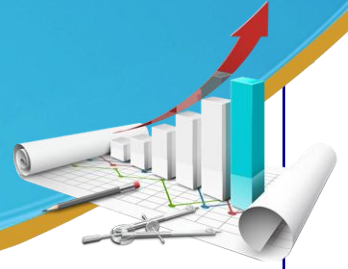


SECTOR REPORT

종합상사



비중확대 (유지)

[Analyst]

 허민호
 연구위원

 ☎ 02-3772-2183
 hiroo79@shinhan.com

* 프로젝트 오거나이징(Project Organizing):
 플랜트 기획, 컨소시엄 구성, 금융/자재 조달
 등을 담당해 수수료를 수익으로 인식하는 사업

바닥 탈출 후 성장으로의 전환점

투자의견 '비중확대' 유지, Top pick은 LG상사

투자의견 '비중확대'를 유지한다. 16년 자원개발 및 트레이딩 사업은 유가 반등, 원자재 시황 개선 등으로 실적 및 밸류에이션 정상화가 예상된다. 다만 기존 사업으로 중장기 이익 성장을 기대하기 어렵다. 주가 재평가 요건은 신사업의 가시화이다. 종합상사는 물류, IT트레이딩, 가스전 개발, 렌터카 등 차별화된 경쟁력을 바탕으로 각각 다른 분야에서 신 사업을 확대하고 있다. Top pick으로 LG상사를 제시한다. 2016년 신사업의 이익성장이 가시화되는 기업은 LG상사다.

16년 자원개발/트레이딩 실적 개선: 구조조정 마무리, 원자재 시황 개선

종합상사는 13~15년 자원개발 사업 손상처리, 트레이딩 대손충당금 반영 등 구조조정을 진행했다. 16년에는 원자재 가격 반등, 고객사의 마진 향상, 수익성 위주의 영업활동 등으로 자원개발 및 트레이딩의 이익 개선을 예상한다. 16년 자원개발 및 원자재 트레이딩 이익은 포스코대우 3,811억원(+29% YoY), LG상사 4억원(흑자전환 YoY), SK네트웍스 282억원(+9% YoY)으로 전망한다.

3사의 신규 사업 중 LG상사의 IT트레이딩/물류 이익 성장 본격화

LG상사는 물류, 프로젝트 오거나이징, 해외 인프라 지분 투자 확대 등을 통해 신성장 동력을 확보했다. 그룹 지배구조 재편에 대한 수혜는 물류사업 이외에 IT 트레이딩에서도 발생할 전망이다. 산업재 영업이익은 16년 1,167억원, 18년 1,414억원으로 연평균 4.5%의 증가세를 예상한다.

포스코대우는 17년 하반기 이후 미얀마 AD-7의 가스 발견으로 자원개발 자산가치의 재 평가가 기대된다. SK네트웍스의 렌터카/경정비 사업은 빠른 속도로 렌터카 운영대수가 증가되며 2018년 점유율 11.4%의 2위 사업자로 등극할 전망이다. 수익성도 2017년 이후 중고차 매각대수 증가로 점진적 개선을 예상한다.

Top Pick

종목명	투자의견	현재주가 (4월 12일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
LG상사 (001120)	매수	36,700	50,000	36.2

자료: 신한금융투자

Contents

- 3 **Investment summary**
- 4 **투자 전략**
투자의견 '비중확대', Top pick은 LG상사
- 7 **자원개발/트레이딩: 구조조정 마무리, 원자재 가격 반등**
2016년 자원개발/트레이딩 실적 정상화
- 10 **물류 및 산업재 이익 성장 본격화**
LG상사: 물류 이외 IT트레이딩 사업도 그룹 지배구조 재편 수혜
- 12 **저유가 속에서도 자원개발 사업 성장**
포스코대우: 2017년 하반기 이후 가스전 자산가치 재평가 기대
- 14 **국내 렌터카 시장 과점화의 승자**
SK네트웍스: 18년 2위 사업자로 등극, 점진적인 수익성 개선 예상
- 17 **Company analysis**
LG상사 (001120) - 매수 (유지), 목표주가: 50,000원 (상향)
포스코대우 (047050) - 매수 (유지), 목표주가: 30,000원 (상향)
SK네트웍스 (001740) - 매수 (유지), 목표주가: 7,900원 (상향)

Investment summary

투자 전략

투자의견 '비중확대'를 유지한다. 2016년 원자재 가격 반등, 시황 개선 등으로 자원개발 및 트레이딩 사업의 이익 개선이 기대된다. 주가도 과도하게 할인받았던 밸류에이션이 제자리를 찾아갈 전망이다. 기존 자원개발 및 원자재 트레이딩 사업으로 중장기 이익 성장을 기대하기는 어렵다. 추가 주가 재평가 요건은 신사업의 이익 가시화다. Top pick으로 LG상사(목표주가 50,000원)를 제시한다. LG상사는 2016년부터 물류/IT트레이딩/프로젝트 부문의 이익 성장이 본격화된다.

자원개발/트레이딩: 구조조정 마무리, 원자재 가격 반등

2013년 ~ 2015년 자원개발 사업 손상처리, 트레이딩 대손충당금 반영 등 구조조정을 진행했다. SK네트웍스는 8,900억원, LG상사는 4,500억원, 포스코대우는 3,200억원 내외의 구조조정 비용이 발생했다. 2016년에는 원자재 가격 반등, 고객사의 마진 향상, 수익성 위주의 영업활동 등으로 자원개발 및 트레이딩 사업의 이익 정상화가 기대된다. 2016년 자원개발 및 원자재 트레이딩 이익은 포스코대우 3,811억원(+29% YoY), LG상사 4억원(흑자전환 YoY), SK네트웍스 282억원(+9% YoY)으로 전망한다.

물류 및 산업재 이익 성장 본격화

LG상사는 물류, IT트레이딩, 프로젝트 오거나이징, 해외 인프라 지분 투자 등을 통해 신성장 동력을 확보했다. 2016년부터 범한판토스의 실적 고성장세가 본격화된다. 지배구조 재편에 대한 수혜는 IT 트레이딩 부문에서도 발생할 전망이다. LG전자와 LG디스플레이는 가전제품 호조, LCD 업황 회복, 전기차 부품 시장 진출, OLED 확대 등으로 외형성장 및 수익성 개선이 기대된다. 이는 LG상사의 산업재, 물류 사업 실적 개선으로 이어질 전망이다.

산업재 영업이익은 2015년 1,038억원(+10.3% YoY, 탄소배출권 매각에 따른 일회성 영업이익 200억원 제외)에서 2016년 1,167억원, 2018년 1,414억원으로 연평균 4.5%의 증가세를 예상한다. 물류 영업이익은 2016년 1,085억원(+101.7% YoY), 2018년 1,446억원으로 연평균 15.4%의 증가세를 기대한다.

저유가 속에서도 자원개발 사업 성장

2017년 하반기 이후 2~3년 동안 미얀마 AD7 가스전의 자원량 확인으로 자산가치 재평가 기대된다. 신규 가스전의 가치 평가시 가스 판매가격은 저유가, 경쟁 심화 등으로 낮게 추정된다. 중국과 판매계약을 체결할 경우 기존 A1/A3 투자비의 60% 이상을 차지하는 설비를 이용할 수 있다. 이를 감안하면, 저유가에서도 경제적 가치가 존재할 가능성이 높다. 2022년 중국 가스 소비량은 3,330억 m^3 으로 2015년 이후 연평균 8.1%의 성장이 예상된다. 2022년 장기공급 계약이 체결되어 있는 가스 수입량은 총 1,535 m^3 으로 파이프라인 1,080억 m^3 , LNG 455억 m^3 이다. 2022년 생산량이 1,770 m^3 이상으로 증가하지 않을 경우 추가 장기공급 계약이 필요하다.

국내 렌터카 시장 과점화의 승자

국내 렌터카 등록대수는 2016년 63.4만대, 2018년 84.6만대로 연평균 15.8%의 고성장세 지속이 예상된다. 한편 시장은 자금력이 풍부하고 조달금리가 낮은 상위 4개 업체를 중심으로 과점화될 전망이다. 특히 SK네트웍스의 렌터카 운영대수 및 점유율 고성장을 예상한다. 2014년 이후 렌터카업체는 경쟁심화, 중고차가격 하락 등으로 수익성이 둔화되었다. 추가적인 수익성 둔화 우려는 제한적이다. 상위 업체의 영업이익률은 7~9%를 유지할 전망이다.

SK네트웍스의 렌터카 운영대수는 2016년 6.6만대, 2018년 9.7만대로 연평균 24% 증가가 기대된다. 점유율은 2011년 4.4%에서 2016년 10.4%, 2018년 11.4%로 상승하며 2위 사업자로 등극할 전망이다. 2016년 영업이익률은 5.9%로 규모의 경제를 통한 차량 구입단가 하락 등에 힘입어 전년 대비 0.4%p 향상을 기대한다. 2017년 이후 중고차 매각대수가 본격적으로 증가한다. 경쟁심화에도 영업이익률은 2017년 6.8%, 2018년 7.0%로 점진적인 개선이 예상된다.

★ 프로젝트 오거나이징(Project Organizing): 플랜트 기획, 컨소시엄 구성, 금융/자재 조달 등을 담당해 수수료를 수익으로 인식하는 사업

투자 전략

투자의견 '비중확대', Top pick은 LG상사

원자재 가격 반등, 시황
개선으로 자원개발 및 트레이딩
사업 실적 및 밸류에이션
정상화 진행 중

주가 재평가 요건: 신사업의
이익 가시화

LG상사: 물류, IT트레이딩,
해외 인프라 사업

포스코대우: 미안마 가스전
추가 가스 발견

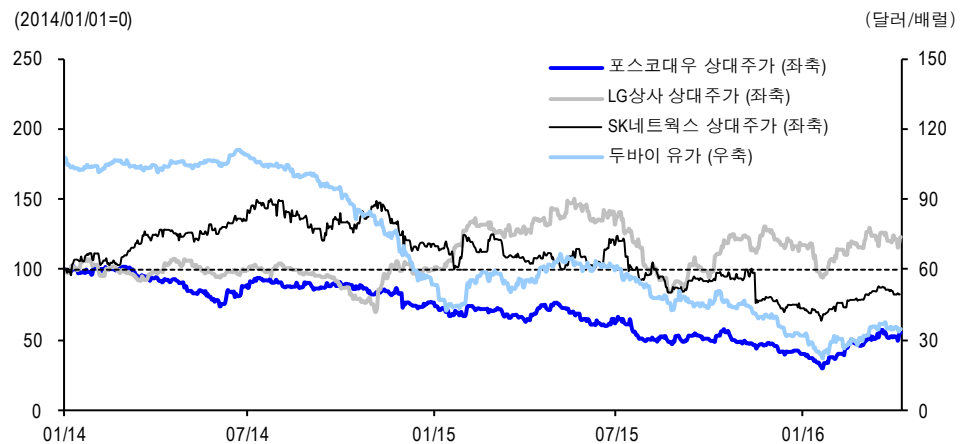
SK네트웍스: 렌터카, 차량
경정비등 애프터 카 마켓
점유율 상승

투자의견 '비중확대'를 유지한다. 2013년 ~ 2015년 종합상사는 원자재 가격 하락 및 시황 둔화 등에 따른 자원개발 손상처리, 트레이딩 대손충당금 반영 등 구조조정을 진행했다. 2016년에는 원자재 가격 반등, 시황 개선 등으로 자원개발 및 트레이딩 사업의 이익 개선이 기대된다.

2016년 예상 자원개발/원자재 트레이딩 이익(영업이익 + 지분법이익 + 배당금) 비중은 포스코대우 97%(97%, 이하 2014년 이익 비중), LG상사 1%(50%, 2016년 석유 손실, 물류/산업재 이익 증가로 비중 축소), SK네트웍스 15%(9%)로 포스코대우가 가장 높다. 주가는 2016년 1월 바닥 이후 포스코대우 104%, LG상사 38%, SK네트웍스 33% 상승하며 과도하게 할인받았던 밸류에이션이 제자리를 찾아가고 있다.

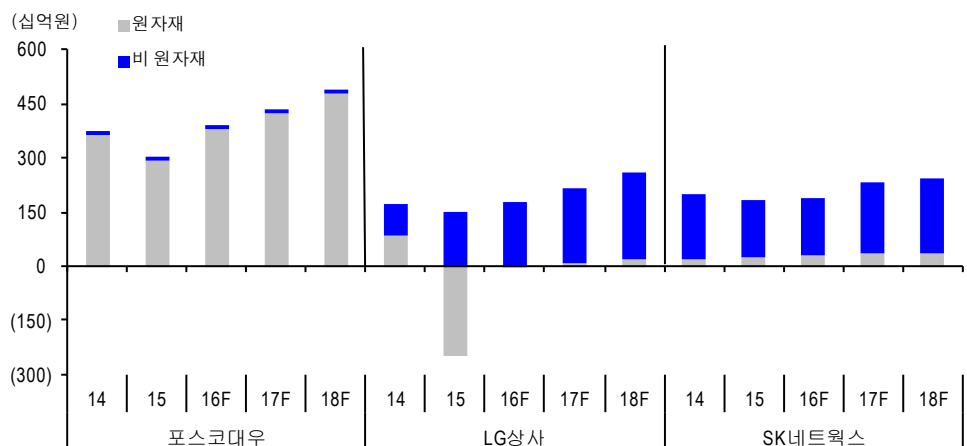
최근 원자재 시황 개선의 주요인은 공급 조절이다. 수요 부진 및 공급 과잉은 지속되고 있다. 기존 자원개발 및 원자재 트레이딩 사업으로 중장기 이익의 성장을 기대하기는 어렵다. 추가 주가 재평가 요건은 신사업의 이익 가시화다. 종합상사의 경쟁력은 그룹사 지원, 국내외 고객 네트워크를 통한 신사업 확대 여부이다. LG상사는 물류, IT트레이딩, 해외 인프라 사업 확대를 통해 신성장 동력 확보했다. 포스코대우는 미얀마 AD7 광구의 가스 발견 등 자원개발 자산 가치 증대에 노력하고 있다. SK네트웍스는 렌터카 및 차량 경정비, 중고차 경매사업 등 애프터 카(After-Car) 시장을 중심으로 투자를 확대할 전망이다.

종합상사 3사의 상대 주가, 두바이 유가 추이



자료: Bloomberg, WISEfn, 신한금융투자

종합상사 3사의 원자재, 비 원자재 관련 이익(영업이익 + 지분법이익 + 배당금) 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: LG상사의 이익은 범한판토스 지분 51%를 감안해 물류 이익의 51%를 반영

Top pick: LG상사(목표주가 50,000원), 2016년
물류/IT트레이딩/프로젝트
부문의 이익 성장 본격화

Top pick으로 LG상사(목표주가 50,000원)를 제시한다. LG상사는 2016년부터 물류/IT트레이딩/프로젝트 부문의 이익 성장이 본격화된다. 포스코대우는 원자재 시황 개선 등을 반영해 실적 전망치 상향 조정했다. 미얀마 AD7의 가스 자원량 확인 및 주가 반영 시기는 2017년 하반기 이후다. SK네트웍스의 렌터카/경정비 사업은 빠른 속도로 렌터카 운영대수가 증가하며 2018년 점유율 11.4%의 2위 사업자로 등극할 전망이다. 수익성도 규모의 경제를 통한 차량 구입단가 하락, 중고차 매각대수 증가로 점진적 개선이 예상된다.

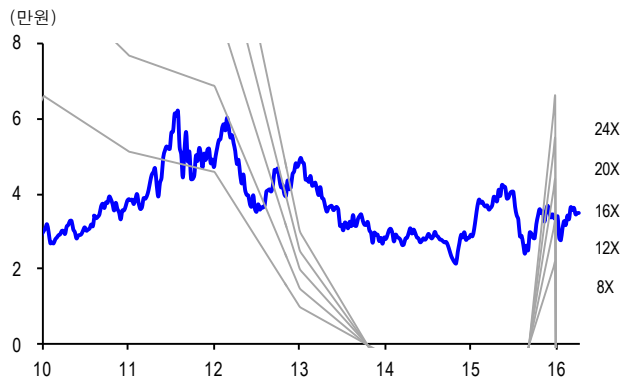
원자재 시황 개선에 따른 국내외 종합상사의 밸류에이션 제자리 찾기가 당분간 더 이어질 가능성이 존재한다. 자원/원자재 이익 비중이 큰 종합상사는 Long, 비중은 적은 기업은 Short 전략이 유효하다. 자원/원자재 이익 비중이 큰 기업은 LG상사, 포스코대우, 미쓰비씨, 미쓰이 등이 있다. 내수 이익 비중이 큰 기업은 이토추, 마루베니 등이 있다.

커버리지 종합상사 Valuation 요약

				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	DPS (원)	배당수익률 (%)	ROE (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)
LG상사	투자의견	매수	2015	13,224.5	81.7	(235.4)	(6,074)	30,942	200	0.6	(17.9)	(5.6)	20.6	1.1
	목표주가	50,000원	2016F	14,834.0	244.6	112.1	2,892	33,535	300	0.8	9.0	12.7	9.7	1.1
	상승여력	36.2%	2017F	15,835.9	279.9	136.3	3,518	36,653	400	1.1	10.0	10.4	8.7	1.0
포스코대우	투자의견	매수	2015	17,526.9	368.8	128.9	1,132	21,442	500	3.1	5.3	14.4	10.4	0.8
	목표주가	30,000원	2016F	16,864.1	342.1	239.8	2,106	22,898	650	2.7	9.5	11.4	12.7	1.1
	상승여력	24.5%	2017F	17,222.3	370.8	273.7	2,404	24,552	750	3.1	10.1	10.0	12.0	1.0
SK네트웍스	투자의견	매수	2015	20,355.8	191.6	73.5	296	10,180	100	1.8	2.9	18.5	8.9	0.5
	목표주가	7,900원	2016F	18,182.0	191.8	90.4	364	10,425	120	1.9	3.5	17.5	8.1	0.6
	상승여력	23.8%	2017F	19,560.8	234.1	124.4	501	10,776	150	2.4	4.7	12.7	7.1	0.6

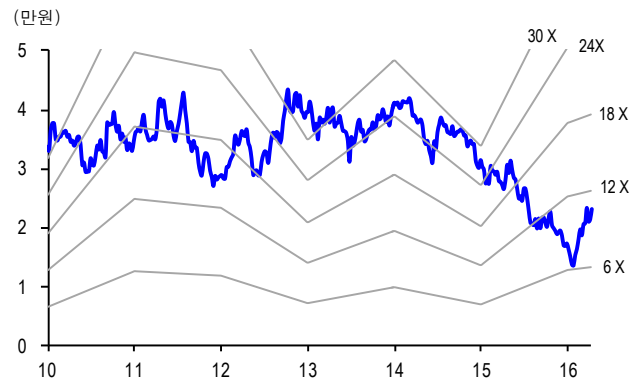
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG상사의 12개월 선행 PER 밴드



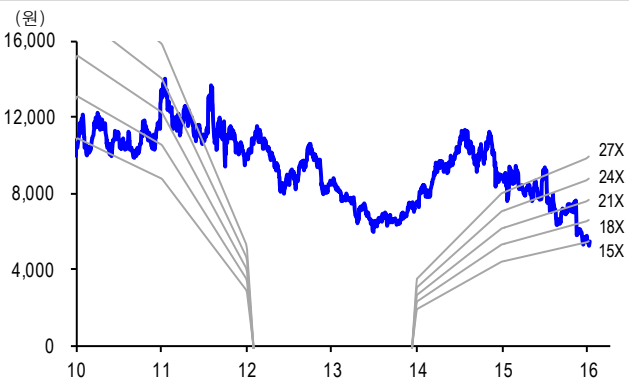
자료: WISEfn, 신한금융투자

포스코대우의 12개월 선행 PER 밴드



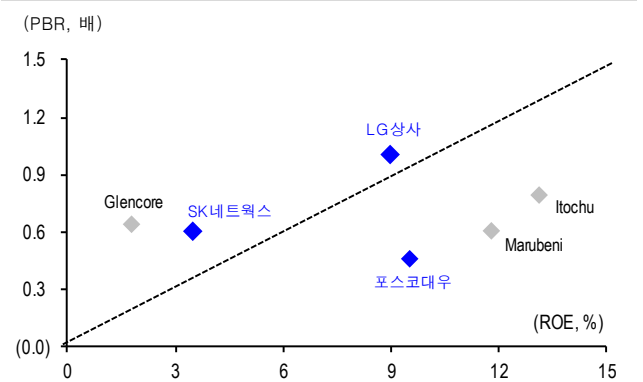
자료: WISEfn, 신한금융투자

SK네트웍스의 12개월 선행 PER 밴드



자료: WISEfn, 신한금융투자

글로벌 트레이딩 업체 PBR/ROE 비교 (2016F 기준)



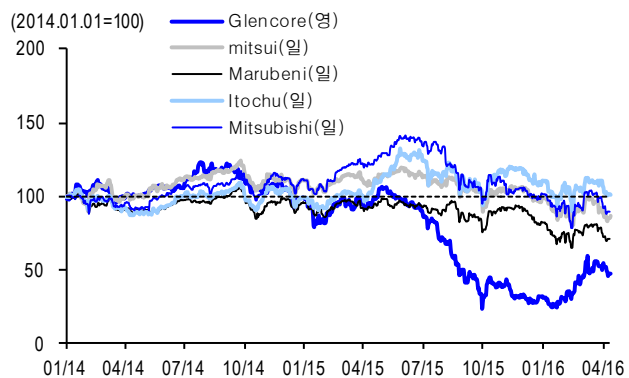
자료: WISEfn, 신한금융투자

글로벌 트레이딩 및 E&P업체 Peers Valuation

(백만달러, 배, %)	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			EPS Growth			ROE		
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F
국내 트레이딩 업체 평균																
포스코대우	2,291	14.4	11.4	10.0	0.8	1.1	1.0	10.4	12.7	12.0	(30.1)	86.0	14.1	5.3	9.5	10.1
SK네트웍스	1,353	18.5	17.5	12.7	0.5	0.6	0.6	8.9	8.1	7.1	129.3	23.0	37.6	2.9	3.5	4.7
LG상사	1,210	(5.6)	12.7	10.4	1.1	1.1	1.0	20.6	9.7	8.7	적지	흑전	21.6	(17.9)	9.0	10.0
현대상사	290	21.0	8.5	5.2	0.8	0.5	0.5	14.9	11.8	8.8	-	(5.6)	64.4	25.5	6.8	10.5
글로벌 트레이딩 업체 평균																
Glencore(영)	28,480	-	46.0	23.6	0.5	0.6	0.6	7.5	8.9	8.2	(53.9)	(48.2)	95.3	(11.1)	1.8	3.1
Mitsubishi(일)	26,288	9.8	-	9.8	0.7	0.5	0.5	21.4	20.8	19.1	1.4	(137.8)	(292.8)	7.5	(2.8)	5.1
mitsui(일)	21,051	9.4	-	13.1	0.7	0.6	0.6	12.7	14.0	13.7	6.9	(121.7)	(345.3)	7.7	(1.8)	4.4
Itochu(일)	20,246	6.9	6.3	6.1	0.8	0.8	0.7	12.7	12.8	11.9	(4.0)	14.7	4.0	13.4	13.1	12.6
Marubeni(일)	8,703	11.4	5.2	5.2	0.8	0.6	0.6	14.5	14.0	13.3	4.4	64.0	(0.5)	7.3	11.8	11.1
글로벌 E&P 업체 평균																
ENI(이탈리아)	53,044	-	124.4	20.4	-	0.9	0.9	-	5.6	4.0	(35.8)	(55.4)	509.7	-	0.9	4.2
STATOIL(노르웨이)	48,609	-	36.0	15.3	1.1	1.2	1.2	3.3	3.5	2.7	(10.4)	(43.4)	135.6	(10.2)	3.1	7.7
Tullow Oil(영국)	2,562	-	147.9	4.7	0.7	0.8	0.7	-	7.6	4.9	(99.2)	(235.7)	3,031.6	(28.9)	1.6	7.2

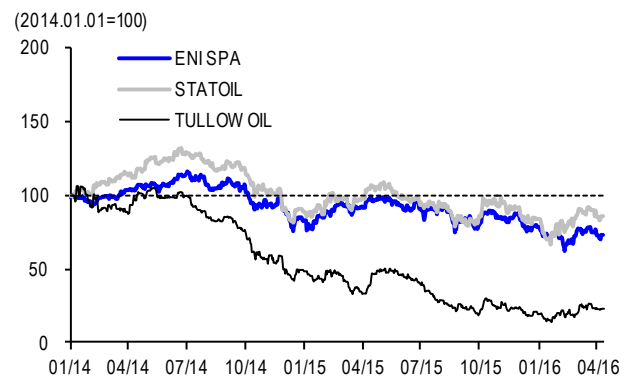
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 트레이딩 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 E&P 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

자원개발/트레이딩: 구조조정 마무리, 원자재 가격 반등

2016년 자원개발/트레이딩 실적 정상화

2013년 ~ 2015년 SK네트웍스
8,900억원, LG상사 4,500억원,
포스코대우 3,200억원
손상처리

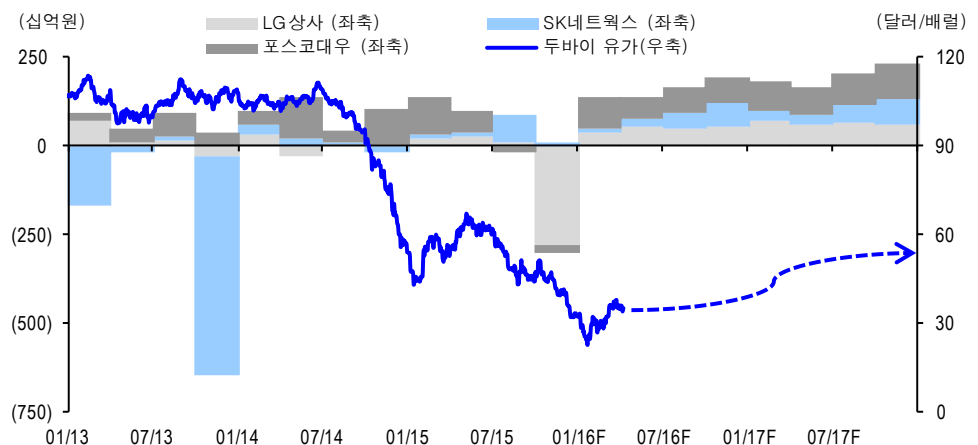
2016년 2월 이후 원자재
가격 반등, 마진 개선으로
자원/원자재 이익 정상화 기대

종합상사 3사는 2013년 ~ 2015년 석유, 석탄, 철강, 니켈 등 원자재 가격 하락, 시황 둔화, 고객사 파산 등으로 자원개발 사업 손상처리, 트레이딩 대손충당금 반영 등 구조조정을 진행했다. 동 기간 SK네트웍스는 8,900억원, LG상사는 4,500억원, 포스코대우는 3,200억원 내외의 구조조정 비용이 발생했다. 2016년에는 원자재 가격 반등, 고객사의 마진 향상, 수익성 위주의 영업활동 등으로 자원개발 및 트레이딩 사업의 이익 정상화가 기대된다.

2월 이후 원자재 가격의 급등과 함께 원자재 제조업체의 스프레드가 상승하고 있다. 수요는 여전히 부진하지만, 한계생산 기업의 파산, 생산량 감축 등 공급이 축소되고 있다. 현재 두바이 유가는 39달러/배럴로 미국 셰일오일 생산량 감소, 산유국의 생산량 동결 의사 발표 등에 힘입어 바닥 대비 48% 상승했다. 중국 내수 5,800kcal 연료탄 가격도 410위안/톤으로 재고가 급감한 상황에서 공급 축소 소식에 바닥 대비 5% 반등했다. 4월 연료탄 재고는 1,480톤으로 전년동월 대비 57% 감소했다. 중국 정부는 2016년 1,000개 석탄광산 폐쇄, 총 6,000만톤 생산량 감축 등 2020년까지 총 5억톤 생산량을 축소하고 향후 2년 동안 신규 광산을 승인하지 않기로 했다.

중국 열연 철강 가격도 지난 3개월간 27% 상승했다. 포스코도 1월 열연 내수 가격 톤당 2~3만원 인상을 시작으로 다른 제품도 가격을 올리고 있다. 1분기 포스코의 철강-원료비간 스프레드는 70만원/톤으로 4분기 대비 64% 상승이 예상된다. 4월 에틸렌(PE)/납사 스프레드도 87만원/톤으로 2015년 12월 대비 38% 상승했다.

종합상사 3사의 세전이익과 두바이 유가 추이 및 전망



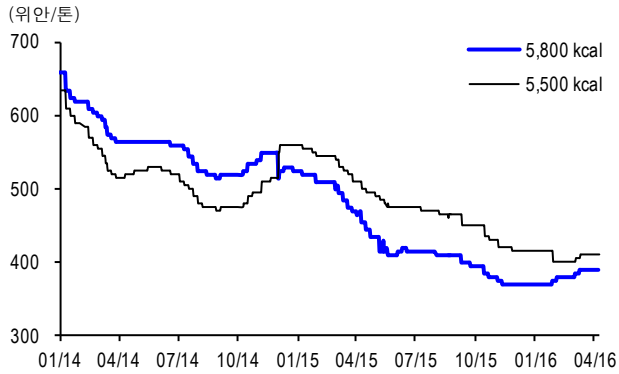
자료: Bloomberg, WISEfn, 신한금융투자

종합상사 3사의 2013년 ~ 2015년 손상처리 내역

(십억원)	LG상사	포스코대우	SK네트웍스
2013	47.6 인도네시아 조림사업 평가손실 170억원 탄소배출권 80억원 필리핀 구리광산 환경복구비용 200억원 등	15.4 부산 공장 매각에 따른 중단사업 손실	810.0 브라질 철광석 광산 손상처리, 터키 철강 코일센터 사업정리, 패션 재고자산 손실, 해외 관계기업 손상처리
2014	115.8 오만웨스트 부카 석유광구평가손실 750억 원, 인도네시아 조림사업 정리 317억원 캐나다 석탄광산 정리 77억원 등 손상처리	20.1 니켈 광산 손상처리	51.7 호주 코카투 석탄, 브라질 철광석 광산, 골프회원 등 손상처리
2015	290.3 석유/석탄 무형자산 및 지분법 자산 대여금 손상처리	280.1 무역부문 대손충당금 1,273억원 자원개발(니켈, 캐나다 타이토일) 1,528억원 손상처리	30.0 볼레오 동광산 손상처리
총계	453.7	315.6	891.7

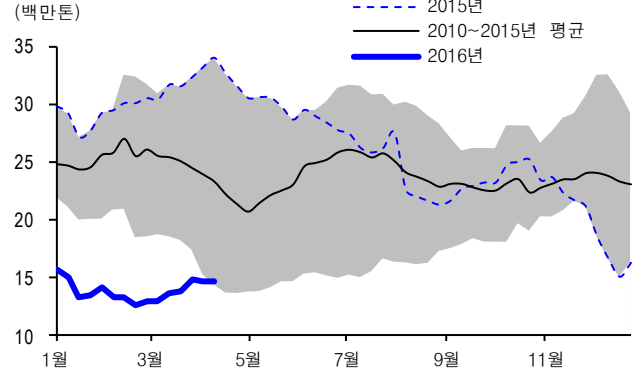
자료: 회사 자료, 신한금융투자

중국 내수 연료탄 가격 추이



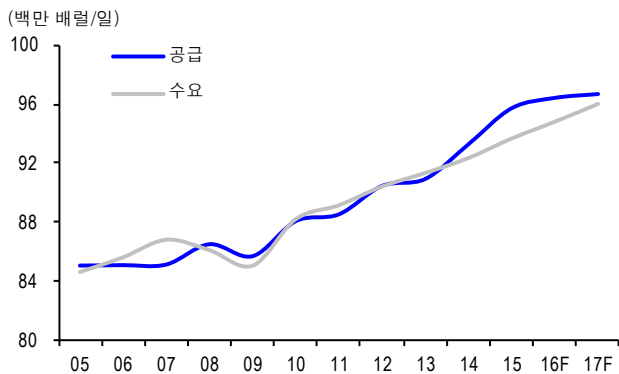
자료: CEIC, 신한금융투자

중국 연료탄 재고 추이



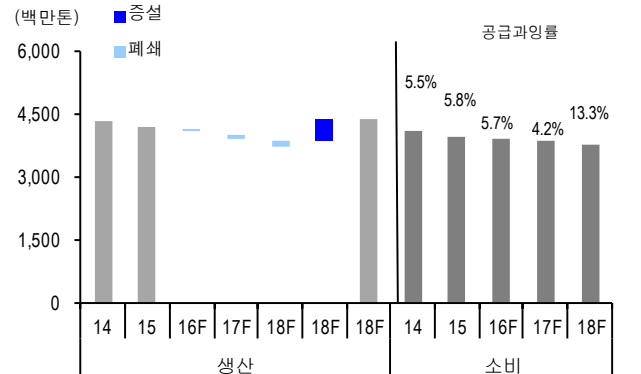
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 석유 수급 추이 및 전망



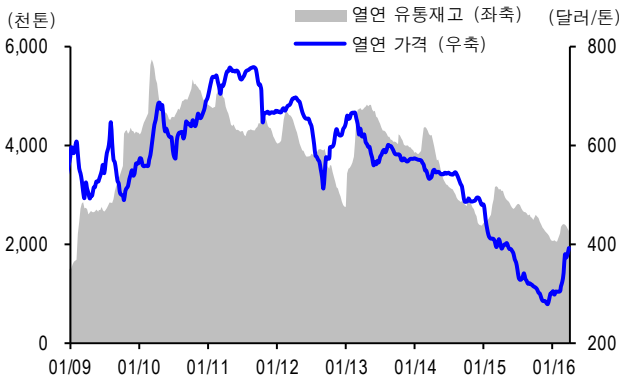
자료: EIA, 신한금융투자

중국 석탄 생산설비와 수요 추이 및 전망



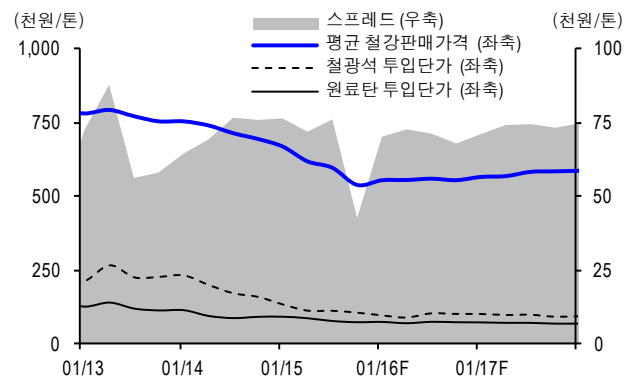
자료: CEIC, 신한금융투자 추정

중국 주요 도시의 열연 유통 재고 및 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

포스코의 철강 스프레드 추이 및 전망



자료: 포스코, 신한금융투자 추정

2016년 예상

자원개발/트레이딩 이익
(영업이익 + 지분법이익 + 배당금)

포스코대우: 3,811억원
(+29% YoY)

LG상사 4억원
(흑전, +2,469억원 YoY)

SK네트웍스 282억원
(+9.3% YoY)

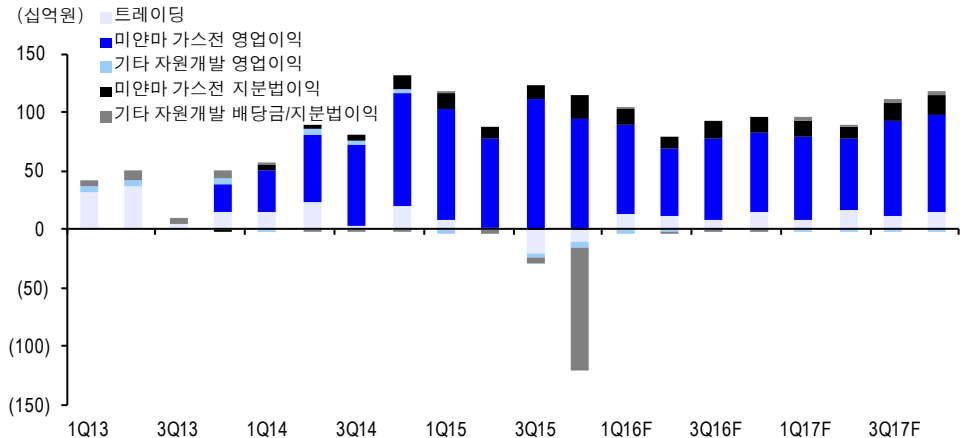
자원개발 사업은 변동비 비중이 낮다. 유가, 석탄 등 원자재 가격 변동은 이익 변동으로 이어질 수 밖에 없다. 원자재 트레이딩 사업은 비철금속을 제외하고 거의 재고가 없다. 판매량 당 일정 수준의 유통마진이 존재한다. 그러나 판매 플랫폼과 재고 없는 고객 네트워크 기반의 사업 특성 상 마진은 고객사의 이익 및 수익성에 따라 달라질 수 밖에 없다. 고객사의 스프레드 및 마진 상승은 트레이딩 사업의 이익 개선으로 이어진다.

포스코대우의 2016년 트레이딩 및 자원개발 이익(영업이익 + 지분법이익 + 배당금)은 3,811억원으로 전년 대비 29.4% 증가할 전망이다. 트레이딩 영업이익(관리비용 포함)은 628억원으로 2015년 구조조정에 힘입어 흑자전환을 예상한다. 자원개발 영업이익은 3,183억원으로 전년도 3,117억원과 유사할 전망이다. 가스전 이익은 가스가격 하락 영향으로 감소하지만, 니켈, 석유 등 기타 자원개발 이익은 2015년 1,528억원 손상처리에 따른 기저효과로 실적이 개선된다. 가스가격은 1년 가중평균 유가가 반영되므로 최근 유가 반등이 모두 반영되는 시기는 2017년 1분기부터다. 하반기 유가 하락이 없다면, 자원개발 실적 개선은 2017년에도 지속된다.

LG상사의 2016년 자원/원자재(비철/그린, 자원개발 부문) 이익은 4억원으로 2015년 2,465억원 적자 대비 큰 폭의 실적 개선을 전망한다. 석유 광구의 추가 손상처리 미발생, 비철/그린의 재고손실 축소를 기대한다. 석유와 석탄 이익은 65억원을 예상한다. 저유가에 따른 석유 지분법 손실은 인도네시아 MPP 석탄 광산의 운송비 감소, 영업이익 증가로 상쇄할 수 있다.

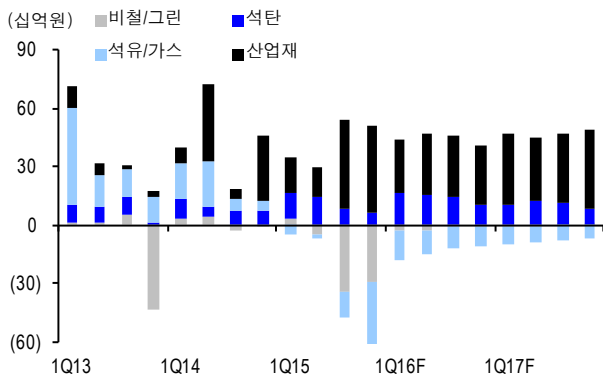
SK네트웍스의 2016년 트레이딩/자원개발 이익은 지분법손실 축소로 전년 대비 9.3% 증가한 282억원을 예상한다. 트레이딩 영업이익은 326억원으로 전년 대비 5.1% 감소한다. 2015년 일시적으로 증가했던 중동향 철강 매출 감소 영향이다. 중동향 철강 매출은 2016년 하반기부터 서서히 증가할 전망이다.

포스코대우의 트레이딩, 자원개발 이익 추이 및 전망



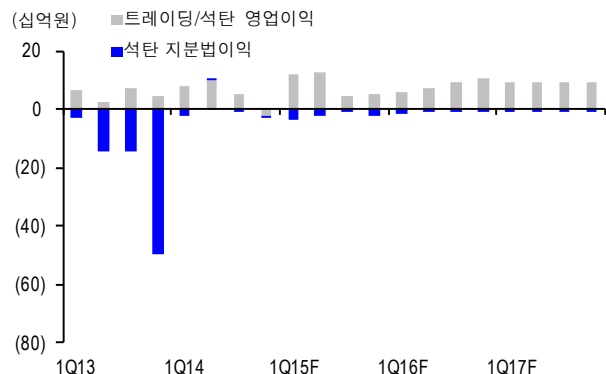
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 이익은 영업이익 + 지분법이익 + 배당금

LG상사의 자원/원자재 사업 이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 이익은 영업이익 + 지분법이익 + 배당금

SK네트웍스의 트레이딩/자원개발 이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 이익은 영업이익 + 지분법이익 + 배당금

물류 및 산업재 이익 성장 본격화

LG상사: 물류 이외 IT트레이딩 사업도 그룹 지배구조 재편 수혜

IT트레이딩 실적 개선 견인 요소

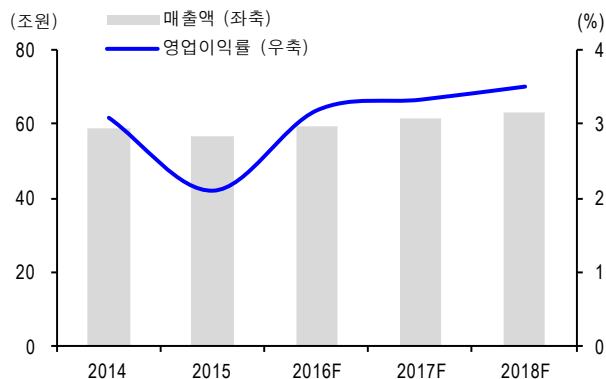
- 1) LG전자 및 LG디스플레이 실적 호조,
- 2) 직접 매출처 증가,
- 3) 범한판토스와 시너지 효과

LG상사는 물류, IT트레이딩, 프로젝트 오거나이징, 해외 인프라 지분 투자 등을 통해 신성장 동력을 확보했다. 2015년 범한판토스(지분 51%), 하이로지스틱스(지분 100%) 인수 이후 그룹 지배구조 재편의 중심에 있다. 구광모 LG(주) 상무의 LG그룹 승계를 위한 범한판토스의 실적 고성장세는 2016년부터 본격화된다. 또한 그룹 지배구조 재편에 대한 수혜는 IT 트레이딩 부문에서도 발생할 전망이다.

기존 IT 트레이딩 이익의 대부분은 LG그룹 IT업체의 제품 수출시 통한 창고를 기반으로 선적, 재고관리, 자재조달 통합 관리 등에 대한 서비스 수수료다. 2015년 하반기부터 직접 매출처 확보를 통한 유통 마진이 증가하고 있다. 향후에는 물류기업인 범한판토스와 제품 선적에서 운송, 재고 관리 등 비즈니스 공급체인 전반에 걸친 One-stop 서비스 제공, 고객 공유 등 시너지 효과를 예상한다.

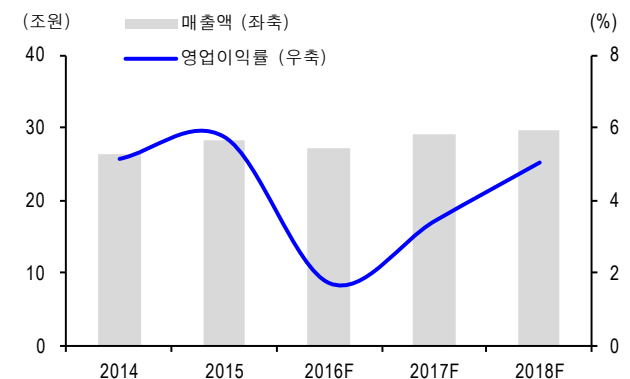
그룹 핵심회사인 LG전자와 LG디스플레이는 가전제품 호조, LCD 업황 회복, 전기차 부품 시장 진출, OLED 확대 등으로 외형성장 및 수익성 개선을 기대한다. 이는 LG상사의 산업재, 물류 사업 실적 개선으로 이어질 전망이다. 산업재 부문은 IT 및 철강/화학 트레이딩, 프로젝트 오거나이징 등으로 구성되어 있다. 2015년 이후 산업재는 IT 트레이딩 물량 확대, 프로젝트 오거나이징 확대에 실적 고성장세 진입을 예상한다.

LG전자의 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



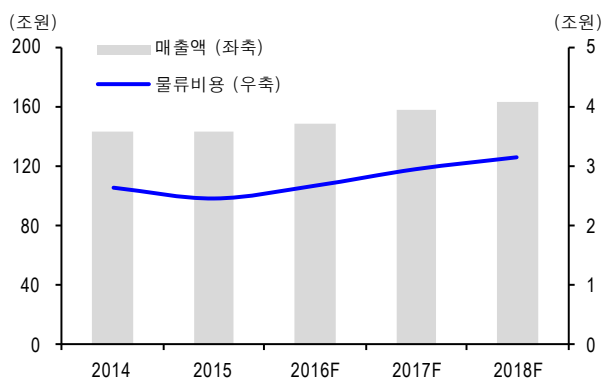
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG디스플레이의 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



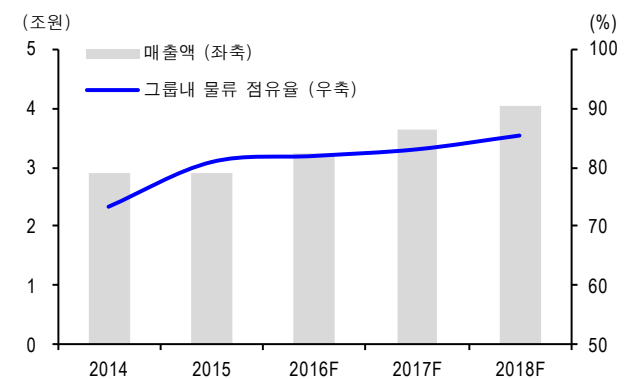
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG그룹의 매출액과 물류비용 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

범한판토스의 매출액, 그룹내 물류 점유율 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 범한판토스는 하이로지스틱스와 합병 법인

산업재 영업이익은
2016년 1,167억원,
2018년 1,414억원으로
연평균 4.5% 증가 예상

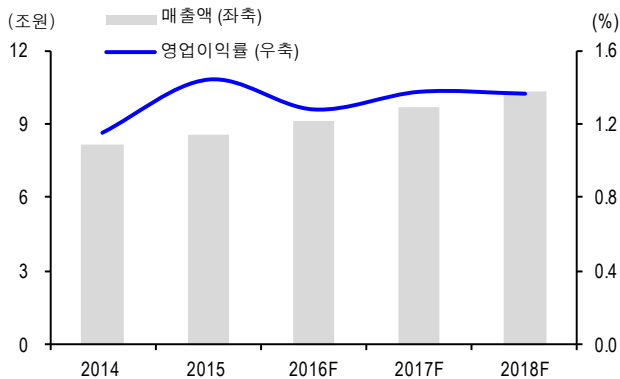
물류 영업이익은
2016년 1,085억원(+101.7% YoY),
2018년 1,446억원으로
연평균 15.4% 증가 전망

산업재 매출액은 2015년 8.58조원(+4.8% YoY)에서 2016년 9.13조원, 2018년 10.36조원으로 연평균 6.5%로 성장할 전망이다. 영업이익은 2015년 1,038억원(+10.3% YoY, 탄소배출권 매각에 따른 일회성 영업이익 200억원 제외)에서 2016년 1,167억원, 2018년 1,414억원으로 연평균 4.5%의 증가세를 예상한다.

2016년 물류 산업재 매출액은 전년 대비 106.6% 증가한 3.25조원을 예상한다. 하이로지스틱스 인수, LG그룹 매출 증가, 그룹사내 물류 점유율 상승, 해외 신규 고객 증가 등으로 높은 성장세를 이어갈 전망이다. 2018년에는 4.05조원으로 연평균 11.7% 성장할 전망이다. 영업이익은 2016년 1,085억원(+101.7% YoY), 2018년 1,446억원으로 연평균 15.4%의 증가세를 기대한다.

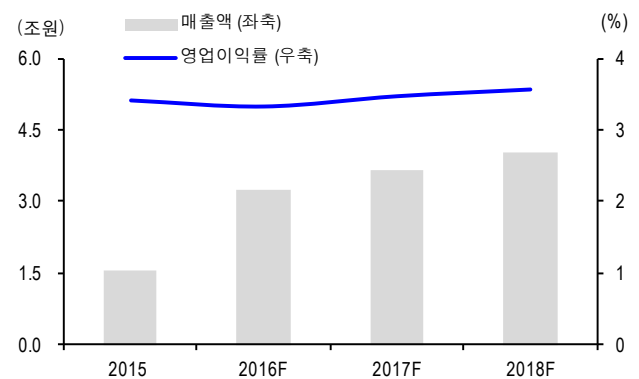
프로젝트 수주를 통한 수수료를 인식하는 오거나이징 사업 확대와 프로젝트 지분 투자를 확대하고 있는 점도 중장기 성장동력 확보에 긍정적이다. 2014년 ~ 2015년 중국 석탄화공 플랜트 지분 29%, 중국 석탄 열병합발전소 700MW 지분 30%, 인도네시아 수력발전소 41MW 지분 51%, 미얀마 시멘트 지분 51% 등 해외 플랜트 개발사업에 투자하고 있다. 이는 향후 관련 지분법이익 증가, 트레이딩 물량 확대에 이어진다.

LG상사의 산업재 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG상사의 물류사업 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG상사의 2014년 이후 자원개발 이외 신사업 투자 현황

(%, 십억원)	사업	법인명/제휴사	지분율	투자금액	비고
석유화학	오만 PTA, PET 생산	OCC(오만 국영 석유회사)	30	170.0	PTA 110만톤, PET 50만톤 생산 예정
석탄화학	중국 석탄 기반의 요소비료 생산		29	97.8	지분법이익 2015년 47억원 발생, 2018년 100~120억원 예상
물류	국내 탱크 터미널	당진 탱크 터미널	100	98.3	동아원으로부터 물류사업 다각화를 위해 인수
	해상/항공 운송	법한판토스	51	314.7	지배구조 재편, 신사업 확대를 위한 방안으로 인수
	국내외 육상 운송	하이로지스틱스	100	105.4	법한판토스가 LG전자로부터 하이로지스틱스 지분 100% 인수
발전	중국 석탄 열병합 발전소	간쑤성디엔터우즈 그룹	30	62.5	설비용량 700MW, 중국 내 석탄화력 열병합 발전소
	인도네시아 수력발전소	타이탄 그룹	51	n/a	설비용량 41MW
인프라	미얀마 시멘트	BDL시멘트	51	45.4	2016년 법인 설립 예정

자료: 회사 자료, 언론보도, 신한금융투자

주: PTA는 고순도 테레프탈산, PET는 폴리에틸렌테레프탈레이트임

저유가 속에서도 자원개발 사업 성장

포스코대우: 2017년 하반기 이후 가스전 자산가치 재평가 기대

미얀마 AD7은 낮은 가스가격
하에서도 중국과 추가 판매계약
체결시 기존 설비 이용, 경제적
가치 존재

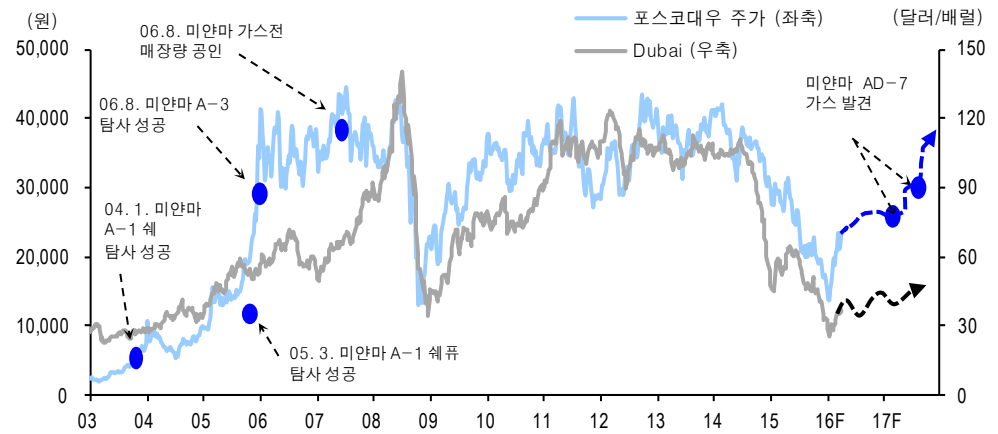
* CF(Cubic Feet, f3):
가스 부피 단위, 1CF = 1,011Mmbtu

* Mmbtu
(Million Metric British Thermal Unit,
백만btu): 가스 열량 단위

2017년 하반기 이후 2~3년 동안 미얀마 AD7(지분: 포스코대우 60%, 우드사이드 40%) 가스전의 평가정 시추에 따른 자원량 확인으로 자산가치 재평가 가능성이 높다. AD7은 총 4개 가스전으로 구성된다. 부존량은 2~14조CF로 파악되었다. 2016년 2월 1개 가스전의 탐사정 시추 결과 64미터의 가스층을 발견했다. 2017년부터 평가정 시추와 남은 3개 가스전에 대한 탐사정 시추, 기존 A1/3 지역에서 추가 탐사정 시추 등 추가 가스를 발견하려는 노력이 본격화된다.

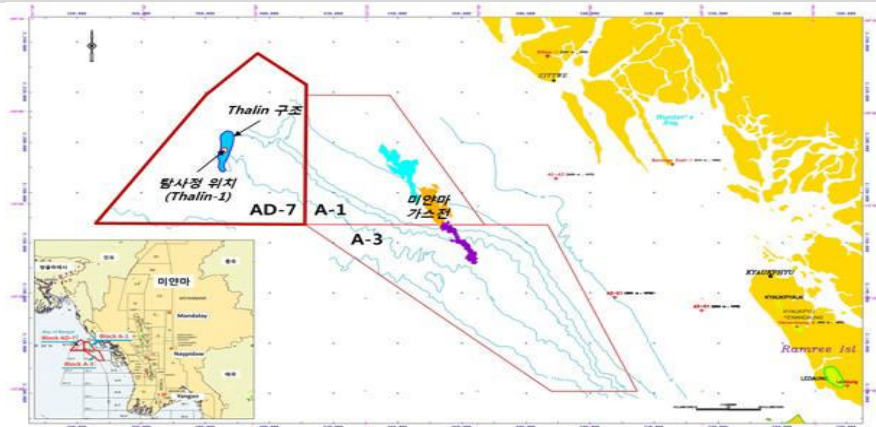
미얀마 AD7 가스광구는 A1/A3에 인접해 있다. 가스전의 가치 평가시 가스판매 가격은 셰일가스 생산량 증가, 러시아 가스 공급계약 등 공급 경쟁 심화, 저유가 등으로 낮게 추정된다. 중국과 추가 판매계약을 체결할 경우 기존 A1/A3 투자비의 60% 이상을 차지하는 설비를 이용할 수 있다. 이를 감안하면, 저유가에서도 경제적 가치가 존재할 가능성이 높다. 참고로 중장기 유가 68달러/배럴로 전망할 경우 기존 A1/A3 가스전의 Mmbtu당 가치는 1.4달러다.

포스코대우의 주가 및 가스 자원량 발견, 유가 추이



자료: Bloomberg, WISEfn, 언론 보도, 신한금융투자

포스코대우의 미얀마 가스전 A1/A3, AD7



자료: 언론보도, 신한금융투자

중국 가스 소비량은 2022년 3,330억m³으로 2015년 이후 연평균 8.1%의 성장 전망

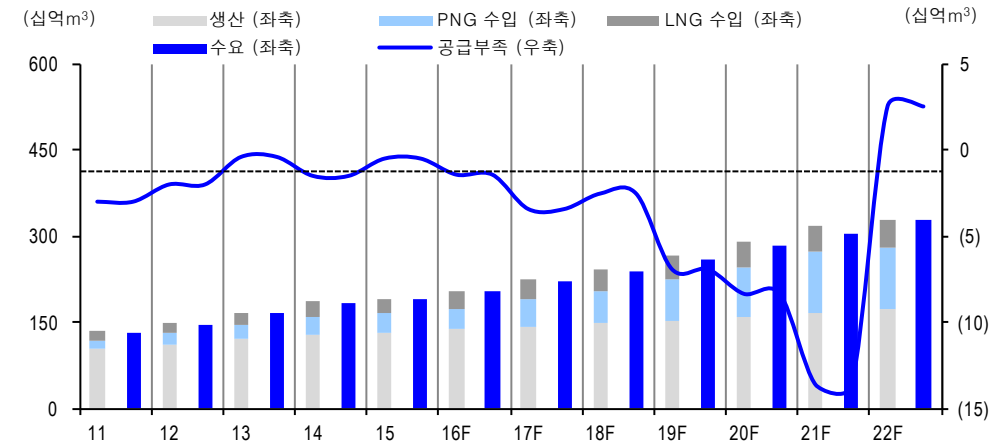
기존 A1/A3의 투자비 5.8조원(지분 100% 기준) 중 설비투자비 비중은 65% 이상이다. 플랫폼의 생산능력은 일산 6.4억cf(연간 2,210억cf, 62억m³)이며 3.2억cf를 증설할 수 있다. 현재 일산 5억cf(연간 1,730억cf, 48억m³)를 공급 중이다. 중국 육상 파이프라인도 기존보다 2배 이상 많은 최대 연간 120m³까지 공급 가능하다.

관건은 중국과의 추가 판매계약 가능성이다. 2022년 중국 가스 소비량은 3,330억m³으로 2015년 이후 연평균 8.1%의 성장이 예상된다. 이는 중국 정부의 13.5 규획의 2020년 목표치인 4,200m³보다 20% 이상 낮은 전망이다. 최근 중국 경기 성장세 둔화를 반영했다. 그러나 여전히 중국 정부의 이산화탄소 배출량 축소 정책, 도시화로 중국 GDP 성장률 6~7%보다 높은 성장이 기대된다.

2022년 이후 중국 가스 공급 부족, 추가 장기 수입계약 필요

2022년 장기공급 계약이 체결되어 있는 가스 수입량은 총 1,535m³으로 파이프라인 1,080억m³, LNG 455억m³이다. 2022년 생산량이 1,770m³ 이상으로 증가하지 않을 경우 추가 장기공급 계약이 필요하다. 즉, 중국의 가스 소비와 생산 증가세에 따라 공급계약 시기는 달라질 수 있으나 AD7의 가스는 중국과 장기계약을 체결할 가능성이 높다. 파이프라인 가스 가격은 액화 및 기화비용이 발생한 LNG 가격보다 가격 경쟁력이 존재하기 때문이다.

중국 가스 수요, 공급 추이 및 전망



자료: 언론보도, 신한금융투자 추정

미얀마 A1/A3 가스전 설비 및 투자 현황 (총 투자비 57.9억달러로 추정)

(십억원, %)	추정 투자비	비중	설비능력
해상 플랫폼 설비투자	1,460	25	일일 6.4억cf 생산 가능, 현재 5억cf 생산 중, 3.2억cf 증설 가능
해상 파이프라인 설비투자	385	7	직경 32인치 x 길이 119km, 현재 공급량보다 50% 이상 추가 공급 가능
육상 파이프라인 설비투자	2,006	35	직경 40인치 x 길이 793km, 현재 공급량보다 50% 이상 추가 공급 가능
운영기간 시추비용	1,940	34	
중국 육상파이프라인			길이 1,727km, 현재 48억m ³ 공급 중, 최대 120억m ³ 공급 가능

자료: 회사 자료, 언론보도, 신한금융투자 추정

국내 렌터카 시장 과점화의 승자

SK네트웍스: 18년 2위 사업자로 등극, 점진적인 수익성 개선 예상

2018년 국내 렌터카 등록대수는 84.6만대로 연평균 15.8% 성장, 상위 4개업체 합산 점유율은 2012년 49.7%에서 2018년 58%로 상승

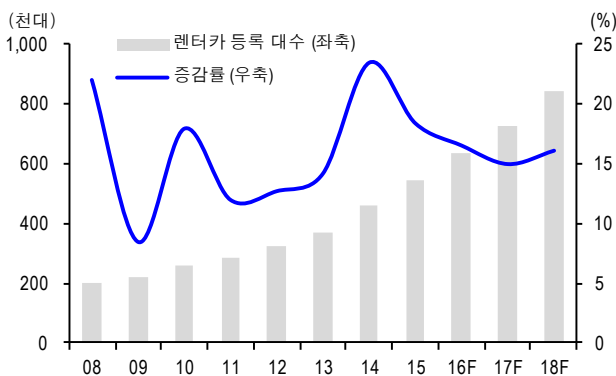
2015년 국내 렌터카 등록대수는 54.3만대로 전년 대비 18.4% 증가했다. 2016년 63.4만대, 2017년 72.9만대, 2018년 84.6만대로 연평균 15.8%의 고성장세를 지속할 전망이다. 승용차 등록대수 중 렌터카 비중도 2014년 2.9%에서 2015년 3.3%, 2016년 3.7%, 2018년 4.7%로 확대된다. 개인 장기 렌터카 수요의 고성장세, 오토리스 대체 수요 증가, 일반인의 LPG 중고차 매입 허가에 따른 LPG 렌터카 영업 활성화 등이 시장 성장을 견인할 전망이다.

시장은 자금력이 풍부하고 조달금리가 낮은 상위 4개 업체를 중심으로 과점화될 전망이다. 롯데렌탈, AJ렌터카, SK네트웍스, 현대캐피탈의 합산 점유율은 2012년 49.7%에서 2015년 55.7%로 상승했다. 2018년에는 58%로 상승이 기대된다. 렌터카 업체의 경쟁력은 1) 규모의 경제를 통한 차량 구입가격 하락, 2) 전국 단위의 정비능력, 3) 중고차 경매시장 진출을 통한 자동차 처분 능력 등이다. 상위 업체는 누적 계약차량 대수 증가에 따른 렌탈수입 및 중고차 매각금액 증가 등 현금 유입능력 증대로 점유율 상승이 지속될 전망이다.

SK네트웍스의 렌터카 운영대수는 2016년 6.6만대 (점유율 10.4%), 2018년 9.7만대(11.4%)로 연평균 24.4% 증가

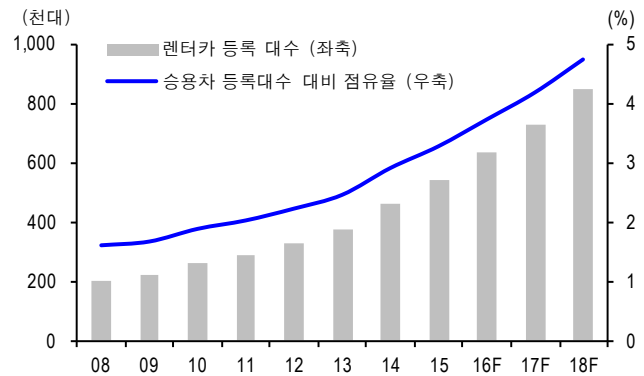
SK네트웍스의 렌터카 운영대수 및 점유율 고성장을 예상한다. SK네트웍스의 렌터카 운영대수는 2011년 1.26만대에서 2015년 5.0만대로 연평균 41.3% 증가했다. 2016년 6.6만대, 2018년 9.7만대로 연평균 24.4% 증가할 전망이다. 주유소, 차량 경정비 내재화를 통한 서비스 및 가격경쟁력 확보, 2위 업체 대비 낮은 조달금리, 공격적 영업활동 등을 통해 운영대수를 대폭 확대할 예정이다. 향후 그룹사 대상 법인 차량 영업 활동 강화도 기대된다. 그룹사의 법인차량은 2만대 이상으로 추정된다. 점유율은 2011년 4.4%에서 2015년 9.3%, 2016년 10.4%, 2018년 11.4%로 상승을 예상한다. 2018년에는 2위 사업자로 등극할 전망이다.

국내 렌터카 시장 규모 추이 및 전망



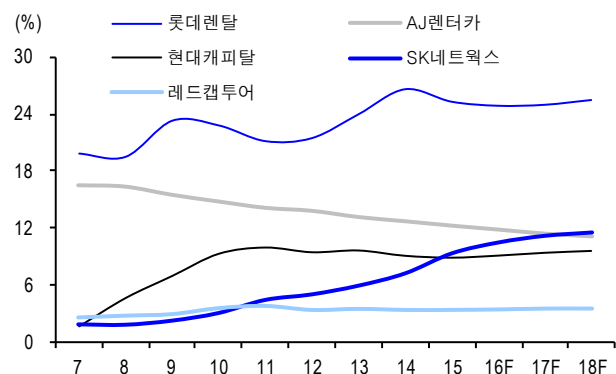
자료: 자동차대여조합, 신한금융투자 추정

국내 렌터카 시장 규모 추이 및 전망



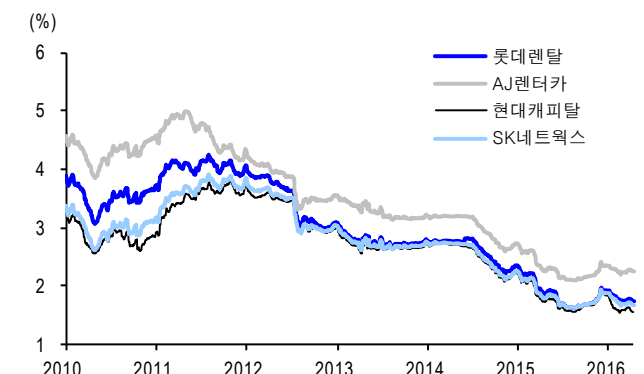
자료: 자동차대여조합, KAMA, 신한금융투자 추정

국내 주요 렌터카업체의 점유율 추이 및 전망



자료: 자동차대여조합, KAMA, 신한금융투자 추정

렌터카 상위 4사의 조달금리 추이



자료: KIS채권평가, 연합인포맥스, 신한금융투자

2014년 이후 경쟁심화,
중고차시황 부진 등으로
롯데렌탈, AJ렌터카 수익성 악화

상위 렌터카 업체의
영업이익률은 7~9% 유지 예상,
LPG 중고차 가격 상승,
중고차 매각대수 증가 효과

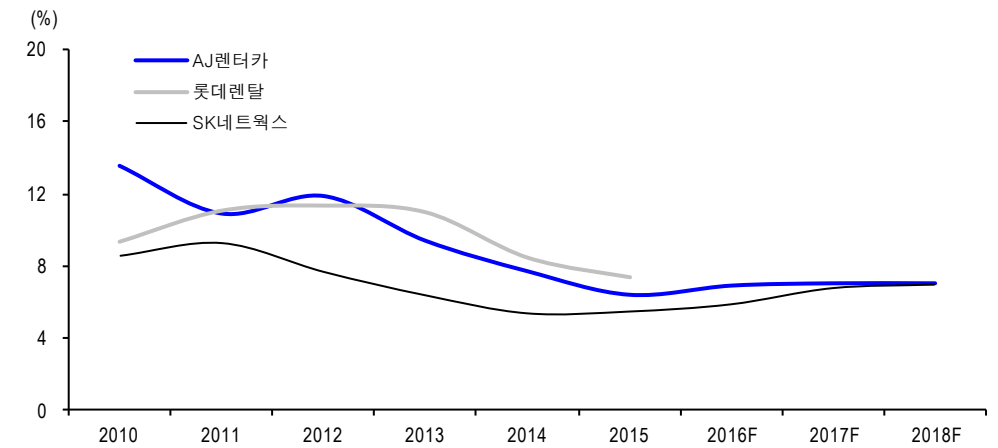
2015년 렌터카 전업 기업인 롯데렌탈과 AJ렌터카의 영업이익률은 각각 7.3%, 6.4%를 기록하는 등 2014년 이후 수익성이 악화되었다. 주 요인은 경쟁심화에 따른 렌탈료 인하, 중고차 매각가격 하락, 롯데그룹으로의 피인수 이후 일회성비용 140억원 발생, AJ렌터카의 중고차시장 진출에 따른 초기 고정비용 증가 등이다.

차량운영대수 확대는 감가상각비, 차량유지 관리비의 증가로 이어진다. 렌터카 당 운영수익이 감소했다. 중고차 매각가격도 유가 하락에 따른 LPG 차량 선호 감소, 주요 중고차 수출국인 중동, 동남아 경기 부진에 따른 중고차 수출 감소 등으로 하락했다.

경쟁심화로 수익성이 하락했지만, 추가적인 수익성 둔화 우려는 제한적이다. 유가 반등 및 일반인의 LPG 중고차 구입 허가 법안 통과에 따른 LPG 중고차 가격 상승, 4~5년전부터 급속도로 증가한 렌터카의 중고차 매각, 신규 중고차 사업 정상화 등이 예상된다. 상위 업체의 영업이익률은 7~9%를 유지할 전망이다.

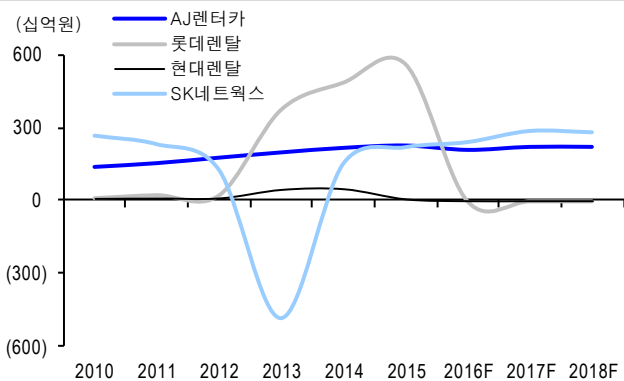
상대적으로 경쟁력이 부족한 중소형사의 경영환경은 더욱 어려워질 가능성이 높다. 향후 렌터카 업체간 M&A가 활발해질 가능성이 존재한다.

렌터카 상위 3사의 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, QuantiWise 신한금융투자 추정

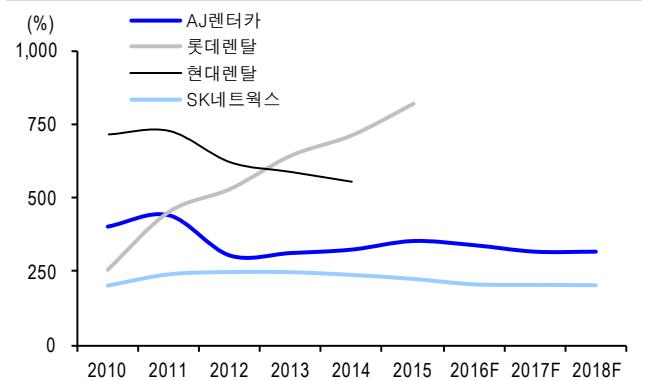
렌터카 상위 4사 수정 영업현금흐름 추이 및 전망



자료: WiseFn, 신한금융투자 추정

주: 수정 영업현금흐름 = 순이익+감가상각비

국내 렌터카 상위 4개사 부채비율 추이 및 전망



자료: WiseFn, 신한금융투자 추정

렌터카/경정비 영업이익률은
2016년 5.9%, 2017년 6.8%,
2018년 7.0%로 점진적인
수익성 개선 예상

SK네트웍스의 렌터카/경정비 사업의 2015년 매출액은 전년 대비 38.1% 증가한 9,695억원, 영업이익은 33.1% 증가한 330억원을 기록했다. 영업이익률은 5.5%으로 2014년 5.4%와 유사했다. 대당 렌탈수익 감소에도 중고차 매각대수 증가, 경정비 내재화에 따른 차량 유지비용 절감, 수입차 경정비 마진 증가 등으로 수익성을 유지했다.

2016년 렌터카/경정비 매출액은 1.17조원(+20.3% YoY), 영업이익은 419억원(+26.9% YoY)으로 추정한다. 영업이익률은 5.9%로 규모의 경제를 통한 차량 구입단가 하락, 경정비 마진 개선 등에 힘입어 전년 대비 0.4%p 향상을 기대한다. 2017년 이후 중고차 매각대수가 본격적으로 증가한다. 경쟁심화에도 영업이익률은 2017년 6.8%, 2018년 7.0%로 점진적인 개선이 예상된다.

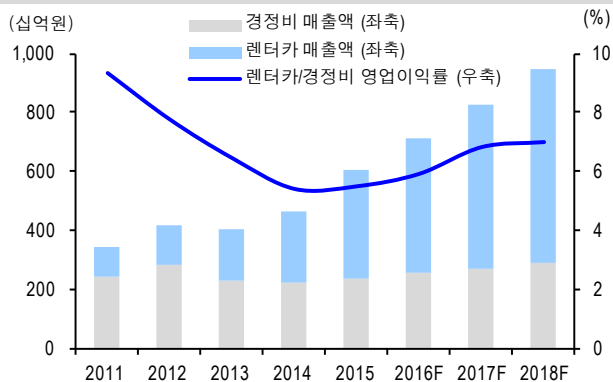
중장기적으로 경영이 어려워진 중소 렌터카 업체의 M&A, 중고차 경매시장 진출 등 에프터카(After-car) 사업을 중심으로 투자가 확대될 가능성이 높다.

SK네트웍스의 렌터카/경정비 사업 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
시장규모 (대)	288,634	325,334	371,531	459,028	543,657	633,707	733,763	853,831
성장률 (%)	12.0	12.7	14.2	23.6	18.4	16.6	15.8	16.4
점유율 (%)	4.4	5.2	6.0	7.0	9.3	10.4	11.0	11.4
렌터카 운영 대수 (대)	12,639	16,800	22,446	32,188	50,400	66,000	81,000	97,000
중고차 매각 대수 (대)	1,900	2,900	3,500	5,450	6,670	6,737	9,095	12,278
렌터카/경정비 매출액	343.3	417.4	404.7	461.3	603.6	710.9	824.5	946.4
렌터카	99.7	132.5	173.5	240.9	365.9	455.2	553.0	660.3
경정비	243.6	284.9	231.2	220.4	237.7	255.7	271.5	286.1
렌터카/경정비 영업이익	32.0	32.3	26.0	24.8	33.0	41.9	56.1	66.0
렌터카/경정비 영업이익률	9.3	7.7	6.4	5.4	5.5	5.9	6.8	7.0

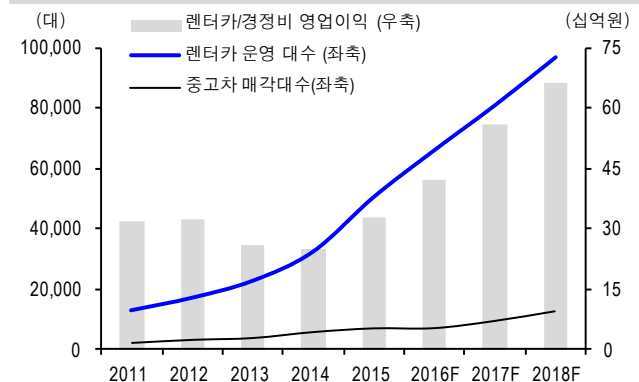
자료: 전국 렌터카사업 조합, 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK네트웍스의 렌터카/경정비 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK네트웍스의 렌터카 운영대수, 중고차 매각대수 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Company analysis

LG상사

포스코대우

SK네트웍스

LG 상사 (001120)

매수 (유지)

현재주가 (4월 12일) **36,700 원**
 목표주가 **50,000 원 (상향)**
 상승여력 **36.2%**

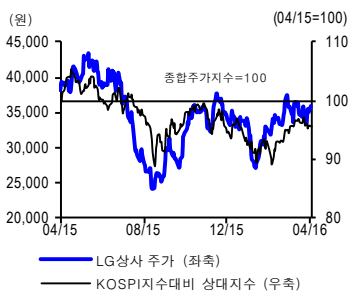
허민호

(02) 3772-2183

hiroo79@shinhan.com

KOSPI	1,981.32p
KOSDAQ	693.45p
시가총액	1,422.5십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	38.8백만주
유통주식수	28.0백만주(72.1%)
52 주 최고가/최저가	43,300 원/24,200 원
일평균 거래량 (60 일)	230,616 주
일평균 거래액 (60 일)	7,540 백만원
외국인 지분율	11.72%
주요주주	구분준 외 43 인
	국민연금 27.62%
	13.49%
절대수익률	3개월 18.2%
	6개월 12.2%
	12개월 -6.5%
KOSPI 대비	3개월 12.8%
상대수익률	6개월 14.5%
	12개월 -1.5%

주가차트



실적 개선으로 그림의 윤곽이 뚜렷해진다

1분기 영업이익 522억원(+150% YoY), 세전이익 419억원(+81% YoY) 예상

1분기 영업이익은 522억원(+149.5%, 이하 YoY), 세전이익 419억원(+81.0%)을 예상한다. 이는 컨센서스 영업이익 435억원, 세전이익 354억원을 상회하는 실적이다. 산업재 영업이익은 264억원(+49.4% YoY)으로 추정한다. IT트레이딩 및 프로젝트 오거나이징 이익 증가가 기대된다. 물류 영업이익은 247억원(15년 1분기 미발생)으로 예상한다.

자원/원자재 조정 영업이익(비철/그린사업의 파생상품 헷징 손익 제외)은 99억원(-41.3%)으로 자원/원자재 부문 지분법손실 117억원의 대부분을 상쇄한다. 유가 하락으로 석유부문 손실이 발생하지만 인도네시아 석탄광산은 운반비 감소로 이익이 증가한다.

2016년 영업이익 2,446억원(+200% YoY), 세전이익 1,965억원(흑자전환 YoY) 전망

2016년 영업이익은 2,446억원(+199.5%, 이하 YoY), 세전이익은 1,965억원(흑자전환)을 전망한다. 자원/원자재 이익(영업은 4억원으로 흑자전환 성공을 예상한다. 2015년 자원개발 손상처리, 총당금 반영, 2016년 2월 이후 유가, 석탄가격 반등 등 원자재 시장 개선 등으로 수익성 개선을 전망한다. 산업재 이익은 1,213억원(-2.3%), 물류 1,085억원(+101.7%)을 예상한다. 산업재는 IT 물량 및 프로젝트 오거나이징 확대, 해외 인프라 이익 증가를 기대한다. 물류는 범한판토스 및 하이로지스틱스의 실적이 온기로 반영된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 50,000원으로 상향

투자의견 '매수'를 유지한다. 목표주가는 기존 41,000원에서 50,000원으로 상향한다. 목표주가 산정시 적용 EPS를 기존 2016년 예상 EPS 2,881원에서 12개월 선행 EPS (2Q16F~1Q17F) 3,245원으로 변경했다. 또한 산업재부문의 높은 성장성을 감안해 목표 PER을 기존 14배에서 15배로 상향했다. LG그룹 지원을 통한 중장기 이익 성장 스토리는 물류 사업 뿐만 아니라 IT 트레이딩에도 해당한다. LG그룹사 및 범한판토스의 고객 공유를 통한 IT트레이딩 매출 증가를 기대한다. 향후 화공, 발전, 시멘트 등 해외 인프라 사업 확대도 산업재부문의 실적 개선을 이끌 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2014	11,372.2	172.0	12.6	(13.2)	(340)	적전	36,809	(84.3)	9.4	0.8	(0.9)	63.2
2015	13,224.5	81.7	(215.2)	(235.4)	(6,074)	적지	30,942	(5.6)	20.6	1.1	(17.9)	74.9
2016F	14,834.0	244.6	196.5	112.1	2,892	흑전	33,535	12.7	9.7	1.1	9.0	68.3
2017F	15,835.9	279.9	247.8	136.3	3,518	21.6	36,653	10.4	8.7	1.0	10.0	58.6
2018F	17,010.6	312.5	271.4	143.8	3,711	5.5	39,866	9.9	8.0	0.9	9.7	51.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

LG상사의 Valuation (실적은 12개월 선행 2Q16F ~ 1Q17F 기준)

(십억원, %, 배)	총 기업가치	산업재/자원개발/발전	물류
매출액	15,068.8	11,678.8	3,390.0
영업이익	260.7	146.5	114.2
세전이익	214.3	97.0	117.3
순이익	170.6	79.2	91.4
지배지분 순이익	125.8	79.2	46.6
적정 PER	15	13	20
LG상사	1,937.6	1,005.3	932.3
주식수 (천주)	38,760	38,760	38,760
목표주가	50,000	25,900	24,100

자료: 신한금융투자 추정

주: 1) 산업재/자원개발/발전사업 목표 PER 13배는 시장 평균 PER 11배에 20% 할인, 산업재는 IT트레이딩, 프로젝트 오거나이징, 해외 인프라(화공, 발전, 시멘트 플랜트 등) 사업 확대에 고성장 예상

2) 물류사업 목표 PER 20배는 과거 글로벌사가 지배구조 이슈, 실적 개선으로 부각되던 시기의 평균 PER임

LG상사의 수익 추정 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		변경률	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	13,623.8	14,164.4	14,834.0	15,835.9	8.9	11.8
영업이익	249.6	279.1	244.6	279.9	(2.0)	0.3
세전이익	196.6	246.2	196.5	247.8	(0.1)	0.7
순이익(지배지분)	111.7	135.9	112.1	136.3	0.3	0.3
영업이익률	1.8	2.0	1.6	1.8	-	-
세전이익률	1.4	1.7	1.3	1.6	-	-

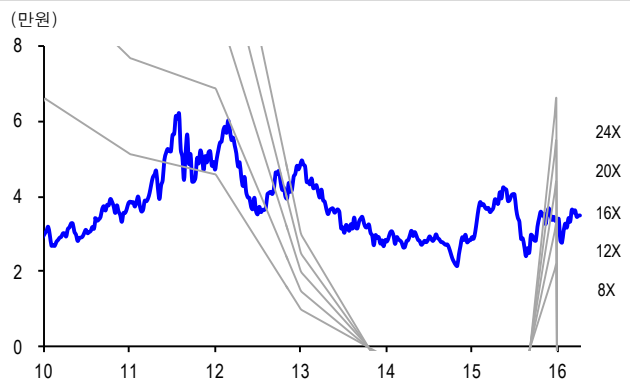
자료: 신한금융투자 추정

LG상사의 목표주가 변경 현황

(원, 배, 십억원)	기존	신규		비고
	2016F	2016F	2Q16F ~ 1Q17F	
EPS	2,881	2,892	3,245	적용 EPS를 기존 2016년 예상 기준에서 12개월 선행(2Q16F ~ 1Q17F) 기준으로 변경
목표 PER	14	17	15	산업재/자원개발/발전의 고성장성 감안해 목표 PER을 기존 14배에서 15배로 상향
목표주가	41,000	50,000	50,000	

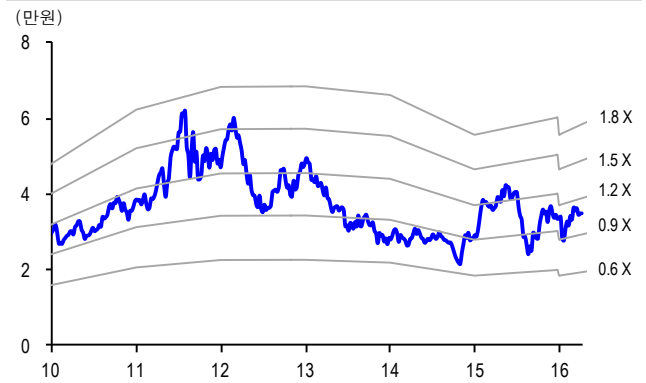
자료: 신한금융투자 추정

LG상사의 12개월 선행 PER 밴드



자료: WISEfn, 신한금융투자

LG상사의 12개월 선행 PBR 밴드



자료: WISEfn, 신한금융투자

LG상사의 2016년 1분기 실적 프리뷰

(십억원, %)	1Q16F	1Q15	YoY	4Q15	QoQ	컨센서스
매출액	3,355.1	2,644.9	26.9	3,759.0	(10.7)	3,485.5
영업이익	52.2	20.9	149.5	0.6	8,493.5	43.5
세전이익	41.9	23.2	81.0	(278.6)	흑전	35.4
순이익(지배지분)	19.5	12.2	60.1	(240.4)	흑전	16.5

자료: 회사 자료, WISEfn, 신한금융투자

LG상사의 실적 전망 가정

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
환율 (원/달러)	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,160	1,160	1,140	1,053	1,131	1,165	1,110	1,080
Dubai (달러/bbl)	53	61	50	42	31	40	44	47	97	51	41	52	60
뉴캐슬 연료탄 (달러/톤)	62	59	58	52	51	54	54	52	71	58	53	53	53
석탄 지분물량 (백만톤)	1.1	1.4	1.3	1.5	1.2	1.4	1.4	1.5	4.8	5.4	5.4	6.2	7.0
원유/가스 지분물량 (백만boe)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	4.6	4.3	4.2	4.1	3.8

자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG상사의 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,644.9	3,202.9	3,617.7	3,759.0	3,355.1	3,453.3	3,939.4	4,086.2	11,372.2	13,224.5	14,834.0	15,835.9	17,010.6
산업재	1,906.8	1,990.6	2,401.0	2,282.5	1,998.4	2,150.4	2,561.5	2,421.8	8,186.9	8,580.9	9,132.0	9,733.6	10,361.5
자원/원자재	738.0	823.5	714.4	796.4	592.2	571.5	577.3	714.4	3,185.3	3,072.3	2,455.3	2,457.0	2,600.5
범한판토스		388.8	502.4	680.1	764.5	731.4	800.7	950.0	0.0	1,571.3	3,246.6	3,645.3	4,048.6
영업이익	20.9	30.3	29.9	0.6	52.2	62.0	63.9	66.6	172.0	81.7	244.6	279.9	312.5
산업재	17.7	15.1	46.0	45.0	26.4	30.3	30.6	29.4	94.1	123.8	116.7	133.9	141.4
비철/그린	(10.7)	(13.5)	(44.4)	(67.0)	(11.3)	(4.5)	(4.6)	(3.5)	22.9	(135.6)	(23.9)	(15.9)	(8.8)
석탄	14.0	13.9	11.0	4.8	16.5	15.2	13.6	9.8	25.9	43.7	55.1	41.8	39.6
원유/가스	(4.2)	0.8	(3.8)	(0.9)	(4.1)	(3.0)	(2.6)	(2.2)	29.0	(8.1)	(11.8)	(6.8)	(4.3)
범한판토스	-	14.0	21.1	18.7	24.7	23.9	26.8	33.1	-	53.8	108.5	126.9	144.6
지분법이익 + 배당수익	0.3	1.8	(11.8)	(202.9)	(9.8)	(6.7)	(5.9)	(5.6)	0.3	(215.1)	(28.0)	(10.1)	10.4
산업재	0.2	0.6	(0.7)	0.5	0.6	1.1	1.3	1.5	(6.9)	0.4	4.5	11.8	25.3
비철/그린	0.1	(0.1)	(0.1)	(3.5)	0.0	0.0	0.0	0.0	(8.1)	(3.6)	0.0	0.0	0.0
석탄	(0.2)	0.4	(2.6)	1.0	(0.1)	0.3	0.3	0.1	5.2	(1.3)	0.6	0.7	0.8
원유/가스	(1.1)	(2.9)	(9.4)	(201.5)	(11.6)	(9.4)	(8.6)	(7.8)	22.2	(214.9)	(37.4)	(26.7)	(20.0)
기타	1.3	3.8	1.0	0.6	1.3	1.2	1.1	0.7	(12.2)	4.3	4.3	4.3	4.3
금융손익(배당수익 제외)	(11.1)	(11.9)	(18.9)	(11.2)	(10.2)	(10.2)	(10.5)	(10.1)	(53.3)	(53.0)	(41.0)	(40.3)	(38.6)
기타손익(파생상품 손익 포함)	13.0	11.0	12.4	(65.2)	9.7	2.7	4.7	3.8	(106.3)	(28.8)	20.8	18.3	14.2
세전이익	23.2	28.7	11.5	(278.6)	41.9	47.7	52.2	54.6	12.6	(215.2)	196.5	247.8	298.5
순이익(지배지분)	12.2	(0.4)	(6.8)	(240.4)	19.5	29.5	32.4	30.7	(13.2)	(235.4)	112.1	136.3	164.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG상사의 사업부문별 이익(영업이익 + 지분법 이익 + 배당금 + 비철금속 파생상품 손익) 추이 및 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업관련 이익	29.4	36.8	27.0	(161.7)	49.9	56.0	61.0	63.2	173.2	(68.5)	230.1	280.7	329.7
산업재	17.9	15.7	45.3	45.5	27.1	31.4	32.0	30.8	87.2	124.2	121.3	145.6	166.8
자원/원자재	11.5	7.1	(39.4)	(225.9)	(1.9)	0.7	2.2	(0.7)	86.0	(246.5)	0.4	8.2	18.4
비철/그린	3.0	(5.0)	(34.6)	(29.3)	(2.5)	(2.5)	(0.6)	(0.6)	3.7	(65.9)	(6.2)	(0.7)	2.3
석탄	13.8	14.3	8.4	5.8	16.4	15.6	13.9	9.9	31.1	42.4	55.8	42.5	40.4
석유/가스	(5.3)	(2.1)	(13.2)	(202.4)	(15.7)	(12.3)	(11.1)	(10.1)	51.2	(223.0)	(49.3)	(33.5)	(24.3)
물류(범한판토스)	0.0	14.0	21.1	18.7	24.7	23.9	26.8	33.1	0.0	53.8	108.5	126.9	144.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
자산총계	4,896.8	5,383.5	5,749.4	6,049.1	6,373.1
유동자산	2,830.2	3,074.1	3,303.1	3,507.3	3,705.3
현금및현금성자산	479.9	528.9	507.5	549.5	553.3
매출채권	1,053.1	1,431.7	1,483.1	1,558.7	1,649.1
재고자산	1,047.3	724.3	899.0	959.8	1,030.9
비유동자산	2,066.6	2,309.3	2,446.3	2,541.8	2,667.8
유형자산	96.3	333.5	341.2	348.0	350.4
무형자산	805.0	990.1	997.2	986.6	976.5
투자자산	927.3	671.6	780.5	878.0	980.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,331.6	3,840.2	4,022.7	4,149.6	4,286.6
유동부채	2,352.1	2,589.1	2,765.0	2,890.1	3,022.7
단기차입금	462.5	423.5	428.5	422.9	417.9
매입채무	1,475.6	1,549.6	1,705.1	1,820.2	1,955.2
유동성장기부채	232.5	222.4	222.1	220.6	203.6
비유동부채	979.4	1,251.1	1,257.7	1,259.4	1,263.9
사채	39.9	309.1	310.0	311.3	312.6
장기차입금(장기금융부채 포함)	822.3	802.7	804.6	796.5	788.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,565.2	1,543.3	1,726.7	1,899.5	2,086.5
자본금	193.8	193.8	193.8	193.8	193.8
자본잉여금	101.9	101.7	101.7	101.7	101.7
기타자본	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타포괄이익누계액	31.4	47.8	47.8	47.8	47.8
이익잉여금	1,101.2	857.6	958.1	1,079.0	1,203.5
지배주주지분	1,426.7	1,199.3	1,299.8	1,420.6	1,545.2
비지배주주지분	138.5	344.0	426.9	478.9	541.3
*총차입금	1,577.8	1,780.8	1,791.1	1,779.0	1,752.2
*순차입금(순현금)	989.5	1,156.5	1,178.7	1,114.0	1,074.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	348.4	297.7	177.6	251.7	241.4
당기순이익	(13.8)	(217.1)	154.5	188.3	206.3
유형자산상각비	13.1	18.4	21.6	22.2	23.7
무형자산상각비	52.5	36.4	45.0	45.7	45.2
외화환산손실(이익)	18.8	26.2	1.0	1.0	1.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	22.0	4.9	(15.0)
운전자본변동	145.3	100.8	(72.5)	(16.5)	(25.7)
(법인세납부)	(53.2)	(34.4)	(42.0)	(59.5)	(65.1)
기타	185.7	367.4	48.0	65.6	71.0
투자활동으로인한현금흐름	(23.0)	(277.6)	(236.1)	(179.9)	(189.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(8.8)	(26.9)	(29.3)	(29.1)	(26.1)
유형자산의감소	0.8	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(48.9)	(29.5)	(52.1)	(35.1)	(35.1)
투자자산의감소(증가)	(75.4)	13.2	(131.0)	(102.3)	(87.2)
기타	109.3	(234.9)	(23.7)	(13.4)	(41.0)
FCF	21.0	186.0	157.2	230.4	247.2
재무활동으로인한현금흐름	(237.0)	27.6	2.6	(23.7)	(42.2)
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	10.3	(12.2)	(26.7)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(22.6)	(16.0)	(7.7)	(11.6)	(15.5)
기타	(214.4)	43.6	(0.0)	0.1	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	34.4	(6.0)	(6.0)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	6.8	1.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	95.1	49.0	(21.5)	42.0	3.8
기초현금	384.8	479.9	528.9	507.4	549.5
기말현금	479.9	528.9	507.4	549.5	553.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	11,372.2	13,224.5	14,834.0	15,835.9	17,010.6
증가율 (%)	(5.8)	16.3	12.2	6.8	7.4
매출원가	10,873.2	12,710.7	14,289.4	15,262.9	16,401.4
매출총이익	499.0	513.7	544.6	573.0	609.2
매출총이익률 (%)	4.4	3.9	3.7	3.6	3.6
판매관리비	327.0	432.1	300.0	293.1	296.7
영업이익	172.0	81.7	244.6	279.9	312.5
증가율 (%)	75.0	(52.5)	199.5	14.4	11.7
영업이익률 (%)	1.5	0.6	1.6	1.8	1.8
영업외손익	(159.3)	(296.9)	(48.2)	(32.1)	(41.1)
금융손익	(45.1)	(47.0)	(39.0)	(37.5)	(62.4)
기타영업외손익	(106.3)	(28.8)	20.8	18.3	14.2
종속 및 관계기업관련손익	(8.0)	(221.1)	(30.0)	(12.9)	7.1
세전계속사업이익	12.6	(215.2)	196.5	247.8	271.4
법인세비용	26.4	1.9	42.0	59.5	65.1
계속사업이익	(13.8)	(217.1)	154.5	188.3	206.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(13.8)	(217.1)	154.5	188.3	206.3
증가율 (%)	적전	적지	흑전	21.9	9.5
순이익률 (%)	(0.1)	(1.6)	1.0	1.2	1.2
(지배주주)당기순이익	(13.2)	(235.4)	112.1	136.3	143.8
(비지배주주)당기순이익	(0.6)	18.3	42.4	52.0	62.4
총포괄이익	(33.0)	(190.2)	154.5	188.3	206.3
(지배주주)총포괄이익	(37.5)	(215.5)	175.1	213.4	233.7
(비지배주주)총포괄이익	4.5	25.3	(20.6)	(25.1)	(27.4)
EBITDA	237.6	136.5	311.2	347.9	381.4
증가율 (%)	9.8	(42.5)	128.0	11.8	9.6
EBITDA 이익률 (%)	2.1	1.0	2.1	2.2	2.2

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS (당기순이익, 원)	(355)	(5,601)	3,986	4,859	5,322
EPS (지배순이익, 원)	(340)	(6,074)	2,892	3,518	3,711
BPS (자본총계, 원)	40,383	39,817	44,548	49,008	53,831
BPS (지배지분, 원)	36,809	30,942	33,535	36,653	39,866
DPS (원)	300	200	300	400	500
PER (당기순이익, 배)	(80.8)	(6.0)	9.2	7.6	6.9
PER (지배순이익, 배)	(84.3)	(5.6)	12.7	10.4	9.9
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
PBR (지배지분, 배)	0.8	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	9.4	20.6	9.7	8.7	8.0
배당성향 (%)	(87.9)	(3.3)	10.3	11.3	13.4
배당수익률 (%)	1.0	0.6	0.8	1.1	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	2.1	1.0	2.1	2.2	2.2
영업이익률 (%)	1.5	0.6	1.6	1.8	1.8
순이익률 (%)	(0.1)	(1.6)	1.0	1.2	1.2
ROA (%)	(0.3)	(4.2)	2.8	3.2	3.3
ROE (지배순이익, %)	(0.9)	(17.9)	9.0	10.0	9.7
ROIC (%)	(14.0)	2.3	10.1	11.2	12.5
안정성					
부채비율 (%)	212.9	248.8	233.0	218.5	205.4
순차입금비율 (%)	63.2	74.9	68.3	58.6	51.5
현금비율 (%)	20.4	20.4	18.4	19.0	18.3
이자보상배율 (배)	3.8	1.7	4.7	5.4	6.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	16.7	23.3	26.2	25.8	26.6
재고자산회수기간 (일)	27.9	24.4	20.0	21.4	21.4
매출채권회수기간 (일)	35.9	34.3	35.9	35.1	34.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포스코대우 (047050)

매수 (유지)

현재주가 (4월 12일) **24,100 원**
 목표주가 **30,000 원 (상향)**
 상승여력 **24.5%**

허민호

(02) 3772-2183

hiroo79@shinhan.com

KOSPI	1,981.32p
KOSDAQ	693.45p
시가총액	2,744.4 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	113.9 백만주
유통주식수	44.9 백만주(39.5%)
52 주 최고가/최저가	31,400 원/12,100 원
일평균 거래량 (60 일)	725,110 주
일평균 거래액 (60 일)	13,305 백만원
외국인 지분율	13.34%
주요주주	포스코 60.31%
	국민연금 6.15%
절대수익률	3 개월 68.5%
	6 개월 5.0%
	12 개월 -14.5%
KOSPI 대비	3 개월 60.8%
상대수익률	6 개월 7.1%
	12 개월 -9.9%

주가차트



16년 실적 및 밸류에이션 정상화, 17년 +α

1분기 영업이익 961억원(-13% YoY) 예상

1분기 영업이익은 961억원(-13.3% YoY)으로 컨센서스 952억원에 부합할 전망이다. 가스전 영업이익은 766억원(-18.6% YoY), 무역(관리비용 제외)은 263억원(+11.1% YoY)으로 추정한다. 가스전은 가스 가격 하락으로 이익 감소가 불가피하다. 무역은 2015년 구조조정 효과에 힘입어 수익성 개선을 예상한다. 특히 무역 영업이익의 50~60%를 차지하는 철강 트레이딩의 실적 개선을 기대한다. 철강 가격 반등, 스프레드 상승 등 상황이 개선되고 있다.

2분기 영업이익 781억원(-10% YoY), 2016년 영업이익 3,421억원(-7.2% YoY) 전망

2분기 영업이익은 781억원(-10.0% YoY)을 예상한다. 무역부문의 실적 개선에도 가스전 영업이익이 감소하기 때문이다. 가스가격 하락과 함께 정비보수에 따른 20일간 생산 중단으로 생산량 감소가 예상된다. 2016년 영업이익은 3,421억원(-7.2% YoY)을 전망한다. 가스 판매가격은 1년 가중평균 유가에 연동된다. 2월 이후 반등한 유가는 3분기 이후 점진적으로 반영된다. 실제 가스 판매가격 상승으로 이어지는 시기는 2017년 2분기이다. 가스전 영업이익은 2,722억원으로 전년 대비 27.8% 감소한다. 무역 영업이익은 940억원으로 전년 198억원 대비 큰 폭의 개선이 기대된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 30,000원으로 상향

투자의견은 '매수'를 유지한다. 목표주가는 실적 전망치 상향 조정 등을 반영해 기존 25,000원에서 30,000원으로 상향한다. 목표주가는 12개월 선행(2Q16F ~ 1Q17F) EPS 2,087원 기준 PER 14배에 해당한다. 원자재 시장 개선에 따른 무역부문 실적 정상화, 유가 반등 등으로 과도하게 할인받았던 밸류에이션이 제자리를 찾아가고 있다.

유가 상승이 2016년 실적에 미치는 영향은 크지 않다. 그러나 2017년 가스 판매가격과 실적, 가스전 가치 제고에 긍정적 영향을 미친다. 2016년 영업이익 개선 모멘텀은 없지만 하반기 유가 반등시 주가 상승여력은 여전히 존재한다. 내년에는 AD7 가스전 자원량 확인 등 탐사 가스전의 자산가치 가치 상승, 주가 재평가가 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2014	20,407.8	376.1	287.2	184.5	1,620	33.5	20,887	19.4	17.0	1.5	8.0	199.9
2015	17,526.9	368.8	133.5	128.9	1,132	(30.1)	21,442	14.4	10.4	0.8	5.3	155.8
2016F	16,864.1	342.1	316.0	239.8	2,106	86.0	22,898	11.4	12.7	1.1	9.5	141.9
2017F	17,222.3	370.8	360.6	273.7	2,404	14.1	24,552	10.0	12.0	1.0	10.1	131.4
2018F	17,600.8	423.3	414.3	314.4	2,761	14.9	26,463	8.7	10.9	0.9	10.8	120.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포스코대우의 수익 추정 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		변경률	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	16,796.4	17,305.7	16,864.1	17,222.3	0.4	(0.5)
영업이익	337.4	369.7	342.1	370.8	1.5	0.2
세전이익	296.3	347.1	316.0	360.6	6.8	3.9
순이익	224.9	263.4	239.8	273.7	6.6	4.1
영업이익률	2.0	2.1	2.0	2.2	-	-
세전이익률	1.8	2.0	1.9	2.1	-	-

자료: 신한금융투자 추정

포스코대우의 목표주가 변경

(원, 배)	기존	신규			비고
	2016F	2016F	2Q16F ~ 1Q17F	2017F	
목표주가	25,000	30,000	30,000	30,000	
목표 PER	13	14	14	12	기존 2016년 예상 EPS에서 12개월 선행 EPS(2Q16F ~ 1Q17F)로 변경
EPS	1,975	2,106	2,087	2,404	석유, 철강 등 원자재 시장 개선에 따른 자원개발, 트레이딩 실적 개선 반영

자료: 신한금융투자 추정

주: SOTP(Sum of The Parts, 사업부문별 가치, 투자자산, 순현금성자산의 합계)

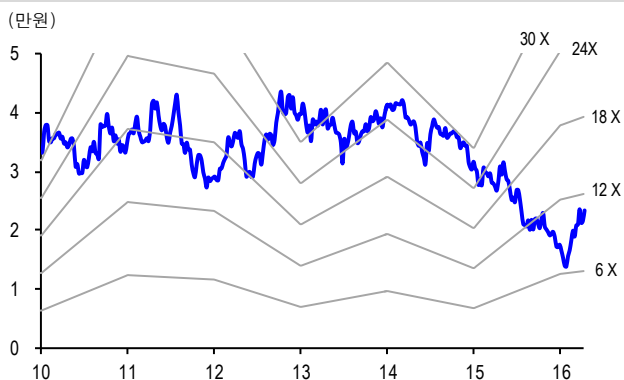
포스코대우의 SOTP(Sum of The Part) Valuation

(십억원, 배, 원)	가치	12개월 선행 NOPLAT	이익	목표 PER	할인율	PEER 평균	비고
영업가치	4,570	282	372				
무역/발전	318	36	47	9	20	11	시장평균 11배 대비 20% 할인, 원자재 시장 부진으로 시장 대비 사업 성장 부진
미안마 가스전	4,252	246	324	15	40		현금흐름할인법, 16~43년 평균 유가 전망 68달러, 1,017원/달러, 할인율 8% 가정
(+) 투자자산	531						
동해 6-1 중부/남부 가스전	234						회수가능 매장량은 4백만톤(194Bcf), 1Mmbtu 당 1달러 가치 가정
매도가능금융자산	133						
투자부동산	164						
(-) 조정 순차입금	1,833						2016F 순차입금 3.67조원 - 무역관련 매출채권 할인 1.84조원
주주가치	3,268						
발행주식수 (천주)	113,876						
목표 주가	30,000						

자료: 신한금융투자 추정

주: 이익 = 영업이익 + 지분법이익 + 배당수익, NOPLAT(세후 순영업이익) = 이익 - 법인세

포스코대우의 12개월 선행 PER 밴드



자료: WISEfn, 신한금융투자 추정

포스코대우의 12개월 선행 PBR 밴드



자료: WISEfn, 신한금융투자 추정

포스코대우의 2016년 1분기 실적 프리뷰

(십억원, %)	1Q16F	1Q15	YoY	4Q15	QoQ	컨센서스
매출액	4,054.2	4,525.5	(10.4)	4,117.4	(1.5)	4,338.2
영업이익	96.1	110.8	(13.3)	83.3	15.3	95.2
세전이익	90.5	109.6	(17.4)	(20.3)	흑전	66.6
순이익(지배지분)	68.7	91.3	(24.8)	(1.0)	흑전	49.3
영업이익률	2.4	2.4	-	2.0	-	2.2
세전이익률	2.2	2.4	-	(0.5)	-	1.5

자료: 회사 자료, WISEfn, 신한금융투자

포스코대우의 미얀마 가스전 실적 전망 기정

(십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
원/달러 환율	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,160	1,160	1,140	1,053	1,131	1,165	1,110	1,080
Dubai (US\$/bbl)	53	61	50	42	31	40	44	47	97	51	41	52	60
가스 판매 가격 (US\$/Mmbtu)	10.0	9.6	9.1	8.6	8.2	8.1	7.8	7.8	10.3	9.3	8.0	8.4	9.1
가스 판매량 (조btu ≒ 십억cf)	20.3	19.2	24.9	25.7	23.5	18.6	23.5	23.5	60.1	90.0	89.0	89.0	89.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포스코대우의 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	4,525.5	4,704.5	4,179.4	4,117.4	4,054.2	4,536.0	4,122.1	4,151.8	20,407.8	17,526.9	16,864.1	17,222.3	17,600.8
별도	4,306.9	4,538.0	4,050.0	4,001.0	3,825.6	4,361.9	3,986.7	4,073.6	19,938.1	16,895.9	16,247.8	16,577.6	16,926.4
해외 법인	218.6	203.0	129.4	74.7	228.7	174.1	135.4	78.1	469.7	589.3	616.4	644.7	674.4
영업이익	110.8	86.8	87.8	83.3	96.1	78.1	83.4	84.5	376.1	368.8	342.1	370.8	423.3
별도	103.0	81.0	81.4	81.8	90.6	72.8	78.1	79.3	343.2	347.3	320.8	344.4	393.4
미얀마 가스전	94.1	77.4	111.7	93.8	76.6	58.3	69.3	68.1	260.6	377.0	272.2	293.7	337.4
기타 석유/가스/석탄	(3.5)	(0.4)	(3.2)	(2.5)	(1.0)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	8.0	(9.6)	(2.5)	(1.2)	2.7
무역	23.7	9.5	(13.4)	0.0	26.3	21.7	22.9	23.1	118.2	19.8	94.0	95.2	96.9
관리	(11.2)	(6.6)	(13.4)	(11.3)	(11.3)	(6.7)	(13.5)	(11.4)	(39.9)	(42.5)	(42.9)	(43.3)	(43.7)
해외 법인	7.8	5.8	6.4	1.5	5.5	5.3	5.2	5.2	32.9	21.5	21.3	26.4	30.0
지분법이익	15.3	6.9	9.2	(84.5)	11.8	6.3	13.4	14.1	19.5	(53.1)	45.5	55.6	56.8
미얀마 육상 파이프라인	13.2	10.1	11.6	20.3	13.9	9.1	14.4	14.7	25.6	55.1	52.2	56.6	54.0
기타 자회사	2.0	(3.2)	(2.3)	(104.8)	(2.1)	(2.8)	(1.0)	(0.7)	(6.1)	(108.2)	(6.6)	(1.0)	2.8
기타 영업손익	(2.8)	(2.3)	(38.7)	(54.8)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(41.4)	(98.6)	(11.5)	(11.5)	(11.5)
금융손익	(13.7)	(27.2)	(78.4)	35.7	(14.5)	(15.6)	(14.9)	(15.1)	(67.1)	(83.6)	(60.2)	(54.2)	(54.3)
세전이익	109.6	64.2	(20.0)	(20.3)	90.5	66.0	79.0	80.5	287.2	133.5	316.0	360.6	414.3
지배지분 순이익	91.3	48.5	(9.9)	(1.0)	68.7	50.1	59.9	61.1	184.5	128.9	239.8	273.7	314.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

대우인터내셔널의 미얀마 A1/A3 가스전 가치, FCF(잉여현금흐름) 추이 및 전망

(십억원, %)	16-43F 총계	16F	17F	18F	19F	20F	21F	22F	23F	24F	25F	26F-43F
환율(원/달러)	1,017	1,165	1,110	1,080	1,100	1,080	1,060	1,040	1,020	1,010	990	990
Dubai(달러/bbl)	68	41	52	60	65	69	69	69	69	70	70	71
가스공급가격(달러/mmmbtu)	10.8	8.0	8.4	9.1	9.6	10.0	10.1	10.2	10.3	10.4	10.5	11.5
총 FCF	9,136.8	478.2	476.5	486.9	506.1	418.7	327.7	323.1	214.3	243.2	241.8	5,420.3
가스전	5,109.2	279.7	284.7	308.4	333.9	247.1	158.4	156.5	50.5	124.2	123.8	3,041.9
해상파이프라인	1,510.0	56.7	56.6	53.5	51.5	53.2	52.5	52.0	51.4	51.3	50.7	980.6
육상파이프라인	2,517.6	141.8	135.2	125.0	120.6	118.4	116.8	114.6	112.4	67.6	67.3	1,397.8
총 현재가치	4,252.2	478.2	441.2	417.4	401.7	307.7	223.1	203.6	125.0	131.4	121.0	1,401.9
가스전	2,416.3	279.7	263.6	264.4	265.1	181.6	107.8	98.6	29.5	67.1	62.0	3,041.9
해상파이프라인	638.2	56.7	52.4	45.9	40.9	39.1	35.8	32.8	30.0	27.7	25.4	980.6
육상파이프라인	1,197.8	141.8	125.2	107.2	95.8	87.0	79.5	72.2	65.6	36.5	33.7	1,397.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 13~15년 기준 설비투자비는 차입금에 반영되므로 제외했음, 투자비를 감안한 가치는 2.8조원임

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
자산총계	9,340.9	8,043.3	8,243.4	8,424.9	8,633.0
유동자산	5,652.0	4,346.3	4,465.4	4,542.7	4,623.9
현금및현금성자산	250.5	224.7	233.4	237.8	224.4
매출채권	3,975.6	3,056.0	3,134.6	3,189.3	3,259.4
재고자산	1,037.1	770.5	795.5	820.1	838.1
비유동자산	3,688.9	3,697.0	3,778.1	3,882.2	4,009.1
유형자산	582.5	625.6	622.2	622.6	641.9
무형자산	1,728.1	1,744.6	1,779.7	1,817.7	1,857.2
투자자산	1,027.4	933.4	982.9	1,048.6	1,116.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	6,966.1	5,622.1	5,656.5	5,649.6	5,640.0
유동부채	5,436.6	3,918.4	4,038.1	4,056.0	4,090.6
단기차입금	3,117.6	2,039.9	2,034.8	2,040.9	2,042.2
매입채무	1,382.4	1,017.4	1,124.3	1,148.2	1,173.4
유동성장기부채	482.7	407.1	408.7	407.2	405.1
비유동부채	1,529.6	1,703.7	1,618.4	1,593.5	1,549.5
사채	897.9	895.0	859.4	843.8	808.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	534.1	714.6	663.2	651.9	640.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,374.7	2,421.2	2,587.0	2,775.3	2,993.0
자본금	569.4	569.4	569.4	569.4	569.4
자본잉여금	333.2	333.2	333.2	333.2	333.2
기타자본	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타포괄이익누계액	76.8	67.8	67.8	67.8	67.8
이익잉여금	1,399.8	1,472.0	1,637.8	1,826.1	2,043.8
지배주주지분	2,378.5	2,441.8	2,607.6	2,795.9	3,013.6
비지배주주지분	(3.8)	(20.6)	(20.6)	(20.6)	(20.6)
*총차입금	5,093.6	4,129.1	4,035.8	4,015.0	3,969.6
*순차입금(순현금)	4,746.8	3,771.3	3,670.7	3,646.7	3,611.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	(437.6)	1,267.6	385.4	337.3	381.3
당기순이익	176.4	108.6	239.8	273.7	314.4
유형자산상각비	29.2	42.2	43.8	45.4	46.9
무형자산상각비	83.5	129.2	118.0	115.1	113.6
외화환산손실(이익)	(9.0)	7.5	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.7)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
지분법, 중속, 관계기업손실(이익)	(18.6)	52.8	(45.9)	(55.9)	(57.1)
운전자본변동	(744.0)	781.2	(1.1)	(71.7)	(67.2)
(법인세납부)	(89.2)	(66.2)	(76.1)	(86.9)	(99.8)
기타	134.8	212.7	107.3	118.0	130.9
투자활동으로인한현금흐름	(427.4)	(208.1)	(196.0)	(207.7)	(233.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(96.0)	(102.9)	(40.4)	(45.8)	(66.2)
유형자산의감소	3.4	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(125.9)	(165.1)	(153.1)	(153.1)	(153.1)
투자자산의감소(증가)	(30.0)	(4.3)	(3.9)	(10.2)	(11.3)
기타	(178.9)	63.2	1.4	1.4	(2.8)
FCF	(829.5)	1,309.0	395.3	333.7	357.5
재무활동으로인한현금흐름	952.5	(1,096.0)	(150.2)	(94.8)	(130.8)
차입금의증가(감소)	986.4	(1,034.4)	(93.2)	(20.8)	(45.4)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(35.5)	(56.9)	(56.9)	(74.0)	(85.4)
기타	1.6	(4.7)	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(30.4)	(30.4)	(30.4)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	2.5	4.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	90.0	(32.0)	8.8	4.3	(13.4)
기초현금	166.7	256.7	224.7	233.5	237.8
기말현금	256.7	224.7	233.5	237.8	224.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	20,407.8	17,526.9	16,864.1	17,222.3	17,600.8
증가율 (%)	19.3	(14.1)	(3.8)	2.1	2.2
매출원가	19,169.5	16,238.0	15,625.4	15,957.3	16,308.0
매출총이익	1,238.2	1,289.0	1,238.8	1,265.0	1,292.8
매출총이익률 (%)	6.1	7.4	7.3	7.3	7.3
판매관리비	862.1	920.2	896.7	894.3	869.5
영업이익	376.1	368.8	342.1	370.8	423.3
증가율 (%)	136.7	(1.9)	(7.2)	8.4	14.2
영업이익률 (%)	1.8	2.1	2.0	2.2	2.4
영업외손익	(88.9)	(235.3)	(26.1)	(10.1)	(9.0)
금융손익	(67.1)	(83.6)	(60.2)	(54.2)	(54.3)
기타영업외손익	(41.4)	(98.6)	(11.5)	(11.5)	(11.5)
중속 및 관계기업관련손익	19.5	(53.1)	45.5	55.6	56.8
세전계속사업이익	287.2	133.5	316.0	360.6	414.3
법인세비용	110.8	25.0	76.1	86.9	99.8
계속사업이익	176.4	108.6	239.8	273.7	314.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	176.4	108.6	239.8	273.7	314.4
증가율 (%)	32.6	(38.4)	120.9	14.1	14.9
순이익률 (%)	0.9	0.6	1.4	1.6	1.8
(지배주주)당기순이익	184.5	128.9	239.8	273.7	314.4
(비지배주주)당기순이익	(8.1)	(20.4)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	177.0	102.5	239.8	273.7	314.4
(지배주주)총포괄이익	185.1	120.2	281.2	320.9	368.7
(비지배주주)총포괄이익	(8.1)	(17.7)	(41.4)	(47.2)	(54.2)
EBITDA	488.8	540.2	503.9	531.3	583.7
증가율 (%)	140.2	10.5	(6.7)	5.4	9.9
EBITDA 이익률 (%)	2.4	3.1	3.0	3.1	3.3

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS (당기순이익, 원)	1,549	953	2,106	2,404	2,761
EPS (지배순이익, 원)	1,620	1,132	2,106	2,404	2,761
BPS (자본총계, 원)	20,854	21,262	22,718	24,371	26,282
BPS (지배지분, 원)	20,887	21,442	22,898	24,552	26,463
DPS (원)	500	500	650	750	850
PER (당기순이익, 배)	20.3	17.1	11.4	10.0	8.7
PER (지배순이익, 배)	19.4	14.4	11.4	10.0	8.7
PBR (자본총계, 배)	1.5	0.8	1.1	1.0	0.9
PBR (지배지분, 배)	1.5	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	17.0	10.4	12.7	12.0	10.9
배당성향 (%)	30.9	44.2	30.9	31.2	30.8
배당수익률 (%)	1.6	3.1	2.7	3.1	3.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	2.4	3.1	3.0	3.1	3.3
영업이익률 (%)	1.8	2.1	2.0	2.2	2.4
순이익률 (%)	0.9	0.6	1.4	1.6	1.8
ROA (%)	2.0	1.2	2.9	3.3	3.7
ROE (지배순이익, %)	8.0	5.3	9.5	10.1	10.8
ROIC (%)	4.6	4.9	5.2	5.6	6.3
안정성					
부채비율 (%)	293.3	232.2	218.7	203.6	188.4
순차입금비율 (%)	199.9	155.8	141.9	131.4	120.7
현금비율 (%)	4.6	5.7	5.8	5.9	5.5
이자보상배율 (배)	4.9	6.3	4.7	5.1	5.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.8	5.7	6.5	6.6	6.6
재고자산회수기간 (일)	16.4	18.8	16.9	17.1	17.2
매출채권회수기간 (일)	65.8	73.2	67.0	67.0	66.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

SK 네트웍스 (001740)

매수 (유지)

현재주가 (4월 12일) **6,380 원**
 목표주가 **7,900 원 (상향)**
 상승여력 **23.8%**

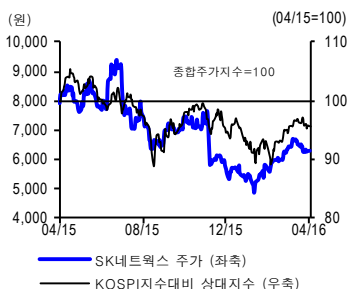
허민호

(02) 3772-2183

hiroo79@shinhan.com

KOSPI	1,981.32p
KOSDAQ	693.45p
시가총액	1,583.4 십억원
액면가	2,500 원
발행주식수	248.2 백만주
유통주식수	148.5 백만주(59.8%)
52 주 최고가/최저가	9,370 원/4,820 원
일평균 거래량 (60 일)	1,353,749 주
일평균 거래액 (60 일)	8,012 백만원
외국인 지분율	13.95%
주요주주	SK 외 5 인 40.08%
	신한은행 6.50%
절대수익률	3 개월 18.1%
	6 개월 -14.1%
	12 개월 -22.0%
KOSPI 대비	3 개월 12.8%
상대수익률	6 개월 -12.4%
	12 개월 -17.8%

주가차트



* SM(Speedmate): 차량 경정비, 렌터카, GM 딜러십

2016년 실적 개선보다 성장을 위한 기반 마련

1분기 영업이익 262억원(-18.2% YoY), 일회성 비용을 제외시 양호한 실적 예상

1분기 영업이익 262억원(-18.2% YoY)으로 컨센서스 340억원을 하회할 전망이다. 휴대폰 유통 및 주유소는 경쟁 완화 등에 따른 판매량 증가, 마케팅 비용 감소로 큰 폭의 실적 개선을 기대한다. 다만 GM딜러십 사업권 반납에 따른 사업정리, 패션부문의 비효율 점포 폐쇄, 면세점 재고 정리 등 150~180억원의 구조조정 비용 발생이 예상된다. 휴대폰 유통 영업이익은 279억원(+49%, 이하 YoY), 주유소는 253억원(+29%)으로 추정한다.

2016년 영업이익 1,918억원(+0.1% YoY) 전망

2016년 영업이익은 1,918억원(+0.1%, 이하 YoY)으로 전년대 유사할 전망이다. 휴대폰 유통과 주유소, 렌터카/경정비의 실적 개선이 패선, 면세점의 실적 부진을 상쇄한다. 휴대폰 유통 영업이익은 1,265억원(+6.8%), 주유소는 954억원(+5.3%), SM은 404억원(+6.4%)을 예상한다. SM사업내 렌터카/경정비는 416억원(+9.7%)을 기대한다.

면세점의 사업 재개 가능성이 존재한다. 4~5월에 사업 재개 여부가 결정된다. 면세점 재입찰에 성공할 경우 8~9월 사업을 재개할 가능성이 있다. 워커힐 면세점은 위치 경쟁력 및 명품 브랜드 부족, 면세점 경쟁심화 등으로 수익성 부진 우려가 존재한다. 그러나 영업이익은 소비력이 높은 호텔 및 카지노 고객 확보, 자가건물 이용을 통한 임대료 미발생 등으로 2010년 이전 수준과 유사한 연간 100억원 내외가 발생 가능하다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 7,900원으로 상향

투자의견은 '매수'를 유지한다. 목표주가는 기존 7,000원에서 7,900원으로 상향한다. 렌터카/경정비 사업의 높은 성장성을 감안해 목표 PER을 기존 16배에서 18배로 상향했다. 국내 렌터카시장은 개인의 장기렌터카 수요 증가 등으로 연평균 15~20%의 고성장세가 예상된다. SK네트웍스의 점유율은 2015년 4분기 9.3%로 3위에 등극했다. 2018년 운영대수가 9.7만대에 이르며 2위 업체로 성장할 전망이다. 점유율 상승을 위한 마케팅 비용 증가로 렌터카/경정비의 수익성 개선 속도는 빠르지 않다. 2017년 이후 중고차 매각대수가 본격적으로 증가한다. 영업이익률은 2016년 5.9%, 2017년 6.8%, 2018년 7.0%로 점진적인 개선이 예상된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2014	22,408.1	201.3	37.3	32.1	129	흑전	10,172	69.3	12.2	0.9	1.3	69.8
2015	20,355.8	191.6	100.2	73.5	296	129.3	10,180	18.5	8.9	0.5	2.9	66.5
2016F	18,182.0	191.8	119.1	90.4	364	23.0	10,425	17.5	8.1	0.6	3.5	46.8
2017F	19,560.8	234.1	163.9	124.4	501	37.6	10,776	12.7	7.1	0.6	4.7	46.9
2018F	20,690.2	247.9	179.3	136.1	548	9.4	11,174	11.6	6.5	0.6	5.0	35.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

SK네트웍스의 수익 추정 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		변경률	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	18,050.7	19,025.2	18,182.0	19,560.8	0.7	2.8
영업이익	199.9	235.8	191.8	234.1	(4.1)	(0.7)
세전이익	127.1	166.3	119.1	163.9	(6.3)	(1.4)
순이익	95.2	125.6	90.4	124.4	(5.0)	(0.9)
영업이익률	1.1	1.2	1.1	1.2	-	-
세전이익률	0.7	0.9	0.7	0.8	-	-

자료: 신한금융투자 추정

SK네트웍스의 Valuation

(원, 배, %)	기존 2016F	신규 2016F 2Q16F ~ 1Q17F	비고
수정 EPS	433	364	435
목표 PER	16	21	18
06~14 평균 PER	15	15	15
할증률	10	41	20
목표주가	7,000	7,900	7,900

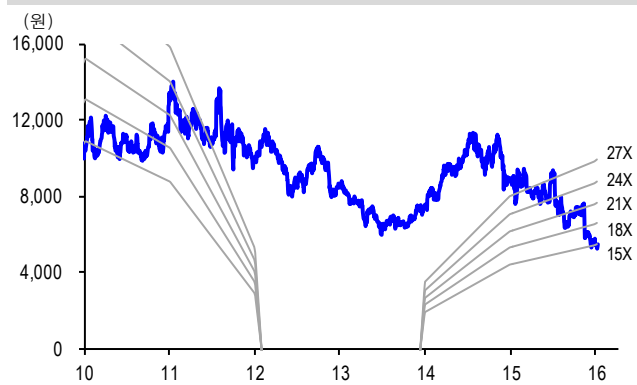
자료: 신한금융투자 추정

SK네트웍스의 PER 추이

(배)	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16F	17F	18F	06, 07, 10, 11 평균
PER_기말	19.9	9.3	22.5	50.5	18.3	17.2	43.6	(3.3)	69.3	18.5	17.5	12.7	11.6	16.2
PER_최고	26.7	17.6	60.0	88.1	18.7	24.4	60.9	(3.9)	89.1	32.5	-	-	-	21.9
PER_최저	6.8	8.0	16.1	30.4	13.3	15.8	40.6	(2.6)	56.1	17.6	-	-	-	11.0
PER_평균	13.1	10.9	41.3	56.0	15.0	19.6	49.3	(3.1)	74.5	25.8	-	-	-	14.6

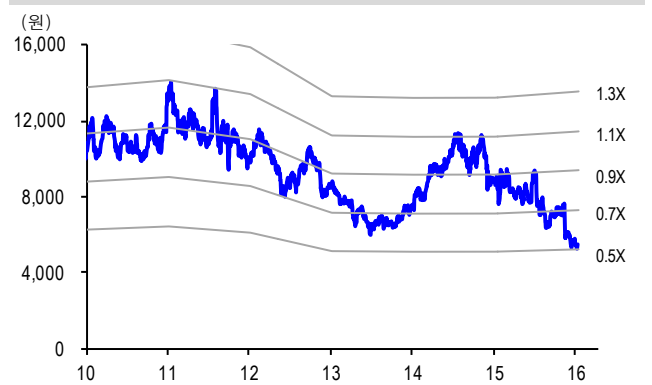
자료: WISEfn, 신한금융투자

SK네트웍스의 12개월 선행 PER 밴드



자료: WISEfn, 신한금융투자

SK네트웍스의 12개월 선행 PBR 밴드



자료: WISEfn, 신한금융투자

IM (Information & Communication Technology Marketing): 휴대폰 유통
 EM (Energy Marketing): 주유소 유류판매
 T&I (Trading & Investment): 화학, 철강, 석탄 트레이딩
 SM (Speedmate): 차량 경정비, 렌터카, GM 딜러십
 워커힐: 호텔, 외부 음식점, 면세점

SK네트웍스의 2016년 1분기 실적 프리뷰

(십억원, %)	1Q16F	1Q15	YoY	4Q15	QoQ	컨센서스
매출액	4,383.1	4,859.3	(9.8)	5,235.8	(16.3)	4,590.7
영업이익	26.2	32.0	(18.2)	64.1	(59.1)	34.0
세전이익	11.4	8.4	35.9	8.0	15.3	8.8
순이익(지배지분)	8.7	2.0	335.0	10.5	(38.0)	6.1
영업이익률	0.6	0.7	-	1.2	-	0.7
세전이익률	0.2	0.2	-	0.2	-	0.2

자료: 회사 자료, WISEfn, 신한금융투자

SK네트웍스의 실적 전망 가정

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
휴대폰 판매량 (천대)	2,099	1,888	1,995	1,889	2,068	1,973	1,985	1,927	7,545	7,871	7,952	7,948	7,908
휴대폰 평균 판매가격 (천원)	573	581	561	698	591	592	600	705	641	602	621	627	633
유류판매량 (백만 드림)	7.3	7.2	8.4	9.0	8.2	7.3	8.3	8.8	29.3	31.9	32.6	32.8	32.8
유류 평균 판매가격 (천원/드림)	240	270	239	208	187	189	215	227	303	238	205	245	270
렌터카 운영대수 (대)	37,000	41,000	44,800	50,400	53,500	57,200	61,200	66,000	32,188	50,400	66,000	81,000	97,000
중고차 매각대수 (대)	1,100	1,670	2,300	1,600	1,111	1,687	2,323	1,616	5,450	6,670	6,737	9,095	12,278

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK네트웍스의 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	4,859.3	5,160.0	5,100.8	5,235.8	4,383.1	4,145.3	4,563.6	5,090.0	22,408.1	20,355.8	18,182.0	19,560.8	20,690.2
IM	1,259.2	1,170.4	1,197.3	1,423.7	1,282.5	1,246.4	1,271.2	1,465.6	5,126.9	5,050.6	5,265.7	5,322.9	5,358.8
EM	1,759.0	1,947.8	2,007.3	1,875.4	1,533.7	1,384.5	1,781.9	1,997.3	8,882.4	7,589.5	6,697.3	8,038.1	8,868.2
T&I	1,328.0	1,512.8	1,359.5	1,295.4	1,157.1	1,131.6	1,130.8	1,176.4	6,261.9	5,495.7	4,595.9	4,549.9	4,682.0
SM	240.8	257.6	302.4	315.5	150.4	170.5	194.8	195.1	966.9	1,116.3	710.9	824.5	946.4
패션	138.7	134.1	120.5	172.0	134.3	133.6	123.2	176.6	566.6	565.3	567.7	578.7	590.2
워커힐	118.3	122.8	96.8	136.0	115.9	71.5	53.4	69.5	502.8	473.9	310.3	218.5	223.1
기타	15.3	14.5	17.0	17.8	15.4	14.7	17.1	17.9	99.3	64.5	65.2	55.8	51.5
영업이익	32.0	36.1	59.4	64.1	26.2	35.0	57.5	73.1	201.3	191.6	191.8	234.1	247.9
IM	18.7	20.3	39.7	39.8	27.9	28.4	33.7	36.5	109.3	118.5	126.5	129.9	131.1
EM	19.6	20.2	33.1	17.7	25.3	20.6	27.4	22.1	89.7	90.6	95.4	96.7	98.8
T&I	11.7	12.6	4.6	5.4	5.7	6.9	9.3	10.7	20.8	34.3	32.6	36.8	37.5
SM	4.8	7.1	12.0	14.1	5.6	7.7	12.3	14.8	29.1	38.0	40.4	56.1	66.0
패션	5.8	1.6	1.2	7.9	0.3	1.2	1.8	7.5	33.4	16.5	10.9	17.2	17.5
워커힐	1.5	0.7	(2.3)	7.3	(9.4)	(1.9)	0.5	7.5	14.8	7.2	(3.3)	8.4	8.6
기타	(30.0)	(26.4)	(28.9)	(28.1)	(29.1)	(28.0)	(27.5)	(26.1)	(95.2)	(113.4)	(110.7)	(111.1)	(111.5)
금융손익	(20.7)	(25.0)	(21.2)	(23.9)	(18.2)	(18.2)	(18.2)	(18.2)	(98.2)	(90.8)	(72.6)	(67.2)	(65.7)
지분법이익	(18.7)	(20.0)	(18.0)	(16.3)	(15.8)	(15.8)	(15.8)	(15.8)	(73.9)	(72.9)	(63.0)	(57.6)	(56.1)
기타영업손익	(2.0)	(5.0)	(3.2)	(7.6)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(24.3)	(17.9)	(9.6)	(9.6)	(9.6)
세전이익	8.4	8.2	75.5	8.0	11.4	15.4	38.2	54.1	37.3	100.2	119.1	163.9	179.3
순이익	2.0	4.4	56.5	10.5	8.7	11.7	29.0	41.0	32.1	73.5	90.4	124.4	136.1
영업이익률	0.7	0.7	1.2	1.2	0.6	0.8	1.3	1.4	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2
IM	1.5	1.7	3.3	2.8	2.2	2.3	2.7	2.5	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4
EM	1.1	1.0	1.6	0.9	1.6	1.5	1.5	1.1	1.0	1.2	1.4	1.2	1.1
T&I	0.9	0.8	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	0.3	0.6	0.7	0.8	0.8
SM	2.0	2.8	4.0	4.5	3.8	4.6	6.5	7.9	3.0	3.4	5.7	6.8	7.0
패션	4.2	1.2	1.0	4.6	0.2	0.9	1.5	4.2	5.9	2.9	1.9	3.0	3.0
워커힐	1.3	0.6	(2.4)	5.4	(8.1)	(2.7)	0.9	10.8	2.9	1.5	(1.1)	3.8	3.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
자산총계	8,504.7	8,203.2	7,971.4	8,196.9	8,470.6
유동자산	4,292.7	3,923.3	3,628.8	3,740.7	4,153.7
현금및현금성자산	1,291.8	1,129.0	1,298.1	1,257.0	1,526.6
매출채권	1,460.3	1,236.2	1,143.5	1,230.2	1,301.3
재고자산	948.2	1,141.7	773.7	832.4	880.4
비유동자산	4,212.1	4,279.9	4,342.6	4,456.1	4,316.9
유형자산	3,515.3	3,518.9	3,635.8	3,756.1	3,613.9
무형자산	99.0	94.8	87.6	79.9	73.3
투자자산	297.4	212.1	164.1	165.1	174.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	5,986.5	5,683.8	5,391.4	5,529.7	5,704.6
유동부채	4,549.7	4,261.8	4,079.3	4,218.2	4,394.4
단기차입금	1,069.5	856.4	801.3	796.0	790.7
매입채무	2,628.0	2,636.1	2,635.1	2,755.0	2,914.1
유동성장기부채	403.5	362.5	250.5	249.0	247.2
비유동부채	1,436.8	1,421.9	1,312.1	1,311.5	1,310.2
사채	837.2	986.4	985.8	985.2	984.6
장기차입금(장기금융부채 포함)	539.7	393.9	283.6	280.3	277.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,518.2	2,519.4	2,580.0	2,667.2	2,766.1
자본금	648.7	648.7	648.7	648.7	648.7
자본잉여금	814.6	814.7	814.7	814.7	814.7
기타자본	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
기타포괄이익누계액	2.1	(44.5)	(44.5)	(44.5)	(44.5)
이익잉여금	1,059.4	1,108.2	1,168.8	1,256.0	1,354.8
지배주주지분	2,525.6	2,527.8	2,588.4	2,675.6	2,774.5
비지배주주지분	(7.4)	(8.4)	(8.4)	(8.4)	(8.4)
*총차입금	3,125.7	2,865.3	2,558.9	2,566.2	2,570.0
*순차입금(순현금)	1,756.5	1,676.3	1,207.2	1,251.5	982.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	(234.4)	119.2	718.5	270.8	321.9
당기순이익	31.6	73.0	90.4	124.4	136.1
유형자산상각비	107.5	135.3	144.7	158.2	142.2
무형자산상각비	15.2	14.7	9.2	7.8	6.6
외화환산손실(이익)	18.9	17.3	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(12.3)	(42.3)	12.0	12.0	12.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	50.2	6.5	(4.1)	(6.1)	(6.1)
운전자본변동	(549.2)	(92.7)	466.3	(25.4)	31.1
(법인세납부)	(25.9)	(48.8)	(28.7)	(39.5)	(43.2)
기타	129.6	56.2	28.7	39.4	43.2
투자활동으로인한현금흐름	338.2	25.8	(206.0)	(277.4)	(6.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(155.0)	(124.4)	(261.6)	(278.5)	0.0
유형자산의감소	19.8	65.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	4.6	(4.6)	(2.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.7)	26.4	52.1	5.2	(3.4)
기타	469.5	62.8	5.5	(4.1)	(3.3)
FCF	(222.4)	330.3	508.0	43.8	365.3
재무활동으로인한현금흐름	(116.6)	(306.5)	(331.2)	(22.5)	(33.5)
차입금의증가(감소)	(56.9)	(280.2)	(306.4)	7.3	3.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(24.8)	(24.8)	(29.8)	(37.2)
기타	(59.7)	(1.5)	(0.0)	0.0	(0.1)
기타현금흐름	(1.0)	0.0	(12.2)	(12.0)	(12.1)
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.9)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(14.8)	(162.8)	169.0	(41.0)	269.6
기초현금	1,306.5	1,291.8	1,129.0	1,298.0	1,257.0
기말현금	1,291.8	1,129.0	1,298.0	1,257.0	1,526.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	22,408.1	20,355.8	18,182.0	19,560.8	20,690.2
증가율 (%)	(13.7)	(9.2)	(10.7)	7.6	5.8
매출원가	20,667.0	18,809.5	16,899.4	18,153.1	19,200.9
매출총이익	1,741.0	1,546.4	1,282.7	1,407.7	1,489.4
매출총이익률 (%)	7.8	7.6	7.1	7.2	7.2
판매관리비	1,539.7	1,354.8	1,090.9	1,173.6	1,241.4
영업이익	201.3	191.6	191.8	234.1	247.9
증가율 (%)	(16.4)	(4.9)	0.1	22.1	5.9
영업이익률 (%)	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2
영업외손익	(164.1)	(91.4)	(72.6)	(70.1)	(68.6)
금융손익	(98.2)	(90.8)	(72.6)	(67.2)	(65.7)
기타영업외손익	(62.7)	7.9	4.4	(0.5)	(0.5)
종속 및 관계기업관련손익	(3.1)	(8.5)	(4.4)	(2.4)	(2.4)
세전계속사업이익	37.3	100.2	119.1	163.9	179.3
법인세비용	5.7	27.1	28.7	39.5	43.2
계속사업이익	31.6	73.0	90.4	124.4	136.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	31.6	73.0	90.4	124.4	136.1
증가율 (%)	흑전	131.0	23.8	37.6	9.4
순이익률 (%)	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7
(지배주주)당기순이익	32.1	73.5	90.4	124.4	136.1
(비지배주주)당기순이익	(0.5)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	16.3	26.7	90.4	124.4	136.1
(지배주주)총포괄이익	16.3	26.9	91.1	125.3	137.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	(0.2)	(0.6)	(0.9)	(1.0)
EBITDA	324.1	341.6	345.6	400.0	396.7
증가율 (%)	(6.5)	5.4	1.2	15.8	(0.8)
EBITDA 이익률 (%)	1.4	1.7	1.9	2.0	1.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

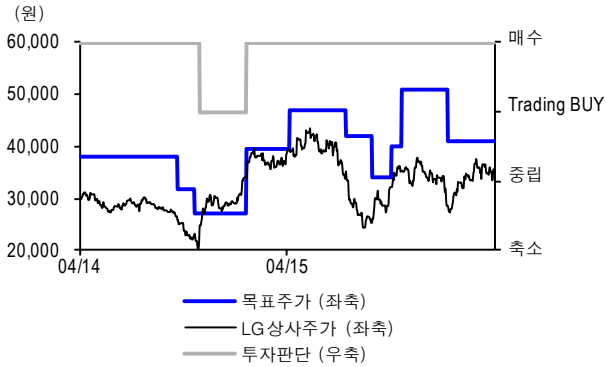
주요 투자지표

12월 결산	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS (당기순이익, 원)	127	294	364	501	548
EPS (지배순이익, 원)	129	296	364	501	548
BPS (자본총계, 원)	10,142	10,146	10,391	10,742	11,140
BPS (지배지분, 원)	10,172	10,180	10,425	10,776	11,174
DPS (원)	100	100	120	150	150
PER (당기순이익, 배)	70.2	18.7	17.5	12.7	11.6
PER (지배순이익, 배)	69.3	18.5	17.5	12.7	11.6
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
PBR (지배지분, 배)	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	12.2	8.9	8.1	7.1	6.5
배당성향 (%)	77.4	33.8	33.0	29.9	27.4
배당수익률 (%)	1.1	1.8	1.9	2.4	2.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	1.4	1.7	1.9	2.0	1.9
영업이익률 (%)	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2
순이익률 (%)	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7
ROA (%)	0.4	0.9	1.1	1.5	1.6
ROE (지배순이익, %)	1.3	2.9	3.5	4.7	5.0
ROIC (%)	5.5	3.4	4.3	5.5	5.8
안정성					
부채비율 (%)	237.7	225.6	209.0	207.3	206.2
순차입금비율 (%)	69.8	66.5	46.8	46.9	35.5
현금비율 (%)	28.4	26.5	31.8	29.8	34.7
이자보상배율 (배)	2.2	2.1	2.4	3.0	3.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(389.9)	502.3	(65.6)	(39.0)	(41.0)
재고자산회수기간 (일)	15.7	18.7	19.2	15.0	15.1
매출채권회수기간 (일)	24.0	24.2	23.9	22.1	22.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

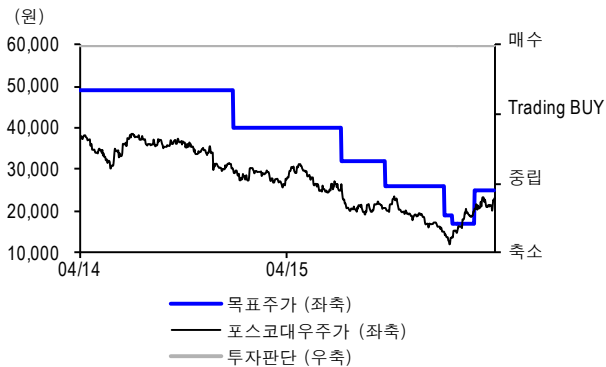
투자의견 및 목표주가 추이

LG상사 (001120)



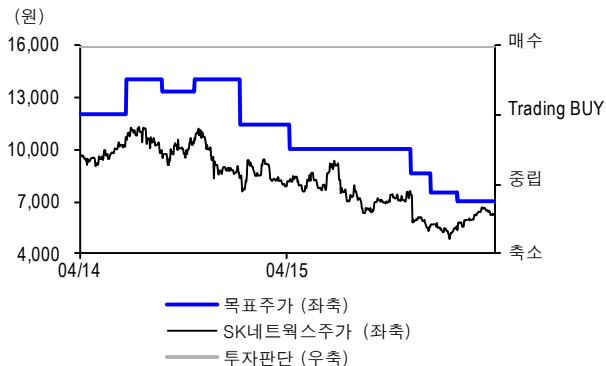
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 04월 11일	매수	38,000
2014년 10월 01일	매수	31,700
2014년 10월 31일	매수	27,000
2014년 11월 09일	Trading BUY	27,000
2015년 01월 30일	매수	39,500
2015년 04월 16일	매수	47,000
2015년 07월 24일	매수	42,000
2015년 07월 24일	매수	47,000
2015년 09월 08일	매수	34,000
2015년 10월 12일	매수	40,000
2015년 10월 23일	Trading BUY	40,000
2015년 10월 28일	매수	40,000
2015년 10월 30일	매수	51,000
2016년 01월 19일	매수	41,000

포스코대우 (047050)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 04월 11일	매수	49,000
2015년 01월 07일	매수	40,000
2015년 07월 16일	매수	32,000
2015년 10월 01일	매수	26,000
2016년 01월 13일	매수	19,000
2016년 01월 27일	매수	17,000
2016년 03월 06일	매수	25,000

SK네트웍스 (001740)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 04월 11일	매수	12,000
2014년 07월 03일	매수	14,000
2014년 09월 04일	매수	13,300
2014년 10월 31일	매수	14,000
2015년 01월 19일	매수	11,400
2015년 04월 16일	매수	10,000
2015년 11월 15일	매수	8,600
2015년 12월 20일	매수	7,500
2016년 02월 05일	매수	7,000

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 허민호)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(LG상사)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

주 가 가 가	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	세 터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하		

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2016년 4월 12일 기준)

매수 (매수)	87.56%	Trading BUY (중립)	5.07%	중립 (중립)	7.37%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 양동포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실산천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606			제주지역	
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370			서귀포	064) 732-3377
								제주	064) 743-9011
대전·충북지역									
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600			강원지역	
								강릉	033) 642-1777
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수완	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	명동	02) 718-0149	성수동	02) 466-4227	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106
과천	02) 3679-1410	부산서면	051) 243-3070	신제주	064) 743-0752	의정부	031) 848-0125	평촌	031) 386-0583
광교영업부	02) 777-1559	산본중앙	031) 396-5094	영업부	02) 3783-1025	종로	02) 722-4388	평택	031) 657-0136
마포중앙	02) 718-5029	서여의도	02) 3775-1458						
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민	(84-8) 6299-8000	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445