

한화(000880)

한화건설의 이라크 사업 정상화, 가뭄 속의 단비

속도 내는 이라크 건설 사업

- 한화건설은 이라크 비스마야 발주처로부터 상반기 2.3억달러, 8월 8,600만달러의 공사대금을 수령했고, 수일 내 추가적인 공사대금을 수령할 계획
- 이에 따라 한화건설은 비스마야의 잔여 미청구공사 2,656억원을 해소함
- 1분기 기준 이라크 비스마야 현장의 공사 진행률은 32.5%로 진행률이 더디지만 이라크와 IS의 종전선언, 유가 회복 등으로 공사가 최근 속도를 내고 있음
- 작년 기준 현장의 공사인원은 5,000명이지만 최근 이라크 정부의 적극적 공사 지원에 힘입어 현장 직원을 9,150명까지 확대함
- 현재 공사 속도를 고려하면 비스마야 현장의 2018년 매출은 4,500억원, 2019년 7,000억원, 2020년 1조원이 될 것으로 회사 측은 전망
- 이라크 비스마야의 누적 수금은 34억 8,000만달러, 누적 캐시플로우는 10억달러 이상으로 수익성이 높음
- 공사 완공시기는 2021년이지만(8월 기준 공사 진행률 33%) 공사 지연의 귀책 사유가 한화건설이 아니라 이라크 내전 영향이기 때문에 발주처와 공기 연장 합의 가능할 것
- 따라서 회사측은 공사 지연에 따른 한화건설의 손실 혹은 비용 전가로 이어지는 않을 것으로 판단

2018년 가이던스: 매출 3.5조원, 영업이익 3,000억원

- 한화건설은 2018년 매출 3.5조원(+9.4% YoY), 영업이익 3,000억원(+112.8% YoY)을 제시
- 공격적 가이던스의 배경에는 전년 보수적으로 해외플랜트의 잠재손실 2,300억원을 선반영했고, 핵심 수익사업인 이라크 비스마야 공사현장이 빠르게 정상화되고 있기 때문

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	47,120	50,404	51,127	52,413	54,951
증가율(%)	13.9	7.0	1.4	2.5	4.8
영업이익(십억원)	1,686	2,159	2,264	2,503	2,600
순이익(십억원)	492	405	582	606	647
EPS(원)	6,848	5,619	6,423	6,687	7,143
증가율(%)	NM	(17.9)	14.3	4.1	6.8
EBITDA(십억원)	2,631	3,079	3,184	3,424	3,524
PER(x)	5.1	7.4	5.0	4.8	4.5
EV/EBITDA(x)	8.3	7.7	7.4	7.1	7.1
PBR(x)	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	11.5	9.1	12.0	11.1	10.5
DY(%)	1.7	1.4	1.9	1.9	1.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 52,000원(유지)

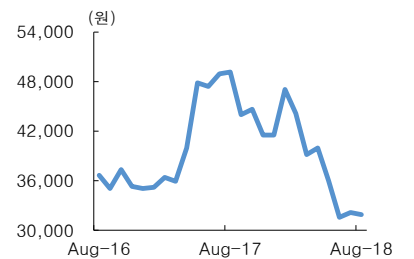
Stock Data

KOSPI(8/2)	2,270
주가(8/2)	31,900
시가총액(십억원)	2,391
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저가(원)	52,000/30,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,423
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.1/25.4
주요주주(%)	김승연 외 11 인 36.1
	국민연금 9.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.9	(31.3)	(35.7)
KOSPI 대비(%p)	4.0	(21.1)	(29.2)

주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

- 전년 3분기 잠재손실을 선반영했기에 2017년 4분기에는 충당금 330억원이 환입 발생, 2018년 상반기에는 450억원의 추가 환입이 발생함
- Marafiq 5&6, Yanbu 2, Gold, Biskra 플랜트 사업에서 선반영했던 잠재손실은 추후 환입될 가능성이 상존하기에 실적 상향 여지가 있음
- 우리의 2018년 한화건설 영업이익 추정치는 1,952억원(한화건설의 가이드스 3,000억원)인데, 이라크 공사 현장의 빠른 정상화와 잠재손실 리스크 해소를 고려하면 실적 상향 여지
- 2018년 2분기 실적을 확인하면서 한화건설의 2018년/2019년 추정치 및 기업가치를 재조정할 계획임

저평가 매력 부각되어 주가 반등 예상

- 문재인 정부의 방산정책 불확실성, 한화생명의 주가 부진은 한화에게 부담이지만, 이미 주가에 여러 번 충격을 준 사안으로 주가 민감도는 미미한 상황
- 반면, 우려 요인이던 한화건설의 사업 정상화 소식이 주가에 호재로 작용할 것으로 판단
- 주요 계열사(한화생명, 한화케미칼)의 최근 주가 하락으로 SoTP에 기반한 한화의 NAV는 3.2조원으로 하락했지만, 가격 매력은 높은 것은 사실
- 우리는 한화건설의 실적 불확실성을 고려해서 한화건설 자기자본 1.6조원에 0.4배를 적용한 6,400억원(100% 지분을 기준)을 가정해왔음
- 그러나 한화건설이 일회성 이익/손실을 제외하고 정상적인 영업이익 2,500~3,000억원 시현이 가능하다면 NAV 개선 요인이 될 것으로 전망
- 2분기 실적을 확인 후 실적 및 적정 가치 조정이 가능할 것으로 판단

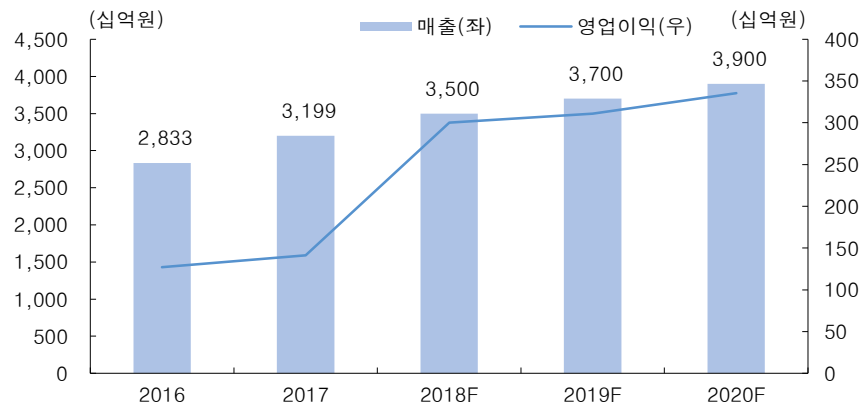
〈표 1〉 한화건설 재무실적 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	1Q18	2018F
매출액	3,199	700	3,500
매출총이익	265	103	510
영업이익	141	59	300
신규수주	3,011	517	3,360
수주잔고	16,309	16,297	16,000

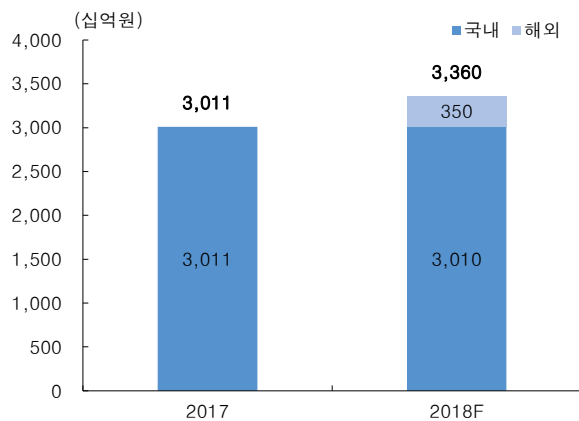
자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 1] 한화건설 중기 재무전망



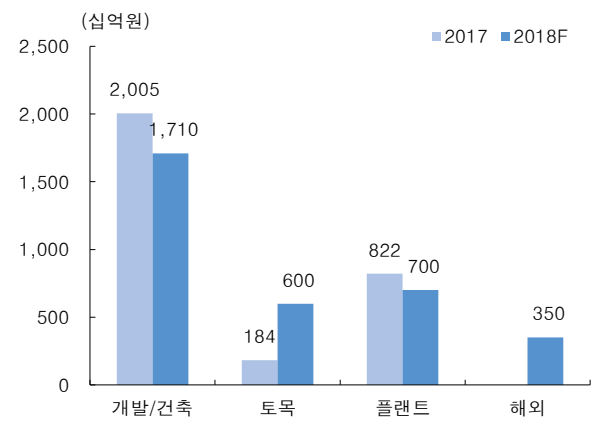
자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 2] 한화건설 신규수주 목표



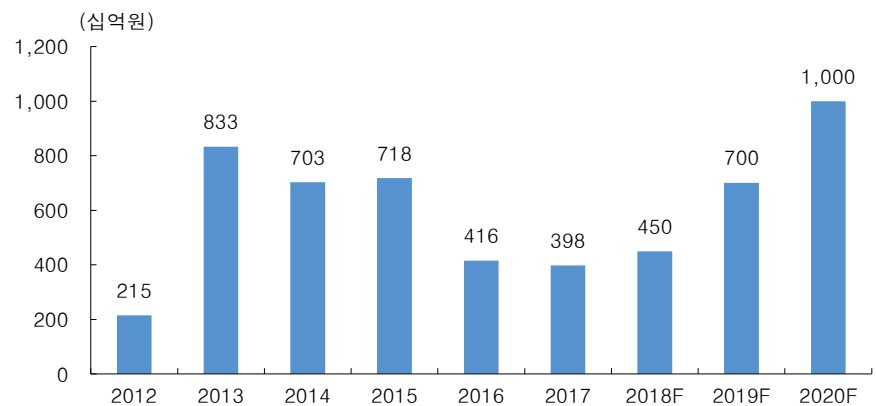
자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 3] 공종별 수주 실적 및 전망



자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 4] 이라크 매출



자료: 한화건설, 한국투자증권

〈표 2〉 해외플랜트 진행 현황

프로젝트	진행상황	계획 및 전망
Marapiq 5&6	- 사업종료 - 최종준공증명서발급	- 18년 5월 사업종료 협상 완료 - 추가비용없이 사업종료
Yanbu2	- 준공증명서 발급완료 - 하자보증 진행(2019년 1월까지)	- 18년 5월 준공 협상 완료 - 전체 플랜트 준공 완료, 2017년 선반영 손실 450억원 환입 - 하자보증기간 경과 후 사업 완전 종료 예정
Gold	- 준공증명서 발급완료 - Change order 를 통한 공사대금 증액 - 하자기간 진행(2018년 12월까지)	- 선반영 손실 330억원 환입(2017년 12월) - 계약증액 승인을 통한 추가 손익 개선 추진 - 하자보증기간 경과 후 사업 완전 종료 예정
Biskra	- 상업 시운전 개시(2017년 2월~) - 정산 협상 진행중	- 계약상 발생가능 손실 전액 선반영 - 정산을 통한 선반영 손실 보전 진행

자료: 한화건설, 한국투자증권

〈표 3〉 한화 자체사업 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액															
화학/제조	536	638	728	817	625	723	795	912	685	750	836	983	2,718	3,056	3,254
(growth)	43.5	56.4	93.8	55.9	16.6	13.4	9.2	11.8	9.6	3.7	5.2	7.8	61.7	12.4	6.5
무역/기타	592	486	419	422	521	418	373	354	485	351	348	305	1,919	1,666	1,489
(growth)	(3.2)	(36.1)	(40.3)	(29.7)	(12.1)	(13.9)	(11.1)	(16.0)	(6.9)	(15.9)	(6.7)	(14.0)	(28.2)	(13.2)	(10.6)
전사	1,128	1,123	1,148	1,238	1,146	1,141	1,168	1,267	1,169	1,101	1,184	1,288	4,637	4,722	4,743
(growth)	(2.8)	(15.2)	(8.3)	(9.3)	1.5	1.6	1.8	2.3	2.1	(3.5)	1.4	1.7	(9.1)	1.8	0.4
영업이익															
화학/제조	48	70	73	53	61	72	71	50	60	71	67	44	244	254	241
(growth)	2.2	43.8	98.2	26.6	25.5	3.1	(1.7)	(5.6)	(1.7)	(1.5)	(6.6)	(12.0)	39.8	4.2	(5.0)
무역/기타	10	8	8	-10	13	7	7	-8	12	6	6	-7	16	18	17
(growth)	6,988.4	37.2	198.8	(2.0)	28.0	(13.9)	(11.1)	(16.0)	(6.9)	(15.9)	(6.7)	(14.0)	(957.3)	15.9	(6.8)
전사	58	78	80	43	73	79	78	41	71	77	73	37	259	272	258
(growth)	(6.1)	18.6	75.5	(15.9)	25.9	1.4	(2.7)	(3.1)	(2.6)	(2.7)	(6.6)	(11.6)	15.6	4.9	(5.2)
영업이익률															
제조	9.0	11.0	10.0	6.5	9.7	10.0	9.0	5.5	8.7	9.5	8.0	4.5	9.0	8.3	7.4
무역/기타	1.7	1.6	1.9	(2.3)	2.5	1.6	1.9	(2.3)	2.5	1.6	1.9	(2.3)	0.8	1.1	1.1
전사	5.2	6.9	7.0	3.5	6.4	6.9	6.7	3.3	6.1	7.0	6.2	2.8	5.6	5.8	5.4

자료: 한화, 한국투자증권

〈표 4〉 한화 별도 실적

(단위: 십억원, %)

	2017				2018F				2019F				FY17	FY18F	FY19F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간F	연간F
매출액	1,128	1,123	1,148	1,238	1,146	1,141	1,168	1,267	1,169	1,101	1,184	1,288	4,637	4,722	4,743
(YoY)	(2.8)	(15.2)	(8.3)	(9.3)	1.5	1.6	1.8	2.3	2.1	(3.5)	1.4	1.7	(9.1)	1.8	0.4
(QoQ)	(17.4)	(0.5)	2.2	7.9	(7.5)	(0.4)	2.4	8.4	(7.7)	(5.8)	7.6	8.7			
제조	536	638	728	817	625	723	795	912	685	750	836	983	2,718	3,056	3,254
무역	592	486	419	422	521	418	373	354	485	351	348	305	1,919	1,666	1,489
영업이익	58	78	80	43	73	79	78	41	71	77	73	37	259	272	258
(YoY)	(6.1)	18.6	75.5	(15.9)	25.9	1.4	(2.7)	(3.1)	(2.6)	(2.7)	(6.6)	(11.6)	15.6	4.9	(5.2)
(QoQ)	14.5	33.1	3.6	(46.8)	71.5	7.2	(0.6)	(47.0)	72.4	7.1	(4.5)	(49.9)			
제조	48	70	73	53	61	72	71	50	60	71	67	44	244	254	241
무역	10	8	8	(10)	13	7	7	(8)	12	6	6	(7)	16	18	17
영업이익률	5.2	6.9	7.0	3.5	6.4	6.9	6.7	3.3	6.1	7.0	6.2	2.8	5.6	5.8	5.4
(YoY)	(0.2%p)	2.0%p	3.3%p	(0.3%p)	1.2%p	(0.0%p)	(0.3%p)	(0.2%p)	(0.3%p)	0.1%p	(0.5%p)	(0.4%p)	1.2%p	0.2%p	(0.3%p)
(QoQ)	1.4%p	1.7%p	0.1%p	(3.5%p)	3.0%p	0.5%p	(0.2%p)	(3.4%p)	2.8%p	0.8%p	(0.8%p)	(3.3%p)			
제조	9.0	11.0	10.0	6.5	9.7	10.0	9.0	5.5	8.7	9.5	8.0	4.5			
무역	1.7	1.6	1.9	(2.3)	2.5	1.6	1.9	(2.3)	2.5	1.6	1.9	(2.3)			
당기순이익	85	74	47	(45)	105	79	42	2	86	78	38	(1)	160	228	200
(YoY)	13.7	32.0	90.9	(7.4)	23.8	6.8	(10.6)	(105.1)	(17.7)	(2.1)	(9.3)	(157.3)	50.8	42.2	(12.1)
(QoQ)	(273.6)	(12.3)	(36.8)	(196.3)	(332.1)	(24.3)	(47.1)	(94.5)	3,624.8	(10.0)	(51.1)	(103.5)			
순이익률	7.5	6.6	4.1	(3.6)	9.1	6.9	3.6	0.2	7.4	7.0	3.2	(0.1)	3.5	4.8	4.2
(YoY)	1.1%p	2.4%p	2.1%p	NM	1.6%p	0.3%p	(0.5%p)	NM	(1.8%p)	0.1%p	(0.4%p)	NM	1.4%p	1.4%p	(0.6%p)
(QoQ)	NM	(0.9%p)	(2.5%p)	NM	NM	(2.2%p)	(3.4%p)	(3.4%p)	7.2%p	(0.3%p)	(3.8%p)	NM			

자료: 한화, 한국투자증권

〈표 5〉 한화 연결 실적

(단위: 십억원, %)

	2017				2018F				2019F				FY17	FY18F	FY19F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간F	연간F
매출액	13,346	11,385	11,695	13,977	11,510	12,942	12,647	14,028	12,250	13,120	13,027	14,015	50,404	51,127	52,413
(YoY)	10.9	4.8	(2.7)	14.6	(13.8)	13.7	8.1	0.4	6.4	1.4	3.0	(0.1)	7.0	1.4	2.5
(QoQ)	9.4	(14.7)	2.7	19.5	(17.7)	12.4	(2.3)	10.9	(12.7)	7.1	(0.7)	7.6			
한화	1,128	1,124	1,149	1,239	1,146	1,141	1,168	1,267	1,169	1,101	1,184	1,288	4,640	4,722	4,743
한화생명	7,621	5,346	6,030	7,090	5,899	6,914	6,728	7,086	6,658	7,060	7,049	7,343	26,087	26,627	28,110
한화케미칼	2,191	2,486	2,313	2,352	2,076	2,396	2,398	2,377	2,254	2,568	2,501	2,501	9,342	9,247	9,825
한화에어로스페이스	774	1,036	869	1,536	748	1,037	1,014	1,507	790	927	939	1,100	4,215	4,333	3,756
한화건설	712	784	619	1,085	700	761	614	1,044	695	751	610	1,019	3,199	3,118	3,075
한화호텔앤리조트	250	263	295	282	263	271	304	291	271	279	313	299	1,090	1,123	1,156
영업이익	646	776	388	349	524	680	664	396	652	719	704	428	2,159	2,264	2,503
(YoY)	57.2	41.4	(41.1)	421.6	(18.9)	(12.3)	70.9	13.6	24.6	5.6	6.1	8.0	28.1	4.9	10.6
(QoQ)	866.6	20.2	(50.0)	(10.2)	50.2	29.9	(2.5)	(40.3)	64.7	10.2	(2.0)	(39.3)			
한화	58	78	80	43	73	79	78	41	71	77	73	37	259	272	258
한화생명	282	404	265	3	209	280	229	74	269	321	275	113	953	792	979
한화케미칼	196.6	219	215	126	172.1	199	210	178	189.9	194	193	189	756	760	766
한화에어로스페이스	11	23	2	46	(33)	20	12	42	10	21	21	24	83	41	31
한화건설	61	17	(112)	176	59	53	58	25	56	53	61	27	141	195	198
한화호텔앤리조트	1	(11)	18	0	(2)	(11)	18	0	(2)	(11)	19	0	8	6	6
영업이익률	4.8	6.8	3.3	2.5	4.5	5.3	5.2	2.8	5.3	5.5	5.4	3.1	4.3	4.4	4.8
(YoY)	1.4%p	1.8%p	(2.2%p)	1.9%p	(0.3%p)	(1.6%p)	1.9%p	0.3%p	0.8%p	0.2%p	0.2%p	0.2%p	0.7%p	0.1%p	0.3%p
(QoQ)	4.3%p	2.0%p	(3.5%p)	(0.8%p)	2.1%p	0.7%p	(0.0%p)	(2.4%p)	2.5%p	0.2%p	(0.1%p)	(2.4%p)			
한화	5.2	6.9	7.0	3.5	6.4	6.9	6.7	3.3	6.1	7.0	6.2	2.8	5.6	5.8	5.4
한화생명	3.7	7.6	4.4	0.0	3.5	4.1	3.4	1.0	4.0	4.6	3.9	1.5	3.7	3.0	3.5
한화케미칼	9.0	8.8	9.3	5.4	8.3	8.3	8.8	7.5	8.4	7.6	7.7	7.6	8.1	8.2	7.8
한화에어로스페이스	1.4	2.2	0.2	3.0	(4.5)	2.0	1.2	2.8	1.3	2.3	2.3	2.2	2.0	0.9	0.8
한화건설	8.6	2.2	(18.1)	16.2	8.4	6.9	9.5	2.4	8.1	7.1	10.0	2.7	4.4	6.2	6.4
한화호텔앤리조트	0.3	(4.0)	6.0	0.1	(0.8)	(4.0)	6.0	0.1	(0.8)	(4.0)	6.0	0.1	0.8	0.5	0.5
세전이익	832	758	372	34	707	810	770	291	874	842	767	378	1,995	2,577	2,860
당기순이익	616	544	283	(132)	531	591	562	198	638	615	560	276	1,311	1,881	2,088
(YoY)	54.1	27.0	(23.6)	NM	(13.9)	8.7	98.5	NM	20.3	4.0	(0.4)	39.4	1.7	43.5	11.0
(QoQ)	583.9	(11.8)	(47.9)	NM	NM	11.4	(5.0)	(64.8)	222.7	(3.7)	(8.9)	(50.7)			
지배주주순이익	271	216	37	(118)	272	183	174	(47)	185	178	162	80	405	582	606
(YoY)	65.2	12.2	(65.7)	NM	0.5	(15.4)	374.4	NM	(32.0)	(2.5)	(6.6)	NM	(17.6)	43.5	4.1
(QoQ)	853.9	(20.2)	(83.0)	NM	NM	(32.8)	(5.0)	NM	NM	(3.7)	(8.9)	(50.7)			
총자산	148,069	135,554	139,323	145,622	148,069	135,554	139,323	145,622	148,069	135,554	139,323	145,622	160,195	179,089	183,195
자본	4,485	4,353	4,397	4,155	4,622	4,353	4,397	4,155	4,105	4,353	4,397	4,155	4,541	5,159	5,796
지배주주 순이익률	2.0	1.9	0.3	(0.8)	2.4	1.4	1.4	(0.3)	1.5	1.4	1.2	0.6	0.8	1.1	1.2
ROA	0.7	0.6	0.1	(0.3)	0.7	0.5	0.5	(0.1)	0.5	0.5	0.5	0.2	0.8	1.1	1.2
ROE	24.4	19.6	3.3	(11.0)	24.8	16.3	15.9	(4.4)	17.9	16.9	14.8	7.5	9.1	12.0	11.1

자료: 한화, 한국투자증권

〈표 6〉 한화 NAV

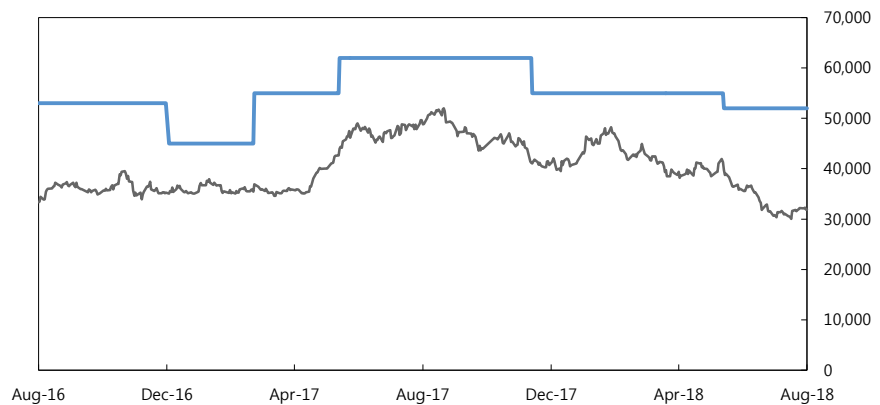
(단위: 십억원, 배, %, 원)

	시가총액/ 장부가액	지분율	Base	Best	Assumption
영업가치(A)			1,779	1,779	
EBITDA			356	356	Base: 2018F EBITDA / Best: 2018F EBITDA
EV/EBITDA			5	5	
지주 브랜드 가치 (B)			1,534	1,534	연간 브랜드로얄티 1,413억원, 멀티플 10배 적용
투자자산가치 (C)			2,717	3,305	
상장 관계회사 주식	8,992		1,697	1,940	Base: 30% 할인 적용 / Best: 20% 할인 적용
한화생명	4,456	18.2	566	647	
한화케미칼	3,360	36.8	865	988	
한화에어로스페이스	1,176	32.4	266	304	
비상장 관계회사 주식			829	1,174	Base: 30% 할인 적용 / Best: 20% 할인 적용
한화건설		93.8	635	953	Base: 자본 1.6조원, PBR 0.4배/Best: 0.6배 적용
한화호텔앤드리조트		50.6	153	175	
한화큐셀코리아		41.0	40	46	
한화이글스		40.0	0	0	
유형자산가치			191	191	유형자산가치를 산정하고 임대수익을 netting
투자부동산			4	4	
매각예정비유동자산			0	0	
자사주			188	188	
기타 (D)			15	15	
우선주			15	15	
순차입금 (E)			2,768	2,768	1Q18 별도기준, 한화3우B는 차입금으로 분류
NAV (F)=(A)+(B)+(C)-(D)-(E)			3,247	3,834	
보통주식수 (G)			74,958,735	74,958,735	
NAVS (H)=(F)/(G)			43,000	51,000	목표주가
현재주가			31,900	31,900	
상승여력(%)			34.8%	59.9%	
할인율			-25.8%	-37.5%	

주: 8월 2일 종가 기준
 자료: Dart, 한화, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화(000880)	2016.03.20	매수	53,000원	-32.0	-25.5
	2016.12.05	매수	45,000원	-20.0	-15.7
	2017.02.24	매수	55,000원	-33.0	-22.5
	2017.05.16	매수	62,000원	-23.9	-16.1
	2017.11.15	매수	55,000원	-23.8	-12.4
	2018.05.16	매수	52,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 3일 현재 한화 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비율을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비율을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비율을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.