

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com  
02-3773-8812

## Company Data

자본금	4,896 억원
발행주식수	9,743 만주
자사주	588 만주
액면가	5,000 원
시가총액	30,208 억원
주요주주	
김승연(와10)	36.05%
국민연금공단	8.38%
외국인지분율	31.50%
배당수익률	1.50%

## Stock Data

주가(17/11/28)	40,300 원
KOSPI	2507.81 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	52,000 원
52주 최저가	34,600 원
60일 평균 거래대금	110 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.2%	-11.6%
6개월	-12.8%	-18.1%
12개월	14.8%	-9.6%

한화 (000880/KS | 매수(유지) | T.P 55,000 원(유지))

## 이익의 안정성 강화 구간

3Q17 부진한 실적을 기록한 한화는 4 분기부터 점진적인 실적 개선이 가능할 전망. 한화건설의 해외 플랜트 관련 리스크가 해소됨에 따라 이익의 안정성이 강화되었고, 한화생명, 한화케미칼 등 주요 자회사의 실적 개선 기조가 이어질 것으로 예상하기 때문. 멀티플 기준 경쟁사 대비 높은 밸류에이션 매력을 보유하고 있어, 4 분기 이익 안정성이 확인될 경우 주가 상승 탄력도가 높을 것으로 예상함

## 3Q17 기점으로 건설 관련 불확실성 제거

한화의 2017년 주가 수익률은 15.5%로 KOSPI(25.6%) 대비 낮은 수익률을 기록하였다. 한화생명의 펀더멘탈 개선과 한화케미칼의 양호한 주가상승에도 불구하고, 한화건설 관련 불확실성이 부각되면서 주가는 시장 수익률 대비 부진하였다. 3Q17 실적도 한화건설의 해외플랜트 관련 손실이 반영되면서 부진하였다. 하지만 한화건설이 해외플랜트 사업장의 공기 지연에 따른 예상 손실을 3 분기 실적에 전액 반영하며 추가적인 일회성 손실 발생에 대한 불확실성을 제거한 점은 긍정적인 요인이다.

## 주요자회사 실적개선 전망

한화건설이 해외플랜트 관련 발생 가능한 손실을 모두 선반영하여, 4 분기 이후 어닝 쇼크 가능성은 거의 사라졌다. 반면 국내 주택사업은 호조를 보이고 있어 점진적인 터어라운드가 가능할 전망이다. 한화생명은 금리 상승에 따른 구조적인 수혜가 예상되며, 3 분기 부진한 실적을 기록한 한화테크원은 방산 부문 수출 확대 및 성수기 효과로 실적 개선이 가능할 것이다. 한화 상장 자회사 중 2017년 가장 높은 주가수익률(22.5%)을 기록한 한화케미칼은 주요 제품 가격의 상승 효과가 지속되며 양호한 실적이 유지될 것으로 예상한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 5.5 만원(유지)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 4Q17부터 한화건설 불확실성이 제거됨에 따라 이익의 안정성이 강화되었고, 주요 자회사 실적도 점진적인 개선이 예상되기 때문이다. 한화의 현 주가는 2017년 기준 PER 5.1 배로 밸류에이션 매력이 높으며, 이익의 안정성이 확인된다면 밸류에이션 정상화를 기대해 볼 수 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	374,568	413,763	471,202	494,306	517,679	549,384
yoY	%	-3.3	10.5	13.9	4.9	4.7	6.1
영업이익	억원	5,158	7,585	16,859	22,145	23,096	24,577
yoY	%	-40.3	47.0	122.3	31.4	4.3	6.4
EBITDA	억원	12,119	15,789	26,306	31,286	31,568	32,207
세전이익	억원	372	1,754	16,719	23,915	26,719	28,228
순이익(지배주주)	억원	-3,645	-2,850	4,917	8,003	9,244	10,361
영업이익률%	%	1.4	1.8	3.6	4.5	4.5	4.5
EBITDA%	%	3.2	3.8	5.6	6.3	6.1	5.9
순이익률	%	-0.4	0.3	2.7	3.6	3.8	3.8
EPS	원	4.831	-3,778	6,087	8,174	9,441	10,582
PER	배	N/A	N/A	5.8	4.9	4.3	3.8
PBR	배	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	-27.1	-22.5	-15.3	-14.5	-15.9	-17.6
ROE	%	-8.4	-6.7	11.5	18.3	21.3	23.3
순차입금	억원	-439,409	-496,764	-547,325	-610,971	-663,665	-730,422
부채비율	%	920.9	967.2	988.5	1,019.1	1,059.4	1,109.3

한화 목표주가 산정		(단위: 억원, 주, 원)
구분	내용	
지분가치	37,615	
보유 지분가치	53,736	
할인율	30%	
사업가치	28,121	
브랜드 가치*	6,208	
자체사업 가치	21,913	
자체사업 영업이익	2,891	
법인세율	24.20%	
세후 영업이익	2,191	
Target Multiple**	10	
순차입금***	27,810	
한화 적정시가 총액	37,925	
한화 상장주식수	69,078,735	
한화 목표주가	54,902	

자료 SK 증권

\*: 2018년 예상 브랜드 로열티 대비 10배 적용

\*\*: 10배 적용

\*\*\*: 3Q17 말 별도기준

한화 보유 지분가치						(단위: 원)
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	
상장사	한화케미칼	49,855	35.9%	17,893		
	한화생명	64,619	18.2%	11,728		
	한화테크윈	19,015	32.7%	6,214		
	한화자사주	30,358	7.8%	2,380		
비상장	한화건설		95.2%	12,587		12,587
	한화호텔앤드리조트		50.6%	2,192		2,192
	한화테크엠		100.0%	167		167
	한화큐셀코리아		20.4%	574		574
합계						53,736

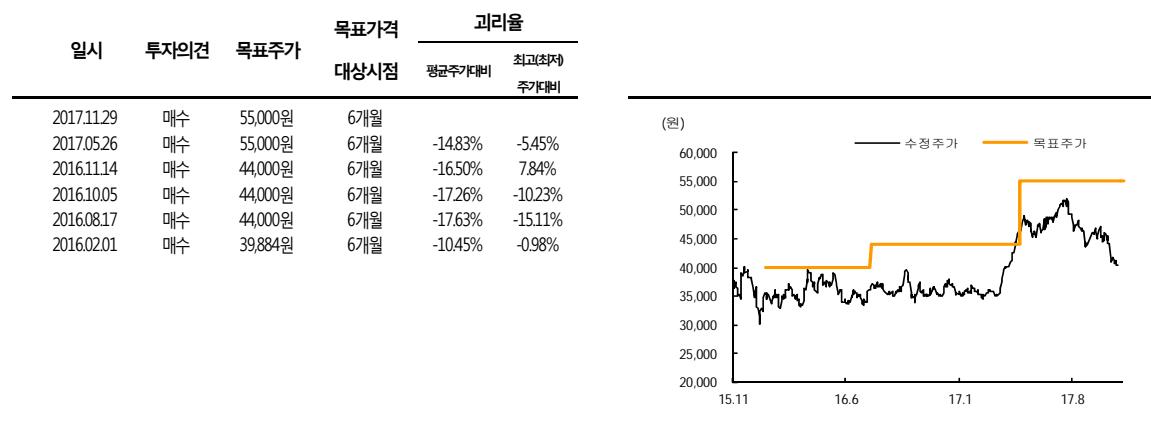
자료: 한화, SK 증권

## 한화 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	120,386	108,649	120,202	121,977	133,465	113,850	116,955	130,036	471,214	494,306	517,679
한화별도	11,606	13,242	12,513	13,657	11,282	11,240	11,486	13,153	51,018	47,161	47,381
한화테크원	6,426	8,207	8,873	11,683	7,743	10,363	8,686	15,209	35,189	42,001	49,926
한화건설	5,882	6,349	6,040	9,970	7,119	7,838	6,185	10,778	28,241	31,920	32,906
한화케미칼	7,807	8,707	8,769	9,545	9,712	9,766	9,997	9,417	34,828	38,892	36,895
한화호텔앤드리조트	2,338	2,715	2,888	2,639	2,500	2,629	2,948	2,642	10,580	10,719	10,786
한화생명	46,530	36,660	43,911	32,880	52,023	41,108	36,793	36,069	159,981	165,993	169,997
기타 및 연결조정	39,797	32,769	37,208	41,603	43,086	30,906	40,860	42,768	151,377	157,620	169,788
영업이익	4,108	5,488	6,596	668	6,458	7,762	3,883	4,041	16,860	22,145	23,096
한화별도	621	654	458	509	583	776	805	737	2,242	2,901	2,891
한화테크원	317	445	22	305	112	232	22	576	1,089	942	1,081
한화건설	366	512	306	87	610	169	(1,122)	550	1,271	207	2,295
한화케미칼	648	1,255	1,064	1,036	1,577	1,573	1,624	1,261	4,003	6,035	4,753
한화호텔앤드리조트	(1)	(11)	217	34	6	(105)	178	11	239	90	198
한화생명	1,864	1,430	1,949	(2,195)	1,968	2,661	1,538	(36)	3,048	6,131	5,258
기타 및 연결조정	293	1,203	2,580	892	1,602	2,456	838	943	4,968	5,839	6,620
영업이익률	3.4%	5.1%	5.5%	0.5%	4.8%	6.8%	3.3%	3.1%	3.6%	4.5%	4.5%

자료: 한화, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 29일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	1,059,344	1,136,523	1,214,665	1,287,328	1,383,446
현금및현금성자산	31,702	48,810	73,651	126,344	193,102
매출채권및기타채권	284,456	312,979	333,688	350,294	374,293
재고자산	31,102	27,549	29,372	30,834	32,946
<b>비유동자산</b>	396,873	412,187	421,144	427,260	438,965
장기금융자산	10,594	9,177	7,324	7,324	7,324
유형자산	121,864	120,876	117,983	111,013	104,840
무형자산	12,969	19,138	18,951	18,663	18,420
<b>자산총계</b>	1,456,217	1,548,710	1,635,809	1,714,587	1,822,410
<b>유동부채</b>	208,310	213,600	226,995	232,230	239,797
단기금융부채	118,157	114,918	121,783	121,783	121,783
매입채무 및 기타채무	41,862	51,864	55,296	58,048	62,025
단기충당부채	845	908	968	1,016	1,086
<b>비유동부채</b>	1,111,451	1,192,831	1,262,640	1,334,477	1,431,911
장기금융부채	71,396	75,310	57,759	57,759	57,759
장기매입채무 및 기타채무	4,040	1,623	2,154	2,686	3,218
장기충당부채	2,556	3,840	4,094	4,297	4,592
<b>부채총계</b>	1,319,760	1,406,431	1,489,634	1,566,707	1,671,708
<b>지배주주지분</b>	41,545	44,081	43,256	43,739	45,339
자본금	3,772	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	5,222	6,709	6,588	6,588	6,588
기타자본구성요소	389	382	362	362	362
자기주식	-208	-208	-208	-208	-208
이익잉여금	25,893	29,953	37,484	46,175	55,983
비자매주주지분	94,912	98,198	102,919	104,141	105,364
<b>자본총계</b>	136,457	142,279	146,175	147,880	150,703
<b>부채와자본총계</b>	1,456,217	1,548,710	1,635,809	1,714,587	1,822,410

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	48,717	30,569	46,959	51,592	65,628
당기순이익(순실)	1,754	16,719	22,005	19,786	20,903
비현금성항목등	67,592	60,567	27,323	11,783	11,304
유형자산감가상각비	7,303	8,174	7,597	6,970	6,173
무형자산상각비	902	1,273	1,544	1,502	1,457
기타	67,921	63,454	9,954	44	44
운전자본감소(증가)	-17,865	-40,488	11,785	33,241	47,030
매출채권및기타채권의 감소증가)	-10,046	2,838	-8,169	-16,606	-23,999
재고자산감소(증가)	3,258	3,605	-1,103	-1,462	-2,112
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-2,876	3,353	4,181	2,752	3,977
기타	-8,201	-50,284	16,877	48,556	69,164
법인세납부	-2,764	-6,229	-14,155	-13,216	-13,608
<b>투자활동현금흐름</b>	-36,560	-18,917	594	3,456	3,484
금융자산감소(증가)	-52,859	-30,523	-6,165	0	0
유형자산감소(증가)	-13,372	-9,823	-5,392	0	0
무형자산감소(증가)	-666	-1,209	-1,214	-1,214	-1,214
기타	30,338	22,638	13,364	4,670	4,698
<b>재무활동현금흐름</b>	-5,433	3,695	-20,068	-2,355	-2,355
단기금융부채증가(감소)	-5,183	-8,635	-24,086	0	0
장기금융부채증가(감소)	11,652	14,143	3,952	0	0
자본의증가(감소)	0	3,753	0	0	0
배당금의 지급	-348	-348	-570	-553	-553
기타	-11,553	-5,219	636	-1,802	-1,802
<b>현금의 증가(감소)</b>	6,739	15,248	27,262	52,694	66,757
<b>기초현금</b>	15,703	22,442	37,690	64,952	117,646
<b>기말현금</b>	22,442	37,690	64,952	117,646	184,403
<b>FCF</b>	65,671	65,805	57,552	55,333	69,376

자료 : 한화, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	413,763	471,202	494,306	517,679	549,384
<b>매출원가</b>	384,276	430,497	447,098	468,316	497,191
<b>매출총이익</b>	29,487	40,705	47,208	49,363	52,193
<b>매출총이익률 (%)</b>	7.1	8.6	9.6	9.5	9.5
<b>판매비와관리비</b>	21,902	23,845	25,063	26,267	27,616
영업이익	7,585	16,859	22,145	23,096	24,577
영업이익률 (%)	1.8	3.6	4.5	4.5	4.5
비영업순익	-5,831	-140	1,771	3,623	3,651
<b>순금융비용</b>	3,886	4,215	3,860	1,945	1,918
외환관련손익	-441	65	65	65	65
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	3,161	4,515	5,547	5,547	5,547
세전계속사업이익	1,754	16,719	23,915	26,719	28,228
세전계속사업이익률 (%)	0.4	3.6	4.8	5.2	5.1
계속사업법인세	548	3,833	6,206	6,934	7,325
<b>계속사업이익</b>	1,205	12,887	17,710	19,786	20,903
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,205	12,887	17,710	19,786	20,903
<b>순이익률 (%)</b>	0.3	2.7	3.6	3.8	3.8
<b>지배주주</b>	-2,850	4,917	8,003	9,244	10,361
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	-0.69	1.04	1.62	1.79	1.89
<b>비지배주주</b>	4,055	7,970	9,706	10,542	10,542
<b>총포괄이익</b>	2,335	3,493	182	2,258	3,375
<b>지배주주</b>	-2,888	588	-205	1,036	2,153
<b>비지배주주</b>	5,223	2,905	386	1,222	1,222
<b>EBITDA</b>	15,789	26,306	31,286	31,568	32,207

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
<b>매출액</b>	10.5	13.9	4.9	4.7	6.1
영업이익	47.0	122.3	31.4	43	64
세전계속사업이익	370.8	853.4	43.0	11.7	5.7
EBITDA	30.3	66.6	18.9	0.9	2.0
EPS(계속사업)	적지	흑전	34.3	15.5	12.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-6.7	11.5	18.3	21.3	23.3
ROA	0.1	0.9	1.1	1.2	1.2
EBITDA/이자비용(배)	3.8	5.6	6.3	6.1	5.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	508.5	532.1	535.1	554.3	576.9
부채비율	967.2	988.5	1,019.1	1,059.4	1,109.3
순차입금/자기자본	-364.0	-384.7	-418.0	-448.8	-484.7
EBITDA/이자비용(배)	3.5	5.7	7.4	13.5	13.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-3,778	6,087	8,174	9,441	10,582
BPS	55,072	45,022	44,179	44,672	46,307
CFPS	7,098	17,782	17,510	18,094	18,374
주당 현금배당금	500	600	800	800	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	6.5	6.4	5.5	4.9
PER(최저)	N/A	5.0	4.2	3.7	3.3
PBR(최고)	0.9	0.9	1.2	1.2	1.1
PBR(최저)	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
PCR	5.4	2.0	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA(최고)	-21.9	-15.1	-14.2	-15.6	-17.3
EV/EBITDA(최저)	-23.1	-15.5	-14.7	-16.1	-17.7