

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순
ks1.choi@sk.co.kr
02-3773-8812

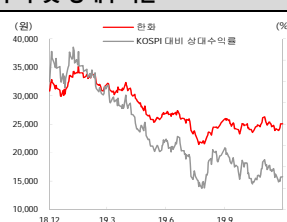
Company Data

자본금	4,896 억원
발행주식수	7,544 만주
자사주	588 만주
액면가	5,000 원
시가총액	18,815 억원
주요주주	
김승연(외10)	38.09%
국민연금공단	9.39%
외국인지분률	22.00%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(19/12/16)	25,100 원
KOSPI	2168.15 pt
52주 Beta	1.26
52주 최고가	35,150 원
52주 최저가	21,450 원
60일 평균 거래대금	34 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.0%	-4.3%
6개월	-6.2%	-9.3%
12개월	-19.9%	-23.6%

한화 (000880/KS | 매수(유지) | T.P 31,000 원(하향))

저평가 메리트가 부각될 시기

주가 낙폭이 과도했던 한화의 주가 반등이 기대됨

- 한화생명 주가 하락에도 불구하고 한화의 최근 주가 하락폭은 한화에어로스페이스, 한화케미칼의 주가 흐름과 견주어 볼 때 과도한 수준
- 현 주가는 2020 년 기준 PER 4.3 배, PBR 0.4 배 수준으로 밸류에이션 매력 부각
- 건설부문 불확실성 제거되며 이익의 안정성 강화될 것
- 자체 사업인 방산부문은 4 분기부터 정상화되며 실적 개선 주도할 전망

3Q19 까지 이어진 수익성 저하

한화는 3Q19 까지 수익성 부진이 지속되었다. 자체 사업에서는 방산부문 화재 영향이 지속되었고, 건설부문은 신규 브랜드 론칭으로 마케팅 비용이 증가했으며, 금융부문은 저금리 기조 지속으로 인한 부진이 계속되었기 때문이다. 4Q19 에 방산부문은 정상화가 예상되지만 금융부문의 부진 지속은 불가피할 전망이다. 건설부문의 2019 년 영업이익은 2,716 억원으로 충당금 환입이 있었던 2018 년 대비 11.6% 감소가 예상된다.

저평가 메리트와 업황 턴어라운드 기대

방산부문 화재 영향과 금융부문 부진으로 한화의 주가는 연초 대비 24% 가량 하락하였다. 한화생명의 주가는 연초 대비 47% 하락하였다. 하지만 한화의 NAV 에서 가장 큰 비중을 차지하는 한화케미칼의 주가는 13% 하락하는 데 그쳤으며, 한화생명 대비 NAV 비중이 2 배 가량 높은 한화에어로스페이스의 주가는 15% 가량 상승한 점을 고려하면 한화의 주가 하락은 과도하다고 판단한다. 방산 부문은 4 분기부터 정상화되었으며 올해 이연된 매출액은 2020 년 순차적으로 인식되며 실적 개선을 견인할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 31,000 원(하향)

한화에 대한 투자의견을 '매수'로 유지한다. 4Q19 부터 방산부문 중심의 실적 턴어라운드 기대되며, NAV 하락폭 대비 주가 낙폭이 과도해 2020 년 기준 PER 4.3 배, PBR 0.4 배 수준에 불과하는 등 밸류에이션 매력이 발생하였기 때문이다. 목표주가는 자체 사업 가치 조정과 자회사 가치 하락분을 반영한 NAV 를 적용하여 산정한 31,000 원(기존 37,000 원)으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	471,202	504,044	487,402	517,130	521,223	551,628
yoy	%	13.9	7.0	-3.3	6.1	0.8	5.8
영업이익	억원	16,859	21,589	18,061	13,527	18,367	23,263
yoy	%	122.3	28.1	-16.3	-25.1	35.8	26.7
EBITDA	억원	26,306	30,795	27,676	25,455	29,852	33,634
세전이익	억원	16,719	19,951	12,998	6,991	9,494	12,465
순이익(지배주주)	억원	4,917	4,054	4,684	3,831	5,761	8,051
영업이익률%	%	3.6	4.3	3.7	2.6	3.5	4.2
EBITDA%	%	5.6	6.1	5.7	4.9	5.7	6.1
순이익률	%	2.7	2.6	1.6	1.0	1.4	1.7
EPS(계속사업)	원	6,087	4,140	4,784	3,913	5,884	8,223
PER	배	5.8	10.0	6.6	6.4	4.3	3.1
PBR	배	0.8	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	-15.3	-14.2	-26.5	-32.2	-28.2	-27.3
ROE	%	11.5	9.1	10.7	8.4	10.5	12.0
순차입금	억원	-547,325	-603,755	-907,370	-1,004,649	-1,043,344	-1,132,730
부채비율	%	988.5	903.4	900.1	874.1	792.5	748.0

한화 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	115,103	126,223	116,234	129,842	119,088	127,959	129,783	140,299	487,402	517,129	521,223
비금융	61,809	68,075	70,337	83,258	65,557	75,903	76,703	90,173	283,479	308,336	315,904
금융	66,038	68,884	58,315	61,741	67,790	69,229	72,493	65,910	254,978	275,422	264,157
연결조정	-12,744	-10,736	-12,418	-15,157	-14,250	-17,173	-19,413	-15,784	-51,055	-66,620	-58,838
영업이익	5,237	7,060	5,900	-135	2,595	3,636	3,878	3,418	18,062	13,527	18,367
비금융	3,006	4,169	3,111	669	2,167	2,959	3,138	3,507	10,955	11,771	15,604
금융	2,686	2,884	3,024	-440	859	884	1,034	108	8,154	2,885	3,152
연결조정	-455	7	-235	-364	-431	-206	-294	-197	-1,047	-1,128	-389
영업이익률	4.5%	5.6%	5.1%	-0.1%	2.2%	2.8%	3.0%	2.4%	3.7%	2.6%	3.5%

자료: 한화 SK 증권

별도기준 한화 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	11,455	11,390	13,916	15,481	8,786	10,314	10,563	14,611	9,059	10,601	10,930	15,272
제조	6,249	6,280	7,933	10,524	3,933	5,700	5,468	9,597	4,012	5,814	5,632	9,885
무역	5,206	5,110	5,983	4,957	4,853	4,614	5,094	5,014	5,047	4,787	5,298	5,387
영업이익	734	933	913	418	121	481	390	999	478	727	797	1,036
제조	606	810	852	518	87	312	253	1,046	385	634	665	1,097
무역	128	123	60	-100	34	169	138	-47	93	93	132	-61
영업이익률	6.4%	8.2%	6.6%	2.7%	1.4%	4.7%	3.7%	6.8%	5.3%	6.9%	7.3%	6.8%
제조	9.7%	12.9%	10.7%	4.9%	2.2%	5.5%	4.6%	10.9%	9.6%	10.9%	11.8%	11.1%
무역	2.5%	2.4%	1.0%	-2.0%	0.7%	3.7%	2.7%	-0.9%	1.8%	1.9%	2.5%	-1.1%

자료: 한화 SK 증권

한화 자회사 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화케미칼	28,340	36.6%	9,721	10,378
	한화생명	19,672	18.2%	9,140	3,571
	한화에어로스페이스	19,129	33.3%	8,252	6,378
	한화자사주	17,953	7.8%		1,408
비상장사	한화건설		95.2%	12,587	12,587
	한화호텔앤드리조트		50.6%	2,192	2,192
	기타자회사			2,100	2,100
합계			43,992	38,614	
할인율					40%
보유 지분가치					23,168

자료: SK 증권

한화 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 원)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	23,168	40% 할인
브랜드 가치	16,163	19년 예상 브랜드 수수료의 10배
자체사업 가치	9,520	세후 영업이익에 8배 적용
순차입금	22,295	3Q19 별도 기준
우선주 가치(차감)	3,217	
적정 시가총액	23,340	
발행주식수	74,958,735	
적정주가	31,137	
목표주가	31,000	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.12.17	매수	31,000원	6개월		
2019.06.28	매수	37,000원	6개월	-33.46%	-25.95%
2018.12.13	매수	43,000원	6개월	-29.19%	-18.26%
2018.08.29	매수	47,000원	6개월	-35.34%	-28.83%
2018.06.18	매수	55,000원	6개월	-40.68%	-33.00%
2018.05.29	매수	55,000원	6개월	-34.54%	-33.00%



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (2019년 12월 17일 기준)

매수	84.83%	중립	15.17%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,177,208	1,258,681	1,399,311	1,441,012	1,540,099
현금및현금성자산	38,962	50,587	92,535	132,481	221,867
매출채권및기타채권	327,729	57,920	62,585	63,243	66,881
재고자산	26,908	38,798	41,923	42,364	44,801
비유동자산	424,741	436,805	465,457	469,354	486,286
장기금융자산	5,864	2,943	3,404	3,404	3,404
유형자산	118,757	131,621	134,854	125,526	117,390
무형자산	19,386	23,767	27,566	28,081	28,520
자산총계	1,601,950	1,695,486	1,864,768	1,910,367	2,026,384
유동부채	208,413	241,608	260,966	262,212	269,098
단기금융부채	107,170	131,909	142,508	142,508	142,508
매입채무 및 기타채무	50,206	38,794	41,918	42,359	44,796
단기충당부채	2,399	3,641	3,934	3,976	4,205
비유동부채	1,233,889	1,284,347	1,412,370	1,434,097	1,518,312
장기금융부채	54,032	64,170	84,262	85,513	85,513
장기매입채무 및 기타채무	1,391	1,641	2,621	3,601	4,581
장기충당부채	2,505	3,384	3,656	3,695	3,907
부채총계	1,442,302	1,525,955	1,673,336	1,696,309	1,787,411
지배주주지분	45,413	41,854	49,699	60,444	73,480
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	5,472	4,964	3,851	3,851	3,851
기타자본구성요소	383	233	199	199	199
자기주식	-208	-208	-208	-208	-208
이익잉여금	33,651	36,603	40,126	45,404	52,971
비지배주주지분	114,235	127,677	141,733	153,614	165,494
자본총계	159,647	169,530	191,432	214,058	238,974
부채외자본총계	1,601,950	1,695,486	1,864,768	1,910,367	2,026,384

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	26,902	14,769	52,926	46,548	97,208
당기순이익(손실)	19,951	12,998	7,266	7,319	9,609
비현금성항목등	43,274	37,698	35,586	22,533	24,026
유형자산감가상각비	7,901	8,052	10,054	9,327	8,137
무형자산감가상각비	1,305	1,563	1,874	2,158	2,235
기타	17,160	39,480	40,272	1,916	3,873
운전자본감소(증가)	-31,789	-31,419	17,511	12,519	60,077
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,988	4,112	-4,907	-658	-6,638
재고자산감소(증가)	673	-2,958	-1,793	-441	-2,437
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	989	-7,670	1,302	441	2,437
기타	-31,463	-24,903	22,909	13,177	63,715
법인세납부	-4,534	-4,509	-7,437	4,177	3,497
투자활동현금흐름	-21,947	-12,185	-19,460	-3,009	-2,963
금융자산감소(증가)	-61,750	-39,954	-31,116	0	0
유형자산감소(증가)	-8,727	-13,286	-11,473	0	0
무형자산감소(증가)	-1,247	-2,344	-2,673	-2,673	-2,673
기타	49,778	43,399	25,802	-335	-289
재무활동현금흐름	-13,277	18,498	7,904	-3,594	-4,859
단기금융부채증가(감소)	-9,447	-858	6,546	0	0
장기금융부채증가(감소)	-5,719	14,548	5,764	1,251	0
자본의증가(감소)	0	12,495	0	0	0
배당금의 지급	-570	-1,102	-621	-484	-484
기타	2,460	-6,585	-3,786	-4,361	-4,376
현금의 증가(감소)	-8,744	21,642	41,948	39,946	89,386
기초현금	37,690	28,946	50,587	92,535	132,481
기말현금	28,946	50,587	92,535	132,481	221,867
FCF	45,382	313,765	82,936	33,477	83,696

자료 : 한화, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	504,044	487,402	517,130	521,223	551,628
매출원가	459,211	444,792	478,537	482,162	510,334
매출총이익	44,833	42,609	38,594	39,061	41,294
매출총이익률 (%)	8.9	8.7	7.5	7.5	7.5
판매비와관리비	23,244	24,548	25,067	20,694	18,031
영업이익	21,589	18,061	13,527	18,367	23,263
영업이익률 (%)	4.3	3.7	2.6	3.5	4.2
비영업손익	-1,638	-5,063	-6,536	-8,873	-10,799
순금융비용	3,835	3,614	4,348	4,649	4,618
외환관련손익	155	-798	-4,674	-4,674	-4,674
관계기업투자등 관련손익	5,825	3,606	2,322	2,366	2,366
세전계속사업이익	19,951	12,998	6,991	9,494	12,465
세전계속사업이익률 (%)	4.0	2.7	1.4	1.8	2.3
계속사업법인세	6,842	5,005	1,602	2,175	2,856
계속사업이익	13,109	7,993	5,389	7,319	9,609
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세회과	0	0	0	0	0
당기순이익	13,109	7,993	5,389	7,319	9,609
순이익률 (%)	2.6	1.6	1.0	1.4	1.7
지배주주	4,054	4,684	3,831	5,761	8,051
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	0.96	0.74	1.11	1.46
비지배주주	9,056	3,309	1,558	1,558	1,558
총포괄이익	9,982	4,259	21,180	23,109	25,399
지배주주	3,104	2,649	9,299	11,229	13,519
비지배주주	6,878	1,610	11,880	11,880	11,880
EBITDA	30,795	27,676	25,455	29,852	33,634

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	7.0	-3.3	6.1	0.8	5.8
영업이익	28.1	-16.3	-25.1	35.8	26.7
세전계속사업이익	19.3	-34.9	-46.2	35.8	31.3
EBITDA	17.1	-10.1	-8.0	17.3	12.7
EPS(계속사업)	-32.0	15.6	-18.2	50.4	39.8
수익성 (%)					
ROE	9.1	10.7	8.4	10.5	12.0
ROA	0.8	0.5	0.3	0.4	0.5
EBITDA마진	6.1	5.7	4.9	5.7	6.1
안정성 (%)					
유동비율	564.8	521.0	536.2	549.6	572.3
부채비율	903.4	900.1	874.1	792.5	748.0
순차입금/자기자본	-378.2	-535.2	-524.8	-487.4	-474.0
EBITDA/이자비용(배)	7.5	6.6	5.0	5.6	6.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,140	4,784	3,913	5,884	8,223
BPS	46,382	42,747	50,760	61,734	75,048
CFPS	13,542	14,604	16,096	17,614	18,815
주당 현금배당금	600	700	700	700	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.6	10.1	9.0	6.0	4.3
PER(최저)	8.4	5.6	5.5	3.7	2.6
PBR(최고)	1.1	1.1	0.7	0.6	0.5
PBR(최저)	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3
PCR	3.1	2.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(최고)	-13.9	-26.0	-31.9	-28.0	-27.0
EV/EBITDA(최저)	-14.4	-26.7	-32.3	-28.3	-27.4