

한화(000880)

견조한 실적에 부합한 주주환원정책 변화 기대

견조한 실적에도 흑독한 2018년을 보내다

방산주 투자심리 약화, 신뢰도 하락, 케미칼/생명 주가 부진 등으로 한화는 신저가를 기록한 흑독한 한 해를 보냈다. 4분기 실적도 한화생명, 한화케미칼의 실적 부진으로 지배주주 순이익이 767억원(흑전 YoY, -55.7% QoQ)로 컨센서스 972억원을 21.0% 하회할 전망이지만 연간 순이익은 6,829억원으로 전년 대비 68.5% 증가가 예상된다. 2018년 PER은 4.1배, 2019년 3.8배 수준인데 투자심리 약화를 고려해도 저평가가 심하다. 한화건설의 잠재손실을 덜어낸 후 극단적인 어닝쇼크 이슈는 소멸되었는데, 보수적으로 4분기 실적을 0원으로 가정해도 PER은 4.6배 수준에 불과하다. SoTP 기준 NAVS는 56,000원으로 할인율은 44.9%에 달한다.

어닝쇼크 이슈 소멸 이후 높아진 실적 안정성

2018년 한화건설의 턱어라운드로 한화의 실적 안정성이 높아졌다. 2018년 한화건설의 영업이익은 2,872억원으로 전년 대비 103.1% 증가가 예상된다. 이라크의 공사 정상화가 개선의 배경이다. 올해 이라크 매출은 4,500억원, 내년 매출은 7,000억원으로 증가할 전망이기에 개선 기조는 이어질 전망이다. 반면, 2019년 영업이익은 2,840억원으로 올해 수준의 보수적 추정치를 적용했는데, 실적 정상화에 진입한 한화건설은 2018년 매분기 우리의 예상치를 초과 달성했다는 점에 주목할 필요가 있다.

눈높이가 달라진 시장과 그에 따른 주주환원정책 변화 기대

실적 정상화 이후 견조한 영업실적, FCF를 시현 중이지만 2년간 DPS는 600원으로 동일, 2016년 배당성향 11.6%, 2017년 13.9%에 불과했다. 올해 DPS를 전년과 동일한 600원을 가정하면 배당성향은 8.3%, 배당수익률은 1.9% 수준이다. 그러나 최근 시장의 주주환원 강화 기조, 투자자의 engagement 활동, 효성/현중지주/두산/SK 등 타 기업을 고려하면 한화도 점진적인 변화가 필요할 것으로 보인다. 올해 DPS를 1,000원 수준으로 상향해도 여전히 배당성향은 13.6%, 배당수익률은 3.2%(보통주)에 불과해서 개선 여지가 상존한다는 점이 투자포인트이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	47,120	1,686	492	6,848	NM	2,631	5.1	8.3	0.8	11.5	1.7
2017A	50,404	2,159	405	5,619	(17.9)	3,079	7.4	7.7	0.9	9.1	1.4
2018F	48,699	2,150	683	7,544	34.3	3,065	4.1	7.5	0.6	13.9	1.9
2019F	50,771	2,401	731	8,073	7.0	3,317	3.8	7.1	0.5	12.8	1.9
2020F	53,210	2,556	793	8,767	8.6	3,476	3.5	6.8	0.4	12.2	1.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 52,000원(유지)

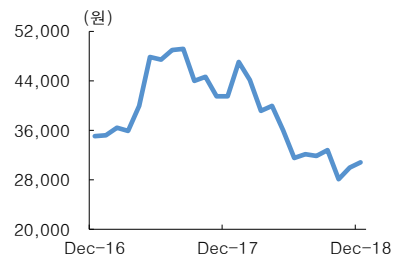
Stock Data

KOSPI(12/17)	2,071
주가(12/17)	30,850
시가총액(십억원)	2,312
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저가(원)	48,200/26,550
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,311
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.1/25.8
주요주주(%)	김승연 외 10 인 36.1
	국민연금 9.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.5	(12.7)	(25.8)
KOSPI 대비(%p)	3.5	1.1	(9.2)

주가추이



자료: FnGuide

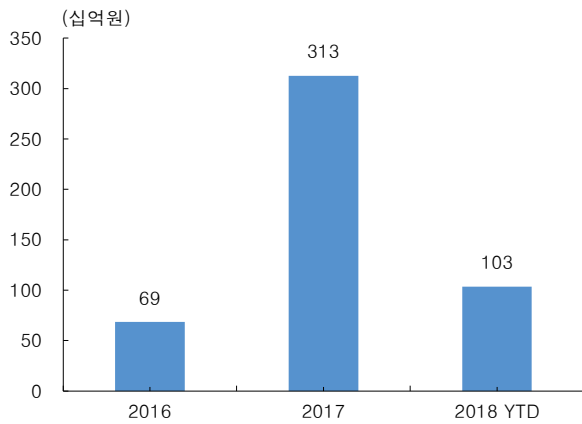
윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

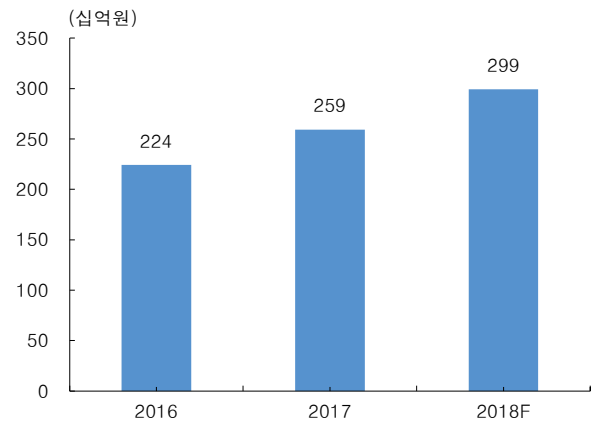
jooyoung.cha@truefriend.com

[그림 1] 2016년 이후 한화의 별도기준 FCF 추이



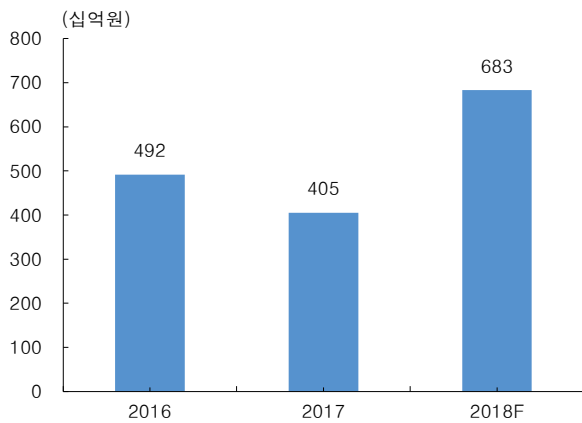
주: 1. 별도 기준 FCF
 2. FCF는 총현금흐름+영업활동으로인한자산부채변동-유형자산의증가(CAPEX)+유형자산의처분-무형자산의순투자-(생물자산의 증가)-(기타비유동자산의 증가)+(기타비유동부채의증가)로 산출
 자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 2] 2016년 이후 연간 별도 영업이익 추이 및 전망



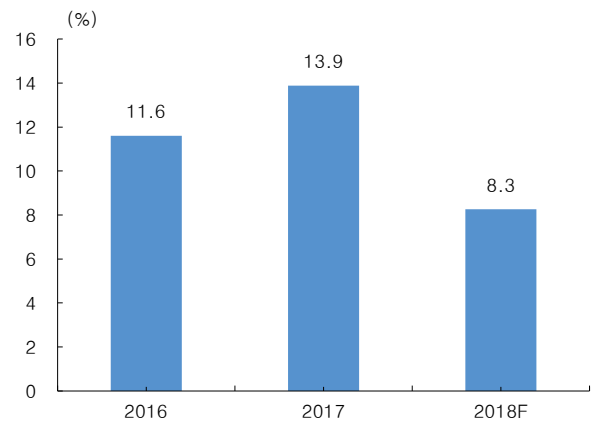
주: 1. 별도 기준 영업이익
 2. 2018년 예상 영업이익은 한국투자증권 추정치 기준
 자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 2016년 이후 한화의 지배주주 순이익 추이 및 전망



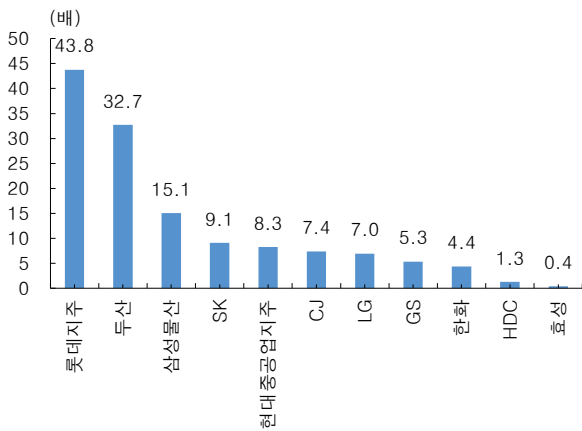
주: 2018년 예상 순이익은 한국투자증권 추정치 기준
 자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 4] 2016년 이후 한화의 배당성향 추이 및 전망



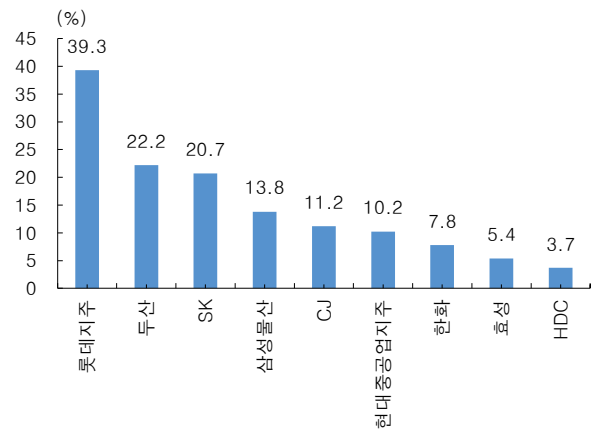
주: 1. 연결 기준
 2. 2018년 예상 배당성향은 보통주 DPS 600원, 우선주 DPS 650원을 기준으로 한국투자증권 추정치
 자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 5] 지주사별 2018년 PER 컨센서스



주: 12월 17일 컨센서스 기준
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 6] 지주사별 자사주 현황



주: 2018년 3분기 말 기준
자료: FnGuide, 한국투자증권

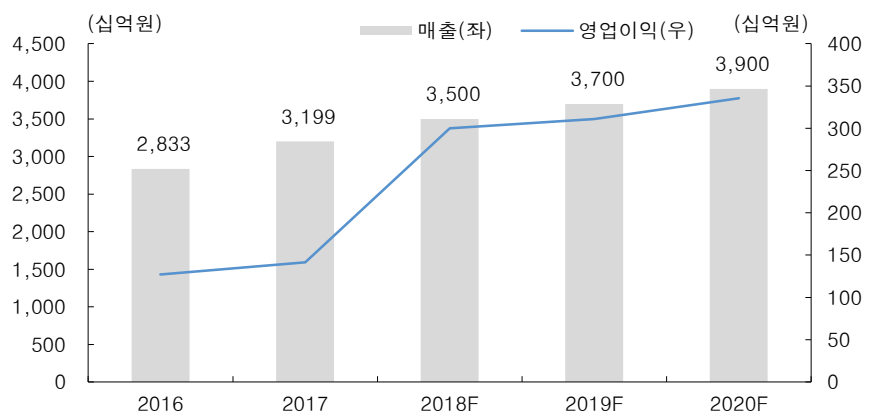
<표 1> 한화건설의 가이드스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	2017	2018F
매출액	700	908	890	3,199	3,500
매출총이익	103	149	116	265	510
영업이익	59	111	73	141	300
신규수주	517	583	500	3,011	3,000
수주잔고	16,297	16,300	15,600	16,309	16,000

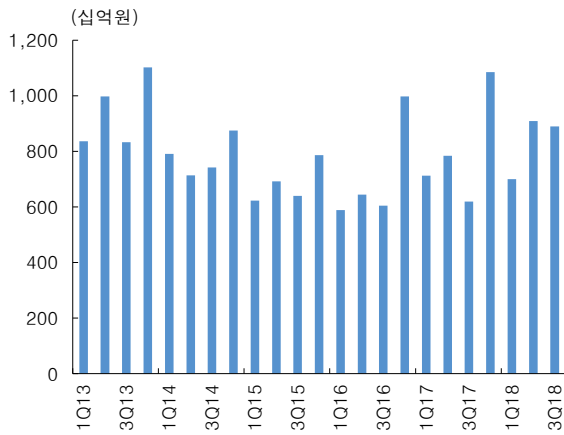
주: 별도 기준
자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 7] 한화건설 중기 실적 전망



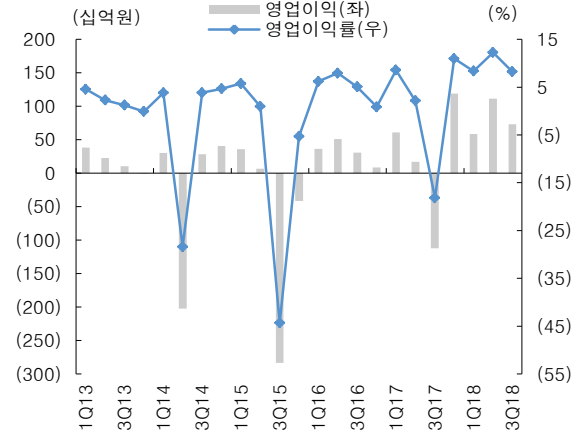
자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 8] 한화건설 분기별 매출 추이



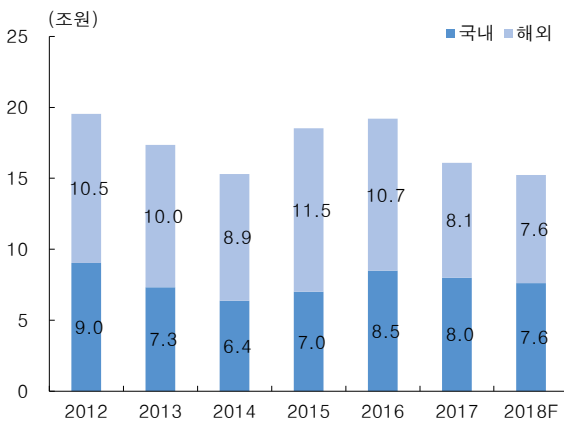
자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 9] 한화건설 분기별 영업이익/영업이익률 추이



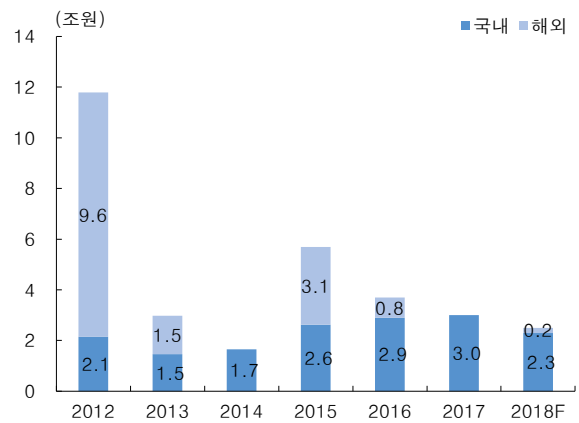
자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 10] 한화건설 수주잔고



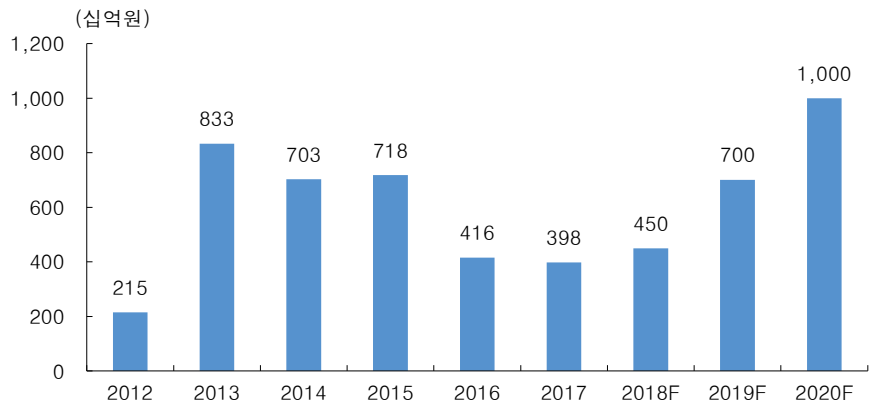
자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 11] 한화건설 신규 수주



자료: 한화건설, 한국투자증권

[그림 12] 이라크 매출



자료: 한화건설, 한국투자증권

<표 2> 한화 자체사업 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액															
화약/제조	536	638	729	817	625	628	793	912	685	620	834	983	2,719	2,959	3,122
(growth)	43.5	56.4	94.1	55.9	16.6	(1.5)	8.8	11.8	9.6	(1.3)	5.1	7.8	61.8	8.8	5.5
무역/기타	592	486	419	422	521	511	598	354	485	462	666	305	1,919	1,984	1,917
(growth)	(3.2)	(36.1)	(40.3)	(29.7)	(12.1)	5.3	42.7	(16.0)	(6.9)	(9.6)	11.3	(14.0)	(28.2)	3.4	(3.4)
전사	1,128	1,123	1,149	1,238	1,146	1,139	1,392	1,267	1,169	1,082	1,499	1,288	4,638	4,943	5,039
(growth)	(2.8)	(15.2)	(8.2)	(9.3)	1.5	1.4	21.2	2.3	2.1	(5.0)	7.7	1.7	(9.1)	6.6	1.9
영업이익															
화약/제조	48	70	73	53	61	81	85	50	60	74	81	44	244	277	258
(growth)	2.2	43.8	98.2	26.6	25.5	15.7	17.4	(5.6)	(1.7)	(9.0)	(4.7)	(12.0)	39.8	13.5	(6.6)
무역/기타	10	8	8	(10)	13	12	6	(8)	12	11	7	(7)	16	23	23
(growth)	6,988.4	37.2	198.8	(2.0)	28.0	61.8	(23.1)	(16.0)	(6.9)	(9.6)	11.3	(14.0)	(957.3)	47.0	(1.0)
전사	58	78	81	43	73	93	91	41	71	85	88	37	259	299	281
(growth)	(6.1)	18.6	75.7	(15.9)	25.9	20.2	13.4	(3.1)	(2.6)	(9.1)	(3.6)	(11.6)	15.6	15.5	(6.2)
영업이익률															
제조	9.0	11.0	10.0	6.5	9.7	12.9	10.7	5.5	8.7	11.9	9.7	4.5	9.0	9.3	8.3
무역/기타	1.7	1.6	1.9	(2.3)	2.5	2.4	1.0	(2.3)	2.5	2.4	1.0	(2.3)	0.8	1.1	1.2
전사	5.2	6.9	7.0	3.5	6.4	8.2	6.6	3.3	6.1	7.8	5.9	2.8	5.6	6.1	5.6

자료: 한화, 한국투자증권

<표 3> 한화 별도 실적

(단위: 십억원, %)

	2017				2018F				2019F				FY17	FY18F	FY19F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	1,128	1,123	1,149	1,238	1,146	1,139	1,392	1,267	1,169	1,082	1,499	1,288	4,638	4,943	5,039
(YoY)	(2.8)	(15.2)	(8.2)	(9.3)	1.5	1.4	21.2	2.3	2.1	(5.0)	7.7	1.7	(9.1)	6.6	1.9
(QoQ)	(17.4)	(0.5)	2.3	7.8	(7.5)	(0.6)	22.2	(9.0)	(7.7)	(7.5)	38.6	(14.1)			
제조	536	638	729	817	625	628	793	912	685	620	834	983	2,719	2,959	3,122
무역	592	486	419	422	521	511	598	354	485	462	666	305	1,919	1,984	1,917
영업이익	58	78	81	43	73	93	91	41	71	85	88	37	259	299	281
(YoY)	(6.1)	18.6	75.7	(15.9)	25.9	20.2	13.4	(3.1)	(2.6)	(9.1)	(3.7)	(11.6)	15.6	15.5	(6.2)
(QoQ)	14.5	33.1	3.7	(46.8)	71.5	27.1	(2.1)	(54.6)	72.4	18.7	3.6	(58.3)			
제조	48	70	73	53	61	81	85	50	60	74	81	44	244	277	258
무역	10	8	8	(10)	13	12	6	(8)	12	11	7	(7)	16	23	23
영업이익률	5.2	6.9	7.0	3.5	6.4	8.2	6.6	3.3	6.1	7.8	5.9	2.8	5.6	6.1	5.6
(YoY)	(0.2%p)	2.0%p	3.3%p	(0.3%p)	1.2%p	1.3%p	(0.4%p)	(0.2%p)	(0.3%p)	(0.3%p)	(0.7%p)	(0.4%p)	1.2%p	0.5%p	(0.5%p)
(QoQ)	1.4%p	1.7%p	0.1%p	(3.6%p)	3.0%p	1.8%p	(1.6%p)	(3.3%p)	2.8%p	1.7%p	(2.0%p)	(3.0%p)			
제조	9.0	11.0	10.0	6.5	9.7	12.9	10.7	5.5	8.7	11.9	9.7	4.5			
무역	1.7	1.6	1.9	(2.3)	2.5	2.4	1.0	(2.3)	2.5	2.4	1.0	(2.3)			
당기순이익	85	74	47	(45)	105	29	57	(10)	86	20	53	(13)	160	181	147
(YoY)	13.7	32.0	91.3	(7.4)	23.8	(60.6)	21.8	(78.8)	(17.7)	(30.6)	(6.7)	35.9	50.8	13.1	(19.1)
(QoQ)	(273.6)	(12.3)	(36.7)	(196.1)	(332.1)	(72.1)	95.7	(116.7)	(1,000.4)	(76.5)	163.2	(124.4)			
순이익률	7.5	6.6	4.1	(3.6)	9.1	2.6	4.1	(0.8)	7.4	1.9	3.6	(1.0)	3.5	3.7	2.9
(YoY)	1.1%p	2.4%p	2.1%p	NM	1.6%p	(4.0%p)	0.0%p	NM	(1.8%p)	(0.7%p)	(0.5%p)	NM	1.4%p	0.2%p	(0.8%p)
(QoQ)	NM	(0.9%p)	(2.5%p)	NM	NM	(6.6%p)	1.5%p	NM	NM	(5.5%p)	1.7%p	NM			

자료: 한화, 한국투자증권

〈표 4〉 한화 연결 실적

(단위: 십억원, %)

	2017				2018F				2019F				FY17	FY18F	FY19F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	13,346	11,385	11,695	13,977	11,510	12,622	11,623	12,943	11,932	12,534	13,065	13,239	50,404	48,699	50,771
(YoY)	10.9	4.8	(2.7)	14.6	(13.8)	10.9	(0.6)	(7.4)	3.7	(0.7)	12.4	2.3	7.0	(3.4)	4.3
(QoQ)	9.4	(14.7)	2.7	19.5	(17.7)	9.7	(7.9)	11.4	(7.8)	5.0	4.2	1.3			
한화	1,128	1,124	1,149	1,239	1,146	1,139	1,392	1,267	1,169	1,082	1,499	1,288	4,640	4,943	5,039
한화생명	7,621	5,346	6,030	7,090	5,899	6,307	5,484	6,171	5,866	6,214	6,280	6,501	26,087	23,861	24,862
한화케미칼	2,191	2,486	2,313	2,352	2,076	2,251	2,312	2,285	2,242	2,336	2,433	2,525	9,342	8,924	9,536
한화에어로스페이스	774	1,036	869	1,536	748	1,011	1,040	1,610	1,287	1,287	1,287	1,287	4,215	4,428	5,146
한화건설	712	784	619	1,085	700	908	890	875	669	866	842	887	3,199	3,372	3,263
한화호텔앤리조트	250	263	295	282	263	291	314	291	271	299	323	299	1,090	1,123	1,156
영업이익	646	776	388	349	524	706	590	331	581	661	747	413	2,159	2,150	2,401
(YoY)	57.2	41.4	(41.1)	421.6	(18.9)	(9.0)	51.9	(5.1)	11.0	(6.5)	26.6	24.7	28.1	(0.4)	11.7
(QoQ)	866.6	20.2	(50.0)	(10.2)	50.2	34.8	(16.4)	(43.9)	75.8	13.6	13.0	(44.7)			
한화	58	78	80	43	73	93	91	41	71	85	88	37	259	300	281
한화생명	282	404	265	3	209	229	221	64	237	257	284	100	953	724	879
한화케미칼	197	219	215	126	172	184	94	69	114	126	149	123	756	519	512
한화에어로스페이스	11	23	2	46	(33)	14	18	66	16	28	32	36	83	64	22
한화건설	61	17	(112)	176	59	111	73	44	63	84	79	59	141	287	284
한화호텔앤리조트	1	(11)	18	0	(2)	(12)	10	0	(2)	(13)	10	0	8	(4)	(4)
영업이익률	4.8	6.8	3.3	2.5	4.5	5.6	5.1	2.6	4.9	5.3	5.7	3.1	4.3	4.4	4.7
(YoY)	1.4%p	1.8%p	(2.2%p)	1.9%p	(0.3%p)	(1.2%p)	1.8%p	0.1%p	0.3%p	(0.3%p)	0.6%p	0.6%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	1.0%p	(0.5%p)	(2.5%p)	2.3%p	0.4%p	0.4%p	(2.6%p)			
한화	5.2	6.9	7.0	3.5	6.4	8.2	6.6	3.3	6.1	7.8	5.9	2.8	5.6	6.1	5.6
한화생명	3.7	7.6	4.4	0.0	3.5	3.6	4.0	1.0	4.0	4.1	4.5	1.5	3.7	3.0	3.5
한화케미칼	9.0	8.8	9.3	5.4	8.3	8.2	4.1	3.0	5.1	5.4	6.1	4.9	8.1	5.8	5.4
한화에어로스페이스	1.4	2.2	0.2	3.0	(4.5)	1.4	1.7	4.1	1.2	2.2	2.5	2.8	2.0	1.4	0.4
한화건설	8.6	2.2	(18.1)	16.2	8.4	12.3	8.2	5.0	9.4	9.7	9.3	6.6	4.4	8.5	8.7
한화호텔앤리조트	0.3	(4.0)	6.0	0.1	(0.8)	(4.2)	3.1	0.1	(0.8)	(4.2)	3.1	0.1	0.8	(0.4)	(0.4)
세전이익	832	758	372	34	707	672	385	363	682	693	800	392	1,995	2,126	2,566
당기순이익	616	544	283	(132)	531	416	237	368	498	506	584	286	1,311	1,552	1,873
(YoY)	54.1	27.0	(23.6)	NM	(13.9)	(23.5)	(16.3)	NM	(6.2)	21.5	146.5	(22.3)	1.7	18.4	20.7
(QoQ)	583.9	(11.8)	(47.9)	NM	NM	(21.6)	(43.1)	55.6	35.1	1.6	15.5	(51.0)			
지배주주순이익	271	216	37	(118)	272	161	173	77	194	197	228	112	405	683	731
(YoY)	65.2	12.2	(65.7)	NM	0.5	(25.5)	372.6	NM	(28.7)	22.5	31.6	45.5	(17.6)	68.5	7.0
(QoQ)	853.9	(20.2)	(83.0)	NM	NM	(40.8)	7.5	(55.7)	153.1	1.6	15.5	(51.0)			
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	164,241	170,658
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	5,300	6,091
지배주주 순이익률	2.0	1.9	0.3	(0.8)	2.4	1.3	1.5	0.6	1.6	1.6	1.7	0.8	0.8	1.4	1.4
ROA	0.7	0.6	0.1	(0.3)	0.7	0.5	0.5	0.2	0.5	0.6	0.7	0.3	0.8	1.0	1.1
ROE	24.4	19.6	3.3	(11.0)	24.8	14.3	15.8	7.2	18.8	18.6	20.8	10.4	9.1	13.9	12.8

자료: 한화, 한국투자증권

〈표 5〉 한화 NAV

(단위: 십억원, 배, %, 원)

	시가총액/ 장부가액	지분율	Base	Best	가정
영업가치(A)			1,889	1,889	
EBITDA			378	378	Base: 2018F 별도 기준 EBITDA / Best: 2018F 별도 기준 EBITDA
EV/EBITDA			5	5	
지주 브랜드 가치(B)			1,461	1,461	연간 브랜드로열티 1,461억원, 멀티플 10배 적용
투자자산가치(C)			3,511	3,947	
상장 관계회사 주식	8,806		1,712	1,957	Base: 30% 할인 적용 / Best: 20% 할인 적용
한화생명	3,761	18.2	478	546	
한화케미칼	3,393	35.9	852	974	
한화에어로스페이스	1,652	33.0	382	437	
비상장 관계회사 주식			1,613	1,804	
한화건설	1,110	95.2	1,419	1,582	2018F EBITDA 3,171억원, Base: 대림산업 4.7배 적용 / Best: 현대건설/대우건설 5.2배 적용
한화호텔앤드리조트		50.6	153	175	Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인
한화큐셀코리아		20.4	40	46	Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인
한화이글스		40.0	0	0	Base: 30% 할인 적용, Best: 20% 할인
유형자산가치			186	186	유형자산가치를 산정하고 임대수익을 netting
투자부동산			5	5	
매각예정비유동자산			0	0	
자사주			181	181	
기타(D)			15	15	
우선주			15	15	
순차입금(E)			2,647	2,647	3Q18 별도기준, 우선주 4,000억원은 차입금으로 분류
NAV(F)=(A)+(B)+(C)-(D)-(E)			4,199	4,635	
보통주식수(G)			74,958,735	74,958,735	
NAVS(H)=(F)/(G)			56,000	62,000	목표주가
현재주가			30,850	30,850	
상승여력			81.5	101.0	
할인율			44.9	50.2	

주: 12월 17일 종가 기준
 자료: Dart, 한화, 한국투자증권

〈표 6〉 기업의 FCF 대비 배당성향이 낮은 기업(시가총액 5,000억원 이상, 2016~2017년
배당성향이 15% 이하인 기업)

(단위: 십억원, %, 배)

기업	시가 총액	대주주 지분율	2017~2018 FCF yield	2016 FCF	2017 FCF	2018 3Q누적 FCF	2016 영업 이익	2017 영업 이익	2018 3Q누적 영업이익	2016 순이익	2017 순이익	2018 3Q누적 순이익	2015 배당 성향	2016 배당 성향	2017 배당 성향	2018F PER	2018F PBR
한화	2,312	36.1	18.0	69	313	103	1,686	2,159	1,820	492	405	606	(12.2)	11.6	13.9	4.4	0.6
신세계	2,594	28.1	17.2	144	287	160	251	346	263	227	182	154	3.1	5.4	6.8	10.2	0.7
한화케미칼	3,393	36.7	16.8	483	383	188	779	756	450	755	825	460	13.0	7.6	7.0	6.1	0.5
이마트	5,227	28.1	16.0	327	342	495	569	567	401	376	616	401	9.2	11.1	7.9	10.6	0.6
넥센타이어	900	66.9	15.6	212	102	38	248	185	130	174	125	75	6.5	5.9	8.2	8.4	0.7
현대백화점	2,205	36.1	14.5	(16)	103	216	383	394	258	276	254	173	6.6	5.8	7.1	8.8	0.5
컴투스	1,595	24.5	14.0	149	131	92	192	195	114	152	142	101	0.0	11.5	12.3	11.8	1.7
팬오션	2,440	54.9	13.5	214	206	125	168	195	152	98	143	119	0.0	0.0	0.0	15.9	1.0
한섬	910	34.6	12.1	(10)	25	85	72	55	62	56	54	48	8.9	11.7	14.3	12.4	0.8
웹젠	588	27.2	11.2	50	24	42	57	44	57	45	30	45	0.0	0.0	0.0	9.8	1.6
태광산업	1,630	42.7	10.4	148	90	79	160	241	260	14	139	185	2.0	10.3	1.2	-	-
SK하이닉스	45,282	20.1	10.2	(852)	2,811	1,813	3,277	13,721	16,414	2,954	10,642	12,144	8.2	14.3	6.6	2.8	0.9
한국콜마홀딩스	507	45.9	9.0	1	30	16	49	62	61	37	28	46	(280.4)	7.0	11.0	7.9	-
동원산업	644	59.9	8.7	53	40	15	151	225	134	75	167	54	58.0	13.5	8.1	8.0	0.7
세방전지	536	41.5	8.2	17	31	12	74	70	70	63	67	64	6.1	7.7	8.3	-	-
NHN엔터테인먼트	1,119	47.7	7.0	24	27	51	26	35	52	13	17	101	0.0	0.0	0.0	9.0	0.7
콜비앤에이치	603	59.6	6.8	14	39	2	36	49	42	30	46	33	163.4	12.9	10.3	13.3	2.9
NAVER	20,107	10.0	6.5	743	695	606	1,102	1,179	729	749	773	528	6.2	4.4	5.5	28.5	3.4
NICE	652	48.5	6.2	16	18	22	127	123	106	52	49	42	15.2	8.8	9.4	12.5	1.1
원익PS	823	33.2	6.0	0	31	19	29	122	114	23	95	93	0.0	0.0	8.7	8.1	2.1
중산	818	37.0	5.6	109	41	5	218	241	88	138	151	59	27.2	14.3	14.9	10.2	0.6
영원무역	1,722	50.8	5.5	93	70	25	179	181	181	110	109	118	6.8	10.0	12.1	12.1	1.2
동국제약	520	46.5	5.4	20	16	12	47	50	42	41	40	33	9.6	8.7	11.5	12.2	1.7
다우기술	841	39.7	4.7	19	18	22	253	332	308	98	115	123	6.3	11.1	11.3	-	-
휴온스	653	45.0	4.7	0	21	10	22	35	37	15	34	33	0.0	1.0	11.7	14.9	4.2
현대그린푸드	1,392	37.7	4.5	44	50	12	105	87	115	95	113	91	5.8	5.5	6.2	11.8	0.7
한진칼	1,858	29.0	4.5	(230)	44	39	99	115	121	(407)	222	13	(1.9)	0.0	3.4	39.1	1.2
휴젤	1,448	47.7	3.8	(7)	48	7	63	102	44	43	73	57	0.0	0.0	0.0	21.8	1.9
영원무역홀딩스	886	46.2	3.5	11	13	18	201	210	187	69	72	64	6.9	8.4	9.7	-	-
남해화학	564	56.0	3.2	13	10	8	13	28	31	15	27	24	14.1	14.9	14.3	-	-
필어비스	2,301	46.9	3.1	18	19	52	28	22	149	24	15	132	0.0	0.0	0.0	12.6	4.9
넷마블	9,166	25.2	2.9	18	245	17	295	510	204	174	310	176	0.0	0.0	9.9	39.2	2.0
힐라코리아	3,062	20.1	2.8	(23)	3	84	12	217	274	323	62	144	(2.1)	0.9	4.9	17.2	2.9
AK홀딩스	748	64.9	2.8	10	9	12	214	266	234	72	100	96	(15.0)	9.9	8.4	6.5	0.9
오리온홀딩스	1,143	63.8	2.4	(78)	15	12	(2)	5	168	237	1,480	42	19.4	13.4	1.4	-	-
셀트리온	26,910	22.9	2.1	72	387	166	250	522	295	178	399	218	2.2	3.3	0.6	90.6	9.8
아모레G	5,492	62.0	1.5	49	41	43	1,083	731	533	342	203	159	12.5	11.2	14.8	32.5	1.7
허림지주	1,081	50.8	1.5	(43)	12	4	451	465	310	175	155	93	0.0	0.0	8.2	8.5	0.6

주: 1. 대주주/자사주 지분율, 시가총액, PER, PBR은 12월 17일 기준
 2. 순이익은 지배주주 순이익 기준, 영업이익은 연결 기준
 3. FCF는 별도기준으로 총현금흐름+영업활동으로인한자산부채변동-유형자산의증가(CAPEX)+유형자산의처분-무형자산의순투자-(생물자산의 증가)-(기타비유동자산의 증가)+(기타비유동부채의증가)로 산출
 4. 2017~2018 FCF yield는 2017년 연간 FCF와 2018년 3분기 누적 FCF를 시가총액으로 나눈 것
 5. 회색으로 표시된 기업은 대주주 지분율이 40% 이하인 기업
 자료: FnGuide, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	12,432	11,620	11,617	12,112	12,694
현금성자산	2,860	2,109	2,038	2,124	2,227
매출채권및기타채권	4,965	5,044	4,873	5,081	5,325
재고자산	2,755	2,691	2,600	2,710	2,841
비유동자산	16,310	16,152	16,268	16,388	16,556
투자자산	2,906	2,962	2,862	2,984	3,127
유형자산	10,328	10,176	10,032	9,887	9,742
무형자산	1,522	1,551	1,498	1,562	1,637
자산총계	154,871	160,195	164,241	170,658	178,238
유동부채	13,661	12,931	14,513	13,888	13,308
매입채무및기타채무	4,924	4,585	4,870	5,077	5,321
단기차입금및단기사채	3,775	3,162	2,549	1,936	1,323
유동성장기부채	2,380	2,643	2,905	3,168	3,431
비유동부채	10,392	9,638	10,221	9,966	9,749
사채	2,726	2,475	2,224	1,974	1,723
장기차입금및금융부채	3,240	3,012	2,786	2,560	2,333
부채총계	140,643	144,230	146,481	150,780	156,083
지배주주지분	4,408	4,541	5,300	6,091	6,945
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	671	547	547	547	547
기타자본	38	38	38	38	38
이익잉여금	2,995	3,365	3,992	4,666	5,403
비지배주주지분	9,820	11,423	12,461	13,786	15,210
자본총계	14,228	15,965	17,760	19,878	22,155

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	6,097	5,138	5,858	3,102	3,290
당기순이익	1,289	1,311	1,552	1,873	2,034
유형자산감가상각비	817	790	787	784	780
무형자산상각비	127	130	127	133	139
자산부채변동	(4,463)	(5,934)	2,830	(584)	(443)
기타	8,327	8,841	562	896	780
투자활동현금흐름	(5,857)	(5,666)	(4,080)	(891)	(966)
유형자산투자	(1,142)	(968)	(737)	(734)	(731)
유형자산매각	160	95	95	95	95
투자자산순증	(3,643)	(4,610)	743	595	597
무형자산순증	(121)	(125)	(75)	(196)	(214)
기타	(1,111)	(58)	(4,106)	(651)	(713)
재무활동현금흐름	1,295	(305)	(1,850)	(2,123)	(2,221)
자본의증가	403	718	0	0	0
차입금의순증	1,414	(572)	(924)	(924)	(924)
배당금지급	(35)	(57)	(56)	(56)	(56)
기타	(487)	(394)	(870)	(1,143)	(1,241)
기타현금흐름	(10)	(42)	0	0	0
현금의증가	1,525	(874)	(71)	87	102

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

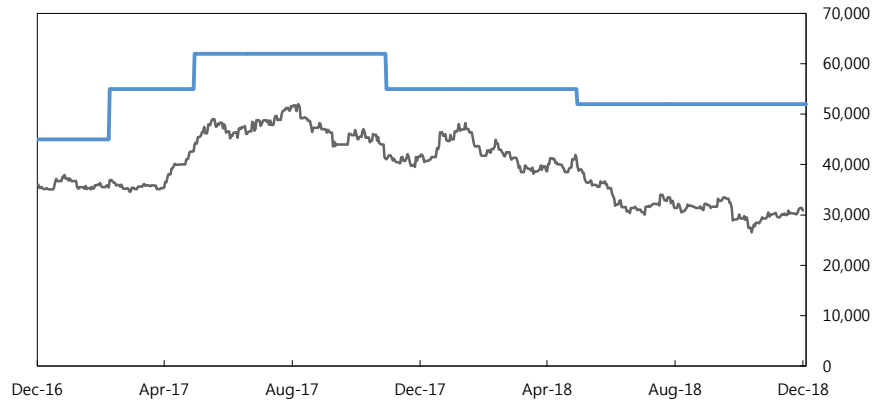
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	47,120	50,404	48,699	50,771	53,210
매출원가	43,050	45,921	43,876	45,231	47,965
매출총이익	4,070	4,483	4,822	5,539	5,245
판매관리비	2,385	2,324	2,672	3,138	2,689
영업이익	1,686	2,159	2,150	2,401	2,556
금융수익	46	37	40	46	65
이자수익	40	30	33	38	57
금융비용	462	413	380	328	298
이자비용	462	413	380	328	298
기타영업외손익	(50)	(370)	(195)	(152)	(160)
관계기업관련손익	452	582	510	600	623
세전계속사업이익	1,672	1,995	2,126	2,566	2,786
법인세비용	383	684	574	693	752
연결당기순이익	1,289	1,311	1,552	1,873	2,034
지배주주지분순이익	492	405	683	731	793
기타포괄이익	(939)	(313)	300	300	300
총포괄이익	349	998	1,852	2,173	2,334
지배주주지분포괄이익	59	310	815	848	910
EBITDA	2,631	3,079	3,065	3,317	3,476

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,848	5,619	7,544	8,073	8,767
BPS	45,234	46,594	54,342	62,423	71,145
DPS	600	600	600	600	600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	13.9	7.0	(3.4)	4.3	4.8
영업이익증가율	122.3	28.1	(0.4)	11.7	6.5
순이익증가율	NM	(17.6)	68.5	7.0	8.6
EPS증가율	NM	(17.9)	34.3	7.0	8.6
EBITDA증가율	66.6	17.1	(0.5)	8.3	4.8
수익성(%)					
영업이익률	3.6	4.3	4.4	4.7	4.8
순이익률	1.0	0.8	1.4	1.4	1.5
EBITDA Margin	5.6	6.1	6.3	6.5	6.5
ROA	0.9	0.8	1.0	1.1	1.2
ROE	11.5	9.1	13.9	12.8	12.2
배당수익률	1.7	1.4	1.9	1.9	1.9
배당성향	11.6	13.9	8.3	7.7	7.1
안정성					
순차입금(십억원)	9,001	8,859	8,029	6,991	5,932
차입금/자본총계비율(%)	88.3	72.9	60.3	49.2	40.0
Valuation(X)					
PER	5.1	7.4	4.1	3.8	3.5
PBR	0.8	0.9	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.3	7.7	7.5	7.1	6.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한화 (000880)	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 12월 17일 현재 한화 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 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.