

AK홀딩스 (006840)

하반기 유가 안정화 수혜 기대

매수 (유지)

주가 (5월 16일)	49,400 원
목표주가	62,000 원 (하향)
상승여력	25.5%

박광래

☎ (02) 3772-1513
✉ krpark@shinhan.com

- ◆ 1분기 영업이익 974억원(-0.1% YoY) 기록
- ◆ 2분기 영업이익 562억원(+0.2% YoY) 전망, 하반기부터 실적 개선 기대
- ◆ 투자의견 매수 유지, 목표주가는 62,000원으로 하향

1분기 영업이익 974억원(-0.1% YoY) 기록

1분기 실적은 매출액 9,968억원(+8.8% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 974억원(-0.1%)을 기록했다. 업황 부진의 영향으로 에이케이캠텍과 애경유화의 영업이익이 전년 동기 대비 각각 9.9%, 70.9% 감소한 가운데 성장성이 높은 계열사인 애경산업의 영업이익은 5.3% 증가에 그쳤다. 제주항공의 영업이익이 기재 확장 및 저유가 효과로 24.6% 증가하면서 홀딩스 이익 감소 폭을 줄였다.

2분기 영업이익 562억원(+0.2% YoY) 전망, 하반기부터 실적 개선 기대

2분기에도 큰 폭의 이익 성장을 기대하긴 어려울 전망이다. 1분기 말부터 상승세로 전환한 유가 영향 및 국제선 여객 비수기 진입으로 제주항공의 2분기 영업이익이 전년 동기 대비 44.3% 감소가 불가피하다. 애경유화의 실적도 업황 부진에서 벗어나지 못하면서 20% 이상 감익이 예상된다. 2분기 홀딩스 매출액 1.01조원(+13.3% YoY), 영업이익 562억원(+0.2%)을 전망한다.

하반기부터는 유가가 안정화되면서 계열사들의 실적 개선세가 시작될 전망이다. 2019년 홀딩스 실적은 매출액 4.22조원(+13.7%), 영업이익 3,446억원(+27.8%) 달성을 예상한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 62,000원으로 하향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 기존 63,000원에서 62,000원으로 1.6% 하향 조정한다. 역사적 저점 수준까지 주가가 하락해 밸류에이션 매력(12개월 선행 PBR 0.65배)이 돋보이고 2012년부터 DPS를 꾸준히 상향(2012년 이후 연평균 31.7% DPS 상승)시키면서 주주가치 제고에 힘쓰는 회사 측의 노력은 투자 매력도를 높이는 요인이다.

KOSPI	2,067.69p
KOSDAQ	717.59p
시가총액	654.4 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	13.2 백만주
유통주식수	4.3 백만주(32.4%)
52 주 최고/최저가	86,500 원/42,600 원
일평균 거래량 (60 일)	19,336 주
일평균 거래액 (60 일)	1,056 백만원
외국인 지분율	14.77%
주요주주	채형석 외 19 인 64.91%
	국민연금 5.01%
절대수익률	3 개월 -8.9%
	6 개월 1.5%
	12 개월 -35.8%
KOSPI 대비	3 개월 -3.2%
상대수익률	6 개월 2.8%
	12 개월 -23.7%

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	3,392.5	265.6	240.7	99.6	7,522	38.4	52,954	9.1	4.4	1.3	15.1	13.8
2018	3,711.2	269.7	269.8	106.9	8,070	7.3	63,797	6.7	4.4	0.8	13.8	18.2
2019F	4,221.0	344.6	328.8	127.9	9,652	19.6	72,537	5.1	5.4	0.7	14.2	57.2
2020F	4,618.4	408.2	394.6	154.9	11,694	21.2	83,331	4.2	4.7	0.6	15.0	44.3
2021F	5,050.7	516.4	506.6	176.2	13,299	13.7	95,681	3.7	3.9	0.5	14.9	36.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

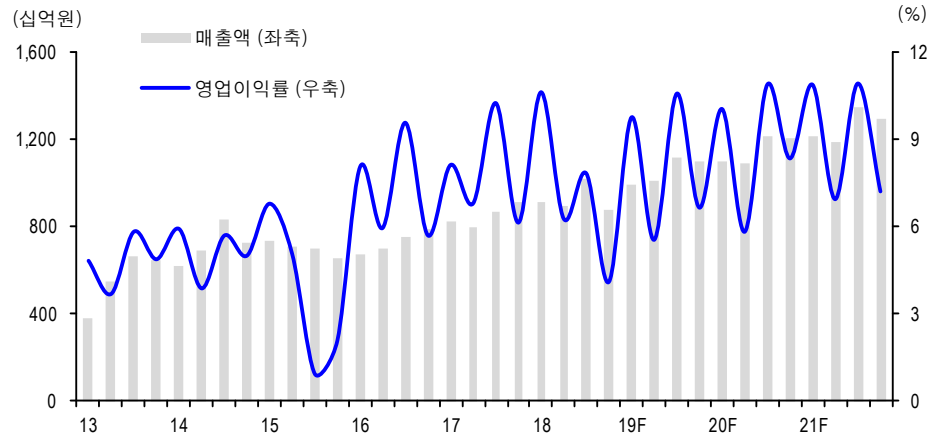
AK홀딩스의 영업실적 추이 및 전망															
(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F
매출액	916.6	893.6	1,021.3	879.6	996.8	1,012.9	1,114.3	1,096.9	1,101.2	1,087.9	1,220.2	1,209.2	3,392.5	3,711.2	4,221.0
1. 에이케이캠텍	84.9	86.9	87.7	78.0	75.9	119.1	130.1	127.7	110.3	122.8	139.8	132.1	360.8	337.6	452.9
2. 애경유화	252.3	261.7	311.6	205.7	257.2	277.9	289.3	286.8	268.7	281.8	299.4	291.3	959.8	1,031.4	1,111.3
3. 제주항공	308.6	283.3	350.1	317.5	392.9	333.5	396.8	373.5	421.2	382.0	453.6	442.2	996.4	1,259.4	1,496.7
4. 백화점	114.2	97.3	101.8	115.5	104.5	106.1	101.8	116.9	100.6	105.0	100.9	115.2	489.0	428.8	429.2
5. 애경산업	169.1	174.3	180.4	175.8	178.8	187.1	207.0	203.0	212.9	206.5	237.1	240.4	628.9	699.6	776.0
매출액 %YoY	11.7	12.3	18.0	(3.4)	8.8	13.3	9.1	24.7	10.5	7.4	9.5	10.2	16.1	9.4	13.7
에이케이캠텍	(7.8)	(9.0)	(2.5)	(6.2)	(10.6)	37.0	48.4	63.6	45.3	3.1	7.4	3.4	6.8	(6.4)	34.1
애경유화	7.1	14.2	30.3	(19.6)	2.0	6.2	(7.1)	39.4	4.4	1.4	3.5	1.6	10.6	7.5	7.7
제주항공	28.5	24.2	31.3	21.4	27.3	17.7	13.3	17.7	7.2	14.6	14.3	18.4	33.3	26.4	18.8
백화점	(3.8)	(19.7)	(14.0)	(11.8)	(8.5)	9.1	(0.1)	1.2	(3.7)	(1.0)	(0.9)	(1.5)	(2.8)	(12.3)	0.1
애경산업	16.8	30.9	10.9	(6.7)	5.8	7.3	14.7	15.5	19.1	10.4	14.5	18.4	24.1	11.2	10.9
영업이익	97.5	56.1	80.0	36.1	97.4	56.2	118.0	73.0	110.8	63.4	133.0	101.0	265.6	269.7	344.6
에이케이캠텍	3.6	1.3	3.9	3.0	3.2	4.1	5.2	5.0	4.3	4.7	5.4	5.1	21.6	11.7	17.5
애경유화	17.7	18.9	11.6	3.8	5.2	14.4	18.4	13.2	14.6	18.3	20.6	20.5	75.1	52.0	51.2
제주항공	46.4	11.6	37.8	5.4	57.8	6.5	63.4	29.8	52.2	7.0	67.7	47.7	100.3	99.9	157.5
백화점	9.7	9.9	5.6	12.0	10.4	9.6	8.9	11.1	9.4	9.6	9.3	10.7	22.5	37.2	40.0
애경산업	21.8	21.4	22.4	13.6	23.0	24.8	23.1	15.5	31.6	27.6	31.0	18.8	49.7	79.2	86.4
영업이익률 (%)	10.6	6.3	7.8	4.1	9.8	5.5	10.6	6.7	10.1	5.8	10.9	8.4	7.8	7.3	8.2
에이케이캠텍	4.2	1.4	4.4	3.8	4.2	3.5	4.0	3.9	3.9	3.8	3.9	3.9	6.0	3.5	3.9
애경유화	7.0	7.2	3.7	1.8	2.0	5.2	6.4	4.6	5.5	6.5	6.9	7.0	7.8	5.0	4.6
제주항공	15.0	4.1	10.8	1.7	14.7	1.9	16.0	8.0	12.4	1.8	14.9	10.8	10.1	7.9	10.5
백화점	8.5	10.2	5.5	10.4	10.0	9.0	8.7	9.5	9.3	9.1	9.2	9.3	4.6	8.7	9.3
애경산업	12.9	12.3	12.4	7.7	12.8	13.3	11.2	7.6	14.8	13.3	13.1	7.8	7.9	11.3	11.1
영업이익 %YoY	46.1	3.6	(9.9)	(35.5)	(0.1)	0.2	47.4	102.5	13.7	12.8	12.7	38.3	24.3	1.5	27.8
에이케이캠텍	(17.4)	(71.4)	(50.4)	(40.9)	(9.9)	231.4	33.6	66.2	33.8	12.9	4.8	3.1	(41.2)	(45.8)	49.8
애경유화	(5.2)	(2.6)	(45.4)	(76.1)	(70.9)	(23.9)	58.9	251.2	183.5	27.0	11.7	54.7	0.2	(30.8)	(1.5)
제주항공	72.2	(27.0)	(5.9)	(68.8)	24.6	(44.3)	68.0	452.6	(9.7)	7.5	6.8	60.2	73.5	(0.4)	57.6
백화점	2,447.4	101.0	(0.5)	3.6	7.3	(3.3)	58.1	(7.0)	(10.3)	0.5	4.3	(3.9)	143.5	65.4	7.5
애경산업	32.2	105.6	49.9	72.0	5.3	15.9	3.5	13.9	37.8	11.1	34.1	21.5	28.6	59.2	9.1
지배주주순이익	38.0	25.9	32.3	10.8	37.3	23.6	50.2	16.7	42.8	25.9	57.5	28.8	99.6	106.9	127.9
지배주주순이익률 (%)	4.1	2.9	3.2	1.2	3.7	2.3	4.5	1.5	3.9	2.4	4.7	2.4	2.9	2.9	3.0
% YoY	61.1	22.3	(28.4)	10.3	(1.6)	(8.8)	55.4	55.4	14.5	9.6	14.5	72.1	38.4	7.3	19.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

실적 추정 변경 사항						
(십억원, %)	변경 전		변경 후		변경률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	4,352.3	4,896.4	4,221.0	4,618.4	(3.0)	(5.7)
영업이익	345.6	408.2	344.6	408.2	(0.3)	0.0
세전이익	329.8	394.6	328.8	394.6	(0.3)	0.0
지배주주순이익	119.3	142.9	127.9	154.9	7.2	8.4

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자 추정

AK홀딩스의 분기별 영업실적 추이 및 전망



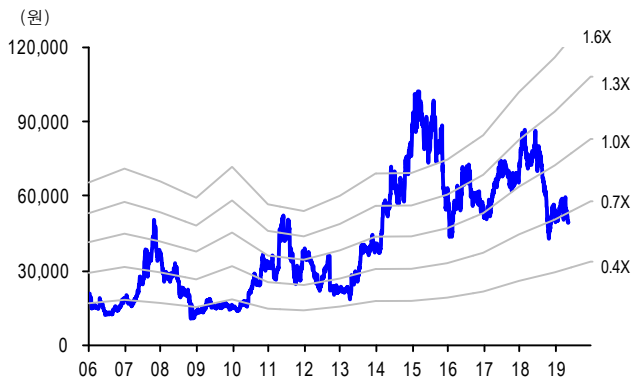
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

AK홀딩스의 목표주가 산정

항목	금액 (십억원)	장부가액 (십억원)	지분율 (%)	비고
지주사 자체사업	30.4			
A: 영업가치	468.0			g 0%, wacc 6.5% 가정
에이케이캠텍	57.8	72.12	80.11	2019년 1분기 장부가액
애경화학	32.7	65.36	50.00	2019년 1분기 장부가액
에이케이에스앤디	121.2	157.03	77.18	2019년 1분기 장부가액
에이엠플러스자산개발	25.2	44.11	57.14	2019년 1분기 장부가액
B: 비상장 자회사 가치	236.9			
	금액 (십억원)	시가총액 (십억원)	지분율 (%)	비고
제주항공	519.1	1,299.5	57.06	지분가치 30% 할인
애경유휘	121.4	384.2	45.16	지분가치 30% 할인
애경산업	451.9	1,619.9	39.85	지분가치 30% 할인
C: 상장 자회사 가치	1,092.4			
D: 순차입금	976.4			
기업가치 = (A+B+C) - D	820.9			
주식 수 (천주)	13,248			
적정 주가 (원)	61,961			
목표 주가 (원)	62,000			
현재 주가 (원)	49,400			
상승 여력 (%)	25.4			

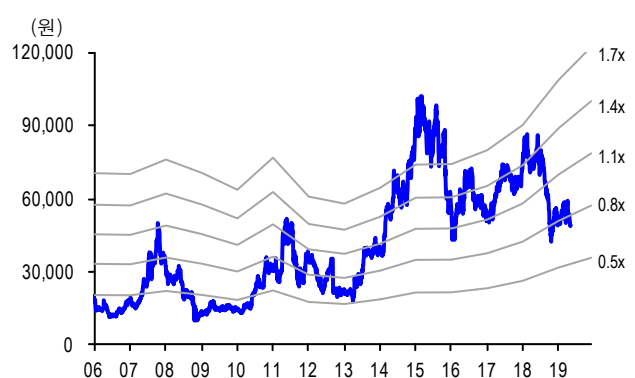
자료: 신한금융투자 / 주: WACC(Weighted Average Cost of Capital): 가중평균자본비용

AK홀딩스의 12개월 Forward PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

AK홀딩스의 12개월 Trailing PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	2,944.8	3,397.9	4,457.4	4,767.1	5,190.6
유동자산	1,218.5	1,306.7	1,325.9	1,398.4	1,489.5
현금및현금성자산	330.4	511.4	401.7	379.5	396.8
매출채권	279.4	268.8	329.3	363.0	389.4
재고자산	217.8	227.0	221.5	244.2	261.9
비유동자산	1,726.3	2,091.2	2,229.5	2,466.7	2,799.1
유형자산	1,103.0	1,396.1	1,534.9	1,756.0	2,076.7
무형자산	150.1	190.8	184.4	178.5	173.1
투자자산	205.6	209.5	215.3	237.3	254.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	902.0	902.0	902.0
부채총계	1,792.7	1,924.0	2,750.6	2,774.4	2,872.6
유동부채	1,307.6	1,331.0	1,388.5	1,378.6	1,450.5
단기차입금	340.6	277.4	173.5	57.4	46.2
매입채무	363.4	328.0	353.7	389.9	418.2
유동성장기부채	142.6	176.4	176.4	176.4	176.4
비유동부채	485.1	593.0	1,362.1	1,395.8	1,422.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	278.2	329.3	1,033.3	1,033.3	1,033.3
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,152.1	1,473.9	1,706.8	1,992.6	2,318.1
자본금	66.2	66.2	66.2	66.2	66.2
자본잉여금	248.5	290.8	290.8	290.8	290.8
기타자본	(10.1)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	2.7	3.5	3.5	3.5	3.5
이익잉여금	394.1	490.3	606.1	749.1	912.7
지배주주지분	701.6	845.2	960.9	1,103.9	1,267.6
비지배주주지분	450.5	628.7	745.9	888.7	1,050.5
*총차입금	765.3	795.5	1,398.6	1,284.0	1,274.1
*순차입금(순현금)	158.8	267.6	976.4	881.9	853.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	280.9	317.3	458.0	464.9	637.7
당기순이익	185.4	206.6	243.4	296.9	336.5
유형자산상각비	68.6	81.1	90.1	104.2	126.9
무형자산상각비	11.1	13.0	6.4	5.9	5.5
외화환산손실(이익)	3.6	(1.3)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(11.3)	1.1	(5.3)	(6.3)	(3.5)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(11.0)	(25.0)	(14.6)	(16.9)	(18.8)
운전자본변동	(8.7)	0.3	97.9	45.2	35.8
(법인세납부)	(61.9)	(69.2)	(85.4)	(97.7)	(110.0)
기타	105.1	110.7	125.5	133.6	265.3
투자활동으로인한현금흐름	(292.5)	(225.5)	(1,121.6)	(328.4)	(431.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(234.7)	(346.7)	(228.9)	(325.2)	(447.5)
유형자산의감소	20.0	18.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(5.4)	(9.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(4.4)	124.0	5.2	(10.1)	(4.8)
기타	(68.0)	(11.9)	(897.9)	6.9	21.1
FCF	39.6	(169.8)	155.6	104.0	98.5
재무활동으로인한현금흐름	(39.3)	90.0	544.8	(169.9)	(199.2)
차입금의 증가(감소)	(1.5)	(28.3)	603.1	(114.6)	(10.0)
자기주식의처분(취득)	10.4	5.6	0.0	0.0	0.0
배당금	(20.4)	(26.4)	(9.8)	(10.4)	(11.1)
기타	(27.8)	139.1	(48.5)	(44.9)	(178.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	9.0	11.2	10.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(7.3)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(58.0)	181.0	(109.7)	(22.2)	17.3
기초현금	388.4	330.4	511.4	401.7	379.5
기말현금	330.4	511.4	401.7	379.5	396.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,392.5	3,711.2	4,221.0	4,618.4	5,050.7
증가율 (%)	16.1	9.4	13.7	9.4	9.4
매출원가	2,328.2	2,665.6	3,096.2	3,403.9	3,693.0
매출총이익	1,064.3	1,045.6	1,124.8	1,214.5	1,357.7
매출총이익률 (%)	31.4	28.2	26.6	26.3	26.9
판매관리비	798.6	775.9	780.1	806.4	841.3
영업이익	265.6	269.7	344.6	408.2	516.4
증가율 (%)	24.3	1.5	27.8	18.4	26.5
영업이익률 (%)	7.8	7.3	8.2	8.8	10.2
영업외손익	(25.0)	0.1	(15.8)	(13.6)	(9.8)
금융손익	(22.9)	(9.0)	(12.7)	(14.9)	(12.2)
기타영업외손익	(12.8)	(5.1)	(15.6)	(11.2)	(10.6)
종속 및 관계기업관련손익	10.8	14.2	12.5	12.5	13.1
세전계속사업이익	240.7	269.8	328.8	394.6	506.6
법인세비용	55.3	63.2	85.4	97.7	110.0
계속사업이익	185.4	206.6	243.4	296.9	336.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	185.4	206.6	243.4	296.9	336.5
증가율 (%)	39.1	11.4	17.8	22.0	13.4
순이익률 (%)	5.5	5.6	5.8	6.4	6.7
(지배주주)당기순이익	99.6	106.9	127.9	154.9	176.2
(비지배주주)당기순이익	85.8	99.7	117.2	142.8	161.8
총포괄이익	175.9	197.3	243.4	296.9	336.5
(지배주주)총포괄이익	93.7	102.3	135.9	165.8	188.0
(비지배주주)총포괄이익	82.2	95.0	107.4	131.1	148.6
EBITDA	345.4	363.9	441.1	518.2	648.7
증가율 (%)	22.0	5.3	21.2	17.5	25.2
EBITDA 이익률 (%)	10.2	9.8	10.4	11.2	12.8

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

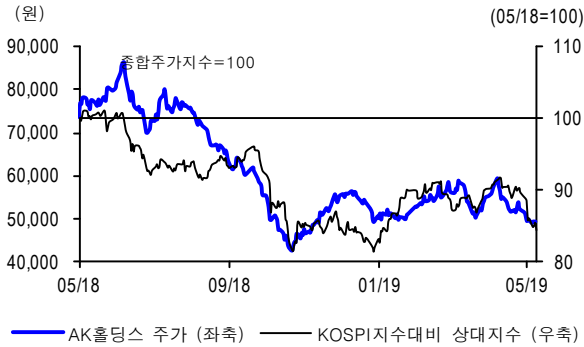
주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	13,996	15,597	18,372	22,410	25,403
EPS (지배순이익, 원)	7,522	8,070	9,652	11,694	13,299
BPS (자본총계, 원)	86,964	111,258	128,842	150,415	174,982
BPS (지배지분, 원)	52,954	63,797	72,537	83,331	95,681
DPS (원)	650	750	800	850	850
PER (당기순이익, 배)	4.9	3.5	2.7	2.2	1.9
PER (지배순이익, 배)	9.1	6.7	5.1	4.2	3.7
PBR (자본총계, 배)	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	1.3	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	4.4	4.4	5.4	4.7	3.9
배당성향 (%)	8.4	9.2	8.2	7.2	6.3
배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.6	1.7	1.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	10.2	9.8	10.4	11.2	12.8
영업이익률 (%)	7.8	7.3	8.2	8.8	10.2
순이익률 (%)	5.5	5.6	5.8	6.4	6.7
ROA (%)	6.5	6.5	6.2	6.4	6.8
ROE (지배순이익, %)	15.1	13.8	14.2	15.0	14.9
ROIC (%)	21.3	15.5	17.0	18.3	20.8
안정성					
부채비율 (%)	155.6	130.5	161.2	139.2	123.9
순차입금비율 (%)	13.8	18.2	57.2	44.3	36.8
현금비율 (%)	25.3	38.4	28.9	27.5	27.4
이자보상배율 (배)	9.3	9.7	7.1	9.1	2.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(15.9)	(25.4)	(41.8)	(37.4)	(37.6)
재고자산회수기간 (일)	22.4	21.9	19.4	18.4	18.3
매출채권회수기간 (일)	29.4	27.0	25.9	27.4	27.2

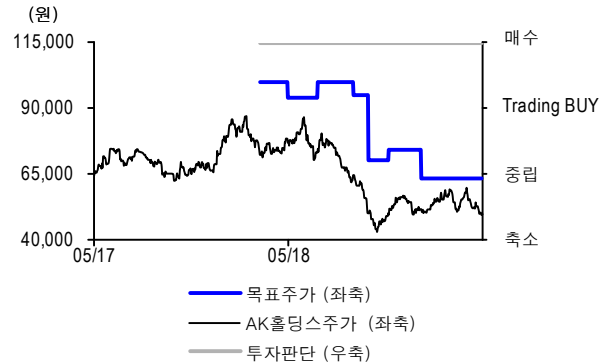
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

AK홀딩스 (006840)

주가차트



투자 의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 박광래)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2018년 03월 26일	매수	100,000	(25.4)	(21.7)
2018년 05월 17일	매수	94,000	(17.6)	(8.0)
2018년 07월 12일	매수	100,000	(28.5)	(19.7)
2018년 09월 17일	매수	95,000	(39.3)	(34.3)
2018년 10월 15일	매수	70,000	(33.0)	(26.4)
2018년 11월 22일	매수	74,000	(28.1)	(23.6)
2019년 01월 22일	매수	63,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	비중확대	비중축소
	비중확대	비중축소
매수	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	향후 6개월 수익률이 +10% ~ +10%
Trading BUY	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%
중립	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	향후 6개월 수익률이 -20% 이하
축소	향후 6개월 수익률이 -20% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 05월 14일 기준)

매수 (매수)	97.14%	Trading BUY (중립)	0.95%	중립 (중립)	1.9%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	------	---------	----