

Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	37,000원
현재가 (9/23)	25,650원

KOSPI (9/23)	2,091.70pt
시가총액	2,251십억원
발행주식수	97,910천주
액면가	5,000원
52주 최고가	35,150원
최저가	21,450원
60일 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	23.2%
배당수익률 (2019F)	2.7%

주주구성	
김승연 외 11 인	37.44%
국민연금공단	9.39%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	1%	-13%	-9%
절대기준	8%	-17%	-19%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	37,000	45,000	▼
EPS(19)	1,747	4,699	▼
EPS(20)	2,995	5,022	▼

한화 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한화 (000880)

내년 반등에 초점

주가 약세

한화를 비롯해 주력 계열사가 2017년 하반기 고점을 기록한 이후 약세로 전환되었는데, 비상장계열사 한화건설이 2017년 부진에서 벗어나 2018년 개선되었음에도 한화케미칼의 실적 부진이 한화케미칼 뿐만 아니라 한화에도 부정적이었고, 2019년에는 자체사업의 방산사업장에서 불미스러운 사고로 2분기까지 공장을 제대로 가동하지 못해 생산에 차질이 발생했기 때문이다.

약세 사유 해소

방산사업장은 하반기부터 생산시설이 정상적으로 가동되기 시작했다. 다만 3분기까지는 부진의 여파가 지속되었을 것으로 예상하고 4분기부터 부담에서 완전히 벗어날 것으로 예상되어 내년에 기저효과가 클 전망이다. 건설은 사업장의 수익 제고와 수익성 중심의 신규 수주로 안정적인 실적 흐름이 유지될 것으로 예상된다.

약세 반전 모멘텀

한화의 주가를 예측하는데 자체사업뿐만 아니라 한화케미칼 · 한화생명 · 한화에어로스페이스 · 한화건설 등이 있는데, 한화건설을 제외한 업체는 상장사로 실적을 포함한 여러 상황들이 주가에 반영되어 있다고 판단한다. 한화에어로스페이스를 제외한 케미칼과 금융은 약세 분위기를 완전히 반전시킬 낙관적인 상황은 아니나 주가의 기술적 분석을 토대로 약세의 강도는 상당히 둔화되어 조금의 개선 모멘텀만으로도 상승세가 두드러질 수 있는 분위기다. 2020년 자체사업이 기저효과가 예상되고 건설에서 안정적인 수익 유지가 한화의 상승 모멘텀이 되어줄 전망이다. 부진한 경기와 금리 하락으로 계열사의 부진 가능성 요소가 완전히 제거된 것은 아니지만, 약세 요인이 해소된 점과 내재가치대비 낮은 주가 수준이 더 긍정적인 의미가 있다고 판단해 매수 의견을 유지하고 목표주가는 내재가치의 변화를 고려해 37,000원을 제시한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	50,404	48,740	49,810	52,008	53,907
영업이익	2,159	1,806	985	1,404	1,617
세전이익	1,995	1,300	555	1,002	1,249
지배주주순이익	405	468	171	293	365
EPS(원)	4,140	4,784	1,747	2,995	3,733
증가율(%)	-31.9	15.5	-63.5	71.5	24.6
영업이익률(%)	4.3	3.7	2.0	2.7	3.0
순이익률(%)	2.6	1.6	0.8	1.5	1.8
ROE(%)	9.1	10.7	3.9	6.2	7.3
PER	10.0	6.6	14.9	8.7	7.0
PBR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.6	9.0	12.3	10.6	9.9

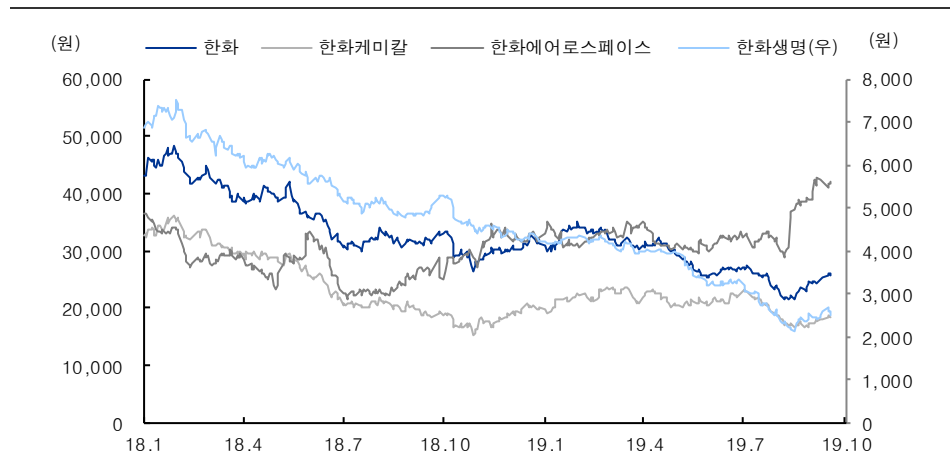
자료: Company data, IBK투자증권 예상

주가 약세

2018년 1월 2일 기준 현재 한화 주가는 40% 하락했고, 2019년 1월 2일 기준으로는 17% 하락했다. 주력 계열사도 한화케미칼이 같은 기간 44%, 7% 하락했고, 한화생명도 63%, 40% 하락했다. 그렇지만 한화에어로스페이스는 16%, 28% 상승해 상반된 모습을 보여줬다.

주가의 등락률은 측정 기준일에 따라 달라질 수 있어 자의적으로 해석할 여지가 많은 지표이기는 하나 2분기 실적이 발표된 8월 중순이후 한화, 한화케미칼, 한화생명이 플러스로 전환한 것은 약세 요인이 주가에 반영됐다는 인식이 강하게 확산됐기 때문일 것이다.

그림 1. 한화 및 주요 계열사 주가



자료: Quantiwise, IBK투자증권

약할 만한 이유

2019년 상반기는 한화에어로스페이스를 제외한 대부분의 연결 종속기업 실적이 지난해 상반기보다 부진했다. 종속기업이 부진하다보니 한화 연결실적도 부진했다. 다만 한화건설의 경우 지난해 2분기에 기비용의 환입에 따른 일회성이익이 있었던 점을 감안하면 괜찮은 실적이었다고 평가할 수 있다. 자체사업도 방산사업장의 생산시설 가동 제한으로 생산에 차질이 발생해 부진했다.

표 1. 2019년 상반기 누적 실적 비교

(십억원, %)

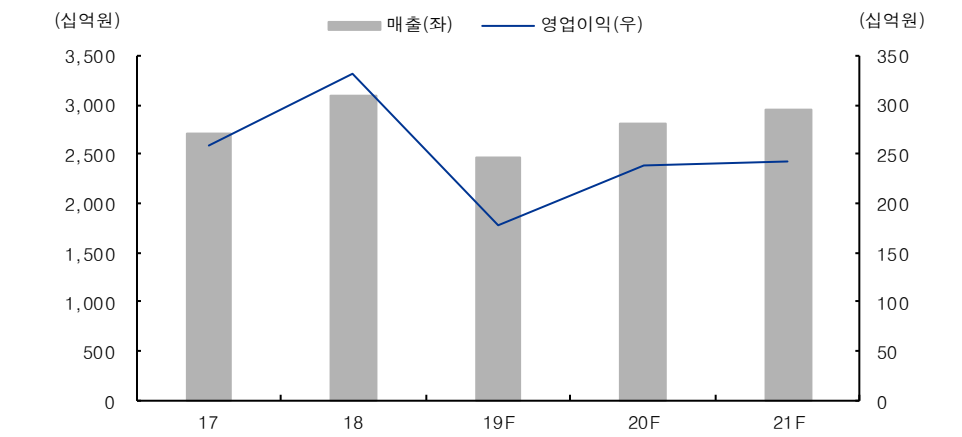
		매출액		영업이익		순이익				
		YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ			
한화	별도	1,910	-16.4	-35.0	60	-63.9	-54.8	27	-80.1	-82.3
	연결	24,705	2.4	0.4	623	-49.3	8.1	366	-61.3	흑전
한화케미칼		4,610	6.6	-2.3	196	-45.0	흑전	143	-70.1	흑전
한화생명		12,631	3.5	12.5	94	-78.6	-55.6	89	-70.7	-38.2
한화건설		2,002	16.7	-3.4	161	-2.7	28.2	107	-24.1	흑전
한화에어로		2,353	33.8	-12.6	73	흑전	0.4	62	흑전	4.4
한화호텔		614	6.7	-13.9	-26	적지	적전	47	적지	적전

주: YoY는 전년상반기대비, QoQ는 전연하반기대비 자료: 각사 사업보고서

반등의 기미

방산산업의 생산시설이 하반기부터 정상화됨에도 주력 제품(천무)의 경우 3분기까지 영향이 있었을 것으로 우려된다. 4분기에 완전히 정상화된다고 하지만 내년을 기약해야 할 것 같다. 대신 기저효과가 클 것으로 예상된다.

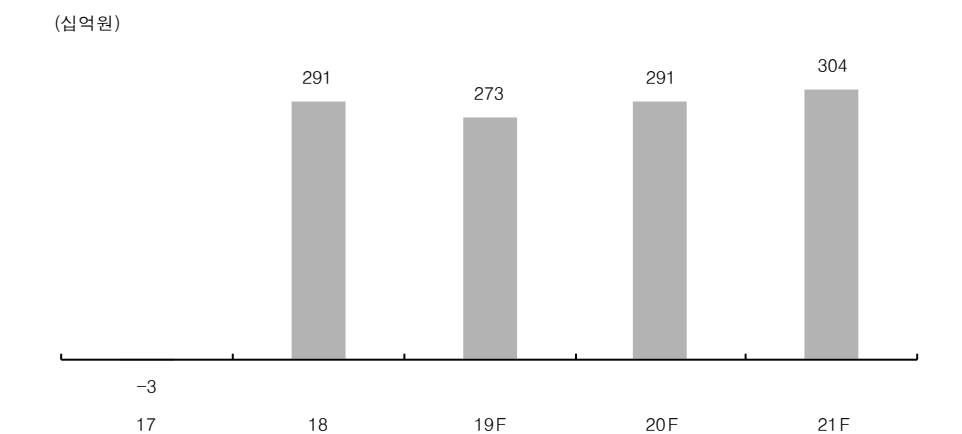
그림 2. 자체 사업의 방산부문



자료: 사업보고서, 실적 발표 IR 자료, IBK투자증권

건설 수주 잔고가 2016년 19조원이후 2017년 16조원대로 내려왔으나, 수익은 2017년 부진을 딛고, 2018년부터 개선되었다. 부진한 건설사업장이 대부분 정리된 상태로 건설사업은 안정적인 수익구조를 유지할 수 있게 되었다.

그림 3. 한화건설 영업이익



자료: 사업보고서, 실적 발표 IR 자료, IBK투자증권

바닥을 확인해 준 주가

주가가 21,000원대까지 하락한 이후 상승세로 전환됐다. 2017년 이후 약세가 건설 등 계열사 이유였다면 2019년은 방산의 가동 중단에 의한 자체사업 실적 부진 때문이었다고 할 수 있을 텐데, 이제 약세 이유가 해소됨으로써 주가 약세가 더 지속되어야 할 이유는 없을 것 같다.

다만 주요 계열사의 주가가 비슷한 궤적으로 그려왔기 때문에 계열사부터 먼저 변화가 있어야 꾸준히 상승 탄력을 받을 수 있는데, 이를 확신하기에는 경기와 금리 변화 등에서 우호적이지 않아 다소의 시간이 필요해 보인다.

계열사의 가치를 상장사는 시가총액으로 비상장사는 장부가액을 기준하며 자체사업은 올해의 어려움이 일시적이었으니, 내년 실적을 기준하는 대신 multiple은 기존대비 10% 할인하였고, 상장사와 비상장사의 가치에 할인율을 각각 차등 적용한 결과 한화의 적정가치는 36,572원이 산출되었다.

산출금액에 따라 목표주가를 37,000원으로 제시하는데, 이는 기존대비 18% 하향하는 거지만, 현재 주가대비 44%의 상승 여력을 보이고 있어 상승여력이 큰 만큼 현재 한화 주가는 내재가치에 비해 저평가되어 있다고 생각된다. 저평가가 상승의 직접적인 이유가 될 수는 없어도 반등의 디딤돌로 충분한 역할이 예상된다.

표 2. Valuation

(억원, 백만주, %)

구분	기업가치	비고
투자가치	38,822	
상장사	22,063	
한화케미칼	10,848	시가총액 x 지분율
한화생명	4,020	시가총액 x 지분율(한화 보유)
한화에어로스페이스	7,195	시가총액 x 지분율
비상장사	16,759	
한화건설	12,587	장부가액
브랜드가치	1,400	주요 계열사와 계약 내용을 참고해 IBK투자증권 추정
영업가치	20,028	2020년 자체사업 예상 EBITDA에 6.3x 적용, multiple은 기존대비 10% 할인
순차입금	19,988	2019년 2분기 별도재무제표
주식수	69	보통주 기준이며, 자사주 제외
적정주가	36,572	상장사에 할인율 30%, 비상장사에 50% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

한화 (000880)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	50,404	48,740	49,810	52,008	53,907
증가율(%)	7.0	-3.3	2.2	4.4	3.7
매출원가	45,921	44,479	46,296	48,107	49,756
매출총이익	4,483	4,261	3,514	3,901	4,151
매출총이익률 (%)	8.9	8.7	7.1	7.5	7.7
판매비	2,324	2,455	2,529	2,496	2,534
판매비율(%)	4.6	5.0	5.1	4.8	4.7
영업이익	2,159	1,806	985	1,404	1,617
증가율(%)	28.1	-16.4	-45.5	42.5	15.2
영업이익률(%)	4.3	3.7	2.0	2.7	3.0
순금융손익	-376	-344	-422	-421	-415
이자손익	-384	-361	-471	-455	-451
기타	8	17	49	34	36
기타영업외손익	-370	-583	-213	-218	-225
종속/관계기업손익	582	421	206	236	272
세전이익	1,995	1,300	555	1,002	1,249
법인세	684	501	137	230	287
법인세율	34.3	38.5	24.7	23.0	23.0
계속사업이익	1,311	799	418	772	962
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,311	799	418	772	962
증가율(%)	1.7	-39.1	-47.7	84.7	24.6
당기순이익률 (%)	2.6	1.6	0.8	1.5	1.8
지배주주당기순이익	405	468	171	293	365
기타포괄이익	-313	-373	1,012	0	0
총포괄이익	998	426	1,430	772	962
EBITDA	3,079	2,768	2,048	2,404	2,636
증가율(%)	17.0	-10.1	-26.0	17.4	9.7
EBITDA마진율(%)	6.1	5.7	4.1	4.6	4.9

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,140	4,784	1,747	2,995	3,733
BPS	46,382	42,747	47,380	49,705	52,768
DPS	600	700	700	700	700
밸류에이션(배)					
PER	10.0	6.6	14.9	8.7	7.0
PBR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.6	9.0	12.3	10.6	9.9
성장성지표(%)					
매출증가율	7.0	-3.3	2.2	4.4	3.7
EPS증가율	-31.9	15.5	-63.5	71.5	24.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	2.2	2.7	2.7	2.7
ROE	9.1	10.7	3.9	6.2	7.3
ROA	0.8	0.5	0.2	0.4	0.5
ROIC	9.9	5.5	2.7	4.9	6.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	903.4	900.1	872.2	839.4	801.0
순차입금 비율(%)	52.8	55.3	52.2	49.6	46.3
이자보상배율(배)	5.2	4.3	2.0	2.9	3.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.6	12.7	12.8	13.9	14.8
재고자산회전율	18.5	14.8	12.9	13.6	14.3
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	11,620	13,721	13,631	13,523	13,528
현금및현금성자산	2,109	2,945	2,842	2,876	2,931
유가증권	410	545	548	548	548
매출채권	3,715	3,976	3,819	3,665	3,600
재고자산	2,691	3,880	3,847	3,792	3,764
비유동자산	16,152	17,461	18,337	18,984	19,662
유형자산	10,176	11,480	11,933	12,319	12,710
무형자산	1,551	2,059	2,107	2,122	2,133
투자자산	2,962	2,492	2,623	2,865	3,140
자산총계	160,195	169,549	176,309	176,991	177,819
유동부채	12,931	14,870	14,958	14,886	14,854
매입채무및기타채무	2,627	2,236	2,258	2,291	2,400
단기차입금	3,162	4,008	3,331	3,298	3,248
유동성장기부채	2,643	3,055	3,222	3,212	3,182
비유동부채	9,638	10,643	11,380	11,296	11,194
사채	2,475	2,516	3,050	3,020	2,970
장기차입금	2,664	3,283	3,255	3,235	3,215
부채총계	144,230	152,596	158,175	158,151	158,083
지배주주지분	4,541	4,185	4,639	4,867	5,167
자본금	490	490	490	490	490
자본잉여금	547	496	481	481	481
자본조정등	38	23	20	20	20
기타포괄이익누계액	101	-484	-129	-129	-129
이익잉여금	3,365	3,660	3,777	4,005	4,305
비지배주주지분	11,423	12,768	13,495	13,974	14,570
자본총계	15,965	16,953	18,134	18,840	19,736
비이자부채	133,286	139,734	145,317	145,386	145,468
총차입금	10,944	12,862	12,858	12,765	12,615
순차입금	8,425	9,373	9,468	9,341	9,136

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,138	2,749	-11	1,959	2,098
당기순이익	1,311	799	418	772	962
비현금성 비용 및 수익	4,327	3,770	2,849	1,402	1,386
유형자산감가상각비	790	805	899	844	859
무형자산상각비	130	156	165	155	159
운전자본변동	-5,934	-5,219	-3,983	241	200
매출채권등의 감소	-199	411	221	154	66
재고자산의 감소	67	-296	43	56	27
매입채무등의 증가	99	-767	0	32	109
기타 영업현금흐름	5434	3399	705	-456	-450
투자활동 현금흐름	-5,666	-2,632	-1,319	-1,622	-1,612
유형자산의 증가(CAPEX)	-968	-1,531	-1,467	-1,230	-1,250
유형자산의 감소	95	202	11	0	0
무형자산의 감소(증가)	-125	-234	-187	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	212	-129	-147	-5	-3
기타	-4880	-940	471	-217	-189
재무활동 현금흐름	-305	1,991	63	-303	-430
차입금의 증가(감소)	-572	1,455	731	-20	-20
자본의 증가	0	1,249	0	1	1
기타	267	-713	-668	-284	-411
기타 및 조정	82	-1273	1165	-1	-1
현금의 증가	-751	835	-102	33	55
기초현금	2,860	2,109	2,945	2,842	2,876
기말현금	2,109	2,945	2,842	2,876	2,931

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.09.21~2019.09.21)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	89.4
중립	16	10.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

