



한화 (000880)

지주회사



최남곤

02 3770 5604

namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	34,000원 (D)
현재주가 (5/15)	18,900원
상승여력	80%

시가총액	16,718억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	71억원
60일 평균 거래량	413,019주
52주 고	28,200원
52주 저	12,050원
외인지분율	19.48%
주요주주	김승연 외 11 인 38.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.8	(17.5)	(33.0)
상대	0.1	(3.9)	(27.2)
절대(달러환산)	2.9	(20.5)	(35.1)

1Q20 Review : 실적 회복은 하반기에 가시화

1Q20 : 주요 연결자회사 실적 개선 → 컨센서스 상회

연결 매출액과 영업이익은 각각 14.4조원(+21.4% YoY), 2,964억원(+14.2%)를 기록했다. 컨센서스(매출액 12.3조원, 영업이익 2,855억원)을 상회하는 호실적이었다.

실적 호전의 원인은 ①한화에어로스페이스의 흑자전환, ②태양광 부문 호조에 따른 한화솔루션의 영업이익 급증(+61.7% YoY), ③한화생명의 흑자전환에 기인한다.

별도 부문에서는 해석이 다소 엇갈릴 수 있는 실적이 나왔다. 방산 부문 정상화로 제조 부문 실적은 정상화(영업이익 +189% 증가)됐으나, 저유가 영향으로 무역 부문에서 -188억원 적자 전환했다.

100% 자회사인 한화건설의 영업이익은 -23.6%(YoY)로 부진했는데, 이는 일시적 판관비 요인에 따른 영향이었다.

별도 & 건설 사업 : 상반기보다는 하반기에 실적 올라오는 모습 기대

전체적인 실적 개선에도 불구하고, 별도 부문과 한화건설의 부진은 투자자들이 주목할 수 밖에 없는 부분이다. 별도와 건설의 경우, 상반기보다는 하반기에 실적이 올라오는 모습을 보여줄 것으로 예상된다.

19년 방산 부문 사고 후 정상화 과정에서 기저효과를 기대했던 별도 부문의 수익성 측면에서 뜻하지 않은 암초를 맞게 됐다. 저유가라는 변수로 인해 무역 부문의 손실이 예상치 않게 나왔기 때문이다. 문제는 2분기까지 저유가가 지속될 전망이고, 하반기에도 낙관할 수 없다는 점에서 무역 부문의 손실 규모에 대한 불확실성에 노출됐다고 볼 수 있겠다. 상반기까지는 이러한 우려 해소가 쉽지 않을 것으로 전망되며, 유가 관련한 제반 여건이 안정화되고, 방산 부문의 수주 일감이 집중되면서 하반기이나 별도 부문의 수익성이 기존 기대 수준까지 올라오는 모습을 보여줄 것으로 예상된다.

한화건설 역시 저유가에 따른 이라크 사업의 공정 속도 조절이 불가피할 것으로 예상된다. 이라크 사업 매출액은 6,700억원(19년) → 4,500억원(20년)으로 대폭 감소할 전망이다. 다만 국내 사업에서 견조한 실적을 예상하고 있어, 연간 영업이익 수준은 19년 수준인 2,900억원에서 소폭 감소할 것으로 예상된다.

목표주가 34,000원으로 하향 조정. 상반기보다는 하반기 반등에 무게

자회사 가치 하락을 반영하여 목표주가를 34,000원으로 하향 조정한다. 동사의 주가 방향을 예측하는데 있어, 투자자들이 좀 더 무게중심을 두는 별도 부문과 건설 부문의 하반기 실적 개선 가능성에 따라 주가의 반등 속도가 다소 조절될 가능성이 있어 보인다. 특징적인 부분은 당사가 지주회사 위클리를 통해 수차례 언급했듯이, 수급 측면에서 기타법인의 매수가 계속 들어오고 있다는 점이다. 2월3일 ~ 5월15일까지 기타법인의 누적 순매수는 280만주(3.7%)에 달한다. 순매수 주체, 의도 등에 따라 주가의 변수로 작용할 수도 있을 전망이다.

[표 1] 한화 NAV

(단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
한화솔루션	25,272	36.6%	9,254	한화 보유 18.15%
한화생명보험	14,635	18.2%	2,656	
한화에어로스페이스	11,771	34.0%	3,996	
상장사 합계			15,907	
비상장사	장부가	지분율	가치	비고
한화호텔앤드리조트	2,192	51%	2,192	한화생명 25%
한화건설	12,587	100%	9,461	
기타			3,073	
투자자산가치 합계			26,215	투자자산 30% 할인
수익가치			18,000	EV/EBITDA 5X 장부가
투자부동산			230	
순차입금			20,277	
NAV			24,168	
주식 수(천주)			69,079	자사주 588만주 제외
주당 NAV(원)			34,987	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한화 1Q20 실적 요약 - 무역 부문의 예상치 못한 손실

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
매출액(연결)	11,908.8	12,795.9	12,978.3	12,729.3	14,461.9	21.4%	13.6%	12,398.7	16.6%
영업이익(연결)	259.5	363.6	387.8	114.8	296.4	14.2%	158.1%	285.5	3.8%
영업이익률	2.2%	2.8%	3.0%	0.9%	2.0%				
지배순이익	106.6	47.4	109.8	-173.8	134.3	25.9%	-177.3%	36.2	270.7%
매출액(별도)	878.6	1,031.4	1,056.3	1,466.9	841.5	-4.2%	-42.6%		
제조	393.3	570.0	546.8	1,008.7	475.1	20.8%	-52.9%		
무역	485.3	461.4	509.4	458.2	366.4	-24.5%	-20.0%		
영업이익(별도)	12.1	48.1	39.0	89.7	6.5	-46.3%	-92.8%		
제조	8.7	31.2	25.3	92.9	25.2	189.7%	-72.9%		
무역	3.4	16.9	13.8	-3.2	-18.8	적전	적확		
영업이익률	1.4%	4.7%	3.7%	6.1%	0.8%				
제조	2.2%	5.5%	4.6%	9.2%	5.3%				
무역	0.7%	3.7%	2.7%	-0.7%	-5.1%				
한화건설	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY	QoQ		
매출액	921.0	978.2	864.8	1,059.4	886.7	-3.7%	-16.3%		
영업이익	86.7	75.1	47.6	84.0	66.2	-23.6%	-21.2%		

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 한화건설 신규 수주 및 수주 잔고 현황 - 이라크 사업의 공정 속도 조절 불가피

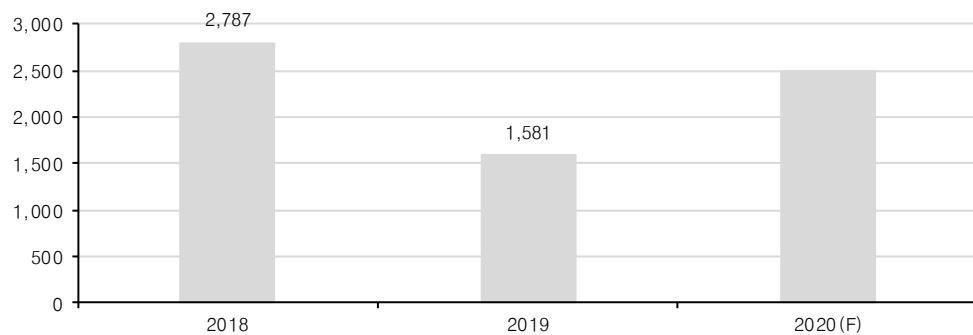
(단위: 조원)

	16	17	18	19	1Q20
신규수주	3.5	3.0	3.1	3.2	0.6
해외	0.8		0.1		
수주잔고	19.2	16.1	16.2	16.2	16.6
해외	11.0	8.1	8.0	7.5	7.6
PF 현황	1.1	0.8	0.6	0.4	0.2

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

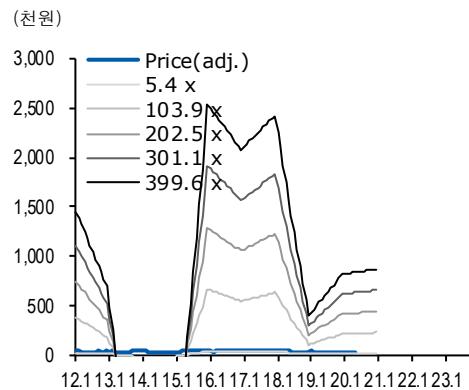
[그림 1] 한화 자체사업 제조부문 영업이익 전망 - 방산 부문의 실적 정상화 기대

(억원)

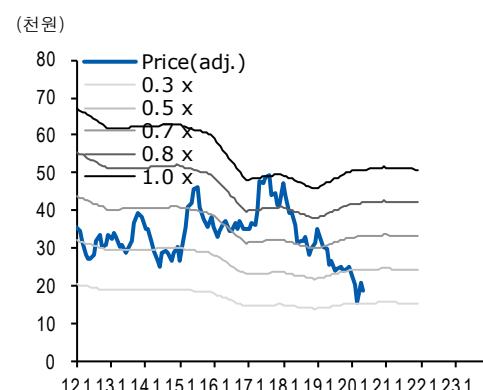


자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

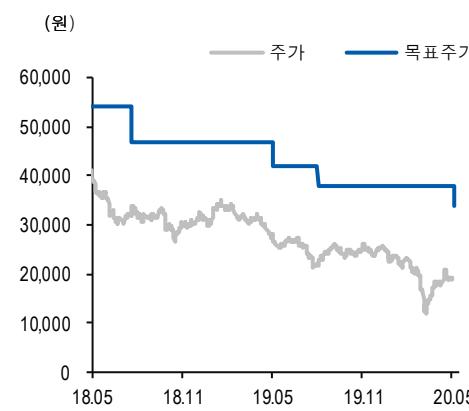
P/E band chart



P/B band chart



한화(000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-05-18	BUY	34,000	1년		
2019-08-16	BUY	38,000	1년	-41.48	-30.79
2019-05-16	BUY	42,000	1년	-39.31	-34.76
2018-08-02	BUY	47,000	1년	-33.58	-25.21
2018-02-27	BUY	54,000	1년	-31.73	-18.24

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.3
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-13

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 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.