

한화 (000880)

호재와 악재가 공존

매수 (유지)

주가 (5월 16일)	29,500 원
목표주가	38,000 원 (유지)
상승여력	28.8%

- ◆ 무역 부문의 흑자 전환 기대, 건설의 경우 해외사업장 손실로 적자 불가피
- ◆ 안정적인 손해율 관리, 하지만 이차이익 감소는 1,300억원에 이를 전망
- ◆ 투자의견 매수, 목표주가 38,000원 유지

송인찬	☎ (02) 3772-1521 ✉ icsong@shinhan.com
이관희	☎ (02) 3772-1508 ✉ kwanhee.lee@shinhan.com

KOSPI	2,013.44p
KOSDAQ	557.59p
시가총액	2,211.3십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	75.0 백만주
유동주식수	42.1 백만주(56.1%)
52 주 최고가/최저가	41,850 원/28,100 원
일평균 거래량 (60 일)	227,256 주
일평균 거래액 (60 일)	7,234 백만원
외국인 지분율	27.80%
주요주주	김승연 외 8인 국민연금공단
절대수익률	3 개월 6 개월 12 개월
KOSPI 대비	3 개월 6 개월 12 개월
상대수익률	-16.0% -25.1% -9.4%

무역 부문의 흑자 전환 기대, 건설의 경우 해외사업장 손실로 적자 불가피

2014년 자체사업의 영업이익은 1,592억원에 이를 전망이다. 꾸준한 제조부문 이익과 더불어 무역부문의 이익 증가 때문이다. 2013년 무역부문에서 수익성 정상화로 지난해 123억원 적자에서 금년에는 203억원의 흑자가 가능할 전망이다. 특히 천무 등의 매출이 발생하는 4분기를 기점으로 제조 부문에서 11.6%의 영업이익 증가가 가능하며 2015년에는 YoY 21.2% 증가가 기대된다.

한화건설의 경우 해외 사업장(사우디, 쿠웨이트)이 2분기 혹은 3분기에 준공 예정인데 원가율 상승으로 1,570억원의 적자가 예상된다. 따라서 2014년 영업 이익 600억원 적자는 불가피해 보인다. 다만 PF(Project Financing) 잔액은 점진적으로 감소되고 있는데 2014년 1분기 기준 전년 동기대비 400억원이 감소한 1.15조원이다. 금년 말에는 9,000억원 수준으로 줄어 들 전망이다.

안정적인 손해율 관리 하지만 이차이익 감소는 1,300억원에 이를 전망

한화생명의 경우 단점과 장점이 확실히 존재한다. 안정적인 위험손해율 관리는 매우 긍정적이다. 1분기 위험손해율은 84.6%를 기록하였다. 이는 삼성생명 대비 약 4.0%p나 낮은 수준이다. 따라서 위험율차이익의 확보라는 측면에서 긍정적이다.

하지만 운용자산 수익률이 큰 폭으로 하락하고 있다는 점은 부담이 된다. 2014년 운용자산 수익률은 4.6% 수준으로 전년대비 약 40bp 하락할 전망이다. 부담이율도 25bp 하락하지만 그에 따른 이차이익 감소는 1,300억원에 이를 전망이다. 한화생명은 동사 NAV(순자산가치)에 41%를 차지하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 38,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가는 38,000원을 유지한다. 목표주가는 Sum of the Parts 평가 방식을 사용하여 계산하였다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2012	35,652.0	1,226.1	812.7	286.6	3,795	113.2	56,743	9.0	9.4	0.6	6.4	78.2
2013	38,725.0	863.7	404.4	130.0	1,720	(54.7)	57,001	22.8	11.7	0.7	3.0	81.0
2014F	39,559.2	788.0	474.8	169.6	2,245	30.5	58,880	13.1	12.1	0.5	3.9	85.8
2015F	41,141.5	849.0	525.4	184.5	2,443	8.8	60,956	12.1	11.6	0.5	4.1	82.6
2016F	42,787.2	891.5	566.8	198.5	2,629	7.6	63,219	11.2	11.3	0.5	4.2	81.9

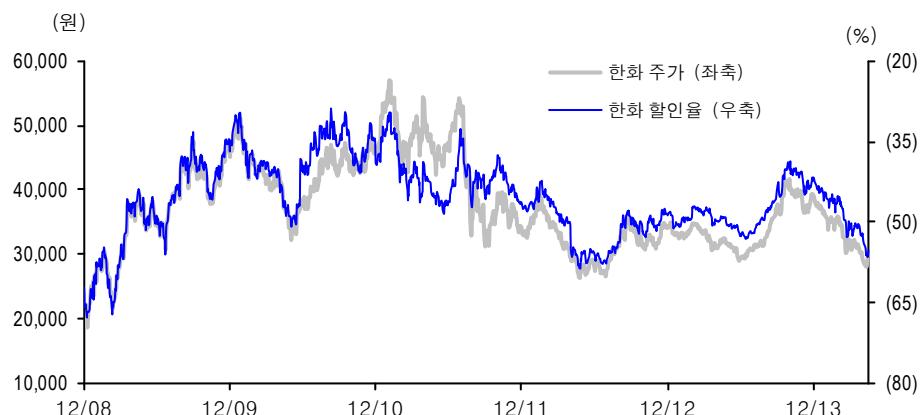
한화 NAV

구분	내용	지분율 (%)	(십억원)
자회사가치			3,763
- 대한생명	시가적용 25% 할인	46.6 (한화건설 24.9포함)	2,037
- 한화케미칼	시가 적용 25% 할인	37.9	856
- 한화테크엠	영업이익 8배 적용	100	345
- 기타 자회사가치			560
영업가치	영업이익 8배		1,270
순차입금			1,945
전체 NAV			3,123
수정발행주식수 (천주)			69,558
주당 NAV(원)			44,500

자료: 신한금융투자

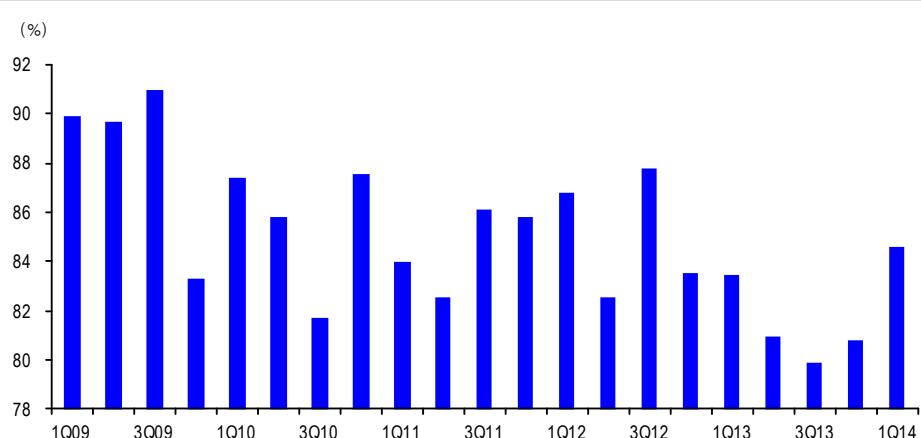
주: 수정발행주식수 = 발행주식수 - 자사주주식수

한화 NAV 할인율 추이



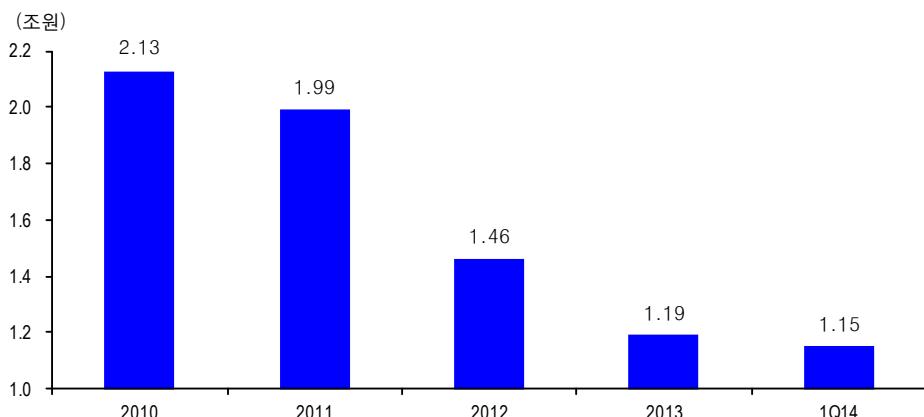
자료: 회사 자료, 신한금융투자

한화생명 위험손해율 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

한화건설 PF 잔액 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

한화 자체사업 실적 추이 및 전망

	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2013	2014F	2015F
매출액 (억원)											
합계	13,120	14,390	15,333	16,007	13,777	15,110	16,183	17,497	53,366	58,850	62,567
제조	2,095	2,792	4,192	4,600	2,200	2,931	4,486	5,520	12,092	13,679	15,136
무역	11,026	11,598	11,141	11,407	11,577	12,178	11,698	11,978	41,274	45,172	47,431
영업이익 (억원)											
합계	239	350	499	503	301	457	523	651	1,121	1,609	1,933
제조	188	310	440	451	266	384	453	580	1,244	1,389	1,683
무역	51	41	59	52	35	73	70	72	(123)	221	250
영업이익률 (%)											
합계	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.5	4.1	2.2	2.1	2.7	3.1
제조	11.1	11.1	10.5	9.8	11.2	10.5	10.8	10.8	10.3	10.2	11.1
무역	0.1	0.4	0.5	0.5	0.1	0.3	0.1	0.3	(0.3)	0.5	0.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

한화 주요 비상장 자회사 실적 추이 및 전망

	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2013	2014F	2015F
매출액 (억원)											
한화건설	7,904	10,476	8,744	11,567	8,299	11,000	9,182	12,145	37,683	38,691	40,626
한화리조트	2,353	2,696	2,885	2,853	2,471	2,831	3,030	2,995	10,372	10,788	11,327
한화테크엠	1,020	1,208	1,255	1,656	1,071	1,268	1,317	1,739	4,897	5,138	5,395
영업이익 (억원)											
한화건설	301	(1,571)	262	347	17	22	18	24	704	(661)	81
한화리조트	(49)	216	115	145	126	144	155	153	393	428	578
한화테크엠	136	97	75	149	91	99	103	136	341	457	428
영업이익률 (%)											
한화건설	3.8	(15.0)	3.0	3.0	0.2	0.2	0.2	0.2	1.9	(1.7)	0.2
한화리조트	(2.1)	8.0	4.0	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	3.8	4.0	5.1
한화테크엠	13.3	8.0	6.0	9.0	8.5	7.8	7.8	7.8	7.0	8.9	7.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
자산총계	104,085.6	113,322.6	113,819.9	114,430.3	115,077.7
유동자산	7,855.8	9,460.4	8,793.4	9,218.0	9,371.2
현금및현금성자산	1,232.7	1,350.4	516.7	610.3	419.2
매출채권	2,558.8	2,729.7	2,784.2	2,895.6	3,011.4
재고자산	2,129.0	2,506.7	2,556.8	2,659.1	2,765.4
비유동자산	12,809.0	12,022.4	12,416.5	12,602.3	13,096.4
유형자산	8,727.5	8,879.9	9,285.5	9,417.3	9,895.0
무형자산	667.4	622.8	567.8	521.2	481.7
투자자산	1,547.7	1,254.5	1,298.0	1,398.5	1,454.5
기타금융업자산	83,420.9	91,839.7	92,610.0	92,610.0	92,610.0
부채총계	93,499.7	102,546.7	102,778.8	103,098.2	103,430.3
유동부채	8,835.4	9,075.2	9,264.7	9,448.1	9,638.9
단기차입금	3,501.7	3,112.7	3,046.7	3,046.7	3,046.7
매입채무	2,113.0	2,286.7	2,332.5	2,425.8	2,522.8
유동성장기부채	1,327.8	1,619.8	1,631.8	1,631.8	1,631.8
비유동부채	8,489.2	9,043.4	9,086.1	9,222.0	9,363.4
사채	2,893.8	2,718.1	2,689.1	2,689.1	2,689.1
장기차입금(장기금융부채 포함)	1,960.3	2,998.5	2,998.5	2,998.5	2,998.5
기타비유동부채	76,175.1	84,428.1	84,428.1	84,428.1	84,428.1
자본총계	10,586.0	10,776.0	11,041.1	11,332.1	11,647.3
자본금	377.2	377.2	377.2	377.2	377.2
자본잉여금	477.8	472.8	472.8	472.8	472.8
기타자본	33.6	38.7	38.7	38.7	38.7
기타포괄이익누계액	116.8	32.9	32.9	32.9	32.9
이익잉여금	3,275.3	3,378.5	3,520.2	3,676.8	3,847.5
지배주주지분	4,280.6	4,300.1	4,441.7	4,598.4	4,769.1
비지배주주지분	6,305.4	6,475.9	6,599.4	6,733.7	6,878.2
*총차입금	9,715.4	10,478.1	10,395.7	10,396.9	10,398.1
*순차입금(순현금)	8,278.4	8,728.3	9,471.0	9,362.3	9,537.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	6,730.6	6,404.2	1,447.1	1,319.1	1,379.5
당기순이익	496.5	224.7	293.0	318.8	343.0
유형자산상각비	535.2	623.3	671.7	680.2	723.3
무형자산상각비	54.7	59.0	55.0	46.6	39.5
외화환산손실(이익)	70.0	36.7	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(22.9)	(20.8)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(2,761.1)	(3,409.6)	165.7	12.6	12.8
(법인세납부)	(646.7)	(218.5)	(181.8)	(206.6)	(223.8)
기타	9,004.9	9,109.4	443.5	467.5	484.7
투자활동으로인한현금흐름	(5,886.1)	(7,152.8)	(1,899.0)	(928.4)	(1,273.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(1,117.8)	(1,020.1)	(1,077.3)	(812.0)	(1,201.0)
유형자산의감소	72.9	154.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(33.5)	(40.1)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(4,758.8)	(6,040.1)	(43.4)	(100.6)	(55.9)
기타	(48.9)	(207.4)	(778.3)	(15.8)	(16.5)
FCF	(977.0)	(806.7)	219.0	294.6	(39.5)
재무활동으로인한현금흐름	(508.4)	610.8	(372.6)	(288.0)	(288.0)
차입금의 증가(감소)	160.6	912.3	(82.4)	1.2	1.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(31.3)	(31.3)	(27.8)	(27.8)	(27.8)
기타	(637.7)	(270.2)	(262.4)	(261.4)	(261.4)
기타현금흐름	0.0	0.0	(336.8)	(9.2)	(9.2)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(83.3)	6.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	252.8	(131.8)	(1,161.2)	93.6	(191.1)
기초현금	1,557.0	1,809.8	1,677.9	516.7	610.3
기말현금	1,809.8	1,677.9	516.7	610.3	419.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	35,652.0	38,725.0	39,559.2	41,141.5	42,787.2
증가율 (%)	192.6	8.6	2.2	4.0	4.0
매출원가	32,705.9	35,958.3	36,790.0	38,179.3	39,706.5
매출총이익률 (%)	8.3	7.1	7.0	7.2	7.2
판매관리비	1,719.9	1,903.0	1,981.1	2,113.2	2,189.2
영업이익	1,226.1	863.7	788.0	849.0	891.5
증가율 (%)	300.0	(29.6)	(8.8)	7.7	5.0
영업이익률 (%)	3.4	2.2	2.0	2.1	2.1
영업이손익	(413.4)	(459.3)	(313.2)	(323.6)	(324.7)
금융손익	(431.9)	(415.9)	(249.0)	(259.4)	(260.4)
기타영업외손익	(4.4)	(64.2)	(64.2)	(64.2)	(64.2)
종속 및 관계기업관련손익	22.9	20.8	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	812.7	404.4	474.8	525.4	566.8
법인세비용	316.2	179.8	181.8	206.6	223.8
계속사업이익	496.5	224.7	293.0	318.8	343.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	496.5	224.7	293.0	318.8	343.0
증가율 (%)	430.9	(54.8)	30.4	8.8	7.6
순이익률 (%)	1.4	0.6	0.7	0.8	0.8
(지배주주)당기순이익	286.6	130.0	169.6	184.5	198.5
(비지배주주)당기순이익	210.0	94.7	123.5	134.3	144.5
총포괄이익	360.7	67.0	293.0	318.8	343.0
(지배주주)총포괄이익	198.7	79.9	349.7	380.5	409.4
(비지배주주)총포괄이익	162.0	(12.9)	(56.6)	(61.6)	(66.3)
EBITDA	1,816.0	1,546.0	1,514.7	1,575.8	1,654.2
증가율 (%)	321.0	(14.9)	(2.0)	4.0	5.0
EBITDA 이익률 (%)	5.1	4.0	3.8	3.8	3.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS (당기순이익, 원)	6,578	2,975	3,881	4,224	4,545
EPS (지배순이익, 원)	3,795	1,720	2,245	2,443	2,629
BPS (자본총계, 원)	140,327	142,845	146,360	150,218	154,396
BPS (지배지분, 원)	56,743	57,001	58,880	60,956	63,219
DPS (원)	450	400	400	400	400
PER (당기순이익, 배)	5.2	13.2	7.6	7.0	6.5
PER (지배순이익, 배)	9.0	22.8	13.1	12.1	11.2
PBR (자본총계, 배)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR (지배지분, 배)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	9.4	11.7	12.1	11.6	11.3
EV/EBIT (배)	14.0	21.0	23.2	21.6	20.9
배당수익률 (%)	1.3	1.0	1.4	1.4	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	5.1	4.0	3.8	3.8	3.9
영업이익률 (%)	3.4	2.2	2.0	2.1	2.1
순이익률 (%)	1.4	0.6	0.7	0.8	0.8
ROA (%)	0.8	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE (지배순이익, %)	6.4	3.0	3.9	4.1	4.2
ROIC (%)	11.6	3.1	3.9	4.1	4.2
안정성					
부채비율 (%)	883.2	951.6	930.9	909.8	888.0
순자본비율 (%)	78.2	81.0	85.8	82.6	81.9
현금비율 (%)	14.0	14.9	5.6	6.5	4.3
이자보상배율 (배)	2.5	1.8	2.7	2.9	3.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	18.6	12.9	11.5	11.9	11.9
제고자산회수기간 (일)	15.4	21.8	23.4	23.1	23.1
매출채권회수기간 (일)	23.2	24.9	25.4	25.2	25.2

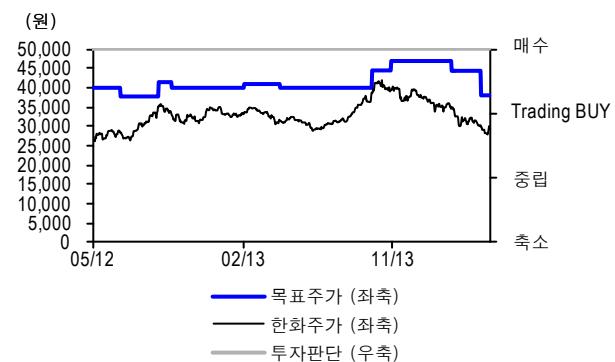
자료: 회사 자료, 신한금융투자

한화 (000880)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 송인찬, 이관희)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(한화)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유기증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2012년 05월 18일	매수	40,000
2012년 07월 09일	매수	37,700
2012년 09월 17일	매수	41,500
2012년 10월 11일	매수	40,000
2013년 02월 21일	매수	41,000
2013년 04월 28일	매수	40,000
2013년 10월 14일	매수	44,600
2013년 11월 18일	매수	47,100
2014년 03월 09일	매수	44,500
2014년 05월 02일	매수	38,000

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

종 목	세 터	매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
		Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%	중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
		중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%	축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
		축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하	