SK COMPANY Analysis

SK securities

2020-12-21

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

자회사 주가상승이 지주회사 주가상승으로 이어질 여건 마련

2019 년 부진했던 한화 영업이익은 주식시장 회복 및 손해율 개선 등 금융부문 영업이익 회복으로 2020 년 정상화 전망. 2021 년에도 한화솔루션 실적개선세 이어지며 두 자릿수 영업이익 증가가 예상됨. 한화 NAV 중 가장 큰 비중 차지하는 한화솔루션 주가상승이 지주회사에 반영되지 못한 점은 향후 지주회사 주가 상승을 기대해 볼 수 있는 요인이라 판단함

2020 년 이익의 정상화

한화는 2019 년 금융자회사 부진으로 37.7% 감소했던 영업이익이 2020 년 정상화될 전망이다. 2020 년 저금리 기조가 이어졌음에도 불구하고 주식시장 회복에 따른 변액보증준비금 환입과 코로나 19 이후 손해율 개선이 금융부문 영업이익을 182.7% 증가할 전망이며, 한화솔루션도 업황개선으로 연결영업이익 회복에 기여할 전망이다. 2021 년에도 한화솔루션 실적개선이 이어지는 가운데 코로나 19 영향 감소로 호텔&리조트 영업적자가 축소, 국내 건설부문 호조 등으로 두 자릿수 연결영업이익 증가가 예상된다.

상장자회사 주가 상승이 지주회사로 전이

한화의 자회사 중 한화솔루션, 한화생명 등 주요자회사 주가 상승이 지주회사로 전이될 전망이다. 특히 자회사 가치 중 50%에 육박하는 한화솔루션의 경우 연초 대비 145% 주가 상승했음에도 불구하고 한화는 5.6% 주가 상승에 그쳤다. 자체사업도 전년 대비 호조를 보이고 있어 자회사 주가 상승이 지주회사 주가 상승으로 점진적으로 이어질 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 31,000 원(유지)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 2020 년 영업이익 개선기조가 2021 년에도 지속되며 밸류에이션 매력이 높기 때문이다. 또한 자체사업 영업이익 개선에도 불구하고 NAV 중 가장 큰 비중을 차지하는 한화솔루션의 주가 상승이 지주회사로 이어지지 않은 점도 향후 지주회사의 주가 상승을 기대해 볼 수 있는 요인이다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	504,044	487,402	504,124	502,935	539,323	574,102
yoy	%	7.0	-3.3	3.4	-0.2	7.2	6.5
영업이익	억원	21,589	18,061	11,257	18,003	19,931	22,502
yoy	%	28.1	-16.3	-37.7	59.9	10.7	12.9
EBITDA	억원	30,795	27,676	22,987	30,344	31,391	32,699
세전이익	억원	19,951	12,998	2,533	10,857	9,284	9,861
순이익(지배주주)	억원	4,054	4,684	900	5,354	4,187	4,615
영업이익률%	%	4.3	3.7	2.2	3.6	3.7	3.9
EBITDA%	%	6.1	5.7	4.6	6.0	5.8	5.7
순이익률	%	2.6	1.6	0.5	1.6	1.3	1.3
EPS(계속사업)	원	4,140	4,784	919	5,468	4,276	4,714
PER	배	10.0	6.6	27.2	4.8	6.2	5.6
PBR	배	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	-14.2	-26.5	-33.9	-27.1	-29.2	-30.4
ROE	%	9.1	10.7	2.1	11.4	8.2	8.3
순차입금	억원	-603,755	-907,370	-960,696	-1,009,275	-1,105,720	-1,187,028
부채비율	%	903.4	900.1	898.1	900.5	975.9	988.7

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

Company Data	
자본금	4,896 억원
발행주식수	9,791 만주
자사주	606 만주
액면가	5,000 원
시가총액	19,789 억원
주요주주	
김승연(외10)	38.10%
국민연금공단	8.28%
외국인지분률	19.10%
배당수익률	2.70%

Stock Data	
주가(20/12/18)	26,400 원
KOSPI	2772.18 pt
52주 Beta	1.34
52주 최고가	32,200 원
52주 최저가	12,050 원
60일 평균 거래대금	109 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.0%	-10.0%
6개월	13.6%	-12.6%
12개월	5.4%	-16.6%

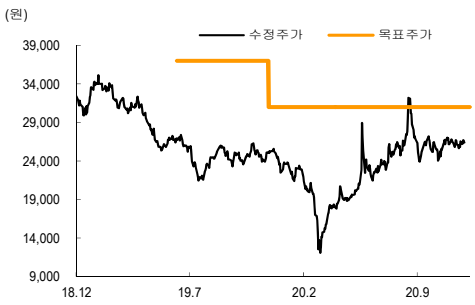
Analyst 최관순 ks1.choi@sks.co.kr / 02-3773-8812

한화 주요 자회사 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20F	2019A	2020F	2021F
한화에어로스페이스											
매출액	9,548	13,986	13,125	15,981	10,274	11,927	13,771	17,550	52,640	53,522	57,690
영업이익	-58	788	571	351	32	702	943	666	1,652	2,342	2,696
한화솔루션											
매출액	22,362	23,742	24,412	24,517	22,484	19,564	24,284	23,463	95,033	89,795	101,223
영업이익	983	976	1,524	300	1,590	1,285	2,332	3,307	3,783	8,514	10,963
한화생명											
영업수익	39,789	42,350	45,483	33,214	56,192	34,744	36,342	32,970	160,836	160,248	161,526
영업이익	-217	-223	211	-1,166	48	1,388	689	-289	-1,395	1,836	1,465
한화호텔&리조트											
매출액	2,857	3,205	3,259	3,115	979	1,024	1,257	2,037	12,436	5,297	6,041
영업이익	-53	-150	208	-88	-285	-293	-49	-120	-83	-747	-430

자료: 각 사, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2020.12.21	매수	31,000원	6개월		
2020.06.26	매수	31,000원	6개월	-25.45%	3.87%
2019.12.17	매수	31,000원	6개월	-33.32%	-6.61%
2019.06.28	매수	37,000원	6개월	-33.46%	-25.95%



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 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 (2020 년 12 월 21 일 기준)

매수	87.97%	중립	12.03%	매도	0%

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

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,258,681	1,365,575	1,426,382	1,627,620	1,719,606
현금및현금성자산	50,587	45,749	60,916	248,832	330,139
매출채권및기타채권	53,650	54,492	56,315	60,788	64,375
재고자산	38,798	39,158	40,468	43,682	46,259
비유동자산	436,805	457,287	465,371	480,417	492,953
장기금융자산	2,943	3,402	3,110	3,110	3,110
유형자산	131,621	132,036	129,078	119,339	110,899
무형자산	23,767	28,826	28,696	29,023	29,315
자산총계	1,695,486	1,822,862	1,891,753	2,108,037	2,212,560
유동부채	241,608	279,536	283,626	293,698	301,774
단기금융부채	131,909	155,776	156,819	156,819	156,819
매입채무 및 기타채무	38,794	42,531	43,953	47,445	50,244
단기충당부채	3,641	4,507	4,658	5,028	5,324
비유동부채	1,284,347	1,360,686	1,419,045	1,618,397	1,707,557
장기금융부채	64,170	81,661	89,345	180,816	180,816
장기매입채무 및 기타채무	1,641	2,661	2,925	3,190	3,455
장기충당부채	3,384	4,051	4,186	4,519	4,786
부채총계	1,525,955	1,640,222	1,702,670	1,912,095	2,009,331
지배주주지분	41,854	44,253	49,328	53,254	57,608
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	4,964	4,859	5,181	5,181	5,181
기타자본구성요소	233	203	169	169	169
자기주식	-208	-208	-240	-240	-240
이익잉여금	36,603	36,007	40,539	44,244	48,377
비지배주주지분	127,677	138,387	139,755	142,688	145,621
자본총계	169,530	182,640	189,083	195,942	203,229
부채와자본총계	1,695,486	1,822,862	1,891,753	2,108,037	2,212,560

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	487,402	504,124	502,935	539,323	574,102
매출원가	444,792	466,594	460,626	498,951	531,146
매출총이익	42,609	37,530	42,309	40,373	42,956
매출총이익률 (%)	8.7	7.4	8.4	7.5	7.5
판매비와관리비	24,548	26,273	24,306	20,441	20,454
영업이익	18,061	11,257	18,003	19,931	22,502
영업이익률 (%)	3.7	2.2	3.6	3.7	3.9
비영업손익	-5,063	-8,724	-7,146	-10,647	-12,641
순금융비용	4,134	5,066	5,258	6,457	6,937
외환관련손익	-798	-179	-4,333	-4,333	-4,333
관계기업투자등 관련손익	3,606	2,161	1,733	1,992	1,992
세전계속사업이익	12,998	2,533	10,857	9,284	9,861
세전계속사업이익률 (%)	2.7	0.5	2.2	1.7	1.7
계속사업법인세	5,005	223	2,802	2,396	2,545
계속사업이익	7,993	2,311	8,055	6,889	7,317
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	7,993	2,311	8,055	6,889	7,317
순이익률 (%)	1.6	0.5	1.6	1.3	1.3
지배주주	4,684	900	5,354	4,187	4,615
지배주주귀속 순이익률(%)	0.96	0.18	1.06	0.78	0.8
비지배주주	3,309	1,411	2,701	2,701	2,701
총포괄이익	4,259	11,637	8,508	7,341	7,769
지배주주	2,649	3,879	5,575	4,408	4,836
비지배주주	1,610	7,758	2,933	2,933	2,933
EBITDA	27,676	22,987	30,344	31,391	32,699

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	14,769	8,821	10,072	106,725	92,066
당기순이익(손실)	12,998	2,533	11,519	6,889	7,317
비현금성항목등	37,698	46,795	35,814	24,503	25,383
유형자산감가상각비	8,052	10,061	10,634	9,739	8,439
무형자산상각비	1,563	1,669	1,707	1,721	1,758
기타	39,480	46,139	24,615	1,848	3,362
운전자본감소(증가)	-31,419	-32,899	-31,052	80,899	65,081
매출채권및기타채권의 감소(증가)	4,112	403	-2,922	-4,473	-3,586
재고자산감소(증가)	-2,958	-58	-1,606	-3,215	-2,577
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7,670	1,422	1,695	3,491	2,799
기타	-24,903	-34,666	-28,219	85,095	68,446
법인세납부	-4,509	-7,607	-6,208	-5,566	-5,714
투자활동현금흐름	-12,185	-38,741	9,532	-3,817	-3,824
금융자산감소(증가)	-34,346	-56,872	-12,439	0	0
유형자산감소(증가)	-13,286	-16,439	-10,319	0	0
무형자산감소(증가)	-2,344	-2,120	-2,049	-2,049	-2,049
기타	37,791	36,690	34,339	-1,768	-1,775
재무활동현금흐름	18,498	25,141	-4,404	85,008	-6,935
단기금융부채증가(감소)	-858	16,602	889	0	0
장기금융부채증가(감소)	14,548	12,502	1,831	91,471	0
자본의증가(감소)	0	0	-33	0	0
배당금의 지급	-563	-621	-656	-482	-482
기타	5,371	-3,343	-6,435	-5,980	-6,453
현금의 증가(감소)	21,642	-4,838	15,166	187,916	81,307
기초현금	28,946	50,587	45,749	60,916	248,832
기말현금	50,587	45,749	60,916	248,832	330,139
FCF	313,765	50,583	45,845	103,954	88,780

자료 : 한화, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-3.3	3.4	-0.2	7.2	6.5
영업이익	-16.3	-37.7	59.9	10.7	12.9
세전계속사업이익	-34.9	-80.5	328.6	-14.5	6.2
EBITDA	-10.1	-16.9	32.0	3.5	4.2
EPS(계속사업)	15.6	-80.8	495.1	-21.8	10.2
수익성 (%)					
ROE	10.7	2.1	11.4	8.2	8.3
ROA	0.5	0.1	0.4	0.3	0.3
EBITDA마진	5.7	4.6	6.0	5.8	5.7
안정성 (%)					
유동비율	521.0	488.5	502.9	554.2	569.8
부채비율	900.1	898.1	900.5	975.9	988.7
순차입금/자기자본	-535.2	-526.0	-533.8	-564.3	-584.1
EBITDA/이자비용(배)	6.6	4.6	6.0	5.0	4.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,784	919	5,468	4,276	4,714
BPS	42,747	45,198	50,381	54,391	58,838
CFPS	14,604	12,899	18,073	15,981	15,128
주당 현금배당금	700	700	700	700	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.1	38.3	5.9	7.5	6.8
PER(최저)	5.6	23.4	2.2	2.8	2.6
PBR(최고)	1.1	0.8	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
PCR	2.2	1.9	1.5	1.7	1.8
EV/EBITDA(최고)	-26.0	-33.5	-27.0	-29.0	-30.2
EV/EBITDA(최저)	-26.7	-34.0	-27.6	-29.6	-30.7