KDB대우증권 리서치센터

# 한화 (000880)

## 분기 연속 실적 개선세 지속

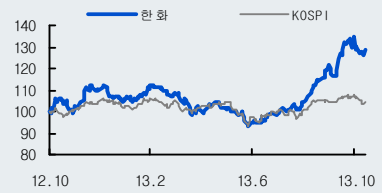
지주회사

Results Comment
2013. 11. 13

| (Maintain) | 매수 |
|---|---|
| 목표주가 (원, 12M) | 49,000 |
| 현재주가(13/11/12,원) | 40,050 |
| 상승여력 | 22% |

| | |
|---|---|
| 영업이익(13F,십억원) | 970 |
| Consensus 영업이익(13F,십억원) | 774 |
| EPS 성장률(13F,%) | -28.2 |
| MKT EPS 성장률(13F,%) | 16.5 |
| P/E(13F,x) | 13.6 |
| MKT P/E(13F,x) | 10.8 |
| KOSPI | 1,995.48 |
| 시가총액(십억원) | 3,002 |
| 발행주식수(백만주) | 75 |
| 유동주식비율(%) | 56.1 |
| 외국인 보유비중(%) | 28.8 |
| 베타(12M,일간수익률) | 0.64 |
| 52주 최저가(원) | 28,700 |
| 52주 최고가(원) | 42,050 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 3.5 | 25.4 | 21.0 |
| 상대주가 | 4.9 | 22.7 | 16.0 |





지주회사/IT서비스

정대로
02-768-4160
daero.jeong@dwsec.com


### 3분기 실적 Review: 영업이익 2,778억원(+12.6% QoQ), 컨센서스 소폭 상회

한화의 연결기준 3분기 매출액과 영업이익은 각각 9조6,277억원(+0.6% QoQ)과 2,778억원(+12.6% QoQ)으로 컨센서스를 소폭 상회하는 실적을 기록하였다. 3분기 실적의 특징은 건설, 테크엠 등의 자회사 실적은 예상보다 부진한 반면, **방산 중심 자체사업의 실적 호조와 태양광 사업부문의 적자폭 축소에 힘입어 분기 연속 실적 개선세**를 이루었다고 요약할 수 있다.

**1) 자체사업 영업이익 425억원(+507.1% YoY):** 자체사업은 방산부문 영업실적의 기저 효과 반영으로 전년동기 대비 큰 폭의 실적 개선을 기록하였다. 제조부문은 계절 성수기 진입으로 영업이익 446억원(+443.9% YoY)의 양호한 실적 시현이 가능했으며, 특히 일부 개발사업 부문의 매출인식 기준 변경(인도기준 → 진행기준)으로 인한 매출 증대 효과가 반영되었다.

무역부문은 중국 유화제품 판매 증가 및 일본 태양광 모듈 판매 증가로 매출은 증가했지만, 수익성 악화에 따라 영업손실 7억원을 기록하며 전분기 대비 적자전환이 불가피 하였다.

**(2) 건설, 테크엠, 호텔&리조트 예상보다 실적 부진:** 한화건설은 이라크 사업의 순조로운 진행(3Q 이라크 매출 인식 1,672억원)에도 불구하고, 국내 주택 사업장의 원가율 상승 및 할인분양 영향으로 예상보다 영업이익(3Q 104억원, -83.7% YoY)이 부진했다.

테크엠은 항공 사업부문 양수로 매출이 증가 했음에도 해외 수주 프로젝트 매출 인식이 환율 하락 효과 반영으로, 한화호텔&리조트는 경기 침체로 인한 여행객 감소 등에 따라 각각 예상보다 낮은 영업이익 32억원(+3.2% YoY)과 191억원(-3.5% YoY)을 기록하였다.

### 투자의견 매수, 목표주가 49,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가 49,000원을 유지한다. 최근 동사 주가의 상승을 견인한 주된 동인은 **1) 한화건설 이라크 주택사업의 순조로운 진행**과 **2) 그룹 내 태양광 사업 부문의 실적 개선에 대한 기대감**이라는 판단이다.

한화건설은 77.5억불 규모의 이라크 10만호 신도시 건설사업의 본 계약을 체결한 후, 총 공사금액 기준 10%의 1차 선수금(약 8,700억원)과 5%(약 4,150억원)의 중도금을 수령해 현재 공사를 진행하고 있다. 이를 통해 한화건설은 지난해 3분기부터 올해 3분기까지 이라크 사업장에서 누적기준 7,011억원의 매출 인식을 기록했다. 따라서 선수금 수령 등으로 공사가 순조롭게 진행되고 있음이 확인됨에 따라 **이라크 사업에 대한 신뢰도 향상 및 인프라 구축 등 추가 사업 수주에 대한 가능성이 높게 평가** 받을 수 있다고 판단한다.

아울러 그룹 태양광 사업에 대한 우려는 이미 동사 주가에 충분히 반영되어 있었는데, 해당 사업부문이 업황 개선에 따라 영업실적 적자 폭을 축소해 나가는 등 점진적이긴 하나 실적 개선의 모습을 나타내고 있다. 따라서 동사 주가에 있어 저평가 요인이었던 **태양광 사업부문의 우려가 점차 해소됨에 따라 동사에 함께 미치는 긍정적 영향도 기대**된다.

| 결산기 (12월) | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 14,472 | 12,186 | 11,503 | 38,572 | 41,116 | 44,030 |
| 영업이익 (십억원) | 464 | 307 | 382 | 970 | 1,418 | 1,519 |
| 영업이익률 (%) | 3.2 | 2.5 | 3.3 | 2.5 | 3.5 | 3.5 |
| 순이익 (십억원) | 1,149 | 135 | 310 | 223 | 366 | 386 |
| EPS (원) | 15,232 | 1,783 | 4,112 | 2,952 | 4,856 | 5,120 |
| ROE (%) | 33.2 | 2.9 | 6.4 | 4.7 | 7.8 | 7.6 |
| P/E (배) | 3.1 | 18.6 | 8.3 | 13.6 | 8.3 | 7.8 |
| P/B (배) | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 한화 3분기 실적 Review (십억원,%,%p)

| | 3Q12 | 2Q13 | 3Q13P | | | 증가율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 잠정 실적 | KDB대우 예상 | Consensus | QoQ | YoY |
| 매출액 | 9,111.5 | 9,566.8 | 9,627.7 | 9,374.8 | 9,594.4 | 0.6 | 5.7 |
| 영업이익 | 357.2 | 246.7 | 277.8 | 307.6 | 254.8 | 12.6 | -22.2 |
| 지배주주순이익 | 92.0 | 30.0 | 55.4 | 51.8 | 58.7 | 84.5 | -39.8 |
| 영업이익률 | 3.9 | 2.6 | 2.9 | 3.3 | 2.7 | 0.3 | -3.6 |
| 지배주주순이익률 | 1.0 | 0.3 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.3 | -0.7 |

주: 2013년 1분기부터 회계기준 변경으로 컨센서스 비교 제한적, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 한화 분기별 영업실적 추이와 전망 (십억원,%,%p)

| | 2012 | | | | | 2013F | | | | | 3Q13 증감률 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 연간 | 1Q | 2Q | 3QP | 4QF | 연간 | QoQ | YoY |
| **매출액** | **8,380.7** | **8,277.7** | **9,111.5** | **9,882.1** | **35,652.0** | **9,225.8** | **9,566.8** | **9,627.7** | **10,151.3** | **38,571.6** | **0.6** | **5.7** |
| 매출원가 | 7,648.5 | 7,519.3 | 8,358.9 | 9,179.3 | 32,705.9 | 8,672.3 | 8,807.5 | 8,896.8 | 9,346.8 | 35,723.3 | 1.0 | 6.4 |
| 매출총이익 | 732.2 | 758.4 | 752.6 | 702.9 | 2,946.0 | 553.5 | 759.3 | 730.9 | 804.6 | 2,848.3 | -3.7 | -2.9 |
| 판매비와관리비 | 392.6 | 383.3 | 395.4 | 548.6 | 1,719.9 | 411.5 | 512.6 | 453.1 | 500.8 | 1,878.0 | -11.6 | 14.6 |
| **영업이익** | **339.6** | **375.1** | **357.2** | **154.2** | **1,226.1** | **142.0** | **246.7** | **277.8** | **303.8** | **970.3** | **12.6** | **-22.2** |
| 영업외손익 | -87.1 | -111.5 | -81.8 | -133.0 | -436.3 | -88.4 | -118.5 | -153.8 | -170.3 | -530.9 | 29.8 | 88.0 |
| 세전이익 | 252.5 | 263.6 | 275.4 | 21.2 | 812.7 | 53.6 | 128.3 | 124.0 | 133.5 | 439.4 | -3.4 | -55.0 |
| **당기순이익** | **148.3** | **170.4** | **180.3** | **-2.4** | **496.5** | **91.2** | **40.1** | **77.2** | **70.1** | **278.6** | **92.7** | **-57.1** |
| 지배주주지분순이익 | 74.1 | 96.2 | 92.0 | 24.2 | 286.6 | 86.8 | 30.0 | 55.4 | 50.3 | 222.6 | 84.5 | -39.8 |

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. 한화 수익예상 변경 요약 (십억원,%,%p)

| | 수정 전 | | | 수정 후 | | | 변경률 | | | 변경 내역 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2014F | 2015F | 2013F | 2014F | 2015F | |
| 매출액 | 38,255 | 40,795 | 43,371 | 38,572 | 41,116 | 44,030 | 0.8 | 0.8 | 1.5 | 자체사업, 종속회사 수익예상 변경 |
| 영업이익 | 1,010 | 1,374 | 1,497 | 970 | 1,418 | 1,519 | -4.0 | 3.2 | 1.5 | |
| 당기순이익 | 221 | 340 | 379 | 223 | 366 | 386 | 0.5 | 7.9 | 1.9 | 법인세율 조정 |
| 영업이익률 | 2.6 | 3.4 | 3.5 | 2.5 | 3.4 | 3.5 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | |
| 순이익률 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 0.6 | 0.9 | 0.9 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | |

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. 한화 연결대상 주요 자회사 실적 추이 및 전망 (십억원,%,%p)

| | | 2012 | | | | | 2013F | | | | | 3Q13 증감률 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 연간 | 1Q | 2Q | 3QP | 4QF | 연간 | QoQ | YoY |
| **한화 자체사업** | 매출액 | 1,352.0 | 1,366.0 | 1,184.6 | 1,339.4 | 5,242.0 | 1,101.0 | 1,312.1 | 1,419.3 | 1,393.2 | 5,225.6 | 8.2 | 19.8 |
| | 영업이익 | 35.1 | 24.7 | 7.0 | 45.9 | 112.7 | 29.7 | 26.1 | 42.5 | 51.2 | 149.5 | 62.8 | 507.1 |
| | 영업이익률 | 2.6 | 1.8 | 0.6 | 3.4 | 2.1 | 2.7 | 2.0 | 3.0 | 3.7 | 2.9 | 1.0 | 2.4 |
| **한화케미칼** | 매출액 | 915.2 | 852.5 | 919.6 | 871.8 | 3,559.0 | 828.6 | 900.2 | 926.7 | 929.3 | 3,584.8 | 2.9 | 0.8 |
| (37.56%) | 영업이익 | 52.2 | 43.7 | 58.8 | -13.5 | 141.2 | 8.9 | 26.2 | 25.8 | 22.3 | 83.2 | -1.5 | -56.1 |
| | 영업이익률 | 5.7 | 5.1 | 6.4 | -1.5 | 4.0 | 1.1 | 2.9 | 2.8 | 2.4 | 2.3 | -0.1 | -3.6 |
| **한화생명** | 매출액 | 3,073.2 | 2,816.0 | 3,750.5 | 4,045.5 | 13,685.2 | 3,893.4 | 3,271.0 | 3,535.6 | 3,826.1 | 14,526.1 | 8.1 | -5.7 |
| (21.67%) | 영업이익 | 217.8 | 167.2 | 233.6 | 158.4 | 777.0 | 72.2 | 166.7 | 172.1 | 156.9 | 567.9 | 3.2 | -26.3 |
| | 영업이익률 | 7.1 | 5.9 | 6.2 | 3.9 | 5.7 | 1.9 | 5.1 | 4.9 | 4.1 | 3.9 | -0.2 | -1.4 |
| **한화건설** | 매출액 | 633.5 | 678.7 | 878.9 | 1,049.7 | 3,240.7 | 836.2 | 997.7 | 832.8 | 1,038.5 | 3,705.2 | -16.5 | -5.2 |
| (100%) | 영업이익 | 40.2 | 24.8 | 63.6 | 23.7 | 152.2 | 38.2 | 22.8 | 10.4 | 20.8 | 92.1 | -54.3 | -83.7 |
| | 영업이익률 | 6.3 | 3.6 | 7.2 | 2.3 | 4.7 | 4.6 | 2.3 | 1.2 | 2.0 | 2.5 | -1.0 | -6.0 |
| **한화호텔** | 매출액 | 212.2 | 248.6 | 271.9 | 295.4 | 1,028.1 | 233.9 | 256.8 | 274.8 | 321.7 | 1,087.2 | 7.0 | 1.1 |
| **&리조트** | 영업이익 | -1.2 | 15.9 | 19.8 | 31.0 | 65.5 | -2.8 | 6.6 | 19.1 | 28.7 | 51.6 | 189.4 | -3.5 |
| (50.62%) | 영업이익률 | -0.6 | 6.4 | 7.3 | 10.5 | 6.4 | -1.2 | 2.6 | 7.0 | 8.9 | 4.7 | 4.4 | -0.3 |
| **한화테크엠** | 매출액 | 78.4 | 104.0 | 84.7 | 109.4 | 376.5 | 97.5 | 115.0 | 119.5 | 146.7 | 478.7 | 3.9 | 41.1 |
| (100%) | 영업이익 | 4.9 | 8.2 | 3.1 | 1.7 | 17.9 | 6.7 | 9.2 | 3.2 | 12.7 | 31.8 | -65.2 | 3.2 |
| | 영업이익률 | 6.3 | 7.9 | 3.7 | 1.6 | 4.8 | 6.9 | 8.0 | 2.7 | 8.6 | 6.6 | -5.3 | -1.0 |
| **태양광부문** | 매출액 | 142 | 197 | 179 | 221 | 739 | 376 | 399 | 452 | 427 | 1,653 | 13.3 | 151.7 |
| | 영업이익 | -41 | -18 | -45 | -149 | -253 | -28 | -34 | -25 | -19 | -106 | -26.9 | 적축 |
| | 영업이익률 | -29.0 | -8.9 | -25.1 | -67.4 | -34.2 | -7.3 | -8.6 | -5.5 | -4.4 | -6.4 | 3.0 | 19.5 |

주: 별도재무제표 기준, 괄호안은 주식 보유 지분율, 자료: FN가이드, KDB대우증권 리서치센터 예상

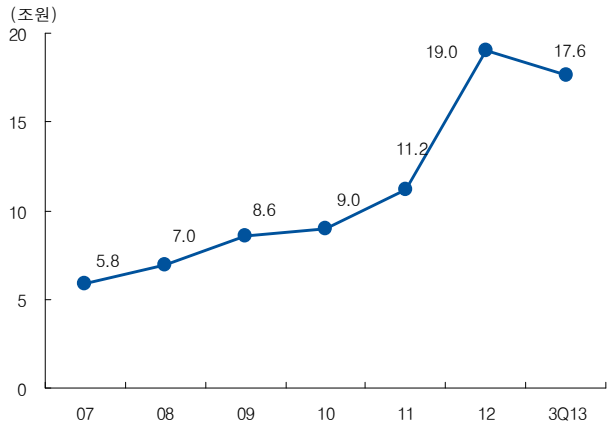
표 5. 한화 자체사업 분기별 영업실적 추이와 전망

(십억원,%,%p)

| | 2012 | | | | | 2013F | | | | | 3Q13 증감률 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 연간 | 1Q | 2Q | 3QP | 4QF | 연간 | QoQ | YoY |
| **매출액** | **1,352.0** | **1,366.0** | **1,184.6** | **1,339.4** | **5,242.0** | **1,101.0** | **1,312.1** | **1,419.3** | **1,393.2** | **5,225.6** | **8.2** | **19.8** |
| 제조 | 232.8 | 237.1 | 235.3 | 431.5 | 1,136.7 | 222.1 | 206.8 | 358.3 | 468.1 | 1,255.3 | 73.3 | 52.3 |
| 무역 | 1,106.8 | 1,118.4 | 931.9 | 870.1 | 4,027.2 | 863.6 | 1,069.6 | 1,044.2 | 897.1 | 3,874.5 | -2.4 | 12.1 |
| 에코메트로 | 12.4 | 10.5 | 17.4 | 37.8 | 78.1 | 15.3 | 35.7 | 16.8 | 28.0 | 95.8 | -52.9 | -3.4 |
| **영업이익** | **35.1** | **24.7** | **7.0** | **45.9** | **112.7** | **29.7** | **26.1** | **42.5** | **51.2** | **149.5** | **62.8** | **507.1** |
| 제조 | 29.6 | 25.1 | 8.2 | 38.3 | 101.2 | 24.2 | 22.8 | 44.6 | 45.8 | 137.4 | 96.0 | 443.9 |
| 무역 | 4.6 | -1.6 | -3.3 | 3.4 | 3.1 | 5.3 | 0.7 | -0.7 | 3.0 | 8.3 | 적전 | 적축 |
| 에코메트로 | 0.9 | 1.3 | 2.1 | 4.2 | 8.5 | 0.2 | 2.7 | -1.4 | 2.3 | 3.7 | 적전 | 적전 |
| **영업이익률** | **2.6** | **1.8** | **0.6** | **3.4** | **2.1** | **2.7** | **2.0** | **3.0** | **3.7** | **2.9** | **1.0** | **2.4** |
| 제조 | 12.7 | 10.6 | 3.5 | 8.9 | 8.9 | 10.9 | 11.0 | 12.4 | 9.8 | 10.9 | 1.4 | 9.0 |
| 무역 | 0.4 | -0.1 | -0.4 | 0.4 | 0.1 | 0.6 | 0.1 | -0.1 | 0.3 | 0.2 | -0.1 | 0.3 |
| 에코메트로 | 7.3 | 11.9 | 12.1 | 11.1 | 10.8 | 1.3 | 7.4 | -8.3 | 8.2 | 3.9 | -15.8 | -20.4 |

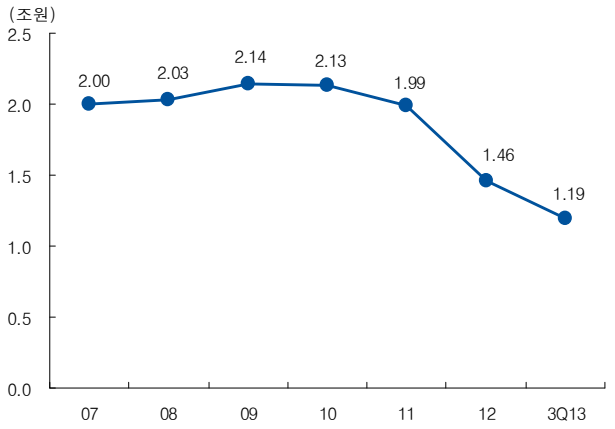
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 한화건설 수주잔고 추이



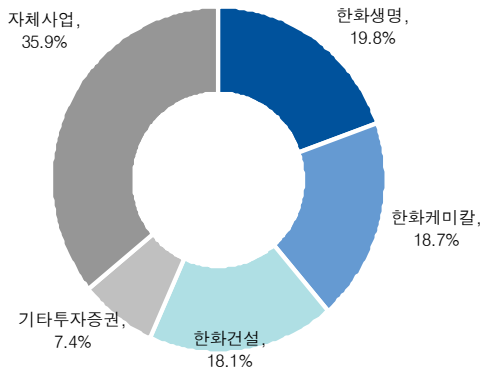

자료: 한화건설, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 한화건설 PF현황



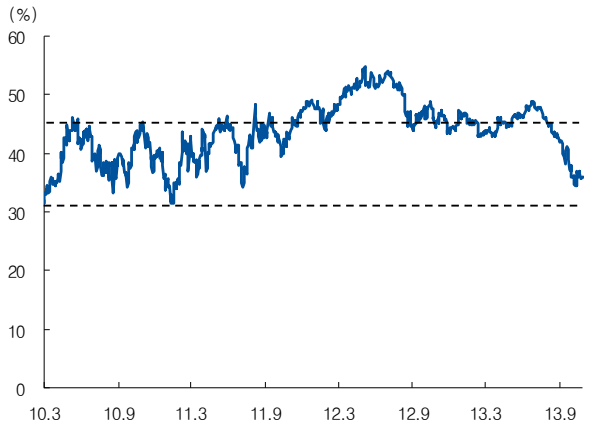

자료: 한화건설, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 한화 NAV 기여도




자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 한화 NAV 대비 할인율 추이



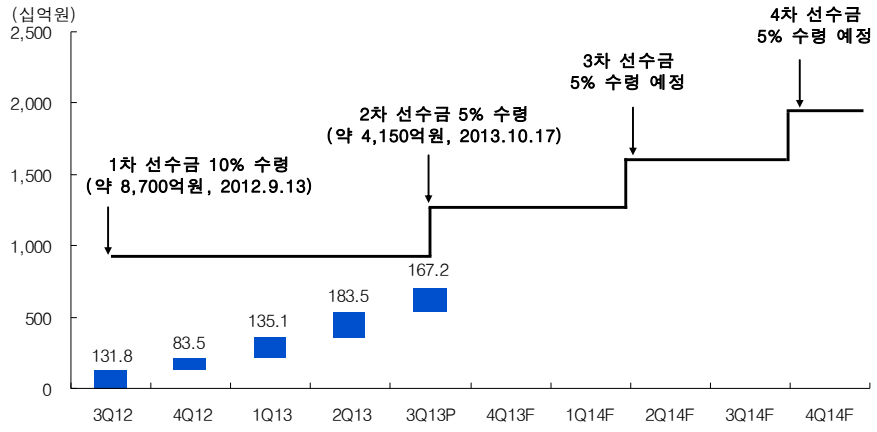

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 6. 한화건설 이라크 Bismayah 국민주택 도급사업 프로젝트 개요

| 구분 | | 내용 |
|---|---|---|
| 사업개요 | 사업명 | 이라크 Bismayah 국민주택 도급사업 |
| | 대지위치 | Iraq Baghdad 25km 동남부 |
| | 공사기간 | 착공 후 7년(Mobil + PC공장: 2년, 주택공사: 5년) |
| | 도급금액 | USD 77.5억 (주택 55억불 + 단지조성 22.5억불) |
| | 발주처 | NIC(National Investment Commission) |
| | 대지면적 및 구조 | 18,300,000㎡, PC(Precast Concrete) 구조 |
| | 공사규모 | 100,000세대/지상 10층/총 842동 |
| | 세대구성 | 100㎡(66,600 세대: 30형), 120㎡(16,700 세대: 36형), 140㎡(16,700 세대: 42형) |
| 주요 계약 조건 | 계약통화 | USD |
| | 선수금/ Interim payment 지급방법 | **계약 시: 10%, 계약 후 12개월: 5%, 계약 후 18개월: 5%, 계약 후 24개월: 5%**<br>Total $ 19.375억 |
| | 잔금 | 75%(매 4개월 기성 수령)<br>단지조성: 계약 후 16개월부터 지급, 주택공사: 계약 후 32개월부터 지급 |
| | 계약발효일 | 선수금 입금일부터 28일 이내 |
| 추진경과 | | **(2011.5.25) INIC와 MOA체결**(공사계약 주요 조건 포함)<br>(2011.9.25) ~10.31 온라인 청약신청 접수(총 31,680 세대)<br>(2011.12.11) 분양계약 행사를 위한 신도시 모형 설치(Baghdad Fare Ground 내)<br>(2012.2) 분양현황: 총 72,000세대 접수(1차분양 + 내무부)<br>(2012.5.15) 이라크 국무회의 통과<br>**(2012.5.30) 본계약 체결**<br>(2012.7.13) Bond 발급 완료(선수금 10% 관련)<br>**(2012.9.13) U$ 7.75억 1차 선수금 수령**<br>(2013.5.28) Bond 발급 완료(선수금 5% 관련)<br>**(2013.10.17) U$ 3.875억 2차 선수금 수령** |

자료: 한화건설, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 5. 한화건설, 이라크 사업 선수금 수령 스케줄 및 매출인식 추이




자료: 한화건설, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 이라크 신도시 건설 프로젝트 조감도

자료: 한화건설

그림 7. 이라크 신도시 건설 공사 진행 중

주: 베이스캠프 및 건설자재 생산공장 건설 중(공정률 약 55%), 자료: 한화건설

표 7. 한화의 목표주가 산출 내역 (십억원,원,%)

| | 평가액 | 비고 |
|---|---|---|
| 1. 영업가치 | 2,213 | |
| 자체사업 | 1,875 | 자체사업 2014년 기준 EBITDA 8배 적용 |
| 부동산 | 337 | 투자부동산 공정가치 |
| 2. 투자자산 가치 | 4,144 | |
| 상장자회사 | 2,491 | |
| 비상장자회사 | 1,653 | |
| 3. 총자산가치(1+2) | 6,357 | |
| 4. 순차입금(-) | 2,106 | 2013년 9월말 기준 |
| 자사주 시가총액(+) | 235 | 2013.11.12 종가 기준 |
| 5. NAV(3+4) | 4,487 | |
| 시가총액 | 3,009 | |
| NAV 대비 할인율 | 32.9 | |
| 6. 주식수(천주) | 69,558 | 유통주식수(우선주 포함) |
| 7. 주당 NAV | 64,502 | |
| 8. 목표주가 | 49,000 | NAV Discount 30% 적용 |
| 현재주가 | 40,050 | 2013.11.12 종가 기준 |
| 상승여력 | 22.3 | |

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 8. 한화의 투자유가증권 가치 산출 내역 (십억원)

| | 지분율 | 장부가 | 현재가(원) | 평가액 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| 상장자회사 | | | | 2,491 | 2013.11.12 종가 기준 |
| 한화생명보험 | 21.7% | 835 | 6,800 | 1,280 | |
| 한화케미칼 | 37.9% | 1,091 | 22,800 | 1,211 | |
| 비상장자회사 | | | | 1,653 | |
| 한화호텔&리조트 | 50.6% | 219 | | 219 | 장부가치 반영 |
| 한화건설 | 100.0% | 1,059 | | 1,173 | 적정가치 산출, 표 9 참조 |
| 한화테크엠 | 100.0% | 83 | | 83 | 장부가치 반영 |
| 기타 | | 179 | | 179 | |

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 9. 한화건설 NAV 산출 내역 (십억원)

| | 평가액 | 비고 |
|---|---|---|
| 1. 영업가치 | 1,508.3 | |
| NOPLAT | 150.8 | 2014년말 별도 기준 |
| 목표 multiple | 10.0 | |
| 2. 투자자산 가치 | 1,325.2 | |
| 한화생명보험 | 1,028.6 | 한화생명 지분 24.9% 보유, 30% 할인 반영 |
| 한화케미칼 | 102.5 | 한화케미칼 지분 4.6% 보유, 30% 할인 반영 |
| 기타 | 194 | 장부가치 반영 |
| 3. 순차입금 | 1,660.9 | 2013년 6월말 기준 |
| 4. 한화건설 적정 NAV(1+2-3) | 1,172.7 | |

자료: KDB대우증권 리서치센터

## 한화 (000880)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **11,503** | **38,572** | **41,116** | **44,030** |
| **매출원가** | **10,501** | **35,723** | **37,893** | **40,678** |
| **매출총이익** | **1,002** | **2,848** | **3,223** | **3,353** |
| **판매비와관리비** | **620** | **1,878** | **1,805** | **1,833** |
| **조정영업이익** | **382** | **970** | **1,418** | **1,519** |
| **발표영업이익** | **382** | **970** | **1,418** | **1,519** |
| **비영업손익** | **-1** | **-531** | **-531** | **-584** |
| 순금융비용 | 240 | 425 | 476 | 498 |
| 관계기업등 투자손익 | 252 | -8 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 380 | 439 | 887 | 935 |
| 계속사업법인세비용 | 62 | 161 | 421 | 444 |
| 계속사업이익 | 319 | 279 | 466 | 491 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **319** | **279** | **466** | **491** |
| 지배주주 | 310 | 223 | 366 | 386 |
| 비지배주주 | 9 | 56 | 99 | 105 |
| **총포괄이익** | **336** | **405** | **592** | **617** |
| 지배주주 | 317 | 261 | 405 | 425 |
| 비지배주주 | 19 | 144 | 187 | 193 |
| EBITDA | 512 | 1,081 | 1,717 | 1,807 |
| FCF | 861 | -192 | 1,057 | 1,048 |
| EBITDA마진율(%) | 4.5 | 2.8 | 4.2 | 4.1 |
| 영업이익률(%) | 3.3 | 2.5 | 3.5 | 3.5 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 2.7 | 0.6 | 0.9 | 0.9 |

### 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원) | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **5,220** | **81,591** | **83,361** | **85,266** |
| 현금 및 현금성자산 | 576 | 25,855 | 26,657 | 27,454 |
| 매출채권 및 기타채권 | 3,091 | 10,363 | 11,047 | 11,830 |
| 재고자산 | 715 | 2,399 | 2,557 | 2,738 |
| 기타유동자산 | 682 | 2,020 | 2,146 | 2,290 |
| **비유동자산** | **10,646** | **32,880** | **32,609** | **32,366** |
| 관계기업투자등 | 6,153 | 1,069 | 1,069 | 1,069 |
| 유형자산 | 3,035 | 10,528 | 10,276 | 10,033 |
| 무형자산 | 213 | 968 | 949 | 932 |
| **자산총계** | **15,865** | **114,471** | **115,970** | **117,632** |
| **유동부채** | **5,635** | **17,013** | **17,674** | **18,431** |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,783 | 6,993 | 7,375 | 7,814 |
| 단기금융부채 | 2,592 | 5,711 | 5,711 | 5,711 |
| 기타유동부채 | 1,261 | 4,308 | 4,587 | 4,906 |
| **비유동부채** | **4,870** | **86,394** | **86,671** | **86,989** |
| 장기금융부채 | 2,133 | 4,791 | 4,791 | 4,791 |
| 기타비유동부채 | 2,392 | 81,259 | 81,536 | 81,854 |
| **부채총계** | **10,505** | **103,407** | **104,345** | **105,420** |
| **지배주주지분** | **4,978** | **4,493** | **4,866** | **5,260** |
| 자본금 | 377 | 377 | 377 | 377 |
| 자본잉여금 | 400 | 468 | 468 | 468 |
| 이익잉여금 | 4,192 | 3,451 | 3,786 | 4,142 |
| **비지배주주지분** | **383** | **6,572** | **6,759** | **6,952** |
| **자본총계** | **5,360** | **11,064** | **11,625** | **12,212** |

### 예상 현금흐름표 (요약)

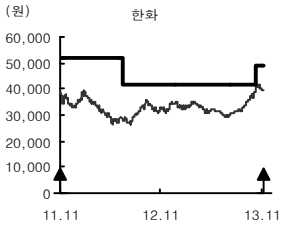
| (십억원) | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로 인한 현금흐름** | 990 | 21,402 | 1,338 | 1,354 |
| 당기순이익 | 380 | 241 | 466 | 491 |
| 비현금수익비용가감 | 192 | 2,710 | 1,251 | 1,316 |
| 유형자산감가상각비 | 116 | 53 | 252 | 242 |
| 무형자산상각비 | 14 | 57 | 47 | 45 |
| 기타 | -33 | -2,122 | -55 | -86 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | 491 | 19,223 | 42 | -9 |
| 매출채권 및 기타채권의 (증가)감소 | -189 | 12,095 | -684 | -783 |
| 재고자산 감소(증가) | 56 | -239 | -158 | -181 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 16 | 3,472 | 382 | 438 |
| 법인세납부 | -73 | -773 | -421 | -444 |
| **투자활동으로 인한 현금흐름** | -248 | 963 | 34 | 34 |
| 유형자산처분(취득) | -142 | -793 | 0 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -28 | -28 | -28 | -28 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | -341 | -2,651 | 0 | 0 |
| 기타투자활동 | 263 | 4,434 | 62 | 62 |
| **재무활동으로 인한 현금흐름** | -510 | -126 | -569 | -591 |
| 장단기금융부채의 감소(증가) | -190 | 294 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -31 | -31 | -31 | -31 |
| 기타재무활동 | -289 | -420 | -538 | -560 |
| **현금의증가** | 225 | 23,476 | 802 | 797 |
| 기초현금 | 351 | 576 | 24,052 | 24,854 |
| 기말현금 | 576 | 24,052 | 24,854 | 25,651 |

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|---|---|---|---|---|
| P/E(x) | 8.3 | 13.6 | 8.3 | 7.8 |
| P/CF(x) | 5.9 | 9.1 | 4.5 | 4.5 |
| P/B(x) | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA(x) | 14.3 | 13.2 | 12.8 | 11.9 |
| EPS(원) | 4,112 | 2,952 | 4,856 | 5,120 |
| CFPS(원) | 5,842 | 4,418 | 8,817 | 8,929 |
| BPS(원) | 63,431 | 47,001 | 52,206 | 57,651 |
| DPS(원) | 450 | 450 | 450 | 450 |
| 배당성향(%) | 10.1 | 14.0 | 8.5 | 8.1 |
| 배당수익률(%) | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 매출액증가율(%) | -5.6 | 235.3 | 6.6 | 7.1 |
| EBITDA증가율(%) | 18.7 | 111.1 | 58.8 | 5.2 |
| 조정영업이익증가율(%) | 24.4 | 154.4 | 46.1 | 7.2 |
| EPS증가율(%) | 130.6 | -28.2 | 64.5 | 5.5 |
| 매출채권 회전율 (회) | 3.9 | 5.9 | 4.0 | 4.0 |
| 재고자산 회전율 (회) | 14.4 | 24.8 | 16.6 | 16.6 |
| 매입채무 회전율 (회) | 6.6 | 10.8 | 7.2 | 7.2 |
| ROA(%) | 2.1 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| ROE(%) | 6.4 | 4.7 | 7.8 | 7.6 |
| ROIC(%) | 8.7 | 8.1 | 6.4 | 7.1 |
| 부채비율(%) | 196.0 | 934.6 | 897.6 | 863.3 |
| 유동비율(%) | 92.6 | 479.6 | 471.7 | 462.6 |
| 순차입금/자기자본(%) | 74.5 | -508.9 | -491.3 | -474.2 |
| 조정영업이익/금융비용(x) | 1.4 | 2.0 | 2.6 | 2.7 |

자료: 한화, KDB대우증권 리서치센터

**한화**
분기 연속 실적 개선세 지속

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(═), Not covered(▨))
  ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.