SK COMPANY Analysis

SK securities

한화 (000880/KS | 매수(유지) | T.P 41,000 원(유지))

금융부문이 실적개선, 건설부문이 주가상승 견인할 것

한화 4Q21 실적은 한화솔루션, 한화에어로스페이스 매출 증가, 상품 포트폴리오 개선과 금리상승에 따른 이자수익이 증가한 한화생명의 호조로 영업이익이 전년동기 대비 크게 개선. 4Q21 한화건설은 분양물량 이연으로 부진했으나, 올해 확보된 수주를 바탕으로 높은 성장이 예상됨. 비상장사인 한화건설의 실적개선은 지주회사 한화 주가를 상승시키는 트리거로 작용할 전망

4Q21: 금융부문이 견인한 호실적

한화 4Q21 연결실적은 매출액 13 조 9,040 억원(0.8% yoy), 영업이익 7,373 억원(540.9% yoy, OPM: 5.3%)이다. 한화건설의 4 분기 분양예정 물량이 올해 1 분기로 이연되며 한화건설이 다소 부진했으나, 유가상승으로 케미칼 부문이 호조를 보인 한화솔루션, 디펜스 부문 성장이 지속된 한화에어로스페이스 매출이 증가하며 연결 매출은 전년동기 수준을 유지하였으며, 영업이익은 저수익 상품인 저축보험의 전략적 판매축소와 고수익상품인 보장성 보험 판매호조, 금리상승에 따른 이자수익이 증가한 한화생명 영업이익이 전년동기 대비 흑자전환하며 한화연결 영업이익도 크게 개선되었다.

비상장사인 건설부문 실적개선이 한화주가 상승의 트리거

한화건설 4 분기 실적부진의 원인이었던 2,000 여 세대의 물량이 지난 4 분기에서 올해 1 분기로 이연되었고, 상반기 7,000 여 세대의 분양이 예정되어 있어 올해 한화건설의 성장성이 부각될 전망이다. 2022 년 한화건설의 매출액과 영업이익은 4 조 2,504 억원, 3,203 억원으로 전년대비 각각 61.4%, 170.5% 상승할 전망이다. 한화건설의 장부가액은 1 조 2,587 억원에 불과해 비상장사인 한화건설의 실적개선이 한화의 NAV 증가 및 주가상승을 견인할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 41,000 원(유지)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 확보된 수주를 기반으로 한화건설의 안정적인 성장이 한화 주가 상승을 견인할 것이다. 한화의 현 주가는 NAV 대비 61.2%로 밸류에이션 매력도 높다

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	487,402	504,124	509,265	528,361	599,426	665,652
yoy	%	-3.3	3.4	1.0	3.8	13.5	11.1
영업이익	억원	18,061	11,257	15,820	29,279	25,457	29,629
yoy	%	-16.3	-37.7	40.5	85.1	-13.1	16.4
EBITDA	억원	27,676	22,987	28,481	42,613	38,187	41,024
세전이익	억원	12,998	2,533	11,038	30,707	20,334	23,810
순이익(지배주주)	억원	4,684	900	2,138	9,011	5,439	8,830
영업이익률%	%	3.7	2.2	3.1	5.5	4.3	4.5
EBITDA%	%	5.7	4.6	5.6	8.1	6.4	6.2
순이익률	%	1.6	0.5	1.5	4.1	2.4	2.5
EPS(계속사업)	원	4,784	919	2,184	9,203	5,555	9,018
PER	배	6.6	27.2	13.0	3.4	5.5	3.4
PBR	배	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	-26.5	-33.9	-29.3	-19.9	-29.0	-29.3
ROE	%	10.7	2.1	4.8	19.7	12.0	19.5
순차입금	억원	-907,370	-960,696	-1,019,490	-1,055,415	-1,318,321	-1,414,513
부채비율	%	900.1	898.1	933.0	861.8	1,035.6	1,082.7

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

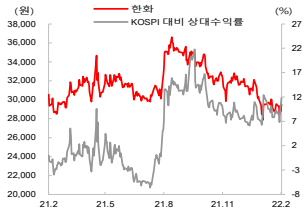
Company Data

자본금	4,896 억원
발행주식수	9,791 만주
자사주	627 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,113 억원
주요주주	
김승연(외11)	39.11%
국민연금공단	8.67%
외국인지분률	15.80%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(22/02/28)	30,350 원
KOSPI	2699.18 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	36,600 원
52주 최저가	27,850 원
60일 평균 거래대금	72 억원

주가 및 상대수익률

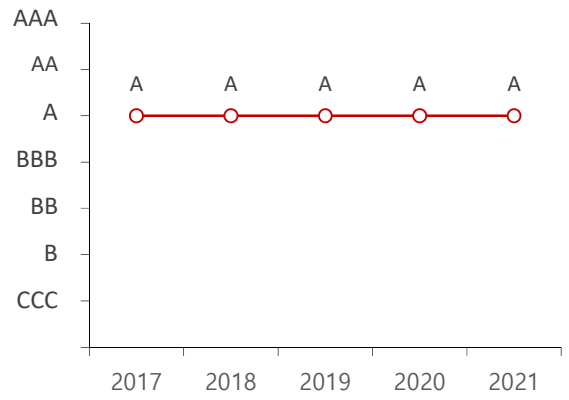


주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.5%	5.2%
6개월	-11.4%	4.2%
12개월	-3.4%	11.8%

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

ESG 하이라이트

한화의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한화 종합 등급	**A**	**C+**	**27.3**
환경(Environment)	58.7	C-	17.8
사회(Social)	41.5	C	24.6
지배구조(Governmnance)	52.4	B	51.8
<비교업체 종합 등급>			
SK	BBB	B	33.9
LG	BBB	B-	25.2
CJ	**BBB**	D-	24.8
LS	BBB	B-	19.0

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 한화 ESG 평가

한화는 2 년 연속 ESG 채권을 발행하며, ESG 경영 관점에서 자체사업에 대한 투자와 지속가능경영 활동을 강화하고 있음. 상장 계열사 모두 ESG 위원회를 설치하는 등 그룹 차원에서 ESG 경영에 박차를 가하고 있어 점진적인 ESG 등급 상향을 기대

자료: SK 증권

한화의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.5.7	녹색채권	85,000	1.68
2022.2.8	녹색채권	100,000	3.10
2021.5.7	녹색채권	65,000	2.25
2022.2.8	녹색채권	50,000	3.41

자료: KRX, SK 증권

한화의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.1.27	사회 (Social)	한화 보은사업장 한 밤중 폭발사고 발생
2021.8.24	지배구조 (Governmnance)	법무부 "김승연 취업제한 논란 사실관계 확인할 것"
2020.11.19	사회 (Social)	한화, 비허가 목재 수입으로 벌금 300 만 원 확정

자료: 주요 언론사, SK 증권

한화 분기별 실적전망 (단위: 억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021P	2022F	2023F
매출액	128,382	126,771	134,168	139,040	144,499	142,943	142,604	169,381	528,361	599,426	665,652
비금융	64,792	80,715	73,046	89,827	85,306	94,543	88,746	101,366	308,380	369,961	423,322
금융	79,623	64,286	79,921	67,872	76,888	65,216	71,049	67,703	291,702	280,856	303,886
연결조정	-16,033	-18,229	-18,800	-18,659	-17,695	-16,816	-17,191	312	-71,721	-51,390	-61,556
영업이익	8,485	7,690	5,732	7,373	4,526	7,698	6,701	6,533	29,280	25,457	29,629
비금융	3,292	4,741	4,098	2,398	2,908	4,916	4,888	5,260	14,529	17,973	22,634
금융	5,016	2,917	1,853	2,724	1,417	2,678	2,010	1,309	12,510	7,415	7,183
연결조정	179	32	-219	2,251	201	103	-197	-37	2,243	70	-188
영업이익률	6.6%	6.1%	4.3%	5.3%	3.1%	5.4%	4.7%	3.9%	5.5%	4.2%	4.5%

자료: 한화, SK 증권

한화 목표주가 산정 (단위: 억원)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	27,402	50% 할인
브랜드 가치	11,800	브랜드 수수료의 8배
자체사업 가치	23,467	21년 영업이익에 8배 적용
순차입금	27,955	3Q21말 별도기준
우선주 가치(차감)	3,536	
적정 시가총액	31,177	
발행주식수	74,958,735	
적정주가	41,592	
목표주가	41,000	
현재주가	30,350	
상승여력	35.1%	

자료: SK 증권

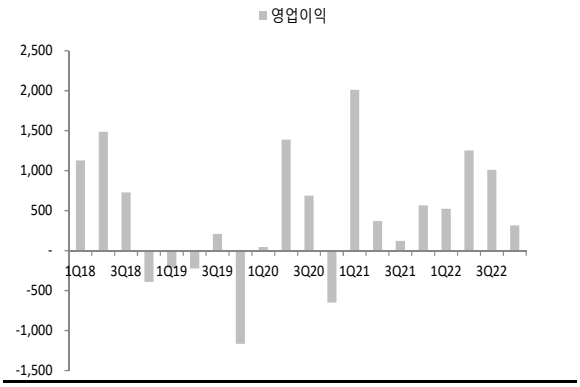
한화 자회사 지분가치 (단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화솔루션	63,791	36.1%	13,969	23,029
	한화생명	25,622	18.2%	9,140	4,650
	한화에어로스페이스	24,758	34.0%	8,252	8,405
	한화자사주	22,113	8.4%		1,850
비상장사	한화건설		96.8%	12,587	12,587
	한화호텔앤드리조트		50.6%	2,192	2,192
	기타 자회사			2,090	2,090
합계				48,230	54,803
할인율					50%
보유 지분가치					27,402

자료: SK 증권

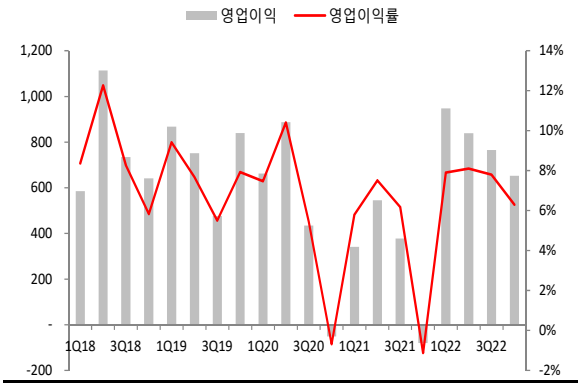
Analyst **최관순** ks1.choi@sks.co.kr / 02-3773-8812

한화생명 영업이익 추이 (단위: 억원)



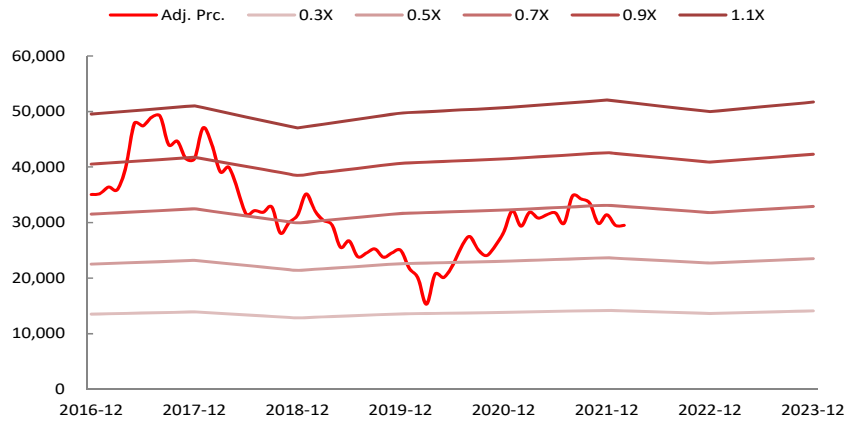
자료: 한화, SK 증권

한화건설 실적추이 (단위: 억원)



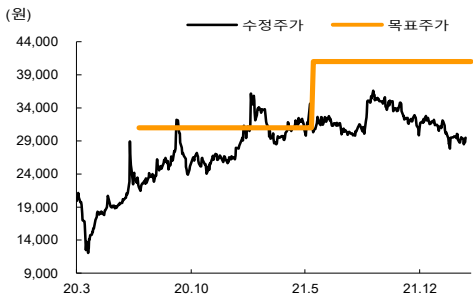
자료: 한화, SK 증권

한화 PBR 밴드차트 (단위: 원)



자료: FnGuide

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.02.28	매수	41,000원	6개월		
2021.08.18	매수	41,000원	6개월	-22.11%	-10.73%
2021.05.17	매수	41,000원	6개월	-23.86%	-20.12%
2020.12.21	매수	31,000원	6개월	-9.31%	16.61%
2020.06.26	매수	31,000원	6개월	-17.07%	3.87%



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 (2022 년 2 월 28 일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%

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

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,365,575	1,419,584	1,468,259	1,766,273	1,871,428
현금및현금성자산	45,749	55,331	79,243	342,149	438,341
매출채권및기타채권	54,492	51,265	51,696	62,977	65,857
재고자산	39,158	41,144	41,490	50,544	52,855
비유동자산	457,287	492,199	497,603	537,208	534,395
장기금융자산	3,402	2,548	5,262	5,262	5,262
유형자산	147,638	143,883	141,507	130,864	121,642
무형자산	28,826	28,513	31,046	31,735	32,339
자산총계	1,822,862	1,911,783	1,965,861	2,303,481	2,405,823
유동부채	279,536	294,771	291,139	321,307	329,008
단기금융부채	155,776	157,680	152,895	152,895	152,895
매입채무 및 기타채무	42,531	47,096	47,492	57,856	60,502
단기충당부채	4,507	3,808	3,840	4,677	4,891
비유동부채	1,360,686	1,431,941	1,470,323	1,779,333	1,873,395
장기금융부채	81,661	79,661	97,988	97,988	97,988
장기매입채무 및 기타채무	2,661	2,261	3,941	5,622	7,303
장기충당부채	4,051	4,715	4,755	5,792	6,057
부채총계	1,640,222	1,726,711	1,761,462	2,100,639	2,202,403
지배주주지분	44,253	45,097	46,328	44,478	46,019
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	4,859	5,229	4,944	4,944	4,944
기타자본구성요소	203	170	110	110	110
자기주식	-208	-240	-307	-307	-307
이익잉여금	36,007	37,526	45,984	50,942	59,291
비지배주주지분	138,387	139,975	158,071	158,364	157,401
자본총계	182,640	185,072	204,399	202,842	203,420
부채와자본총계	1,822,862	1,911,783	1,965,861	2,303,481	2,405,823

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	504,124	509,265	528,361	599,426	665,652
매출원가	466,594	467,919	476,804	554,576	615,852
매출총이익	37,530	41,345	51,557	44,850	49,800
매출총이익률 (%)	7.4	8.1	9.8	7.5	7.5
판매비와관리비	26,273	25,525	22,277	19,393	20,172
영업이익	11,257	15,820	29,279	25,457	29,629
영업이익률 (%)	2.2	3.1	5.5	4.3	4.5
비영업손익	-8,724	-4,782	1,428	-5,123	-5,819
순금융비용	5,065	4,548	4,237	4,287	4,271
외환관련손익	-179	491	-5,400	-5,400	-5,400
관계기업투자등 관련손익	2,161	1,560	2,948	3,035	3,035
세전계속사업이익	2,533	11,038	30,707	20,334	23,810
세전계속사업이익률 (%)	0.5	2.2	5.8	3.4	3.6
계속사업법인세	223	3,633	9,086	5,754	7,095
계속사업이익	2,311	7,405	21,621	14,579	16,715
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	2,311	7,405	21,621	14,579	16,715
순이익률 (%)	0.5	1.5	4.1	2.4	2.5
지배주주	900	2,138	9,011	5,439	8,830
지배주주귀속 순이익률(%)	0.18	0.42	1.71	0.91	1.33
비지배주주	1,411	5,267	12,610	9,140	7,885
총포괄이익	11,637	5,107	5,965	-1,076	1,059
지배주주	3,879	1,231	2,202	-1,369	2,021
비지배주주	7,758	3,876	3,762	293	-962
EBITDA	22,987	28,481	42,613	38,187	41,024

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	8,593	4,213	17,715	253,337	86,607
당기순이익(손실)	2,533	11,038	29,751	14,579	16,715
비현금성항목등	46,795	45,265	25,923	23,608	24,309
유형자산감가상각비	10,061	10,895	11,430	10,643	9,223
무형자산상각비	1,669	1,765	1,904	2,087	2,172
기타	46,139	24,614	23,179	-1,528	-817
운전자본감소(증가)	-33,128	-49,162	-28,222	226,950	58,723
매출채권및기타채권의 감소(증가)	403	1,761	443	-11,281	-2,880
재고자산감소(증가)	-58	-1,511	322	-9,054	-2,311
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,422	-2,185	250	10,364	2,646
기타	-34,895	-47,226	-29,237	236,921	61,269
법인세납부	-7,607	-2,929	-9,737	-11,799	-13,140
투자활동현금흐름	-38,741	-293	5,675	12,774	12,790
금융자산감소(증가)	-56,872	-29,086	-30,034	0	0
유형자산감소(증가)	-16,439	-11,056	-7,518	0	0
무형자산감소(증가)	-2,120	-2,295	-2,776	-2,776	-2,776
기타	36,690	42,144	46,004	15,551	15,566
재무활동현금흐름	25,369	6,158	-267	-3,205	-3,205
단기금융부채증가(감소)	16,831	12,509	-17,998	0	0
장기금융부채증가(감소)	10,779	-18	10,149	0	0
자본의증가(감소)	0	-33	-67	0	0
배당금의 지급	-621	-656	-654	-481	-481
기타	-1,619	-5,645	8,303	-2,724	-2,724
현금의 증가(감소)	-4,838	9,582	23,912	262,907	96,192
기초현금	50,587	45,749	55,331	79,243	342,149
기말현금	45,749	55,331	79,243	342,149	438,341
FCF	50,583	64,958	32,455	254,102	87,088

자료 : 한화, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	3.4	1.0	3.8	13.5	11.1
영업이익	-37.7	40.5	85.1	-13.1	16.4
세전계속사업이익	-80.5	335.7	178.2	-33.8	17.1
EBITDA	-16.9	23.9	49.6	-10.4	7.4
EPS(계속사업)	-80.8	137.7	321.4	-39.6	62.3
수익성 (%)					
ROE	2.1	4.8	19.7	12.0	19.5
ROA	0.1	0.4	1.1	0.7	0.7
EBITDA마진	4.6	5.6	8.1	6.4	6.2
안정성 (%)					
유동비율	488.5	481.6	504.3	549.7	568.8
부채비율	898.1	933.0	861.8	1,035.6	1,082.7
순차입금/자기자본	-526.0	-550.9	-516.4	-649.9	-695.4
EBITDA/이자비용(배)	4.6	6.2	9.8	8.7	9.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	919	2,184	9,203	5,555	9,018
BPS	45,198	46,059	47,317	45,427	47,001
CFPS	12,899	15,115	22,821	18,557	20,656
주당 현금배당금	700	700	750	750	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	38.3	14.8	4.0	5.8	3.6
PER(최저)	23.4	5.5	3.1	5.0	3.1
PBR(최고)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.5	0.3	0.6	0.6	0.6
PCR	1.9	1.9	1.4	1.6	1.4
EV/EBITDA(최고)	-33.5	-29.2	-19.8	-29.0	-29.3
EV/EBITDA(최저)	-34.0	-29.8	-19.9	-29.0	-29.3