치는 최근 3년 동안 매년 평균 1조원 이상 증가해왔다. 이는 현재 시가총액 11.8조원의 8.5% 수준으로 안정적인 NAV 증가를 담보한다.

SK하이닉스가 자회사가 될 수 있다면 SK 기업가치에도 긍정적일 것

현재는 논의가 활발하지 않지만, 우리는 SK텔레콤이 인적분할한 후, SK텔레콤 투자부문과 SK가 합병하는 것이 SK그룹 전체 시가총액에 유리할 것으로 예상된다. 주요 자회사 상장 등으로 SK 주가 상승이 이루어지면, 최대주주 입장에서 지분가치 희석을 걱정하지 않고, SK텔레콤 분할을 결정할 수 있게 되며, 이는 또 다시 SK 기업가치에 긍정적으로 작용하는 시가총액 연쇄 상승 작용이 나타날 것으로 예상된다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	99,265	94,113	98,111	98,402
영업이익 (십억원)	3,950	3,196	4,463	4,788
순이익 (십억원)	1,607	2,044	3,381	3,521
EPS (adj) (원)	10,113	18,444	30,506	31,771
EPS (adj) growth (%)	(68.2)	82.4	65.4	4.1
EBITDA margin (%)	11.5	11.8	12.7	13.2
ROE (%)	4.3	7.6	11.5	10.9
P/E (adj) (배)	16.6	9.1	5.5	5.3
P/B (배)	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	7.3	7.7	7.0	6.9
Dividend yield (%)	3.0	3.0	3.0	3.1

자료: Quantiwise, SK, 삼성증권 추정

목표주가 227,000 원, BUY 투자 의견으로 coverage 재개

SK에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 227,000원으로 커버리지를 재개한다. BUY 투자 의견을 제시하는 이유는 1) 올해 상반기 예정된 SK바이오팜의 상장 이후에도 외부매출로 이익을 창출하는 SK E&S, SK실트론 등 가치 있는 비상장 자회사들이 여전히 많고, 2) 배당수익의 재투자를 통해 이들의 상장 스토리가 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 목표주가 산정을 위한 NAV 반영률(기울기)은 1.48, Y-절편은 -9.2조원을 적용하였다.

SK SOTP Valuation

(십억원)	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	장부가치 (십억원)	평가방식	공정가치 (십억원)	비중 (%)	업사이드*	목표가치 (십억원)
총자산가치 (A = B + C)					19,437	145.4		23,075
투자자산 (B)					16,548	123.8		20,187
상장자회사					8,262	61.8		11,901
SK이노베이션	33.4	7,961	3,073	시가	2,660	19.9	1	2,688
SK텔레콤	26.8	14,211	5,416	시가	3,806	28.5	70	6,487
SK네트웍스	40.0	1,142	706	시가	457	3.4	54	705
SKC	41.6	1,445	549	시가	601	4.5	40	843
SK머티리얼즈	49.1	1,426	473	시가	700	5.2	63	1,139
에스엠코어	26.6	146	39	시가	39	0.3		39
비상장자회사 및 비계열 상장회사					8,286	62.0		8,286
SK E&S	90.0	n/a	2,600	장부가	2,600	19.5		2,600
SK건설	44.5	n/a	545	장부가	545	4.1		545
SK실트론	51.0	n/a	623	장부가	623	4.7		623
SK바이오팜	100.0	n/a	479	장부가	479	3.6		479
기타			4,039	장부가	4,039	30.2		4,039
기타자산 (C)					2,889	21.6		2,889
자기주식	25.7	11,258		시가	2,889	21.6		2,889
차감항목 가치 (D)					6,074	45.4		6,074
우선주		96		시가	96	0.7		96
순차입금 (별도기준)					5,978	44.7		5,978
NAV (E = A - D)					13,363	100.0		17,002
NAV 반영률 (배, F)**								1.48
반영 NAV (십억원, G = E × F)								25,157
조정금액 [Y절편] (십억원, H)**								(9,219)
목표 시가총액 (십억원, I = G + H)								15,938
보통주 주식수 (천주, J)					70,360			70,360
목표주가 (원, K = I/J)					190,000			227,000
현재주가 (원)								167,500
Upside (%)								35.5

참고: * 상장사는 당사 애널리스트들의 목표주가에 근거

** 주식시장이 반영하는 NAV 비율과 조정금액 (2019년 10월 17일 이후)

자료: Quantwise, 삼성증권

다양한 분야에서 높은 시장 지위를 보유한 SK

SK의 NAV는 상장 자회사 64%, 비상장 자회사 52%, 자사주 22%, 순부채 등 차감항목 38%로 구성되어 다른 지주회사에 비해 비상장 자회사의 비중이 크다. SK이노베이션은 국내 1위의 정유 부문을 포함하여 석유개발, 정유, 석유화학 및 윤활기유 등 에너지 화학사업에서 강력한 시장지위를 보유하고 있다. SK텔레콤은 국내 통신 시장 점유율 1위기업이고, 세계 메모리 반도체 DRAM 2위 업체인 SK하이닉스의 최대주주이다. 비상장 회사 중 SK E&S는 도시가스 사업 지주회사격으로, LNG 전력, 집단에너지, 신재생에너지, 해외 에너지 사업을 영위하고 있다. SK바이오팜은 국내 제약사 최초로 뇌전증 신약 후보물질 발굴부터 글로벌 임상 시험, FDA 신약 판매 허가 획득까지 전 과정을 독자적으로 진행하였고, 19년 11월 FDA로부터 뇌전증 치료제 엑스코프리 (성분명 세노바메이트)의 판매허가를 받았다. 이 밖에도 수면장애 신약인 수노시 (성분명 솔리암페톨)은 국내에서 개발한 중추신경계 신약 최초로 FDA 승인을 받고, 파트너사인 재즈 파마슈티컬스를 통해 미국 내 출시하는 등 기술력을 바탕으로 2020년 상반기 코스피 상장을 계획하고 있다.

양호한 시가총액 설명력을 갖는 NAV 산정 방식

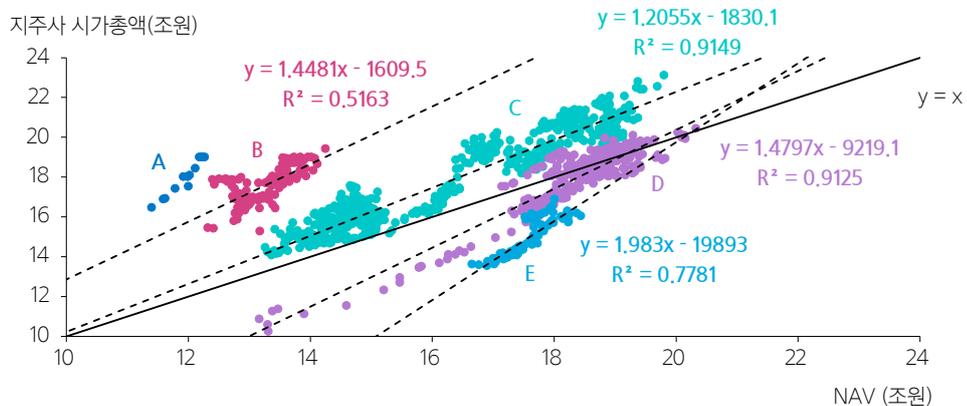
지주회사 SK의 시가총액은 2018년 중반부터 약 1년 간 우리가 보수적으로 산정한 NAV와 2018년 6월 초 이후 차이가 없는 수준으로 유지되었다. 이는 상장자회사는 당사의 NAV 산정 모델이 SK의 시가총액을 어느 정도는 잘 설명했음을 의미한다. 다만, 1) 2019년 3분기 바이오 지수가 약세를 보이다가 회복한 시기와 2) 코로나유행 및 유가 급락으로 전체 시장이 약세를 보였던 시기에는 1.5~1.9 수준의 높은 NAV 반영률을 보였다. 자회사 바이오팜의 IPO 성공, 실패 가능성을 시장이 적극적으로 SK 주가에 반영하기 때문인 것으로 파악된다.

SK 구간 구분표

	A (파랑색)	B (빨강색)	C (초록색)	D (보라색)	E (청록색)
From	2015-08-21	2015-09-09	2016-02-15	2018-06-11	2019-07-02
To	2015-09-08	2016-02-12	2018-06-08	2019-07-01	2019-10-16
From				2019-10-17	
To					
기간 (영업일)	13	104	569	372	72
NAV 반영률	3.12	1.45	1.21	1.48	1.98
베타 효과	1.83	0.91	1.06	1.55	1.36
알파 효과	(0.22)	(0.18)	(0.01)	0.00	0.05

자료: Quantwise, 삼성증권

SK 구간 구분 회귀선 차트



자료: Quantwise, 삼성증권

NAV 반영률은 양호한 수준을 유지할 전망

SK바이오팜 상장 이후에 SK 주가 하락에 대해 우려하는 시각도 있을 수 있다. 물론, 현재 주가 움직임에는 SK바이오팜의 상장 기대감이 포함되어 있기 때문에, SK바이오팜의 상장 이후에는 다른 종류의 회귀선이 도출될 것이다. 그러나, 현재 SK바이오팜의 시가총액이 현재 SK의 주가에 내재된 수준에서 크게 벗어나지 않는다면, SK의 주가가 크게 흔들리지는 않을 것으로 예상하는데, 1) 외부매출로 이익을 창출하는 SK E&S, SK실트론 등 가치 있는 비상장 자회사들이 여전히 많고, 2) 배당수익의 재투자를 통해 이들의 상장 스토리가 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

비상장 자회사의 가치 증가만으로도 upside 발생

SK는 별도기준으로 연간 약 8,000억원~1조원 이상의 배당수익이 별도기준으로 유입되지만, 주주들에게 배당하는 금액은 2,500억원 수준이다. 배당수익률이 더 높기를 기대하는 투자자들도 있겠지만, 배당수익률을 제외한 시세차익 측면만 놓고 보면 기업이 배당재원을 효과적으로 재투자하는 것이 투자자에게 유리하다. 특히, SK의 비상장 자회사의 장부가치는 최근 3년 동안 매년 평균 1조원 이상 증가해왔다. 이는 현재 시가총액 11.8조원의 8.5% 수준으로 안정적인 NAV 증가를 담보한다. 또한, SK의 사업 포트폴리오는 현재 시점에서 유망한 것으로 평가받는 IT, 바이오, 미래에너지 사업에 집중되어 있는데, 이들 비상장 기업들의 성장과 시가평가를 통해서 추가적인 NAV 창출을 이어갈 것으로 예상된다.

SK 하이닉스 위상 변화를 통한 지배구조 재편 가능성

SK 하이닉스는 SK 그룹에서 가장 중요한 회사 중에 하나가 되었으나, 지배구조 상으로는 여전히 SK텔레콤의 자회사이자, SK의 손자회사이다. 지주회사의 손자 회사인 SK하이닉스는 증손자회사의 지분을 100% 보유해야 한다는 공정거래법상의 제한으로 인해 주도적으로 국내 기업 M&A를 진행하기 어렵고, SK가 SK하이닉스로부터 직접 배당을 받기도 어렵다. SK하이닉스의 위상 변화를 통한 지배구조 재편 시나리오는 SK텔레콤의 인적분할과 물적분할 두 가지 시나리오가 거론되어 왔다. 핵심적인 차이점은 1) SK하이닉스가 자회사가 되는가 아니면 손자회사로 남는가, 혹은 2) SK와 SK텔레콤 중 어느 회사가 향후 그룹 M&A의 중심이 되느냐라고 판단한다. 일장일단이 있어 그 결과를 알기 어렵지만, 우리는 인적분할 이후 SK텔레콤 투자부문과 SK가 합병하는 것이 SK그룹 전체 시가총액에 유리할 것으로 예상된다.

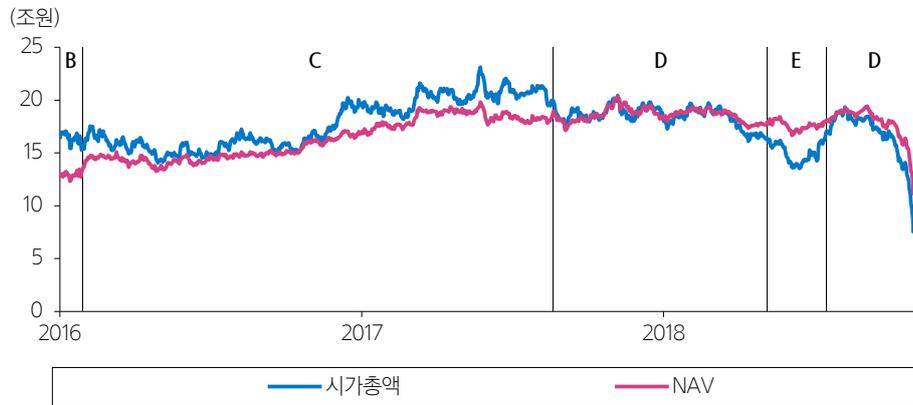
SK 하이닉스가 SK의 자회사가 되면 SK 기업가치에 긍정적

대부분의 통신업종 애널리스트들은 SK텔레콤을 밸류에이션 할 때 SK하이닉스의 가치를 일정 수준 할 인해서 반영할 것이다. (SK텔레콤의 2020년 P/B는 0.6배) 반면, SK의 NAV 반영률은 1 이상이다. SK는 자회사 가치를 할인과 할증 반영해야 할 이유가 모두 있지만, SK텔레콤이 SK하이닉스를 할증 반영해야 할 이유는 찾기 힘들기 때문일 것이다. 따라서, SK하이닉스가 SK의 자회사가 되면 SK 기업가치에 긍정적인 것으로 예상된다. 다만, 지배주주 관점에서 SK 지분 희석이 발생하므로, SK의 주가 상승이 먼저 이루어져야 진행될 수 있는 시나리오일 것이다. 따라서, 주요 자회사 상장 등으로 SK 주가 상승이 이루어지면, 최대주주 입장에서 지분가치 희석을 걱정하지 않고, SK텔레콤 분할을 결정할 수 있게 되며, 이는 또 다시 SK 기업가치에 긍정적으로 작용하는 시가총액 연쇄 상승 작용이 나타날 것으로 예상된다.

최대주주 이슈로부터 상대적으로 자유로워

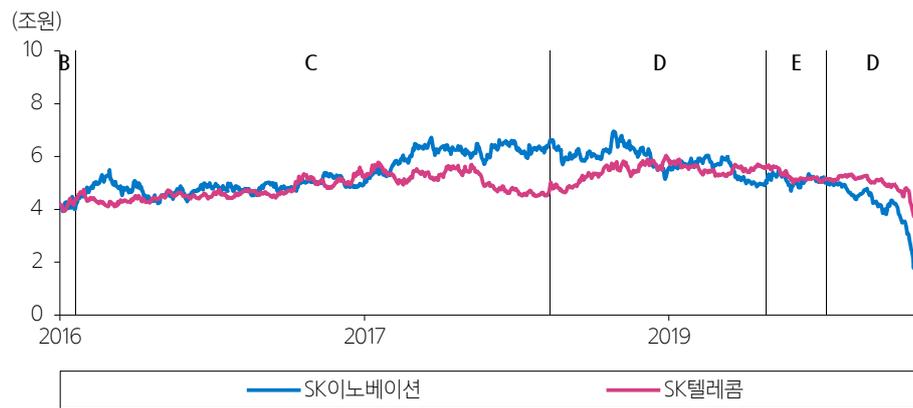
상속과 승계 이슈가 있는 다른 지주회사에 비해 SK는 자유로운 편이라고 하겠다. 2015년 지주회사 체제로의 전환 이후에 23.12%였던 1대주주 최태원 회장의 지분율은 2018년 11월 친족에게 1조원의 지분을 증여하면서 18.44%로 축소되었다. 최대주주의 지분 추가 획득 유인이 있을 때 NAV 반영률의 변화가 있었던 점을 감안하면, 현재로서는 소액주주들이 SK에 투자할 때 관련 이슈로 고민해야 할 일은 많지 않을 것으로 예상된다. 업사이드, 모멘텀, 리스크 측면에서 가장 안정적인 투자대상이다.

SK 시가총액 vs SK NAV



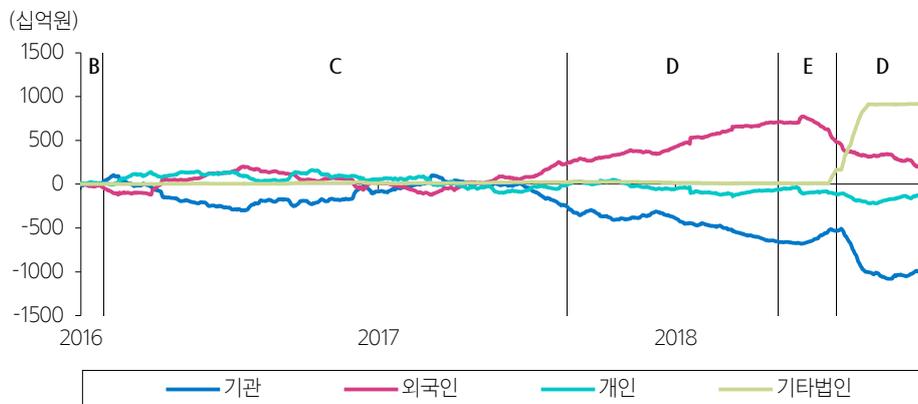
자료: Quantiwise, 삼성증권

SK 주요 자회사 지분가치



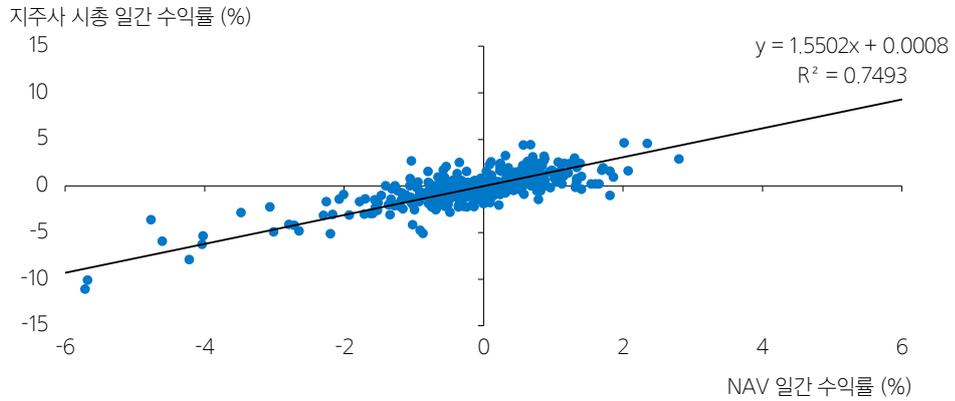
자료: Quantiwise, 삼성증권

투자 주체별 수급동향 (누적순매수)



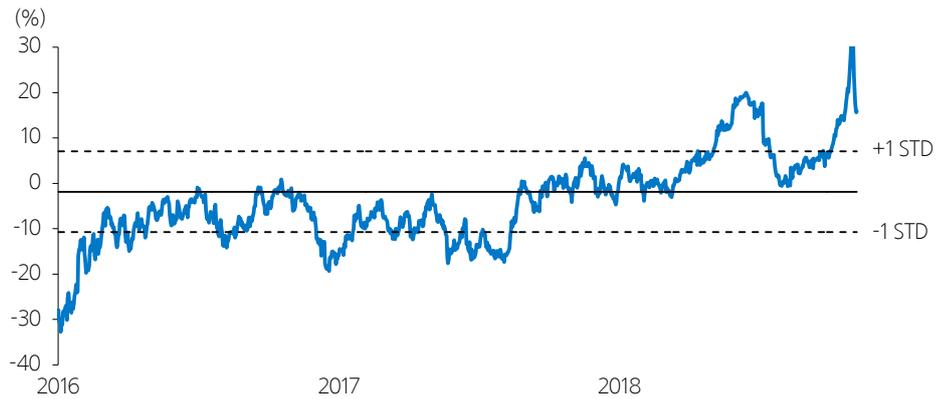
자료: Quantiwise, 삼성증권

SK D구간 Sentiment 효과 회귀선



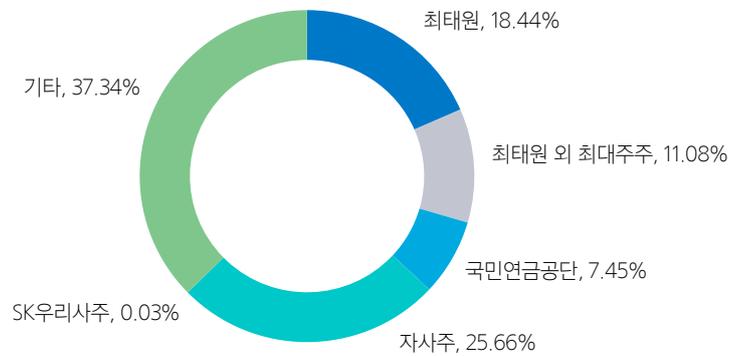
자료: Quantiwise, 삼성증권

SK NAV 할인율



참고: 평균은 최근 5년 평균
자료: Quantiwise, 삼성증권

SK 주주구성



자료: Quantiwise, 삼성증권

SK 연간 Earnings

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출	100,162	99,265	94,113	98,111	98,402
SK이노베이션	54,217	49,877	44,489	46,747	45,769
SK텔레콤	16,874	17,744	18,718	19,466	20,299
SK E&S	6,468	6,562	5,992	6,112	6,296
SK네트웍스	12,646	13,054	12,426	13,391	13,481
기타	9,958	12,028	12,486	12,394	12,558
영업이익	4,684	3,950	3,196	4,463	4,788
SK이노베이션	2,103	1,269	619	1,579	1,867
SK텔레콤	1,202	1,110	1,216	1,414	1,426
SK E&S	448	526	402	418	441
SK네트웍스	134	109	143	209	227
기타	798	935	816	843	826
지분법손익	3,665	596	843	1,276	1,358
금융손익	(584)	(1,375)	(970)	(852)	(990)
기타영업외수익	(208)	(394)	(358)	(312)	(319)
법인세차감전 계속사업이익	7,558	2,777	2,711	4,575	4,837
법인세비용	1,932	1,076	667	1,194	1,316
계속사업이익 (A)	5,626	1,701	2,044	3,381	3,521
중단사업이익 (B)	525	(94)	0	0	0
당기순이익 (C = A + B)	6,151	1,607	2,044	3,381	3,521
지배주주지분순이익	2,253	717	1,308	2,164	2,253
비지배주주지분순이익	3,898	890	736	1,217	1,268

자료: Quantwise, 삼성증권

SK 연간 Dividend

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (별도기준)	2,065	2,299	2,478	2,672	3,246
영업이익 (별도기준)	253	836	869	1,061	1,481
매출액 중 배당수익 비중 (%)	3.0	26.0	27.9	31.1	38.4
배당금수익 (A, 별도기준)	61	598	692	831	1,247
배당금수입 (연결기준)	97	172	218	304	394
현금배당액 (B, 별도기준)	192	209	226	282	268
배당지급액/배당수익 (% , C = B/A)*	314.4	34.9	32.6	33.9	21.5
우선주 배당지급액 (D)	2.0	2.1	2.3	2.9	2.9
보통주 배당지급액 (E = B - D)	190	207	223	279	265
보통주식수 (천 주)	70,360	70,360	70,360	70,360	70,360
자기주식수 (천 주)	14,536	14,536	14,536	14,536	18,056
보통주 주당 배당금 (원)	3,400	3,700	4,000	5,000	5,000
기말 보통주 증가 (원)	240,500	229,500	283,000	260,000	262,000
배당수익률 (%)	1.4	1.6	1.4	1.9	1.9

자료: Quantwise, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	100,162	99,265	94,113	98,111	98,402
매출원가	90,673	90,206	85,878	88,512	88,402
매출총이익	9,488	9,058	8,235	9,599	10,000
(매출총이익률, %)	9.5	9.1	8.8	9.8	10.2
판매 및 일반관리비	4,805	5,109	5,039	5,137	5,213
영업이익	4,684	3,950	3,196	4,463	4,788
(영업이익률, %)	4.7	4.0	3.4	4.5	4.9
영업외손익	3,399	(1,267)	(485)	112	49
금융수익	3,922	3,419	3,213	3,382	3,484
금융비용	4,506	4,794	4,183	4,234	4,474
지분법손익	3,665	596	843	1,276	1,358
기타	317	(488)	(358)	(312)	(319)
세전이익	8,083	2,683	2,711	4,575	4,837
법인세	1,932	1,076	667	1,194	1,316
(법인세율, %)	23.9	40.1	24.6	26.1	27.2
계속사업이익	5,626	1,701	2,044	3,381	3,521
중단사업이익	525	(94)	0	0	0
순이익	6,151	1,607	2,044	3,381	3,521
(순이익률, %)	6.1	1.6	2.2	3.4	3.6
지배주주순이익	2,253	717	1,308	2,164	2,253
비지배주주순이익	3,898	890	736	1,217	1,268
EBITDA	10,555	11,464	11,120	12,457	12,979
(EBITDA 이익률, %)	10.5	11.5	11.8	12.7	13.2
EPS (지배주주)	31,767	10,113	18,444	30,506	31,771
EPS (연결기준)	86,726	22,661	28,819	47,666	49,643
수정 EPS (원)*	31,767	10,113	18,444	30,506	31,771

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	7,857	7,979	6,754	7,355	7,872
당기순이익	6,151	1,607	2,044	3,381	3,521
현금유출입이없는 비용 및 수익	5,625	9,893	8,473	8,163	8,369
유형자산 감가상각비	4,538	5,981	6,381	6,428	6,599
무형자산 상각비	1,333	1,532	1,542	1,567	1,593
기타	(246)	2,379	549	168	177
영업활동 자산부채 변동	(1,736)	(1,407)	(2,371)	(2,281)	(1,990)
투자활동에서의 현금흐름	(10,182)	(10,687)	(11,579)	(10,705)	(10,459)
유형자산 증감	(5,756)	(7,654)	(7,950)	(8,309)	(8,583)
장단기금융자산의 증감	1,468	50	(209)	291	(17)
기타	(5,894)	(3,083)	(3,420)	(2,687)	(1,859)
재무활동에서의 현금흐름	1,930	3,868	(3,531)	(3,840)	(4,058)
차입금의 증가(감소)	4,609	10,958	330	431	722
자본금의 증가(감소)	519	350	0	0	0
배당금	(1,511)	(1,816)	(1,842)	(1,883)	(1,982)
기타	(1,687)	(5,623)	(2,020)	(2,388)	(2,798)
현금증감	(363)	1,199	(502)	44	238
기초현금	7,146	6,783	7,982	7,479	7,524
기말현금	6,783	7,982	7,479	7,524	7,762
Gross cash flow	11,776	11,500	10,517	11,544	11,890
Free cash flow	1,581	154	(1,196)	(954)	(711)

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	37,128	40,029	40,876	39,037	39,382
현금 및 현금등가물	6,783	7,982	7,479	7,524	7,762
매출채권	10,232	9,828	10,242	9,664	9,697
재고자산	8,993	9,138	9,523	8,986	9,017
기타	11,121	13,081	13,632	12,863	12,907
비유동자산	82,329	91,992	94,668	98,225	101,960
투자자산	22,022	25,713	26,051	26,891	27,695
유형자산	39,716	42,846	44,515	46,396	48,380
무형자산	16,191	14,666	15,144	15,964	16,831
기타	4,400	8,766	8,958	8,974	9,055
자산총계	119,457	132,021	135,544	137,262	141,342
유동부채	30,008	35,563	36,239	34,653	34,852
매입채무	9,028	8,810	9,181	8,663	8,692
단기차입금	3,426	5,888	5,408	5,652	6,112
기타 유동부채	17,553	20,865	21,650	20,338	20,047
비유동부채	38,561	44,275	45,242	45,427	46,054
사채 및 장기차입금	28,891	32,374	32,973	33,672	34,270
기타 비유동부채	9,671	11,901	12,269	11,755	11,784
부채총계	68,569	79,838	81,481	80,080	80,906
지배주주지분	16,628	16,686	17,830	19,732	21,719
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	5,536	5,886	5,886	5,886	5,886
이익잉여금	12,217	12,559	13,603	15,505	17,492
기타	(1,142)	(1,774)	(1,674)	(1,674)	(1,674)
비지배주주지분	34,260	35,497	36,233	37,450	38,717
자본총계	50,888	52,183	54,063	57,182	60,436
순부채	26,504	36,736	37,403	38,022	38,492

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	10.5	(0.9)	(5.2)	4.2	0.3
영업이익	(18.5)	(15.7)	(19.1)	39.6	7.3
순이익	21.4	(73.9)	27.2	65.4	4.1
수정 EPS**	34.3	(68.2)	82.4	65.4	4.1
주당지표					
EPS (지배주주)	31,767	10,113	18,444	30,506	31,771
EPS (연결기준)	86,726	22,661	28,819	47,666	49,643
수정 EPS**	31,767	10,113	18,444	30,506	31,771
BPS	294,873	315,608	337,253	373,232	410,810
DPS (보통주)	5,000	5,000	5,000	5,100	5,200
Valuations (배)					
P/E***	5.3	16.6	9.1	5.5	5.3
P/B***	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	7.3	7.7	7.0	6.9
비율					
ROE (%)	14.9	4.3	7.6	11.5	10.9
ROA (%)	5.4	1.3	1.5	2.5	2.5
ROIC (%)	5.7	3.6	3.3	4.4	4.5
배당성향 (%)	12.4	37.0	20.0	12.3	12.1
배당수익률 (보통주, %)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1
순부채비율 (%)	52.1	70.4	69.2	66.5	63.7
이자보상배율 (배)	4.6	2.9	2.3	3.1	3.3

2020. 4. 1

양일우

Analyst

iw.yang@samsung.com

02.2020.7820

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	79,000원	(33.9%)
현재주가	59,000원	
시가총액	10.2조원	
Shares (float)	172,557,131주 (53.7%)	
52주 최저/최고	46,250원/80,100원	
60일-평균거래대금	235.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
LG (%)	-12.6	-15.7	-23.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.0	-0.9	-7.1

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	6
Target price	96,167
Recommendation	3.8

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

LG (003550)

새로운 리더십에 대한 기대

- 목표주가 79,000원, BUY 투자의견으로 coverage 재개
- 2015년 1월부터 시작된 낮은 NAV 반영률의 요인은 이미 일정부분 해소
- LG CNS 지분 매각으로 유입된 현금 용처에 따라 투자자들의 시각 변화 가능

WHAT'S THE STORY

목표주가 79,000 원, BUY 투자의견으로 coverage 재개

LG에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 79,000원으로 커버리지를 재개한다. BUY 투자의견을 제시하는 이유는 1) Downside에 비해 upside가 현저하게 높고, 2) 2015년 초 저평가를 야기했던 요인이 2018년 이후에는 일정부분 해소되었음에도 밸류에이션 및 낮은 베타 효과 모두 회복되지 않았으며, 3) LG CNS 지분 매각으로 유입된 현금의 용처에 따라 투자자들이 LG를 보는 시각이 변화할 수 있을 것이기 때문이다.

Downside risk에 비해 현저하게 높은 upside

현재 시가총액은 10조원이다. 과거 10년 동안 최저 시가총액은 9조원 수준으로 현재 시가총액 대비 약 10% 낮은 수준이어서 downside risk 크지 않다. NAV 반영률이 1로 회복된다고 가정할 때의 upside가 231%로 커버리지 기업 중 가장 크다. 한편, LG의 NAV 반영률은 2015년 1월 LG상사 및 오너 일가가 범한판토스(현 판토스) 지분을 인수한 이후에 하락하였는데, 2018년 10월 구광모 회장을 포함한 특수 관계자가 판토스 지분을 매각한 이후에도 NAV 반영률이 회복되지 않았다. 우리는 상속 관련하여 소액투자자가 우려할 일은 많지 않다고 판단하여 반영률이 회복되는 것이 타당하다고 판단한다.

LG CNS 지분 매각으로 유입된 현금의 용처에 따라 투자자들의 시각 변화할 수도 있을 것

2020년 3월 말로 예상되는 85% 자회사 LG CNS의 지분 35% 매각으로 LG에 약 7,000억 원 이상의 현금이 유입될 예정이다. LG가 이 자금을 효과적으로 투자하고 성장시킨다면, 투자자들이 LG를 새로운 시각으로 평가하며 낮은 valuation 효과를 해소할 수 있을 것으로 예상된다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	6,575	6,530	7,358	7,755
영업이익 (십억원)	1,024	1,251	1,720	2,079
순이익 (십억원)	1,107	1,070	1,465	1,759
EPS (adj) (원)	6,141	5,963	8,189	9,858
EPS (adj) growth (%)	(42.1)	(2.9)	37.3	20.4
EBITDA margin (%)	18.3	21.8	25.8	29.2
ROE (%)	5.9	5.5	7.2	8.1
P/E (adj) (배)	9.6	9.9	7.2	6.0
P/B (배)	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	8.1	7.4	5.4	4.2
Dividend yield (%)	3.7	3.7	3.8	3.8

자료: Quantiwise, LG, 삼성증권 추정

목표주가 79,000 원, BUY 투자 의견으로 coverage 재개

LG에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 79,000원으로 커버리지를 재개한다. BUY 투자 의견을 제시하는 이유는 1) Downside에 비해 Upside가 현저하게 높고, 2) 2015년 초 저평가를 야기했던 요인이 2018년 이후에는 일정부분 해소되었음에도 낮은 밸류에이션 및 둔감한 베타 효과 모두 전혀 회복되지 않았으며, 3) LG CNS 지분 매각으로 유입된 현금의 용처에 따라 투자자들이 LG를 보는 시각이 변화할 수 있을 것으로 예상하기 때문이다. 배당수익률도 2.9%로 높은 수준이다. 목표주가 산정을 위해 NAV 반영률(기울기)은 0.5, Y-절편은 +0.62조원을 적용하였다.

LG SOTP Valuation

(십억원)	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	장부가치 (십억원)	평가방식	공정가치 (십억원)	비중 (%)	업사이드* (%)	목표가치 (십억원)
총자산가치 (A = B + C)					20,085	97.6		25,791
투자자산 (B)					20,078	97.6		25,784
상장자회사					18,573	90.3		24,279
LG화학	33.3	22,520	1,621	시가	7,499	36.5	8.9	8,167
LG생활건강	34.0	18,509	142	시가	6,293	30.6	29.1	8,124
LG전자	33.7	8,239	2,805	시가	2,777	13.5	73.2	4,809
LG유플러스	36.0	4,563	1,162	시가	1,643	8.0	67.5	2,751
LG상사	24.7	333	297	시가	82	0.4	80.4	148
LG하우시스	33.5	330	184	시가	111	0.5		111
실리콘웍스	33.1	439	145	시가	145	0.7		145
지투알	35.0	66	39	시가	23	0.1		23
비상장자회사					1,506	7.3		1,506
LG CNS	85.0	n/a	331	장부가	331	1.6		331
S&I Corp	100.0	n/a	250	장부가	250	1.2		250
기타		n/a	925	장부가	925	4.5		925
기타자산 (C)					7	0.0		7
자기주식	0.05	10,292		시가	7	0.0		7
차감항목 가치 (D)					(488)	(2.4)		(488)
우선주		162		시가	162	0.8		162
순차입금 (별도기준)					(650)	(3.2)		(650)
NAV (E = A - D)					20,573	100.0		26,279
NAV 반영률 (배, F)**								0.50
반영 NAV (십억원, G = E × F)								13,086
조정금액 [Y 절편] (십억원, H)**								618
목표 시가총액 (십억원, I = G + H)								13,705
보통주 주식수 (천주, J)					172,557			172,557
목표주가 (원, K = I/J)					119,000			79,000
현재주가 (원)								59,000
Upside (%)								33.9

참고: * 상장사는 당사 애널리스트들의 목표주가에 근거

** 주식시장이 반영하는 NAV 비율과 조정금액 (2018년 4월 23일 이후)

자료: Quantwise, 삼성증권

국내 최초로 출범한 순수 지주회사

LG는 2003년 3월 국내 최초로 출범한 지주회사이다. LG의 종속 및 관계회사 지분 투자는 빈번하지 않은 편이었으나, 2018년 LG전자가 자동차 헤드램프 기업 ZKW를 1.4조원에 인수할 때 30% 지분에 대해 재무적 투자자로 참여하면서 과거와 다른 분위기가 감지되고 있다. 한편, LG는 2019년 들어 자회사들의 지분을 일부 정리하는 결정을 하였는데, 1) 2019년 6월에 100% 자회사 에스앤아이 (Space & Innovation) 코퍼레이션이 물적분할하여 100% 보유하던 소모성 자재 구매대행사(MRO) 서브원의 지분 60.1%를 어피너티에쿼티파트너스에게 약 6,000억원에 매각하였고, 2) 시스템 통합구축 업체(SI), 시스템관리(SM), 클라우드가 주력인 LG CNS 지분 85% 중 35%를 사모펀드 맥쿼리 PE가 설립한 투자목적회사(SPC) 크리스탈 코리아에 약 9,600억원에 2020년 3월 말 경 매각할 예정이다.

NAV 반영률(기울기)은 2015년 이후 완만해짐

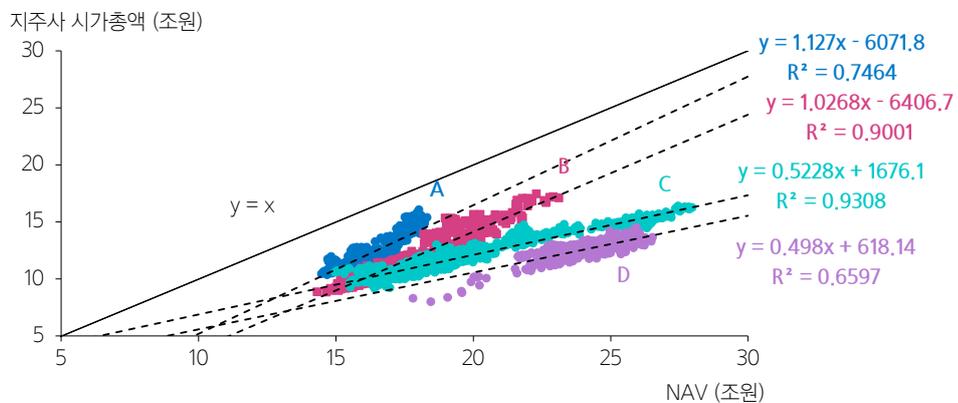
LG의 NAV 반영률(기울기) 변화는 크게 3 개의 구간으로 나뉜다. 1) A, B 구간의 적정반영 (1.03~1.13), 2) C, D 구간의 저반영 (0.5~0.52)이다. 2015년 1월부터 적정반영에서 저반영으로 변하는 시기가 가장 중요한 시기였다고 판단하는데, 2015년 1월은 구광모 회장이 지분 5.83%를 신고한 시점이기도 하고, LG 상사 및 오너 일가가 범한판토스(현 판토스) 지분을 인수한 시점이기도 하다. 이 시기 이후 둔감한 베타 효과가 발생하였고 이는 지주회사에 대한 투자자의 관심이 하락하였음을 시사한다. 2018년 4월말부터의 초저반영 구간으로의 진입은 정부의 지주회사 관련 정책에 대한 기관투자자들의 우려와 연관이 있을 것으로 예상된다.

LG 구간 구분표

	A (파랑색)	B (빨강색)	C (초록색)	D (보라색)
	~ 2010-10-29			
From	2014-07-28	2010-11-01	2015-01-19	2018-04-23
To	2015-01-16	2014-07-25	2018-04-20	
기간 (영업일)	323	927	802	475
NAV 반영률	1.13	1.03	0.52	0.50
베타 효과	0.85	1.03	0.68	0.77
알파 효과	0.03	(0.00)	0.00	(0.02)

자료: Quantwise, 삼성증권

LG 구간 구분 회귀선 차트



자료: Quantwise, 삼성증권

저반영 시기로의 진입 시점에서 엇갈렸던 투자 주체들 간의 수급

앞서 언급한 저반영 시기 (C 구간)로 진입하던 2015년 1월부터 약 6개월 동안 기관투자자들은 약 4,800억원 가량 순매도, 외국인은 4,400억원 가량 순매수를 하였다. 기관투자자들은 지주회사의 주가 상승이 최대주주에게 유리할 것이 없다고 예상한 것으로 해석된다. 이후 기관 투자자들의 순매수로 누적 순매수가 회복되기는 하였으나, 이후 지주회사의 주가는 NAV 증가율을 하회하면서, 2015년 상반기 기관투자자들의 선택은 결과적으로는 나쁘지 않았다.

1) downside risk 에 비해 현저하게 높은 upside

현재 시가총액은 약 10조원이다. 과거 10년 동안 최저 시가총액은 현재 대비 약 10% 낮은 9조원 수준이다. Downside risk가 크지 않다. 시가총액 9조원은 대부분 NAV가 15조원 수준일 때 기록되었는데, 현재 NAV는 25조원 수준으로, 커버리지 내 모든 지주회사들의 NAV 반영률이 1로 회복된다고 가정할 때의 upside가 231%로 가장 높다. (NAV 대비 할인율 62%)

2) 베타 효과 하락 요인이 일정 부분 해소

구광모 회장은 2018년 10월 상속세 납부를 위해 판토스 보유 지분 7.5%를 모두 매각하기로 하였다 (특수 관계인 포함 시 19.9%). 우리는 이러한 행위로 인해 소액주주의 권리가 침해될 가능성이 크게 하락하였다고 판단한다. 그럼에도 불구하고, 0.77 수준까지 하락한 베타 효과는 회복되지 않고 있고, 밸류에이션 효과도 전혀 회복되지 못하고 있다. 우리는 두 효과 모두 대부분 회복되는 것이 타당하다고 판단한다. 지주회사의 일간 상대 수익률이 NAV를 상회하는 시점에 매수를 추천한다.

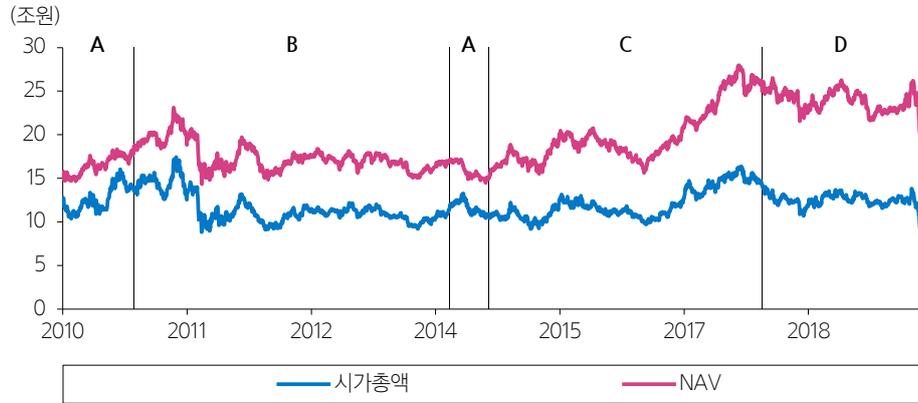
3) 배당수익률 3.7%도 낮지 않음

LG는 별도기준 배당금 수익이 약 3,680억원이고, 이 중 약 96% 인 3,520억원을 배당하고 있어, 3.7% 배당수익률을 제공한다. 구광모 회장 개인의 세금 납부를 위한 배당 증액이라는 점을 지적하는 투자자도 있을 수 있으나, 세금 납부 이후에 배당지급액이 감소하지 않는다면 배당은 대주주와 소액주주가 기업의 이익을 공유하는 가장 공정한 수단이다.

과거와 다른 지주회사 차원의 적극적인 투자 행위가 나타난다면 낮은 valuation 효과 소멸 계기 될 것

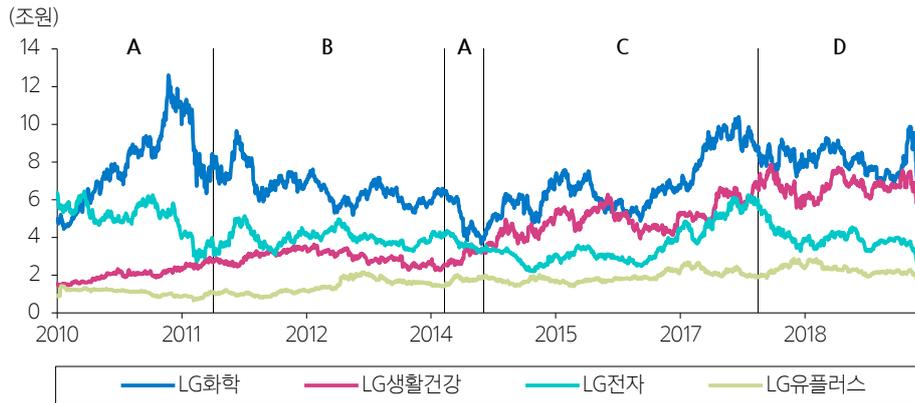
앞서 언급하였듯 2019년 6월 LG의 100% 자회사 S&I는 서브원의 지분 60.1%를 약 6,000억원에 매각하였고, 세금을 제외하면 약 4,000억원의 현금이 S&I에 유입되었을 것으로 추정된다. 그러나, LG의 연결기준 배당금 수입과 별도기준 배당금 수익의 차이가 1,000억원 이하인 점을 감안하면, 서브원 지분 매각 대금 4,000억원 중 많은 금액이 LG로 유입되지는 않은 것으로 추정된다. 한편, 2020년 3월 말로 예상되는 85% 자회사 LG CNS의 지분 35% 매각으로 LG에 약 7,000억원 이상의 현금이 유입될 예정이다. LG가 이 자금을 효과적으로 투자하고 성장시킨다면, 투자자들이 LG를 새로운 시각으로 평가하며 낮은 valuation 효과를 해소할 수 있을 것으로 예상된다.

LG 시가총액 vs LG NAV



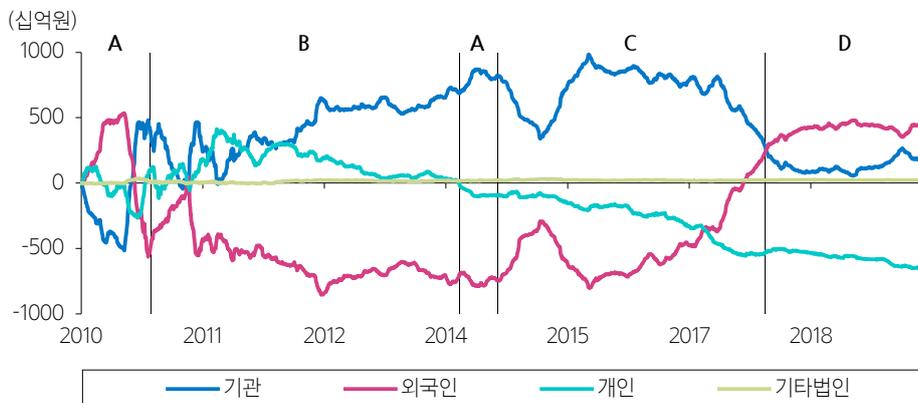
자료: Quantwise, 삼성증권

LG 자회사 지분가치



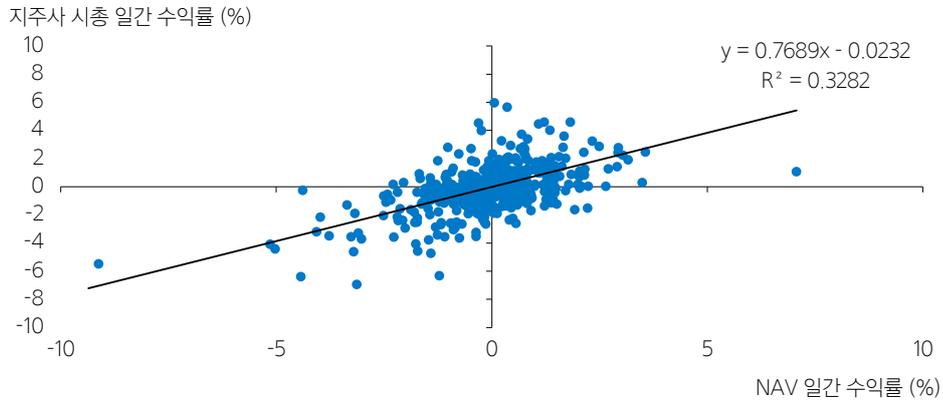
자료: Quantwise, 삼성증권

LG 투자 주체별 수급동향 (누적순매수)



자료: Quantwise, 삼성증권

LG D구간 beta 효과 회귀선



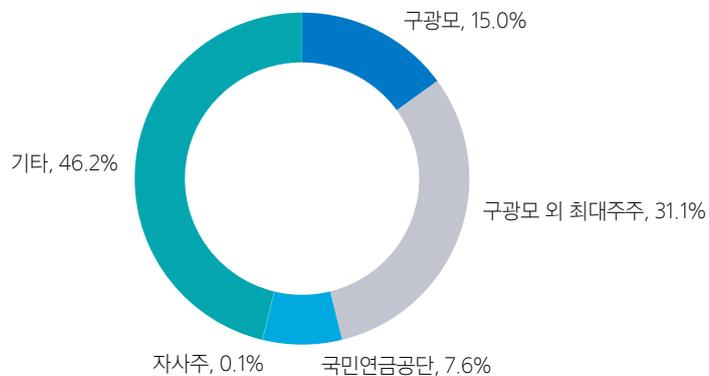
자료: Quantiwise, 삼성증권

LG NAV 대비 할인율



참고: 평균은 최근 5년 평균
자료: Quantiwise, 삼성증권

LG 주주구성



자료: Quantiwise, 삼성증권

LG 연간 Earnings

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출	7,743	6,575	6,530	7,358	7,755
중속법인	10,325	5,684	5,400	5,798	5,856
LG CNS	3,118	3,283	3,119	3,349	3,382
S&I	7,208	2,401	2,281	2,449	2,473
연결조정	(3,852)	392	365	378	372
지분법 손익	1,270	499	765	1,182	1,528
영업이익	1,821	1,024	1,251	1,720	2,079
중속법인	502	348	307	360	373
LG CNS	187	213	189	220	225
S&I	314	135	118	140	149
지분법손익	1,270	499	765	1,182	1,528
기타 및 연결조정	50	177	179	178	178
금융손익	(10)	(8)	(9)	(6)	(2)
기타영업외수익	(38)	(5)	(11)	(4)	(3)
법인세차감전 계속사업이익	1,773	1,011	1,231	1,710	2,074
법인세비용	(49)	204	161	244	315
계속사업이익 (A)	1,822	807	1,070	1,465	1,759
중단사업이익 (B)	61	300	0	0	0
당기순이익 (C = A + B)	1,883	1,107	1,070	1,465	1,759
지배주주지분순이익	1,864	1,080	1,049	1,440	1,734
비지배주주지분순이익	19	27	21	25	25

자료: Quantwise, 삼성증권

LG 연간 Dividend

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (별도기준)	574	614	715	757	875
영업이익 (별도기준)	395	424	496	546	644
배당수익 비중 (%)	37.4	42.6	44.7	48.6	54.4
배당금수익 (A, 별도기준)	214	261	320	368	476
배당금수입 (연결기준)	182	226	263	340	377
현금배당액 (B, 별도기준)	229	229	229	352	387
배당지급액/배당수익 (% , C = B/A)	106.6	87.5	71.5	95.5	81.2
우선주 배당지급액 (D)	4.5	4.5	4.5	6.8	7.4
보통주 배당지급액 (E = B - D)	224	224	224	345	379
보통주식수 (천 주)	172,557	172,557	172,557	172,557	172,557
자기주식수 (천 주)	93,789	93,789	93,789	93,789	93,789
보통주 주당 배당금 (원)	1,300	1,300	1,300	2,000	2,200
기말 보통주 증가 (원)	70,800	60,000	91,000	69,900	73,800
배당수익률 (%)	1.8	2.2	1.4	2.9	3.0

자료: Quantwise, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,743	6,575	6,530	7,358	7,755
매출원가	5,619	5,217	4,973	5,278	5,301
매출총이익	2,124	1,359	1,556	2,080	2,454
(매출총이익률, %)	27.4	20.7	23.8	28.3	31.6
판매 및 일반관리비	303	335	305	360	375
영업이익	1,821	1,024	1,251	1,720	2,079
(영업이익률, %)	23.5	15.6	19.2	23.4	26.8
영업외손익	12	287	(20)	(10)	(5)
금융수익	34	35	35	39	42
금융비용	44	43	44	45	44
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	22	295	(11)	(4)	(3)
세전이익	1,834	1,311	1,231	1,710	2,074
법인세	(49)	204	161	244	315
(법인세율, %)	(2.7)	15.6	13.1	14.3	15.2
계속사업이익	1,822	807	1,070	1,465	1,759
중단사업이익	61	300	0	0	0
순이익	1,883	1,107	1,070	1,465	1,759
(순이익률, %)	24.3	16.8	16.4	19.9	22.7
지배주주순이익	1,864	1,080	1,049	1,440	1,734
비지배주주순이익	19	27	21	25	25
EBITDA	1,997	1,200	1,422	1,897	2,263
(EBITDA 이익률, %)	25.8	18.3	21.8	25.8	29.2
EPS (지배주주)	10,598	6,141	5,963	8,189	9,858
EPS (연결기준)	10,706	6,293	6,084	8,330	10,001
수정 EPS (원)*	10,598	6,141	5,963	8,189	9,858

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	495	819	1,071	1,261	1,492
당기순이익	1,883	1,107	1,070	1,465	1,759
현금유출입이없는 비용 및 수익	(948)	(318)	169	250	304
유형자산 감가상각비	153	156	151	155	161
무형자산 상각비	23	20	20	22	23
기타	(1,124)	(494)	(2)	73	120
영업활동 자산부채 변동	(456)	(21)	(170)	(381)	(451)
투자활동에서의 현금흐름	(659)	(34)	(164)	(157)	(129)
유형자산 증감	(236)	(59)	(51)	(61)	(77)
장단기금융자산의 증감	213	(219)	(82)	(65)	(16)
기타	(636)	245	(31)	(31)	(36)
재무활동에서의 현금흐름	(126)	(509)	(447)	(419)	(367)
차입금의 증가(감소)	125	(348)	814	(199)	(603)
자본금의 증가(감소)	(0)	(2)	0	0	0
배당금	(231)	(358)	(387)	(395)	(395)
기타	(20)	199	(874)	175	631
현금증감	(289)	283	46	13	31
기초현금	1,343	1,054	1,337	1,383	1,396
기말현금	1,054	1,337	1,383	1,396	1,427
Gross cash flow	935	789	1,238	1,715	2,063
Free cash flow	231	756	1,020	1,200	1,415

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: LG, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,613	3,939	4,361	4,638	4,743
현금 및 현금등가물	1,054	1,337	1,383	1,396	1,427
매출채권	2,755	1,451	1,660	1,803	1,844
재고자산	116	62	71	78	79
기타	687	1,089	1,246	1,362	1,393
비유동자산	18,223	18,496	19,895	20,818	21,657
투자자산	14,595	15,126	16,613	17,511	18,301
유형자산	1,878	1,640	1,540	1,556	1,592
무형자산	100	110	119	126	135
기타	1,650	1,620	1,622	1,624	1,628
자산총계	22,836	22,435	24,255	25,456	26,400
유동부채	3,040	2,245	3,224	3,037	2,402
매입채무	1,635	836	957	1,039	1,063
단기차입금	73	56	805	479	(155)
기타 유동부채	1,332	1,353	1,462	1,519	1,494
비유동부채	1,632	1,169	1,327	1,535	1,631
사채 및 장기차입금	1,285	757	861	1,032	1,117
기타 비유동부채	347	411	466	503	513
부채총계	4,671	3,414	4,551	4,572	4,033
지배주주지분	17,999	18,827	19,489	20,644	22,102
자본금	879	879	879	879	879
자본잉여금	2,366	2,363	2,363	2,363	2,363
이익잉여금	15,049	15,699	16,361	17,406	18,744
기타	(295)	(115)	(115)	(5)	115
비지배주주지분	166	194	215	240	265
자본총계	18,164	19,021	19,704	20,884	22,367
순부채	117	(733)	(47)	(324)	(974)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	(34.6)	(15.1)	(0.7)	12.7	5.4
영업이익	(16.7)	(43.8)	22.2	37.5	20.9
순이익	(22.7)	(41.2)	(3.3)	36.9	20.1
수정 EPS**	(22.2)	(42.1)	(2.9)	37.3	20.4
주당지표					
EPS (지배주주)	10,598	6,141	5,963	8,189	9,858
EPS (연결기준)	10,706	6,293	6,084	8,330	10,001
수정 EPS**	10,598	6,141	5,963	8,189	9,858
BPS	102,399	107,111	110,876	117,446	125,742
DPS (보통주)	2,000	2,200	2,200	2,250	2,250
Valuations (배)					
P/E***	5.6	9.6	9.9	7.2	6.0
P/B***	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.3	8.1	7.4	5.4	4.2
비율					
ROE (%)	11.0	5.9	5.5	7.2	8.1
ROA (%)	8.5	4.9	4.6	5.9	6.8
ROIC (%)	80.1	35.8	53.7	73.1	85.2
배당성향 (%)	18.5	35.1	36.2	26.9	22.4
배당수익률 (보통주, %)	3.4	3.7	3.7	3.8	3.8
순부채비율 (%)	0.6	(3.9)	(0.2)	(1.5)	(4.4)
이자보상배율 (배)	46.2	27.2	28.3	34.1	56.0

2020. 4. 1

양일우

Analyst

iw.yang@samsung.com

02.2020.7820

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	33,000원	(37.5%)
현재주가	24,000원	
시가총액	2.5조원	
Shares (float)	104,909,237주 (24.9%)	
52주 최저/최고	20,350원/52,300원	
60일-평균거래대금	91.7억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
롯데지주 (%)	-17.4	-33.8	-51.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.4	-22.2	-40.7

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	41,000
Recommendation	3.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

롯데지주 (004990)

비상장 자회사들의 손익개선 확인하고 매수

- 목표주가 33,000원, BUY 투자 의견으로 coverage 재개
- 호텔롯데 상장은 롯데지주에게 나쁘지 않은 재료
- 비상장 자회사의 손익구조 개선 확인 후 매수 추천

WHAT'S THE STORY

목표주가 33,000 원, BUY 투자 의견으로 coverage 재개

롯데지주에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 33,000원으로 커버리지를 재개한다. BUY 투자 의견을 제시하는 이유는 자회사들의 upside 여력이 있고, 호텔롯데의 상장 이후 롯데지주와의 합병은 롯데지주 주가에 긍정적인 것으로 예상하기 때문이다. 목표주가 산정을 위해 NAV 반영률(기울기)은 0.7, Y-절편은 590억원을 적용하였다.

호텔롯데와의 합병은 롯데지주에게 나쁘지 않은 재료

신동빈 회장의 롯데지주 지분을 감안하면, 호텔롯데 상장 이후 호텔롯데와 롯데지주가 합병하는 시나리오는 롯데지주 기업가치에 긍정적인 것으로 판단된다. 만약 최근 영업환경 변화로 호텔롯데 상장이 여의치 않아 비상장 상태로 투자부문과 사업부문으로 분할하고, 롯데지주가 호텔롯데 사업부문과 합병하게 된다면 그 상황 역시 롯데지주 주주에게 나쁘지 않다고 판단한다.

비상장 자회사의 손익구조 개선 확인 후 매수 추천

우리가 계산한 NAV 에는 비상장 자회사의 가치가 장부가 기준으로 1.4 조원이 반영되어 있으나, 이들의 이익함계는 2019 년 연간 기준으로 BEP 수준이고, 당기순손실 기업들도 많아, 이로 인해 롯데지주는 매해 4 분기마다 평가차손을 인식하고 있다. 만약 이러한 상황이 지속된다면, 비상장 자회사를 장부가치로 평가하는 것도 보수적이라는 의견이 제기될 수 있어 자회사 턴어라운드를 관측하고 매수하는 전략을 추천한다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	8,856	8,162	8,279	8,317
영업이익 (십억원)	175	148	154	184
순이익 (십억원)	(412)	170	324	330
EPS (adj) (원)	(3,395)	1,446	2,755	2,807
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	90.5	1.9
EBITDA margin (%)	8.9	9.3	9.3	9.7
ROE (%)	(5.2)	2.2	4.0	3.8
P/E (adj) (배)	n/a	16.6	8.7	8.5
P/B (배)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (배)	8.9	9.4	9.0	8.4
Dividend yield (%)	4.6	4.6	4.6	4.6

자료: Quantwise, 롯데지주, 삼성증권 추정

목표주가 33,000 원, BUY 투자의견으로 coverage 재개

롯데지주에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 33,000원으로 커버리지를 재개한다. BUY 투자의견을 제시하는 이유는 1) 상장 자회사들의 upside 여력이 있고 2) 호텔롯데의 상장 이후 롯데지주와의 합병은 롯데지주 주가에 긍정적일 것으로 예상하기 때문이다. 다만, 비상장 자회사들의 실적 부진이 지속되고 있어서 이들 비상장 자회사의 턴어라운드를 관측하고 매수하는 전략을 추천한다. 목표주가 산정을 위한 NAV 반영률(기울기)은 0.7, Y-절편은 590억원을 적용하였다.

Lotte SOTP Valuation

(십억원)	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	장부가치 (십억원)	평가방식	공정가치 (십억원)	비중 (%)	업사이드* (%)	목표가치 (십억원)
총자산가치 (A = B + C)					5,323	133.3		6,125
투자자산 (B)					4,500	112.7		5,302
상장자회사					3,083	77.2		3,886
롯데쇼핑	40.0	2,054	2,538	시가	822	20.6	25	1,030
롯데정보통신	65.0	374	349	시가	243	6.1		243
롯데제과	48.4	664	547	시가	322	8.1		322
롯데칠성	24.9	703	347	시가	175	4.4	90	333
롯데케미칼	23.2	6,204	2,228	시가	1,442	36.1	30	1,872
롯데푸드	23.1	347	201	시가	80	2.0	7	86
비상장자회사					1,405	35.2		1,405
코리아세븐	79.7		269	장부가	269	6.7		269
롯데글로벌로지스	44.6		278	장부가	278	7.0		278
롯데자산개발	60.5		147	장부가	147	3.7		147
롯데역사	44.5		140	장부가	140	3.5		140
기타			572	장부가	572	14.3		572
비계열상장사					11	0.3		11
기타자산 (C)					823	20.6		823
자기주식	32.5	2,531		시가	823	20.6		823
차감항목 가치 (D)					1,331	33.3		1,331
우선주					58	1.4		58
순차입금 (별도기준)					1,273	31.9		1,273
NAV (E = A - D)					3,992	100.0		4,794
NAV 반영률 (배, F)**								0.70
반영 NAV (십억원, G = E × F)								3,379
조정금액 [Y절편] (십억원, H)**								59
목표 시가총액 (십억원, I = G + H)								3,438
보통주 주식수 (천주, J)					104,909			104,909
목표주가 (원, K = I/J)					38,000			33,000
현재주가 (원)								24,000
Upside (%)								37.5

참고: * 상장사는 당사 애널리스트들의 목표주가에 근거
 ** 주식시장이 반영하는 NAV 비율과 조정금액 (2020년 1월 20일 이후)
 자료: Quantwise, 삼성증권

롯데그룹 지배구조 재편 진행 과정

롯데그룹은 2017년 10월 롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데칠성음료, 롯데푸드의 분할된 투자부문을 합병하여 롯데지주를 설립하고 지주회사 전환을 추진하였다. 2018년 4월 롯데지주와 롯데상사, 롯데로지스틱스, 한국후지필름, 롯데지알에스, 대흥기획의 분할된 투자부문과 롯데아이티테크를 흡수합병함으로써 그룹 내 순환 및 상호출자 고리 완전 해소하였다. 2018년 10월 호텔롯데와 롯데물산으로부터 롯데케미칼 지분을 인수해 자회사로 편입시켰고, 2019년에는 롯데카드, 롯데손해보험, 롯데 캐피탈 등 금융 계열사들의 지분을 매각하였다.

NAV 반영률이 하락한 시점은 기과 투자자 순매도 집중과 일치

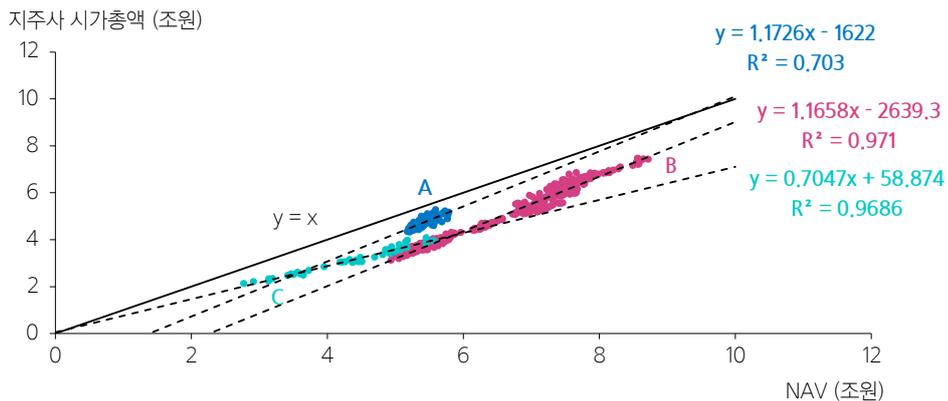
롯데지주의 NAV 반영률 (기울기)은 크게 세 개의 구간으로 나뉜다. 1) A, B 구간의 고반영(1.17), 2) C 구간의 저반영(0.70)이다. 고반영에서 저반영으로의 진입은 2020년 1월 19일 고 신격호 명예회장의 별세와 연관이 있을 수 있다. 지주회사 체제로 전환 이후에 기관투자자들의 순매도가 두 번째로 많은 날이었다. 가장 많았던 날은 2018년 4월 13일로 지주회사 관련 정부 정책의 영향을 지주회사들이 많이 받던 시기이다.

롯데지주 구간 구분표

	A (파랑색)	B (빨강색)	C (초록색)
From	2017-11-06	2018-04-13	2020-01-20
To	2018-04-12	2020-01-17	
기간 (영업일)	108	432	49
NAV 반영률	1.17	1.17	0.70
베타 효과	1.42	0.98	0.67
알파 효과	(0.09)	(0.05)	(0.38)

자료: 삼성증권

롯데지주 구간 구분 회귀선 차트



자료: Quantwise, 삼성증권

Valuation 효과가 저반영 구간에 작용하고 있을 것

롯데지주의 NAV 반영률은 2018년 4월 이후 약 1년 9개월 간 1.17 수준이었다. 타 지주회사에 비해 높지 않은 상표권 수익 요율 (매출액의 15bp) 등을 감안하면 다소 높은 반영률이었다고도 볼 수도 있는데, 이후 상장 자회사의 주가 하락으로 인한 NAV 감소보다 지주회사 시가총액 감소가 크게 나타나면서 valuation 효과가 작용하기 시작한 것이 C 구간에서의 NAV 반영률 하락 원인이라고 판단한다.

호텔롯데 상장은 롯데지주에게 긍정적

롯데그룹의 지배구조 개편 작업이 완료되기 위해서는 두 가지 조건이 남았다고 판단하는데, 그 중 하나는 일본 롯데그룹의 영향력으로부터의 독립일 것이다. 한국 롯데그룹의 경영권 관점에서 일본 롯데그룹의 영향력을 축소시켜야 하는 기업은 롯데케미칼과 호텔롯데일 텐데, 상장기업인 롯데케미칼은 롯데지주가 직접 지분을 매입하고 있다. 호텔롯데의 경우 상장 추진으로 일반 주주의 비중을 높여 일본 롯데그룹의 지분율을 축소시킬 수 있다. 신동빈 회장의 롯데지주 지분을 감안하면, 호텔롯데 상장 이후 호텔롯데와 롯데지주가 합병하는 시나리오는 롯데지주 기업가치에 긍정적일 수 있다.

호텔롯데가 비상장 상태에서 분할하고 롯데지주와 합병하는 것도 나쁘지 않은 재료

그러나, 현재로서는 호텔롯데 상장 시점을 찾는 것도 쉽지 않은 과제여서, 호텔롯데가 상장 전에 투자 부문과 사업부문으로 분할하고 사업부문이 롯데지주와 합병할 가능성도 있다고 판단한다. 이 경우도 호텔롯데 상장과 마찬가지로 롯데지주의 주주에게는 나쁘지 않을 것으로 예상된다. 호텔롯데 사업부문이 롯데지주의 자회사로서 영업 정상화를 달성한 이후에 상장하고, 상장을 통해 마련된 자금으로 롯데지주가 호텔롯데 투자부문까지 확보할 수 있다고 하면 투자자들의 관심을 끄는 스토리가 될 수도 있을 것으로 판단한다.

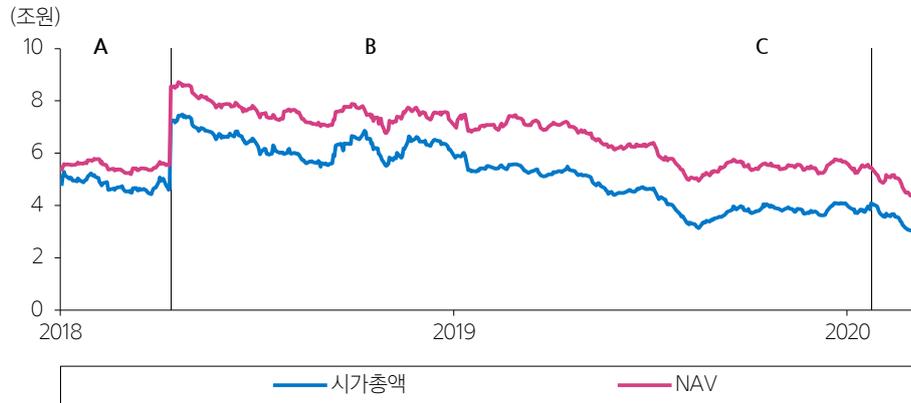
신동빈 회장의 롯데지주 지분은 계속 상승할 것

반면, 지배구조 개편 작업 완료를 위해 마무리 해야 하는 두 번째 조건은 신동빈 회장의 지분 정리이다. 신동빈 회장은 현재 보유하고 있는 롯데쇼핑 등 자회사의 지분을 롯데지주에 출자하고 롯데지주의 지분을 더 확보하고자 할 것이다. 롯데쇼핑 가치 상승은 롯데지주 가치 상승도 야기하기 때문에 신동빈 회장 입장에서는 롯데쇼핑의 가치가 롯데케미칼에 비해 부각되는 타이밍이 롯데쇼핑 지분을 출자하기에 좋은 시기일 수 있다. 시기를 예측할 수는 없으나 확실한 것은 고 신격호 회장 지분의 상속 등을 포함해 신동빈 회장의 롯데지주 지분율은 지금보다 더 높아진다는 사실이다. 과거 사례를 봤을 때 지분 출자를 이유로 최대주주의 지주회사 지분율 상승이 예상되는 시기에는 NAV 증가 (자회사 주가 상승)만큼 지주회사의 시가총액이 상승하기 어려운 경우가 많았다.

비상장 자회사의 손익구조 개선 확인 후 매수 추천

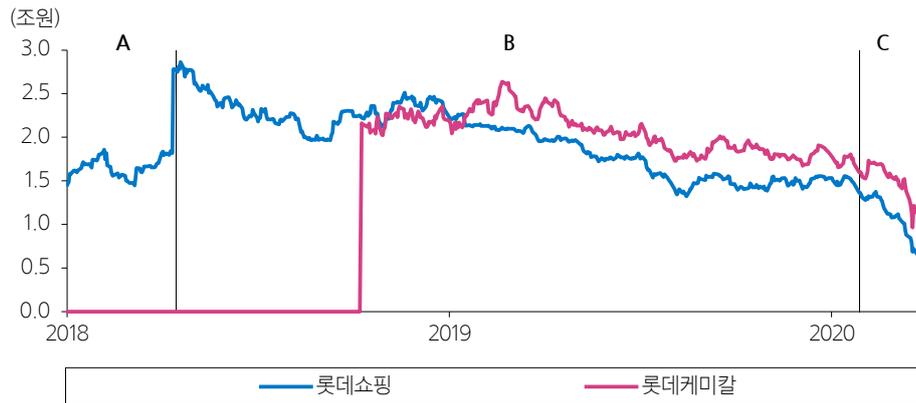
우리가 계산한 NAV에는 비상장 자회사의 가치가 장부가 기준으로 1.4조원이 반영되어 있으나, 이들의 이익합계는 2019년 연간 기준으로 BEP 수준이고, 당기순손실 기업들도 많아, 이로 인해 롯데지주는 매해 4분기마다 평가차손을 인식하고 있다. 만약 이러한 상황이 지속된다면, 비상장 자회사를 장부가치로 평가하는 것도 보수적이라는 의견이 제기될 수 있어 자회사 턴어라운드를 관측하고 매수하는 전략을 추천한다.

롯데지주 시가총액 vs NAV



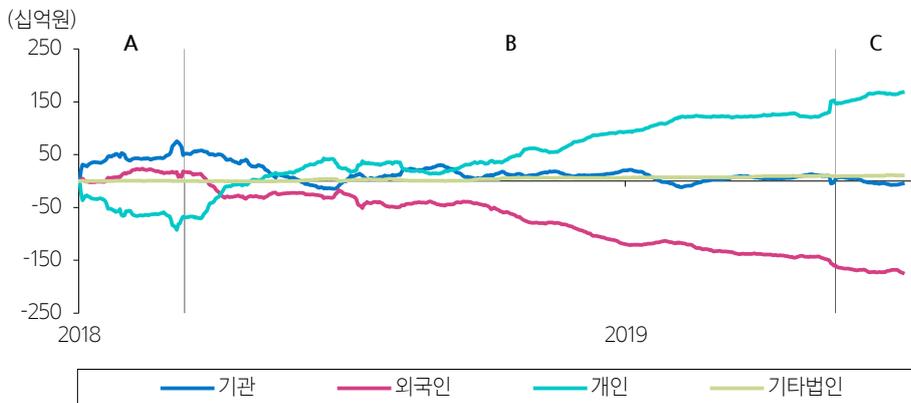
참고: 2018년 4월 롯데상사, 롯데로지스틱스, 한국후지필름, 롯데지알에스, 대흥기획의 분할된 투자부문과 롯데아이티테크 흡수합병
자료: Quantwise, 삼성증권

롯데지주 자회사 지분가치



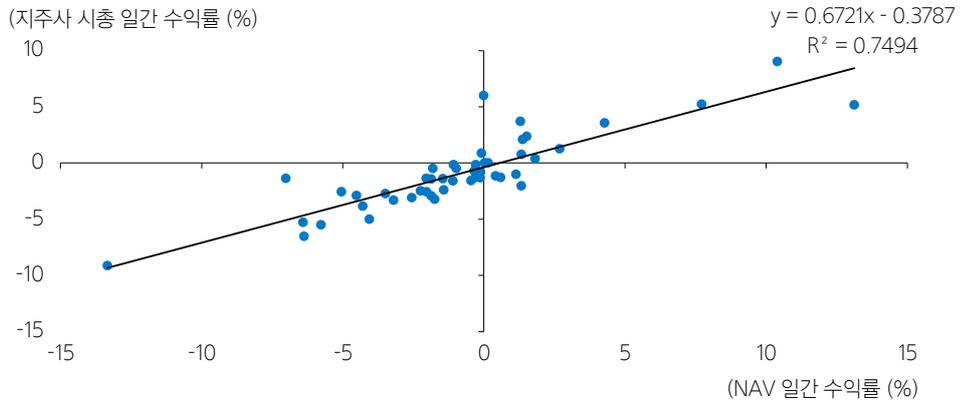
참고: 2018년 10월 호텔롯데와 롯데물산으로부터 롯데케미칼 지분을 인수해 자회사로 편입
자료: Quantwise, 삼성증권

롯데지주 투자 주체별 수급동향 (누적순매수)



자료: Quantwise, 삼성증권

롯데지주 C구간 Sentiment 효과 회귀선



자료: Quantiwise, 삼성증권

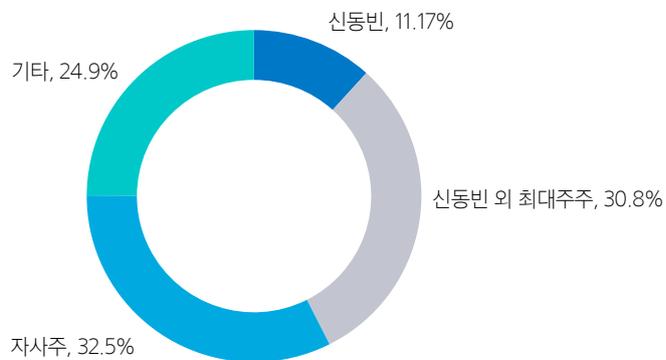
롯데지주 NAV 할인율



참고: 평균은 17년 11월 6일 이후 평균

자료: Quantiwise, 삼성증권

롯데지주 주주구성



자료: Quantiwise, 삼성증권

롯데지주 연간 Earnings

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출	7,271	8,856	8,162	8,279	8,317
유통	4,016	4,055	4,025	4,136	4,177
금융	1,717	1,366	0	0	0
식품	1,707	3,336	3,303	3,295	3,283
컴퓨터시스템구축	868	861	870	879	888
광고대행	344	328	327	325	323
기타	566	629	625	630	630
연결조정, 중단영업	(1,946)	(1,720)	(988)	(985)	(984)
영업이익	98	175	148	154	184
유통	36	43	45	58	63
금융	147	56	0	0	0
식품	26	111	129	129	128
컴퓨터시스템구축	38	42	40	42	43
광고대행	26	27	27	27	27
기타	2	(17)	(8)	(12)	(10)
연결조정, 중단영업	(177)	(88)	(85)	(89)	(67)
지분법손익	1,425	(58)	344	483	478
금융손익	(69)	(73)	(90)	(70)	(87)
기타영업외수익	(1,116)	(590)	(208)	(193)	(190)
법인세차감전 계속사업이익	339	(546)	194	374	385
법인세	(97)	(41)	23	49	54
계속영업손익 (A)	436	(505)	170	324	330
중단산업손익 (B)	(325)	94	0	0	0
당기순이익 (C = A + B)	111	(412)	170	324	330
지배주주지분순이익	185	(360)	153	292	297
비지배주주지분순이익	(74)	(52)	17	32	33

자료: Quantwise, 삼성증권

롯데지주 연간 Dividend

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (별도기준)	1,775	1,767	32	263	390
영업이익 (별도기준)	119	102	(4)	121	242
매출액 중 배당수익 비중 (%)	0.9	0.8	0.0	37.1	58.7
배당금수익 (A, 별도기준)	15	14	0	98	229
배당금수입 (연결기준)	0	0	0	71	174
현금배당액 (B, 별도기준)	16	16	0	57	57
배당지급액/배당수익 (% , C = B/A)	105.3	113.4	n/a	58.6	25.0
우선주 배당지급액 (D)	0.0	0.0	0.0	0.6	0.8
보통주 배당지급액 (E = B - D)	16	16	0	57	56
보통주식수 (천 주)	1,421	14,214	73,683	104,909	104,909
자기주식수 (천 주)	0	0	13,920	45,761	34,104
보통주 주당 배당금 (원)	11,270	1,130	0	800	1,100
기말 보통주 증가 (원)	64,663	50,647	65,100	52,700	38,950
배당수익률 (%)	17.4	2.2	0.0	1.5	2.8

참고 : 2017년 10월 지주회사 전환 추진. 이전 데이터는 롯데제과
자료: Quantwise, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,271	8,856	8,162	8,279	8,317
매출원가	5,295	6,264	5,803	5,884	5,882
매출총이익	1,976	2,592	2,359	2,395	2,434
(매출총이익률, %)	27.2	29.3	28.9	28.9	29.3
판매 및 일반관리비	1,877	2,418	2,212	2,241	2,251
영업이익	98	175	148	154	184
(영업이익률, %)	1.4	2.0	1.8	1.9	2.2
영업외손익	(160)	(627)	46	220	201
금융수익	56	135	90	104	108
금융비용	126	209	180	174	195
지분법손익	1,425	(58)	344	483	478
기타	(1,516)	(497)	(208)	(193)	(190)
세전이익	(61)	(453)	194	374	385
법인세	(97)	(41)	23	49	54
(법인세율, %)	158.3	9.0	12.1	13.2	14.1
계속사업이익	436	(505)	170	324	330
중단사업이익	(325)	94	0	0	0
순이익	111	(412)	170	324	330
(순이익률, %)	1.5	(4.6)	2.1	3.9	4.0
지배주주순이익	185	(360)	153	292	297
비지배주주순이익	(74)	(52)	17	32	33
EBITDA	411	785	758	771	809
(EBITDA 이익률, %)	5.7	8.9	9.3	9.3	9.7
EPS (지배주주)	1,746	(3,395)	1,446	2,755	2,807
EPS (연결기준)	1,045	(3,887)	1,607	3,062	3,120
수정 EPS (원)*	1,746	(3,395)	1,446	2,755	2,807

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	(827)	654	700	784	813
당기순이익	111	(412)	170	324	330
현금유출입이없는 비용 및 수익	164	1,043	568	590	600
유형자산 감가상각비	220	541	545	552	557
무형자산 상각비	93	69	65	65	68
기타	(149)	432	(42)	(26)	(26)
영업활동 자산부채 변동	(1,637)	(579)	(54)	(124)	(106)
투자활동에서의 현금흐름	(2,248)	848	664	648	540
유형자산 증감	(229)	(257)	(241)	(324)	(483)
장단기금융자산의 증감	10,903	(199)	105	(15)	(5)
기타	(12,921)	1,303	801	987	1,028
재무활동에서의 현금흐름	3,414	(2,164)	(1,821)	(1,795)	(1,697)
차입금의 증가(감소)	(4,962)	(393)	92	(176)	(161)
자본금의 증가(감소)	(2,802)	(3)	0	0	0
배당금	(7)	(93)	(108)	(114)	(125)
기타	11,185	(1,676)	(1,804)	(1,505)	(1,411)
현금증감	(323)	5	57	25	31
기초현금	1,042	718	724	781	806
기말현금	718	724	781	806	838
Gross cash flow	275	631	738	915	930
Free cash flow	(1,066)	391	459	460	330

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 롯데지주, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	15,477	3,127	2,993	3,046	3,087
현금 및 현금등가물	718	724	781	806	838
매출채권	720	717	660	668	671
재고자산	424	478	440	445	447
기타	13,615	1,208	1,113	1,126	1,131
비유동자산	12,141	12,479	12,857	13,309	13,482
투자자산	8,071	7,443	7,869	8,075	8,130
유형자산	2,589	2,390	2,387	2,558	2,594
무형자산	921	851	798	846	914
기타	560	1,796	1,803	1,830	1,844
자산총계	27,618	15,606	15,851	16,354	16,569
유동부채	16,340	3,787	3,694	3,529	3,360
매입채무	803	759	698	707	710
단기차입금	3,545	879	979	779	589
기타 유동부채	11,992	2,149	2,017	2,043	2,061
비유동부채	2,845	4,026	3,971	3,995	4,015
사채 및 장기차입금	1,221	2,075	2,087	2,101	2,118
기타 비유동부채	1,624	1,952	1,885	1,894	1,897
부채총계	19,185	7,813	7,666	7,524	7,375
지배주주지분	7,113	6,700	7,076	7,688	8,019
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	4,249	4,246	4,246	4,246	4,246
이익잉여금	6,029	4,907	4,982	5,196	5,415
기타	(3,186)	(2,475)	(2,174)	(1,775)	(1,664)
비지배주주지분	1,320	1,093	1,110	1,142	1,175
자본총계	8,433	7,793	8,185	8,831	9,194
순부채	3,968	3,370	3,460	3,251	3,056

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	289.0	21.8	(7.8)	1.4	0.5
영업이익	흑전	77.7	(15.5)	4.0	19.4
순이익	(77.6)	적전	흑전	90.5	1.9
수정 EPS**	(83.5)	적전	흑전	90.5	1.9
주당지표					
EPS (지배주주)	1,746	(3,395)	1,446	2,755	2,807
EPS (연결기준)	1,045	(3,887)	1,607	3,062	3,120
수정 EPS**	1,746	(3,395)	1,446	2,755	2,807
BPS	118,835	93,687	98,940	107,511	112,131
DPS (보통주)	800	1,100	1,100	1,100	1,100
Valuations (배)					
P/E***	13.7	n/a	16.6	8.7	8.5
P/B***	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	19.1	8.9	9.4	9.0	8.4
비율					
ROE (%)	2.8	(5.2)	2.2	4.0	3.8
ROA (%)	0.4	(1.9)	1.1	2.0	2.0
ROIC (%)	3.4	3.6	3.7	3.7	4.2
배당성향 (%)	30.6	(21.7)	50.8	26.7	26.2
배당수익률 (보통주, %)	3.3	4.6	4.6	4.6	4.6
순부채비율 (%)	47.1	43.2	42.3	36.8	33.2
이자보상배율 (배)	1.3	1.0	1.5	1.5	1.9

2020. 4. 1

양일우
Analyst
iw.yang@samsung.com
02.2020.7820

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	88,000원	(36.4%)
현재주가	64,500원	
시가총액	1.9조원	
Shares (float)	29,176,998주 (41.8%)	
52주 최저/최고	53,100원/128,500원	
60일-평균거래대금	80.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
CJ (%)	-19.9	-21.3	-48.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.3	-7.5	-36.8

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	4
Target price	103,750
Recommendation	3.3

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

CJ (001040)

낮아진 기대감을 이용할 수 있는 시기

- 목표주가 88,000원, BUY 투자의견으로 coverage 재개
- NAV 반영률 하락의 원인은 자회사 삼각합병 시기의 기술적 NAV 증가와 기관 수급 변화 때문. 기술적 NAV 증가라도 시가총액에 반영하는 것이 타당. CJ올리브영에 대한 낮은 기대감을 이용해 매수하는 전략 추천

WHAT'S THE STORY

목표주가 88,000원, BUY 투자의견으로 coverage 재개

BUY 투자의견과 목표주가 88,000원으로 커버리지를 재개한다. BUY 투자의견을 제시하는 이유는 1) 2018년 2월 자회사들의 삼각합병으로 증가한 NAV를 주가가 반영하지 않고 있고, 2) 그렇기 때문에 CJ올리브영을 장부가치로 계산해도 upside가 발생한 상황이다.

NAV 반영률 하락의 원인은 기술적 NAV 증가와 기관 수급 변화

CJ의 NAV 반영률은 자회사들(C제일제당, 영우냉동식품, KX홀딩스)의 삼각 합병 시기 이후에 1에서 0.69로 낮아졌는데, 밸류에이션 효과와 둔감한 베타 효과 때문이다. 1) 밸류에이션 효과는 비상장 자회사 KX홀딩스가 사라지고 상장 자회사 C제일제당 지분이 상승하는 기술적인 효과로 발생하였고, 둔감한 베타 효과는 동사의 NAV 반영률을 상당히 높은 상관관계로 좌우했던 기관 투자자들의 수급이 악화되며 발생한 것으로 판단한다.

밸류에이션 관점에서는 투자하기에는 나쁘지 않은 조건

CJ올리브영을 장부가치로 평가해도 저평가인 현재 시점에서 매수하고 CJ올리브영의 가치가 화장품 업종지수와 함께 강세를 보여 시가총액이 NAV를 초과하는 것을 기다리는 전략이 바람직하다. 한편, CJ의 신형우선주는 향후 약 9.5년 간 연간 보통주 대비 할인이 소멸되는 비율 4.4%와 배당수익률 2.6% 합계 7% 수익률을 누릴 수 있을 것으로 예상된다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	33,780	32,151	38,033	40,228
영업이익 (십억원)	1,509	1,332	1,700	1,787
순이익 (십억원)	324	229	513	551
EPS (adj) (원)	7,491	3,535	7,916	8,494
EPS (adj) growth (%)	(3.2)	(52.8)	124.0	7.3
EBITDA margin (%)	12.3	12.2	12.0	11.6
ROE (%)	6.2	2.8	6.0	6.2
P/E (adj) (배)	8.6	18.2	8.1	7.6
P/B (배)	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	6.5	6.9	6.0	5.9
Dividend yield (%)	2.9	2.9	2.9	3.0

자료: Quantwise, CJ, 삼성증권 추정

목표주가 88,000원, BUY 투자의견으로 coverage 재개

CJ에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 88,000원으로 커버리지를 재개한다. BUY 투자의견을 제시하는 이유는 1) 자회사들의 삼각합병으로 NAV가 증가한 것을 주가가 반영하지 않고 있고, 2) 투자자들의 CJ 올리브영의 실적 및 상장에 대한 기대감이 매우 낮은 상황이기 때문이다. CJ의 주가는 화장품 업종 주가와 상관관계가 높는데, 낮은 기대감을 이용해 매수하고, 기대감이 주가에 반영되기를 기다리는 전략을 추천한다. 목표주가 산정을 위한 NAV 반영률(기울기)은 0.69, Y-절편은 -960억원을 적용하였다.

CJ SOTP Valuation

(십억원)	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	장부가치 (십억원)	평가방식	공정가치 (십억원)	비중 (%)	업사이드*	목표가치 (십억원)
총자산가치 (A = B + C)					3,242	106.6		4,315
투자자산 (B)					3,033	99.8		4,106
상장자회사					2,703	88.9		3,776
C제일제당	45.6	3,214	1,474	시가	1,467	48.3	31	1,924
CJ ENM	44.8	2,259	759	시가	1,011	33.3	46	1,472
CJ CGV	39.0	369	70	시가	144	4.7	75	252
C프레시웨이	47.1	172	43	시가	81	2.7	59	129
비상장자회사					330	10.9		330
C푸드빌	96.0		122	장부가	122	4.0		122
C올리브네트웍스	55.1		151	장부가	151	5.0		151
C올리브영	100.0		50	장부가	50	1.7		50
기타			6	장부가	6	0.2		6
기타자산 (C)					209	6.9		209
자기주식	11.2	1,870		시가	209	6.9		209
차감항목 가치 (D)					202	6.6		202
우선주		90		시가	90	3.0		90
순차입금 (별도기준)					112	3.7		112
NAV (E = A - D)					3,039	100.0		4,113
NAV 반영률 (배, F)**								0.69
반영 NAV (십억원, G = E × F)								2,852
조정금액 [Y절편] (십억원, H)**								(96)
목표 시가총액 (십억원, I = G + H)								2,756
보통주 주식수 (천주, J)***					31,437			31,437
목표주가 (원, K = I/J)					97,000			88,000
현재주가 (원)								64,500
Upside (%)								36.4

참고: * 상장사는 당사 애널리스트들의 목표주가에 근거

** 주식시장이 반영하는 NAV 비율과 조정금액 (2018년 6월 14일 이후)

*** 신형 우선주 2,260,223주 포함

자료: Quantwise, 삼성증권

가공식품, 미디어 1위 그룹

CJ 그룹은 식품, 생명공학, 신유통, 미디어/엔터테인먼트 등 다각화된 사업 포트폴리오를 보유하고 있고, 대부분 사업 영역에서 공고한 시장지위를 바탕으로 높은 사업 안정성을 보유하고 있다. 최근 수익성 중심으로 경영 전략을 변경하고 고강도의 사업 구조를 혁신하고, 투자속도를 조절하는 가운데, 비주력사업과 자산의 매각, 자본 확충 등을 추진하고 있다.

올리브영의 가치도 상장자회사 가치에 비례해 반영해왔음

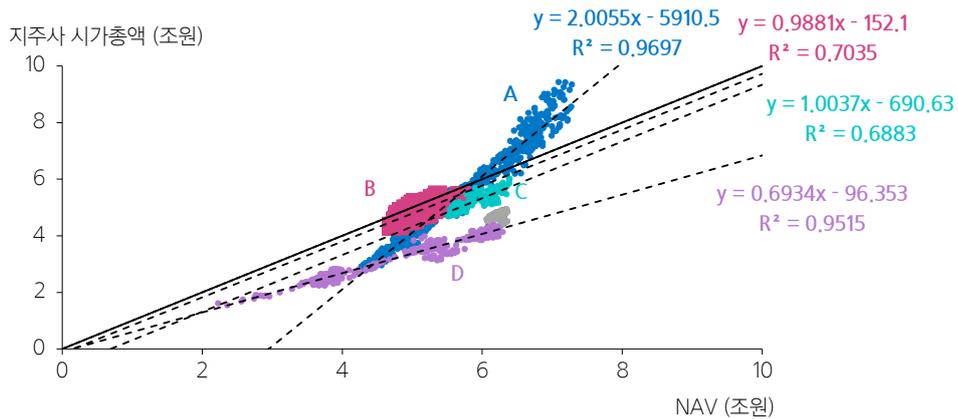
CJ의 NAV 반영률 (기울기)은 크게 5개의 구간으로 나뉜다. 1) A 구간의 고반영(2.01), 2) B 구간의 적정 반영(0.99), 3) A구간의 고반영(2.01) 4) C 구간의 적정반영(1.0) 5) D 구간의 저반영(0.69)이다. 적정 반영 시기의 시가총액은 NAV와 유사했다. 한편, CJ는 이례적으로 NAV 반영률 (기울기)가 2에 근접하는 수준의 고반영 시기가 길었는데, 1) 상표권 수익의 요율이 높고, 2) 투자자들이 올리브영 가치가 상장 등으로 현실화되면 upside가 크다고 판단했기 때문일 것이다.

CJ 구간 구분표

	A (파랑색)	B (빨강색)	C (초록색)	D (보라색)
From	2012-09-21			
To	2014-10-08			
From	2015-04-08	2014-10-10	2017-09-04	2018-03-02
To	2017-09-01	2015-04-07	2018-02-28	
기간 (영업일)	1,097	122	117	442
NAV 반영률	2.01	0.99	1.00	0.69
베타 효과	1.39	1.45	1.02	0.76
알파 효과	0.03	0.02	(0.03)	(0.05)

자료: Quantiwise, 삼성증권

CJ 구간 구분 회귀선



자료: Quantiwise, 삼성증권

2018년 2월 삼각합병 이후 NAV 반영률 하락

2018년 2월 말, CJ가 대한통운 관련된 지배구조를 단순화하는 과정에서, 자회사들(C제일제당, 영우농동식품, KX홀딩스)의 삼각합병이 있었고, 이 시기에 CJ의 NAV 반영률은 적정반영(1.0)에서 저반영(0.69)으로 변화하였다. 밸류에이션 효과와 둔감한 베타 효과가 발생하였기 때문이다.

NAV 반영률 하락 원인 1) valuation 효과 발생

자회사들의 삼각합병 이후에 밸류에이션 효과가 발생한 원인은 CJ의 NAV는 증가하였으나 시가총액이 이를 반영하지 못하였기 때문이다. CJ의 NAV에 있던 비상장 자회사였던 KX홀딩스가 사라졌고, 상장 자회사 C제일제당의 보유지분이 증가하였는데, KX홀딩스는 비상장이어서 장부가치로 평가되었던 반면, C제일제당은 상장회사여서 시가로 평가되며 CJ의 NAV가 9.5% 증가한 반면 주가는 3.6% 하락하였다.

NAV 반영률 하락의 원인 2) 둔감한 beta 효과 발생

CJ의 시가총액이 NAV를 초과하는 금액은 유독 기관투자자들의 누적순매수 동향과 거의 일치한다. 그러나, 삼각합병이 있었던 2018년 3월부터는 NAV 하락세가 멈춤에도 기관투자자들의 매도세는 이어졌다. CJ의 NAV 반영률을 2.01까지 높여왔던 수급 주체가 사라지면서 둔감한 베타 효과도 발생하기 시작한 것으로 판단한다.

CJ 올리브네트웍스 분할은 투자자들에게는 아쉬운 부분이었을 것

2019년 4월 29일, CJ올리브네트웍스는 올리브영부문, IT부문을 45대 55 비율로 인적분할하기로 결정하였고, 같은 날, CJ도 이사회를 열어 회사가 보유하던 자사주와 분할된 IT 부문의 주식을 맞교환하여, IT 부문을 CJ의 100% 자회사로 편입하기로 하였다. 두 가지 점에서 투자자들이 실망하였을 텐데, 1) 첫째 요인은 과거 시너지를 창출할 수 있다는 이유로 합병했던 두 회사가 합병한 지 4년이 조금 넘는 시점에 그 결정을 반복하였다는 점이고, 2) 두번째 요인은 CJ올리브영의 분할 비율이 45%로 낮았다는 점이다. 이는 투자자들이 선호하는 CJ올리브영 상장 스토리와 거리가 있는 수치이다.

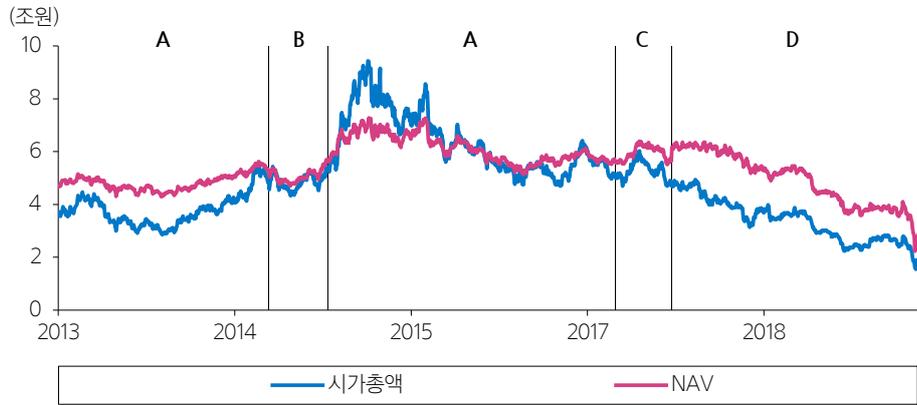
CJ 올리브영을 장부가치로 평가해도 업사이드가 있는 상황

그러나, 현재 CJ의 주가는 CJ올리브영의 가치가 부각되지 않아도 업사이드가 있다. 1) B, C 구간에서 CJ 올리브영을 장부가치로 계산한 NAV가 CJ시가총액과 유사하게 형성되었던 경험이 있고, 2) 외국인 수급도 이를 뒷받침하는 사례가 있기 때문이다. 외국인 투자자들은 2015년 5월 중순 시가총액이 NAV를 초과하자 급격하게 순매도를 늘렸는데, 우리는 해당 시점에서 매도한 외국인들이 우리가 계산하는 방식처럼 비상장사 자회사를 장부가로 평가하고 있었을 가능성이 높다고 판단한다. 같은 방식으로 외국인 투자자들이 CJ의 저평가에 관심을 갖는다면, 현재 시점에서 매수하고 과거와 마찬가지로 CJ올리브영의 가치가 화장품 업종지수와 함께 강세를 보여 시가총액이 NAV를 초과하게 되면 그 때 비중을 축소하는 전략을 취할 것으로 예상된다.

신형우선주의 보통주 대비 할인율은 장기적 관점에서 소멸될 것

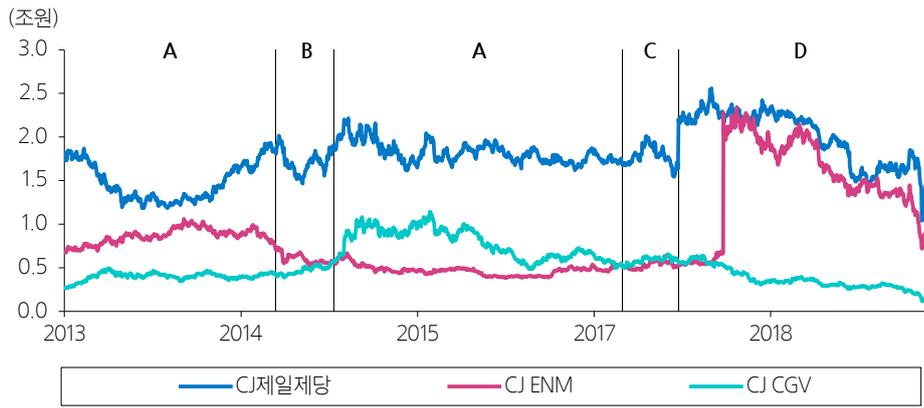
2019년 종가 기준 배당수익률은, 보통주, 우선주, 신형우선주 각각 1.9%, 4.1%, 2.6%이 될 전망이다. 일반 우선주가 배당수익률 관점에서 가장 매력적으로 보일 수 있다. 그러나, 의결권을 중요하게 생각하는 한국의 문화에서 우선주 할인이 언제 해소될 지는 알기 어렵다. 반면, 2019년 8월에 상장된 CJ의 신형우선주는 2029년 보통주로 전환될 예정이므로, 장기적으로는 보통주 대비 할인 받아야 할 요인이 없지만 현재 32% 할인되어 거래되고 있다. 반대로 신형우선주 관점에서 보면, 보통주가 47% 할인되어 있는 상황이기 때문에, 신형우선주는 남은 9.5년 동안 보통주를 연율 약 4.4% 초과 상승하며 주가 격차를 줄일 것으로 전망된다.

CJ 시가총액 vs CJ NAV



자료: Quantiwise, 삼성증권

CJ 자회사 지분가치



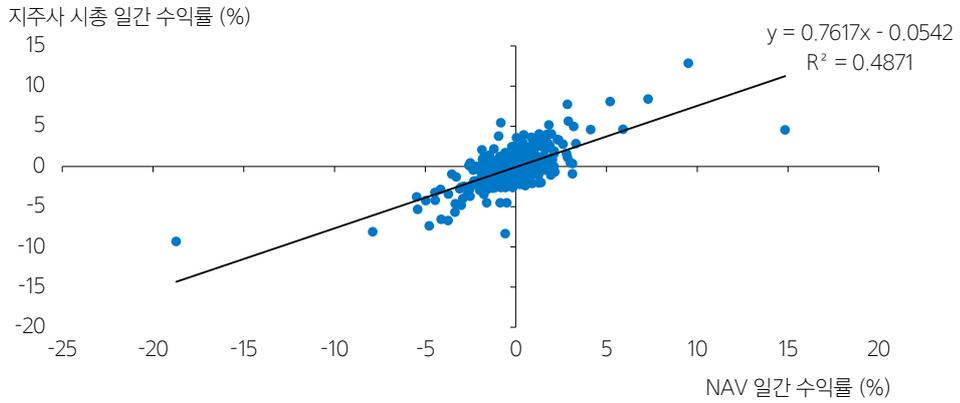
참고: 18년 7월 CJ E&M, CJ 오쇼핑 CJ ENM으로 합병
자료: Quantiwise, 삼성증권

CJ 투자 주체별 수급동향 (누적순매수)



자료: Quantiwise, 삼성증권

CJ D구간* Sentiment 효과 회귀선



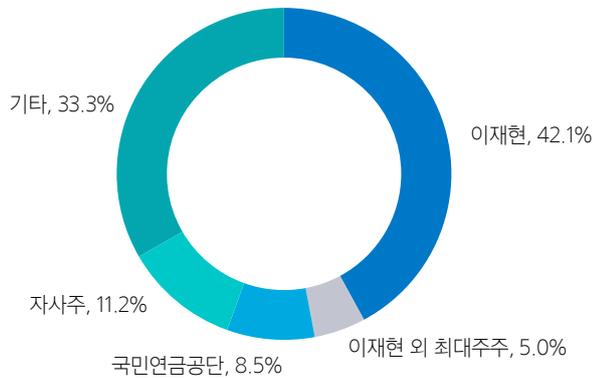
참고: * 2018년 3월 2일 이후
자료: Quantiwise, 삼성증권

CJ NAV 할인율



참고: 평균은 최근 5년 평균
자료: Quantiwise, 삼성증권

CJ 주주구성



자료: Quantiwise, 삼성증권

CJ 연간 이익 전망

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출	29,523	33,780	32,151	38,033	40,228
CJ제일제당	18,670	22,352	21,781	25,947	27,643
CJ ENM	2,360	3,790	3,461	4,118	4,297
CJ CGV	1,769	1,942	1,575	2,063	1,875
CJ프레시웨이	2,828	3,055	2,826	3,372	3,855
기타, 연결조정	3,896	2,640	2,508	2,533	2,559
영업이익	1,332	1,509	1,332	1,700	1,787
CJ제일제당	833	897	831	1,054	1,163
CJ ENM	182	269	280	330	343
CJ CGV	78	122	38	106	72
CJ프레시웨이	51	58	60	66	75
기타, 연결조정	189	163	123	143	133
지분법손익	56	55	47	64	68
금융손익	(483)	(688)	(670)	(618)	(623)
기타영업외수익	414	(279)	(344)	(323)	(341)
법인세차감전 계속사업이익	1,320	597	364	824	891
법인세	440	273	135	311	340
계속사업이익 (A)	880	324	229	513	551
중단사업이익 (B)	0	0	0	0	0
당기순이익 (C = A + B)	880	324	229	513	551
지배주주지분순이익	276	267	126	282	303
비지배주주지분순이익	604	57	103	231	248

자료: Quantiwise, 삼성증권

CJ 연간 배당

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (별도기준)	104	124	158	170	182
영업이익 (별도기준)	0	59	69	79	75
매출액 중 배당수익 비중 (%)	19.2	26.6	21.4	22.5	24.9
배당금수익 (A, 별도기준)	20	33	34	38	45
현금배당액 (B, 별도기준)	38	39	41	62	62
배당지급액/배당수익 (% , C = B/A)	193.4	116.5	122.1	162.1	137.1
우선주 배당지급액 (D)	3.2	3.2	3.4	3.4	12.1
보통주 배당지급액 (E = B - D)	35	35	38	59	50
보통주식수 (천 주)	29,134	29,177	29,177	29,177	29,177
자기주식수 (천 주)	2,972	2,972	2,972	3,259	3,259
보통주 주당 배당금 (원)	1,350	1,350	1,450	1,450	1,850
기말 보통주 증가 (원)	236,684	176,335	171,148	121,500	96,600
배당수익률 (%)	0.6	0.8	0.8	1.2	1.9

자료: Quantiwise, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	29,523	33,780	32,151	38,033	40,228
매출원가	21,170	24,634	23,367	27,623	29,170
매출총이익	8,353	9,145	8,784	10,409	11,058
(매출총이익률, %)	28.3	27.1	27.3	27.4	27.5
판매 및 일반관리비	7,021	7,636	7,452	8,709	9,271
영업이익	1,332	1,509	1,332	1,700	1,787
(영업이익률, %)	4.5	4.5	4.1	4.5	4.4
영업외손익	(13)	(912)	(967)	(876)	(896)
금융수익	358	403	391	395	432
금융비용	841	1,090	1,061	1,013	1,055
지분법손익	56	55	47	64	68
기타	414	(279)	(344)	(323)	(341)
세전이익	1,320	597	364	824	891
법인세	440	273	135	311	340
(법인세율, %)	33.3	45.8	37.1	37.7	38.2
계속사업이익	880	324	229	513	551
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	880	324	229	513	551
(순이익률, %)	3.0	1.0	0.7	1.3	1.4
지배주주순이익	276	267	126	282	303
비지배주주순이익	604	57	103	231	248
EBITDA	3,024	4,143	3,936	4,549	4,685
(EBITDA 이익률, %)	10.2	12.3	12.2	12.0	11.6
EPS (지배주주)	7,741	7,491	3,535	7,916	8,494
EPS (연결기준)	24,676	9,080	6,427	14,394	15,443
수정 EPS (원)*	7,741	7,491	3,535	7,916	8,494

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	1,541	3,865	3,512	3,715	3,910
당기순이익	880	324	229	513	551
현금유출입이없는 비용 및 수익	1,497	3,316	4,820	5,340	5,445
유형자산 감가상각비	998	1,898	1,978	2,171	2,196
무형자산 상각비	694	735	626	677	702
기타	(195)	683	2,217	2,492	2,546
영업활동 자산부채 변동	(999)	458	(1,403)	(1,828)	(1,745)
투자활동에서의 현금흐름	(2,126)	(4,896)	(2,889)	(2,981)	(3,104)
유형자산 증감	(2,416)	(2,084)	(2,196)	(2,299)	(2,479)
장단기금융자산의 증감	447	(939)	(52)	(186)	(126)
기타	(157)	(1,872)	(641)	(496)	(499)
재무활동에서의 현금흐름	827	1,167	(910)	(961)	(1,013)
차입금의 증가(감소)	1,579	5,143	134	304	310
자본금의 증가(감소)	0	(0)	0	0	0
배당금	(134)	(160)	(162)	(177)	(193)
기타	(617)	(3,816)	(882)	(1,088)	(1,130)
현금증감	254	129	111	47	43
기초현금	1,220	1,474	1,603	1,714	1,761
기말현금	1,474	1,603	1,714	1,761	1,804
Gross cash flow	2,377	3,640	5,050	5,854	5,996
Free cash flow	(917)	1,660	1,280	1,299	1,373

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: C, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,869	11,153	11,508	12,433	13,073
현금 및 현금등가물	1,474	1,603	1,714	1,761	1,804
매출채권	3,535	3,580	3,672	4,001	4,225
재고자산	2,024	2,549	2,614	2,848	3,008
기타	1,837	3,421	3,508	3,823	4,036
비유동자산	22,860	29,229	29,372	29,781	30,410
투자자산	2,493	2,668	2,948	3,015	3,161
유형자산	12,970	13,517	13,736	13,864	14,146
무형자산	6,169	7,006	7,172	7,318	7,492
기타	1,229	6,038	5,516	5,584	5,610
자산총계	31,730	40,381	40,891	42,230	43,499
유동부채	10,998	12,285	12,565	13,178	13,696
매입채무	2,088	2,744	2,814	2,898	3,072
단기차입금	4,107	3,269	3,334	3,535	3,664
기타 유동부채	4,803	6,272	6,417	6,745	6,960
비유동부채	8,209	13,482	13,544	13,816	14,079
사채 및 장기차입금	6,285	6,942	6,953	7,040	7,177
기타 비유동부채	1,925	6,540	6,592	6,777	6,903
부채총계	19,208	25,766	26,109	26,994	27,775
지배주주지분	4,059	4,510	4,574	4,796	5,037
자본금	158	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	3,337	3,533	3,597	3,819	4,060
기타	(429)	(196)	(196)	(196)	(196)
비지배주주지분	8,463	10,105	10,209	10,440	10,687
자본총계	12,522	14,615	14,782	15,235	15,724
순부채	10,680	14,725	14,715	14,854	15,040

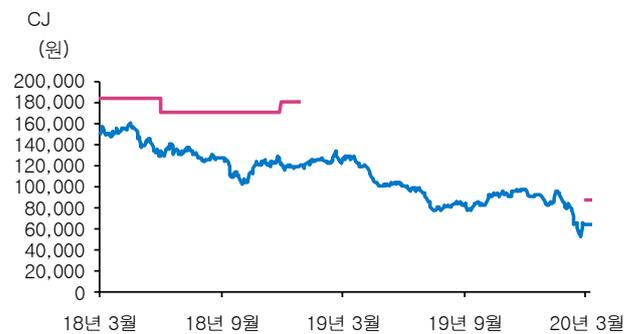
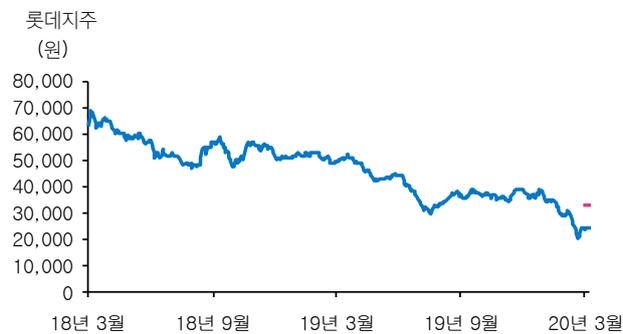
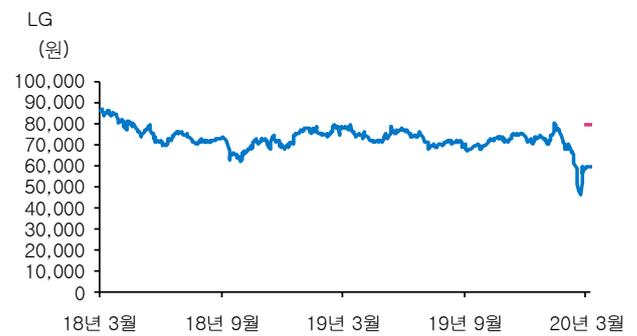
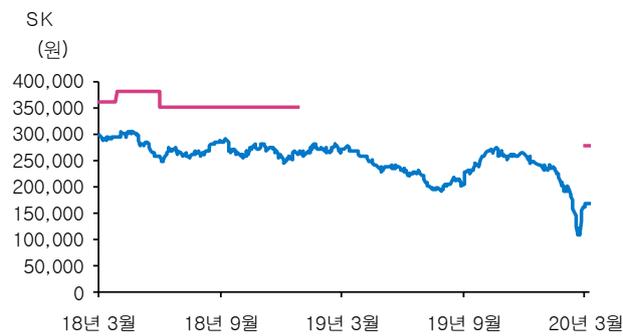
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	9.8	14.4	(4.8)	18.3	5.8
영업이익	0.5	13.3	(11.7)	27.7	5.1
순이익	(22.7)	(63.2)	(29.2)	124.0	7.3
수정 EPS**	(40.5)	(3.2)	(52.8)	124.0	7.3
주당지표					
EPS (지배주주)	7,741	7,491	3,535	7,916	8,494
EPS (연결기준)	24,676	9,080	6,427	14,394	15,443
수정 EPS**	7,741	7,491	3,535	7,916	8,494
BPS	125,265	139,228	141,201	148,058	155,500
DPS (보통주)	1,450	1,850	1,850	1,900	1,950
Valuations (배)					
P/E***	8.3	8.6	18.2	8.1	7.6
P/B***	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.0	6.5	6.9	6.0	5.9
비율					
ROE (%)	6.9	6.2	2.8	6.0	6.2
ROA (%)	2.9	0.9	0.6	1.2	1.3
ROIC (%)	4.3	3.3	3.0	3.7	3.8
배당성향 (%)	13.6	18.7	38.0	17.4	16.7
배당수익률 (보통주, %)	2.2	2.9	2.9	2.9	3.0
순부채비율 (%)	85.3	100.8	99.5	97.5	95.7
이자보상배율 (배)	3.6	2.3	0.5	0.6	0.7

Compliance notice

- 당사는 3월 31일 현재 지난 6개월 간 롯데지주의 M&A자문 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 31일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 3월 31일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

SK				
일 자	2017/11/14	2018/4/25	6/29	2020/4/1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	360,000	380,000	350,000	227,000
과리율 (평균)	-18.14	-24.98	-23.80	
과리율 (최대or최소)	-8.75	-20.00	-17.00	
LG				
일 자	2020/4/1			
투자의견	BUY			
TP (원)	79,000			
과리율 (평균)				
과리율 (최대or최소)				
롯데지주				
일 자	2020/4/1			
투자의견	BUY			
TP (원)	33,000			
과리율 (평균)				
과리율 (최대or최소)				
CJ				
일 자	2018/3/13	6/29	2020/4/1	
투자의견	BUY	BUY	BUY	
TP (원)	183,878	169,734	88,000	
과리율 (평균)	-19.47	-27.39		
과리율 (최대or최소)	-13.08	-17.50		

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 12월 31일 기준

매수 (77%) | 중립 (23%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM