

한화(000880)

매수(유지)

목표주가: 42,000원(유지)

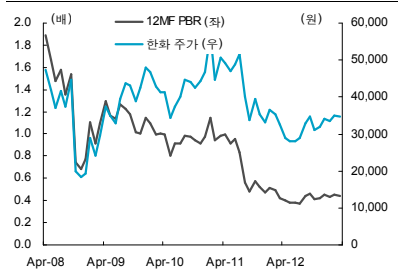
Stock Data

KOSPI(3/14)	2,002
주가(3/14)	34,550
시가총액(십억원)	2,590
발행주식수(백만)	75
52주 최고/최저가(원)	35,800/26,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,523
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.1/24.6
주요주주(%)	김승연 외 8 인 36.0
	국민연금공단 7.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.5	(1.8)	(1.7)
상대주가(%p)	3.4	(1.6)	0.4

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

주가 저점이 상향된다

주가 저점이 올라간다

한화 주가는 그룹차원에서 이루어진 태양광 사업의 실적부진으로 지난 6개월간 29,000~36,000원의 제한된 움직임을 보여주고 있다. 여전히 태양광 사업에 대한 우려는 남아있지만, 최근 폴리실리콘 가격 반등 흐름에서 보이듯이 태양광 사업의 적자가 축소될 수 있다면, 그동안 주식시장에서 반영되지 못한 한화 자체 영업의 성장, 이라크 건설프로젝트의 본격적인 진행을 통한 이익성장 모멘텀 강화, 그리고 대부분 계열사들의 저평가에 따른 밸류 에이션 매력 등 긍정적인 측면이 부각될 수 있을 것으로 판단된다. 이를 통해 한화 주가는 제한된 박스권에서 벗어나 저점이 지속적으로 상향될 것으로 전망된다.

자체 모멘텀 강화 및 태양광 관련 우려의 감소

한화케미칼이 주도하고 있는 태양광 사업의 대규모 적자실현은 그룹의 전반적인 실적악화뿐만 아니라 유동성 우려까지 발생시켜, 모회사인 한화 주가상승의 발목을 잡는 주된 이유였다. 그러나 가격하락이 지속되었던 폴리실리콘 가격은 \$16/kg을 저점으로 \$18/kg까지 반등하고 있는데, 아직 턴어라운드에 대한 우려는 남아있지만 최악의 국면을 벗어나 관련 리스크는 축소될 것으로 판단된다. 반면, 한화의 100% 자회사인 한화건설이 주도하는 이라크 프로젝트는 올해부터는 분기별로 1,300억원 이상의 매출계상을 통해 이익성장 모멘텀이 한층 강화될 전망이다(작년 3분기와 4분기 각각 1,318억원과 835억원 계상), 자체 영업이익 역시 지난 3분기 70억원을 저점으로 4분기 459억원으로 턴어라운드 성공하였을 뿐 아니라 최근의 국제정세는 핵심 사업부인 방산 부분의 성장을 뒷받침해줄 것으로 판단된다.

중간금융지주회사 설립 허용시 적합한 지배구조 선택이 가능해질 전망

대통령직 인수위원회는 일반지주회사의 금융계열사 보유 허용 및 중간금융지주회사 설치를 발표하였다. 향후 법제화가 이루어지고, 한화그룹의 지주회사 전환 등 지배구조 개편을 가정할 경우 한화는 그룹가치 향상에 최적의 방안을 선택할 수 있다. 예를 들어 지주회사 전환시 금융계열사 보유가 허용되지 않는다면, 한화그룹은 보유중인 한화생명 지분의 인적분할을 통한 지배구조 개편만 가능하지만(그림2, 시나리오1), 금산분리 완회시 현 지배구조를 유지한 채 한화생명의 지주회사와 영업회사로의 분할을 통한 중간금융지주회사 체제 역시 가능하게 된다(그림2, 시나리오2). 두번째 경우에서 한화는 한화건설(한화의 100% 자회사)과 함께 한화생명 지분 47%에 이르며 주식교환에 따른 지분율 상승효과를 고려할 때, 경영권 안정을 위해 필요한 지분을 제외한 나머지 지분을 매각해 신규사업진출 및 재무구조개선 등에 활용할 수 있는 장점이 있다. 따라서 중간금융지주설립 등의 이슈는 한화의 지배구조 개선에 보다 유리한 대안을 선택가능하게 해줄 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	14,472	554	1,433	1,149	16,522	104.7	657	2.8	13.0	0.8	33.2
2011A	12,186	305	296	135	1,934	(88.3)	430	17.1	17.2	0.5	2.9
2012F	11,503	381	380	310	4,462	130.7	510	7.7	15.2	0.5	6.4
2013F	12,154	431	437	342	4,924	10.4	577	7.0	13.2	0.5	6.7
2014F	12,846	503	544	426	6,130	24.5	638	5.6	11.8	0.5	7.7

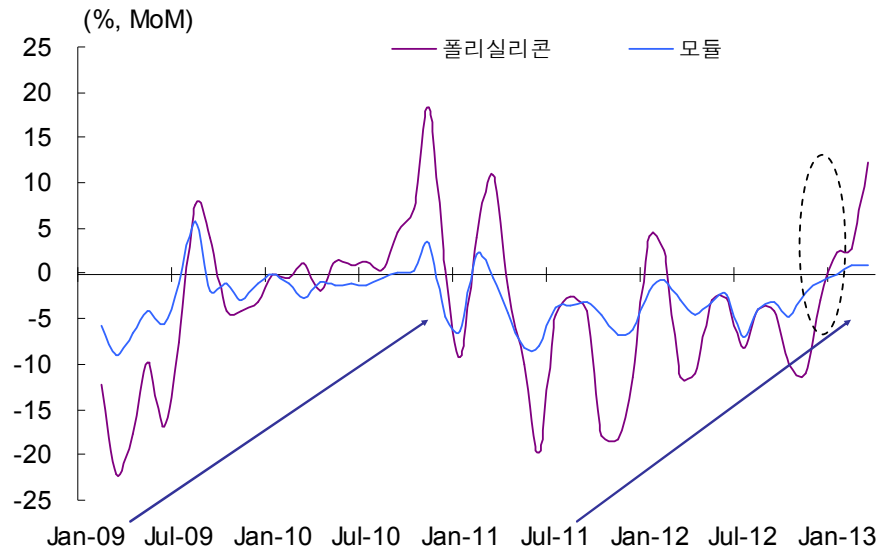
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

〈표 1〉NAV 분석

투자자산 가치 (A - 십억원)	4,975	현재가 반영(3월13일 종가 기준)
유형자산가치 (B - 십억원)	260	부동산 가치 반영
자체영업가치 (C - 십억원)	1,261	
기업가치 (E= A+B+C, 십억원)	6,496	
순부채 (F, 십억원)	(2,081)	
NAV (G=E-F, 십억원)	4,415	
주당 NAV	58,530	
현재가격 (원)	34,400	3월13일 종가 기준
NAV 할인율 (%)	41.2%	
목표주가 (원)	42,000	

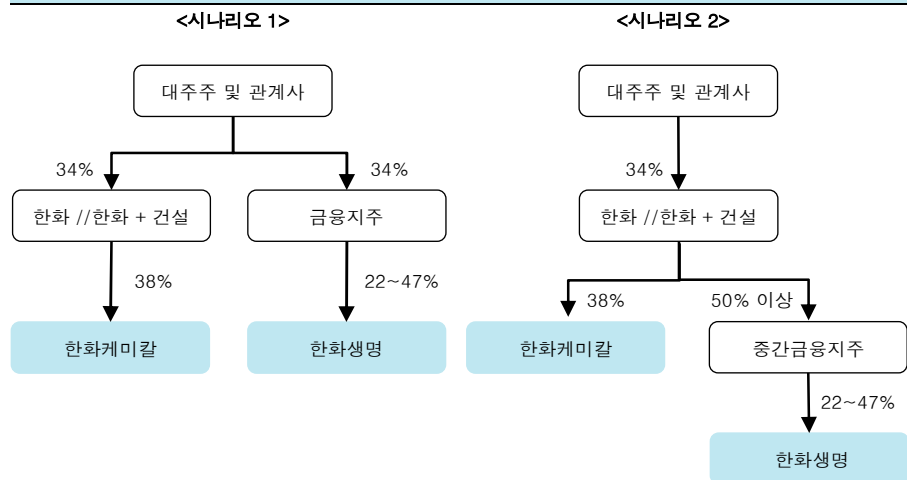
자료: 한국투자증권

[그림 1] 폴리실리콘 / 모듈 전월대비 증감률 추이



자료: 한국투자증권

[그림 2] 한화그룹 지배구조



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한화는 한화그룹의 모회사로써 자체적으로 산업용 화학사업, 방산사업, 항공사업 등을 영위하는 제조업과 수출입 및 내수 영업을 영위하고 있는 도소매업 등의 2개부문 사업을 영위하고 있는 영업지주회사이다. 주요 상장 자회사로는 한화케미칼, 한화생명, 한화손해보험 등이 있고 비상장회사로는 한화건설, 한화엘앤씨, 한화솔라에너지 등이 있으며, 국내 51개 계열회사와 해외 90개 계열회사를 보유하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	3,879	4,275	4,464	4,696	4,852
현금성자산	176	326	556	582	619
매출채권및기타채권	2,372	2,516	2,488	2,530	2,580
재고자산	750	888	715	863	912
비유동자산	10,049	10,044	10,581	10,606	10,885
투자자산	6,131	6,340	6,153	6,352	6,400
유형자산	2,871	3,055	3,027	3,207	3,406
무형자산	127	155	159	186	212
자산총계	14,624	15,030	15,865	16,179	16,619
유동부채	5,087	5,174	4,957	5,102	5,243
매입채무및기타채무	1,674	2,281	1,370	1,447	1,530
단기차입금및단기사채	2,169	1,948	2,572	2,535	2,483
유동성장기부채	929	610	177	175	173
비유동부채	3,777	4,150	4,803	4,697	4,569
사채	1,240	1,981	2,058	2,024	1,977
장기차입금및금융부채	510	338	551	543	532
부채총계	9,518	9,971	10,505	10,484	10,507
지배주주지분	4,676	4,686	4,978	5,304	5,712
자본금	377	377	377	377	377
자본잉여금	404	400	400	400	400
자본조정	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)
이익잉여금	3,886	3,937	4,192	4,500	4,889
비지배주주지분	431	373	383	390	400
자본총계	5,106	5,059	5,360	5,695	6,112

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(801)	661	795	885	915
당기순이익	1,172	94	319	349	435
유형자산감가상각비	89	112	115	119	125
무형자산상각비	14	13	14	15	16
자산부채변동	(2,293)	247	429	302	226
기타	217	195	(82)	100	113
투자활동현금흐름	(1,060)	(322)	(57)	(772)	(729)
유형자산투자	(334)	(280)	(176)	(300)	(324)
유형자산매각	5	10	0	0	0
투자자산순증	(127)	(174)	(42)	(15)	(17)
무형자산순증	(20)	(40)	(30)	(42)	(42)
기타	(584)	162	191	(415)	(346)
재무활동현금흐름	1,499	(195)	(505)	(115)	(150)
자본의증가	1,272	11	0	0	0
차입금의순증	512	95	(2,907)	(81)	(112)
배당금지급	(42)	(42)	(31)	(34)	(38)
기타	(243)	(259)	2,433	0	0
기타현금흐름	(132)	(11)	0	0	0
현금의증가	(494)	133	232	(1)	37

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

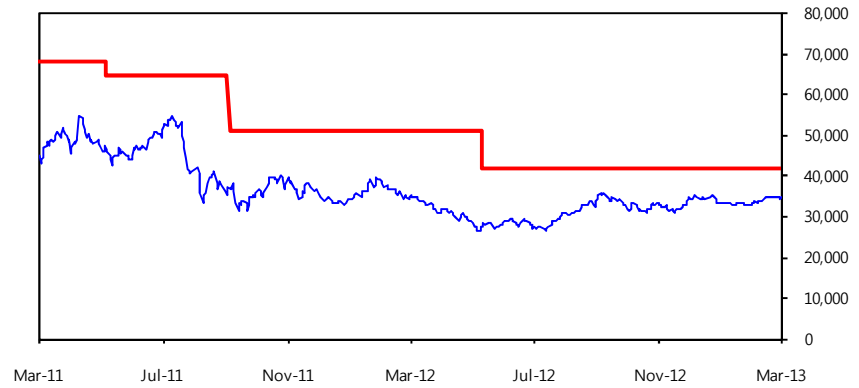
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	14,472	12,186	11,503	12,154	12,846
매출원가	13,370	11,267	10,501	11,044	11,636
매출총이익	1,102	919	1,002	1,110	1,211
판매관리비	547	614	620	680	708
영업이익	554	305	381	431	503
금융수익	56	37	43	53	56
이자수익	54	35	36	46	49
금융비용	283	290	282	302	309
이자비용	283	290	290	282	277
기타영업외손익	733	5	0	0	0
관계기업관련손익	372	239	272	278	335
세전계속사업이익	1,433	296	380	437	544
법인세비용	260	203	61	87	109
연결당기순이익	1,172	94	319	349	435
지배주주지분순이익	1,149	135	310	342	426
기타포괄이익	60	(99)	17	18	19
총포괄이익	1,232	(6)	336	367	454
지배주주지분포괄이익	1,141	56	317	360	445
EBITDA	657	430	510	577	638

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	16,522	1,934	4,462	4,924	6,130
BPS	62,255	62,388	66,260	70,588	75,994
DPS	600	450	450	500	550
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(51.8)	(15.8)	(5.6)	5.7	5.7
영업이익증가율	(63.1)	(44.9)	25.0	16.1	12.4
순이익증가율	105.3	(88.3)	130.6	10.4	24.5
EPS증가율	104.7	(88.3)	130.7	10.4	24.5
EBITDA증가율	(64.8)	(34.6)	18.7	13.1	10.6
수익성(%)					
영업이익률	3.8	2.5	3.3	3.6	3.9
순이익률	7.9	1.1	2.7	2.8	3.3
EBITDA Margin	4.5	3.5	4.4	4.7	5.0
ROA	2.6	0.6	2.1	2.2	2.7
ROE	33.2	2.9	6.4	6.7	7.7
배당수익률	1.3	1.4	1.3	1.5	1.6
안정성					
순차입금(십억원)	4,647	4,540	4,797	4,690	4,542
차입금/자본총계비율(%)	95.6	97.2	99.9	92.7	84.5
Valuation(X)					
PER	2.8	17.1	7.7	7.0	5.6
PBR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	13.0	17.2	15.2	13.2	11.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한화(000880)	2011.05.20	매수	65,000 원
	2011.09.19	매수	51,200 원
	2012.05.24	매수	42,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 3월 14일 현재 한화 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.