

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 (11/2)	32,800원
상승여력	52%

시가총액	28,445억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	206억원
60일 평균 거래량	608,224주
52주 고	36,600원
52주 저	24,600원
외인지분율	17.27%
주요주주	김승연 외 11인 43.62%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.7)	9.5	33.3
상대	(2.5)	17.1	1.8
절대(달러환산)	(1.5)	7.3	28.7

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	134,168	14.9	5.8	126,711	5.9
영업이익	5,732	-9.9	-25.5	5,999	-4.5
세전계속사업이익	6,588	9.1	-16.5	6,580	0.1
지배순이익	2,325	42.5	-4.7	1,670	39.2
영업이익률 (%)	4.3	-1.2 %pt	-1.8 %pt	4.7	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	1.7	+0.3 %pt	-0.2 %pt	1.3	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

3Q21 리뷰 : 사상 최대 실적 & 주주환원 확대 가능성

3Q 누적 지배주주순이익 7,791억원 기록

(주)한화의 3Q21 연결 매출액과 영업이익은 각각 13.4조원(+15% YoY), 5,732억원(-10% YoY)을 기록했다. 컨센서스(매출액 12.6조원, 영업이익 5,999억원) 대비 매출액은 상회했고, 영업이익 전망은 소폭 미달했다. 3Q 자회사 및 부문별 실적의 특징은 매출 호조, 수익성 하락(*연결 영업이익률은 5.5%(3Q20) → 4.3%(3Q21))이다.

한화건설, 한화솔루션 영업이익은 전년 동기 대비 각각 -13%, -23% 줄었다. 건설 부문에서는 이라크 공사 재개 지연, 국내 대형 현장 준공 영향이 있었다. 지난 7월의 IR을 통해 한화건설은 '21년 매출 3조원, 영업이익률 6~7%(*1,800억원~2,100억원)의 가이드라인을 제시했다. 3Q21 누적 기준 매출액과 영업이익은 목표 대비 각각 64%, 65%를 달성했다. 따라서 건설 부문의 경우, 금년 목표 달성은 유력해 보인다. 솔루션의 수익성 약화는 원자재 가격 부담 심화에 따른 태양광 부문의 실적 부진에 기인했다. **별도, 한화생명, 한화에어로스페이스, 리조트 부문**의 수익성은 개선됐다. 별도 부문의 영업이익률은 7.5%(3Q20) → 8.5%(3Q21)로 개선됐다. 글로벌 한계 사업 정리에 따른 영향이 나타났다. 3Q 누적 영업이익 규모가 1,626억원으로 영업이익 목표(*2천억원 중반)에는 못 미치지만, 기계 부문에서 이차전지 관련 추가 수주 매출 반영, 글로벌 암모니아 판가 증가 영향으로 연간 목표 달성 전망은 여전히 유효하다. 생명과 에어로 부문의 영업이익은 전년 동기 대비 각각 +57%, +10% 증가했다. 특히 3Q 실적 중 가장 고무적인 결과는 리조트 부문의 흑자전환이었다. 리조트 부문에서는 COVID-19 영향으로 분기별로 평균 212억원의 영업적자를 기록했으나, 3Q21에는 영업이익 51억원을 기록하며 흑자전환에 성공했다.

사상 최대 실적 & 주주환원 확대 가능성 → 주가 상승 전망

주가 상승을 전망하는 이유를 크게 두가지로 제시한다. 첫째, 사상 최대 실적에 대한 주가 미 반영이다. 3Q 누적 기준 지배주주순이익은 7,791억원을 기록했다. 4Q의 계절적 요인을 감안해도 21년의 지배순이익은 8,913억원에 달할 것으로 전망된다. 둘째, 주주환원 확대 가능성이다. 10월 28일 공시를 통해 한화에너지는 (주)한화 지분율을 9.7%까지 확대한 것으로 확인된다. 특수관계인 지분율은 43.62%(기존 41.25%)까지 높아졌다. 29일 이후 기타법인 순매수 규모의 축소를 고려할 때, 한화에너지의 (주)한화 지분 매입은 일단락된 것으로 판단된다. 수급에서의 플러스 요인은 소멸 국면이지만, 최대주주 지분 확대 → 배당 확대로 이어질 가능성을 주목한다. 목표주가 5만원을 유지한다.

	결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액		504,124	509,265	536,731	564,061
영업이익		11,257	15,820	26,765	29,245
지배순이익		900	2,138	8,913	10,361
PER		28.3	8.8	2.8	2.4
PBR		0.6	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA		11.7	9.2	7.3	6.8
ROE		2.1	4.8	19.2	19.7

자료: 유안타증권

[표 1] ㈜한화 NAV

(단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
한화솔루션	80,720	36.1%	29,140	한화 보유 18.15%
한화생명보험	28,922	18.2%	5,249	
한화에너지로스페이스	25,416	34.0%	8,629	
상장사 합계			43,018	
비상장사	장부가	지분율	가치	비고
한화호텔앤드리조트	2,192	50.6%	2,192	한화생명 25%
한화건설	12,587	96.8%	12,071	
기타			3,073	
투자자산가치 합계			42,248	투자자산 30% 할인
수익가치			14,693	EV/EBITDA 4.5X
투자부동산			163	장부가
순차입금			23,308	
NAV			33,795	
주식 수(천주)			68,898	자사주 588만주 제외
주당 NAV(원)			49,051	

자료: 유안타증권 리서치센터

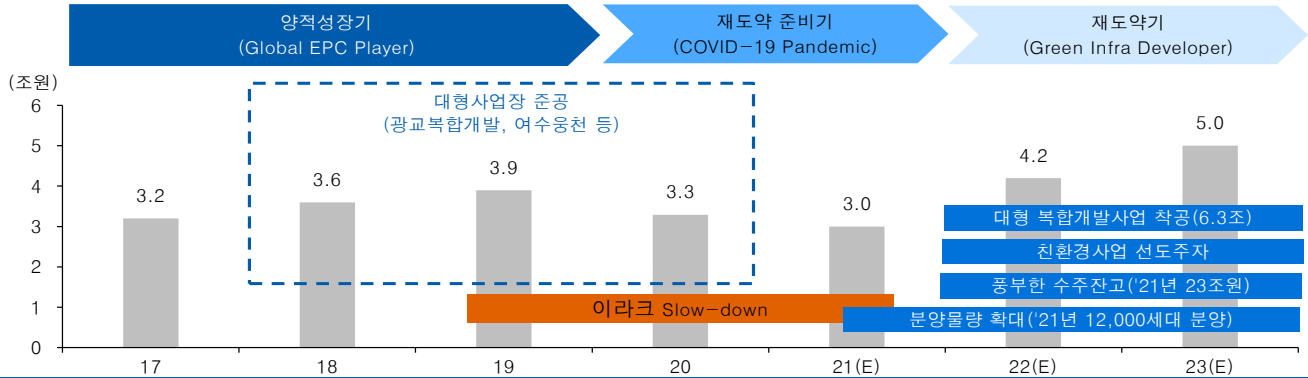
[표 2] ㈜한화의 연결 및 별도 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q20	2Q21	3Q21	YoY	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
연결기준							
매출액	116,724	126,771	134,168	15%	6%	126,711	6%
영업이익	6,362	7,690	5,732	-10%	-25%	5,999	-4%
영업이익률	5.5%	6.1%	4.3%			4.7%	
지배순이익	1,631	2,439	2,325	43%	-5%	1,670	39%
별도기준							
매출액	9,465	11,866	8,244	-13%	-31%		
영업이익	712	886	699	-2%	-21%		
영업이익률	7.5%	7.5%	8.5%				
한화건설							
매출액	7,990	7,251	6,116	-23%	-16%		
영업이익	435	545	378	-13%	-31%		

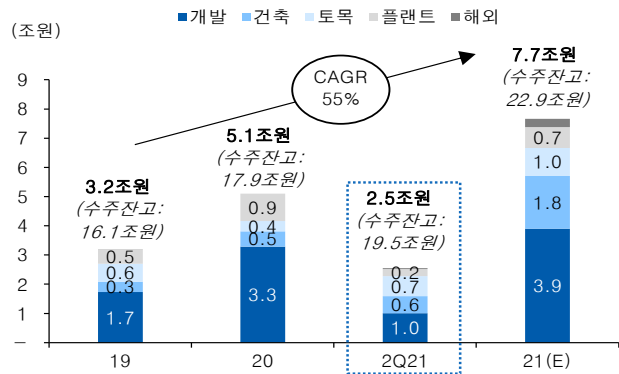
자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한화건설 중장기 성장 전략



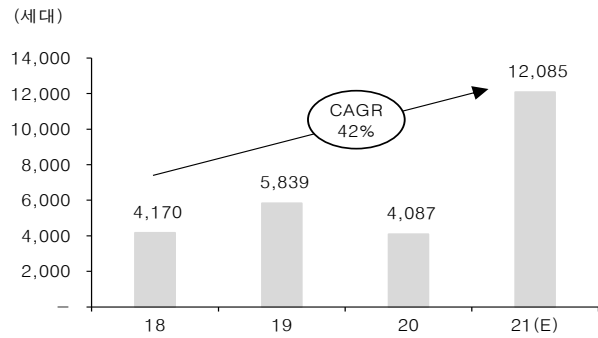
자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[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

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	훈소발전 착공('21.9월). 연료전지 착공('21.10월)		

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 신사업 추진 계획

사업부문	계획
자체(기계)	이차전지(미국, 유럽), 디스플레이(중국) 공정설비(미국) 등 국내 뿐만 아니라 세계 각국으로부터 성장사업 설비 수주 증가 추세
자체(글로벌)	COP26 개최 등으로 탄소배출권 가치가 상승하는 가운데 질산 증설과 청정개발체제 확장을 통한 그린 경영 실현
솔루션	패로브스카이트 기반 탠덤셀 연구 양산 투자 진행 예정(25년까지 1조원 투입 예상) 고출력 제품군을 기반으로 해외 주요 시장 경쟁력 강화 및 프리미엄 마켓 공략

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[컨콜 Q&A]

Q) 최근 특관인 한화에너지에서 ㈜한화 지분 늘리고 있는데, 배경?

- 지배력 강화 차원

▷별도

Q) 암모니아 판가 상승 영향으로 실적 개선 전망. 암모니아 관련된 매출 규모나 비중?

- 철산사업과 관련이 있음. 정확한 매출 규모 밝히긴 어려움

Q) 방산 수주 규모, 수주잔고. 4Q21 전망치?

- 3Q21까지는 수주 Slow했던 게 사실. 4Q21~2022에 수주 많이 있을 것으로 기대중

Q) 기계 부문에서 2차전지/디스플레이/공정설비 쪽 수주규모나 실적 비중? 목표?

- 2차전지, 공정설비 순으로 수주 비중 높음

Q) 글로벌 탄소배출권 설명. 탄소배출권 매출 관련 자세한 Scheme? 이연됐다고 하는 게 4Q21에 매출, 이익으로 잡힌다는 건지? 연간규모?

- 탄소 관련 외부기관에서 탄소배출 관련 인증을 받아야, 정확한 배출량이 집계되고 거래를 할 수 있음

- 그런데 아직 인증 과정이 마무리가 되지 않은 상태

- 매출 시점(타이밍)은 전략적으로 고려 중. 탄소배출권 가격 상승 분위기 때문. 외부인증이 끝났다고 해서 바로 매각해야 하는 의무는 없음

▷건설

Q) 한화건설 순이익이 지분법 평가이익 크게 증가하면서 많이 증가. 부연설명?

- 지분법 평가이익 1,370억원 발생. 주로 한화생명 지분가치 상승분

Q) 해외사업장, 이라크사업장 3Q21 매출 Breakdown?

- 해외 246억원(이라크사업 207억원) + 국내 5,870억원

Q) 이라크 완전히 정상화 되었다고 볼 수 있는지? 22년 규모?

- 20년 코로나 환자 발생 이후 발주처와 협의해 공사는 중단된 상태. 재개시점은 미정 상태. 현재 최소관리인력만 남아있는 상태.

- 코로나는 당사 귀책사유는 아니어서, 공기 지연에 따른 비용 발생하고 있지는 않음

- 22년 공사재개 시점은 아직 말씀드리기 이른 상황

Q) 3Q21까지 수주 규모, 수주잔고. 4Q21 전망치?

- 3Q21 누적 신규 수주 규모 5조원
- 2021년 수주 계획은 7.6조원이므로, 4Q21엔 2.6조원 수주 목표
- 2020년 말 수주잔고 18조원, 21년은 23조원 계획

Q) 2021년 아파트 1.4만 세대 분양으로 가이드스 상향?

- 상향 맞음. 2021년 1.4만세대~1.5만세대 분양 가능할 것으로 전망

한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	504,124	509,265	536,731	564,061	572,692
매출원가	466,594	467,919	479,710	505,168	513,174
매출총이익	37,530	41,345	57,021	58,893	59,518
판매비	26,273	25,525	30,256	29,648	29,681
영업이익	11,257	15,820	26,765	29,245	29,837
EBITDA	22,987	28,481	40,111	42,911	43,859
영업외손익	-8,724	-4,782	1,349	1,479	1,268
외환관련손익	-179	491	-111	70	8
이자손익	-5,065	-4,548	-3,343	-3,097	-3,131
관계기업관련손익	2,390	1,904	4,035	4,075	4,116
기타	-5,870	-2,629	767	430	274
법인세비용차감전순손익	2,533	11,038	28,114	30,724	31,104
법인세비용	223	3,633	7,886	7,736	7,839
계속사업순손익	2,311	7,405	20,228	22,987	23,265
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,311	7,405	20,228	22,987	23,265
지배지분순이익	900	2,138	8,913	10,361	10,508
포괄순이익	11,637	5,107	11,100	22,987	23,265
지배지분포괄이익	3,879	1,231	4,384	10,361	10,508

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	20,211	11,112	18,789
당기순이익	0	0	6,307	22,987	23,265
감가상각비	10,061	10,895	11,542	11,889	12,245
외환손익	-8,684	9,895	-7,477	-70	-8
중속, 관계기업관련손익	-2,390	-1,904	-4,035	-4,075	-4,116
자산부채의 증감	-51,677	-54,860	-38,934	-36,045	-34,400
기타현금흐름	77,869	70,403	52,807	16,426	21,802
투자활동 현금흐름	-39,876	-18,865	-35,063	-5,156	-4,783
투자자산	-22,796	-12,309	-34,815	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-17,067	-12,482	-9,805	-10,079	-10,223
유형자산 감소	628	1,426	731	200	0
기타현금흐름	-640	4,500	8,826	4,723	5,440
재무활동 현금흐름	9,917	-5,487	28,630	23,899	25,452
단기차입금	0	0	800	1,500	1,500
사채 및 장기차입금	12,502	1,580	8,156	3,000	5,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-621	-656	-654	-653	-653
기타현금흐름	-1,964	-6,412	20,328	20,052	19,605
연결범위변동 등 기타	-59	-496	-27,844	5,732	5,509
현금의 증감	-4,838	9,582	-14,067	35,587	44,967
기초 현금	50,587	45,749	55,331	41,264	76,852
기말 현금	45,749	55,331	41,264	76,852	121,819
NOPLAT	11,257	15,820	26,765	29,245	29,837
FCF	8,112	21,947	10,406	1,033	8,566

자료: 유안타증권

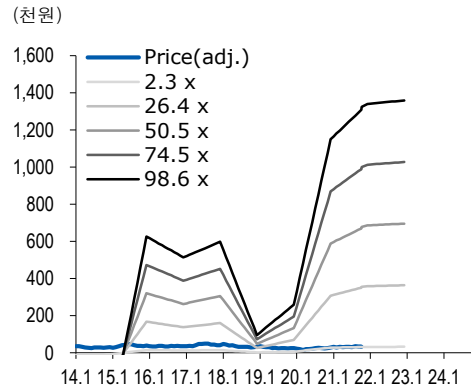
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	152,427	149,538	157,659	201,380	251,230
현금및현금성자산	35,127	42,792	41,264	76,852	121,819
매출채권 및 기타채권	41,705	34,531	38,729	41,107	42,621
재고자산	39,158	41,144	51,414	56,103	58,363
비유동자산	186,982	188,935	198,251	201,702	203,999
유형자산	115,065	113,049	110,917	108,907	106,885
관계기업 등 지분관련 자산	22,485	22,990	30,234	34,309	38,425
기타투자자산	4,389	3,437	5,334	5,420	5,510
자산총계	1,822,862	1,911,783	1,980,594	2,093,736	2,145,882
유동부채	160,027	156,521	138,278	143,886	148,637
매입채무 및 기타채무	36,158	37,175	39,820	42,406	44,072
단기차입금	39,770	40,848	36,508	38,008	39,508
유동성장기부채	32,636	29,801	24,450	24,450	24,450
비유동부채	124,039	124,758	139,217	143,584	150,001
장기차입금	35,645	34,701	40,344	40,844	43,344
사채	33,220	34,599	41,183	43,683	46,183
부채총계	1,640,222	1,726,711	1,777,171	1,848,039	1,859,207
지배지분	44,253	45,097	47,668	57,376	66,957
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	4,859	5,229	5,490	5,490	5,490
이익잉여금	36,007	37,526	43,910	53,618	63,473
비지배지분	138,387	139,975	155,755	188,321	219,718
자본총계	182,640	185,072	203,424	245,697	286,676
순차입금	106,871	101,452	106,742	75,429	36,727
총차입금	149,879	149,175	153,569	158,069	164,569

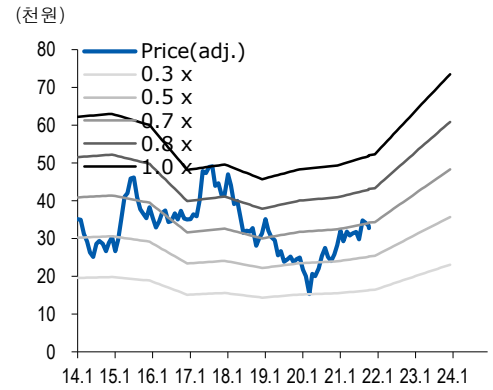
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	971	2,623	11,661	13,592	13,788
BPS	48,086	49,098	52,017	62,611	73,066
EBITDAPS	23,478	29,089	40,968	43,827	44,795
SPS	514,885	520,135	548,188	576,101	584,916
DPS	700	700	700	700	700
PER	28.3	8.8	2.8	2.4	2.4
PBR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	11.7	9.2	7.3	6.8	6.5
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	5.4	5.1	1.5
영업이익 증가율 (%)	-37.7	40.5	69.2	9.3	2.0
지배순이익 증가율 (%)	-80.8	137.7	316.9	16.2	1.4
매출총이익률 (%)	7.4	8.1	10.6	10.4	10.4
영업이익률 (%)	2.2	3.1	5.0	5.2	5.2
지배순이익률 (%)	0.2	0.4	1.7	1.8	1.8
EBITDA 마진 (%)	4.6	5.6	7.5	7.6	7.7
ROIC	6.5	6.8	11.9	12.7	12.9
ROA	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5
ROE	2.1	4.8	19.2	19.7	16.9
부채비율 (%)	898.1	933.0	873.6	752.2	648.5
순차입금/자기자본 (%)	241.5	225.0	223.9	131.5	54.9
영업이익/금융비용 (배)	2.3	3.4	7.0	8.1	8.2

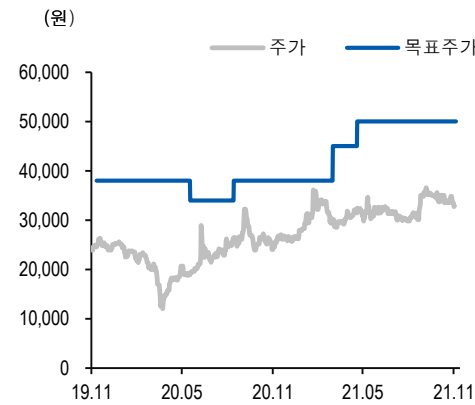
P/E band chart



P/B band chart



한화 (000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-04	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)	91.1
Hold(중립)	8.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-01

※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.