

# 한화 (000880)

## 지주회사



### 최남곤

02 3770 5604  
namkon.choi@yuantakorea.com

### RA 이해인

02 3770 5580  
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>50,000원 (M)</b>
현재주가 (7/22)	<b>30,300원</b>
상승여력	<b>65%</b>

시가총액	26,283억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	214억원
60일 평균 거래량	669,337주
52주 고	36,150원
52주 저	22,850원
외인지분율	18.00%
주요주주	김승연 외 11인 39.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.8)	(5.9)	27.0
상대	(3.4)	(8.0)	(12.9)
절대(달러환산)	(5.3)	(8.6)	32.1

## Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	132,839	20.7	3.5	127,805	3.9
영업이익	5,781	15.3	-31.9	5,879	-1.7
세전계속사업이익	5,094	-0.9	-57.9	6,355	-19.8
지배순이익	1,270	8.9	-58.0	1,626	-21.9
영업이익률 (%)	4.4	-0.2 %pt	-2.2 %pt	4.6	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.0	-0.1 %pt	-1.4 %pt	1.3	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

## 건설 IR : 복합 개발 & 친환경 사업 중심으로 변신

### 한화건설, '23년 매출 목표 5조원 제시

한화건설은 '21년 이후 ①아파트 분양 확대('21년 1.2만세대 분양), ②대형 복합개발사업 착공, ③친환경사업 확대 계획을 발표했다. '21년 중 7.66조원의 신규 수주(2Q 말 기준 2.54조) 계획을 밝혔으며, '21년 3조원, '22년 4.2조원, '23년 5조원의 매출 가이드라인을 제시했다. 복합사업 개발에는 서울역 북부 29%, 대전역세권 50%, 아산배방 70%, 수서역 46%의 시행 지분이 포함되어 있어, 기대영업이익률은 8% 이상으로 전망된다. 영업이익은 '21년 2,400억원, '22년 3,360억원, '23년 4,000억원으로 확대될 전망이다.

### 이라크 사업 정상화 배제하더라도, '21년 매출액 3조원 달성 확신

한화건설의 1Q21 매출액, 영업이익은 각각 5,870억원, 341억원이다. '21년 전망 대비 각각 19.6%, 14.2% 수준이나, 회사 측은 가이드라인 달성 가능성에 강한 확신을 갖고 있다. 이는 하반기 실적의 개선을 의미하는데, ①1H21 기간 중 5,697세대(도급액 1.65조원) 100% 분양에 이어, 2H21 기간 중 6,388세대(도급액 1.23조원) 분양 예정, ②2H21 기간 중 영종도 리조트(8월), 천안하수(8월), 양양수리 풍력발전(10월) 착공이 예정되어 있다는 점이 근거이다. 관련하여 이라크 사업에 대해서는 제시된 매출 가이드라인에서 제외된 것으로 파악되며, 사업 정상화 시에는 가이드라인 이상의 실적 창출도 가능할 것으로 기대된다.

### 목표주가 5만원 유지. 건설 부문 회복에 맞춘 주가 상승 기대

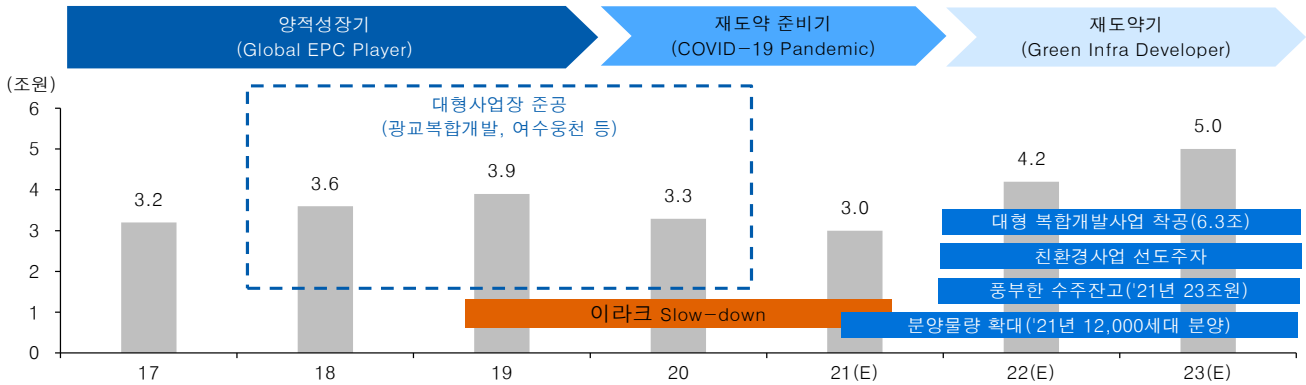
(주)한화의 NAV는 3.2~3.4조원 수준으로 평가된다. NAV 할인율은 약 39% 수준이다. 별도 실적 개선(별도 OP '20년 1,669억원 → '21년 2,500억원), 사실상 100% 비상장 자회사인 한화건설의 친환경 사업 비전(풍력, 하수처리, 수소 EPC), 복합 개발 사업 성과 등이 주가에 전혀 반영되고 있지 못하다는 판단이다. 참고로 SK그룹의 건설 자회사인 SK에코플랜트는 친환경 엔지니어링 업체로의 전환을 선포한 이후, 두배 이상의 기업가치 확장(30,000원대에서 8만원대로 상승)을 보여준 바 있다.

## 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	5.4	4.8
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.7	9.2	7.5	7.6
ROE	2.1	4.8	9.6	10.1

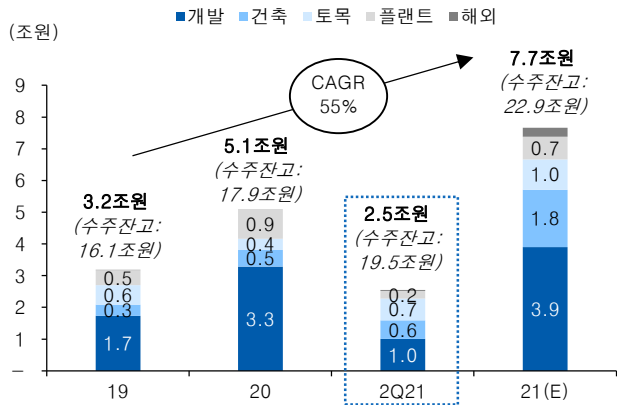
자료: 유안타증권

[그림 1] 한화건설 중장기 성장 전략



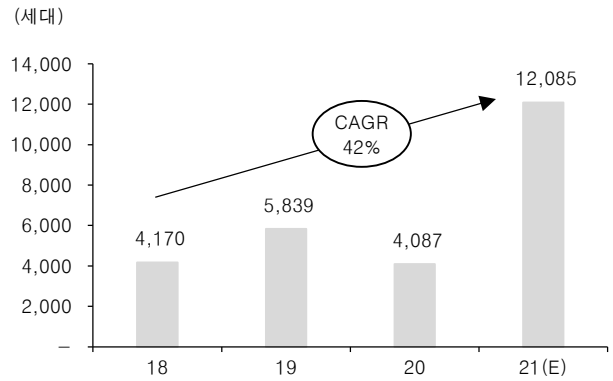
자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한화건설 수주 실적 추이 및 전망



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한화건설 분양 실적 및 전망



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 미래전략사업 Forecast

(단위: 억원)

구분	사업명	사업규모	비고
복합개발사업	서울역 복합개발	2조원	착공('22.8월) → 준공('26.6월) → 운영종료('56.6월)
	대전역 복합개발	1조원	착공('22.11월) → 준공('26.10월) → 운영종료('56.10월)
	수서역 복합개발	1.2조원	착공('22.9월) → 준공('27.3월) → 운영종료('57.3월)
	아산배방 역세권	0.7조원	착공('22.3월) → 준공('26.2월)
	영종도 복합리조트	1.4조원	착공('21.8월) → 준공('23.2월) → 운영종료('56.12월)
친환경사업	천안 하수처리	1.2조원	착공('21.8월)
	대전 하수처리	1.2조원	착공('22.3월)
	양양수리 해상풍력	3.9조원	착공('21.10월)
	신안우이 해상풍력		착공('22.10월)
	보령녹도 해상풍력		착공('24.9월)
	수소사업		혼소발전 착공('21.9월). 연료전지 착공('21.10월)

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 21년 주요 수주 사업

(단위: 억원)

구분	사업명	수주규모(억원)
복합개발	수서역세권개발	4,400
	영종도 복합리조트	9,500
	오시리아 메디타운	2,760
친환경	양양수리풍력발전	1,900
	대전하수처리장	1,280
	HGC 수소혼소발전	300
기존사업군	순천향대 새병원	1,950
	미아삼양주복	1,070
	1군지사 이전	1,150
	GTX-C	1,890
	용인국제물류단지	1,120
	한주열병합발전	790
	대구친환경발전	650

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 21년 분양 현황 및 전망

(단위: 억원)

시기	주요 사업	도급액(억원)	세대수	분양률
1Q	수원 장안, 인천 무주골공원	10,000	2,945	100%
2Q	포항 이인지구, 고양 향동 자산	6,500	2,752	100%
3Q	부산 덕천2, 수원 원천동	3,200	1,432	
4Q	청주 매봉공원, 천안 노태공원	9,100	4,956	

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 4] ㈜한화 NAV

(단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
한화솔루션	82,154	36.1%	29,658	한화 보유 18.15%
한화생명보험	29,617	18.2%	5,375	
한화에어로스페이스	25,771	34.0%	8,749	
상장사 합계			43,782	
비상장사	장부가	지분율	가치	비고
한화호텔앤드리조트	2,192	50.6%	2,192	한화생명 25%
한화건설	12,587	96.8%	10,382	
기타			3,073	
투자자산가치 합계			41,606	투자자산 30% 할인
수익가치			14,693	EV/EBITDA 4.5X
투자부동산			163	장부가
순차입금			23,308	
NAV			33,154	
주식 수(천주)			68,898	자사주 588만주 제외
주당 NAV(원)			48,120	

자료: 유안타증권 리서치센터

〈IR Q&A〉

1) 상장 계획?

- 현재 고려하고 있지 않음

2) 21~23년 영업이익 가이드스

- 매출 4~5 조원은 복합개발사업, 친환경사업등으로 외형 성장 때문

- 단순도급사업에서 외형성장했을때보다는 이익률 높을 것. 기존 OPM 7~8%보단 높은 수준

3) 22년 매출 4.2조, 23년 5조원 매출 전망 상당히 공격적. 복합개발/해외/친환경 세부?

- 이라크 매출은 제외한 숫자로, 대부분 복합개발+친환경+캡티브

- [복합개발 약 7조원 + 일반주택 도급 물량 2조원 + 플랜트&캡티브 = 12~13조원]이 3~4년 내로 매출인식

4) 복합개발, 친환경 등 사업이 착공 후 3년간 진행된다고 할때 매년 발생하는 매출 일정한지? 초기는 좀 적거나 마지막 연도에 집중되는 경향?

- 일반적으로 개발사업은 공정상 준공시점 다다를 때 매출 튀는 경향 있긴 함.

- 다만 풍력사업, 하수처리 등 사업은 매출이 평균적으로 발생하는 경향.

- 그래서 22,23,24년으로 갈수록 매출 우상향 전망

5) 21년 분양 12,000세대 제시. 분양 물량이 22년에도 지속 가능한 수준? 매출 고성장 얼마나 가시성 높을지?

- 1H21: 아파트 100% 분양 완료. 지식산업센터 분양률 90% 이상

- 2H21: 부동산 시장 상황 감안할때 성공적인 분양 예상

- 아파트 공사기간 일반적으로 2~3년. 향후 2~3년간 매출 이어질 것

- 2021년 분양물량 기준 도금액 3조원 → 연간 1조원 매출 가능

- 22년 19,000세대 분양 예정. 크게 무리 없는 숫자.

6) 향후 국내 주택시장이 좋을 것 같은지?

- 최근 몇 년간 주택 인허가 과거 대비 적은편이었음.

- 그래서 헷지하는 방안 중 하나가 복합개발(주거+오피스+판매). 주거 수요 상품 있는 상품까지 같이 개발하고 있음. 시장 안 좋은 상황 오히려도 분양리스크를 헷징하고 있는 셈

**7) 상위 주택건설사 대비 브랜드가 알려지지 않았는데, 어떤 전략으로 브랜드가치 높여서 조합에게 선택받는지?**

- 브랜드를 '포레나'로 바뀐지 몇 년 안 됨. 바꾼 이후 아파트 분양 성과 상당히 좋음
- 다만 아직까지 재건축, 재개발 사업장에 있어 서울 주요 요지에서 상위 브랜드사 대비 영업하기엔 브랜드파워 다소 부족
- 앞으로 서울 요지 사업장에서 분양해나가면서 브랜드가치를 높여가면 중기적으로 서울 핵심적 위치에서 재개발, 재건축 사업 수주 기대

**8) 이라크 사업 실적 리스크 요인 없는지? 향후 해외 사업 방향성?**

- 해외 플랜트의 경우 준공 이후 계약 수율(성능) 안 나오면, 수율 올리기 위해 건설사가 비용을 집행해야 하는 측면 있음
- 이라크 사업의 경우 단순 주택 사업이기 때문에 해외 플랜트처럼 일회성 비용 발생 리스크 X

**9) 복합개발사업 마진? 전사적으로 GPM 13~15%인데 그것보다 높은 수준인지?**

- 복합개발사업은 단순 도급뿐 아니라 사업 시행-도급-준공-운용-자산가치 상승시 매각까지.
- 일반적으로 단순도급 이익률 8~10%. 많게는 12%.
- 복합개발사업은 개발이익까지 향유할 수 있다는 점 감안하면 수익률 좋을 것

**10) 경쟁사들도 향후 전망에 따라 플랜트 및 기타공종 인력 국내건설쪽으로 배치. 한화도 사업부 인력배치?**

- 현장 인력은 유연하게 배치중. 다만 플랜트 사업을 아예 접은게 아니기 때문에, 국내 계열사 플랜트 공사 물량을 아직 진행
- 해외 사업의 경우도, 강점이 있는 유화나 화공발전의 경우 계속 진행중.
- 플랜트 인원 급격하게 국내 건설쪽으로 돌리고 있지는 않음.

**11) 친환경사업 경쟁사 대비 경쟁력? 특히 풍력 영역에서 그룹사 시너지 기대 영역있는지?**

- 하수처리분야에서 20년도 시공능력분야 1위     기술력 타건설사 대비 우위
- 풍력사업도 단순 EPC 사업이긴 했지만, 기존 육상풍력 외 3개 사업장 성공적 준공 이력 있음
- 해상풍력의 경우 입지 선점하는게 중요. 동사는 좋은 위치 먼저 선점했기 때문에, 타 건설사 대비 기반 마련된 상태

12) 친환경 관련 사업 논캡티브에서도 수주받을만큼 경쟁력 있는지? 현재 한화솔루션이 해외솔라팜 관련해서 건설에서 시공 안하는지?

- 하수처리: 캡티브 물량 아님. 민자 SOC 사업 등 업계 탑티어급 수주 가능
- 연료전지: 캡티브 물량 아님. 친환경, 신재생에너지 특히 풍력 등 기존 육상풍력 건도 캡티브 물량 아니고 일반 도급.
- 해상풍력: 주체적으로 개발에 참여하고 있는 프로젝트
- 해외 솔라팜 관련은 아직 미정.

13) 친환경 수소사업 관련 수주금액? 고객사?

- 당사는 수소 관련 사업으로, 기존 대신 토탈 공장에서 나오는 수소를 활용해 50MW 규모의 세계 최대 부생수소 연료전지 발전소 이미 완공한 바 있음
- 혼소터빈발전 현재 캡티브 파일럿 형태로 300 억원 발주 진행중. 당사가 엔지니어링 참여하고 추후 정식 사업화 되면 EPC 참여 예정
- 밸류체인 상에서 솔루션, 첨단소재, 한화에너지, 종합화학과 함께 EPC 참여하며 추가적으로 수주 만들어낼 예정

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

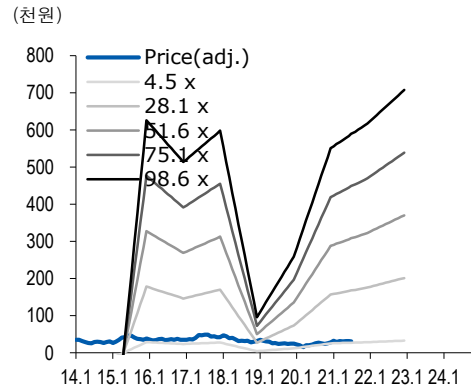
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

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

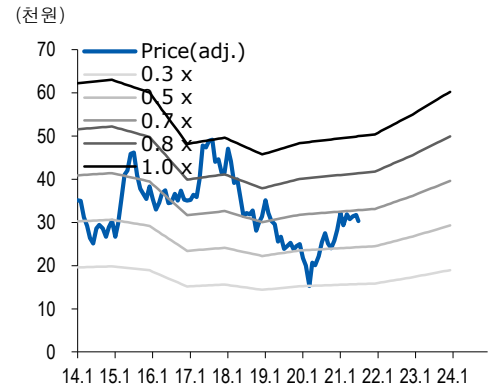
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	971	2,623	5,586	6,262	7,177
BPS	48,086	49,098	50,089	54,686	59,911
EBITDAPS	23,478	29,089	38,321	38,992	39,883
SPS	514,885	520,135	554,847	578,793	586,759
DPS	700	700	700	700	700
PER	28.3	8.8	5.4	4.8	4.2
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.7	9.2	7.5	7.6	7.4
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

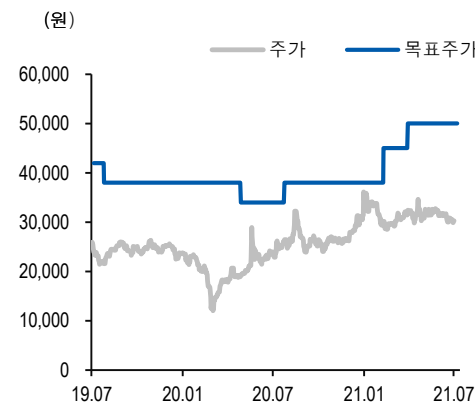
P/E band chart



P/B band chart



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-07-23	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)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-07-20

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외



- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자사결정은 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.