



스몰캡 김재윤

jy.kim@ktb.co.kr

스몰캡 김영준

yjkim311@ktb.co.kr

지주/은행 김한이

haneykim@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가
대림산업 (000210)	BUY	11만원
대한항공 (003490)	BUY	4.5만원
금호석유 (011780)	BUY	13.5만원
한진칼 (180640)	BUY	3만원
삼천리 (004690)	BUY	13만원
현대그린푸드 (005440)	N/R	-
사조산업 (007160)	N/R	-
조광피혁 (004700)	N/R	-

주주행동주의

행동주의, 국내시장의 알파를 찾아라

Issue

현재 국내 기업들은 저성장 국면 진입으로 주가 상승을 기대할 요소가 부족한 상황. 주주행동주의의 기본 목적은 주주권 행사를 통한 기업가치 상승, 국내 기업들의 경영진 리스크는 적극적인 경영권 참여로 해소가능한 점에서 새로운 알파로 부각

Pitch

KTBT투자증권 리서치센터는 본 자료를 통해, ①낮은 배당성향, ②내재가치의 미반영, ③국민연금의 스튜어드십 코드 행사가능 여부를 고려하여 주주행동주의 시각에서 주목받을 수 있는 회사들을 제시

Rationale

- 일부 기업들에 악습과 같이 이어온 경영진들의 주주 비친화적인 경영정책은 2019년부터 변화를 맞을 가능성이 높음. 다양한 행동주의 펀드의 등장, 국민연금의 스튜어드십 코드 행사 등 적극적인 주주권 참여 전망. 경영권 문제로 인한 자산/내재가치 미반영 부문에 대한 주주의 정당한 요구 시작 예상
- 과거 행동주의 펀드들의 국내 기업에 대한 경영 개입은 '기업사냥꾼'의 이미지로 국내 기관투자자 및 국민들의 지지를 받지 못함. 그러나 2019년 한진그룹에 대한 행동주의 펀드의 경영 개입은 오너의 소위 '갑질'이슈와 겹치며 과거와는 다른 양상을 보임. 경영진에 의한 주주 가치 훼손이란 명분을 확보함에 따라 경영권 개입의 정당성을 확보
- 또한 행동주의 펀드의 대상 기업은 대기업에서 중견/중소기업으로 확대 중. 삼성전자를 선두로 한 국내 기업들의 지배구조 개선 및 주주환원 정책 확대가 진행되고 있지만, 아직 중견/중소기업의 개선은 미흡한 만큼 향후 행동주의 펀드의 대상이 될 가능성이 높음
- 행동주의 펀드의 경영권 참여가 실질적인 기업가치 상승으로 이어지기 위해 선택되어야 할 요건은 낮은 지분율과 높은 괴리율. 행동주의 펀드의 투입 자본과 기대수익률은 각각 대주주 지분율과 기업 가치-주가의 괴리율과 연결
- 행동주의 펀드가 경영권 참여로 가장 빠르게 진행할 수 있는 기업 가치 제고 방법은 ①주주환원 정책 강화와 ②자산가치 및 내재가치의 정당한 반영. 높은 FCF/낮은 Capex 대비 낮은 배당성향과 주가에 반영되지 않는 높은 자산/내재가치를 보유한 기업들은 경영권 참여를 통한 기업가치 정상화가 가능

CONTENTS

03	I. Summary & Focus Charts
06	II. 행동주의의 시작
	II-1. 국내 시장에 대한 행동주의 펀드의 기대
	II-2. 국내외 행동주의 펀드 역사
12	III. 국내 제도, 법령 현황
	III-1. 국민연금 스튜어드십 코드: 경영참여 미해당 주주권부터 단계적 시행
	III-2. 상법상 소수주주권의 내용
16	IV. 국내 행동주의 펀드 시장의 확대
	커지는 행동주의 펀드 규모
18	V. 타깃 리스트 선정
	V-1. 주주행동주의 타깃 리스트 선정
	V-2. 리스트업 ①: 지배구조/주주환원 정책 개선 측면
	V-3. 리스트업 ②: 자산가치/내재가치 측면
	V-4. 리스트업 ③: 스튜어드십 코드 행사에 따른 기업가치 제고
27	VI. 종목별 투자의견
28	대림산업 (000210)
33	대한항공 (003490)
36	금호석유 (011780)
39	한진칼 (180640)
42	삼천리 (004690)
46	현대그린푸드 (005440)
49	사조산업 (007160)
52	조광피혁 (004700)

I. Summary & Focus Charts

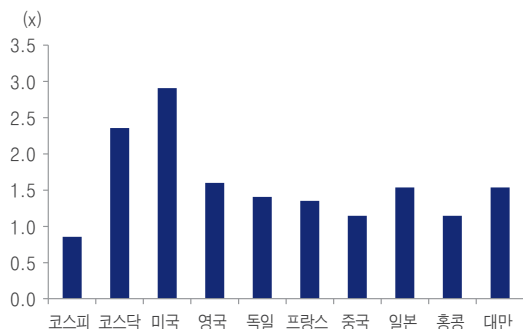
행동주의 펀드의 목적은 적극적인 경영권 참여를 통한 기업 가치 상승이다. 낮은 주주환원 정책, 경영진 리스크 등은 실질적인 기업가치와 주가 사이의 괴리를 만들어낸다. 특히, 국내 기업들의 낮은 주주환원 정책은 주가의 본질적인 할인 요인이 되고 있다. 뿌리깊게 박힌 주주에 대한 의식 부족은, 높은 Capex를 유지하며 급성장하던 2000년대 이전부터 이어져오고 있는 것이다. 이는 대주주의 주주가치 제고의지 부재로 이어지며 타 국가대비 현저히 낮은 배당성향으로 이어진다. 또한 상장기업을 자손에 물려주어야 할 기업으로 여기는 대주주들의 주주의식도 낮은 주주환원 정책의 한 요인으로 작용한다. 최근 한진 그룹에 대해, 한국형 주주행동주의를 표방하는 사모펀드 KGCI의 주주권 행사가 초읽기에 들어갔다. 국내 기업에 대한 행동주의 펀드의 적극적 주주권 행사는 한진 그룹이 처음은 아니나, 경영권 개입에 대한 명분을 확보한 국내 펀드의 행동주의 투자가 시작되었다는 점은 고무적이다.

행동주의 펀드의 확대는 비단 대한민국만의 현상은 아니다. 글로벌 행동주의 펀드의 숫자는 2013년 상반기 275개에서 2018년 상반기 524개로 증가하였으며 대상 기업 수는 2013년 570개 기업 → 2017년 805개로 확대되었다. 특히, 아시아 기업에 대한 행동주의 펀드의 경영개입은 2013년 34회 → 2017년 106회로 큰 폭의 증가를 보이고 있다. 국내 기업 또한 소버린의 SK 경영개입, 칼 아이칸의 KT&G 경영 개입, 엘리트의 삼성물산 합병 소송 등 점차 행동주의 펀드의 경영개입이 늘어나는 추세이다.

주주행동주의의 기본 목적은 주주권 행사를 통한 기업가치 상승이다. 경영진 리스크에 의한 주가 할인은 성장성이 둔화된 국내 기업들에 대한 투자에서의 알파가 될 것으로 판단한다. 국내 증시 부진 및 글로벌 경기 둔화에 따른 여파로 코스피, 코스닥 지수는 2018년 연간 -17.3%, -15.4%에 머물렀으며, 국내 펀드 수익률 또한 -13.7%로 부진했다. 공모펀드 부진은 헷지펀드, 사모펀드 시장 확대에 이어졌으나 여전히 시장에서의 알파를 기대할 요소는 부족하다. 반면, 산재해있는 국내 기업들의 경영진 리스크는 기관투자자의 적극적인 경영권 참여로 해소가능하단 점에서 새로운 알파 요소로 부각된다.

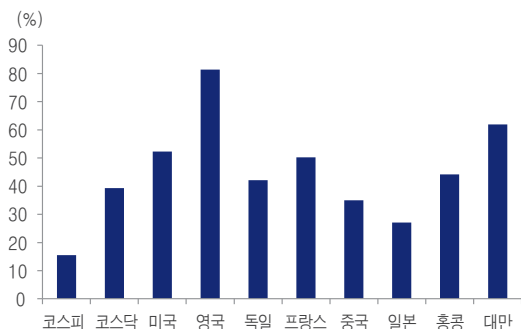
낮은 주주환원 정책, 경영진 리스크가 할인 요인이 된다면, 이를 해소하는 측면에서 할인 수준만큼의 기업가치 상승을 기대할 수 있다. 또한 이와 같은 할인 요인은 법·제도 변경과 경영권 참여를 통해 해소될 수 있을 것이다. 즉, 행동주의 펀드의 경영권 참여가 실질적인 기업가치 상승으로 이어지기 위해 선제되어야 할 요건은 낮은 지분율과 높은 괴리율이다. 행동주의 펀드의 투입 자본과 기대수익률은 각각 대주주 지분율과 기업 가치-주가의 괴리율과 연결된다. 그리고 행동주의 펀드가 경영권 참여로 가장 빠르게 진행할 수 있는 기업 가치 제고 방법은 ①주주환원 정책 강화와 ②자산가치 및 내재가치의 정당한 반영이다. 높은 FCF/낮은 Capex 대비 낮은 배당성향과 주가에 반영되지 않는 높은 자산/내재가치를 보유한 기업들은 행동주의 펀드의 경영권 참여를 통한 기업가치 정상화가 가능하다.

In-Depth ◆ 주주행동주의

Focus
Chart 01 글로벌 증시 12MF PBR 비교

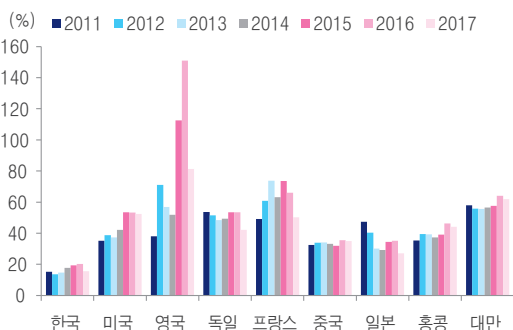
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Note: 코스닥150 기준, 미국 S&P 500 기준, 중국 상해 기준

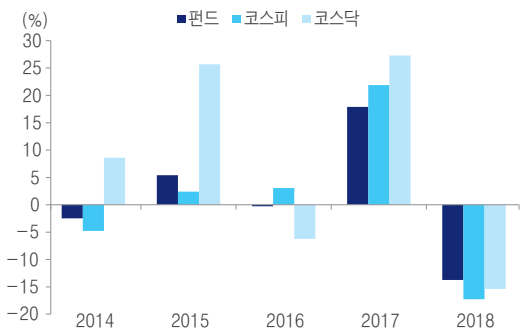
Focus
Chart 02 글로벌 증시 배당 성향(2017년) 비교

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Note: 코스닥150 기준, 미국 S&P 500 기준, 중국 상해 기준

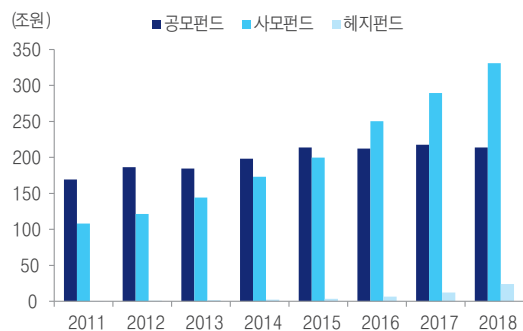
Focus
Chart 03 배당 성향 변화

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Focus
Chart 04 펀드, 코스피, 코스닥 연간 수익률

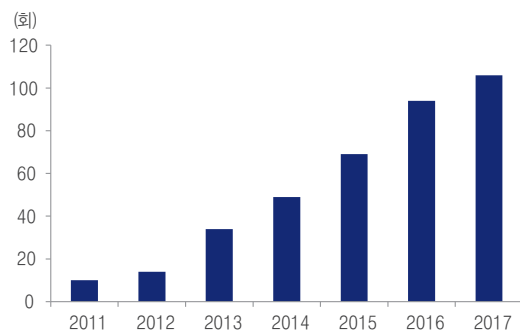
Source: 금융투자협회, Dataguide, KTB투자증권

Note: 펀드 수익률은 국내 투자, 주식형 펀드 평균

Focus
Chart 05 펀드 순자산 규모 추이

Source: 금융투자협회, 더벨, KTB투자증권

Note: 헤지펀드는 더벨에서 제공하는 데이터베이스 기준

Focus
Chart 06 아시아 대상 행동주의 펀드 경영 개입 현황

Source: JP Morgan Shareholder Activism in Asia, KTB투자증권

Focus
Chart 07 스튜어디십 코드 7개 원칙

원칙	내용
1. 수탁자 책임 정책 제정 및 공개	*국민연금 성격, 코드 도입 목적, 원칙별 핵심내용 등 명시
2. 이해상충 방지정책 제정 및 공개	*가입자대표 추천 전문가 중심으로 구성된 '수탁자책임전문위원회' 설치 및 운영 *수탁자책임전문위 내부통제 및 투명성, 책임성 강화 조치 충실한 이행
3. 투자대상회사 주기적 점검	*재무적, 비재무적 요인을 주기적으로 점검 *기업가치 훼손이 있다고 판단한 경우, 사실관계 확인 및 개선대책 등을 요구하는 주주활동 추진
4. 수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행	*'18년 하반기~19년~20년 단계적 시행 시행 주주권행사
5. 의결권 정책, 행사내역·사유 공개	*이미 이행 중
6. 의결권행사, 수탁자 책임 활동 주기적 보고	*『연차보고서』 발간
7. 역량·전문성 확보	*인력·조직 확충, 국내외 기관투자자와 협력

Source: KTB투자증권

Focus
Chart 08 단계별 주주권 행사 내용

주주권 행사	세부내용
• 2018년 하반기	
배당관련 주주활동 의결권 내역공시	*배당정책 수립요구 강화(대상기업 확대(연 4~5 → 8~10개 등)) *의결권행사 사전공시 범위 및 내용 등에 대해서는 전문위원회에서 결정
소송 예상치 못한 기업가치	*주주대표소송, 손해배상소송 시행근거, 소제기요건 등 마련 *비공개 대화 실시, 공개 활동 및 의결권행사 연계 추진
• 2019년	
중점관리사안 선정, 비공개 대화 이사회 구성·운영 등 가이드라인	*기금수익, 주주가치 등과 밀접한 사안을 선정 *해당 기업과 개선비공개 대화를 요구하는 비공개 대화 *의결권 지침에 기 규정된 세부기준 등을 활용
위탁운용사 활용	*위탁운용사 선정·평가시 코드 도입·이행여부 가산점 부여 *위탁부문 의결권행사는 관계법령 개정 후 위탁운용사에 위임
• 2020년	
비공개·공개 중점 관리기업 미개선시 의결권 연계 경영참여 주주권행사	*미개선 기업은 비공개 중점관리기업('20년초) *공개 중점관리기업('20년말)으로 단계별 선정 *관련 있는 의결권 분야 반대 *재반언권이 구비된 후 이행방안 마련하되, 기금위 의결에 따라 시행 가능

Source: KTB투자증권

Focus
Chart 09 오너리스크 사례

기업	이슈 시기	내용
한화	2011년 1월	김승연 회장 등 임원 11명이 횡령, 배임, 조세 포탈 혐의로 기소
SK	2011년 11월	최태원 회장 계열사 투자금을 빼돌리고, 139억여 원의 비자금 조성 혐의로 기소
CJ그룹	2013년 7월	이재현 회장 국내외 자산 963억원을 횡령, 회사에 569억원의 손해를 끼친 혐의
효성	2014년 1월	조석래 회장 1조원대 분식회계를 통해 세금을 탈루 혐의로 기소
대한항공	2014년 12월	조현아 부사장 항공기항로변경죄, 항공기안전운행저해폭행죄 등의 혐의
	2018년 4월	조현민 물벼락 갑질로 수사 받았으나 무혐의 처분
네이처리퍼블릭	2016년 6월	정운호 전 대표 원정도박사건, 폭행, 법조 비리 등으로 구속
대림산업	2016년 8월	이해욱 회장 운전기사 폭행, 폭언 근로기준법 위반으로 검찰에 기소
	2017년 9월	일감 몰아주기 관련 혐의
삼성전자	2017년 2월	이재용 부회장 박근혜 전 대통령에게 뇌물을 건넨 혐의 등으로 구속 기소
미스터피자	2017년 7월	정우현 회장 경비원 폭행 및 150억원대의 횡령·배임을 저지른 혐의로 기소
종근당	2018년 1월	이장한 회장 운전기사들에게 상습적으로 폭언과 협박 등으로 불구속 기소
금호아시아나	2018년 2월	박삼구 회장 아시아나항공 여성 승무원 성희롱 배임 의혹
롯데그룹	2018년 3월	신동민 회장 국정농단 사건의 뇌물 혐의, 경영비리 사건의 횡령·배임 혐의로 구속
한진그룹	2018년 4월	조양호 회장 조세포탈 혐의 고발, 횡령 배임 혐의 조사

Source: 언론 취합, KTB투자증권

II. 행동주의의 시작

II-1. 국내 시장에 대한 행동주의 펀드의 기대

최근 한진 그룹에 대해, 한국형 주주행동주의를 표방하는 사모펀드 KGCI의 주주권 행사가 초읽기에 들어갔다. 3월 정기 주총, 주주권 행사를 통해 기업가치 제고를 요구할 가능성이 높아지며, 행동주의 펀드와 스튜어드십 코드에 대한 관심도 덩달아 높아지고 있다. 물론 국내 기업에 대한 행동주의 펀드의 적극적 주주권 행사는 한진 그룹이 처음은 아니나, **경영권 개입에 대한 명분을 확보**한 국내 펀드의 행동주의 투자가 시작되었다는 점은 고무적이다.

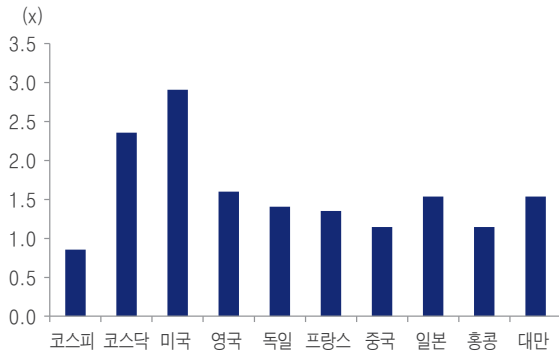
2018년 한국형 주주행동주의 펀드가 확보할 수 있었던 명분은 국내 기업의 고질적인 주주 비친화적인 정책, 비합리적인 경영진의 경영활동, 비상장 자회사간 밀어주기 식 내부거래, 2세 경영진에 대한 기업 승계 이슈 등 오너家 경영에 대한 우려다. 또한 이러한 명분은 국민연금의 스튜어드십 코드 도입으로 이어지며 주주권 행사의 정당성을 보증한다.

비단, 대주주 경영의 문제를 제외하더라도 낮은 배당성향은 국내 기업들의 고질적인 문제이다. 글로벌 증시와 한국 증시를 비교할 때, 항상 등장하는 코리아 디스카운트는 이러한 국내 기업의 저배당 정책과 밀접하게 연관된다. 코스피 평균 배당성향인 15.5%는 선진국 증시 뿐 아니라, 중국/대만과 비교시에도 현저히 낮은 수준이다. 과거 국내 기업들의 투자위주 성장이 진행되던 시절은 끝이 났음에도 배당성향은 제자리 걸음이다. (2011년 15.2% → 2017년 15.5%)

주주행동주의의 기본 목적은 주주권 행사를 통한 기업가치 상승이다. 경영진 리스크에 의한 주가 할인 효과는 성장성이 둔화된 국내 기업들에 대한 투자에서의 알파가 될 것으로 판단한다. 국내 증시 부진 및 글로벌 경기 둔화에 따른 여파로 코스피, 코스닥 지수는 2018년 연간 -17.3%, -15.4%에 머물렀으며, 국내 펀드 수익률 또한 -13.7%로 부진했다. 공모펀드 부진은 헷지펀드, 사모펀드 시장 확대에 이어졌으나 여전히 시장에서의 알파를 기대할 요소는 부족하다. 반면, 산재해있는 국내 기업들의 경영진 리스크는 기관투자자의 적극적인 경영권 참여로 해소가능하단 점에서 새로운 알파 요소로 부각된다.

KTB투자증권 리서치센터는 본 자료를 통해 기업가치 상승 잠재력이 큰 기업을 선정하고자 한다. 국내 기업의 주요 할인 요소인 ①낮은 배당성향, ②내재가치의 미반영에 초점을 맞췄으며, 행동주의 펀드의 직접투자가 아니더라도 ③국민연금의 스튜어드십 코드 행사를 고려하여 주주행동주의 시각에서 주목 받을 수 있는 회사들을 제시한다.

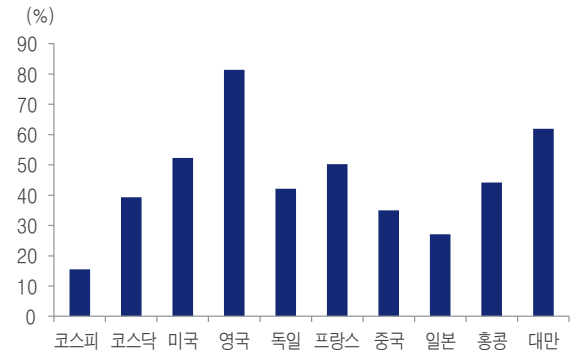
Figure 01 글로벌 증시 12MF PBR 비교



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Note: 코스닥150 기준, 미국 S&P 500 기준, 중국 상해 기준

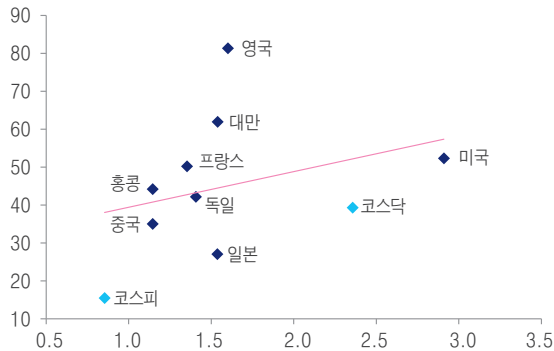
Figure 02 글로벌 증시 배당 성향(2017년) 비교



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Note: 코스닥150 기준, 미국 S&P 500 기준, 중국 상해 기준

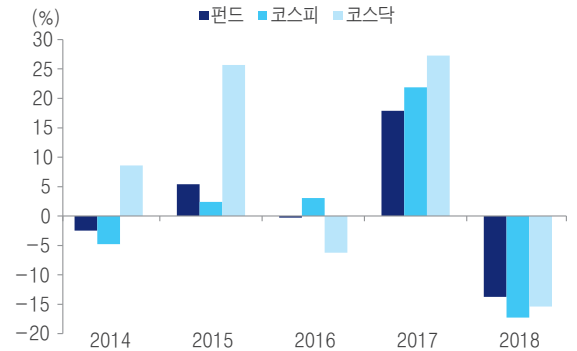
Figure 03 글로벌 증시 PBR, 배당 성향 비교



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Note: 코스닥150 기준, 미국 S&P 500 기준, 중국 상해 기준

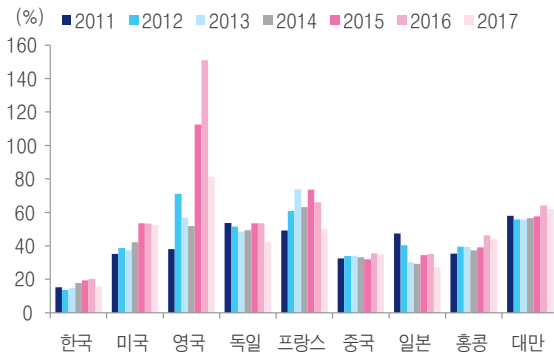
Figure 04 펀드, 코스피, 코스닥 연간 수익률



Source: 금융투자협회, Dataguide, KTB투자증권

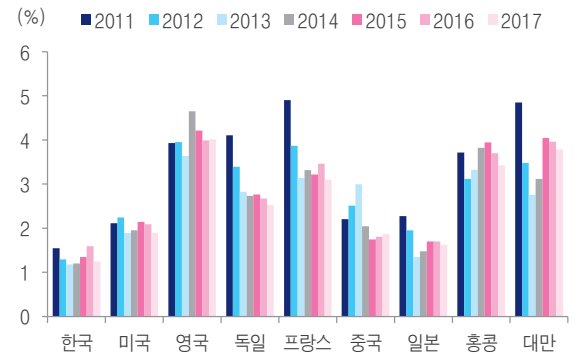
Note: 펀드 수익률은 국내 투자, 주식형 펀드 평균

Figure 05 배당 성향 변화



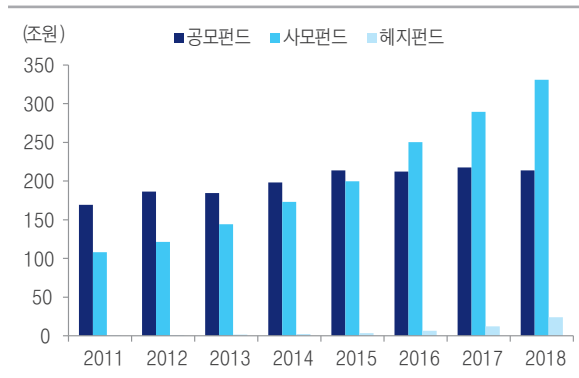
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 06 배당수익률 변화



Source: Bloomberg, KTB투자증권

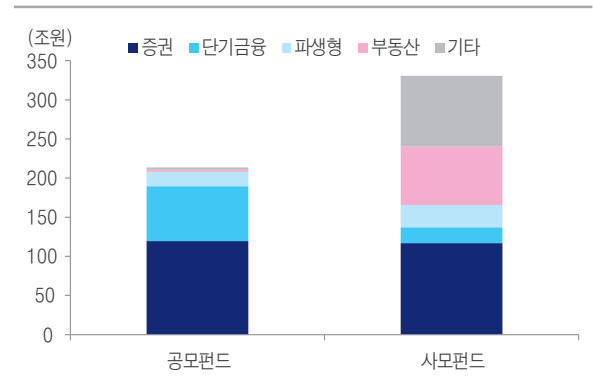
Figure 07 펀드 순자산 규모 추이



Source: 금융투자협회, 더벨, KTB투자증권

Note: 헤지펀드는 더벨에서 제공하는 데이터베이스 기준

Figure 08 2018년 기준 펀드 구성



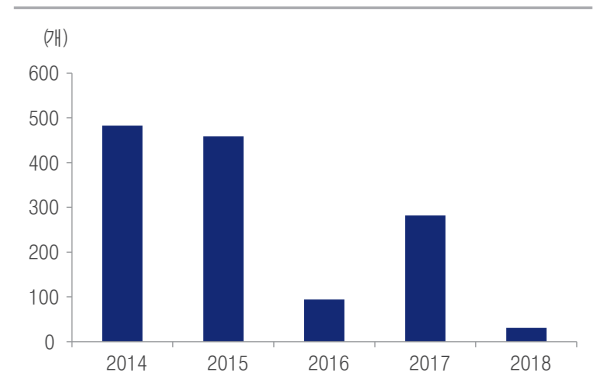
Source: 금융투자협회, KTB투자증권

Figure 09 지배구조 개편 유형 및 개편방식별 집단 현황

개편유형	개편방식	해당집단
소유구조 개선	순환출자 해소	삼성, 롯데, 현대중공업, 대림, 현대백화점, SM, 현대산업개발
	지주회사 체제 전환	효성, 현대산업개발
	지주회사 체제 정비	에스케이, 엘지, 롯데, 엘에스
지배구조 개선	전자투표제 도입	에스케이, 한화
	사외이사 기능 강화	삼성, 현대자동차, 에스케이, 엘에스
	대표이사-이사회 의장 분리	삼성
내부거래 개선	내부거래 많은 회사의 총수일가 지분 축소	에스케이, 엘지, 지에스, 한화, 대림, 태광
	내부거래 축소, 중단	대림
	내부거래위원회 설치	엘에스, 대림, 현대백화점

Source: 공정거래위원회, KTB투자증권

Figure 10 5조원 이상 기업집단의 순환출자 고리 수



Source: 공정거래위원회, KTB투자증권

Note: 2017년의 증가는 에스엠(185개)의 신규 지정 때문

II-2. 국내외 행동주의 펀드 역사

행동주의 펀드의 시작은 1946년 미국에서 주주가 제안한 내용을 기업이 밝히게 하는 SEC Rule 14a-8이 채택되며 시작되었다. 이후 개인투자자 중심, Wall Street Rule(주식을 파는 방식의 의사표현) 방식에서 조금씩 벗어나며 사회 운동화 되었다. 1980년대 중반 이후에 들어서며 기관투자자 중심의 행동주의가 발현되기 시작했으며 1990년부터 주주행동주의가 활성화되며 다양한 방식으로 분화되었으며, 현재까지 발전하고 있다. 우리나라의 경우, 외환위기 이후 외국 자본이 국내로 유입됨에 따라, 헤지펀드들에 의해 주주행동주의가 시작되었다.

국내 기업에 대한 행동주의 펀드들의 활동은 1999년 미국계 헤지펀드 타이거펀드로부터 시작되었다. 타이거펀드는 SK텔레콤의 지분 6.6%를 확보하여 적대적 인수합병 의사를 비쳤다. 이 과정에서 경영진 교체 등을 요구하였으며, 최종적으로는 SK 계열사에 보유 지분을 매각하며 6,000억원의 시세차익을 남겼다. 이후 2003년 (주)SK는 글로벌 사모펀드 소버린자산운용의 공격을 받았다. 소버린은 (주)SK의 지분 14.99%를 확보하여 2대 주주가 되었다. 경영 참여 의사와 함께 지배구조 개선 의지를 밝혔다. 이후 2년 3개월 동안 회장 퇴진, 경영진 교체, 계열사 청산 등을 요구하였다. SK는 막대한 자금을 투자하여 이를 방어하였으며, 2004년 3월 주주총회에서 승리했으나 소버린은 1조원에 가까운 시세차익을 남겼다.

그 외에도 외국계 헤지펀드들의 공격은 다양하게 있어왔다. 2004년 영국계 헤지펀드 헤르메스는 삼성물산 지분 5%를 보유하고, 우선주 소각 요구했다. 2006년 칼 아이칸은 다른 헤지펀드와 연합하여 KT&G 지분을 6.6% 매입하여 자회사 매각 요구 등 경영에 개입하였다. 2016년 SC펀더멘탈은 GS홈쇼핑 지분 1.4%를 보유하고, 배당 확대 및 자사주 매입을 요구했다. 2015년 엘리엇의 삼성물산 합병 반대, 2018년 현대차 그룹 지배구조 개편안 반대 등 다양한 헤지펀드들의 요구가 존재했으며, 대부분은 헤지펀드들이 시세차익을 남기고 떠나는 방식으로 마무리되었다.

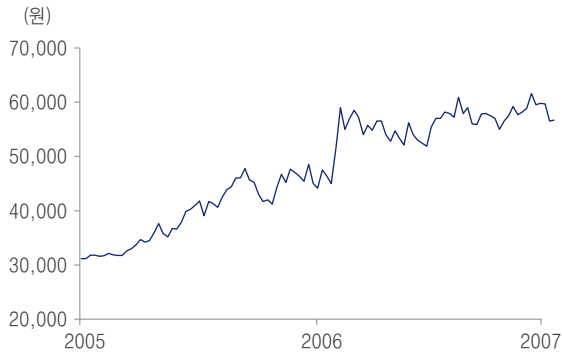
국내에서는 장하성펀드가 2006년 주주 행동주의를 최초로 시작했다. 장하성펀드의 정식 명칭은 한국기업지배구조개선펀드로 라자드운용이 출시하였다. 대한화섬, 태광산업, 벽산건설 등 다양한 기업들과 기업지배구조 개선에 합의하며 초창기 화두가 되었으나 주주권 행사에 대한 인식 부족, 작은 펀드 규모에 따른 주주행동 실패 및 수익률 저조로 2012년 청산하였다.

Figure 11 행동 주의 사례

펀드	대상 기업	년도	내용	
타이거	SK텔레콤	1999년	지분 6.6% 보유. 적대적 인수합병 의사, 경영진 교체 요구	
소버린	SK	2003년	지분 14.99% 보유. 회장 퇴진, 경영진 교체, 계열사 청산 요구	
헤르메스	삼성물산	2004년	지분 5% 보유. 우선주 소각 요구	
칼라이칸	KT&G	2006년	지분 6.6% 매입. 자회사 매각 요구 및 경영 개입	
SC펀더멘탈	모토닉	2015년	감사선임, 배당금 증액, 자사주 소각 요구	
	GS홈쇼핑	2016년	GS홈쇼핑 지분 1.4% 보유. 배당 확대와 자사주 매입 요구	
	삼호개발	2016년	지분 7.83% 보유. 배당 확대, 자사주 매입 주주제안	
엘리엇	삼성물산	2015년	지분 7.12% 보유. 제일모직과의 합병 반대	
	현대차그룹	2018년	4월 현대차 그룹 보통주를 10억 달러 보유하고 있다고 밝힘 5월 현대차그룹 지배구조 개편안에 반대표 던질 것을 선언 8월 계열사를 분할 합병하는 내용의 지배구조 개편안 제시	
	삼성전자	2016년	지분 0.62% 보유. 회사 분할, 복수 상장, 지배구조 개선 등 요구	
	KB자산운용	컴투스	2018년	지분 15.2% 보유. 자금 사용 계획 및 주주 정책 방향성 질문
	KB자산운용	골프존	2018년	지분 18.5% 보유. 적자 사업부 인수 반대 소송 제기
서드포인트	광주신세계	2018년	지분 8.5% 보유. 배당 확대 및 이익 하락세 개선 요구	
	아후	2012년	지분 5.8% 보유. CEO 스콧 톰슨 사임 압력	
	소니	2013년	지분 7% 보유. 자회사 분리 상장 제안 및 경영 개선 압력	
	화낙	2015년	지분 1.4% 보유. 자사주 매입 등 주주 이익 환원 요구	
	세븐앤아이	2016년	스즈키 도시후미 회장의 경영세습에 반대	
트라이언	P&G	2017년	지분 1.5% 보유. 펠츠 회장을 이사로 선임하라는 주주제안	
밸류엑트	마이크로소프트	2013년	지분 0.8% 보유. 이사회 의석 요구	
TCI	J-Power	2007년	지분 9.9% 보유. 배당금 증액 요구	
무라카미	구로다 전기	2015년	지분 15.8% 보유. 이사회 진출, 배당 요구, 전략 변경 요구	
자나 파트너스	월그린	2014년	지분 1.2% 보유. 이사회 의석 확보하며 기업 경영 변화	

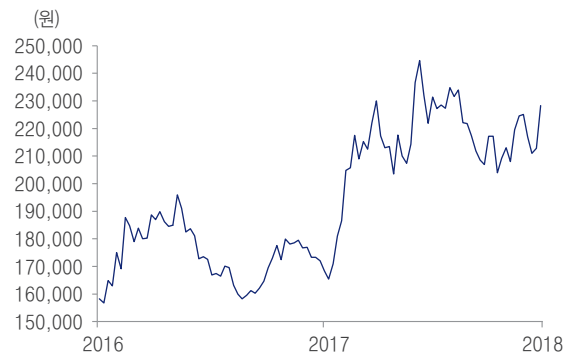
Source: 언론 취합, KTB투자증권.

Figure 12 KT&G 주가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 13 GS홈쇼핑 주가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 14 화낙 주가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 15 세븐앤아이 주가 추이



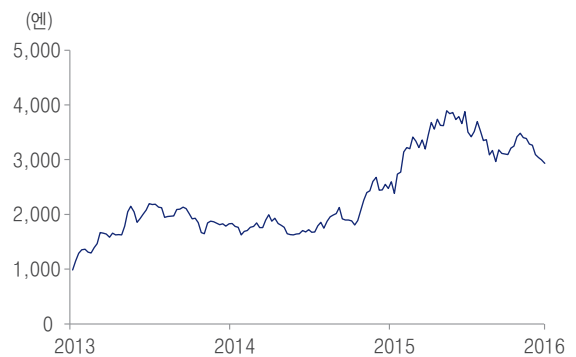
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 16 구로다전기 주가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 17 소니 주가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

III. 국내 제도, 법령 현황

III-1. 국민연금 스튜어드십 코드 도입: 경영참여 미해당 주주권부터 단계적 시행

국민연금은 지난 7월 30일 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입방안을 의결하고 스튜어드십 코드 도입을 선언했다. 도입 목적은 기금의 장기수익 제고와 국민연금 주주권 행사에 있어 정치, 경제권력으로부터 투명성과 독립성을 제고하는 것으로 스튜어드십 코드 7개 원칙과 이행방안이 제시되었다.

주목할 부분은 주주권 행사 범위와 시행 방식이다. 스튜어드십 코드 도입 초기에는 **자본시장법상 ‘경영참여에 해당하지 않는’ 주주권부터 우선 도입**하기로 했다. 경영참여 주주권은 제반 여건이 구비된 이후 이행방안을 마련하되 **그 전이라도 기금운용위원회가 의결한 경우에는 경영참여 주주권을 시행할 수 있도록** 하는 내용이 추가되었다.

‘경영권에 영향을 주는 것’, 즉 경영참여에 대해서는 자본시장법 시행령 제154조 대량보유 등의 보고에 대한 특례에서 규정하고 있다. 주식 5% 이상 대량보유 시 그 보유목적이 경영참여라면 보유주식 수가 1% 이상 변동될 때 5일 이내에 보고가 필요하지만, 보유목적이 경영참여가 아니라면 보고에 특례를 부여하는 내용이다. 시행령에 규정된 경영 참여의 내용은 **임원의 선임-해임 또는 직무 정지, 정관 변경, 중요한 자산 일부 처분 등 Fig. 21의 항목들을 위하여 ‘영향력을 행사’** 하는 것이다.

여기서 ‘영향력을 행사’ 하는 것은 상법상 주주제안권(제363조의2)과 소수주주에 의한 주주총회 소집청구(제366조)를 포함하며, 엄밀하게는 그 외 경영참여 관련 주주권 행위를 구체적으로 열거하고 있지는 않다. 때문에 스튜어드십 코드 도입 당시 주주권 행사 범위를 검토할 때에는 금융위원회가 2017년 6월 발표한 스튜어드십 코드 관련 법령해석집을 발표했으며 이에 따른 경영참여에 해당하지 않는 주주권 행위는 해당 산정기준과 배당정책 변경 요구, 자사주 매입 요구, 이사-감사 후보 추천, 위법행위를 한 이사 해임 및 위법행위 유지 청구 등으로 자세한 내용은 Fig. 22와 같다.

한편 주주권 행사의 내용과 방식은 2018년 하반기부터 단계적으로 구분되어 있다. 2018년 하반기에는 1) 합리적 배당정책 수립 요구 강화(배당성향 낮은 기업 대상, 연 4~5개 → 8~10개 기업으로 확대), 2) 의결권 내역 공시, 3) 주주대표소송 등 시행근거와 소제기요건 마련, 4) 대한항공 등 예상치 못한 기업가치 훼손이슈 발생 시 비공개 대화 실시, 사안에 따라 공개 활동, 의결권행사 연계 추진이 예정되어 있다.

2019년에는 1) 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진일가 사익편취행위, 임원보수한도 과다 등 중점관리 사안을 선정하여 비공개 대화 확산, 2) 이사회 구성, 운영 관련 일반원칙 마련, 3) 위탁운용사 선정-평가 시 코드 도입, 이행여부 가산점 부여가 추진된다. 이어 2020년에는 1) 비공개 대화에도 개선되지 않은 기업을 비공개 중점관리기업, 공개 중점관리기업으로 선정하고 2) 개선되지 않을 시 관련 있는 의결권 분야에 반대하게 된다.

Figure 18 스투어드십 코드 7개 원칙

원칙	내용
1. 수탁자 책임 정책 제정 및 공개	* 국민연금 성격, 코드 도입 목적, 원칙별 핵심내용 등 명시
2. 이해상충 방지정책 제정 및 공개	* 가입자대표 추천 전문가 중심으로 구성된 '수탁자책임전문위원회' 설치 및 운영 * 수탁자책임전문위 내부통제 및 투명성, 책임성 강화 조치 충실한 이행
3. 투자대상회사 주기적 점검	* 재무적, 비재무적 요인을 주기적으로 점검 * 기업가치 훼손이 있다고 판단한 경우, 사실관계 확인 및 개선대책 등을 요구하는 주주활동 추진
4. 수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행	* '18년 하반기~19년~20년 단계적 시행 시행 주주권행사
5. 의결권 정책, 행사내역·사유 공개	* 이미 이행 중
6. 의결권행사, 수탁자 책임 활동 주기적 보고	* 『연차보고서』 발간
7. 역량·전문성 확보	* 인력·조직 확충, 국내외 기관투자자와 협력

Source: KTB투자증권

Figure 19 단계별 주주권 행사 내용

주주권 행사	세부내용
• 2018년 하반기	
배당권리 주주활동	* 배당정책 수립요구 강화(대상기업 확대(연 4~5 → 8~10개 등))
의결권 내역공시	* 의결권행사 사전공시 범위 및 내용 등에 대해서는 전문위원회에서 결정
소송	* 주주대표소송, 손해배상소송 시행근거, 소제기요건 등 마련
예상치 못한 기업가치	* 비공개 대화 실시, 공개 활동 및 의결권행사 연계 추진
• 2019년	
중점관리사안 선정, 비공개 대화	* 기금수익, 주주가치 등과 밀접한 사안을 선정 * 해당 기업과 개선비공개 대화를 요구하는 비공개 대화
이사회 구성·운영 등 가이드라인	* 의결권 지침에 기 규정된 세부기준 등을 활용
위탁운용사 활용	* 위탁운용사 선정·평가시 코드 도입·이행여부 가산점 부여 * 위탁부문 의결권행사는 관계법령 개정 후 위탁운용사에 위임
• 2020년	
비공개·공개 중점 관리기업	* 미개선 기업은 비공개 중점관리기업('20년초) * 공개 중점관리기업('20년말)으로 단계별 선정
미개선사 의결권 연계	* 관련 있는 의결권 분야 반대
경영참여 주주권행사	* 제반여건이 구비된 후 이행방안 마련하되, 기금위 의결에 따라 시행 가능

Source: KTB투자증권

Figure 20 자본시장법 시행령의 경영참여 행위

자본시장법 제154조(대량보유 등의 보고에 대한 특례)

경영권에 영향을 주는 것: 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 위하여 회사나 그 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 것

1. 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지
2. 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경
3. 회사의 자본금의 변경
4. 회사의 배당의 결정- (국민연금 등) 기금 및 그 기금을 관리, 운용하는 법인은 적용제외
5. 회사의 합병, 분할과 분할합병
6. 주식의 포괄적 교환과 이전
7. 영업전부의 양수·양도 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 양수·양도
8. 자산 전부의 처분 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 처분
9. 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약
10. 회사의 해산

Source: 국가법령정보센터, KTB투자증권

Figure 21 금융위 법령해석집의 경영참여에 해당하지 않는 주주활동

구분	내용	경영참여로 판단될 가능성
회계장부 소수	* 회계장부 열람 청구 * 대표소송 또는 집단소송 제기-참여	정당한 목적이 결여된 회계장부 열람 청구를 반복 자본시장법상 경영참여 목적을 위해 회사나 임원을 압박하여 영향력을 행사하고자 대표소송을 제기했다고 인정되는 경우
배당, 자사주	* 배당금액 산정기준-정책의 변경 요구 또는 배당성향-배당수익률 제고 요구 * 적정 배당성향-배당수익률에 관한 기관투자자의 입장을 담은 의견서 전달 * 배당금액 산정기준-정책에 관한 설명 요구 * 자사주 매입 요구	향후 주주제안이나 임시총회 소집 청구 등 사실상 영향력을 행사할 의도로 이루어진 사정이 인정되는 경우 경영참여 목적으로 해석
이사, 감사선임	* 주주총회전 이사들과의 면담시 특정 이사후보의 연임을 반대하며 안건 철회를 요구 * 이사-감사 후보 추천 * 이사회의 요청에 따른 사외이사 후보 추천 * 위법행위를 한 이사에 대한 해임 청구 * 이사의 위법행위 유지 청구	향후 주주제안이나 임시총회 소집 청구 등 사실상 영향력을 행사할 의도로 이루어진 사정이 인정되는 경우 경영참여 목적으로 해석 이사의 법령이나 정관을 위반한 행위가 없음에도 해임 청구권, 위법행위 유지 청구 권을 이용하여 회사나 임원을 압박하려는 의사가 인정되는 경우
주주총회, 주주제안	* 주주총회에서 특정 인건에 대해 반대 의사를 표시하고 적극 발언-토론 * 주주총회 결의의 하자과 관련한 결의취소의 소, 결의무효-부존재확인 소 등을 제기 * 대상기업의 지배구조를 우려하는 기관투자자간 협의가 있는 후 협의에 참여한 특정 기관투자자가 주주제안이나 임시총회 소집청구	자본시장법상 경영참여 목적을 위해 회사나 임원을 압박하려는 의도로 소송 제기를 이용한 사정이 인정되는 경우

Source: 금융위, 보건복지부, KTB투자증권

III-2. 상법상 소수주주권의 내용

해외에서는 적극적 주주 행동이 발생해 왔지만 동일한 사안이 국내에서도 가능하다고 단정짓기는 어려울 것이다. 주주의 권한과 범위를 상법이 규정하고 있으므로, 그 세부 내용들을 살펴볼 필요가 있다.

주주가 경영과 감독에 직접 참여할 수 없는 문제점을 해소하기 위하여, 상법은 1) 경영자 및 감사기관의 선임/해임 관련 사항과 2) 회사의 구조변경에 대한 의사결정을 주주총회 결의 사항으로 규정한다. 이사와 감사의 선임과 보수결정, 배당은 보통결의(출석주주 1/2 이상 & 발행주식총수 1/4 이상 찬성), 정관변경이나 영업양도-합병-분할 등은 특별결의(출석주주 2/3 이상 & 발행주식총수 1/3 이상 찬성) 사항이다. 2017년 12월 새도우보팅이 폐지되어, 주총 안전 통과에 대한 소수주주의 영향력은 더욱 커졌다.

상법에는 소수주주권에 대한 내용도 있는데, 주요 항목들과 각각의 상장회사 소수주주 요건은 다음과 같다.

*** 임시주주총회 소집:** 상장회사의 지분 1.5% 이상을 6개월 이상 보유한 주주는 회의의 목적사항과 소집의 이유를 적은 서면이나 전자문서를 이사회에 제출하여 임시주주총회를 소집할 수 있다(제366조 1항).

*** 주주제안권:** 상장회사 지분 1% 이상(자본금 1천억원 이상인 경우 0.5% 이상)을 6개월 이상 보유한 주주는 주주제안을 할 수 있다(제363조의2 1항). 정기주총일 6주 전에 서면 또는 전자문서로 일정한 사항을 주주총회 목적사항에 추가하고 소집통지에 기재할 것을 청구할 수 있다. 이사선임, 이익배당의 안건 등을 제안할 수 있으며 필요성이나 합리성에 대한 증명이 따로 요구되지 않는다. 때문에 상법에서는 주주제안을 거부할 수 있는 사유도 함께 규정하고 있다(제363조의2 3항, Fig.25 참조).

*** 해임청구권:** 상장회사 지분 0.5% 이상(자본금 1천억원 이상인 경우 0.25% 이상)을 6개월 이상 보유한 주주는, 이사가 부정행위 또는 법령이나 정관에 위반한 중대한 사실이 있음에도 불구하고 주주총회에서 해임을 부결한 경우 법원에 그 이사의 해임을 청구할 수 있다(제385조).

*** 회계장부열람권:** 상장회사 지분 0.1% 이상(자본금 1천억원 이상인 경우 0.05% 이상)을 6개월 이상 보유한 주주는 회계 장부와 서류의 열람을 청구할 수 있다(제466조). 회사는 주주의 청구가 부당함을 증명하지 않으면 이를 거부할 수 없다.

*** 유지청구권:** 상장회사 지분 0.05% 이상(자본금 1천억원 이상인 경우 0.025% 이상)을 6개월 이상 보유한 주주는 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우 이사에게 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있다(제402조). 감사에게도 부여되는 권한이다.

*** 주주의 대표소송:** 상장회사 지분 0.01% 이상을 6개월 이상 보유한 주주는 회사에 대하여 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있다(제403조).

Figure 22 주주총회 보통결의, 특별결의, 특수결의 사항과 요건

구분	결의요건	결의내용
보통결의	출석주주 의결권 1/2 이상, 발행주식 총수의 1/4 이상 찬성	- 이사와 감사의 선임 및 보수결정 - 주주총회의 의장의 선임 - 이익배당 등
특별결의	출석주주 의결권 2/3 이상, 발행주식 총수의 1/3 이상 찬성	- 이사와 감사의 해임 - 정관변경 - 영업양도, 합병, 회사의 분할, 주식의 포괄적 이전 등 구조변경 등
특수결의	의결권 없는 주식 포함 주주 전원의 동의	- 조직변경 - 이사, 감사 등의 회사에 대한 손해배상책임 면제결의 등

Source: 국가법령정보센터, KTB투자증권

Figure 23 상법상 소수주주권 상장회사 특례(제542조의6)- 6개월 이상 보유 필요

상장회사 특례	자본금 1천억원 이상 상장회사 특례	소수주주권
1.5% 이상		임시총회 소집청구(제366조)
1% 이상	0.5% 이상	주주제안권(제363조의2)
0.5% 이상	0.25% 이상	이사해임 청구(제385조), 청산인의 해임(제539조)
0.1% 이상	0.05% 이상	회계장부열람권(제466조)
0.05% 이상	0.025% 이상	유지청구권(제402조)
0.01% 이상		주주 대표소송(제403조)

Source: 국가법령정보센터, KTB투자증권

Figure 24 주주제안을 거부할 수 있는 사유

주주제안의 거부가능 사유(상법시행령 제12조 각호)
1. 주주총회에서 의결권의 100분의 10 미만의 찬성 밖에 얻지 못하여 부결된 내용과 같은 내용을 부결된 날로부터 3년 내에 다시 제안하는 경우
2. 주주개인의 고충에 관한 사항인 경우
3. 소수주주권에 관한 사항인 경우
4. 상장회사에서 임기 중에 있는 임원의 해임에 관한 사항인 경우
5. 회사가 실현할 수 없는 사항 또는 제안이유가 명백히 허위이거나 특정인의 명예를 훼손하는 사항인 경우

Source: 국가법령정보센터, KTB투자증권

IV. 국내 행동주의 펀드 시장의 확대

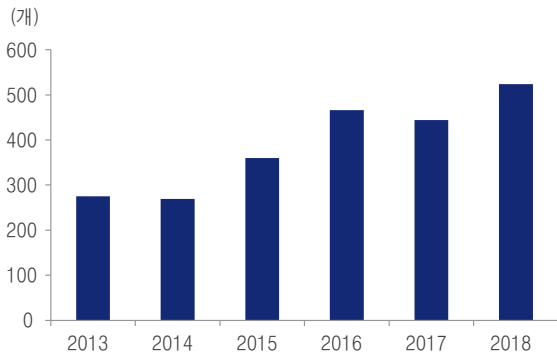
커지는 행동주의 펀드 규모

행동주의 펀드의 확대는 비단 대한민국만의 현상은 아니다. 글로벌 행동주의 펀드의 숫자는 2013년 상반기 275개에서 2018년 상반기 524개로 증가하였으며 대상 기업 수는 2013년 570개 기업→2017년 805개로 확대되었다. 특히, 아시아 기업에 대한 행동주의 펀드의 경영개입은 2013년 34회→2017년 106회로 큰 폭의 증가를 보이고 있다. 국내 기업 또한 소비터의 SK 경영개입, 칼 아이칸의 KT&G 경영 개입, 엘리엇의 삼성물산 합병 소송 등 점차 행동주의 펀드의 경영개입이 늘어나는 추세이다.

과거 행동주의 펀드들의 국내 기업에 대한 경영 개입은 ‘기업사냥꾼’의 이미지로 국내 기관투자자 및 국민들의 지지를 받지 못하였다. 그러나 2019년 한진그룹에 대한 행동주의 펀드의 경영개입은 오히려 일가의 소위 ‘갑질’ 이슈와 겹치며 과거와는 다른 양상을 보이고 있다. **경영진에 의한 주주 가치 훼손**이란 명분을 확보함에 따라 경영권 개입의 정당성을 확보했으며, 현재 새롭게 런칭되고 있는 행동주의 펀드의 방향을 보여주고 있다 판단된다.

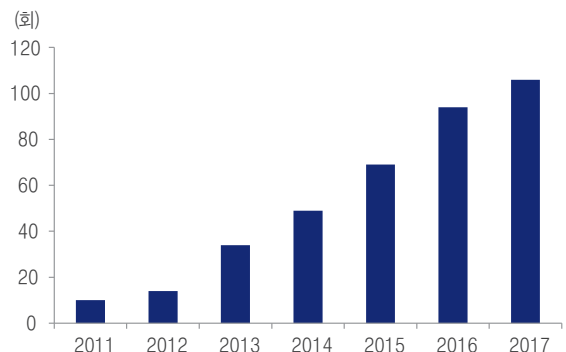
또한 행동주의 펀드의 대상 기업은 대기업에서 중견/중소기업으로 확대 중이다. 삼성전자를 선두로 한 국내 기업들의 지배구조 개선 및 주주환원 정책 확대가 진행되고 있지만, 아직 중견/중소기업의 개선은 미흡한 만큼 향후 행동주의 펀드의 대상이 될 가능성이 높다. 이미 2018년 말 미국계 행동주의 펀드 SC펀더멘탈은 태양(053620)에 대한 경영권 개입을 밝히며 행동주의 펀드의 투자가 시가총액 1,000억원 이하의 코스닥 기업까지 확대됨을 보여주었다.

Figure 25 글로벌 행동주의 헤지펀드 수



Source: Activist Insight 2018 Half year review, KTB투자증권

Figure 26 아시아 대상 행동주의 펀드 경영 개입 현황



Source: JP Morgan Shareholder Activism in Asia, KTB투자증권

Figure 27 오너리스크 사례

기업	이슈 시기	내용
한화	2011년 1월	김승연 회장 등 임원 11명이 횡령, 배임, 조세 포탈 혐의로 기소
SK	2011년 11월	최태원 회장 계열사 투자금을 빼돌리고, 139억여 원의 비자금 조성 혐의로 기소
CJ그룹	2013년 7월	이재현 회장 국내외 자산 963억원을 횡령, 회사에 569억원의 손해를 끼친 혐의
효성	2014년 1월	조석래 회장 1조원대 분식회계를 통해 세금을 탈루 혐의로 기소
대한항공	2014년 12월	조현아 부사장 항공기항로변경죄, 항공기안전운항저해폭행죄 등의 혐의
	2018년 4월	조현민 물벼락 갑질로 수사 받았으나 무혐의 처분
네이처리퍼블릭	2016년 6월	정운호 전 대표 원정도박사건, 폭행, 법조 비리 등으로 구속
대림산업	2016년 8월	이해욱 회장 운전기사 폭행, 폭언 근로기준법 위반으로 검찰에 기소
	2017년 9월	일감 몰아주기 관련 혐의
삼성전자	2017년 2월	이재용 부회장 박근혜 전 대통령에게 뇌물을 건넨 혐의 등으로 구속 기소
미스터피자	2017년 7월	정우현 회장 경비원 폭행 및 150억원대의 횡령·배임을 저지른 혐의로 기소
종근당	2018년 1월	이장한 회장 운전기사들에게 상습적으로 폭언과 협박 등으로 불구속 기소
금호아시아나	2018년 2월	박삼구 회장 아시아나항공 여성 승무원 성희롱 배임 의혹
롯데그룹	2018년 3월	신동빈 회장 국정농단 사건의 뇌물 혐의, 경영비리 사건의 횡령·배임 혐의로 구속
한진그룹	2018년 4월	조양호 회장 조세포탈 혐의 고발, 횡령 배임 혐의 조사

Source: 언론 취합, KTB투자증권

V. 타깃 리스트 선정

V-1. 주주행동주의 타깃 리스트 선정

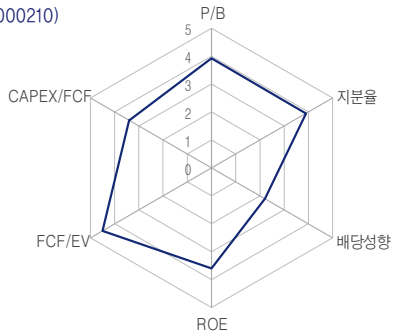
행동주의 펀드의 목적은 적극적인 경영권 참여를 통한 기업 가치 상승이다. 낮은 주주환원 정책, 경영진 리스크 등은 실질적인 기업가치와 주가 사이의 괴리를 만들어낸다. 특히, 국내 기업들의 낮은 주주환원 정책은 주가의 본질적인 할인 요인이 되고 있다. 뿌리깊게 박힌 주주에 대한 의식 부족은, 높은 Capex를 유지하며 급성장하던 2000년대 이전부터 이어져오고 있는 것이다. 이는 대주주의 주주가치 제고의지 부재로 이어지며 타 국가대비 현저히 낮은 배당성향으로 이어진다. 또한 상장기업들을 자손에 물려주어야 할 기업으로 여기는 대주주들의 주주의식도 낮은 주주환원 정책의 한 요인으로 작용한다.

낮은 주주환원 정책, 경영진 리스크가 할인 요인이 된다면, 이를 해소하는 측면에서 할인 수준만큼의 기업가치 상승을 기대할 수 있다. 또한 이와 같은 할인 요인은 법·제도 변경과 경영권 참여를 통해 해소될 수 있을 것이다. 즉, 행동주의 펀드의 경영권 참여가 실질적인 기업가치 상승으로 이어지기 위해 선제되어야 할 요건은 **낮은 지분율**과 **높은 괴리율**이다. 행동주의 펀드의 투입 자본과 기대수익률은 각각 대주주 지분율과 기업 가치-주가의 괴리율과 연결된다. 그리고 행동주의 펀드가 경영권 참여로 가장 빠르게 진행할 수 있는 기업 가치 제고 방법은 ①주주환원 정책 강화와 ②자산가치 및 내재가치의 정당한 반영이다. 높은 FCF/낮은 Capex 대비 낮은 배당성향과 주가에 반영되지 않는 높은 자산/내재가치를 보유한 기업들은 행동주의 펀드의 경영권 참여를 통한 기업가치 정상화가 가능하다.

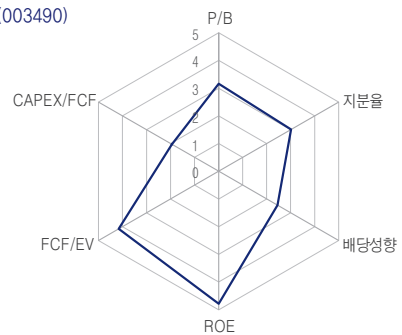
또한 위 요건에 해당되나 높은 대주주 지분율로 행동주의 펀드의 진입이 쉽지 않은 경우라도 ③국민연금의 적극적인 스튜어디십 코드 행사에 따른 기업가치 제고가 가능하다. 2018년 국민연금의 스튜어디십 코드가 도입되며 ‘기금자산 가치를 심각하게 훼손할 우려가 있는 기업에 대해서는 문제를 적극 해소·개선할 수 있도록 우선 경영참여에 해당하지 않는 범위 내에서 모든 효과적인 수단을 강구하고 적극 이행’ 하게 되었다. 따라서 대주주 지분율이 높더라도 위 요건에 해당되는 기업들 중, 연금 지분율이 높은 기업은 행동주의 펀드의 타깃이 될 가능성이 높다. 또한 이러한 기업들은 국민연금의 직접적인 요구 전, 대주주 자발적인 주주환원 정책 강화로 이어질 수도 있을 것이다.

Figure 28 행동주의 관점에서 요인별 투자 매력도

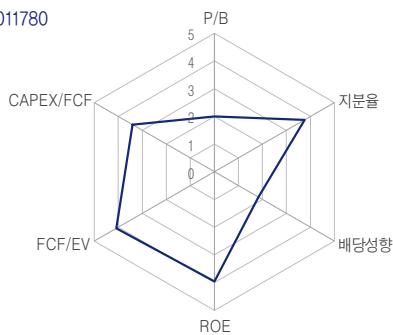
대림산업 (000210)



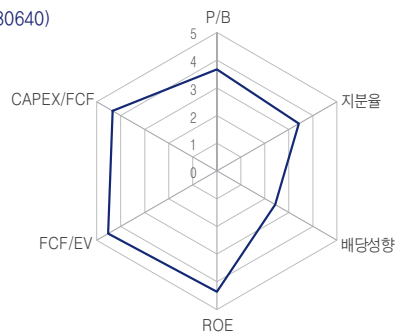
대한항공 (003490)



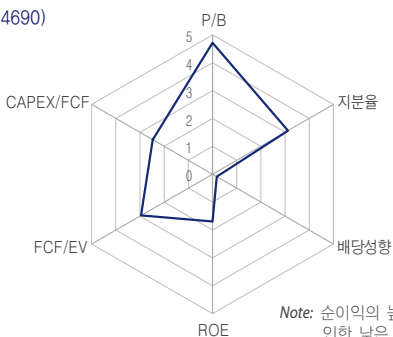
금호석유 (011780)



한진칼 (180640)

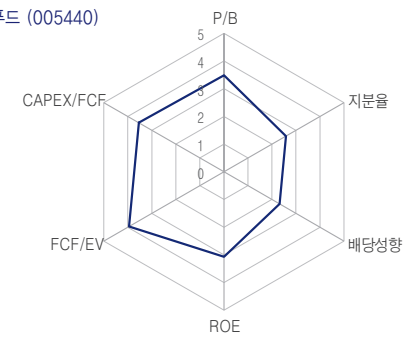


삼천리 (004690)

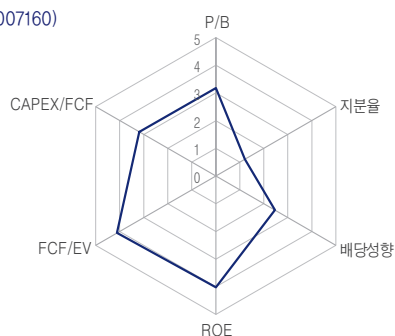


Note: 순이익의 높은 변동성으로 인한 낮은 배당성향 점수 (높게나옴)에 주의

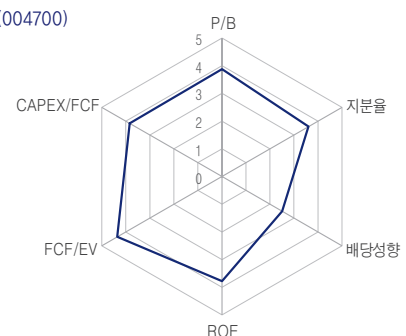
현대그린푸드 (005440)



사조산업 (007160)



조광피혁 (004700)



Source: Quantiwise, KTB투자증권

V-2. 리스트업 ①: 지배구조/주주환원 정책 개선 측면

코리아 디스카운트의 가장 큰 요인 중 하나는 국내 기업들의 낮은 주주환원 정책이다. 국내 기업들의 평균 배당성향은 2017년 기준 15.5%로 미국 52.3%, 일본 27.1%, 독일 42.1% 등 선진국 증시뿐 아니라 중국 35%, 대만 61.9%와 비교해서도 낮은 수준이다. 국내 기업들의 고질적인 낮은 배당성향은 투자위주의 성장을 지속하던 국내 기업의 성장전략과 밀접한 관계가 있다. 또한 상장기업을 가업으로 여기는 대주주들의 주주의식도 낮은 주주환원 정책의 한 요인이다.

이러한 낮은 주주환원 정책이 해소될 경우, 이는 주가 할인 요인 소멸에 따른 주가 상승으로 이어질 것이다. 2018년부터 본격적으로 시작된 기관투자자(행동주의 펀드 등), 국민연금과 같은 제 3자의 적극적인 주주권 행사로 대주주 지분율이 낮고 주주환원 정책이 약한 기업들은 자의든 타의든 주주환원 정책 제고를 고려하지 않을 수 없을 것이다.

이와 같은 관점에서 대주주 지분율 35% 이하인 종목들 중에서 주주환원 정책 강화에 따른 기업가치 제고가 가능한 종목을 리스트업 하였다. 기업의 현금 창출능력과 Capex를 고려하여 배당여력이 충분하나 배당성향이 시장평균 15.5%에 미치지 못하는 기업 중, 배당성향 확대가 기업의 가치상승에 직결될 수 있는 종목을 선정하였다. 종목 선정 시, 고려한 Factor는 ①높은 FCF 창출능력, ②상대적으로 낮은 Capex 대비 ③낮은 배당성향이며, 리스트업 결과 총 3개 기업을 선정하였다.

대림산업

동사의 대주주 지분율은 23.1%로 낮아 행동주의적 관점에서 관심 증대. 대림산업 승계는 마무리. 2019년 오너 3세인 이해욱 부회장이 신임회장으로 취임. 기대할 수 있는 것은 배당금. 2017년 배당금은 전년 대비 3배 확대. 2018년에도 배당금 확대 기조는 유지 예상. 배당성향은 10%내외(2017년 7.9%) 수준을 유지할 전망. 현금유입 규모는 제한되는 가운데 2019년부터 CAPEX 규모 확대 예정되어 있기 때문

금호석유

대주주 지분율은 24.7%로 낮은 편. 반면, 자사주 비중은 18.35%(보통주기준)로 높은 수준. 국민연금 및 외국인 지분율도 높은 편. 최근 2년간 뚜렷한 실적 호전 및 재무구조(현금흐름) 개선. 이에 따라 2018년 기준 현금 배당 큰 폭 확대 가능성. 올해 실적 둔화 가능성 불구하고 배당성향 확대 여력 충분. 향후 배당 확대 통한 주주중시 경영 가능성 높을 듯

삼천리

동사의 최대주주 지분율은 32.36%. 동업관계인 이씨家和 유씨家が 똑같이 16.18%씩 보유. 자기주식은 49만주로 총 주식수의 12.12%. 2018년 초 경영참여로 지분보유 목적 공시를 하고 배당금 증액, 자사주 소각, 액면분할을 제언했던 Brandes가 7.08% 보유. 회사 자원배분이 조금 더 주주가치 제고의 방향으로 변화하면 의미 있는 ROE 상승(= CoE 수준까지)이 가능한 회사

Figure 29 리스트업 ①: 지배구조/주주환원 정책 개선 측면

(단위: 십억원)

기업	시가총액	지분율(%)			FCF(십억원)			지배주주순이익			CAPEX		
		최대주주 등	자사주	국민연금	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18
대림산업	3,497.4	23.1	0.0	14.1	-523	-332	26	265	490	639	254	236	93
대한항공	3,457.1	33.3	0.0	10.1	1,686	1,150	1,852	-565	792	-62	1,145	1,877	1,002
금호석유	2,723.8	24.7	18.4	9.5	43	314	346	73	214	430	273	106	87
한진칼	1,751.5	29.0	0.0	8.4	-146	143	78	-407	222	13	5	17	4
한섬	910.1	34.6	10.8	11.7	-46	21	81	56	54	48	48	23	6
아트라스BX	493.2	31.1	58.4	0.0	31	50	2	51	43	32	12	20	13
서희건설	221.2	28.3	2.5	0.0	71	21	33	27	32	24	2	1	1
삼호개발	137.0	31.3	4.0	0.0	15	-2	17	16	21	14	2	1	2
대동스틸	126.0	31.6	0.8	0.0	-2	-1	4	0	0	0	0	0	0
신일산업	100.2	13.9	1.1	0.0	7	6	8	4	0	0	1	0	3
만호제강	74.7	22.7	25.4	0.0	16	2	2	4	4	2	1	1	1
오공	62.4	31.4	0.5	0.0	9	7	3	5	6	5	2	2	2

기업	배당성향(%)			이익잉여금	순현금	PBR			CAPEX/FCF		FCF/EV	
	2015	2016	2017	(십억원)	(십억원)	2016	2017	3Q18	2017	3Q18	2017	3Q18
대림산업	5.7	4.4	7.9	4,798	-503	0.7	0.6	0.6	-0.7	3.6	-9.5	0.7
대한항공	0.0	0.0	3.0	449	-12,667	1.2	0.9	0.8	1.6	0.5	7.5	12.1
금호석유	18.9	30.2	12.8	1,867	-1,259	1.4	1.5	1.2	0.3	0.3	7.2	7.9
한진칼	-1.9	0.0	3.4	-287	13	0.9	0.7	0.9	0.1	0.1	10.8	5.9
한섬	8.9	11.7	14.3	851	-28	0.9	0.8	0.9	1.1	0.1	2.2	8.5
아트라스BX	11.7	2.3	3.6	525	76	0.9	0.7	0.7	0.4	8.3	11.7	0.4
서희건설	0.0	5.8	8.1	125	29	1.0	0.9	1.0	0.0	0.0	8.9	13.7
삼호개발	27.0	20.2	18.4	143	86	0.6	0.7	0.8	-0.5	0.1	-3.5	29.4
대동스틸	-6.3	11.5	11.3	55	13	0.7	0.7	2.0	-0.4	0.0	-0.5	3.6
신일산업	0.0	27.2	14.9	22	10	2.6	1.7	1.4	0.0	0.3	7.5	9.8
만호제강	6.8	11.7	11.2	118	68	0.3	0.3	0.2	0.5	0.8	17.5	14.1
오공	25.8	13.2	13.7	54	-1	1.14	1.03	0.8	0.3	0.6	11.0	5.8

Source: Dataguide, Quantiwise, KTB투자증권

Note: 시가총액 순 정렬, 국민연금 지분율 5% 미만은 회색음영 처리

V-3. 리스트업 ②: 자산가치/내재가치 측면

2019년 현재 많은 기업들의 주가는 자산가치 대비 저평가되어 있다. 국내 증시에서 PBR 1.0배 미만인 기업은 약 1,000개이며 이는 전체 증시의 약 50%를 차지한다. 특히, 토지 등 재평가 가능한 자산 비중이 높은 기업들은 표면적으로 나타나는 수치보다 저평가된 경우가 많다. 지난 10년간 전국 토지가격 상승률이 28%에 달하는 점을 감안한다면, 동일기간 동안 토지자산에 대한 재평가가 이루어지지 않은 기업들의 주가는 내재가치를 충분히 반영하지 못했을 가능성이 높다.

이와 같이 기업의 자산/내재가치가 주가에 반영되지 않은 데에는 수익성 및 성장성 하락, 재무구조 악화 등 다양한 요인이 있으나, Page 20에서 언급한 ①낮은 주주환원 정책과 ②의도적인 자산가치 절하 등 경영진의 문제가 자산/내재가치와 주가의 괴리로 이어지는 경우도 많다. 특히, 대주주 승계이슈가 있는 기업, 여러규제(내부거래 규제 등)를 피하기 위해 자산총계가 늘어나지 말아야 할 기업들이 이러한 의도적인 자산가치 절하 정책을 유지하고 있다. 이를 경영권 리스크로 간주한다면, 주주권 행사를 통한 자산/내재가치의 정당한 주가 반영이 가능할 것이다.

일부 기업들에 악습과 같이 이어온 이러한 경영진들의 관행은 2019년부터 변화를 맞을 가능성이 높아졌다. 다양한 행동주의 펀드의 등장, 국민연금의 스튜어드십 코드 행사 등 적극적인 주주권 참여가 시작되고 있어 경영권의 문제로 인한 자산/내재가치 미반영 분에 대한 주주의 정당한 요구가 시작될 것으로 예상된다.

이에 해당하는 종목들의 리스트업을 위해 대주주 지분율 35% 이하이며 PBR이 낮은 종목 중 유형자산이 전체 자산의 높은 비중을 차지하는 종목을 서치하였다. 해당 종목들은 행동주의 펀드 및 국민연금의 주주권행사를 통해, 반영되지 않은 자산/내재가치 만큼의 주가 상승이 가능할 것으로 전망한다. 종목 선정에 사용한 Factor는 ①대주주 지분율 35% 이하, ②PBR 1.0배 이하, ③높은 유형자산 비중, ④높은 토지자산 비중이며, 총 3개 종목을 선정하였다.

대한항공

과거 수차례 오너 리스크가 주가의 발목을 붙잡았던 것은, 역설적으로 동사가 대규모 현금 동원이 가능한 회사였기 때문. 스튜어드십 코드나 행동주의 펀드 등장 등으로 이제부터 거버넌스 개선이 기대된다는 점은 채권자와 주주에 대한 payback period 단축이라는 관점에서 긍정적. CAPEX가 2017년 2.0조원, 2018년 1.6조원에서 2019년부터는 1조원 미만으로 감소함에 따라 FCF는 매년 1.5조원 규모가 창출되기 시작. 주주의 입장을 우선시하지 않은 비관련 투자가 이제는 어렵기 때문에, 1.5조원이라는 잉여현금은 온전히 채권자와 주주의 몫으로 돌아올 것을 기대할 수 있음. 보유하고 있는 유류자산으로는 경복궁 인근의 종로구 송현동 1.1만평 부지가 꼽히는데, 현대차그룹이 2014년에 매입한 삼성동 한전 부지 면적의 48% 규모임. 2008년 당시 취득가액은 2,900억원이며 현재 장부가는 미상

한진칼

보유자산 재평가를 기대하는 것은 현 시점에서는 과도한 전제가 필요하며, 주가도 적정NAV에 도달. 여전히 저평가 받고 있는 자회사 쪽으로 시선을 옮길 필요가 있음. 한편 배당은 당사 추정 영업현금흐름을 감안할 때 매력적인 시가배당률 수준까지 늘리기는 어려워 보임. 대한항공(지분율 29%)과 진에어(지분율 60%)로부터의 배당수취 확대를 생각해 보게 됨

조광파력

동사의 대주주 지분율은 26.2%로 낮은 편. 반면, 자사주 비중은 46.0%로 매우 높은 수준. 풍부한 현금 창출능력 대비 낮은 배당성향 (2016년 0%, 2017년 1.7%) 보이고 있음. 동사의 낮은 배당성향과 높은 자사주 보유 비중에 따라 보유 자산가치 대비 저평가(PBR 0.5배) 된 것으로 판단. 적절한 자사주 소각과 배당성향 확대 시행 시, 703억원~2,059억원의 기업가치가 추가 반영될 수 있을 것

Figure 30 리스트업 ②: 자산가치/내재가치 측면

(단위: 십억원)

기업	시가총액 (십억원)	지분율(%)			FCF			지배주주순이익			유형자산		
		최대주주 등	자사주	국민연금	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18
대림산업	3,497.4	23.1	0.0	14.1	-523.3	-332.4	25.6	265.3	490.5	639.4	1,964.3	2,071.0	2,060.9
대한항공	3,457.1	33.3	0.0	10.1	1,686.0	1,150.2	1,851.8	-564.9	791.5	-62.4	17,873.3	18,907.3	19,426.6
한진칼	1,751.5	29.0	0.0	8.4	-145.9	143.1	77.6	-406.8	221.9	13.0	597.0	592.5	562.5
한섬	910.1	34.6	10.8	11.7	-45.8	21.0	80.6	56.5	53.9	48.4	277.0	347.5	317.4
한진	545.5	34.6	1.4	7.4	3.2	11.9	-1.3	39.6	-44.9	60.0	1,336.6	1,256.3	1,279.0
아트라스BX	493.2	31.1	58.4	0.0	31.3	49.9	1.6	50.7	42.5	32.0	98.4	104.3	107.5
조광파력	246.0	26.2	46.0	0.0	19.7	26.0	21.5	21.6	22.0	0.0	24.6	26.8	25.7
벽산	173.1	25.6	15.1	0.0	3.0	-8.2	-14.7	22.5	10.8	3.8	172.0	186.7	211.1
동일방직	135.6	20.4	27.5	0.0	-17.8	106.7	17.2	-3.8	-6.3	12.5	553.8	554.6	552.1
성창기업지주	145.1	29.1	5.9	0.0	50.5	-30.2	-16.6	21.1	4.2	-5.6	512.6	533.0	538.1

기업	배당성향(%)			순현금 (십억원)	PBR			자산총계			유형자산/자산총계
	2015	2016	2017		2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18	
대림산업	5.7	4.4	7.9	-502.7	0.7	0.6	0.6	12,391.5	13,402.5	13,123.5	15.5
대한항공	0.0	0.0	3.0	-12,666.7	1.2	0.9	0.8	23,956.5	24,648.7	25,502.1	76.7
한진칼	-1.9	0.0	3.4	12.9	0.9	0.7	0.9	2,062.0	2,775.8	2,734.4	21.3
한섬	8.9	11.7	14.3	-28.3	0.9	0.8	0.9	1,038.0	1,252.3	1,246.3	27.8
한진	4.7	11.9	-10.5	-841.9	0.5	0.4	0.5	2,537.6	2,453.8	2,442.5	51.2
아트라스BX	11.7	2.3	3.6	75.9	0.9	0.7	0.7	334.1	403.5	441.4	25.9
조광파력	0.0	1.7	0.0	19.4	0.8	0.7	0.5	226.6	244.7	262.5	10.9
벽산	13.8	9.1	13.5	35.0	0.7	0.8	0.9	473.6	520.6	534.7	35.9
동일방직	-6.9	-27.6	-16.9	-237.7	0.2	0.2	0.3	986.9	931.1	991.9	59.6
성창기업지주	93.7	3.3	0.0	-56.8	0.4	0.4	0.4	636.4	654.1	653.1	81.5

Source: Dataguide, Quantiwise, KTB투자증권.

Note: 시가총액 순 정렬

V-4. 리스트업 ③: 스튜어드십 코드 행사에 따른 기업가치 제고

앞서 V-2~3에서는 적극적인 주주권 행사를 통한 기업가치 제고가 가능한 기업리스트를 선정하기 위해 낮은 대주주 지분율(35% 이하)을 기본 조건으로 정리하였다. 하지만 대주주 지분율이 높아 행동주의 펀드의 진입이 쉽지 않은 경우라도 국민연금 지분율이 높은 경우, 스튜어드십 코드 행사를 통한 주주환원정책 강화와 이에 따른 기업가치 상승을 기대할 수 있다.

국민연금은 1월 16일 2019년 1차 기금운용위원회 회의를 통해 '한진칼과 대한항공에 대한 스튜어드십 코드 행사 여부에 대한 논의를 진행하였다. 이에 따라 스튜어드십 코드 행사에 대한 공식적인 검토가 들어가게 되었으며, 이는 국민연금의 첫 번째 스튜어드십 코드 사례가 될 가능성이 높다. 3월 주총에서 국민연금이 한진칼, 대한항공에 대해 주주권을 실제로 행사할 경우, 향후 제 2의 한진칼, 대한항공에 대한 국민연금의 주주권 행사에 대한 기대감도 올라갈 것이다. 이로서 국민연금 지분율이 높은 기업은 실질적인 연금의 주주권 행사가 없더라도 자진하여 배당성향을 높이거나 자사주 소각 등의 주주환원 정책을 시행할 가능성이 있다.

국민연금의 스튜어드십 코드 행사가 가능한 종목은 국민연금이 8% 이상의 지분율을 보유하고 있으며, 높은 FCF 대비 낮은 배당성향을 보이며 상대적으로 낮은 PBR 을 보유한 기업으로 산정하였다. 리스트업 결과 2개의 종목을 산정하였으며, 기업들은 다음과 같다.

현대그린푸드

동사의 대주주 지분율은 37.7%로 낮은 편은 아니나, 국민연금이 12.82%를 보유 중. 현재 Trailing PBR 0.7배, 매출액 및 영업이익의 증가 중에도 불구하고, 현금창출능력 대비 낮은 배당성향 (2016년 5.8%, 2017년 5.5%) 유지 중. 국민연금 지분율은 12.82%로 2019년 국민연금의 스튜어드십 코드 첫 도입에 따라 회사의 선제적인 배당성향 상향이나, 배당확대 요구도 기대할 수 있는 부분

사조산업

동사의 대주주 지분율은 53.7%로 높은 편이며, 국민연금이 10.0% 보유. 풍부한 현금창출능력 대비 낮은 배당성향(2016년 0%, 2017년 2.8%)으로 배당확대 여력은 충분. 국민연금이 지분 10.0%를 보유하고 있으며 스튜어드십 코드 도입에 따른 압력을 받을 것으로 전망. 이미 2016~2018년 정기 주주총회에서 국민연금은 이사 및 감사 선임 안전에 반대표를 행사한 적이 있음. 이번 정기 주주총회에서도 반대표 행사에 주목해볼 것. 배당확대 요구도 기대할 수 있을 것

Figure 31 리스트업 ③: 스튜어드십 코드 행사에 따른 기업가치 제고

(단위: 십억원)

기업	시가총액 (십억원)	지분율(%)			FCF			지배주주순이익			CAPEX		
		최대주주 등	자사주	국민연금	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18
롯데케미칼	9,871.3	53.6	0.0	9.1	1,124	966	112	1,836	2,244	1,517	1,588	2,020	1,358
현대제철	6,859.1	36.0	1.6	9.0	1,066	505	293	850	716	317	1,976	1,201	801
대림산업	3,497.4	23.1	0.0	14.1	-523	-332	26	265	490	639	254	236	93
대한항공	3,457.1	33.3	0.0	10.1	1,686	1,150	1,852	-565	792	-62	1,145	1,877	1,002
금호석유	2,723.8	24.7	18.4	9.5	43	314	346	73	214	430	273	106	87
한진칼	1,751.5	29.0	0.0	8.4	-146	143	78	-407	222	13	5	17	4
현대그린푸드	1,358.1	37.7	10.6	12.6	103	83	4	95	113	91	18	24	50
한섬	910.1	34.6	10.8	11.7	-46	21	81	56	54	48	48	23	6
동원산업	708.0	59.9	0.0	9.1	120	194	55	75	167	54	73	155	51
DB하이텍	490.6	19.7	2.5	12.8	149	83	17	88	110	69	92	76	54
송원산업	499.2	35.6	0.0	8.6	90	8	12	43	35	33	23	43	22
현대리바트	407.6	41.2	2.1	12.4	-27	-1	-42	33	37	33	27	16	10
사조산업	301.0	53.7	1.1	10.0	-4	48	-18	26	44	40	38	21	33
아세아	261.8	43.1	13.2	13.5	6	-128	135	35	44	30	105	101	83

기업	배당성향(%)			PBR			외국인지분율			CAPEX/FCF		FCF/EV	
	2015	2016	2017	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18	2017	3Q18	2017	3Q18
롯데케미칼	8.5	7.3	16.0	1.3	1.1	0.8	31.4	32.0	31.4	2.1	12.1	10.4	1.2
현대제철	13.3	11.6	13.8	0.5	0.5	0.4	22.3	25.2	25.4	2.4	2.7	2.8	1.6
대림산업	5.7	4.4	7.9	0.7	0.6	0.6	35.6	33.5	43.0	-0.7	3.6	-9.5	0.7
대한항공	0.0	0.0	3.0	1.2	0.9	0.8	17.2	15.2	20.6	1.6	0.5	7.5	12.1
금호석유	18.9	30.2	12.8	1.4	1.5	1.2	19.0	28.1	34.9	0.3	0.3	7.2	7.9
한진칼	-1.9	0.0	3.4	0.9	0.7	0.9	5.2	5.3	6.6	0.1	0.1	10.8	5.9
현대그린푸드	5.8	5.5	6.2	0.9	0.8	0.7	11.8	10.8	10.7	0.3	13.2	7.2	0.3
한섬	8.9	11.7	14.3	0.9	0.8	0.9	21.15	16.68	26.36	1.1	0.1	2.2	8.5
동원산업	58.0	13.5	8.1	1.5	1.3	1.1	5.3	6.92	10.49	0.8	0.9	9.8	2.8
DB하이텍	0.0	0.0	10.0	2.0	1.1	1.3	13.49	20.19	28.38	0.9	3.1	9.3	2.0
송원산업	5.6	7.8	9.5	1.2	1.7	1.5	20.76	22.03	21.01	5.7	1.8	0.9	1.4
현대리바트	4.7	4.1	5.4	1.4	1.6	1.1	6.96	8.85	5.16	-27.0	-0.2	-0.1	-8.9
사조산업	0.0	2.8	2.3	0.94	0.88	0.74	2.82	3.58	4.5	0.4	-1.9	7.0	-2.6
아세아	45.0	8.2	6.5	0.3	0.32	0.36	7.72	7.63	6.38	-0.8	0.6	-12.5	13.2

Source: Dataguide, Quantiwise, KTB투자증권

Note: 시가총액 순 정렬

VI. 종목별 투자의견

대림산업 (000210)

대한항공 (003490)

금호석유 (011780)

한진칼 (180640)

삼천리 (004690)

현대그린푸드 (005440)

사조산업 (007160)

조광피혁 (004700)



대림산업

(000210)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	110,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(1/24)	105,000원
예상 주가상승률	4.8%
시가총액	36,540억원
비중(KOSPI내)	0.26%
발행주식수	34,800천주
52주 최저가/최고가	70,200 - 105,500원
3개월 일평균거래대금	182억원
외국인 지분율	45.5%
주요주주지분율(%)	
(주)대림코퍼레이션 외 6인	23.1
국민연금공단	13.3
BlackRock Fund Advisors (외 12인)	5.0

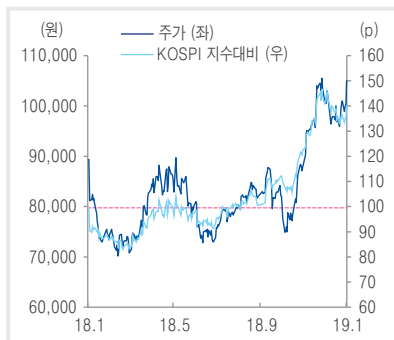
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	5.8	4.5	6.0
PBR(배)	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	5.6	4.0	4.1
배당수익률(%)	1.2	1.9	1.9

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	4.0	38.5	20.7	2.4
KOSPI대비 상대수익률	(0.4)	44.5	36.2	(2.7)

Price Trend



수주 턴어라운드 여부가 중요

Issue

대림산업에 대한 주주 행동주의적 접근

Pitch

- 2017년에 이어 2018년에도 배당금 확대 기대 가능. 그러나 2019년 이후 미국/사우디 석유화학 플랜트 투자 및 국내 장기 미착공PF사업에서 현금 지출이 크게 증가할 예정인 점을 고려했을 때 배당성향은 10% 내외 유지 예상
- 당사는 2019E PER 6.0배, PBR 0.7배로 경쟁사대비 할인거래 중. 낮은 배당성향도 문제 겠으나, 국내의 건설사업에 대한 소극적인 입찰 태도가 근본 원인. Valuation 정상화를 위해서는 건설 신규수주 규모 회복을 확인할 필요

Rationale

- 당사의 대주주 지분율은 23.1%로 낮아 행동주의적 관점에서 관심 증대
- 대림산업 승계는 마무리. 2019년 오너 3세인 이해욱 부회장이 신임회장으로 취임. 기대할 수 있는 것은 배당금. 2017년 배당금은 전년 대비 3배 확대
- 2018년에도 배당금 확대 기조는 유지 예상. 주택사업부 입주잔금 회수 및 유화 자회사 배당수익으로 당사 본사 순차입금은 2017년말 2,122억원에서 2018.3Q -3,215억원으로 크게 개선됐기 때문
- 그러나 배당성향은 10%내외(2017년 7.9%) 수준을 유지할 전망. 현금유입 규모는 제한되는 가운데 2019년부터 CAPEX 규모 확대 예정되어 있기 때문
- 당사는 현재 미국 오하이오주에 ECC 석유화학단지 공동개발 검토 중. 상반기 내 구체적 투자계획 공개할 예정인데, 현재 예상되는 당사 부담금은 약 2조원 이상(연간 4천억원씩, 5년). 이에 더해 1/16일 공시한 사우디 폴리부텐 공장건설사업에도 2021년 이후 3천억원 내외의 투자가 필요할 것으로 추정됨
- 건설사업부문의 경우 오산세마, 인천검단 등 장기미착공PF의 분양을 계획하고 있어 실적 및 현금 부담이 증가할 것으로 예상
- 배당성향은 10%내외 유지되었으나, 2018년 연간 순이익이 2017년 대비 72% 증가할 것으로 예상되어 주당 배당금은 2,000원으로 확대 전망 [계속]

Earnings Forecasts

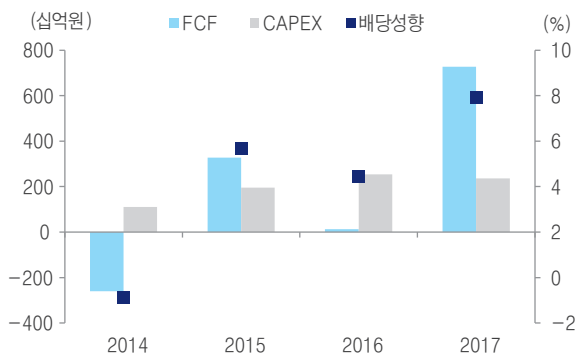
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	9,854	12,336	10,680	9,877	10,188	10,305	10,620
영업이익	419	546	824	721	653	610	598
EBITDA	528	665	948	842	776	735	725
순이익	293	508	875	639	616	586	573
순차입금	792	735	(30)	(332)	(630)	(910)	(1,144)
매출증가율	3.6	25.2	(13.4)	(7.5)	3.1	1.2	3.0
영업이익률	4.3	4.4	7.7	7.3	6.4	5.9	5.6
순이익률	3.0	4.1	8.2	6.5	6.0	5.7	5.4
EPS증가율	28.3	84.9	67.9	(25.6)	(4.2)	(4.9)	(2.2)
ROE	6.5	10.5	16.3	10.8	9.5	8.4	7.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

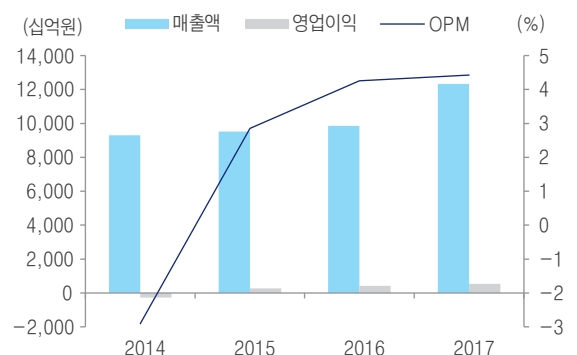
- 대림산업은 현재 2019E PER 6.0으로 업종대비 현저히 저평가 중. 일각에서는 건설/화학 사업부의 분할을 통해 valuation 개선이 가능하다고 기대하고 있으나 건설업종이 화학업종 대비 valuation이 낮음을 고려하면, 사업부의 문제가 아니라 ‘낮아진 실적 성장률’이 valuation 할인의 주원인
- 대림산업, 2016년 이후로 해외 플랜트 입찰에 소극적으로 참여. 이에 2013년 이래로 해외부문 매출액, 수주잔고는 꾸준히 감소(2018년 예상 수주잔고 규모는 매출액대비 1.1배 불과). 이는 강점있는 공중/지역에만 집중한다는 대림산업의 수주전략 때문이라 판단. 그러나 2019년 이후로 중동에서 석유화학 플랜트 발주 확대 전망(GCC국, 주요 화공플랜트 발주예산, YoY +54%). 이에 대림산업 수주 턴어라운드 기대감 높아졌었으나, 최근 플랜트부문 사업부 구조조정 공식화하며 기대감은 다시 축소됨
- 국내부문도 마찬가지. 2015년 이후로 연 1.5만세대 이상 분양 공급했으나 사업형태에 있어서는 경쟁사와 차별화됨. 대림산업은 공격적인 사업형태인 자체사업보다는 안정적인 개발신탁, 일반도급 사업 위주로 주택을 공급해옴. 장기 미착공PF사업의 착공 전환도 미룸. 타사대비 주택부문 수익성이 낮은 이유. 2019년 이후로는 장기미착공PF 사업의 분양 예정되어 있어, 관련하여 비용 증가 예상됨
- 국내 건설 시장, 정부의 교통SOC 확대 정책, 민간투자 확대안 등을 활용할 경우 수익성 높은 사업 기회 많음. 대림산업은 재무구조가 양호하고 현금성 자산이 풍부해 동 사업기회에 가장 유리할 업체 중 하나. 그러나 유화사업부와의 투자 확대로 건설부문 투자를 제한하는 현재의 경영 방향성이 유지된다면, 대림산업의 건설부문 실적 및 valuation은 부진함을 면치 못할 전망
- 이에, 행동주의적 접근으로 대림산업을 분석할 때에는, 일반적인 지배구조 story(승계/분할/hidden value)가 아닌, 중장기 실적 전망을 바꿀 수 있는 경영 방향성, 수주 전략 등의 변화에 집중할 필요

Figure 01 대림산업 FCF, Capex, 배당성향 비교



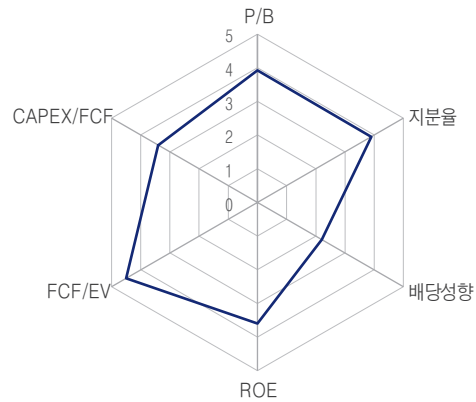
Source: 대림산업, KTB투자증권

Figure 02 대림산업 매출액 및 영업이익의 추이



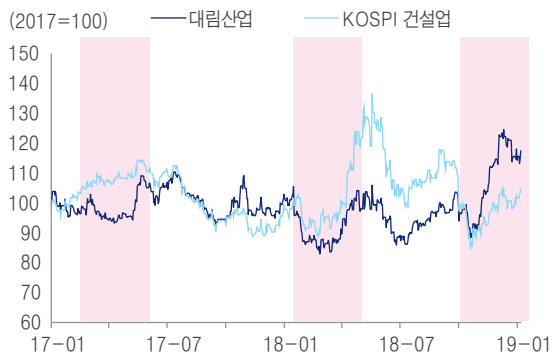
Source: 대림산업, KTB투자증권

Figure 03 행동주의 관점에서 요인별 투자 매력도



Source: Quantiwise, KTB투자증권

Figure 04 2017년 이후 대림산업과 건설업증 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

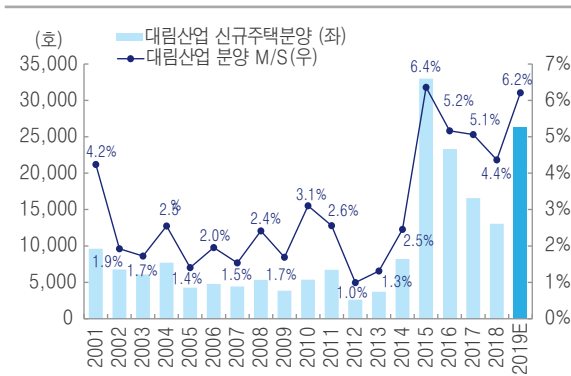
Figure 05 플랜트부문 축소를 공식 발표한 대림산업

★ 대림산업 플랜트본부 비상경영 선언

- 플랜트 본부 임원 15명 전원이 사의 표명
- 임현재 본부장 포함 5명 사직
- 잔류 임원들은 임금 30% 자진 반납
- 임직원 임금 3년간 동결
- 경영 정상화되기 전까지 승진 중단, 보직수당제도 폐지
- 플랜트본부 사무실 지방으로 이전
- 설계-공사 부서간 통폐합을 통해 조직 효율화

Source: 언론보도, KTB투자증권

Figure 06 대림산업 연도별 신규분양 및 M/S 추이



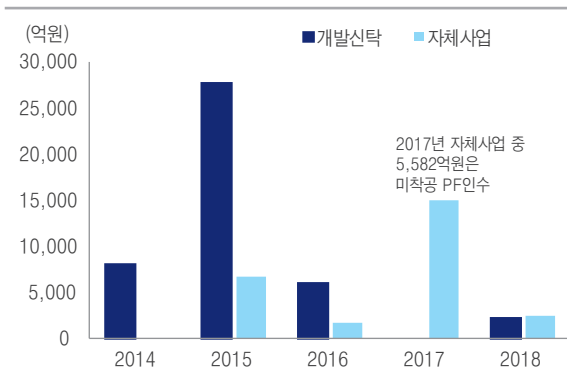
Source: 부동산114, KTB투자증권

Figure 07 대림산업 지급보증 PF 현황(음영부분은 미착공) (단위: 억원)

채무자	채권자	승인금액	대출잔액
오산랜드마크프로젝트(주)	플랜업세마(유)	600	600
오산랜드마크프로젝트(주)	한국스탠다드차타드은행	2,000	2,000
오산랜드마크프로젝트(주)	홀리워터제일차(주)	400	400
(주)케이피엠/(주)케이도시개발	매크리하니쉬제일차(유)	800	800
(주)케이피엠/(주)케이도시개발	로열도노크제일차(유)	300	300
(주)케이피엠/(주)케이도시개발	롯데캐피탈	500	500
(주)케이피엠	와이케이에스제이제일차(주)	570	570
(주)메디치코리아	앤에스프로제일차(주)	440	440
시티원(주)	와이케이제이피제삼차(주)	750	750
케이엠베스트솔루션(주)	교보증권(주)	2,000	2,000
		8,360	8,360

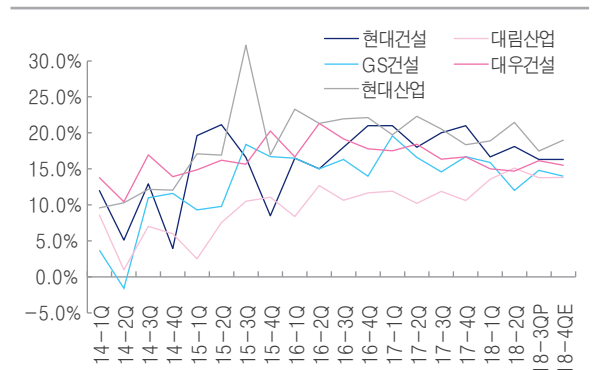
Source: 대림산업, KTB투자증권

Figure 08 대림산업 자체사업 vs 개발신탁 분양 현황



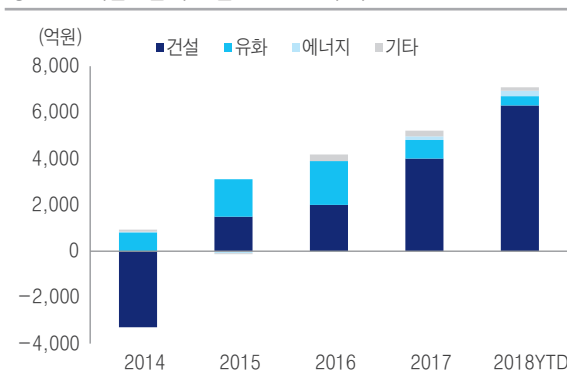
Source: 대림산업, KTB투자증권

Figure 09 주요 건설사 주택부문 수익성 비교



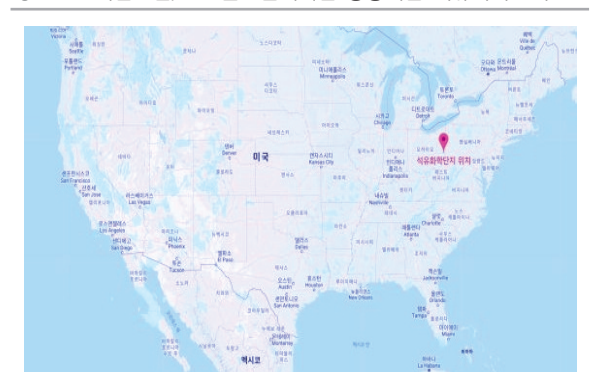
Source: 각 사, KTB투자증권

Figure 10 대림산업 부문별 EBITDA 추이



Source: 대림산업, KTB투자증권

Figure 11 대림산업/PTT글로벌케미칼 공동개발 석유화학단지



Source: 언론보도, KTB투자증권

재무제표 (대림산업)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,495.9	6,727.7	6,560.8	6,350.2	6,449.6
현금성자산	2,114.3	2,525.9	3,015.3	2,564.5	2,508.9
매출채권	2,913.2	3,130.0	2,389.6	2,567.1	2,680.6
재고자산	901.9	718.1	796.5	855.7	893.5
비유동자산	5,895.6	6,674.8	6,444.2	6,651.7	6,868.9
투자자산	3,870.0	4,533.6	4,312.6	4,487.8	4,670.0
유형자산	1,964.2	2,071.0	2,067.2	2,094.4	2,124.4
무형자산	61.4	70.2	64.3	69.6	74.5
자산총계	12,391.5	13,402.5	13,004.9	13,001.9	13,318.4
유동부채	4,787.4	4,903.2	4,303.7	4,073.8	3,983.6
매입채무	3,126.3	3,094.5	2,124.1	2,281.8	2,382.8
유동성이자부채	912.2	970.7	1,023.2	624.0	421.2
비유동부채	2,458.7	2,804.9	2,423.3	2,088.4	1,957.1
비유동이자부채	1,994.5	2,290.5	1,962.3	1,608.8	1,458.1
부채총계	7,246.1	7,708.1	6,727.0	6,162.2	5,940.8
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	538.8	539.2	539.2	539.2	539.2
이익잉여금	3,918.5	4,398.7	5,009.5	5,571.2	6,109.2
자본조정	(64.9)	(92.1)	(129.2)	(129.2)	(129.2)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,145.4	5,694.3	6,278.0	6,839.7	7,377.7
투자지분	4,340.7	4,788.4	5,067.3	5,279.2	5,469.5
순차입금	792.4	735.3	(29.8)	(331.7)	(629.5)
ROA	2.4	3.9	6.6	4.9	4.7
ROE	6.5	10.5	16.3	10.8	9.5
ROIC	6.8	9.0	13.9	10.3	9.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	147.0	437.6	815.5	453.6	460.6
당기순이익	293.2	508.0	874.7	639.3	615.6
자산상각비	108.4	119.3	124.7	121.3	123.3
운전자본증감	(545.8)	(465.5)	(592.8)	(70.9)	(42.4)
매출채권감소(증가)	(472.6)	(1,134.1)	(38.2)	(177.4)	(113.6)
재고자산감소(증가)	(0.5)	135.3	114.1	(59.1)	(37.9)
매입채무증가(감소)	589.0	835.3	(483.2)	157.7	100.9
투자현금	(699.4)	(237.4)	(341.5)	(111.0)	(123.6)
단기투자자산감소	(277.4)	23.4	(301.2)	(36.9)	(38.4)
장기투자증권감소	(123.1)	139.8	86.8	206.9	205.4
설비투자	(254.1)	(236.0)	(128.5)	(143.2)	(147.7)
유무형자산감소	(3.8)	(0.7)	0.7	(10.5)	(10.5)
재무현금	(46.3)	153.9	(309.2)	(830.3)	(431.1)
차입금증가	(138.2)	174.8	(260.2)	(752.7)	(353.5)
자본증가	(28.1)	(25.3)	(48.0)	(77.6)	(77.6)
배당금지급	28.1	25.3	48.0	77.6	77.6
현금 증감	(590.7)	354.6	175.2	(487.7)	(94.0)
총현금흐름(Gross CF)	712.1	964.6	1,185.7	524.5	503.0
(-) 운전자본증가(감소)	(146.9)	(237.0)	(4.3)	70.9	42.4
(-) 설비투자	254.1	236.0	128.5	143.2	147.7
(+) 자산매각	(3.8)	(0.7)	0.7	(10.5)	(10.5)
Free Cash Flow	12.7	727.1	251.4	342.6	337.0
(-) 기타투자	123.1	(139.8)	(86.8)	(206.9)	(205.4)
잉여현금	(110.4)	867.0	338.2	549.5	542.4

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,853.8	12,335.5	10,679.7	9,877.3	10,187.7
증가율 (Y-Y, %)	3.6	25.2	(13.4)	(7.5)	3.1
영업이익	419.4	545.9	823.7	720.9	652.5
증가율 (Y-Y, %)	54.3	30.2	50.9	(12.5)	(9.5)
EBITDA	527.8	665.2	948.5	842.3	775.9
영업외손익	17.0	129.4	229.6	145.0	159.6
순이자수익	(51.3)	(63.8)	(54.1)	(20.9)	(4.0)
외화관련손익	19.2	(64.8)	29.1	0.0	0.0
지분법손익	256.6	436.8	311.6	254.8	255.3
세전계속사업손익	436.4	675.3	1,053.4	866.0	812.1
당기순이익	293.2	508.0	874.7	639.3	615.6
지배기업당기순이익	35.1	73.3	72.2	(26.9)	(3.7)
증가율 (Y-Y, %)	281.8	410.6	684.0	532.2	494.6
NOPLAT	108.4	119.3	124.7	121.3	123.3
(+) Dep	(146.9)	(237.0)	(4.3)	70.9	42.4
(-) 운전자본투자	254.1	236.0	128.5	143.2	147.7
(-) Capex	283.0	531.0	684.6	439.4	427.8
OpFCF					
3 Yr CAGR & Margins	0.0	9.9	3.9	0.1	(6.2)
매출액증가율(3Yr)	119.5	n/a	44.7	19.8	6.1
영업이익증가율(3Yr)	67.8	n/a	38.3	16.9	5.3
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	59.2	29.7	6.6
순이익증가율(3Yr)	9.9	9.7	13.2	12.8	11.9
영업이익률(%)	4.3	4.4	7.7	7.3	6.4
EBITDA마진(%)	5.4	5.4	8.9	8.5	7.6
순이익률(%)	3.0	4.1	8.2	6.5	6.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	7,624	14,095	23,431	17,367	16,633
BPS	117,864	129,380	144,397	158,812	172,622
DPS	300	1,000	2,000	2,000	2,000
Multiples(x, %)					
PER	11.4	5.8	4.5	6.0	6.3
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.5	5.6	4.0	4.1	4.1
배당수익률	0.3	1.2	1.9	1.9	1.9
PCR	4.7	3.3	3.4	7.7	8.1
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
재무건전성(%)					
부채비율	140.8	135.4	107.2	90.1	80.5
Net debt/Equity	15.4	12.9	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	150.1	110.5	n/a	n/a	n/a
유동비율	135.7	137.2	152.4	155.9	161.9
이자보상배율	8.2	8.6	15.2	34.5	162.4
이자비용/매출액	1.0	0.8	1.1	0.9	0.7
자산구조					
투자지분(%)	42.0	40.4	40.9	42.8	43.2
현금+투자자산(%)	58.0	59.6	59.1	57.2	56.8
자본구조					
차입금(%)	36.1	36.4	32.2	24.6	20.3
자기자본(%)	63.9	63.6	67.8	75.4	79.7

대한항공

(003490)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	45,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(1/24)	36,350원
예상 주가상승률	23.8%
시가총액	34,476억원
비중(KOSPI내)	0.25%
발행주식수	94,845천주
52주 최저가/최고가	25,450 - 38,550원
3개월 일평균거래대금	205억원
외국인 지분율	21.7%
주요주주지분율(%)	
한진칼 (외 9인)	33.4
국민연금공단	11.7

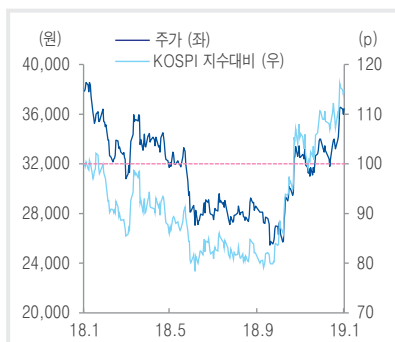
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	4.0	n/a	7.8
PBR(배)	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	5.9	6.5	5.3
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.8

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	8.8	32.2	(4.0)	10.0
KOSPI대비 상대수익률	4.5	38.1	11.5	4.9

Price Trend



현금창출력과 보유자산 부각될 것

Issue

대한항공에 대한 주주 행동주의적 접근

Pitch

- 과거 수차례 오너 리스크가 주가의 발목을 붙잡았던 것은, 역설적으로 동사가 대규모 현금 동원이 가능한 회사였기 때문임. 스튜어디스 코드나 행동주의 펀드 등장 등으로 이제부터 거버넌스 개선이 기대된다는 점은 채권자와 주주에 대한 payback period 단축이라는 관점에서 긍정적임
- 마침 올해부터 CAPEX 감소로 1.5조원의 FCF가 향후 5년간 발생할 수 있고, 여객 본업도 차별적인 호조 예상되므로 주가에 긍정적인 환경이 조성

Rationale

- 동사의 별도기준 연간 감가상각비는 1.6조~1.7조원 수준으로 지속되고 있으며, 영업이익이 1조원에 근접해 있어 2015~2017년 연간 영업현금흐름은 2.7조원, 2.8조원, 2.8조원으로 꾸준히 발생하고 있음. 이는 향후에도 지속
- 과거 높은 CAPEX 부담과 비관련 투자 등으로 부채 증가를 겪었고, 이자비용 부담과 비관련 회사의 손실 등으로 자본은 지속 감소했음. 별도 부채비율은 2000년 168%에서 2016년 1,273%까지 상승하며 2015년, 2017년 2차례 유상증자를 단행. 그러나 2017년부터 CAPEX가 축소되기 시작하며 3Q18말 현재 부채비율은 579%로 하향 안정화
- CAPEX가 2017년 2.0조원, 2018년 1.6조원에서 2019년부터는 1조원 미만으로 감소함에 따라 FCF는 매년 1.5조원 규모가 창출되기 시작. 주주의 입장을 우선시하지 않은 비관련 투자가 이제서 어렵기 때문에, 1.5조원이라는 잉여현금은 온전히 채권자와 주주의 몫으로 돌아올 것을 기대할 수 있음
- 보유하고 있는 유류자산으로는 경복궁 인근의 종로구 송현동 1.1만평 부지가 꼽히는데, 현대차그룹이 2014년에 매입한 삼성동 한전 부지 면적의 48% 규모임. 2008년 당시 취득가액은 2,900억원이며 현재 장부가는 미상

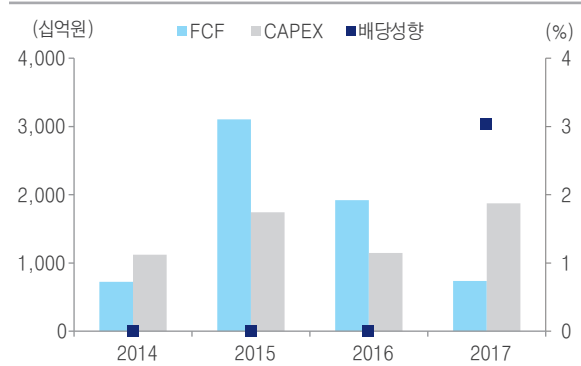
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	11,732	12,092	12,985	12,594	12,755	12,883	12,992
영업이익	1,121	940	729	1,104	1,216	1,294	1,354
EBITDA	2,872	2,633	2,503	2,894	3,009	3,090	3,155
순이익	(557)	802	(124)	445	559	638	703
순차입금	13,307	12,320	12,766	11,954	10,972	9,915	8,794
매출증가율	1.6	3.1	7.4	(3.0)	1.3	1.0	0.8
영업이익률	9.6	7.8	5.6	8.8	9.5	10.0	10.4
순이익률	(4.7)	6.6	(1.0)	3.5	4.4	4.9	5.4
EPS증가율	적지	흑전	적전	흑전	25.6	14.1	10.3
ROE	(26.9)	29.8	(3.5)	12.3	13.7	13.7	13.3

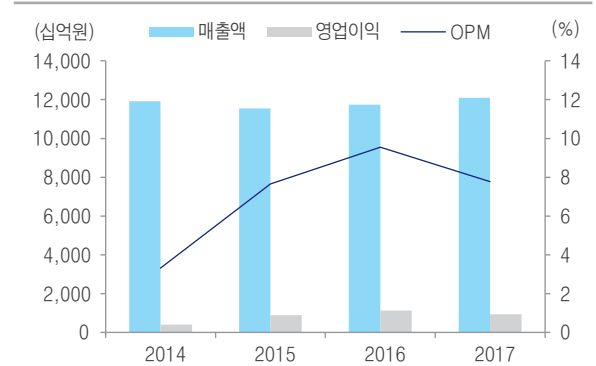
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 대한항공 FCF, Capex, 배당성향 비교



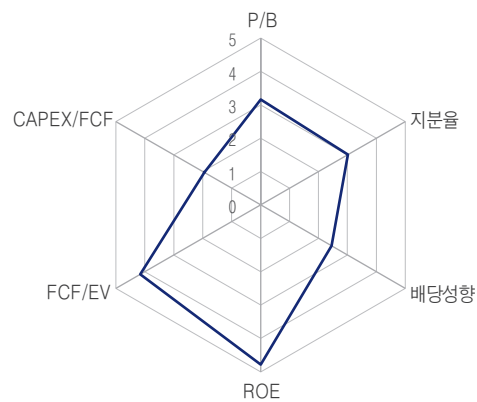
Source: 대한항공, KTB투자증권

Figure 02 대한항공 매출액 및 영업이익의 추이



Source: 대한항공, KTB투자증권

Figure 03 행동주의 관점에서 요인별 투자 매력도



Source: Quantiwise, KTB투자증권

재무제표 (대한항공)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,328.0	3,582.3	3,649.0	3,812.9	4,219.0
현금성자산	1,285.7	1,333.8	1,458.1	1,669.7	2,051.5
매출채권	874.1	908.1	776.5	748.9	757.8
재고자산	564.7	682.7	750.1	723.5	732.1
비유동자산	20,628.5	21,066.4	21,427.0	21,282.1	21,029.6
투자자산	2,300.5	1,699.7	1,679.5	1,747.6	1,818.6
유형자산	17,873.3	18,907.3	19,449.4	19,271.6	18,979.2
무형자산	405.0	363.5	298.2	262.9	231.8
자산총계	23,956.5	24,648.7	25,076.0	25,095.1	25,248.6
유동부채	9,131.1	6,638.1	6,376.9	5,988.7	5,614.2
매입채무	319.9	320.2	288.3	278.0	281.3
유동성이자부채	6,679.3	4,143.1	3,892.1	3,492.1	3,092.1
비유동부채	12,951.1	14,259.4	15,161.7	15,157.7	15,161.6
비유동이자부채	7,913.3	9,510.8	10,331.5	10,131.5	9,931.5
부채총계	22,082.2	20,897.6	21,538.6	21,146.3	20,775.7
자본금	369.8	479.8	479.8	479.8	479.8
자본잉여금	602.9	946.2	946.2	946.2	946.2
이익잉여금	(192.9)	576.7	383.6	795.0	1,319.1
자본조정	430.5	743.0	1,602.5	1,602.5	1,602.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,874.4	3,751.1	3,537.3	3,948.8	4,472.9
투하자본	14,886.7	15,766.9	16,125.8	15,718.5	15,253.3
순차입금	13,306.9	12,320.0	12,765.5	11,953.9	10,972.1
ROA	(2.3)	3.3	(0.5)	1.8	2.2
ROE	(26.9)	29.8	(3.5)	12.3	13.7
ROIC	5.3	4.4	3.3	5.3	6.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	2,806.3	2,806.8	2,413.5	2,303.2	2,350.3
당기순이익	(556.8)	801.9	(124.0)	444.7	558.6
자산상각비	1,751.5	1,693.0	1,774.5	1,789.7	1,792.8
운전자본증감	(97.2)	(41.1)	(128.5)	59.3	1.3
매출채권감소(증가)	(62.8)	(19.5)	(104.1)	27.6	(8.9)
재고자산감소(증가)	(73.4)	(116.0)	161.8	26.6	(8.6)
매입채무증가(감소)	(128.5)	5.5	126.9	(10.2)	3.3
투자현금	(873.5)	(2,041.2)	(858.5)	(1,654.7)	(1,550.5)
단기투자자산감소	7.0	(402.2)	355.8	(12.1)	(12.6)
장기투자증권감소	(89.9)	5.8	1.0	(4.9)	(5.2)
설비투자	(1,145.1)	(1,876.5)	(1,475.7)	(1,576.6)	(1,469.2)
유무형자산감소	273.1	82.5	65.7	(0.1)	(0.1)
재무현금	(1,829.3)	(1,036.2)	(306.9)	(428.8)	(428.9)
차입금증가	(2,794.1)	(1,836.1)	(1,090.0)	(400.0)	(400.0)
자본증가	(19.8)	419.6	1,068.3	(28.8)	(28.9)
배당금지급	23.3	33.6	24.0	28.8	28.9
현금 증감	122.4	(328.7)	398.7	199.5	369.3
총현금흐름(Gross CF)	2,892.3	2,819.5	2,538.5	2,243.9	2,349.1
(-) 운전자본증가(감소)	(7.0)	162.9	(47.4)	(59.3)	(1.3)
(-) 설비투자	1,145.1	1,876.5	1,475.7	1,576.6	1,469.2
(+) 자산매각	273.1	82.5	65.7	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	1,921.6	737.1	1,551.5	648.5	799.8
(-) 기타투자	89.9	(5.8)	(1.0)	4.9	5.2
잉여현금	1,831.7	742.9	1,552.6	643.6	794.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,731.9	12,092.2	12,985.0	12,593.9	12,755.2
증가율 (Y-Y, %)	1.6	3.1	7.4	(3.0)	1.3
영업이익	1,120.8	939.8	729.0	1,104.2	1,215.8
증가율 (Y-Y, %)	26.9	(16.2)	(22.4)	51.5	10.1
EBITDA	2,872.3	2,632.8	2,503.5	2,893.9	3,008.6
영업외손익	(1,838.2)	181.9	(851.5)	(526.6)	(490.4)
순이자수익	(374.2)	(421.9)	(500.3)	(514.0)	(489.5)
외화관련손익	(273.1)	995.5	(375.0)	(11.7)	0.0
지분법손익	(454.6)	(14.7)	1.3	2.3	2.3
세전계속사업손익	(717.4)	1,121.7	(122.5)	577.6	725.4
당기순이익	(556.8)	801.9	(124.0)	444.7	558.6
지배기업당기순이익	(564.9)	791.5	(128.2)	440.3	553.0
증가율 (Y-Y, %)	적지	흑전	적전	흑전	25.6
NOPLAT	812.6	671.8	528.5	850.2	936.1
(+) Dep	1,751.5	1,693.0	1,774.5	1,789.7	1,792.8
(-) 운전자본투자	(7.0)	162.9	(47.4)	(59.3)	(1.3)
(-) Capex	1,145.1	1,876.5	1,475.7	1,576.6	1,469.2
OpFCF	1,426.0	325.4	874.8	1,122.7	1,261.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(0.3)	0.5	4.0	2.4	1.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	33.5	(6.2)	(0.5)	9.0
EBITDA증가율(3Yr)	20.5	9.8	(0.4)	0.2	4.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	(11.4)
영업이익률(%)	9.6	7.8	5.6	8.8	9.5
EBITDA마진(%)	24.5	21.8	19.3	23.0	23.6
순이익률(%)	(4.7)	6.6	(1.0)	3.5	4.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	(7,291)	8,451	(1,356)	4,638	5,826
BPS	17,213	34,036	32,452	37,107	42,894
DPS	0	250	300	300	300
Multiples(x, %)					
PER	n/a	4.0	n/a	7.8	6.2
PBR	1.5	1.0	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	5.3	5.9	6.5	5.3	4.8
배당수익률	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8
PCR	0.7	1.1	1.4	1.6	1.5
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성(%)					
부채비율	1,178.1	557.1	608.9	535.5	464.5
Net debt/Equity	710.0	328.4	360.9	302.7	245.3
Net debt/EBITDA	463.3	467.9	509.9	413.1	364.7
유동비율	36.4	54.0	57.2	63.7	75.1
이자보상배율	3.0	2.2	1.5	2.1	2.5
이자비용/매출액	3.5	3.8	4.2	4.5	4.2
자산구조					
투하자본(%)	80.6	83.9	83.7	82.1	79.8
현금+투자자산(%)	19.4	16.1	16.3	17.9	20.2
자본구조					
차입금(%)	88.6	78.4	80.1	77.5	74.4
자기자본(%)	11.4	21.6	19.9	22.5	25.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

금호석유

(011780)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	135,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(1/24)	88,600원
예상 증가상승률	52.4%
시가총액	26,994억원
비중(KOSPI내)	0.19%
발행주식수	30,468천주
52주 최저가/최고가	80,100 - 117,000원
3개월 일평균거래대금	105억원
외국인 지분율	34.2%
주요주주지분율(%)	
박철완 (외 5인)	24.7
금호석유 자사주	18.4
국민연금공단	8.5

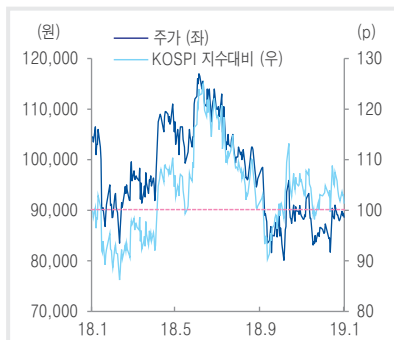
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	14.2	5.5	7.0
PBR(배)	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	9.8	5.0	5.2
배당수익률(%)	1.0	2.3	2.8

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	2.8	(19.5)	(15.2)	1.5
KOSPI대비 상대수익률	(1.6)	(13.5)	0.3	(3.6)

Price Trend



실적 개선 & 높은 자사주 비중→배당 확대 가능성

Issue

배당 확대 및 지배구조 개선 가능성 점검

Pitch

최근 2년간 뚜렷한 실적 호전 및 재무구조(현금흐름) 개선. 이에 따라 2018년 기준 현금 배당 큰 폭 확대 가능성. 올해 실적 둔화 가능성 불구하고 배당성향 확대 여력 충분. 특히 자사주 비중(18.3%) 높고, 국민연금 및 외국인 지분율 높다는 점에서 향후 배당 확대 통한 주주중시 경영 가능성

Rationale

- 대주주 지분율(박찬구회장&박준경 13.86%, 박철완 10.0%)은 24.7%로 낮은 편. 반면, 자사주 비중은 18.35%(보통주기준)로 높은 수준. 국민연금 및 외국인 지분율도 높은 편
- 2018년 기준 영업이익은 YoY +116.6% 급증 추정. 순이익도 5천억 내외로 YoY +133.0% 호전 전망. 19년에는 영업이익 -13.1% 둔화 예상되나 EBITDA 는 여전히 7천억 내외 추정
- 작년 잉여현금흐름(FCF) 5천억 내외로 대폭 증가해 부채비율 100% 이하로 낮아진 것으로 추정. 19년에 이익 일부 둔화 및 신증설 투자 감안해도 FCF 3천억 내외 이상은 충분히 가능할 전망
- 17년 기준 주당 배당금은 1,000원(배당성향 12.8%). 18년 이익 급증으로 유사 배당성향 가정 시 주당 2천원 내외 배당 가능성. 양호한 여유 현금흐름 및 재무구조 개선세, 낮은 대주주 지분율 등 감안 시 배당성향 상승과 함께 배당 확대 추세는 지속될 전망
- 19E PBR은 1.1x 수준이나 자사주 감안한 실질 PBR은 0.9x. 19E ROE 15.5% 감안하면 저평가 판단. 재무구조 개선세 지속되며 기업가치 상향 예상

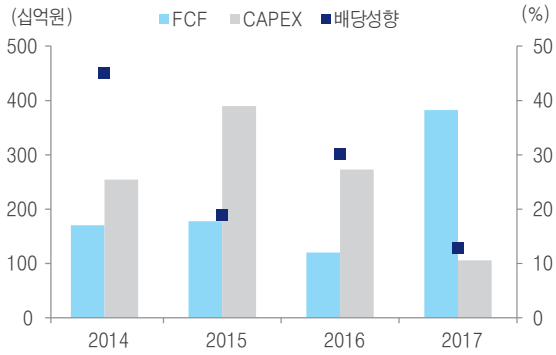
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	3,970	5,065	5,506	5,493	5,744	5,788	6,035
영업이익	157	263	569	494	504	510	516
EBITDA	363	481	780	704	719	733	750
순이익	81	218	507	391	413	422	431
순차입금	1,849	1,570	1,103	873	651	473	309
매출증가율	0.9	27.6	8.7	(0.2)	4.6	0.8	4.3
영업이익률	4.0	5.2	10.3	9.0	8.8	8.8	8.5
순이익률	2.0	4.3	9.2	7.1	7.2	7.3	7.1
EPS증가율	(38.4)	191.6	132.0	(21.1)	5.5	2.2	2.3
ROE	5.1	12.6	24.1	15.5	14.5	13.2	12.2

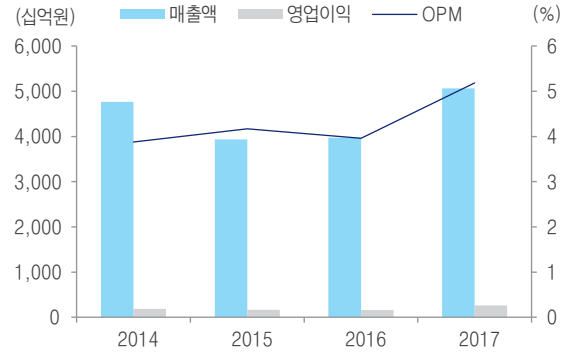
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 금호석유 FCF, Capex, 배당성향 비교



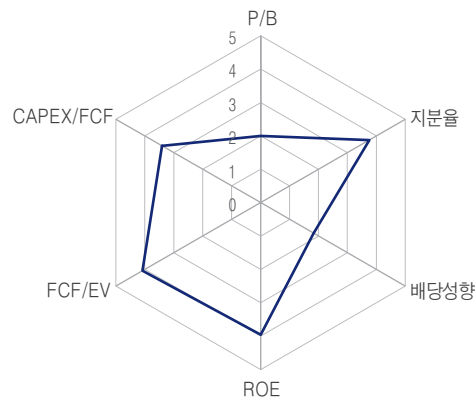
Source: 금호석유, KTB투자증권

Figure 02 금호석유 매출액 및 영업이익 추이



Source: 금호석유, KTB투자증권

Figure 03 행동주의 관점에서 요인별 투자 매력도



Source: Quantiwise, KTB투자증권

재무제표 (금호석유)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,255.3	1,332.7	1,344.7	1,451.6	1,480.5
현금성자산	232.6	250.3	266.3	245.5	268.2
매출채권	566.5	620.9	586.1	657.7	661.0
재고자산	445.5	426.8	457.2	513.0	515.6
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,263.6	3,309.9	3,420.9
투자자산	708.7	792.0	898.1	934.6	972.5
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,350.5	2,363.3	2,438.7
무형자산	17.3	14.9	15.0	12.0	9.6
자산총계	4,546.1	4,579.8	4,608.3	4,761.5	4,901.3
유동부채	2,145.6	1,913.9	1,683.3	1,556.3	1,410.7
매입채무	542.8	562.2	587.7	659.4	662.7
유동성이자부채	1,521.1	1,233.2	975.9	775.9	625.9
비유동부채	672.7	709.1	557.3	513.7	470.5
비유동이자부채	560.5	586.9	392.9	342.9	292.9
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,240.6	2,070.0	1,881.2
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	359.2	359.2	359.2
이익잉여금	1,207.9	1,403.0	1,933.0	2,256.8	2,585.5
자본조정	(22.2)	5.7	(96.2)	(96.2)	(96.2)
자기주식	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,367.7	2,691.5	3,020.1
투하자본	2,927.2	2,783.0	2,630.5	2,691.0	2,761.5
순차입금	1,849.0	1,569.8	1,102.5	873.3	650.6
ROA	1.8	4.8	11.0	8.3	8.5
ROE	5.1	12.6	24.1	15.5	14.5
ROIC	3.9	6.9	17.0	13.9	13.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	296.8	421.0	627.5	472.6	541.8
당기순이익	80.8	217.6	507.1	390.9	412.5
자산상각비	206.0	217.9	211.0	210.0	214.2
운전자본증감	(20.2)	(39.5)	(41.5)	(54.8)	(1.7)
매출채권감소(증가)	(93.9)	(60.7)	31.4	(71.6)	(3.2)
재고자산감소(증가)	(50.9)	18.8	(30.4)	(55.8)	(2.5)
매입채무증가(감소)	118.1	20.9	35.8	71.8	3.2
투자현금	(250.7)	(106.0)	(174.0)	(179.8)	(238.9)
단기투자자산감소	(18.3)	10.0	(70.4)	(3.5)	(3.7)
장기투자증권감소	31.3	(3.3)	30.4	45.9	54.5
설비투자	(272.7)	(106.0)	(138.4)	(219.7)	(287.2)
유무형자산감소	0.1	4.4	4.9	(0.1)	(0.1)
재무현금	103.6	(276.7)	(507.9)	(317.1)	(283.9)
차입금증가	131.8	(251.4)	(443.3)	(250.0)	(200.0)
자본증가	(22.5)	(22.1)	(27.3)	(67.1)	(83.9)
배당금지급	22.5	22.1	27.3	67.1	83.9
현금 증감	149.7	37.5	(54.7)	(24.3)	19.1
총현금흐름(Gross CF)	390.7	528.1	742.6	527.4	543.5
(-) 운전자본증가(감소)	(2.4)	3.3	(30.7)	54.8	1.7
(-) 설비투자	272.7	106.0	138.4	219.7	287.2
(+) 자산매각	0.1	4.4	4.9	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	119.9	382.5	527.1	292.8	302.9
(-) 기타투자	(31.3)	3.3	(30.4)	(45.9)	(54.5)
잉여현금	151.2	379.2	557.5	338.7	357.5

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,970.4	5,064.8	5,505.7	5,493.5	5,744.0
증가율 (Y-Y, %)	0.9	27.6	8.7	(0.2)	4.6
영업이익	157.1	262.6	568.9	494.4	504.4
증가율 (Y-Y, %)	(4.2)	67.2	116.6	(13.1)	2.0
EBITDA	363.0	480.5	779.9	704.3	718.6
영업외손익	(44.2)	27.2	56.3	26.9	45.6
순이자수익	(50.2)	(58.1)	(46.3)	(37.8)	(28.9)
외환관련손익	(17.1)	40.9	(3.2)	6.0	6.0
지분법손익	36.6	88.7	128.7	80.0	90.0
세전계속사업손익	112.9	289.8	625.2	521.2	550.0
당기순이익	80.8	217.6	507.1	390.9	412.5
지배기업당기순이익	73.2	213.6	495.4	390.9	412.5
증가율 (Y-Y, %)	(33.7)	169.5	133.0	(22.9)	5.5
NOPLAT	112.4	197.2	461.5	370.8	378.3
(+) Dep	206.0	217.9	211.0	210.0	214.2
(-) 운전자본투자	(2.4)	3.3	(30.7)	54.8	1.7
(-) Capex	272.7	106.0	138.4	219.7	287.2
OpFCF	48.0	305.9	564.8	306.2	303.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(8.2)	2.0	11.9	11.4	4.3
영업이익증가율(3Yr)	5.4	12.4	51.4	46.5	24.3
EBITDA증가율(3Yr)	5.6	9.9	31.9	24.7	14.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	35.1	60.8	69.2	23.8
영업이익률(%)	4.0	5.2	10.3	9.0	8.8
EBITDA마진(%)	9.1	9.5	14.2	12.8	12.5
순이익률(%)	2.0	4.3	9.2	7.1	7.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	2,404	7,010	16,056	12,578	13,287
BPS	47,848	54,573	70,123	79,880	89,764
DPS	800	1,000	2,000	2,500	2,500
Multiples(x, %)					
PER	34.1	14.2	5.5	7.0	6.7
PBR	1.7	1.8	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	12.2	9.8	5.0	5.2	4.8
배당수익률	1.0	1.0	2.3	2.8	2.8
PCR	7.0	6.3	4.0	5.6	5.5
PSR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
재무건전성(%)					
부채비율	163.1	134.0	94.6	76.9	62.3
Net debt/Equity	107.0	80.2	46.6	32.4	21.5
Net debt/EBITDA	509.3	326.7	141.4	124.0	90.5
유동비율	58.5	69.6	79.9	93.3	104.9
이자보상배율	3.1	4.5	12.3	13.1	17.5
이자비용/매출액	1.5	1.3	1.0	0.8	0.7
자산구조					
투하자본(%)	75.7	72.8	69.3	69.5	69.0
현금+투자자산(%)	24.3	27.2	30.7	30.5	31.0
자본구조					
차입금(%)	54.6	48.2	36.6	29.4	23.3
자기자본(%)	45.4	51.8	63.4	70.6	76.7

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

한진칼

(180640)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	30,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가(1/24)	29,350원
예상 주가상승률	2.2%
시가총액	17,367억원
비중(KOSPI내)	0.12%
발행주식수	59,170천주
52주 최저가/최고가	16,050 - 32,450원
3개월 일평균거래대금	398억원
외국인 지분율	6.4%
주요주주지분율(%)	
조양호 (외 9인)	28.9
그레이스홀딩스	10.8
국민연금공단	7.3

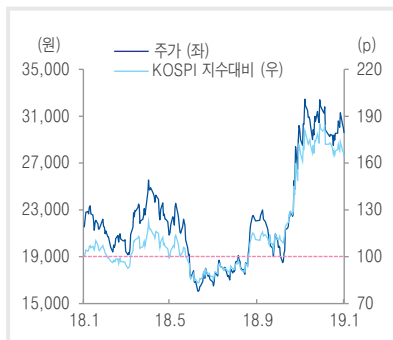
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	4.9	65.0	7.9
PBR(배)	0.7	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	6.9	8.9	6.8
배당수익률(%)	0.7	0.5	0.6

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(6.8)	77.9	36.2	(1.5)
KOSPI대비 상대수익률	(11.2)	83.8	51.7	(6.6)

Price Trend



보유자산과 배당에 관심

Issue

한진칼에 대한 주주 행동주의적 접근

Pitch

보유자산 재평가를 기대하는 것은 현 시점에서는 과도한 전제가 필요하며, 주가도 적정NAV에 도달. 여전히 저평가 받고 있는 자회사 쪽으로 시선을 옮길 필요가 있음. 한편 배당은 당사 추정 영업현금흐름을 감안할 때 매력적인 시가배당을 수준까지 늘리기는 어려워 보임. 대한항공(지분율 29%)과 진에어(지분율 60%)로부터의 배당수취 확대를 생각해 보게 됨

Rationale

- 별도 기준 보유자산으로는 서소문로 117 대한항공 빌딩(3Q18 투자부동산 653억원)이 있으며, 대부분의 보유자산은 종속기업에 집중
- 칼호텔네트워크(100%): 인천그랜드하얏트, 제주KAL, 서귀포KAL, 파라다이스호텔제주 등 4개 호텔을 보유 중이며, 3Q18말 유형자산은 4,609억원, 순자산은 2,505억원에 해당
- 정석기업(48%): 소공동 한진빌딩, 부산 정석빌딩, 인천 정석빌딩 등. 3Q18말 투자부동산 계정 2,196억원에 해당
- 제동레저(100%): 양명군 140만평 유희부지 보유. 투자부동산 284억원
- 한진칼의 2017년 DPS는 125원(배당총액 75억원, 17년초 주가 기준 배당수익률 0.8%). 2018E 별도 영업현금흐름은 약 410억원으로 추정. 동사 매출액은 배당수익 236억원, 브랜드로열티 300억원, 임대수익 70억원 등으로 구성되어 있는데, 배당수익은 비과세이므로 배당수익 제외한 NOPLAT + 배당수익 + 감가상각비로 가정하여 OCF를 산출하였음. 순운전자본 변동성은 높은 편임을 주의해야 함. 별도 순차입금 1,916억원, 순이자비용 약 100억원. 순상환 없고 이익잉여금 쌓지 않을 정도로 배당을 늘린다면 2017년 75억원에서 385억원으로 증액 가능하다는 결론. 이 경우 DPS는 640원까지 가능하며, 현 주가 기준 시가배당을 2.2%에 해당

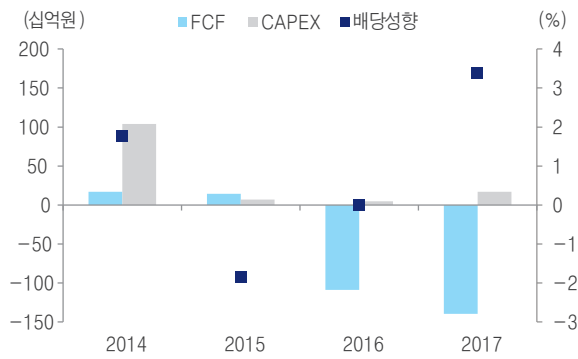
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	991	1,150	1,348	1,639	2,020	2,338	2,636
영업이익	99	115	139	179	217	253	297
EBITDA	135	158	183	221	258	295	338
순이익	(396)	229	58	233	282	333	385
순차입금	322	5	(108)	(245)	(411)	(616)	(855)
매출증가율	37.2	16.0	17.3	21.6	23.2	15.8	12.7
영업이익률	10.0	10.0	10.3	10.9	10.7	10.8	11.3
순이익률	(40.0)	19.9	4.3	14.2	14.0	14.2	14.6
EPS증가율	적지	흑전	(88.0)	727.3	21.3	17.9	15.8
ROE	(34.1)	18.2	3.8	14.1	14.9	15.1	15.1

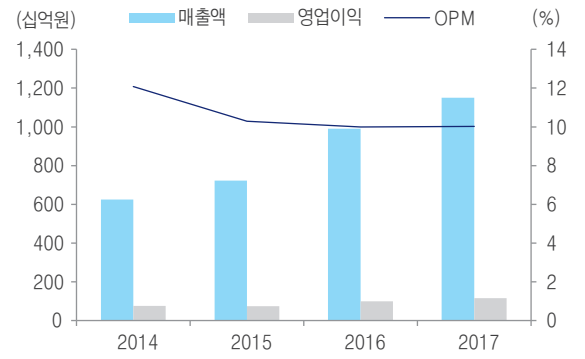
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 한진칼 FCF, Capex, 배당성향 비교



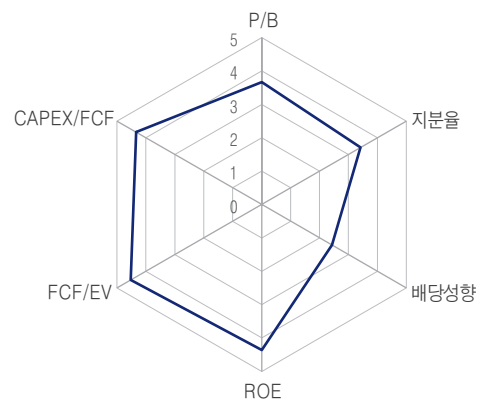
Source: 한진칼, KTB투자증권

Figure 02 한진칼 매출액 및 영업이익 추이



Source: 한진칼, KTB투자증권

Figure 03 행동주의 관점에서 요인별 투자 매력도



Source: Quantiwise, KTB투자증권

재무제표 (한진칼)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	378.5	725.6	771.1	889.5	1,047.9
현금성자산	295.0	629.9	651.8	748.6	882.2
매출채권	58.1	56.8	75.3	94.6	117.3
재고자산	1.9	1.9	6.8	8.8	10.8
비유동자산	1,683.5	2,050.2	1,949.9	2,028.0	2,122.8
투자자산	1,079.7	1,452.1	1,378.7	1,472.0	1,578.3
유형자산	597.0	592.5	558.1	539.2	524.7
무형자산	6.9	5.6	13.1	16.8	19.7
자산총계	2,062.0	2,775.8	2,721.0	2,917.5	3,170.7
유동부채	760.3	736.3	611.5	618.8	627.6
매입채무	22.9	28.3	30.6	38.5	47.7
유동성이자부채	513.2	381.6	252.8	250.5	248.4
비유동부채	198.8	329.7	367.9	333.2	305.7
비유동이자부채	104.0	253.1	291.2	253.4	222.6
부채총계	959.1	1,066.1	979.4	952.0	933.3
자본금	149.3	149.3	149.3	149.3	149.3
자본잉여금	1,141.5	1,141.5	1,141.5	1,141.5	1,141.5
이익잉여금	(521.9)	(294.2)	(261.5)	(37.7)	234.2
자본조정	232.9	524.9	511.8	511.8	511.8
자기주식	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본총계	1,103.0	1,709.7	1,741.6	1,965.5	2,237.4
투자자본	742.8	636.4	635.5	644.5	659.8
순차입금	322.1	4.8	(107.8)	(244.8)	(411.2)
ROA	(18.1)	9.5	2.1	8.3	9.3
ROE	(34.1)	18.2	3.8	14.1	14.9
ROIC	10.1	14.3	14.5	23.8	28.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	138.8	164.4	143.7	165.2	196.9
당기순이익	(396.4)	229.1	57.6	232.7	282.3
자산상각비	35.9	43.0	44.0	41.7	41.4
운전자본증감	2.2	9.5	32.5	(11.9)	(14.0)
매출채권감소(증가)	(8.0)	(1.7)	(15.1)	(19.3)	(22.7)
재고자산감소(증가)	0.1	0.0	(4.9)	(2.0)	(2.0)
매입채무증감(감소)	2.0	6.5	1.9	7.9	9.2
투자현금	(257.0)	(313.0)	(77.8)	(59.9)	(63.8)
단기투자자산감소	(74.7)	(171.4)	(66.0)	(37.4)	(40.4)
장기투자증권감소	0.5	(6.2)	13.0	19.5	22.6
설비투자	(4.9)	(16.9)	(9.7)	(18.9)	(22.2)
유무형자산감소	(185.8)	(0.1)	(5.4)	(7.7)	(7.7)
재무현금	80.7	314.0	(83.8)	8.8	7.6
차입금증가	52.8	1.3	(59.7)	17.7	18.0
자본증가	79.6	89.0	(7.5)	(8.9)	(10.4)
배당금지급	10.6	5.7	7.5	8.9	10.4
현금 증감	(38.0)	163.1	(47.8)	59.5	93.1
총현금흐름(Gross CF)	148.2	173.2	181.8	177.1	210.9
(-) 운전자본증가(감소)	(28.1)	(95.5)	19.7	11.9	14.0
(-) 설비투자	4.9	16.9	9.7	18.9	22.2
(+) 자산매각	(185.8)	(0.1)	(5.4)	(7.7)	(7.7)
Free Cash Flow	(108.8)	(139.7)	136.5	105.4	133.1
(-) 기타투자	(0.5)	6.2	(13.0)	(19.5)	(22.6)
잉여현금	(108.3)	(145.9)	149.5	124.8	155.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	991.0	1,149.7	1,348.1	1,639.1	2,020.1
증가율 (Y-Y, %)	37.2	16.0	17.3	21.6	23.2
영업이익	99.0	115.3	139.2	179.5	216.8
증가율 (Y-Y, %)	33.3	16.5	20.7	29.0	20.8
EBITDA	134.9	158.2	183.2	221.2	258.2
영업외손익	(550.9)	152.4	(52.3)	94.3	115.3
순이자수익	(20.1)	(22.3)	(10.4)	(5.8)	(0.3)
외화관련손익	0.2	1.3	1.2	0.0	0.0
지분법손익	(350.5)	177.1	(45.0)	97.3	112.8
세전계속사업손익	(451.9)	267.6	86.9	273.8	332.1
당기순이익	(396.4)	229.1	57.6	232.7	282.3
자배기업당기순이익	(406.8)	221.9	26.7	221.1	268.2
증가율 (Y-Y, %)	적지	흑전	(74.9)	304.1	21.3
NOPLAT	71.8	98.7	92.3	152.6	184.2
(+) Dep	35.9	43.0	44.0	41.7	41.4
(-) 운전자본투자	(28.1)	(95.5)	19.7	11.9	14.0
(-) Capex	4.9	16.9	9.7	18.9	22.2
OpFCF	130.8	220.2	106.9	163.5	189.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	60.1	22.5	23.1	18.3	20.7
영업이익증가율(3Yr)	50.6	15.1	23.3	21.9	23.4
EBITDA증가율(3Yr)	54.6	17.5	20.8	17.9	17.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	(8.5)	n/a	n/a	7.2
영업이익률(%)	10.0	10.0	10.3	10.9	10.7
EBITDA마진(%)	13.6	13.8	13.6	13.5	12.8
순이익률(%)	(40.0)	19.9	4.3	14.2	14.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	(7,071)	3,750	452	3,737	4,532
BPS	16,813	25,617	25,821	29,542	34,088
DPS	0	125	150	180	200
Multiples(x, %)					
PER	n/a	4.9	65.0	7.9	6.5
PBR	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.1	6.9	8.9	6.8	5.2
배당수익률	0.0	0.7	0.5	0.6	0.7
PCR	6.0	6.3	9.6	9.8	8.2
PSR	0.9	0.9	1.3	1.1	0.9
재무건전성(%)					
부채비율	87.0	62.4	56.2	48.4	41.7
Net debt/Equity	29.2	0.3	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	238.8	3.1	n/a	n/a	n/a
유동비율	49.8	98.5	126.1	143.7	167.0
이자보상배율	4.9	5.2	13.4	31.0	698.6
이자비용/매출액	2.5	2.5	1.8	1.4	1.0
자산구조					
투자자본(%)	35.1	23.4	23.8	22.5	21.1
현금+투자자산(%)	64.9	76.6	76.2	77.5	78.9
자본구조					
차입금(%)	35.9	27.1	23.8	20.4	17.4
자기자본(%)	64.1	72.9	76.2	79.6	82.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

삼천리 (004690)

BUY

너무 오래 머물렀다

Issue

삼천리에 대한 주주 행동주의적 접근

Pitch

- 목표주가를 13만원으로 상향조정하며 BUY 유지. 목표주가는 적용 PBR은 0.43x. 도매가 스업 최근 3년 평균 자기자본 투자보수율(CoE) 6%를 약 30% 할인 반영함. 소매가스업 투자보수율은 좀처럼 외부에 알려지지 않음
- 회사 자원배분이 조금 더 주주 가치 제고의 방향으로 변화하면 의미 있는 ROE 상승(= CoE 수준까지)이 가능한 회사. 現 PBR 0.33x도 자연히 상승 가능

Rationale

- 동사의 최대주주 지분율은 32.36%. 동업관계인 이씨家와 유씨家가 똑같이 16.18%씩 보유. 자기주식은 49만주로 총 주식수의 12.12%
- 2018년 초 경영참여로 지분보유 목적 공시를 하고 배당금 증액, 자사주 소각, 액면분할을 제안했던 Brandes가 7.08% 보유
- 배당: 2014년 2,000원, 2015년 2,500원, 2017년 3,000원으로 최근 연도 들어 주당 배당금을 계단식으로 올려왔음.
- 배당성향은 일정하지 않은데, 별도, 연결 모두 당기순이익이 투자회사 손상차손에 따라 매년 크게 변했기 때문. 따라서, 들쭉날쭉한 배당성향으로는 회사의 배당정책을 가능하기 곤란함
- 오히려, 비즈니스 구조와 이제까지 투자 의사결정 등을 짚어보는 게 배당 혹은 주가의 상향 여지를 생각하는데 직관적이라고 사료.
- 도시가스 소매업은 적정투자보수를 보장받는 규제사업. 게다가 필수재의 지역독점이라 안정성은 탁월한 비즈니스. [계속]

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	130,000	110,000	상향
Earnings			유지

Stock Information

현재가(1/24)	100,000원
예상 주가상승률	30.0%
시가총액	4,055억원
비중(KOSPI내)	0.03%
발행주식수	4,055천주
52주 최저가/최고가	89,000 - 125,500원
3개월 일평균거래대금	5억원
외국인 지분율	23.2%
주요주주지분율(%)	
이만득 (외 16인)	32.5
삼천리 자사주	12.1
신영자산운용 (외 1인)	10.6

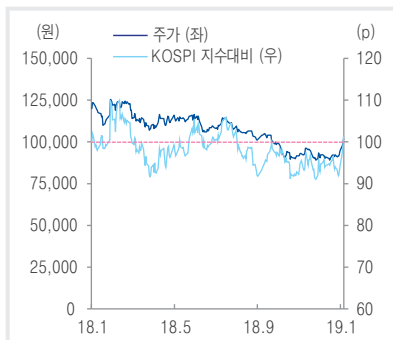
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	34.7	7.0	6.3
PBR(배)	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	6.0	4.1	3.6
배당수익률(%)	2.7	3.0	3.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	8.3	(7.8)	(16.7)	9.9
KOSPI대비 상대수익률	4.0	(1.9)	(1.2)	4.8

Price Trend



Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	3,060	3,295	3,468	3,607	3,716	3,907	4,105
영업이익	62	61	84	89	88	89	88
EBITDA	175	177	194	207	205	204	202
순이익	20	5	51	59	61	63	64
순차입금	519	600	382	331	250	174	91
매출증가율	(16.6)	7.7	5.3	4.0	3.0	5.1	5.1
영업이익률	2.0	1.9	2.4	2.5	2.4	2.3	2.2
순이익률	0.7	0.2	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
EPS증가율	(6.9)	(61.7)	336.7	12.3	2.6	4.4	2.2
ROE	1.6	0.4	4.0	4.5	4.5	4.5	4.4

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

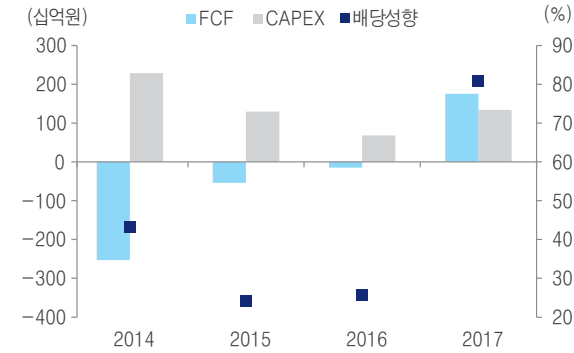
이제까지 투자의 성과는 미흡

- 이렇듯 도시가스업은 안정성이 탁월한 cash cow이지만 성장성 측면에서는 낮은 평가를 받았음. 이를 보완하기 위해 삼천리 그룹은 다양한 방면에 투자를 늘려왔음
- 자원개발, 집단에너지, 발전업(LNG, 연료전지발전), 국내 플랜트(배관공사, 설비제작 중심), 외식 사업 등. 하지만, 대체로 성과는 부진.
- 별도재무제표 자산은 2.3조원, 이 중에서 종속기업투자 3,037억원, 관계기업투자 424억원. 연결 재무제표 도시가스의 매출비중 약 75%(2018년). 전체 자산에서 차지하는 투자자산 비중은 낮지만, 손익에는 종속 및 관계사 영향이 크다는 의미
- 이라크, 미국에서 적지 않은 손실을 입고 자원개발업은 사실상 정리상태.
- 장부가 1,377억원으로 투자기업 중에 최대규모인 LNG발전업 에스와워(지분율 51%)도 적자행진 중. 3Q18 누적 영업이익 76억원에 당기순손실 78억원인데 2018년 낮은 원전 이용률에도 적자를 냈기 때문에 2019년이 더 걱정되는 게 사실
- 그룹에도 불구하고 3Q18말 별도기준 유보율 6,399%, 유동성금융자산, 현금, 예적금이 5,044억원에 이르는 건실한 재무구조는 유지되고 있음
- 에스와워(자산 7,955억원, 부채 5,596억원)때문에 연결재무제표 기준으로 순차입금 상태이지만 이는 실질적인 회사의 체력과 거리가 있음
- 즉, 앞으로 투자처 선택에 조금 더 신중을 기하고, 잉여현금흐름이 배당으로 더 흘러간다면 주가상승 여력이 크다고 판단함
- 동사는 2018년 인천연료전지주에 10억원을 출자했음(지분율 20%). 두산건설, 한국수력원자력과 공동으로 설립한 SPC인데, 보도에 따르면 2,300억원을 들여 39.6MW의 연료전지 발전소를 인천에 건설할 계획이라 함. 같은 연료전지 발전소 경기그린에너지를 운영(지분율 19%)하고 있다는 점에서 일단은 이해할 수 있는 투자로 보여짐. 장기적으로 수소경제를 생각하면 도시가스업체가 연료전지 value chain을 강화하는 것도 긍정적일 수 있음. 하지만, 앞으로 디테일을 더 살펴 볼 필요가 있을 듯

도시가스 FCF 400억원 vs. 배당금 107억원

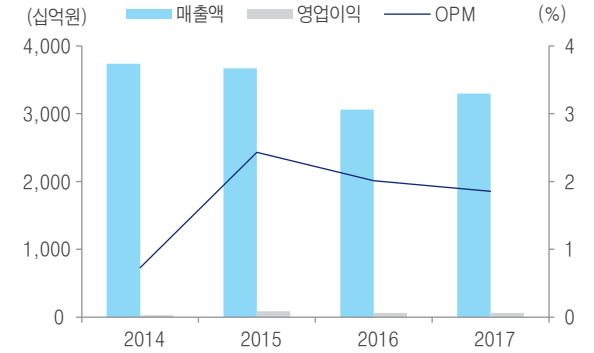
- 별도기준으로 동사의 영업이익은 2015~2017년 603~618억원으로 도시가스업 특성을 드러내듯 거의 변화가 없는 편. 감가상각비가 2017년 624억원이었고, 도시가스관련 투자비는 2015~2017년 555~663억원이었음(사업보고서 상). 2018년도 투자계획은 893억원이나 집행은 예년처럼 계획에 미달하여 700억원 내외였을 것으로 추정
- 날씨에 따라 연말 변동성이 큰 운전자본을 배제하고, [NOPLAT + 감가상각비 - CAPEX]의 간략한 산식으로 Free Cash Flow 수준이 약 400억원
- 2017년 주당배당 3,000원 지급 시에 총 배당금 지급액은 107억원이었음. 즉, 도시가스사업 현금흐름 관점에서는 배당을 늘릴 여지가 충분히 보임
- 하지만, 변수는 사업다각화 명목의 투자가 될 듯

Figure 01 삼천리 FCF, Capex, 배당성향 비교



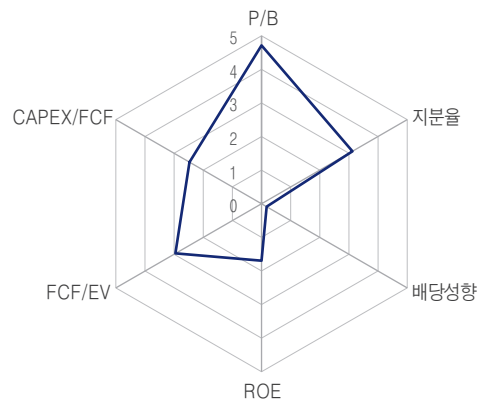
Note: 연결재무제표기준, 별도기준으로 FCF, CAPEX 기술한 본문 내용과 다름
Source: 삼천리, KTB투자증권

Figure 02 삼천리 매출액 및 영업이익 추이



Source: 삼천리, KTB투자증권

Figure 03 행동주의 관점에서 요인별 투자 매력도



Note: 순이익의 높은 변동성으로 인한 낮은 배당성향 점수(높게나옴)에 주의
Source: Quantiwise, KTB투자증권

재무제표 (삼천리)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,202.8	1,185.5	1,202.5	1,201.2	1,210.3
현금성자산	694.2	603.9	735.2	746.2	736.9
매출채권	464.3	543.1	409.3	398.5	414.9
재고자산	33.4	16.1	35.5	33.9	35.6
비유동자산	2,487.4	2,518.8	2,516.2	2,510.7	2,502.8
투자자산	240.3	264.6	264.5	275.2	286.4
유형자산	2,219.5	2,226.9	2,225.9	2,213.1	2,197.1
무형자산	27.6	27.3	25.9	22.3	19.3
자산총계	3,690.2	3,704.3	3,718.7	3,711.8	3,713.1
유동부채	796.3	908.7	645.6	628.0	666.9
매입채무	661.7	627.6	537.7	509.4	537.6
유동성이자부채	80.3	214.8	41.0	51.0	61.0
비유동부채	1,530.9	1,439.7	1,675.8	1,637.9	1,550.3
비유동이자부채	1,132.8	989.0	1,075.8	1,025.8	925.8
부채총계	2,327.2	2,348.4	2,321.4	2,265.9	2,217.1
자본금	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3
자본잉여금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
이익잉여금	1,245.4	1,248.8	1,294.7	1,343.4	1,393.4
자본조정	(46.9)	(49.4)	(47.9)	(47.9)	(47.9)
자기주식	(50.2)	(50.2)	(50.2)	(50.2)	(50.2)
자본총계	1,363.0	1,355.8	1,397.3	1,446.0	1,496.0
투자자본	1,808.6	1,873.4	1,697.9	1,692.4	1,658.3
순차입금	519.0	599.9	381.5	330.6	249.9
ROA	0.6	0.1	1.4	1.6	1.6
ROE	1.6	0.4	4.0	4.5	4.5
ROIC	1.7	0.9	3.7	4.0	4.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	328.8	99.8	290.4	62.1	88.0
당기순이익	20.1	5.1	51.0	59.4	60.7
자산상각비	113.2	116.1	110.2	117.6	116.3
운전자본증감	199.8	(37.0)	85.8	(15.4)	10.5
매출채권감소(증가)	40.2	(90.5)	162.0	10.8	(16.4)
재고자산감소(증가)	(20.5)	18.9	(19.5)	1.7	(1.8)
매입채무증가(감소)	125.6	(31.5)	(108.9)	(28.3)	28.2
투자현금	(194.4)	(10.8)	(115.2)	(117.6)	(114.4)
단기투자자산감소	(209.4)	118.5	4.3	(17.1)	(17.7)
장기투자증권감소	0.4	0.4	2.6	8.2	8.4
설비투자	(67.9)	(134.3)	(133.4)	(100.9)	(96.8)
유무형자산감소	2.1	1.7	11.3	(0.4)	(0.4)
재무현금	(63.9)	(45.6)	(42.9)	49.3	(0.7)
차입금증가	(55.0)	(36.6)	(32.2)	60.0	10.0
자본증가	(8.9)	(8.9)	(10.7)	(10.7)	(10.7)
배당금지급	8.9	8.9	10.7	10.7	10.7
현금 증감	73.5	40.2	132.1	(6.1)	(27.0)
총현금흐름(Gross CF)	179.8	186.1	254.1	77.5	77.5
(-) 운전자본증가(감소)	(139.3)	95.1	(25.1)	15.4	(10.5)
(-) 설비투자	67.9	134.3	133.4	100.9	96.8
(+) 자산매각	2.1	1.7	11.3	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	(14.6)	175.3	224.7	(55.5)	(26.3)
(-) 기타투자	(0.4)	(0.4)	(2.6)	(8.2)	(8.4)
잉여현금	(14.2)	175.8	227.3	(47.2)	(18.0)

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,060.1	3,295.1	3,468.1	3,606.6	3,716.4
증가율 (Y-Y, %)	(16.6)	7.7	5.3	4.0	3.0
영업이익	61.5	61.1	83.7	89.2	88.4
증가율 (Y-Y, %)	(31.0)	(0.6)	36.9	6.6	(0.8)
EBITDA	174.7	177.2	193.9	206.8	204.7
영업외손익	(23.0)	(39.1)	(18.7)	(11.1)	(8.6)
순이자수익	(34.4)	(31.1)	(32.8)	(18.6)	(16.4)
외화관련손익	(1.1)	2.2	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.9	10.3	3.5	11.5	11.8
세전계속사업손익	38.5	22.1	65.0	78.1	79.9
당기순이익	20.1	5.1	51.0	59.4	60.7
자배기업당기순이익	34.5	13.2	57.7	64.8	66.5
증가율 (Y-Y, %)	(46.1)	(74.4)	895.4	16.3	2.2
NOPLAT	33.4	16.3	65.7	67.8	67.2
(+) Dep	113.2	116.1	110.2	117.6	116.3
(-) 운전자본투자	(139.3)	95.1	(25.1)	15.4	(10.5)
(-) Capex	67.9	134.3	133.4	100.9	96.8
OpFCF	218.0	(97.0)	67.7	69.0	97.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(5.8)	(4.1)	(1.8)	5.6	4.1
영업이익증가율(3Yr)	5.4	30.8	(2.1)	13.2	13.1
EBITDA증가율(3Yr)	10.5	18.8	(1.4)	5.8	4.9
순이익증가율(3Yr)	(20.7)	(23.9)	11.1	43.6	127.9
영업이익률(%)	2.0	1.9	2.4	2.5	2.4
EBITDA마진(%)	5.7	5.4	5.6	5.7	5.5
순이익률(%)	0.7	0.2	1.5	1.6	1.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	8,519	3,259	14,231	15,978	16,396
BPS	298,691	298,983	311,029	323,911	336,986
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
Multiples(x, %)					
PER	11.9	34.7	7.2	6.4	6.2
PBR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.3	6.0	4.1	3.6	3.2
배당수익률	2.5	2.7	2.9	2.9	2.9
PCR	2.3	2.5	1.6	5.3	5.3
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성(%)					
부채비율	170.7	173.2	166.1	156.7	148.2
Net debt/Equity	38.1	44.2	27.3	22.9	16.7
Net debt/EBITDA	297.1	338.5	196.8	159.9	122.1
유동비율	151.0	130.5	186.3	191.3	181.5
이자보상배율	1.8	2.0	2.6	4.8	5.4
이자비용/매출액	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
자산구조					
투자자본(%)	65.9	68.3	62.9	62.4	61.8
현금+투자자산(%)	34.1	31.7	37.1	37.6	38.2
자본구조					
차입금(%)	47.1	47.0	44.4	42.7	39.7
자기자본(%)	52.9	53.0	55.6	57.3	60.3

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

현대그린푸드

(005440)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(1/24)	13,800원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	13,483억원
비중(KOSPI내)	0.10%
발행주식수	97,704천주
52주 최저가/최고가	11,800 - 16,500원
3개월 일평균거래대금	29억원
외국인 지분율	10.7%
주요주주지분율(%)	
정교선 (외 3인)	37.7
국민연금공단	12.8
현대그린푸드 자사주	9.5

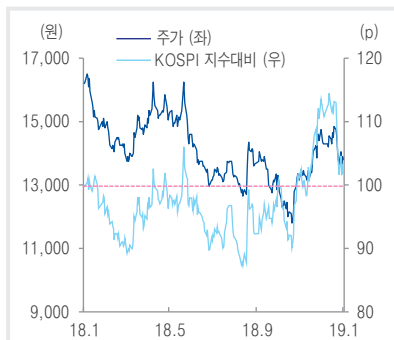
Valuation wide

	2015	2016	2017
PER(배)	26.7	15.9	12.9
PBR(배)	1.8	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	21.1	9.4	9.9
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.5

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(6.4)	4.9	(15.3)	(3.5)
KOSPI대비 상대수익률 (10.8)	10.9	0.1	(8.6)	

Price Trend



Capex 증가에도 불구하고, 충분한 배당확대 여력보유

Issue

현대그린푸드에 대한 주주 행동주의적 접근

Pitch

동사는 현금창출능력 대비 낮은 배당성향에 따라 보유 자산가치 대비 저평가(PBR 0.7배) 된 것으로 판단. 스튜어드십 코드 도입에 따른 배당확대를 기대할 수 있을 것

Rationale

- 동사의 대주주 지분율은 37.7%로 낮은 편은 아니나, 국민연금이 12.82%를 보유 중
- 현재 Trailing PBR 0.7배, 매출액 및 영업이익 증가 중에도 불구하고, 현금창출능력 대비 낮은 배당성향 (2016년 5.8%, 2017년 5.5%) 유지 중
- 동사의 FCF는 2016년 961억원 → 2017년 409억원. Capex는 2016년 178억원 → 2017년 240억원 → 3Q18 501억원
- Capex 증가는 3Q18 스마트푸드 센터 구축에 따른 것. 이에 따라 동사의 배당여력이 일부 줄어들었으나, 5.5% 수준에 불과한 배당성향은 여전히 상당 여지가 있을 것으로 판단
- 또한 2019년 스마트푸드센터 구축에 따라 B2C 간편식사업 부분의 외형성장이 기대되는 만큼, 향후 배당성향 확대는 진행되어야 할 것
- 국민연금 지분율은 12.82%로 2019년 국민연금의 스튜어드십 코드 첫 도입에 따라 회사의 선제적인 배당성향 상향이나, 배당확대 요구도 기대할 수 있는 부분

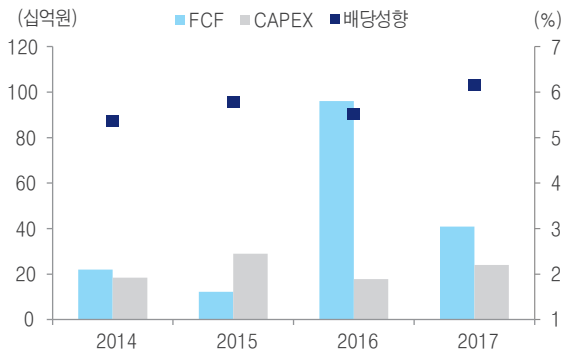
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	1,337	1,557	1,763	1,966	2,113	2,522	2,534
영업이익	67	77	68	78	88	105	87
EBITDA	78	89	82	93	106	132	114
순이익	86	81	91	98	91	105	121
순차입금	(215)	(204)	(217)	(258)	(180)	(262)	(337)
매출증가율	34.7	16.4	13.2	11.5	7.5	19.4	0.5
영업이익률	5.0	5.0	3.9	4.0	4.2	4.2	3.4
순이익률	6.5	5.2	5.2	5.0	4.3	4.2	4.8
EPS증가율	(16.2)	(9.4)	13.7	7.4	(7.0)	4.5	19.5
ROE	7.5	6.3	6.7	7.0	6.4	7.1	7.6

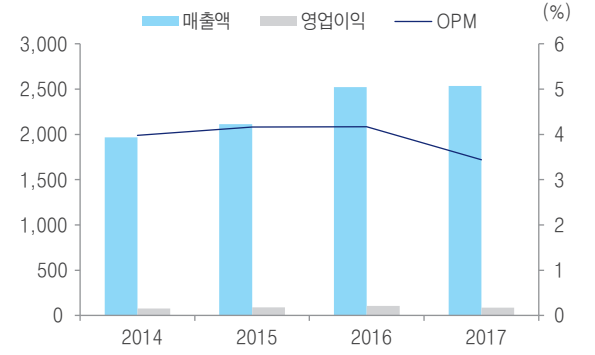
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 현대그린푸드 FCF, Capex, 배당성향 비교



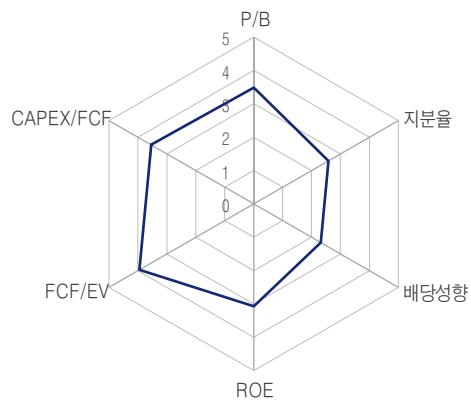
Source: 현대그린푸드, KTB투자증권

Figure 02 현대그린푸드 매출액 및 영업이익 추이



Source: 현대그린푸드, KTB투자증권

Figure 03 행동주의 관점에서 요인별 투자 매력도



Source: Quantiwise, KTB투자증권

재무제표 (현대그린푸드)

대차대조표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	579.5	660.3	601.0	842.1	1,157.8
현금성자산	246.4	273.9	191.0	295.4	374.5
매출채권	257.8	293.9	296.0	340.8	464.7
재고자산	66.1	81.7	100.7	188.5	299.5
비유동자산	1,342.6	1,222.7	1,353.2	1,339.6	1,639.0
투자자산	1,059.8	923.6	1,041.2	933.4	919.6
유형자산	150.5	166.5	177.0	240.7	394.2
무형자산	132.3	132.6	135.0	165.5	325.2
자산총계	1,922.1	1,883.0	1,954.1	2,181.7	2,796.9
유동부채	245.6	284.1	267.5	371.9	484.4
매입채무	178.3	222.2	206.0	264.2	360.2
유동성이자부채	22.7	8.5	6.5	28.7	35.0
비유동부채	254.0	217.1	218.8	202.7	269.1
비유동이자부채	6.5	7.0	5.0	4.7	2.4
부채총계	499.6	501.2	486.2	574.7	753.5
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	388.3	388.2	388.2	388.2	444.2
이익잉여금	668.7	756.5	839.4	927.8	1,037.6
자본조정	311.6	183.2	185.6	144.8	143.3
자기주식	(75.0)	(74.3)	(74.3)	(74.3)	(74.3)
자본총계	1,422.5	1,381.7	1,467.9	1,607.1	2,043.4
투하자본	223.5	280.1	329.3	507.2	934.0
순차입금	(217.2)	(258.4)	(179.5)	(262.1)	(337.1)
ROA	4.9	5.1	4.8	5.1	4.9
ROE	6.7	7.0	6.4	7.1	7.6
ROIC	25.3	23.6	21.9	19.1	9.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업현금	53.6	62.4	54.0	177.2	108.4
당기순이익	91.4	97.9	91.5	105.3	121.5
자산상각비	13.3	14.4	18.2	27.0	26.8
운전자본증감	(41.9)	(44.2)	(69.9)	34.7	(12.6)
매출채권감소(증가)	(25.0)	(35.5)	(0.8)	16.8	(13.6)
재고자산감소(증가)	(4.6)	(20.9)	(19.0)	17.4	(22.1)
매입채무증가(감소)	9.0	34.8	(12.3)	14.2	32.7
투자현금	(27.6)	(47.9)	(45.8)	(99.9)	(82.9)
단기투자자산감소	(1.5)	(29.8)	81.8	(94.8)	(62.5)
장기투자증권감소	(3.5)	0.6	0.3	0.4	(0.3)
설비투자	(9.1)	(18.5)	(29.0)	(17.8)	(24.0)
유무형자산감소	(0.2)	0.4	(1.9)	0.5	2.1
재무현금	(19.6)	(17.0)	(9.3)	(67.0)	(7.5)
차입금증가	(16.9)	(13.6)	(4.0)	(60.9)	(1.2)
자본증가	(3.2)	(3.6)	(5.2)	(6.2)	(6.3)
배당금지급	4.4	4.4	5.2	6.2	6.3
현금 증감	6.3	(2.4)	(1.1)	10.7	15.9
총현금흐름(Gross CF)	105.3	114.1	127.8	161.4	136.4
(-) 운전자본증가(감소)	16.4	0.7	38.2	54.5	130.4
(-) 설비투자	9.1	18.5	29.0	17.8	24.0
(+) 자산매각	(0.2)	0.4	(1.9)	0.5	2.1
Free Cash Flow	35.7	22.0	12.2	96.1	40.9
(-) 기타투자	3.5	(0.6)	(0.3)	(0.4)	0.3
잉여현금	32.2	22.6	12.5	96.6	40.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	1,762.8	1,965.9	2,112.8	2,521.7	2,534.0
증가율 (Y-Y, %)	(16.6)	11.5	7.5	19.4	0.5
영업이익	68.3	78.2	87.9	105.2	87.1
증가율 (Y-Y, %)	(22.3)	14.5	12.5	19.6	(17.2)
EBITDA	81.6	92.5	106.1	132.1	113.9
영업외손익	50.8	50.5	32.7	33.6	73.6
순이자수익	11.5	11.1	11.1	9.2	13.1
외화관련손익	(0.2)	0.5	0.6	(3.4)	(10.1)
지분법손익	36.6	36.8	30.0	28.1	91.6
세전계속사업손익	119.1	128.6	120.6	138.7	160.7
당기순이익	91.4	97.9	91.5	105.3	121.5
지배기업당기순이익	90.9	97.6	90.8	94.9	113.4
증가율 (Y-Y, %)	(0.0)	7.1	(6.6)	15.1	15.4
NOPLAT	52.4	59.5	66.6	79.8	65.8
(+) Dep	13.3	14.4	18.2	27.0	26.8
(-) 운전자본투자	16.4	0.7	38.2	54.5	130.4
(-) Capex	9.1	18.5	29.0	17.8	24.0
OpFCF	40.2	54.7	17.7	34.5	(61.8)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	21.1	13.7	10.7	12.7	8.8
영업이익증가율(3Yr)	25.7	5.3	4.4	15.5	3.7
EBITDA증가율(3Yr)	17.1	6.0	6.2	17.4	7.2
순이익증가율(3Yr)	4.2	4.2	4.2	4.8	7.4
영업이익률(%)	3.9	4.0	4.2	4.2	3.4
EBITDA마진(%)	4.6	4.7	5.0	5.2	4.5
순이익률(%)	5.2	5.0	4.3	4.2	4.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2013	2014	2015	2016	2017
Per share Data					
EPS	930	999	929	971	1,161
BPS	13,153	12,733	13,584	13,757	13,804
DPS	50	60	60	60	80
Multiples(x, %)					
PER	18.1	19.0	26.7	15.9	12.9
PBR	1.3	1.5	1.8	1.1	1.1
EV/EBITDA	17.5	17.2	21.1	9.4	9.9
배당수익률	0.3	0.3	0.2	0.4	0.5
PCR	15.6	16.2	19.0	9.3	10.7
PSR	0.9	0.9	1.1	0.6	0.6
재무건전성(%)					
부채비율	35.1	36.3	33.1	35.8	36.9
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	235.9	232.4	224.7	226.4	239.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
자산구조					
투하자본(%)	14.6	19.0	21.1	29.2	41.9
현금+투자자산(%)	85.4	81.0	78.9	70.8	58.1
자본구조					
차입금(%)	2.0	1.1	0.8	2.0	1.8
자기자본(%)	98.0	98.9	99.2	98.0	98.2

사조산업

(007160)

Not Rated

배당확대 여력과 명분은 이미 충분하다

Issue

사조산업에 대한 주주 행동주의적 접근

Pitch

국민연금 스튜어디십 코드 도입에 따른 낮은 배당성향의 상승 가능성에 주목. 현 주가는 보유 자산 대비 저평가 되어 있다는 판단(PBR 0.7배)

Rationale

- 동사의 대주주 지분율은 55%로 높은 편이며, 국민연금이 10.0% 보유
- 풍부한 현금창출능력 대비 낮은 배당성향(2016년 0%, 2017년 2.8%)으로 배당확대 여력은 충분
- FCF는 2017년 685억원 → 3Q18 483억원. 반면 Capex는 2017년 381억원, 2018년 211억원 수준
- 동사 주가는 Trailing PBR 0.7배 수준으로 거래 중으로 보유자산 대비 저평가. 또한 타 음식료 업체 평균(PBR 1.9배) 대비 저평가
- 국민연금이 지분 10.0%를 보유하고 있으며 스튜어디십 코드 도입에 따른 압력을 받을 것으로 전망. 이미 2016~2018년 정기 주주총회에서 국민연금은 이사 및 감사 선임 안전에 반대표를 행사한 적이 있음
- 또한 자회사 사조대림의 사조오양 흡수합병 결정(1/18)으로 지배구조를 강화. 향후 배당 확대 여력은 충분하다는 판단
- 오너 3세로의 승계 작업까지 완료된 상황으로 이슈가 되었던 사조시스템즈와의 내부거래는 줄어들 것

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(1/24)	60,800원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,040억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	5,000천주
52주 최저가/최고가	47,900 - 74,400원
3개월 일평균거래대금	6억원
외국인 지분율	4.5%
주요주주지분율(%)	
주진우 (외 6인)	55.0
국민연금공단	10.0
미래에셋자산운용(주)	7.4

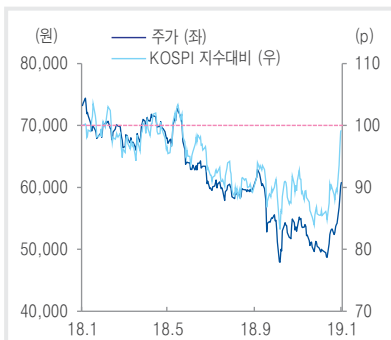
Valuation wide

	2015	2016	2017
PER(배)	17.7	11.5	6.9
PBR(배)	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	12.0	7.8	8.1
배당수익률(%)	0.0	0.2	0.3

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	21.1	1.5	(15.7)	22.0
KOSPI대비 상대수익률	16.7	7.4	(0.2)	16.9

Price Trend

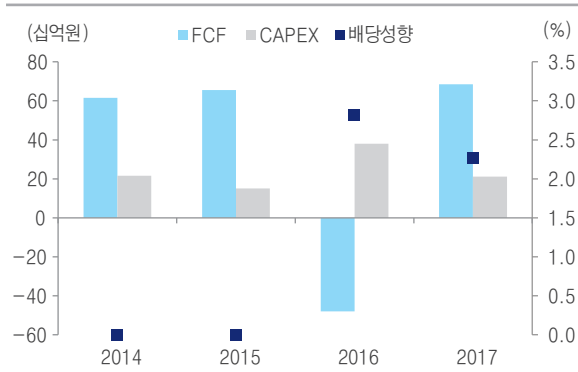


Earnings Forecasts

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	1,022	1,554	1,567	1,305	905	702	816
영업이익	74	49	29	58	34	49	59
EBITDA	91	73	54	82	52	64	76
순이익	56	16	(12)	32	24	30	54
순차입금	502	567	598	458	285	361	323
매출증가율	(24.3)	52.2	0.8	(16.7)	(30.6)	(22.4)	16.2
영업이익률	7.2	3.1	1.8	4.4	3.8	7.0	7.2
순이익률	5.5	1.0	(0.8)	2.4	2.7	4.3	6.6
EPS증가율	41.1	(81.7)	적전	흑전	(12.1)	38.3	65.6
ROE	25.4	5.8	(4.6)	11.8	8.2	9.3	15.1

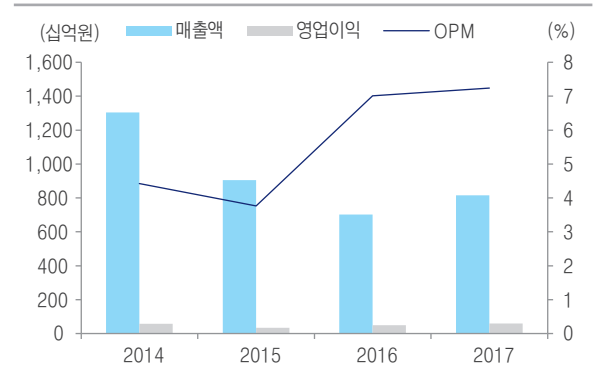
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 사조산업 FCF, Capex, 배당성향 비교



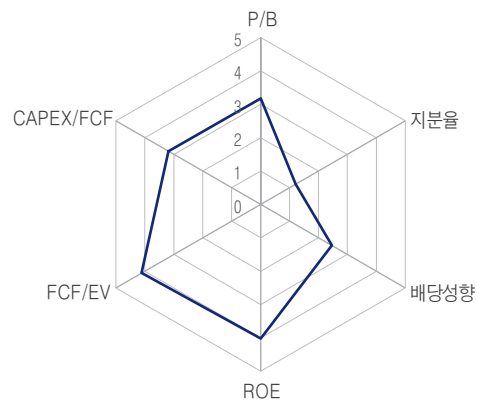
Source: 사조산업, KTB투자증권

Figure 02 사조산업 매출액 및 영업이익 추이



Source: 사조산업, KTB투자증권

Figure 03 행동주의 관점에서 요인별 투자 매력도



Source: Quantiwise, KTB투자증권

재무제표 (사조산업)

대차대조표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	563.2	388.1	242.7	256.5	271.5
현금성자산	97.9	56.2	42.4	31.3	36.3
매출채권	124.2	98.4	52.0	61.6	68.8
재고자산	251.1	150.2	92.4	101.6	118.2
비유동자산	895.6	824.4	660.4	754.2	785.8
투자자산	266.1	274.9	265.0	338.5	350.4
유형자산	566.1	490.3	390.3	411.0	430.3
무형자산	63.3	59.2	5.1	4.7	5.1
자산총계	1,458.8	1,212.5	903.1	1,010.7	1,057.3
유동부채	751.4	591.0	413.1	438.6	424.0
매입채무	219.0	101.1	43.6	52.9	64.9
유동성이자부채	498.2	392.1	280.1	292.6	259.4
비유동부채	271.3	191.0	112.3	164.4	167.6
비유동이자부채	197.2	121.8	47.2	100.1	99.5
부채총계	1,022.7	782.0	525.3	603.0	591.7
자본금	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
자본잉여금	0.5	9.2	6.9	6.9	6.7
이익잉여금	231.3	251.4	268.1	293.7	337.3
자본조정	(3.5)	(1.2)	9.6	10.5	13.3
자기주식	(7.4)	(3.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	436.0	430.4	377.8	407.7	465.6
투자자본	969.1	781.3	504.6	553.1	535.4
순차입금	597.6	457.7	284.9	361.4	322.6
ROA	(0.8)	2.4	2.3	3.1	5.2
ROE	(4.6)	11.8	8.2	9.3	15.1
ROIC	(3.3)	4.9	3.6	6.6	7.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업현금	10.7	78.0	37.4	46.3	67.4
당기순이익	(11.8)	31.7	24.4	30.1	54.1
자산상각비	25.2	23.8	18.0	14.8	16.9
운전자본증감	(10.4)	17.1	1.6	(9.1)	1.2
매출채권감소(증가)	1.6	(36.4)	(27.2)	(16.3)	(3.3)
재고자산감소(증가)	16.0	24.0	12.5	(8.2)	(14.9)
매입채무증감(감소)	(11.4)	18.5	23.0	6.7	4.9
투자현금	(34.7)	(46.6)	6.9	(115.2)	(17.5)
단기투자자산감소	(0.3)	(2.9)	(1.5)	(8.0)	(1.0)
장기투자증권감소	7.9	0.2	(0.2)	(16.9)	(0.0)
설비투자	(32.7)	(21.6)	(15.1)	(38.1)	(21.1)
유무형자산감소	12.3	1.5	11.5	1.1	3.2
재무현금	25.5	(69.4)	(47.1)	64.6	(46.0)
차입금증가	24.8	(69.4)	(76.2)	64.6	(45.0)
자본증가	0.0	0.0	7.4	0.0	(1.1)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
현금 증감	1.5	(37.9)	(2.6)	(4.4)	3.7
총현금흐름(Gross CF)	67.1	91.0	57.0	76.4	84.8
(-) 운전자본증가(감소)	6.4	(79.2)	(65.7)	12.0	(8.7)
(-) 설비투자	32.7	21.6	15.1	38.1	21.1
(+) 자산매각	12.3	1.5	11.5	1.1	3.2
Free Cash Flow	22.0	61.5	65.5	(48.0)	68.5
(-) 기타투자	(7.9)	(0.2)	0.2	16.9	0.0
잉여현금	30.0	61.7	65.4	(64.8)	68.5

손익계산서

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	1,567.0	1,305.0	905.2	702.1	816.0
증가율 (Y-Y, %)	73.1	(16.7)	(30.6)	(22.4)	16.2
영업이익	28.6	57.8	34.1	49.2	59.1
증가율 (Y-Y, %)	(16.2)	102.3	(41.0)	44.5	20.1
EBITDA	53.7	81.6	52.1	64.0	76.0
영업외손익	(17.8)	(14.8)	2.2	(6.6)	15.1
순이자수익	(20.1)	(18.0)	(10.4)	(8.4)	(8.2)
외화관련손익	(2.2)	(0.5)	1.8	0.5	(4.3)
지분법손익	(5.1)	11.4	0.7	4.7	29.4
세전계속사업손익	10.7	43.0	36.3	42.7	74.2
당기순이익	(11.8)	31.7	24.4	30.1	54.1
자배기업당기순이익	(4.3)	21.7	19.1	26.4	43.7
증가율 (Y-Y, %)	적전	흑전	(23.2)	23.3	80.1
NOPLAT	(31.4)	42.6	22.9	34.7	43.1
(+) Dep	25.2	23.8	18.0	14.8	16.9
(-) 운전자본투자	6.4	(79.2)	(65.7)	12.0	(8.7)
(-) Capex	32.7	21.6	15.1	38.1	21.1
OpFCF	(45.3)	124.1	91.5	(0.6)	47.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.1	8.5	(16.5)	(23.5)	(14.5)
영업이익증가율(3Yr)	(30.5)	(7.8)	(11.2)	19.9	0.8
EBITDA증가율(3Yr)	(21.0)	(3.7)	(10.6)	6.0	(2.3)
순이익증가율(3Yr)	n/a	(17.5)	15.7	n/a	19.5
영업이익률(%)	1.8	4.4	3.8	7.0	7.2
EBITDA마진(%)	3.4	6.3	5.8	9.1	9.3
순이익률(%)	(0.8)	2.4	2.7	4.3	6.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2013	2014	2015	2016	2017
Per share Data					
EPS	(855)	4,348	3,821	5,282	8,750
BPS	37,997	45,049	60,898	66,281	75,455
DPS	0	0	0	150	200
Multiples(x, %)					
PER	n/a	9.2	17.7	12.1	7.8
PBR	0.8	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.8	8.0	12.0	10.6	8.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3
PCR	2.2	2.2	5.9	4.2	4.0
PSR	0.1	0.2	0.4	0.5	0.4
재무건전성(%)					
부채비율	234.6	181.7	139.1	147.9	127.1
Net debt/Equity	137.0	106.3	75.4	88.6	69.3
Net debt/EBITDA	1,111.9	560.9	547.1	564.3	424.6
유동비율	75.0	65.7	58.7	58.5	64.0
이자보상배율	1.4	3.2	3.3	5.9	7.2
이자비용/매출액	1.8	1.9	1.7	1.8	1.6
자산구조					
투자자본(%)	72.7	70.2	62.1	59.9	58.1
현금+투자자산(%)	27.3	29.8	37.9	40.1	41.9
자본구조					
차입금(%)	61.5	54.4	46.4	49.1	43.5
자기자본(%)	38.5	45.6	53.6	50.9	56.5

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

조광피혁

(004700)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(1/24)	37,500원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	2,493억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	6,649천주
52주 최저가/최고가	32,050 - 40,250원
3개월 일평균거래대금	0.4억원
외국인 지분율	0.5%
주요주주지분율(%)	
조광피혁 자사주	45.9
지길순 (외 2인)	26.2
박영욱 (외 1인)	11.3

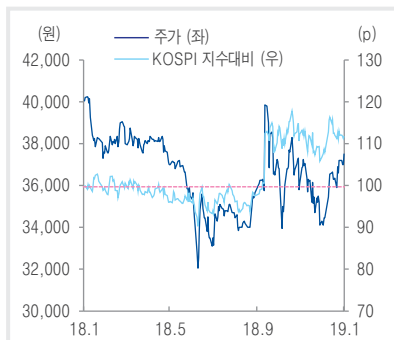
Valuation wide

	2015	2016	2017
PER(배)	37.2	13.1	12.4
PBR(배)	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	26.3	8.9	9.1
배당수익률(%)	0.0	0.2	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	9.3	11.9	(4.1)	8.9
KOSPI대비 상대수익률	4.9	17.9	11.4	3.8

Price Trend



낮은 배당성향, 높은 자사주 비중에 주목

Issue

조광피혁에 대한 주주 행동주의적 접근

Pitch

동사의 낮은 배당성향과 높은 자사주 보유 비중에 따라 보유 자산가치 대비 저평가(PBR 0.5 배) 된 것으로 판단. 적절한 자사주 소각과 배당성향 확대 시행 시, 703억원~2,059억원의 기업가치가 추가 반영될 수 있을 것

Rationale

- 동사의 대주주 지분율은 26.2%로 낮은 편. 반면, 자사주 비중은 46.0%로 매우 높은 수준
- 현재 Trailing PBR 0.5배, 이는 풍부한 현금창출능력 대비 낮은 배당성향 (2016년 0%, 2017년 1.7%) 때문으로 판단
- 동사의 FCF는 2016년 139억원 → 2017년 47억원 → 3Q18 215억원. 반면 Capex는 2016년 38억원, 2017년 58억원으로 연간 50억 수준을 유지
- 또한 3Q18 기준, 이익잉여금 1,940억원, 보유현금 194억원으로 배당성향 확대 여지는 충분한 것으로 파악
- 2017~2018년 추가 안정 목적의 자사주 매입을 진행. 향후 자사주 소각으로 이어질 경우, 주당 가치 상승도 기대할 수 있을 것
- 향후 주주 친화정책으로 자사주(46.0%)를 소각할 경우, 주식수 감소에 따른 주당 가치는 최대 85% 상승가능
- 배당성향 확대 및 주식수 감소 효과를 감안하여 동사 적정 PBR을 0.7배~1.0배로 가정할 경우, 703억원~2,059억원의 기업가치 추가 반영 가능

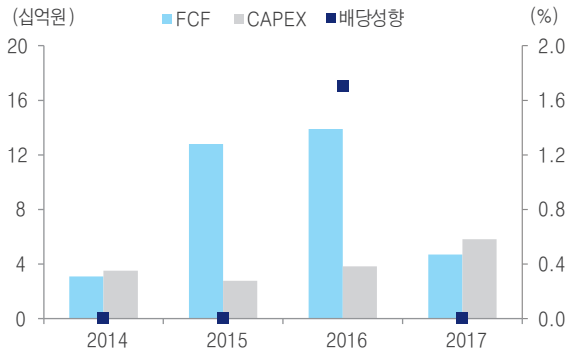
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	181	194	190	198	182	199	174
영업이익	10	4	9	8	7	27	25
EBITDA	11	7	12	11	10	30	28
순이익	9	6	11	8	7	22	22
순차입금	11	(13)	(15)	3	(13)	(21)	(16)
매출증가율	11.8	7.4	(2.1)	4.4	(8.2)	9.2	(12.2)
영업이익률	5.7	2.2	4.9	4.1	4.1	13.4	14.1
순이익률	5.3	3.2	5.8	4.0	4.1	10.9	12.6
EPS증가율	(40.0)	(35.6)	80.1	(28.5)	(5.0)	189.3	1.8
ROE	7.5	4.5	7.6	4.9	4.3	11.3	10.2

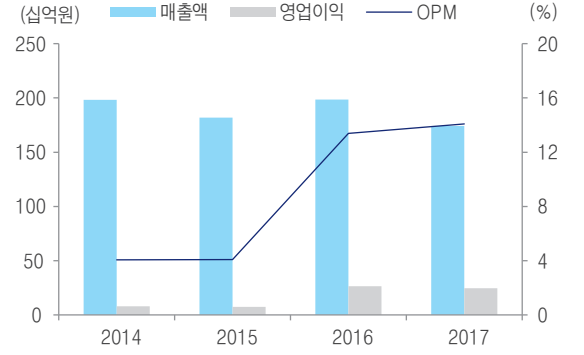
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 조광피혁 FCF, Capex, 배당성향 비교



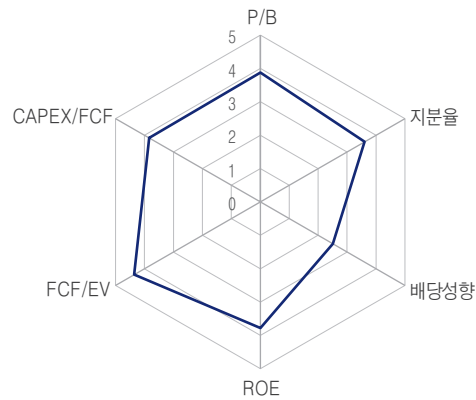
Source: 조광피혁, KTB투자증권

Figure 02 조광피혁 매출액 및 영업이익의 추이



Source: 조광피혁, KTB투자증권

Figure 03 행동주의 관점에서 요인별 투자 매력도



Source: Quantiwise, KTB투자증권

재무제표 (조광피혁)

대차대조표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	115.2	101.4	90.9	102.1	83.7
현금성자산	37.4	10.7	15.4	21.1	15.9
매출채권	28.9	30.8	28.8	25.7	18.6
재고자산	47.1	59.3	45.8	54.9	49.0
비유동자산	77.8	102.3	105.9	124.6	161.0
투자자산	53.5	77.1	82.1	99.8	134.1
유형자산	24.2	25.0	23.6	24.6	26.8
무형자산	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
자산총계	193.0	203.7	196.9	226.6	244.7
유동부채	39.9	29.0	19.0	18.0	15.7
매입채무	12.3	10.0	9.6	8.9	5.3
유동성이자부채	22.8	13.9	2.3	0.2	0.3
비유동부채	1.6	4.3	0.8	3.4	3.4
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	41.5	33.3	19.7	21.5	19.1
자본금	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2
자본잉여금	5.3	5.3	11.7	11.7	11.7
이익잉여금	126.0	132.9	140.4	161.7	183.4
자본조정	(14.0)	(2.0)	(9.3)	(2.5)	(3.8)
자기주식	(14.7)	(14.7)	(14.4)	(14.4)	(17.5)
자본총계	151.5	170.4	177.1	205.2	225.7
투하자본	105.5	119.0	104.1	106.8	98.3
순차입금	(14.6)	3.2	(13.1)	(20.9)	(15.6)
ROA	5.9	4.0	3.7	10.2	9.3
ROE	7.6	4.9	4.3	11.3	10.2
ROIC	7.2	5.7	5.0	19.0	18.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업현금	13.5	(7.6)	23.2	20.6	32.7
당기순이익	11.0	7.9	7.5	21.6	22.0
자산상각비	2.2	2.5	2.7	2.9	3.5
운전자본증감	4.4	(15.5)	15.5	(1.9)	9.7
매출채권감소(증가)	(1.5)	1.0	5.4	9.5	6.7
재고자산감소(증가)	3.7	(11.7)	14.8	(10.4)	6.3
매입채무증가(감소)	4.6	(5.2)	(4.3)	(0.9)	(3.6)
투자현금	(12.7)	7.6	(13.5)	(11.7)	(34.4)
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	(11.3)	(7.7)	(14.8)	(9.4)	(29.7)
설비투자	(1.8)	(3.5)	(2.8)	(3.8)	(5.8)
유무형자산감소	0.0	0.2	0.8	0.2	0.2
재무현금	1.6	(8.7)	(3.0)	(2.4)	(3.6)
차입금증가	1.6	(8.7)	(11.6)	(2.4)	(0.1)
자본증가	0.0	0.0	8.6	0.0	(0.4)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
현금 증감	2.3	(8.6)	6.7	6.7	(5.2)
총현금흐름(Gross CF)	12.7	11.0	10.8	27.5	29.4
(-) 운전자본증가(감소)	(3.1)	14.9	(16.7)	4.2	(10.7)
(-) 설비투자	1.8	3.5	2.8	3.8	5.8
(+) 자산매각	0.0	0.2	0.8	0.2	0.2
Free Cash Flow	4.3	3.1	12.8	13.9	4.7
(-) 기타투자	11.3	7.7	14.8	9.4	29.7
잉여현금	(7.0)	(4.6)	(2.0)	4.5	(25.0)

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	189.7	198.2	181.9	198.6	174.3
증가율 (Y-Y, %)	4.3	4.4	(8.2)	9.2	(12.2)
영업이익	9.3	8.0	7.4	26.6	24.6
증가율 (Y-Y, %)	26.0	(13.7)	(8.0)	259.2	(7.7)
EBITDA	11.6	10.6	10.1	29.5	28.1
영업외손익	4.1	1.9	2.6	2.1	4.7
순이자수익	0.6	0.7	0.8	0.8	1.1
외환관련손익	0.2	(0.9)	(0.7)	(0.5)	(0.8)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	13.4	10.0	10.0	28.7	29.3
당기순이익	11.0	7.9	7.5	21.6	22.0
지배기업당기순이익	11.0	7.9	7.5	21.6	22.0
증가율 (Y-Y, %)	47.2	(28.5)	(5.0)	189.3	1.8
NOPLAT	7.7	6.4	5.5	20.1	18.5
(+) Dep	2.2	2.5	2.7	2.9	3.5
(-) 운전자본투자	(3.1)	14.9	(16.7)	4.2	(10.7)
(-) Capex	1.8	3.5	2.8	3.8	5.8
OpFCF	11.3	(9.5)	22.1	14.9	26.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.5	3.2	(2.1)	1.5	(4.2)
영업이익증가율(3Yr)	(19.1)	(7.7)	19.9	41.8	45.0
EBITDA증가율(3Yr)	(14.8)	(2.3)	12.4	36.7	38.6
순이익증가율(3Yr)	(11.4)	(6.1)	7.0	25.2	40.9
영업이익률(%)	4.9	4.1	4.1	13.4	14.1
EBITDA마진(%)	6.1	5.3	5.6	14.9	16.1
순이익률(%)	5.8	4.0	4.1	10.9	12.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2013	2014	2015	2016	2017
Per share Data					
EPS	1,656	1,184	1,125	3,254	3,312
BPS	22,758	25,599	26,610	30,830	33,911
DPS	0	0	0	100	0
Multiples(x, %)					
PER	23.0	113.2	37.2	13.1	12.4
PBR	1.7	5.2	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	20.6	84.7	26.3	8.9	9.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
PCR	20.0	81.2	25.8	10.3	9.2
PSR	1.3	4.5	1.5	1.4	1.6
재무건전성(%)					
부채비율	27.4	19.6	11.1	10.5	8.4
Net debt/Equity	n/a	1.9	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	30.4	n/a	n/a	n/a
유동비율	288.6	349.0	479.7	565.8	533.3
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0
자산구조					
투하자본(%)	53.7	57.5	51.6	46.9	39.6
현금+투자자산(%)	46.3	42.5	48.4	53.1	60.4
자본구조					
차입금(%)	13.1	7.6	1.3	0.1	0.1
자기자본(%)	86.9	92.4	98.7	99.9	99.9

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수/합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월 주간사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석 담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

투자 의견 비율

BUY : 92% HOLD : 8% SELL : 0%

종목추천관련 투자등급

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 증가대비 +50% 이상.
- **BUY** : 추천기준일 증가대비 +15% 이상 ~ +50% 미만.
- **HOLD** : 추천기준일 증가대비 -5% ~ +15% 미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 증가대비 -5% 미만.
- **SUSPENDED** : 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

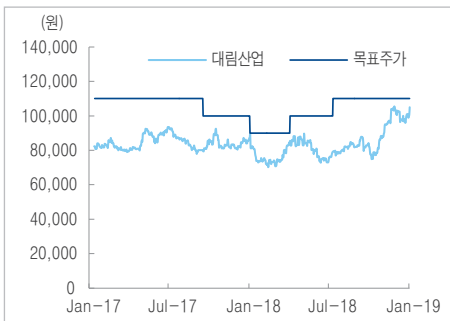
당사의 투자 의견 중 STRONG BUY, BUY는 '매수', HOLD는 '중립', REDUCE는 '매도'에 해당.
 투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.
 동 조사분석 자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음.

- **Overweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- **Neutral** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- **Underweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

◎ 대림산업 (000210)



일자	2017.10.10	2018.01.26	2018.04.27	2018.08.03		
투자 의견	BUY	HOLD	HOLD	BUY		
목표주가	100,000원	90,000원	100,000원	110,000원		
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2017.10.10	100,000원	83,972원	92,500원	-16.03	-7.5
괴리율 (%)	2018.01.26	90,000원	76,032원	85,500원	-15.52	-5
	2018.04.27	100,000원	80,325원	89,700원	-19.68	-10.3
	2018.08.03	110,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 1월 24일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

◎ 대한항공 (003490)



일자	2017.4.3	2017.5.12	2017.6.26	2017.9.4	2017.11.15	2017.12.18
투자 의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	34,000원	38,000원	50,000원	43,000원	40,000원	43,000원
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2017.04.03	34,000원	30,830원	32,800원	-9.32	-3.53
괴리율 (%)	2017.05.12	38,000원	35,703원	38,750원	-6.04	1.97
	2017.06.26	50,000원	35,813원	38,700원	-28.37	-22.6
	2017.09.04	43,000원	31,229원	33,400원	-27.37	-22.33
	2017.11.15	40,000원	32,699원	35,900원	-18.25	-10.25
	2017.12.18	43,000원	36,960원	38,550원	-14.05	-10.35
	2018.02.09	46,000원	31,797원	36,400원	-30.88	-20.87
	2018.08.16	40,000원	27,764원	30,200원	-30.59	-24.5
	2018.11.14	45,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 1월 24일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

◎ 금호석유화학 (011780)

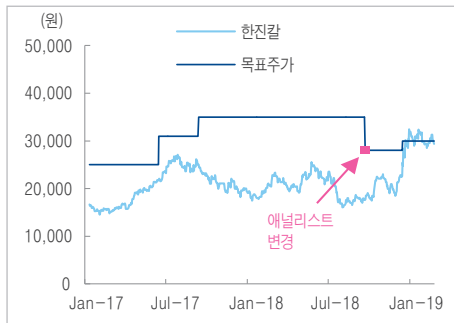


일자	2017.11.1	2018.3.2	커버리지	2018.4.30	2018.5.14	2018.10.4
투자 의견	REDUCE	커버리지	개시	BUY	BUY	BUY
목표주가	60,000원	제외		130,000원	145,000원	135,000원
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가 괴리율 (%)	2017.11.01	60,000원	92,543원	108,500원	54.24	80.83
	2018.04.30	130,000원	108,313원	109,500원	-16.68	-15.77
	2018.05.14	145,000원	105,021원	117,000원	-27.57	-19.31
	2018.10.04	135,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 1월 24일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

◎ 한진칼 (180640)



일자	2017.5.16	2017.8.14	애널리스트	2018.8.23	2018.11.15	
투자 의견	BUY	BUY	변경	BUY	BUY	
목표주가	31,000원	35,000원		28,000원	30,000원	
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가 괴리율 (%)	2017.05.16	31,000원	24,688원	27,100원	-20.36	-12.58
	2017.08.14	35,000원	20,551원	25,550원	-41.28	-27
	2018.08.23	28,000원	20,441원	25,500원	-27	-8.93
	2018.11.15	30,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 1월 24일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

삼천리 (004690)



일자	2018.11.15	2019.01.28				
투자 의견	BUY	BUY				
목표주가	110,000원	130,000원				
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가 괴리율 (%)	2018.11.15	110,000원	92,628원	102,000원	-15.79	-7.27
	2019.01.28	130,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 1월 24일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가





기업분석

유틸리티 리서치센터장 신지윤 jyshin@ktb.co.kr	정유/화학 팀장 이희철 chemlee@ktb.co.kr	제약/바이오 팀장 이혜린 hrin@ktb.co.kr	반도체/디스플레이 연구위원 김양재 yj.kim@ktb.co.kr	건설/유통 연구위원 김선미 smkim@ktb.co.kr
운송/자동차 연구위원 이한준 hanlee@ktb.co.kr	스몰캡 연구위원 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr	은행/지주 연구위원 김한이 haneykim@ktb.co.kr	인터넷/게임/미디어 연구위원 이민아 mina.lee@ktb.co.kr	핸드셋/IT부품 연구위원 이동주 natelee@ktb.co.kr
기계 연구위원 김효식 hyosik@ktb.co.kr	화장품 연구위원 배송이 songi0703@ktb.co.kr	제약/바이오 연구위원 강하영 hy.kang@ktb.co.kr	엔터테인먼트/레저 연구위원 남효지 hjn@ktb.co.kr	

매크로

투자전략 팀장 박석현 shyun.park@ktb.co.kr	자산전략 수석연구위원 김한진 hjkim@ktb.co.kr	채권분석 연구위원 김명실 myoungsil@ktb.co.kr	경제분석 연구위원 임혜윤 hylim@ktb.co.kr	중국경제 연구위원 홍록기 hrk9836@ktb.co.kr
시황/전략 연구위원 이재선 cindy0216@ktb.co.kr	계량분석 연구위원 안지선 js.an@ktb.co.kr			

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2018.11.05	매크로팀	2019년 매크로 연간전망 I : ktb가 제안하는 2019년 생존법
2018.11.12	매크로팀	2019년 매크로 연간전망 II : 7인7색
2018.11.12	김재윤	AJ렌터카 : SK그룹 모빌리티 사업의 Next Hynix
2018.11.19	김양재 • 이동주	제국의역습 : QD-OLED와 FID, 그리고 Foldable
2018.11.26	김재윤 • 김영준	스몰캡 : 겨울한파와 지구온난화가 의복 트렌드를 바꾼다
2018.11.26	김선미	2019년 건설업 연간전망 - 놀라움의 연속 : 어제는 실적 surprise, 내일은 수주 surprise!
2018.11.27	이혜린 • 강하영	2019년 제약/바이오 연간전망 : 마르지 않는 R&D 샘물
2018.12.03	김한이	은행 : 저평가 해소, 아직은 조심스럽다
2018.12.05	김선미	유통 : 한국 유통, 합리적 소비의 대표 주자
2018.12.10	이희철	2019년 화학업종 전망 - 유가와 수요에서 길 찾기 : 저유가는 기회요인, Demand 측면이 관건
2018.12.12	홍록기	2019년 중국 경제 전망 : 정책을 통한 수성전
2018.12.17	김양재	반도체 오딧세이 : 5G 시대, 비메모리 이야기 : FD-SOI와 FPGA
2018.12.17	리서치센터	2019 이벤트 캘린더 : 매크로에서 섹터까지
2019.01.02	리서치센터	4Q2018 Preview Book
2019.01.07	김효식	조선 : 교체 주기가 돌아온다
2019.01.14	이한준	운송 : 볼 거리가 많은 2019년
2019.01.21	임혜윤	한국 내수를 고민하다 : 가계부채, 경제정책, 재고사이클 등을 중심으로

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륜서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.