

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	22,563 억원
주요주주	
김승연(외10)	36.05%
국민연금공단	8.38%
외국인지분률	25.80%
배당수익률	2.00%

Stock Data	
주가(18/12/11)	30,100 원
KOSPI	2053.79 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	48,200 원
52주 최저가	26,550 원
60일 평균 거래대금	64 억원



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	4.3%
6개월	-17.2%	-1.1%
12개월	-24.3%	-9.2%

한화 (000880/KS | 매수(유지) | T.P 43,000 원(하향))

자체사업 및 건설호조에도 금융부문의 불확실성이 더 부각

2018년 부진했던 한화의 주가는 방산 등 자체사업 호조, 건설부문 이익 정상화 등 긍정적 요인을 보유하고 있음. 또한 타 지주회사와 비교해도 NAV와 멀티플 측면에서 매력적인 주가 수준임. 다만 NAV에서 차지하는 비중이 높은 한화생명의 실적개선 시기가 지연될 가능성이 높으며, 한화케미칼 업황에 대한 우려도 존재해 한화의 본격적인 주가 반등 시기는 늦어질 가능성 있음

금융부문 등 주요 계열사의 실적 및 주가 부진

2018년 한화의 상장 자회사는 실적 부진이 이어지면서 주가도 크게 하락하였다. 이는 한화 NAV 감소로 이어져 한화의 주가도 부진한 한해였다. 2019년에도 한화 연결실적의 절대적인 비중을 차지하는 금융부문의 부진이 예상되고 한화케미칼의 지배주주순이익 감액이 예상되는 등 상장 자회사의 실적 부진이 이어질 전망이다. 한화의 2019년 투자 매력도는 높지 않다.

자체사업 및 건설부문 호조는 긍정적 요인

한화 자체사업은 2019년에도 호조가 예상된다. 방산 등 제조부문의 2018년 호조세가 2019년에도 이어질 전망이며, 무역부문은 수익성 개선이 지속될 것으로 예상된다. 브랜드로열티의 경우 2018년 1,026 억원에서 2019년 1204 억원으로 17% 가량 증가할 전망이다. 건설부문도 수익성 개선이 예상된다. 건설의 영업이익은 2017년 1,414 억원에서 2018년 3,329 억원으로 증가할 전망이며, 2019년에도 4,083 억원으로 지속적인 이익증가를 예상한다. 국내 주택부문 호조와 이라크 사업의 확대에 기인한다.

투자의견 매수, 목표주가 43,000 원(하향)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 자체사업 및 건설부문 호조가 2019년에도 지속될 것으로 예상하기 때문이다. 한화의 NAV 대비 할인율은 48.3%로 타 지주사 대비 큰 편이며, 2019년 기준 PER 4.4 배, PBR 0.6 배로 밸류에이션 매력도 보유하고 있다. 다만 본격적인 주가 상승을 위해서는 금융부문의 실적개선 및 주가 반등이 필요해 본격적인 주가 반등 시기는 다소 늦어질 가능성이 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	413,763	471,202	504,044	502,701	522,596	544,457
yoy	%	10.5	13.9	7.0	-0.3	4.0	4.2
영업이익	억원	7,585	16,859	21,589	22,847	23,714	25,082
yoy	%	47.0	122.3	28.1	5.8	3.8	5.8
EBITDA	억원	15,789	26,306	30,795	32,202	32,426	32,967
세전이익	억원	1,754	16,719	19,951	18,351	17,869	19,241
순이익(지배주주)	억원	-2,850	4,917	4,054	6,518	6,710	7,679
영업이익률%	%	1.8	3.6	4.3	4.5	4.5	4.6
EBITDA%	%	3.8	5.6	6.1	6.4	6.2	6.1
순이익률	%	0.3	2.7	2.6	2.5	2.4	2.5
EPS	원	-3,778	6,087	4,140	6,657	6,853	7,843
PER	배	N/A	5.8	10.0	4.5	4.4	3.8
PBR	배	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	-22.5	-15.3	-14.2	-14.6	-16.7	-18.3
ROE	%	-6.7	11.5	9.1	14.8	15.1	16.0
순차입금	억원	-496,764	-547,325	-603,755	-639,613	-713,010	-776,431
부채비율	%	967.2	988.5	903.4	880.3	924.4	950.3

실적전망

한화 3Q18 실적은 매출액 11조 6,234억원(-0.6% yoy), 영업이익 5,900억원(51.9% yoy, OPM: 5.1%)이다. 전년 동기 대비 유사한 매출을 달성했으나, 자체사업 실적 개선과 건설 턴어라운드로 영업이익은 크게 증가하였다. 다만 금융계열사의 부진으로 전기 대비는 매출액(-7.9% qoq) 및 영업이익(-16.4% qoq)이 부진하였다. 금융부문의 부진은 당분간 지속될 가능성이 높으나, 자체사업 및 건설부문의 안정적 이익 창출 기조는 유지될 전망이다. 2018년과 2019년 영업이익은 각각 5.8%, 3.8% 증가할 것으로 예상되어 영업이익 성장성은 둔화될 것으로 예상된다.

한화 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	133,465	113,850	116,955	139,775	115,103	126,223	116,234	145,142	504,045	502,702	522,596
한화별도	11,282	11,240	11,486	12,392	11,455	11,390	13,916	13,134	46,400	49,895	53,180
한화테크윈	7,743	10,363	8,686	15,363	7,480	10,113	10,400	15,856	42,155	43,849	46,404
한화건설	7,119	7,838	6,185	10,849	6,996	9,082	8,899	12,270	31,991	37,247	43,112
한화케미칼	9,712	9,766	9,997	10,179	10,184	10,529	10,193	9,391	39,654	40,297	38,706
한화호텔앤드리조트	2,500	2,629	2,948	2,948	2,802	2,907	3,139	3,095	11,025	11,943	12,710
한화생명	52,023	41,108	36,793	38,523	37,678	45,167	38,429	39,448	168,447	160,722	163,492
기타 및 연결조정	43,086	30,906	40,860	49,521	38,508	37,035	31,258	51,948	164,373	158,749	164,991
영업이익	6,458	7,762	3,883	3,485	5,237	7,060	5,900	4,650	21,588	22,847	23,714
한화별도	583	776	805	428	734	933	913	582	2,592	3,162	3,225
한화테크윈	112	232	22	463	-335	138	180	656	829	639	1,438
한화건설	610	169	-1,122	1,757	585	1,114	734	896	1,414	3,329	4,083
한화케미칼	1,577	1,573	1,624	1,110	1,444	1,750	805	727	5,884	4,726	3,445
한화호텔앤드리조트	6	-105	178	178	-28	-122	97	56	257	3	195
한화생명	1,968	2,661	1,538	-243	1,129	1,486	728	-162	5,924	3,181	3,319
기타 및 연결조정	1,602	2,456	838	-208	1,708	1,761	2,443	1,896	4,688	7,808	8,009
영업이익률	4.8%	6.8%	3.3%	2.5%	4.5%	5.6%	5.1%	3.2%	4.3%	4.5%	4.5%

자료: 한화 SK 증권

Valuation 및 NAV 점검

한화에 대한 목표주가를 47,000 원에서 43,000 원으로 하향한다. 주요 상장자회사의 주가 하락에 따라 NAV 가 감소하였으며, 한화건설 등 비상장자회사는 장부가액을 적용하였다. 지분가치 산정 시 할인율은 비상장자회사의 상장 가능성이 낮으며, 금융부문의 불확실성 등을 고려하여 40%를 적용하였다.

한화 지분가치 산정

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화케미칼	27,158	36.5%	9,721	9,915
	한화생명	39,214	18.2%	9,140	7,117
	한화에어로스페이스	16,809	32.7%	8,252	5,493
	한화자사주	22,225	7.8%		1,742
비상장사	한화건설		100.0%	12,587	12,587
	한화호텔앤드리조트		50.6%	2,192	2,192
	한화테크엠		100.0%	167	167
	한화큐셀코리아		20.4%	574	574
	기타 자회사			1,959	1,959
합계				44,592	41,748
할인율					40%
보유 지분가치					25,049

자료: SK 증권

주1) 비상장 자회사 장부가 적용

주2) 할인율: 비상장 자회사 상장 등 단기 자회사 모멘텀 부족 고려하여 적용

사업가치는 세후 영업이익에 멀티플 8 배를 적용하여 산정하였다. 방위산업은 3 분기에도 양호한 실적을 기록했으며, 4 분기에는 성수기 효과가 나타날 것으로 예상된다

한화 사업가치 신장

(단위: 억원 배)

구분	내용
매출액	49,895
영업이익	3,162
법인세율	24.2%
세후 영업이익	2,396
멀티플	8.0
사업가치	19,172

자료: SK 증권

주: 적용 멀티플은 방위 산업에 대한 불확실성 고려하여 적용

한화에 대한 목표주가를 브랜드가치와 지분가치, 사업가치를 합산하여 산정한 43,000 원으로 제시한다. 기존 목표가 대비 8.5% 하향한 수치로 주요 상장자회사의 주가 하락에 기인한다. 금융부문에 대한 불확실성은 불안요인이나, 방산부문 등 자체 사업의 호조가 지속되고 있으며, 건설부문의 본격적인 이익기여가 예상된다라는 점은 긍정적 요인이다.

한화 목표주가 산정

(단위: 억원 주, 원)

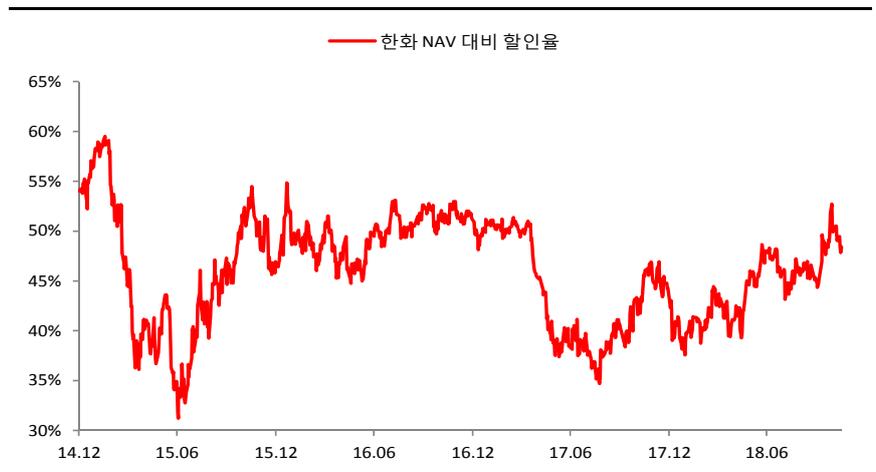
구분	내용
브랜드가치	13,974
지분가치	25,049
사업가치	19,172
순차입금	22,779
우선주 가치(차감)	3,213
한화 적정시가 총액	32,202
한화 상장주식수	74,958,735
한화 적정주가	42,960
한화 목표주가	43,000

자료 SK 증권

주: 브랜드 가치는 예상 브랜드 로열티 대비 10 배 적용

현재 한화의 NAV 대비 할인율은 48.3%로 타 지주사 대비 높은 편이다. 역사적으로도 상단에 해당되는데, 금융부문에 대한 불확실성에 기인한다. 단기간에 금융부문 턴어라운드 가능성은 낮지만, 건설부문의 이익 정상화가 부각된다면 한화의 NAV 대비 할인율은 점차 축소될 가능성도 있다.

한화 NAV 대비 할인율은 40% 중반



자료 SK 증권

18년 한화 상장자회사 NAV는 32.6% 하락하였으며 한화의 주가는 30.4% 하락하였다. NAV 하락폭이 커 한화 주가에도 부정적인 영향이 있었다. 한화 주가 반등을 위해서는 NAV에서 차지하는 비중이 큰 한화생명의 주가 반등이 필요한 상황이다.

한화 시총 및 상장자회사 NAV

(단위: 억원)

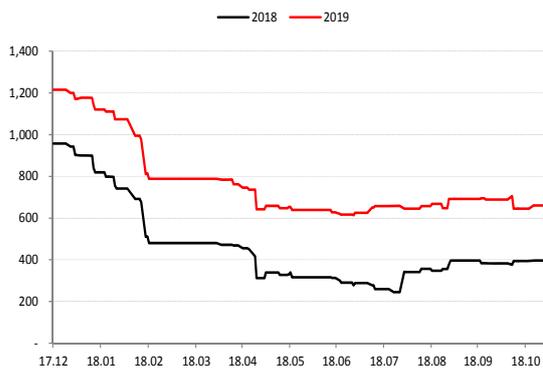
	한화	상장사 NAV 합산	한화에어로스페이스	한화케미칼	한화생명
17년말	32,420	36,189	7,010	9,737	19,443
18년 현재	22,563	24,391	6,213	5,122	13,056
YTD	-30.4%	-32.6%	-11.4%	-47.4%	-32.8%

자료 Quantwise

주요 자회사 실적 및 주가전망

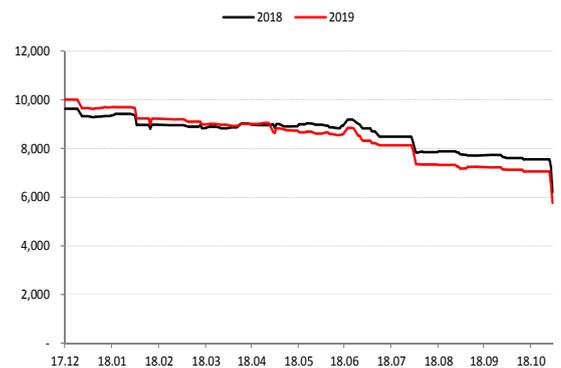
한화 주요 자회사 지배주주 순이익은 컨센서스는 대부분 하향조정되고 있다. 특히 한화케미칼은 2019년 지배주주 순이익이 2018년 대비 하락할 것으로 예측된다. 하지만 한화에어로스페이스의 2019년 지배주주순이익은 전년 대비 270% 증가할 것으로 예상되며, 한화생명과 한화손해보험 지배주주순이익도 각각 7.6%, 18.4% 증가할 것으로 예상되는 점은 긍정적이다.

한화에어로스페이스 지배주주 순이익 전망 추이 (단위: 억원)



자료 Quantwise

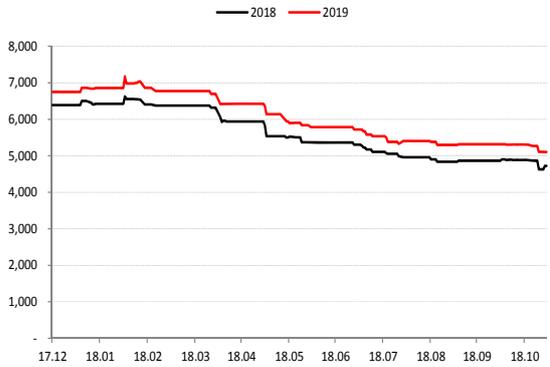
한화케미칼 지배주주 순이익 전망 추이 (단위: 억원)



자료 Quantwise

한화생명 지배주주 순이익 전망 추이

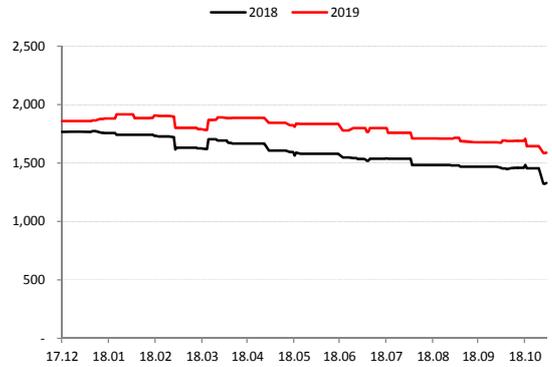
(단위: 억원)



자료: Quantwise

한화손해보험 지배주주 순이익 전망 추이

(단위: 억원)



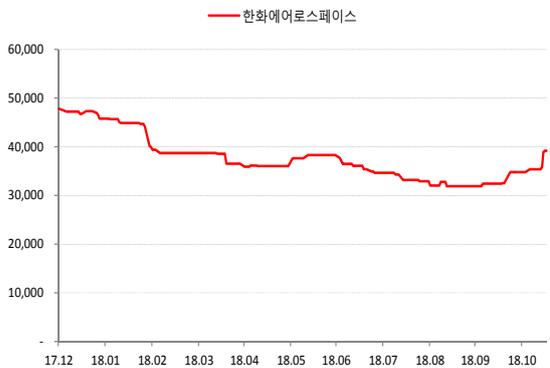
자료: Quantwise

주: 한화손해보험은 한화의 손자회사로 한화생명의 자회사

한화에어로스페이스의 2019년 실적 개선이 예상됨에 따라 목표주가는 상향조정되고 있다. 다만 실적부진이 예상되는 한화케미칼의 목표주가는 지속적으로 하향조정되고 있으며, 금융계열사의 목표주기도 불확실한 영업환경으로 목표주가는 지속적으로 하향 조정되고 있다.

한화에어로스페이스 목표주가 추이

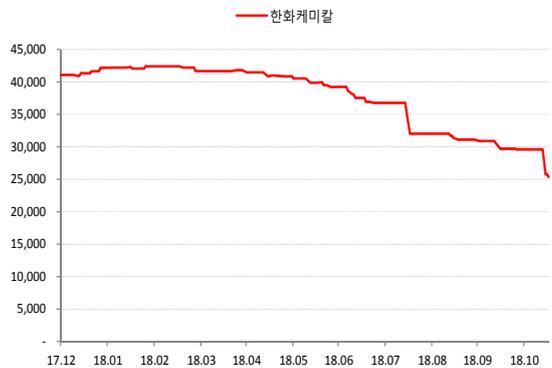
(단위: 억원)



자료: Quantwise

한화케미칼 목표주가 추이

(단위: 억원)



자료: Quantwise

한화생명 목표주가 추이

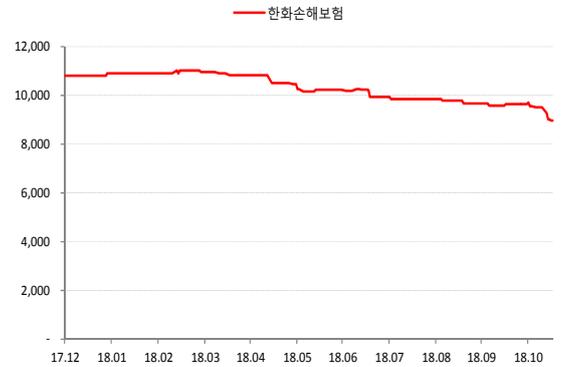
(단위: 억원)



자료: Quantivise

한화손해보험 목표주가 추이

(단위: 억원)



자료: Quantivise

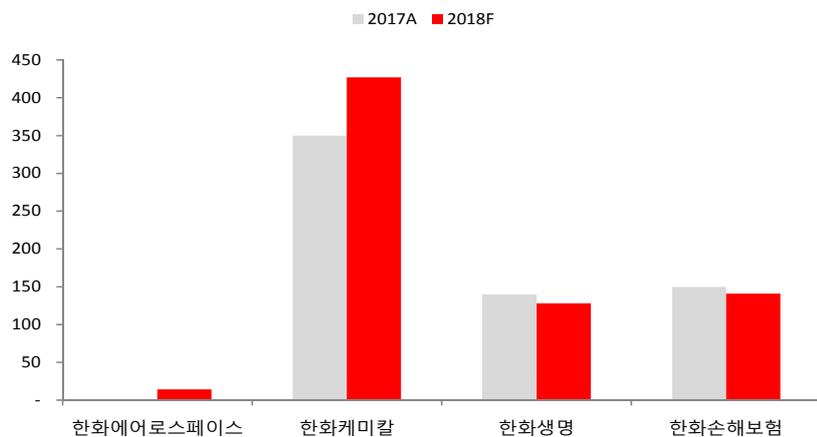
주: 한화손해보험은 한화의 손자회사로 한화생명의 자회사

배당

한화케미칼 담당 애널리스트들은 2018년 한화케미칼의 배당이 증가하는 것으로 예상하고 있으나, 아웃라이어를 제외하고, 올해 실적부진을 고려하면 올해에도 작년과 마찬가지로 수준의 배당이 예상된다. 한화생명도 실적부진 여파로 올해 배당금은 증가하기 어려울 것으로 예상된다. 따라서 한화의 올해 주당배당금도 전년도 수준이 유력하다. 다만 한화건설의 실적개선으로 인한 배당금수입이 증가하면서 소폭 배당 확대 가능성도 있다.

한화 주요 상장 자회사 주당 배당금 전망

(단위: 원)



자료: Quantivise

한화건설 실적 및 배당금 추이

(단위: 백만원, 원)

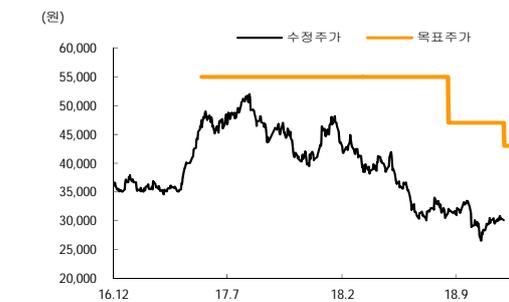
구분	현금배당금 총액	연결 당기순이익	배당성향	주당 현금배당금
2014	10,400	-419,935	-2.5%	5,434
2015	25,119	-454,594	-5.5%	13,125
2016	36,119	256,026	14.1%	18,873
2017	9,510	-193,412	-4.9%	4,969
3Q18 누적	24,690	203,148	12.2%	12,901

자료: 한화건설

2019년 관전포인트

한화 자체사업은 2019년에도 호조를 보일 가능성이 높다. 남북화해모드에 따라 방산 부문에 대한 일부 우려가 있었으나, 매출 성장세는 지속되고 있다. 2019년에도 방산부문의 호조는 지속될 것으로 예상된다. 건설부문도 국내 주택사업 호조와 이라크 사업 확대로 외형 및 수익성 개선이 예상된다. 특히 중동 사업관련 리스크가 사실상 모두 해소되었다는 측면은 긍정적이다. 다만 금융부문 실적 개선에 대한 전망이 밝지 않고, 한화케미칼의 감익이 예상되는 점은 부정적 요인이다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.12.12	매수	43,000원	6개월		
2018.08.29	매수	47,000원	6개월	-35.34%	-28.83%
2018.06.18	매수	55,000원	6개월	-23.77%	-5.45%
2018.05.29	매수	55,000원	6개월	-20.13%	-5.45%
2017.11.29	매수	55,000원	6개월	-19.43%	-5.45%
2017.05.26	매수	55,000원	6개월	-14.92%	-5.45%



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 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 (2018 년 12 월 12 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,136,523	1,177,208	1,243,059	1,352,205	1,444,654
현금및현금성자산	48,810	38,962	66,332	139,729	203,150
매출채권및기타채권	312,979	327,729	340,314	368,775	391,887
재고자산	27,549	26,908	27,941	30,278	32,176
비유동자산	412,187	424,741	433,258	445,713	455,422
장기금융자산	9,177	5,864	4,524	4,524	4,524
유형자산	120,876	118,757	119,324	112,164	105,858
무형자산	19,138	19,386	23,297	23,496	23,667
자산총계	1,548,710	1,601,950	1,676,318	1,797,918	1,900,076
유동부채	213,600	208,413	225,287	234,079	241,219
단기금융부채	114,918	107,170	120,156	120,156	120,156
매입채무 및 기타채무	51,864	50,206	52,134	56,494	60,035
단기충당부채	908	2,399	2,491	2,700	2,869
비유동부채	1,192,831	1,233,889	1,280,029	1,388,337	1,477,955
장기금융부채	75,310	54,032	55,661	55,661	55,661
장기매입채무 및 기타채무	1,623	1,391	1,232	1,073	913
장기충당부채	3,840	2,505	2,601	2,818	2,995
부채총계	1,406,431	1,442,302	1,505,316	1,622,416	1,719,174
지배주주지분	44,081	45,413	42,959	45,953	49,847
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	6,709	5,472	4,981	4,981	4,981
기타자본구성요소	382	383	366	366	366
자기주식	-208	-208	-208	-208	-208
이익잉여금	29,953	33,651	37,631	43,927	51,122
비지배주주지분	98,198	114,235	128,043	129,549	131,055
자본총계	142,279	159,647	171,002	175,502	180,902
부채외자본총계	1,548,710	1,601,950	1,676,318	1,797,918	1,900,076

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	30,569	26,902	21,788	75,637	65,725
당기순이익(손실)	16,719	19,951	18,221	12,615	13,584
비현금성항목등	60,567	43,274	35,773	19,811	19,383
유형자산감가상각비	8,174	7,901	7,886	7,161	6,305
무형자산감가상각비	1,273	1,305	1,470	1,551	1,580
기타	63,454	17,160	32,842	1,506	1,506
운전자본감소(증가)	-40,488	-31,789	-27,704	53,620	43,571
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,838	-1,988	-11,445	-28,461	-23,112
재고자산감소(증가)	3,605	673	6,927	-2,337	-1,898
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3,353	989	6,367	4,360	3,541
기타	-50,284	-31,463	-29,554	80,058	65,039
법인세납부	-6,229	-4,534	-4,502	-10,410	-10,813
투자활동현금흐름	-18,917	-21,947	-10,604	1,974	1,978
금융자산감소(증가)	-30,523	-61,750	-33,410	0	0
유형자산감소(증가)	-9,823	-8,727	-7,845	0	0
무형자산감소(증가)	-1,209	-1,247	-1,750	-1,750	-1,750
기타	22,638	49,778	32,401	3,724	3,728
재무활동현금흐름	3,695	-13,277	14,777	-4,214	-4,283
단기금융부채증가(감소)	-8,635	-9,447	1,782	0	0
장기금융부채증가(감소)	14,143	-5,719	19,195	0	0
자본의증가(감소)	3,753	0	0	0	0
배당금의 지급	-348	-570	-563	-414	-484
기타	-5,219	2,460	-5,637	-3,799	-3,799
현금의 증가(감소)	15,248	-8,744	24,244	73,397	63,421
기초현금	22,442	37,690	28,946	53,190	126,587
기말현금	37,690	28,946	53,190	126,587	190,008
FCF	65,805	45,382	39,149	77,173	67,262

자료 : 한화, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	471,202	504,044	502,701	522,596	544,457
매출원가	430,497	459,211	454,605	474,573	494,563
매출총이익	40,705	44,833	48,097	48,022	49,893
매출총이익률 (%)	86	89	96	92	92
판매비와관리비	23,845	23,244	25,250	24,308	24,811
영업이익	16,859	21,589	22,847	23,714	25,082
영업이익률 (%)	36	43	45	45	46
비영업손익	-140	-1,638	-4,496	-5,845	-5,841
순금융비용	4,215	3,835	3,494	3,570	3,566
외환관련손익	65	155	-5,838	-5,838	-5,838
관계기업투자등 관련손익	4,515	5,825	5,059	5,069	5,069
세전계속사업이익	16,719	19,951	18,351	17,869	19,241
세전계속사업이익률 (%)	36	40	37	34	35
계속사업법인세	3,833	6,842	5,928	5,253	5,657
계속사업이익	12,887	13,109	12,423	12,615	13,584
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	12,887	13,109	12,423	12,615	13,584
순이익률 (%)	27	26	25	24	25
지배주주	4,917	4,054	6,518	6,710	7,679
지배주주귀속 순이익률(%)	1.04	0.8	1.3	1.28	1.41
비지배주주	7,970	9,056	5,905	5,905	5,905
총포괄이익	3,493	9,982	4,722	4,915	5,884
지배주주	588	3,104	3,216	3,408	4,377
비지배주주	2,905	6,878	1,506	1,506	1,506
EBITDA	26,306	30,795	32,202	32,426	32,967

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	139	7.0	-0.3	4.0	4.2
영업이익	1223	28.1	5.8	3.8	5.8
세전계속사업이익	8534	19.3	-8.0	-2.6	7.7
EBITDA	666	17.1	4.6	0.7	1.7
EPS(계속사업)	흑전	-32.0	60.8	3.0	14.4
수익성 (%)					
ROE	11.5	9.1	14.8	15.1	16.0
ROA	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA마진	5.6	6.1	6.4	6.2	6.1
안정성 (%)					
유동비율	532.1	564.8	551.8	577.7	598.9
부채비율	988.5	903.4	880.3	924.4	950.3
순차입금/자기자본	-384.7	-378.2	-374.0	-406.3	-429.2
EBITDA/이자비용(배)	5.7	7.5	9.0	8.9	9.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,087	4,140	6,657	6,853	7,843
BPS	45,022	46,382	43,876	46,934	50,911
CFPS	17,782	13,542	16,212	15,751	15,896
주당 현금배당금	600	600	600	700	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.5	12.6	7.2	7.0	6.2
PER(최저)	5.0	8.4	4.0	3.9	3.4
PBR(최고)	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5
PCR	2.0	3.1	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA(최고)	-15.1	-13.9	-14.1	-16.2	-17.8
EV/EBITDA(최저)	-15.5	-14.4	-14.7	-16.8	-18.4