



하나금융그룹

2018년 4월 23일 | Equity Research

한화 (000880)

건설 정상화로 한화 순익 2배 이상 증가

1Q 지배순익 3,285억원(YoY +21.3%) 컨센서스 상회 추정

1분기 영업익 5,430억원(YoY -15.9%), 지배순익 3,285억원(YoY +21.3%)으로 컨센서스를 상회할 전망이다. 한화건설은 지난 3분기 대규모 손실을 반영한 바 있으나 4Q17 이후 분기별 이익 정상화 흐름이 완연하다. IFRS15 도입에 따른 건설업종 관련 회계적 비용 증가 요인이 있었음에도 전년 동기 수준의 영업익이 예상된다. 전년 동기 기고효과가 존재하는 생명, 케미칼은 감익이 예상되나 DSME 관련 소송비용 환입에 따라 영업외손익 1,750억원, 지배순익 약 1,200억원의 증가 또한 반영될 예정이다. 올해 한화건설 정상화와 DSME 1회성 환입 등이 더해져 '18년 지배순익은 전년 대비 110% 증가한 8,500억원 대를 전망한다.

한화건설 정상화로 한화 지배순익 전년 대비 2배 이상 증가

한화건설은 건축, 토목, 플랜트 사업을 영위하는 국내 도급 능력 11위의 건설사로 '14~'16년, 그리고 '17년에 사우디 등 해외프로젝트 손실 반영으로 누적 조원대 손실을 기록한 바 있다. 마지막으로 지난 3Q17 해외의 현안 프로젝트에 대한 손실 선 반영으로 1,961억원의 영업손실을 기록하였으나 4분기 영업익 1,261억원을 기록하며 회복되었다. 올해는 전년도 약 1조원의 그룹 내부공사 수주에 대한 매출인식이 본격 진행되고 이라크사업 또한 재개되고 있다는 점에서 한화건설 수익성 개선이 뚜렷할 전망이다. 뿐만 아니라, 사우디 VISION 2030에 따른 신도시 건설 관련 대우건설-한화건설 컨소시엄이 '16년 3월 MOU를 체결한 바 있고 올해 중 20조 원대 규모의 주택건설 프로젝트 수주가 목전에 와 있는 것으로 관측된다. 이는 올해 목표로 하는 연간 수주 3,25조원과 별도의 수주로 컨소시엄 내 한화건설 지분만 4조원을 상회 할 것으로 추정된다.

투자의견 BUY 및 목표가 5.8만원 유지

기존 투자의견 BUY와 목표주가 5.8만원을 유지한다. 오랜 기간 한화 주가의 핵심 부진요인이었던 한화건설의 텁어라운드가 본격화되고 있다. 실적 개선과 대북관계 개선 기대감 확산, 대규모 해외 수주 가능성 등으로 이미 건설업종 주가는 연중 최고치를 경신한 반면, 한화는 여전히 역사적 주가 저점에 머물러 있기에 주목할 만한 시점이라 판단한다.

Collaboration Report

BUY

| TP(12M): 58,000원 | CP(4월 20일): 41,250원

Key Data		Consensus Data		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,476.33				
52주 최고/최저(원)	52,000/37,350	매출액(십억원)	52,070.6	53,212.2	
시가총액(십억원)	3,092.0	영업이익(십억원)	2,370.7	2,556.0	
시가총액비중(%)	0.26	순이익(십억원)	1,861.1	2,031.4	
발행주식수(천주)	74,958.7	EPS(원)	6,576	7,012	
60일 평균 거래량(천주)	271.1	BPS(원)	56,099	62,951	
60일 평균 거래대금(십억원)	11.3				
18년 배당금(예상,원)	600				
18년 배당수익률(예상, %)	0.00				
외국인지분율(%)	27.33				
주요주주 지분율(%)					
김승연 외 11 인	36.06				
국민연금	7.67				
주가상승률 1M 6M 12M	2.0 (9.3) 10.4				
절대 상대	2.4 (8.9) (4.2)				

Stock Price	
(천원)	140 130 120 110 100 90 80 70
한화(작)	
상대지수(우)	
	17.4 17.7 17.10 18.1 18.4

Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	41,376.3	47,120.2	50,383.9	53,760.0	55,371.2
영업이익	십억원	758.5	1,685.9	2,130.0	2,229.5	2,556.4
세전이익	십억원	175.4	1,671.9	2,012.7	3,235.6	3,562.6
지배순이익	십억원	(285.0)	491.7	405.4	850.4	815.4
EPS	원	(3,778)	6,082	4,140	8,685	8,328
증감률	%	적지	흑전	(31.9)	109.8	(4.1)
PER	배	N/A	6.82	9.96	4.75	4.95
PBR	배	0.63	0.92	0.85	0.72	0.64
EV/EBITDA	배	14.10	8.27	6.95	6.45	5.54
ROE	%	(6.70)	11.48	8.85	16.50	13.76
BPS	원	55,347	45,234	48,792	56,902	64,560
DPS	원	500	600	600	700	700



주주/보험 Analyst 오진원

02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규

02-3771-8532
ek.p@hanafn.com건설 Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.comRA 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 한화 실적 추정

(단위: 십억원, %)

Consolidation	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	13,346	11,385	11,695	13,957	13,155	13,317	13,210	14,078	47,120	50,384	53,760
YoY	10.9%	4.8%	-2.7%	14.4%	-1.4%	17.0%	13.0%	0.9%	13.9%	6.9%	6.7%
QoQ	9.4%	-14.7%	2.7%	19.3%	-5.7%	1.2%	-0.8%	6.6%			
자체사업	1,128	1,124	1,149	1,239	1,028	1,090	1,092	1,301	5,102	4,640	4,512
한화건설	740	837	583	1,168	783	906	844	1,055	3,149	3,327	3,588
한화케미칼	2,191	2,486	2,313	2,348	2,213	2,510	2,336	2,372	9,259	9,338	9,432
한화생명	5,202	4,111	3,925	3,852	4,080	3,809	3,889	3,918	15,998	17,091	15,695
영업이익	646	776	388	319.6	543.0	523	569	595	1,686	2,130	2,229
YoY	57.2%	41.4%	-41.1%	378.3%	-15.9%	-32.6%	46.4%	86.2%	122.3%	26.3%	4.7%
QoQ	866.6%	20.2%	-50.0%	-17.7%	69.9%	-3.7%	8.7%	4.7%			
OPM	4.8%	6.8%	3.3%	2.3%	4.1%	3.9%	4.3%	4.2%	3.6%	4.2%	4.1%
자체사업	58	78	80	43	69	85	73	95	224	259.2	322
한화건설	44	23	-	196.1	126.1	43	44	41	50	90	-3
한화케미칼	197	219	215	166	184	201	205	172	779	797	762
한화생명	197	266	154	-24	219	160	193	214	511	592	786
지배순이익	271	216	36.6	-	118	328	173	168	181	492	409
YoY	65.2%	12.2%	-65.7%		적전	21.3%	-19.9%	358.0%	흑전	흑전	-16.9%
QoQ	853.9%	-20.2%	-83.0%		적전	흑전	-47.3%	-3.1%	8.0%		100.8%
NPM	2.0%	1.9%	0.3%	-0.8%	2.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.0%	0.8%	1.6%
자체사업	84	74	47	19	89	51	41	59	106	224	240
한화건설	78	86	-301	-56	55	41	43	54	256	-193	193
한화케미칼	321	236	253	168	260	223	237	201	755	979	921
한화생명	236	251	172	1	153	109	136	151	490	660	549
Stand alone	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	1,128	1,124	1,149	1,239	1,028	1,090	1,092	1,301	5,102	4,640	4,512
YoY	-2.8%	-15.1%	-8.2%	-9.3%	-8.9%	-3.0%	-4.9%	5.0%	0.1%	-9.1%	-2.8%
QoQ	-17.4%	-0.4%	2.2%	7.9%	-17.0%	6.0%	0.2%	19.1%			
제조	536	639	729	818	578	640	661	866	2,428	2,721	2,745
무역/기타	592	486	419	422	450	450	432	434	2,674	1,919	1,766
한화테크엠*	184	164	182	247	202	180	201	271	740	777	855
영업이익	58.3	77.6	80.5	42.8	69	85	73	95	224.2	259.2	322
YoY	-6.1%	18.7%	75.7%	-15.9%	17.5%	9.4%	-9.5%	122.6%	35.2%	15.6%	24.1%
QoQ	14.5%	33.1%	3.7%	-46.8%	60.1%	24.0%	-14.2%	30.8%			
OPM	5.2%	6.9%	7.0%	3.5%	6.7%	7.8%	6.7%	7.3%	4.4%	5.6%	7.1%
제조	48	70	73	53	61	80	69	93	226	244	303
무역/기타	10	8	8	-10	8	5	4	2	-2	16	19
한화테크엠*	18	12	14	10	17	12	15	14	48	53	59
순이익	84	74	47	19	89	51	41	59	106	224	240
YoY	13.7%	32.1%	91.3%		흑전	5.4%	-31.6%	-11.5%	212.4%	193.8%	111.1%
QoQ	흑전	-12.3%	-36.7%	-60.1%	375.3%	-43.1%	-18.1%	41.0%			6.9%
NPM	7.5%	6.6%	4.1%	1.5%	8.7%	4.6%	3.8%	4.5%	2.1%	4.8%	5.3%
한화건설(연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	740	837	583	1,168	783	906	844	1,055	3,149	3,327	3,588.3
영업이익	44	23	-	196	126	42.5	44	41	50	90	-2.6
순이익	78	86	-	301	-	56	55	41	43	54	256.0
매출액성장률	5.6%	21.8%	-14.7%	8.3%	5.9%	8.2%	44.9%	-9.6%	5.8%	5.7%	7.8%
영업이익성장률	14.5%	-32.7%		적전	흑전	-4.4%	90.4%	흑전	-60.5%	흑전	적전
순이익성장률	69.6%	-71.2%		적전	적지	-29.1%	-52.4%	흑전	흑전	적전	흑전
영업이익률	6.0%	2.7%	-33.7%	10.8%	5.4%	4.8%	4.8%	4.7%	2.8%	-0.1%	4.9%
순이익률	10.5%	10.3%	-51.6%	-4.8%	7.0%	4.5%	5.1%	5.1%	8.1%	-5.8%	5.4%

주: 한화생명 순익은 별도 기준

자료: 한화, 하나금융투자

표 2. 한화 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	가치평가액	18F Noplat	18F EBITDA	Valuation Method
영업가치 (A)	2,781			
자체사업	1,750	175	309	자체사업 세후영업이익 대비 10배수 적용
브랜드 로열티	1,031			2018년 예상 브랜드수수료 이익 대비 15배 적용
보유지분가치 (B)	4,799	지분율	장부가	Valuation Method
상장지분	3,168		1,886	
한화생명	961	18.2%	914	4/20일 종가
한화케미칼	1,757	36.1%	972	4/20일 종가
한화테크윈	450	32.4%	825	4/20일 종가
비상장지분	1,619			
한화건설	1,127	100.0%	1,259	한화건설 별도 밸류에이션 적용. 장부가 대비 0.78배 수준
한화호텔앤리조트	219	50.6%	219	장부가 적용
기타	273		273	장부가 적용
부동산가치 (C)	4			투자부동산 공정가치
순차입금 (D)	2,604			4분기 별도 순차입금과 영구채 성격의 우선주 발행총액 합산
총 기업가치(A+B+C-D)	4,968			
주식수(천주)	69,646			우선주 포함 자사주 제외한 유통주식수 기준(신형 우선주 제외)
주당 순자산가치(원)	71,340			
목표주가(원)	58,000			
현재가	41,250			4/20일 종가
상승여력	40.6%			

자료: 한화, 하나금융투자

표 3. 한화건설 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)	가치평가액	18F Noplat	적용배수	Valuation Method
영업가치 (A)	938			
건설사업부	938	134	7	세후영업이익 대비 7배수 적용
보유지분가치 (B)	1,469			
상장지분	1,257			
한화생명	1,257			4/20일 종가
비상장지분	212			2017년 4분기말 장부가 기준
부동산가치 (C)	301			투자부동산 공정가치
순차입금 (D)	1,205			2017년 4분기말 장부가 기준
총 기업가치(A+B+C-D)	1,503			
주식수(천주)	30,616			우선주 포함 총주식수
주당 순자산가치(원)	49,100			
상장지분 30% 할인을 적용한 기업가치(십억원)	1,126.7			
상장지분 30% 할인을 적용시 주당 순자산가치(원)	36,800			

자료: 한화건설, 하나금융투자

이라크에 이어,
사우디에서도 대규모 하우징
프로젝트 수주 예상

대우건설과 한화건설
컨소시엄을 통해 사우디
신도시 사업 추진

사우디 VISION 2030에 따르면,
총 15개의 신도시 건설 계획.
한화건설 추가 수주 가능성
존재하는 상황

사우디의 Vision 2030, 한화건설 등 국내 건설사 신도시 사업 수혜 기대

2016년 3월 대우건설과 한화건설 컨소시엄은 사우디아라비아 다흐야 알푸르산 신도시 사업 MOU체결을 통해 총 사업비 23조원규모의 사상 최대 주택건설 프로젝트 수주가 성사로 높아졌다. 한화건설 지분만 4조원을 넘어갈 것으로 기대된다. 먼저, 사우디아라비아 다흐야 알푸르산 신도시사업은 사우디 주택부가 발주하고 정부가 재원을 조달하는 프로젝트로, 수도인 리야드의 국제공항에서 14km 떨어진 곳에 위치하고 있고 도시 면적은 분당의 2배 규모의 신도시를 건설하는 공사다.

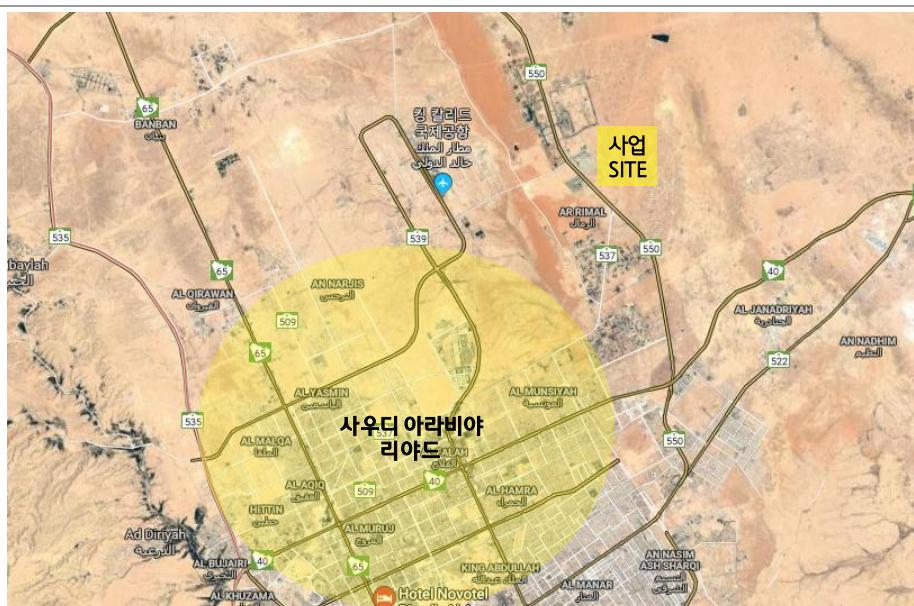
당초 대우건설이 주도적으로 사우디 주택부와 협의하던 건이었는데, 사우디 측에서 이라크 비스마야 신도시의 성공적인 공사수행 능력을 높게 평가해 한화건설이 공동으로 참여하기를 희망하였고, 이에 대우건설과 한화건설 컨소시엄이 구성된 케이스다.

사우디의 VISION 2030에 따르면, 총 15개의 신도시를 추가적으로 건설할 계획이다. 사우디 정부는 제1왕세자인 무함마드 빈 살만을 주축으로 유가하락 위험을 헤치하기 위한 비 석유부문의 재정수입 확대를 추진 중이다. 사우디 아람코(국영석유기업)의 상장이 계획되어 있으며, 상장재원을 토대로 한 비석유부문의 투자가 집행될 예정이다. 사우디의 신도시들은 이런 큰 그림 속에 발주가 차근차근 진행되고 있으며, 현재는 기본설계를 그리는 상태다. 대우건설과 함께 한화건설이 관여한 다흐야-알푸르산 신도시가 성공한다면 지속적인 발주 가능성 또한 존재하므로 한화건설에 긍정적인 사안이다.

그림 1. 사우디 신도시 조성산업(다흐야 알푸르산) 사업 구역도

사우디 다흐야 알푸르산 신도시
사업 (대우건설-한화건설 컨소시엄)

총 면적 38km², 7만 가구규모,
전체 사업금액은 약 23조원



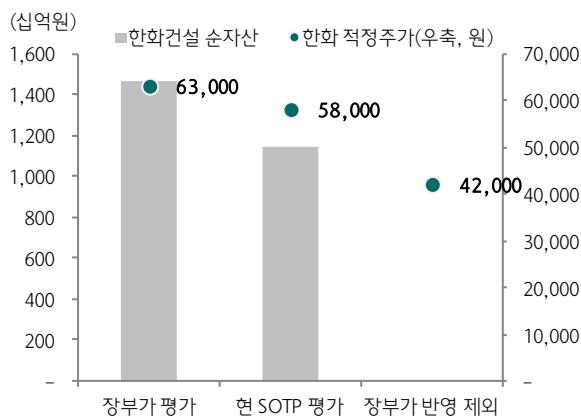
자료: 하나금융투자

표 4. 국내 건설사 시공능력평가 상위 15개사 현황(2017/2018)

(십억원)	상장/비상장	시가총액	순자산	매출	영업이익	순이익
삼성물산	상장	26,367	25,151	29,279	881	640
현대건설	상장	5,529	8,473	16,887	986	202
대우건설	상장	2,627	2,278	11,767	429	259
대림산업	상장	2,878	5,694	12,336	546	490
포스코건설	비상장		2,672	7,019	300	82
GS건설	상장	2,646	3,240	11,679	319	-168
현대엔지니어링	비상장		3,334	6,268	514	319
현대산업개발	상장	3,321	2,962	5,359	646	390
롯데건설	비상장		1,995	5,425	377	33
SK건설	비상장		1,304	7,316	226	72
한화건설	비상장	1,383	3,327	-3	-186	
부영주택	비상장		3,516	898	-156	-234
호반건설	비상장		1,383	1,148	163	204
삼성엔지니어링	상장	3,665	1,005	5,536	47	-45
금호산업	상장	423	393	1,298	31	95

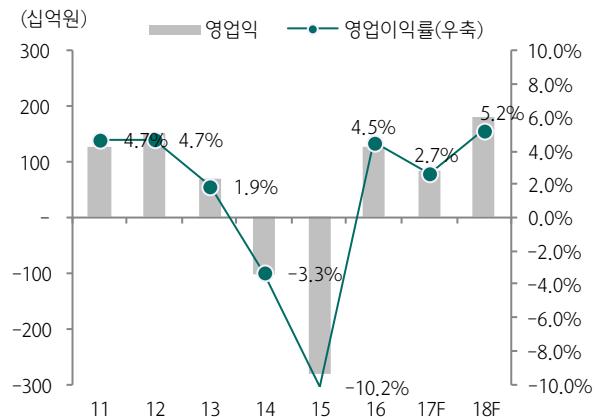
자료: 대한건설협회, 하나금융투자

그림 2. 한화건설 가치가 미반영된 현 주가



자료: 한화, 하나금융투자

그림 3. 한화건설 영업익 추이



주: 별도 기준

자료: 한화건설, 하나금융투자

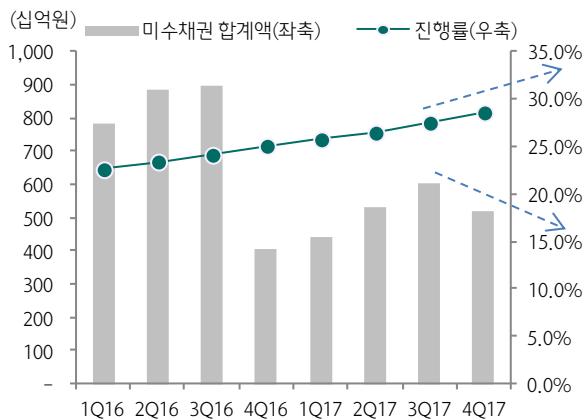
표 5. 한화건설 연간 실적표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
연결 매출액	4,097.2	3,320.9	2,976.4	3,148.5	3,327.3	3,588.3
별도 매출액	3,768.4	3,120.6	2,739.4	2,833.1	3,199.1	3,388.0
건축	1,433.4	994.8	955.0	1,199.3	1,766.9	1,800.0
토목	426.5	521.5	506.3	584.3	442.0	318.0
플랜트	351.6	155.4	170.9	137.8	245.7	300.0
해외	1,508.9	1,292.0	1,043.3	1,197.5	842.3	950.0
기타	48.0	156.9	64.0	29.7	30.4	20.0
연결법인	328.8	200.3	236.9	315.4	128.2	200.3
영업이익	37.5	(411.0)	(439.4)	89.7	(2.6)	176.8
순이익	33.0	(419.9)	(454.6)	259.7	(186.0)	193.1

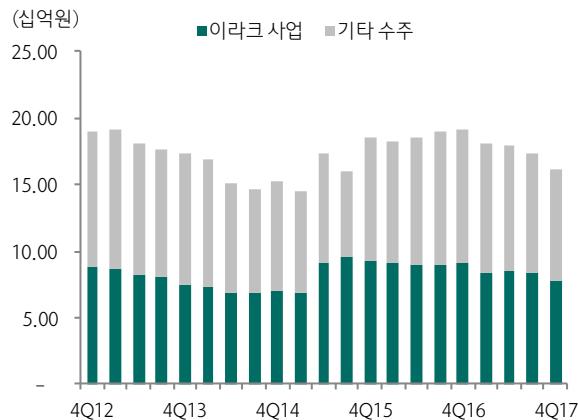
자료: 한화건설, 하나금융투자

그림 4. 이라크 주택사업 진행률 및 미수채권 합계 추이



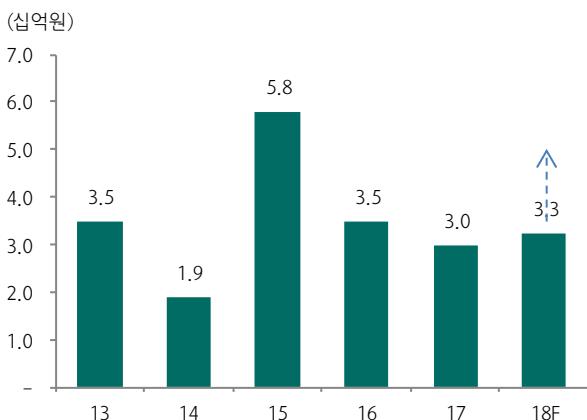
자료: 한화건설, 하나금융투자

그림 5. 수주 잔고의 약 50%에 육박하는 이라크 사업 수주



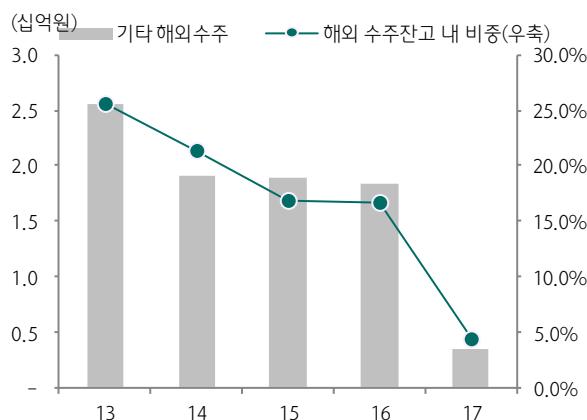
자료: 한화건설, 하나금융투자

그림 6. 연도별 한화건설 신규 수주



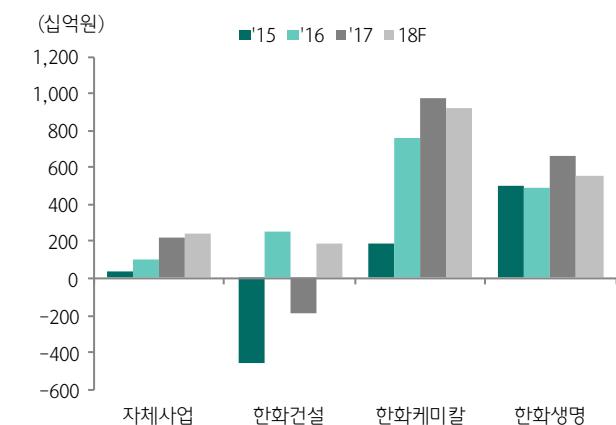
자료: 한화건설, 하나금융투자

그림 7. 손실 반영이 이어졌던 기타 해외수주의 비중 급격히 감소



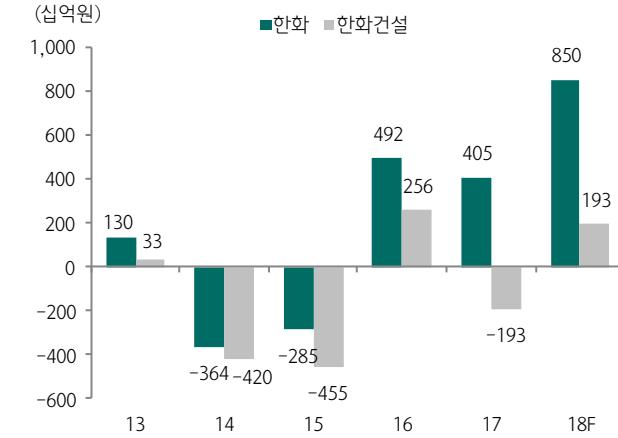
주: 연도별 해외 수주 잔고 내 이라크사업을 제외한 해외수주 잔고 비중
자료: 한화건설, 하나금융투자

그림 8. 한화 주요 사업부문 및 계열사 실적 추이



자료: 한화, 하나금융투자

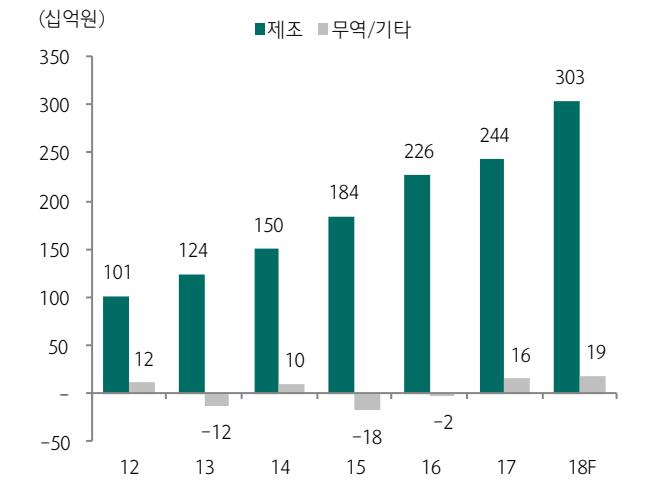
그림 9. 한화건설 개선만으로 지배순익 거의 2배 증가



주: 한화 2018년 지배순익 내 DSME 이행보증금 환입 약 1,200억원 포함

자료: 한화, 하나금융투자

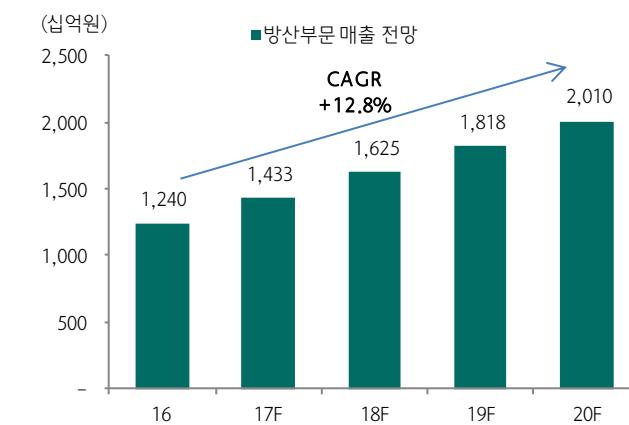
그림 10. 한화 자체사업 영업익 성장 지속



주: 제조부문에 브랜드로열티 수익 포함

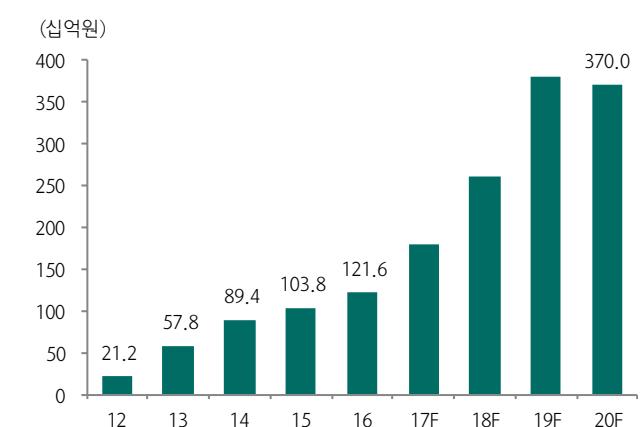
자료: 한화, 하나금융투자

그림 11. 한화 방산 매출 전망



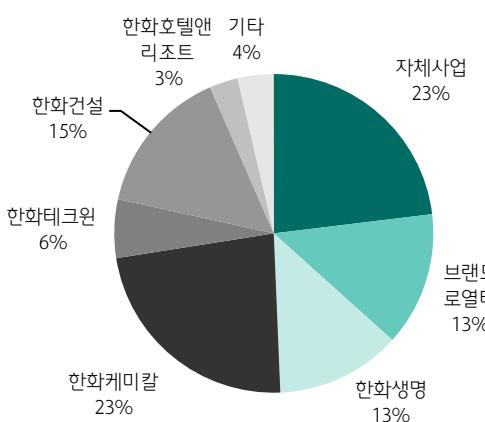
자료: 한화, 하나금융투자

그림 12. 한화 방산 해외 매출 추이



자료: 한화, 하나금융투자

그림 13. 한화 NAV 구성 현황



자료: 한화, 하나금융투자

표 6. 한화건설 진행률 기준 수주상황(4Q17 기준)

(단위: 십억원)

품목	발주처	수주일	준공예정일	수주총액	진행률	미청구공사		공사미수금		미수 채권 합		
						총액	손상차손 누계액	총액	대손 총당금			
수원권선APT	(주)문영건설	2015-08-18	2018-02-17	364.9	89.8%	-	-	-	-	-		
대원동 재건축	대원2구역 주택재건축정비사업조합	2016-02-25	2018-12-31	284.8	53.6%	3.2	-	-	-	3.22		
일산킨텍스 C2	퍼스트이개발(주)	2015-05-12	2019-02-28	646.1	52.9%	-	-	112.0	-	111.99		
제주첨단APT신축공사	디알엠씨티	2016-03-03	2018-01-31	165.4	94.8%	-	-	35.9	-	35.85		
여수옹천 주상복합	주식회사 메타디엔디	2016-06-01	2019-02-28	377.9	34.4%	12.9	-	-	-	12.90		
장교한화빌딩리모델링	한화생명	2015-12-11	2019-09-10	174.5	47.2%	14.4	-	-	-	14.43		
연지1-2 재개발 APT	연지 1-2 구역주택재개발 정비사업조합	2017-03-01	2020-02-29	188.9	16.8%	-	-	-	-	-		
S-ONE 프로젝트(증설)	한화큐셀코리아	2016-09-02	2017-12-31	224.2	100.0%	-	-	7.1	-	7.08		
인천서창 뉴스테이	(주)대한제5호뉴스테이워탁관리 부동산투자회사	2016-10-31	2019-02-28	185.3	41.0%	3.3	-	-	-	3.33		
웅천 아일랜드	(주)에스제이디엔디	2017-10-01	2020-05-31	208.2	5.1%	0.8	-	-	-	0.76		
한화 거제 리조트 신축	한화호텔앤드리조트(주)	2016-07-01	2018-06-30	165.0	46.5%	13.8	-	-	-	13.82		
갤러리아 광교점	(주)한화갤러리아	2017-11-01	2020-01-31	163.0	1.8%	2.9	-	-	-	2.87		
상계8 APT 재건축	상계주공8단지 주택재건축정비사업소조합	2017-11-01	2020-01-31	200.9	0.0%	0.1	-	-	-	0.05		
소사원시 복선전철	이레일(주)	2011-04-22	2018-02-03	176.2	93.6%	3.9	-	8.5	-	12.36		
김해테크노밸리 조성	(주)김해테크노밸리	2013-04-30	2017-12-31	171.6	97.7%	-	-	7.2	-	7.23		
신분당선(용산강남)	새서울철도(주)	2016-08-30	2022-08-29	193.2	6.8%	0.9	-	-	-	0.89		
NCC SC PJT	한화토탈주식회사	2017-04-17	2019-08-31	334.9	12.2%	5.4	-	-	-	5.37		
HTC ADL PROJECT	한화토탈주식회사	2017-12-20	2019-10-30	221.4	0.0%	-	-	-	-	-		
이라크 Bismayah 국민주택도급사업	NIC (National Investment Commission)	2012-05-30	2021-12-31	8,571.2	32.7%	127.4	-	211.0	-	338.39		
이라크 Bismayah Social Infra	NIC (National Investment Commission)	2015-04-05	2020-04-05	2,272.7	13.0%	146.6	-	33.4	-	179.99		
Marafiq Project	MARAFIQ	2009-07-28	2013-03-26	555.3	99.9%	-	-	4.2	-	4.16		
Yanbu II Power & Water Project Pkg1	MARAFIQ	2011-02-21	2014-02-25	725.1	96.7%	-	-	2.0	-	2.01		
Maaden Gold Project	Maaden	2013-02-05	2015-02-09	151.6	96.5%	-	-	15.7	-	15.66		
Jazan Refinery Terminal Project	Aramco	2012-11-14	2019-05-31	391.0	78.5%	44.9	-	26.4	-	71.32		
Ma'aden PAP	Maaden	2013-12-19	2018-01-25	659.0	98.0%	-	-	12.5	-	12.49		
KUWAIT Um Al-Aish LPG New Filling Plant	Kuwait Oil Tanker Company	2010-08-16	2013-03-30	188.5	99.7%	4.6	-	6.9	-	11.48		
KNPC Halon Replacement Project	Kuwait National Petroleum Company	2010-12-31	2014-10-31	235.8	99.8%	2.1	-	7.7	-	9.82		
NRP Project	Kuwait National Petroleum Company	2015-10-28	2019-07-31	455.5	40.8%	-	-	46.9	-	46.90		
Arzew Refinery	NAFTEC	2009-02-23	2013-12-31	156.0	100.0%	-	-	6.8	-	6.80		
필리핀 Arena	New Era University	2011-08-01	2015-04-30	212.1	100.0%	-	-	6.2	-	6.17		
Biskra SCPP	SPE	2013-10-20	2016-05-05	413.3	97.0%	-	-	10.5	-	10.48		
Marafiq Project (IK)	MARAFIQ	2009-07-28	2013-03-26	231.0	100.0%	-	-	-	-	-		
Yanbu II Power & Water Project Pkg1 (IK)	MARAFIQ	2011-02-21	2014-02-25	311.5	96.0%	-	-	-	-	-		
Yanbu II Power & Water Project Pkg3 (IK)	MARAFIQ	2011-02-26	2013-11-30	85.5	99.0%	-	-	-	-	-		
Maaden Gold Project (IK)	Maaden	2013-02-05	2015-02-09	159.4	99.0%	2.3	-	-	-	2.31		
합 계						21,042.9		458.4	0.0	579.0	0.0	1,037.4

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	41,376.3	47,120.2	50,383.9	53,760.0	55,371.2
매출원가	38,427.6	43,049.7	45,961.7	49,169.6	50,383.0
매출총이익	2,948.7	4,070.5	4,422.2	4,590.4	4,988.2
판관비	2,190.2	2,384.5	2,292.2	2,361.0	2,431.8
영업이익	758.5	1,685.9	2,130.0	2,229.5	2,556.4
금융손익	(387.7)	(415.9)	(342.9)	(387.7)	(387.7)
종속/관계기업손익	316.1	451.5	610.7	594.2	594.2
기타영업외손익	(511.5)	(49.6)	(385.2)	799.7	799.7
세전이익	175.4	1,671.9	2,012.7	3,235.6	3,562.6
법인세	54.8	383.3	701.8	783.0	862.1
계속사업이익	120.5	1,288.7	1,310.9	2,452.6	2,700.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	120.5	1,288.7	1,310.9	2,452.6	2,700.4
비지배주주지분					
순이익	405.5	797.0	905.6	1,602.3	1,885.1
지배주주순이익	(285.0)	491.7	405.4	850.4	815.4
지배주주지분포괄이익	(288.8)	58.8	220.7	412.8	454.5
NOPAT	521.2	1,299.5	1,387.3	1,689.9	1,937.7
EBITDA	1,578.9	2,630.6	2,952.9	2,946.2	3,180.7
성장성(%)					
매출액증가율	10.5	13.9	6.9	6.7	3.0
NOPAT증가율	흑전	149.3	6.8	21.8	14.7
EBITDA증가율	30.3	66.6	12.3	(0.2)	8.0
영업이익증가율	47.1	122.3	26.3	4.7	14.7
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	(17.6)	109.8	(4.1)
EPS증가율	적지	흑전	(31.9)	109.8	(4.1)
수익성(%)					
매출총이익률	7.1	8.6	8.8	8.5	9.0
EBITDA이익률	3.8	5.6	5.9	5.5	5.7
영업이익률	1.8	3.6	4.2	4.1	4.6
계속사업이익률	0.3	2.7	2.6	4.6	4.9

투자지표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(3,778)	6,082	4,140	8,685	8,328
BPS	55,347	45,234	48,792	56,902	64,560
CFPS	91,197	90,862	25,003	35,911	37,850
EBITDAPS	20,930	32,541	30,159	30,091	32,486
SPS	548,481	582,874	514,594	549,076	565,531
DPS	500	600	600	700	700
주가지표(배)					
PER	N/A	6.8	10.0	4.7	5.0
PBR	0.6	0.9	0.8	0.7	0.6
PCFR	0.4	0.5	1.6	1.1	1.1
EV/EBITDA	14.1	8.3	7.0	6.5	5.5
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(6.7)	11.5	8.8	16.5	13.8
ROA	(0.2)	0.3	0.3	0.5	0.5
ROIC	3.9	9.4	10.5	13.5	16.2
부채비율	967.2	988.5	903.9	791.1	693.8
순부채비율	71.5	59.1	41.7	19.1	1.0
이자보상배율(배)	1.7	3.7	5.1	6.0	6.8

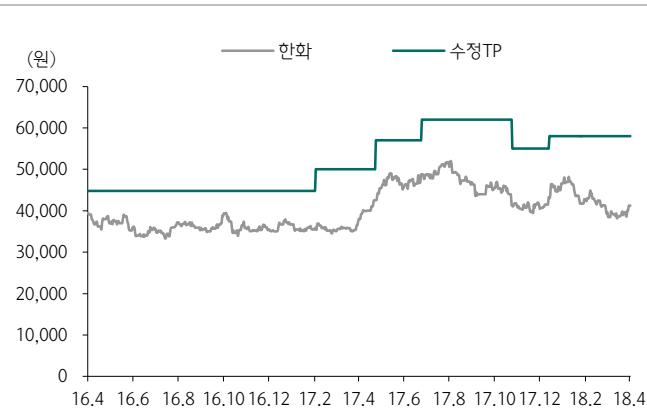
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	11,222.9	12,431.9	12,654.0	16,314.1	19,784.9
금융자산	2,006.9	3,560.6	3,179.4	6,215.4	9,388.4
현금성자산	1,182.4	2,860.4	2,430.7	5,416.6	8,565.6
매출채권 등	5,136.7	4,964.5	5,308.4	5,664.1	5,833.8
재고자산	3,110.2	2,754.9	2,945.7	3,143.1	3,237.3
기타유동자산	969.1	1,151.9	1,220.5	1,291.5	1,325.4
비유동자산	15,476.6	16,309.8	15,688.3	15,179.8	14,654.8
투자자산	2,768.9	2,906.1	3,107.4	3,315.6	3,415.0
금융자산	1,167.0	1,021.5	1,092.3	1,165.5	1,200.4
유형자산	10,406.4	10,327.7	9,614.8	8,993.0	8,450.7
무형자산	880.3	1,521.6	1,411.7	1,316.7	1,234.8
기타비유동자산	1,421.0	1,554.4	1,554.4	1,554.5	1,554.3
자산총계	145,621.7	154,871.0	154,471.6	157,623.2	160,569.1
유동부채	12,794.9	13,661.2	11,782.9	12,302.4	12,550.3
금융부채	6,153.7	6,192.1	3,814.2	3,816.9	3,818.1
매입채무 등	4,274.9	5,328.0	5,697.0	6,078.8	6,261.0
기타유동부채	2,366.3	2,141.1	2,271.7	2,406.7	2,471.2
비유동부채	10,278.0	10,392.1	10,711.6	11,042.1	11,199.8
금융부채	5,609.2	5,779.2	5,779.2	5,779.2	5,779.2
기타비유동부채	4,668.8	4,612.9	4,932.4	5,262.9	5,420.6
부채총계	131,976.0	140,643.1	139,084.4	139,934.4	140,340.0
지배주주지분	4,154.5	4,408.1	4,756.5	5,550.5	6,300.3
자본금	377.2	489.6	489.6	489.6	489.6
자본잉여금	522.2	670.9	670.9	670.9	670.9
자본조정	38.9	38.2	38.2	38.2	38.2
기타포괄이익누계액	626.9	214.2	214.2	214.2	214.2
이익잉여금	2,589.3	2,995.3	3,343.6	4,137.6	4,887.4
비지배주주지분	9,491.2	9,819.8	10,630.7	12,138.4	13,928.8
자본총계	13,645.7	14,227.9	15,387.2	17,688.9	20,229.1
순금융부채	9,756.0	8,410.7	6,414.1	3,380.7	209.0
현금흐름표					
(단위: 십억원)					
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	9,620.7	6,097.3	1,950.1	2,969.7	3,007.8
당기순이익	120.5	1,288.7	1,310.9	2,452.6	2,700.4
조정	9,851.4	9,271.8	423.4	293.9	200.9
감가상각비	820.4	944.7	822.9	716.7	624.3
외환거래손익	(537.2)	(781.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(316.1)	(451.5)	(610.7)	(594.2)	(594.2)
기타	9,884.3	9,560.5	211.2	171.4	170.8
영업활동 자산부채 변동	(351.2)	(4,463.2)	215.8	223.2	106.5
투자활동 현금흐름	(8,958.2)	(5,857.3)	414.6	389.8	525.5
투자자산감소(증가)	(1,078.8)	314.3	314.8	291.4	400.2
유형자산감소(증가)	(1,337.2)	(982.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(6,542.2)	(5,189.3)	99.8	98.4	125.3
재무활동 현금흐름	9.9	1,294.7	(2,794.4)	(373.7)	(384.3)
금융부채증가(감소)	1,635.8	208.4	(2,377.9)	2.6	1.3
자본증가(감소)	117.3	261.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,708.4)	860.1	(359.5)	(319.9)	(320.0)
배당지급	(34.8)	(34.8)	(57.0)	(56.4)	(65.6)
현금의 증감	673.9	1,524.8	(1,338.2)	2,985.9	3,149.0
Unlevered CFO	6,879.7	7,345.4	2,448.0	3,516.0	3,705.9
Free Cash Flow	8,158.6	4,954.8	1,950.1	2,969.7	3,007.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한화



날짜	투자의견	목표주가	평균	고리율
				최고/최저
18.1.4	BUY	58,000		
17.11.15	BUY	55,000	-25.28%	-21.36%
17.7.16	BUY	62,000	-23.48%	-16.13%
17.5.15	BUY	57,000	-17.98%	-14.04%
17.2.23	BUY	50,000	-26.54%	-14.90%
16.4.24	BUY	44,748	-19.28%	-11.73%
16.2.21	BUY	46,693	-24.45%	-15.42%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 04월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 04월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 염려된 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.