

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	50,000원 (M)
현재주가 (5/14)	31,800원
상승여력	57%

시가총액	27,554억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	141억원
60일 평균 거래량	449,798주
52주 고	36,150원
52주 저	18,900원
외인지분율	20.04%
주요주주	김승연 외 11 인 39.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.9)	(5.9)	68.3
상대	(0.0)	(7.5)	2.7
절대(달러환산)	(2.0)	(7.7)	83.1

주요 계열사 실적 개선에 따른 어닝 서프라이즈

1Q21 : 주요 연결 자회사 실적 개선에 따른 어닝 서프라이즈

(주)한화의 1Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 12.8조원(-11.2% YoY), 8,485억원(+186.2% YoY)을 기록했다. 컨센서스(매출액 14.1조원, 영업이익 3,657억원) 대비 매출액은 줄었으나, 영업이익은 큰 폭으로 상회했다. 영업이익이 컨센서스를 상회한 이유는 ①주요 연결 자회사(한화솔루션, 한화에어로, 한화생명)의 실적 개선 영향이 컸다. 한화솔루션의 영업이익은 1,671억원(1Q20) → 2,546억원(1Q21), 한화에어로의 영업이익은 32억원(1Q20) → 659억원(1Q21), 한화생명의 영업이익은 48억원(1Q20) → 2,013억원(1Q21)으로 급증했다. ②별도 부문 실적은 부진했다. 별도 영업이익은 65억원(1Q20) → 41억원(1Q21)로 감소했다. 글로벌 부문의 흑자전환(-116억원 → 135억원)에도 불구하고, 방산 및 기계부문의 적자 전환 영향을 받았다. ③한화건설의 실적도 부진을 면치 못했다. 영업이익은 662억원(1Q20) → 341억원(1Q21)로 축소됐다. 이라크 사업장 조업 중단에 따른 영향을 여전히 받고 있는 상황이다.

세전이익의 강세는 주요 계열사(에어로, 솔루션)의 일회성 이익 덕분이었다. ①에어로의 경우 인수한 세트렉아이 전환사채 평가손익이 311억원, 신주인수권 평가손익이 499억원 발생했다. ②한화솔루션의 경우 갤러리아 자산처분 이익이 1,900억원 반영됐다.

별도 부문 실적은 2Q21부터 정상화

별도 부문에서는 방산 및 기계 부문의 실적이 2Q21부터 정상화될 것으로 전망된다. 이에 따라 별도 기준 영업이익은 2020년 1,669억원 → 2021년 2,500억원 내외 수준으로 증가할 전망이다. 건설 부문의 경우 이라크 사업장 정상화 지연에도 불구하고, 국내 분양 증가(2019년~2020년에는 연간으로 3,500세대. 2021년의 경우 12,000~13,000세대)로 인해 연간 매출액은 3조원 수준(20년 3.59조원)까지는 방어할 것으로 전망된다.

목표주가 5만원 유지. 그린뉴딜 & 우주항공 비전 주목

동사의 NAV는 3.4조원 수준으로 산출된다. NAV 할인율은 약 40% 수준이다. 투자포인트는 ①주요 계열사 실적 개선에 따른 연간 영업이익 2조원대 안착, ②사업 재편에 따른 자체 사업의 실적 안정화, ③ESG 중심의 의사 결정에 따른 관련 수급 유입 기대 등이다. MSCI 지수 구성에서 편출되면서 약 1,150억원 규모의 수급 유출 영향이 있으나, 이는 단기적인 조정 이슈일 뿐이다. 오히려 관련 수급으로 인해 주가 약세 시에는 적극 편입 기회로 활용해야 한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	128,382	-11.2	-6.9	141,439	-9.2
영업이익	8,485	186.2	473.0	3,657	132.0
세전계속사업이익	12,106	594.9	흑전	3,082	292.8
지배순이익	3,027	125.4	흑전	1,255	141.2
영업이익률 (%)	6.6	+4.6 %pt	+5.5 %pt	2.6	+4.0 %pt
지배순이익률 (%)	2.4	+1.5 %pt	흑전	0.9	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	504,124	509,265	543,251	566,697
영업이익	11,257	15,820	24,453	24,775
지배순이익	900	2,138	4,359	4,866
PER	28.3	8.8	5.7	5.1
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.7	9.2	7.6	7.7
ROE	2.1	4.8	9.6	10.1

자료: 유안타증권

[표 1] ㈜한화 NAV

(단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
한화솔루션	83,971	36.4%	30,566	한화 보유 18.15%
한화생명보험	36,609	18.2%	6,644	
한화에너지로스페이스	21,391	33.9%	7,252	
상장사 합계			44,462	
비상장사	장부가	지분율	가치	비고
한화호텔앤드리조트	2,192	51%	2,192	한화생명 25%
한화건설	12,587	97%	11,578	
기타			3,073	
투자자산가치 합계			42,913	투자자산 30% 할인
수익가치			14,693	EV/EBITDA 4.5X
투자부동산			163	장부가
순차입금			23,308	
NAV			34,461	
주식 수(천주)			68,898	자사주 588만주 제외
주당 NAV(원)			50,017	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] ㈜한화의 연결 및 별도 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q20	4Q20	1Q21	YoY	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
연결기준							
매출액	144,619	137,880	128,382	-11.2%	-6.9%	141,439	-9.2%
영업이익	2,964	1,481	8,485	186.3%	472.9%	3,657	132.0%
영업이익률	2.0%	1.1%	6.6%	+4.6%pt	+5.5%pt	2.6%	-4.0%pt
지배순이익	1,343	-2,002	3,027	125.4%	흑전	1,255	141.2%
별도기준							
매출액	8,415	11,296	7,103	-15.6%	-37.1%		
영업이익	65	308	41	-36.9%	-86.7%		
영업이익률	0.8%	2.7%	0.6%	-0.2%pt	-2.1%pt		
한화건설							
매출액	8,867	7,506	5,870	-33.8%	-21.8%		
영업이익	662	-51	341	-48.5%	흑전		

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[컨콜 Q&A]

Q) 영업이익대비 세전이익이 큼. 영업외수지 주요 항목?

- 주요 계열사(에어로스페이스, 솔루션)에서 일회성 이익 발생
 - 1) 에어로스페이스: 인수한 쉐트랙아이 전환사채 평가손익 311억원 + 신주인수권 평가손익 499억 = 총 800억원
 - 2) 한화솔루션: 리테일 부문의 갤러리아 자산처분이익 1,900억원. 광고점 세일즈앤리스백 처분이익

Q) 별도 사업구분 방산기계/글로벌로 변화. 방산기계에 화약사업이 포함된거고, 글로벌이 상사쪽인지? 기존 사업구분과 비교?

- 방산기계는 방산과 기계사업. 글로벌부문은 기존의 무역과 화약사업.

Q) 기존 화약 중 산업용 다이내마이트가 글로벌부문으로 포함, 기존 화약 중 방산쪽은 방산기계쪽으로 재분류?

- 산업용화약은 글로벌, 방산용화약은 방산기계로 분류
- 新분류기준 20년 매출: 글로벌 1조 7,392억원. 무역 1조 4129억원. 화약 3,261억원

Q) 방산기계 1Q21 소폭적자. 매출 빠지면서 발생? 향후 실적 전망?

- 방산의 경우 1분기가 비수기. 매년 적자 보는 경향
- 기계의 경우 코로나 영향으로 일부 프로젝트들의 매출 인식 지연된 부분 있음
- 2Q21부터는 정상화 예정

Q) 기계부문에서 이차전지, 디스플레이 등 수주 증가 추세 관련 부연설명?

- 20년 대비 지속 수주받고 있는 상황. 2Q21부터 1Q21대비 훨씬 더 많은 매출 발생

Q) 글로벌 사업부문 향후 실적 전망?

- 1Q21 글로벌 부문 실적 대부분이 무역사업
- 무역사업과 화약사업 둘다 흑자상태. 사업재편~경영효율화 거쳐 한계사업 정리했기 때문에 1Q21 YoY 흑자전환 할 수 있었음

Q) 별도 기준 2020년 대비 2021년 매출 or 이익 성장? 연간 가이드نس?

- 2020년 별도기준 OP 1,600억원 수준. 2021년 OP는 2000억원대 중반 예상
 - 1) 2020년에 무역한계사업정리하면서 Loss 발생했던 부분이 없어지고,
 - 2) 화약과 무역이 합쳐지며 새롭게 개편된 글로벌 부문의 실적 정상화 가시화
 - 3) 방산기계도 1Q21 부진했으나 2Q21부터 영업활동 재개

Q) 분산탄 사업 매각하면서 발생한 이익 금액?

- 2020년말 매각 완료. 매각대금 78억원. 특별한 이익 발생은 거의 없음.
- 과거에 분산탄 사업 영위로 인해 유럽계 연기금 쪽에서 당사 투자 배제. 매각 완료후 부터는 최근 유럽 연기금 컨택 많이 오고 있음

[생명]

Q) 영업이익?

- 1Q20 48억원. 1Q21 2,013억원

[건설]

Q) 1Q21 국내/해외 매출? 이라크 매출?

- 거의 대부분 매출이 국내에서 발생중. 이라크 발생 매출 규모 200억원 정도

Q) 주택 1만 2000세대 분양 예정. 2019-2020년에는 분양 규모?

- 2019-2020년에는 연간으로 3,500세대. 2021년의 경우 12,000~13,000세대 예정

Q) 2021년 매출 가이드نس? 해외 코로나 정상화 안된다 하더라도 국내만으로 달성 가능?

- 이라크의 경우 현상태가 2021년 내내 유지시, 건설 전체 매출 3조원 예상
- 2021년 분양 물량이 기존보다 많이 증가되며, 이는 2Q21부터 반영 예정
- 주택물량뿐 아니라 역세권 사업, 플랜트 개발, 환경 관련 사업 활발히 진행중. 2Q21 부터 반영되는 매출들 있음

한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	504,124	509,265	543,251	566,697	574,496
매출원가	466,594	467,919	497,198	518,772	525,987
매출총이익	37,530	41,345	46,053	47,925	48,509
판매비	26,273	25,525	21,600	23,150	23,207
영업이익	11,257	15,820	24,453	24,775	25,302
EBITDA	22,987	28,481	37,520	38,177	39,050
영업외손익	-8,724	-4,782	-2,303	-2,032	-2,569
외환관련손익	-179	491	-930	-769	-766
이자손익	-5,065	-4,548	-4,616	-4,663	-4,710
관계기업관련손익	2,390	1,904	2,863	2,892	2,921
기타	-5,870	-2,629	380	508	-14
법인세비용차감전순손익	2,533	11,038	22,150	22,744	22,733
법인세비용	223	3,633	6,930	8,051	6,070
계속사업순손익	2,311	7,405	15,221	14,693	16,664
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,311	7,405	15,221	14,693	16,664
지배지분순이익	900	2,138	4,359	4,866	5,552
포괄순이익	11,637	5,107	15,221	14,693	16,664
지배지분포괄이익	3,879	1,231	4,359	4,866	5,552

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	25,179	34,429	-26,438	-23,176	-12,930
당기순이익	0	0	15,221	14,693	16,664
감가상각비	10,061	10,895	11,186	11,522	11,867
외환손익	-8,684	9,895	930	769	766
중속, 관계기업관련손익	-2,390	-1,904	-2,863	-2,892	-2,921
자산부채의 증감	-51,677	-54,860	-69,146	-64,014	-61,484
기타현금흐름	77,869	70,403	18,234	16,745	22,178
투자활동 현금흐름	-39,876	-18,865	-13,577	-14,372	-13,880
투자자산	-22,796	-12,309	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-17,067	-12,482	-12,250	-12,610	-12,830
유형자산 감소	628	1,426	150	200	0
기타현금흐름	-640	4,500	-1,477	-1,962	-1,050
재무활동 현금흐름	9,917	-5,487	3,988	3,684	3,678
단기차입금	0	0	800	1,500	1,500
사채 및 장기차입금	12,502	1,580	6,000	5,000	5,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-621	-656	-654	-653	-653
기타현금흐름	-1,964	-6,412	-2,158	-2,163	-2,169
연결범위변동 등 기타	-59	-496	13,786	43,978	45,431
현금의 증감	-4,838	9,582	-22,241	10,115	22,299
기초 현금	50,587	45,749	55,331	33,090	43,205
기말 현금	45,749	55,331	33,090	43,205	65,504
NOPLAT	11,257	15,820	24,453	24,775	25,302
FCF	8,112	21,947	-38,688	-35,786	-25,760

자료: 유안타증권

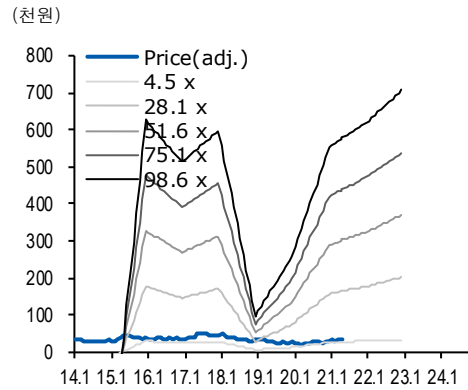
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	152,427	149,538	150,423	168,744	195,520
현금및현금성자산	35,127	42,792	33,090	43,205	65,504
매출채권 및 기타채권	41,705	34,531	39,412	41,914	43,275
재고자산	39,158	41,144	51,612	56,249	58,255
비유동자산	186,982	188,935	193,907	198,927	202,845
유형자산	115,065	113,049	113,963	114,851	115,814
관계기업 등 지분관련 자산	22,485	22,990	25,854	28,746	31,667
기타투자자산	4,389	3,437	3,510	3,587	3,666
자산총계	1,822,862	1,911,783	1,981,524	2,071,342	2,102,035
유동부채	160,027	156,521	160,199	166,194	171,295
매입채무 및 기타채무	36,158	37,175	41,496	44,073	45,677
단기차입금	39,770	40,848	41,648	43,148	44,648
유동성장기부채	32,636	29,801	29,801	29,801	29,801
비유동부채	124,039	124,758	132,115	138,522	144,981
장기차입금	35,645	34,701	38,201	40,701	43,201
사채	33,220	34,599	37,099	39,599	42,099
부채총계	1,640,222	1,726,711	1,796,436	1,869,913	1,881,472
지배지분	44,253	45,097	45,901	50,114	54,902
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	4,859	5,229	5,229	5,229	5,229
이익잉여금	36,007	37,526	38,331	42,543	47,443
비지배지분	138,387	139,975	139,187	151,315	165,661
자본총계	182,640	185,072	185,088	201,429	220,563
순차입금	106,871	101,452	117,755	113,933	97,919
총차입금	149,879	149,175	155,975	162,475	168,975

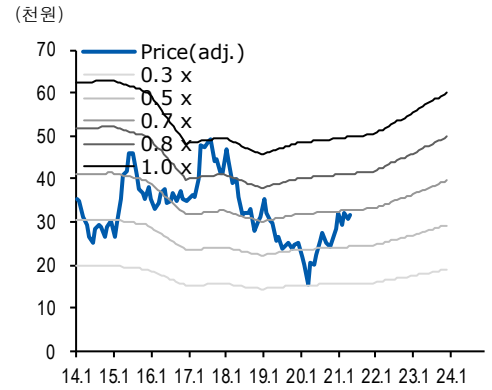
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	971	2,623	5,586	6,262	7,177
BPS	48,086	49,098	50,089	54,686	59,911
EBITDAPS	23,478	29,089	38,321	38,992	39,883
SPS	514,885	520,135	554,847	578,793	586,759
DPS	700	700	700	700	700
PER	28.3	8.8	5.7	5.1	4.4
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.7	9.2	7.6	7.7	7.5
PSR	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	3.4	1.0	6.7	4.3	1.4
영업이익 증가율 (%)	-37.7	40.5	54.6	1.3	2.1
지배순이익 증가율 (%)	-80.8	137.7	103.9	11.6	14.1
매출총이익률 (%)	7.4	8.1	8.5	8.5	8.4
영업이익률 (%)	2.2	3.1	4.5	4.4	4.4
지배순이익률 (%)	0.2	0.4	0.8	0.9	1.0
EBITDA 마진 (%)	4.6	5.6	6.9	6.7	6.8
ROIC	6.5	6.8	10.6	9.6	11.0
ROA	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
ROE	2.1	4.8	9.6	10.1	10.6
부채비율 (%)	898.1	933.0	970.6	928.3	853.0
순차입금/자기자본 (%)	241.5	225.0	256.5	227.3	178.4
영업이익/금융비용 (배)	2.3	3.4	5.2	5.2	5.3

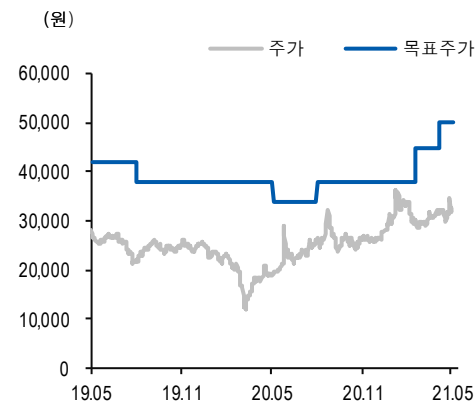
P/E band chart



P/B band chart



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-17	BUY	50,000	1년		
2021-04-20	BUY	50,000	1년		
2021-03-02	BUY	45,000	1년	-32.83	-28.67
2020-08-14	BUY	38,000	1년	-25.88	-4.87
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

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)	0.0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-12

※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: 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 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.