지주사 탐방 결과

지주사 vs 주력 자회사 arbitrage trading 전략

13 Jul 2010

Summary

- 지금 같은 증시 상승기에 지주회사는 실적 개선이 기대되는 주력 자회사의 투자대안이 될 수 있는데, 지주회사는 일반적으로
  1. 자회사의 다양한 사업포트폴리오로 인해 안정적인 실적 유지가 가능하며,
  2. 상대적으로 배당성향이 자회사보다 높아 하반기에 유리하며,
  3. 최근 가속화되고 있는 각 그룹의 지배구조 개선의 직접적인 수혜 대상이며,
  4. 주력 자회사의 탄력적인 주가 움직임에 후행(lagging)하는 특성으로 arbitrage trading이 가능하다는 점에서 투자 매력도가 높다고 판단됨.
- 지주회사에 대한 투자 매력도는 지속적인 자회사 실적 개선이 확인되는 올해 하반기부터 점증될 것으로 기대되며, 2분기 실적이 가시화되는 지금이 적절한 timing으로 판단됨.
-

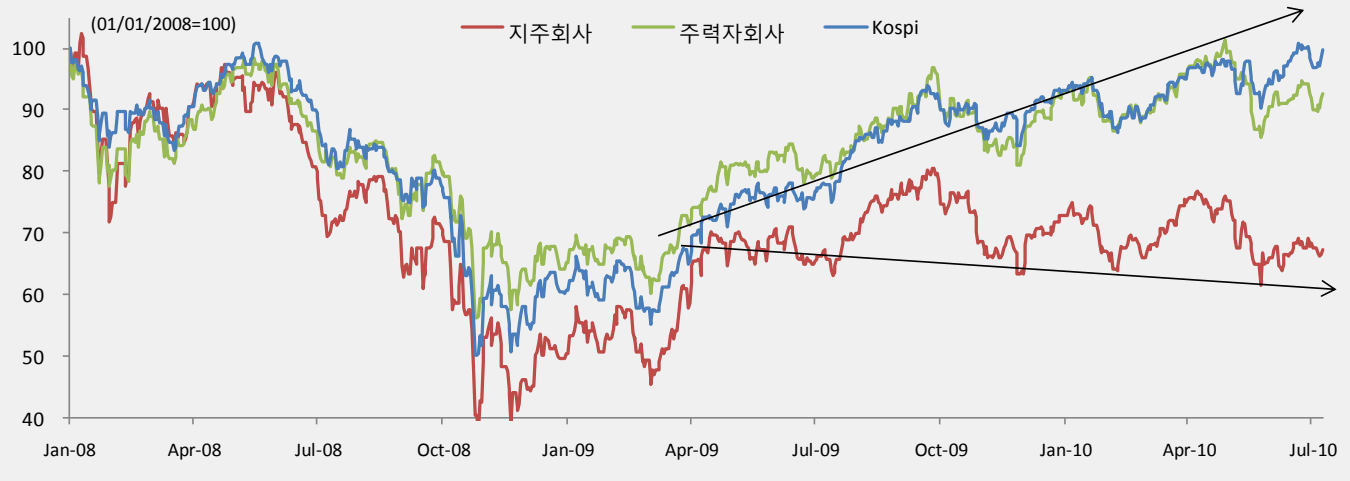
Investment highlights

- **LG(003550, Page 3):** LG화학의 견조한 실적 유지, LG전자의 실적 바닥 확인, 추가적인 그룹내 사업라인 조정 없음을 가정할 때, LG그룹의 call-option으로 접근하는 전략 유효할 것.
- **SKC&C(034730, Page 7):** SK 및 SK E&S의 지분법이익 개선이 예상되며, SK그룹의 중국제2본사 사업, 유무선 Telco convergence 등 신성장동력에 힘입어 지속적인 실적개선이 기대됨.
- **SK(003600, Page 11):** SK해운 지분매입, SK China 출범 등 그룹의 구체적인 전략 및 Action이 확인되고 있으며, 향후 SK증권 그룹내 재배치, SKC&C 지분 매각, SK China 신규사업 성과 등이 catalyst로 작용할 것.
- **LS(006260, Page 14):** 기타 자회사의 실적 개선도가 주목할 만하나, 비상장 자회사인 LS Cable 및 관련 전력선 maker들의 업황 개선이 key factor일 것. 먼저 미국 국회 상정된 북미 전력선 교체 수요를 monitoring할 필요.
- **한화(000880, Page 18):** 09년4분기부터 진행된 한화케미칼의 실적 개선세, 대한생명 상장 기대감 등으로 주가가 상향 이탈 움직임을 보이고 있음. 향후 건설외 부문의 실적 개선이 그룹의 지주회사로서 한화의 re-rating을 결정할 것으로 판단됨.
- **두산(000150, Page 22):** 두산중공업의 수주모멘텀 약화를 제외한 나머지 자회사 및 자체사업은 실적 개선 가능성이 높아진 상황. 자체 실적개선으로 제한적인 하방 리스크가 확보된 상황에서, 두산중공업의 수주 지연 정도를 모니터링하며 접근하는 전략 유효할 것.
- **태평양(002790, Page 26):** 중국 수혜 관련 아모레퍼시픽의 센티멘트 개선으로 5월이후 아모레퍼시픽의 탄력도가 배가되는 모습이며, 태평양 주가의 추가 상승 factor로 작용
- **코오롱(002020, Page 29):** 지주회사 전환 관련 불확실성 여파로 지주회사가 코오롱인더의 지분가치를 반영하지 못하고 있는 상황. 지주회사 전환 부담해소가 단기적 catalyst.

Analyst 김호영 **Tel. 2009-7083**
hykim1@leading.co.kr **Fax. 2009-7373**
금융, 지주
리딩투자증권 www.leading.co.kr

Important Disclosures can be found on the last page of this document

도표1. 지주회사 vs 주력자회사 시가총액 변화 – 금융위기 회복기 지주회사와 주력자회사간 괴리도는 3년간 최대폭에 접근



Source: Fnguide, 리딩투자증권 리서치센터 *실질적으로 지주회사 형태 전환한 LG(LG전자, LG화학), SK(SK에너지, SK텔레콤), 한화(한화케미칼), 두산(두산중공업)으로 분석대상 제한.

도표2. 주요 지주회사 실적 전망 – 주력 자회사 실적 개선에 힘입어 대부분의 지주회사 실적 동반 개선세

(Wbn, %, x)		2Q10 실적 전망						FY2010 실적 전망					
		Rev	QoQ	OP	QoQ	NP	QoQ	Rev	YoY	OP	YoY	NP	YoY
A003550	LG	502	12.5%	460	12.3%	433	10.1%	1,929	9.1%	1,768	11.3%	1,688	9.7%
A066570	LG전자	10,203	22.5%	413	30.4%	564	15.0%	36,272	18.9%	1,306	-19.2%	1,987	-3.2%
A051910	LG화학	4,079	6.2%	625	17.1%	491	20.9%	15,861	15.8%	2,102	8.1%	1,672	10.9%
A034730	SK C&C	345	36.0%	37	35.9%	58	4.1%	1,570	19.6%	171	34.2%	262	81.3%
A003600	SK	294	13.3%	248	23.3%	197	26.8%	1,176	53.4%	975	162.4%	769	170.4%
A096770	SK에너지	10,133	1.2%	353	13.7%	271	4.6%	39,565	10.4%	1,425	57.0%	1,217	79.1%
A017670	SK텔레콤	3,127	2.4%	648	24.8%	431	35.9%	12,523	3.5%	2,343	7.5%	1,546	20.0%
A006260	LS	74	19.3%	69	34.0%	66	19.2%	310	27.9%	288	31.1%	277	28.0%
A010120	LS산전	359	0.7%	46	37.0%	36	42.7%	1,491	3.1%	181	10.2%	147	-13.4%
A000880	한화	1,249	19.3%	64	13.0%	118	1.9%	4,954	5.9%	234	-0.2%	423	-24.6%
A009830	한화케미칼	874	4.6%	107	10.0%	113	12.3%	3,434	13.2%	406	-1.0%	414	20.7%
A000150	두산	347	13.8%	71	31.7%	62	155.2%	1,504	25.0%	247	흑전	222	-4.3%
A034020	두산중공업	1,714	12.9%	94	16.0%	63	60.1%	7,205	14.7%	426	5.5%	287	흑전
A002790	태평양	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
A090430	아모레퍼시픽	507	-1.7%	90	-26.5%	71	-27.5%	1,992	12.6%	357	18.8%	286	26.6%
A002020	코오롱	na	na	na	na	na	na	2,654	19.8%	222	23.1%	106	6.4%
A120110	코오롱인더	775	na	59	na	39	na	3,027	na	227	na	152	na

Source: Fnguide, 리딩투자증권 리서치센터

도표3. 주요 지주회사 Financials & Valuation

(Wbn, %, x, FY10 fw)		Market information					Valuation					Dividend	
		종가(7/9)	M'Cap	TO(60D)	외국인지분	3M 수익률	PBR	PER	ROE	ROA	FCF	Payout	Div yield
A003550	LG	66,000	11,389	36	34.7%	-9.2%	1.27	6.88	20.7%	19.3%	618	10.9%	1.6%
A066570	LG전자	97,600	14,118	157	32.5%	-18.0%	1.36	7.94	17.9%	8.4%	1,360	13.5%	1.7%
A051910	LG화학	300,000	19,881	98	28.4%	17.4%	3.11	12.95	27.1%	18.4%	440	12.6%	1.0%
A034730	SK C&C	85,800	4,290	24	8.3%	40.9%	2.82	15.74	19.5%	7.8%	55	6.4%	0.4%
A003600	SK	86,400	4,058	23	31.1%	-14.5%	0.52	5.27	10.3%	7.2%	266	12.1%	2.3%
A096770	SK에너지	112,000	10,356	72	31.3%	-10.4%	1.10	8.58	14.3%	5.4%	-67	17.0%	2.0%
A017670	SK텔레콤	164,000	13,242	32	49.0%	-7.1%	1.38	8.49	13.3%	7.9%	1,763	50.5%	5.9%
A006260	LS	95,100	3,062	23	13.5%	-8.1%	1.62	10.97	15.9%	14.1%	78	11.6%	1.1%
A010120	LS산전	85,700	2,571	22	8.2%	4.5%	3.50	17.06	20.8%	10.8%	97	25.5%	1.5%
A000880	한화	39,000	2,923	19	15.0%	-4.9%	1.05	6.74	16.6%	7.3%	265	10.6%	1.5%
A009830	한화케미칼	18,500	2,595	40	18.8%	29.4%	0.87	6.26	14.6%	8.3%	133	15.1%	2.4%
A000150	두산	101,000	2,517	24	17.0%	-24.6%	1.77	15.39	11.8%	7.9%	98	31.6%	2.3%
A034020	두산중공업	71,000	7,512	58	11.9%	-21.8%	2.27	26.13	8.4%	3.1%	128	19.8%	0.8%
A002790	태평양	155,500	1,241	2	21.6%	25.9%	na	na	na	na	na	na	na
A090430	아모레퍼시픽	985,000	5,758	15	37.8%	18.8%	4.46	23.53	20.2%	15.9%	130	14.0%	0.6%
A002020	코오롱	32,800	213	3	19.4%	9.9%	na	2.30	26.7%	19.7%	na	na	na
A120110	코오롱인더	61,800	1,041	10	22.1%	38.4%	1.13	8.04	16.2%	5.5%	186	14.4%	1.8%

Source: Fnguide, 리딩투자증권 리서치센터

LG (003550)

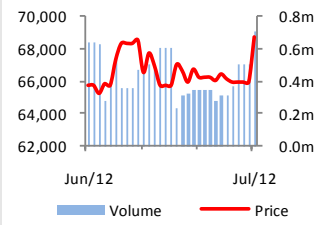
탐방보고

12 Jul 2010 **₩ 68,800**

Sector:	**Holdco**
Reason for report:	**Comment**

Shares Out	172.6 bn	KOSPI	1,734.1 pt
M. Cap	11,871.9	M. Cap $	9,876.8
Foreign	34.7 %	Daily Vol	36.5 bn
Par	5,000	Return 1M	4.6 %
1yr High	81,700	6M	1.9 %
1yr Low	60,000		

Price/Volume



Source : FnGuide

Ownership

	주식수(천 주)	지분율 (%)
구본무(외 40)	83,839	48.59
First State Investm Management (UK) Limited(외2인)	15,137	8.77
LG자사주	575	0.33

Analyst 김호영 **Tel : 2009-7083**
hykim1@leading.co.kr **Fax : 2009-7373**

리딩투자증권
www.leading.co.kr

Findings

- 올해는 순수지주회사로서 그룹의 사업 portfolio 관리, 기획전략 수립 등에 초점을 맞추고 있으며, LG CNS, Serveone, Siltron IPO 등 지배구조 관련 큰 변화는 없을 것으로 예상.
- 연초 4대 신사업으로 태양광, 차세대전지, 차세대조명, 총합공조를 제시한 바 있으며, LG화학, LG전자, Serveone 등이 신사업 추진 주체로 판단됨.
- LG전자의 handset risks는 이미 주가에 반영됐으나, Euro화 불안 등 외생변수에 단기적 조정을 받고 있음.
- LG화학의 선전은 중장기적으로 전자에 집중됐던 그룹의 portfolio를 다변화, 강화시킨 것으로 평가하며, IT소재 사업부문의 강화(비중 30%+)로 기존 전자 사업과의 synergy를 창출하고 있음.
- LGT는 신사업 추진보다 내년 대규모 4G투자를 앞두고 있어, 올해는 신사업 drive 관련 보수적인 태도 견지. 작년 통신 관련 3사 합병으로 사업 조정의 시간 필요.
- 올해부터 가산동(통신), 신문로(소비재) 사옥 임대수입 관련 300~350억원의 추가 수입이 예상되며, Serveone은 그룹 건설 project의 시행사 역할도 담당하고 있음. 따라서 전문 건설사 인수 필요성 높지 않음.

Investment highlights

- 수익기여 측면에서도 전자 및 텔레콤 부문이 전체의 46.3%를 차지하는 것과 비교, LG화학을 비롯한 신사업 부문이 42.1%까지 확대되는 모습. 09년말 이후 LG화학의 실적개선 및 탄력적인 주가 상승을 LG 주가가 반영하지 못하고 있음.
- 1) LG화학의 견조한 실적 유지, 2) LG전자의 실적 바닥 확인, 3) 추가적인 그룹내 사업라인 조정 없음을 가정할 때, LG그룹의 call-option으로 LG(003550)에 접근하는 전략 유효할 것으로 판단. 다만, 2분기를 앞두고 LG화학 및 LG전자의 실적을 먼저 확인하는 것이 timing상으로 적절할 것.

그림1. LG 시가총액 vs 지분율 조정 주요 자회사 시가총액합

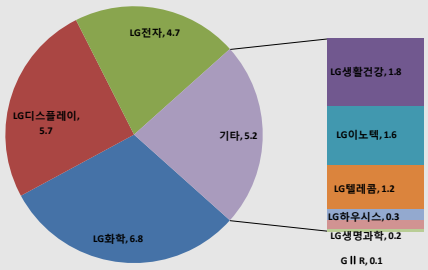
출처 : Fnguide, 리딩투자증권 리서치 센터

Important Disclosures can be found on the last page of this document

그림2. LG earnings breakdown

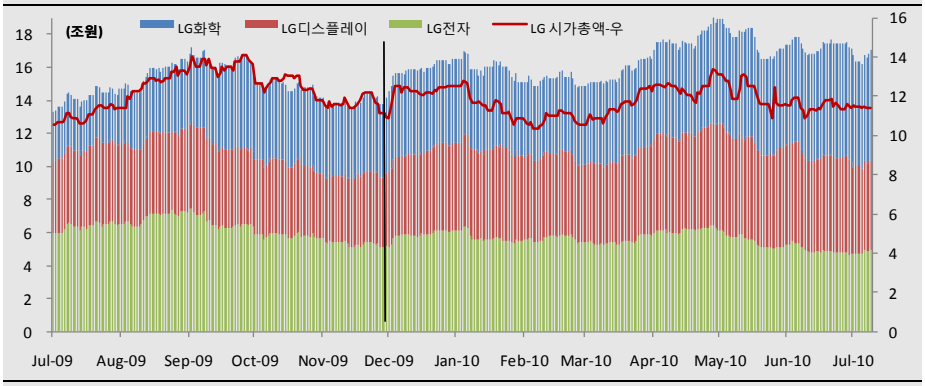
	(Wbn, FY09)	수익기여(PBT대비)
자체사업이익	133	8.1%
브랜드수입	224	13.6%
임대료수입	49	3.0%
배당수입	2	0.1%
영업비용	(142)	-8.6%
지분법이익	1,456	88.4%
LG전자	640	38.9%
LG화학	448	27.2%
LG텔레콤	122	7.4%
LG CNS	79	4.8%
서브원	56	3.4%
LG생활건강	49	3.0%
기타	62	3.8%
영업이익	1,588	96.5%
영업외손익	58	3.5%
세전이익	1,647	100.0%

그림3. 주요 자회사 지분율조정 시가총액 비중



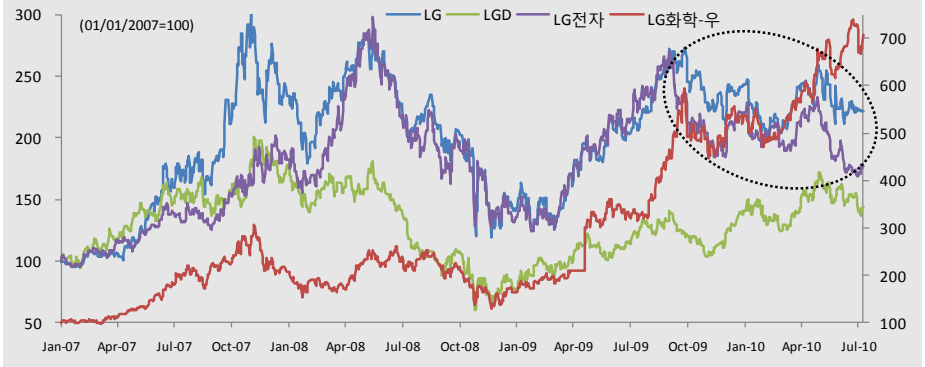
Source: 회사데이터, Fnguide, 리딩투자증권 리서치센터

그림4. 09년 말이후 LG화학의 주가 상승분을 반영하지 못하고 있음



출처 : Fnguide, 리딩투자증권 리서치 센터

그림5. LG 및 주요 자회사 주가흐름(3Q09 이후 LG전자 주가흐름과의 동조에서 상향 이탈)



출처 : Fnguide, 리딩투자증권 리서치 센터

Financial Reports

Financial Reports - Summarized (억원)

Income Statement	Annual 200612	200712	200812	200912	Net Quarter 200812	200903	200906	200909	200912	201003
매출액	5,246	10,603	9,925	17,675		2,521	5,714	5,955	3,483	3,469
매출원가	1,448	132	179	370		1,308	-849	-4		
매출총이익	3,798	10,471	9,745	17,305		1,213	6,563	5,960	3,569	3,469
판매비와 일반관리비	898	1,276	962	1,422		294	343	426	359	237
인건비	194	288	158	204		37	47	65	55	71
감가상각비	44	45	49	264		61	66	69	69	21
연구개발관련비용										
영업이익	2,900	9,195	8,783	15,883		920	6,220	5,534	3,210	3,232
EBITDA	2,945	9,240	8,833	16,148		980	6,286	5,602	3,279	3,253
영업외손익	1,188	771	796	585		172	133	137	143	81
순금융비용	58	87	85	180		46	50	45	40	35
유가증권관련손익	-3	83	9	-1				-1	0	
외화관련이익	-0									
지분법평가손익										
세전계속사업손익	4,089	9,965	9,579	16,468		1,092	6,353	5,670	3,353	3,313
법인세비용	76	539	459	1,084		133	508	277	165	195
계속사업손익	4,013	9,426	9,120	15,384		959	5,845	5,393	3,188	3,118
중단사업손익										
*법인세효과										
당기순이익(순손실)	4,013	9,426	9,120	15,384		959	5,845	5,393	3,188	3,118

Balance Sheet	200612	200712	200812	200912
유동자산	232	363	3,333	2,260
현금 및 단기예금	147	87	2,957	1,873
유가증권		3	18	1
매출채권				
재고자산				
임대주택자산				
비유동자산	45,198	56,073	66,230	77,881
투자자산	47,773	56,385	64,979	75,222
유형자산	1,857	3,392	4,214	4,888
감가상각자산	1,317	1,314	1,365	2,209
무형자산	-4,473	-3,748	-3,013	-2,286
자산총계	45,430	56,436	69,563	80,141
유동부채	2,309	1,719	2,514	2,887
매입채무				
단기차입금	330	900	1,552	
유동성장기부채	1,496			1,998
비유동부채	1,264	2,967	4,735	3,260
사채		1,495	2,990	1,033
장기차입금				
이연부채				
부채총계	3,573	4,686	7,249	6,147
자본금	8,794	8,794	8,794	8,794
자본잉여금	16,050	21,782	22,136	22,101
자본조정	-198	-547	-570	-2,602
자기주식	-198	-198	-153	-144
기타포괄손익누계액	-1,309	-693	1,508	1,186
이익잉여금	18,520	22,416	30,447	44,515
자본총계	41,857	51,751	62,314	73,994
순운전자본	-399	-545	-604	-502
순차입금	1,678	2,305	1,567	1,157
투하자본	-4,238	-2,329	-1,098	-70

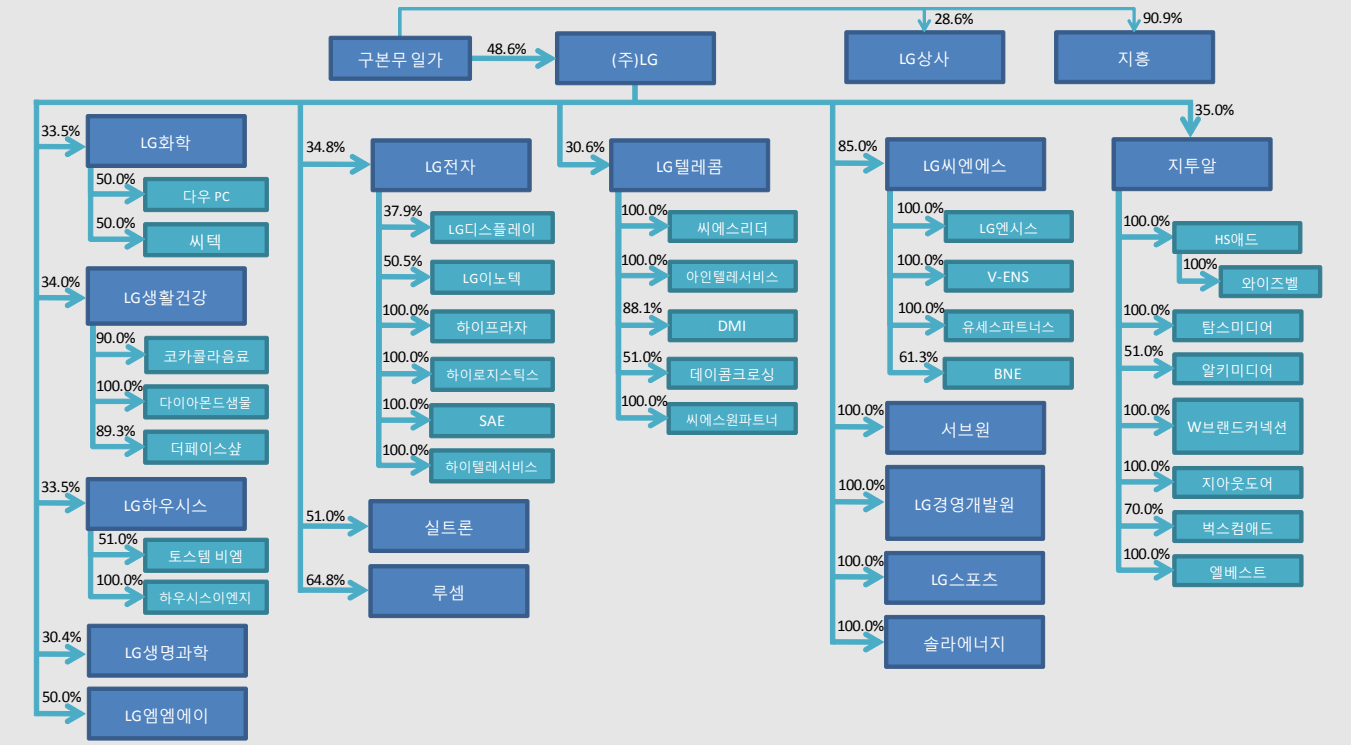
Cash Flow Statement	200612	200712	200812	200912
영업활동현금흐름	-93	1,964	3,318	2,888
당기순이익(손실)	4,013	9,426	9,120	15,384
비현금수익비용가감	-3,090	-8,872	-8,225	-14,875
유무형자산감가상각비	44	45	49	264
유가증권관련손익	3	-83	-9	1
순이자비용	13	6	2	5
외화환산손익				
지분법손익	-2,059	-8,441	-7,425	-14,555
기타	-1,091	-400	-843	-590
운전자본증감	-1,016	1,410	2,423	2,380
매출채권증가				
재고자산증가				
매입채무증가				
기타	-1,016	1,410	2,423	2,380
투자활동현금흐름	1,113	-1,711	-2,604	-1,013
유형자산취득	-6	-1,569	-869	-941
유형자산처분	0	0	1	3
무형자산증감	-0		0	-0
투자자산증감	-1,280	-143	-511	-187
기타	2,400		-1,224	113
재무활동현금흐름	-2,047	-314	938	-2,842
차입금증가	330	570	652	-1,552
사채증가		1,493	1,493	
자본증가	-877	-877	-1,207	-1,290
배당금지급	-877	-877	-1,315	-1,316
기타	-1,500	-1,500		
기타현금흐름				
순현금흐름	-1,027	-61	1,652	-967
기초현금	1,174	147	87	1,739
기말현금	147	87	1,739	773

Financial Ratios

Financial Ratio(%)	200612	200712	200812	200912
안정성				
유동비율	10.03	21.13	132.59	78.29
부채비율	8.54	9.05	11.63	8.31
순차입금비율	4.01	4.45	2.51	1.56
이자보상배율	50.19	105.72	103.81	88.05
성장성				
매출액증가율	5.74	102.11	-6.40	78.09
EBIT증가율	-26.45	217.03	-4.48	80.83
EBITDA증가율	-26.09	213.81	-4.41	82.82
EPS증가율	-33.47	134.89	-3.25	68.68
수익성				
영업이익률	55.29	86.72	88.50	89.86
EBIT마진율	55.29	86.72	88.50	89.86
EBITDA마진율	56.13	87.15	89.00	91.36
ROA	8.59	18.51	14.48	20.55
ROE	9.73	20.14	15.99	22.57
ROIC	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성				
총자산회전율	0.11	0.21	0.16	0.24
타인자본회전율	0.96	2.57	1.66	2.64
자기자본회전율	0.13	0.23	0.17	0.26
생산성				
부가가치율	17.12			
이익분배율	446.91			
설비투자효율	48.36			

Valuation Indicator	200612	200712	200812	200912
Per Share(Won)				
EPS	2,282	5,360	5,186	8,747
EBITDAPS	1,682	5,278	5,044	9,213
CFPS	527	317	511	290
SPS	2,996	6,056	5,667	10,085
BPS	26,455	31,669	37,232	43,454
Dividends(Won)				
보통주DPS	500	750	750	1,000
우선주DPS	550	800	800	1,050
Multiples(X)				
PER	13.08	13.04	8.23	8.30
PCR	56.60	220.80	83.53	250.17
PSR	9.96	11.54	7.53	7.20
PBR	1.13	2.21	1.15	1.67
EV/Sales	10.24	11.70	7.64	7.21
EV/EBITDA	18.25	13.42	8.58	7.89
FCF				
Gross Cash Flow	1,522	6,848	6,801	12,199
NOPLAT	1,478	6,802	6,752	11,935
EBIT	2,900	9,195	8,783	15,883
Adjusted Taxes	1,423	2,392	2,031	3,949
Gross Investment	3,310	1,955	1,280	1,292
IC(Increase)	3,266	1,909	1,231	1,028
Depre. & Amor.	44	45	49	264
Free Cash Flow	-1,788	4,893	5,521	10,907

그림6. LG 지분관계도



출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

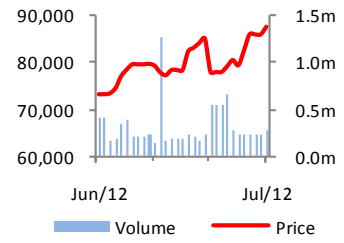
SK C&C (034730)

탐방보고

12 Jul 2010 **₩ 87,400**

Sector:		**Holdco**
Reason for report:		**Comment**
Shares Out	50.0 bn KOSPI	1,734.1 pt
M. Cap	4,370.0 M. Cap $	3,635.6 mn
Foreign	8.4 % Daily Vol	24.3 bn
Par	200 Return 1M	19.4 %
1yr High	87,400 6M	56.4 %
1yr Low	35,650	

Price/Volume



Source : FnGuide

Ownership

	주식수(천주)	지분율(%)
최태원(외 3)	32,000	64.00
SK C&C우리사주조합	3,600	7.20

Analyst 김호영 **Tel : 2009-7083**
hykim1@leading.co.kr **Fax : 2009-7373**

리딩투자증권 www.leading.co.kr

Findings

- 올해 초 공격적인 매출확대를 통해 규모의 경제 및 기술노하우를 빠르게 습득한 것으로 판단됨.
- 높은 진입장벽, 고객충성도로 대변되는 SI 비즈니스의 특성상 매출확대가 수익성 제고로 이어질 것으로 전망되며 실질적 그룹지주회사로서 안정적인 core 사업기반 마련.

지속적인 수익성 창출력

- 공격적인 마케팅으로 SI 종료후 OS로 전환시 지속적인 현금 유입되는 신규 SI(system Integration) < OS(outsourcing) < SI 재계약의 선순환 구조 구축
- 올해 guidance로 SI(1조5백억원, 67.2%), OS(4천7백억원 31.1%)이며, 향후 SI 비중 확대 계획. 지정 인도시점보다 선인도로 인한 Overrun문제 해결 통해, 수주 마진 제고 전략

금융부문에서의 Snowballing 구조

- 금융기관의 IFRS 시스템 구축 성공으로 노하우 축적중이며, KB금융의 노하우를 토대로 우리투자증권, 교보증권, 한화손보 추가 수주
- 하반기부터 웅진, 한투, 메리츠 등 중견기업과의 추가 수주 기대.

Non-Captive SI로 공격적 진출

- U-시티(국내): 대구 차세대 융합미디어 산업 MOU, 순천만 USN(Ubiquitous Sensor Network), 인천항만공사 I-PLUS(Incheon Port Logistics Ubiquitous System).
- U-시티(해외): 몽골 울란바토르 ITS(지능형 교통정보 시스템), 아제르바이잔 ITS
- 북미 M-Commerce 솔루션 공급 진행(아시아 9개국은 모바일뱅킹 구축). 올해 하반기내 미국내 사업자와 solution provider 사업 진행 가능성 높으며, 100~200억원 수주 예상.
- SKT와 시너지효과 11년 상반기 가시화: M-Commerce, M-Security를 통한 배경기술 확보 중. 클라우드 컴퓨팅 비즈니스는 비즈니스 모델 정립 진행 및 노하우 축적 진행 중.

주요 산업 영업수익 현황

- Telecom / Media (48.2%), Government (18.6%)
  Energy/Chemical (11.6%), Finance (11.4%)

Investment highlights

- SK 및 SK E&S의 지분법이익 개선이 예상되며, SK그룹의 중국제2본사 사업, 유무선 Telco convergence 등 신성장동력에 힘입어 지속적인 실적개선이 기대됨.
- FY11 양호적 실적 유지가 가시화됨에 따라 FY10(6개월), FY11(6개월) rolling earnings를 적용하면, 100,000원대까지 추가 상승 가능하다고 판단되며 이러한 관점에서 valuation 부담도 줄어든 상태.

Important Disclosures can be found on the last page of this document

그림1. SKC&C Valuation

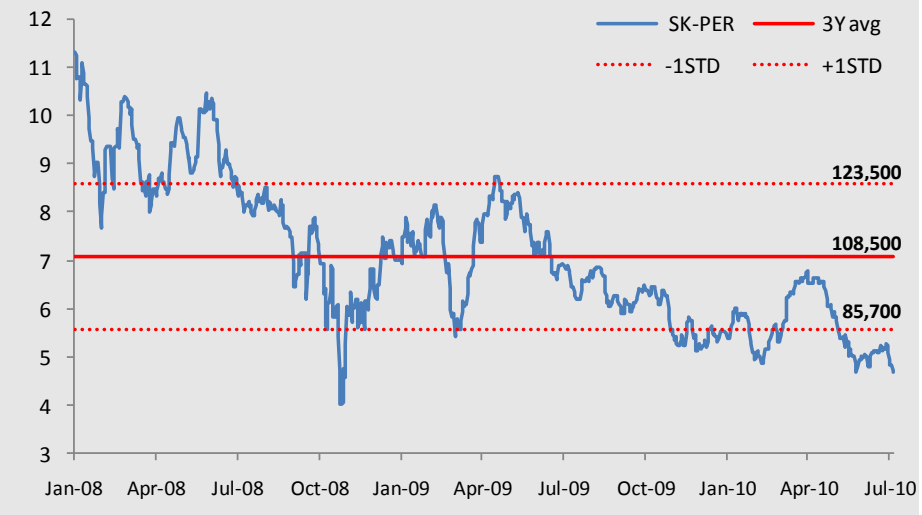
IS w/o equity method gain (Wbn)	2008A	2009E	2010E	2011E
Revenue	1,275	1,347	1,576	1,789
Revenue growth		5.7%	17.0%	13.6%
Operating profit	88	139	**170**	**207**
OP margin	6.9%	10.3%	10.8%	11.6%
Non-operating income	44	131	182	242
Equity method gain	(12)	70	112	164
Others	56	62	71	78
Non-operating expense	106	108	115	150
Pre-tax profit	26	163	238	299
Effective tax rate	-9.4%	25.6%	24.2%	24.2%
Tax	(2)	42	58	72
Net profit	29	121	**180**	227

IT service market growth (FY2010)			
Global	7.9%	Gartner	
Korea	5.1%	KDB	
	5.9%	IDC	
	9.5%	IT STAT	
	6.9%	Average	

SOTP valuation (Wbn)		part	hold	disc/prem	Note
FY10~11 avg Operating profits	188				
Global peer avg PEx	20.0	25		**-20.0%**	Average of Infosys, Tata Consultancy, Wipro, Atos Origin, CSC, Cognizant
Operating business value (A)	**3,770**				
SK E&S (non-listed)	209	643	32.5%	0.0%	1Q10 BV
Others (non-listed)	59	67		**0.0%**	3Q2009 BV
SK holdings (003600)	1,359	4,058	33.5%	**0.0%**	Last Price **86,400**
Invested stake (B)	**1,627**				
Real estate (C)	**175**				3Q2009 BV
Net borrowing (D)	**604**				1Q10
Enterprise value (A)+(B)+(C)-(D)	**4,968**				
Shares outstanding (thou sh)	50,000				
Target price (won/sh)	**100,000**				
Current price	85,800	Up/downside (%)		**16.6%**	Last price 85,800

출처 : Fnguide, Bloomberg, 리딩투자증권 리서치 센터

그림2. 과거 3년간 SK PER band – SK 주가는 historical bedrock 수준에 도달



출처 : Fnguide, 리딩투자증권 리서치 센터

그림3. SKC&C vs SK 주가 추이 (absolute)

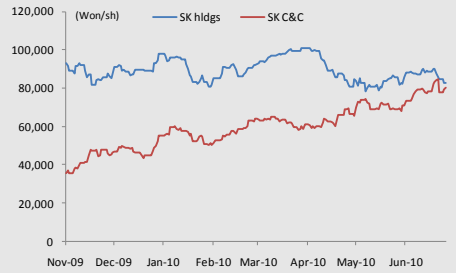


그림4. SKC&C vs SK 주가 추이 (relative)

Source: Fnguide, 리딩투자증권 리서치센터

Financial Reports

Financial Reports - Summarized (억원)

Income Statement	Annual 200612	200712	200812	200912	Net Quarter 200812	200903	200906	200909	200912	201003
매출액	11,079	11,609	12,752	13,126	4,475	2,190	3,026	3,541	4,369	2,846
매출원가	7,055	7,652	8,099		3,019					
매출총이익	4,024	3,958	4,653	13,126	1,455	2,190	3,026	3,541	4,369	2,846
판매비와 일반관리비	2,891	3,162	3,761	11,849	1,232	1,949	2,734	3,048	4,117	2,547
인건비	1,497	1,796	2,287	2,403	806	500	579	525	800	607
감가상각비	406	305	322	318	87	82	80	80	74	72
연구개발관련비용	80	96	105	120	26	29	30	29	31	39
영업이익	1,134	796	892	1,276	223	241	292	492	252	299
EBITDA	1,539	1,118	1,232	1,622	315	328	378	576	340	372
영업외손익	1,558	1,959	441	593	-137	618	326	171	-521	821
순금융비용	180	176	290	429	105	105	98	105	121	121
유가증권관련손익	-6	17,120	-12	225	-24	-0	47	-1	178	
외화관련이익	1	1	-133	28	-57	-48	40	36	-1	18
지분법평가손익	1,793	-14,965	738	903	19	704	427	282	-510	996
세전계속사업손익	2,692	2,755	1,333	1,870	86	859	618	663	-269	1,120
법인세비용	754	796	-125	426	-477	226	121	134	-55	200
계속사업손익	1,938	1,959	1,458	1,444	563	632	497	529	-214	920
중단사업손익										
*법인세효과										
당기순이익(순손실)	1,938	1,959	1,458	1,444	563	632	497	529	-214	920

Balance Sheet	200612	200712	200812	200912
유동자산	4,010	6,638	8,908	7,188
현금 및 단기예금	1,240	1,525	5,226	4,084
유가증권			600	
매출채권	2,570	2,757	2,714	2,814
재고자산	28	11	10	3
임대주택자산				
비유동자산	11,368	15,285	19,789	24,744
투자자산	8,762	12,677	17,194	22,273
유형자산	2,335	2,276	2,175	2,102
감가상각자산	1,977	1,897	1,789	1,659
무형자산	41	36	46	5
자산총계	15,378	21,923	28,697	31,932
유동부채	5,429	8,101	11,996	11,350
매입채무	2,146	2,043	1,877	1,660
단기차입금	1,470	4,000	7,130	5,900
유동성장기부채	1,049	1,052	1,585	2,243
비유동부채	3,955	5,446	6,422	8,313
사채	2,492	3,388	3,561	4,830
장기차입금	29		700	1,010
이연부채				
부채총계	9,385	13,547	18,418	19,663
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	27			261
자본조정		-548	-4	
자기주식				
기타포괄손익누계액	-1,551	-123	-156	282
이익잉여금	7,417	8,947	10,339	11,626
자본총계	5,993	8,376	10,279	12,270
순운전자본	-140	-36	-199	-103
순차입금	3,799	4,815	7,150	9,898
투하자본	1,031	514	368	-2

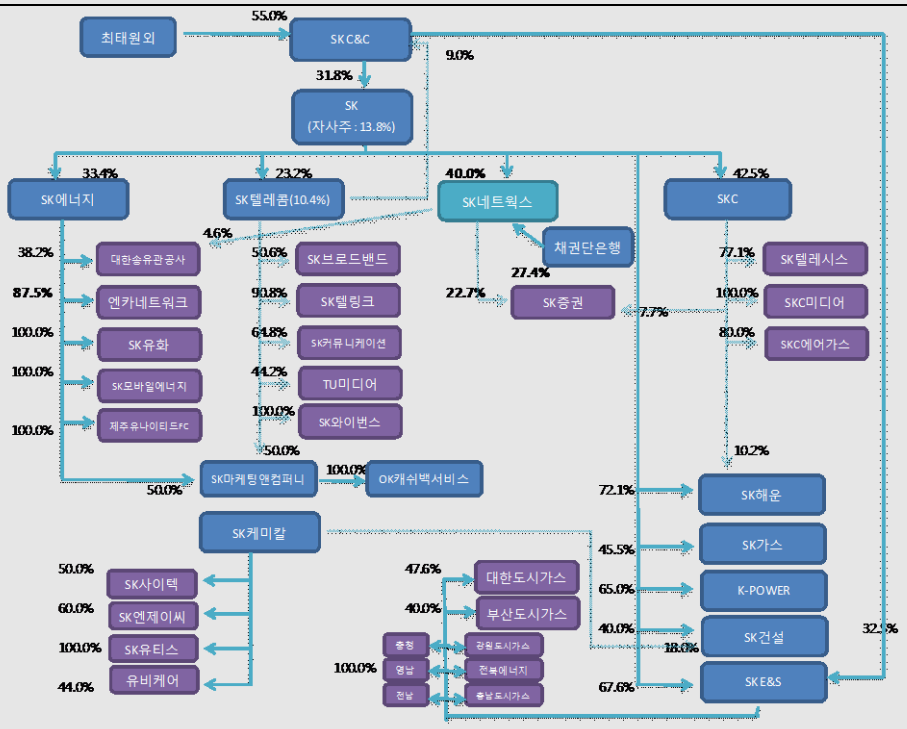
Cash Flow Statement	200612	200712	200812	200912
영업활동현금흐름	2,528	950	1,259	1,060
당기순이익(손실)	1,938	1,959	1,458	1,444
비현금수익비용가감	-1,221	-1,618	-142	-524
유무형자산감가상각비	406	323	340	346
유가증권관련손익	6	-17,120	12	-225
순이자비용	7	6	7	11
외화환산손익	0	-1	129	-37
지분법손익	-1,784	14,965	-738	-903
기타	145	209	109	283
운전자본증감	1,811	609	-57	140
매출채권증가	84	-190	40	-163
재고자산증가	-11	47	2	7
매입채무증가	590	-104	-170	-216
기타	1,148	856	71	513
투자활동현금흐름	-2,019	-4,214	-3,737	-1,241
유형자산취득	-369	-322	-500	-468
유형자산처분	84	28	250	207
무형자산증감	-41	-3		
투자자산증감	-1,610	-1,532	-4,588	-3,451
기타	-83	-2,385	1,101	2,471
재무활동현금흐름	-875	3,329	4,539	899
차입금증가	-430	2,530	3,830	-724
사채증가	397	1,891	1,581	3,184
자본증가	-33	-42	-60	-140
배당금지급	-33	-42	-60	-140
기타	-808	-1,049	-812	-1,421
기타현금흐름				
순현금흐름	-365	65	2,061	719
기초현금	1,595	1,230	1,295	3,356
기말현금	1,230	1,295	3,356	4,074

Financial Ratios

Financial Ratio(%)	200612	200712	200812	200912
안정성				
유동비율	73.86	81.94	74.26	63.33
부채비율	156.59	161.74	179.17	160.25
순차입금비율	63.39	57.49	69.56	80.67
이자보상배율	6.29	4.53	3.07	2.98
성장성				
매출액증가율	10.50	4.79	9.84	2.93
EBIT증가율	20.36	-29.79	12.10	43.07
EBITDA증가율	-14.40	-27.34	10.15	31.69
EPS증가율	-8.21	1.08	-25.60	-0.96
수익성				
영업이익률	10.23	6.86	7.00	9.72
EBIT마진율	10.23	6.86	7.00	9.72
EBITDA마진율	13.89	9.63	9.66	12.36
ROA	13.14	10.50	5.76	4.76
ROE	35.66	27.27	15.63	12.81
ROIC	64.68	165.16	138.52	당기잠식
활동성				
총자산회전율	0.75	0.62	0.50	0.43
타인자본회전율	1.19	1.01	0.80	0.69
자기자본회전율	2.04	1.62	1.37	1.16
생산성				
부가가치율	18.62	20.26	22.16	22.85
이익분배율	93.96	83.30	51.59	48.13
설비투자효율	89.85	106.10	133.91	151.54

Valuation Indicator	200612	200712	200812	200912
Per Share(Won)				
EPS	3,877	3,918	2,915	2,887
EBITDAPS	153,922	5,592	6,160	3,245
CFPS	71,765	1,705	6,580	1,840
SPS	1,107,910	58,047	63,759	26,251
BPS	11,905	16,681	20,467	24,528
Dividends(Won)				
보통주DPS				330
우선주DPS				
Multiples(X)				
PER				15.52
PCR				24.34
PSR				1.71
PBR				1.83
EV/Sales	0.34	0.41	0.56	2.46
EV/EBITDA	2.47	4.31	5.80	19.91
FCF				
Gross Cash Flow	1,462	1,598	951	1,651
NOPLAT	1,056	1,275	611	1,305
EBIT	1,134	796	892	1,276
Adjusted Taxes	77	-479	281	-29
Gross Investment	-799	-194	194	-24
IC(Increase)	-1,205	-517	-146	-370
Depre. & Amor.	406	323	340	346
Free Cash Flow	2,261	1,792	756	1,676

그림5. SK C&C 지분관계도



출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

SK (003600)

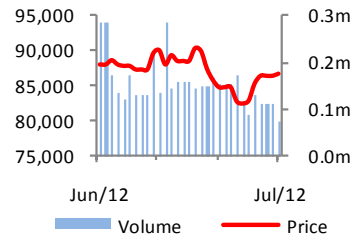
탐방보고

12 Jul 2010 **₩ 86,700**

Sector:	**Holdco**
Reason for report:	**Comment**

Shares Out	47.0 bn KOSPI		1,734.1 pt
M. Cap	4,071.6 M. Cap $		3,387.3 mn
Foreign	31.1 % Daily Vol		22.5 bn
Par	5,000 Return 1M		-1.5 %
1yr High	113,000	6M	-10.4 %
1yr Low	78,200		

Price/Volume



Source : FnGuide

Ownership

	주식수(천주)	지분율(%)
SK C&C㈜(외 7)	15,743	33.52
SK 자사주	6,210	13.22
SK 자사주 펀드	273	0.58

Analyst 김호영 **Tel : 2009-7083**
hykim1@leading.co.kr **Fax : 2009-7373**

리딩투자증권 www.leading.co.kr

Findings

주요 자회사 실적 (SK에너지, SK텔레콤 제외)

- **K-Power:** 인도네시아 저원가 LNG를 활용 광양지역의 민간 발전사업을 추진하고 있음. 1Q10 전체 지분법 손익의 22.4%(671억원)를 차지하며, 배당성향도 91%를 유지하는 등 지주회사 수익에 큰 폭으로 기여. 전기료 인상에 따라 마진도 함께 증가하는 구조여서 하반기에도 견조한 실적 기대.
- **SK해운:** 1Q10 실적은 흑자로 전환하였으나 런던 법인의 선물계약 관련 손실이 지속되고 있어 올해 중으로는 turnaround 가능성 낮으나 손실 폭은 줄여갈 것.
- **SK건설:** 감독당국의 재무상태 평가에서 A등급을 받았으며, SK그룹 관련 토목 공사 비중이 높으며, 중동 plant 수주 가능성은 지속적으로 존재.

그룹 지배구조 변화 가능성

- 최신원회장이 SKC 부문을 경영하고 있으나 그룹에서 분사될 가능성은 낮으며, SK에너지, SK텔레콤, SK네트웍스 3사는 핵심 주력회사로 유지할 것.
- SK에너지 화학부분은 일정대로 내년 초 목표로 분사될 계획. 6/30 SK가 SK해운 지분 17.6%를 SK네트웍스로부터 매입하였으며, 내년 7월까지 행위제한 상태.
- SK증권은 국회 계리중인 금융자회사법안 통과여부에 따라 지주회사 편입여부를 검토할 예정이며, 그룹내 유일한 금융회사로 중요시하고 있음.
- SK텔레콤이 보유중인 SKC&C 지분 9%는 매각 timing을 고려하고 있으며, SKC&C 주가 호조로 시간적 여유는 있는 상태.
- SK E&C IPO는 상장시 20% 지분만 보유해도 되는 관계로 (현재 40%) 추진 가능성 있으나, 건설경기 침체로 현재 계획 백지화된 상태.

중장기 전략 및 중국 진출

- 중국을 제2내수시장으로 확보하겠다는 전략으로 7/1(목) SK China 출범.
- SK에너지 친환경에너지-친환경소재, SK텔레콤 모바일컨버전스-산업생산효율화, SK네트웍스 유통사업 본격 진출 등으로 큰 그림 잡음.
- 3개년 중장기 계획에 구체적인 모습이 담겨있으며, 예상보다 강도 높은 변화가 기대됨. 다만, 6개월내 바로 성과가 나오기는 어려울 것이며 기존의 흩어졌던 사업라인을 SK China로 집중하는 것이 우선순위임.

Investment highlights

- SK해운 지분매입, SK China 출범 등 그룹의 구체적인 전략 및 Action이 확인됨에 따라 긍정적으로 평가.
- 향후 SK증권 그룹내 재배치, SKC&C 지분 매각, SK China 신규사업 성과 등이 catalyst로 작용할 것으로 기대되나, 사업 성과는 내년 초에 집중되어서 가시화될 것으로 전망.

Important Disclosures can be found on the last page of this document

Financial Reports

Financial Reports - Summarized (억원)

Income Statement	Annual				Net Quarter					
	200612	200712	200812	200912	200812	200903	200906	200909	200912	201003
매출액	236,515	7,864	7,185	7,667	825	2,730	2,312	2,333	292	3,467
매출원가	212,772	273	1,395	2,238		40	328	853	1,017	67
매출총이익	23,743	7,591	5,791	5,429	842	2,690	1,983	1,480	-725	3,399
판매비와 일반관리비	12,090	1,173	1,471	1,712	487	332	379	360	642	468
인건비	2,374	267	300	351	118	63	57	59	172	121
감가상각비	434	9	8	14	5	3	3	3	5	4
연구개발관련비용	708	245	298	368	89	84	81	98	195	90
영업이익	11,654	6,418	4,320	3,717	355	2,358	1,605	1,120	-1,366	2,931
EBITDA	15,917	8,615	4,377	3,779	375	2,373	1,621	1,135	-1,349	2,945
영업외손익	6,546	-1,298	-1,114	-1,413	-331	-320	-333	-364	-397	-393
순금융비용	2,847	1,014	1,134	1,375	318	328	324	354	368	376
유가증권관련손익	26									
외화관련이익	1,613									
지분법평가손익	9,143									
세전계속사업손익	18,199	5,120	3,206	2,303	24	2,038	1,272	757	-1,764	2,538
법인세비용	4,259	-1,993	168	-539	-460	-20	5	-75	-449	102
계속사업손익	13,940	7,113	3,038	2,843	485	2,058	1,267	832	-1,315	2,435
중단사업손익		6,460								
*법인세효과		2,819								
당기순이익(순손실)	13,940	13,573	3,038	2,843	485	2,058	1,267	832	-1,315	2,435

Balance Sheet	200612	200712	200812	200912
유동자산	66,187	5,655	1,294	1,122
현금 및 단기예금	13,279	5,267	628	588
유가증권	1			
매출채권	19,033	148	170	146
재고자산	24,821	124	224	269
임대주택자산				
비유동자산	129,830	87,847	94,903	101,282
투자자산	71,930	86,635	93,314	99,077
유형자산	49,451	726	937	1,410
감가상각자산	33,016	472	739	737
무형자산	640	254	369	477
자산총계	196,016	93,502	96,197	102,405
유동부채	67,003	2,369	5,513	7,663
매입채무	18,011	8	16	16
단기차입금	12,440		2,000	300
유동성장기부채	8,428		2,997	6,774
비유동부채	48,703	25,573	22,813	23,385
사채	38,299	23,082	20,197	21,009
장기차입금	5,648			
이연부채				
부채총계	115,706	27,942	28,326	31,049
자본금	6,535	2,386	2,386	2,386
자본잉여금	39,759	60,962	61,680	62,452
자본조정	-12,019	-49,296	-4,179	-4,179
자기주식	-12,022	-4,179	-4,179	-4,179
기타포괄손익누계액	-1,730	-393	-1,245	-508
이익잉여금	47,766	51,901	9,228	11,205
자본총계	80,310	65,560	67,871	71,356
순운전자본	6,771	-1,981	149	-56
순차입금	51,535	17,815	24,565	27,495
투하자본	59,915	-3,260	-878	-227

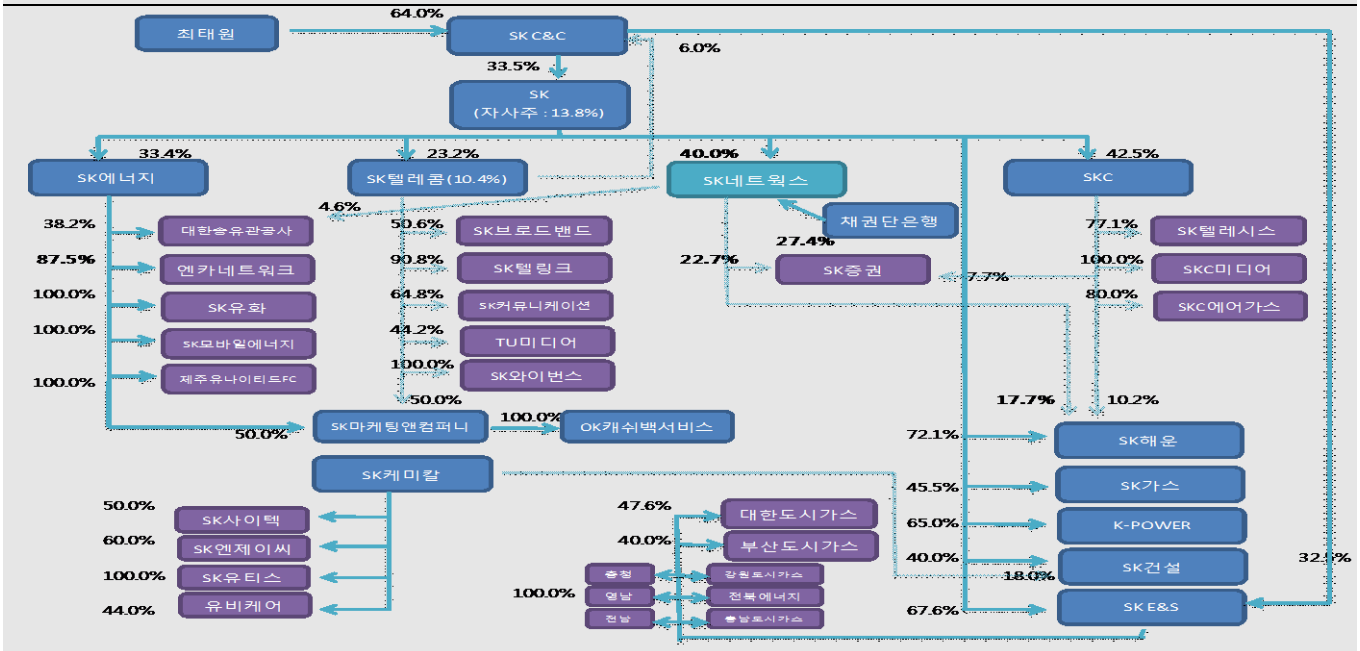
Cash Flow Statement	200612	200712	200812	200912
영업활동현금흐름	18,185	4,222	-466	2,873
당기순이익(손실)	13,940	13,573	3,038	2,843
비현금수익비용가감	-3,559	-5,317	-5,069	-3,483
유무형자산감가상각비	4,263	2,197	57	63
유가증권관련손익	-26	23		
순이자비용	159	150	112	122
외화환산손익	-248	-80	15	1
지분법손익	-9,143	-8,488	-5,304	-3,715
기타	1,437	881	50	47
운전자본증감	7,803	-4,034	1,566	3,513
매출채권증가	1,612	2,851	-39	24
재고자산증가	-3,729	358	-101	-46
매입채무증가	3,146	-2,078	8	-1
기타	6,773	-5,165	1,697	3,536
투자활동현금흐름	-12,531	-4,622	-4,953	-4,856
유형자산취득	-7,022	-2,761	-278	-535
유형자산처분	6,378	2,065	3	0
무형자산증감	-98	-89	-117	-108
투자자산증감	-11,914	-3,382	-4,931	-4,202
기타	125	-454	369	-11
재무활동현금흐름	-6,294	-4,125	1,200	1,968
차입금증가	4,471	615	2,000	-1,700
사채증가	5,482	108		7,467
자본증가	-14,247	-4,841	-800	-800
배당금지급	-2,396	-2,119	-800	-800
기타	-2,000	-8		-3,000
기타현금흐름		-3,787		
순현금흐름	-640	-8,311	-4,218	-15
기초현금	13,768	13,128	4,817	598
기말현금	13,128	4,817	598	583

Financial Ratios

Financial Ratio(%)	200612	200712	200812	200912
안정성				
유동비율	98.78	238.69	23.47	14.65
부채비율	144.07	42.62	41.74	43.51
순차입금비율	64.17	27.17	36.19	38.53
이자보상배율	4.09	6.33	3.81	2.70
성장성				
매출액증가율	7.93	-96.68	-8.63	6.70
EBIT증가율	-3.28	-44.93	-32.68	-13.97
EBITDA증가율	-4.43	-45.87	-49.19	-13.65
EPS증가율	-17.47	48.23	-59.60	-6.43
수익성				
영업이익률	4.93	81.61	60.12	48.47
EBIT마진율	4.93	81.61	60.12	48.47
EBITDA마진율	6.73	109.55	60.91	49.29
ROA	7.51	9.38	3.20	2.86
ROE	17.27	18.61	4.55	4.08
ROIC	16.00	당기잠식	N/A	N/A
활동성				
총자산회전율	1.27	0.05	0.08	0.08
타인자본회전율	2.26	0.11	0.26	0.26
자기자본회전율	2.93	0.11	0.11	0.11
생산성				
부가가치율	4.59	9.81	11.49	11.53
이익분배율	128.35	1,760.19	368.11	321.69
설비투자효율	24.44	118.40	89.88	96.39

Valuation Indicator	200612	200712	200812	200912
Per Share(Won)				
EPS	10,688	15,842	6,400	5,988
EBITDAPS	13,174	12,106	10,679	9,220
CFPS	8,593	11,601	-4,956	-1,562
SPS	195,765	11,050	17,531	18,706
BPS	70,295	146,371	150,997	158,111
Dividends(Won)				
보통주DPS	1,900	1,950	1,950	1,950
우선주DPS	1,950	2,000	2,000	2,000
Multiples(X)				
PER	6.83	12.50	14.77	14.86
PCR	8.50	17.07	N/A	N/A
PSR	0.37	17.92	5.39	4.76
PBR	1.04	1.35	0.63	0.56
EV/Sales	0.62	14.16	9.62	9.07
EV/EBITDA	9.19	12.92	15.80	18.40
FCF				
Gross Cash Flow	15,123	5,595	3,616	2,882
NOPLAT	10,860	3,397	3,559	2,819
EBIT	11,654	6,418	4,320	3,717
Adjusted Taxes	794	3,020	761	897
Gross Investment	-11,673	-60,978	2,439	713
IC(Increase)	-15,936	-63,175	2,382	651
Depre. & Amor.	4,263	2,197	57	63
Free Cash Flow	26,796	66,572	1,177	2,169

그림2. SK 지분관계도



출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

LS (006260)

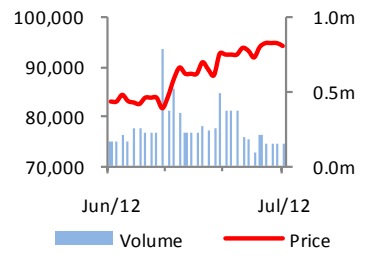
탐방보고

12 Jul 2010 **₩ 94,500**

Sector:	**Holdco**
Reason for report:	**Comment**

Shares Out	32.2 bn KOSPI		1,734.1 pt
M. Cap	3,042.9 M. Cap $		2,531.5 mn
Foreign	13.6 % Daily Vol		23.3 bn
Par	5,000 Return 1M		14.0 %
1yr High	116,000	6M	-10.9 %
1yr Low	75,400		

Price/Volume



Source : FnGuide

Ownership

	주식수(천주)	지분율(%)
구자열(외 39)	10,759	33.41
LS 자사주	4,432	13.77
미래에셋자산운용㈜ (외 4인)	2,860	8.88
국민연금관리공단	1,994	6.19

Analyst 김호영 **Tel : 2009-7083**
hykim1@leading.co.kr **Fax : 2009-7373**

리딩투자증권 www.leading.co.kr

Findings

- **LS 산전:** 북미지역의 노후 전력선 교체수요 및 smart grid 사업 선점 관련 실적은 보다 장기적인 이슈로 접근할 필요가 있으며, 6월말 GM과의 전기자동차 기술 MoU 외에는 가시적인 성과 부족.
  예전의 영업이익 기여도인 36.5%(FY09)를 크게 못 미치는 17.3%인 111억원 1분기 기록.

- **LS Cable:** 미국국회에 전력관련법이 상정중임에 따라 하반기부터 본격적인 통신 infra사업 수혜가 기대됨.
  미국내 사업자인 SPSX와의 합병 조정작업도 대부분 종료된 상황이며, 향후 LS Cable의 전력선 기술력을 접목하여 고부가가치의 전력선 maker 및 미국내 유통망 확보의 역할 기대.
  LS산전과 같이 수익기여도는 FY09 37%에서 1Q 21.6%로 떨어진 상황.

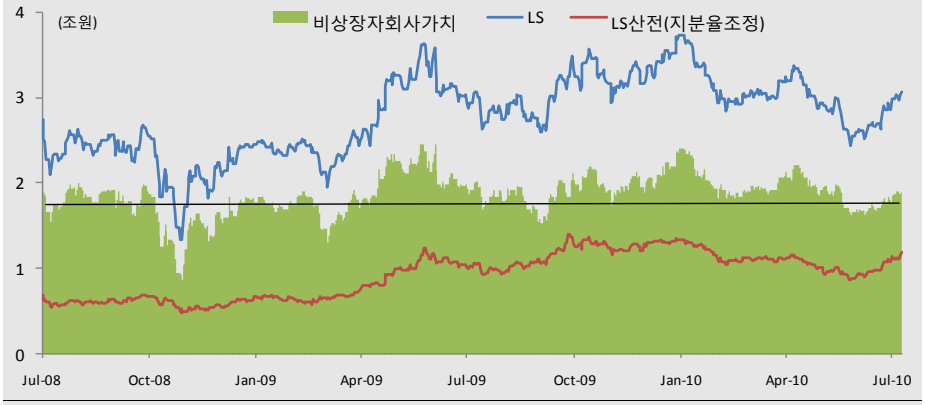
- **기타 자회사:** 안정적인 전기동가격 및 부산물 마진 확대로 Nikko동제련은 안정적인 현금흐름을 창출하고 있으며 1Q 실적에 절대적인 44.9%기여.
  2~3분기에도 안정적인 실적 예상. LS Mtron도 40~60MW급 트랙터의 중국, 인도 판매호조, PCB의 LG전자, 삼성전자 납품 확대로 빠른 속도로 turnaround중.

Investment highlights

- 단순한 지분구조 및 비상장 LS전선으로 인해 장기평균에 수렴하는 시총 괴리율(-1.2%) 보이고 있음.
- 기타 자회사의 실적 개선도가 주목할 만하나, 비상장 자회사인 LS Cable 및 관련 전력선 maker들의 업황 개선이 key factor일 것. 먼저 미국 국회 상정된 북미 전력선 교체 수요를 monitoring할 필요.

Important Disclosures can be found on the last page of this document

그림1. LS vs 자회사 가치 Trend



출처 : Fnguide, 리딩투자증권 리서치 센터

그림2. LS earnings breakdown

(Wbn)	FY09	수익기여(PBT대비)	1Q10	수익기여(PBT대비)	
지분법손익	**233**	**108.7%**	**62**	**96.0%**	
LS Cable	79.3	37.0%	13.9	21.6%	
LS IS	78.3	36.5%	11.1	17.3%	=> LS산전의 수익기여도 약화
LS Nikko	70.3	32.8%	28.9	44.9%	
LS Mtron	5.1	2.4%	7.8	12.1%	=> LS Nikko 및 Mtron의 수익성 개선
자체사업	**12.8**	**6.0%**	**7.4**	**11.5%**	
임대료	12.8	6.0%	3.3	5.1%	
브랜드로열티	0	0.0%	4.1	6.4%	
기타	(26)	-12.2%	(4)	-5.6%	
영업외손익	**-5.4**	**-2.5%**	**-1.2**	**-1.9%**	
세전이익	214	100.0%	64.3	100.0%	

출처 : Fnguide, 리딩투자증권 리서치 센터

Financial Reports

Financial Reports - Summarized (억원)

Income Statement	Annual				Net Quarter					
	200612	200712	200812	200912	200812	200903	200906	200909	200912	201003
매출액	29,077	31,644	23,519	2,425	1,334	455	204	1,223	543	708
매출원가	26,182	28,233	21,635	52	1,777	93				
매출총이익	2,895	3,411	1,885	2,374	-444	362	204	1,223	584	708
판매비와 일반관리비	1,928	2,345	1,515	176	40	37	42	44	53	55
인건비		640	383	61	12	13	19	13	16	16
감가상각비		187	119	33	7	7	7	8	12	12
연구개발관련비용		91	63		0					
영업이익	967	1,067	370	2,198	-484	325	162	1,179	531	653
EBITDA	1,727	1,886	802	2,231	-477	332	169	1,187	543	665
영업외손익	1,522	1,145	-1,008	-55	-534	-16	-14	-15	-10	-10
순금융비용	390	406	274	55	12	16	15	15	10	10
유가증권관련손익	121	137	-0	-0	0	-0			0	
외화관련이익	97	-106	-721		0					
지분법평가손익	1,690	1,659			-517					
세전계속사업손익	2,490	2,212	-638	2,143	-1,018	309	148	1,165	521	643
법인세비용	336	372	-336	-20	-15	-23	-22	13	13	21
계속사업손익	2,153	1,840	-303	2,163	-1,003	332	171	1,151	509	622
중단사업손익										
*법인세효과										
당기순이익(순손실)	2,153	1,840	-303	2,163	-1,003	332	171	1,151	509	622

Balance Sheet	200612	200712	200812	200912
유동자산	9,984	11,462	179	267
현금 및 단기예금	457	1,263	140	127
유가증권				
매출채권	6,371	6,800		
재고자산	2,423	2,787		
임대주택자산				
비유동자산	18,279	20,460	16,001	17,704
투자자산	8,400	10,303	14,786	16,109
유형자산	8,678	8,977	1,176	1,542
감가상각자산	3,982	3,878	921	1,333
무형자산	760	858	7	9
자산총계	28,264	31,922	16,180	17,971
유동부채	10,001	10,259	1,108	1,353
매입채무	4,006	3,256		
단기차입금	3,658	3,611		
유동성장기부채	1,004	1,701	1,000	400
비유동부채	4,941	6,750	540	656
사채	3,794	5,193	399	
장기차입금	12	287		500
이연부채				
부채총계	14,943	17,010	1,648	2,009
자본금	1,610	1,610	1,610	1,610
자본잉여금	5,392	5,392	5,550	5,606
자본조정	-640	-781	-874	-1,001
자기주식	-640	-781	-781	-781
기타포괄손익누계액	1	176	406	62
이익잉여금	6,958	8,515	7,840	9,684
자본총계	13,321	14,912	14,532	15,962
순운전자본	4,188	5,251	-69	-813
순차입금	8,011	9,530	1,260	772
투하자본	12,932	14,353	1,006	625

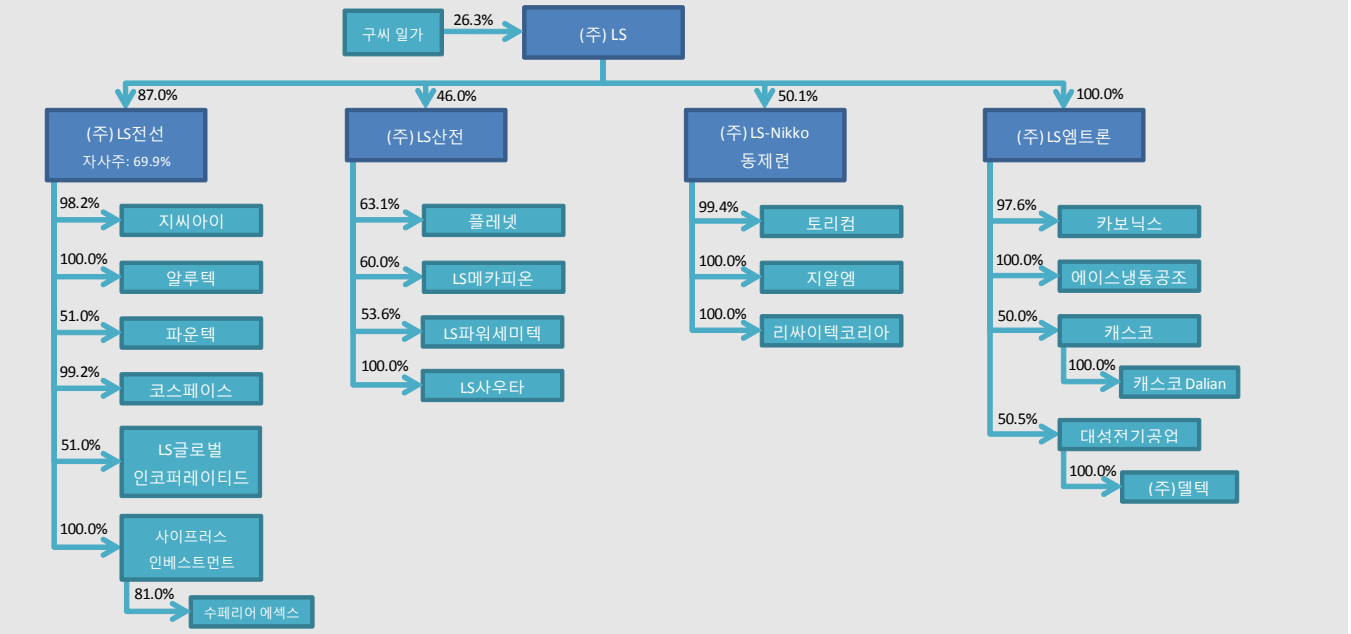
Cash Flow Statement	200612	200712	200812	200912
영업활동현금흐름	984	569	-371	1,175
당기순이익(손실)	2,153	1,840	-303	2,163
비현금수익비용가감	-789	-96	1,545	-2,187
유무형자산감가상각비	760	820	432	33
유가증권관련손익	-121	-137	0	
순이자비용	15	5	4	0
외화환산손익	-45	127		
지분법손익	-1,690	-1,659	4,402	-2,227
기타	292	748	-3,293	7
운전자본증감	-380	-1,175	-1,612	1,199
매출채권증가	-1,530	-448	-1,271	
재고자산증가	-378	-331	-369	
매입채무증가	1,305	-760	342	
기타	223	363	-315	1,199
투자활동현금흐름	-875	-2,383	-2,887	-410
유형자산취득	-1,293	-1,370	-1,155	-401
유형자산처분	37	74	32	0
무형자산증감	-17	-19	-6	-0
투자자산증감	379	-150	-154	-0
기타	18	-919	-1,605	-9
재무활동현금흐름	-48	1,750	3,419	-777
차입금증가	364	82	958	500
사채증가	1,700	3,095	3,340	
자본증가	-605	-424	-278	-278
배당금지급	-292	-282	-278	-278
기타	-1,508	-1,004	-601	-1,000
기타현금흐름			-81	
순현금흐름	60	-65	81	-12
기초현금	64	124	59	140
기말현금	124	59	140	127

Financial Ratios

Financial Ratio(%)	200612	200712	200812	200912
안정성				
유동비율	99.83	111.72	16.12	19.77
부채비율	112.17	114.07	11.34	12.59
순차입금비율	60.14	63.91	8.67	4.84
이자보상배율	2.48	2.63	1.35	39.72
성장성				
매출액증가율	17.25	8.83	-25.68	-89.69
EBIT증가율	14.79	10.28	-65.34	494.46
EBITDA증가율	10.63	9.21	-57.50	178.26
EPS증가율	91.90	-14.56	적전	흑전
수익성				
영업이익률	3.33	3.37	1.57	90.62
EBIT마진율	3.33	3.37	1.57	90.62
EBITDA마진율	5.94	5.96	3.41	91.98
ROA	8.13	6.11	-1.26	12.67
ROE	17.23	13.03	-2.06	14.19
ROIC	7.31	7.77	-5.99	198.60
활동성				
총자산회전율	1.10	1.05	0.98	0.14
타인자본회전율	2.08	1.98	2.52	1.33
자기자본회전율	2.33	2.24	1.60	0.16
생산성				
부가가치율	9.47	9.29	7.04	4.45
이익분배율	78.20	62.61	-18.28	2,004.52
설비투자효율	34.68	37.53	158.56	7.00

Valuation Indicator	200612	200712	200812	200912
Per Share(Won)				
EPS	6,687	5,713	-940	6,718
EBITDAPS	6,029	6,781	2,887	8,034
CFPS	4,762	6,267	4,472	-86
SPS	101,500	113,765	84,702	8,735
BPS	40,997	46,071	47,535	51,969
Dividends(Won)				
보통주DPS	1,000	1,000	1,000	1,000
우선주DPS				
Multiples(X)				
PER	5.74	15.77	N/A	17.27
PCR	8.06	14.38	17.06	N/A
PSR	0.38	0.79	0.90	13.28
PBR	0.94	1.96	1.61	2.23
EV/Sales	0.70	1.22	1.10	15.72
EV/EBITDA	11.80	20.43	32.22	17.09
FCF				
Gross Cash Flow	1,676	1,880	-28	1,653
NOPLAT	916	1,061	-460	1,620
EBIT	967	1,067	370	2,198
Adjusted Taxes	51	6	830	578
Gross Investment	1,570	2,240	-12,915	-348
IC(Increase)	810	1,420	-13,347	-381
Depre. & Amor.	760	820	432	33
Free Cash Flow	106	-360	12,887	2,000

그림3. LS 지분관계도



출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

한화 (000880)

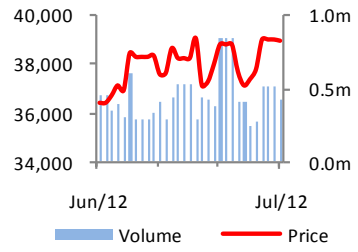
탐방보고

12 Jul 2010 **₩ 38,950**

Sector:	**Holdco**
Reason for report:	**Comment**

Shares Out	75.0 bn KOSPI		1,734.1 pt
M. Cap	2,919.6 M. Cap $		2,429.0 mn
Foreign	15.1 % Daily Vol		18.9 bn
Par	5,000 Return 1M		6.9 %
1yr High	51,300	6M	-21.2 %
1yr Low	30,800		

Price/Volume



Source : FnGuide

Ownership

	주식수(천주)	지분율(%)
김승연(외 8)	27,015	36.04
한화 자사주	5,880	7.84
국민연금관리공단	5,353	7.14
GMO Emerging Markets Fund	3,909	5.22

Analyst 김호영 **Tel : 2009-7083**
hykim1@leading.co.kr **Fax : 2009-7373**

리딩투자증권 www.leading.co.kr

Findings

전체 실적 전망

- 100% 자회사 한화건설, 자체 에코메트로 분양사업 등 건설경기에 의존적이던 Portfolio에서 한화케미칼 및 대한생명의 실적 호조로 수익원 다변화 예상됨.
- 세전이익 7,340억원 달성 무리 없을 것 (영업이익 2,630억원 +12.0% yoy, 영업외손익 4,710억원 +26.5% yoy)

자체 사업

- 향후 2~3년간 다연장무기체계, 무인로봇 등 방산부문의 성장성 확대로 인한 고유영업이익의 안정적인 증가 예상되며, one-off성 개발호재였던 인천에코메트로 사업의 잔여 수익도 120억원 있을 것.
- 상사부문도 09년 선제적인 철강재고 조정 노력으로 1분기중 100억원 영업이익을 달성하였으며, 동유럽향 자동차 Spot물량의 증가로 올해 330억원 수준의 영업이익 기대.
- 자체 사업부문은 에코메트로의 공백을 방산, 상사부문의 선전으로 회복하며 올해에도 2,630억원 (+12.0% yoy) 견조한 실적세 이어갈 것.

주요 자회사 실적

- **한화건설:** 지방 미분양 exposure 관련 할인 요인이 존재했으나, 10년5월 현재 09년말 대비 -39.4% 감소한 555호 잔존. 주요 미분양건은 울산지역(278호)에 집중되어 있는 반면, 중공업-화학 경기의 개선세로 지역경기가 회복되고 있고 수요가 정체된 지역이 아니라는 점에서 리스크는 제한적.
  또한, 올해 하반기부터 사우디 발전설비 2차 수주 준비 등 해외 Plant 사업 비중을 빠르게 높여나가고 있어, 2~3년내 국내 건설경기 흐름에 취약한 구조를 탈피할 것으로 기대.
- **한화케미칼, 대한생명 등:** 화학제품의 수급 개선, 바이오시밀러 등 신사업개척 등으로 한화케미칼은 1분기 1,100억원의 당기순이익을 보이고 있으며 FY10 영업이익 3,500~4,000억원 수준 기대.
  대한생명은 5,000억원의 당기순이익 예상하고 있으며 하반기중 예상되는 금리인상으로 추가적인 실적 개선 가능할 것.

Investment highlights

- 과거 건설주 움직임에 동조하던 한화(000880)의 주가 움직임이 09년4분기부터 진행된 한화케미칼의 실적 개선세, 대한생명 상장 기대감 등으로 상향 이탈 움직임을 보이고 있음.
- 향후 건설외 부문의 실적 개선이 그룹의 지주회사로서 한화의 re-rating을 결정할 것으로 판단됨. 1분기까지의 실적을 기반으로 이에 대한 긍정적인 관점 유지.

Important Disclosures can be found on the last page of this document

그림1. 한화 주가결정 요소(한화건설>대한생명>한화케미칼+방산사업 등 자체 제조업 기반)

출처 : Fnguide, 리딩투자증권 리서치 센터

그림2. 한화 earnings breakdown

(Wbn)		FY09	1Q10	FY10(E)	FY10 yoy	진행정도	수익기여(PBT대비)
무역		136	20	146	*7.8%*	*13.8%*	19.9%
건설(에코메트로)		113	10	120	*6.0%*	*8.3%*	**16.3%**
제조(화약-방산)		99	33	117	*17.7%*	*28.6%*	15.9%
영업이익		**235**	**54**	**263**	***12.0%***	***20.4%***	35.8%
영업외수익		752	141				
영업외비용		387	73				
영업외손익		**365**	**68**	**471**	*29.1%*	*14.4%*	
지분법손익	*(지분율)*	**477**	**93**	**583**	***22.3%***	***15.9%***	79.4%
한화건설	*100.0%*	211	21	284	*34.7%*		**38.7%**
한화케미칼	*37.9%*	155	40	169	*9.2%*		**23.1%**
대한생명	*21.7%*	95	21	114	*19.5%*		15.5%
기타자회사	*na*	16	11	16			2.1%
기타		(112)	(25)	(112)			
세전이익		**600**	**122**	**734**	***22.4%***	***16.5%***	

출처 : 기업데이터, Fnguide, 리딩투자증권 리서치 센터

Financial Reports

Financial Reports - Summarized (억원)

Income Statement	Annual 200612	200712	200812	200912	Net Quarter 200812	200903	200906	200909	200912	201003
매출액	22,931	34,669	49,423	46,759	11,683	8,888	12,612	11,727	13,532	12,321
매출원가	20,546	31,718	45,224	42,281	10,585	7,801	11,360	10,655	12,465	11,289
매출총이익	2,385	2,951	4,199	4,477	1,098	1,087	1,252	1,071	1,067	1,032
판매비와 일반관리비	1,372	1,643	1,904	2,128	512	494	522	468	644	496
인건비	426	538	553	615	138	152	133	131	199	137
감가상각비	31	34	41	45	11	12	11	10	12	10
연구개발관련비용										
영업이익	1,013	1,308	2,295	2,350	586	593	730	603	423	536
EBITDA	1,385	1,691	2,700	2,807	691	705	848	717	536	652
영업외손익	2,461	1,490	328	3,650	-1,150	1,722	505	1,575	-152	679
순금융비용	836	858	1,017	1,216	334	332	330	279	274	251
유가증권관련손익	-12	-17	-1	-23	-1	-9			-14	
외화관련이익	388	-46	-2,856	36	-1,030	-601	168	393	76	27
지분법평가손익	1,957	2,591	1,669	4,769	-866	2,153	720	1,512	384	925
세전계속사업손익	3,474	2,797	2,622	6,000	-564	2,316	1,235	2,179	271	1,216
법인세비용	746	626	-312	385	-530	-1	119	46	222	35
계속사업손익	2,729	2,171	2,934	5,615	-34	2,317	1,116	2,132	50	1,180
중단사업손익										
*법인세효과										
당기순이익(순손실)	2,729	2,171	2,934	5,615	-34	2,317	1,116	2,132	50	1,180

Balance Sheet	200612	200712	200812	200912
유동자산	15,562	12,569	15,158	15,047
현금 및 단기예금	6,597	1,442	1,342	137
유가증권			7	5
매출채권	3,276	4,340	5,046	6,749
재고자산	4,872	5,547	6,385	5,877
임대주택자산				
비유동자산	26,497	29,222	36,917	41,445
투자자산	21,069	23,591	30,544	35,609
유형자산	4,563	4,589	4,945	4,624
감가상각자산	3,062	2,910	3,094	3,071
무형자산	381	519	610	598
자산총계	42,059	41,791	52,074	56,492
유동부채	19,417	19,239	24,575	22,853
매입채무	2,434	4,087	3,698	5,479
단기차입금	11,765	7,958	13,419	7,567
유동성장기부채	3,736	3,497	3,821	5,139
비유동부채	10,437	9,568	10,108	10,456
사채	5,799	5,266	5,981	6,342
장기차입금	881	582	500	460
이연부채				
부채총계	29,854	28,807	34,683	33,308
자본금	3,772	3,772	3,772	3,772
자본잉여금	2,455	2,582	3,895	3,534
자본조정	-208	-208	-208	-208
자기주식	-208	-208	-208	-208
기타포괄손익누계액	125	-1,081	-470	414
이익잉여금	6,060	7,918	10,402	15,671
자본총계	12,205	12,983	17,391	23,183
순운전자본	5,050	3,344	6,473	4,759
순차입금	15,584	15,863	22,372	19,366
투하자본	6,720	5,277	9,327	7,087

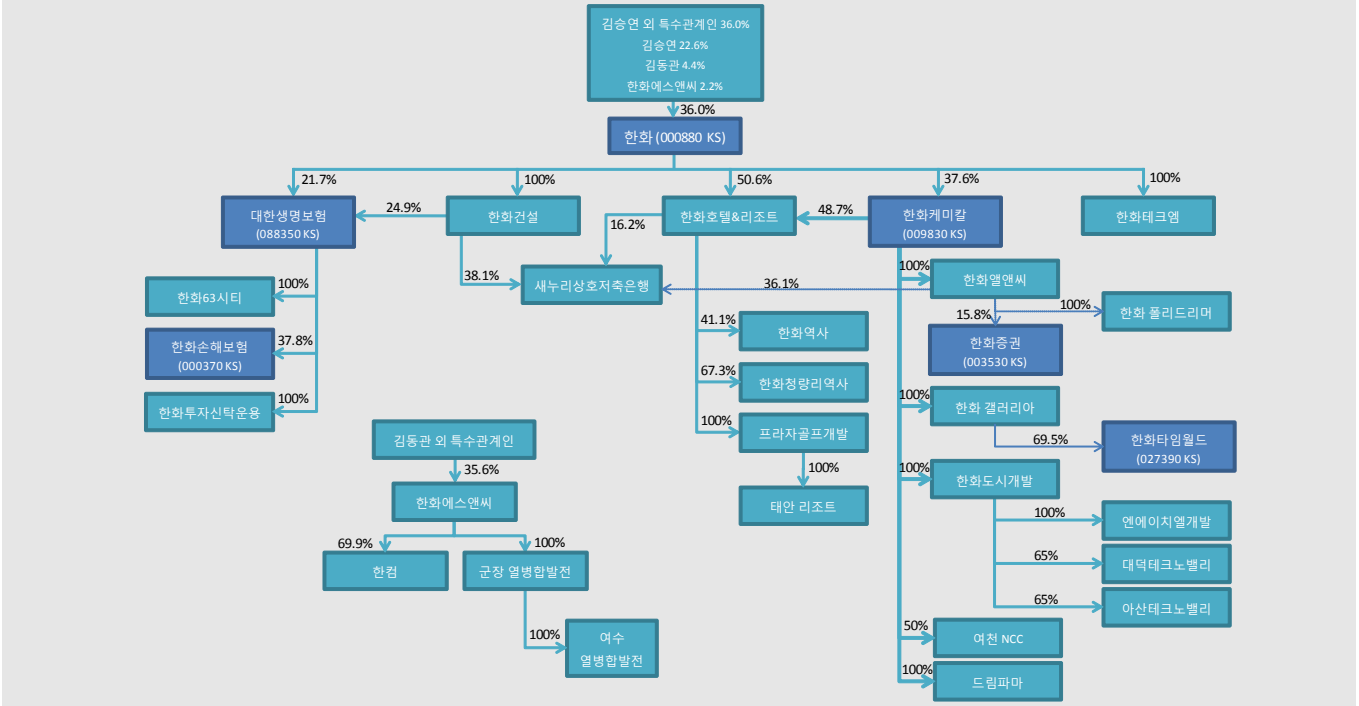
Cash Flow Statement	200612	200712	200812	200912
영업활동현금흐름	-2,523	2,150	-1,529	2,787
당기순이익(손실)	2,729	2,171	2,934	5,615
비현금수익비용가감	-2,811	-1,797	-451	-4,182
유무형자산감가상각비	372	383	405	457
유가증권관련손익	12	17	1	23
순이자비용	1	14	12	14
외화환산손익	-186	57	762	-161
지분법손익	-1,873	-2,456	-1,669	-4,769
기타	-1,136	188	38	254
운전자본증감	-2,441	1,777	-4,012	1,354
매출채권증가	-608	-1,182	-834	-1,881
재고자산증가	-655	-692	-940	546
매입채무증가	641	1,638	-324	1,793
기타	-1,818	2,012	-1,914	897
투자활동현금흐름	2,109	-2,390	-3,615	453
유형자산취득	-393	-369	-692	-264
유형자산처분	3,113	5	22	428
무형자산증감	-18	-186	-151	-157
투자자산증감	-1,184	-1,552	-3,023	406
기타	591	-289	229	40
재무활동현금흐름	5,434	-5,206	5,279	-4,381
차입금증가	2,561	-3,939	5,047	-5,613
사채증가	2,700	2,732	4,058	3,092
자본증가	-244	-313	-348	-348
배당금지급	-244	-313	-348	-348
기타	417	-3,686	-3,485	-1,512
기타현금흐름				
순현금흐름	5,020	-5,446	134	-1,141
기초현금	1,485	6,504	1,058	1,193
기말현금	6,504	1,058	1,193	52

Financial Ratios

Financial Ratio(%)	200612	200712	200812	200912
안정성				
유동비율	80.15	65.33	61.68	65.84
부채비율	244.62	221.87	199.42	143.67
순차입금비율	127.69	122.17	128.64	83.53
이자보상배율	1.21	1.52	2.26	1.93
성장성				
매출액증가율	6.62	51.19	42.56	-5.39
EBIT증가율	17.85	29.10	75.48	2.39
EBITDA증가율	16.65	22.07	59.69	3.96
EPS증가율	139.02	-20.43	35.14	91.36
수익성				
영업이익률	4.42	3.77	4.64	5.03
EBIT마진율	4.42	3.77	4.64	5.03
EBITDA마진율	6.04	4.88	5.46	6.00
ROA	7.13	5.18	6.25	10.34
ROE	24.98	17.24	19.32	27.68
ROIC	26.79	16.66	24.77	24.87
활동성				
총자산회전율	0.60	0.83	1.05	0.86
타인자본회전율	0.84	1.18	1.56	1.38
자기자본회전율	2.10	2.75	3.25	2.30
생산성				
부가가치율	9.13	6.65	5.11	5.79
이익분배율	130.36	94.20	116.19	207.33
설비투자효율	47.29	53.44	54.02	59.86

Valuation Indicator	200612	200712	200812	200912
Per Share(Won)				
EPS	3,617	2,878	3,889	7,443
EBITDAPS	1,991	2,431	3,881	4,035
CFPS	-118	537	3,569	2,060
SPS	32,966	49,842	71,053	67,222
BPS	15,948	16,797	22,520	30,215
Dividends(Won)				
보통주DPS	450	500	500	600
우선주DPS	500	550	550	650
Multiples(X)				
PER	9.68	24.60	4.95	6.42
PCR	N/A	131.75	5.39	23.21
PSR	1.06	1.42	0.27	0.71
PBR	2.19	4.21	0.85	1.58
EV/Sales	1.83	1.99	0.75	1.18
EV/EBITDA	30.25	40.86	13.64	19.70
FCF				
Gross Cash Flow	2,144	1,382	2,213	2,498
NOPLAT	1,772	999	1,809	2,041
EBIT	1,013	1,308	2,295	2,350
Adjusted Taxes	-759	309	486	309
Gross Investment	582	-1,060	4,454	-1,783
IC(Increase)	210	-1,442	4,049	-2,240
Depre. & Amor.	372	383	405	457
Free Cash Flow	1,561	2,442	-2,241	4,280

그림3. 한화 지분관계도



출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

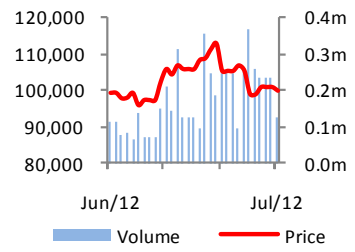
두산 (000150)

탐방보고

12 Jul 2010 **₩ 100,000**

Sector:			**Holdco**
Reason for report:			**Comment**
Shares Out	25.0 bn KOSPI		1,734.1 pt
M. Cap	2,492.6 M. Cap $		2,073.7 mn
Foreign	17.0 % Daily Vol		24.2 bn
Par	5,000 Return 1M		0.6 %
1yr High	135,500	6M	-9.5 %
1yr Low	66,000		

Price/Volume



Source : FnGuide

Ownership

	주식수(천주)	지분율(%)
박용곤(외 38)	9,282	36.93
두산자사주 펀드	6,632	26.39
강태순	56	0.22

Analyst 김호영 **Tel : 2009-7083**
hykim1@leading.co.kr **Fax : 2009-7373**

리딩투자증권 www.leading.co.kr

Findings

지분법평가손익(1Q10 전체 영업이익의 48.2%)

- 두산중공업 등 자회사 실적 꾸준한 개선세 유지 (1Q10 지분법평가이익 두산중공업 114억원, 두산모트롤홀딩스 99억원, DIP홀딩스 97억원). FY10 지분법이익 1,600억원 예상.
- UAE 원전 계약지연으로 두산중공업의 수주모멘텀의 빠른 회복세를 기대하기 어려우나, 수주 산업의 특성상 추가적인 호재가 나올 가능성도 배제할 수 없음. 절대적인 earnings driver인 두산중공업의 실적 관련 불확실성으로 최근 부진한 주가 일부 설명됨.
- 중국향 수출 증가, 4대강 사업 호조, 신규 교체수요 발생 등으로 1분기 굴삭기 판매호조에 힘입어 두산모트롤(유압기)의 실적 개선도 기대됨. 1분기 매출 109% yoy 증가한 891억원, 영업이익 589% yoy 증가한 131억원 달성.

자체사업(1Q10 전체 영업이익의 51.8%)

- 엔화강세, 내수정체 등으로 일본 SET업체의 국내 sourcing 확대로 FCCL, MCCL 등 전자 소재부문(전자BG) 1분기 매출이 +48% yoy 증가하며 1,696억원, 영업이익 242억원 (+64.6% yoy) 달성. 자체사업 영업이익의 62%를 차지하는 전자BG의 호조로 올해 순이익 개선 가능성 높은 것으로 판단.

건설사업 관련 그룹 Risk(지분구조 두산 → 두산중공업 41.3% → 두산건설 52.2%)

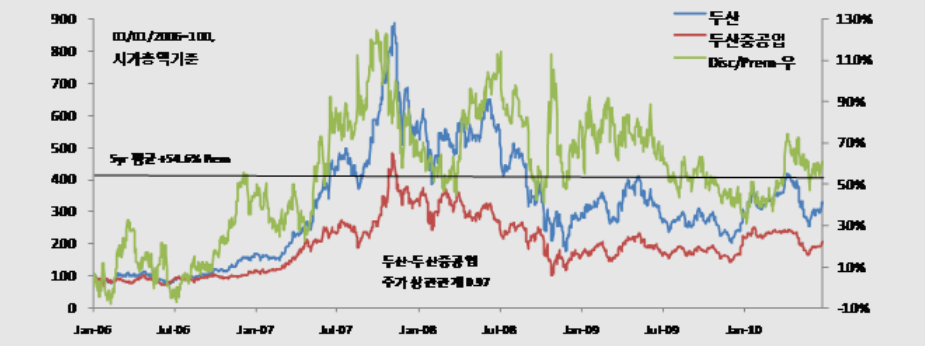
- 두산중공업 건설부문은 전체 매출의 10% 미만 비중으로 미분양 Risk의 전이 가능성 낮으며, 두산건설은 구조조정을 우려할 만한 수준은 아니라고 평가됨.

Investment highlights

- 두산중공업의 수주모멘텀 약화를 제외한 나머지 자회사 및 자체사업은 실적 개선 가능성이 높아진 상황. 그룹의 Portfolio가 경기회복에 민감한 cyclicals위주로 재편됨에 따라 현재의 조정 장에서 변동성이 확대된 것으로 판단.
- 과거 두산중공업 대비 두산의 주가흐름(시가총액 기준)을 보면, 5년간 평균 Premium +54.6% 수준이며 현재 60.9%로 지나친 Premium을 받고 있는 상황은 아니며, 두산중공업의 주가회복에 두산의 주가가 보다 탄력적으로 반응하고 있음에 주목할 필요 (beta play 시사).
- 자체사업 및 자회사의 실적개선으로 제한적인 하방 리스크가 확보된 상황에서, 두산중공업의 수주 지연 정도를 모니터링하며 접근하는 전략 유효할 것.

Important Disclosures can be found on the last page of this document

그림1. 두산-두산중공업 주가 상관관계



출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

표1. 두산 해외 계열사 현황

계열회사명	업종	내부지분율(%)	소재국	결산일	비고
Doosan Babcock UK Investment Limited	전문서비스업	100	영국	2009.12.31	Doosan Power Systems Holdings Limited (100%)
Doosan Babcock Energy Services (Overseas) Ltd.	전문서비스업	100	영국	2009.12.31	Doosan Power Systems Limited (100%)
Doosan Babcock Energy Scotland Ltd	전문서비스업	100	영국	2009.12.31	Doosan Power Systems Limited (100%)
Doosan Babcock Energy America LLC	구매/영업	100	미국	2009.12.31	Doosan Power Systems Limited (100%)
Doosan Babcock Shanghai Trading Limited	구매/영업	100	중국	2009.12.31	Doosan Power Systems Europe (100%)
Doosan Babcock Energy Technologies (Shanghai) Limited	구매/영업	100	중국	2009.12.31	Doosan Power Systems Europe (100%)
Doosan Babcock Energy Germany GmbH	제조업	98.34	독일	2009.12.31	Doosan Power Systems Germany GmbH (98.34%)
SKODA POWER	엔지니어링	100	체코	2009.12.31	Doosan Power Systems Czech Investement a.s. (100%)
SKODA POWER Private	엔지니어링	100	인도	2009.03.31	SKODA POWER (100%)

출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

Financial Reports

Financial Reports - Summarized (억원)

Income Statement	Annual 200612	200712	200812	200912	Net Quarter 200812	200903	200906	200909	200912	201003
매출액	19,280	18,812	11,529	12,031		2,490	2,987	3,378	3,176	3,549
매출원가	13,222	12,686	9,546	9,440	14	2,741	2,109	2,815	1,775	2,191
매출총이익	6,058	6,126	1,983	2,591	-2,000	-251	878	563	1,401	1,358
판매비와 일반관리비	5,627	5,201	3,348	2,971		679	769	705	819	725
인건비	1,616	1,451	824	785	-70	177	180	170	258	223
감가상각비	309	259	173	171	31	40	41	43	47	44
연구개발관련비용	53	47	69	71	69	12	20	19	19	14
영업이익	430	925	-1,365	-380	-1,880	-929	110	-142	582	633
EBITDA	1,746	2,007	-514	26	-1,712	-819	203	-49	691	724
영업외손익	501	238	-127	-303	-963	-125	-10	-84	-84	-21
순금융비용	896	710	-82	210	73	74	39	59	38	26
유가증권관련손익			44	16	-31	9	3	0	3	5
외화관련이익	76	-17	-177	6	-71	-58	42	25	-4	-13
지분법평가손익	522	-271			-894					
세전계속사업손익	932	1,163	-1,492	-683	-2,844	-1,055	100	-226	498	612
법인세비용	699	815	-791	-326	-1,218	-433	24	61	23	75
계속사업손익	232	348	-701	-357	-1,625	-621	76	-287	475	537
중단사업손익			1,798	2,680	1,798	2,672	3		5	
*법인세효과				993					993	
당기순이익(순손실)	232	348	1,097	2,323	173	2,050	79	-287	480	537

Balance Sheet	200612	200712	200812	200912
유동자산	6,592	5,996	5,618	4,966
현금 및 단기예금	83	47	1,386	2,001
유가증권	0	0		
매출채권	3,065	2,925	1,706	1,338
재고자산	2,645	2,420	1,613	1,006
임대주택자산				
비유동자산	18,443	16,060	22,292	22,518
투자자산	7,391	9,298	17,122	18,558
유형자산	9,859	5,692	4,517	3,009
감가상각자산	6,830	3,916	2,298	1,253
무형자산	809	658	243	159
자산총계	25,035	22,056	27,910	27,484
유동부채	9,760	8,492	7,658	3,512
매입채무	1,906	1,843	1,256	970
단기차입금	2,588	1,958	1,135	73
유동성장기부채	3,188	2,789	3,329	640
비유동부채	8,922	6,587	4,596	5,816
사채	4,789	3,150	997	2,493
장기차입금	1,354	1,557	811	673
이연부채				
부채총계	18,682	15,079	12,254	9,328
자본금	1,482	1,501	1,525	1,532
자본잉여금	5,733	5,780	6,295	6,931
자본조정	-788	-789	-1,735	-1,677
자기주식	-674	-674	-961	-993
기타포괄손익누계액	-307	-95	7,379	7,223
이익잉여금	232	580	2,192	4,147
자본총계	6,353	6,977	15,656	18,156
순운전자본	2,525	2,203	1,037	166
순차입금	11,835	9,406	4,886	1,878
투하자본	10,798	7,086	3,420	1,476

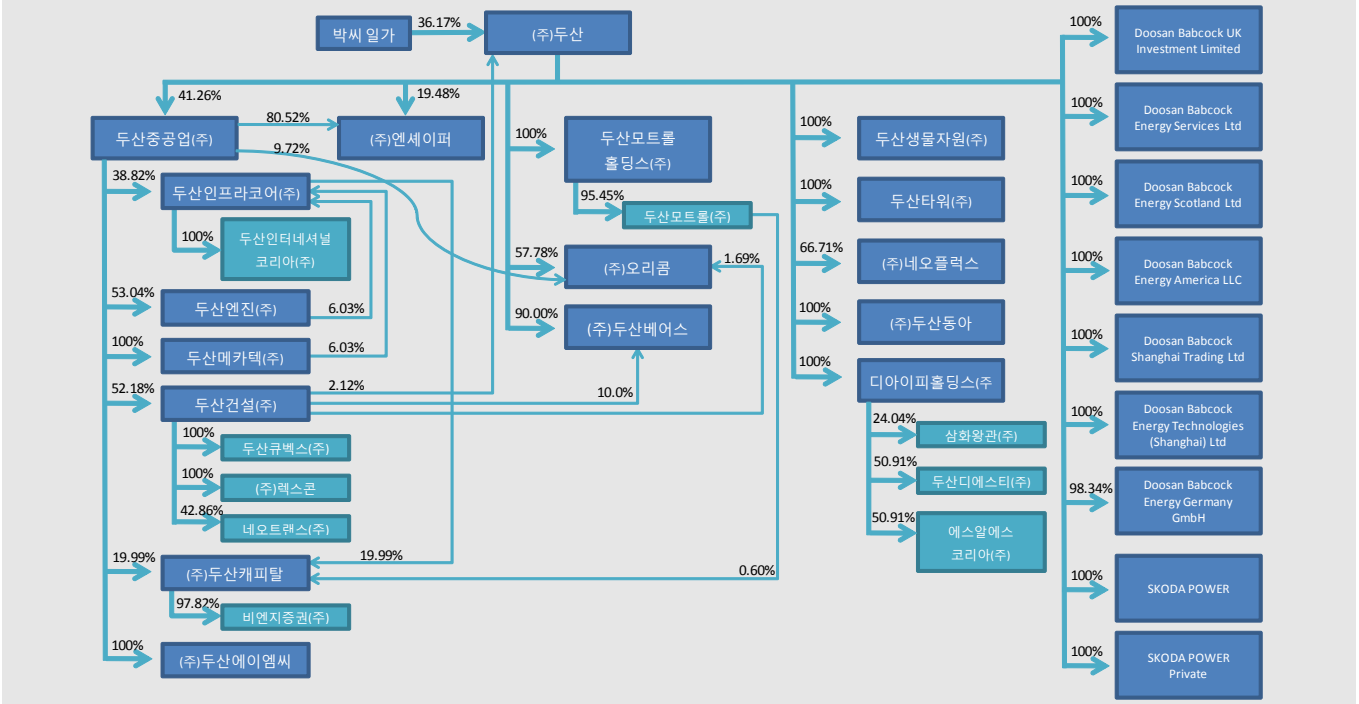
Cash Flow Statement	200612	200712	200812	200912
영업활동현금흐름	263	1,814	1,156	287
당기순이익(손실)	232	348	1,097	2,323
비현금수익비용가감	191	400	478	-1,905
유무형자산감가상각비	1,316	1,082	851	406
유가증권관련손익			-1,950	-16
순이자비용	-12	1	21	4
외화환산손익	-30	19	140	25
지분법손익	-522	271	1,245	1,254
기타	-561	-973	170	-3,579
운전자본증감	-160	1,066	-419	-131
매출채권증가	-1,177	-142	-51	-261
재고자산증가	60	128	-25	266
매입채무증가	-108	-67	204	-43
기타	1,065	1,147	-546	-93
투자활동현금흐름	998	-1,211	956	2,986
유형자산취득	-759	-815	-715	-274
유형자산처분	218	112	34	86
무형자산증감	-108	-16	-19	-4
투자자산증감	517	-466	1,596	-2,357
기타	1,130	-26	60	5,535
재무활동현금흐름	-1,264	-424	-599	-2,738
차입금증가	1,106	1,500	661	-1,059
사채증가	-1,743	1,251	-306	1,993
자본증가	13		-286	-342
배당금지급				-358
기타	-640	-3,220	-730	-3,330
기타현금흐름		-213	-197	
순현금흐름	-2	-34	1,316	535
기초현금	72	69	36	1,351
기말현금	69	36	1,351	1,886

Financial Ratios

Financial Ratio(%)	200612	200712	200812	200912
안정성				
유동비율	67.54	70.61	73.36	141.41
부채비율	294.05	216.12	78.27	51.38
순차입금비율	186.29	134.82	31.21	10.34
이자보상배율	0.48	1.30	N/A	-1.81
성장성				
매출액증가율	3.41	-2.43	-38.71	4.35
EBIT증가율	-58.90	115.06	적전	적지
EBITDA증가율	-16.30	14.96	적전	흑전
EPS증가율	180.00	48.44	210.19	110.26
수익성				
영업이익률	2.23	4.92	-11.84	-3.16
EBIT마진율	2.23	4.92	-11.84	-3.16
EBITDA마진율	9.06	10.67	-4.46	0.22
ROA	0.91	1.48	4.39	8.39
ROE	3.65	5.22	9.70	13.74
ROIC	6.52	18.89	-0.09	-7.45
활동성				
총자산회전율	0.75	0.80	0.46	0.43
타인자본회전율	1.01	1.11	0.84	1.11
자기자본회전율	3.03	2.82	1.02	0.71
생산성				
부가가치율	23.59	22.04	32.20	18.73
이익분배율	5.11	8.39	29.56	103.10
설비투자효율	46.65	74.77	82.70	75.17

Valuation Indicator	200612	200712	200812	200912
Per Share(Won)				
EPS	785	1,165	3,614	7,598
EBITDAPS	7,781	8,836	-2,222	113
CFPS	1,886	3,293	6,814	1,802
SPS	85,918	82,820	49,877	51,891
BPS	20,978	23,299	53,682	61,966
Dividends(Won)				
보통주DPS			1,000	2,500
우선주DPS			1,050	2,550
Multiples(X)				
PER	72.50	155.80	26.71	12.56
PCR	30.18	55.12	14.16	52.95
PSR	0.66	2.19	1.93	1.84
PBR	2.71	7.79	1.80	1.54
EV/Sales	1.39	3.04	2.59	2.28
EV/EBITDA	15.31	28.53	N/A	1,048.97
FCF				
Gross Cash Flow	2,049	2,771	847	224
NOPLAT	733	1,689	-5	-182
EBIT	430	925	-1,365	-380
Adjusted Taxes	-303	-764	-1,360	-198
Gross Investment	442	-2,630	-2,814	-1,538
IC(Increase)	-874	-3,712	-3,665	-1,944
Depre. & Amor.	1,316	1,082	851	406
Free Cash Flow	1,607	5,401	3,661	1,762

그림2. 두산 지분관계도



출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

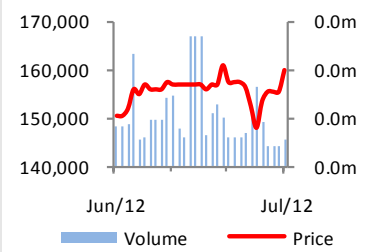
태평양 (002790)

탐방보고

12 Jul 2010 ₩ 160,000

Sector:			**Holdco**
Reason for report:			**Comment**
Shares Out	8.0 bn KOSPI		1,734.1 pt
M. Cap	1,276.7 M. Cap $		1,062.1 mn
Foreign	21.6 % Daily Vol		1.6 bn
Par	5,000 Return 1M		6.3 %
1yr High	161,000	6M	12.7 %
1yr Low	115,500		

Price/Volume



Source : FnGuide

Ownership

	주식수(천주)	지분율(%)
서경배(외 11)	4,911	61.56
태평양 자사주	454	5.70
Invesco Trimark Ltd	420	5.27
태평양 자사주 펀드	96	1.21

Analyst 김호영 **Tel : 2009-7083**
hykim1@leading.co.kr **Fax : 2009-7373**

리딩투자증권 www.leading.co.kr

Findings

아모레퍼시픽 안정적인 실적 이어갈 것

- 지난 2년간 국내 M/S 1위(35%)를 기반으로 전략적으로 판매채널 효율화(백화점 판매, Aritaum 전문점 확보) 및 product mix개선 (프리미엄제품 출시) 작업을 진행할 결과, 1Q10 실적도 안정적으로 영업이익률이 상승(1Q09 24.0%→24.7%)한 결과 영업이익 1,325억원 달성.

  실적이 연말로 갈수록 하향하는 seasonality를 감안하더라도 FY10 영업이익 컨센서스 3,556억원 대비 견조한 실적 상승세 시현. 회사 FY10 가이던스는 매출 1조9,500억원, 영업이익 3,500억원 수준 (각각 yoy 10% 증가 예상).

중국 등 해외사업 성과

- 중국 사업은 전체 지분법이익의 7%(해외사업중 49%)선을 차지하는 주요 사업으로 성장했으며 백화점 위주로 프리미엄 이미지를 확보하고 있어 지속적인 growth driver로 자리매김할 것으로 전망.
- 아직까지 국내 판매 18%보다 낮은 13%의 영업이익률을 보이고 있으나 금년 하반기중 고가의 라네즈 신규 출점으로 추가적인 마진 개선 기대.
- 해외사업의 28%를 차지하는 프랑스 사업의 경우 향수를 제외한 비수익 brand를 08년에 정리 완료했으며 올해에는 BEP도달이 가능할 것.

  환율 민감도는 생산 및 원가조달 측면은 영향이 미미하나 중국 내수시장 침투로 인해 위안화 절상 관련 수혜는 이익에 직접적으로 반영되는 구조. 전체적으로 경기사이클 자체에는 영향 받지 않음.

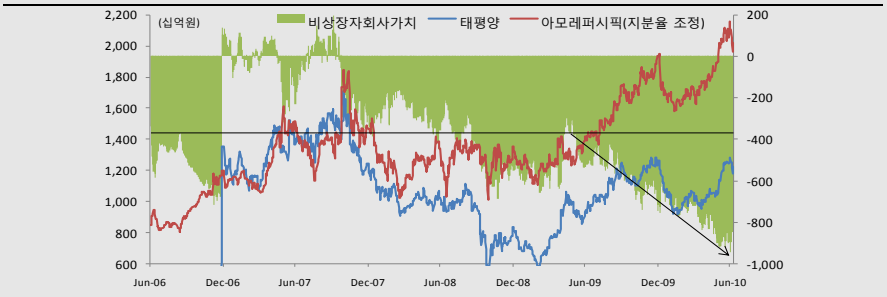
M&A 등 재무구조 변화 가능성

- 국내 M&A는 관심 없으며 해외 프리미엄 색조 brand와의 사업 synergy 창출할 계획.
- 현재 순현금 2천억원 보유 중이며, 2011년 상반기에 수원공장이 오산으로 이전할 계획이며 capex 500억원 추가로 투입될 것.
- 1Q10 자산재평가를 완료했으며 4,500억원 자산 추가되는 효과. 용산 본사 근처에 4천평 규모의 토지를 보유중에 있으며, 향후 본사건물 신축 및 임대료 수익원으로 활용할 계획. (1Q10 현재 BV ,531억원, 건물 2,400억원 보유중)

Investment highlights

- 중국 수혜 관련 아모레퍼시픽의 센티멘트 개선으로 5월이후 아모레퍼시픽의 탄력도가 배가되는 모습이며, 태평양 주가의 추가 상승 factor로 작용할 여지
- 아모레퍼시픽 지분가치 대비 -51.8% 괴리된 -8,368억원 수준의 discount를 보이고 있으며, 이는 장기평균인 -3,965억원에 크게 못 미치는 수준.

그림1. 태평양 vs 자회사 가치 Trend



출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

Important Disclosures can be found on the last page of this document

Financial Reports

Financial Reports - Summarized

(억원)

Income Statement	Annual 200612	200712	200812	200912	Net Quarter 200812	200903	200906	200909	200912	201003
매출액	6,099	594	526	779	50	316	200	186	77	424
매출원가	2,098	144	35	21		6	5	6	4	6
매출총이익	4,001	450	490	758	51	310	195	181	73	418
판매비와 일반관리비	2,593	43	45	46	17	11	11	13	11	14
인건비	844	25	22	28	4	6	7	8	6	
감가상각비	134	1	0	0	0	0	0	0	0	
연구개발관련비용	30									
영업이익	1,408	408	445	713	35	299	184	168	63	404
EBITDA	1,703	428	447	715	35	299	184	168	63	405
영업외손익	157	235	171	134	30	47	42	26	18	42
순금융비용	-171	-152	-178	-125	-48	-43	-31	-25	-26	-23
유가증권관련손익	-0	72		11			11		0	19
외화관련이익	-7	-0	-5	9	-5	3	5	-0	0	0
지분법평가손익		-159			-9	1	1	1	-3	
세전계속사업손익	1,565	642	616	846	64	346	226	194	81	446
법인세비용	375	92	-92	34	-169	25	-7	11	6	24
계속사업손익	1,190	551	708	812	233	321	233	183	75	421
중단사업손익										
*법인세효과										
당기순이익(순손실)	1,190	551	708	812	233	321	233	183	75	421

Balance Sheet	200612	200712	200812	200912
유동자산	3,298	3,082	3,223	2,964
현금 및 단기예금	3,146	3,022	199	183
유가증권				
매출채권	51	6	6	7
재고자산	58			
임대주택자산				
비유동자산	10,407	10,777	11,102	12,051
투자자산	9,743	10,911	11,350	12,096
유형자산	1,518	600	598	800
감가상각자산	504	84	83	84
무형자산	-980	-855	-854	-853
자산총계	13,705	13,858	14,325	15,015
유동부채	327	58	37	24
매입채무	9			
단기차입금				
유동성장기부채				
비유동부채	1,173	1,197	1,022	1,025
사채				
장기차입금				
이연부채				
부채총계	1,500	1,255	1,058	1,049
자본금	445	445	445	445
자본잉여금	8,488	8,488	8,493	8,488
자본조정	-6,423	-1,348	-1,352	-1,347
자기주식	-1,344	-1,333	-1,333	-1,333
기타포괄손익누계액	126	81	157	165
이익잉여금	9,569	4,937	5,524	6,215
자본총계	12,205	12,603	13,267	13,966
순운전자본	-175	1	77	21
순차입금	-3,146	-3,022	-3,110	-2,919
투하자본	-684	-1,330	-1,192	-1,049

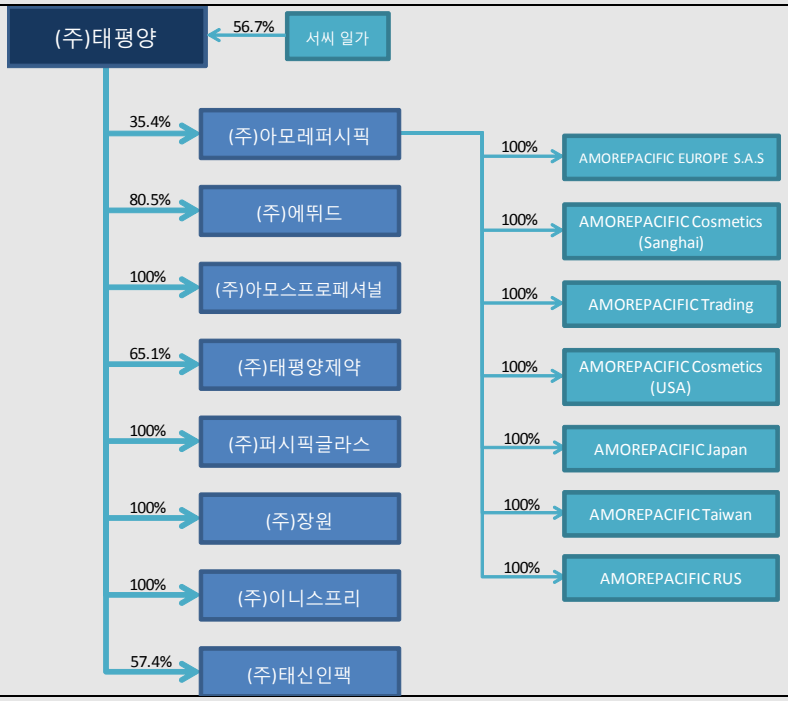
Cash Flow Statement	200612	200712	200812	200912
영업활동현금흐름	840	126	208	237
당기순이익(손실)	1,190	551	708	812
비현금수익비용가감	307	-483	-459	-732
유무형자산감가상각비	295	21	2	2
유가증권관련손익	0	-72		-11
순이자비용				
외화환산손익	6	-0	5	
지분법손익	-114	-265	-461	-726
기타	120	-166	-5	3
운전자본증감	-657	58	-41	157
매출채권증가	-298	-9	0	-1
재고자산증가	-5	-6		
매입채무증가	-2	5		
기타	-352	68	-42	158
투자활동현금흐름	-496	240	-88	-132
유형자산취득	-459	-38	-1	-204
유형자산처분	3	1		
무형자산증감	-37	-0	-0	-0
투자자산증감	-196	90	-62	-146
기타	193	188	-24	218
재무활동현금흐름	-1,091	-302	-121	-121
차입금증가				
사채증가				
자본증가	-289	-95	-121	-121
배당금지급	-289	-104	-121	-121
기타	-802	-207		
기타현금흐름				
순현금흐름	-747	63	-1	-16
기초현금	883	136	199	199
기말현금	136	199	199	183

Financial Ratios

Financial Ratio(%)	200612	200712	200812	200912
안정성				
유동비율	1,009.16	5,294.38	8,821.68	12,335.85
부채비율	12.29	9.96	7.98	7.51
순차입금비율	-25.77	-23.98	-23.44	-20.90
이자보상배율	N/A	N/A	N/A	N/A
성장성				
매출액증가율	-48.62	-90.26	-11.49	48.27
EBIT증가율	-33.28	-71.05	9.14	60.20
EBITDA증가율	-35.47	-74.84	4.38	59.89
EPS증가율	2.79	-62.05	28.62	14.69
수익성				
영업이익률	23.09	68.64	84.63	91.44
EBIT마진율	23.09	68.64	84.63	91.44
EBITDA마진율	27.92	72.14	85.07	91.74
ROA	8.69	3.99	5.02	5.54
ROE	10.69	4.44	5.47	5.96
ROIC	당기잠식	N/A	N/A	N/A
활동성				
총자산회전율	0.45	0.04	0.04	0.05
타인자본회전율	2.37	0.43	0.45	0.74
자기자본회전율	0.55	0.05	0.04	0.06
생산성				
부가가치율	24.56	12.35	5.97	4.39
이익분배율	79.45	750.44	2,254.95	2,371.74
설비투자효율	101.45	12.23	5.25	5.17

Valuation Indicator	200612	200712	200812	200912
Per Share(Won)				
EPS	16,318	6,192	7,964	9,135
EBITDAPS	26,935	5,150	5,374	8,592
CFPS	23,674	813	2,996	959
SPS	96,474	7,139	6,317	9,366
BPS	163,433	166,373	173,831	181,682
Dividends(Won)				
보통주DPS	1,250	1,450	1,450	1,600
우선주DPS	1,300	1,500	1,500	1,650
Multiples(X)				
PER	10.42	25.11	13.18	17.30
PCR	7.18	191.22	35.04	164.76
PSR	1.76	21.78	16.62	16.87
PBR	1.04	0.93	0.60	0.87
EV/Sales	1.83	17.00	11.05	13.19
EV/EBITDA	6.56	23.57	12.99	14.37
FCF				
Gross Cash Flow	1,201	53	117	492
NOPLAT	907	32	114	490
EBIT	1,408	408	445	713
Adjusted Taxes	501	376	330	223
Gross Investment	-4,158	-626	140	146
IC(Increase)	-4,453	-646	138	144
Depre. & Amor.	295	21	2	2
Free Cash Flow	5,360	678	-23	346

그림2. 태평양 지분관계도



출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

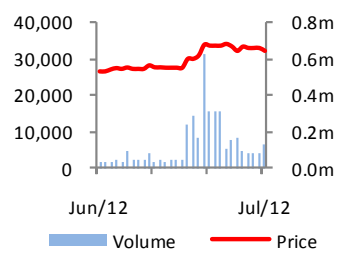
코오롱 (002020)

탐방보고

12 Jul 2010 **₩ 32,050**

Sector:			**Holdco**
Reason for report:			**Comment**
Shares Out	11.6 bn KOSPI		1,734.1 pt
M. Cap	208.5 bn M. Cap $		173.4 mn
Foreign	19.4 % Daily Vol		3.1 bn
Par	5,000 Return 1M		19.8 %
1yr High	44,050	6M	-43.8 %
1yr Low	23,950		

Price/Volume



Source : FnGuide

Ownership

	주식수(천주)	지분율(%)
이웅열(외 26)	6,816	58.68
도레이	2,112	18.19
코오롱 자사주	1,300	11.20

Analyst 김호영 **Tel : 2009-7083**
hykim1@leading.co.kr **Fax : 2009-7373**

리딩투자증권 www.leading.co.kr

Findings

지주회사 전환 완료

- 2010년 2월 1일부로 기존의 ㈜코오롱이 순수지주회사인 현재의 ㈜코오롱과 사업회사인 코오롱인더스트리로 인적분할되어 재상장.
- 2010년 6월 28일자로 ㈜코오롱 신주(주당 25,700원)를 대가로 코오롱인더스트리의 보통주(주당 51,200원) 공개 매수완료. 대주주 지분 참여로 코오롱 지분(기존 15.31% → 52.48%) 확대 및 코오롱의 코오롱인더스트리에 대한 지분율 확대 (19.9% → 35.0%) 효과 발생.

코오롱 인더의 견조한 실적 개선세

- 최근의 유상증자 완료로 3분기 이후 지분법 이익 확대 예상. 6월 28일부로 유상증자 완료됨으로써 주식 스왑으로 인한 불확실성 해소.
- 코오롱인더 FY10 영업이익 2,300~2,400억원 (+30%, yoy) 예상. 광학용 필름, 전자재료, 화학 등 고부가 아이템의 매출 확대로 안정적인 실적 달성 중. 2분기 OP 634억(+41.9% qoq, 56% yoy).
- 코오롱인더는 배당성향 높일 것으로 예상되며 코오롱의 현금 흐름 개선에 기여할 것으로 예상.

기타 자회사 현황

- 코오롱생명과학 및 티슈진이 개발중인 퇴행성관절염(타인세포이용) 치료제(TG-C)의 국내 임상2a의 순조로운 진행(2a 조만간 완료). 최근 미국 FDA 2상 진입승인.
- 환경시설관리공사를 통한 물 관련 사업 확대 예정. 현재 운영부문 M/S 1위를 기반으로 신규시장 진출예정. 토양오염정화, 플랜트 장비업체 등 업체 M&A를 통해 'Water Total Solution' 구축
- 코오롱인더스트리의 100% 자회사인 코오롱플라스틱 상장 검토중. 자동차 경량화 관련 우수 기술 확보. 2011년 6월경 예상. (시가총액 약1300~1400억원 예상)
- 코오롱 건설의 리스크는 제한적. PF노출 거의 없는 가운데, 미분양 500세대 불과. 최근 건설회사 등급평가에서 재무부문 점수 미달로 등급 조정 겪었으나 우려할 만한 수준 아님.

Investment highlights

- 지주회사 전환 관련 불확실성 여파로 지주회사가 코오롱인더의 지분가치를 반영하지 못하고 있는 상황. 지주회사 전환 부담해소가 단기적 catalyst.
- 7월초 이후 반등에도 불구하고 여전히 아모레퍼시픽 지분가치 대비 -29.3% 할인된 -403억원의 괴리 수준을 보이고 있음 (10.2월 이후 평균 -312억원)

그림1. 코오롱 vs 자회사 가치 Trend

출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

Important Disclosures can be found on the last page of this document

Financial Reports

Financial Reports - Summarized (억원)

Income Statement	Annual				Net Quarter					
	200612	200712	200812	200912	200812	200903	200906	200909	200912	201003
매출액	10,808	15,410	19,902	22,152	3,817	4,229	4,792	6,044	7,087	196
매출원가	9,593	13,585	17,324	17,434	3,066	3,547	4,041	4,763	5,083	58
매출총이익	1,215	1,826	2,577	4,718	751	682	751	1,281	2,004	138
판매비와 일반관리비	877	1,122	1,326	2,919	302	309	345	814	1,452	34
인건비	206	234	284	442	71	75	73	115	179	17
감가상각비	42	41	45	102	11	11	9	31	52	7
연구개발관련비용	132	169	195	209	59	44	56	53	55	
영업이익	338	704	1,252	1,799	449	374	407	468	551	104
EBITDA	1,020	1,621	2,178	2,862	666	624	651	735	852	111
영업외손익	-631	-491	-456	-795	-365	-229	78	-236	-408	-15
순금융비용	466	543	605	739	167	169	168	194	208	15
유가증권관련손익	95	392	33	-0	33	-0			-0	
외화관련이익	49	3	-206	6	-63	-26	22	7	2	
지분법평가손익	-321	-25	246	-70	152		112	-38	-144	
세전계속사업손익	-293	213	796	1,004	84	144	485	232	143	89
법인세비용	-30	105	151	6	61	18	77	48	-137	27
계속사업손익	-262	108	645	998	23	126	408	184	281	62
중단사업손익			298		298					
*법인세효과										
당기순이익(순손실)	-262	108	944	998	321	126	408	184	281	62

Balance Sheet	200612	200712	200812	200912
유동자산	2,922	4,429	4,093	796
현금 및 단기예금	143	41	111	795
유가증권				
매출채권	928	1,937	1,804	
재고자산	1,548	2,173	1,866	
임대주택자산				
비유동자산	12,454	13,372	15,177	4,591
투자자산	3,399	3,341	6,249	3,013
유형자산	8,723	9,808	8,661	1,365
감가상각자산	6,093	6,760	5,786	532
무형자산	47	-11	-10	176
자산총계	15,375	17,801	19,269	5,387
유동부채	5,713	7,418	10,282	794
매입채무	1,675	2,722	1,696	
단기차입금	651	1,510	4,119	400
유동성장기부채	2,774	2,517	3,104	300
비유동부채	4,868	4,721	2,844	618
사채	3,515	3,397	1,781	470
장기차입금	870	724	469	
이연부채				
부채총계	10,581	12,139	13,127	1,412
자본금	1,027	1,067	1,067	379
자본잉여금	4,154	4,399	4,065	4,126
자본조정	-293	-310	-860	-3,396
자기주식	-306	-316	-260	-339
기타포괄손익누계액	134	398	469	520
이익잉여금	-228	108	1,401	2,346
자본총계	4,794	5,662	6,143	3,975
순운전자본	491	997	922	-93
순차입금	7,668	8,108	9,362	375
투하자본	9,140	10,440	9,265	1,337

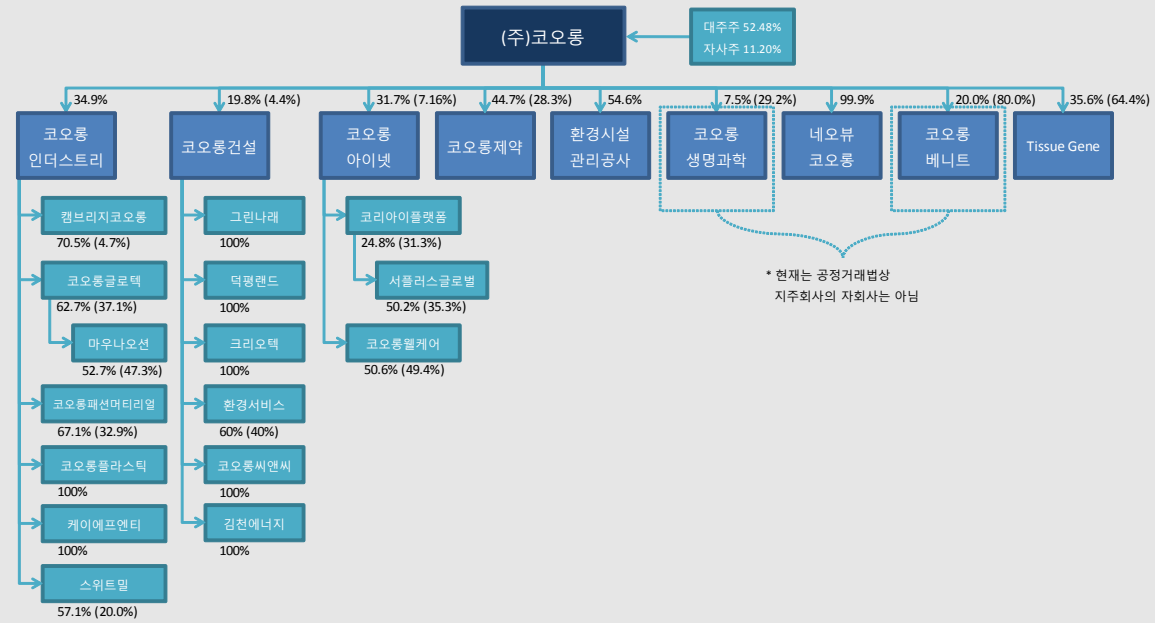
Cash Flow Statement	200612	200712	200812	200912
영업활동현금흐름	532	1,135	492	2,187
당기순이익(손실)	-262	108	944	998
비현금수익비용가감	858	942	229	1,299
유무형자산감가상각비	681	916	926	1,063
유가증권관련손익	-95	-404	-33	0
순이자비용	6	5	7	38
외화환산손익	-24	9	-17	5
지분법손익	321	25	-267	70
기타	-31	391	-386	122
운전자본증감	-64	84	-681	-110
매출채권증가	7	-234	-427	-837
재고자산증가	-77	-233	-194	-216
매입채무증가	13	555	-671	1,106
기타	-5	-2	611	-164
투자활동현금흐름	-680	-1,072	-1,925	-3,999
유형자산취득	-1,034	-994	-1,851	-2,469
유형자산처분	83	122	106	13
무형자산증감	-10	-13	-13	-191
투자자산증감	-3	-99	-1,765	-878
기타	285	-87	1,597	-474
재무활동현금흐름	227	-194	1,620	1,910
차입금증가	-578	671	2,767	-262
사채증가	984	949	1,047	4,193
자본증가			-33	90
배당금지급				-53
기타	-178	-1,814	-2,174	-2,112
기타현금흐름		82	-116	-95
순현금흐름	79	-50	71	3
기초현금	63	142	92	162
기말현금	142	92	162	165

Financial Ratios

Financial Ratio(%)	200612	200712	200812	200912
안정성				
유동비율	51.14	59.71	39.80	100.23
부채비율	220.72	214.39	213.69	35.53
순차입금비율	159.94	143.19	152.40	9.43
이자보상배율	0.73	1.30	2.07	2.43
성장성				
매출액증가율	-11.25	42.59	29.15	11.31
EBIT증가율	11.62	108.17	77.78	43.70
EBITDA증가율	-22.50	58.93	34.36	31.44
EPS증가율	적전	흑전	758.46	-6.02
수익성				
영업이익률	3.13	4.57	6.29	8.12
EBIT마진율	3.13	4.57	6.29	8.12
EBITDA마진율	9.44	10.52	10.94	12.92
ROA	-1.68	0.65	5.09	8.10
ROE	-5.29	2.07	15.99	19.73
ROIC	4.02	6.74	10.90	29.23
활동성				
총자산회전율	0.69	0.93	1.07	1.80
타인자본회전율	1.01	1.36	1.58	3.05
자기자본회전율	2.18	2.95	3.37	4.38
생산성				
부가가치율	15.80	14.34	11.19	11.51
이익분배율	-15.37	4.90	42.38	39.16
설비투자효율	22.05	24.90	29.14	186.77

Valuation Indicator	200612	200712	200812	200912
Per Share(Won)				
EPS	-1,278	515	4,420	4,154
EBITDAPS	5,651	8,689	11,280	13,898
CFPS	3,298	5,632	6,076	11,156
SPS	59,888	82,619	103,088	107,568
BPS	24,601	28,055	30,039	15,288
Dividends(Won)				
보통주DPS			250	450
우선주DPS			300	500
Multiples(X)				
PER	N/A	67.79	5.48	10.35
PCR	4.32	6.20	3.98	3.85
PSR	0.24	0.42	0.23	0.40
PBR	0.58	1.24	0.81	2.81
EV/Sales	0.95	0.95	0.69	0.49
EV/EBITDA	10.10	9.02	6.33	3.80
FCF				
Gross Cash Flow	1,055	1,576	2,000	2,613
NOPLAT	373	660	1,074	1,550
EBIT	338	704	1,252	1,799
Adjusted Taxes	-35	44	178	249
Gross Investment	365	2,217	-250	-6,865
IC(Increase)	-316	1,300	-1,175	-7,928
Depre. & Amor.	681	916	926	1,063
Free Cash Flow	690	-640	2,249	9,478

그림2. 코오롱 지분관계도



* ( ) 안의 지분율은 대주주의 지분율로, 그룹 회장 포함한 특수관계인 및 기타 계열사 합산 지분율 임.

출처 : 리딩투자증권 리서치 센터

본 자료를 작성한 애널리스트는 동 자료를 작성함에 있어 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 또한 본 자료는 각종 정보를 토대로 최선을 다해 작성했으나 담당 연구원의 주관적인 판단과 예상이 반영된 것이니 이와 관련된 최종 의사결정은 이용자 개인의 책임하에 하시기 바랍니다.

따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.