

한화 (000880)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이해인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	38,000원 (U)
현재주가 (8/13)	25,850원
상승여력	47%

시가총액	22,501억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	230억원
60일 평균 거래량	915,981주
52주 고	28,950원
52주 저	12,050원
외인지분율	19.11%
주요주주	김승연 외 11 인 38.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.7	35.0	18.0
상대	(0.7)	7.5	(6.7)
절대(달러환산)	12.4	39.6	21.9

실적은 기대 이상. 향후 지배구조 개편 가능성에 촉각을!

2Q20 : 별도 사업 및 주요 핵심 자회사 실적 개선으로 어닝 서프라이즈

연결 매출액과 영업이익은 각각 11조원(-14% YoY), 5,013억원(+37.9% YoY)를 기록했다. 컨센서스(매출액 12.4조원, 영업이익 3,327억원)을 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다.

실적에 영향을 미친 변수는 ①제조(방산) 부문의 호조로 별도 영업이익이 585억원(+21.6% YoY)를 기록했고, ②한화솔루션(영업이익 1,285억원, +7.9% YoY), 한화생명보험(영업이익 1,388억원, 흑자전환 YoY)의 실적 호전 등으로 요약된다. 또한 ③지난 분기에 대규모 적자(-188억원)를 기록했던 무역 부문의 적자 규모가 -63억원 규모로 축소됐고, ④한화건설은 COVID-19로 인한 이라크 사업의 정체에도 불구하고, 국내 프로젝트 준공에 따른 수익성 개선(매출총이익 기준 1Q20 805억원 → 2Q20 1,030억원) 효과 덕을 봤다.

하반기에도 수익성 유지 전망

사업 포트폴리오 관점에서 하반기 연결 실적에 대한 전망은 양호하다. ①자체 사업 및 건설 부문 실적의 핵심 변수는 '유가' 동향이라 판단한다. 유가 반등은 한화 별도 부문의 수익성 개선으로 이어질 것이다. 또한 한화건설의 이라크 사업의 경우에도, 유가 반등에 따른 이라크 정부의 재정 안정화 영향을 기대할 수 있을 것이다. ②3Q20 별도(방산) 부문에서도 지연됐던 해외 수출 증가를 기대한다. ③한화생명보험의 경우 주식 시장 반등이 지속되면서 변액보증준비금 환입 효과가 지속될 것으로 전망된다. ④호텔 & 리조트 부문의 경우에도 COVID-19 영향으로부터 회복하는 모습을 보여줄 것으로 전망된다. 이미 호텔&리조트 부문의 매출액은 2Q20부터 회복되는 모습을 보여줬다.

목표주가 38,000원 상향 조정. 지주회사 전환 가능성에 촉각

목표주가를 34,000원 → 38,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향 조정의 핵심 근거는 한화솔루션, 한화생명, 한화에어로스페이스 등 주요 상장 자회사의 주가 상승에 있다. 지난 1Q20 실적 리뷰 당시 당사가 산출한 동사의 NAV 중 상장사 가치는 1.59조원이었으나, 2Q20 리뷰에서는 2.64조원으로 급증했다. 삼성그룹의 지배구조 개편 이슈와 마찬가지로 동사의 경우에도 '2019 세법 개정'에 따라 지주회사 조기 전환에 대한 내외부의 목소리가 커질 것으로 전망된다. 결국 지주회사(지배회사)의 주가 재평가 과정에서 지배구조 개편을 통해 강한 모멘텀을 받는다는 점에서 이러한 제도 변화에 따른 동사의 지주회사 전환 가능성에 대해서도 촉각을 기울여야 할 것으로 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	110,041	-14.0	-23.9	124,373	-11.5
영업이익	5,013	37.9	69.1	3,327	50.7
세전계속사업이익	4,142	70.1	137.8	1,476	180.6
지배순이익	1,166	146.2	-13.2	839	39.1
영업이익률 (%)	4.6	+1.8 %pt	+2.6 %pt	2.7	+1.9 %pt
지배순이익률 (%)	1.1	+0.7 %pt	+0.2 %pt	0.7	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	504,044	487,402	504,124	517,083
영업이익	21,589	18,061	11,257	14,388
지배순이익	4,054	4,684	900	3,013
PER	8.2	5.9	28.3	6.8
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.6	9.2	11.7	11.1
ROE	9.1	10.7	2.1	6.7

자료: 유안타증권

[표 1] 한화 NAV

(단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
한화솔루션	51,716	37.3%	19,264	한화 보유 18.15%
한화생명보험	14,157	18.2%	2,570	
한화에너지로스페이스	13,645	34.0%	4,632	
상장사 합계			26,466	
비상장사	장부가	지분율	가치	비고
한화호텔앤드리조트	2,192	51%	2,192	한화생명 25%
한화건설	12,587	100%	9,377	
기타			3,073	
투자자산가치 합계			31,423	투자자산 30% 할인
수익가치			15,000	EV/EBITDA 5X
투자부동산			230	장부가
순차입금			20,277	
NAV			26,376	
주식 수(천주)			69,079	자사주 588만주 제외
주당 NAV(원)			38,182	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2Q20 영업이익은 컨센서스를 50.7% 상회

(단위: 십억원)

	2Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
매출액(연결)	12,795.9	14,461.9	11,004.1	-14.0%	-23.9%	12,437.3	-19.6%
영업이익(연결)	363.6	296.4	501.3	37.9%	69.1%	332.7	50.7%
영업이익률	2.8%	2.0%	4.6%				
지배순이익	47.4	134.3	116.6	135.4%	-16.9%	83.9	39.1%
매출액(별도)	1,031.4	841.5	1,083.1	5.0%	28.7%		
제조	570.0	475.1	609.9	7.0%	28.4%		
무역	461.4	366.4	473.2	2.6%	29.1%		
영업이익(별도)	48.1	6.5	58.5	21.6%	800.0%		
제조	31.2	25.2	64.7	107.4%	156.7%		
무역	16.9	-18.8	-6.3	적자 전환	적자 축소		
영업이익률	4.7%	0.8%	5.4%				
제조	5.5%	5.3%	10.6%				
무역	3.7%	-5.1%	-1.3%				
한화건설	2Q19	1Q20	2Q20	YoY	QoQ		
매출액	978.2	886.7	852.0	-12.9%	-3.9%		
영업이익	75.1	66.2	88.6	18.0%	33.8%		

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 한화건설 신규 수주 및 수주 잔고 현황 - 건조한 국내 VS 코로나 영향에 따른 해외 사업 매출 감소 (단위: 조원)

	16	17	18	19	2Q20
신규수주	3.5	3.0	3.1	3.2	1.4
해외	0.8	0.0	0.1	0.0	0.0
수주잔고	19.2	16.1	16.2	16.2	16.5
해외	11.0	8.1	8.0	7.5	7.3
PF 현황	1.1	0.8	0.6	0.4	0.2

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 한화 그룹의 4 차 산업 및 그린뉴딜 사업 추진 현황

주요 회사	사업 분야
한화 기계부문	자동화 물류 등 스마트 팩토리, 태양광, 2차전지 생산 설비 제조
한화솔루션	태양광 및 태양광을 활용한 그린 수소 생산, 수전해 생산 기술 개발, 수소 저장 및 운송용 고압 용기 개발
한화종합화학	수소 충전소 운영
한화파워시스템	수소저장/ 운송/ 충전을 위한 압축기 개발
한화시스템	AI 기술개발, UAM(Urban Air Mobility) 개발, 위성통신 안테나사업(Phasor Solutions) 진출 등

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[컨콜 Q&A]

[자체]

Q) 제조부문 방산/기계 매출과 이익 Breakdown?

- 기계 부문 2Q20 매출 1200억 영업이익 90억. 방산은 말씀드리기 어려움

Q) 3분기부터 무역부문 이익정상화?

- 3분기 정상화 예정. 유가 점점 정상화 됨에 따라 3분기 괜찮을 것

[건설]

Q) 이라크 현장 철수. 2분기 실적 관련해서 비용 반영된 부분? 반영되지 않았다면 하반기 실적에 얼마나 고려?

- 완전 철수 아님. 주재원만 귀국상태. 코로나영향으로 공사 일시중단 상태 맞지만, 완전 섯다운(철수) 아님.

Q) 공사현장철수로 이라크 매출 하반기 감소 예상. 지금 시점에서 이라크 관련해 새롭게 가이드스?

- 이라크 2Q20 매출 800억원. 연간 4,500억원 매출 가이드스 변화 없음
- 코로나 상황 진전되면 다시 매출 인식 가능.

Q) 인력 철수비용(추가 비용) 추정에 고려할 정도는 아닌 건지?

- 그 정도는 아님

Q) 국내외 준공된 프로젝트 정산에 따른 매출총이익 증가 코멘트. 일회성이익인지? 어떤 프로젝트였는지와 규모?

- 일회성 맞음. 일부 프로젝트 준공되면서 체인지 오더 발생 효과. 프로젝트명과 금액 규모는 밝히기 어려움

Q) 건설 하반기 가이드스?

- 이라크 사업 전년대비 실적 감소 예상. 매출, 영업이익 전년대비 감소 예상
- 다만, 국내사업 호조로 큰 폭으로는 감소X
- 정확한 가이드스 드리기는 어려우나 전년대비 소폭 감소 하는 수준으로 보면 될 것

[생명보험]

Q) 2Q20 금융부문 손익 많이 개선. 변액보증준비금 환입 2분기에 일시적으로 나타나는 현상? 3,4분기는 어떻게 봐야 하는지?

- 1400억원 정도 환입효과. 주식시장 상승에 따라 1분기에 쌓았던 변액보증준비금이 환입되는 부분.
- 3분기말에 2분기말대비 주식시장 또 올라오면 추가 환입 여지 있음
- 4분기에 금리영향에 따른 변액준비보증금 쌓는 부분 있는데, 전년대비 말 금리 기준으로 올해 말에 하락되면 변액준비보증금을 쌓아야 함

Q) 생명 하반기 실적 분위기?

- 생명 하반기 실적 큰 개선 어려움. 하반기 전반적으로 전년수준 유사한 수준 전망

[기타]

Q) 그룹차원 추진 사업<4차산업 및 그린뉴딜사업> 언급. 기계부문 현재수준의 연간 6,500억원 매출 중 '스마트팩토리'나 '태양광, 2차전지 생산 설비 제조' Breakdown?

- 자세히 Breakdown드리기 어려움

Q) 협동로봇사업 중장기적 외형 가이드라인?

- 자동화물류, 스마트팩토리 관련해 시너지 날 것으로 예상.
- 아직까지 현재는 매출 크지 않고 미미한 수준. 중장기적 성장 보고 있음

Q) (주)한화에서 연계되어 준비하고 있는 수소 관련 사업이 있는지?니콜라와 같이 하는 수소사업 관련해서 가시적 성과는 어느정도 시기 기대 가능?

- 한화 자체사업 중 니콜라 협업 예정되어있는 부분 아직 없음.
- 니콜라가 실적 가시화되는 시점은 내년이나 내후년으로 예정. 본격적 생산은 내년 중순부터 시작 예정. 실적 가시화 2021년 중반 이후로 보면 됨.

한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	504,044	487,402	504,124	517,083	516,122
매출원가	459,211	444,792	466,594	481,909	480,352
매출총이익	44,833	42,609	37,530	35,173	35,770
판매비	23,244	24,548	26,273	20,785	20,657
영업이익	21,589	18,061	11,257	14,388	15,113
EBITDA	30,795	27,676	22,987	25,635	24,932
영업외손익	-1,638	-5,063	-8,724	-6,324	-5,542
외환관련손익	155	-798	-179	-408	-248
이자손익	-3,835	-4,134	-5,066	-4,876	-4,790
관계기업관련손익	5,825	4,208	2,390	949	1,640
기타	-3,783	-4,340	-5,868	-1,989	-2,144
법인세비용차감전순손익	19,951	12,998	2,533	8,064	9,570
법인세비용	6,842	5,005	223	917	1,266
계속사업순손익	13,109	7,993	2,311	7,147	8,305
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	13,109	7,993	2,311	7,147	8,305
지배지분순이익	4,054	4,684	900	3,013	3,834
포괄순이익	9,982	4,259	11,637	4,876	8,305
지배지분포괄이익	3,104	2,649	3,879	1,664	3,834

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	51,385	27,492	25,179	22,076	27,221
당기순이익	0	0	0	5,300	8,305
감가상각비	7,901	8,052	10,061	9,781	8,406
외환손익	22,733	-7,188	-8,684	-13,471	248
중속, 관계기업관련손익	-5,825	-4,208	-2,390	-949	-1,640
자산부채의 증감	-59,342	-52,186	-51,677	-41,754	-40,210
기타현금흐름	85,918	83,022	77,869	63,169	52,112
투자활동 현금흐름	-56,658	-26,322	-39,876	-1,766	-11,825
투자자산	-46,097	-15,451	-22,796	4,369	-800
유형자산 증가 (CAPEX)	-9,678	-15,305	-17,067	-17,688	-17,512
유형자산 감소	951	2,020	628	70	0
기타현금흐름	-1,833	2,414	-640	11,483	6,487
재무활동 현금흐름	-3,049	19,913	9,917	21,976	5,099
단기차입금	0	0	0	1,000	800
사채 및 장기차입금	-5,719	14,548	12,502	20,747	2,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-570	-563	-621	-656	-654
기타현금흐름	3,240	5,927	-1,964	885	2,953
연결범위변동 등 기타	-422	559	-59	-40,715	-31,608
현금의 증감	-8,744	21,642	-4,838	1,571	-11,114
기초 현금	37,690	28,946	50,587	45,749	47,321
기말 현금	28,946	50,587	45,749	47,321	36,207
NOPLAT	21,589	18,061	11,257	14,388	15,113
FCF	-45,629	-46,769	-46,747	-35,443	-34,788

자료: 유안타증권

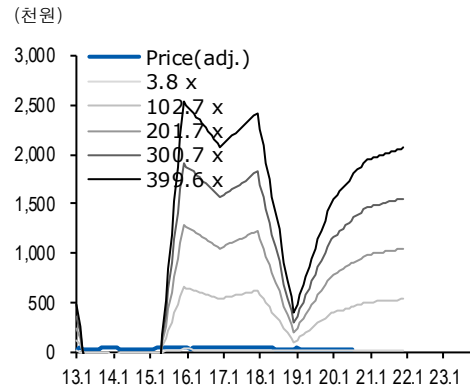
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
유동자산	116,197	137,205	152,427	160,216	153,223
현금및현금성자산	21,092	29,445	35,127	47,321	36,207
매출채권 및 기타채권	50,439	42,518	41,705	41,221	42,485
재고자산	26,908	38,798	39,158	41,833	43,482
비유동자산	161,521	174,608	186,982	197,383	209,545
유형자산	101,763	114,801	114,621	123,550	132,656
관계기업등 지분관련자산	22,901	21,023	22,485	22,106	24,546
기타투자자산	6,719	3,902	4,389	4,392	4,503
자산총계	1,601,950	1,695,486	1,822,862	1,860,970	1,927,182
유동부채	129,307	148,700	160,027	165,678	169,175
매입채무 및 기타채무	45,847	35,673	36,158	34,622	35,706
단기차입금	31,619	40,080	39,770	54,230	55,030
유동성장기부채	26,429	30,545	32,636	37,098	37,098
비유동부채	96,378	106,432	124,039	131,183	135,093
장기차입금	26,644	32,835	35,645	37,643	39,143
사채	24,750	25,164	33,220	36,164	36,664
부채총계	1,442,302	1,525,955	1,640,222	1,674,786	1,738,143
지배지분	45,413	41,854	44,253	45,674	46,502
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	5,472	4,964	4,859	5,050	5,050
이익잉여금	33,651	36,603	36,007	38,602	39,430
비지배지분	114,235	127,677	138,387	140,509	142,537
자본총계	159,647	169,530	182,640	186,183	189,039
순차입금	85,151	95,395	106,871	120,335	133,935
총차입금	112,927	131,884	149,879	175,462	178,262

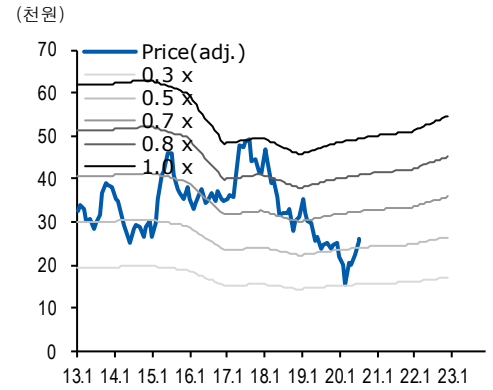
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
EPS	5,210	6,066	971	3,790	4,885
BPS	49,346	45,478	48,086	49,727	50,628
EBITDAPS	31,452	28,267	23,478	26,182	25,464
SPS	514,804	497,806	514,885	528,120	527,139
DPS	600	700	700	700	700
PER	8.2	5.9	28.3	6.8	5.3
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.6	9.2	11.7	11.1	12.0
PSR	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	7.0	-3.3	3.4	2.6	-0.2
영업이익 증가율 (%)	28.1	-16.3	-37.7	27.8	5.0
지배순이익 증가율 (%)	-17.6	15.5	-80.8	234.9	27.2
매출총이익률 (%)	8.9	8.7	7.4	6.8	6.9
영업이익률 (%)	4.3	3.7	2.2	2.8	2.9
지배순이익률 (%)	0.8	1.0	0.2	0.6	0.7
EBITDA 마진 (%)	6.1	5.7	4.6	5.0	4.8
ROIC	10.3	7.6	6.5	7.5	7.1
ROA	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
ROE	9.1	10.7	2.1	6.7	8.3
부채비율 (%)	903.4	900.1	898.1	899.5	919.5
순차입금/자기자본 (%)	187.5	227.9	241.5	263.5	288.0
영업이익/금융비용 (배)	5.2	4.3	2.3	2.9	3.1

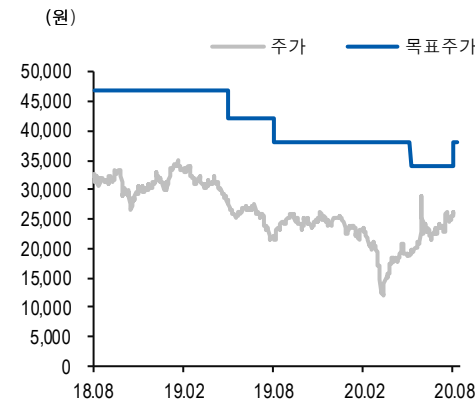
P/E band chart



P/B band chart



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-14	BUY	38,000	1년		
2020-05-18	BUY	34,000	1년	-32.09	-14.85
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

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)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-11

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남근)
- 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 기존 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 투자의사결정은 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.