



# 한화 (000880)

## 지주회사



최남곤

02 3770 5604  
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 송선우

02 3770 5598  
seonu.song@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	47,000원 (D)
현재주가 (4/29)	30,150원
상승여력	56%

시기총액	26,362억원
총발행주식수	97,910,029주
60일 평균 거래대금	54억원
60일 평균 거래량	179,468주
52주 고	36,600원
52주 저	27,850원
외인지분율	16.17%
주요주주	김승연 외 11 인 43.62%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.7)	2.2	(4.6)
상대	(1.1)	1.0	12.4
절대(달러환산)	(5.5)	(1.9)	(15.8)

## 1Q22 실적 리뷰: 방산·2차전지 기계 매출 호조에 따른 별도 수익성 개선

### 방산·2차전지 기계 매출 호조에 따른 별도 부문 수익성 개선

(주)한화의 1Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 13.1조원(+2.4% YoY), 4,658억원(-45% YoY)를 기록했다. 컨센서스(매출액 13.6조원, 영업이익 5,5591억원) 대비 매출액 전망은 부합했고, 영업이익 전망은 17% 미달했다. 연결 영업이익률은 6.6%(1Q21) → 3.5%(1Q22)로 하락했다.

①방산·2차전지 기계 부문 호조(※회사 측에서는 2차전지 기계 부문과 관련한 숫자 미제공) 와 ②글로벌 상품 가격 상승에 따른 글로벌 부문의 손익 개선으로 별도 부문의 실적은 전년 동기에 비해 대폭 개선됐다. 매출액은 7,588억원(+6.8% YoY), 영업이익은 284억원(+593% YoY)를 기록했다. 방산·기계 부문의 매출액은 3,865억원(+28% YoY), 영업이익은 100억원(흑자전환)을 기록했으며, 글로벌 부문의 매출액은 3,723억원(-9.0% YoY), 영업이익은 185억원(+53% YoY)을 기록했다. 별도 부문의 당기순이익은 389억원으로 전년 동기 대비 538% 증가했다.

### 원자재 가격 상승으로 건설 부문의 마진 축소

한화에어로스페이스를 제외하면 주요 연결 자회사의 실적은 모두 부진했다. 특히 동사가 지분 100%를 보유한 한화건설의 경우, 매출액은 6,486억원(+10% YoY)을 기록했으나, 영업이익은 166억원으로 전년 동기 대비 51% 감소했다. 건설 부문의 영업이익률은 5.8%(1Q21) → 2.6%(1Q22)로 하락했다. 대형 프로젝트 진행, 주택 부문 분양(7,000세대 분양 완료) 등 기수주 물량 기반으로 매출은 증가했으나, 원자재, 인건비 상승으로 인해 수익성이 약화됐다.

### 목표주가 4.7만원 하향 조정. 투자의견 Buy 유지

자회사 지분가치 하락을 반영하여 목표주가를 5만원 → 4.7만원으로 하향 조정한다. ①전쟁이라는 돌발 변수에 따른 방산 사업에 대한 글로벌 멀티플 개선, ②글로벌 ESG 관점에서도 국제협약이 준수되고 있는 방산 사업에 대한 시각의 우호적 전환, ③하반기 이후 한화건설의 이라크 사업 재개 가능성 등이 주목된다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	131,440	2.4	-5.5	136,943	-4.0
영업이익	4,658	-45.1	-36.8	5,591	-16.7
세전계속사업이익	4,281	-64.6	22.4	9,335	-54.1
지배순이익	395	-86.9	-67.6	1,760	-77.6
영업이익률 (%)	3.5	-3.1 %pt	-1.8 %pt	4.1	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	0.3	-2.1 %pt	-0.6 %pt	1.3	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	504,124	509,265	528,361	550,214
영업이익	11,257	15,490	29,279	27,284
지배순이익	900	1,967	9,011	7,444
PER	28.3	9.7	2.7	3.1
PBR	0.6	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.7	9.2	6.8	7.8
ROE	2.1	4.6	20.2	14.5

자료: 유안타증권

[표 1] 주한화 NAV

(단위: 억원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
한화솔루션	61,209	36.1%	22,096	한화 보유 18.15%
한화생명보험	25,535	18.2%	4,635	
한화에어로스페이스	26,986	34.0%	9,162	
상장사 합계			35,893	
비상장사	장부가	지분율	가치	비고
한화호텔앤드리조트	2,491	49.8%	2,491	
한화건설	12,587	96.8%	14,858	PBR 0.9배 적용
기타			3,073	
투자자산가치 합계			39,420	투자자산 30% 할인
수익가치			14,693	EV/EBITDA 4.5X
투자부동산			99	장부가
순차입금			22,090	
NAV			32,122	
주식 수(천주)			68,687	자사주 627만주 제외
주당 NAV(원)			46,766	

자료: 유안타증권 리서치센터

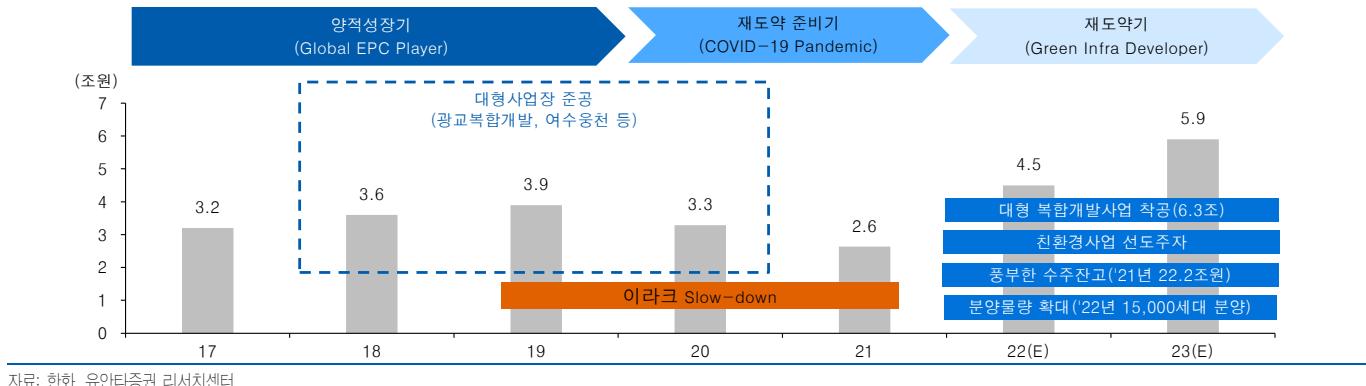
[표 2] 주한화의 연결 및 별도 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q21	4Q21	1Q22	YoY	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
연결기준							
매출액	128,382	139,040	131,440	2%	-5%	136,943	-4%
영업이익	8,485	7,373	4,658	-45%	-37%	5,591	-17%
영업이익률	6.6%	5.3%	3.5%			4.1%	
지배순이익	3,027	1,220	395	-87%	-68%	1,760	-78%
별도기준							
매출액	7,103	12,143	7,588	7%	-38%		
영업이익	41	663	284	593%	-57%		
영업이익률	2.7%	8.5%	3.7%				
한화건설							
매출액	5,870	7,098	6,485	10%	-9%		
영업이익	341	-80	166	-51%	흑전		

자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한화건설 중장기 성장 전략



자료: 한화, 유안타증권 리서치센터

## [컨콜 Q&amp;A]

Q) 건설 관련, '21년 1분기 대비 매출은 성장했으나 영업이익이 감소한 이유? 건설 매출 중 이라크 매출 184억원인데 이외 해외사업장 매출? 해외사업장 매출 회복 예상 시점은? 이라크 재개 시점 등?

- 이라크 관련, 해외 매출은 180 억원. 이중 이라크 매출은 142억원. 해외 매출은 정상화 일정이 구체화 되지 않았고, 논의 중임에 따라 현지사정을 고려하여 정해질 예정. 현재는 국내사업 위주로 사업계획 전개 중
- 올해 1분기 분양 물량 (착공 기준)이 총 7,000세대. 포항 포레나 포항 2차 (350세대) 제외 모두 분양 완료.
- 1분기 영업이익 부진 관련, 원자재, 인건비 상승요인과 일회성 요인 영향. 1분기 전쟁 장기화 및 인플레 폭 확대. 일회성 요인 제외 시, 지난 가이던스인 opm 4%에서 큰 훼손은 없었음. 1분기 일회성 요인은 퇴직급여충당금 적립액이 예상보다 커진 부분

Q) 기계 부문 2차 전지 매출 비중과 마진? 매출 전망 등? 최근 상품가격 급등과 글로벌 사업부문 실적 개선과의 관계?

- 질산 가격 상승에 영향을 받았음. 지난 4분기 실적 발표 때 내용처럼, 질산 가격 상승 수혜를 보긴 했었음. 그렇지만 비중이 크진 않은 부분.
- 2차 전지 관련, 수주 및 매출 비중을 봤을 때 2차전지와 공정 장비 비중이 높음. 1분기 신규 수주된 부분과 연간 전망은 기존 기조와 큰 변화가 없으며 매출 성장 지속 중. 세부 부문별 마진율 구분은 제공이 어려움

Q) 러시아-우크라이나 사태도 있어서 방산주 움직임이 좋은데, 전쟁으로 인한 방산 부문 매출, 수주 영향이 있는지?

- 영향이 없다고 할 수는 없지만, 생산이나 수주에 직접적인 영향으로 작용한다고 보기에는 힘들 것 같음

Q) 금리나 환율 영향이 있는지?

- 회사채 발행에 따른 금리 영향에 노출
- 환율 또한 수출비중이 높은 만큼 영향이 있다고 할 수 있음
- 금리는 금융 계열사 등에 영향을 주고 있음. 한화생명 실적에서 당기순이익 감소분에 가장 영향을 많이 준 부분 또한 채권평가손실이었음.

## 한화 (000880) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	504,124	509,265	528,361	550,214	558,078	
매출원가	466,594	468,250	471,316	491,238	498,301	
매출총이익	37,530	41,015	57,045	58,976	59,776	
판관비	26,273	25,525	27,766	31,692	31,451	
영업이익	11,257	15,490	29,279	27,284	28,326	
EBITDA	22,987	28,151	42,077	40,250	41,631	
영업외손익	-8,724	-4,782	1,428	-1,290	-1,857	
외환관련손익	-179	491	-986	-2,262	-2,437	
이자손익	-5,065	-4,023	-3,469	-3,159	-3,194	
관계기업관련손익	2,390	1,904	2,763	3,822	3,860	
기타	-5,870	-3,154	3,120	309	-86	
법인세비용차감전순손익	2,533	10,708	30,707	25,994	26,469	
법인세비용	223	3,633	9,086	7,422	7,571	
계속사업순손익	2,311	7,075	21,621	18,572	18,898	
종단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	2,311	7,075	21,621	18,572	18,898	
지배지분순이익	900	1,967	9,011	7,444	7,508	
포괄순이익	11,637	4,777	12,212	18,572	18,898	
지배지분포괄이익	3,879	1,060	4,206	7,444	7,508	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	25,179	34,429	72,281	48,392	55,423	
당기순이익	0	0	0	18,572	18,898	
감가상각비	10,061	10,895	11,001	11,332	11,671	
외환손익	-8,684	9,895	-13,811	2,262	2,437	
증속, 관계기업관련손익	-2,390	-1,904	-2,763	-3,822	-3,860	
자산부채의 증감	-51,677	-54,860	-15,602	-15,909	-11,005	
기타현금흐름	77,869	70,403	93,455	35,958	37,281	
투자활동 현금흐름	-39,876	-18,865	-83,482	-32,260	-34,585	
투자자산	-22,796	-12,309	-67,931	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-17,067	-12,482	-12,163	-16,350	-16,828	
유형자산 감소	628	1,426	1,138	200	200	
기타현금흐름	-640	4,500	-4,526	-16,110	-17,957	
재무활동 현금흐름	9,917	-5,487	24,839	11,001	11,789	
단기차입금	0	0	0	1,500	1,500	
사채 및 장기차입금	12,502	1,580	15,867	3,000	5,000	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-621	-656	-654	-699	-697	
기타현금흐름	-1,964	-6,412	9,626	7,200	5,986	
연결범위변동 등 기타	-59	-496	-10	-44,147	-8,450	
현금의 증감	-4,838	9,582	13,628	-17,013	24,178	
기초 현금	50,587	45,749	55,331	68,959	51,946	
기말 현금	45,749	55,331	68,959	51,946	76,124	
NOPLAT	11,257	15,490	29,279	27,284	28,326	
FCF	8,112	21,947	60,118	32,042	38,595	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021A	2022F	2023F

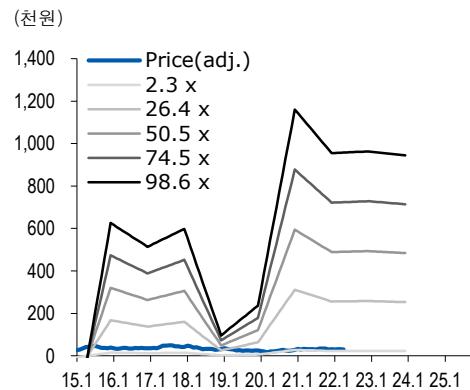
유동자산	152,427	149,538	176,347	171,636	200,146
현금및현금성자산	35,127	42,792	54,965	51,946	76,124
매출채권 및 기타채권	41,705	34,531	37,547	39,069	40,403
재고자산	39,158	41,144	51,670	55,394	57,368
비유동자산	186,982	188,935	219,874	230,121	240,335
유형자산	115,065	113,049	113,250	118,068	123,025
관계기업등 지분관련자산	22,485	22,990	34,584	38,406	42,266
기타투자자산	4,389	3,437	7,747	7,881	8,020
자산총계	1,822,862	1,911,783	2,023,664	2,095,279	2,134,005
유동부채	160,027	156,521	164,690	148,854	153,049
매입채무 및 기타채무	36,158	37,175	49,777	48,870	50,134
단기차입금	39,770	40,848	36,652	38,152	39,652
유동성장기부채	32,636	29,801	26,584	26,584	26,584
비유동부채	124,039	124,758	143,032	139,794	145,997
장기차입금	35,645	34,701	43,483	43,983	46,483
사채	33,220	34,599	39,094	41,594	44,094
부채총계	1,640,222	1,734,606	1,813,191	1,855,247	1,865,644
지배지분	44,253	40,991	48,136	54,881	61,365
자본금	4,896	4,896	4,896	4,896	4,896
자본잉여금	4,859	5,229	4,681	4,681	4,681
이익잉여금	36,007	33,421	46,508	53,253	60,064
비지배지분	138,387	136,186	162,337	185,151	206,995
자본총계	182,640	177,177	210,473	240,033	268,360
순차입금	106,871	101,452	96,745	104,028	86,103
총차입금	149,879	149,175	157,537	162,037	168,537

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021A	2022F	2023F

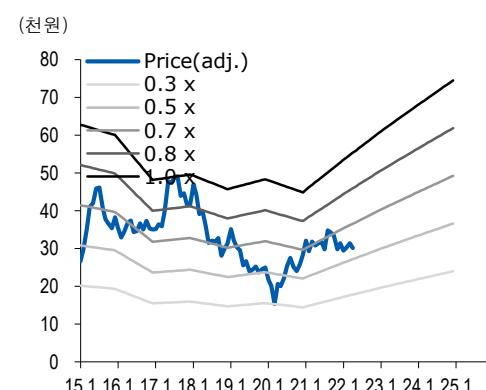
EPS	971	2,394	11,776	9,686	9,771
BPS	48,086	44,629	52,527	60,072	67,169
EBITDAPS	23,478	28,752	42,975	41,109	42,520
SPS	514,885	520,135	539,639	561,959	569,991
DPS	700	700	750	750	750
PER	28.3	9.7	2.7	3.1	3.1
PBR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	11.7	9.2	6.8	7.8	7.7
PSR	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	3.4	1.0	3.7	4.1	1.4	
영업이익 증가율 (%)	-37.7	37.6	89.0	-6.8	3.8	
지배순이익 증가율 (%)	-80.8	118.6	358.2	-17.4	0.9	
매출총이익률 (%)	7.4	8.1	10.8	10.7	10.7	
영업이익률 (%)	2.2	3.0	5.5	5.0	5.1	
지배순이익률 (%)	0.2	0.4	1.7	1.4	1.3	
EBITDA 마진 (%)	4.6	5.5	8.0	7.3	7.5	
ROIC	6.5	6.6	13.1	11.2	10.6	
ROA	0.1	0.1	0.5	0.4	0.4	
ROE	2.1	4.6	20.2	14.5	12.9	
부채비율 (%)	898.1	979.0	861.5	772.9	695.2	
순차입금/자기자본 (%)	241.5	247.5	201.0	189.5	140.3	
영업이익/금융비용 (배)	2.3	3.4	7.4	7.6	7.8	

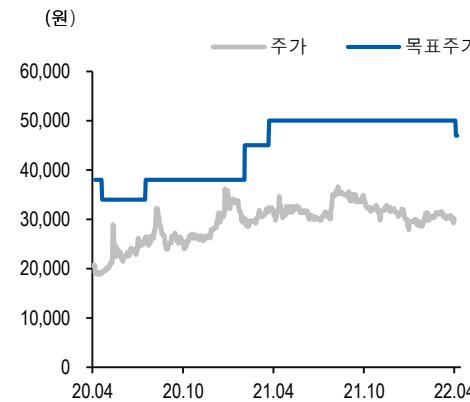
## P/E band chart



## P/B band chart



## 한화(000880) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-05-02	BUY	47,000	1년		
2022-04-20	1년 경과 이후		1년	-39.97	-38.40
2021-04-20	BUY	50,000	1년	-36.56	-26.80
2021-03-02	BUY	45,000	1년	-29.57	-18.67
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: 괴리를  $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.1
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-04-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## 유안타 ESG Tearsheet



지주, 화장품, 음식료, 제약, 유통 산업내 순위	10위(52개 기업 중)
Total ESG 점수	<b>+4점</b>
E (Environment)	+1점
S (Social)	-1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+3점

ESG 평가 기업	<b>한화</b>
ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
Bloomberg Ticker	000880 KS
Industry	지주
Analyst	최남곤
Analyst Contact	namkon.choi@yuantakorea.com

## ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
한화	1	-1	1	1
SK	-2	-1	-1	-4
LG	0	-1	-1	-2
두산	2	1	-1	2
평균	1	2	1	2

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 한화 포함 52 개 등중 업종 ESG 점수 반영

## ESG Qualitative 평가 점수

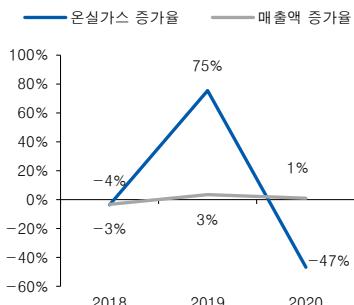
+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원: 2020년 ESG 등급 A
+1	동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 우수
+1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	대표이사, 이사회 의장 겸임으로 이사회 독립성 결여 분산단 사업 완전 분리 매각 ESG 위원회 설치를 통해 ESG 경영 본격화

## 유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사회이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회 의장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
ESG Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

## Environment

## 온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준  
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출증가율 = +1점

## 신재생 에너지 사용량 &amp; 증가율

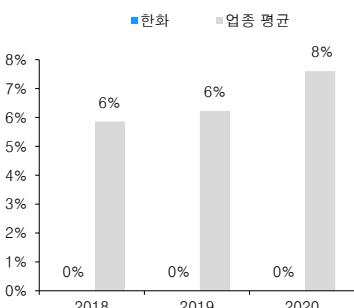
데이터 미공시

## 물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

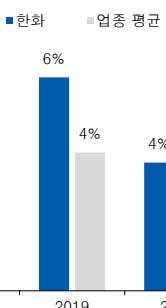
## Social

## 여성임원비율 vs. 업종 평균



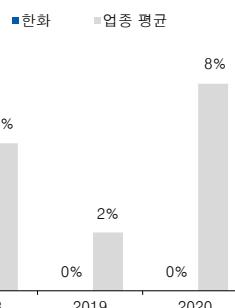
주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영  
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

## 계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영  
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

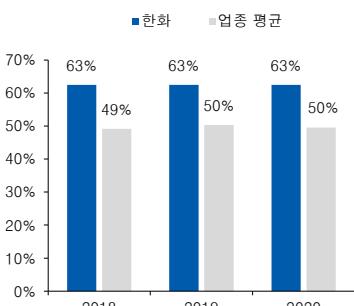
## 사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

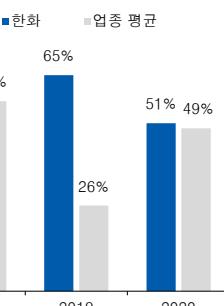
## Governance

## 사회이사 비율 vs. 업종 평균



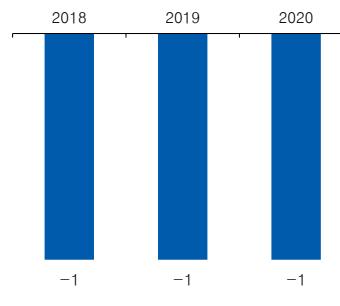
주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사회이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

## 배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 등증업종 52 개 기업 수치 반영  
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

## 대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1  
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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 투자 의사결정은 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.