

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

Company Data

자본금	3,772 억원
발행주식수	7,496 만주
자사주	588 만주
액면가	5,000 원
시가총액	26,985 억원
주요주주	
김승연(외11)	36.04%
국민연금공단	9.38%
외국인지분률	28.00%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(16/08/16)	36,000 원
KOSPI	2050.47 pt
52주 Beta	1.65
52주 최고가	42,754 원
52주 최저가	30,253 원
60일 평균 거래대금	104 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.5%	0.5%
6개월	6.0%	-5.1%
12개월	-8.4%	-11.8%

한화 (000880/KS | 매수(유지) | T.P 44,000 원(상향))

비경상적 이벤트 제외하면 하반기에도 견조한 실적 전망

한화 2Q16 실적은 한화케미칼의 어닝서프라이즈와 자체사업의 호조 속에 시장기대치를 상회하는 호실적을 기록하였다. 자체사업과 한화케미칼, 한화테크윈 등은 하반기에도 견조한 실적을 예상한다. 한화건설의 해외 프로젝트 손실 반영, 우선주 유상증자 등 비경상적 이벤트가 예정되어 있음에도 불구하고 현재는 불확실성 해소 구간으로 비경상적 이벤트 이후 본격적으로 한화의 성장성 및 수익성이 부각될 전망이다.

2Q16: 시장 기대치 크게 상회

한화 2Q16 실적은 매출액 10 조 8,649 억원(-9.7%), 영업이익 5,488 억원(33.6% qoq, OPM: 5.1%)이다. 영업이익 시장 기대치(3,426 억원)를 크게 상회하는 양호한 실적이다. 방산 등 한화별도 부문의 이익 개선이 지속되었으며 한화케미칼이 주요 제품의 스프레드 확대로 전기 대비 높은 이익성장을 기록했기 때문이다. 한화건설도 국내 사업의 이익률 개선과 2분기 반영이 예상되었던 해외 프로젝트 손실이 반영되지 않으며 높은 영업마진(8.0%)을 기록하였다.

불확실성 해소 구간

하반기 한화의 불확실성이 제거될 것으로 예상된다. 우선주 3,820 억원 발행은 주가 희석요인이지만 발행 이후 한화테크윈 인수대금 확보 및 재무구조 개선이 가능할 전망이다. 우선신주가 상장되는 10 월 이후 불확실성이 제거될 전망이다. 한화건설의 해외프로젝트 손실 반영 리스크가 있으나 이를 제외한 국내 부문에서의 수익성이 확인된 점은 긍정적이다. 자체사업과 케미칼 부문의 호조는 하반기에도 지속될 전망이다.

투자의견 매수(유지)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 2분기 실적에서 확인했듯이 비경상적인 이벤트가 없다면 한화의 기초체력의 견조하기 때문이다. 우선주 유상증자, 한화건설 해외프로젝트 손실반영 리스크가 있으나 비경상적인 이벤트 이후 자체사업 및 케미칼 부문의 성장성과 수익성이 부각될 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	387,250	374,568	413,763	455,966	465,041	469,530
yoy	%	8.6	-3.3	10.5	10.2	2.0	1.0
영업이익	억원	8,637	5,158	7,585	17,473	16,506	16,820
yoy	%	-29.6	-40.3	47.0	130.4	-5.5	1.9
EBITDA	억원	15,460	12,119	15,789	25,753	24,087	23,657
세전이익	억원	4,044	372	1,754	21,106	20,208	20,549
순이익(지배주주)	억원	1,300	-3,645	-2,850	7,205	6,484	6,742
영업이익률%	%	2.2	1.4	1.8	3.8	3.6	3.6
EBITDA%	%	4.0	3.2	3.8	5.7	5.2	5.0
순이익률	%	0.6	-0.4	0.3	3.4	3.3	3.3
EPS	원	1,723	-4,831	-3,778	9,552	8,595	8,937
PER	배	22.8	N/A	N/A	3.8	4.2	4.0
PBR	배	0.7	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	-16.6	-27.1	-22.5	-14.5	-15.9	-16.2
ROE	%	3.0	-8.4	-6.7	16.1	12.7	11.9
순차입금	억원	-358,997	-439,409	-496,764	-523,741	-549,305	-556,665
부채비율	%	951.6	920.9	967.2	885.8	821.6	755.5

목표주가 44,000 원으로 상향

한화 실적개선과 우선주 유상증자를 고려하여 목표주가를 44,000 원으로 제시한다. 한화건설 리스크 해소가 임박했으며 케미칼의 성장성을 고려 자회사 NAV 대비 할인율은 20%를 적용하였으며 10 월 상장예정인 우선주 2,247 만주를 반영하여 산정하였다.

한화 목표주가 산정

구분	내용
영업가치	23,803
자회사 가치	42,377
브랜드수수료	6,208
순차입금	29,329
적정 시가총액	43,059
주식수	97,430,735
목표주가	44,194

자료 SK 증권

주: 브랜드 수수료는 2016 년 예상 매출액 대비 10 배 적용

영업가치

(단위: 억원)

구분	2016년
매출액	53,246
영업이익	3,140
법인세율	24.20%
세후 영업이익	2,380
멀티플	10
영업가치	23,803

자료 SK 증권

지분가치

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	한화케미칼	42,850	36.8%		15,756
	한화생명	50,809	21.7%		11,010
	한화테크윈	32,409	32.4%		10,484
	한화자사주	26,985	7.8%		2,116
	한화건설			10,587	10,587
비상장	한화호텔앤드리조트			2,192	2,192
	한화큐셀코리아			574	574
	한화테크엠			251	251
합계					52,971
할인율					20%
자회사 가치					42,377

자료 SK 증권

한화 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	92,033	96,906	111,329	113,495	120,386	108,649	113,709	113,222	413,763	455,966	465,041
한화별도	10,999	13,377	11,907	14,706	11,606	13,242	13,768	14,630	50,989	53,246	56,776
한화테크윈	6,022	6,072	6,480	7,560	6,426	8,207	9,164	10,219	26,134	34,016	39,321
한화건설	6,223	6,918	6,396	7,857	5,882	6,349	5,929	7,071	27,394	25,231	23,604
한화케미칼	7,997	8,446	8,330	7,922	7,807	8,707	8,586	8,643	32,695	33,743	33,541
한화호텔앤드리조트	2,254	2,357	2,661	2,447	2,338	2,715	2,677	2,430	9,719	10,160	10,194
한화생명	37,100	38,409	45,170	47,610	41,310	33,650	37,762	39,326	168,289	152,048	133,223
영업이익	2,654	4,143	1,024	-24	4,108	5,488	3,791	4,086	7,797	17,473	16,506
한화별도	49	599	648	362	621	654	707	1,158	1,658	3,140	3,207
한화테크윈	-	-	240	-147	317	445	489	518	93	1,768	2,132
한화건설	359	66	-2,836	-41	366	512	-107	7	-2,452	778	946
한화케미칼	254	674	696	253	648	1,255	879	609	1,877	3,391	2,222
한화호텔앤드리조트	4	-7	20	-5	-1	-11	72	-34	12	26	242
한화생명	2,046	2,973	1,298	-37	1,864	1,430	1,322	1,534	6,280	6,149	6,433
영업이익률	2.9%	4.3%	0.9%	0.0%	3.4%	5.1%	3.3%	3.6%	1.9%	3.8%	3.5%

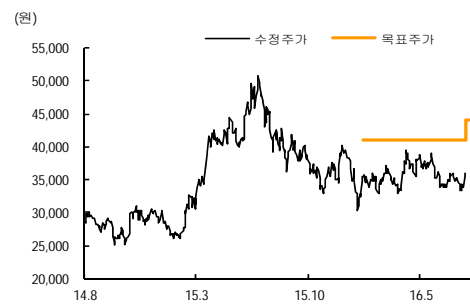
자료: SK 증권 한화

기활법 활용한 지주회사 전환 가능성 낮음

한화그룹 기업집단 내 영업이익률 기준을 충족하는 상장사는 한화갤러리아타임월드, 한화테크윈, 한화투자증권, 한화, 한화케미칼이 있다. 한화는 공정거래법상 지주회사가 아니기 때문에 지주회사 전환을 고려해 볼 수 있으나 한화생명 등의 금융자회사를 보유한 관계로 현 지배구조 상에서 지주회사 전환은 불가능하다. 면세점 사업을 영위하는 한화갤러리아타임월드, 지속적인 실적개선이 예상되는 한화테크윈, 한화케미칼은 관련 산업 내 M&A 를 고려해 볼 수 있을 것이다.

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.08.16	매수	44,000원
2016.02.01	매수	41,000원



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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 16 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	885,548	1,059,344	1,076,562	1,105,843	1,116,811
현금및현금성자산	24,508	31,702	31,724	57,288	64,648
매출채권및기타채권	255,584	284,456	283,771	286,179	288,942
재고자산	27,672	31,102	31,027	31,290	31,592
비유동자산	351,294	396,873	390,785	390,656	390,431
장기금융자산	3,689	10,594	7,220	7,220	7,220
유형자산	105,911	121,864	116,539	110,005	104,168
무형자산	10,197	12,969	12,688	12,464	12,285
자산총계	1,236,843	1,456,217	1,467,346	1,496,499	1,507,242
유동부채	115,687	208,310	196,984	197,506	198,381
단기금융부채	51,320	118,157	107,289	107,289	107,289
매입채무 및 기타채무	38,434	41,862	41,761	42,116	42,522
단기충당부채	1,177	845	843	850	859
비유동부채	1,000,004	1,111,451	1,121,512	1,136,606	1,132,678
장기금융부채	56,482	71,396	72,827	72,827	72,827
장기매입채무 및 기타채무	301	4,040	7,886	11,731	11,731
장기충당부채	1,080	2,556	2,550	2,571	2,561
부채총계	1,115,690	1,319,760	1,318,496	1,334,112	1,331,059
지배주주지분	43,583	41,545	48,118	53,838	59,815
자본금	3,772	3,772	3,772	3,772	3,772
자본잉여금	4,049	5,222	4,948	4,948	4,948
기타자본구성요소	386	389	392	392	392
자기주식	-208	-208	-208	-208	-208
이익잉여금	29,449	25,893	33,157	39,295	45,692
비지배주주지분	77,569	94,912	100,732	108,550	116,368
자본총계	121,152	136,457	148,851	162,387	176,183
부채외자본총계	1,236,843	1,456,217	1,467,346	1,496,499	1,507,242

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	25,476	48,717	4,290	26,609	12,779
당기순이익(손실)	372	1,754	17,399	15,318	15,576
비현금성항목등	57,013	67,592	25,246	8,769	8,081
유형자산감가상각비	6,312	7,303	7,187	6,535	5,836
무형자산감가상각비	650	902	1,093	1,046	1,000
기타	53,949	67,921	11,407	-4,656	-4,656
운전자본감소(증가)	-27,133	-17,865	-31,556	7,530	-5,905
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,281	-10,046	5,741	-2,408	-2,763
재고자산감소(증가)	-3,203	3,258	306	-263	-302
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,754	-2,876	-1,082	354	407
기타	-24,456	-8,201	-36,521	9,847	-3,247
법인세납부	-4,778	-2,764	-6,799	-5,008	-4,973
투자활동현금흐름	-21,236	-36,560	2,497	472	-55
금융자산감소(증가)	-46,031	-54,509	-207	0	0
유형자산감소(증가)	-7,895	-13,372	-2,000	0	0
무형자산감소(증가)	-511	-666	-822	-822	-822
기타	33,201	31,988	5,526	1,294	767
재무활동현금흐름	-5,363	-5,433	-7,274	-1,518	-5,363
단기금융부채증가(감소)	2,152	-5,183	-9,946	0	0
장기금융부채증가(감소)	-4,775	11,652	5,026	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-278	-348	-348	-345	-345
기타	-2,461	-11,553	-2,354	-1,173	-5,018
현금의 증가(감소)	-1,076	6,739	-504	25,564	7,360
기초현금	16,779	15,703	22,442	21,938	47,502
기말현금	15,703	22,442	21,938	47,502	54,862
FCF	67,174	66,208	17,428	23,752	12,859

자료 : 한화, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	374,568	413,763	455,966	465,041	469,530
매출원가	352,304	384,276	428,631	439,309	443,954
매출총이익	22,264	29,487	27,334	25,733	25,576
매출총이익률 (%)	5.9	7.1	6.0	5.5	5.5
판매비와관리비	17,106	21,902	9,862	9,227	8,756
영업이익	5,158	7,585	17,473	16,506	16,820
영업이익률 (%)	1.4	1.8	3.8	3.6	3.6
비영업손익	-4,786	-5,831	3,634	3,702	3,729
순금융비용	4,068	3,515	4,337	4,278	4,251
외환관련손익	136	-441	-441	-441	-441
관계기업투자등 관련손익	128	450	3,714	3,766	3,766
세전계속사업이익	372	1,754	21,106	20,208	20,549
세전계속사업이익률 (%)	0.1	0.4	4.6	4.4	4.4
계속사업법인세	2,003	548	5,495	4,890	4,973
계속사업이익	-1,630	1,205	15,611	15,318	15,576
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,630	1,205	15,611	15,318	15,576
순이익률 (%)	-0.4	0.3	3.4	3.3	3.3
지배주주	-3,645	-2,850	7,205	6,484	6,742
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.97	-0.69	1.58	1.39	1.44
비지배주주	2,014	4,055	8,406	8,834	8,834
총포괄이익	11,731	2,335	14,176	13,882	14,141
지배주주	1,505	-2,888	6,786	6,065	6,323
비지배주주	10,226	5,223	7,389	7,818	7,818
EBITDA	12,119	15,789	25,753	24,087	23,657

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-3.3	10.5	10.2	2.0	1.0
영업이익	-40.3	47.0	130.4	-5.5	1.9
세전계속사업이익	-90.8	370.8	1,103.6	-4.3	1.7
EBITDA	-21.6	30.3	63.1	-6.5	-1.8
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-10.0	4.0
수익성 (%)					
ROE	-8.4	-6.7	16.1	12.7	11.9
ROA	-0.1	0.1	1.1	1.0	1.0
EBITDA마진	3.2	3.8	5.7	5.2	5.0
안정성 (%)					
유동비율	765.5	508.5	546.5	559.9	563.0
부채비율	920.9	967.2	885.8	821.6	755.5
순차입금/자기자본	-362.7	-364.0	-351.9	-338.3	-316.0
EBITDA/이자비용(배)	2.7	3.8	5.1	4.8	4.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-4,831	-3,778	9,552	8,595	8,937
BPS	57,774	55,072	63,785	71,367	79,290
CFPS	4,396	7,098	20,527	18,644	18,000
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	4.3	4.7	4.5
PER(최저)	N/A	N/A	3.3	3.6	3.5
PBR(최고)	0.7	1.0	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	7.1	5.6	1.8	1.9	2.0
EV/EBITDA(최고)	-26.7	-21.9	-14.3	-15.8	-16.0
EV/EBITDA(최저)	-27.5	-23.1	-14.6	-16.1	-16.3