

지주회사
최남곤

 02 3770 5604
 namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	54,000원 (M)
현재주가 (4/17)	38,650원
상승여력	40%

시가총액	32,831억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	112억원
60일 평균 거래량	265,636주
52주 고	52,000원
52주 저	35,450원
외인지분율	27.40%
주요주주	김승연 외 11 인 36.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.5)	(14.1)	9.0
상대	(5.0)	(12.0)	(4.7)
절대(달러환산)	(6.6)	(13.9)	16.3

1Q18 Preview : 영업이익 6,011억원으로 컨센서스 부합 전망
1Q18 연결 영업이익 6,011억원(-6.9% YoY)

1Q 연결 매출액 13.5조원(+1.8% YoY), 영업이익 6,011억원(-6.9%), 지배주주순이익 2,830억원(+4.5%)를 기록할 전망이다. ① 1Q18에는 대우조선해양 입찰보증금 승소에 따른 일회성 영업외이익이 예상된다. 한화(주) 447억원, 한화케미칼 1,179억원, 한화건설 329억원 등 약 1,920억원의 영업외이익이 반영될 것이다. ② 한화(주) 방산 매출이 증가할 것이다. 1Q18부터 천무 2차분(1.1조원 / 2018~2021년)에 대한 매출 반영이 시작된다. 천무 2차분의 기여로 관련 매출액은 연간 2,000억원 → 3,000억원으로 증가할 전망이다. ③ 자회사의 경우 한화생명, 한화테크원은 다소 부진할 전망이나, 한화케미칼, 한화건설은 양호한 실적을 시현할 것으로 전망된다. 한화건설은 플랜트 사업에서의 추가 손실 반영이 없고, 이라크 사업은 정상화 단계로 진입 중이다. 이라크 선수금은 현재까지 1.65억 달러 수취됐고, 4월 중 0.55억 달러 추가 수취 예상된다. 상반기 기준 2.2억 달러의 선수금을 수취하는 셈이다. 17년 말 기 수취한 1.7억불까지 합하면 총 3.9억 달러이다.

지배구조 개선 + 양호한 실적 지속 → 지주 섹터 내 가장 저평가

한화그룹은 다음 달 중 한화 S&C 일감 몰아주기 해소를 위한 대책을 마련해 공개할 것이라 밝힌 바 있다. 형태는 한화 S&C에 대한 지분 추가 매각(혹은 상장)으로 예측된다. 이러한 지배 구조 개편을 통해 한화그룹의 할인 요인이 해소될 수 있을 것으로 기대된다. ※ 앞서 2017년 9월 한화S&C(SI 사업부)를 물적 분할 한 후, 지분의 44.6%를 스틱인베스트먼트에 매각했다. 존속법인은 에이치솔루션으로 사명 변경했다. 물적 분할 후 세 형제는 에이치솔루션 지분 100%, 에이치솔루션은 신설법인 한화 S&C 지분 55.4%를 보유하게 됐다. 이를 통해 공정거래위원회의 직접적인 규제는 피했으나, 공정위는 지난 2월 대기업집단의 소유 지배구조 개선 사례를 발표하면서 한화의 일감 몰아주기 해소 시도에 대해서는 판단 유보에 대한 결정을 내린 바 있다.

그룹 자체 펀더멘털은 양호하다. 금리 인상기에 접어든 경제 환경에서 금융 자회사의 실적 개선은 지속성이 높아 보이고, 한화케미칼, 한화(주)의 실적 개선 추세 역시 이어지고 있다. 한화건설은 2017년의 기아디스 미스에서 벗어나, 2018년에는 확실한 수익성 개선을 시현할 전망이다. 이라크 사업은 정상화 단계로 접어 들었고, 해외 플랜트 사업에서는 체인지 오더를 통한 흰입을 기대하고 있다. P/E 5.2배, P/B 0.7배로 지주회사 섹터 내 가장 저평가된 매력에 투자자들의 주목을 기대한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	135,853	1.8	-2.8	131,793	3.1
영업이익	6,011	-6.9	72.5	5,712	5.2
세전계속사업이익	8,695	4.5	2,449.0	8,030	8.3
지배순이익	2,830	4.6	흑전	2,080	36.1
영업이익률 (%)	4.4	-0.4 %pt	+1.9 %pt	4.3	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	2.1	+0.1 %pt	흑전	1.6	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	471,202	504,044	526,810	521,839
영업이익	16,859	21,589	22,351	24,272
지배순이익	4,917	4,054	5,686	5,666
PER	5.7	8.2	5.2	5.3
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.1	7.6	7.6	7.2
ROE	11.5	9.1	11.9	10.7

자료: 유안타증권

한화 NAV				(단위: 억원)
상장사	시가총액	지분율	가치	비고
한화케미칼	47,135	35.9%	16,917	한화 보유 18.15%
한화생명보험	53,588	18.2%	9,726	
한화테크원	13,939	32.4%	4,509	
상장사 합계			31,152	
비상장사	장부가	지분율	가치	
한화호텔앤드리조트	2,192	51%	2,192	한화생명 28.4% 보유
한화건설	12,587	94%	15,986	
한화테크엠	218	100%	218	
한화큐셀 코리아	574	41%	574	
비상장사 합계			18,970	
기타			2,285	
투자자산가치 합계			43,062	상장사 30% 할인
수익가치			18,000	EBITDA 6X
투자부동산			38	장부가
순차입금			22,213	
NAV			38,887	
주식 수(천주)			69,079	자사주 588만주 제외

자료: 유안타증권 리서치센터

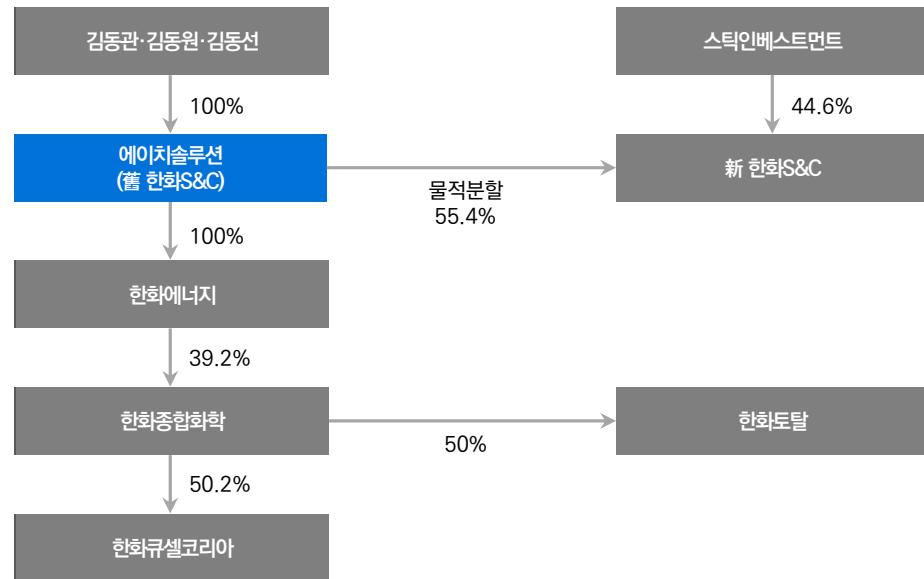
한화건설 해외프로젝트 현황

사업장	공사개요	현황
Marafiq	'09년 7월 수주 발전 플랜트	'17년 9월 IA 발급 완료 FA 발급 협상 중 진행률 99.9%
Yanbu2	'11년 2월 수주 발전 플랜트	'17년 5월 시운전 완료 IA 발급 협상 중 진행률 96.7%
Maaden Gold	'13년 2월 수주 금 생산 설비	체인지 오더 체결 330억원 환입 진행률 99.0%
이라크 비스미야 국민주택 사업 이라크 비스미야 소셜 인프라 사업	'12년 5월 수주 '12년 4월 수주	진행률 32.7% 진행률 13.0%

자료: 한화 2017년 사업보고서 참조, 유안타증권 리서치센터

주 : IA : Initial Acceptance, FA : Final Acceptance

한화 S&C 지배구조 현황



자료: 유안타증권 리서치센터

한화(000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액	471,202	504,044	526,810	521,839	537,494	
매출원가	430,497	459,211	480,901	476,822	491,236	
매출총이익	40,705	44,833	45,909	45,017	46,259	
판관비	23,845	23,244	23,558	20,745	21,368	
영업이익	16,859	21,589	22,351	24,272	24,891	
EBITDA	26,306	30,795	32,030	34,023	34,703	
영업외손익	-140	-1,638	126	-1,465	-1,621	
외환관련손익	65	155	0	0	0	
이자손익	-4,215	-3,835	-4,384	-4,429	-4,475	
관계기업관련손익	4,515	5,825	5,883	5,942	6,001	
기타	-506	-3,783	-1,373	-2,978	-3,147	
법인세비용차감전순손익	16,719	19,951	22,477	22,807	23,270	
법인세비용	3,833	6,842	5,698	5,702	5,818	
계속사업순손익	12,887	13,109	16,780	17,105	17,453	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	12,887	13,109	16,780	17,105	17,453	
지배지분순이익	4,917	4,054	5,686	5,666	5,777	
포괄순이익	3,493	9,982	16,780	17,105	17,453	
지배지분포괄이익	588	3,104	5,686	5,666	5,777	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		124,319	116,197	119,769	132,378	145,959
현금및현금성자산		28,604	21,092	20,414	29,734	40,947
매출채권 및 기타채권		49,645	50,439	52,173	53,964	55,307
재고자산		27,549	26,908	29,337	30,835	31,862
비유동자산		163,098	161,521	167,925	174,316	180,705
유형자산		103,277	101,763	102,581	103,284	103,889
관계기업등 지분관련자산		18,846	22,901	28,784	34,725	40,726
기타투자자산		10,215	6,719	6,719	6,719	6,719
자산총계		1,548,710	1,601,950	1,611,926	1,630,926	1,650,896
유동부채		136,612	129,307	125,461	126,687	127,974
매입채무 및 기타채무		49,242	45,847	44,741	45,467	46,253
단기차입금		37,748	31,619	32,119	32,619	33,119
유동성장기부채		23,804	26,429	26,429	26,429	26,429
비유동부채		103,921	96,378	97,378	98,378	99,378
장기차입금		29,766	26,644	27,144	27,644	28,144
사채		27,257	24,750	25,250	25,750	26,250
부채총계		1,406,431	1,442,302	1,439,457	1,441,683	1,443,969
지배지분		44,081	45,413	50,536	55,639	60,852
자본금		4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금		6,709	5,472	5,472	5,472	5,472
이익잉여금		29,953	33,651	38,775	43,877	49,090
비지배지분		98,198	114,235	121,933	133,804	146,075
자본총계		142,279	159,647	172,469	189,243	206,927
순차입금		85,599	85,151	87,328	79,508	69,796
총차입금		121,204	112,927	114,427	115,927	117,427

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산(12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		60,973	51,385	-18,545	-14,444	-13,061
당기순이익		12,887	13,109	16,780	17,105	17,453
감가상각비		8,174	7,901	8,382	8,497	8,595
외환손익		-7,819	22,733	0	0	0
증속,관계기업관련손익		-4,515	-5,825	-5,883	-5,942	-6,001
자산부채의 증감		-44,632	-59,342	-57,806	-53,205	-51,854
기타현금흐름		96,878	72,809	19,981	19,101	18,747
투자활동 현금흐름		-58,573	-56,658	-19,989	-20,303	-20,354
투자자산		-36,433	-46,097	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)		-11,425	-9,678	-9,200	-9,200	-9,200
유형자산 감소		1,602	951	0	0	0
기타현금흐름		-12,317	-1,833	-10,789	-11,103	-11,154
재무활동 현금흐름		12,947	-3,049	8,116	7,987	7,946
단기차입금		0	0	500	500	500
사채 및 장기차입금		14,143	-5,719	1,000	1,000	1,000
자본금		3,753	0	0	0	0
현금배당		-348	-570	-563	-564	-564
기타현금흐름		-4,602	3,240	7,179	7,051	7,010
연결범위변동 등 기타		-99	-422	21,887	36,080	36,680
현금의 증감		15,248	-8,744	-8,531	9,320	11,212
기초 현금		22,442	37,690	28,946	20,414	29,734
기말 현금		37,690	28,946	20,414	29,734	40,947
NOPLAT		16,859	21,589	22,351	24,272	24,891
FCF		-33,615	-45,629	-40,641	-34,450	-32,574

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

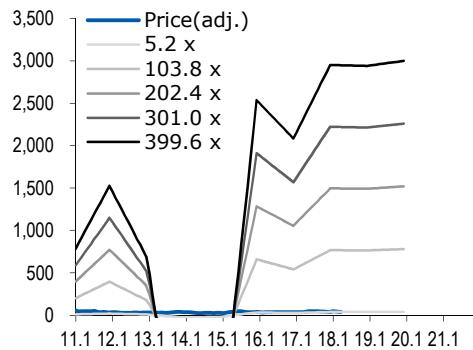
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		6,351	5,210	7,387	7,360	7,508
BPS		47,899	49,346	54,913	60,457	66,122
EBITDAPS		32,541	31,452	32,714	34,749	35,444
SPS		582,874	514,804	538,055	532,978	548,967
DPS		600	600	600	600	600
PER		5.7	8.2	5.2	5.3	5.1
PBR		0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA		8.1	7.6	7.6	7.2	7.2
PSR		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		13.9	7.0	4.5	-0.9	3.0
영업이익 증가율 (%)		122.3	28.1	3.5	8.6	2.5
지배순이익 증가율 (%)		측정	-17.6	40.3	-0.4	2.0
매출총이익률 (%)		8.6	8.9	8.7	8.6	8.6
영업이익률 (%)		3.6	4.3	4.2	4.7	4.6
지배순이익률 (%)		1.0	0.8	1.1	1.1	1.1
EBITDA 마진 (%)		5.6	6.1	6.1	6.5	6.5
ROIC		9.4	10.3	11.8	12.5	12.6
ROA		0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
ROE		11.5	9.1	11.9	10.7	9.9
부채비율 (%)		988.5	903.4	834.6	761.8	697.8
순차입금/자기자본 (%)		194.2	187.5	172.8	142.9	114.7
영업이익/금융비용 (배)		3.7	5.2	4.9	5.3	5.4

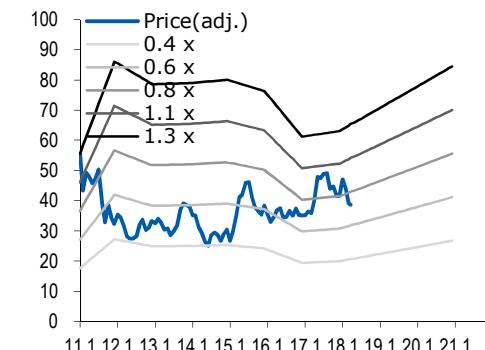
P/E band chart

(천원)

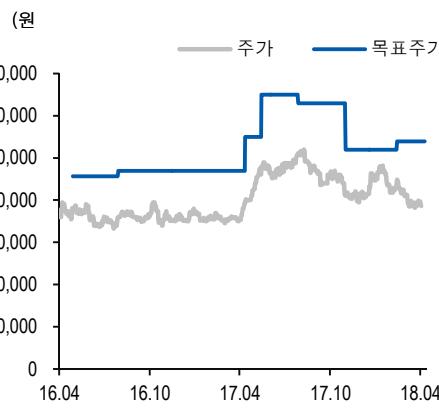


P/B band chart

(천원)



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-04-18	BUY	54,000	1년		
2018-02-27	BUY	54,000	1년		
2017-11-15	BUY	52,000	1년	-16.93	-7.31
2017-08-11	BUY	63,000	1년	-25.75	-17.46
2017-05-29	BUY	65,000	1년	-26.40	-21.85
2017-04-26	BUY	55,000	1년	-21.55	-13.73
2017-02-25	1년 경과 이후		1년	-21.55	-14.15
2016-02-25		45,721	1년	-21.31	-13.61

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-15

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.