

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 (8/13)	31,300원
상승여력	60%

시가총액	27,106억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	172억원
60일 평균 거래량	544,406주
52주 고	36,150원
52주 저	23,900원
외인지분율	17.16%
주요주주	김승연 외 11인 39.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.5	(4.7)	21.1
상대	4.7	(6.2)	(6.9)
절대(달러환산)	0.1	(7.3)	23.4

방산 & 무역 부문의 호조 확인

2Q21 : 별도 부문 실적 개선에 따른 어닝 서프라이즈

(주)한화의 2Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 12.6조원(+15.2% YoY), 7,690억원(+53.4% YoY)을 기록했다. 컨센서스(매출액 12.8조원, 영업이익 5,803억원) 대비 매출액은 부합했고, 영업이익은 큰 폭으로 상회했다. 영업이익이 컨센서스를 상회한 이유는 ①주요 연결 자회사(한화솔루션, 한화에어로)의 실적 개선 영향이 컸다. 한화솔루션의 영업이익은 1,285억원(2Q20) → 2,211억원(2Q21), 한화에어로의 영업이익은 702억원(2Q20) → 1,326억원(2Q21)으로 급증했다. ②별도 영업이익은 585억원(2Q20) → 886억원(2Q21)로 급증했다. 석유 제품 마진 개선에 따른 글로벌 부문 영업이익 증가[54억원(2Q20) → 280억원(2Q21)], 해외 매출 증가에 따른 방산&기계 부문 영업이익 증가[531억원(2Q20) → 606억원(2Q21)]에 기인한다. ③이러크 조업 중단 연장에도 불구하고 건설 부문의 수익성도 회복되는 모습을 보여줬다. 건설 부문의 영업이익은 전 분기 대비 59% 급증했다. 지난 7월의 IR을 통해 한화건설은 '21년 매출 3조원, 영업이익 2,400억원의 가이드라인을 제시했다. 상반기 기준 매출액과 영업이익은 목표 대비 44%, 37%를 달성했다. 컨콜을 통해 올해 건설 부문의 목표 달성 가능성을 재차 확인했다.

실적에 대한 의구심은 확실히 제거. 지배구조 & 성장에 대한 고민 필요

주가의 부진은 실적과는 상관 없는 부분이다. 2분기 연속 서프라이즈를 달성했고, 2Q21 들어서는 별도 부문과 건설 부문의 실적 개선이 동반됐기 때문이다. 따라서 실적보다는 그룹의 성장판에 대한 확신이 부족하다는 점, 지배구조와 관련한 투자자들의 의구심이 존재한다는 점이 현재의 디스카운트로 이어졌다는 판단이다. 성장과 연계된 우려 관련해서는 최근 나타나는 일련의 변화를 통해 어느 정도는 지켜 볼 수준까지 접근했다고 볼 수 있다. (주)한화는 ①실산 투자, ②M&A를 통한 수소사업 진출 검토, ③인공위성 밸류체인(저장성 이원추진체 추력기, 발사체) 참여 등을 통해 변신을 추구하고 있다. 지배구조 관련해서는 한화에너지와 에이치솔루션의 합병 이후, 합병 법인과 (주)한화간 관계를 명확하게 가이드 할 필요가 있다고 생각한다. 목표주가 5만원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	126,771	15.2	-1.3	128,644	-1.5
영업이익	7,690	53.4	-9.4	5,803	32.5
세전계속사업이익	7,886	53.4	-34.9	5,935	32.9
지배순이익	2,439	109.2	-19.4	1,555	56.9
영업이익률 (%)	6.1	+1.5 %pt	-0.5 %pt	4.5	+1.6 %pt
지배순이익률 (%)	1.9	+0.8 %pt	-0.5 %pt	1.2	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	504,124	509,265	519,584	543,975
영업이익	11,257	15,820	27,751	28,798
지배순이익	900	2,138	7,647	8,607
PER	28.3	8.8	3.1	2.8
PBR	0.6	0.5	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.7	9.2	6.8	6.5
ROE	2.1	4.8	17.2	18.1

자료: 유안타증권

[표 1] ㈜한화 NAV

(단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
한화솔루션	75,746	36.1%	27,344	한화 보유 18.15%
한화생명보험	30,312	18.2%	5,502	
한화에어로스페이스	26,176	34.0%	8,887	
상장사 합계			41,733	
비상장사	장부가			비고
한화호텔앤드리조트	2,192	50.6%	2,192	한화생명 25%
한화건설	12,587	96.8%	10,508	
기타			3,073	
투자자산가치 합계			40,254	투자자산 30% 할인
수익가치			14,693	EV/EBITDA 4.5X
투자부동산			163	장부가
순차입금			23,308	
NAV			31,801	
주식 수(천주)			68,898	자사주 588만주 제외
주당 NAV(원)			46,157	

자료: 유안타증권 리서치센터

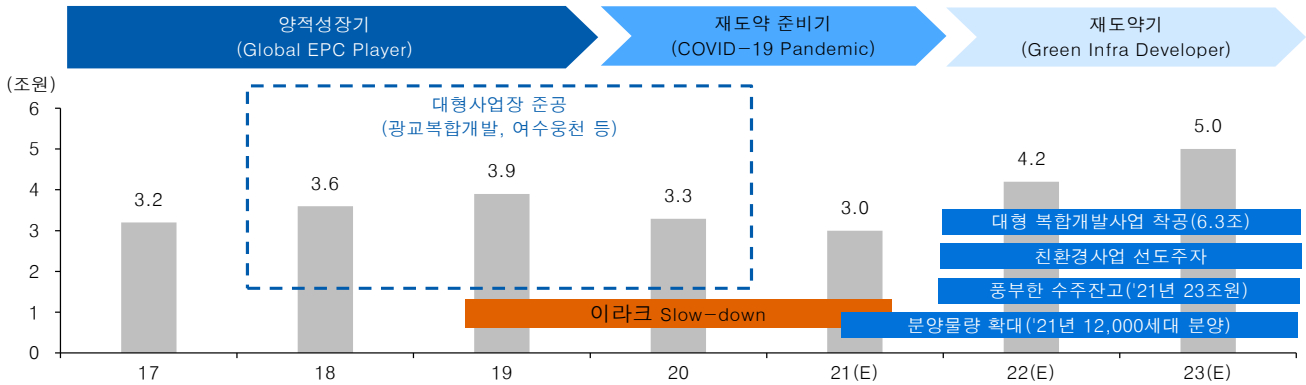
[표 2] ㈜한화의 연결 및 별도 실적 요약

(단위: 억원)

	2Q20	1Q21	2Q21	YoY	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
연결기준							
매출액	110,041	128,382	126,771	15.2%	-1.3%	128,644	-1.5%
영업이익	5,013	8,485	7,690	53.4%	-9.4%	5,803	32.5%
영업이익률	4.6%	6.6%	6.1%	+1.5%pt	-0.5%pt	4.5%	0.1%pt
지배순이익	1,166	3,027	2,439	109.2%	-19.4%	1,555	56.8%
별도기준							
매출액	10,831	7,103	11,866	9.6%	67.1%		
영업이익	585	41	886	51.5%	2061.0%		
영업이익률	5.4%	0.6%	7.5%	+2.1%pt	+6.9%pt		
한화건설							
매출액	8,521	5,870	7,251	-14.9%	23.5%		
영업이익	887	341	545	-38.6%	59.8%		

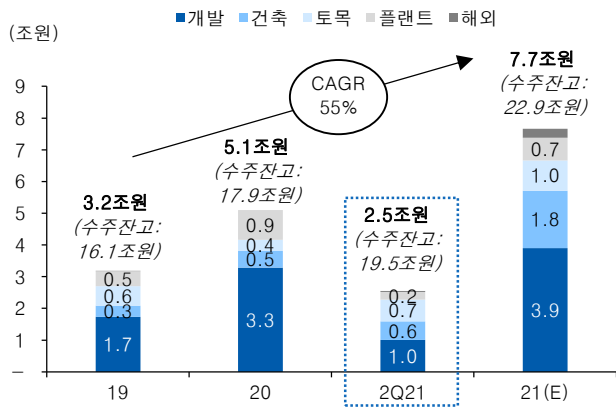
자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한화건설 중장기 성장 전략



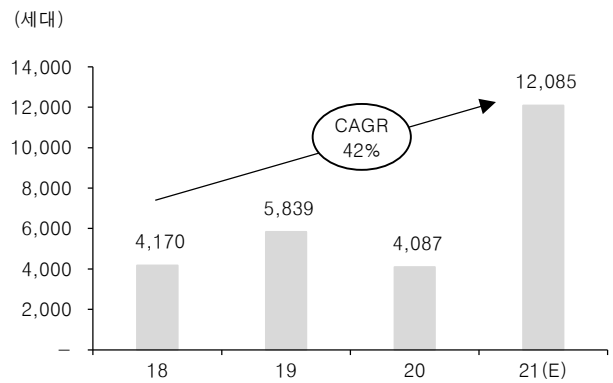
자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한화건설 수주 실적 추이 및 전망



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한화건설 분양 실적 및 전망



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 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		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

[컨콜 Q&A]

Q) 배당정책 변화?

- 올해 배당 관련해서 아직 검토 된 바 없음
- 배당 결정은 보통 연초 결정
- 아무래도 올해 사상 최대 실적을 기대하고 있다보니, 내부적으로 기대하고 있으나, 아직 결정된 바 없음

Q) 한화에너지+ 에이치솔루션 합병 결정. 앞으로 그룹 내부에서 중요한 투자의사결정하는 쪽이 한화에너지가 되는건지?

- 한화에너지가 기존 태양광 발전 사업 많이 해오다 보니, 차입금이 늘어나고 여러 재무구조가 불안정한 상황에 이룸
- 반면 에이치솔루션의 경우 재무구조 양호. 경영 효율화나 재무구조 개선 통해 추가적인 투자하기에 용이하다고 판단해 합병 결정
- 신규 사업투자 주관하는 쪽은 사업별로 영역이 구분되어있다 보면 됨
- 수소사업은 종합화학 위주로 진행될 것. 우주사업과 관련된 부분은 에어로스페이스와 (주)한화.
- 수소사업 관련해서 (주)한화도 수소사업 진출 내부적으로 검토하고 있는게 있음. 2H21에 가시화된 결과물 보여드릴 수 있을 것.

Q) 자체 사업 일회성 이익 있었는지?

- 특별한 일회성 이익 없었음
- 글로벌 부문에서 석유화학 제품 트레이딩 비즈니스 하고 있는데, 유가가 좋고 석유화학제품 판가 좋게 형성되어 손익에 긍정적
- 방산과 기계는 1Q21가 상대적으로 부진했는데, 2Q21로 이연된 부분이 있음
- 하반기는 정부예산집행 집중되는 시기라 방산 부분 성수기 효과 예상

Q) 글로벌 부문. 수소와 정밀화학분야 사업 확대 설명?

- 수소는 저번에 발표한 질산투자건과는 별개의 건. (주)한화 자체 글로벌 부문에서 투자 내부적으로 검토하고 있는게 있음
- 기존에 글로벌 부문에서 암모니아 취급하고 있는데, 트레이딩 포함 다양한 분야의 수소 사업 진출 고민중

Q) 질산 투자 분야 업데이트?

- 부지매입 등 계획대로 절차 진행중
- 향후 투자 지속 계획. 2024년도부터 양산 계획

Q) 미사일 사거리 제한 해제에 따라, 하반기에 방산 기대 가능?

- 긴 호흡으로 봐야함
- 미사일 뿐 아니라 우주발사체(인공위성, 우주선) 개발 가능성 많이 커진 상황
- 관련해서 정부와 협의 진행중. 당장 올해 수익에 영향을 줄 정도일지는 이름

Q) 성장사업(우주, 레이저). 성과 하반기 가시화된다는 부분 부연 설명? 하반기 성과는 손익 영향보다는 M&A?

- 최근 (주)한화 방산 부문은 해외에서 수입하던 인공위성 핵심 부품 '저장성 이원추진체 추력기' 국산화 계획 발표. 위성 발사 등을 위해 필요한 기술 중 하나.
- 향후 위성 발사뿐 아니라, 다양한 사업 진행과 투자 예정
- 자체사업뿐 아니라, 에어로스페이스나 한화시스템 등 계열사들이 위성안테나 사업 많이 진행하고 있기 때문에 한화그룹 전체로 진행하는 케이스라 생각하면 됨
- 하반기는 M&A 포함해 다양한 기회 내부적으로 검토중
- 여러 프로젝트 수주 건들 진행되고 있어서, 가시화되면 공시나 투자 설명회 통해 공유할 것

Q) 우주산업에 대한 투자 어디가 그룹 중 어디에서 주관해서 주도적으로 할 계획?

- 스페이스허브에서, 우주사업 관련 각 계열사들의 관련 인력들이 모여서 협의
- (주)한화의 경우, 발사체 기술 보유하고 있고 관련 사업과, 위성관측서비스 등 분야를 담당할 계획

Q) 건설 21년 연간 가이드نس 달성 가능?

- 2Q20엔 이라크 사업을 공사 진행했고, 2Q20 이후 공사 중단됐음
- 2Q21엔 이라크 사업 공사 진행 못하고 있는 상황. 이라크 사업 빠진것만큼 매출, 영업이익 빠진 결과
- 2021년 주택분양계획 1.2만 세대. 2020년은 약 4천세대였음
- 연간 21년 영업이익의 가이드نس 2000억 초반이었고, 달성하는데에는 큰 문제 없을 것

한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	504,124	509,265	519,584	543,975	553,457
매출원가	466,594	467,919	468,386	491,640	500,452
매출총이익	37,530	41,345	51,197	52,335	53,005
판매비	26,273	25,525	23,447	23,537	23,231
영업이익	11,257	15,820	27,751	28,798	29,774
EBITDA	22,987	28,481	40,822	42,205	43,527
영업외손익	-8,724	-4,782	-644	-1,014	-1,442
외환관련손익	-179	491	78	261	193
이자손익	-5,065	-4,548	-3,556	-4,791	-4,840
관계기업관련손익	2,390	1,904	2,864	2,892	2,921
기타	-5,870	-2,629	-30	624	284
법인세비용차감전순손익	2,533	11,038	27,107	27,784	28,333
법인세비용	223	3,633	7,851	7,260	7,404
계속사업순손익	2,311	7,405	19,256	20,524	20,928
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,311	7,405	19,256	20,524	20,928
지배지분순이익	900	2,138	7,647	8,607	8,796
포괄순이익	11,637	5,107	8,138	20,525	20,930
지배지분포괄이익	3,879	1,231	3,193	8,608	8,797

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	-6,234	-7,550	240
당기순이익	0	0	11,057	20,524	20,928
감가상각비	10,061	10,895	11,189	11,524	11,870
외환손익	-8,684	9,895	-8,155	-261	-193
중속, 관계기업관련손익	-2,390	-1,904	-2,864	-2,892	-2,921
자산부채의 증감	-51,677	-54,860	-54,957	-52,834	-51,052
기타현금흐름	77,869	70,403	37,496	16,389	21,607
투자활동 현금흐름	-39,876	-18,865	-3,046	4,529	5,197
투자자산	-22,796	-12,309	-11,915	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-17,067	-12,482	-2,860	-2,834	-2,657
유형자산 감소	628	1,426	449	200	0
기타현금흐름	-640	4,500	11,280	7,163	7,854
재무활동 현금흐름	9,917	-5,487	20,274	16,250	17,891
단기차입금	0	0	800	1,500	1,500
사채 및 장기차입금	12,502	1,580	6,098	3,000	5,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-621	-656	-654	-653	-653
기타현금흐름	-1,964	-6,412	14,031	12,403	12,044
연결범위변동 등 기타	-59	-496	-30,236	21,333	21,725
현금의 증감	-4,838	9,582	-19,242	34,562	45,053
기초 현금	50,587	45,749	55,331	36,089	70,651
기말 현금	45,749	55,331	36,089	70,651	115,703
NOPLAT	11,257	15,820	27,751	28,798	29,774
FCF	8,112	21,947	-9,094	-10,384	-2,417

자료: 유안타증권

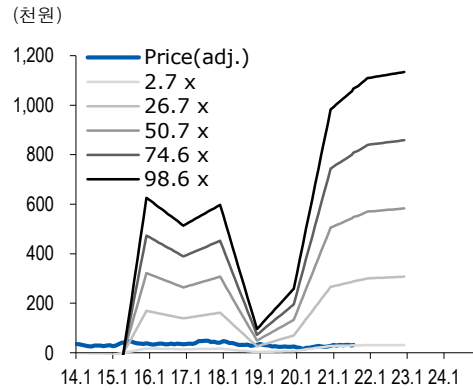
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	152,427	149,538	151,172	193,561	243,347
현금및현금성자산	35,127	42,792	36,089	70,651	115,703
매출채권 및 기타채권	41,705	34,531	38,459	40,771	42,244
재고자산	39,158	41,144	50,960	55,435	57,613
비유동자산	186,982	188,935	187,282	182,567	176,360
유형자산	115,065	113,049	104,738	95,848	86,635
관계기업 등 지분관련 자산	22,485	22,990	26,126	29,018	31,939
기타투자자산	4,389	3,437	4,923	5,013	5,107
자산총계	1,822,862	1,911,783	1,957,485	2,060,899	2,104,478
유동부채	160,027	156,521	144,447	149,854	154,503
매입채무 및 기타채무	36,158	37,175	39,084	41,500	43,098
단기차입금	39,770	40,848	41,187	42,687	44,187
유동성장기부채	32,636	29,801	27,458	27,458	27,458
비유동부채	124,039	124,758	133,490	137,891	144,343
장기차입금	35,645	34,701	37,232	37,732	40,232
사채	33,220	34,599	37,726	40,226	42,726
부채총계	1,640,222	1,726,711	1,775,034	1,845,631	1,856,732
지배지분	44,253	45,097	43,699	51,655	59,505
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	4,859	5,229	5,212	5,212	5,212
이익잉여금	36,007	37,526	40,696	48,651	56,794
비지배지분	138,387	139,975	138,752	163,613	188,241
자본총계	182,640	185,072	182,451	215,268	247,746
순차입금	106,871	101,452	113,057	82,772	43,986
총차입금	149,879	149,175	154,694	159,194	165,694

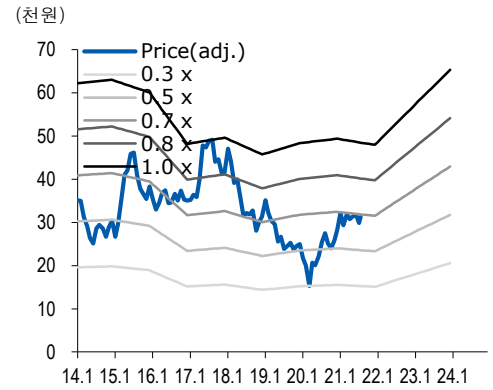
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	971	2,623	9,972	11,253	11,505
BPS	48,086	49,098	47,686	56,368	64,934
EBITDAPS	23,478	29,089	41,693	43,106	44,456
SPS	514,885	520,135	530,675	555,586	565,271
DPS	700	700	700	700	700
PER	28.3	8.8	3.1	2.8	2.7
PBR	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.7	9.2	6.8	6.5	6.0
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	2.0	4.7	1.7
영업이익 증가율 (%)	-37.7	40.5	75.4	3.8	3.4
지배순이익 증가율 (%)	-80.8	137.7	257.6	12.6	2.2
매출총이익률 (%)	7.4	8.1	9.9	9.6	9.6
영업이익률 (%)	2.2	3.1	5.3	5.3	5.4
지배순이익률 (%)	0.2	0.4	1.5	1.6	1.6
EBITDA 마진 (%)	4.6	5.6	7.9	7.8	7.9
ROIC	6.5	6.8	12.4	13.1	14.1
ROA	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
ROE	2.1	4.8	17.2	18.1	15.8
부채비율 (%)	898.1	933.0	972.9	857.4	749.5
순차입금/자기자본 (%)	241.5	225.0	258.7	160.2	73.9
영업이익/금융비용 (배)	2.3	3.4	7.7	6.0	6.1

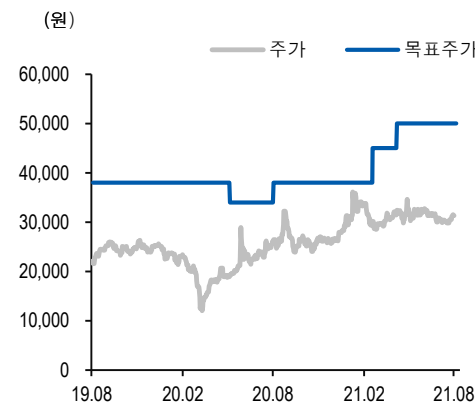
P/E band chart



P/B band chart



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-17	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

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)	93.1
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-11

※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: 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.