

## 한화 (000880)

지주회사

최남곤



02 3770 5604

namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	47,000원 (M)
현재주가 (8/14)	32,800원
상승여력	43%

시가총액	28,043억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	108억원
60일 평균 거래량	321,927주
52주 고	52,000원
52주 저	30,050원
외인지분율	25.36%
주요주주	김승연 외 11 인 36.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.6	(21.8)	(35.3)
상대	8.1	(14.3)	(33.1)
절대(달러환산)	5.2	(26.0)	(34.6)

## 2Q18 연결 영업이익 7,060억원으로 컨센서스 상회

2Q18 연결 매출액 12조6,223억원(+10.9% YoY), 영업이익 7,060억원(-9.0% YoY), 지배주주순이익 1,619억원(-25.5% YoY)을 기록했다.

**한화 별도** : 매출액 1조1,390억원(+1.3% YoY), 영업이익 933억원(+20.2% YoY)를 기록했다. 제조부문 영업이익은 810억원(+15.7%, 영업이익률 12.9%), 무역 부문은 123억원(+61.8%, 영업이익률 2.4%)을 기록했다. 방산 사업 호조에 기인한다. 상반기 누적 영업이익은 1,667억원이다.

**한화건설** : 매출액 9,082억원(+15.9% YoY), 영업이익 1,114억원(+559.2% YoY, 영업이익률 12.3%)를 기록했다. 매출액 증가는 이라크 사업 및 국내 매출 증가에 기인한다. 국내 사업 매출액은 전년 동기 대비 52.8% 증가한 2,099억원, 해외 사업 매출액은 전년 동기 대비 8.0% 증가한 6,983억원을 기록했다. 안부2 사업장에서 선반영 손실 450억원 환입되면서, 연결 기준 450억원, 별도 기준 300억원의 일회성 이익이 발생했다. 하반기 전망도 양호하다. IS 사태 진정 및 유가 상승에 따른 이라크 정부의 재정 건정성 확보에 따라 이라크 사업은 정상 궤도에 진입(18년 매출 4,500억원 → 19년 7,000억원) 했다. 17년 말 대비 투입 인력은 약 80% 증가했다. 또한 하자 보증 진행 중(18.12월)인 Gold 사업장에서 계약 증액에 대한 기대가 있고, Biskra 사업장에서도 기반영한 손실 보전 진행 중이다. 하반기에도 양호한 실적이 지속될 것으로 전망된다.

**상장 자회사** : 한화에어로스페이스 138억원(-40.5% YoY), 한화케미칼 1,843억원(-15.7% YoY), 한화생명 1,486억원(-44.2% YoY)을 기록했다. 3Q18 한화에어로스페이스(한화 S&C 합병 영향), 한화생명(비용 절감)은 실적 개선 전망된다. 한화케미칼은 유가 강세로 인해 실적 부진 전망된다.

## 이 정도의 실적이면 주가에 반영되어야 당연

한화의 최근 3개월 주가수익률은 -21%로, 코스피 대비 -14% Underperform했다. 1)지주회사의 주가가 전반적으로 부진하기도 했고, 2)주력 자회사인 한화케미칼과 한화생명보험의 주가가 급락한 영향으로부터 자유롭지 못했다. 1개월 수익률은 반등했는데, 한화건설 IR 후 관련 우려가 제거된 덕분이었다. 2Q18 실적을 통해서는 한화(별도) 실적의 개선을 확인했고, 주요 상장 자회사의 부진이 마무리 국면에 진입함을 보여줬다. 특히 3Q에는 주요 상장 자회사 및 한화건설 실적 개선 추세가 나타날 것으로 전망된다. 현 주가는 저점이라는 판단을 유지한다. 목표주가는 47,000원을 유지한다.

## Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	126,223	10.9	9.7	119,541	5.6
영업이익	7,060	-9.0	34.8	6,639	6.3
세전계속사업이익	6,716	-11.4	-5.0	6,935	-3.2
지배순이익	1,610	-25.5	-40.8	1,752	-8.1
영업이익률 (%)	5.6	-1.2 %pt	+1.1 %pt	5.6	0
지배순이익률 (%)	1.3	-0.6 %pt	-1.1 %pt	1.5	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	471,202	504,044	486,797	496,782
영업이익	16,859	21,589	22,921	23,617
지배순이익	4,917	4,054	6,557	6,290
PER	5.7	8.2	3.8	4.0
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.1	7.6	7.2	7.2
ROE	11.5	9.1	14.5	13.2

자료: 유안타증권

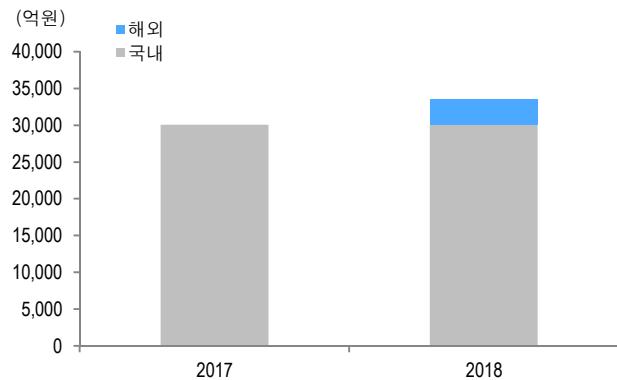
한화 NAV					(단위: 억원)
상장사	시가총액	지분율	가치	비고	
한화케미칼	34,253	35.9%	12,293		
한화생명보험	45,511	18.2%	8,260	한화 보유 18.15%	
한화테크원	12,151	32.7%	3,971		
상장사 합계			24,525		
비상장사	장부가				
한화호텔앤드리조트	2,192	51%	2,192		
<b>한화건설</b>	<b>12,587</b>	<b>94%</b>	<b>15,541</b>	<b>한화생명 25%</b>	
한화테크엠	218	100%	218		
한화큐셀 코리아	574	20%	574		
비상장사 합계			18,525		
기타			2,285		
투자자산가치 합계			37,978	상장사 30% 할인	
수익가치			18,000	EV/EBITDA 6X	
투자부동산			38	장부가	
순차입금			23,726		
현금및현금성자산			621		
차입금			24,347		
NAV			32,290		
주식 수(천주)			69,079	자사주 588만주 제외	
주당 NAV			46,743		

자료: 유안타증권 리서치센터

한화건설 실적 및 전망				(단위: 억원)
구분	2017	2018 1Q	2018E	
매출액	31,991	6,996	35,000	
매출총이익	2,650	1,030	5,100	
영업이익	1,414	585	3,000	
신규수주	30,107	5,173	33,600	
수주잔고	163,087	162,967	160,000	

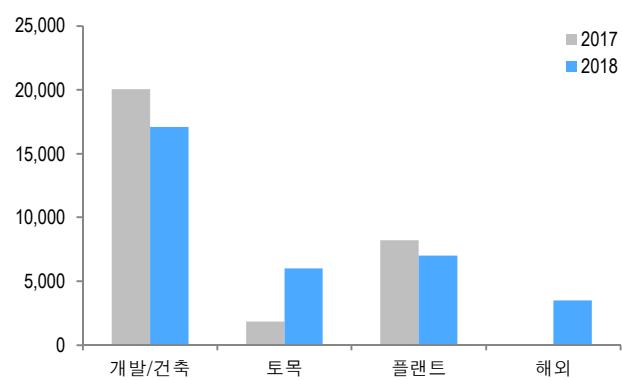
자료: 한화건설, 유안타증권 리서치센터

## 한화건설 수주 실적 및 전망



자료: 한화건설, 유안타증권 리서치센터

## 한화건설 공종별 수주실적 및 전망



자료: 한화건설, 유안타증권 리서치센터

## 한화건설 상반기 주요수주

(단위: 억원)

구분	수주금액
하남미사 오피스텔	1,535
함양창녕 고속도로	1,701
케미칼 V-3 & K-10	1,042
상계주공 재건축	1,004
상인천초교 재개발	820

자료: 한화건설, 유안타증권 리서치센터

## 한화건설 해외 플랜트 진행 현황

프로젝트	진행 상황	계획 및 전망
Marafiq 5&6	사업 종료(최종준공증명서 발급)	18년 5월 사업종료 협상 완료 - 추가 비용 없이 사업 종료
Yanbu 2	준공증명서 발급완료 하자보증 진행 중(~'19.01)	18년 5월 준공 협상 완료 - 전체 플랜트 준공 완료, 先반영 손실 약 450억 환입 하자보증기간 경과 후 사업 완전 종료 예정
Gold	준공증명서 발급완료 C/O 협상 진행 중, 하자기간 진행 중	先반영 손실 330억 환입(17년 12월) 계약증액 승인을 통한 추가 손익 개선 추진 지속 하자보증기간 경과 후 사업 완전 종료 예정
Biskra	상업시운전 개시('17.02~) 정산 협상 진행 중	계약상 발생가능 손실 전액 先반영 완료(~17년) 정산을 통한 既반영 손실 보전 진행

자료: 한화건설, 유안타증권 리서치센터

## 한화 및 주요 계열사 실적 추이

(단위: 십억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	Q/Q	Y/Y	2015	2016	2017
한화	매출액	1,128.2	1,124.0	1,148.6	1,239.2	1,145.5	1,139.0	-0.6%	1.3%	5,098.9	5,101.9	4,640.0
	영업이익	58.3	77.6	80.5	42.8	73.4	93.3	27.1%	20.2%	165.9	224.2	259.1
	영업이익률	5.2%	6.9%	7.0%	3.5%	6.4%	8.2%			3.3%	4.4%	5.6%
한화테크윈	매출액	774.3	1,036.3	868.6	1,536.3	748.0	1,011.3	35.2%	-2.4%	1,404.0	3,518.8	4,215.5
	영업이익	11.2	23.2	2.2	46.3	-33.5	13.8	흑전	-40.5%	9.3	150.7	82.9
	영업이익률	1.4%	2.2%	0.3%	3.0%	-4.5%	1.4%			0.7%	4.3%	2.0%
한화건설	매출액	711.9	783.8	618.5	1,085.0	699.6	908.2	29.8%	15.9%	2,739.4	2,833.2	3,199.2
	영업이익	61.0	16.9	-112.2	119.1	58.5	111.4	90.4%	559.2%	-282.7	127.1	84.8
	영업이익률	8.6%	2.2%	-18.1%	11.0%	8.4%	12.3%			-10.3%	4.5%	2.7%
한화케미칼	매출액	971.2	976.6	999.7	1,017.9	1,018.4	1,052.9	3.4%	7.8%	3,269.5	3,482.8	3,965.4
	영업이익	157.7	157.3	162.4	111.0	144.4	175.9	21.8%	11.8%	187.8	400.3	588.4
	영업이익률	16.2%	16.1%	16.2%	10.9%	14.2%	16.7%			5.7%	11.5%	14.8%
한화호텔 리조트	매출액	250.0	262.9	294.8	282.4	280.2	290.7	3.7%	10.6%	971.8	1,058.0	1,090.1
	영업이익	0.6	-10.5	17.8	-0.4	-2.8	-12.2	적지	적지	11.6	13.0	7.5
	영업이익률	0.2%	-4.0%	6.0%	-0.1%	-1.0%	-4.2%			1.2%	1.2%	0.7%
한화생명	매출액	5,202.3	4,110.8	3,925.2	3,852.3	3,767.8	4,516.7	19.9%	9.9%	15,643.2	15,996.5	17,090.6
	영업이익	196.8	266.1	153.8	-24.3	112.9	148.6	31.6%	-44.2%	480.6	304.8	592.4
	영업이익률	3.8%	6.5%	3.9%	-0.6%	3.0%	3.3%			3.1%	1.9%	3.5%

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

## 한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	471,202	504,044	486,797	496,782	511,685
매출원가	430,497	459,211	443,511	453,160	466,862
매출총이익	40,705	44,833	43,286	43,621	44,823
판관비	23,845	23,244	20,365	20,005	20,605
영업이익	16,859	21,589	22,921	23,617	24,218
EBITDA	26,306	30,795	32,060	32,871	33,590
영업외순익	-140	-1,638	915	-1,017	-1,005
외환관련순익	65	155	-5	0	0
이자순익	-4,215	-3,835	-4,335	-4,372	-4,417
관계기업관련순익	4,515	5,825	5,151	5,203	5,255
기타	-506	-3,783	103	-1,848	-1,843
법인세비용차감전순이익	16,719	19,951	23,836	22,599	23,213
법인세비용	3,833	6,842	6,951	5,835	6,038
계속사업순이익	12,887	13,109	16,885	16,764	17,175
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12,887	13,109	16,885	16,764	17,175
지배지분순이익	4,917	4,054	6,557	6,290	6,418
포괄순이익	3,493	9,982	14,509	16,764	17,175
지배지분포괄이익	588	3,104	5,626	6,290	6,418

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	114,642	131,826	149,196
현금및현금성자산	28,604	21,092	16,182	27,782	42,381
매출채권 및 기타채권	49,645	50,439	47,600	50,361	51,818
재고자산	27,549	26,908	32,837	35,480	36,613
비유동자산	163,098	161,521	169,003	175,284	181,500
유형자산	103,277	101,763	103,858	105,109	106,197
관계기업등 지분관련자산	18,846	22,901	27,909	33,111	38,366
기타투자자산	10,215	6,719	6,972	6,992	7,012
자산총계	1,548,710	1,601,950	1,602,885	1,626,351	1,649,938
유동부채	136,612	129,307	128,292	130,527	132,264
매입채무 및 기타채무	49,242	45,847	45,829	47,341	48,352
단기차입금	37,748	31,619	34,059	34,559	35,059
유동성장기부채	23,804	26,429	26,010	26,010	26,010
비유동부채	103,921	96,378	93,621	94,901	96,185
장기차입금	29,766	26,644	26,398	26,898	27,398
사채	27,257	24,750	24,408	24,908	25,408
부채총계	1,406,431	1,442,302	1,443,818	1,447,334	1,450,355
지배지분	44,081	45,413	44,886	50,613	56,467
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	6,709	5,472	5,393	5,393	5,393
이익잉여금	29,953	33,651	37,477	43,203	49,057
비지배지분	98,198	114,235	114,181	128,404	143,116
자본총계	142,279	159,647	159,067	179,016	199,583
순차입금	85,599	85,151	88,875	78,707	65,540
총차입금	121,204	112,927	111,808	113,308	114,808

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	60,973	51,385	-12,064	-32,856	-29,599
당기순이익	12,887	13,109	16,885	16,764	17,175
감가상각비	8,174	7,901	7,777	7,949	8,113
외환손익	-7,819	22,733	722	0	0
증속,관계기업관련손익	-4,515	-5,825	-5,151	-5,203	-5,255
자산부채의 증감	-44,632	-59,342	-66,796	-69,666	-66,613
기타현금흐름	96,878	72,809	34,499	17,299	16,981
투자활동 현금흐름	-58,573	-56,658	-12,971	-11,609	-11,875
투자자산	-36,433	-46,097	-1,906	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,425	-9,678	-9,738	-9,200	-9,200
유형자산 감소	1,602	951	42	0	0
기타현금흐름	-12,317	-1,833	-1,370	-2,409	-2,675
재무활동 현금흐름	12,947	-3,049	5,897	4,725	4,763
단기차입금	0	0	500	500	500
사채 및 장기차입금	14,143	-5,719	3,937	1,000	1,000
자본금	3,753	0	0	0	0
현금배당	-348	-570	-563	-564	-564
기타현금흐름	-4,602	3,240	2,022	3,789	3,827
연결범위변동 등 기타	-99	-422	6,376	51,340	51,310
현금의 증감	15,248	-8,744	-12,763	11,600	14,599
기초 현금	22,442	37,690	28,946	16,182	27,782
기말 현금	37,690	28,946	16,182	27,782	42,381
NOPLAT	16,859	21,589	22,921	23,617	24,218
FCF	-33,615	-45,629	-51,157	-52,093	-48,522

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

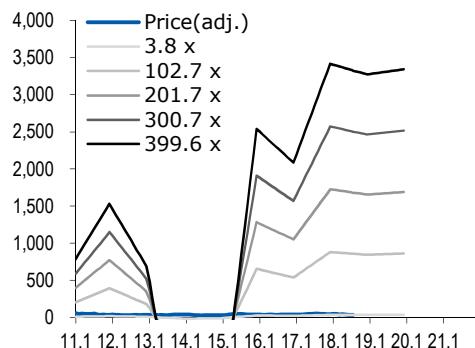
2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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	8,549	8,192	8,363
BPS	45,022	46,382	48,773	54,996	61,357
EBITDAPS	32,541	31,452	32,745	33,573	34,307
SPS	582,874	514,804	497,188	507,386	522,607
DPS	600	600	600	600	600
PER	5.7	8.2	3.8	4.0	3.9
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.1	7.6	7.2	7.2	7.0
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	-3.4	2.1	3.0
영업이익 증가율 (%)	122.3	28.1	6.2	3.0	2.5
지배순이익 증가율 (%)	측정	-17.6	61.8	-4.1	2.0
매출총이익률 (%)	8.6	8.9	8.9	8.8	8.8
영업이익률 (%)	3.6	4.3	4.7	4.8	4.7
지배순이익률 (%)	1.0	0.8	1.3	1.3	1.3
EBITDA 마진 (%)	5.6	6.1	6.6	6.6	6.6
ROIC	9.4	10.3	11.6	12.1	12.0
ROA	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE	11.5	9.1	14.5	13.2	12.0
부채비율 (%)	988.5	903.4	907.7	808.5	726.7
순차입금/자기자본 (%)	194.2	187.5	198.0	155.5	116.1
영업이익/금융비용 (배)	3.7	5.2	5.2	5.3	5.4

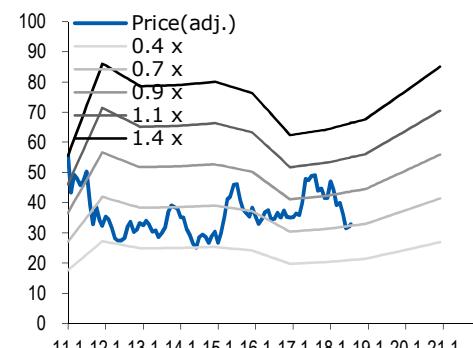
## P/E band chart

(천원)



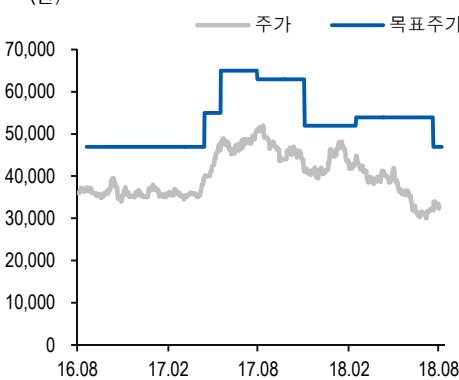
## P/B band chart

(천원)



## 한화(000880) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-16	BUY	47,000	1년		
2018-08-02	BUY	47,000	1년		
2018-02-27	BUY	54,000	1년	-31.73	-18.24
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: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-14

※ 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.